

自己株式取得に対する株価の反応

小 西 大
趙 ファンソク

1 はじめに

従来わが国では、自己株式取得（以下“自社株買い”）は商法により一部の例外を除いて禁止されていた。これは自社株買いが商法の根幹を成す資本維持原則に反することに加え、株価操縦の危険が懸念されたからである。しかし90年代以降証券市場の国際化の進展にあわせて自社株買い緩和の要望が高まり、1994年の商法改正によって利益償却やストックオプションの付与などの場合に限り、配当可能利益の範囲内で自社株買いが認められた。しかし、改正商法施行当初はみなし配当課税や定時株主総会の決議が必要だという問題があり、自社株買いはほとんど行われなかった。これを受けて、1995年11月には租税特別措置法の改正によりみなし配当課税を時限立法（99年3月31日まで）で凍結することを決定、1997年6月には「株式償却の手続きに関する商法の特例に関する法律」（以下“手続特例法”）が施行されるなどさまざまな措置がとられ、その後自社株買いに踏み切る企業が急増した¹⁾。さらに、2001年10月の商法改正は、会社が目的を定めずに自社株を購入し処分したいときまで手元で保有することを認めるいわゆる“金庫株”も認めている。

以上の制度変更の結果、近年わが国でも自社株買いが企業の資本政策として定着しつつあるが、自社株買いは市場でどのように評価されているのだろうか。自社株買いはマイナスの時価発行増資であるから、モジリアーニ＝ミラーの意味での完全市場を前提にすれば、株価は自社株買いによる資本構成の変更に対して中立的である。しかし、現実には投資家・経営者間には企業の本源的価値（intrinsic

sic value) に関して情報の非対称性が存在するため、(株価が過小評価されている企業の) 経営者は適正な株価を説得的に伝達するためのシグナルとして自社株買いを活用するかもしれない。そのような場合には、市場は自社株買いの発表を好感し、株価は上昇すると考えられる(シグナリング仮説)。また、自社株買いによって、フリーキャッシュフローを純現在価値が負の投資機会に投資しないことを説得的に投資家に伝達することができるかもしれない。もしそうであれば、やはり自社株買いの発表に対して株価は上昇すると考えられる(フリーキャッシュフロー仮説)。

本稿では、近年盛んに活用されている自社株買いを対象に、上述のシグナリング仮説およびフリーキャッシュフロー仮説の妥当性を検証する。まず第一に1998年中に行われた自社株買いのアナウンスを対象に、イベント・スタディーを行う。その結果、自社株買い公表日の超過収益率は1.35%、またアナウンスメント日の前後を含む3日間の累積超過収益率は2.73%であることが確認された。これらは、自社株買いをグッド・ニュースととらえるシグナリング仮説およびフリーキャッシュフロー仮説を支持する結果である。また、自社株買い公表日の異常収益率(abnormal return)と企業規模およびトービンのQの間には負の相関があることが確認され、両仮説とも支持されることがわかった。

第二に、本稿では自社株買い実施企業の株式の長期パフォーマンスをテストした。具体的には市場インデックスをベンチマークにして、自社株買い銘柄の1年間の超過収益率を計測した。このような分析を行うのは、自社株買いの公表に対する市場の反応が効率的ではない可能性があるからである。もし自社株買いの公表に対して市場が過剰反応するならば、イベント・スタディーの結果は割り引いて評価しなくてはならない。そのような場合には、長期的には自社株買い銘柄は市場インデックスの収益率を下回ると考えられる。一方市場が過小反応するならば、イベント・スタディーの結果は自社株買いの重要性を過小評価していることになる。そのような場合には、長期的には自社株買い銘柄は市場インデックスの収益率を上回ると考えられる。分析の結果、自社株買い公表後の1年間の超過収益率は-3.84%であること、つまり市場の過剰反応が確認された。ただし、企業

規模およびトービンのQと長期超過収益率には有意な関係は見られず、シグナリング仮説およびフリー・キャッシュ・フロー仮説に関する実証結果の解釈を覆すものではないこともわかった。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では以下の実証分析で検証する仮説を整理する。第3節は実証分析で、サンプル、実証方法、実証結果の順に説明する。第4節では本稿で得られた結果を要約し、今後の課題について述べる。

