

自己株式取得による株価への効果*

－ 2001年10月の商法改正以降のイベントを用いたマーケット調整済み 収益モデルによるイベントスタディ分析－

畠 田 敬

1. はじめに

本論文では、企業による自己株式取得の意向のアナウンスメントによって、その前後の期間において、その企業の株式の超過収益率がどの程度変化したかを統計的に検証することで、2001年10月以降の近年における自己株式取得によるシグナリング仮説についての検証を行う。

自己株式の買い入れは、アメリカにおいてポピュラーでかつ重要な財務戦略として位置づけられている¹⁾。例えば、Grullon and Michaely (2002)は、過去20年間において企業の自己株式の買い入れに対する支出が現金配当のそれに比べて高い伸び率であることを報告している。しかしながら、日本の政府が企業に自己株式の購入を許可する新しい法案を施行した時期は、ごく最近－1994年－になってからである。さらに、税制上の問題、自己株式の買い入れの決定から実施までの時差の問題、および、購入に充てる原資の制約問題により、規制緩和後直ちに自己株式の買い入れを企業の財務戦略の手段として利用する企業は少なかった。そこで、1994年の自己株式取得および消却に関する規制緩和が施行されて以降も、自社株買入れに関する実施の機動性や購入原資に関する流動性の観点から、漸進的な法改正が実施されている。その結果、近年になりようやく財務戦略の一つとして定着しつつある。

企業が行う自己株式の買い入れの動機に関して様々な仮説が存在する²⁾。第1に、自己株式の買い入れを現金配当の代替手段として考える場合、税制上の有利さが指摘されている。現金配当の場

合、受取金額すべてが課税の対象となるのに対して、自己株式の買い入れの場合、キャピタルゲインに対してのみ課税される。従って、税率が等しい限りにおいて、後者のほうが株主にとって望ましいことになる (Ross, Westerfield and Jaffe (1996))³⁾。

第2に、自己株式の買い入れを最適な資本構成を達成する手段として考えることもできる。負債を発行し、その調達資金を用いて自己株式の買い入れを行った場合、レバレッジを高めることになる。負債を発行することで、経営者が裁量を持つフリーキャッシュフローは制限され、企業家もつ企業の過大投資に対するインセンティブは抑制される (Jensen (1986))。さらに、レバレッジの上昇は、デフォルトリスク－負債のエイジェンシーコスト－の上昇をもたらし、負債価値の低下につながる。総企業価値は不変なので、負債価値の低下は株主価値の上昇を意味する。この場合、自己株式の買い入れは債権者から株主への富の移転手段としての役割を果たすことになる。

第3に、自己株式の買い入れを株式の再発行の手段として捉えることもできる。例えば、ストックオプション制度は、経営者に株価重視の経営に対するインセンティブを高める。第4に、利用可能なキャッシュフローに対して魅力的な投資機会がない企業にとって、自己株式の買い入れを投資機会の一つとして捉えることもできる－自己株式投資仮説－ (Ross, Westerfield and Jaffe (1996), Ikerkerry, Lakonishok and Vermaelen (1995))。

最後に、最も有力な仮説として、自己株式の買い入れの情報伝達 (シグナリング) 仮説が挙げられ

る (Vermaelen (1984), Ofer and Thakor (1987), Sinha (1991), 砂川 (2000)). 自己株式の買入れの発表により, 当該企業の将来について, 株主や債権者よりも情報優位にある企業経営者が, 自社の株式が過小に評価されているという情報を株式市場に伝達する. そして, 株式市場がこれを再評価することで, 株価は上昇する. 実際に, 自社株の買入れに関する発表が行われた後, 株価の上昇が見られることから, シグナリング仮説を支持する実証研究は多い (例えば, Comment and Jarrell (1991), Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1995), Stephens and Weisbach (1998) 等).

わが国の実証研究として, Zang (2002), 畠田 (2003), Hatakeda and Isagawa (2004) 等が挙げられる. これらの先行研究は, 旧商法 212 条や消却特例法のもとで自己株式取得のアナウンスメントが株価を上昇させていることを報告しており, いずれも自己株式取得のシグナリング仮説を支持している. しかしながら, 自己株式取得制度は, 導入されて以降度重なる規制緩和を施してきた. 特に, 1997 年 6 月から 2002 年 3 月まで実施された消却特例法や 2001 年 10 月より実施された金庫株制度の解禁 (商法 210 条) により, 自己株式取得のアナウンスメント効果が先行研究の実証結果とは異なっているかもしれない. このような視点により, 畠田 (2003) は, 1997 年以前の自己株式取得のアナウンスメント効果と 1997 以降の自己株式取得のアナウンスメント効果を比較し, 両者において統計的な差が存在していないことを報告している. 本論文では, 2001 年 10 月以降の商法 210 条に基づく自己株式取得の意向に対する株価への影響をイベントスタディの手法を用いて分析し, 過去の先行研究と比較することで, 規制緩和 (法改正) の効果について言及する.

本論文の構成は次のとおりである. 次節において, わが国の自己株式取得に関する規制や, 規制緩和の推移についての解説を行う. 第 3 節にお

いて, 本論文で用いられる標本データの特徴について記述する. 第 4 節において, イベントスタディ分析の手法について解説を行う. 第 5 節および第 6 節において, イベントスタディ分析の結果について紹介し, それについてのインプリケーションを示す. 第 7 節では, 本論文でのまとめについて述べる.

2. わが国における自己株式取得に関する規制

わが国の商法が定める自己株式取得に関する法則は, 1994 年以前まで, ①株式の消却のために取得する場合, ②合併または他企業の営業全部を譲受けに因る場合, ③企業の権利の実行に当たりその目的を達するために必要な場合, ④営業譲渡・譲受, 合併のために, 株式の買い取り請求規定により, 株式を買い取る場合を除いて, 資本充実の原則への違反, 内部者取引の可能性, 株主総会決議の歪曲化を防止するために発行した自己株式を取得することを法的に禁止していた. しかしながら, 1994 年 10 月の「商法の一部改正法」により, 自己株式の取得に関する規制緩和が実施され, 上記以外に①利益消却 (旧商法第 212 条の 2) 及び②使用人への譲渡 (旧商法 210 条の 2) を目的とする取得が可能となった.

しかしながら, わが国の自己株式の取得に関する法律はアメリカのそれと比べていくつかの点で制約的であった. 第 1 に, 企業が自社株の取得を実施しようとする際, まず定時株主総会においてその旨の決議がなされ, 決議された一定の枠内の範囲において, 取締役会での決議により自己株式の取得が実施されていたのである. 従って, 企業が自己株式の取得の意思と実際に実施するまでにタイムラグが生じてしまう可能性が存在する. 第 2 に, 自己株式の購入に用いられる原資として, 配当可能利益 (株主資本から法定準備金を差し引いた額) の範囲に限定されたことである. さらに, 使用人への譲渡を目的とする取得の場合, 取得できる自己株式数は発行済み株式の 3% までに限定されていたのである. 第 3 に, 消却のた

めに取得した自己株式は遅滞なく株式失効の手続きを行い、使用人に譲渡する目的で取得した自己株式については6ヶ月以内に使用人に譲渡することを規定していたことである。すなわち、企業は自己株式を取得してもそのまま保有することはできず、例外を除いて直ちに消却しなければならなかったのである。

さらに、1995年11月まで自己株式の購入は『みなし配当課税』の課税対象としてみなされたこともあり、自己株式の取得は現実には実現しなかった。結局、このみなし配当課税は99年3月末日まで凍結されることが発表されてから、企業は自己株式の取得を本格的に検討するようになった。そのさきがけとして、アサヒビールは1995年11月12日に利益消却を目的とする自己株式の買い入れの意向を発表したのである。

自己株式の取得がより活発的に実施されるように、1997年6月に「商法の一部を改正する法律」および「株式の消却の手続きに関する商法の特例に関する法律」、以下「消却特例法（2002年3月までの時限措置）」という一が制定された。前者の商法改正は、利益消却の目的以外にストックオプション目的での自己株式の取得を可能とし、そして、①自己株式取得規定を使用人のみから役員にも対象を拡大②自己株式取得期間を6ヶ月から10年に延長③取得可能株式数の上限を発行株式数の3%から10%に緩和した。消却特例法においては、自己株式取得予定株数を定款に記載すれば、その定められた範囲内において、そして、中間配当予定額の2分の1を原資として、取締役会の決定により自己株式の取得を機動的に実施することが可能となった。また、その後1998年4月には、取得原資として、中間配当予定額の2分の1だけでなく法定準備金を構成する資本準備金の一部も充てることも可能となった。

総括すると、1997年から2002年3月までは、自己株式買い入れ消却の根拠法として、消却特例法と商法212条の2つが存在したことになる。取得原資の制約の観点においては、商法212条

による自己株式の取得が、消却特例法によるそれよりも利便性は優れているが、機動性の観点では、むしろ消却特例法による取得が優れている。そして、この時期の自社株取得のほとんどは消却特例法による自己株式の買い入れであった。

2001年10月の商法改正、すなわち、商法210条による自己株式取得の場合は、それまでの旧商法212条と同様、定時株主総会においてその旨の決議がなされ、その一定の枠内の中で取締役会での自己株式取得決議により自己株式の買い入れが実施される。しかしながら、①自己株式取得の目的に制約がないこと②発行済み株式総数に対する取得数量制限が撤廃されたこと③取得原資として、法定準備金の一部を加えることも可能となったこと④取得保有期限規制が排除されたこと（金庫株の解禁）が特徴的であり、少なくとも旧商法212条に比べ明らかに流動性や利便性に優れていると考えられる（図1参照）。2002年3月末までは、自己株式取得の根拠法として、消却特例法と商法210条の2つが存在したが、実際には前者と同様に後者による自己株式取得も多かったのである。

図1. 自己株式取得の手続き

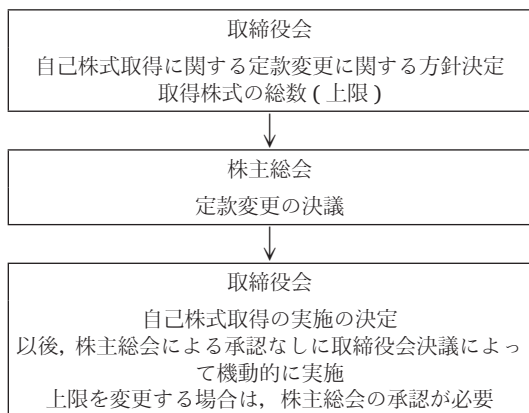
「商法210条」による自己株式取得の手続き（2001年10月より）^{注1}



注) 1. 「商法212条」による自己株式取得の手続き（1994年10月から2001年9月末まで）は、基本

的に「商法 210 条」による自己株式取得の手続き (2001 年 10 月より) と同じであるが、①自己株式取得の目的に制約がないこと②発行済み株式総数に対する取得数量制限が撤廃されたこと③取得原資として、法定準備金の一部を加えることも可能となったこと④取得保有期限規制が排除されたこと (金庫株の解禁) で、少なくとも 212 条に比べ流動性や利便性に優れていると考えられる。

