

自社株買いのアナウンスによる株式価値の増加： 理論的增加額とその原因分析

著者	榊原 茂樹
雑誌名	商学論究
巻	60
号	1/2
ページ	97-125
発行年	2012-12-10
URL	http://hdl.handle.net/10236/10400

自社株買いのアナウンスによる株式価値の増加

—理論的増加額とその原因分析—

榊 原 茂 樹

I はじめに

自社株買いニュースの発表によって株価が上昇する現象が観察されている。自社株買い（自己株式の取得、stock repurchase, SR）の行為それ自体に株式価値を上昇させる論理が内包されているのか、あるいは、自社株買いの発表を通じてマーケットに伝えようとする経営者の考え方が市場で好感されて株式価値を引き上げるのであろうか。先行研究の立場は後者であった¹⁾。すなわち、まずMM（1961）の配当・株式価値無関連命題を援用して自社株買い・株式価値無関連命題を導き、理論的には自社株買いは株価に中立的であるが、それでもなお現実に観察される株価の上昇を、シグナリング理論やエージェンシー理論（フリーキャッシュフロー仮説）に求めるものである。

シグナリング理論的説明によれば、外部投資家と比べて企業の情報を良く知る経営者がこの時点で自社株を買い戻すと計画したのは、市場の株価は経営者が妥当と考える株式価値と比べて割安状態にあると判断したからであり、したがって自社株買いの発表は、株価が割安状態にあるとのシグナルを経営者が具体的行動を通じて投資家に発信したものと市場は考える。そのために、自社株買いの発表は株価上昇につながると主張される。

例えば、2010年10月22日に、発行済み株式総数の5%強、上限1,000億円

1) 自社株買いの理論的・実証的研究のサーベイとしては、Constantinides, G., M., et. al. (2003, 邦訳第7章)、畠田 (2009) を参照。

で自社株買いを実施すると発表したKDDIの小野寺正社長兼会長は、「足元の株価は安い。『まだKDDIは伸びる』というメッセージを込めた」とコメントしている（日本経済新聞2010年10月23日及び11月4日付朝刊）。

他方、エージェンシー理論的説明によれば、株主を依頼人（principal）とし経営者を株主の代理人（agent）とするエージェンシー関係において、経営者（代理人）は株主（依頼人）の最善の利益を図るように行動することを期待されている。所有と経営が分離し必ずしも株主である必要はない大企業の専門経営者が、株主の利益のみを最大限に考えて行動する保証はない。このような状況にある経営者が余剰現金（潤沢なフリーキャッシュフロー）を自社株買いによって株主に分配すると発表したことは、余剰現金を無駄使いたないという経営者の株主重視の意思の表れだと市場は判断する。したがって、自社株買いの発表は株価の上昇につながると説明される。

例えば、2007年に5回にわたって合計4500億円の自社株買いを実施したキヤノンは、その後も、金融危機後の2009年に手元資金の確保を優先して見送ったのを除き、2008年（1,000億円）、2010年（500億円）、2011年（1,000億円、8月発表時点）にも積極的に自社株買いを行ってきた。2010年に500億円の自社株買いを発表した時には、マスコミは、「金融危機後の合理化や在庫削減で積みあがった現預金を自社株買いに充て、資本効率を高める。……買い入れる自社株は消却するほか、株式交換によるM&A（合併・買収）に備える狙いもある。」とコメントし（日本経済新聞2010年5月26日付け朝刊）、自社株買いの第一の狙いが株主利益の重視の表明であることを示唆している。

さらに、キヤノンが2011年8月11日に500億円の自社株買いを発表した時にも、日本経済新聞は次のように報じている、「……同社は東日本大震災の影響が想定より少なく、7月に2011年12月期業績を上方修正した。業績回復で1～6月期配当も増やしており、豊富な手元資金を生かして株主配分を強める。……」と。

このように、バランスシートに積みあがった現預金で自社株買いを行う経営者の意図は、自社の株価が割安であることを自社株買いという具体的行動

を通じてマーケットに伝えることや、余剰の現預金を無駄使いせずに株主のために分配するという株主重視の姿勢をマーケットに伝えることなど、株価へのアナウンスメント効果を期待したものと、考えられる²⁾。

さらに、銀行借入という他人資本を使った自社株買いも観察される。このような借金をしてまで行う自社株買いは、もっと強く経営戦略と結び付いているようである。例えば、伊藤忠商事が保有する20%の株式を取得することを2011年1月17日に発表した吉野家ホールディングスの場合、自社株買い予定金額の約140億円のうち70～80億円をみずほ銀行など主力3行からの融資で賄うという。伊藤忠商事からの自社株買いの目的は、経営の自立性を高めて中国をはじめとする海外店舗網の拡大を迅速に進めるため、と安部修仁社長は表明している（日本経済新聞2011年1月21日付け朝刊）。何を自社株買いの原資とするかによって、経営者の意図は異なるようである。

榊原（2011）は、法人税を分析に導入すれば、自社株買いそれ自体に株式価値を高める効果があることを、筆者の知る限り初めて包括的に分析した。自社株買いの実施は、経営者の意図ないし真意とは関係なく、あるいは、自社株買いの発表によって経営者が何をマーケットに伝えたいのかとは関係なく、自動的に株式価値を高めるメカニズムを内包している。本論文の目的は、榊原（2011）の主張を再現した後、その株式価値上昇の原因を二つの観点から解明することを目的としている。

2) 我が国上場企業への質問票調査によって企業の配当政策・自社株買い行動を検証した論文として、花枝・芹田（2008）がある。彼らによれば、フリーキャッシュフロー仮説を支持すると言い切るほど明確な結果は得られなかった。他方、株価が割安であるとの情報を意図的に伝えるシグナリング仮説は支持されると、報告している。同種の米国でのサーベイ調査との比較を行った日米比較分析については、花枝・芹田（2009）を参照。

II アンレバード企業が社債発行手取り金を使って自社株買いを行ったときの株式価値

II. A. 自社株買い実施前の株式価値

まず、議論の出発点としてもっとも簡単な状況で自社株買いと株式価値の関係を分析するために、負債を持たない企業（U, unlevered firm）を想定し、以下のような諸仮定を置く。

（仮定 1）このアンレバード企業（U）の出発点の簿価ベースの貸借対照表は、以下のとおりである。

図表 1 アンレバード企業の B/S

（簿価ベース）

現金	1,000	株主資本	
本業資産	8,000	資本金	5,000
		資本剰余金	2,000
		資本準備金	1,800
		その他資本剰余金	200
		利益剰余金	2,000
		利益準備金	100
		その他利益剰余金	1,900
	9,000		9,000

