

# 自己株式取得の動機と株式所有構造

—過小評価シグナリング動機からみた株主の影響—

蜂谷豊彦  
藤敏

## 要 旨

自己株式の取得は、近年、株主への利益還元としてだけでなく、過小評価のシグナル、買収防衛あるいは資本構成の調整などの目的を達成するために用いられている。先行研究では、これらの動機の時間的一貫性や相対的重要性などが解明されているが、株主と経営者とのエージェンシー対立の大きさを考慮していないという問題と、経営者が意思決定をする際の動機の強さが主観的判断に依存するという問題を抱えていると考えられる。本論文では、株式所有構造を用いて外部株主からの圧力の強い企業と経営者支配の強い企業を特定することによって前者の問題に対処し、また主要な説明変数について産業調整前の絶対水準と産業調整後の相対水準という2種の変数を用いることによって後者の問題に取り組み、1997年から2006年に自己株式取得を公表した2113件のサンプルを対象にして実証分析を行っている。

株式所有構造と自己株式取得の規模との関係についての分析では、外部株主からの圧力の強い企業の方が自己株取得に積極的で、より大規模に行うことを選択する傾向が強いことが確認できた。これは、外部株主からの圧力が、経営者に対して、株主の利害に沿った行動をとるように促していることを意味している。また自己株式取得の動機が経営者の主観的判断に依存することに注目し、主要な説明変数について産業調整を行う前の絶対的水準と調整後の相対的水準に焦点を当てた分析を行った。これらの分析結果を比較すると、時価簿価比率と自己株式取得の公表との間には頑健な負の関係があること、モデル全体の説明力や時価簿価比率の係数の大きさ、有意性には大きな違いがみられないことがわかった。

## 目 次

- I. はじめに
- II. 仮説設定
- III. サンプルおよび変数
  - 1. サンプル

2. 変数
3. 基本統計量
- IV. 株式所有構造が自己株式取得に与える影響
  1. 単変量分析

2. 所有構造別の回帰分析
3. 時価簿価比率の影響
- V. 経営者の主観的判断
- VI. おわりに

## I. はじめに

近年、多くの国で数多くの企業が自己株式の取得を実施している。我が国においても、自己株式取得の公表および実施が劇的に増加している。例えば、東京証券取引所上場企業による自己株式取得の公表額は、2001年の2兆2,000億円から2006年の6兆円にまで増加している。その引き金になったのが、2001年10月における規制の緩和である。1994年10月の商法改正において、自己株式取得は「原則禁止、例外許容」の下で、使用人への譲渡および利益による消却に限定して認められていた。その後、ストック・オプション制度の導入や消却特例法などに伴う部分的な緩和を経て、2001年10月の商法改正によって、自己株式取得の目的規制や取得数量制限が排除されるとともに、取得財源規制も緩和され、この結果、自己株式取得は原則禁止から原則自由へと大きく転換することになったのである。同時に、取得保有期限規制が排除され、金庫株の保有が解禁されたのである。

自己株式取得が広く用いられるようになるにつれ、その目的も、株主への利益還元として現金配当の代わりに用いられるだけでなく、過小評価のシグナル、買収防衛あるいは資本構成の調整などへと広がっている。これまで多くの研究が、自己株式取得の目的や動機を明らかにしている。Bagwell and Shoven [1989] は、自

己株式の取得がキャッシュ・フロー水準と正の相関をもつことを示し、株主への利益還元として用いられていることを明らかにしている。Kaplan and Reishus [1990] や Denis, Denis, and Sarin [1994] は税金に注目し顧客効果の存在を指摘している。自己株取得の場合にはキャピタルゲイン課税であるのに対し、配当の場合には通常の所得税が課されるため、投資家に選好が生じる。経営者は、投資家の選好を考慮して、現金配当より自己株式取得を選ぶ可能性がある。Brav et al. [2005] は、CFO のサーベイやインタビューに基づいて、現金配当および自己株式取得を推進する要因を明らかにしている。そのなかで、自己株式取得が増配の代替手段として用いられるようになっていくこと、また現金配当より柔軟な手段として認識されていることを示している。これに対し、Vermaelen [1981], Ofer and Thakor [1987], Comment and Jarrell [1991], Dittmar [2000] は、自己株式取得が市場から過小評価されていることを示すシグナルとして機能するかどうかに関心を当てている。また、過小評価されている企業は、相対的に買収の脅威が高まる。そのため、経営者は自己株式取得を利用して、買収の標的になる確率を引き下げようとする。自己株式取得は、最も移り気で低く評価している株主の保有する株式数を減らすことによって、買収コストを引き上げる効果を持つからである (Vermaelen [1984], Harris

and Raviv [1988], Stulz [1988], Bagwell [1992])。さらに、Bagwell and Shoven [1988], Opler and Titman [1996] および Dittmar [2000] は、企業が膨大な株式を買い戻して、負債比率を引き上げていると述べている。目標負債比率を大きく下回る企業は、資本構成を調節する手段として自己株式取得を用いることにより、目標値に近づけることができる。

Dittmar [2000] は、それまで個々に明らかにされてきた自己株式取得の動機を包括的に取り上げ、それらの動機の相対的な重要性やその時間的な変化を明らかにしている。この論文は、自己株式取得の規模と動機との関係に関する代表的な研究のひとつであるが、少なくとも2つの問題を抱えていると考えられる。ひとつには、株主と経営者とのエージェンシー対立の大きさあるいはそれが起こる可能性の大きさを考慮する必要がある。例えば、同じように過小評価されている企業であっても、経営者がどれくらい株式を所有しているか、大株主が存在するか、独立した社外取締役が過半数を占めているかなどの条件が異なれば、経営者が自己株式取得をシグナルとして用いる動機の強さも異なるだろう。特に、取引関係を持っている事業法人や金融機関が相当量の株式を所有している日本において同様の検証を行うには、株式所有構造の違いを明示的に分析の枠組みに組み込む必要があると考えられる。もうひとつは、経営者が自己株式取得を実行しようとする動機の強さが、キャッシュ・フロー、株式の市場価値、負債比率などに対する経営者の主観的な評価や判断に左右されるという点である。もちろん、これらの指標について、いくつを超えると過大で、いくつを下回ると過小というような客観的

