

# 自社株買いのマーケット・ タイミング仮説の検証\*

山 口 聖

## 1. は じ め に

1995年11月、自己株式の利益消却に伴うみなし配当課税が凍結され、わが国企業が自社株買いに乗り出して以降、数回の商法の改正を経て、自社株買いは配当と並び、わが国企業の重要なペイアウト（利益配分）手段となった。1997年6月には、定款授権に基づき取締役会での決議のみで自社株買いの実施が可能となる株式消却特例法、2001年10月には、買い戻した株式を保有することを認める商法第210条、2003年9月には、両者の性質を備えた商法第211条ノ3など、企業の自社株買いに関する規制は徐々に緩和されてきた<sup>(1)</sup>。自社株買いの定着化を受けて、わが国市場を対象として行われた研究も数多く報告され、サーベイ調査に基づく包括的な研究も行われている<sup>(2)</sup>。

---

\* 本稿の作成にあたり、砂川伸幸先生（神戸大学）、内田交謹先生（九州大学）、九州ファイナンス研究会参加者の方々、長崎大学ファカルティセミナー参加者の方々、アノマリー研究会参加者の方々、日本経営財務研究会第37回全国大会参加者の方々、上木敏正先生（神戸学院大学、同全国大会コメンテータ）から有益なコメントをいただきました。記して感謝いたします。

本研究はJSPS 科研費26780208の助成を受けたものです。

- (1) 2001年の商法改正までの商法の変遷については、胥（2002）に詳しい。
- (2) イベント・スタディについては、Hatakeda and Isagawa (2004)、広瀬・柳川・齊藤（2005）、牧田（2005）、株価の長期パフォーマンスについては、山口（2008、2009）、サーベイ調査については、芹田・花枝（2007）、花枝・芹田（2008、2009）

## 自社株買いのマーケット・タイミング仮説の検証（山口聖）

花枝・芹田（2008, 2009）のサーベイ調査によれば、わが国企業が自社株買いを行う際に考慮するのは、自社株式の市場価格である。この結果は、割安な自社株式を購入するため、企業はタイミングを計って自社株買いを実施している可能性を示唆するものである。

自社株買いのタイミング仮説の検証は、企業が自社株買いを利用する動機を明らかにする上で重要になると考えられる。企業は、割安に評価された自己株式を取得することにより、既存株主の富を増加させることが出来るからである。本稿の目的は、タイミング仮説の検証を通じて、企業が自社株買いを利用する動機の一つが、タイミングを選択できるという特徴にあるのかどうかを明らかにすることにある。

Brockman and Chung（2001）は、香港市場を対象として、企業は自社株式が割安に評価されている時点で自社株買いを実施していることを報告している。Zhang（2002）は日本市場、Cook, Krigman, and Leach（2004）は米国市場、Ginglinger and Hamon（2007）はフランス市場を対象として分析した結果、Brockman and Chung（2001）と同様の結果を示している。このように、各国の法制度に違いはあるものの、先行研究の結果は、タイミング仮説を支持している。つまり、企業は自社株式が相対的に低く評価されている時点を選択して自社株買いを行っているのである。

本稿では、2001年10月から2004年6月までに商法第210条に基づいて取得枠を設定し、市場を通じて自社株買いを行った東証1部上場企業351社、518の firm-year（1978回の取得実施）をサンプルとして、自社株買いのタイミング仮説を検証する。自社株買いの動機の一つがタイミングにあるのであれば、企業は自社の株価が割安に評価されている時点で自社株買いを実施しているはずである。

---

などがある。また、上野・馬場（2005）では、パネルデータを用いてペイアウト政策に関する諸仮説の検証を行っている。

Brockman and Chung (2001), 及び Cook, Krigman and Leach (2004) と同様の分析手法を用いて分析を行った結果、わが国企業は、他の期間を選択した場合に比べて、自社株式を安く購入していることが明らかになった。この結果は、タイミング仮説を支持するものであり、花枝・芹田 (2008, 2009) で示された結果とも整合するものである。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では、先行研究を概観する。第3節では、日本の自社株買に関する法制度と本研究のサンプルについて説明する。第4節は、タイミング仮説を検証するための分析方法、第5節は、分析結果を報告する。第6節は、本稿のまとめである。