2 仮説

2-1 シグナリング仮説

前節で指摘したように、自社株買いはマイナスの時価発行増資であるから、モジリアーニ＝ミラーの意味での完全市場を前提にすれば、株価は自社株買いによる資本構成の変更に対して中立的である。つまり、自社株買いの発表は株価に影響を与えない。しかし現実には投資家・経営者間には企業の本源的価値に関して情報の非対称性が存在するため、自社株買いの発表はその企業の株価が過小評価されているという経営者の判断を市場に伝達することになるかもしれない。そのような場合には、市場は自社株買いの発表を好感し、株価は上昇すると考えられる(シグナリング仮説)。事実アメリカではMasulis(1980)、Bartov(1991)、Dann(1981)、Vermaelen(1981)、Comment and Jarrell(1991)、Ikenberry et al.(1995)、Ditter(2000)などが、自社株買いの発表の際に異常収益率が正になることを報告している。

このような正の異常収益率は、投資家・経営者間の情報格差が深刻であるほど大きくなると考えられる(Ikenberry et al., 1995)。一般に企業規模が小さいほど情報格差の問題は深刻なので、企業規模と異常収益率には負の相関があると予想される。

自社株の買付方法も異常収益率に影響を与えられ²⁾。公開買い付けの際には、市場価格にプレミアムを上乗せした価格が提示される。これに対して市場買付の場合は市場価格で購入されるため、一般に公開買付による自社株買いの方が高い購入価格が設定される。もしそうならば、公開買付は市場買付にくら

べて、より説得的に株価が過小評価されていることを市場に伝達することになるだろう。したがって、公開買付による自社株買いの方が市場買付の場合にくらべて異常収益率は高くなると考えられる³⁾。

自社株の購入目的も異常収益率に影響を与える可能性がある。アメリカにおける実証分析では、株価が過小評価されたときにストックオプション目的で自社株買いが行われることが報告されている (Ikenberry et al., 1995)。もしそうならば、利益償却目的よりもストックオプション目的の自社株買いの方が異常収益率は高くなると予想される。日本では2001年10月の商法改正以降、会社が目的を定めずに自社株を購入し処分したいときまで手元で保有することを認めるいわゆる“金庫株”が解禁されたが、それ以前は自社株買いの目的が公表されていた。したがって、商法改正以前の日本は、自社株購入目的の情報効果を検証するのに適した環境 (natural testing ground) であると言える。

2-2 フリーキャッシュフロー仮説

収益率が資本コストを上回る全てのプロジェクトに投資を実行した後に残る余剰資金をフリーキャッシュフローという。このような余剰資金は、本来は将来の投資に対する備えとして内部留保するか、もしくは株主に分配しなくてはならない。しかし、経営者が投資家の忠実な経営代理人ではない場合には、経営者は自らの評判向上を狙って企業規模を拡大するための採算に合わない買収を行うなど、フリーキャッシュフローを有効に活用しないことが指摘されている (Jensen, 1986)。配当と自社株買いは、いずれも株主にフリーキャッシュフローを分配し、こうした経営者の機会主義的行動を未然に防ぐための手段であり、基本的には分配方法の違いにすぎない。しかし、減配に対する市場の反応がよくないなどの理由で、経営者は配当性向を頻繁に変更することを望まない。そのため短期的なフリーキャッシュフローの変化に対する分配政策としては、自社株買いが選択されることが多い⁴⁾。したがって、自社株買いの公表に対する市場の反応は増配に較べると弱いかもしれないが、正の異常収益率が予想される。

次節の実証分析では、上述のフリーキャッシュフロー仮説を検証するために、

トービンのQと異常収益率に相関があるかテストする。トービンのQが低い企業は収益性の高いプロジェクトを持たないため、フリーキャッシュフロー仮説が主張する経営者の機会主義的行動に陥りやすくなる。したがって、トービンのQが低いほど、自社株買いによるエージェンシー・コスト削減効果は大きく、自社株買い公表にともなう異常収益率は高くなることが予想される。

アメリカではHowe et al. (1992), Perfect et al. (1995), Nohel and Tarhan (1998)らが、フリーキャッシュフロー仮説について実証分析を行っている。これらの分析はいずれもトービンのQを用いているが、Perfect et al. (1995), Nohel and Tarhan (1998)がフリーキャッシュフロー仮説を支持する結果を得ているのに対し、Howe et al. (1992)はトービンのQが1より大きい企業と小さい企業で自社株買いの公表にともなう異常収益率に有意な差がないことから、フリーキャッシュフロー仮説は支持できないと結論している。

