

自己株式取得の法と経済分析(上)

XU, Peng / 胥, 鵬

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

69

(号 / Number)

3

(開始ページ / Start Page)

351

(終了ページ / End Page)

380

(発行年 / Year)

2001-12-29

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00002948>

【研究ノート】

自己株式取得の法と経済分析（上）

胥 鵬

1. はじめに

自己株式取得の解禁を受けて、日本企業が発表した消却目的の自己株式取得件数は、1995年度の4件から1999年度の351件に、取得予定価額総額も1995年度の750億円から1999年度の7,122億円に達し、ちなみに、1999年度の自己株式取得予定価額総額は1999年度全国上場企業配当総額2兆1,834億円の3分の1にも相当する。消却のための自社株取得に関する一連の立法が行われてからわずか5年間の間に、消却目的の自社株式取得アナウンス件数も取得予定価額総額も大幅に増加し、株主への利益還元手段の一つとして、消却目的の自己株式取得は日本のコーポレート・ファイナンスを語るにはもはや欠かせないほど重要性を持つようになっている。

自己株式取得に関する法律改正が行われてから間もなく、法学界から法制度の解説、諸外国との法制度比較および自己株式利益消却の実務を含めて、数多くの研究が法学者によって行われてきたが、日本における自社株式取得に関する経済分析は、筆者が知っている限り皆無に近い。この論文の主な目的は、法と経済学のアプローチで自己株式取得に関する法律改正を分析し、自己株式取得が既に定着しているアメリカにおける自己株式取得に関する実証分析を参考に、日本企業における消却目的の自己株式取得の決定に関する経済分析することを試みる。

アメリカでは配当と自己株式取得が原則自由であるため、株主への利益還元手段として配当と自社株式取得に関する理論実証分析は盛んに行われ

てきた。この論文では、われわれは第2章で利益還元政策に関連するシグナリング説とフリー・キャッシュ説の理論分析を紹介し、第3章ではこの2つの仮説に基づいて、自己株式取得が既に定着しているアメリカにおける配当政策と自己株式取得に関する実証分析をレビューする。アメリカのコーポレート・ガバンスの強い影響の下で、自己株式取得などの一連の法律改正が行われてきたため、この論文は日本企業における自己株式取得の要因を分析するには重要な参考になる。

2. 株主への利益還元に関する経済分析

資本構成に関する研究と同様に、配当政策に関する研究を溯るとMM命題に辿り着き、Miller and Modigliani (1961) で分析されたように、完全資本市場の下で、内部留保されるキャッシュ・フローはいずれも株主に還元されるため、配当異動は株価や企業価値などに影響を及ぼさないのである。むしろ、キャピタル・ゲインと比べて配当課税の税率が高いだけでなく、配当が負債比率を引き上げることにより潜在的に倒産コストを高めるため、会社は配当よりもキャピタル・ゲインで株主に報いるべきである。にもかかわらず、Lintner (1956), Fama and Babiak (1968) と Watt (1973) 等が報告したように、古今東西多くの会社が過去若しくは現在の会計利益に応じて配当を払うことにはきつと訳があると思わざるを得なくなる。これだけではなく、株価が配当異動に強く反応することは、配当異動が過去と現在の会計利益ではなく将来の会計利益を予測することを意味する。数多くの配当パズルを説明するために、最初に提起された仮説は Battacharya (1979), John and Williams (1985) と Miller and Rock (1985) などのシグナリング説であり、この仮説を検証するために膨大な実証研究の蓄積がある。

シグナリング理論の代替仮説として、フリー・キャッシュ仮説が挙げられる。最初、Jensen and Meckling (1976) は、インサイダー（役員、従

業員)とアウトサイダー(一般株主)の利害の不一致からエージェンシー・コストが生じるという斬新な概念を提示し、具体的にエージェンシー・コストがどのように発生するかを確認するために、Jensen(1986)は、アメリカの石油会社が1980年代初期に行った無駄な開発が数千億ドルにものぼることを例に、経営者の自由裁量下にある内部留保されたキャッシュ・フロー、すなわち、フリー・キャッシュこそエージェンシー問題を引起す最大の原因であると力説し、引き続いてJensen(1993)は、アメリカの自動車産業が比較優位を失ったにもかかわらず、GM社が1980年から1990年までに、1985年のトヨタとホンダの株式時価総額合計2,150億ドルの3倍よりも大きい6,720億ドルのフリー・キャッシュをR&Dと純資本支出に費やした、とアメリカ企業の行動を痛烈に批判した。これと関連して、Easterbrook(1984)で増配などの株主への利益還元がエージェンシー・コストの削減につながると議論された。90年代に入ってから、シグナリング説の代替仮説として、フリー・キャッシュ説を検証する実証研究も行われるようになった。

以下、第1節でシグナリング説を、第2節でフリー・キャッシュ説を説明した上で、第3章で取上げられる配当や自己株式取得などの株主への利益還元に関する実証分析の理論ファンデーションとなる2つの仮説の相違をまとめて第2章を結ぶ。

2.1 シグナリング説

なぜ株価が配当異動に反応するのかという疑問に対して、Battacharya(1979)、John and Williams(1985)とMiller and Rock(1985)などは、キャピタル・ゲインと比べて配当課税が高いことと財務危機処理コストに着目して、シグナリング・モデルを配当にコーポレート・ファイナンスの配当と自己株式取得などの利益還元政策に応用して説明を試みた。この節では、簡単な数値例を用いてシグナリング説を説明する。高収益と低収益の2タイプの会社が50%ずつあり、どのタイプの会社も2期存続し、2期

末に清算されることになる。毎期、高収益タイプの会社は確率 50% で 300 億円のキャッシュ・フロー、確率 50% で 500 億円のキャッシュ・フロー、他方、低収益タイプの会社は確率 50% で 300 億円のキャッシュ・フロー、確率 50% で 100 億円のキャッシュ・フローを上げることになっている。1 期目のキャッシュ・フローは 1 期末に配当として株主に分配されるか、2 期末に 2 期目のキャッシュ・フローと合わせてキャピタル・ゲインとして株主が受け取るか、という 2 つの選択肢がある。ただし、2 期末に会社が清算されたときのキャピタル・ゲインは課税されないが、1 期末に支払われる配当は 20% の税金が課される。既存株主は 1 期だけ株式に投資するため、投資収益は 1 期末に受け取る配当の税引後の金額と 1 期末に株式売却価額になる。簡単化のために、投資家はリスク中立的、利子率は 0、経営者は既存株主の利益を最大化するように行動するとしよう。

投資家が会社のタイプを識別することができれば、配当を払わないことでどの会社の株主も配当課税を負担せずにすむ。高収益会社の株式時価総額 EV^H は 1 期目と 2 期目の期待キャッシュ・フローの合計額

$$(50\% \times 300 + 50\% \times 500) + (50\% \times 300 + 50\% \times 500) = 800 \text{ (億円)}$$