## 2. 先行研究

Brockman and Chung (2001) は、自社株買の実施に関するデータを用いて、企業のタイミング能力を評価した最初の研究である。彼らは、1992年から1999年までの8年間に、上場企業が行った全ての自社株買、370の firm-year (5058回の取得実施)<sup>(3)</sup> について分析している。

香港市場では、企業が自社株買を実施する場合、株主総会での決議が必要になる。株主総会で決議されれば、企業は会計年度末までの1年間という授權期間中に、自社株買を実施することが可能となる。そして、企業が実際に自社株買を実施すれば、その情報(購入価格、及び株数)は翌日中に公表される。

自社株式が安く評価されている時点で自社株買が実施されているかをどうかを分析するため、彼らは企業が実際に自社株買に費やしたコストと、他の期間を選択した場合に生じたであろうコストを比較している。企業がタイミング能力を利用し、自社株式が割安に評価されている時点を選んで自社

---

(3) 長期の株価反応を用いたタイミング仮説の検証については、山口 (2015) において、先行研究をまとめている。

自社株買いのマーケット・タイミング仮説の検証（山口聖）

株買いを実施しているのであれば、実際の自社株買いで生じたコストは、他の期間を選択した場合に生じたであろうコストよりも低くなると推測される。

彼らは、このような正確な自社株買い実施のデータに基づき、ブートストラップを用いて分析を行っている。具体的には、企業が自社株買いを行った回（日）数を授權期間からランダムに選択し、選択された日次株価終値と取得株数を乗じることによって、他の期間を選択した場合に生じるコストを算出する。サンプル企業の firm-year 毎にこのような作業を繰り返した結果、彼らは、他の期間を選択した場合に比べて、企業は平均的に低いコストで自己株式を取得しており、企業はタイミング能力を利用していることを示している。

米国市場では、自社株買いのプログラムの有効期間は明らかではなく、自社株買いの実施に関する情報は公表されない。Stephens and Weisbach (1998) は、プログラムのアナウンス後3年以内に、企業は目標取得株式数の約82%を取得していること、計画を完遂しない企業も少なくないことを報告している。

Cook, Krigman, and Leach (2004) は、米国市場を対象として、アンケート調査によって得られた自社株買い実施のデータを基に、企業のタイミング能力を検証している。彼らは、1993年3月から1994年3月までに自社株買いのプログラムをアナウンスしたNYSE企業24社、NASDAQ企業41社に対して、自社株買いで生じたコストをさまざまなベンチマークと比較した結果、NYSE企業については、タイミング能力を利用して自社株買いを実施していることを示している。

Ginglinger and Hamon (2007) は、フランス市場を対象として、Cook, Krigman, and Leach (2004) と同様の手法を用いて分析している。フランス市場では香港市場とは異なり、取得実施のデータは月単位で公表される。日中の取引量でウェイト付けた加重平均株価を用いて分析した結果、2000年1

月から2002年12月までに自社株買いを実施した企業は、自社株式が安く評価されている時点で自社株買いを実施していることを報告している。

Zhang (2002) は、1995年10月から1999年5月までの間に、商法第212条ノ2に基づいて行われた自社株買い実施のデータを用いて、わが国企業についての分析を行っている。取得時の株価と、取締役会での取得枠設定の決議に関するアナウンス日から取得枠終了時点までの株価終値平均値を比較した結果、わが国企業においても、株価が相対的に安く評価されている時点で自社株買いが行われていることを明らかにしている。

### 3. 商法第210条に基づく自社株買い、データ、タイミング仮説

商法第210条に基づいて自社株買いを実施するには、定時株主総会において、自己株式の取得枠の設定が承認されなければならない。取得枠とは、次の定時株主総会までに買い受けることの出来る株式の種類、株式の総数、取得総額、取得方法である。取締役会において自己株式取得枠の設定を決議した企業は、取得枠の決議に関するアナウンスを行い、定時株主総会での承認を経て、承認日から翌年の定時株主総会までの期間（授権期間）に自社株買いを実施することが可能になる。

本稿では、商法第210条に基づき、市場買付によって実施された自社株買いをサンプルとする。<sup>(4)</sup> 自社株買いを実施した翌日に、実施に関する情報が公表される香港市場とは異なり、わが国において市場買付を行う企業は、ある