2-3 長期パフォーマンスに関する仮説

株式市場が準強度 (semi-strong) の意味で効率的であれば、自社株買いや増資などの企業の本源的価値に関わる情報が公表されると、株価は“直ち”に“適切な程度”反応する。かつては、市場の効率性はファイナンスにおいて最も強く支持される仮説の一つであった。しかし、80年代後半以降、市場の効率性を疑問視するさまざまな実証的証拠が提示されている。そこで、本稿でも自社株買いの公表に対する市場の反応を情報公表時点だけではなく公表後一年間の長期についても分析することにした。具体的には市場インデックスをベンチマークにして、自社株買い銘柄の1年間の超過収益率を計測する。もし長期において自社株買い銘柄のパフォーマンスがベンチマークを上回るならば、自社株買いの公表に対して市場は過小にしか反応しなかったことになる。これは公表時点における情動的含意を過小評価していることを示唆する。一方、長期において自社株買い銘柄のパフォーマンスがベンチマークを下回るならば、自社株買いの公表に対して市場は過剰に反応したことになる。この場合は、公表時点における情動的含意を過大評価していることになる。また、長期において自社株買い銘柄のパフォーマンス

がベンチマークと有意に違わないのであれば、それは情報公表時点で市場は準強度の意味で効率的であることを意味する。

3 実証分析

3-1 サンプル

本稿では1998年1月から12月までの一年間に自社株買いのアナウンスを実施した東京証券取引所一部上場企業をサンプルとする。ただし、銀行、証券、商品先物取引、保険、その他金融、電気、ガス産業に属する企業による自社株買いはサンプルから除外している。また、分析期間中に自社株買いを二回以上行っている企業に関しては、第一回目だけをサンプルとしている。さらに、自社株買い公表前後20取引日の中で1日でも取引が未成立であった銘柄はサンプルから除外した。また、自社株買い公表後に東京証券取引所から上場廃止になった銘柄（2001年度末時点）もサンプルから除外している。以上の結果、最終的なサンプル数は225となった。

実証分析で用いるデータの出所は以下のとおりである。まず、自社株買いのアナウンスメント日、買付方法、自社株購入目的は日本経済新聞の企業財務面で購入した。権利落ち修正済み株価および東証株価指数（TOPIX）はヤフー・ファイナンスを使用した。また、各種財務データは有価証券報告書および日本経済新聞社『日経経営指標』から入手した。

表1は、実証分析で用いるサンプルの記述統計値を示している。表1より自社株の買付方法としては、大半が市場買付であることがわかる。また、自社株買いの目的は90%強が利益償却で、ストックオプションを目的とした自社株買いは少ないことがわかる。これは、ストックオプションの解禁自体が1997年6月であり、分析対象期間である1998年において十分に浸透していなかったことを反映しているのかもしれない。トービンのQは収益性の指標であり、 $Q=1$ が純現在価値が正のプロジェクトを有するか否かの分岐点になる（1より低い場合は純現在価値が正の投資機会を持たない）。本稿のサンプルでは、Qが1より低いサンプルは全体の38.7%（87サンプル）を占めるが、これらの企業の経営者はフリーキャッ

表1：記述統計

変数	
自社株の買付方法	
公開買付	4.9%
市場買付	95.1%
自社株買いの目的	
ストックオプション	8.4%
利益償却	91.6%
総資産(100万円)	
平均	512,094
標準偏差	1,996,998
トービンのQ	
平均	1.18
標準偏差	0.46
Q > 1	61.3%
Q < 1	38.7%
サンプル数	225

シュフロー仮説が指摘する機会主義的行動をとる危険があると考えることができる。

3-2 実証方法

3-2-1 イベント・スタディー

まず自社株買いの公表に対する市場の反応を、標準的なイベント・スタディーで検証する。具体的には、-189日から-11日(取引日ベース)の自社株買い銘柄とTOPIXのリターンを用いてマーケット・モデルを推定する(イベント日が基準となる0時点)。ただし、イベント日は日本経済新聞における公表日とする。これは、サンプル期間中、自社株買いの公表は株式市場の後場終了後に行われ、情報に対する反応は翌日の取引に持ち越されたからである。日本経済新聞には情

報公表の翌日に記事が掲載されるので、このようなイベント日の特定は適切と言えよう⁵⁾。続いて、推定されたパラメータを用いて、自社株買い公表日における当該銘柄の期待収益率、 $E(\bar{R}_{i,t})$ 、を求める。そのうえで異常収益率 (abnormal return), $AR_{i,t}$ 、および t_1 時点から t_2 時点までの累積超過収益率、 $CAR_i(t_1, t_2)$ 、を次式で定義する：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(\bar{R}_{i,t})$$

