

CIRJE-J-88

**企業内キャッシュフローと企業価値  
日本の株式消却に関する実証分析を通じた考察**

東京大学大学院経済学研究科博士課程

広瀬純夫

東京大学大学院経済学研究科

柳川範之

一橋大学大学院経済学研究科

齋藤 誠

2003年1月

このディスカッション・ペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿である。著者の承諾なしに引用・複写することは差し控えられたい。

**Equity Repurchases and Corporate Value:  
Evidence from Different Legal Procedures in Japan**

Abstract

This paper empirically investigates which event can affect stock pricing through equity repurchases, the announcement of board meetings, the approval by general meetings of stockholders, or the incident of actual purchases, thereby clarifying the motivation behind equity repurchases. In particular, it attempts to exploit differences in legal procedures in Japanese corporate financing. The estimation results demonstrate that the repurchase based on the 1994 amendment to the Commercial Law is more consistent with the cash-flow hypothesis, while the repurchase made under the special code enforced in 1997 is more agreeable with the signaling hypothesis. No evidence is found for liquidity impacts of repurchases on stock pricing.

# 企業内キャッシュフローと企業価値\*

日本の株式消却に関する実証分析を通じての考察

## 要旨

本論文は、株式消却に伴う自己株式取得が株価へ及ぼす影響について、消却の取締役会決議、株主総会承認、公開買付などをイベントとした実証研究を行い、その分析結果を通じて自己株式取得による株主へのキャッシュフロー還元インセンティブを解明している。特に、株式消却が依拠する制度の違いに注目しながら、商法 212 条に基づくケースでは、フリー・キャッシュフロー仮説を動機とする自己株式取得の証左が認められる一方、消却特例法に基づくケースでは、自社株式が割安と判断される局面でシグナリングとして消却実施を決定していると認められる実証結果が得られた。なお、どちらの制度においても、消却実施決議時の株価上昇は、一時的な需給要因によって生じたものではない。ただし、特例法に基づく公開買付による消却については、株式持合い解消の手段として活用されてきた可能性もある。

所属：東京大学大学院経済学研究科博士課程  
東京大学大学院経済学研究科・RIETI  
一橋大学大学院経済学研究科

広瀬 純夫  
柳川 範之  
齊藤 誠

連絡先：広瀬 純夫宛

E-mail：[s-hirose@jbic.go.jp](mailto:s-hirose@jbic.go.jp)

国際協力銀行 開発金融研究所 国際金融グループ

03-5218-9753

〒 124-0023

東京都千代田区一ツ橋 1 丁目 1 番 1 号 パレスサイドビル 2 階

キーワード：自己株式取得，株式消却，フリー・キャッシュフロー仮説，シグナリング，イベント・スタディ

## 1. はじめに

本論文の目的は、自己株式取得が株価へ及ぼす影響についてのイベント・スタディーに基づいた実証分析<sup>1</sup>を行い、経営者が株主に対して行うキャッシュフロー還元のインセンティブや企業活動に与える影響を解明することにある。2002年には、改正商法の施行によっていわゆる金庫株が解禁になり、日本企業による自己株式取得が活発化してきている<sup>2</sup>。しかし、自己株式の取得が及ぼす効果については、まだ十分な検討がなされていない。キャッシュフロー還元がどのようなインセンティブに基づくのか分析することは、日本の企業金融のあり方に関して、過去の評価を厳密に行うためにも今後の政策や制度のあり方を考える上でも欠かせない重要な点である。本論文は、過去に株式消却を前提として行われた自己株式取得<sup>3</sup>が株価に及ぼした影響を検証することによって、自己株式取得のインセンティブを特定することを試みる。

本論文の特徴のひとつは、過去の制度変更の影響に着目することによって、企業価値への影響を分析している点にある。過去、日本の法制度では、自己株式の取得が大きく制約され、事実上、株主へのキャッシュフロー還元手段として利用できない状況が長く続いていた。しかし、1994年の商法改正により、株式消却を前提としたものに限定して解禁となり、その後もいくつかの制度変更を経てきている。制度変遷の過程を考慮しながら株価への影響をみることで、自己株式取得実施のインセンティブを特定できる可能性があるとともに、法制度が経済活動に与えた影響を検証することができる。

特に90年代に日本で行われた株式消却は、事実上初めて自社株式取得が可能となった事例であること、制度の整備過程であったために手続きコストが異なる消却手法が併存していたことなど、いくつかの特徴を備えている。本論文では、こうした制度的特徴を活用しながら、自社株式取得に関する既存理論の妥当性を実証的に考察する。

モジリアニー・ミラー定理によれば、自己株式取得によるキャッシュフローの還元は、企業価値にも、株価にも影響しない。もし影響を及ぼすことがあるとすれば、何らかの市場の不完全性、とりわけ情報の非対称性が生じている可能性がある。情報の非対称性を前提にした場合の主たる仮説としては、経営者のモラル・ハザードを問題にしたフリー・キャッシュフロー仮説と、逆選択として企業価値の過小評価を問題にしたシグナリング仮説がある。

フリー・キャッシュフロー仮説では、Jensen (1986)らが主張するように、企業内でキャッシュフローが生み出される一方で有望な投資案件が乏しい場合に、企業経営者の手元に資金を委ねておくことと経営者の裁量権が増大してしまうというモラル・ハザードを回避するための手段として、自己株式取得を位置付けている。

シグナリング効果仮説は、自己株式取得によって自社株が真の価値に比べて不当に低いことをシグナリングする効果を指している。多くの場合、理論的根拠として Leland and Pyle (1977)での新株発行による資金調達の際のシグナリング・モデルに基づいている。先行研究のモデルでは、インサイダー取引等の理由から経営者は自らの保有株で当該自社株買いプログラムに応じることができない結果、自己株式取得実施後に自社収益のリスクに対する経営者のリスク・エクスポージャーは高くなる。もし経営者の選好がリスク回避的であれば、自社の収益見通しが良好だという私的情報を持っている経営者しか、自己株式取得実施には踏み切れないことになる。

フリー・キャッシュフロー仮説の実証研究として Nohel and Tarhan (1998)は、米国での自己株式取得について、成長可能性の低い企業における自己株式取得実施時の株価上昇効果がフリー・キャッシュフロー仮説に基づくものであることを実証的に示している<sup>4</sup>。日本での株式消却の実証分析を行った牧田(2002)は、売上高成長率が低い企業ほど強い株価上昇効果が見られることから、自己株式取得の動機がフリー・キャッシュフロー仮説に基づく可能性が高いと主張している。

一方、シグナリング仮説の実証分析として Comment and Jarrell(1991)は、自己株式取得の実施発表前に低下し、発表を契機に上昇するという株価パターンから、シグナリング仮説が妥当すると主張している。Vermaelen(1981)は、規模が小さく株価が割安な企業ほど、シグナリング効果を目的とした自己株式取得を積極的に実施していると主張している。

自己株式取得がシグナリング効果を発揮するためには、実際に買付を行うことが重要となってくる。この点について Comment and Jarrell(1991)は、買付実施のコミットメントの度合いが市場買付よりも高い公開買付において、買付実施決定発表時の超過収益率が高いことを確認している。日本での自己株式取得の動向を分析した西山(2002b)は、自己株式取得実施決議を行った際に株価へ正の影響がある一方、実際の買付を行っていない企業では、その後に株価が低下する傾向のあることを示している<sup>5</sup>。

ところで、企業内キャッシュフローの株主への還元手段としては、自己株式取得の他に配当がある。両者の主な違いの一つに税制面での取扱いがある。日本での株式消却は、「みなし配当課税」の凍結措置がとられたため、株主からみれば自己株式取得を通じたキャッシュフロー支払いの方が有利である。1994年に株式消却実施が可能となった後も、「みなし配当課税」の凍結措置が決まる1995年まで消却が実施されなかった。

Jagannathan, Stephens and Weisbach(2000)は、税制面の違い以外に両者のキャッシュフロー還元パターンの違いに着目している。配当の場合、将来減配になった際の大きなマイナス効果が予想されることから、配当増額は長期継続的なキャッシュフロー支払いへのコミットという面がある。一方、自己株式取得の場合、巨額の非営業収益が生じた時や収益の変動が非常に激しい企業などが一時的に株主へのキャッシュフロー支払いをする時に便利な手段である。彼らの実証結果は、こうした両者の違いを支持している<sup>6</sup>。

上述の配当と自己株式取得の違いは、90年代の日本企業の株式消却についても示唆的である。90年代に入り日本の企業経営者も、社内キャッシュフローの株主への還元を考慮しはじめた。しかし、景気動向が不確実な中で長期安定的なキャッシュフロー支払いへのコミットを意味する配当増額が躊躇され、逆に自己株式取得が活用された可能性がある。

アメリカでの既存実証分析の場合、フリー・キャッシュフロー仮説とシグナリング仮説について個別に検証が行われてきた。本稿では、上に説明してきた日本の制度変化に着目することで、自己株式取得にいずれかの要因が影響していたことを検証している。