---

(4) 企業は自社株買いを実施する際、市場買付だけでなく、ToSTNeT (Tokyo Stock Exchange Trading NeTwork System)-2 による立会外での取引を選択することが可能である。東京証券取引所が「東証市場を利用した自己株式の取得方法について」の中で示しているように、ToSTNeT-2による自社株買いは、大株主等の特定の売方にあらかじめ売却の依頼等により行う取引であり、この取引は、経営者が自己株式取得のタイミングを選択するものではないと考えられるため、分析の対象としない。

自社株買いのマーケット・タイミング仮説の検証（山口聖）

期間中に自社株買いを実施したことを事後的に公表する<sup>(5)</sup>。事後的な取得結果のアナウンスにより、企業が自社株買いを実施した期間（日数）、取得株式数、及び取得総額が明らかにされる。

本研究では、2001年10月から2004年6月までの間に取得枠を開始し、その後市場を通じて自己株式を取得した東証1部上場企業について分析を行う。ただし、授権期間は約1年間であるため、自己株式の取得に関するデータについては2005年6月までのものを利用する。銀行、証券、保険業に属する企業については、分析から除いた。

自社株買い実施のデータは、日経 NEEDS-FinancialQUEST の企業ファイナンスデータベースから取得し、自社株買い実施期間などの詳細な情報については eol データベースから入手した。

表1は、取得枠の設定をアナウンスした企業数、自社株買い実施回数、及び取得予定株式比率と取得予定総額比率を年度毎に分類したものである。取得予定株式比率とは、枠設定のアナウンスにより明らかにされる取得予定株式数を、アナウンス時点の発行済み株式数で基準化した値、取得予定総額比率とは、枠設定のアナウンスにより明らかにされる取得予定総額を、アナウンス時の株式時価総額で基準化した値である。表1から、企業は平均して発行済み株式数の4.6%、時価総額の2.2%程度を取得しようと計画しているようである。

本研究では、授権期間内の日次株価と財務データが必要になる。日次株価については、Brockman and Chung (2001) に従い、終値を用いる。また、授権期間中に株式分割を行った企業については、サンプルから除いた。<sup>(6)</sup>

---

(5) 市場買付を選択する企業の大半が自社株買いの実施後、取得結果をアナウンスしているが、実施前に取得に関するアナウンスを行う企業も存在する。そのような企業は事前のアナウンスに加え、事後的に実施結果を報告している。

(6) 東証1部上場企業が商法第210条に基づく取得枠の設定をアナウンスし、その後自社株買いが実施された firm-year は521である。この内、3つの firm-year にお

表1 年度毎の自社株買いの回数と取得予定比率

年度	枠設定企業数	取得実施回数	取得予定株式比率		取得予定総額比率	
			平均	メジアン	平均	メジアン
2001	29	147	5.08%	4.26%	2.56%	1.77%
2002	270	1069	4.89%	4.16%	2.03%	1.43%
2003	203	696	4.36%	3.53%	2.30%	1.57%
2004	16	66	2.36%	1.76%	1.60%	1.33%
total	518	1978	4.62%	3.76%	2.16%	1.53%

(注) 取得予定株式比率は、取得枠の設定に関するアナウンス時に企業が公表する取得予定株式数をアナウンス月の発行済み株式数で基準化した値、取得予定総額比率は、取得予定総額をアナウンス月の株式時価総額で基準化した値である。

表2は、枠設定のアナウンスによって明らかにされる情報と、実施後の情報に関する記述統計量である。表中、発行済み株式数、株式時価総額については、アナウンス時点の値である。

タイミング仮説を検証するには、企業が実際に自社株買いで費やしたコストと、授権期間内の他の期間を選択して実施した場合に生じたであろうと推測されるコストを比較すればよい。タイミングが自社株買いの動機の一つであれば、企業は他の期間を選択した場合に比べて、安いコストで自社株買いを実施するであろう。

香港市場と同様、商法第210条に基づく自社株買いでは、取得枠の開始日(定時株主総会での承認日)から取得枠の終了日(翌年の定時株主総会日)までの期間(授権期間)を正確に把握することが出来る。したがって、商法第210条に基づく自社株買いでは、実際の取得期間と取得枠期間内の他の期間を区別することが可能となり、タイミング仮説を評価するのに適していると考えられる。