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

さらに平均超過収益率、 AR_t 、および平均累積超過収益率、 $CAR(t_1, t_2)$ 、を次式で定義する：

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

$$CAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2)$$

ただし N はサンプル数である。

イベント・スタディーでは、自社株買いの公表日における平均超過収益率とゼロの差の検定を行う。検定統計量は以下のとおりである：

$$t = \frac{AR_t}{s(AR_t)}$$

ただし

$$s = \sqrt{\frac{\sum_{t=-188}^{-11} (AR_t - \overline{AR})^2}{N}}$$

また \overline{AR} は AR_t の平均値 ($t = -189, \dots, -11$) である。ここで検定統計量 t は自由度 N の t 分布に従うため、 t 検定によりゼロとの差を検定することができる。

以上と同じ分析を、自社株買い公表日前後10取引日についても行った。

以上のイベント・スタディーに加え、第2節で示したシグナリング仮説とフリーキャッシュフロー仮説を検証するために、次式をOLSで推定する：

$$CAR_t = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_t + \alpha_2 METHOD_t + \alpha_3 PURPOSE_t + \alpha_4 TOBINQ_t + \alpha_5 \Delta BETA_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

被説明変数、 CAR_t は $t = -1, 0, +1$ をイベント・ウィンドウとした場合の累積超過収益率である。 $\Delta BETA$ 以外の説明変数は、シグナリング仮説およびフリー

キャッシュフロー仮説を検証するための変数である。SIZE は時価総資産の自然対数で、企業規模を表す。METHOD は公開買付の場合は1、市場買付の場合はゼロの値をとるダミー変数である。PURPOSE は自社株の購入目的を表すダミー変数で、ストックオプション目的の場合は1、利益消却目的の場合はゼロとなる。以上3つの説明変数はシグナリング仮説を検証するための変数で、係数の符号がSIZE は負、METHOD とPURPOSE は正になれば仮説が支持されることになる。TOBINQ はフリーキャッシュフロー仮説を検証するための説明変数で、株主資本の時価と負債の簿価の合計を簿価総資産で除した値である。係数の符号が負であれば、仮説は支持されることになる。ΔBETA はコントロール変数で、自社株買い公表前のベータ (-200~-20取引日のリターンを用いて計測) から公表後のベータ (+20~+200取引日のリターンを用いて計測) を引いた値である。Hertzel and Jain (1991) は、公開買付による自社株買いの後に企業のシステマティック・リスクが低下することを報告している。もしそうであれば、ΔBETA の係数の符号は負になることが予想される。

3-2-2 長期パフォーマンス

本稿では“長期”を1年、TOPIX をベンチマークとして、自社株買い銘柄の長期パフォーマンスを検証する。また“パフォーマンス”はバイ・アンド・ホールド・リターン、 $\prod_{t=1}^{12} (1+R_{i,t})$ 、で定義する。ここで $R_{i,t}$ は銘柄 i の自社株買い公表後 t ヶ月目の月次収益率である。したがって長期パフォーマンスは、12ヶ月間の月次収益率の積である。次に銘柄 i の長期超過収益率、 $LAR_{i,t}$ は次式で定義される：

$$LAR_{i,t} = \prod_{t=1}^{12} (1+R_{i,t}) - \prod_{t=1}^{12} (1+R_{m,t})$$

まず、このように定義した長期超過収益率についてゼロとの差の検定を行う。

つづいて、長期超過収益率の決定要因について分析するために、次式をOLSで推定する：

$$LAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{i,t} + \alpha_2 METHOD_{i,t} + \alpha_3 PURPOSE_{i,t} + \alpha_4 TOBINQ_{i,t} + \alpha_5 \Delta BETA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(2)式の推定を通じて、シグナリング仮説あるいはフリーキャッシュフロー仮説を検証するための諸変数と長期パフォーマンスに相関があるか検証する。

3-3 実証結果

表2は自社株買い公表日および前後20取引日の平均超過収益率および平均累積超過収益率を示している。図1はこれらを図で示したものである。表2から、自社株買い公表日における異常収益率は1.35%で統計的にも1%水準で有意にゼロとは異なることがわかる。公表日の前日においても異常収益率は統計的に有意であるが、これは事前に自社株買いに関する情報の漏洩があったことを示唆する。また、自社株買い情報は公表日および前日にほぼ株価に吸収されることを図1-

表2：自社株買い公表前後の異常収益率と累積異常収益率

時点	異常収益率	累積異常収益率	t 値
t=-10	-0.24	-0.24	-0.66
t=-9	-0.29	-0.53	-0.80
t=-8	0.07	-0.46	0.20
t=-7	-0.03	-0.49	-0.08
t=-6	-0.27	-0.76	-0.74
t=-5	0.00	-0.76	0.00
t=-4	0.13	-0.63	0.35
t=-3	0.09	-0.54	0.24
t=-2	0.28	-0.26	0.76
t=-1	1.01	0.75	2.76***
t=0	1.35	2.1	3.68***
t=1	0.36	2.46	0.99
t=2	-0.05	2.41	-0.14
t=3	-0.12	2.29	-0.32
t=4	0.31	2.6	0.84
t=5	0.01	2.61	0.02
t=6	0.22	2.83	0.61
t=7	-0.08	2.75	-0.22
t=8	0.08	2.83	0.22
t=9	-0.08	2.75	-0.22
t=10	0.12	2.87	0.33