注) 2. 「消却特例法」による自己株式取得の手続き (1997 年 6 月から 2002 年 3 月末まで) は、下図のとおりである。



3. 標本データ

先の述べたように、商法 210 条に基づいて自己株式を取得しようとする企業は、当期の株主総会が開催される前に、前期末の取締役会において当期の自己株式取得に関する基本方針 (取得株式の種類・総数・総額・買い付け方法など) を事前に決議することになる。取締役会での決議内容は、開示情報として数日中に Td-net などにより一般公開される。そして、株主総会にてその事前決議が承認された後、その決議は当期において実効可能になる。商法 210 条に基づく自己株式の取得は、消却特例法と比較した場合、機動性に劣るものの、自己株式の買い入れの実施に関する目的や数量に関して特に制約がないこと、さらに、金庫株として継続保有することが許されている点では、流動性や利便性に優れていると考えられる。

本論文では、ある企業の興味あるイベント (こ

こでは企業による自己株式取得の意向の発表) によって、その前後の期間において、その企業の株式投資収益率がどの程度変化したかを統計的に検証するイベントスタディ分析と呼ばれる手法を用いる。従って、対象とするイベントを明確に記述する必要がある。本論文では、2001 年 10 月から 2002 年 12 月の期間において、商法 210 条に基づく自己株式取得に関する基本方針に関する取締役会での決議がなされ、そして、それが Td-net を通じて発表された日時を自己株式取得意向に関するイベントとする。Td-net を通じて開示される情報は、IR 活動の一環として配信されている。本論文では、対象とする企業を東京証券取引場 1 部に上場している企業 (但し、金融・保険業を除く) に限定する。金融・保険業を対象から外す理由は、その財務諸表の構成が他の業種と多くの点で特徴的であるからである。その結果、採集されたイベントの標本数は 681 (企業数では 679 社、すなわち、2 社が当該期間に 2 度発表している) である。

表 1 は東証 1 部上場企業に占める自己株式取得の意向を発表した企業の割合を産業ごとに示したものである。東証 1 部上場企業において自己株式取得の意向を発表している企業が占める比率は約 48% であり、その比率は近年益々増加傾向にある。最も自己株式取得の意向を発表している企業が属する業種は、製造業の電気機器産業であり、企業数は 81 社であり、全体に占める比率は約 12% である。その他として、化学、機械卸売業において、多くの企業が自己株式取得の意向を発表している。

イベントスタディによる実証分析を行う際、いくつかのイベントに関してはその取り扱いに注意を必要とする。採集したイベントのうち 3 つのイベントは、取締役会での決議事項が株主総会において最終的に承認されなかった。また、23 のイベントは取締役会での決議事項の報告が株主総会后に Td-net を通じて事後的に報告されたものである。これらのイベントは市場において情報の

表 1. 自社株買い企業の構成比率 2001年10月から2002年12月まで

業種分類		東証1部上場企業数	自社株買い発表をした企業数	自社株買い発表比率(産業別に占める比率)	自社株買い発表比率(全体に占める比率)
1 水産・農林業		7	5	0.71	0.01
2 鉱業		8	1	0.13	0.00
3 建設業		118	40	0.34	0.06
4 製造業	(1) 食料品	74	42	0.57	0.06
	(2) 繊維製品	51	25	0.49	0.04
	(3) パルプ・紙	17	4	0.24	0.01
	(4) 化学	118	67	0.57	0.10
	(5) 医薬品	36	23	0.64	0.03
	(6) 石油・石炭製品	7	3	0.43	0.00
	(7) ゴム製品	10	3	0.30	0.00
	(8) ガラス・土石製品	27	11	0.41	0.02
	(9) 鉄鋼	37	14	0.38	0.02
	(10) 非鉄金属	23	8	0.35	0.01
	(11) 金属製品	33	19	0.58	0.03
	(12) 機械	122	63	0.52	0.09
	(13) 電気機器	160	81	0.51	0.12
	(14) 輸送用機器	61	27	0.44	0.04
	(15) 精密機器	22	11	0.50	0.02
	(16) その他製品	46	24	0.52	0.04
5 電気・ガス業		15	8	0.53	0.01
6 運輸・通信業	(1) 陸運業	33	15	0.45	0.02
	(2) 海運業	12	4	0.33	0.01
	(3) 空運業	4	2	0.50	0.00
	(4) 倉庫・運輸関連業	13	7	0.54	0.01
	(5) 情報・通信業	6	4	0.67	0.01
7 商業	(1) 卸売業	107	62	0.58	0.09
	(2) 小売業	111	49	0.44	0.07
8 不動産業		30	7	0.23	0.01
9 サービス業		105	52	0.50	0.08
合計		1413	681	0.48	1.00

注) 少なくとも当該期間に存続した企業が対象。但し、金融・保険業を除く。

価値がなく、商法210条に基づく自己株式の買入れが株価に与える影響を過小評価する可能性が考えられるので、対象とするイベントから取り除いた。

さらに、179のイベントは、商法210条に基づく自己株式の買入れだけでなく、消却特例法

に基づく自己株式の買入れやストックオプションに伴う自己株式の買入れに関する事項も取締役会にて同時に決議されたものである。従って、これらは、商法210条に基づく自己株式の買入れが株価に与える影響を過大評価する可能性が考えられるので、対象とするイベントから取り除

表 2. 記述統計量 標本数 =428

	平均	中央値	標準偏差
資産合計 (時価ベース)	356458	72631	1112745
時価簿価比率	0.980	0.902	0.374
買入れ比率 (株数ベース)	0.056	0.045	0.046
買入れ比率 (金額ベース)	0.070	0.054	0.064
実施率 (株数ベース)	0.401	0.315	0.371
実施率 (金額ベース)	0.317	0.233	0.310

いた。また、自己株式取得意向の発表から前後 3 日間において、業績予想の修正や配当予想の修正を同時に発表している 29 のイベントに関しても、同様の理由により、対象から取り除いている。最後に、イベントを実施した企業財務データに欠損値が存在する企業が 19 ほど存在し、これらのイベントも対象から除去している。その結果、最終的に我々が分析として用いるイベント (標本) は 429 である。

表 2 において、本論文で用いられる標本 (イベント) に関する記述統計量を示している。対象となる自己株式取得のイベントの中で 1 つのイベントが同一企業からのアナウンスメントであったため、記述統計量の標本数は 428 である。

4. イベントスタディによる分析方法

イベントスタディ分析とは、イベント日 ($\tau = 0$) を含むイベント日の前後の一定期間 (event window: ここでは、イベント日の 20 営業日前から 20 営業日後の 41 日間) において、どの程度株式の超過収益率 (Abnormal Return: AR) が存在しているかを統計的に計測する手法である。本論文では各銘柄の株式投資収益率がマーケット調整済み収益モデル (Market Adjusted Return Model) に従うとする。このとき、event window における各銘柄の株式投資収益率とマーケット・インデックスの収益率との乖離である超過収益率 AR_{it} はベクトル AR_i で表現すると、

$$AR_i = R_i - R_i^M$$

である。ここで、 $AR_i = (AR_{i,-20}, \dots, AR_{i,0}, \dots, AR_{i,20})'$ は event window での超過収益率ベクトル (41×1) を、 $R_i = (R_{i,-20}, \dots, R_{i,0}, \dots, R_{i,20})'$ は個別銘柄の株式投資収益率ベクトル (41×1) を、 $R^M = (R^M_{-20}, \dots, R^M_0, \dots, R^M_{20})'$ はマーケット・インデックスの収益率ベクトル (41×1) をそれぞれ表わす。なお、本論文は、マーケット・インデックスとして TOPIX あるいは業種別株価指数 (東証 33 業種株価インデックス) を用いる。

また、各銘柄の超過収益率の標準偏差 σ_i を、以下のようにイベントが生じた時点から先行した推定期間 (estimation window) のデータから計測する。ここでは、その推定期間をイベント日 81 営業日前から 21 営業日前の 60 日間とする。

$$\sigma_i = \sqrt{\sum_{t=-81}^{-21} AR_{it}^2 / (60 - 1)}$$

各期における各銘柄の超過収益率は、イベントにおけるショックが株価に影響を及ぼさない下では、平均 0 分散 σ_i^2 の正規分布に従う。従って、event window における各銘柄の超過収益率は、帰無仮説のもとでは、

$$AR_i \sim N(0, \sigma_i^2 I_{41})$$

に従う。ここで、0 は零ベクトル (41×1) を、 I_{41} は単位ベクトル (41×41) をそれぞれ表わす。

イベントによる平均的な影響を推計するために、超過収益率を 2 つの方向 - 時間および銘柄

ーに従って集計する。まず、Event window 内の τ_1 時点から τ_2 時点間における各銘柄の累積超過収益率 $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ は、 $40 - \tau_1$ 番日から $40 - \tau_2$ 番日までの要素が 1 であり、かつそれ以外の要素が 0 である 41×1 の定数ベクトル $\gamma = (0, 0, \dots, 1, 1, \dots, 1, 0, 0, \dots, 0)'$ と AR_i を用いると、

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \gamma' AR_i$$

であり、これは帰無仮説のもとで次の正規分布に従う。

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) \sim N(0, \text{Var}[CAR_i(\tau_1, \tau_2)])$$

ここで、 $\text{Var}[CAR_i(\tau_1, \tau_2)] = \sigma_i^2 \gamma' \gamma$ である。

次に、各銘柄間で超過収益率に関して相関がないことを仮定すると、平均超過収益率は、超過収益率の標本平均：

$$AR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_i$$

であり、帰無仮説の下で $N(0, \text{Var}[AR])$ に従う。ここで、 $\text{Var}[AR] = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2 I_{41}$ は平均超過収益率の標本分散である。

同様に、平均累積超過収益率 $CAR_i(\tau_1, \tau_2)$ は、 $\gamma = (0, 0, \dots, 1, 1, \dots, 1, 0, 0, \dots, 0)'$ と AR を用いると、

$$CAR(\tau_1, \tau_2) = \gamma' AR$$

であり、帰無仮説の下で $N(0, \text{Var}[CAR(\tau_1, \tau_2)])$ に従う。ここで、 $\text{Var}[CAR(\tau_1, \tau_2)] = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2 \gamma' \gamma$ は平均累積超過収益率の標本分散である。

以上により、平均超過収益率 AR および平均累積超過収益率 $CAR(\tau_1, \tau_2)$ に関してパラメトリックな仮説検定を行うことができる。また、仮説検定の際、推定結果の頑健性を確認するために、超過収益率分布に関する分布に特定の仮定をしないノンパラメトリックな仮説検定—符号検定—もあ

