

フリーキャッシュフロー仮説による台湾企業の 自社株買い行動の分析

鄭 廳 宜

要 約

本論文の目的は、台湾の自社株買い企業をフリーキャッシュフロー仮説で検証することである。2000 年から 2004 年の間に初めて自社株買いを実施した企業 303 社を対象に検証した結果、自社株買い企業の財務構造はフリーキャッシュフロー仮説と整合的であることが判明した。つまり、自社株買いのアナウンスメント直前の自社株買い企業の特徴は、(1)有望な投資機会が乏しく、(2)収益性や成長性は限界に直面しており、(3)財務余裕は相対的に豊富であった。自社株買い企業は過剰投資に繋がりがやすいという特徴を持っていた。また、自社株買い企業の株価は、自社株買いのアナウンスメント直後、反転して上昇していた。特に、トービンの Q が「1」より小さい投資機会の少ない企業は、過剰投資の抑制を好感し、アナウンスメント直後、株価が市場を著しく凌駕していた。

1 はじめに

台湾株式市場の暴落

表 1 には、台湾株式市場の最近の状況が示されている。上場企業数をみると、1998 年に前年度の 404 社から 437 社、2005 年には 691 社とい

う急増ぶりを示し、時価総額は 15,633,858 百万台湾ドルに達している。台湾証券取引所 (Taiwan Stock Exchange Corporation : TSEC) の統計によれば 2005 年の年間取引株数は 663,512 百万株数、取引金額は 18,818,901 百万台湾ドルである。バブル期の 1989 年は約

表 1 台湾株式市場の概況

年	上場 企業数	上場総株 式数	上場株式 時価総額	取引株数	取引株数 転回率	取引金額	株価指数 (年末)
1997	404	206,632	9,696,113	654,201	368.50	37,241,150	8,187.27
1998	437	269,666	8,392,607	612,010	261.70	29,618,970	6,418.43
1999	462	305,654	11,803,524	678,064	237.57	29,291,529	8,448.84
2000	531	363,018	8,191,474	630,868	195.28	30,526,566	4,739.09
2001	584	406,400	10,247,599	606,420	159.58	18,354,936	5,551.24
2002	638	441,040	9,094,936	856,190	205.22	21,873,951	4,452.45
2003	669	470,551	12,869,101	917,579	205.50	20,333,238	5,890.69
2004	697	503,132	14,040,529	987,573	206.09	23,875,367	6,139.69
2005	691	538,995	15,633,858	663,512	127.27	18,818,901	6,548.34

注：上場総株式数(単位：100万株)：取引株数(単位：100万株)：取引金額(単位：100万台湾ドル)。
〔出所〕台湾証券取引所の公開情報観測より作成。

25兆台湾ドルに達しているが、最近は相対的に安定した水準で推移している。

台湾株式市場の特徴としては、個人投資家の占める比率が高いこと、電子産業株に売買が集まる傾向があることである。電子株の取引金額と取引株数が市場全体の取引金額と取引株数に占める比率はしばしば80%以上になることがある。一般に電子産業株⁽¹⁾のPBR(株価純資産倍率)は他の業種株⁽²⁾より高い。なお、電子産業及び金融関連業種⁽³⁾以外は、ひとまとめにして伝統産業と呼ばれている。

自社株買い制度の導入

1995年、中国は台湾に向けてミサイルを試射し、台湾証券市場は暴落した。この暴落を受け、財政部は積極的に金庫株制度の検討を始め、産、官、学の多方面からの協力を得、そのメリット、デメリットを分析した。1997年の7、8、9月に東南アジアではアジア金融危機が起こり、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン等の国が再度経済のバブル化の危機に見舞われた。世界の主要な証券市場が大きな衝撃を受け、アジア各国も同様に株式市場の大幅下落に見舞われた。台湾もアジア金融危機の影響を受け、台湾株価指数が8月27日中取引最高に達した10,256⁽⁴⁾から2ヶ月以内に3,000以上も暴落し、下げ幅は3割にも達し、投資家の信頼はど

んど底まで落ち込んだ。

アメリカには金庫株制度があり、1987年の暴落と1997年10月の市場大暴落の直後、多くの上場会社が自社株を買い戻して株価の安定に成功した。この事例に学び⁽⁵⁾、株式市場を救うため、1997年10月に行政院が金庫株制度証券取引法修正草案を立法院に提出して審議した。証券取引法の修正案第28条の2の規定で、上場・店頭会社は経済要因以外の要因で影響を受けた時は、市場の信用と株主の権益が重大な損害を被るのを防ぎ、また低迷する株式市場を救うために、自社株の買い戻しが可能になる。すなわち金庫株制度により株式市場を安定させるという構想である。しかし専門家は証券取引法の公平秩序の原則に抵触すること、また会社が金庫株制度を実施すると株価を操作できるようになり、インサイダー取引などの逸脱行為が考えられることを懸念し、金庫株制度の実施までには関係の条文を整備する必要があるとして慎重な審議を主張した。

2000年3月の総統選挙によって政権が交替した後、株式市場は継続して下落した。台湾株価指数と取引量は最低記録を更新し続け、国内の経済に衝撃を与え、政府の経済政策に対する投資家の不信を招いた。政府は投資家の信頼を回復するための公式発言を何度も行い、機関投資家である五大基金⁽⁶⁾には株の購入を要求し

(1) 電子産業株のPBR(株価純資産倍率)は他の業種株より高いので電子株がグロース型株と呼ばれている。他の業種株はバリュー型株と呼ばれている。

(2) 台湾証券取引所産業セクターは次のとおりである。

セメント、食品、プラスチック、繊維、電気・機械、電気器具・ケーブル、ガラス・セラミック、紙・パルプ、鉄鋼、ゴム、自動車、電子、建設、運輸、旅行、金融、その他。

(3) 金融関連産業は銀行業、証券業、保険業、その他金融業に分類される。

(4) 1966年における株価時価総額を100として、上場株式を対象に、現在の時価総額を加重平均した指数である。

(5) 1987年10月にアメリカ株式市場がいわゆるブラック・マンデーの大暴落に見舞われた際、会社が金庫株で自社株を買い戻した金額は440億ドルに達し、うち最も代表的な例はIBMやIntelが自社株の買い戻しを宣言した後、株価の下落が止まって上昇に転じ、全体的な株価の安定に寄与した。1997年10月27日にアメリカの株式市場が554ポイント暴落した際も、同様にIBMなどのIT株が金庫株制度を利用し、株式市場は安定した。

た。このような背景のもとで2000年6月30日に立法院で証券取引法修正案が通過した。ここに証券取引法第28条の2が台湾の上場・店頭会社の自社株買いに法的根拠を与えた。同年の8月7日、財政部証券及び先物委員会 (Securities and Futures Commission, Ministry of Finance, SFC) が証券取引法第28条の2第1項で「上場・店頭会社自社株買い施行管理法」を取り決め、上場・店頭会社が一定の条件のもと、外部に流通している自社株を買い戻すことが許可された。同年7月21日に発効、8月9日から施行されている。

なお、台湾では、自己株式取得企業は2000年8月7日から2005年12月31日までの累計で社数が379社、件数が1,279件、金額がおよそ2,664億台湾ドルに達している。自社株買いの目的をみると、「従業員に譲渡する」が802件、「ストックオプション目的」が20件、「会社の信用及び株主の権益を守る」が457件となっている。