***は1%水準で有意。

図1-1: 異常収益率の推移

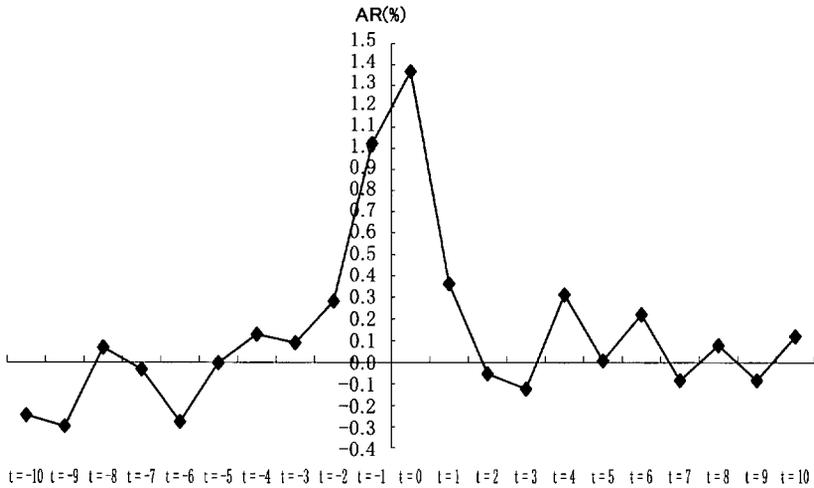
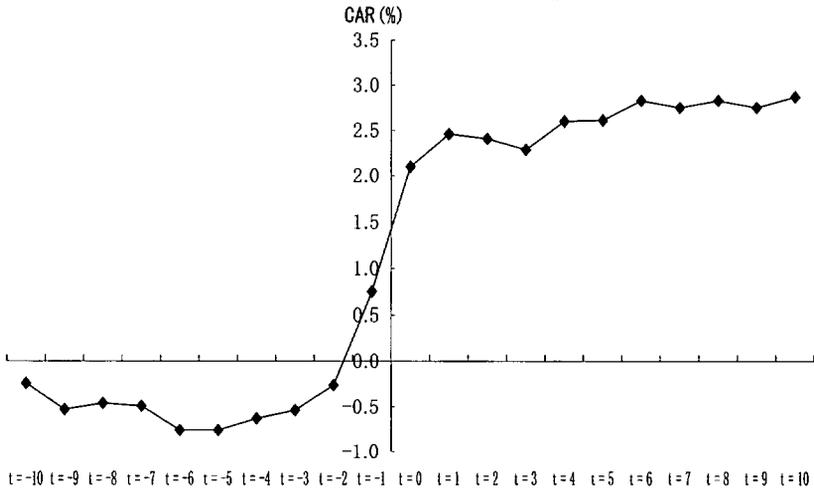


図1-2: 累積異常収益率の推移



1及び図1-2は示している。以上の結果は、自社株買いの公表に対して株価が上昇することを主張するシグナリング仮説およびフリーキャッシュフロー仮説と一貫している。

表3は、異常収益率の決定要因を検証するための(1)式の推定結果を示している。

表3：シグナリング仮説とフリーキャッシュフロー仮説の検証

変数	係数	t 値	
CONSTANT	21.35	2.87	***
SIZE	-0.64	-2.09	**
METHOD	-1.76	-1.17	
PURPOSE	1.13	0.95	
TOBINQ	-1.90	-2.32	**
ΔBETA	0.04	0.05	
修正済み決定係数	0.09		
サンプル数	225		

***, **はそれぞれ1%, 5%水準で有意であることを示す。

シグナリング仮説を検証するための変数 (SIZE, METHOD, PURPOSE) のなかで統計的に有意なのは SIZE である (係数は負, 5%水準で有意)。この結果は, 投資家との情報格差が深刻な規模の小さい企業の方が, 自社株買いによる情報伝達効果が強いことを示唆している。図2-1及び図2-2は, サンプルを企業規模のメジアンで大企業と小企業に分割し, それぞれについて自社株買い公表日およびその前後20取引日の平均異常収益率および平均累積超過収益率を示している。自社株買い公表日における平均異常収益率は, 大企業では0.97%, 小企業では1.73%で小企業の方が高い (いずれも1%水準で有意)。また平均累積超過収益率も, 小企業の方が自社株買い公表後高い水準で推移することがわかる。

