

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—

広瀬純夫・柳川範之・齊藤 誠

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。

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・スタディに基づいた実証分析を行い、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¹⁾。しかし、自己株式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、過去に株式消却制度の下で行われた自己株式取得²⁾が株価に及ぼした影響を検証することにより、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きた。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、事実上初めて自己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、自己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還元は、企業価値にも、株価にも影響しない。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³⁾。

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。この結果、自己株式取得実施後には、発行済株式に占める経営者の持ち株比率が上昇し、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。つまり、業績不振に陥った際に生じる損失を負担する割合が高くなってしまふ。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。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、その後には株価が低下する傾向のあることを示している⁴⁾。

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。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、両者の役割の違いを説明している。配当の場合、減配になった際の投資家に対する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メントという面がある。つまり、長期にわたって安定的に配当支払いを継続できるように安定した収益を確保できる自信が無ければ配当の増額に踏み切ることはできない。一方、自己株式取得は、一時的に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く継続的に株主へのキャッシュフロー還元を行うことが難しい企業が、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⁵⁾。

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下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、自社株式に対する著しい過小評価が生じたタイミングで、自己株式取得によって割安であることへの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、従来から自己株式取得解禁を求める声を経済界から要望されてきた。特に90年代に入って議論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。すなわち、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てきた結果、90年以降、ROEの水準は低迷し続けていた。これは、バブル期に大量のエクイティ・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てきた結果である。そこで、今まで蓄積してきた余剰資金を非効率的な投資へ投じるのではなく、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。

実際に自己株式の取得規制緩和が実現したのは、1994年10月の改正商法施行である。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、株式消却を実施する企業はなかった。翌1995年6月、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別法(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、「年度途中で、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、消却特別法は、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、取得上限株式数や取得財源について、制限が厳しくなっている。

それでも、定款変更さえ行えば、年度の途中で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。

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いであろう。

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⁶⁾。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、対象イベントが企業価値に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。

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『増資白書』の1995年版(No. 1427)、1996年版(No. 1461)、1997年版(No. 1495)、1998年版(No. 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った日(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⁷⁾。紙幅の制約により主要な実証結果のみを掲載した。実証結果の詳細は、広瀬・柳川・齊藤(2003)に記載してある。

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 α と β 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。イベント日を $t=0$ 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⁸⁾。

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 θ 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。

$$\hat{\sigma}_i = \sqrt{\left(\sum_{t=-31}^{-1} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{Mt})^2 \right) / (119 - 2)}$$

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 θ 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)。

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

上の検定統計量 θ 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

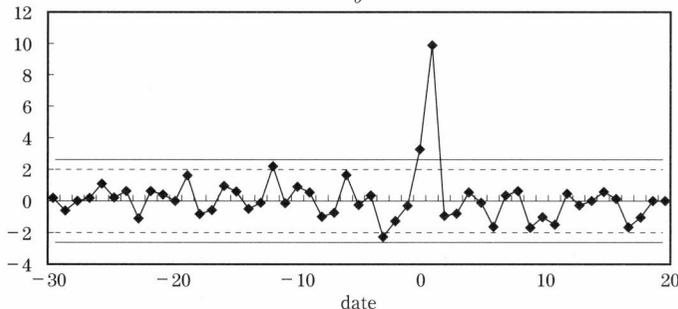
して検定することができる。もしイベントが企業価値に何ら影響を及ぼさなければ、イベント発生日の超過収益率の期待値はゼロである。逆に、イベントが影響を有すれば、ゼロから有意に乖離した超過収益率が観察される。

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、特に断りがないかぎり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の決定を迫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考えられる。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。

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 θ 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。

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(推計対象期間中に全く non-trading day が無い)45 件である。

取締役会決議日周辺の検定統計量 θ 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 θ 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慮することができる。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。

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⁹⁾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、若干

リバウンドがあるものの、決議の際に生じた正の超過収益率を完全に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。また、図 1-1 を見ると、決議時以降、統計上有意味な負の超過収益率は観察されない。すなわち、決議時の株価上昇効果は、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、期待収益率算出のためのマーケット・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。

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。 θ 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。

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だろう。

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 2 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 θ 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。