台湾での自社株買い行動の実証研究

この論文では、台湾の上場企業の自社株買い行動をフリーキャッシュフロー仮説の視点から分析する。台湾では自社株買いアナウンスメント直後にどのように株価に影響を与えるのかに関して多くの先行研究が存在する。しかし、ほとんどの研究がシグナリング仮説あるいはアンダーバリュエーション仮説を検証しているにすぎない。自社株買いのアナウンスメントは、経営者が現在の株価が適正な水準 (true value) を下回っていると判断しているということのシグナルとして機能しているという仮説が、アンダーバリュエーション仮説である (牧田 [2005])。特に、株価が下落する局面で適正株

価を下回りやすいことから、自社株買いは株価下落局面でアナウンスメントされることが多い (Isagawa [2000])。台湾の先行研究では、アンダーバリュエーション仮説について李宗祥 [2001]、楊琬婷 [2001]、蔡曉琪 [2001]、楊文振 [2002]、金鐵英 [2003]、Lia, Ke and Yu [2005] などが、自社株買いを行なった企業では自社株買いアナウンスメント直後に正の累積超過収益率が生じており、アンダーバリュエーション仮説が支持されると報告している。

本論文のねらい

これに対し、フリーキャッシュフロー仮説に関する台湾での研究はほとんど見られない。本論文はフリーキャッシュフロー仮説を2段階で検証する。

① まず、「自社株買いは、企業が過剰投資を抑制する一つの手段となっているか」という問題を、以下に説明する財務指標と累積平均超過収益率の変化を通じて検証する。台湾では過剰投資が今後も繰り返される可能性が高い。それだけに、これら財務指標による分析の持つ意義は大きいと考えられる。

② 本稿では、さらに一歩進め、フリーキャッシュフロー仮説がより強く当てはまる企業ほどアナウンスメント直後に生じる累積超過収益率が大きいという事実を明らかにし、フリーキャッシュフロー仮説を補強する。いずれの検証でも、検証方法を充実させる。

本論文の構成は以下の通りである。まず次節では、本論文で検証する仮説及び先行研究の実証分析を整理する。第3節では実証分析の使用データ及び実証方法を説明する。第4節では実証結果を示しその解釈をする。第5節では結論を要約し、今後の課題について述べる。

(6) 五大基金とは郵便貯金、労働者退職基金、労働者保険基金、公務員退職補償金及び国家金融安定基金が含まれている。

2 仮説

企業の発展段階とフリーキャッシュフロー

一般に、創業して間もない企業は、概して有望な投資案件が多く、資本支出が増加し、フリーキャッシュフローが減少する。成長性が高い一方で、企業としてのレピュテーションが確立していないことから、資本市場に対するアクセスに強い制約がある。その後、企業は成長を続けるなか、新しい競争者がその産業に参入することにより、企業の成長が減退し、収益率が低下し始める。最終的に、これらの企業が時を経て成熟し、総資産規模も拡大してくると、成長機会は減少してくる。この最終段階では、企業は大量のフリーキャッシュフローを持ち、過剰投資をもたらし可能性が高くなる。このように成熟期に近づいた企業ほど、株主還元に対して強いインセンティブを持つ (Grullon, Michaely and Swaminathan [2002], Julio and Ikenberry [2004])。

フリーキャッシュフロー仮説の検証：米国と日本の研究

アメリカでは Howe *et al.* [1992], Perfect *et al.* [1995] Nohel and Tarhan [1998], Grullon and Michaely [2004] らが、日本では小西・趙 [2003], 牧田 [2005] らがフリーキャッシュフロー仮説の実証分析を行っている。これらの分析はいずれもトービンの Q を用いている。Nohel and Tarhan [1998] は、公開買い付け (fixed-price tender offer and Dutch auction) のアナウンスメントを行った企業を対象に分析し、トービンの Q が「1」を下回るグループでみられるアナウンスメント後の ROA の向上は、資産売却や投資抑制による資産回転率の上昇に起因するということを明らかにし、フリーキャッシュフロー仮説を支持できるとした。Grullon and Michaely [2004] は、市場買い付け

(open-market share repurchases) のアナウンスメントを行った企業を対象に、現預金比率 (cash reserve)、設備投資比率、システムティック・リスク及び資本コストなどがアナウンスメント後に有意に低下していることを明らかにした。つまり、自社株買いアナウンスメント後にはフリーキャッシュフローが減少し、設備投資も抑制されている。ここにフリーキャッシュフロー仮説が支持できると結論している。

日本では小西・趙 [2003] は、1998 年に日本で公表された自社株買情報を対象に、自社株買いに関するシグナリング仮説とフリーキャッシュフロー仮説を検証している。自社株買い公表日の超過収益率と企業規模およびトービンの Q の間には相関があることが確認され、両仮説が支持されたという。牧田 [2005] では、1996 年から 2001 年の間に市場買い付けのアナウンスメントを行った企業を対象にフリーキャッシュフロー仮説を検証し、(1)自社株買い企業は、フリーキャッシュフローが過剰投資を引き起こしやすい企業としての特徴を持っている、(2)自社株買いのアナウンスメント後にプラスの超過収益率が生じている、(3)アナウンスメント後にフリーキャッシュフローが減少し、また、設備投資が減少していない事実を明らかにしている。

フリーキャッシュフロー仮説の限定

Jensen [1986] に依拠したフリーキャッシュフロー仮説では、自社株買い企業の特徴は、収益率と資本支出が低下し、大量のフリーキャッシュフローを持ち、過剰投資をもたらし可能性が高いというものである。Grullon and Michaely [2004] は、このフリーキャッシュフロー仮説のもとでは、より具体的に、企業の自社株買いアナウンスメント後に、収益率、資本支出及びキャッシュフローが減少し、システムティック・リスクと資本コストが低下する、という。

ではエージェンシー・コストがなぜ発生するのか。企業が成熟段階に入ると、新しい投資機会が減少する一方、フリーキャッシュフローが増加し、これらがエージェンシー・コンフリクト (agency conflicts) をもたらす⁽⁷⁾。企業はエージェンシー・コストが発生するのを避けるため自社株買いあるいは配当増配を行う、という意思決定が可能である。自社株買いあるいは配当増配は、投資機会の減少や総資本利益率 (return on assets: ROA) の低下と整合的でなければならない。

まず、自社株買い企業は過剰投資を引き起こしやすいかどうかを確認する。

仮説 1. 自社株買い企業はフリーキャッシュフローが過剰投資を引き起こしやすい企業としての特徴を持っている。

具体的には、自社株買いのアナウンスメントをした企業は有望な投資機会に乏しく、収益性が限界に直面していたか、また、財務余裕があったかが問われる。そこで仮説 1 を検証するための次の 3 つの検証仮説を立てる。

仮説 1.1 自社株買い前には、自社株買い企業の将来投資機会は非自社買い企業より相対的に低い。

仮説 1.2 自社株買い前には、自社株買い企業の収益性は非自社買い企業より相対的に低い。

仮説 1.3 自社株買い前には、自社株買い企業の財務余裕は非自社買い企業より相対的に高い。

3 つの検証方法

分析結果の信頼性を高めるため、上記の仮説を 3 つの角度から分析する。①は先行研究と同じ方法であり、②、③は、①を補強するための新たな試みである。

① Lie [2001], Grullon and Michaely [2004], 牧田 [2005] らと同じペア・サンプル法。

メリットとしては、同質、同規模の企業と比較されデータがコントロールされる点、欠点としてはサンプル選定基準、サンプル選択時に恣意性が介入する点を上げることができる。