---

いて株式分割が行われている。これらをサンプルに含めた場合も同様の結果が得られた。

表 2 記述統計量

	最小値	平均	メジアン	最大値	標準偏差
パネル A：アナウンス					
授権期間	240	247.27	247	290	2.27
取得予定株式数 (株)	1,800	11,862,567	3,500,000	500,000,000	39,462,318
取得予定総額 (円)	2,076,000	8,635,980,098	919,419,000	499,289,304,000	41,054,998,247
取得予定株式数/発行済み株式数	0.04%	4.62%	3.76%	28.80%	3.47%
取得予定総額/株式時価総額	0.01%	2.16%	1.53%	14.06%	2.00%
パネル B：実施					
取得株式数 (株)	200	3,601,850	938,500	109,978,000	10,348,917
取得総額 (円)	2,076,000	4,808,554,484	516,219,000	207,230,979,000	17,674,325,636
取得株式数/発行済み株式数	0.005%	1.37%	0.99%	10.75%	1.29%
取得総額/株式時価総額	0.005%	1.35%	0.92%	12.22%	1.41%
取得実施回数 (回)	1	3.82	3	13	2.90
取得実施期間 (日)	1	16.72	18	239	10.97

(注) パネル Aは、取締役の決議のアナウンスにより明らかになる情報であり、パネルの後半の二行は、それぞれ、表 1 の取得予定株式比率、取得予定総額比率である。パネル Bは、自社株買いの実施に関する情報である。



## 4. 分析 方法

タイミング仮説を検証するには、企業が他の期間を選択した場合に生じたであろうコストを推定する必要がある。本研究では、二つの方法を用いる。一つは、Cook, Krigman, and Leach (2004) が採用した、授権期間や自社株買い実施期間を通じた平均株価に基づくコストであり、いま一つは、Brockman and Chung (2001) が採用した、ブートストラップ法に基づいて発生させた擬似的なコストである。

### 4.1. 平均株価に基づくコスト

タイミング仮説を検証するため、まず、Cook, Krigman, and Leach (2004) に従い、授権期間を通じた平均株価に基づくコストと、実際の自社株買いで生じたコストを比較する。企業の授権期間（定時株主総会での承認日から翌年の定時株主総会までの期間）を firm-year  $i$ 、firm-year  $i$  の平均株価に基づくコストを  $C_i$  とすると、 $C_i$  は、

$$C_i = \frac{\sum_{t=1}^{T_i} P_{it}}{T_i} V_i \quad (1)$$

である。ここで、 $T_i$  は firm-year  $i$  の営業日ベースの日数（授権期間の日数）であり、 $P_{it}$  は firm-year  $i$  の  $t$  日時点の加重平均株価である。また、 $t$  時点で購入した株式数を  $V_{it}$  とすると、 $V_i = \sum_t V_{it}$  であり、 $V_i$  は firm-year  $i$  において企業が取得した株式総数を示す。

### 4.2. ブートストラップ法に基づくコスト

タイミング仮説をより精緻に検証する方法は、企業の自社株買い戦略（購入株式数、購入期間）を採用することである。Brockman and Chung (2001) は、企業の自社株買い戦略を所与として、企業が他の期間に選択した場合に

自社株買いのマーケット・タイミング仮説の検証（山口聖）

生じたコストと実際の自社株買いで生じたコストを比較している。わが国において、Brockman and Chung（2001）と同様の方法を採用するには、若干の工夫が必要になる。香港市場においては、自社株買いの実施日を日次ベースで特定することが出来る。したがって、例えば企業が授権期間中の6日間に自社株買いを実施する場合、授権期間内の6日間をランダムに選択し、1日毎に取得株式数と株価を乗じてコストを計算し、それらを合計することにより、他の期間を選択した場合に生じたであろうコストを算出することが出来る。

しかしながら、わが国においては、企業はある期間中に自社株買いを実施したことを報告する。したがって、本研究では授権期間内からランダムに選択された、ある期間を通じた加重平均株価の平均値と取得株式数を乗じることにより、企業が他の期間を選択した場合に生じたであろうコストを計算する。実際の企業の自社株買い実施の情報を用いて、ブートストラップに基づくコストの算出方法を説明すると以下のようなになる。

光学ガラスメーカーのHOYA株式会社は、2002年6月21日から2003年6月20日までの247日間（営業日ベース）のfirm-yearに、（1回目）2003年1月21日から23日までの3日間に、80000株に対して67,092,000円、（2回目）2003年2月26日から3月20日までの17日間に、857000株に対して6,266,563,000円、総額6,937,465,000円を費やしている。このfirm-yearに対して、