実証結果をあらかじめまとめると、1994年に施行となった改正商法に基づく株式消却は、実施の機動性に著しく欠けること等から、フリー・キャッシュフロー仮説に基づいて消却が行われた可能性が強く、総会決議に先立つ取締役会決議によって超過収益が生じている。一方、1997年には株式消却手続特例法が施行され、株式消却を機動的に行えるようになった。その結果、自己株式取得によって適切な時期にシグナルを発することができ、シグナリング効果を目的とした自己株式消却が増大してきた。後者の場合、消却実施の取締役会

決議日に超過収益が生じている。

なお、どちらの制度においても、自己株式取得による株価上昇を相殺するような株価低下は観察されず、上昇効果は持続的である。しばしば自己株式取得は株価対策的な短期的観点からなされていると主張されているが、こうした見方は妥当しないことになる。ただし、特例法に基づく公開買付による消却については、株式持合い解消の手段として活用されてきた可能性も高い。

本論文では、第 2 節で自己株式取得解禁が要望された歴史的背景と制度変更の経緯をまとめている。第 3 節では、実証分析の結果を説明した上で株式消却実施に関する要因分析を行う。第 4 節は、本稿の分析結果を踏まえた政策的インプリケーションを議論している。

## 2. 日本における株式消却活発化の背景

### 2.1 株式消却円滑実施のための制度整備

日本では、自己株式取得が盛んに行われるようになった背景として、バブル崩壊以降の株価対策がしばしば指摘されてきた。特に、株式需給の改善という観点から、「株式持合い構造の崩壊」によって新たに放出されてくる株式の受け皿として自己株式取得が期待されてきた。

しかし、より本質的な理由としては、多くの企業がキャッシュ・フローの株主への還元の必要性に迫られてきたという事情がある。この間の経緯に関して川北・田宮 (1995) は、「全上場企業ベースで見ると、90 年以降、5 年連続して ROE の水準は金利水準を下回っている」と指摘している。また、自己株式取得問題と関連付けて「バブル期に上場企業が大量のエクイティ・ファイナンスと高い内部留保率（言い換えれば低い配当性向）によって集めた株主資本が効率の悪い先に投資されたという事実」をあげている。

つまり、90 年代に入り今まで蓄積してきた余剰資金を株主に還元するという気運が高まったことが、株式消却のための制度整備を求める声が生じた背景にある。その意味で、90 年代半ばになって可能となった日本の株式消却は、ストックとして保有するキャッシュフローを原資とする事情もあって、フローベースで余剰キャッシュフローを株主へ還元することを主たる目的とする米国の自己株式取得と性格を異にする側面もある。

実際に自己株式の取得規制緩和が実現したのは、1994 年 10 月に施行となった改正商法である<sup>7</sup>。これにより、「定時株主総会の決議に基づく利益消却のための株式消却」（商法 212 条の 2）が可能となった。ところが「みなし配当課税」の問題から、自己株式取得解禁後も、実際に株式消却を実施する企業はなかった。翌 1995 年 6 月の緊急経済閣僚懇談会において証券市場活性化策の一環として自己株式の利益消却時の「みなし配当課税」の凍結が発表され、同年 11 月に租税措置特別法改正で「みなし配当課税」の特例が創設された。これを契機として、企業が活発に株式消却を行うようになった。

さらに 1997 年 6 月には、新たな株式消却制度として株式消却手続特例法（以下特例法）が施行された。これにより定款に定めを設ければ、経済情勢の変化等に応じて、取締役会決議だけで機動的に株式消却を実施することが可能となった。特例法制定の趣旨は、保岡 (1997) によれば、「年度途中に、定時総会時には予想できないような（金利、為替、株価等の変動による）経済情勢の変化や会社の業績等の変化が起こった場合に、機動的に株式消却を行えるようにする」ことにあった。そして翌 1998 年には、自己株式取得の原資とし

て資本準備金を用いることを認める特例法改正が行われた。また 1999 年には、事業用土地の再評価差額金を用いることも新たに認められている。なお、消却特例法は、2001 年商法改正で金庫株解禁など自己株式取得関連の法改正がなされるとともに廃止となった。

## 2.2 定時総会消却と特例法消却との手続きコストの差異

このように 1997 年から 2001 年商法改正までは、株式消却の実行には、商法 212 条と特例法という 2 つの根拠法があった。

定時総会決議を要する商法 212 条に基づく消却に比べると、特例法の場合、取締役会決議だけで機動的な消却の実施ができる。ただし特例法消却は、機動性に優る一方で、商法 212 条と比べて以下のような制限が課されている。

取得上限株式数が発行済株式総数の 10 分の 1 以内（商法 212 条の場合、配当可能利益の範囲内であれば、株数制限無し。）

取得財源の上限が中間配当財源から中間配当額を差し引いた額の 2 分の 1

このような制限があるとはいえ、定款変更さえ行えば、年度の途中で経済情勢や株価の下落等に応じて、取締役会決議だけで機動的・弾力的な自己株式取得・消却が可能というメリットは大きい。こうした手続きの容易さ等のために、1999 年度以降の消却は、ほとんどが特例法に基づくものである<sup>8</sup>。

ただし特例法施行以降も、あえて商法 212 条に基づく株式消却を実施する企業も存在する。このことは、消却実施のインセンティブの違いに応じて、制度を使い分けている可能性を示唆している。具体的には、仮に自社株式の市場評価が割安となっている局面でシグナリングや株価対策の意味合いで消却を実施しようとするのであれば、定時株主総会決議を要する商法 212 条消却は機動性に欠ける。一方、社内の余剰キャッシュフローを確実に株主に還元すること自体に大きな意味がある場合、取得限度等の制限が緩い商法 212 条消却の方が特例法消却よりも使いやすであろう。

## 3. 実証分析

本論文では、日次の株価変化率の動向について、イベント・スタディの手法を用いて実証分析を行う<sup>9</sup>。この手法では、株価に何らかの影響を及ぼす可能性がある出来事（イベント）が生じた日の超過収益率（後述するように、実際に観察された収益率から、イベントが生じなかった場合に予想される期待収益率を差し引いたもの）が、イベント発生前の株価推移から見て有意に大きければ、対象とするイベントが企業価値に何らかの影響を与えていると判断する。これは、市場が合理的であれば、イベントの影響が即座に株価に反映されることを前提としている。たとえば消却実施決議というイベント発生時に有意な超過収益率が生じていることを確認できれば、企業価値に影響を及ぼすイベントだと判断することができる。逆に、当該イベントが企業価値に何ら影響を及ぼさないのであれば、有意な超過収益率は観察されない。

具体的には、株式消却実施に関する決議日等がイベントととなるが、それらに関する情報は、旬刊商事法務の臨時増刊号である増資白書の 1995 年版(No.1427)、1996 年版(No.1461)、1997 年版(No.1495)、1998 年版(1530)、1999 年版(No.1564)から得た。なお、本稿では、消却実施決議を行った企業のうち、推計対象期間中に株式取引が成立しなかつ

た日（以下では non-trading day と呼ぶ）を伴わない企業だけをサンプルとして取り上げている。

### 3.1 分析方法

以下では、超過収益率の算出に必要な期待収益率を特定するモデルとして、各銘柄の収益率をマーケット・インデックスの収益率と線形的に関連付けているマーケット・モデルを用いていく。具体的な手続きは以下のとおりである。

マーケット・モデルの推計には、分析対象とするイベントが生じた時点に先行した推計期間（estimation window）のデータを用いる。ここでは、イベント日（消却実施決議）の 149 営業日前から 31 営業日前までの 119 日間とした。この推計期間の各銘柄の対前日比収益率  $R_{it}$  ( $= (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$ ) とマーケット・インデックスの対前日比変化率  $R_{Mt}$  ( $= (P_{Mt} - P_{Mt-1}) / P_{Mt-1}$ ) の日次データを用いて、以下の回帰式のパラメーター  $\alpha_i$  と  $\beta_i$  を最小自乗法によって求めた。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mt} + u_{it}$$

ただし、 $P_{it}$  は t 日における第 i 銘柄の終値、 $P_{Mt}$  は t 日におけるマーケット・インデックスの終値、 $u_{it}$  は誤差項である。消却実施決議日を  $t = 0$  としている。なお、マーケット・インデックスとしては、業種ごとの要因も考慮するために東証 33 業種別単純平均を採用した<sup>10</sup>。

こうして推計したマーケット・モデルを用いて期待収益率を算出することで、各銘柄の超過収益率を求めることができる。マーケット・モデルの推定値を  $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$  とすると、t 日における第 i 銘柄の超過収益率（abnormal return） $AR_{it}$  は、以下のように求められる。