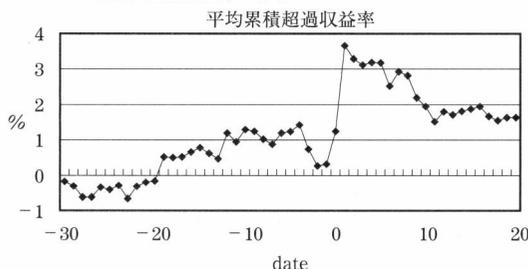
なお、買付期間終了後 30 営業日目までの平均累積超過収益率の推移を見ると、買付期間終了後に買付期間中の正の超過収益率を相殺するような負の超過収益率も観察されない。したがって、買付期間中の正の超過収益率は買付に伴う需給要因によるものではなく、実際のキャッシュフロー還元に対する持続的な反応と考えることができるであろう。

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。

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。

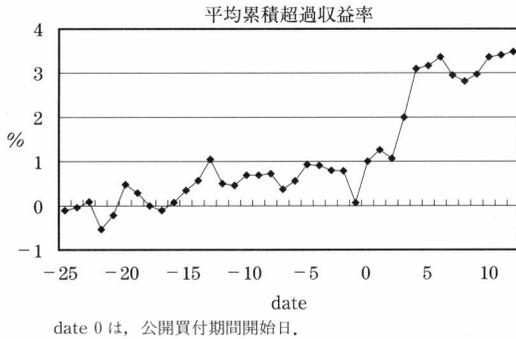
3.3 消却特例法による自己株式消却

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

図2. 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



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。

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 θ は -1.853 、決議日翌日(+1)は平均超過収益率 -0.248% 、 θ 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た。

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、①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 がいないこと、②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、各年度ごとに、同一年度中最初に行われた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 日間を推計期間としてマーケット・モデルを推計している。したがって、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、2 回目以降の決議日の超過収益率を算出する際、当該年度内で最初の決議日を基準とした推計期間を用いて推計したモデルの結果を用いている。

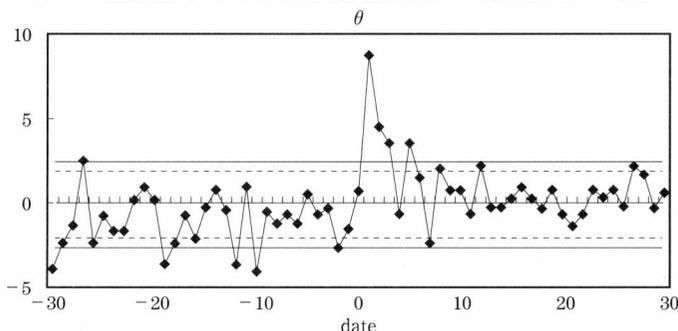
推計結果によると、平均超過収益率は、消却実施の取締役会決議の前々日が -0.268% 、前日が -0.199% 、当日は 0.139% 、翌日が 1.181% 、翌々日が 0.480% 、3 営業日後が 0.499% となり、消却実施決議を境に低下傾向から上昇傾向に転じている。検定統計量 θ (図 3-1)についても、決議日の前々日(-2)には -2.590 と、マイナスで 1% 水準で有意、決議日翌日(+1)に 8.972 、翌々日(+2)に 4.728 、3 営業日後(+3)に 3.748 と、プラスで 1% 水準で有意な超過収益を確認できる。また、図 3-2 から明らかなように、決議日に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

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 3-2 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、買付手段の大半を占める市場買付の場合、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¹⁰⁾。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。結果は、平均累積超過収益率の推移からは、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 θ 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

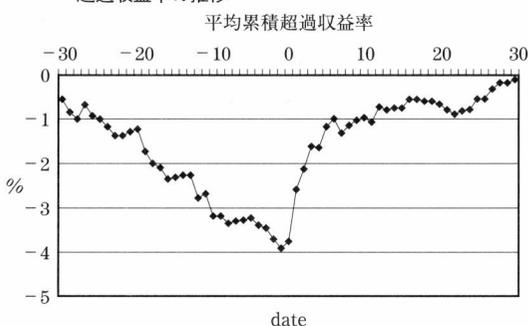
図3-1. 特例法消却における取締役会決議日周辺での検定統計量 θ の推移



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3-2. 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。