に等しく、低収益会社の株式時価総額 EV^L は 1 期目と 2 期目の期待キャッシュ・フローの合計額

$$(50\% \times 100 + 50\% \times 300) + (50\% \times 100 + 50\% \times 300) = 400 \text{ (億円)}$$

になる。情報の非対称性のケースにおいては、何も情報がなければ、具体的に、どの会社の株式時価総額も平均キャッシュ・フロー

$$50\% \times 400 + 50\% \times 800 = 600 \text{ (億円)}$$

と等しくなり、したがって、低収益タイプの会社の株価は過大評価される一方、高収益タイプの会社の株価は過小評価されてしまう。

最初の時点で経営者も投資家も個別会社の収益性を識別することができ

ないが、1期中に経営者は新しい情報を獲得し、自分の会社の収益性が完全にわかるようになる。ただし、この情報を書類などで投資家と市場に開示することはできない。こうなると、高収益会社は収益性を投資家にアピールする術は本当はないだろうか。結論からいえば、中間配当を実施すれば、経営者は自分の会社の収益性を投資家にシグナリングすることができるのである。具体的に、経営者が銀行から中間配当額だけの資金を借りて中間配当を実施し、1期末に1期目のキャッシュ・フローを銀行借り入れの返済に充てるように、事前に配当にコミットする。ここで、コミットとは、約束した配当額を必ず支払うということの意味し、事前とは、キャッシュ・フローが判明される前のことをさす。わかりやすくするために、ここで配当にコミットすることをキャッシュ・フローが実現する前に中間配当を払うと解釈し、以下は配当にコミットするという表現を使うこともある。

重要なことは、つなぎ融資を1期末に返済しなければならないため、もし、1期目のキャッシュ・フローが配当額を下回れば、1期末に会社は銀行借入を返済することができなくなり、すなわち、債務不履行が生じてしまう、という点である。このとき、債務延期を銀行に要請したり、民事再生法や会社更生法などを申請したりして、会社の再建をしなければならない。通常、このような財務処理危機を処理するためには膨大な費用を投入しなければならないことが企業財務理論でよく知られている。ここで、財務処理費用はコミットし配当 D と1期目のキャッシュ・フロー X との差額に依存し、 $0.4(D-X)$ で与えられているとする。

今までのシナリオでわかるように、過大な配当にコミットすることは、配当課税のほかに、膨大な財務危機処理費用を覚悟しなければならない。ここで、配当課税と財務処理費用こそ、シグナリング・モデルにおけるシグナリング・コストにほかならない。たとえば、高収益の会社としては、潤沢なキャッシュ・フローが期待できるため、300億円の高い配当にコミットしても、財務処理費用は生じないが、低収益の会社は高収益の会社の真似をすれば50%の確率で財務処理費用を負担しなければならない。もち

ろん、運良く低収益の会社は、1期目のキャッシュ・フローが300億円となった時に株価が高く評価されることにも留意せよ。50%の確率で財務処理費用を負担するというコスト、真似がばれずに株価が高く評価されるというベネフィットを勘案した上で、低収益の会社は高収益会社の配当政策を真似るかどうかを決定する。

さて、このモデルにおいて、高収益会社は配当にコミットして自分の収益性を投資家にシグナリングするだろうか。これから、シグナリングの仕組みについて考えていこう。高収益会社は配当額 D にコミットして投資家にシグナリングすることが成功すれば、1期末における既存株主の期待利益 $EV^H(D)$ は

$$(1-0.2) \times D + (50\% \times (300-D) + 50\% \times (500-D)) \\ + (50\% \times 300 + 50\% \times 500)$$

になる。上の式で、 $(1-0.2) \times D$ は税引後配当、 $(50\% \times (300-D) + 50\% \times (500-D))$ は1期目のキャッシュ・フローのうち内部留保される部分、 $(50\% \times 300 + 50\% \times 500)$ は2期目の期待キャッシュ・フローである。一般性を失うことなく、 $1 \leq D \leq 3$ と仮定しよう。仮に高収益会社の配当政策を真似すれば、低収益会社の既存株主の1期末における利益を計算しよう。1期目のキャッシュ・フローが300億円であれば、低収益会社はあたかも高収益会社のように評価されるため、1期末における既存株主の期待利得 $EV^L(D|X=300)$ は

$$(1-0.2) \times D + (300-D) + (50\% \times 300 + 50\% \times 500)$$

で求められる。同じく $(1-0.2) \times D$ は税引後配当、 $(300-D)$ は内部留保された1期目のキャッシュ・フローの部分、 $(50\% \times 300 + 50\% \times 500)$ は投資家が期待している2期目キャッシュ・フローである。もちろん、これはあくまでも真似が巧く行ったときのシナリオで、キャッシュ・フローが100億円しかない場合には、低収益会社の真の収益性は市場で知られるよ

うになるだけでなく、財務危機騒ぎになってしまうため、既存投資家の期待利得 $EV^L(D|X=100)$ は、

$$(1-0.2) \times D + (100-D) \times (1+0.4) + (50\% \times 100 + 50\% \times 300)$$

になる。ここで、 $(100-D) \times (1+0.4)$ は配当にコミットしたための債務の繰越と財務処理費用、 $(50\% \times 100 + 50\% \times 300)$ は低収益会社の本来の2期目期待キャッシュ・フローである。現在から計算すれば、あえて高収益会社の配当政策を真似すれば、低収益会社の株主の期待利得 $EV^L(D)$ は、

$$\begin{aligned} &50\% \times ((1-0.2) \times D + (300-D) + (50\% \times 300 + 50\% \times 500)) \\ &\quad + 50\% \times ((1-0.2) \times D + (100-D) \times (1+0.4)) \\ &\quad + (50\% \times 100 + 50\% \times 300) \end{aligned}$$

で計算できる。これを整理すると、

$$\begin{aligned} &(1-0.2) \times D + 50\% \times ((300-D) + (50\% \times 300 + 50\% \times 500)) \\ &\quad + 50\% \times ((100-D) \times (1+0.4) + (50\% \times 100 + 50\% \times 300)) \end{aligned}$$

が得られる。

高収益会社の配当政策の真似をしなければ、配当に税金が課されるため、低収益会社は配当よりも2期末にキャピタル・ゲインで株主に報いることになる。もちろん、無配会社は低収益会社だ、という情報も市場に行き渡り、低収益会社は真の価値に等しく評価され、株主は $EV^L(0)$

$$(50\% \times 100 + 50\% \times 300) + (50\% \times 100 + 50\% \times 300)$$

だけの利得を得る。低収益会社が真似しない条件は、真似するときの期待利得 $EV^L(D)$ が真似しないときの期待利得 $EV^L(0)$ を下回ることである。

$$(1-0.2) \times D + 50\% \times ((300-D) + (50\% \times 300 + 50\% \times 500))$$

$$\begin{aligned}
 &+50\% \times ((100-D) \times (1+0.4) + (50\% \times 100 + 50\% \times 300)) \\
 &\leq (50\% \times 100 + 50\% \times 300) + (50\% \times 100 + 50\% \times 300)
 \end{aligned}$$