わせて行う⁴⁾。

5. 標本全体に関する推定結果

表 3 は、自己株式の買い入れの実施意向に関する取締役決議日の前後 20 日間における平均累積超過収益率の推移を表わす。表 3 の左側は、マーケット・インデックスとして TOPIX を用いた場合の平均累積超過収益率の推移であり、表 3 の右側は、マーケット・インデックスとして業種別株価指数を用いた場合の平均累積超過収益率の推移をそれぞれ表わしている。具体的には、各時点における平均超過収益率 (AR) の値、各時点における累積平均超過収益率 (CAR) の値、各時点における平均超過収益率 (AR) の t -値、及び、ノンパラメトリックな検定統計量 (J_1 検定統計量) が記載されている。また、下段には、TOPIX および業種別株価指数ごとによる、3 つの期間の平均累積超過収益率 (イベント 20 日前から 2 日前までの 19 日間の平均累積超過収益率 $CAR(-20, -2)$ 、イベント前日からイベント後日の 3 日間の平均累積超過収益率 $CAR(-1, +1)$)、及び、イベント 2 日目以降から 20 日までの 19 日間の平均累積超過収益率 $CAR(+2, +20)$) の大きさとその t -値が記載されている。

TOPIX のケースにおいて、各時点における自己株式の買い入れの実施意向の取締役会決議が与える超過収益率への影響は、決議日の前日 (-1 時点)、決議日当日 (0 時点)、および、その翌日 (+1 時点) において、統計的に有意な正の値を示している。より詳細に対前日比平均超過収益率で見ると、決議日前日が 0.33%、決議日当日が 0.88%、翌日には 0.93% に達している。これらの超過収益率はいずれも 1% 水準で統計的に有意である。また、超過収益率分布に関する分布に特定の仮定をしないノンパラメトリックな仮説検定においても、決議日当日、および翌日において、その検定統計量は有意である。

同様に、業種別株価指数のケースにおいても、

表 3. 平均累積超過収益率の推移

Time	マーケット・インデックス:TOPIX				マーケット・インデックス:業種別株価指数			
	AR	CAR	t-値	J4 統計量	AR	CAR	t-値	J4 統計量
-20	0.034	0.034	0.29	-0.97	0.059	0.059	0.49	-0.59
-19	-0.026	0.008	-0.22	-1.06	-0.008	0.051	-0.06	-0.81
-18	-0.054	-0.046	-0.46	-1.41	-0.012	0.039	-0.10	-0.79
-17	-0.026	-0.073	-0.22	-0.86	-0.112	-0.073	-0.92	-1.42
-16	-0.028	-0.100	-0.23	-0.85	-0.083	-0.156	-0.69	-1.01
-15	0.039	-0.061	0.33	-0.76	0.037	-0.119	0.31	-0.46
-14	-0.079	-0.140	-0.66	-1.36	-0.113	-0.232	-0.94	-1.47
-13	-0.128	-0.268	-1.07	-0.80	-0.196	-0.428	-1.62	-1.47
-12	-0.007	-0.275	-0.06	-0.52	-0.036	-0.464	-0.29	-0.36
-11	0.086	-0.189	0.72	-0.04	0.001	-0.463	0.01	-0.41
-10	-0.021	-0.210	-0.17	-0.54	-0.120	-0.583	-0.99	-1.14
-9	0.006	-0.204	0.05	-0.14	-0.023	-0.606	-0.19	-0.23
-8	0.010	-0.194	0.08	-0.25	0.023	-0.583	0.19	0.00
-7	-0.004	-0.198	-0.04	-0.21	-0.047	-0.630	-0.39	-0.38
-6	-0.078	-0.276	-0.66	-0.46	-0.136	-0.767	-1.12	-0.42
-5	-0.045	-0.322	-0.38	-0.98	-0.032	-0.799	-0.27	-0.41
-4	-0.050	-0.371	-0.42	-1.02	-0.037	-0.836	-0.31	-0.83
-3	0.035	-0.336	0.30	-0.28	-0.037	-0.873	-0.30	-0.37
-2	0.156	-0.180	1.31	0.38	0.121	-0.752	1.00	0.51
-1	0.325	0.146	2.74 ***	1.10	0.324	-0.428	2.68 ***	1.25
0	0.881	1.027	7.41 ***	2.58 **	0.841	0.412	6.94 ***	2.73 ***
1	0.934	1.961	7.85 ***	2.73 ***	0.943	1.355	7.78 ***	2.95 ***
2	0.310	2.271	2.61 ***	0.95	0.267	1.622	2.20 **	0.69
3	0.222	2.494	1.87 *	0.14	0.231	1.854	1.91 *	0.48
4	0.047	2.540	0.39	0.06	0.011	1.865	0.09	0.07
5	0.254	2.795	2.14 **	0.64	0.294	2.159	2.43 **	0.74
6	0.017	2.812	0.15	-0.80	-0.006	2.152	-0.05	-0.69
7	0.044	2.856	0.37	-0.16	0.056	2.209	0.47	-0.17
8	0.078	2.934	0.66	-0.55	0.074	2.283	0.61	-0.38
9	-0.113	2.821	-0.95	-1.21	-0.032	2.251	-0.26	-0.75
10	0.089	2.910	0.75	0.16	0.013	2.263	0.11	-0.16
11	-0.033	2.877	-0.28	-0.82	-0.032	2.232	-0.26	-0.49
12	0.073	2.950	0.62	0.21	0.090	2.322	0.75	0.20
13	0.111	3.061	0.93	0.24	0.054	2.376	0.45	0.09
14	-0.036	3.025	-0.30	0.33	-0.020	2.357	-0.16	0.46
15	0.422	3.447	3.55 ***	1.95 *	0.376	2.733	3.11 ***	1.86 *
16	-0.005	3.442	-0.04	0.13	-0.108	2.625	-0.89	-0.39
17	0.249	3.691	2.09 **	1.11	0.232	2.857	1.91 *	1.12
18	0.285	3.975	2.39 **	1.31	0.190	3.047	1.57 *	0.87
19	0.185	4.160	1.55	0.74	0.111	3.158	0.91	0.50
20	0.327	4.487	2.75 ***	1.28	0.220	3.377	1.81 *	1.09

Time	マーケット・インデックス:TOPIX		マーケット・インデックス:業種別株価指数	
	CAR	t-値	CAR	t-値
CAR (-20, -2)	-0.180	-0.35	-0.752	-1.42
CAR (-1, +1)	2.141	10.39 ***	2.108	10.04 ***
CAR (+2, +20)	2.526	4.87 ***	2.022	3.83 ***

注) AR:各時点における平均超過収益率, CAR:各時点における累積平均超過収益率を表わす. J4 統計量は超過収益率分布に関する分布に特定の仮定をしないノンパラメトリック検定統計量 [Campbell and MacKinlay (1997) を参照] である. ***, **, 及び, * は, それぞれ有意水準 1%, 5%, 及び, 10%を表わす.

超過収益率の大きさは、決議日の前日が0.32%、決議日当日が0.84%、およびその翌日が0.94%であり、いずれも1%水準で有意でかつ正の値を示している。また、ノンパラメトリックな仮説検定においても、決議日当日、および翌日において、その検定統計量は1%水準で有意である。

3つの期間の平均累積超過収益率において、TOPIXおよび業種別株価指数のどちらのマーケット・インデックスにかかわらず、CAR (-20, -2) は、やや負の傾向があるものの、統計的に有意ではない。CAR (-1, +1) は、両者とも約2%であり、かつ1%水準で統計的に有意である。最後に、CAR (+2, +20) は、TOPIXを用いた推定結果の方が業種別株価指数の結果よりも約0.5%大きい、その値はともに1%水準で有意である。

これらの実証結果は、第1に、自己株式の買入れのシグナリング仮説と整合的であり、自己株式取得に関する取締役会の決定というアナウンスがその企業の株価に有意に正に働いている。アナウンス日の前後で、約2%の株価の上昇しており、これは業種による違いを考慮しても成立している。しかしながら、自己株式取得による株価上昇を一概にシグナリング仮説によるものであると決定付けられないので、次節においていくつかの基準で標本を分割することで、シグナリング仮説の妥当性について詳細な検証を行う。

第2に、CAR (+2, +20) がほとんど変化していない点から、株価の低下を経験して、企業が自己株式取得の意思決定を行っている仮説と整合的ではないことを示唆している。この結果は、Hatakeda and Isagawa (2004) の消却特例法のケースとは対照的であり、消却特例法による買入れの場合、企業は機動性を生かした自己株式の取得を実施できたのに対して、商法210条による自己株式取得はそうした特徴を有していないことを反映していると思われる。

最後に、自己株式取得の意思が発表された後において超過収益率はほとんど変化していないが15日以降の数日において、高い株価上昇を示し

ており、イベントの持続的な効果の可能性の存在も示唆している。

6. 標本分割による推定結果

自己株式取得のシグナリング仮説では、企業価値に関して企業経営者と投資家の間に情報の非対称性が存在することが仮定される。そして、市場においてある企業の企業価値が過小に評価されているとき、その企業は何らかのシグナルを発信することで、企業価値の是正—株価の上昇—が行われる。従って、情報の非対称性の問題に直面している企業ほど、株価効果は大きくなると考えられる。ここでは、情報の非対称性の問題にどの程度直面しているかについて、企業規模、時価簿価比率、買入れ比率、実施比率の基準を用いて、それぞれの基準に対して、その大きい方から上位40%の標本と下位40%の標本に分割してそれぞれの超過収益率の大きさについて計測し、2つの標本間でどのような違いが存在するかについての検証を行う。

6.1 企業規模別による推定結果

表4-1および表4-2は、標本を時価ベース⁵⁾による資産規模別に分割したそれぞれの平均累積超過収益率の推移を表わす。表4-1はマーケット・インデックスとしてTOPIXを用いた場合の平均累積超過収益率の推移であり、表4-2は業種別株価指数を用いた場合の平均累積超過収益率の推移である。

表4-1において、中堅企業〔資産規模(時価ベース)が小さい企業〕における自己株式取得の意向に関する取締役会決議が与える超過収益率は、決議日の前日で0.46%、決議日当日で1.16%、およびその翌日で1.31%であり、いずれも統計的に1%水準で有意な正の値を示している。ノンパラメトリックな仮説検定では、決議日当日、およびその翌日でその検定統計量は統計的に有意な値を示している。他方、大規模企業〔資産規模(時価ベース)が大きい企業〕におけるその超過収益率

表 4-1. 平均累積超過収益率の推移 [マーケット・インデックス:TOPIX]