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{Mt}$$

ただし、 $R_{it}$  ( $R_{Mt}$ ) は第 i 銘柄（マーケット・インデックス）の t 日における対前日比変化率の実績値である。

イベントの株価への影響の有無を検定するためには、以下で導かれる検定統計量を用いる。まず、各銘柄の t 日の超過収益率  $AR_{it}$  を標準偏差で標準化した値を  $SAR_{it}$  と定義する

( $SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i}$ )。ただし、標準偏差は、以下のように推計期間でのマーケット・モデル

の推定における誤差項の標準偏差を用いている。



$$\hat{\sigma}_i = \sqrt{\left( \sum_{-149}^{-31} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{Mt})^2 \right) / (119 - 2)}$$

なお、119 は推計期間のサンプル長である。

次に、上のように標準化した超過収益率  $SAR_{it}$  の平均  $\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_{it}$  を求める。その平均

を用いて、以下のように定義する検定統計量  $\theta$  は、漸近的に標準正規分布に従うため、仮説検定を行うことができる（ $N$  はサンプル数、119 は推計期間のサンプル長）。

$$\theta = \sqrt{N \cdot (119 - 4) / (119 - 2)} \cdot \left( \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_{it} \right) \stackrel{a}{\sim} N(0,1)$$

上の検定統計量  $\theta$  を用いて「イベントの株価への影響は無く、平均超過収益率はゼロ」を帰無仮説として検定することができる。もしイベントが企業価値に何ら影響を及ぼさなければ、イベント発生日の超過収益率の期待値はゼロである。逆に、イベントが影響を有すれば、ゼロから有意に乖離した超過収益率が観察される。

この仮説検定手続きにおける重要な仮定は、個々のサンプル間で超過収益率の相関がないという点である。こうした仮定は、イベントの発生時点（ここでは消却実施決議日）がサンプル毎に別々であれば、ほぼ成立していると考えられる。しかし、イベントの発生時点が同一となるケースが多いと、サンプル間で超過収益率に相関が生じる可能性が高くなり、クラスタリング（clustering）が生じてしまう。以下の仮説検定では、特に断りがなければ、クラスタリングが起きていないと想定している。

### 3.2 商法 212 条に基づく自己株式消却

商法 212 条に基づく消却では、株価に影響を及ぼす可能性のあるイベントとして消却実施を決定する取締役会決議日と、取締役会決議を受けて消却実施を承認する株主総会決議日が考えられる。最終的に株主総会での決議が必要であるが、多くの企業では実質的に取締役会で決定したことを追認していることを考えると、前者の取締役会決議日に株価が大きく反応すると思われる。しかし、最終的な意志決定は株主総会で行われることを考えれば、株価が総会決議日に反応する可能性も否定できない。また、公開買付をイベントと考えることもできるであろう。ここでは、これら 3 つのイベントに関する推計を行っていく。

#### 3.2.1 取締役会決議日

消却実施に関する取締役会決議をイベント日とした推計サンプルは、1995 年度から 1999 年度までに定時総会決議による消却を実施した企業のうち、推計対象期間内に non-trading day を伴わない 45 件である。

図 1-1 「商法 212 条消却における取締役会決議日周辺での検定統計量 の推移」  
挿入

取締役会決議日周辺の検定統計量 の推移を示した図 1-1 によると、決議日当日およびその翌日に有意な正の超過収益率が生じていることをはっきりと確認できる。より詳細には、対前日比平均超過収益率で見ると、決議日当日が 0.929%、翌日には 2.414%に達している。これらの超過収益率の有意性については、検定統計量 を見ると、当日( 0 )は 3.290、翌日( + 1 )が 9.982 であり、ともに 1%水準で有意である。

正の超過収益率が消却決議日の翌日に強く認められる要因として、取締役会決議自体が午後 3 時の市場終了後になされたり、決議情報の公開が午後 3 時以降となったりするケースを考えることができる。消却実施決議のリリースは証券取引所での報道機関への「投込み」で行われるが、ほとんどが午後 3 時の取引終了後に行われてきた。ただし、1998 年 6 月に東京証券取引所が立会時間中であっても情報発生後すみやかに開示を行うように上場企業各社に要請したことから、決議当日の株価にも反映された可能性がある。

#### 図 1-2 「商法 212 条消却における取締役会決議日周辺での平均累積超過収益率の推移」 挿入

取締役会決議日より 30 営業日前を起点として平均超過収益率を累積した平均累積超過収益率<sup>11</sup>を示している図 1-2 によれば、平均超過収益率は、消却実施決議前までほぼ横ばいで推移し、消却実施の取締役会決議時に大きな正の平均超過収益率が生じていることを確認できる。しかも、決議日後も正の超過収益率を相殺するような顕著な負の超過収益率は観察されていない。すなわち、決議時の株価上昇効果は、一時的というよりも、持続的なものである。

### 3.2.2 株主総会決議日

株主総会決議日をイベント日とする推計では、取締役会決議日の推計で用いた 45 件のうち、対象期間内に non-trading day のある 1 件を除いた 44 件をサンプルとした。なお、取締役会決議日から株主総会決議日までの期間が短いことから、期待収益率を求めるためのマーケット・モデルの推計期間は、当該消却を決議した取締役会決議日の際と同じである。

#### 図 2 「商法 212 条消却における株主総会決議日周辺での平均累積超過収益率の推移」 挿入

推計結果によると、定時株主総会決議日周辺での有意な超過収益率を確認することはできない。平均超過収益率の点推定値も、決議日当日( 0 )が 0.013%、決議日翌日( + 1 )が 0.111%と、きわめて小さい。統計量の値も、決議日当日( 0 )は 0.108、決議日翌日( + 1 )は 0.910 となり、まったく有意ではない。平均累積超過収益率の推移をプロットした図 2 によっても、定時総会決議日周辺で顕著な超過収益率は認められない。

これらの結果は、総会決議日周辺では株価は反応せず、すでに取締役会決議の段階で消却の情報は織り込まれていたことを示している。すなわち、投資家サイドは、取締役会決議を消却の実質的な決定とみなしていた。

ただし、取締役会決議日の推計と異なり、サンプル企業の中で株主総会の開催日が同一となるケースが少なくない。ここでの推計結果には、個々のイベントの間で相関がないという仮定が満たされず、クラスタリングが生じている可能性のある点に留意する必要がある。

### 3.2.3 公開買付

公開買付期間をイベント日とした推計については、公開買付期間に関するデータが得られた 16 件をサンプルとしている。株主総会決議日をイベント日とした推計と同様の理由から、マーケット・モデルの推定には取締役会決議日の際と同じ推計期間を用いた。

#### 図 3「商法 212 条消却における公開買付期間中の平均累積超過収益率の推移」挿入

図 3 は、公開買付期間開始日より 25 営業日前から、買付期間開始後 13 営業日目までの平均累積超過収益率の推移を示したものであるが、買付期間開始とともに正の超過収益率が現れている。検定統計量は、買付期間開始日（0）に 2.906 と 1%水準で有意、4 営業日目（+3）には 2.405、5 営業日目（+4）には 2.222 とそれぞれ 5%水準で有意な正の超過収益が観察された。株式市場は、消却実施決議だけではなく、実際に買付が行われることに対しても評価している。

なお、買付期間終了後 30 営業日目までの平均累積超過収益率の推移を見ると、買付期間終了後に買付期間中の正の超過収益率を相殺するような負の超過収益率も観察されない。したがって、買付期間中の正の超過収益率は買付に伴う需給要因によるものではなく、実際のキャッシュフロー還元に対する持続的な反応と考えることができるであろう。

### 3.2.4 商法 212 条消却に関するまとめ

商法 212 条に基づく消却については、取締役会決議、定時株主総会決議、公開買付期間という 3 つのイベントに関して分析を行った。消却実施決議という観点では、イベントに対する有意な超過収益率を確認できたのは、消却実施決議である取締役会決議の時のみであり、この取締役会決議を承認する定時総会決議時には有意な超過収益率は観察されない。市場参加者は、株主総会に先立つ取締役会決議を消却の実質的な決定とみなしている。さらに興味深いのは、公開買付の買付期間中にも株価が相対的に上昇している点であろう。株式購入を実際に行うことも、超過収益の源泉となっている。

取締役会決議時の効果についても、公開買付時の効果についても、それ以降にイベント発生時の正の超過収益率を相殺するような顕著な負の超過収益率は確認できない。すなわち、イベント時の正の超過収益率は、消却実施に伴う一時的な需給要因によるものではなく、キャッシュフロー還元に伴う持続的な効果であったと推測できる。

## 3.3 消却特例法による自己株式消却

特例法による消却については、消却実施の判断を取締役会へ委ねる定款変更を行った株主総会決議日、実際の消却実施を決議する取締役会決議日、公開買付によって消却を行った場合の買付期間という 3 つのイベントについて推計を行っている。

### 3.3.1 定款変更を行った株主総会決議日

今回得られた資料では、1997 年度中に特例法消却を行った企業についてのみ、定款変更の総会決議日を把握できた。この中で推計対象期間内に non-trading day を伴わない 23 社をサンプルとしている。