な基準は容易に決めることは難しい。それゆえに、経営者が何を材料にして、どのように判断しているかを考慮して、変数を選択する必要があると考えられる。

本論文では、以上のような自己株式取得の動機に関する議論と問題点を踏まえて、第一の課題に対しては、株式所有構造と自己株式取得の動機との関係を考察し、経営者がどれくらいの規模の自己株式取得を選択するかを検証する。しかし、すべての動機を取り上げるだけの紙幅の余裕はないため、ここでは過小評価シグナリング動機に焦点を当てることにする。本論文では、次のような2つの視点から、株式所有構造と自己株式取得との関係を分析する。第一に、外部株主による圧力や積極的なモニタリング活動によって、過小評価のシグナリングや買収防衛のために用いられる自己株式取得の規模が左右されるかどうか、また左右されるとすればどれくらいの影響を受けるのかという視点である。第二に、経営者支配が強い場合には、株主利益を重視した自己株式取得の意思決定と比較して、どのような相違がみられるかという視点である。

株式所有構造と配当政策との関係については、Grinstein and Michaely [2005] が、機関投資家所有に焦点を当てて配当政策との関係を実証している。そこでは、企業の採用する配当政策が、機関投資家の所有比率あるいは選好にどのような影響を与えるかという視点から分析を行っている。その結果、機関投資家が自己株式取得を定期的実施している企業を選好すること、現金配当や自己株式取得の増加が必ずしも所有比率の増加につながるわけではないことを明らかにしている。これに対し、本論文では、機関投資家をはじめとする外部株主が多数

存在して圧力をかけたり積極的な監視活動を展開したりする場合や、安定株主が多数存在して経営者支配が強く、外部株主からの圧力がかけられない場合に、経営者の意思決定がどのような影響を受けるかという点に焦点を当てている。

さらに、本論文では、上述した第二の課題である自己株式取得の動機を生じさせる経営者の主観的判断に注目した分析も行う。本論文の分析では、市場からの評価が低いほど、経営者が市場から過小評価されていると判断する確率が高く、自己株式取得を行おうとする強い動機をもつと想定している。これに対して、経営者は絶対的水準よりも、同業他社に比べて相対的に低い水準にあるかどうかを重視して、過小評価と判断しているかもしれない。そこで、相対的水準に基づいて過大か過小かを判断する確率が高いと想定して、産業調整値を用いたモデルによる検証も行うことにした。もちろん、これら以外にも判断材料や判断基準を設定することは可能であると考えられるが、ここでは経営者の主観的判断の解明に対するひとつの試みとして、これら2つの基準の比較を行うことにした。

本論文の構成は以下の通りである。セクションⅡでは仮説の設定について述べる。セクションⅢではサンプル、データおよび変数の設定について述べる。セクションⅣでは株式所有構造が自己株式取得に与える影響について行った実証分析、セクションⅤでは産業調整値を用いた実証分析の結果を示す。セクションⅥに本論文の結論を示す。

## Ⅱ. 仮説設定

シグナリング理論は、外部投資家よりも経営

者の方が、企業の将来に関する情報に精通していることを前提としている。株価が企業本来の価値を反映していない、すなわち不当に低く評価されていると、経営者が判断するならば、経営者は何らかの手段を用いて、外部者に内部情報を伝達しようとする。その結果、その情報に対して市場から正の反応があり、市場評価が調整されると考えられる。自己株式取得は、相対的に低い市場評価を是正するためのシグナルのひとつとして用いられている (Vermaelen [1981], Ofer and Thakor [1987], Comment and Jarrell [1991], Dittmar [2000])。

外部株主の圧力や積極的な行動によって、経営者は株主の利害に沿って行動するよう促される。すなわち、外部株主から強い圧力を受けている企業は、株主価値を高めるように行動すると考えられる。そのため、相対的に低く評価されていることを市場に伝達しようと、また買収の標的にならないために、自己株式取得を行うことによって市場にシグナルを送る。逆に、株式が市場から過大評価されているときに、自己株式取得を実施することは、株主の利害に反する可能性が高い。このため、市場からの評価が高いときには、自己株式取得の実施が抑制されると考えられる。

一方で、株主の権利が守られていない企業について、Jiraporn [2006] は自己株式取得があまり実施されないことを示しているが、Isagawa [2000] と Fried [2002] は、経営者支配が進むと、経営者が自分の財産の将来価値を増大しようとして自己株式取得を行うと述べている。すなわち、自己株式取得を行うことによって、現在過小評価されている、あるいは将来見通しが良好であるというシグナルを送って自分の富を増やそうとする。また経営権を維持

するために買収に直面するリスクを引き下げようとするのである。本論文における分析では、機関投資家の多い企業でも、安定株主の多い企業でも、市場パフォーマンスと自己株式取得との間には負の関係があり、市場の評価が低いほど大規模な自己株式取得が行われると想定する。

### Ⅲ. サンプルおよび変数

#### 1. サンプル

まず東京証券取引所に上場している3月決算の企業（金融・証券を除く）が、1997年度から2006年度までに行った自己株式取得の公表を抽出する。次に、以下のような条件でサンプルを絞り込む。第一に財務データおよび株価データの欠損があるもの、第二に決算期間が12カ月に満たないもの、第三に3σルールを用いて異常値と判断されるものを削除する。この結果、2031件の自己株式取得の公表が最終的にサンプルとなっている。

本論文では、3つのデータベースからデータを収集している。自己株式取得のデータは日経コーポレート・ファイナンス・データベース、各種の財務データは日経財務データベース、株価データは東洋経済株価データバンクから、それぞれ収集している。

#### 2. 変数

本論文では、自己株式取得の公表を表すために2つの指標を用いている。ひとつは自己株式取得の公表金額比率（%）、もうひとつが自己株式取得の公表株式数比率（%）である。前者は自己株式取得の公表金額を株式時価総額で除