（仮定 2）本業資産は毎年コンスタントに20%の営業利益を生む。

（仮定 3）本業資産のベータ値は1.2である。CAPMにおけるリスクフリーレートは2%で、株式市場のリスクプレミアムは5%と想定する。

（仮定 4）現金資産は年率2%の利息を生み、金融資産のベータ値はゼロである。

（仮定 5）発行済み株式総数は、1,000株である

（仮定 6）利益はすべて配当金として分配される。

（仮定 7）法人税は40%である。

（仮定 8）社債発行費用はゼロである。

以上の諸仮定から、シャープ（Sharpe, W. (1964)）= リントナー（Lintner,

J. (1965) の資本資産価格モデル (CAPM) によれば、本業資産への株主の要求収益率 (R) は、

$$R (\text{本業資産}) = 0.02 + 0.05 \times 1.2 = 0.08 \quad (8\%)$$

であり、金融資産への要求収益率 (R) は、

$$R (\text{金融資産}) = 0.02 + 0.05 \times 0 = 0.02 \quad (2\%)$$

である。したがって、この企業の今日 ($t=0$) の本業資産の価値 (V_0) は、

$$V_0 (\text{本業資産}) = (1 - 0.4) \times 8000 \times 0.20 / 0.08 = 12,000$$

となる。また、金融資産の価値は、

$$V_0 (\text{金融資産}) = (1 - 0.4) \times 1,000 \times 0.02 / 0.02 = 600$$

となる。したがって、この企業の全体の価値 (無負債なので株式価値総額になる) は、本業資産の価値と金融資産の価値の合計として、

$$V_0 (\text{企業全体}) = 12,000 + 600 = 12,600$$

となる。発行済み株式総数は1,000株なので、一株当たりの株式価値 (P_0) は、

$$\begin{aligned} P_0 (\text{一株当たり株式価値}) &= (\text{本業資産の価値} + \text{金融資産の価値}) / 1,000 \text{株} \\ &= (12,000 + 600) / 1,000 \text{株} \\ &= \text{一株当たり本業資産の価値 (12)} + \text{一株当たり金融資産の価値 (0.6)} \\ &= 12.6 \end{aligned} \quad (1)$$

となる。

同じ結論を法人税控除後の株主利益全体を割り引く方法で求めてみよう。法人税控除後の株主利益 (net income, NI) は

$$\begin{aligned} NI &= (1 - 0.4) \times (8,000 \times 0.20 + 1,000 \times 0.02) \\ &= 960 + 12 \\ &= 972 \end{aligned}$$

となる。また、本業資産と金融資産に対する投資家の要求収益率はそれぞれ、8%と2%であるから、企業資産全体への加重平均投資要求収益率 (R) は、

$$\begin{aligned} R &= 0.08 \times (12,000 / 12,600) + 0.02 \times (600 / 12,600) \\ &= 0.077 \quad (7.7\%) \end{aligned}$$

となる。

ところで、企業ベータ（無負債なので同時に株式ベータでもある）は、

$$1.2 \times (12,000/12,600) + 0 \times (600/12,600) = 1.143$$

となる。この企業ベータと CAPM を使って企業資産全体に対する割引率を求めても、

$$0.02 + 0.05 \times 1.143 = 0.077 \quad (7.7\%)$$

となる。

したがって、企業価値は、

$$V_0 = (960 + 12) / 0.077 = 12,600$$

となり、資産ごとに価値を求めて合計したものと等しい。これを価値加法性 (value additivity) という。ただし、企業全体の割引率を求めるときに企業価値 = 12,600 を既知として前提としていることには注意しよう。

アンレバード企業 (U) の一株当たりの株式価値 (P_U) は、一株当たり利益（これは一株当たり配当に等しい）を割り引いて、

$$\begin{aligned} P_U &= (972/1,000株) / 0.077 \\ &= 0.972 / 0.077 \\ &= 12.6 \end{aligned}$$

となり、同じ価値が得られる。

II. B. 自社株買い実施後の株式価値

さて、図表 1 のアンレバード企業が、2% クーポン付の社債を 1,000 だけ発行して得た手取り金で自社株買いを実施する、とアナウンスした。負債発行による自社株買いは株式価値にどのような影響を及ぼすだろうか。その他の前提条件は以前と同じである。自社株買い後の貸借対照表（簿価ベース）は以下ようになる（ただし、資本剰余金と利益剰余金は内訳表示を省略）。

この社債発行に係る債務不履行が発生する恐れはないと仮定し、この社債に対する投資家の要求収益率を 2% と仮定する。この場合、MM (1963) が主張するように、負債を利用している企業の価値は、アンレバードの場合と

図表2 社債を発行して自社株買いを行った企業のB/S
(簿価ベース)

現金	1,000	社債	1,000
本業資産	8,000	株主資本	
		資本金	5,000
		資本剰余金	2,000
		利益剰余金	2,000
		自己株式	▲1,000
	9,000		9,000

比べて、負債利子支払額の法人税節約効果によって高まり、したがって、株式価値もそれに応じて高くなる。

社債発行による自社株買いのアナウンス直後の株式価値を P_L^{SR} とし、買い戻し株数を n とすると、社債発行手取り額1,000を使って、 n 株だけ P_L^{SR} の価格で買い戻すので、次式が成立する。

$$n \times P_L^{SR} = 1,000$$

II. A. での分析によれば、議論の出発点の現金資産を持つが負債を持たない企業の価値は、法人税を考慮すると、12,600であった。MM論文(1963)によれば、貸借対照表の資産側は全く同じで、1,000の負債を調達した企業の価値 (V_L) は、以下のように、負債を持たない場合に比べて、法人税節約額の割引現在価値だけ高くなる。

$$\begin{aligned} V_L &= \text{アンレバード企業の価値} (V_U) + \text{法人税節約額の割引現在価値} \\ &= 12,600 + 0.4 \times 0.02 \times 1,000 / 0.02 \\ &= 12,600 + 400 \\ &= 13,000 \end{aligned}$$

負債のクーポン・レートと負債権者の要求投資収益率は同じと仮定しているので、負債価値は簿価1,000に等しく、したがって株式価値総額 (S_L) は、

$$S_L = \text{企業価値} (13,000) - \text{負債価値} (1,000) = 12,000$$

となる。

さて、この社債発行額1,000で自社株買いを行ったとすれば、

$$(1,000 \text{株} - n) \times P_L^{SR} = 12,000、$$

が成立しなければならず、 $n \times P_L^{SR} = 1,000$ であることを利用すると、自社株買いニュースを受けて成立する株式価値は、

$$P_L^{SR} = (12,000 + 1,000) / 1,000 \text{株} = 13.0 \quad (2)$$

となる。また、買い戻す株式数 (n) は、

$$n = 1,000 / 13.0 = 76.923 \text{株}$$

となり、自社株買い実施後の発行済み株式数は、 $1,000 \text{株} - 76.923 \text{株} = 923.077 \text{株}$ となる。

自社株買い実施後の発行済み株式総数 (923.077株) を使うと、自社株買いニュース発表直後の株式価値を、

$$\begin{aligned} P_L^{SR} &= \text{自社株買い後の株式価値総額} / \text{自社株買い後の発行済み株式総数} \\ &= 12,000 / 923.007 \text{株} \\ &= 13.0 \end{aligned} \quad (3)$$

としても算定できる。

このように、社債発行手取り金を使って自社株買いを行うと、株式価値は12.6から13.0へと0.4だけ増加するのである。

図表3は、図表1の現状ケースと図表2の自社株買いを実施したケースについて、株式価値の推移と一株を保有していた株主の財産状態 (株主の富)