TOBINQ はフリーキャッシュフロー仮説を検証するための変数である。表3は, TOBINQ の係数が負で統計的にも5%水準で有意であることを示している。これは, 収益性の高い投資機会を持たない (つまりQの値が低い) 企業の方が, 自社株買いを通じたエージェンシー・コスト削減効果が大きいことを示唆している。図3-1及び図3-2は, サンプル企業をQが1より大きい企業 (純現在価値が正の投資機会を有する企業) と1より小さい企業 (純現在価値が正の投資機会を持たない企業) に分割し, それぞれについて平均異常収益率と平均累積超過収益率を示している。自社株買い公表日における平均異常収益率は, Qが大きい企業は0.68% (10%水準で有意), Qが小さい企業は2.43% (1%水準で有意)

図2-1: 企業規模別異常収益率の推移

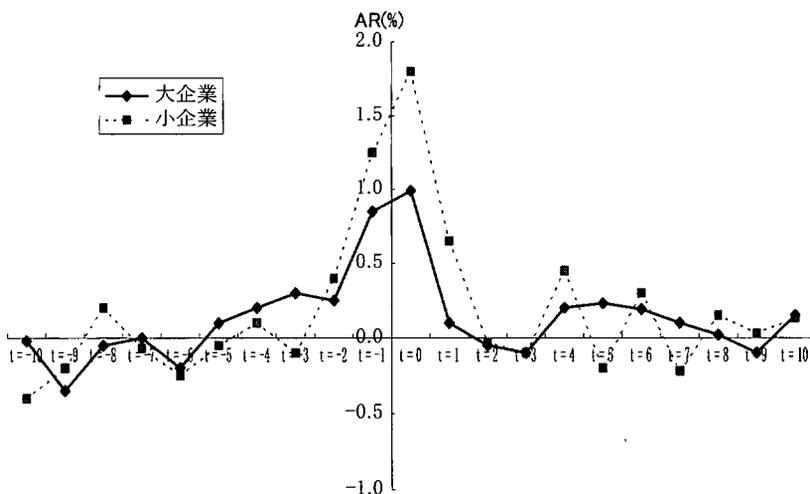
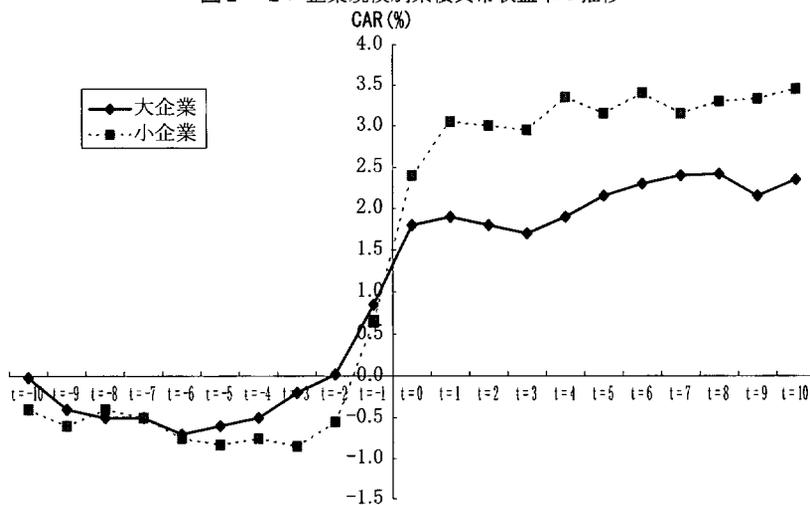