#### 図4「特例法消却の定款変更を決議した株主総会周辺での平均累積超過収益率の推移」 挿入

推計結果をまとめると、総会決議日当日(0)の平均超過収益率は-0.638%、検定統計量は-1.853、決議日翌日(+1)は平均超過収益率-0.248%、 $t$ は-0.365と、それぞれマイナスを示しているが、有意ではなかった。また、定時総会決議日前後を見ても、有意な超過収益は観察されなかった。つまり、単に消却実施を可能とする定款変更を行ったことだけでは、企業価値への影響がなかったわけである。ただし、株主総会決議日より18営業日前から7営業日後までの平均累積超過収益率の推移を示した図4によると、株主総会決議日の10営業日前頃から総会決議日にかけて若干の上昇傾向が認められる。

なお、上の推計では、サンプル数が少ない上に、大半が同一の株主総会決議日のため、クラスタリングが生じている可能性(23社中、20社が97年6月27日に総会を開催)が大きいことに留意する必要がある。

#### 3.3.2 消却実施の取締役会決議日

取締役会決議日をイベント日とする推計については、1997年度から1999年度に行われた特例法に基づく消却379件を対象にしている。サンプルの抽出にあたっては、マーケット・モデルの推計期間および決議日前後30営業日にnon-trading dayがないこと、同一年度内に複数回の消却実施決議を行っている場合、決議日間の間隔が30営業日以上離れている決議日を選んだ。なお、マーケット・モデルを推計するための推計期間は、1997年度実施ケースには、定款変更を行った株主総会決議日と同じ期間を用いた。1998年度から1999年度の実施ケースには、年度毎に、同一年度中最初の取締役会決議日より149営業日前から31営業日前までの119日間を用いている。同一年度内に複数回の消却実施決議を行っている企業については、年度内で最初の決議日を基準とした推計期間を、2回目以降の決議日にも適用した。

#### 図5-1「特例法消却における取締役会決議日周辺での検定統計量の推移」

##### 挿入

推計結果によると、平均超過収益率は、消却実施の取締役会決議の前々日が-0.268%、前日が-0.199%、当日は0.139%、翌日が1.181%、翌々日が0.480%、3営業日後が0.499%となり、消却実施決議を境に低下傾向から上昇傾向に転じている。検定統計量(図5-1)についても、決議日の前々日(-2)には-2.590と、マイナスで1%水準で有意、決議日翌日(+1)に8.972、翌々日(+2)に4.728、3営業日後(+3)に3.748と、プラスで1%水準で有意な超過収益を確認できる。また、図5-2から明らかのように、決議日に先行する期間で有意な超過収益率の低下を確認できる。

#### 図5-2「特例法消却における取締役会決議日周辺での平均累積超過収益率の推移」

##### 挿入

超過収益率への影響が決議を境にマイナスからプラスに転じる傾向は、平均累積超過収益率の推移をプロットした図5-2でいっそう鮮明に示されている。取締役会決議日以降30営業日目までを見るかぎり、決議日直後の正の超過収益率を相殺するような負の超過収益率も観察されていない。また、消却実施決議から実際の買付実行までには時間を要することを考えてみても、上の分析で観察された取締役会決議日の翌日や翌々日の正の超過収益

率は、自社株買いの買付実施による需給面でのインパクトというよりは、消却実施決議そのものに対する市場の反応だと考えられる。

### 3.3.3 公開買付

特例法消却の中で公開買付によって消却を行ったケースについては、超過収益率への有意なインパクトを確認することはできなかった<sup>12</sup>。対象とするサンプルは、イベント日を取締役会決議日とした場合のサンプルのうち、公開買付で自社株買いを実施した 33 件の中で取締役会決議日の翌日が買付開始期間となる 32 件である。取締役会決議日より 25 営業日前より買付期間開始から 14 営業日目までの平均累積超過収益率の推移を見た図 6 では、超過収益率への明確な影響を確認することはできない。買付期間の中で有意な影響を確認できたのは、買付期間開始後 5 営業日目に検定統計量が 3.064 と 1%水準でプラスで有意となった場合のみである。ただし、これらの結果についても、サンプル数が少ないことを注意しなければならない。

図 6 「特例法消却における公開買付期間中の平均累積超過収益率の推移」  
挿入

なおここで注意すべき点は、取締役会決議日の翌日の超過収益率である。先述したとおり、取締役会決議日の翌日が買付期間開始日となっている。3.3.2 の推計結果では、取締役会決議日の翌日および翌々日にプラスで有意な超過収益が観察されている。ところが、公開買付のケースだけに限った場合、検定統計量の値は、取締役会決議日の翌日にあたる公開買付期間開始日に 1.351、その翌日に - 1.547 とマイナスの値を示しており、取締役会決議直後に有意に正の超過収益が生じるという傾向は観察できなかった。

### 3.3.4 特例法消却に関するまとめ

まず、定款変更を決議した定時総会決議については、超過収益率に対して有意な変化を確認できなかった。株主へのキャッシュフロー還元を機動的に実施できるように制度を変えること自体に対しては、市場は反応を示していないことになる。

一方、実際の消却実施を決議した取締役会決議時には、決議日の翌日、および翌々日に有意に正の超過収益率が生じている。さらには、取締役会決議日周辺の累積超過収益率の推移を見ると、超過収益率が低下傾向にあるタイミングで消却実施の決議を行い、決議後に超過収益率が回復するというパターンが認められる。また決議後に、こうした上昇を相殺する傾向も認められないことから、超過収益率に一時的な需給要因が反映したとも考えにくい。これらのファインディングは、特例法の下での自己株式消却が経営者による株価割安へのシグナリングのための消却である可能性を示唆している。

なお前述のとおり、公開買付による自社株買いを行ったケースでは、取締役会決議日、決議日翌日、翌々日には、有意な超過収益率を確認できず、特例法消却全サンプルでの推計とは大きく異なる市場反応を示している。こうした結果の背景には、公開買付による自己株式消却が持合い解消の受け皿として利用されてきたケースが少なくないことを考慮する必要がある。特に注目される点は買付価格である。米国での公開買付を通じた自社株買いでは、市場実勢価格にプレミアムを乗せた価格を提示することが多いが、今回の分析対象とした株式消却を見ると、多くのケースで市場実勢価格とほぼ同水準、あるいは下回る

買付価格を提示している。また、市場実勢を下回る買付価格にもかかわらず、公開買付への応募倍率が丁度1倍となることもある。

以上のことを踏まえると、特例法消却については、株価が割安になるタイミングで経営者がシグナリングを発するのための消却と考えられる一方、公開買付による消却については株式持合い解消の手段として活用されてきた可能性も高い。

### 3.4 消却要因に関する解釈

ここでは、以上の実証結果を踏まえて、それぞれの消却がどのような要因によって行われてきたかを考察していきたい。

商法212条による株式消却は、定時株主総会での決議が必要とされるために機動性に大きく欠けるという点で、現状の株価水準に応じて経営者が市場にシグナルを与えるという機動的な目的には適していない。また、特例法消却と比較すると消却実施金額が大きい上に、市場では「総会で決議された事案だけに実際に買付を実施する可能性も高い」と受け止められ、事実、確実に株主へキャッシュフローが還元されてきた。こうした点を踏まえると、商法212条による消却は、自社株式への市場の評価が割安となった局面でタイムリーにシグナリングを行っていたというよりも、株主へキャッシュフローを還元することが大きな目的を有してきたと考えられる。このことは、株式消却の解禁という商法改正が、余剰資金の返還という経済界の目的意識によって行われた点とも整合的でもある。

この点について、財務指標の面から簡単に確認していきたい。表1は、商法212条に基づく消却に関するイベント・スタディにおいてサンプルとして用いた企業の財務データを実施年度ごとにまとめたものである<sup>13</sup>。各財務指標について、サンプル企業の単年度決算値の単純平均を導出している。

**表1「定時総会消却 event study 対象サンプル企業の財務指標」**  
挿入

表1によると、消却企業のPBR（一株当たり純資産に対する株価）の平均は、常に東証一部上場企業の平均を上回っている。また、売上高対比で見た手元流動性比率も、消却実施後も含めおおむね20%前後で推移し、短観データの全産業平均を大きく上回っている。すなわち、消却実施企業は、もともと市場の評価が良好な企業でありシグナリングの必要性が高くない一方、手元キャッシュフローが潤沢にあることが示される。財務指標から見ても、商法212条による消却は、フリー・キャッシュフロー仮説に基づいていたと推察されるであろう。

一方、特例法消却では、取締役会で決議されれば消却が実行できるという点で商法212条消却に比べてはるかに機動的に株式消却を行うことができる。商法212条の下で株式消却がある程度行われた後で特例法が成立し、その後に自己株式消却を行う企業が増加したという経緯そのものが、商法212条の下では十分に企業の消却インセンティブを吸収できなかったこと、一方、特例法の下で商法212条とは異なるインセンティブに基づく消却が行われていたことを示唆している。