図表3 株式価値と株主の富の推移

	t=0	t=1	t=2	t=3	……
<u>株式価値の推移</u>					
現状	12.6	12.6	12.6	12.6	……
自社株買い	13.0	13.0	13.0	13.0	……
<u>株主の富</u>					
現状	12.6	12.6	12.6	12.6	……
自社株買い					
(i) 応じた	1+12	12.0	12.0	12.0	……
(ii) 応じない	13.0	13.0	13.0	13.0	……

(注) 自社株買いに応じた場合の t=0 時点の一株保有株主の富は、自社株買いに応じて手に入れた現金額1.0 (=0.076923株×(1,000/76.923株)) に、残りの保有株式の価値12.0 (=0.923077株×13.0) の合計である。

を示している。

Ⅲ レバード企業が保有現金を使って自社株買いを行ったときの株式価値

既に負債を発行している企業 (L) が保有現金を使って自社株買いを行ったときの株式価値への影響を分析しよう。図表 2 のレバード企業が保有現金 500 を使って自社株買いを行うと記者発表したとしよう。そのときのバランスシートは図表 4 のようになる。

図表 4 保有現金を使って自社株買いを行ったレバード企業の B/S (簿価ベース)

現金	500	社債	1,000
本業資産	8,000	株主資本	
		資本金	5,000
		資本準備金	2,000
		利益剰余金	2,000
		自己株式	▲1,500
	8,500		8,500

法人税が課される世界での図表 4 のレバード企業の価値 (V_L) は、MM (1963) が主張するように、総資産が本業資産額の 8,000 と現金の 500 からなり、しかし負債を発行していないアンレバード企業の企業価値 (V_U) に、法人税節約額の現在価値を加えたものに等しくなる。

このようなアンレバード企業の企業価値は、本業資産の価値と現金資産の価値の合計として、

$$\begin{aligned} V_U &= (1-0.4) \times 0.20 \times 8,000 / 0.08 + (1-0.4) \times 0.02 \times 500 / 0.02 \\ &= 12,000 + 300 \\ &= 12,300 \end{aligned}$$

となるので、図表 4 のレバード企業の総価値は、

$$\begin{aligned} V_L &= 12,300 + 0.4 \times 0.02 \times 1,000 / 0.02 \\ &= 12,300 + 400 \end{aligned}$$

$$= 12,700$$

となる。したがって、株式価値総額 (S_L) は、企業の総価値から負債価値を差し引き、

$$\begin{aligned} S_L &= 12,700 - 1,000 \\ &= 11,700 \end{aligned}$$

となる。

500の保有現金による自社株買いアナウンス直前の発行済み株式総数は、II.B.の分析から923.077株であるので、自社株買いのアナウンス直後には、 P_L^{SR} をアナウンス直後に成立する株式価値とし、 n を買い戻し株数とすると、次式が成立しなければならない。

$$(923.077株 - n) \times P_L^{SR} = 11,700$$

$n \times P_L^{SR} = 500$ であることを利用して上式を解くと、

$$\begin{aligned} P_L^{SR} &= (11,700 + 500) / 923.077株 \\ &= 13.217 \end{aligned} \tag{4}$$

を得る。また、買い戻し株数 (n) は37.830株 (=500/13.217) となり、自社株買い実施後の発行済み株式総数は、923.077株 - 37.830株 = 885.247株となる。

自社株買い実施後の一株当たり株式価値 (P_L^{SR}) は、自社株買い実施後の発行済み株式総数を使って、

$$\begin{aligned} P_L^{SR} &= \text{自社株買い後の株式価値総額} / \text{自社株買い後の発行済み株式総数} \\ &= 11,700 / 885.247 \\ &= 13.217 \end{aligned} \tag{5}$$

としても計算される。

このように、保有現金を使った自社株買いによって、株式価値は13.0から13.217へと、0.217だけ増加するのである。

図表5は、保有現金を使った自社株買いの実施前と後の、株式価値と株主の富の推移を示している。

図表5 株式価値と株主の富の推移

	t=0	t=1	t=2	t=3	……
<u>株式価値</u>					
現状	13.0	13.0	13.0	13.0	……
自社株買い	13.22	13.22	13.22	13.22	……
<u>株主の富</u>					
現状	13.0	13.0	13.0	13.0	……
自社株買い					
(i) 応じた	0.5+12.72	12.72	12.72	12.72	……
(ii) 応じない	13.22	13.22	13.22	13.22	……

(注) 自社株買いに応じた場合の t=0 の株主の富は、株式売却手取り金 0.5 (=0.03783 ×13.22) と残りの保有株式の価値 12.72 (=0.96217×13.22) の合計である。

IV レバード企業が再び保有現金を使って自社株買いを行うケース

さらに図表4の企業が保有現金200を使って自社株買いを実施するとしよう。その時の貸借対照表は図表6のようになる。

図表6 保有現金を使って2回目の自社株買いを行うレバード企業のB/S (簿価ベース)

現金	300	社債	1,000
本業資産	8,000	株主資本	
		資本金	5,000
		資本準備金	2,000
		利益剰余金	2,000
		自己株式	▲1,700
	8,300		8,300

法人税が存在する場合のレバード企業の総価値は、MM (1963) に従うと、

$$\begin{aligned}
 V_L &= \text{図表6の企業が無負債の場合の企業価値} \\
 &+ \text{社債利息の法人税節約額の割引現在価値} \\
 &= \{(1-0.4) \times 0.20 \times 8,000 / 0.08 + (1-0.4) \times 0.02 \times 300 / 0.02\} \\
 &+ 0.4 \times 0.02 \times 1,000 / 0.02 \\
 &= \{12,000 + 180\} + 400
 \end{aligned}$$

$$= 12,580$$

となる。したがって、レバード企業の株式価値総額 (S_L) は

$$\begin{aligned} S_L &= \text{企業価値総額} - \text{負債価値} \\ &= 12,580 - 1,000 \\ &= 11,580 \end{aligned}$$

となる。

2回目の保有現金による自社株買い発表直前の発行済み株式総数は、第Ⅲ節の分析により885.247株であるので、自社株買いニュース発表直後に成立する株式価値 (P_L^{SR}) は、 n を買い戻し株数とすると、次式を満たさなければならぬ。

$$(885.247 \text{株} - n) \times P_L^{SR} = 11,580$$

$n \times P_L^{SR} = 200$ であることを利用して上式を解くと、

$$\begin{aligned} P_L^{SR} &= (11,580 + 200) / 885.247 \text{株} \\ &= 13.307 \end{aligned} \tag{6}$$

が得られる。自社株買いによって株式価値は、13.217から13.307へと、0.09だけ増加するのである。

また、買い戻し株数は15.03株 ($= 200 / 13.307$) となり、自社株買い後の発行済み株式総数は、 $885.247 - 15.03 = 870.217$ 株となる。

13.307という自社株買い発表直後に成立する株式価値は、自社株買い発表直後に成立する株式価値総額と発行済み株式総数を使って、

$$\begin{aligned} P_L^{SR} &= 11,580 / 870.217 \text{株} \\ &= 13.307 \end{aligned} \tag{7}$$