② 一度も自社株買いをしていない企業すべてを非自社株買い企業とする方法。

メリットとしては、データ選定に恣意性が介入しない点をあげることができる。欠点は産業の違いなどからくる歪みをコントロールできない点である。

③ サンプルを電子産業とそれ以外の産業（これを伝統産業という）に分けた上で②を行う方法。

メリットとしては産業の要因をある程度コントロールできる点、欠点としては各群のサンプル数が小さくなり、分析結果が不安定になる点をあげることができる。

台湾の産業を見ると、1980 年代における台湾の経済成長は伝統産業が中心であったが、1990 年代からの台湾経済は、アメリカと同様、電子産業を中心に発展している。そこで次の仮説 1.1.A と 1.2.A を定立し、検証する。また、電子産業は成長型の産業であるため、将来に起こる熾烈な競争に対応するため、絶えず技術開発を行い、合わせて技術の蓄積を図り、拡大競争における優勢を勝ち取る必要があるため、将来の資本支出における資金需要が伝統産業より高かったと考えられる。そこで仮説 1.3.A を定

(7) 大量のフリーキャッシュフローを持つ、エージェンシー・コストが発生する可能性がある (Jensen [1986])。

立する。

仮説 1.1.A 伝統産業と電子産業とに分けても自社株買い企業は非自社株買い企業の将来投資機会より小さい。

仮説 1.2.A 伝統産業と電子産業とに分けても自社株買い企業は非自社株買い企業の収益率より小さい。

仮説 1.3.A 電子産業と伝統産業とに分けても自社株買い企業は非自社株買い企業の財務余裕より大きい。

仮説の拡張：フリーキャッシュフローと超過収益率

フリーキャッシュフローとは収益率が資本コストを上回る全てのプロジェクトに投資を実行した後に残る余剰資金をいう。Grossman and Hart [1982] や Eastetbrook [1984] は、経営者がコントロールできるキャッシュフローを最小限にしたら、馬鹿騒ぎに使うこと（マイナスの投資プロジェクトへ投資すること）が難しくなるという。多額のキャッシュフローを株主に分配する財務手段のひとつである自社株買いを通じて株主にフリーキャッシュフローを分配すると、余剰キャッシュフローに起因するエージェンシー・コストが削減できる。したがって、自社株買いはグッド・ニュースであり、自社株買いアナウンスメント後に正の超過収益率が生じるであろう。

また、Jensen [1986] は、経営者がキャッシュを資本コスト以下のプロジェクトに投じることや組織的非効率（organization inefficiencies）に浪費することよりも、むしろそれを支払い戻

す（disgorge）よう経営者を動機づける方法として配当増配及び自社株買いを提示する。すなわち、経営者と株主との利益が一致していない状況下で、経営者は自ら評判向上を狙って企業規模を拡大するため採算に合わない買収を行う恐れがある。あるいは、正味現在価値⁽⁸⁾（net present value）がプラスの投資プロジェクトが乏しく、経営者の手元にフリーキャッシュフローが存在する企業は、過剰投資を行いがちである。このような形でのエージェンシー・コストの増加は企業価値の低下を招く恐れがある。フリーキャッシュフロー仮説では、このような状況で自社株買いがアナウンスされれば、フリーキャッシュフローが削減されて企業価値の低下が回避されることが見込める。その結果、自社株買いアナウンス直後に株価は市場平均以上に上昇する。そこで仮説 2 を定立し、検証する。

仮説 2. 自社株買いのアナウンスメント直後に累積平均超過収益率が增加する。

自社株買い企業でも投資機会の大小によって効果が異なる（投資機会が小さいほど効果が大きい）であろう。Howe *et al.* [1992] は 1979 年から 1989 年までに、公開買い付け（tender offer share repurchases）のアナウンスメントを行なった企業を対象に、トービンの Q が「1」より大きい企業と小さい企業で自社株買いのアナウンスメント直後の累積平均超過収益率に有意な差があるかを検証し、差が認められないことから、フリーキャッシュフロー仮説はサポートできないと結論を下している。しかし、Perfect *et al.* [1995] は 1978 年から 1990 年までに、公開買い付けのアナウンスメントを行なった企業を

(8) 粗現在価値と当初投資額の差は正味現在価値といわれている。

対象に、トービンの Q を短期のトービンの Q と長期のトービンの Q に分けフリーキャッシュフロー仮説を検証し Howe *et al.* [1992] と同様に長期のトービンの Q が「1」より大きい企業と小さい企業で自社株買いのアナウンスメントにともなう累積平均超過収益率に有意な差が見られないが、短期のトービンの Q が「1」より小さい企業の累積平均超過収益率は「1」より大きい企業より高く、短期のトービンの Q が長期のトービンの Q より小さい企業の累積平均超過収益率は短期のトービンの Q が長期のトービンの Q より大きい企業より高いことを明らかにし、フリーキャッシュフロー仮説が支持できると結論している。

そこで上記の2論文に共通する仮説部分を次の仮説 2.1 として定立、トービンの Q の大小で累積平均超過収益率に有意な差が生じたかどうか、その結果自社株買いの動機としてフリーキャッシュフロー仮説を支持できるかを検証する。

仮説 2.1. 自社株買い企業のうちトービンの Q が「1」より小さい企業の累積超過収益率はトービンの Q が「1」より大きい企業より大きい。

フリーキャッシュフロー仮説のもとで過剰投資を引き起こしやすい企業が持つ特徴は低いトービンの Q と高いフリーキャッシュフローである。そして、トービンの Q が低い企業はトービンの Q が高い企業より累積平均超過収益率が大きい (Howe *et al.* [1992], Perfect *et al.* [1995])。また、すでに示した仮説 1.1.A「伝統産業は電子産業より投資機会が少なく」と仮説 2.1「自社株買い企業はトービンの Q が「1」より小さい企業の累積平均超過収益率の効果はトービンの Q が「1」より大きい企業より高い」を前提として次の仮説 2.2 を定立する。仮説

2.1 はトービンの Q の「1」を基準として二つのグループに分け、検証するのに対し、仮説 2.2 では産業を伝統産業と電子産業に分けそれぞれの平均値を比較して検証する。

仮説 2.2. 自社株買い企業のうち、投資機会が小さい伝統産業は、投資機会が大きい電子産業に比べ累積平均超過収益率は大きい。

3 データと方法

サンプルの選択

分析対象となる企業は台湾証券取引所上場企業のうち、2000 年 8 月から 2004 年 12 月の間に、自社株買い予定のアナウンスメントが『経済日報』か『工商日報』に掲載された企業である。ただし、分析期間中に自社株買いを二回以上行なっている企業に関しては、初回だけをサンプルとし、これを「初回自社株買い企業」と呼ぶこととする。また、台湾証券取引所業種分類で金融関連業種に分類される企業は、他業種に比べて相対的に規制が強いと見られるために除外した。以上の基準によって選ばれた企業は 322 社となった。次に自社株買いのアナウンスメント後の取引日の中で一日でも取引が未成立であった銘柄はサンプルから除外した。また、自社株買いのアナウンスメント後に台湾証券取引所から上場廃止になった銘柄、財務データに制約のある銘柄もサンプルから除外していた、表 2 のとおり、最終的なサンプル数は 303 社となった。