した値、後者は自己株式取得の公表株式数を発行済株式総数で除した値である。

株式所有構造が自己株式取得に与える影響を推計するため、本論文では、外部株主による圧力が強い企業群（外部株主企業）と経営者支配が強い企業群（経営者支配企業）を特定する。そのためにまず、経営者に圧力をかける株主として機関投資家を、経営者支配を促進する株主として安定株主を想定する。機関投資家からの圧力を表す代理変数として外国人投資家の所有比率<sup>1)</sup>を、経営者支配を促す強さを表す代理変数として役員の所有比率と事業法人の所有比率を加えたものを用いる。ここでは安定株主所有比率と呼ぶ。外部株主企業と経営者支配企業をそれぞれ特定するため、機関投資家所有比率と安定株主所有比率という2つの比率を用いて、サブサンプルを作成する。それぞれの所有比率を小さい順に5つのポートフォリオに分け、機関投資家の所有比率が大きい上位2つのポートフォリオと安定株主の所有比率が小さい下位2つのポートフォリオに同時に含まれるサンプルを外部株主による圧力が強い企業（外部株主企業）と定義する。これに対し、機関投資家の所有比率が小さい下位2つのポートフォリオと安定株主の所有比率が大きい上位2つのポートフォリオに同時に含まれるサンプルを経営者支配が強い企業（経営者支配企業）と定義する（図表1参照）。また、外部株主企業、経営者支配企業の補集合をそれぞれ非外部株主企業、非経営者支配企業と呼び、分析に用いることにする。

過小評価シグナリング動機を表す説明変数には、時価簿価比率を用いる。時価簿価比率は純資産簿価に対する純資産の市場価値の比率であり、市場評価や買収リスクを表す代理変数であ

図表1 株式所有構造による企業分類

		機関投資家				
		1(小)	2	3	4	5(大)
安定株主	1(小)					外部株主
	2					
	3					
	4	非外部株主				
	5(大)					

		機関投資家				
		1(小)	2	3	4	5(大)
安定株主	1(小)					非経営者支配
	2					
	3					
	4	経営者支配				
	5(大)					

る<sup>2)</sup>。すなわち、時価簿価比率が低い企業は、市場から相対的に低く評価されており、買収の標的になる脅威にさらされる可能性が高いと想定している。このような企業は、市場からの評価が過小評価であることをしめすシグナルを送るため、また買収の脅威を緩和するために、自己株式取得を実施しようとする動機が強いと考えられる。

これ以外の動機や要因を制御するため、次のようなコントロール変数を用いている。負債比率は自己株式取得の資本構成調整動機を表す代理変数で、ここでは有利子負債を株主資本で除した値を用いている。負債比率の低い企業の方が、自己株式取得を実施しようとする動機が強い、すなわち自己株取得に対して負の相関をもつと想定している。現金残高、キャッシュ・フローおよび現金配当は企業がエージェンシー・コストを削減するための株主還元に関連する変数として用いる。現金残高は現金および現金同等物が総資産に占める比率、キャッシュ・フローは本来資金提供者に配分されるフリー・キャッシュ・フローを表す変数であるが、ここでは経常的な活動によって生み出される資金を反映するため営業キャッシュ・フローを売上高で基準化した値を用いている。配当には自己株式取得が実施される前年における現金配当を売上高で除した値を用いている。これら以外に、

企業規模や情報の非対称性を制御するために総資産の自然対数を、また各年に固有の要因を制御するため年次ダミーを用いている。

### 3. 基本統計量

図表2は、本論文で用いている主な変数の基本統計量を表している。自己株式取得の公表額比率は、平均値が4.2%、中央値が2.8%、標準偏差が4.7%となっている。これに対し、自己株式取得の公表株式数比率は、平均値が3.4%、中央値が2.4%、標準偏差が3.4%となっている。これらを比較すると、公表額比率の方が相対的に大きな値をとり、幅広く分布していることがわかる。時価簿価比率は平均値が1.2、中央値が0.98である。機関投資家による所有を表す外国人投資家所有比率は、平均値が9.8%、中央値が6.6%、安定株主による所有を表す役員所有比率と事業法人所有比率の和は、平均値が25.3%、中央値が22.2%となっており、安定株主が過半を占める企業も少なからず存在することが伺われる。

本論文では、株式所有構造として上述したように外部株主企業と経営者支配企業を特定する。これらの企業群がどのような特徴を持っているかを明らかにするため、また株式所有構造が自己株取得に与える影響を解明するための予備的分析として、ここでは外部株主企業と経営

図表2 基本統計量

変数		平均値	中央値	標準偏差	最小値	25th	75th	最大値
目的変数								
公表金額比率	(%)	4.168	2.786	4.710	0.001	1.311	5.316	63.272
公表株式数比率	(%)	3.419	2.402	3.444	0.001	1.203	4.519	36.224
説明変数								
外国人株主比率	(%)	9.767	6.621	9.629	0.008	1.685	15.038	41.070
安定株主比率	(%)	25.341	22.210	15.276	2.120	12.797	35.010	72.969
時価簿価比率	(倍)	1.196	0.981	0.812	0.154	0.640	1.499	7.294
有利子負債/株主資本	(倍)	0.572	0.358	0.622	0.000	0.118	0.828	3.378
現金預金比率	(倍)	0.150	0.130	0.097	0.004	0.079	0.201	0.722
キャッシュフロー/売上高	(倍)	8.402	7.414	8.959	-64.933	3.580	12.108	77.332
現金配当/売上高	(%)	0.960	0.782	0.789	0.074	0.492	1.182	12.733
総資産の対数値		11.764	11.522	1.339	8.529	10.851	12.498	17.174
産業調整								
時価簿価比率	(倍)	0.912	0.790	0.533	0.086	0.555	1.102	4.148
有利子負債/株主資本	(倍)	0.667	0.454	0.697	0.000	0.154	0.940	5.219
現金預金比率	(倍)	1.068	0.961	0.619	0.066	0.620	1.367	4.319
キャッシュフロー/売上高	(倍)	1.095	0.989	2.080	-54.157	0.535	1.493	20.835
現金配当/売上高	(倍)	1.161	0.991	0.865	0.058	0.662	1.396	14.429