上の式を整理すると、

$$\begin{aligned}
 &50\% \times ((50\% \times 300 + 50\% \times 500) - (50\% \times 100 + 50\% \times 300)) \\
 &\leq 0.2D + 50\% \times (D - 100) \times 0.4
 \end{aligned}$$

という式が得られる。上の式の左辺は、真似がばれずに株価が高く評価されるベネフィット、右辺は配当課税と期待財務処理費用のシグナリング・コストになる。これを解くと、

$$D \geq 300$$

が得られる。したがって、高収益会社は300億円の配当にコミットし、低収益会社は無配ということになる。これを高収益会社の既存株主の期待利得に代入すると、

$$EV^H(300) = 740(\text{億円})$$

が得られ、情報の非対称性がないときの800億円と比べて配当課税の60億円だけ少ないことがわかる。だが、この金額は何もせずに平均収益性で評価されるとき600億円よりも大きいため、その結果、高収益性会社は60億円のシグナリング・コストを負担して市場に自社の収益性をシグナリングすることになる。他方、低収益性会社は60億円の配当課税のほかに40億円の期待財務処理費用が加わると100億円に上り、得られるベネフィットの100億円ととんとんになるため、高収益性会社の配当政策の真似をせずに、中間配当を見送った時点での株式時価総額は400億円になる。

株価を中心に、今までの話を整理しておこう。まず、最初の時点でどの会社も600億円で取引され、中間配当300億円を実施した時点で高収益会社の株式時価総額は増配ニュースで740億円で買われ、1期末になると、

キャッシュ・フローが500億円という好決算が発表されれば600億円に上昇、300億円のキャッシュ・フローが発表されれば株式時価総額は400億円に転落する。ここで、自己株式取得も増配と見なされる。一方、無配とアナウンスした会社の株式時価総額は直ちに400億円までに売られ、1期末になると、キャッシュ・フローが300億円という好決算が発表されれば500億円に持ち直り、100億円のキャッシュ・フローが発表されれば株式時価総額はさらに300億円に転落する。このように、株価は常に情報に反応して変動するのである。

2.2 フリー・キャッシュ仮説

配当や自己株式取得などの株主への利益還元は株価が上昇する理由として、シグナリング説のほかに、フリー・キャッシュ説も挙げられる。フリー・キャッシュとは、内部留保されるキャッシュ・フローのことをさす。数多くの実証分析は、投資機会が乏しい企業では豊富な内部資金、すなわち、フリー・キャッシュが無駄な設備投資に費やされることが多いことから、投資機会が乏しい企業ほどエージェンシー・コストが高いことを示唆する⁽¹⁾。なぜ経営者がフリー・キャッシュを株主に還元せずに規模拡大のために無駄な設備投資に費やすのか。これは新聞を読めばすぐわかる。巨大企業の現・元経営者は、会社がかもうかっというといなかつと、いろいろな団体の要職に名を連ね、財界で大きな発言力を持ち、政府政策にも大きな影響力を振るうことができる。一方、利益率の高い小規模の成長企業の経営者は単に成り上がりでしか扱われない。また、規模拡大が中間経営者の昇進機会を増加させるため、インサイダーの従業員も歓迎される点も無視できない。もちろん、最も重要なことは会社の規模拡大に社会的ステータスと役職利得が伴うからである。

エージェンシー・コストを低減させるためには、手っ取り早い手段はキャッシュ・フローを経営者から取り上げることである。フリー・キャッシュを削減する最も有効な手段として、以下の3つの手段が挙げられる。まず、

インセンティブ報酬を経営者に付与することを通じて経営者の利益とアウトサイダー株主の利益と一致させること、次に、敵対買収の標的にならないように経営者はやむを得ずフリー・キャッシュを株主に還元すること、最後に、負債比率を高めることで強制的にキャッシュ・フローをアウトサイダー投資家に支払わせることが考えられる。この3つの手段は互いに独立的なものではなく、互いに影響を及ぼしあうのである。たとえば、ストック・オプションなどの業績連動報酬の割合が増えれば、経営者がより積極的に利益を株主に還元するようになり、その結果、負債比率が上昇する。また、Jensen (1986) によると、敵対買収から逃れるために、成熟産業の企業の経営者は、自己株式取得という方法で意図的に負債比率を高めてフリー・キャッシュの削減に努めた。推定によると、石油産業では、敵対買収の圧力で98社の米国石油会社が1984年までに株主に約2,000億ドルの利益を還元した。

Jensen (1986) は、負債のフリー・キャッシュを取り上げる機能に着目し、その後、Hart and Moore (1995) は負債のフリー・キャッシュを取り上げる機能をフォーマルなモデルで分析した。ここで、フリー・キャッシュ説のコンテキストで簡単な数値例を用いて、増配、自己株式取得などの利益還元政策の効果について説明する。まず、ある会社は2期存続し、既存資産からの1期目のキャッシュ・フローは150億円、2期目のキャッシュ・フローは100億円、1期目の新規投資プロジェクトの投資額は100億円とする。新規投資は2期目にはじめてキャッシュ・フロー R を生み出す。 R が初期投資額100億円を上回るならば、新規投資の実行は株主に $R-100$ だけの利益をもたらすが、でなければ、株主利益は $100-R$ だけ減少する。ここで、既存資産からの来期の収益も新規投資プロジェクトの来期の収益も割引現在価値を意味する。経営者は新規投資プロジェクトの収益と関係なしに、常に投資を実行したいと考えており、新規投資プロジェクトに投資するために1期末までに100億円の資金を確保しなければならない。2期末に会社は清算され、キャッシュ・フローは全額投資家に還元

される。

資本構成が100%株式であれば、配当を決定する裁量権限を有する経営者は今期の利益のうち50億円を配当として株主に支払い、100億円を内部留保して新規投資に投下することになる。 $R \geq 100$ ならば、フリー・キャッシュのケースにあてはまらないため何も問題も生じないが、 $R < 100$ になると、明らかに内部留保される1期目のキャッシュ・フローは採算性の低い投資に投下されるフリー・キャッシュそのものである。採算性の低い投資プロジェクトを実行できるほどのフリー・キャッシュを経営者に与えないために、短期負債(1期末までに返済しなければならない債務) SD が50を超え、長期債(2期末までに返済しなければならない債務) LD が $250 - SD$ を超えるように資本構成を設定しなければならない。ここで、既存債権は新規発行の債権より優先順位が高い。