も、サンプル数が少ないことを注意しなければならない。

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を買付期間開始日となっている。3.3.2節の推計結果では、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 θ 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おり、消却実施決議を市場が好要因と認識していることが確認できた。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、つまり自社株式への市場の評価が相対的に低下する中で消却実施の決議を行い、実施決議を境にして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。これらのファイナニングは、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と市場が認識してい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では、取締役会決議時に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って、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、財務指標からも確認できる。(とりまとめたデータは、広瀬・柳川・齊藤(2003)に記載した。)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ところ、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、総資産に対する企業価値の比率を算出したSimple Qの平均も、1998年度実施企業の2000年度が0.97となっている他は、総じて1を上回っている。そして、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条の下では吸収できなかった消却インセンティブに基づく消却が、特例法の下で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

施できるようになったと考えることができる。

こうした側面を、財務諸表から確認してみると、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PBRの平均は、消却実施件数が大幅に増えた1998年度、1999年度実施企業の場合、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、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、株式市場から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。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、指値発注価格は市場実勢価格を下回っていると考えられる。もし、市場実勢価格を上回る買い指値注文を出していれば、即座に取引が成立するはずである。この点は、実際の市場買付による消却では、買付の進捗に比較的時間を要している事実と矛盾する。

そこで、市場価格を下回る指値注文を出す意味について考えてみたい。もし、業務の健全な収益性見込みという裏付けがなければ、近い将来、更なる株価低下に直面する可能性が高い。市場実勢を若干下回る価格で指値の買い注文を出していると、価格低下が起きれば即座に取引が成立することになる。将来見通しが芳しくなく、資金調達が悪くなると予想している企業にとって、こうした指値注文による買付によって手元キャッシュフローの支払いをコミットする機会費用は、相当高いはずである。他方、収益見込みが良好な企業にとっては、そもそも株価下落の可能性も低く、実際に買付に至らないかもしれない。

こうして考えると、このような指値注文による買付は、一種のプット・オプションを無料で市場に提供しているとも解釈できる。指値買い注文の形での株主へのプット・オプション提供の機会費用は、収益見通しが良好な企業の方が、将来の見通しが芳し

くない企業よりも相対的に低いはずである。この点からコストに差が生じて、実際に買付が行われていなくても、適切にシグナリング効果が働くと考えることができよう。

一方、3.3.4節で述べたように、特例法消却であっても、公開買付を実施している場合、株式持合い解消の受け皿を目的とするケースが多いと考えられる。市場買付と異なり公開買付の場合、シグナリングのコストは、市場実勢価格にプレミアムを乗じた買付価格を提示することと考えられる。しかし、特例法消却での公開買付の多くは市場実勢と同じか、もしくは下回る価格を提示しており、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3.3.3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、3.2.1節で述べた商法212条での消却実施取締役会決議も、3.3.2節での特例法に基づく消却実施取締役会決議も、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永続的な効果が支配的であると考えられる。

4. 結語

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、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。

こうした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できた。特例法消却よりも使い勝手の悪いにもかかわらず、あえて商法212条消却によって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ものと解釈できる。

しばしば、日本で自己株式取得制度は、このような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。すなわち、市場での株式の売り圧力が強まった際に、受け皿としての買い手を作り出すとの意識が強く存在していた。典型的には、株式持合い解消に伴い、銀行等が大量に保有株式を放出する中で株式を買い支える役割を期待されてきた。しかし、本論文の実証結果からは、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。

その意味では、株式消却制度によって始まった自己株式取得は、持合い解消に伴う株式の大量放出に対する受け皿としての需給緩和といった短視眼的な効果よりも、企業金融において、より重要な役割を果たしてきたと考えられる。株式の需給対策的な発想は、米国においても1987年のブラック・マンデーの直後、株式等から国債などの安全資産へのシフトが生じた際、多くの自己株式取得プログラムが発表されるなど、日本以外でも見ることができる。しかし、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、自己株式取得制度が持つ、より重要な役割を見逃すことにもなりかねない。