Time	資産規模 (時価ベース) が小さい企業				資産規模 (時価ベース) が大きい			
	AR	CAR	t-値	J4 統計量	AR	CAR	t-値	J4 統計量
-20	0.141	0.141	0.66	-0.33	0.119	0.119	0.62	-0.49
-19	0.073	0.214	0.34	-0.49	-0.190	-0.071	-1.00	-1.23
-18	0.013	0.227	0.06	-0.90	-0.011	-0.082	-0.06	-0.78
-17	-0.160	0.067	-0.75	-0.58	0.006	-0.076	0.03	-0.77
-16	-0.069	-0.002	-0.32	-1.35	0.231	0.155	1.21	0.91
-15	0.086	0.084	0.40	-0.43	-0.003	0.152	-0.02	-0.27
-14	-0.232	-0.148	-1.09	-1.29	0.032	0.184	0.17	-0.23
-13	0.022	-0.126	0.10	-0.25	-0.250	-0.066	-1.31	-0.91
-12	-0.249	-0.375	-1.17	-1.27	0.094	0.028	0.49	-0.06
-11	-0.081	-0.456	-0.38	-0.77	0.384	0.412	2.01 **	1.26
-10	-0.309	-0.765	-1.45	-1.19	0.219	0.632	1.15	0.58
-9	0.179	-0.586	0.84	0.21	0.047	0.679	0.25	0.09
-8	-0.200	-0.785	-0.94	-0.90	0.247	0.925	1.29	0.60
-7	-0.081	-0.866	-0.38	-0.56	0.173	1.098	0.91	0.67
-6	-0.199	-1.066	-0.94	-0.90	0.113	1.211	0.59	-0.08
-5	-0.106	-1.171	-0.50	-0.84	-0.239	0.972	-1.25	-1.40
-4	-0.247	-1.418	-1.16	-1.40	0.223	1.195	1.17	-0.01
-3	0.040	-1.379	0.19	-0.04	-0.057	1.138	-0.30	-0.55
-2	0.277	-1.101	1.30	0.64	-0.066	1.072	-0.35	-0.31
-1	0.462	-0.639	2.17 **	0.96	0.382	1.454	2.01 **	0.89
0	1.161	0.522	5.46 ***	2.30 **	0.189	1.643	0.99	-0.09
1	1.312	1.834	6.16 ***	3.08 ***	0.311	1.955	1.63	0.48
2	0.370	2.204	1.74 *	0.56	0.236	2.191	1.24	0.75
3	0.477	2.681	2.24 **	0.84	0.046	2.237	0.24	-0.63
4	0.067	2.749	0.32	0.21	0.191	2.428	1.00	0.69
5	0.481	3.230	2.26 **	0.89	0.201	2.629	1.06	0.38
6	0.136	3.365	0.64	-0.32	0.064	2.693	0.33	-0.29
7	0.040	3.405	0.19	-0.13	0.053	2.746	0.28	0.06
8	0.013	3.418	0.06	-0.83	0.059	2.804	0.31	-0.43
9	0.100	3.518	0.47	-0.22	-0.257	2.548	-1.35	-1.63
10	0.100	3.618	0.47	-0.61	0.045	2.593	0.24	0.33
11	0.130	3.748	0.61	0.14	-0.164	2.429	-0.86	-1.23
12	0.087	3.836	0.41	0.32	-0.092	2.336	-0.48	-0.64
13	0.040	3.876	0.19	-0.17	0.248	2.584	1.30	0.78
14	-0.047	3.829	-0.22	0.48	-0.101	2.483	-0.53	-0.43
15	0.554	4.383	2.60 ***	1.54	0.330	2.813	1.73 *	1.28
16	-0.017	4.366	-0.08	0.25	0.103	2.916	0.54	0.31
17	0.208	4.574	0.98	0.46	0.101	3.017	0.53	0.31
18	0.517	5.092	2.43 **	1.79 *	0.210	3.228	1.10	0.73
19	0.101	5.192	0.47	0.30	0.225	3.452	1.18	0.85
20	0.368	5.560	1.73 *	0.80	0.259	3.711	1.36	0.51

Time	資産規模 (時価ベース) が小さい		資産規模 (時価ベース) が大きい		差の検定 (t-値)
	CAR	t-値	CAR	t-値	
CAR (-20, -2)	-1.101	-1.19	1.072	1.29	-2.93 ***
CAR (-1, +1)	2.935	7.96 ***	0.883	2.68 ***	3.45 ***
CAR (+2, +20)	3.726	4.02 ***	1.757	2.12 **	2.33 **

注) 表3の脚注を参照.

表 4-2. 平均累積超過収益率の推移 [マーケット・インデックス:業種別株価指数]

Time	資産規模 (時価ベース) が小さい企業				資産規模 (時価ベース) が大きい			
	AR	CAR	t- 値	J4 統計量	AR	CAR	t- 値	J4 統計量
-20	0.150	0.150	0.67	-0.57	0.200	0.200	1.10	-0.14
-19	0.024	0.174	0.11	-0.91	-0.173	0.026	-0.96	-1.55
-18	-0.077	0.097	-0.34	-1.54	0.162	0.188	0.89	0.40
-17	-0.257	-0.160	-1.15	-1.67 *	-0.050	0.138	-0.28	-1.22
-16	-0.148	-0.308	-0.66	-2.01 **	0.142	0.281	0.79	0.89
-15	0.064	-0.244	0.28	-0.48	0.003	0.284	0.02	-0.20
-14	-0.241	-0.485	-1.08	-1.95 *	-0.026	0.258	-0.14	-0.52
-13	-0.054	-0.539	-0.24	-1.18	-0.345	-0.087	-1.90 *	-2.36 **
-12	-0.343	-0.882	-1.54	-1.70 *	0.199	0.112	1.10	0.54
-11	-0.043	-0.925	-0.19	-0.88	0.200	0.312	1.10	1.12
-10	-0.308	-1.233	-1.38	-1.93 *	-0.008	0.304	-0.04	-0.82
-9	0.189	-1.044	0.85	0.44	-0.041	0.263	-0.23	-0.02
-8	-0.197	-1.240	-0.88	-1.11	0.281	0.544	1.55	1.44
-7	0.003	-1.237	0.02	0.07	-0.032	0.512	-0.18	-0.41
-6	-0.218	-1.455	-0.98	-1.08	0.038	0.550	0.21	0.01
-5	0.033	-1.421	0.15	-0.07	-0.173	0.377	-0.95	-0.93
-4	-0.163	-1.584	-0.73	-1.47	0.191	0.568	1.05	0.22
-3	-0.100	-1.684	-0.45	-0.48	-0.148	0.420	-0.81	-0.87
-2	0.238	-1.446	1.07	0.64	-0.124	0.296	-0.68	-0.03
-1	0.514	-0.932	2.30 **	1.39	0.396	0.692	2.18 **	2.17 **
0	1.131	0.199	5.07 ***	3.10 ***	0.157	0.849	0.87	0.11
1	1.159	1.358	5.19 ***	3.77 ***	0.416	1.265	2.29 **	1.66 *
2	0.278	1.636	1.25	0.45	0.273	1.538	1.50	1.46
3	0.404	2.040	1.81 *	1.03	0.139	1.676	0.76	-0.42
4	-0.013	2.027	-0.06	0.03	0.108	1.784	0.59	0.64
5	0.541	2.568	2.42 **	1.50	0.211	1.996	1.17	0.60
6	0.167	2.735	0.75	0.45	-0.065	1.931	-0.36	-1.31
7	0.128	2.863	0.57	0.28	-0.102	1.829	-0.56	-0.88
8	0.028	2.890	0.12	-0.94	0.068	1.898	0.38	-0.16
9	0.196	3.087	0.88	0.45	-0.116	1.782	-0.64	-1.60
10	0.051	3.138	0.23	-0.54	-0.021	1.761	-0.12	-0.01
11	0.122	3.260	0.55	0.63	-0.136	1.625	-0.75	-1.12
12	-0.022	3.238	-0.10	-0.09	0.038	1.663	0.21	-0.34
13	0.015	3.253	0.07	0.03	0.101	1.764	0.56	-0.01
14	0.005	3.258	0.02	0.94	-0.152	1.612	-0.84	-0.37
15	0.528	3.786	2.37 **	2.23 **	0.211	1.822	1.16	1.59
16	-0.154	3.632	-0.69	-0.56	-0.063	1.759	-0.35	-0.45
17	0.214	3.846	0.96	0.59	0.057	1.816	0.31	0.84
18	0.435	4.281	1.95 *	1.99 **	0.099	1.915	0.55	0.84
19	0.006	4.287	0.03	0.01	0.159	2.074	0.87	0.92
20	0.240	4.527	1.08	1.10	0.126	2.200	0.70	0.30

Time	資産規模 (時価ベース) が小さい		資産規模 (時価ベース) が大きい		差の検定 (t- 値)
	CAR	t- 値	CAR	t- 値	
CAR (-20, -2)	-1.446	-1.49	0.296	0.37	-2.31 **
CAR (-1, +1)	2.803	7.25 ***	0.969	3.08 ***	3.02 ***
CAR (+2, +20)	3.169	3.26 ***	0.935	1.18	2.63 ***

注) 表 3 の脚注を参照.

は、決議日前日が0.38%、決議日当日が0.19%、翌日には0.31%であり、決議日の前日を除いて統計的に有意な値を示していない。ノンパラメトリックな仮説検定では、いずれの時点においてもその検定統計量は統計的に有意な値を示していない。

3つの期間の平均累積超過収益率において、中堅企業および大規模企業におけるCAR(-20, -2)は、符号の違いはあるが、ともに統計的に有意な値を示していない。しかしながら、両者の超過収益率の大きさに統計的に1%水準で有意な差は存在する。CAR(-1, +1)は、中堅企業で約2.94%であり、大規模企業で0.88%であり、かつともに統計的に有意な値を示し、かつ、統計的に有意な差が見られる。CAR(+2, +20)は、中堅企業で約3.73%であり、大規模企業で約1.76%であり、ともに統計的に有意な値を示し、かつ、両者の大きさに統計的に有意な差が見られる。

以上の結果は、マーケット・インデックスとして業種別株価指数を用いた表4-2において同様に観察される。しかしながら、CAR(+2, +20)は、中堅企業では統計的に有意な値を示しているが、大規模企業のそれは、統計的に有意な値を示していない。

6.2 時価簿価比率の大きさの違いによる推定結果

表5-1および表5-2は、標本を時価簿価比率の大きさに従って分割した標本における平均累積超過収益率の推移を表わす。表5-1はマーケット・インデックスとしてTOPIXを用いた場合の平均累積超過収益率の推移であり、表5-2は業種別株価指数を用いた場合における平均累積超過収益率の推移である。

表5-1において、低い時価簿価比率を有する企業における取締役決議が与える超過収益率は、決議日の前日で0.26%、当日で1.20%、およびその翌日で1.44%であり、当日および翌日において統計的に1%水準で有意な正の値を示している。

ノンパラメトリックな仮説検定では、当日および翌日においてその検定統計量は統計的に有意な値を示している。他方、高い時価簿価比率を有する企業においては、決議日前日が0.19%、当日が0.28%、およびその翌日が0.42%であり、翌日の超過収益率のみが統計的に有意な正の値を示している。ノンパラメトリックな仮説検定では、いずれの期間においてもその検定統計量は統計的に有意ではない。