図2-2: 企業規模別累積異常収益率の推移



であった。平均累積超過収益率についても、Qが小さい企業の方が自社株買い公表後高い水準で推移することがわかる。

図4は自社株買い公表後1ヶ月から12ヶ月のバイ・アンド・ホールド・リター

図 3-1： トービンの Q で分割したサンプル別異常収益率の推移

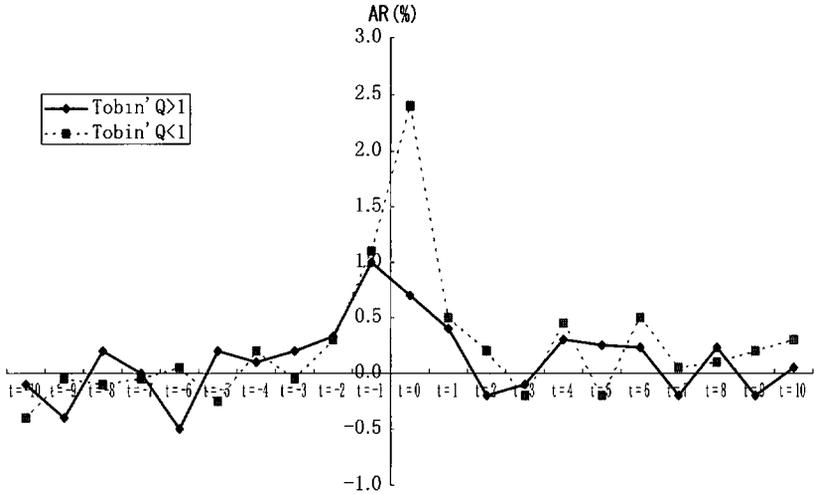
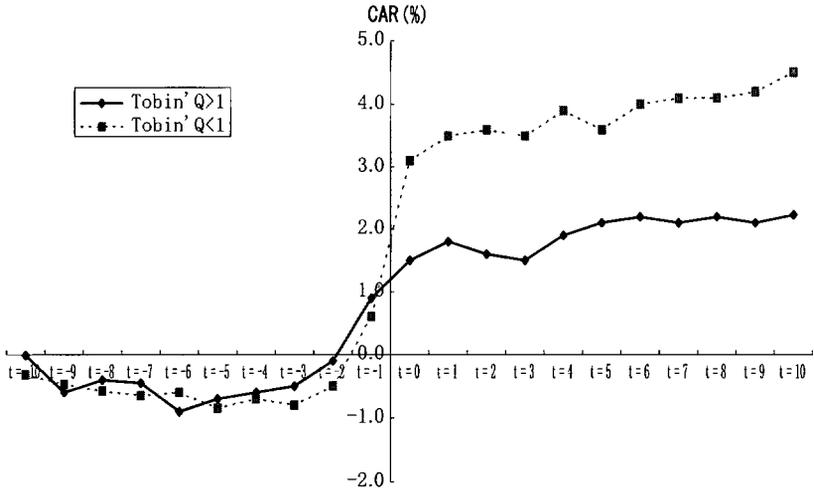


図 3-2： トービンの Q で分割したサンプル別異常収益の推移



ン (BAHR) の推移を示している。BAHR は情報公表後 4 ヶ月間は正であるが、その後は負の値に転じ、12 ヶ月後には -3.84% となっている（ゼロとの差の検定では 1% 水準で有意）。この結果は、自社株買いの公表に対して市場が過剰に反応し、その後株価が下方修正された可能性を示唆している。

図4：自社株買い銘柄の長期パフォーマンス

バイ・アンド・ホールド・リターン(%)

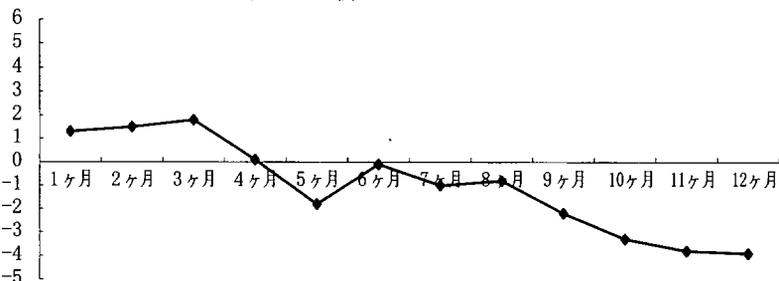


表4：長期パフォーマンスの決定要因に関する分析

変数	係数	t 値
CONSTANT	0.01	-0.17
SIZE	0.00	-0.02
METHOD	0.07	0.70
PURPOSE	-0.01	-0.14
TOBINQ	0.00	0.05
ΔBETA	-0.03	-0.5
修正済み決定係数	0.003	
サンプル数	225	

次に、過剰反応の要因を明らかにするために、(2)式の重回帰分析を行った。表4に示された重回帰分析の推定結果によると、変数のいずれも有意ではないことがわかる。つまり、自社株買い公表時点において市場は企業規模およびトービンのQに対して過剰反応したわけではないことがわかる。

4 おわりに

本稿では、1998年に日本で公表された自社株買い情報を対象に、自社株買いに関するシグナリング仮説とフリーキャッシュフロー仮説を検証した。その結果、

自社株買い公表日の異常収益率と企業規模およびトービンのQの間には負の相関があることが確認され、両仮説とも支持されることがわかった。また、自社株買い公表後の株価の長期パフォーマンスを調べた結果、公表から1年後の超過収益率は負で統計的にも有意であることが確認された。これは、自社株買い公表時点で市場が過剰反応したことを示唆している。ただし、企業規模およびトービンのQと長期超過収益率には有意な関係は見られず、シグナリング仮説およびフリーキャッシュフロー仮説に関する実証結果の解釈を覆すものではないこともわかった。