(投稿受付2003年1月27日・最終決定
2003年8月12日、信州大学経済学部・
東京大学大学院経済学研究科/経済学部・
一橋大学大学院経済学研究科/経済学部)

注

* 本稿を改訂するにあたっては、本誌2人の匿名レフェリーの方から頂いたコメントが非常に貴重であった。また、2002年度日本経済学会秋季大会での報告に際し、谷川寧彦氏(討論者)と松村敏弘氏に有益なコメントを頂いた。また、野村證券金融研究所西山賢吾氏からは、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。齊藤は、21世紀COEプログラム(現代経済システムの規範的評価と社会的選択)からも部分的な援助を受けている。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) 金庫株制度については、西山(2002a, 2002b)に詳しい。

2) 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。

3) 本論文では、自己株式買付に関する先行研究に従い、株主と経営者、あるいは経営者と外部投資家との間のエージェンシー問題に起因した仮説に限定して分析を行った。当然ながら、ここでの分析的関心は、現実の企業経営において債権者や労働者、もしくは取引先といった他のステイク・ホルダーが企業価値全体の生成メカニズム(利益処分決定以前までのメカニズム)に影響を与える可能性を排除するものではない。

4) その他のシグナリング・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 Vermaelen(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。

5) 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。

6) 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。

7) ここでは、主として市場流動性の高い銘柄の価格形成に分析の焦点をあてるために、non-trading day を伴わないサンプルに限定している。

8) 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。また、マーケット・モデルの他にコンスタント・ミーン・リターン・モデルでも、ほぼ同様の結果を得ることができた。

9) 平均累積超過収益率とは、ある起点日(ここではイベント日の 30 営業日前)よりサンプル全体の超過収益率の平均を累積したものである。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。

10) 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。

参 考 文 献

- 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。
- 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, pp. 4-15, 同, No. 1616, pp. 4-9。
- 広瀬純夫・柳川範之・齊藤誠(2003)「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」CIRJE ディスカッションペーパー, 2002-CJ-88, <http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/dp/2003/2003cj88.pdf>
- 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, pp. 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, pp. 32-38。
- 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, pp. 2-6, 同, No. 1401, pp. 25-30。
- 西山賢吾(2002a)「自社株買い—傾向と対策」『Nomura Japanese Equity Research』No. 02-194。
- 西山賢吾(2002b)「自社株買いの実施状況(2002 年度上期)」『Nomura Investment Strategy』No. 02-485。
- 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, pp. 2-10。
- Ando, Albert (2000) “On the Japanese Economy and Japanese National Accounts,” *NBER Working Paper*, No. 8033.
- Bagwell, Laurie Simon and John B. Shoven (1989) “Cash Distributions to Shareholders,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 3, pp. 129-140.
- Brennan, Michael J. and Anjan V. Thakor (1990) “Shareholder Preferences and Dividend Policy,” *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4, pp. 993-1018.
- Brown, Stephen J., and Jerold B. Warner (1980) “Measuring Security Price Performance,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, Issue 3, pp. 205-258.
- Brown, Stephen J., and Jerold B. Warner (1985) “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, Issue 1, pp. 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 Signalling Power of Dutch Auction and Fixed-price Self-tender Offers and Open Market Share Repurchases,” *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, pp. 1243-1271.
- Dann, Larry Y. (1981) “Common Stock Repurchases:

- An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders," *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, Issue 2, pp. 113-138.
- Hayashi, Fumio (2000) *Econometrics*, Princeton University Press.
- Jagannathan, Murali, Clifford P. Stephens, and Michael S. Weisbach (2000) "Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, Issue 3, pp. 355-384.
- Jensen, Michael C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Leland, Hayne E., and David H. Pyle (1977) "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp. 371-387.
- MacKinlay, A. Craig (1997) "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1, pp. 13-39.
- McNally, William J. (1999) "Open Market Stock Repurchase Signaling," *Financial Management*, Vol. 28, Issue 2, pp. 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*, Vol. 49, Issue 2, pp. 187-222.
- Vermaelen, Theo (1981) "Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study," *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, Issue 2 pp. 139-183.
- Vermaelen, Theo (1984) "Repurchases Tender Offers, Signaling and Managerial Incentives," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, No. 2, pp. 163-181.