3つの期間の平均累積超過収益率において、低い時価簿価比率を有する企業と高い時価簿価比率を有する企業におけるCAR(-20, -2)は、符号の違いはあるがともに統計的に有意な値を示していない。しかしながら、両者の超過収益率の大きさは限界的に有意な差が存在する。CAR(-1, +1)は、低い時価簿価比率を有する企業で約2.89%であり、高い時価簿価比率を有する企業で0.90%であり、ともに統計的に有意な値を示し、かつ、両者の超過収益率の大きさに統計的に有意な差が見られる。CAR(+2, +20)は、低い時価簿価比率を有する企業において約4.16%であり、かつ、統計的に1%水準で有意な値を示しているのに対して、高い時価簿価比率を有する企業において約1.29%であり、統計的に有意な値を示していない。そして、両者の超過収益率の大きさは、統計的に1%水準で有意な差が存在する。

以上の結果は、マーケット・インデックスとして業種別株価指数を用いた表5-2において同様に観察できる。しかしながら、高い時価簿価比率を有する企業での決議日翌日の超過収益率が、ノンパラメトリックな仮説検定においても統計的に有意な正の値を示している。そして、CAR(-20, -2)に関して両者の超過収益率の大きさの差は限界的に有意である。

6.3 買入れ比率の大きさの違いによる推定結果

表6-1および表6-2は、自己株式の買入れ予定比率(株数ベース)⁶⁾の設定の大きさに従って分割した標本における平均累積超過収益率の推移を

表 5-1. 平均累積超過収益率の推移 [マーケット・インデックス：TOPIX]

Time	低い時価簿価比率				高い時価簿価比率			
	AR	CAR	t-値	J4 統計量	AR	CAR	t-値	J4 統計量
-20	0.057	0.057	0.28	-0.56	0.018	0.018	0.09	-0.52
-19	0.091	0.148	0.44	-0.60	-0.193	-0.175	-0.98	-1.23
-18	-0.206	-0.058	-1.00	-1.66 *	0.077	-0.098	0.39	0.21
-17	-0.093	-0.151	-0.45	-0.55	-0.091	-0.189	-0.46	-0.51
-16	-0.164	-0.315	-0.80	-0.82	0.007	-0.183	0.03	-0.07
-15	0.164	-0.151	0.79	0.00	0.005	-0.177	0.03	-0.33
-14	-0.232	-0.384	-1.13	-1.54	0.023	-0.154	0.12	-0.39
-13	0.076	-0.307	0.37	-0.15	-0.126	-0.280	-0.64	-0.27
-12	0.008	-0.299	0.04	-0.44	-0.094	-0.373	-0.48	-0.58
-11	-0.195	-0.494	-0.95	-1.14	0.178	-0.195	0.91	0.37
-10	0.018	-0.476	0.09	-0.20	0.261	0.066	1.33	0.85
-9	0.094	-0.382	0.45	-0.46	0.031	0.097	0.16	0.21
-8	-0.201	-0.583	-0.98	-0.56	0.138	0.235	0.70	0.39
-7	-0.281	-0.865	-1.37	-1.04	0.217	0.452	1.10	0.31
-6	-0.184	-1.049	-0.89	-0.67	-0.034	0.418	-0.18	-0.10
-5	-0.136	-1.185	-0.66	-0.79	-0.119	0.298	-0.61	-0.79
-4	-0.312	-1.498	-1.52	-1.47	0.257	0.555	1.31	0.32
-3	0.142	-1.356	0.69	0.04	-0.005	0.550	-0.03	-0.17
-2	0.473	-0.883	2.29 **	1.24	-0.035	0.515	-0.18	0.07
-1	0.255	-0.628	1.24	0.64	0.194	0.709	0.99	0.27
0	1.196	0.568	5.81 ***	2.34 **	0.279	0.988	1.42	0.09
1	1.436	2.004	6.97 ***	2.69 ***	0.424	1.411	2.16 **	1.13
2	0.614	2.619	2.98 ***	1.08	0.126	1.537	0.64	0.24
3	0.654	3.273	3.18 ***	1.19	-0.261	1.276	-1.33	-1.38
4	-0.113	3.160	-0.55	-0.50	0.178	1.454	0.91	0.37
5	0.577	3.737	2.80 ***	1.20	0.191	1.645	0.97	0.51
6	0.073	3.810	0.36	-0.53	-0.144	1.501	-0.73	-0.97
7	0.012	3.822	0.06	-0.26	0.037	1.538	0.19	0.00
8	0.166	3.988	0.80	-0.08	0.044	1.582	0.22	-0.53
9	-0.096	3.892	-0.47	-0.83	-0.001	1.581	-0.01	-0.29
10	-0.042	3.850	-0.20	-0.80	0.087	1.669	0.45	0.44
11	-0.071	3.779	-0.35	-0.61	-0.113	1.555	-0.58	-0.98
12	0.427	4.206	2.07 **	1.17	-0.188	1.368	-0.95	-0.83
13	0.135	4.341	0.66	0.23	0.177	1.545	0.90	0.27
14	0.113	4.454	0.55	0.93	-0.130	1.414	-0.66	-0.31
15	0.495	4.949	2.40 **	1.32	0.440	1.854	2.24 **	1.52
16	-0.073	4.876	-0.36	-0.41	-0.099	1.755	-0.50	-0.19
17	0.208	5.084	1.01	0.51	0.393	2.148	2.00 **	1.16
18	0.272	5.356	1.32	0.62	0.298	2.446	1.52	0.96
19	0.138	5.494	0.67	-0.08	0.163	2.609	0.83	0.55
20	0.672	6.166	3.26 ***	1.55	0.090	2.699	0.46	0.17

Time	低い時価簿価比率		高い時価簿価比率		差の検定 (t-値)
	CAR	t-値	CAR	t-値	
CAR (-20, -2)	-0.883	-0.98	0.515	0.60	-1.84 *
CAR (-1, +1)	2.887	8.09 ***	0.896	2.64 ***	3.46 ***
CAR (+2, +20)	4.162	4.63 ***	1.287	1.50	3.46 ***

注) 表 3 の脚注を参照。

表 5-2. 平均累積超過収益率の推移 [マーケット・インデックス:業種別株価指数]

Time	低い時価簿価比率				高い時価簿価比率			
	AR	CAR	t- 値	J4 統計量	AR	CAR	t- 値	J4 統計量
-20	0.129	0.129	0.61	-0.09	-0.008	-0.008	-0.04	-0.91
-19	0.127	0.256	0.60	-0.43	-0.196	-0.204	-0.99	-1.77 *
-18	-0.211	0.045	-0.99	-1.52	0.109	-0.096	0.55	0.78
-17	-0.114	-0.069	-0.54	-0.67	-0.267	-0.363	-1.35	-1.63
-16	-0.132	-0.201	-0.62	-0.79	-0.092	-0.454	-0.46	-0.43
-15	0.132	-0.069	0.62	0.13	0.090	-0.364	0.45	0.20
-14	-0.246	-0.315	-1.15	-1.73 *	-0.051	-0.415	-0.26	-0.91
-13	-0.049	-0.363	-0.23	-0.81	-0.061	-0.477	-0.31	-0.21
-12	-0.165	-0.529	-0.78	-0.97	0.001	-0.476	0.01	-0.51
-11	-0.194	-0.723	-0.91	-1.19	0.030	-0.446	0.15	0.09
-10	0.016	-0.708	0.07	-0.26	0.102	-0.344	0.52	0.33
-9	0.056	-0.652	0.26	-0.54	0.054	-0.290	0.27	0.45
-8	-0.227	-0.878	-1.06	-0.76	0.208	-0.082	1.05	0.93
-7	-0.233	-1.112	-1.09	-0.66	0.106	0.024	0.54	-0.06
-6	-0.204	-1.316	-0.96	-0.52	-0.093	-0.069	-0.47	0.26
-5	-0.081	-1.397	-0.38	-0.49	-0.137	-0.205	-0.69	-0.59
-4	-0.193	-1.590	-0.91	-1.06	0.186	-0.019	0.94	-0.12
-3	-0.011	-1.601	-0.05	-0.21	-0.036	-0.055	-0.18	-0.42
-2	0.338	-1.263	1.58	1.24	-0.009	-0.064	-0.04	0.12
-1	0.116	-1.147	0.55	0.11	0.249	0.185	1.26	0.76
0	1.159	0.011	5.44 ***	2.66 ***	0.298	0.483	1.51	0.88
1	1.245	1.256	5.84 ***	2.53 **	0.560	1.044	2.83 ***	2.42 **
2	0.440	1.697	2.07 **	0.34	0.151	1.195	0.76	0.50
3	0.565	2.261	2.65 ***	1.51	-0.129	1.065	-0.65	-1.38
4	-0.176	2.085	-0.83	-0.59	0.181	1.247	0.91	0.54
5	0.573	2.658	2.69 ***	1.02	0.287	1.534	1.45	1.17
6	0.176	2.834	0.83	0.33	-0.300	1.233	-1.52	-2.41 **
7	0.040	2.875	0.19	-0.10	-0.011	1.222	-0.06	-0.60
8	0.119	2.993	0.56	-0.06	0.146	1.368	0.74	-0.12
9	0.002	2.995	0.01	-0.27	0.032	1.400	0.16	-0.46
10	-0.093	2.903	-0.43	-0.93	-0.031	1.369	-0.16	-0.12
11	-0.080	2.823	-0.37	-0.59	-0.123	1.245	-0.62	-1.38
12	0.434	3.257	2.04 **	1.35	-0.094	1.152	-0.47	-0.86
13	0.074	3.330	0.35	0.11	0.145	1.297	0.73	0.27
14	0.191	3.522	0.90	1.28	-0.162	1.135	-0.82	-0.35
15	0.461	3.983	2.16 **	1.25	0.343	1.477	1.73 *	1.67 *
16	-0.242	3.741	-1.13	-0.85	-0.126	1.351	-0.64	-0.24
17	0.227	3.967	1.06	0.68	0.382	1.733	1.93 *	1.98 **
18	0.135	4.103	0.64	0.12	0.195	1.928	0.98	0.74
19	0.016	4.119	0.08	-0.09	0.187	2.115	0.94	1.01
20	0.488	4.607	2.29 **	1.56	0.056	2.171	0.28	0.34

Time	低い時価簿価比率		高い時価簿価比率		差の検定 (t- 値)
	CAR	t- 値	CAR	t- 値	
CAR (-20, -2)	-1.263	-1.36	-0.064	-0.07	-1.57
CAR (-1, +1)	2.520	6.83 ***	1.108	3.23 ***	2.41 **
CAR (+2, +20)	3.350	3.61 ***	1.127	1.31	2.50 **

注) 表 3 の脚注を参照。

表 6-1. 平均累積超過収益率の推移 [マーケット・インデックス:TOPIX]