としても求められる。

V レバード企業が再び社債発行手取り金で自社株買いを行うケース

最後に、前節の企業が2回目の500の社債発行を行い、その手取り金500で自社株買いを行うとアナウンスした。その時の貸借対照表は図表7に示され

ている。この2回目の社債のクーポン・レートは既発債と同じ2%である。社債の追加発行によってもこの企業に倒産の危険はないとマーケットは判断しているため、この社債に対する市場の投資要求収益率は2%のままであると仮定する。

図表7 2回目の社債発行の手取り金で自社株買いを行う
企業の貸借対照表 (簿価ベース)

現金	300	社債	1,500
本業資産	8,000	株主資本	
		資本金	5,000
		資本準備金	2,000
		利益剰余金	2,000
		自己株式	▲2,200
	8,300		8,300

これまでの分析と同様に、図表7のレバード企業の総価値は、MM (1963) によると、図表7の企業と借り方の資産構成は同じで、しかし負債を保有していないアンレバード企業の総価値に、負債の持つ法人税節約額の割引現在価値を加えた金額に等しい。このアンレバード企業の総価値 (V_U) は、本業資産の価値と現金資産の価値の合計に等しいので、

$$\begin{aligned} V_U &= (1-0.4) \times 0.20 \times 8,000 / 0.08 + (1-0.4) \times 0.02 \times 300 / 0.02 \\ &= 12,000 + 180 \\ &= 12,180 \end{aligned}$$

となる。他方、社債クーポンの法人税節約効果は、

$$\text{法人税節約額の割引現在価値} = 0.4 \times 0.02 \times 1500 / 0.02 = 600$$

となるので、結局、レバード企業の総価値 (V_L) は、

$$\begin{aligned} V_L &= \text{アンレバード企業の総価値} + \text{法人税節約額の割引現在価値} \\ &= 12,180 + 600 \\ &= 12,780 \end{aligned}$$

となる。したがって、レバード企業の株式価値総額 (S_L) は、

$$S_L = \text{企業総価値} - \text{負債価値}$$

$$=12,780-1,500$$

$$=11,280$$

となる。

2回目の社債発行直前の発行済み株式総数は、第Ⅳ節の分析より、870.217株であるので、自社株買いニュース発表直後に成立する一株当たり株式価値 (P_L^{SR}) は、 n を自社株買い予定数とすると、次式を満たさなければならぬ。

$$(870.217株 - n) \times P_L^{SR} = 11,280$$

$n \times P_L^{SR} = 500$ であることを利用して上式を解くと、

$$P_L^{SR} = (11,280 + 500) / 870.217株$$

$$= 13.537 \quad (8)$$

となる。社債発行の手取り金を使用する自社株買いのアナウンスメントによって、株式価値は、自社株買いニュースの発表前の13.307から13.537へと、0.23だけ増価するのである。また、自社株買いの株数 (n) は、

$$n = 500 / 13.537 = 36.936株$$

となるので、自社株買い後の発行済み株式総数は、 $870.217 - 36.936 = 833.281$ 株となる。

自社株買いニュースを受けて成立する株式価値 (13.537) は、自社株買いニュース発表後の株式価値総額と発行済み株式総数の数値を使用して、

$$P_L^{SR} = 11,280 / 833.281$$

$$= 13.537 \quad (9)$$

としても算定される。

Ⅵ 自社株買いの公表による株式価値の増加の原因分析

以上の分析によって、自社株買いの発表ニュースは株式価値を高めることが理論的に明らかになった。MM (1963) の配当・株価無関連命題を援用して自社株買いと株式価値の無関連性を解説し、自社株買いのニュースによって実際に観察される株価上昇の根拠を、経営者が自社株買い発表に託す明示

的・暗黙的メッセージと結び付けるシグナリング理論やエージェンシー理論に求める主張は、早合点と言わざるを得ない。

では、自社株買い行為そのものが何故に株式価値を高めるのであろうか。株式価値増加の源泉はどこにあるのだろうか。本節ではその源泉を、これまでに分析してきた社債発行の手取り金で自社株買いを行う場合と、手持ちの保有現金を使って自社株買いを行う場合に分けて探る。

VI. 1. 社債発行の手取り金で自社株買いを行う場合の原因分析

VI. 1. 1. アンレバード企業が社債発行により自社株買いを行うケース

アンレバード企業の一株当たり株式価値 (P_U) の12.6 ((1)式参照) は、自社株買いニュースによって13.0へと上昇した。0.4の増加の原因は何であろうか。

自社株買いニュース発表後と発表前の株式価値の差は、二通りの方法で分析可能である。第1は、(2)式の13.0と(1)式の12.6を比較する方法であり（これを以下では、方法Aと呼ぶ）、第2は、(3)式の13.0と(1)式の12.6を比較する方法である（これを以下では方法Bと呼ぶ）。方法Aと方法Bの違いは、自社株買いニュース「発表後の」一株当たり株式価値算定において、方法Aではニュース「発表前の」発行済み株式総数を使用しているのに対して、方法Bでは、自社株買いを「行った後の」発行済み株式総数を使用していることにある。したがって、方法Aでは、ニュース発表前と後の一株当たり株式価値の算定にあたって株式価値総額を割るときの発行済み株式総数が共に、ニュース発表前のそれが使われているが、方法Bでは、ニュース発表前の一株当たり株式価値算定には発表前の発行済み株式総数が、そしてニュース発表後の一株当たり株式価値算定には自社株買いが行われたあとの発行済み株式総数が使われている。二つの方法は、株式価値の増加の源泉について異なった洞察を与えくれるために、両方法とも有益であるが、実証研究の実施において簡便さに差異がみられる。

(1) 方法A (2)式と(1)式の比較)による差異分析

自社株買いニュース発表後の13.0という株式価値は、(2)式より、

$$\begin{aligned}
 P_L^{SR} &= 13.0 \\
 &= (\text{レバード企業の株式価値総額} + \text{社債発行額}) / 1,000 \text{株} \\
 &= (\text{レバード企業の価値} - \text{負債価値} + \text{社債発行額}) / 1,000 \text{株} \\
 &= (\text{アンレバード企業の価値} + \text{法人税節約額の割引現在価値} \\
 &\quad - \text{負債価値} + \text{社債発行額}) / 1,000 \text{株} \\
 &= (\text{アンレバード企業の本業資産の価値} \\
 &\quad + \text{アンレバード企業の現金資産の価値} \\
 &\quad + \text{法人税節約額の割引現在価値} \\
 &\quad - \text{負債価値} + \text{社債発行額}) / 1,000 \text{株} \\
 &= (12,000 + 600 + 400 - 1,000 + 1,000) / 1,000 \text{株} \tag{10}
 \end{aligned}$$

のように、要因別に分解できる

議論の出発点で仮定された負債を持たない企業の一株当たり株式価値12.6と比較して、社債発行によって自社株買いを行うと株式価値が0.40だけ増加した原因を探るために(10)式から(1)式を控除すると、

$$\begin{aligned}
 P_L^{SR} - P_U &= 13.0 - 12.6 \\
 &= (12,000 + 600 + 400 - 1,000 + 1,000) / 1,000 \text{株} \\
 &\quad - (12,000 + 600) / 1,000 \\
 &= 400 / 1,000 \text{株} \\
 &= 0.40
 \end{aligned}$$