- (1) 取得枠期間中である247日間の最後の2日間を除く245日間から、実際の取得日開始日（1月21日）を除く1日をランダムに選択し、その後3日間の加重平均株価の平均値を算出する。そして、この3日間の平均値に80000株を乗じて、他の期間を選択した場合に1回目の取得で生じたであろうコストを計算する。

- (2) (1)と同様、247日間の最後の16日間を除く231日間から、2月26日を除くある1日をランダムに選択し、その後17日間の加重平均株価の平均値を算出する。そして、この17日間の平均値に857000株を乗じて、他の期間を選択した場合に2回目の取得で生じたであろうコストを計算する。
- (3) (1)と(2)から求められたコストを合計することにより、HOYAが2002年6月21日から開始したfirm-yearに、他の期間を選択して自社株買いを行った場合に生じたであろうコストを推定することが出来る。
- (4) 復元抽出により、(1)から(3)の作業を1000回繰り返すことにより人工的に1000個求められたコストと、HOYAが実際に費やしたコストと比較することにより、タイミング能力を評価する。

## 5. 分析結果

### 5.1. 平均株価に基づくコスト

表3のパネルAは、授権期間を通じた平均株価に基づくコストと、実際のコストを比較した結果である。518サンプルの中で、実際に生じたコストが、(1)式から計算されるコストを下回ったのは363サンプルであり、この期間中に自社株買いを実施したサンプルの約70%が、自社株式を割安に購入していることが分かる。Cook, Krigman, and Leach (2004)では、NYSE企業の約83%が割安に購入していることを報告している。わが国においても、2003年度については、サンプルの約75%が割安に購入しており、米国市場の結果よりも若干低下するものの、その割合は非常に高いことが分かる。

しかしながら、自社株買いの実施をfirm-year毎に集計する場合、結果は過大評価されている可能性がある。例えば、企業が授権期間中に複数回、自社株買いを実施する場合、そのうちの一回のみにおいて、偶然大きく割安に

自社株買いのマーケット・タイミング仮説の検証（山口聖）

購入できたのだとしても、授権期間を通じてみれば割安に購入したと判断される可能性があるからである。

パネルBは、firm-year 毎に集計せず、実施のアナウンス毎に公表される実際のコストと、公表された取得株式数に授権期間を通じた加重平均株価の平均値を乗じて算出したコストを比較した結果である。firm-year 毎に集計した場合と同様、実施回数で見た場合も、その約65%の回数において、企業は自社株式を割安に購入していることが分かる。企業は全ての自社株買いで、一貫して割安に購入しているようである。そして、符号検定の結果は、パネルA、B共に、割安に購入した割合は1%水準で有意であることを示している。

表3のディスカウント率は、企業がどれほど割安に自社株買いを実施したのかを示している<sup>(7)</sup>。まず、サンプル全体の結果を見ると、パネルAでは、ディスカウント率の平均（メジアン）は6.27%（3.52%）と1%水準で有意である。この結果は、firm-year 毎に集計した場合、企業は加重平均株価の平均値に基づくコストに比べて、6.27%（3.52%）割安に自社株買いを実施したことを示している。パネルBについても、サンプル期間全体で見たディスカウント率は、1%水準で有意な値を示している。この結果は、企業が株価が割安な時点を選択して自社株買いを行っていることを示している。

## 5.2. ブートストラップ法に基づくコスト

表4は、ブートストラップ法に基づくコストに比べて、企業が割安に購入した程度を示している。表中の統計量（Min, Mean, Median, Max）は、1サンプルごとに1000個算出される擬似的なコストを、実際のコストで基準化

---

(7) ディスカウント率=枠期間内の平均株価に基づくコスト/実際のコスト-1である。

表3 企業が自社株買いに費やしたコストと枠期間内平均株価に基づくコストの比較

パネルA	枠設定企業数	割安で購入した 企業数	%	ディスカウント率	
				平均	メジアン
2001	29	18	62.07%	6.38***	2.56**
2002	270	184 <sup>+++</sup>	68.15%	4.19***	3.26***
2003	203	152 <sup>+++</sup>	74.88%	9.48***	4.13***
2004	16	9	56.25%	0.26	1.85
total	518	363 <sup>+++</sup>	70.08%	6.27***	3.52***
パネルB	枠設定企業数	割安で購入した 企業数	%	ディスカウント率	
				平均	メジアン
2001	147	88	59.86%	3.61***	2.10***
2002	1069	673 <sup>+++</sup>	62.96%	3.21***	2.59***
2003	696	485 <sup>+++</sup>	69.68%	8.36***	4.12***
2004	66	38	57.58%	0.99	0.98
total	1978	1284 <sup>+++</sup>	64.91%	4.98***	3.06***