実証分析で用いるデータの出所は以下の通りである。まず自社株買い企業、アナウンスメント日、自社株買い購入目的は台湾証券取引所で入手した。銘柄の株価、権利落ち修正済み株価および台湾証券加重株価指数は台湾経済新報データシステムで入手した。また、各種財務

データは台湾証券取引所および台湾経済新報データシステムで入手した。

非自社株買い企業の選択

表3には、すべてのサンプルでの自社株買いと非自社株買いの企業数、伝統産業・電子産業での初回自社株買い企業と非自社株買いの企業数が示されている。自社株買い企業と比較される企業は、非自社株買い企業である。非自社株買い企業とは、自社株買いを当該年度まで一度もアナウンスしていない企業をいう。なお、自社株買い企業は303社、非自社株買い企業は年度累計で1,525社である。

各財務比率は、マクロ経済環境や所属業種の景気動向にも影響されると考えられるので、さらに産業を電子産業と伝統産業に分け、それぞれの産業別に自社株買い企業と非自社株買い企

業を比較する。

ペアサンプルの選択

同一業種からコントロール企業を選び、ペアでの比較を試みる。Lie [2001], Grullon and Michaely [2004], 牧田 [2005] を参考にして、次のような独自の選定基準を設定した。

- ①自社株買い企業と台湾証券取引所業種分類で同一業種同一決算月の企業のうち、自社株買い企業のアナウンスメントの前年度のMTBの比率が自社株買い企業の $\pm 20\%$ の範囲内、かつ、
- ②自社株買い企業のアナウンスメントの前年度運転資本比率が自社株買い企業の $\pm 20\%$ の範囲内である企業を抽出し、これらの企業のうち(1)式で求められる値が最小である企業を非自社株買いコントロール企業とした。

$$|MTB_{samplefirm, -1} - MTB_{matchingfirm, -1}|$$

表2 初回自社株買い企業サンプル

	2000	2001	2002	2003	2004	合計
複数回の買いを含むすべての自社株買い企業数	227	243	175	165	290	1100
初回自社株買い企業数	151	60	35	41	70	357
金融関連業種除外後の初回自社株買い企業数	130	57	29	37	69	322
他の要因で除外後の初回自社株買い企業数	123	49	27	37	67	303

注：「初回自社株買い企業」とは、「当該企業が初めて自社株買いを実施した企業」のことをいう。

〔出所〕台湾証券取引所の公開情報観測より作成。

表3 自社株買い企業と非自社株買い企業のサンプル

	全サンプル			電子産業			伝統産業		
	自社株買い	非自社株買い	合計	自社株買い	非自社株買い	合計	自社株買い	非自社株買い	合計
2000	123	312	435	34	97	131	89	215	304
2001	49	316	365	27	113	140	22	203	225
2002	27	318	345	17	118	135	10	200	210
2003	37	300	337	26	108	134	11	192	203
2004	67	279	346	56	92	148	11	187	198
合計	303	1525	1828	160	528	688	143	997	1140

注：伝統産業とは、電子産業を除いた残りのすべての産業のことをいう。

〔出所〕台湾証券取引所の公開情報観測より作成。

$+|WC_{samplefirm,-1}-WC_{matchingfirm,-1}|$ (1)
ここに、

$MBT_{samplefirm,-1}$: アナウンスメント前年度の自社株買い企業の時価簿価比率,

$MBT_{matchingfirm,-1}$: 自社株買い企業と同時期のコントロール企業の時価簿価比率,

$WC_{samplefirm,-1}$: アナウンスメント前年度の自社株買い企業の運転資本比率,

$WC_{matchingfirm,-1}$: 自社株買い企業と同時期のコントロール企業の運転資本比率, である。

なお、該当企業がない場合には、伝統産業・電子産業で同一業種かつ同一決算月、全業種かつ同一決算月、と順次選定基準を緩和させてマッチする企業を選択した。

この結果、マッチしたサンプル数は242社となった(表4)。

イベント・スタディの計測方法

超過収益率を計算する際、イベント日と期待収益率を特定する。本稿では自社株買いアナウンスメントは取締役会で自社株買いを決定した日をイベント日($t=0$)と定義し、例えば、 $-t$ はイベント日前の t 営業日を示しており、 $+t$ は

イベント日後の t 営業日を示している。本研究はイベント日の120営業日前から1営業日前までの120営業日を推定期間(estimation window)とし、イベント日から5営業日後までの5営業日をイベント期間(event window)とした。また、銘柄ごとに最小自乗法(OLS)により次式のマーケット・モデルを計測する。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

ここで、 R_{it} は銘柄 i における t 日の日次収益率、 R_{mt} は市場の日次収益率、 ε_{it} は撓乱項である。

次に、 i 銘柄の超過収益率 AR_{it} (abnormal return)は、計測したマーケット・モデルから次式によって、 $t=t_1 \sim t_2$ (取引日)のインベト期間について実績値と予測値の差の形で求める。

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (3)$$

t_1 時点から時点 t_2 までの AR_{it} を足し合わせた累積超過収益率 $CAR_i(t_1, t_2)$ を次式によって求める。

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (4)$$

平均超過収益率(average abnormal return: AR_t)⁽⁹⁾は AR_{it} を t 日サンプルの総数 N で除して求める。

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (5)$$

最後に、イベント期間内の任意に定義された期間($t=t_1 \sim t_2$)について、イベントの及ぼした累積平均超過収益率(cumulative average abnormal return: CAR)⁽¹⁰⁾を見るために、式(6)、あるいは式(7)で $CAR_i(t_1 \sim t_2)$ を求める。

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \quad (6)$$

$$CAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (7)$$

表4 自社株買い企業のペア・サンプル

	全サンプル	電子産業	伝統産業
2000	89	20	69
2001	42	25	17
2002	22	15	7
2003	30	22	8
2004	59	48	11
合計	242	130	112

注：ペア・サンプルの選定基準は本文参照のこと。
〔出所〕台湾証券取引所の公開情報観測より作成。

(9) 平均超過収益率は正確にAARと表現すべきだが、ここでは慣例に従って AR_t と表現とする。

(10) 平均累積超過収益率は正確にCAARと表現すべきだが、ここでは慣例に従ってCARと表現とする。

帰無仮説「 t 日の超過収益率 $AR_t=0$ 」, 「期間 $t_1 \sim t_2$ 日の累積平均異常収益 $CAR(t_1, t_2)=0$ 」の検定は Boehmer *et al.* [1991] の標準化された残差・クロス・セクショナル法⁽¹¹⁾ (standardized-residual cross-sectional method) の t 検定で行う, 検定統計量は次式 (8) で求められる。

$$t(CAR) = \frac{CAR(t_1, t_2)}{\sqrt{Var(CAR(t_1, t_2))}} \\ = \frac{CAR(t_1, t_2)}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(CAR_i(t_1, t_2) - \sum_{i=1}^N \frac{CAR_i(t_1, t_2)}{N} \right)^2}} \quad (8)$$

投資機会とトービンの Q

本論文では, 自社株買い企業は, フリーキャッシュフロー仮説と整合的な特徴を有しているかどうかを検証する。具体的には, フリーキャッシュフロー仮説が想定する企業では「有望な投資機会が乏しく, 収益性の点で限界に直面し, 財務余裕は相対的に豊富である」, などの特徴を持つかが問われる。