となる。

この400/1,000株は何を意味するのであろうか。これには幾つかの解釈が可能である。第1に、社債の利息支払額による毎年の法人税節約額(0.4×0.02×1,000)の現在割引価値は400であったことを想起しよう。自社株買いアナウンス時に(この時にはまだ発行済み株式総数は1,000株である)マーケットが認識する一株当たりの法人税節約額は、400/1,000株=0.40である。この0.40がちょうど自社株買いを行った場合の一株当たりの株式価値増加額に

等しい。したがって、法人税が課される世界では、社債発行の手取り金を使った自社株買いにより発生する株式価値の増加額は、負債発行による法人税節約効果によってその全額を説明できる増加である。

第2に、400/1,000株の分子の400は、自社株買いによって株主のポケットに入る現金（この場合1,000）に法人税率（40%）を掛けた金額に等しい。このようにして求められた金額がいかなる経済的意味を持つのかは、理解が難しいが、実証研究にあたっては容易に計算可能で便利な解釈である³⁾。

以上の解釈によって、社債発行手取り金を使った自社株買いによって引き起こされる株式価値の増加に関して以下の公式が成立する。

$$\begin{aligned} & \text{社債発行の手取り金を使った自社株買いによる株式価値の増加額} \\ & = \text{社債の利息による毎年の法人税節約額の割引現在価値} / \text{自社株買} \\ & \quad \text{いアナウンス直前の発行済み株式総数} \quad (11) \\ & = \text{法人税率} \times \text{自社株買いによって株主のポケットに入った現金額} / \\ & \quad \text{自社株買いアナウンス直前の発行済み株式総数} \quad (12) \end{aligned}$$

なお、自社株買いに応じた時に得る株式売却益に対して資本利得税を支払う可能性を考慮すると、二つのケースの富の差は縮小する。例えば、資本利得税を10%、株式取得コストを10と仮定すると、1株保有していて自社株買いに応じた株主の富は

$$\begin{aligned} & \text{株主の富（自社株買い：} t=0 \text{）} \\ & = \text{自社株買いに応募して手に入れた資本利得税控除後の株式売却手} \\ & \quad \text{取り額} + \text{残りの保有株式の価値} \end{aligned}$$

3) この他にも、400/1,000株の分子の400を、社債発行手取金を自社株買いによって株主に分配したケース（=1000）と自社株買いを行わずに企業内で金融資産として運用した場合の時価評価額（=600）との差額としても解釈可能である。しかし、社債発行手取金をそのまま企業内で保有しておく行動も、自社株買いのための社債発行という文脈の中では、理解しづらい。さらにこの400を、社債発行額に法人税率を掛け合わせた金額に等しいという形式的解釈も可能であるが、その経済的意味づけもむづかしい。

$$\begin{aligned}
 &= 0.076923 \times \{13.0 - (13.0 - 10.0) \times 0.10\} + 13.0 \times 0.923 \\
 &= 0.9769 + 11.999 \\
 &= 12.976
 \end{aligned}$$

となって、自社株買い発表前の株価12.6との差は縮小している。

(2) 方法B ((3)式と(1)式の比較)による差異分析

次に(3)式の13.0と(1)式の12.6を比較してみよう。(3)式の株式価値から(1)式の株式価値を控除すると、

$$\begin{aligned}
 &P_L^{SR} - P_U \\
 &= 12,000/923.007株 - 12,600/1,000株 \\
 &= \{12,600 \text{ (アンレバード企業の価値総額)} \\
 &\quad + 400 \text{ (1,000の負債の法人税節約効果の割引現在価値)} \\
 &\quad - 1,000 \text{ (負債価値)}\} / 923.007株 \\
 &\quad - 12,600 \text{ (アンレバード企業の価値総額)} / 1,000株 \\
 &= \{12,000 \text{ (本業資産の価値)} + 600 \text{ (現金資産の価値)} \\
 &\quad + 400 \text{ (法人税節約効果の割引現在価値)} \\
 &\quad - 1,000 \text{ (負債価値)}\} / 923.007株 \\
 &\quad - \{12,000 \text{ (本業資産の価値)} + 600 \text{ (現金資産の価値)}\} / 1,000株 \\
 &= (12,000/923.007株 - 12,000/1,000株) + (600/923.007株 \\
 &\quad - 600/1,000株) + 400/923.007株 - 1,000/923.007株 \\
 &= 1.000 + 0.050 + 0.433 - 1.083 \\
 &= 0.40
 \end{aligned}$$

となる。アンレバード企業が社債を発行して初めてレバード企業になり、かつ、その社債発行手取り額で自社株買いを行ったときの株式価値増価額は、

- (i) 発行済み株式総数の減少による一株当たり本業資産価値の増価（プラス要因）
- (ii) 発行済み株式総数の減少による一株当たり現金資産の価値の増価（プラス要因）

(iii) 社債の新規発行により発生した一株当たり法人税節約額の割引現在価値（プラス要因）

(iv) 一株当たり背負う負債の増加（マイナス要因）

の4つの要因で説明できる。

VI. 1. 2. レバード企業が（2回目の）社債発行により自社株買いを行うケース

上で分析された2回目の社債発行による自社株買いニュースの発表前と発表後の一株当たり株式価値は、それぞれ、13.307と13.537であり、自社株買いニュースによる株式価値増加は0.23であった。この増加分の原因を前述の方法Aと方法Bで分析する。

(1) 方法A ((8)式と(7)式の比較)による差異分析

(8)式の13.537から(7)式の13.307を控除すると、

$$\begin{aligned}
 & P_L^{SR} \text{ ((8)式)} - P_L^{SR} \text{ ((7)式)} \\
 &= \{12,000 \text{ (本業資産の価値)} + 180 \text{ (現金資産の価値)} \\
 &\quad + 600 \text{ (新旧社債1,500の持つ法人税節約額の割引現在価値)} \\
 &\quad - 1,500 \text{ (負債価値)} + 500 \text{ (新規社債発行額)}\} / 870.217 \text{株} \\
 &\quad - \{12,000 \text{ (本業資産の価値)} + 180 \text{ (現金資産の価値)} \\
 &\quad + 400 \text{ (既発社債1,000の持つ法人税節約額の割引現在価値)} \\
 &\quad - 1,000 \text{ (負債価値)}\} / 870.217 \text{株} \\
 &= \{600 \text{ (新旧社債1,500の持つ法人税節約額の割引現在価値)} \\
 &\quad - 400 \text{ (既発社債1,000の法人税節約額の割引現在価値)}\} / 870.217 \\
 &= 200 \text{ (2回目の社債発行による法人税節約額の割引現在価値の} \\
 &\quad \text{増分)} / 870.217 \\
 &= 0.23 \text{ (2回目の社債発行によって生じる法人税節約額の割引現在価値} \\
 &\quad \text{の一株当たり価値)}
 \end{aligned}$$