前節の推計結果によっても明らかのように、商法212条消却で確認されたフリー・キャッシュフロー仮説に基づいた消却に対して、特例法の成立によって、新たに、株価割安局面で市場にシグナルを与えることを目的とした自己株式消却を機動的に実施できるように

なつたと考えることができる。

表2「特例法消却 event study 対象サンプル企業の財務指標」  
挿入

こうした側面は、財務諸表からも確認できる。表2は、特例法消却に関するイベント・スタディでサンプルとした企業の財務指標をまとめている。PBRを見ると、特例法が施行になった1997年度に即座に消却実施決議を行った企業は、商法212条消却の場合と同様に東証一部上場企業平均よりも良好な値を示しているものの、消却実施件数が大幅に増えた1998年度、1999年度実施企業の平均PBRは、東証一部上場企業平均を下回っている。また、総資産に対する企業価値の比率を算出したSimple Qを見ても、1998年度、1999年度実施企業の平均は総じて1を下回っている。一方、消却実施企業の売上高に対する手元流動性比率は、商法212条の場合と同様に短観の全産業平均を大きく上回り、潤沢なキャッシュフローが生じている。これらのことは、特例法施行の結果、株式市場の行き過ぎた割安評価を受けている一方で、豊富なキャッシュフローがある企業がシグナリング効果を目的として消却を行うようになったことを示唆している。

最後に、こうしたシグナリングに伴って何らかのコストを経営者が支払っていかなければならない点を考えてみたい。たとえば、Leland and Pyle(1977)のシグナリング・モデルを応用した解釈でも、自社株式取得後に経営者のリスク・エクスポージャーが高くなる点でコストを伴うからこそ、シグナリングが市場において信頼されるわけである。

日本では市場買付の実態が十分に把握されていないが、市場関係者の間では「市場買付によって自社株式取得を行う際に指値で買い注文を出しているケースが少なからず存在する」と指摘されている。この場合、指値価格は市場実勢価格を下回っている。

このような買い指値注文を出すことは、消却を予定する企業にとってコストを伴うと考えられる。もし、近い将来に収益が悪化し、株価が低下すれば、指値注文を実行しなければなくなる。企業にとっては、指値注文による買付によって手元キャッシュフローの吐出しにコミットする機会費用は相当に高いはずである。こうして考えると、指値注文による買付を通じた株主へのプット・オプションの提供も、機会費用を伴っていることになる。このため、たとえ株価が順調に推移し、実際に指値価格で買付が行われなかったケースでも、消却実施の決定はコストを伴い、適切にシグナリング効果が働くと考えられる。

一方、特例法による消却であっても、株式持合いの受け皿とする目的で公開買付を実施している場合、多くは市場実勢と同じか、もしくは下回る価格が提示されるためシグナリングのコストとしては機能していない。それに対応して前節の実証結果でも、超過収益率への影響はまったく認められなかった。この場合、シグナリング仮説はそもそも妥当していない。

なお、商法212条での消却も特例法に基づく消却も、推計結果では、消却実施決議後に正の超過収益率を相殺するような負の超過収益率は観察されていない。したがって、消却実施決議時の正の超過収益率は、株式市場の需給改善といった一時的な効果よりも、フリー・キャッシュフロー仮説のようなモラル・ハザードの回避や、シグナリング仮説のような逆選択の回避という効果が支配的であると考えられる。

#### 4. 政策的なインプリケーション

本論文では、90年代に日本で行われた株式消却による自己株式取得に関する実証分析を通じて、株主へのキャッシュフロー還元を図る経営側のインセンティブの解明を試みてきた。90年代の日本の株式消却には、2つの異なる制度が併存していたという特徴がある。一方は、手続きが煩雑で機動性にかけるが、巨額の自己株式取得が可能な商法212条に基づく消却であり、他方は、消却実施金額には上限があるものの、経済情勢等に応じて機動的に自己株式取得を実施できる消却特例法による消却である。

これらの2つの制度について実証分析を行うことにより、自己株式取得に際して異なるインセンティブの存在を確認することができた。機動性に欠けるなど、特例法消却よりも使い勝手の悪い面があるにもかかわらず、あえて商法212条消却によって株主へのキャッシュフロー還元を図る企業には、フリー・キャッシュフロー仮説が主張するように余剰キャッシュフローを放出すること自体に大きな意味があると考えられる。一方、株価低下局面でタイムリーに消却を実施できる特例法消却の場合、株価割安のシグナリング効果を狙った株式消却であると解釈できる。

最後に、それぞれの仮説に基づいたインセンティブについて、政策的なインプリケーションを考えてみたい。冒頭に述べたように、90年代に株式消却の制度整備が図られるまで自己株式取得の実施は困難な状況にあった。このように株主への効率的なキャッシュフロー還元手段がなかったことは、企業経営に悪影響を及ぼした可能性はないであろうか。たとえば、80年代に必要な以上に企業内にキャッシュフローが蓄積され、80年代後半のバブル期に非効率投資をもたらしたことはないであろうか。

Ando(2000)は、企業から株主へのキャッシュフロー還元が円滑に行われなかったことが投資行動に悪影響をもたらしてきたことを指摘している。Ando(2000)は、少なくとも1970年以降、日本企業が高い内部留保率や減価償却を通じて得た資金を用いて過剰投資を続けた結果、資本収益率が極度に低迷してきたことを明らかにしている。こうした活発な投資による低収益体質が、1990年代に入って主として株価のキャピタル・ロスとして顕在化したと主張している。企業部門が資金過剰に陥っていた可能性は、本稿の実証分析が明らかにしたように、いったん自己株式取得が制度的に認められるやいなや、経営者が社内キャッシュフローを株主へ還元することに積極姿勢を示していることから分かる。その意味では、企業金融に対して政策的に整備しなければならないことは、減価償却スケジュールの見直しや自己株式取得のように株主へのキャッシュフロー還元手段の充実にあることになるであろう。

しばしば、日本で自己株式取得制度は、企業金融上の効果よりも、株式市場の需給緩和要因として位置付けられていた。たとえば、株式持合い解消の受け皿として考えられた。しかし、本論文の実証結果からは、商法212条による消却についても、特例法による消却についても、超過収益率に有意な影響が認められる場合に、その効果はきわめて持続的であり、需給要因の改善といった一時的な要因ではなかった。むしろ自己株式取得の背後には、フリー・キャッシュフロー仮説のようにモラル・ハザードの回避や、シグナリング仮説のように逆選択の回避といった動機が存在していた。市場流動性面での唯一の証左は、特例法に基づく公開買付による消却が株式持合い解消の手段として活用された可能性だけである。その意味では、株式市場の需給対策を主旨として自己株式取得制度を導入することは、制度本来の役割を損ねてしまう可能性さえある。



## 注

\* 2002年度日本経済学会秋季大会での報告に際し、大阪大学の谷川寧彦助教授（討論者）と東京大学の松村敏弘助教授に有益なコメントを頂いた。また、野村証券金融研究所の西山賢吾氏からは、実務家の立場から株式消却の現状を解説して頂き、貴重なコメントを頂戴した。これらの方々に謝辞を申し上げたい。柳川と齊藤は、科学研究費補助金特定領域研究(B)90173632の研究助成を受けている。本論文に残されているかもしれない誤りは、すべて筆者の責任に帰されるべきものである。

1) イベント・スタディは、企業金融や「法と経済学」の分野で非常に有力な実証手法とされている。提訴、情報開示、合併発表といったイベントが企業価値に及ぼす影響を検証することを通じて、理論上の仮説を検定することが可能となる。

2) 金庫株制度については、西山(2002a, 2002b)に詳しい。

3) 本論文で議論していく商法212条についても、消却特例法についても、株式消却を前提として自己株式が取得される。また、新たに制定された金庫株制度も、取得した自己株式の市場への再放出を認めているものの、新株発行時に近い制約を課している。これらの点では、株式消却を前提としない米国の自己株式取得制度と大きく異なっている。

4) 厳密には、ここでの「株価への影響」は株価の水準への影響ではなく、「超過収益への影響」を意味している。

5) それ以外のシグナリング・コストとしてアメリカでは、公開買付の場合に市場実勢価格にプレミアムを乗せた価格を提示することが多い。Dann(1981)やVermalen(1981)は、こうしたプレミアムがシグナリングを信用あるものとするためのコストと解釈している。Comment and Jarrell(1991)の実証結果によれば、公開買付の中でもあらかじめプレミアムが決まっている固定価格オファーの方が、ダッチ・オークションよりも自己株式取得実施発表時に高い超過収益率を確認している。後述するように、日本では大半の場合、公開買付による株式消却買付価格は市場実勢価格に近いので、プレミアムがシグナリング・コストとはいえない。