図表3 外部株主企業と経営者支配企業

		平均値			中央値		
		外部株主企業	経営者支配企業	t 値	外部株主企業	経営者支配企業	wilcoxon
外国人株主比率	(%)	21.499	1.321	-	20.142	1.071	-
安定株主比率	(%)	10.345	41.382	-	9.779	38.666	-
公表金額比率	(%)	3.224	5.252	-6.582***	2.202	3.771	-8.103***
公表株式数比率	(%)	2.817	4.041	-5.446***	2.039	3.191	-6.598***
時価簿価比率	(倍)	1.637	0.838	15.455***	1.456	0.666	-16.812***
有利子負債/株主資本	(倍)	0.504	0.687	-4.501***	0.291	0.470	-5.599***
現金預金比率	(倍)	0.166	0.126	6.927***	0.151	0.113	-6.459***
キャッシュフロー/売上高	(倍)	10.124	5.802	8.234***	9.602	5.086	-9.238***
現金配当/売上高	(%)	1.068	0.746	7.500***	0.879	0.606	-8.315***
総資産の対数値		12.891	10.905	25.370***	12.812	10.850	-20.205***
産業調整							
時価簿価比率	(倍)	1.167	0.691	14.623***	1.032	0.602	-14.687***
有利子負債/株主資本	(倍)	0.654	0.746	-1.968**	0.428	0.542	-3.032***
現金預金比率	(倍)	1.111	0.957	4.087***	1.030	0.862	-4.080***
キャッシュフロー/売上高	(倍)	1.572	-1.196	5.729***	1.180	-0.883	-6.363***
現金配当/売上高	(倍)	0.162	0.012	3.857***	0.053	-0.088	-4.197***

(注) \*, \*\*, \*\*\* はそれぞれ10%, 5%, 1%水準で有意であることを示す。

者支配企業に分けて、自己株取得の大きさや動機の強さに相違があるかどうかを確認する(図表3参照)。所有比率をみると、平均値でも中央値でも、機関投資家(外国人投資家)と安定株主の割合が外部株主企業では2対1、経営者支配企業では1対40程度となっている。自己株式取得の大きさは、金額比率でも株式数比率でも経営者支配企業の方が、有意に大規模であることがわかる。過小評価シグナリング動機を表す時価簿価比率は、経営者支配企業の方が小さく、過小評価であると判断する確率が相対的に高いと考えられる。

#### IV. 株式所有構造が自己株式取得に与える影響

以下では、過小評価シグナリング仮説の代理変数である時価簿価比率が自己株式取得の公表金額および公表株式数に与える影響に焦点を当て、その影響が株式所有構造によってどのように異なるかを検証する。検証には単変量分析と回帰分析を用いる。

##### 1. 単変量分析

株式所有構造が自己株式取得に与える影響を検証するため、サンプル全体、外部株主企業、非外部株主企業、経営者支配企業、非経営者支配企業それぞれのサンプルについて、市場評価と自己株式取得の公表額比率、公表株式数比率との関係を分析する。まず、各サンプルを市場評価指標である時価簿価比率の大きさで5分位し、各5グループの自己株式取得の公表額比率あるいは公表株式数比率の平均値を計算し、差があるかどうかを検定する。

この結果を示したのが図表4のパネルAとパネルBである。パネルAが時価簿価比率と

自己株式取得の公表額比率との関係、パネルBが時価簿価比率と自己株式取得の公表株式数比率との関係を表している。これらの表の右側にあるt値およびp値は、第1分位グループと第5分位グループとの間に、自己株式取得の公表額比率あるいは公表株式数比率に有意な差があるかどうかを検定した結果であり、下側にあるt値およびp値は、時価簿価比率の大きさを揃えたときに、各サブサンプル間で、自己株式取得の公表額比率あるいは公表株式数比率に有意な差があるかどうかを検定した結果である。ここで、(1)-(2)では外部株主企業と非外部株主企業との差、(3)-(4)では経営者支配企業と非経営者支配企業との差、(1)-(3)では外部株主企業と経営者支配企業との差を検定している。

まず、パネルAの右側の検定結果をみると、サンプル全体および4つのサブサンプル—外部株主企業、非外部株主企業、経営者支配企業、非経営者支配企業—において、いずれも統計的に有意な差があることがわかる。また、それらはいずれも時価簿価比率が大きいほど自己株式取得の公表額比率が小さいという単調減少の関係にあることが確認できる。パネルBの右側の検定結果をみると、こちらも全く同様に、すべてのサンプルで統計的に有意な差が確認できる。また、経営者支配企業を除くすべてのサンプルにおいて、時価簿価比率と自己株式取得の公表株式数比率との間にも単調減少の関係が観察できる。これらの結果は、市場評価が低いほど、シグナルとして自己株式取得を公表する傾向が強いことを示している。この結果は、先行研究と整合的である。

また、第1分位グループと第5分位グループとの差の大きさに注目すると、公表金額比率でも公表株式数比率でも、外部株主企業

図表4 単変量分析

パネル A: 公表金額比率

		時価簿価比率					t-statistic (p-value)
		第1分位 小	第2分位	第3分位	第4分位	第5分位 大	
	全サンプル	6.692	5.043	3.675	3.056	2.376	-14.099
	[サンプル数]	[406]	[406]	[407]	[406]	[406]	(0.000)
(1)	外部株主企業	8.042	4.457	3.812	3.099	2.063	-4.196
	[サンプル数]	[24]	[52]	[84]	[134]	[183]	(0.000)
(2)	非外部株主企業	6.607	5.129	3.639	3.035	2.633	-12.003
	[サンプル数]	[382]	[354]	[323]	[272]	[223]	(0.000)
(3)	経営者支配企業	6.496	5.167	4.433	4.155	3.128	-5.589
	[サンプル数]	[154]	[123]	[84]	[29]	[38]	(0.000)
(4)	非経営者支配企業	6.812	4.989	3.478	2.971	2.298	-11.546
	[サンプル数]	[252]	[283]	[323]	[377]	[368]	(0.000)
(1)-(2)	t-statistic	1.221	-0.768	0.333	0.207	-2.196	
	(p-value)	(0.223)	(0.443)	(0.739)	(0.836)	(0.029)	
(3)-(4)	t-statistic	-0.552	0.280	1.800	1.690	1.869	
	(p-value)	(0.581)	(0.780)	(0.074)	(0.101)	(0.062)	
(1)-(3)	t-statistic	1.292	-0.781	-0.856	-1.418	-2.298	
	(p-value)	(0.198)	(0.436)	(0.393)	(0.164)	(0.023)	