となる。

社債発行の手取り金で行う自社株買いニュースをうけた株式価値増加は、金額が新発社債の支払いクーポンの持つ法人税節約効果の割引現在価値によって説明できるのである。同時にまた、200/870.217株の分子の200は、VI. 1. 1. の(1)での分析と同様に、自社株買いによって株主のポケットに入った現金額に法人税率を掛けた金額(=0.4×500)に等しい。したがって、ここでもVI. 1. 1. の(1)と同様に、社債発行の手取り金を使った自社株買いのアナウンスによる株式価値増加の原因分析の公式として、次式が成立する。

$$P_L^{SR} \text{ ((8)式)} - P_L^{SR} \text{ ((7)式)}$$

$$= \frac{\text{新規発行負債証券の支払い利息の法人税節約額の割引現在価値}}{\text{自社株買いアナウンス直前の発行済み株式総数}} \quad (11) \text{ (再出)}$$

$$= \frac{\text{法人税率} \times \text{自社株買いによって株主のポケットに入った現金額}}{\text{自社株買いアナウンス直前の発行済み株式総数}} \quad (12) \text{ (再出)}$$

(2) 方法B ((9)式と(7)式の比較)による差異分析

(9)式の13.537から(7)式の13.307を控除すると、

$$P_L^{SR} \text{ ((9)式)} - P_L^{SR} \text{ ((7)式)}$$

$$\begin{aligned} &= \{12,000 \text{ (本業資産の価値)} + 180 \text{ (現金資産の価値)} \\ &\quad + 600 \text{ (新旧社債1,500の持つ法人税節約額の割引現在価値)} \\ &\quad - 1,500 \text{ (負債価値)}\} / 833.281 - \{12,000 \text{ (本業資産の価値)} \\ &\quad + 180 \text{ (保有現金の価値)} \\ &\quad + 400 \text{ (既発社債1,000の持つ法人税節約額の割引現在価値)} \\ &\quad - 1,000 \text{ (負債価値)}\} / 870.217 \text{ 株} \\ &= (12,000/833.281 \text{ 株} - 12,000/870.217 \text{ 株}) \\ &\quad + (180/833.281 \text{ 株} - 180/870.217 \text{ 株}) + (600/833.281 \text{ 株} - 400/870.217 \text{ 株}) \\ &\quad - (1,500/833.281 \text{ 株} - 1,000/870.217 \text{ 株}) \\ &= 0.611 + 0.009 + 0.260 - 0.651 \\ &= 0.23 \end{aligned}$$

となる。新規社債発行の手取り金を使った自社株買いによる株式価値の増価は、VI. 1. 1. の(2)の方法Bによる分析と同様に、

- (i) 発行済株式総数の減少による一株当たり本業資産価値の増価（プラス要因）
- (ii) 発行済株式総数の減少による一株当たり現金資産の価値の増価（プラス要因）
- (iii) 社債の新規発行により発生した一株当たり法人税節約額の割引現在価値（プラス要因）
- (iv) 一株当たり背負う負債の増加（マイナス要因）

の4つの要因で説明できる。

VI. 2. 手持ち保有現金を使って自社株買いを行う場合

VI. 2. 1. 一回目の保有現金による自社株買いのケース

第Ⅲ節で分析したように、レバード企業が500の手持ち現金を使った自社株買いをアナウンスすると、一株当たり株式価値は、アナウンス前の13.0から13.217へと、0.217だけ増価した。この原因を探るために、アナウンス前後の株式価値を方法Aと方法Bの二通りの方法で比較しよう。

(1) 方法A (4)式と(3)式の比較)による差異分析

(4)式の株式価値13.217から(3)式の株式価値13.0を控除すると、

$$\begin{aligned}
 & P_L^{SR} \text{ ((4)式)} - P_L^{SR} \text{ ((3)式)} \\
 &= (11,700 + 500) / 923.077 \text{株} - 12,000 / 923.007 \text{株} \\
 &= \{12,000 \text{ (本業資産の価値)} + 300 \text{ (現金資産の価値)} \\
 &\quad + 400 \text{ (社債の持つ法人税節約額の割引現在価値)} \\
 &\quad - 1,000 \text{ (負債価値)} + 500 \text{ (株主への現金支払い額)}\} / 923.077 \text{株} \\
 &\quad - \{12,000 \text{ (本業資産の価値)} + 600 \text{ (現金資産の価値)} \\
 &\quad + 400 \text{ (社債の持つ法人税節約額の割引現在価値)} \\
 &\quad - 1,000 \text{ (負債価値)}\} / 923.077 \text{株}
 \end{aligned}$$

が成立する。

上式の右辺の二つの中括弧に共通する数値、12,000（本業資産の価値）、400（法人税節額額の割引現在価値）、そして1,000（負債価値）は相殺されるので、上式の差額式は、整理すると、

$$P_L^{SR} \text{ ((4式)} - P_L^{SR} \text{ ((3式)}) \\ = |(300+500) - 600| / 923.077 \text{ 株}$$

となる。上式の右辺の中括弧の中の(300+500)は、自社株買いアナウンス前に企業が保有していた1,000の現金のうち、株主にペイアウトした500と、企業内に保有し続けた500の市場価値評価額300の総和であり、二つ目の600は、現金500で自社株買いせずに現金1,000を企業内に保有し続けた場合の市場評価額である。

結局、上式の中括弧の中の数値全体は、企業が保有する現金1,000の、自社株買いを行った場合と行わなかった場合の株主にとっての価値の差を表す。その差額は200であり、それは、現金500を株主に分配して実際にポケットに入った場合の価値と、分配せずに企業内に保有した場合の（株主にとっての）市場評価額300との差額である。その200は、計算上は、法人税率(0.40)×自社株買いのための現金資金総額(500)に等しく、その本質は、自社株買いの形で株主にペイアウトせずに企業内に保有し続けた現金資産の運用に関連して政府に支払う法人税額の割引現在価値(=0.4×0.02×500/0.02)である。あるいは、自社株買いの形で株主にペイアウトしたために政府に支払わずに済んだ法人税額の割引現在価値と解釈できる。

$$P_L^{SR} \text{ ((4式)} - P_L^{SR} \text{ ((3式)}) \\ = \text{法人税率} \times \text{自社株買いにより株主にペイアウトされる現金総額} / \\ \text{自社株買いアナウンス直前の発行済み株式総数} \quad (13)$$

(2) 方法B ((5式)と(3式)の比較)による差異分析

(5式)の株式価値13.217から(3式)の株式価値13.0を控除してみよう。

$$P_L^{SR} \text{ ((5式)} - P_L^{SR} \text{ ((3式)})$$

$$\begin{aligned}
 &= 11,700/885.247\text{株} - 12,000/923.007\text{株} \\
 &= (12,000 + 300 + 400 - 1,000)/885.247\text{株} \\
 &\quad - (12,000 + 600 + 400 - 1,000)/923.007\text{株}
 \end{aligned}$$

上式の右辺の二つの括弧の中の1番目の12,000は共に本業資産の価値であり、2番目の300と600はそれぞれ自社株買い公表後と前の保有現金の価値であり、3番目の400は共に負債の法人税節約額の割引現在価値であり、4番目の1,000は共に企業総価値から株式価値総額を算定するために控除する負債価値である。