(注) パネルAは年度毎の取得枠を開始した企業数、パネルBは年度毎の取得実施回数で分類した結果である。%は枠開始企業数(取得実施回数)に対して、割安で購入した企業数(回数)の比率である。ディスカウント率=(枠期間内の平均株価に基づくコスト/実際のコスト-1)×100。\*\*\*, \*\*は、平均値(メジアン)について、t検定(符号順位検定)を行った結果、それぞれ1%、5%水準で有意であることを示す。+++は符号検定を行った結果、1%水準で有意であることを示す。

して求まる統計量の518サンプルを通じた平均値である。

サンプル全体の結果に注目すると、最小値の平均値は0.70である。これは、企業が授権期間内で最も株価が割安に評価されている時点を選択した場合、平均して、実際に生じたコストの70%のコストで取得できたことを示している。一方、最大値は最小値とは逆に、自社の株価が最も高く評価されている時点で自社株買いを実施した場合、平均して、実際に生じたコストを約32%上回る価格で購入していたことを示している。

平均、及びメジアンの結果に注目すると、共に1.0を上回っている。これらの結果は、企業は擬似的なコストの平均値(メジアン)に比べて、4.5%

表4 ブートストラップ法に基づくコストに比べて割安に購入した程度

年度	枠設定企業数	取得実施回数	ブートストラップ法に基づくコスト/実際のコスト			
			Min	Mean	Median	Max
2001	29	147	0.696	1.049**	1.050**	1.245
2002	270	1069	0.676	1.021***	1.019**	1.276
2003	203	696	0.731	1.081***	1.066***	1.411
2004	16	66	0.698	0.993	0.998	1.107
total	518	1978	0.699	1.045***	1.039***	1.322

\*\*\*, \*\*, \* は, Mean, Median について, 枠設定企業数を通じた平均値=1 という帰無仮説を検定した結果, それぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

(3.9%) 割安に購入していることを示している。そして、これらの値は 1 を有意に上回る。この結果は、企業が他の期間を選択した場合に比べて、株価が割安な時点で自社株買いを実施していたことを示している。<sup>(8)</sup>

表5は、ブートストラップ法に基づくコストに比べて割安に購入した割合を示している。表中の p 値とは、1 サンプルにつき1000個算出される擬似的なコストに対する p 値であり、各々の firm-year について1000個算出される擬似的なコストの中で、それが実際のコストを下回った割合を示している。

表5から、518の firm-year の中で、人工的なコストに比べて5%水準で有意に割安に購入したのは11%であることが分かる。この値は、Brockman and Chung (2001) によって報告された香港市場の37%に比べて低い水準にある。しかしながら、擬似的なコストに比べて50%水準を下回るコストで購入した firm-year は65%に達する。この結果は、擬似的なコストのメジアンよりも低いコストで自社株買いを実施している企業が65%であったことを意味しており、この値は、符号検定の結果1%水準で有意である。ブートストラップ法に基づくこれらの結果は、表3の結果と同様、企業は自社株式を割安に

(8) Brockman and Chung (2001) では、平均（メジアン）はそれぞれ1.09 (1.04) であり、メジアンについては香港市場と同等の結果が得られた。

表5 ブートストラップ法に基づくコストに比べて割安に購入した割合

年度	$p$ 値<0.50		$p$ 値<0.10		$p$ 値<0.05		$p$ 値<0.01	
	#	%	#	%	#	%	#	%
2001	18	62.07%	5	17.24%	2	6.90%	1	3.45%
2002	165***	61.11%	39	14.44%	23	8.52%	7	2.59%
2003	143***	70.44%	57	28.08%	32	15.76%	13	6.40%
2004	9	56.25%	2	12.50%	1	6.25%	0	0.00%
total	335***	64.67%	103	19.88%	58	11.20%	21	4.05%