パネル B: 公表株式数比率

		時価簿価比率					t-statistic (p-value)
		第1分位 小	第2分位	第3分位	第4分位	第5分位 大	
	全サンプル	4.876	3.912	3.139	2.848	2.322	-11.030
	[サンプル数]	[406]	[406]	[407]	[406]	[406]	(0.000)
(1)	外部株主企業	5.350	3.453	3.078	2.978	2.065	-4.532
	[サンプル数]	[24]	[52]	[84]	[134]	[183]	(0.000)
(2)	非外部株主企業	4.846	3.979	3.154	2.784	2.534	-8.798
	[サンプル数]	[382]	[354]	[323]	[272]	[223]	(0.000)
(3)	経営者支配企業	4.599	4.003	3.646	3.993	2.820	-3.601
	[サンプル数]	[154]	[123]	[84]	[29]	[38]	(0.001)
(4)	非経営者支配企業	5.046	3.872	3.007	2.760	2.271	-9.351
	[サンプル数]	[252]	[283]	[323]	[377]	[368]	(0.000)
(1)-(2)	t-statistic	0.600	-0.904	-0.189	0.668	-1.943	
	(p-value)	(0.549)	(0.366)	(0.850)	(0.504)	(0.053)	
(3)-(4)	t-statistic	-1.097	0.307	1.465	1.789	1.329	
	(p-value)	(0.273)	(0.759)	(0.146)	(0.084)	(0.185)	
(1)-(3)	t-statistic	0.987	-0.859	-1.072	-1.384	-1.760	
	(p-value)	(0.325)	(0.392)	(0.285)	(0.174)	(0.080)	

と非経営者支配企業が相対的に大きく、経営者支配企業と非外部株主企業が相対的に小さくなっている。これは、外部株主からの圧力が相対的に大きい企業ほど、過小評価されていると

きには自己株式取得を公表するインセンティブが強く、過大評価されているときには自己株式取得というシグナルの発信が抑制されていることを示唆する。

次に、各パネルの下側の検定結果に注目して、時価簿価比率の大きさを制御したときに、株式所有構造が自己株式取得にどのような影響を与えているかを検証する。パネル A において、自己株式取得の公表金額比率に有意な差がみられるのは、(1)-(2)の第5分位、(3)-(4)の第3分位と第5分位、(1)-(3)の第5分位のみである。パネル B において、自己株式取得の公表株式数比率に有意な差がみられるのは(1)-(2)の第5分位、(1)-(3)の第5分位のみである。すなわち、第1分位グループから第4分位グループまでは、外部株主からの圧力が相対的に大きい企業と経営者支配の傾向が相対的に強い企業との間には統計的に有意な差がなく、第5分位グループにおいてのみ、統計的に有意な差がみられるという結果になっている。すなわち、市場評価が相対的に低いときには、外部株主企業も経営者支配企業も、過小評価を伝達しよう、投資家を引きつけようとするインセンティブをもっており、その大きさにはあまり違いが見られない。しかし、市場評価が高いときには、外部株主からの圧力があると、高い価格で自己株式取得を行うことが抑制されるために差が生じていると考えられる。

## 2. 所有構造別の回帰分析

以上の単変量分析では、次のような3点が明らかになった。第一に、株式所有構造に関わらず、過小評価シグナリング動機の代理変数である時価簿価比率と自己株式取得との間には、単調減少の関係がみられること。第二に、外部株主からの圧力が相対的に大きい企業ほど、過小評価されているときに自己株式取得を公表するインセンティブが強く、過大評価されているときに自己株式取得が抑制される傾向が強く、そ

の差が大きいこと。第三に、株式所有構造による相違が、市場評価の高いときに顕著に表れることである。

以上の結果を踏まえたうえで、ここでは、回帰分析を用いて、株式所有構造が、市場評価と自己株式取得との関係に、どのような影響を与えるかを検証する。単変量分析の結果に基づいて、まず株式所有構造でサブサンプルに分けた分析を、次に時価簿価比率の大きさをサブサンプルに分けた分析を行う。

本論文では、Dittmar [2000] に代表される自己株式取得の動機に関する先行研究で用いられているモデルを参考にして、次のような回帰モデルを推計する。ここでは企業を  $i$ 、年度を  $t$  とする。

$$\begin{aligned} \text{Stock Repurchase}_{i,t} = & a + \beta_1 \cdot M/B_{i,t-1} \\ & + \beta_2 \cdot \text{Leverage}_{i,t-1} + \beta_3 \cdot \text{Cash}_{i,t-1} \\ & + \beta_4 \cdot \text{CF}_{i,t-1} + \beta_5 \cdot \text{Payout}_{i,t-1} \\ & + \beta_6 \cdot \ln \text{asset}_{i,t-1} + \varepsilon \end{aligned}$$

*Stock Repurchase*  $i,t$ : 企業  $i$  が  $t$  期に公表する自己株式取得の大きさ

*M/B*  $i,t-1$ : 企業  $i$  の  $t-1$  期における純資産の時価簿価比率

*Leverage*  $i,t-1$ : 企業  $i$  の  $t-1$  期における負債比率

*Cash*  $i,t-1$ : 企業  $i$  の  $t-1$  期における現金および現金等価物 (対総資産比率)

*CF*  $i,t-1$ : 企業  $i$  の  $t-1$  期におけるキャッシュ・フロー (対売上高比率)

*Payout*  $i,t-1$ : 企業  $i$  の  $t-1$  期における現金配当 (対売上高比率)

*ln asset*  $i,t-1$ : 企業  $i$  の  $t-1$  期における総資産の対数値

図表5 所有構造別の回帰分析結果

## パネル A : 公表金額比率

変数	全サンプル	外部株主企業	非外部株主企業	経営者 支配企業	非経営者 支配企業
切片	10.148*** (7.621)	10.405*** (4.575)	11.752*** (6.328)	13.817*** (2.762)	9.488*** (6.616)
時価簿価比率	-1.159*** (-8.788)	-0.903*** (-4.611)	-1.427*** (-8.099)	-1.488*** (-3.400)	-1.108*** (-7.939)
負債比率	0.273 (1.582)	0.274 (0.743)	0.366* (1.835)	0.462 (1.137)	0.203 (1.033)
現金預金比率	2.096* (1.869)	-0.504 (-0.241)	2.763** (2.070)	4.559 (1.359)	1.795 (1.506)
キャッシュフロー	0.001 (0.099)	0.006 (0.234)	0.005 (0.346)	0.028 (0.970)	-0.009 (-0.640)
現金配当	0.262* (1.832)	0.595** (2.024)	0.193 (1.169)	-0.194 (-0.432)	0.359** (2.373)
ln 総資産	-0.472*** (-6.139)	-0.568*** (-3.860)	-0.502*** (-4.695)	-0.662** (-2.419)	-0.423*** (-4.943)
修正 R <sup>2</sup>	0.184	0.252	0.159	0.142	0.179
サンプル数	2031	477	1554	428	1603