本稿の分析は、いくつかの方法で拡張することができる。第一に、先行研究では、自社株の購入額、実際に実行された自社株購入額、経営者の持株比率等々、さまざまな要因が自社株買い情報に対する市場の反応に影響を及ぼすことが報告されている。これらの要因についても、検証を行う必要があるだろう。第二に、長期パフォーマンスの分析ではTOPIXの収益率をベンチマークにしたが、これではリスクを十分にコントロールしたうえで超過収益率を求めたことにはならない。企業規模、時価簿価比率などのリスク要因を基準に抽出した各自社株買い銘柄とリスク特性が類似した企業（あるいは企業群）をベンチマークにするなどの、厳密な分析が必要である。以上は、今後の課題である。

- 1) 手続特例法は、定款において事前に利益消却を実施可能であると記している場合には、その範囲内（ただし発行済み株式数の10%を上限とする）であれば、中間配当可能利益の2分の1を上限として、取締役会の決議だけで利益償却が行えることを認めている。さらに1998年3月に成立した手続特例法の一部改正では、資本準備金と利益準備金の合計額から資本金の4分の1を控除した額を自社株買いの財源として用いることが認められ、株式償却財源が拡大されている。
- 2) 市場買付、公開買付に加え、アメリカではダッチ・オークション方式による買付とプット権付与による買付（既存株主に所定の価格で株式を売却する権利を付与）がある。詳細に関しては花枝（2002）p.107を参照。なお以下の実証分析のサンプル期間中には、市場買付と公開買付しか行われていない。
- 3) Comment and Jarrell（1991）は公開買付とダッチ・オークションによる買付の比較を行い、公開買付による自社株買いが公表された場合の方が（正の）以上収益

率は高くなることを報告している。

- 4) Guay and Harford (2000) は、キャッシュフローに対して永続的ショック (permanent shock) あった場合は配当, 一時的ショック (transient shock) があつた場合は自社株買いが分配政策として利用されることを報告している。
- 5) 1998年6月に東京証券取引所は「立会時間中における会社情報の適時開示に関する要請について」を公表した。その結果, 1999年の決算発表時以降は取引時間中に会社情報を公表するケースが散見される。(牧田, 2002)

参考文献

- Bartov, E., 1991, Open-market stock repurchase as signals for earnings and risk changes. *Journal of Accounting and Economics* 14, pp. 275-294.
- Comment, R., Jarrel, G., 1991, The relative signaling power of Dutch-auction and fixed price self-tender offers and open market share repurchases. *Journal of Accounting and Economics* 14, pp. 253-274.
- Ditter, A., 2000, Why do firms repurchases stock? *Journal of Business* 73, pp. 331-355.
- Dann, L., 1981, Common stock repurchase. *Journal of Financial Economics* 9, pp. 113-138.
- Guay, W., Hartford, J., 2000, The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases. *Journal of Financial Economics* 57, pp. 385-415.
- Hertzel, M., Jain, P., 1991, Earnings and risk changes around stock repurchase tender offers. *Journal of Accounting and Economics* 14, pp. 253-274.
- Howe, K., He, J., Kao, W., 1992, One-time cash flow announcements and free cash-flow theory: Share repurchases and special dividends. *Journal of Finance*, pp. 1963-1975.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T., 1995, Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics* 39, pp. 185-208.
- Jensen, M., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, pp. 323-329.
- Masulis, R., 1980, Stock repurchase by tender offer: An analysis of the causes of common stock price changes. *Journal of Finance*, pp. 305-321.
- Noel, T., Tarhan, V., 1998, Share repurchases and firm performance: New evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics* 49, pp. 187-222.

Perfect, S., Pertersen, D., Pertersen, P., 1995, Self tender offers: The effects of free cash flow signalling, and measurement of Tobin's q. *Journal of Banking and Finance* 19, pp. 1005-1023.

Vermaelen, T., 1981, Common stock repurchases and market signaling: An empirical study. *Journal of Financial Economics* 9, pp. 139-183.

花枝英樹, 2002, 『戦略的企業財務論』東洋経済.

牧田修治, 2002, 自社株買いの株価反応, 日本ファイナンス学会第10回大会報告論文.

(一橋大学大学院商学研究科助教授)

(三星電子)