まず、経営者が今期利益を内部留保して採算性の低い新規投資に投下できないようにするためには、最適短期負債は

$$150 - SD < 100$$

となるように設定されなければならない、つまり、短期負債 SD は50億円以上でなければならない。同時に、長期債の残高が $250 - SD$ ならば、1期に調達できる金額は1期目の内部留保に2期目のキャッシュ・フローを加え、さらに長期債の残高を控除した金額になる。既に説明したように、新規債権者は返済を受ける優先順位が既存債権より低いため、2期末に受け取る金額はキャッシュ・フローから既存債権額を控除した額になる。すなわち、1期末までに経営者は

$$150 + 100 + R - SD - LD$$

だけの資金を新たに調達することができる。長期債 $LD = 250 - SD$ を上
の式に代入すると、1期末までに経営者が調達できる資金は R になる。明らかに、市場で100億円を調達するためには、 $R \geq 100$ という条件が満た

されなければならない。このように、この最適資本構成の下で、経営者は $R < 100$ の投資プロジェクトをすべて見送らざるを得ないのである。

留意してほしいのは、ここで資本構成は単なる自己資本比率だけではなく、負債構成、具体的に短期債と長期債、優先債と劣後債もモデルに含まれる点である。負債は強制的に経営者からキャッシュ・フローを取り上げ、フリー・キャッシュ問題を和らげる所以は、今期期首における既存債権の利益請求権、すなわち、キャッシュ・フローを受け取る優先順位がほかの証券、とりわけ、株式のキャッシュ・フローを受け取る優先順位より高いからである。このように、投資家が投下した資金を回収できることを保証するためには、短期負債は今期のフリー・キャッシュを、優先長期負債は将来のフリー・キャッシュを経営者から取り上げる。

なぜ、負債は経営者からキャッシュ・フローを強制的に取り上げることができるのか。キー・ワードは“経営者が配当を決定する裁量権限を有する”という文言にある。これについては、以下の二つの理由が挙げられる。まず、キャッシュ・フローを操作することができる。先進国の会計制度がいくら優れているからといって、会計ルール変更で会計利益が数億円で変化することは良く知られている。第2に、経営者は“内部留保がいずれも株主に還元される”という名の下で、自分の裁量で配当政策を決定する。アメリカでは、配当は経営判断の事項として、経営者に委ねられている。日本では、配当は株主総会の決議事項⁽²⁾となっているが、株主総会、取締役会などの内部ガバナンスが機能しないため、5円配当、上場維持のために額面50円株式の一株あたりの必要な配当額しかし払わない配当政策が続けられてきたことは周知の事実である。したがって、“いずれも還元される内部留保”は株主にとってはとらぬ狸の皮算用に過ぎない。上述した諸々の理由で、日本もアメリカも経営者は配当を決定する自由裁量権を有するのである。不完備契約理論で説明すると、アウトサイダー株主は経営者とキャッシュ・フローに依存する配当契約を交わすことができないということになる。それで、通常不完備契約モデルで、キャッシュ・フロー

が観察できても会社が清算されるまでに立証できないという仮定が設けられる。

当然な疑問だが、配当を払わなくても平気でいられる経営者はなぜ借金を踏み倒さないのか。現に、債権者の同意で返済猶予、元本金利の一部放棄ということはあるのではないか。確かに返済猶予、債務放棄があるが、ほとんどのケースで経営者交代は避けられない。会社の規模拡大に伴う役職利得のためにフリー・キャッシュを低採算性の投資に費やす経営者は交代させられたら木から落ちた猿同然ではないか。とにかく、借金の踏み倒しになると、経営者にとってはいろいろな厄介なことが起こり、下手すると特別背任罪で起訴されて逮捕されてしまうかもしれない。これは、無配転落になっても、株主総会で申し訳ないと謝って、長時間の株主総会にさえ耐えれば、丸の内の本社ビルにある豪華な社長室も送迎の車も大勢の部下も失うものはなしということとわけが違う。

多くの国々で、負債は潜在的に倒産を引き起こし、倒産によって経営コントロール権は経営者から債権者へシフトさせる、という破産法制度が設けられている。負債契約はキャッシュ・フローに依存しないため、約束した返済額を約束した時間までに債権者に返済しなければ、会社は債務不履行になり、経営コントロール権は経営者から債権者または債権者の代理人に移転され、既存経営者は大きなペナルティーをうけることになる。したがって、配当と比べて、負債の元利返済契約は、強制的に経営者にキャッシュ・フローを支払わせるためにはるかに有効である。

所有と経営が分離しかつ株式所有が広く分散する場合には株主総会と取締役会制度がうまく機能しないことは、日本でもアメリカでも同じであり、1970年代後半から、それを是正する動きとして、アメリカ企業は敵対買収の脅威に晒されるようになった。その仕組みについて簡単に触れておこう。単純化のために、 $R = 40$ 、自己資本100%の会社を出発点として分析を進めよう。既にわかるように、この会社の株式時価総額は1期目のキャッシュ・フローから新規投資プロジェクトの投資額を引いた額に、既存資産

が生み出す2期目のキャッシュ・フローと新規投資プロジェクトが生み出すキャッシュ・フローを加えた額、 $150 - 100 + 100 + 40 = 190$ (億円)になり、低採算性の投資を見送ったときの株式時価総額250億円と比べると60億円が少ない。買収側はこの差額に目をつけて、敵対買収を計画する。発行済み株式数を1億株とすると、現在の株価は190円、買収側はジャンク・ボンド市場で110億円の短期債を発行して、1株220円で5千万株を公開買付で買い付けると発表する。このような買収手法はLBO (Leverage Buy Out) と呼ばれる。

このプレミアムなら過半数の株主が公開買付に応じるとすれば、買収成功後に買収側が送り込んだ新経営者は直ちに150億円の短期債と25億円の長期債を発行して175億円を調達すると同時に、公開買付で175億分の自己株式を消却することを発表すると、株価は250円に上昇し、その結果、消却される株式数は7千万株になる。買収側は5千株を売却し、得た価額でジャンク・ボンド110億円を償却し、15億円の利益を手に入れる。株式消却後の負債比率は70%に上昇する。このプロセスは非常に重要である。新経営者も規模拡大から役職利得を得ることがあれば、低採算性のプロジェクトに投資しないことにコミットするために、ある程度のキャッシュ・フローを株主に還元することは必要不可欠である。しかも、このプロセスは不可逆であり、経営者はこの資本構成を元に戻すことができない。低採算性のプロジェクトに投資するために100億円の資金を確保しなければならないが、既存の長期債務が存在する以上、経営者が最大に調達できる金額は75億円しかない。もちろん、ここで敵対買収業者でなくても、既存経営陣も同じ手法で株主から株式を取得し、会社を非上場にすることができる。これはいわゆるMBO (Management Buy Out) という手法である。Jensen (1986) によると、LBOによる買収後、平均負債比率は18%から90%へ増加し、平均的に株価は50%上昇し、買収後の3年間キャッシュ・フローは96%も増加した。企業の負債、株式所有集中度、役員持ち株と負債比率が買収された後著しく増えることを強調して、Jensen (1988,