## パネル B : 公表株式数比率

変数	全サンプル	外部株主企業	非外部株主企業	経営者 支配企業	非経営者 支配企業
切片	6.658*** (6.715)	6.539*** (3.731)	7.521*** (5.473)	9.368** (2.567)	6.165*** (5.724)
時価簿価比率	-0.730*** (-7.429)	-0.570*** (-3.775)	-0.889*** (-6.821)	-0.756** (-2.367)	-0.719*** (-6.856)
負債比率	0.237* (1.842)	0.128 (0.448)	0.303** (2.053)	0.212 (0.714)	0.230 (1.558)
現金預金比率	2.225** (2.665)	0.222 (0.138)	2.793*** (2.827)	2.882 (1.178)	2.207** (2.464)
キャッシュフロー	0.002 (0.212)	-0.001 (-0.067)	0.006 (0.543)	0.018 (0.849)	-0.003 (-0.333)
現金配当	0.282*** (2.643)	0.467** (2.062)	0.244** (1.995)	0.064 (0.195)	0.328*** (2.886)
ln 総資産	-0.316*** (-5.528)	-0.308*** (-2.718)	-0.358*** (-4.524)	-0.455** (-2.276)	-0.285*** (-4.427)
修正 R <sup>2</sup>	0.154	0.212	0.131	0.112	0.151
サンプル数	2031	477	1554	428	1603

(注) \*, \*\*, \*\*\* はそれぞれ10%, 5%, 1%水準で有意であることを示す。

これは、 $t-1$ 期の期末あるいは $t$ 期の期首の時点に、どのような動機あるいは条件を備えている企業が、 $t$ 期にどのような規模の自己株式取得を実行しようとするかを推計するモデルと

なっている。そして、このモデルから推計される回帰係数が、株式所有構造の影響をどのように受けているかを以下で分析する。

図表5は、全サンプルおよび株式所有構造で

分けたサブサンプルに対して、上述のモデルを推定した結果を示している。パネル A は自己株式取得の公表金額比率を被説明変数とする回帰結果を、パネル B は自己株式取得の公表株式数比率を被説明変数とする回帰結果を表している。

被説明変数にかかわらず、全サンプルでもサブサンプルでも、時価簿価比率の係数はすべて負で、統計的に有意である。これは、単変量分析の結果と同様に、株式所有構造に関係なく、過小評価シグナリング動機の代理変数である時価簿価比率と自己株式取得との関係は、減少関数になっていることを示している。

各回帰における時価簿価比率の係数を小さい順に並べると、自己株式取得の公表金額比率では、経営者支配企業、非外部株主企業、全サンプル、非経営者支配企業、外部株主企業という順になっている。同様に、自己株式取得の公表株式数比率では、非外部株主企業、経営者支配企業、全サンプル、非経営者支配企業、外部株主企業という順になっている。これは、相対的に経営者支配の傾向の強い企業のほうが負の傾きが大きく、外部株主による圧力が相対的に強い企業の方が負の傾きが緩やかであることを示している。この結果は、単変量分析の結果と矛盾する。

### 3. 時価簿価比率の影響

単変量分析では、時価簿価比率が高いときのみ、株式所有構造が自己株式取得に与える影響に統計的に有意な差がみられた。これは、時価簿価比率の水準に依存して、株式所有構造が与える影響が異なることを示唆する。また、株式所有構造別の回帰分析の結果をみると、時価簿価比率に対する自己株式取得の平均的な反応

度は、単変量分析の結果と矛盾するものであることがわかった。これらの結果を踏まえて、時価簿価比率の水準によって、時価簿価比率に対する自己株式取得のインセンティブが異なるかどうかを検証する。そこで、時価簿価比率の水準で全サンプルを5つに分け、下位2グループから構成される時価簿価比率の低いサブサンプル(サンプル数811)、上位2グループから構成される時価簿価比率の高いサブサンプル(サンプル数812)を作成する。さらに、それぞれのサブサンプルについて、外部株主企業、経営者支配企業を抽出し、株式所有構造別の分析を行う。自己株式取得の公表金額比率について、時価簿価比率の水準ごとに、株式所有構造別の回帰分析の結果を示したのが図表6である。パネル A には時価簿価比率が低いサブサンプルについての回帰結果が、パネル B には時価簿価比率が高いサブサンプルについての回帰結果が示されている。

時価簿価比率の回帰係数をみると、すべて負となっており、時価簿価比率の水準に関係なく、また株主所有構造に関係なく、自己株式取得は時価簿価比率の減少関数になっていることがわかる。また、時価簿価比率の水準による相違に注目すると、サブサンプル合計では、低い場合には $-6.071$ 、高い場合には $-0.515$ (いずれも1%有意)となっており、過小評価されている可能性が高いと負の傾きが急であり、過大評価されている可能性が高い場合には負の傾きが緩やかであることがわかる。この傾向は、いずれの株式所有構造で比較しても、同様である。

次に、時価簿価比率の水準別に、株式所有構造が自己株式取得に与える影響の相違に注目する。パネル A の低水準サンプルについて、各

図表6 時価簿価比率の影響 (被説明変数: 公表金額比率)

パネル A: 時価簿価比率が低いサブサンプル

変数	全サンプル	外部株主企業	非外部株主企業	経営者 支配企業	非経営者 支配企業
切片	18.670*** (3.975)	24.153*** (2.903)	17.986*** (3.616)	16.322*** (3.248)	20.377*** (3.908)
時価簿価比率	-6.071*** (-4.805)	-11.402** (-2.158)	-5.971*** (-4.517)	-4.309** (-2.069)	-6.865*** (-4.251)
負債比率	0.831* (2.025)	1.766 (0.921)	0.809* (1.899)	0.284 (0.427)	1.122** (2.130)
現金預金比率	3.005 (1.237)	-4.157 (-0.525)	3.791 (1.455)	6.683 (1.377)	0.793 (0.270)
キャッシュフロー	0.024 (0.988)	0.131 (1.339)	0.027 (1.069)	0.078* (1.822)	0.000 (-0.014)
現金配当	0.598 (1.489)	2.181 (1.623)	0.304 (0.705)	-0.680 (-0.780)	1.065** (2.233)
ln 総資産	-0.462** (-2.188)	-0.987 (-1.420)	-0.408* (-1.690)	-0.694 (-1.606)	-0.522* (-1.968)
修正 R <sup>2</sup>	0.112	0.293	0.095	0.103	0.113
サンプル数	811	76	735	277	534