6) アメリカでは、税制改正によって1987年以降、キャピタル・ゲイン課税が増税となり、自己株式取得の配当に対する相対的な優位性が低下したにもかかわらず、1987年の自己株式取得は増加している。こうした事実も、自己株式取得を選択する理由に税制上のメリット以外の要素があることを示唆している。

7) なお、1994年改正商法以前は、株式消却は資本減少の規定に従う場合、または定款の変更に基づいて株主に配当すべき利益をもってする場合に限られていた。

8) 特例法については、1998年の改正により、資本準備金による消却が時限立法として規定されるなど、当初の利益消却による消却から、消却実施原資の多様化が図られてきた。以下の本論文の推計結果では、資本準備金等によるものも含め、一括して特例法による消却として扱う。

9) イベント・スタディについての詳細な解説としては、Brown and Warner(1980, 1985)やMacKinlay(1997)などが挙げられる。

10) マーケット・インデックスとしてTOPIX500を用いて同様の推計を行ってみたが、分析結果は同様であった。

11) 平均累積超過収益率  $CAR(t_1, t_2)$  は、標準化した超過収益率の平均  $\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_{it}$  と異なっていることに留意されたい。

12) 牧田(2002)では、公開買付決議直後の超過収益率への影響について、日次では10%

---

水準で、オーバーナイトでは1%水準で有意に正という結果を報告している。本論文の推計結果との違いは、牧田(2002)では商法212条と特例法の両方の公開買付データを用いている点にあると考えられる。

<sup>13)</sup> 1995年度および1999年度実施の企業については、サンプル数が非常に少ないために記載していない。

#### 参考文献

- Ando, Albert (2000) "On the Japanese economy and Japanese National Accounts," *NBER Working Paper* 8033.
- Bagwell, Laurie Simon and John B. Shoven (1989) "Cash Distributions to Shareholders," *Journal of Economic Perspectives* 3, 129-140.
- Brennan, Michael J. and Anjan V. Thakor (1990) "Shareholder preference and dividend policy," *Journal of Finance* 45, 993-1018.
- Brown, Stephen J., and Jerold B. Warner (1980) "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics* 8, 205-258.
- Brown, Stephen J., and Jerold B. Warner (1985) "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo, and A. Craig MacKinlay (1997) *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- Comment, Robert and Gregg A. Jarrell (1991) "The relative signaling power of Dutch Auction and fixed-price self-tender offers and open market share repurchases," *Journal of Finance* 46, 1243-1271.
- Dann, Larry (1981) "The effects of common stock repurchase on security holder's returns," *Journal of Financial Economics* 9, 101-138.
- Hayashi, Fumio (2000) *Econometrics*, Princeton University Press.
- Holmstrom, Bengt, and Jean Tirole (1998) "Private and Public Supply of Liquidity," *Journal of Political Economy* 106, 1-40.
- Jagannathan, Murali, Clifford P. Stephens, and Michael S. Weisbach (2000) "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases," *Journal of Financial Economics* 57, 355-384.
- Jensen, Michael C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review* 76, 323-329.
- Lakonishok, Josef, and Theo Vermaelen (1990) "Anomalous Price Behavior around Repurchase Tender Offers," *Journal of Finance* 45, 455-477.
- Leland, Hayne E., and David H. Pyle (1977) "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance* 32, 371-387.
- Liu, Chao-Shin and David A. Ziebart (1997) "Stock returns and open-market stock repurchase announcements," *The Financial Review* 32, 709-728.

- 
- MacKinlay, A. Craig (1997) "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature* 35, 13-39.
- McNally, William J. (1999) "Open Market Stock Repurchase Signaling," *Financial Management* 28, 55-67.
- Nohel, Tom and Vefa Tarhan (1998) "Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow," *Journal of Financial Economics* 49, 187-222.
- Ofer, Aharon R. and Anjan V. Thakor (1987) "A theory of stock price response to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends," *Journal of Finance* 42, 365-394.
- Vermaelen, Theo (1981) "Common stock repurchases and market signaling," *Journal of Financial Economics* 9, 139-183.
- Vermaelen, Theo (1984) "Repurchases tender offers, signaling and managerial incentives," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19, 163-181.
- 川北英隆・田宮俊治 (1995) 「自己株式取得とその効果」, 『旬刊商事法務』, No. 1399 , 7-12.
- 川村正幸 (2000) 「ストック・オプション制度および株式消却制度の意義と評価」, 『旬刊商事法務』, No. 1569 , 22-29.
- 岸田雅雄 (1997) 「株式消却手続特例法について」, 『ジュリスト』, No. 1116 , 32-38.
- 西山賢吾 (2002a) 「自社株買い 傾向と対策」, 『Nomura Japanese Equity Research』 No02 - 194.
- 西山賢吾 (2002b) 「自社株買いの実施状況 (2002 年度上期)」, 『Nomura Investment Strategy』 No02 - 485.
- 藤田友敬 (2001) 「自己株式取得と会社法 [上][下]」, 『旬刊商事法務』, No. 1615 , pp4-15 , 同 , No. 1616 , 4-9.
- 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.
- 村松洋平 (1995) 「自己株式の利益消却の実務[上][下]」, 『旬刊商事法務』, No. 1399 , pp2-6 , 同 , No.1401 , 25-30.
- 保岡興治 (1997) 「ストック・オプション制度等に係る商法改正の経緯と意義」, 『旬刊商事法務』, No. 1458.
- 伴金美・和合肇 (1995) 『TSP による経済データの分析 [第 2 版]』, 東京大学出版会.

[表 1] 定時総会消却 event study 対象サンプル企業の財務指標

	年度	全産業 平均	9 6 年度	9 7 年度	98年度
PBR  $PBR = \frac{\text{株価}}{\text{一株当り純資産 (自己資本)}}$	1994	1.7	10社 1.90	19社	
	1995	2	2.84	2.67	11社
	1996	1.6	2.33	2.12	1.68
	1997	1.4	1.72	1.84	1.55
	1998	1.3	1.77	1.81	1.54
	1999	1.6		1.81	1.70
	2000	1.2			1.54
手元流動性比率 %  $\left( \begin{array}{l} \text{手元流動} \\ \text{性比率} \end{array} \right) = \frac{\text{現預金} + \text{短期保有有価証券}}{\text{売上高}} \times 100$	1994	12.3	6社 42.51	17社	
	1995	12.1	26.73	26.40	
	1996	11.0	20.31	23.93	7社 21.89
	1997	10.9	18.79	21.94	17.36
	1998	12.4	21.37	21.89	15.61
	1999	12.5		22.45	20.99
	2000	10.5			16.67
Simple Q  $\text{手元流動性比率} = \frac{\text{現預金} + \text{短期保有有価証券}}{\text{売上高}} \times 100$  ただし、株式時価総額 = 総発行株式数 × 3月株価	1994		6社 1.01	15社	
	1995		1.22	1.34	10社
	1996		1.15	1.10	1.15
	1997		1.04	1.01	1.16
	1998		1.17	1.02	1.07
	1999			1.06	1.02
	2000				0.97

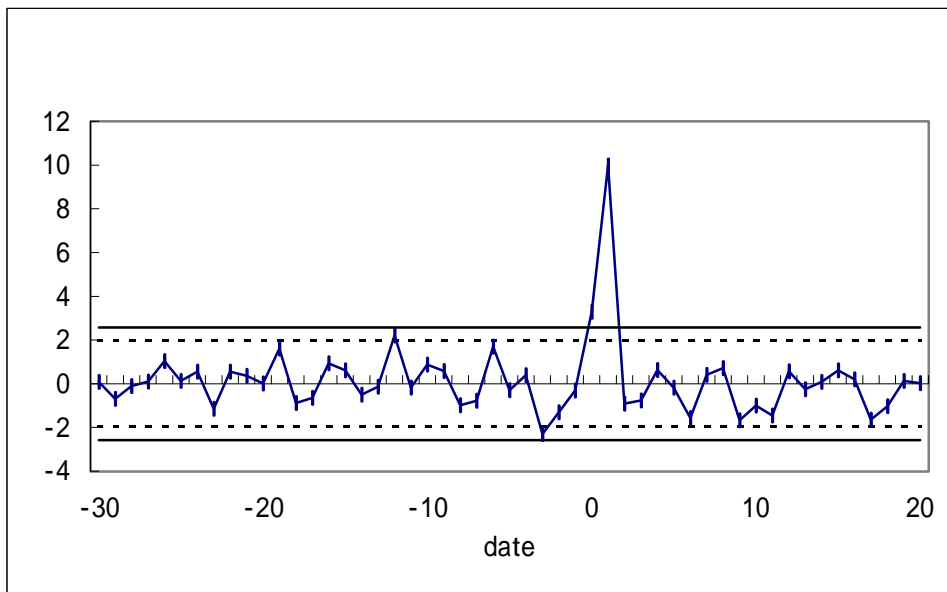
- ・各財務指標について、サンプル企業の単年度決算値の単純平均を導出している。
- ・1995年度および1999年度実施の企業については、サンプル数が非常に少ないために割愛している。
- ・必要なデータが入手できなかった企業もあるため、項目によっては平均値算出のために採用した企業数が異なっている。表中には、採用した企業数を記入している。
- ・PBRおよびSimple Q の算出には、各年度の3月株価を用いている。
- ・全産業平均については、売上高成長率、手元流動性比率に関して日本銀行の全国短観より全産業平均を、PBRに関して東京証券取引所が公表している東証一部上場企業の平均をそれぞれ記載している。