1993)は、LBOやMBOがエージェンシー・コストを低減させ、経営効率を高めると強く訴えた。

80年代後半から、アメリカではストック・オプションの付与も広く行われるようになり、敵対買収の脅威とあわせて、経営者の規模拡大にある程度歯止めがかかるようになった。以下は今までと同じ数値例でストック・オプションがどのように機能し、会社の利益還元政策に影響を及ぼすかについて解説する。経営者の役職利得は新規投資額の15%、すなわち、15億円だと仮定する。低採算性のプロジェクトに投資しないインセンティブ(誘引)を与えるためには、低採算性の投資を思いとどまれば、ストック・オプションの価値が15億円以上に増加するようにストック・オプションを経営者に付与すれば問題は解決される。たとえば、 $R = 40$ 、100%自己資本ならば最初の株価は190円になり、このとき行使価格190円のストック・オプション3千万株を経営者に付与する。経営者が低採算性のプロジェクトに投資しないことにコミットすれば、株価は250円に上昇し、経営者のストック・オプションの価値は18億円に騰がる。逆にこのようにコミットしなければ、ストック・オプションは単なる紙くずになってしまう。留意してほしいのは、株価はストック・オプションが付与される時点で騰がるのではなく、経営者は低採算性のプロジェクトに投資しないことにコミットする時点で上昇するのである。既に説明したように、経営者が1期末前に100億円の短期債と100億円の長期債を発行して得た金額で、消却目的で5千万株、ストック・オプション付与目的で3千万株の自己株式を取得すると発表されると、株価は250円までに買われる。

最後に、後程配当や自己株式取得などの株主への利益還元政策に関する実証分析の理論ファンデーションにもなるシグナリング説とフリー・キャッシュ説の相違をまとめてこの章を結びたい。2つの仮説は必ずしも互いにまったく相容れない仮説ではないが、両者の間に相違点が見られる。たとえば、どの説も株価が増配と自己株式取得のニュースで上昇すると予測するが、シグナリング説では現在の配当変化が将来のキャッシュ・フローの

変化に関するシグナルであるため、増配の時に株価が必ず上昇する。これに対して、フリー・キャッシュ説は投資機会の乏しい会社に限って、利益還元が行われるときに株価が上昇する。将来のキャッシュ・フローについては、シグナリング説を採れば、増配は将来のキャッシュ・フローの増加を、減配は将来のキャッシュ・フローの減少を、それぞれ予測することになる。一方、フリー・キャッシュ説では情報の非対称性ではなく、情報の不完備性が仮定されるため、現在の配当異動や自己株式取得は必ずしも将来のキャッシュ・フローを予測するものではない。

3. アメリカにおける自己株式取得

配当異動の将来のキャッシュ・フローに対する予測力をテストする、すなわち、シグナリング説を検証することは、初期の実証分析の主な関心事であった。その後、実証研究のフォーカスはシグナリング説とフリー・キャッシュ説のどちらが配当異動や自己株式取得の効果をよりよく説明できるかを検証することに当てられるようになり、最近、株主への利益還元手段として配当と自己株式取得がどのように使い分けられるか、両者の株価、経営業績に与える効果の相違などのトピックスも試みられるようになっていく。

Fama and French (2000) によると、金融と電力を除いた NYSE, AMEX と NASDAQ のアメリカ公開企業の自己株式取得を集計した結果、80年代の初期から自己株式取得が著しく増加し、1983-1998年に自己株式取得の集計額と利益の集計額の比率は31.2%にも達した。この比率は、1973-1977の間にわずか3.37%、1978-1982に5.12%に上昇した。また、Jgamnathan, et al. (2000) では、アメリカの製造業企業で自己株式取得した会社数は1985年の115社から1996年の755社、取得した価額は1985年の154億ドルから1996年の1,130億ドルに増大した、と報告されている。1980年代の後半から自己株式取得が著しく増大したことを背景

に、90年代初期以降、配当政策と並んで自己株式取得は株主への重要な利益還元策の一つとして、実証分析の脚光を浴びてきた。この章では、シグナリング説とフリー・キャッシュ説を理論ファンデーションに、アメリカにおける株主への利益還元政策、とりわけ、自己株式取得に関する実証分析をレビューする。

シグナリング説とフリー・キャッシュ説が示唆するように、ほとんどの実証分析で、増配、自己株式取得などの利益還元が報道されると、株価は有意に上昇すると報告されている⁽³⁾。ごく最近の Lie (2000) によると、アナウンス期間中⁽⁴⁾ 株式投資超過収益率の平均値は、特別配当増の 3.5%、普通配当増の 1.3%と公開買付による自己株式取得の 8.0%となっている。いずれにせよ、利益還元はいつも株式市場に歓迎されることがわかる。シグナリングに基づく研究として、特別増配について Brickley (1983)、普通増配について Ofer and Siegel (1987) と Haely and Pelpu (1988)、自己株式取得について Vermaelen (1981) と Dann, Musulis and Mayers (1991) が挙げられる。なお、ここで自己株式取得に関する Dann, et al. (1991) の分析結果のみを取上げる。Dann, et al. (1991) は NYSE と AMEX の上場企業を対象に、1969-1978 年の間に行われた 102 社の 122 件の公開買付による自己株式取得が将来の利益に与える効果を計測した。株価が自己株式取得発表に大幅に上昇するものを裏付けて、将来のキャッシュ・フローは、業績予測⁽⁵⁾ に対して、自己株式取得年から 3 年後にかけて、年間一株あたり利益が大幅に増益、4 年後は一旦増益幅が反落するが、5 年後に再び増益に転じる。同業、同規模の自己株式を取得しなかった上場会社と比べても、総じて自己株式取得後に一株あたり利益が上昇する。このことから、シグナリング説は概ね支持されると結論付けられた。

シグナリング説をテストした膨大な文献と比べて、フリー・キャッシュ仮説をテストした論文の本数はやや不足気味であり、シグナリング説の対立仮説としてフリー・キャッシュ説を検証することに先駆けて挑んだのは Lang and Litzenger (1989) である。既に説明したように、シグナリ

ング説が正しければ、高収益投資機会の多寡と関係なしに、株価も将来のキャッシュ・フローも配当異動との間に正の相関が観察されなければならない。他方、フリー・キャッシュ説の説明力が強ければ、投資機会が乏しい会社においてはキャッシュ・フローがフリー・キャッシュに化する危惧は大きく、その結果、増配は潜在的にエージェンシー・コストの削減となり、株式市場に歓迎される、すなわち、株価を上げるが、投資機会に恵まれる会社においてはこのような効果があらわれないはずである。もちろん、配当異動は将来のキャッシュ・フローの変化を予測するシグナルにはならない。