したがって、手持ち現金を使った自社株買いによる株式価値の増加は、企業のB/Sからの保有現金の減少と同額の株主のポケットへの流入、並びに、自社株買いによって発行済み株式総数が減少（負債比率が上昇）したことによって生じる、

- (i) 発行済み株式総数の減少による一株当たり本業資産価値の増価（プラス要因）、
- (ii) 現金保有額の減少のマイナスの影響と発行済み株式総数の減少のプラスの影響を総合した正味効果（±要因）、
- (iii) 発行済み株式総数の減少による一株当たり法人税節約額の価値の上昇（プラス要因）、
- (iv) 発行済み株式総数の減少による一株当たり背負う負債の上昇（マイナス要因）、

の4つの要因の総合効果である。

VI. 2. 2. 二回目の保有現金による自社株買いのケース

第IV節で分析したように、企業が保有現金を使った自社株買いを再度実施すると発表すると、株式価値は13.217から13.307へと0.09も増加した。この増加の原因をこれまでと同じ二つの方法で分析しよう。

(1) 方法A ((6)式と(5)式の比較) による差異分析

(6)式の株式価値13.307から(5)式の株式価値13.217を控除すると、

$$\begin{aligned}
 & P_L^{SR} \text{ ((6)式)} - P_L^{SR} \text{ ((5)式)} \\
 &= (11,580+200)/885.247\text{株} - 11,700/885.247\text{株} \\
 &= \{12,000 \text{ (本業資産の価値)} + 180 \text{ (現金資産の価値)} \\
 &\quad + 400 \text{ (負債の法人税節約額の価値)} - 1,000 \text{ (負債価値)} \\
 &\quad + 200 \text{ (自社株買いによって株主のポケットに入った現金額)}\} / 885.247\text{株} \\
 &\quad - \{12,000 \text{ (本業資産の価値)} + 300 \text{ (現金資産の価値)} \\
 &\quad + 400 \text{ (負債の法人税節約額の価値)} - 1,000 \text{ (負債価値)}\} / 885.247\text{株} \\
 &= \{(180+200) - 300\} / 885.247\text{株}
 \end{aligned}$$

となる。本業資産の価値、負債の法人税節約額の価値、そして負債価値は、(6)式と(5)式に共通なので相殺されることから、上式の最後の整理された式が成立する。

上式の右辺の中括弧のなかの最初の(180+200)は、500の保有現金のうち200を使って自社株買いを行った後に企業内に残っている現金300の株主にとっての評価価値180(= (1-0.4) × 0.02 × 300 / 0.02)と自社株買いを通じて株主にペイアウトされた現金200の合計であり、第2項の300は、自社株買いが行われずに企業内に保有され続けている現金500の株主にとっての価値(= (1-0.4) × 0.02 × 500 / 0.02)である。

結局、一回目の保有現金による自社株買いのケースの方法Aによる分析の場合と同様に、株式価値総額の増加額80は、保有現金500の、自社株買いを行った場合と行わなかった場合の、株主にとっての価値の差に等しい。さらに、その80は、自社株買いの原資となった現金200の、自社株買いによって株主のポケットに入った場合の価値200と、企業内に保有され続けた場合の価値120(= (1-0.4) × 0.02 × 200 / 0.02)との差額である。

また、その差額80は、企業内に保有され続けた現金200の運用収益に係る支払い法人税額の割引現在価値(= 0.4 × 0.02 × 200 / 0.02)、あるいは、現金200を自社株買いにより株主にペイアウトしたために回避できた現金の運用

収益に係る支払い法人税額の割引現在価値と解釈できる。ここで、 $0.4 \times 0.02 \times 200 / 0.02 = 0.4 \times 200$ と整理できるので、手持ち現金を使った自社株買いによる一株当たり株式価値の増加額の算出公式として、ここでも(13)式が適用できる。

$$\begin{aligned}
 & P_L^{SR} \text{ ((6)式)} - P_L^{SR} \text{ ((5)式)} \\
 & = \text{法人税率} \times \text{自社株買いにより株主にペイアウトされる現金総額} / \\
 & \quad \text{自社株買いアナウンス直前の発行済み株式総数} \quad (13) \text{ (再出)}
 \end{aligned}$$

(2) 方式B ((7)式と(5)式の比較) による差異分析

(7)式の株式価値13,307から(5)式の株式価値13,217を控除すると、

$$\begin{aligned}
 & P_L^{SR} \text{ ((7)式)} - P_L^{SR} \text{ ((5)式)} \\
 & = 11,580 / 870.217 \text{株} - 11,700 / 885.247 \text{株} \\
 & = (12,000 + 180 + 400 - 1,000) / 870.217 \text{株} \\
 & \quad - (12,000 + 300 + 400 - 1,000) / 885.247 \text{株} \\
 & = \{(12,000 / 870.217 \text{株}) - (12,000 / 885.247 \text{株})\} \\
 & \quad + \{(180 / 870.217 \text{株}) - (300 / 885.247 \text{株})\} \\
 & \quad + \{(400 / 870.217 \text{株}) - (400 / 885.247 \text{株})\} \\
 & \quad - \{(1,000 / 870.217 \text{株}) - (1,000 / 885.247 \text{株})\}
 \end{aligned}$$

となる。ここでも、VI. 2. 1. の(2)と同様に、株式価値の増加は、下記の4つの要因、

- (i) 発行済み株式総数の減少による一株当たり本業資産の価値の増加 (プラス要因)
- (ii) 現金保有額の減少のマイナスの影響と発行済み株式総数の減少のプラスの影響を総合した正味効果 (±要因)
- (iii) 発行済み株式総数の減少による一株当たり法人税節約額の価値の上昇 (プラス要因)
- (iv) 発行済み株式総数の減少による一株当たり背負う負債額の上昇 (マ

イナス要因)、
の総合効果として、説明できる。

VII 自社株買いの株式価値関連性の大きさに影響を及ぼす現金資産の価値

保有現金を原資とする自社株買いの発表によって生じる株式価値の増加は、われわれのこれまでの分析が明らかにしたように、例えば保有現金500が、自社株買いを通じて株主のポケットに入った場合の価値と、そのまま企業内に保有され続けた場合の価値との差として説明できる（VI. 2. の分析を参照）。したがって、保有現金の時価評価額を算定するときの前提が異なれば、貸借対照表上の簿価ベースの現金額は、異なる時価評価額をとり、それに応じて、自社株買いのニュースが株式価値に及ぼす効果も異なってくる⁴⁾。

A を自社株買いの原資となる保有現金額、 n を自社株買いの株数、 P_0^{SR} を買い戻し株価、 $cost$ を自社株買いに応じた株主の株式の平均買いコスト、 t_{cg} を資本利得税率、 t_c を法人税率、 r を企業が保有現金の運用で稼ぐ投資収益率、 R_f を投資家が企業の現金資産に対して要求する投資収益率と約束すると、現金 A を使った自社株買いと、現金 A を企業が保有し続ける政策とが株主にとって無差別となるのは、次式が成立する場合である。

$$A - n \times (P_0^{SR} - cost) \times t_{cg} = (1 - t_c) \times r \times A / R_f \quad (14)$$