パネル B: 時価簿価比率が高いサブサンプル

変数	全サンプル	外部株主企業	非外部株主企業	経営者 支配企業	非経営者 支配企業
切片	5.718*** (5.417)	5.577** (2.478)	5.899*** (4.216)	2.100 (0.347)	5.185*** (4.638)
時価簿価比率	-0.515*** (-4.629)	-0.519*** (-2.708)	-0.559*** (-3.923)	-0.898* (-1.720)	-0.476*** (-4.065)
負債比率	0.207 (1.384)	0.124 (0.380)	0.252 (1.508)	0.187 (0.384)	0.162 (0.980)
現金預金比率	2.313** (2.370)	0.622 (0.308)	2.925*** (2.629)	-2.042 (-0.352)	2.486** (2.496)
キャッシュフロー	-0.011 (-0.942)	-0.006 (-0.224)	-0.010 (-0.773)	-0.025 (-0.729)	-0.004 (-0.315)
現金配当	0.295*** (2.742)	0.509* (1.909)	0.267** (2.323)	1.030* (1.875)	0.251** (2.223)
ln 総資産	-0.275*** (-4.408)	-0.235 (-1.600)	-0.303*** (-3.540)	0.232 (0.599)	-0.240*** (-3.537)
修正 R <sup>2</sup>	0.203	0.148	0.225	0.231	0.191
サンプル数	812	317	495	67	745

(注) \*, \*\*, \*\*\* はそれぞれ10%, 5%, 1%水準で有意であることを示す。

回帰における時価簿価比率の係数を小さい順に並べると、外部株主企業、非経営者支配企業、全サンプル、非外部株主企業、経営者支配企業となっている。図表には示していないが、自己

株式取得の公表株式数比率を被説明変数とする回帰分析でも、全く同じ順序となっている。これは、相対的に市場評価が低く、過小評価されている可能性が高いときには、外部株主からの

圧力が相対的に大きい企業ほど、自己株式取得のインセンティブが大きいことを示している。

同様に、パネル B の高水準サンプルについて、各回帰における時価簿価比率の係数を小さい順に並べると、経営者支配企業、非外部株主企業、外部株主企業、全サンプル、非経営者支配企業となる。図表には示していないが、自己株式取得の公表株式数比率を被説明変数とする回帰分析では、経営者支配企業、外部株主企業、全サンプル、非外部株主企業、非経営者支配企業となっている。どの係数も相対的に負の値が小さく、またその差も小さいために、順序が多少入れ替わっているが、全体的傾向としては、経営者支配企業の方が負の傾きが急で、外部株主からの圧力の大きい企業の方が負の傾きが緩やかになっている。これは、相対的に市場評価が高く、過大評価されている可能性が大きいときには、外部株主からの圧力が相対的に大きい企業ほど、自己株式取得を抑制しようとすることを示している。これは、単変量分析の結果と整合的である。

## V. 経営者の主観的判断

前節の分析では、経営者が自己株式取得に取り組もうと判断する市場評価の水準について、時価簿価比率が小さければ小さいほど、経営者が過小評価されていると判断する確率が高いと想定した。すなわち、時価簿価比率の絶対的な水準が、動機の強さを表すと暗黙に仮定していた。

しかし、これらは、経営者が判断する唯一の基準ではない。ほかにも数多くの判断材料があると考えられるが、そのなかで有力な基準のひとつとして、同業他社と比較したときの相対評

価が挙げられる。例えば、時価簿価比率では、一般的に評価が低いことを判断する基準として市場価値が帳簿価値を下回る1.0という値が挙げられる。そのため、ある企業がある時点に時価簿価比率が0.9という値をとったとすれば、一般には評価が低いと考えられるが、同じ時期に同業他社の多くが0.7~0.8という水準にあるときに、経営者は過小評価されていると判断するだろうか。

実際に、経営者が何を材料にして、どのように判断しているかはわからないため、ここでは、前節で行った絶対的水準からみた時価簿価比率と対比して、相対的水準からみた時価簿価比率を用いて、同様の分析を行う。相対的水準とは、産業分類の大分類で分けた産業ごとに毎年平均値を算出し、各企業の値をその産業平均値で除すことにより産業調整を行った値を指している。

まず、産業調整後の各説明変数の基本統計量を示しているのが図表2の下段である。産業調整後の時価簿価比率は、平均値が0.91、中央値が0.79となっている。株式所有構造別にみた産業調整の結果を示しているのが図表3の下段である。産業調整後の時価簿価比率は、平均値で見ると、外部株主企業が1.17、経営者支配企業が0.69となっている。また中央値で見ると、外部株主企業が1.03、経営者支配企業が0.60となっている。これらはいずれも、統計的に有意な差であるが、産業調整前に比べると、その差は小さくなっている。

経営者が自己株式取得にあたって、絶対的な水準に基づいて判断するか、あるいは同業他社と比較した相対水準に基づいて判断するかについて、株式所有構造別に回帰分析を行って比較したのが図表7である。パネル A が自己株式

図表7 産業調整変数による回帰分析

## パネル A：公表金額比率

変数	全サンプル	外部株主企業	非外部株主企業	経営者 支配企業	非経営者 支配企業
切片	8.906*** (6.740)	8.764*** (4.058)	9.742*** (5.326)	10.839** (2.237)	8.508*** (6.034)
時価簿価比率	-1.733*** (-8.796)	-1.449*** (-4.779)	-2.017*** (-7.973)	-2.275*** (-3.368)	-1.635*** (-7.880)
負債比率	0.291* (1.909)	0.202 (0.700)	0.373** (2.062)	0.494 (1.349)	0.234 (1.380)
現金預金比率	0.328* (1.922)	-0.155 (-0.486)	0.451** (2.244)	0.796* (1.730)	0.258 (1.403)
キャッシュフロー	0.011 (0.232)	0.130 (0.950)	0.011 (0.217)	0.020 (0.252)	-0.022 (-0.341)
現金配当	0.352*** (2.862)	0.866*** (3.035)	0.297** (2.148)	-0.019 (-0.049)	0.415*** (3.198)
ln 総資産	-0.406*** (-5.295)	-0.475*** (-3.383)	-0.394*** (-3.728)	-0.534** (-1.989)	-0.374*** (-4.461)
修正 R <sup>2</sup>	0.185	0.259	0.159	0.141	0.179
サンプル数	2031	477	1554	428	1603