このようなシグナリング説とフリー・キャッシュ説の相違点に基づいて、彼らは1979-1984年の10%を超える429件の配当異動を、高収益投資機会が豊富な会社と高収益投資機会が乏しい会社の2つのグループに分けて、それぞれのグループについて株価に及ぼす影響を比較した。増配効果について、Tobin's Qが1を上回るグループにおける発表日の平均株式投資超過収益率の0.3%に対して、Tobin's Qが1を下回るグループにおける発表日の平均株式投資超過収益率は0.8%、減配効果について、Tobin's Qが1を上回るグループにおける発表日の平均株式投資超過収益率の-0.3%に対して、Tobin's Qが1を下回るグループにおいて発表日の株価は平均的に2.7%も下落する。この結果から、投資機会の乏しい会社において、減配発表は株価を大きく引き上げることがわかる。さらに、配当異動に伴った証券アナリスとの業績予想変動についても、2つのグループの間に同様な差が検出された。この結果はシグナリング説よりもフリー・キャッシュ説が強く支持されるものだ、と主張された。

Howe, et al. (1992) は同じ手法で自己株式取得と特別配当についてシグナリング説とフリー・キャッシュ説をテストした。サンプルは1979-1989年の間に行われた公開買付による自己株式取得と特別配当を発表した公開会社、特別配当サンプルは過去2年間に特別配当を支払わなかった会社に限定され、さらに、ほかの発表の影響を排除するために、発表日の

前後 10 日間にリストラ、業績異動を発表した会社はサンプルから除外され、最終的にこのようなプロセスで厳選されたのは、55 件の公開買付による自己株式取得と 60 件の特別配当である。自己株式取得の公開買付が発表されると、高い Q グループ会社の株価の平均 7.64% 高とほぼ同様に低い Q グループ会社の株価が平均的 7.17% 上昇するものの、2 グループの間の差は有意ではない。特別配当についても、同じ結果が報告されている。このように、Howe, et al. (1992) の結果は、フリー・キャッシュ説に疑問を投げかけることになった。フリー・キャッシュ説を否定する論文として、配当異動の効果を分析した Denis, et al. (1994) と Yoon and Stark (1995) なども挙げられるが、自己株式取得に焦点を絞るためにここでは割愛したい。

その後、フリー・キャッシュ説を棄却するには時期尚早と示唆する研究結果を、Perfect, et al. (1995) は発表した。この研究では、企業の収益機会を計測する、すなわち、サンプル企業を 2 グループに分けるには、単年度 Q だけでなく、過去 3 年間の平均、すなわち、長期 Q も用いられた。分析結果は、投資機会の計測方法によって結果が大きく分かれるものの、単年度 Q を用いるとフリー・キャッシュ説が支持されることと正反対に、過去 3 年間の Q の平均を投資機会の代理変数として使うとフリー・キャッシュ仮説が棄却されることとなった。ただし、短期業績予想も長期業績予想も公開買付後に引き上げられることになり、この点に関しては Q の計測方法と関係なしにグループの間に有意な差は計測されなかった。上述した一連の結果から、フリー・キャッシュ説を棄却するにはなお慎重な検討を重ねる必要がある、という見解が示された。

一連の研究結果を踏まえて、Nohel and Tarhan (1997) は 1978-1991 年の間に公開買付による自己株式取得を発表・実施した 242 社の自己株式取得前後 6 年にわたる収益性を、収益性の近い同業他社の収益性と比較するという新しいアプローチで、シグナリング説とフリー・キャッシュ説のどちらが説明力に優れるかを検証した。まず、自己株式取得後、低い Q

グループの会社の総資産キャッシュ・フロー率⁽⁶⁾は自己株式取得した時点で同収益性の同業他社と比べて大幅に上昇することと比べて、高いQグループの総資産キャッシュ・フロー率は有意に変化しない。総資産キャッシュ・フロー率の改善に寄与する資産回転率と売上高マージンという2つの要素をそれぞれ自己株式取得前の資産回転率と売上高マージンに回帰させると、低いQグループ会社の資産回転率に自己株式取得後大きい改善がみられたことに対して、高いQグループ会社の資産回転率は有意に変化しなかったことがわかり、売上高マージンについてはどのグループも有意な変化が見られなかった。つまり、総資産キャッシュ・フロー率の向上に寄与したのは、売上高マージンではなく、資産効率化による資産回転率である、ということがわかった。これを裏付けるように、自己株式取得とともに、資産売却などの資産リストラが伴うことも確認された。このことから、自己株式取得は単なる資本構成を調整する財務政策としてではなく、資産リストラの一環として行われることがわかるようになった。研究結果を総括すると、公開買付による自己株式取得は資産リストラの一環であり、その結果、投資機会の乏しい会社ほど自己株式取得後資産回転率が向上し、総資産キャッシュ・フロー率が上昇する。これは、概ねフリー・キャッシュ仮説と整合すると、結論付けられている。

最近、配当異動と自己株式取得を別々に分析するのではなく、配当と自己株式取得がそれぞれの役割を分担するという視点で、配当異動と自己株式取得を同時に比較・分析する論文が増えるようになった。たとえば、Lie (2000) は1978-1993年の間に行われた7,417件の普通増配、特別増配570件と公開買付による自己株式取得207件の株価に与える効果をそれぞれキャッシュ対総資産比率——フリー・キャッシュの代理変数——との関連を分析した。普通増配を除いて、キャッシュ対総資産比率は超過収益率に正の影響を及ぼし、その効果は投資機会の乏しいグループでより強くあらわれる、と結果は示唆する。

また、このような効果は、大型の特別増配と自己株式取得になると一層

強くなるが、小型の特別増配と自己株式取得で消えることと、普通増配に対して、キャッシュ対総資産比率の同様の効果が見られなかったことから、普通増配、小型の特別増配と自己株式取得はフリー・キャッシュを株主に還元すること以外の目的に用いられる可能性があるとの見解が示された。確かに、Brickley (1983) は、株主への利益還元手段として、特別増配のような一時性のものに対して、普通増配は繰り返して行われ、かつ、一旦増配が行われると当分の間減配が観察されないという下方硬直性という性格を持っている、と報告した。

普通増配と自己株式取得が異なる目的に使い分けられることを示唆する研究成果に鑑み、普通増配と自己株式取得の相違について、いろいろな角度から実証分析が試みられるようになった。まず、Guay and Harford (2000) は、1981-1993年の間に発表された普通増配 5,007 件と市場買い付けによる自己株式取得 1,068 件について、増配発表前後の利益変動と市場買い付けによる自己株式取得発表前後の利益変動の相違を分析した。平均的に、市場買い付けによる自己株式取得を発表した会社は増益幅が小さく、次の3年間に減益に転落する割合が高い上、連続増益の割合が低い。ならば、増益の持続性に関する株式市場の反応は、市場買い付けによる自己株式取得が発表された時よりも普通増配が発表されたときのほうが強い。これを検証するために、まず発表直前の増益持続性に対する期待として、発表直前までの8四半期の株式投資超過収益率をキャッシュ・フローに回帰させて残差項を計算する。残差項が正ならば、既に増益の持続性を期待しているため、増益持続性のシグナルの普通増配が新たに発表されても市場はさほど驚かないことと反対に、一時的増益のシグナルの市場買い付けによる自己株式取得が発表されると、増益が持続する期待は下方修正され、その結果、失望売りで株価は下がる。