上式の左辺は、株式の資本利得税控除後に自社株買いに応じた株主全員が受け取った現金総額であり、右辺は、企業が保有し続けた場合の法人税控除後の現金資産の時価評価額である。第Ⅲ節でのケースを例にとって、 $A = 500$ 、 $n = 37.83$ 株、 $P_0^{SR} = 13.217$ 、 $cost = 10$ 、 $t_{cg} = 10\%$ 、 $t_c = 40\%$ 、 $R_f = 2\%$ と仮定して(14)式を解くと、 $r = 3.252\%$ となる。

資本市場での投資家の安全資産の投資に対して要求する収益率が2%であ

4) 榊原(2011)は、保有現金を特別配当として株主にペイアウトする決定とペイアウトせずに企業内に保有し続ける決定の、株式価値に対する影響の比較分析を、株主が経営者に物申すアクティビスト・ファンドのケースと従順な物言わぬ株主のケースとに分けて行っている。

る、すなわち同等の代替投資からの収益率が2%の時期に、当該企業の経営者が安全資産への投資から、マーケットより1.63倍も大きい3.252%もの利回りを稼ぎ続けることができるのだろうか。もし不可能であれば、自社株買いは株主の富を高めると言える。逆に、もし可能であれば、自社株買いは株式価値に影響を及ぼさない。

さらに議論を拡張して言えば、自社株買いを行なわない企業は、

- (i) 現金資産の運用で3.252%かそれ以上の運用利回りを稼いでいる、
- (ii) 現金資産の運用で3.252%かそれ以上の運用利回りを稼いでいないとしても、マーケットが、金額に換算して3.252%かそれ以上の価値を保有現金に付与するような企業特性を見つけて評価している⁵⁾、
- (iii) そもそも余剰現金を持っていないか、株式価値の向上をめざしていない、

のいずれかであろう。

VIII 結びにかえて

以上で我々は、法人税が存在する世界では、自社株買い行為それ自体が理論的に株式価値を高めるという榊原（2011）の主張を再確認した。そして、その株式価値増加額の原因を、本項が主張する二つの方法（方法Aと方法B）で分析し、その原因について有益な異なる二つの洞察を得た。

これまでの我が国の自社株買いの実証研究から明らかになった自社株買いニュース発表後の短期的な株価上昇の解釈として、完全資本市場を前提として成立するMM（1961）の配当政策無関連命題からのアナロジーで自社株買いと株式価値の無関連性を解説したあと、短期的な株価の上昇を、エージェンシー理論やシグナリング理論に求めるのが、一般的であった⁶⁾。しかし、上で見たように、自社株買いそれ自体が株式価値を高める効果を持っている

5) Dittmar, A., & J. Mahrt-Smith (2007) は、良いガバナンス企業の1ドルの現金は、市場で1ドル以上の価値で評価されている、と報告している。

6) 自社株買いと株価反応についてのイベントスタディについては、山口（2008, 2009）を参照。

のであるから、経営者が自社株買いニュースの発表を借りて「何か」を意図的にマーケットに伝えることによって株式価値の上昇を企図するとすれば⁷⁾、その「何か」のアナウンスメント効果なり情報効果は、われわれが主張する理論的株式価値増加額以上に増加した部分の中に存在することになる。理論的株価増加額以上に株価増加が観察されるのかどうかを実証的に明らかにすることが、今後の課題である。

(筆者は関西学院大学商学部教授)

[付記] 本研究について、科学研究費補助金基盤研究 (B) 23330138の援助を得た。

[引用・参考文献]

- Baker, H. K., (ed.) (2009), *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons, Inc., 2009.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., and R. Michaely (2005), "Payout Policy in the 21st Century," *Journal of Financial Economics* 77 (3). pp. 483-527.
- Constantinides, G., M., Harris, M., and R. M. Stulz (eds) (2003), *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1A Corporate Finance, Elsevier B. V., 2003. (加藤英明監訳『金融経済学ハンドブック コーポレートファイナンス』、丸善株式会社、2006年)
- Dittmar, Amy K., (2000), "Why Do Firms Repurchase Stock?," *Journal of Business* 73: 3, pp. 331-355.
- and J. Mahrt-Smith (2007), "Corporate governance and the value of cash holdings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, pp. 599-634.
- Hovakimian, Armen, Tim Opler, and Sheridan Titman (2001), "The Debt-Equity Choice," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36: 1, pp. 1-24.
- Lintner, J. (1965), "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portforio and Capital Budgets," *Review of Economics and Statistics*, 47 (February 1965), pp. 13-37.
- Litzenberger, R. H. and K. Ramaswamy (1979), "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices", *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, pp. 163-195.
- Miller, M. (1977), "Debt and Tax," *Journal of Finance*, 32 (May 1977), pp 261-276.
- Miller, M. H. and F. Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, Vol. 34, No. 4 (October 1961), pp. 411-433.

7) 花枝・芹田 (2008) よれば、Brav, et.al. (2005) は、企業のペイアウト政策の情報効果における情報を2種類考えており、第1は経営者が将来に対する自信・確信を伝える (convey) 役割としての情報であり、第2は意図的な情報伝達 (signal) として用いる情報である。

- Modigliani, F. and M. H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol. 48 (June 1958), pp. 261-297.
- (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, Vol. 53 (June 1963), pp. 433-443.
- Sharpe, W. F., (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk," *Journal of Finance*, Vol. 19 (September 1964), pp 425-442.
- 畠田 敬 (2007) 「「説明困難な壁」を乗り越える挑戦」、季刊ビジネス・インサイト、No. 58, Summer 2007, 6-21ページ、現代経営研究所・神戸大学大学院経営学研究所周刊。
- 畠田 敬 (2009) 「自社株買い」、花枝英樹・榊原茂樹『資本調達・ペイアウト政策』、第10章、中央経済社、2009年。
- 花枝英樹・芹田敏夫 (2008) 「日本企業の配当政策・自社株買い——サーベイ・データによる検証——」、現代ファイナンス、No. 24、2008年9月、129-160ページ。
- (2009) 「ペイアウト政策のサーベイ調査：日米比較を中心に」、証券アナリストジャーナル、2009年8月号、11-22ページ。
- 岡田克彦 (2010) 「行動ファイナンスと資本調達・ペイアウト政策」、榊原茂樹・加藤英明・岡田克彦共編著『行動ファイナンス』、第6章、中央経済社、2010年。
- 榊原茂樹 (2009) 「資本構成の基礎理論」、花枝英樹・榊原茂樹共編著『資本調達・ペイアウト政策』、第2章、中央経済社、2009年。
- 榊原茂樹 (2011) 「自社株買いが株式価値に及ぼす影響に関する理論的分析：税金が存在するケース」、甲南経営研究 (甲南大学経営学会刊)、第52巻第1号 (通巻185号、赤石雅弘教授退職記念論集)、平成23年7月、1-25ページ。
- 山口 聖 (2008) 「自社株買いと長期の株価パフォーマンス」、現代ファイナンス、No. 23、2008年3月、153-169ページ。
- 山口 聖 (2009) 「自社株買いと資本市場——株価反応に基づくシグナリング仮説の検証——」、証券アナリストジャーナル、2009年8月号、31-41ページ。