トービンの Q は株式市場で評価された企業の価値を資本の再取得価格で割った値として定義される。株式市場で評価された企業の価値とは, 株式市場が評価する企業の株価総額と債務の総額との和である。これは, いまこの企業が解散して所有者がすべて入れ替わると仮定したとき, その時の株主と債権者が受け取ることのできる金額を表している。他方, 資本の再取得価格とは, 現存する資本をすべて買い換えるために必要となる費用の総額のことである。トー

ビンの Q が「1」より小さい場合, 市場が評価している企業の価値は現存の資本ストックの価値よりも小さい。すなわち, 現在の資本ストックの価値は過大であり, 企業は資本ストックを使って財を再生産するよりも, 資本ストックを市場で売却したほうが利益が上がることを意味している。市場はこの企業の価値が既存設備の価値よりも低いと評価しているため, 企業は投資を抑えるべきであり, 場合によっては既存設備の縮小 (マイナスの投資) を求められる。一方, トービンの Q が「1」より大きい場合, 市場が評価している企業の価値は現存の資本ストックの価値よりも大きい。すなわち, 企業は資本ストックを使って財を再生産するほうが大きな価値を生み出すので, 資本ストックを増やして財を増産したほうが有利となることを意味している。市場はこの企業の価値が既存設備の価値よりも高いと評価しているため, 企業の将来の収益力は現在の企業規模から算出される収益力よりも大きくなることが期待され, 場合によっては投資の拡大を求められる。

6つの財務要因

企業は自社株買いを行なう動機が異なっている。ある企業は経営者が自社の将来の利益の関する楽観的な情報を投資家に伝達する, あるいはある企業はフリーキャッシュフローを無駄にするよりも株主に分配する。高成長企業は自社株買いを通じて NPV がプラスの投資プロジェクトを投資家に伝達することがありうる。低成長企業もしくは負成長企業はフリーキャッシ

(11) イベント・スタディでよく使われている検定方法は5種類がある。そのなかに伝統方法 (Traditional Method), 標準化された残差法 (Standardized-Residual Method), オーディナリー・クロス・セクショナル法 (ordinary Cross-sectional method), 標準化された残差・クロス・セクショナル (Standardized-Residual Cross-Sectional Method) はパラメトリック検定であり, 符号検定方法 (sign test) がノンパラメトリック検定である。標準化された残差・クロス・セクショナル法は, Boehmer *et al.* [1991] が, Patell [1976] による標準化された残差法と, Charest [1978] によるオーディナリー・クロス・セクショナル法とを組み合わせで提案した方法である。

フローを株主に分配することがありうる。

本論文では、高成長企業と低成長企業もしくは負成長企業を判断する指標として時価簿価比率（以下、MTB）及びトービンのQを使用する。MTBは各企業の決算月の期末株価に発行済み株式数を掛けて求めた株式時価総額を自己資本簿価で除した比率とした。トービンのQは株式時価総額に有利子負債を加えた額を簿価資産で除して求める。トービンのQの定義はBillett *et al.* [1995], Nohel and Tarhan [1998]らによって simple Q と名づけられたものを使用する。

収益性の有無を判断する指標として、総資産利益率（ROA）とその増分（DROA）を用いる。資産利益率は営業利益を簿価総資産で除した比率とした。

また、財務余裕はフリーキャッシュフローで見るべきだが、ここでは、代理変数として運転資本比率（WC）を採用した。この比率は、流動資産から流動負債を差し引いて求められる純流動資産を総資産で除した値である。この短期の指標に加え、長期視点から負債比率（L）を計測する。これは負債を自己資本で除して求める。

4. 実証結果と解釈

自社株買い企業の財務的特徴

自社株買い企業のアナウンスメントの前年度の財務指標と非自社株買い企業の財務指標、と比較して、自社株買い企業が、フリーキャッシュフロー仮説で想定されている企業と整合的な特徴を持つかどうかを検証する。表5では、自社株買い企業242社とコントロール企業である非自社株買い企業242社とが比較され、表6では、自社株買い企業303社と非自社株買い企業1,525社とが比較される。

表5では、帰無仮説「自社株買い企業と非自社株買い企業との各指標の平均値は等しい」を

対応のある平均値の差のt検定によって検定する。また、前年度差については、帰無仮説「前年度差の平均値はゼロである」を対応のある平均値の差のt検定によって検定する。

表6では、3種の帰無仮説「自社株買い企業と非自社株買い企業の各指標の平均値は等しい」、「伝統産業で自社株買い企業と非自社株買い企業の各指標の平均値は等しい」及び「電子産業で自社株買い企業と非自社株買い企業の各指標の平均値は等しい」をt検定によって検定する。また、前年度差については、帰無仮説「前年度差の平均値はゼロである」を対応のある平均値の差のt検定によって検定する。

投資機会の豊富さ

仮説 1.1 自社株買い前には、自社株買い企業の将来投資機会は非自社株買い企業より相対的に低い。

仮説 1.1.A 伝統産業と電子産業とに分けても自社株買い企業は非自社株買い企業の将来投資機会より小さい。

まず、投資機会の豊富さをMTBとトービンのQ（SQ、以下、トービンのQ）を用いて比較しよう。242社をペアで比較した結果が示されている表5を見ると、自社株買い企業のMTBは1.13と非自社株買い企業の1.16に対して有意に低い、また、トービンのQについても前者が0.82に対して後者は0.85と、自社株買い企業が有意に低い数字となっている。さらに、表6では、自社株買い企業のMTBは1.20と非自社株買い企業の1.36に対して有意に低い、また、トービンのQについても前者が0.90に対して後者は1.02と、自社株買い企業が有意に低い数字となっている。この2つの指標からは、自社株買い企業は相対的に投資機会が乏しいといえる。この結果は、仮説1.1「自社株買

い前には、自社株買い企業の将来投資機会は非自社買い企業より相対的に低い」を支持している。

次に、表6は、伝統産業と電子産業の業種平均についてみている。電子産業を見ると、自社株買い企業のMTBは1.50と、非自社株買い企業の1.83に対して有意に低く、電子産業の自社株買トービンのQについても前者が1.08に対して後者は1.36と、自社株買い企業が有意に低い数字となっている。電子産業の自社株買い企業は相対的に投資機会に乏しいということが明らかである。また、電子産業の自社株買い企業はトービンのQが有意な差である。伝統産業のトービンのQについても前者が0.70に対して後者は0.84と、自社株買い企業のトービンのQは有意に低い。この結果は、仮説1.1.A「伝統産業と電子産業とに分けても自社株買い企業は非自社株買い企業の将来投資機会より小さい」を支持している。

収益性

仮説1.2 自社株買い前には、自社株買い企業の収益性は非自社株買い企業より相対的に低い。

仮説1.2.A 伝統産業と電子産業とに分けても自社株買い企業は非自社株買い企業の収益率より小さい。

次に、収益性を比較しよう。ここに、ROAが収益性を表す指標と考える。表5では、ROAは自社株買い企業が5.55%対して非自社株買い企業が6.73%、自社株買い企業の方が有意に低い数字となっている。自社株買い企業のROAの前年度差(DROA)は-0.87%と有意にマイナスとなっているし、非自社株買い企業の0.04%に対して有意に低い。また、表6を見ると、全企業のROAは自社株買い企業が

5.42%、非自社株買い企業が4.95%と両者の間に有意な差はないが、自社株買いの企業の前年度差ROA(DROA)は-0.94%と有意にマイナスとなっているし、非自社株買い企業の-0.37%に対して有意に低い。自社株買い企業は収益性の限界に直面していると考えられる。その結果は、仮説1.2「自社株買い前には、自社株買い企業の収益性は非自社買い企業より相対的に低い」を支持している。