他方、残差項が負ならば、増益の持続性が高く期待されていないので、一時的増益のシグナルの市場買い付けによる自己株式取得が発表されると織り込み済みで株価は小動きにとどまり、逆に持続増益のシグナルの普通

増配発表の時に株価は大きく上昇する。増配、自己株式取得の価額、キャッシュ・フローの変化、総資産、自己資本比率、時価対簿価比率をコントロールしながら発表日前後 10 日間の株式超過収益率を発表直前の期待などの説明変数へ回帰させた結果は、このような発表直前の増益持続性期待の非対称的な効果を示唆し、普通増配後の増益はより持続するものであり、市場買い付けによる自己株式取得発表に伴う増益は一時的なものが多い、という仮説を支持するとされている。

Guay and Harford (2000) の発表と同時期に、Jagannathan, et al. (2000) は、普通増配は営業増益後に行われることが多く、自己株式取得は営業外増益後によく見られる分析結果を報告した。特筆したいのは、先行研究で用いられたデータの問題点を踏まえて、Jagannathan, et al. (2000) は株式分割、ほかの証券の株式への転換を調整した上で月次発行済株式数の減少を自己株式取得として定義した。サンプルは Security Data Company (SDC) 社がまとめた 1985-1996 年の間に鉱工業会社が発表した 4,753 件による市場買付による自己株式取得と公開買付による株式取得である。Fenn and Liang (2000) は役員持株が高ければ高いほど普通増配が採られやすいが、ストック・オプションが多く付与されると普通増配の代りに自己株式取得がよく行われる、という株主への利益還元政策の選択と経営者インセンティブとの関連を明らかにした。その理由は極めて単純で、通常、ストック・オプションの行使価格が配当落ちで修正されないからである。サンプルは 1993 年から 1997 まで連続 3 年以上財務データが入手可能な、金融業、電力と電話電信を除いた S & P 500 S & P, Midcap 400 と S&P Smallcap 600 インデックスに含まれる 1,108 社、年次データではなく年平均データが用いられている。ほかには、固定株価方式公開買付による自己株式取得と Dutch Auction 方式公開買付による自己株式取得に含まれる情報の相違を分析した Lie and McConnel (1998) 等が挙げられるが、日本における自己株式取得との関連性が薄いためここでは割愛したい。

4. おわりに

アメリカにおける自己株式取得に関する実証分析は結果がまちまちであるが、株価が増配や自己株式取得の発表を受けて上昇することだけは明白な事実であり、将来の増益を予測するかどうかと別に、自己株式取得は株主への利益還元手段として極めて重要だと思われる。日本では、株価対策の一環として、自己株式取得に関する法律改正が行われ、原則禁止とされた自己株式取得は配当可能利益の範囲内で解禁されるようになり、自己株式取得のみなし配当課税凍結という追い風を受けて著しく増加してきた。日本企業における自己株式取得の効果を分析するにあたって、シグナリング説とフリー・キャッシュ説は理論ファンデーションとなり、アメリカ企業の自己株式を分析した先行研究は重要な参考になるに違いない。

引き続き、自己株式取得の法と経済分析(下)で、われわれは法と経済学のアプローチで日本の自己株式取得に関する法律改正を分析し、株価対策として有効か、日本企業が自己株式取得を実施するインセンティブ(誘因)は何かなどの問い対して、アメリカの実証分析を参考に日本における自己株式取得の決定要因と効果を実証分析で解明する。

《注》

- (1) 詳しいことについては、Jensen (1993) と Schelerfer and Vishny (1997) を参照してください。
- (2) 通常、株主ではなく、取締役が株主総会の決議案を作成することになる。株主の提案権の行使は散見されるが、提出した議案はほとんど株主総会で否定される。
- (3) Pettit (1972), Ahanory and Swary (1980), Masulis (1980), Dann (1981), Vermaelen (1981), Asquith and Mullions (1983), Brickley (1983) などの初期研究のほかに、Lang and Litzenberger (1989), Dann, Musulis and Mayers (1991), Lie (2000) などの近年の研究を参照せよ。
- (4) アナウンス期間とは、アナウンス日の前日から翌日までの3営業日をさす。

- (5) 増益の指標として、標準化された業績予測誤差（実際の業績・業績予測）が用いられた。
- (6) 経常利益に減価償却を加えたキャッシュ・フローと時価企業価値との比率である。時価企業価値は株式時価総額と優先株式、負債の簿価から現金を控除したものとして定義される。

参考文献

- Aharony, J. and Swary, I., 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis. *Journal of Finance* 35, pp. 1-12.
- Asquith, P. and Mullins, D., 1983. The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of Business* 56, pp. 77-96.
- Bagwell, L. and Shoven, J., 1988. Cash distributions to shareholders. *Journal of Economic Perspectives* 3, pp. 129-140.
- Bagwell, L., 1992. Dutch auction repurchases: an analysis of shareholder heterogeneity. *Journal of Finance* 47, pp. 71-105.
- Barclay, M. and Smith, C., 1988. Corporate payout policy: cash dividends versus open-market repurchases. *Journal of Financial Economics* 22, pp. 61-82.
- Bartov, E., 1991. Open-market stock repurchases as signals for earnings and risk changes. *Journal of Accounting and Economics* 14, pp. 275-294.
- Bartov, E., Krinsky, I. and Lee, J., 1998. Evidence on how companies choose between dividends and open-market stock repurchases. *Journal of Applied Corporate Finance* 11, pp. 89-96.
- Benartzi, S., Michaely, R. and Thaler, R., 1997. Do changes in dividends signal the future or the past. *Journal of Finance* 52, pp. 1007-1034.
- Bhattacharya, S., 1979. Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics* 10, pp. 259-270.
- Brennan, M. and Hughes, P., 1991. Stock prices and the supply of information. *Journal of Finance* 46, pp. 1665-1691.
- Brickley, J., 1983. Shareholder wealth, information signaling, and the specially designated dividend: an empirical study. *Journal of Financial Economics* 12 2, pp. 187-209.
- Carroll, T., 1995. The information content of quarterly dividend changes: professional adaptation. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 10,

- pp. 293-319.
- Choi, D. and Chen, S., 1997. The differential information conveyed by share repurchase tender offers and dividend increases. *Journal of Financial Research* 20, pp. 529-543.
- Collins, D. and Kothari, S.P., 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11, pp. 143-181.
- Collins, D., Kothari, S.P. and Rayburn, J., 1987. Firm size and the information content of prices with respect to earnings. *Journal of Accounting and Economics* 9, pp. 111-138.
- Comment, R. and Jarrell, G., 1991. The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *Journal of Finance* 46, pp. 1243-1271.
- Dann, L., 1981. Common stock repurchases: an analysis of returns to bondholders and stockholders. *Journal of Financial Economics* 9, pp. 113-138.
- Dann, L. and DeAngelo, H., 1988. Corporate financial policy and corporate control: a study of defensive adjustments in asset and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 87-127.
- Dann, L., Masulis, R. and Mayers, D., 1991. Repurchase tender offers and earnings information. *Journal of Accounting and Economics* 14, pp. 217-252.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D., 1996. Reversal of fortune: dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics* 40, pp. 341-371.
- Dechow, P.M., 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18, pp. 3-42.
- Dechow, P. M., Kothari, S. P. and Watts, R. L., 1998. The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics* 25, pp. 133-168.
- Denis, D., 1990. Defensive changes in corporate payout policy: share repurchases and special dividends. *Journal of Finance* 45, pp. 1433-1456.
- Denis, D., Denis, D. and Sarin, A., 1994. The information content of dividend changes: cash flow, signaling, overinvestment and dividend clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, pp. 567-587.