[表2] 特例法消却 event study対象サンプル企業の財務指標

	年度	全産業 平均	97年度 配当可能利益	98年度			99年度		
				配当可能利益	資本準備金		配当可能利益	資本準備金	
PBR  $PBR = \frac{\text{株価}}{\text{一株当り純資産 (自己資本)}}$	1995	2.0	2.20	131社	78社	53社			
	1996	1.6	1.68	1.37	1.37	1.37	165社	111社	54社
	1997	1.4	1.62	1.05	1.08	1.01	1.24	1.34	1.03
	1998	1.3	1.83	1.00	1.00	0.99	1.18	1.28	0.99
	1999	1.6	2.64	1.07	1.02	1.14	1.13	1.20	1.01
	2000	1.2		1.02	0.92	1.17	1.06	1.09	1.00
手元流動性比率 %  $\left( \text{手元流動性比率} \right) = \frac{\text{現預金} + \text{短期保有有価証券}}{\text{売上高}} \times 100$	1995	12.1	21.89	78社	53社	25社			
	1996	11.0	20.65	19.24	35.83	19.86	88社	58社	30社
	1997	10.9	17.46	18.66	63.51	19.51	27.24	23.62	34.24
	1998	12.4	16.83	18.55	77.15	18.78	27.87	25.41	32.62
	1999	12.5	16.83	18.37	210.82	18.61	27.22	27.85	26.00
	2000	10.5		12.79	110.22	12.91	17.60	18.73	15.42
Simple Q  $\text{Simple}Q = \frac{\text{株式時価総額} + \text{有利子負債}}{\text{総資産}}$ ただし、株式時価総額 = 総発行株式数 × 3月株価	1995		1.26	106社	59社	47社			
	1996		1.05	0.88	0.89	0.88	130社	81社	49社
	1997		1.07	0.74	0.74	0.74	0.83	0.89	0.72
	1998		1.28	0.72	0.70	0.73	0.82	0.88	0.72
	1999		1.73	0.75	0.73	0.79	0.78	0.84	0.70
	2000			0.70	0.67	0.74	0.74	0.77	0.68

- ・各財務指標について、サンプル企業の単年度決算値の単純平均を導出している。
- ・1995年度および1999年度実施の企業については、サンプル数が非常に少ないために割愛している。
- ・必要なデータが入手できなかった企業もあるため、項目によっては平均値算出のために採用した企業数が異なっている。  
表中には、採用した企業数を記入している。
- ・PBRおよびSimple Qの算出には、各年度の3月株価を用いている。
- ・全産業平均については、売上高成長率、手元流動性比率に関して日本銀行の全国短観より全産業平均を、PBRに関して東京証券取引所が公表している東証一部上場企業の平均をそれぞれ記載している。
- ・99年度実施企業については、2001年度決算データが一部の企業で得られなかったために2000年度までの数値を記載している。

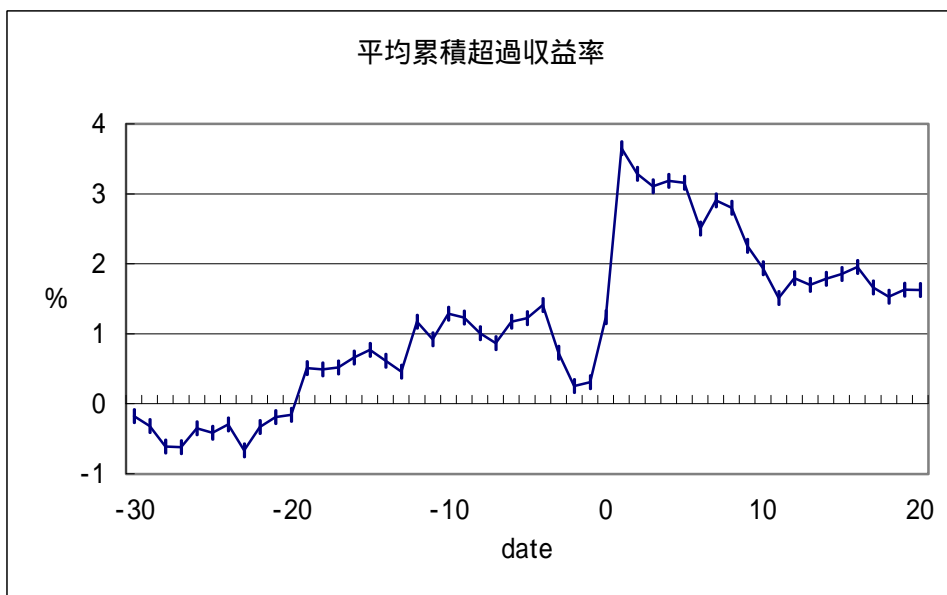
図1-1 商法212条消却における取締役会決議日周辺での検定統計量の推移



date 0 は、取締役会決議日。

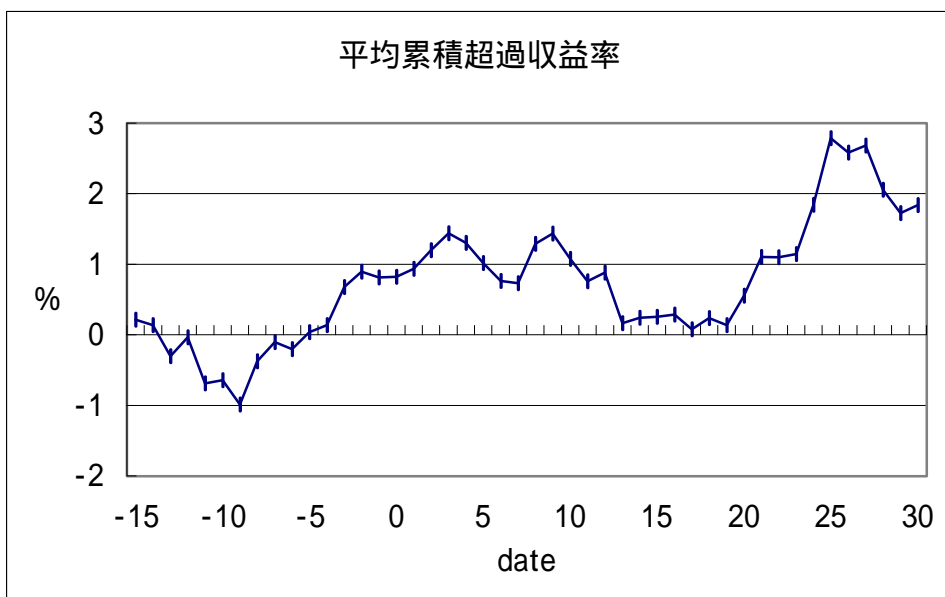
注) 実線が両側検定 1%水準、破線が両側検定 5%水準の有意水準を示している。