次に、伝統産業のROAは自社株買い企業が3.25%、非自社株買い企業が3.13%と両者の間に有意な差はない。伝統産業の自社株買い企業のROAの前年度差(DROA)が有意にマイナスとなっているし、自社株買い企業の前年度差ROA(DROA)が-0.70%に対して非自社株買い企業が-0.15%と、自社株買い企業の方が有意に低い。伝統産業は収益性の限界にやや直面していると考えられる。電子産業を見ると、ROAは自社株買い企業が7.37%に対して、非自社株買い企業が8.41%、自社株買い企業の方が有意に低い数字となっている。自社株買い企業のROAの前年度差(DROA)が有意にマイナスとなっている。電子産業の自社株買い企業は、収益性の限界に直面していると考えられる。その結果は、さらに仮説1.2「自社株買い前には、自社株買い企業の収益性は非自社株買い企業より相対的に低い」を支持する。また、伝統産業のROAは自社株買い企業が3.25%、非自社株買い企業が3.13%と両者の間に有意な差はない。電子産業のROAは自社株買い企業が7.37%に対して、非自社株買い企業が8.41%、自社株買い企業の方が有意に低い数字となっている。この結果は、仮説1.2.A「伝統産業と電子産業とに分けても自社株買い企業は非自社株買い企業の収益率より小さい」を不十分とはいえ支持している。

財務余裕

仮説 1.3 自社株買い前には、自社株買い企業の財務余裕は非自社株買い企業より相対的に高い。

仮説 1.3.A 電子産業と伝統産業とに分けても自社株買い企業は非自社株買い企業の財務余裕より大きい。

次に、財務余裕の存在を、短期と長期の角度から運転資本比率と負債比率でみる。表5では、運転資本比率(WC)をみると、運転資本比率が自社株買い企業の23.87%は非自社株買い企業の22.50%と比較して有意に高い。また、表6を見ると、全産業の自社株買い企業は21.92%であり非自社株買い企業の13.85%と比較して有意に高い。短期的にみて財務余裕は相対的に豊富であると判断できる。表5では、

負債比率(L)は、自社株買い企業では70.58%であり、非自社株買い企業は72.45と両者の間に有意な差はないが、表6を見ると、負債比率は、全産業の自社株買い企業で70.11%で、非自社株買い企業は91.31%と、自社株買い企業が有意に低い数字となっている。自社株買い企業は、長期的にみて財務余裕も相対的に豊富であるといえよう。この結果は、仮説1.3「自社株買い前には、自社株買い企業の財務余裕は非自社株買い企業より相対的に高い」を支持している。

次に、表6では、伝統産業の運転資本比率は自社株買い企業が15.10%と非自社株買い企業の8.22%と比較して1%有意水準で有意に高い。財務余裕は相対的に豊富であると判断できる。電子産業を見ると、運転資本比率が自社株買い企業は28.01%と非自社株買い企業の24.48%と比較して5%有意水準で有意に高い。

表5 ペア・サンプルによる自社株買い企業と非自社株買い企業の比較

要因			自社株買い		非自社株買い		t-value
			平均値		平均値		
投資機会	時価簿価比率(MTB)		小	1.13	大	1.16	-3.58 ***
	トービンのQ(SQ)		小	0.82	大	0.85	-1.66 *
収益性	総資産利益率(ROA)		小	5.55	大	6.73	-2.43 ***
	ROA前年度差(DROA)		小	-0.87	大	0.04	-2.31 **
			小	【-3.58】 ***	大	【0.03】	
財務余裕	短期	運転資本比率(WC)	大	23.87	小	22.50	4.08 ***
	長期	負債比率(L)	小	70.58	大	72.45	-0.47

〔変数の定義〕

MTB: 時価簿価比率=時価総額/自己資本, SQ: simpleQ=(時価総額+有利子負債)/総資産(簿価), ROA: 総資産利益率(%)=営業利益/総資産, DROA: ROA前年度差(%)=ROA-ROA(-1), WC: 運転資本比率(%)=(流動資産-流動負債)/総資産, L: 負債比率=負債/自己資本。

1. 自社株買い企業の数字は、自社株買いアナウンスメントの前年度の数字。
2. 非自社株買い企業は自社株買いアナウンスメントを行なった企業を除外した企業の2000年度から2004年度の数字。
3. 表中【 】内は帰無仮説「前年度差の平均値はゼロである」を対応のある平均値の差のt検定によって検定する。
4. *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%の有意水準で有意であることを示す。

負債比率は、伝統産業の負債比率が自社株買い企業の75.52%に対して非自社株買い企業の100.65%と、自社株買い企業の方が1%有意水準で有意に低い。電子産業は自社株買い企業の65.25%に対して非自社株買い企業の73.65%と、10%有意水準で有意に低い。財務余裕の短期と長期をみて電子産業の方がそれぞれ5%有意水準、10%有意水準で有意な結果に対して、伝統産業はどちらも1%有意水準で有意な差で

ある。この結果は、仮説1.3.A「電子産業と伝統産業とに分けても自社株買い企業は非自社株買い企業の財務余裕より大きい」を支持している。

以上要するに、表5の自社株買い企業のペア分析の結果と表6の自社株買い企業の分析結果を見ると、自社株買い企業は、フリーキャッシュフロー仮説が想定する企業と整合的であると判断される。伝統産業と電子産業に分けても、フ

表6 全上場銘柄による自社株買い企業とそれ以外の非自社株買い企業の特徴

要因			自社株買い			非自社株買い		t-value
				平均値		平均値		
投資機会	時価簿価比率(MTB)	全産業	小	1.20	大	1.36		-3.33 ***
		伝統産業	小	0.85	大	1.12		-5.00 ***
		電子産業	小	1.50	大	1.83		-3.91 ***
	トービンのQ (SQ)	全産業	小	0.90	大	1.02		-2.63 ***
		伝統産業	小	0.70	大	0.84		-3.03 ***
		電子産業	小	1.08	大	1.36		-3.04 ***
収益性	総資産利益率(ROA)	全産業	小	5.42	大	4.95		1.25
		伝統産業	小	3.25	大	3.13		0.35
		電子産業	小	7.37	大	8.41		-1.67 *
	ROA前年度差(DROA)	全産業	小	-0.94	大	-0.37		-2.28 **
			小	【-4.36】 ***	大	【-2.93】 ***		
		伝統産業	小	-0.70	大	-0.15		-1.88 *
			小	【-2.60】 ***	大	【-1.28】		
		電子産業	小	-1.16	大	-0.79		-0.83
			小	【-3.49】 ***	大	【-2.71】 ***		
財務余裕	短期	運転資本比率(WC)	全産業	大	21.92	小	13.85	7.03 ***
			伝統産業	大	15.10	小	8.22	4.64 ***
			電子産業	大	28.01	小	24.48	2.26 **
	長期	負債比率(L)	全産業	小	70.11	大	91.31	-6.36 ***
			伝統産業	小	75.52	大	100.65	-5.12 ***
			電子産業	小	65.25	大	73.65	-1.91 *