Time	低い買い入れ比率 (株数ベース)				高い買い入れ比率 (株数ベース)			
	AR	CAR	t- 値	J4 統計量	AR	CAR	t- 値	J4 統計量
-20	0.337	0.337	1.66 *	0.23	-0.149	-0.149	-0.71	-1.50
-19	-0.308	0.028	-1.52	-1.71 *	0.228	0.079	1.09	-0.02
-18	-0.034	-0.005	-0.17	-1.14	0.120	0.199	0.58	-0.52
-17	-0.065	-0.071	-0.32	-0.57	0.064	0.262	0.30	-0.23
-16	-0.171	-0.242	-0.84	-1.15	0.124	0.386	0.59	0.01
-15	-0.121	-0.362	-0.60	-1.12	-0.021	0.365	-0.10	-1.21
-14	0.052	-0.311	0.26	-0.22	-0.091	0.274	-0.44	-1.33
-13	-0.205	-0.516	-1.01	-0.73	0.052	0.326	0.25	-0.21
-12	0.019	-0.497	0.09	-0.26	-0.044	0.282	-0.21	-0.69
-11	0.107	-0.390	0.53	0.45	0.020	0.302	0.09	-0.77
-10	0.285	-0.104	1.41	1.12	-0.349	-0.047	-1.67 *	-1.94 *
-9	0.128	0.023	0.63	0.65	0.056	0.009	0.27	0.00
-8	-0.059	-0.036	-0.29	-0.50	0.183	0.192	0.88	0.63
-7	-0.022	-0.058	-0.11	-0.26	-0.033	0.159	-0.16	-0.34
-6	0.108	0.050	0.53	0.78	-0.308	-0.149	-1.48	-1.64
-5	0.022	0.072	0.11	-0.88	0.036	-0.113	0.17	-0.28
-4	-0.114	-0.042	-0.56	-1.34	-0.098	-0.211	-0.47	-0.99
-3	-0.020	-0.062	-0.10	-0.27	0.030	-0.181	0.14	-0.27
-2	-0.010	-0.072	-0.05	0.27	0.279	0.098	1.33	0.55
-1	0.184	0.112	0.91	0.68	0.650	0.748	3.11 ***	2.25 **
0	0.436	0.548	2.15 **	1.06	1.149	1.897	5.50 ***	3.34 ***
1	0.751	1.300	3.71 ***	2.58 ***	1.159	3.056	5.55 ***	2.13 **
2	0.338	1.637	1.67 *	0.40	0.272	3.329	1.30	0.94
3	-0.065	1.573	-0.32	-1.65 *	0.380	3.709	1.82 *	1.25
4	-0.053	1.520	-0.26	0.12	0.118	3.827	0.56	0.21
5	-0.047	1.473	-0.23	-0.51	0.447	4.274	2.14 **	0.91
6	0.089	1.562	0.44	-0.75	-0.089	4.185	-0.43	-0.83
7	0.144	1.706	0.71	0.71	0.017	4.202	0.08	-0.77
8	-0.260	1.445	-1.29	-2.03 **	0.211	4.413	1.01	-0.10
9	-0.205	1.241	-1.01	-1.03	-0.172	4.240	-0.83	-1.99 **
10	0.201	1.441	0.99	0.99	0.115	4.355	0.55	0.21
11	-0.141	1.300	-0.70	-0.93	0.048	4.403	0.23	-0.39
12	0.020	1.320	0.10	-0.02	0.247	4.650	1.18	0.79
13	0.088	1.408	0.43	0.08	0.102	4.752	0.49	-0.08
14	0.079	1.487	0.39	0.99	-0.163	4.590	-0.78	-0.06
15	0.375	1.862	1.85 *	1.88 *	0.309	4.898	1.48	0.84
16	-0.101	1.761	-0.50	0.14	0.035	4.934	0.17	-0.08
17	0.341	2.102	1.69 *	1.14	0.070	5.004	0.34	0.10
18	0.071	2.174	0.35	0.16	0.441	5.445	2.11 **	1.81 *
19	0.177	2.350	0.87	0.67	-0.031	5.414	-0.15	-0.46
20	0.547	2.898	2.70 ***	1.98 **	0.308	5.722	1.48	0.63

Time	低い買い入れ比率 (株数ベース)		高い買い入れ比率 (株数ベース)		差の検定 (t- 値)
	CAR	t- 値	CAR	t- 値	
CAR (-20, -2)	-0.072	-0.08	0.098	0.11	0.22
CAR (-1, +1)	1.371	3.91 ***	2.958	8.17 ***	2.77 ***
CAR (+2, +20)	1.598	1.81 *	2.664	2.93 ***	1.20

注) 表 3 の脚注を参照。

表 6-2. 平均累積超過収益率の推移 [マーケット・インデックス:業種別株価指数]

Time	低い買い入れ比率 (株数ベース)				高い買い入れ比率 (株数ベース)			
	AR	CAR	t- 値	J4 統計量	AR	CAR	t- 値	J4 統計量
-20	0.350	0.350	1.72 *	0.34	-0.051	-0.051	-0.24	-0.69
-19	-0.218	0.133	-1.07	-1.13	0.193	0.142	0.90	0.09
-18	0.127	0.259	0.62	-0.26	0.006	0.148	0.03	-0.63
-17	-0.122	0.138	-0.60	-0.92	-0.011	0.137	-0.05	-0.61
-16	-0.119	0.019	-0.58	-0.57	-0.062	0.075	-0.29	-0.61
-15	-0.172	-0.153	-0.84	-1.23	0.072	0.147	0.34	-0.26
-14	0.008	-0.146	0.04	-0.30	-0.083	0.064	-0.39	-0.99
-13	-0.232	-0.378	-1.14	-1.27	-0.067	-0.003	-0.31	-0.69
-12	-0.003	-0.380	-0.01	-0.11	-0.093	-0.096	-0.44	-0.42
-11	0.044	-0.336	0.22	0.02	-0.068	-0.164	-0.32	-0.80
-10	0.122	-0.214	0.60	0.10	-0.356	-0.520	-1.66 *	-1.80 *
-9	0.072	-0.142	0.35	0.52	0.074	-0.446	0.35	0.21
-8	-0.037	-0.179	-0.18	-0.38	0.241	-0.206	1.13	0.99
-7	-0.025	-0.205	-0.12	-0.30	-0.120	-0.326	-0.56	-0.56
-6	0.165	-0.040	0.81	1.24	-0.338	-0.663	-1.58	-1.16
-5	0.076	0.036	0.37	0.06	0.048	-0.615	0.23	0.02
-4	-0.044	-0.008	-0.22	-0.55	-0.181	-0.796	-0.85	-1.33
-3	-0.040	-0.048	-0.19	0.20	-0.125	-0.921	-0.58	-0.86
-2	-0.045	-0.093	-0.22	0.28	0.157	-0.764	0.73	0.31
-1	0.217	0.124	1.06	1.07	0.663	-0.101	3.10 ***	2.30 **
0	0.487	0.611	2.39 **	1.28	1.055	0.954	4.93 ***	3.07 ***
1	0.748	1.359	3.66 ***	1.88 *	1.130	2.084	5.28 ***	2.01 **
2	0.326	1.685	1.60	0.22	0.149	2.233	0.70	0.24
3	0.030	1.715	0.15	-0.78	0.242	2.475	1.13	0.67
4	-0.140	1.575	-0.69	-0.21	0.089	2.564	0.42	0.23
5	-0.051	1.524	-0.25	-0.38	0.572	3.136	2.68 ***	1.11
6	0.040	1.564	0.19	-0.80	-0.018	3.118	-0.09	-0.30
7	0.069	1.633	0.34	0.02	0.065	3.183	0.31	-0.27
8	-0.196	1.437	-0.96	-1.26	0.165	3.349	0.77	-0.20
9	-0.092	1.346	-0.45	-0.52	-0.160	3.189	-0.75	-1.53
10	0.144	1.490	0.71	0.33	0.009	3.198	0.04	-0.04
11	-0.137	1.352	-0.67	-0.66	-0.023	3.175	-0.11	-0.39
12	0.020	1.372	0.10	-0.37	0.237	3.412	1.11	0.71
13	0.071	1.444	0.35	0.33	0.093	3.505	0.43	-0.13
14	0.171	1.614	0.84	1.31	-0.119	3.387	-0.56	-0.07
15	0.274	1.888	1.34	1.16	0.292	3.679	1.37	0.87
16	-0.200	1.688	-0.98	-0.57	-0.103	3.576	-0.48	-0.25
17	0.375	2.063	1.84 *	1.47	0.087	3.663	0.41	0.26
18	-0.101	1.961	-0.50	-0.75	0.342	4.005	1.60	1.25
19	0.107	2.068	0.52	0.31	-0.056	3.948	-0.26	-0.50
20	0.400	2.468	1.96 *	1.18	0.231	4.180	1.08	0.82

Time	低い買い入れ比率 (株数ベース)		高い買い入れ比率 (株数ベース)		差の検定 (t- 値)
	CAR	t- 値	CAR	t- 値	
CAR (-20, -2)	-0.093	-0.10	-0.764	-0.82	0.86
CAR (-1, +1)	1.452	4.10 ***	2.848	7.69 ***	-2.42 **
CAR (+2, +20)	1.109	1.25	2.096	2.25 **	-1.13

注) 表3の脚注を参照。

表わす。表 6-1 はマーケット・インデックスとして TOPIX を用いた場合の平均累積超過収益率の推移であり、表 6-2 は業種別株価指数を用いた場合における平均累積超過収益率の推移である。

表 6-1 において、低い買入れ比率を設定する企業においては、決議日前日が 0.18%、当日が 0.44%、およびその翌日が 0.75% であり、当日および翌日の超過収益率が統計的に有意な正の値を示している。ノンパラメトリックな仮説検定では、決議日翌日においてのみ超過収益率が統計的に有意であることを示している。他方、高い買入れ比率を設定する企業における各時点での超過収益率は、決議日前日で 0.65%、当日で 1.15%、および翌日で 1.16% であり、いずれにおいても、統計的に 1% 水準で有意な正の値を示している。また、ノンパラメトリックな仮説検定においても、統計的に有意であることを示している。

3つの期間の平均累積超過収益率において、低い買入れ比率を設定する企業と高い買入れ比率を設定する企業における CAR (-20, -2) は、ともに統計的に有意な値を示しておらず、また、両者の超過収益率の大きさに統計的に有意な差は見られない。CAR (-1, +1) は、低い買入れ比率を設定する企業で約 1.37% であり、高い買入れ比率を設定する企業 2.96% であり、ともに 1% 水準で統計的に有意な値を示している。また、両者の超過収益率の大きさは 1% 水準で統計的に有意な差が存在する。CAR (+2, +20) は、高い買入れ比率を設定する企業で約 2.66% であり、低い買入れ比率を設定する企業で約 1.60% であり、低い買入れ比率を設定する企業において、1% 水準で統計的に有意な値を示している。しかしながら、両者の超過収益率の大きさに統計的に有意な差は存在していない。