#は、それぞれの有意水準で割安に購入した回数。%は、枠設定企業に対する#の割合。\*\*\*は、符号検定の結果1%水準で有意であることを示す。

購入していることを示す結果である。

## 6. ま と め

本稿では、2001年10月から2004年6月までに自己株式の取得枠を設定し、その後市場を通じて自社株買いを実施した企業のデータを用いて、自社株買いのタイミング仮説の検証を行った。わが国を対象として行われたサーベイ調査によれば、企業が自社株買いを実施する際に考慮するのは、自社株式の市場価格である（花枝・芹田（2008, 2009））。タイミング仮説が支持される場合、企業は自社の株価が割安に評価されている時点を選んで実施するはずである。本研究では、タイミング仮説を検証するため、Brockman and Chung (2001)、及びCook, Krigman, and Leach (2004)と同様の方法を用いて分析を行った。

まず、Cook, Krigman, and Leach (2004)に従い、平均株価に基づいて算出されるコストと、企業が実際に自社株買いに費やしたコストを比較した結果、518のfirm-yearの約70%において、企業は自社株式を割安に購入していることが明らかになった。次に、Brockman and Chung (2001)と同様のブートストラップ法を用いて算出したコストを分析した結果、企業が自社株買いに費やしたコストは、他の期間を選択した場合に生じるコストを有意に下回っ

自社株買いのマーケット・タイミング仮説の検証（山口聖）

ており、擬似的なコストよりも50%水準で低いコストで自社株買いを実施した firm-year は、全体の65%に上っている。これらの結果は、企業は自社株式が割安な時点を選択して自社株買いを実施していることを示している。

わが国においても先行研究と同様、商法第210条に基づいて自社株買いを実施した企業は、自社の株価が割安に評価されている時点を選択して、自社株買いを実施していることが明らかになった。花枝・芹田（2008, 2009）によって示された結果と照合すると、わが国企業の自社株買いの動機の一つが、タイミングを選択できるという自社株買いの特徴にあることを明らかにしている。

#### 引用文献

- 胥鵬（2002）、「自己株式取得の法と経済分析（中）」『経済志林』70(1and2), 149-173.
- 芹田敏夫, 花枝英樹（2007a）, 「わが国企業の株価認識と財務行動 —サーベイ・データにもとづく実証分析—」『現代ファイナンス』21, 55-79.
- 花枝英樹, 芹田敏夫（2008）, 「日本企業の配当政策・自社株買い—サーベイ・データによる検証—」『現代ファイナンス』24, 129-160.
- 花枝英樹, 芹田敏夫（2009）, 「ペイアウト政策のサーベイ調査：日米比較を中心に」『証券アナリストジャーナル』47(8), 11-22.
- 広瀬純夫, 柳川範之, 齊藤誠（2005）, 「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—」『経済研究』56(1), 30-41.
- 牧田修治（2005）, 「わが国上場企業の自社株買いに関する実証研究—フリーキャッシュフロー仮説の検証—」『現代ファイナンス』17, 63-81.
- 山口聖（2008）, 「自社株買いと長期の株価パフォーマンス」『現代ファイナンス』23, 153-169.
- 山口聖（2009）, 「自社株買いと資本市場—株価反応に基づくシグナル仮説の検証—」『証券アナリストジャーナル』47(8), 31-41.
- 山口聖（2015）, 「自社株買いのマーケット・タイミング仮説についての考察」『甲南経営研究』56(2), 93-112.
- Brockman, P., and D. Y., Chung（2001）, “Managerial timing and corporate liquidity: evidence from actual share repurchases,” *Journal of Financial Economics* 61, 417-448.
- Cook, D. O., Krigman, L., and J. C., Leach（2004）, “On the Timing and Execution of Open Market Repurchases,” *Review of Financial Studies* 17, 463-498.
- Hatakeda, T., and N. Isagawa（2004）, “Stock price behavior surrounding stock repurchase announcements: Evidence from Japan,” *Pacific-Basin Finance Journal* 12(3), 271-290.



Stephens, C. P., and M. S., Weisbach (1998), "Actual Share Reacquisitions in Open- Market Repurchase Program," *Journal of Finance* 53, 313-333.

Zhang, H. (2002), "Share repurchases under the Commercial Law 212-2 in Japan: Market reaction and actual implementation," *Pacific-Basin Finance Journal* 10 (3), 287-305.