〔変数の定義〕表5と同じ

リーキャッシュフロー仮説が想定する企業と整合的であるといえよう。伝統産業のトービンの Q は、自社株買い企業の 0.70 と非自社株買い企業の 0.84 といずれもトービンの Q が「1」を下回る。その結果、台湾の投資環境では伝統産業は投資機会に乏しいといえよう。また、電子産業の自社株買いと非自社株買いとの財務余裕はどちらも伝統産業より相対的に豊富である。それは伝統産業の平均 PER (株価収益率)⁽¹²⁾ が電子産業より低いという現象と一致している。しかし、伝統産業の自社株買い企業は財務余裕が相対的に豊富である。つまり、手元にフリーキャッシュフローがあり有望な投資機会を持たない伝統産業が自社株買いを通じて株主にフリーキャッシュフローを分配することを明らかにした。これはフリーキャッシュフロー仮説と一致している。

トービンの Q と自社株買いアナウンスメントに対する株価の反応

低いトービンの Q は過剰投資を引き起こしやすい企業の特徴である。ここではトービンの Q が「1」より大きい企業と小さい企業で自社株買いのアナウンスメントにともなう累積超過収益率に有意な差があるかを検証する。さらにトービンの Q が低い伝統産業とトービンの Q が高い電子産業で自社株買いのアナウンスメントにともなう累積超過収益率に有意な差があるかを検証する。本節での分析対象は前節で使った 303 サンプル数から、estimation window の欠損値 6 社を差し引いた 297 社となった。トービンの Q が「1」より大きい企業が 78 社、トービンの Q が「1」より小さい企業が 219 社となった。産業では伝統産業が 140 社、電子産業が 157 社となった。

表 7 には、累積平均超過収益率 (以下、CAR) 及び検定結果が示されている。全企業 (パネル A) のアナウンスメントの CAR を見ると、CAR [0,1], CAR [0,2], CAR [0,3], CAR [0,4], CAR [0,5] でそれぞれ 0.97%, 1.56%, 1.89%, 2.12%, 2.19% と 1% の有意水準で有意となっている。また、CAR が連続して増加している。さらに、前サンプルをトービンの Q が「1」より大きい企業とトービンの Q が「1」より小さい企業に分けても、伝統産業と電子産業 (パネル B) に分けても、それぞれの CAR は全企業のアナウンスメントの CAR と同様にすべて正で 1% 有意水準で有意となっている。CAR も連続して上昇している。自社株買いがアナウンスされれば、フリーキャッシュフローが削減されてスリム化が進み、企業価値の低下が回避されることがわかる。その結果、自社株買いアナウンス直後に株価は市場平均以上に上昇していることが確認された。これらの結果は、仮説 2「自社株買いのアナウンスメント直後に累積超過収益率が増加している」を支持している。

次に、パネル A を見ると、トービンの Q が「1」より小さい企業の CAR はトービンの Q が「1」より大きい企業よりかなり高く、CAR [0,1] を除いて CAR [0,2], CAR [0,3], CAR [0,4], CAR [0,5] でトービンの Q が「1」より小さい企業の方がすべて 1% 有意水準で有意に高い。この結果は、Perfect et al. [1995] と一致している。これは仮説 2.1.「自社株買い企業はトービンの Q が「1」より小さい企業の累積平均超過収益率の効果はトービンの Q が「1」より大きい企業より大きい」を支持している。また、伝統産業と電子産業をみると、伝統産業の自社株買い企業のトービンの Q は 0.70 と電子産業の自社株買い企業の 1.08 に対

(12) PER は株価が年間利益の何倍かを示す数値である。

表7 自社株買いアナウンスメントの累積超過収益率の比較

パネルA トービンのQが「1」より大きい企業と小さい企業との比較							
全企業 N=297			トービンQ<1 N=219		トービンQ>1 N=78		トービンQの差 のt-value
ウインド	CAR	t-value	CAR	t-value	CAR	t-value	
[0,1]	0.97	8.45 ***	1.09	8.20 ***	0.66	2.85 ***	1.60
[0,2]	1.56	10.59 ***	1.81	10.83 ***	0.88	2.95 ***	2.70 ***
[0,3]	1.89	11.26 ***	2.16	10.94 ***	1.15	3.75 ***	2.72 ***
[0,4]	2.12	11.52 ***	2.45	11.27 ***	1.22	3.68 ***	3.10 ***
[0,5]	2.19	10.77 ***	2.57	10.63 ***	1.60	3.25 ***	3.26 ***

パネルB 伝統産業と電子産業との比較					
伝統産業 N=140			電子産業 N=157		産業の差 のt-value
ウインド	CAR	t-value	CAR	t-value	
[0,1]	1.21	7.43 ***	0.76	4.73 ***	1.98 **
[0,2]	2.03	9.77 ***	1.15	5.63 ***	3.03 ***
[0,3]	2.43	9.56 ***	1.41	6.52 ***	3.06 ***
[0,4]	2.65	9.15 ***	1.65	7.23 ***	2.71 ***
[0,5]	2.75	8.28 ***	1.70	7.05 ***	2.55 **

1. 表中のCARはイベント・ウインド (t_1 , t_2) の累積平均超過収益率である。

2. マーケット・モデルの計測期間は-120日から-1日の営業日とした。

3. *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%の有意水準で有意であることを示す。

して有意に低い。同様に、伝統産業のCARも電子産業よりかなり高く、CAR [0,1], CAR [0,2], CAR [0,3], CAR [0,4], CAR [0,5]で伝統産業の方がそれぞれ5%, 1%, 1%, 1%, 5%有意水準で有意に高い。この結果は、仮説2.1「フリーキャッシュフローによってトービンのQが低い企業はトービンのQが高い企業より累積平均超過収益率が大きい」と一致しており、仮説2.2「投資機会が小さい伝統産業は、大きい電子産業に比べて株価の上昇は大きい」を支持し、フリーキャッシュフロー仮説を支持している。

図1, 2は、自社株買いのアナウンスメント日から5日後までの累積平均超過収益率を視覚的

に示したものである。これから明らかなように、図1では、アナウンスされるとトービンのQが「1」より小さい企業の累積平均超過収益率はトービンのQが「1」より大きい企業よりずっと大きく、差の幅はアナウンスメント日の翌日 ($t=1$) から顕著に拡大している。図2では、伝統産業の累積平均超過収益率は電子産業よりずっと大きい、差の幅はアナウンスメント日から次第に拡大している。