以上の結果は、マーケット・インデックスとして業種別株価指数を用いた表 6-2 において同様に観察される。

6.4 買入れ実施率の大きさの違いによる推定結果

表 7-1 および表 7-2 は、自己株式買入れ意向の発表をした後で、実際に実施された買入れ率（株数ベース）⁷⁾ の大きさの違いによる平均累積超過収益率の推移を表わす。表 7-1 はマーケット・インデックスとして TOPIX を用いた場合の平均累積超過収益率の推移であり、表 7-2 は業種別株価指数を用いた場合における平均累積超過収益率の推移である。

表 7-1 において、低い買入れ実施率を有する企業における各時点での超過収益率は、決議日前日で 0.24%、当日で 1.03%、および翌日で 1.24% であり、当日およびその翌日において、1% 統計的に水準で有意な正の値を示している。また、ノンパラメトリックな仮説検定でも、当日および翌日において超過収益率が統計的に有意であることを示している。他方、高い買入れ実施率を有する企業においては、決議日前日が 0.55%、当日が 0.60%、およびその翌日が 0.72% であり、それらはすべて 1% 水準で統計的に有意な正の値を示している。しかしながら、ノンパラメトリックな仮説検定では、翌日における超過収益率のみが統計的に有意であることを示している。

3つの期間の平均累積超過収益率において、低い買入れ実施率を有する企業と高い買入れ実施率を有する企業における CAR (-20, -2) は、ともに統計的に有意な値を示していない。CAR (-1, +1) は、低い買入れ実施率を有する企業で約 2.52% であり、高い買入れ実施率を有する企業 1.87% であり、ともに 1% 水準で統計的に有意な値を示している。CAR (+2, +20) は、低い買入れ実施率を有する企業で約 2.65% であり、高い買入れ実施率を有する企業で約 2.45% であり、ともに 1% 水準で統計的に有意な値を示している。しかしながら、3つのいずれの期間においても、平均累積超過収益率の大きさに関して、標本間で統計的な有意な差は見られない。

表 7-1. 平均累積超過収益率の推移 [マーケット・インデックス：TOPIX]

Time	低い買入れ実施率 (株数ベース)				高い実施率 (株数ベース)			
	AR	CAR	t-値	J4 統計量	AR	CAR	t-値	J4 統計量
-20	-0.051	-0.051	-0.25	-1.16	0.038	0.038	0.20	-0.69
-19	0.197	0.146	0.95	0.52	-0.141	-0.103	-0.73	-1.13
-18	0.076	0.222	0.37	-0.73	-0.142	-0.245	-0.74	-1.45
-17	0.280	0.503	1.35	0.90	-0.210	-0.455	-1.09	-1.28
-16	-0.180	0.323	-0.87	-0.91	-0.077	-0.532	-0.40	-0.94
-15	-0.148	0.176	-0.71	-1.45	-0.162	-0.694	-0.84	-1.05
-14	-0.165	0.010	-0.80	-1.55	-0.189	-0.883	-0.99	-1.12
-13	0.171	0.182	0.83	0.91	-0.113	-0.997	-0.59	-1.03
-12	-0.021	0.160	-0.10	-0.39	-0.076	-1.073	-0.39	-0.71
-11	-0.060	0.101	-0.29	-0.40	-0.001	-1.074	0.00	-0.22
-10	-0.114	-0.014	-0.55	-0.98	-0.057	-1.130	-0.30	0.09
-9	-0.143	-0.156	-0.69	-0.42	0.225	-0.906	1.17	0.39
-8	0.003	-0.153	0.01	-0.04	-0.010	-0.915	-0.05	-0.43
-7	-0.022	-0.176	-0.11	0.02	0.176	-0.740	0.91	0.62
-6	-0.133	-0.309	-0.64	-0.57	0.019	-0.721	0.10	0.26
-5	0.024	-0.285	0.12	-0.69	-0.022	-0.743	-0.11	-0.61
-4	0.073	-0.212	0.35	-0.41	-0.213	-0.955	-1.11	-1.63
-3	-0.002	-0.214	-0.01	-0.17	0.060	-0.895	0.31	-0.20
-2	0.119	-0.095	0.58	0.00	0.003	-0.892	0.02	0.12
-1	0.244	0.150	1.18	0.80	0.555	-0.337	2.89 ***	1.84 *
0	1.030	1.180	4.97 ***	2.54 **	0.599	0.262	3.12 ***	0.95
1	1.243	2.422	5.99 ***	2.56 **	0.716	0.978	3.73 ***	2.03 **
2	0.202	2.624	0.97	0.54	0.621	1.600	3.24 ***	1.52
3	0.403	3.027	1.94 *	0.48	-0.088	1.512	-0.46	-0.88
4	0.287	3.315	1.39	0.89	-0.126	1.385	-0.66	-0.64
5	0.224	3.538	1.08	0.07	0.281	1.666	1.46	0.85
6	-0.112	3.426	-0.54	-1.27	-0.031	1.635	-0.16	-0.79
7	0.096	3.522	0.46	0.05	0.003	1.639	0.02	-0.31
8	-0.138	3.384	-0.67	-1.64	0.178	1.817	0.93	0.18
9	-0.085	3.300	-0.41	-1.34	-0.106	1.711	-0.55	-0.16
10	-0.077	3.223	-0.37	-0.41	0.285	1.995	1.48	0.70
11	0.075	3.297	0.36	-0.19	-0.123	1.872	-0.64	-0.90
12	-0.058	3.239	-0.28	-0.35	0.113	1.985	0.59	0.40
13	0.211	3.450	1.02	0.16	0.026	2.011	0.14	0.27
14	-0.004	3.446	-0.02	0.17	-0.008	2.003	-0.04	0.54
15	0.537	3.983	2.59 ***	1.79 *	0.435	2.438	2.26 **	1.43
16	0.014	3.997	0.07	0.28	0.001	2.438	0.00	0.20
17	0.061	4.057	0.29	-0.20	0.279	2.717	1.45	1.39
18	0.431	4.488	2.08 **	1.64	0.173	2.890	0.90	0.52
19	0.205	4.692	0.99	0.21	0.049	2.939	0.25	0.03
20	0.377	5.070	1.82 *	0.73	0.490	3.430	2.55 **	1.73 *

Time	低い買入れ実施率 (株数ベース)		高い買入れ実施率 (株数ベース)		差の検定 (t-値)
	CAR	t-値	CAR	t-値	
CAR (-20, -2)	-0.095	-0.10	-0.892	-1.07	1.07
CAR (-1, +1)	2.517	7.01 ***	1.871	5.62 ***	0.93
CAR (+2, +20)	2.647	2.93 ***	2.451	2.93 ***	0.23

注) 表3の脚注を参照.

表 7-2. 平均累積超過収益率の推移 [マーケット・インデックス:業種別株価指数]

Time	低い買入れ実施率 (株数ベース)				高い実施率 (株数ベース)			
	AR	CAR	t- 値	J4 統計量	AR	CAR	t- 値	J4 統計量
-20	-0.028	-0.028	-0.13	-0.99	0.200	0.200	1.01	0.22
-19	0.184	0.156	0.88	0.84	-0.119	0.081	-0.60	-0.92
-18	0.082	0.238	0.39	-0.63	-0.048	0.033	-0.24	-0.80
-17	0.137	0.376	0.66	0.15	-0.255	-0.222	-1.29	-1.69 *
-16	-0.219	0.156	-1.05	-0.93	-0.133	-0.355	-0.67	-0.98
-15	-0.159	-0.003	-0.76	-1.12	-0.234	-0.589	-1.18	-1.40
-14	-0.321	-0.324	-1.53	-2.34 **	-0.162	-0.751	-0.82	-0.93
-13	0.031	-0.293	0.15	0.30	-0.092	-0.843	-0.47	-1.08
-12	-0.031	-0.324	-0.15	0.06	-0.182	-1.024	-0.92	-1.08
-11	-0.076	-0.400	-0.36	-0.37	-0.145	-1.170	-0.73	-1.28
-10	-0.166	-0.566	-0.79	-0.86	-0.193	-1.363	-0.98	-0.96
-9	-0.176	-0.741	-0.84	-0.42	0.171	-1.191	0.87	0.46
-8	0.023	-0.718	0.11	0.27	-0.043	-1.235	-0.22	-0.56
-7	-0.072	-0.790	-0.34	-0.18	0.160	-1.075	0.81	0.47
-6	-0.158	-0.948	-0.75	-0.49	-0.105	-1.180	-0.53	0.10
-5	-0.069	-1.016	-0.33	-0.57	0.022	-1.158	0.11	-0.13
-4	-0.034	-1.050	-0.16	-0.81	-0.092	-1.250	-0.47	-1.15
-3	-0.066	-1.116	-0.31	-0.40	0.029	-1.221	0.15	0.26
-2	0.056	-1.060	0.27	-0.06	-0.090	-1.312	-0.46	-0.38
-1	0.245	-0.815	1.17	0.60	0.573	-0.739	2.90 ***	2.49 **
0	0.982	0.167	4.68 ***	3.00 ***	0.655	-0.084	3.31 ***	1.56
1	1.275	1.442	6.08 ***	3.11 ***	0.627	0.543	3.17 ***	1.82 *
2	0.176	1.618	0.84	0.26	0.599	1.142	3.03 ***	1.70 *
3	0.404	2.022	1.92 *	0.92	-0.012	1.130	-0.06	-0.02
4	0.214	2.236	1.02	0.61	-0.125	1.005	-0.63	-0.31
5	0.235	2.471	1.12	0.06	0.299	1.304	1.52	0.64
6	-0.138	2.333	-0.66	-0.91	-0.035	1.269	-0.18	-0.76
7	0.162	2.495	0.77	0.47	-0.065	1.204	-0.33	-1.08
8	-0.110	2.385	-0.52	-1.46	0.137	1.341	0.69	0.21
9	-0.072	2.313	-0.34	-1.22	-0.081	1.259	-0.41	-0.15
10	-0.138	2.175	-0.66	-0.61	0.203	1.462	1.02	0.45
11	0.096	2.271	0.46	0.15	-0.110	1.352	-0.56	-1.01
12	-0.078	2.193	-0.37	-0.65	0.182	1.533	0.92	0.55
13	0.173	2.366	0.83	0.29	0.010	1.544	0.05	0.21
14	0.017	2.383	0.08	0.26	0.021	1.565	0.11	0.93
15	0.460	2.843	2.19 **	1.92 *	0.417	1.982	2.11 **	1.21
16	-0.079	2.764	-0.38	-0.05	-0.147	1.835	-0.74	-0.42
17	0.065	2.829	0.31	0.05	0.254	2.090	1.29	1.17
18	0.344	3.173	1.64	1.42	0.046	2.135	0.23	0.02
19	0.106	3.280	0.51	-0.35	0.125	2.260	0.63	1.04
20	0.238	3.518	1.14	0.68	0.444	2.704	2.25 **	1.63