- Dyl, E. and Weigand, R., 1998. The information content of dividend initiations: additional evidence. *Financial Management* 27, pp. 27–35.
- Eastbrook, F. H., 1984. Two agency-cost explanation of dividends, *The American Economic Review* 74, 650–659.
- Fama, E. and Blasiak, H., 1968. Dividend policy: an empirical analysis. *The Journal of the American Statistical Association* 63, pp. 1132–1161.
- Fama, E., French, K., 2001. Disappearing dividends: changing firm characteristics or increased reluctance to pay? *Journal of Financial Economics* 60, pp. 3–43.
- Fenn, G., Liang, N., 2001, Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics* 60, pp. 45–72.
- Guay, W. and Harford, J., 2000. The cash-flow permanence and information content of dividend increases vs. repurchases. *Journal of Financial Economics* 57, pp. 385–416.
- Hart, O. and Moore, J., 1995. Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management, *American Economic Review* 85, 567–585.
- Healy, P., and Pelepu, K., 1988 Earning information conveyed by dividend initiations. *Journal of Financial Economics* 21, pp. 149–175.
- Howe, K., He, J. and Kao, G., 1992. One time cash flow announcements and free cash flow theory: share repurchases and special dividends. *Journal of Finance* 47, pp. 1963–1976.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., and Vermaelen, T., 1995. Market underreaction to open market repurchases. *Journal of Financial Economics* 39, pp. 181–208.
- Jagannathan, M., Stephens, C., Weisbach, M., 2000. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 57, pp. 355–384.
- Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, pp. 323–329.
- Jensen, M., 1988. Takeovers: Their causes and consequences, *Journal of Economic Perspective* 2, 21–48.
- Jensen, M., 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48, pp. 831–880.
- Jensen, M. and Meckling, W. H., 1976. Theory of the firm: Managerial

- behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- John, K. and Williams, J., 1985. Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium. *Journal of Finance* 40, pp. 1053-1070.
- Lang, L. and Litzenberger, R., 1989. Dividend announcements: cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis. *Journal of Financial Economics* 24, pp. 181-191.
- Leftwich, R. and Zmijewski, M., 1994. Contemporaneous announcements of dividends and earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 9, pp. 725-762.
- Lie, E., 2000. Excess funds and agency problems: an empirical study of incremental cash disbursements. *Review of Financial Studies* 13, pp. 219-248.
- Lie, E. and McConnell, J., 1998. Earnings signals in fixed-price and Dutch auction self-tender offers. *Journal of Financial Economics* 49, pp. 161-186.
- Lintner, J., 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46, pp. 97-113.
- Miller, M. and Modigliani, F., 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business* 34, pp. 411-433.
- Miller, M. and Rock, K., 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40, pp. 1031-1051.
- Masulis, R. W., 1980. Stock repurchase by tender offer: an analysis of the causes of common stock price changes. *Journal of Finance* 35, pp. 305-319.
- Nohel, T. and Tarhan, V., 1998. Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics* 49, pp. 187-221.
- Ofer, A. and Siegel, D., 1987. Corporate financial policy, information, and market expectations: an empirical investigation of dividends. *Journal of Finance* 42, pp. 889-911.
- Ofer, A. and Thakor, A., 1987. A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: stock repurchases and dividends. *Journal of Finance* 42, pp. 365-394.
- Perfect, S., Petersen, D. and Petersen, P., 1995. Self tender offer the effects of free cash flow, cash flow signaling, and the measurement of Tobin's Q. *Journal of Banking and Finance* 19, pp. 1005-1023.
- Pettit, R. R., 1972. Dividend announcements, security performance, and

- capital market efficiency. *Journal of Finance* 27, pp. 993-1007.
- Sant, R. and Cowan, A., 1994. Do dividends signal earnings? The case of omitted dividends. *Journal of Banking & Finance* 18, pp. 1113-1133.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 54, pp. 737-783.
- Stephens, C. and Weisbach, M., 1998. Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Finance* 53, pp. 313-333.
- Talmor, E. and Titman, S., 1990. Taxes and dividend policy. *Financial Management* 19, pp. 32-35.
- Vermaelen, T., 1981. Common stock repurchases and market signaling: an empirical study. *Journal of Financial Economics* 9, pp. 139-183.
- Vermaelen, T., 1984. Repurchase tender offers, signaling, and managerial incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19, pp. 163-181.
- Watts, R., 1973. The information content of dividends. *Journal of Business* 46, pp. 191-211.
- Yoon, P. S., and Starks, L. T., 1995. Signaling investment opportunities, and dividend announcements. *Review of Financial Studies* 8, pp. 995-1018.

The Law and Economics on Stock Repurchases

Peng Xu

《Abstract》

Strongly influenced by the U.S. corporate governance, the ban on stock repurchases in Japan was removed in an amendment of the commercial law. For reference, in this paper the author has attempted to review both theoretical and empirical studies on U.S. corporations' stock repurchase practice.

From the late 1980s to the late 1990s, one of the most significant trends of U.S. corporate finance is the increasing popularity of stock repurchases. It is widely accepted that there are positive returns around stock repurchase announcements. Two potential explanations for these positive returns are offered in the literature of corporate finance. First, the signaling hypothesis suggests that stock repurchases signal favorable information about the firm's future earnings, since managers possess valuable information about future earnings that is not available to the public. An alternate, although not mutually exclusive, explanation is the free cash hypothesis: cash payouts to shareholders such as stock repurchases reduce free cash available to managers, thereby prevent the managers investing in negative present value project and mitigate the agency problems between managers and outside shareholders.

A vast number of studies have tested the free cash and signaling hypotheses by examining whether the effects of the firm's investment opportunities or the signaling of future earnings is the primary source of positive returns around stock repurchase announcements. The empirical evidence is mixed: some studies provide support for the signaling hypothesis while the others are in favor of the free cash hypothesis. However, recent evidence sheds new light to this issue.

First, stock repurchases are pro-cyclical. Next, firms with higher nonrecurring excess cash flows tend to use stock repurchases than dividends. Finally, firms repurchase stocks following poor stock market performance.