5. 結論

本論文では、2000年8月から2004年12月の間に台湾市場で自社株買いをした企業を対象に

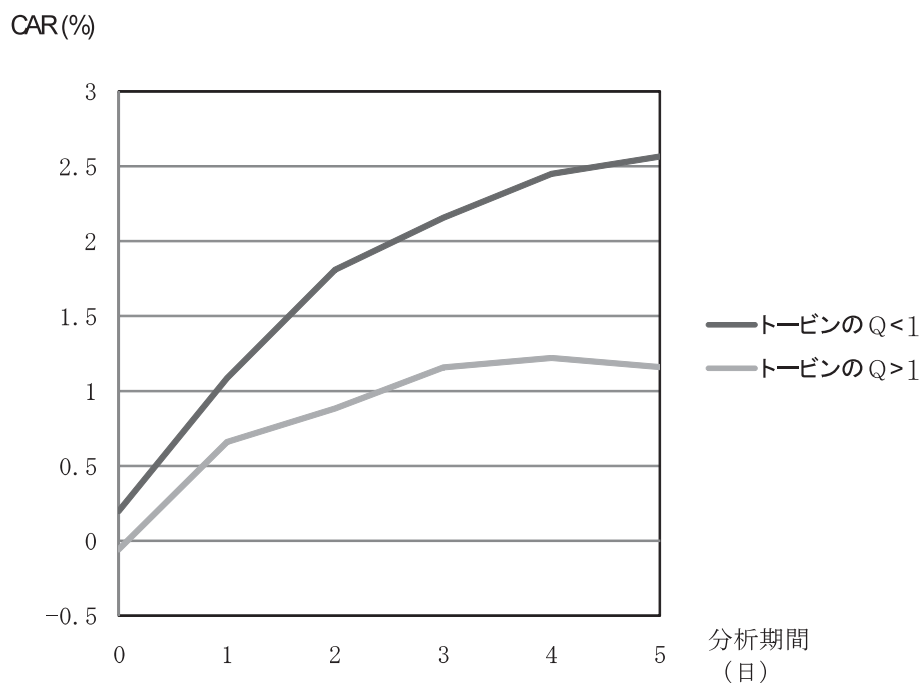


図1 アナウンスメント日 (0日) からの CAR の推移: Q 比較

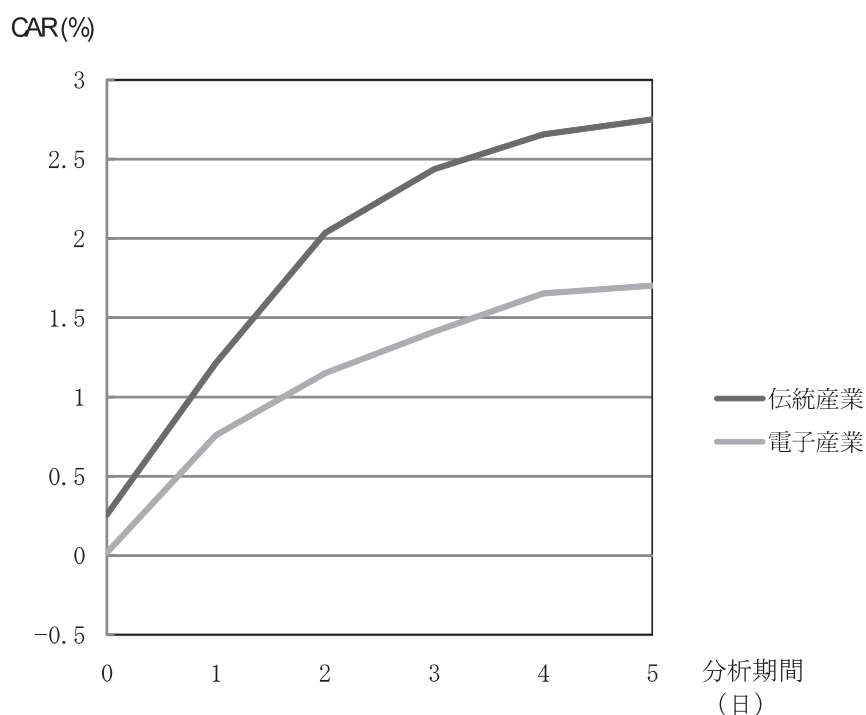


図2 アナウンスメント日 (0日) から CAR の推移: 産業比較

分析した。自社株買いのアナウンスメント前の企業は、有望な投資機会が乏しく、収益性は限界に直面しており、財務余裕は相対的に豊富であり、したがって過剰投資に繋がりがやすいという特徴を持っていた。特に有望な投資機会に乏しい伝統産業は自社株買いを通じて過剰投資を抑制したことを市場が評価し、電子産業より株価が上昇した事実を明らかにした。

本稿では、トービンのQなど限られた指標を用いたが、今後は、他の指標を追加し、それらを組み合わせた分析を目指したい。また、ペアのサンプルは今回の基準とは異なる他の基準によって選択することもできる。さらに今回のサンプルは初回の自社株買いの企業だけを対象に分析したが、自社株買いを2回以上行なった企業を検証することもできよう。これらは今後の課題である。

引用文献

- 李宗祥 [2001], 「上市公司買回公司股份之研究」, 『台灣大學財金研究所碩士論文』。
- 沈中華, 李建然 [2000], 「事件研究法」, 華泰文化事業公司, 一版。
- 金鐵英, 吳綉華 [2003], 「庫藏股多次宣告之效應」, 『台灣土地金融季刊』, 41 (3), 169-187 頁。
- 楊琬婷 [2001], 「庫藏股制度對台灣股市的影響」, 『台灣大學財金研究所碩士論文』。
- 曾昭玲, 鄭嘉瑩, 孟文郁 [2004], 「企業購回庫藏股之宣告效果及影響購回之條件之研究」, 『亞太社會科技學報』第三卷第二期, 65-85 頁。
- 楊文振 [2001], 「股票買回對股價行為之影響—考量宣告效果與執行效果下的實證研究結果」, 『朝陽科技大學財金研究所碩士論文』。
- 小西大 / 趙ファンソク [2003], 「自己株式取得に対する株価の反応」, 『一橋論叢』, 130 (5), 22-39 頁。
- 牧田修治 [2002], 「自社株買いに対する株式市場の反応と企業パフォーマンス」, 『証券アナリストジャーナル』, 6-16 頁。
- 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』, NO. 17, 63-81 頁。
- Billett, M., M. Flannery and J. Grafinkel [1995], "The effect of lender identity on a borrowing firms equity return," *Journal of Finance*, 50, pp. 699-718.
- Eastetbrook, Frank H. [1984], "Two agency-cost explanations of dividends," *American Economics Review*, 74, pp. 650-659.
- Grossman, Sanford J. and Oliver D. Hart [1982], "Corporate financial structure and managerial incentives," in John J. McCall, ed.: *The Economics of information and Uncertainty* (University of Chicago Press, Chicago, IL).
- Grullon, G., R. Michaely and B. Swaminathan [2002], "Are dividend changes a sign of maturity?," *Journal of Business*, 75 (3), pp. 387-242.
- Grullon, G. and R. Michaely [2004], "The information contest of share repurchase programs," *Journal of Finance*, 59 (2), pp. 651-680.
- Howe, K., J. He and G. W. Kao [1992], "One-time cash flow announcement and free cash-flow theory: share repurchases and special dividends," *Journal of Finance*, 47 (5), pp. 1963-1975.
- Jensen, M. C. [1986], "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover," *American Economic Review*, 76 (2), pp. 323-329.
- Julio, J. and D. Ikenberry [2004], "Reappearing dividends," *Journal of Applied Corporate Finance*, 16 (2), pp. 89-100.
- Liao, T. L., M. C. Ke and H. T. Yu [2005], "Anomalous price behavior around stock repurchases on the Taiwan Stock Exchange," *Applied Economics letter*, 12, pp. 29-39.
- Nohel, T. and V. Tarhan [1998], "Share repurchase and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow," *Journal of Financial Economics*, 49 (2), pp. 187-222.
- Perfect, S. B., D. R. Peterson and P. P. Peterson [1995], "Self-tender offers: the effects of free cash flow signaling, and the measurement of Tobin's q," *Journal of Banking & Finance*, 19 (6), pp. 1005-1023.

*本稿は、証券経済学会第66回全国大会で報告した論文を加筆修正したものであります。報告の際、コメントータの九州産業大学の牟田正人教授から貴重なコメントを頂きました。また、匿名のレフェリーによって丁寧かつ有益なコメントを頂きました。さ

らに、筆者の大学院での指導教員である國村道雄教授からご指導とご意見を頂きました。この場を借りて謝辞を申し上げます。もちろん、ありうべき誤りは筆者の責任であります。