Time	低い買入れ実施率 (株数ベース)		高い買入れ実施率 (株数ベース)		差の検定 (t- 値)
	CAR	t- 値	CAR	t- 値	
CAR (-20, -2)	-1.060	-1.16	-1.312	-1.52	0.33
CAR (-1, +1)	2.502	6.89 ***	1.854	5.42 ***	0.93
CAR (+2, +20)	2.075	2.27 **	2.161	2.51 **	-0.10

注) 表 3 の脚注を参照。

以上の結果は、マーケット・インデックスとして業種別株価指数を用いた表7-2において同様に観察される。

6.5 解釈

標本分割による一連の分析結果は、多くの先行研究の主張と同様に、シグナリング仮説を支持するものである。まず第1に、企業価値について投資家と企業経営者の間に存在する情報の非対称性を前提とするシグナリング仮説のもとでは、情報の非対称性の問題に厳格に直面している小規模企業において、アナウンスメント効果が大きくなると考えられる。Ikenberry et al. (1995)は、アメリカの1980年から1990年までの公開市場買い付けによる自己株式の買入れ発表において、規模の小さい企業のアナウンスメント効果が規模の大きい企業のそれよりも大きく上回っている結果を示しており、Zang (2002)は2001年のわが国の商法改正までの公開市場買い付けを実施した企業に関して同様の結果を報告している。本論文は、Ikenberry et al. (1995)およびZang (2002)と同様の結果を示しており、従って、実証結果は、2001年10月以降の商法改正がアナウンスメント効果に対して何ら影響を及ぼしていないということを示唆している。

第2に、情報の非対称性により企業価値が市場で過小に評価されているシグナリング仮説のもとでは、自己株式買入れ意向を発表する企業のうち時価簿価比率が低い企業ほど過小評価されている傾向があり、従って、時価簿価比率が低い企業ほどアナウンスメント効果が大きいと考えられる。Ikenberry et al. (1995)は、時価簿価比率の大きさによるアナウンスメント効果による違いがアナウンス直前後では統計的に有意ではないが、その後の長期的な期間において時価簿価比率が低い企業において顕著な持続的な効果が見られることを報告している。Zang (2002)はわが国の1999年までのデータを用いて、Ikenberry et al. (1995)の結果と同様結果を報告している。本論

文は、アナウンス直前後について、時価簿価比率の低い企業におけるアナウンスメント効果が時価簿価比率の高い企業のそれよりも有意に大きいことを報告している。また、時価簿価比率の低い企業の超過収益率が、アナウンスメント後の期間においても有意に大きくなることを報告している。我々の結果は、Ikenberry et al. (1995)およびZang (2002)が報告している、アナウンスメントまでの期間において累積超過収益率が有意に下落する現象を見ることはできないが、市場で過小評価されている企業ほどアナウンスメント効果が大きいという点では、概ねシグナリング仮説と整合的である。

第3に、Comment and Jarrell (1991)は自己株式の高い買入れ比率がアナウンス前後の高い超過収益率をもたらすことを報告し、買入れ比率の大きさが経営者の情報の質を表わしていることを主張している。Zang (2002)もComment and Jarrell (1991)の結果と同様結果を報告している。本論文は、Comment and Jarrell (1991)およびZang (2002)と同様の結果を報告しており、従って、2001年10月以降の商法改正がアナウンスメント効果に対して何らかの影響を及ぼしているという仮説は支持されない。

最後に、自己株式の買入れの意向を発表した企業は、必ずしも計画通り買入れを実施する必要はない。アナウンスメントが企業価値の過小評価を表わす単なるシグナルであり、そのシグナルが経営者の予想通りに市場に反映されるならば、企業は自己株式を購入する動機は存在しない。また、2001年10月以降の金庫株制度の解禁により、企業は財務戦略の手段としてだけでなく、投資戦略の手段としても、自己株式の買入れを実施しているかもしれない(自己株式投資仮説)。すなわち、企業経営者と投資家の間に情報の非対称性が存在する場合、過小評価された株式は、その企業にとっては有益な投資対象であり、自己株式を実際に購入する動機が発生する。それ故、自己株式の買入れ実施率の高い企業においてアナウンス

前後の株価収益率は実施率の低い企業よりも高くなると考えられる。Hatakeda and Isagawa (2004) はアナウンスメント効果がアナウンス直前後およびそれ以降において、実際に自己株式の買い入れを実施の有無の違いによる有意な差が見られないことを報告している。本論文も、ほぼ同様の実証結果を報告しており、したがって、金庫株式制度により、自己株式の買い入れの株価効果に何らかの影響を与える—自己株式投資仮説—ことを実証的に見出すことはできない。

7. まとめ

本論文では、企業による自己株式取得の意向のアナウンスメントによって、その前後の期間において、その企業の株式超過収益率がどの程度変化したかを統計的に検証することで、2001年10月以降の近年における自己株式取得によるシグナリング仮説についての検証を行った。

一連の実証結果と先行研究との比較を通じて、2001年10月以降の商法改正がアナウンスメント効果に対して何らかの影響を及ぼしているとは言えないと思われる。特に、我々が得られた結果としては、①資産規模の小さい企業における自己株式取得のアナウンスメントによる株価効果は、資産規模の大きい企業のそれよりも有意に大きい。②時価簿価比率の低い企業におけるアナウンスメント効果は、時価簿価比率が高い企業のそれよりも有意に大きい。③自己株式の買入れ比率が高い企業におけるアナウンスメント効果は、買入れ比率が低い企業のそれよりも有意に大きい。が挙げられる。これらの実証結果は、2001年10月の商法改正以降においても、多くの先行研究の主張と同様に、自己株式取得によるシグナリング仮説を支持するものである。

最後に、2001年10月以降の金庫株制度の解禁により、企業は財務戦略の手段としてだけでなく、投資戦略の手段としても、自己株式の買い入れを実施する—自己株式投資仮説について検証を行った。自己株式の買い入れを実際に実施した企

業と実施しなかった企業間に統計的に有意な差が見られないことから、自己株式投資仮説の存在を見出すことはできなかった。

(日本大学経済学部助教授)

* 本論文は平成16年度日本大学学術研究助成金の助成を受けております。記して感謝いたします。

注

- 1) 例えば、Barclay and Smith (1988), Bagwell and Shoven (1989), Grullon and Michaely (2002) を参照せよ。
- 2) 例えば、Davidson and Garrison (1989), Medury, Bowyer and Srinivian (1992), Wansley, Lane and Sarkar (1996) を参照せよ。
- 3) Stephens and Weisbach (1998) は、配当政策の情報伝達機能(シグナリング)の点から自己株式買い入れの有利さを主張している。企業と投資家の間に情報の非対称性が存在するとき、配当の大きさに関するアナウンスメントは、現在及び将来のキャッシュフローに関する情報を市場に伝達することで企業価値の変動をもたらす(例えば、Bhattacharya (1979), John and Williams (1985) を参照)。現金配当の場合、配当される額が常に公開されるのに対して、自己株式買い入れの場合、企業が取締役会等により決定された額を実施する義務はない。すなわち、自己株式買い入れの場合、ネガティブな企業の配当政策に関する情報が市場に伝達されにくく、企業価値への負の影響が小さくすむと考えられる点で、企業にとって望ましい手段であると考えられる。
- 4) 詳細については、Campbell and MacKinlay (1997, pp. 172-73) を参照。
- 5) 簿価ベースにおいても同様の結果分析を行ったが、同様の分析結果を得られた。
- 6) 金額ベースにおいても同様の結果分析を行ったが、同様の分析結果を得られた。
- 7) 金額ベースにおいても同様の結果分析を行ったが、ほぼ同様の分析結果を得られた。

参考文献

- 砂川信幸 (2000) 『財務政策と企業価値』有斐閣.
- 畠田敬 (2003) 「規制緩和と自社株買い入れ発表による株価への効果」『経済集志』第 73 卷, 第 3 号, pp. 211-220.
- Bagwell, L. and J. Shoven (1989) “Cash Distributions to Shareholders,” *Journal of Economic Perspectives* 3, No.3, pp. 129-140.
- Barclay, M. and C. W. Smith (1988) “Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open Market Repurchases,” *Journal of Financial Economics* 22, pp. 61-82.
- Bhattacharya, S. (1979) “Imperfect Information, Dividend Policy and, the Bird in the Hand Fallacy,” *RAND Journal of Economics* 10, pp. 259-270.
- Campbell, J., A. Lo and A. MacKinlay (1997) *THE ECONOMETRICS OF FINANCIAL MARKETS*, Princeton University Press.
- Comment, R. and G. Jarrell (1991) “The Relative Signaling Power of Dutch Auction and Fixed Price Tender Offers and Open Market Share Repurchases,” *Journal of Finance* 46, pp. 1243-1271.
- Davidson, W. N. and S. H. Garrison (1989) “The Stock Market Reaction to Significant Tender Offer Repurchases of Stock: Size and Purpose Perspective,” *The Financial Review* 24, pp. 93-107.
- Grullon, G. and R. Michaely (2002) “Dividend, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis,” *Journal of Finance* 57, pp. 1649-1684.
- Hatakeda, T. and N. Isagawa (2004) “Stock Price Behavior Surrounding Stock Repurchase Announcements: Evidence from Japan,” *Pacific-Basin Finance Journal*, pp. 271-290.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermaelen (1995) “Market Underreaction to Open Market Share Repurchases,” *Journal of Financial Economics* 39, pp. 181-208.
- Jensen, M. (1986) “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review* 76, pp. 323-329.
- John, K. and J. Williams (1985) “Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium,” *Journal of Finance* 40, pp. 1053-1070.
- Medury, P. V., L. E. Bowyer and V. Srinivasan (1992) “Stock Repurchases: A Multivariate Analysis of Repurchasing Firms,” *Quarterly Journal of Business and Economics* 31, pp. 21-44.
- Ofer, A. and A. Thakor (1987) “A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends,” *Journal of Finance* 42, pp. 365-394.
- Ross, S., R. Westerfield and J. Jaffe (1996) *Corporate Finance*, 4th edition, Irwin.
- Sinha, S., (1991) “Share Repurchase as a Takeover Defense,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26, pp. 233-244.
- Stephens, C. and M. Weisbach (1998) “Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs,” *Journal of Finance* 53, pp. 313-333.
- Vermaelen, T. (1981) “Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study,” *Journal of Financial Economics* 9, pp. 139-183.
- Wansley, J., W. Lane and S. Sarkar (1989) “Managements’ View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums,” *Financial Management* 18 (autumn), pp. 97-110.
- Zhang, H. (2002) “Share Repurchases under the Commercial Law 212-2 in Japan: Market Reaction and Actual Implementation,” *Pacific-Basin Finance Journal* 10, pp. 287-305.