図1-2 商法212条消却における取締役会決議日周辺での平均累積超過収益率の推移



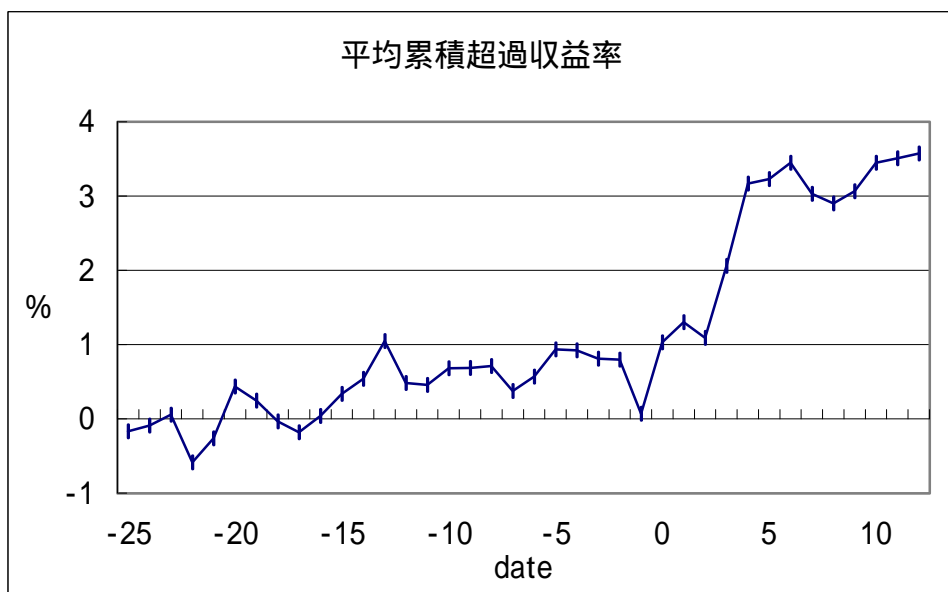
date 0 は、取締役会決議日。

図2 商法212条消却における株主総会決議日周辺での平均累積超過収益率の推移



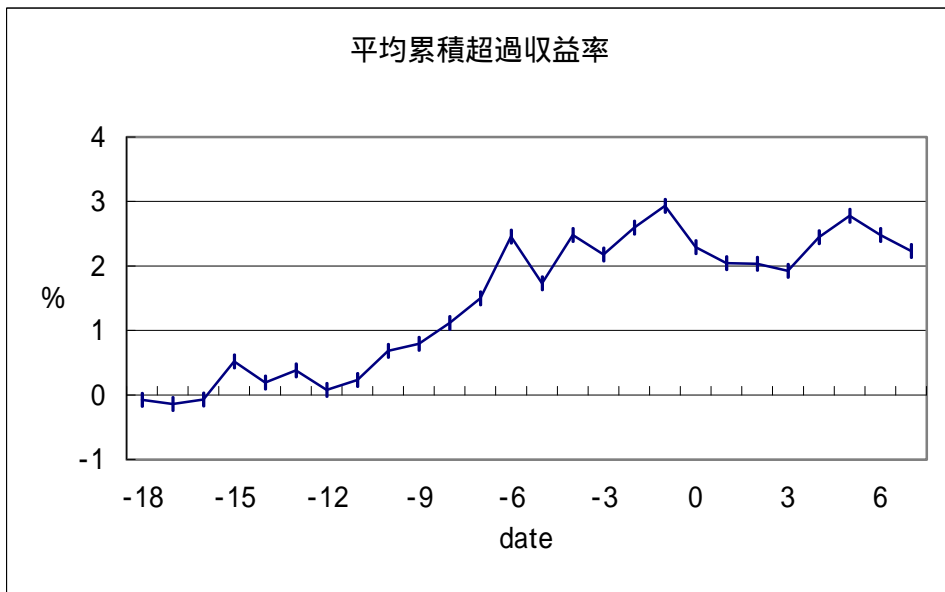
date 0 は、定時総会決議日。

図3 商法212条消却における公開買付期間中の平均累積超過収益率の推移



date 0 は、公開買付期間開始日。

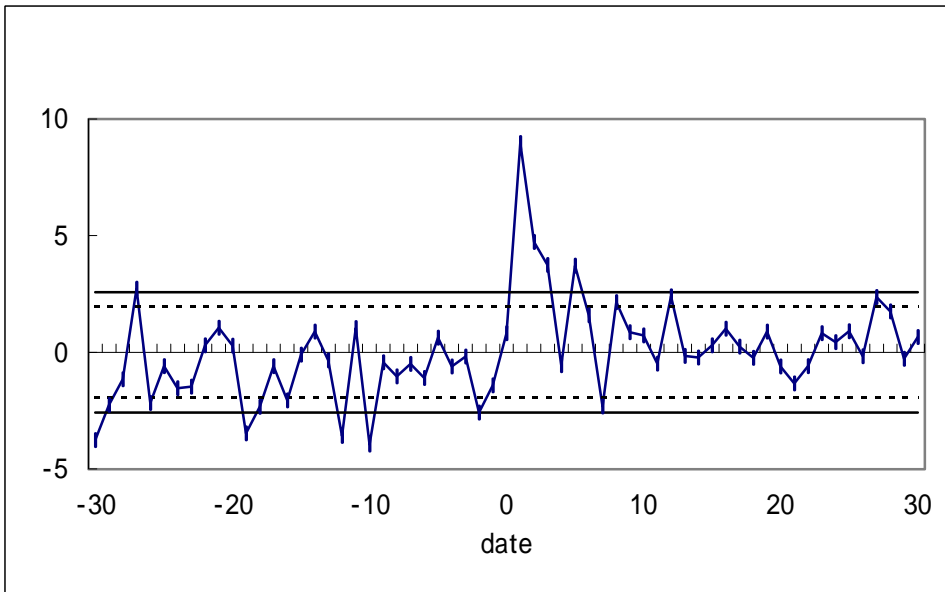
図4 特例法消却の定款変更を決議した株主総会周辺での平均累積超過収益率の推移



date 0 は、取締役会に消却実施決議を授権する決議を行った定時総会日。



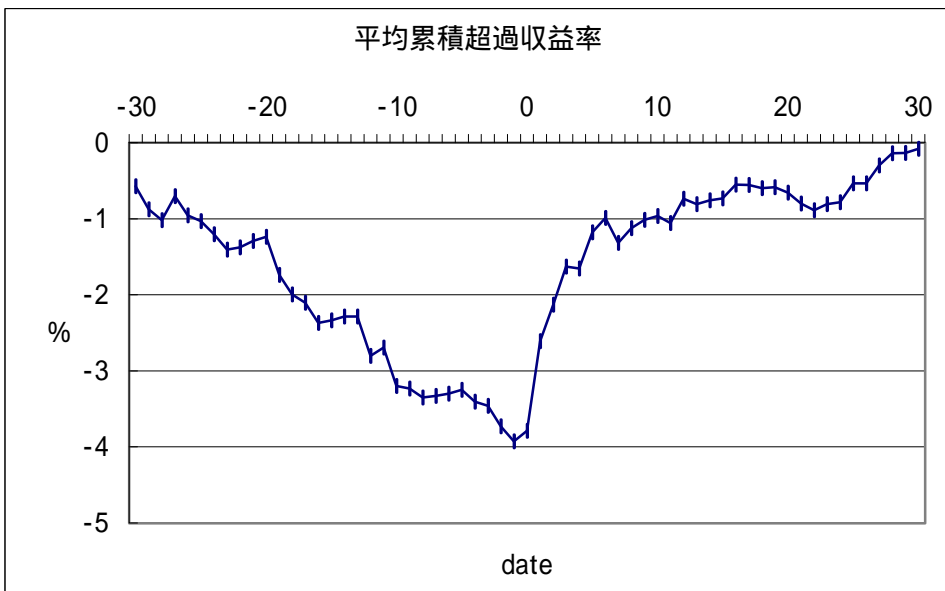
図5-1 特例法消却における取締役会決議日周辺での検定統計量の推移



date 0 は、消却実施決議を行った取締役会決議日。

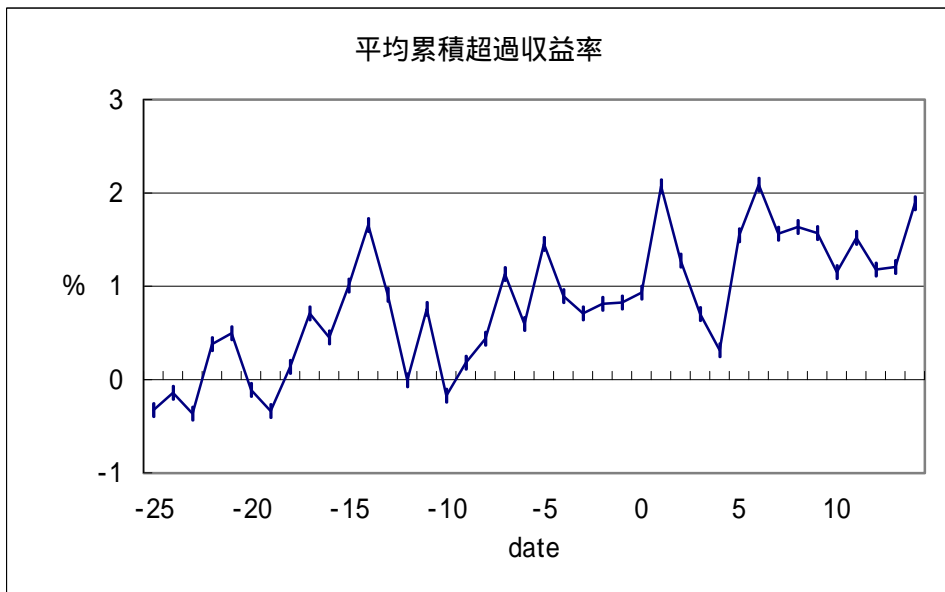
注) 実線が両側検定 1%水準、破線が両側検定 5%水準の有意水準を示している。

図5-2 特例法消却における取締役会決議日周辺での平均累積超過収益率の推移



date 0 は、消却実施決議を行った取締役会決議日。

図6 特例法消却における公開買付期間中の平均累積超過収益率の推移



date 0 は取締役会決議日、date 1は買付期間開始日。