## パネル B：公表株式数比率

変数	全サンプル	外部株主企業	非外部株主企業	経営者 支配企業	非経営者 支配企業
切片	5.757*** (5.860)	5.577*** (3.346)	6.067*** (4.494)	7.433** (2.105)	5.391*** (5.102)
時価簿価比率	-1.083*** (-7.394)	-0.841*** (-3.596)	-1.295*** (-6.936)	-0.997** (-2.024)	-1.079*** (-6.939)
負債比率	0.242** (2.129)	0.029 (0.128)	0.321** (2.405)	0.244 (0.913)	0.229* (1.800)
現金預金比率	0.369*** (2.907)	-0.056 (-0.227)	0.481*** (3.237)	0.557* (1.658)	0.343** (2.492)
キャッシュフロー	0.020 (0.564)	0.101 (0.954)	0.021 (0.535)	0.032 (0.559)	0.003 (0.071)
現金配当	0.361*** (3.957)	0.636*** (2.891)	0.336*** (3.296)	0.174 (0.597)	0.397*** (4.076)
ln 総資産	-0.270*** (-4.736)	-0.257** (-2.367)	-0.277*** (-3.554)	-0.396** (-2.020)	-0.242*** (-3.855)
修正 R <sup>2</sup>	0.157	0.216	0.136	0.112	0.154
サンプル数	2031	477	1554	428	1603

(注) \*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ10%, 5%, 1%水準で有意であることを示す。

取得の公表金額比率を被説明変数とする回帰分析の結果、パネル B が自己株式取得の公表株式数比率を被説明変数とする回帰分析の結果を示している。

パネル A, B のいずれの回帰分析においても、時価簿価比率の係数は負で有意となっており、産業調整を行っても、時価簿価比率と自己株式取得の公表との間には、頑健な負の関係が

あることがわかる。また、時価簿価比率と自己株式取得の公表との関係に対して、株式所有構造が与える影響をみると、公表金額比率を被説明変数とする回帰結果と公表株式数を被説明変数という回帰結果では異なる傾向がみられる。絶対的水準の場合には、株主の圧力がある企業の方が、自己株式取得は時価簿価比率に対してより敏感に反応するという整合的な結果がみられたが、相対的水準の場合にはこのような整合性は失われている。

産業調整前の変数を用いた回帰分析の結果と、産業調整後の変数を用いた回帰分析の結果を比較すると、株式所有構造に関係なく、全体的に時価簿価比率の係数の大きさは相対的な水準の場合の方がやや大きいものの、モデル全体の説明力をみても、時価簿価比率の係数の有意性をみてもほとんど同じであり、大きな違いはみられないといえる<sup>3)</sup>。したがって、時価簿価比率の絶対的な水準に基づいて判断しているか、同業他社と比較した相対的な水準に基づいて判断しているかについては、断定的な結論を導くことはできない。ただし、産業調整前後で、ほぼ同様の回帰結果が得られたことから、少なくとも過小評価シグナリング動機からみる限り、頑健な結果であるといえるだろう。

## VI. おわりに

自己株式の取得は、近年、株主への利益還元としてだけでなく、過小評価のシグナル、買収防衛あるいは資本構成の調整などの目的を達成するために用いられている。先行研究では、これらの動機の時間的一貫性や相対的重要性などが解明されているが、株主と経営者とのエージェンシー対立の大きさを考慮していないとい

う問題と、経営者が意思決定をする際の動機の強さが主観的判断に依存するという問題を抱えていると考えられる。本論文では、株式所有構造を用いて外部株主からの圧力の強い企業と経営者支配の強い企業を特定することによって前者の問題に対処し、また主要な説明変数について産業調整前の絶対水準と産業調整後の相対水準という2種の変数を用いることによって後者の問題に取り組んでいる。そして、1997年度から2006年度に自己株式取得を公表した2031件のサンプルを対象にして実証分析を行っている。

まず、経営者がどれくらいの規模の自己株式取得を選択するかについて、過小評価シグナリング動機に焦点を当てて、株式所有構造がどのような影響を与えるかについて分析を行った。単変量分析では、第一に株式所有構造に関わらず、過小評価シグナリング動機の代理変数である時価簿価比率と自己株式取得との間には、単調減少の関係がみられること、第二に外部株主からの圧力が相対的に大きい企業ほど、過小評価されているときに自己株式取得を公表するインセンティブが強く、過大評価されているときに自己株式取得が抑制される傾向が強く、その差が大きいこと、第三に株式所有構造による相違が、市場評価の高いときに顕著に表れることが明らかになった。

株式所有構造別の回帰分析では、株式所有構造に関係なく、時価簿価比率と自己株式取得との間には、単調減少の関係が観察されることは確認できたが、その係数の大きさについては単変量分析と矛盾する結果が得られた。すなわち、相対的に経営者支配の傾向の強い企業のほうが負の傾きが大きく、外部株主による圧力が相対的に強い企業の方が負の傾きが緩やかとなっている。

そこで、時価簿価比率の水準によって、時価簿価比率に対する自己株式取得のインセンティブが異なるかどうかを検証した。その結果、過小評価されている可能性が高いときには、外部株主からの圧力が相対的に大きい企業ほど、自己株式取得のインセンティブが大きいこと、また過大評価されている可能性が大きいときには、外部株主からの圧力が相対的に大きい企業ほど、自己株式取得を抑制しようとするという、単変量分析と整合的な結果が得られた。

次に、自己株式取得の動機が経営者の主観的判断に依存することに注目し、時価簿価比率の絶対的な水準と同業他社と比較した相対的な水準のいずれを判断材料とするかに焦点を当てた分析を行った。少なくとも時価簿価比率については、産業調整によって、株式所有構造別に行った回帰結果はほとんど左右されないことが確認された。これは、いずれを判断材料にしているかについては何も言うことはできないが、結果が頑健であることを確認することができたといえる。

#### 注

- 1) 日経財務データベースでは、金融機関の株式所有を、機関投資家による純投資とメインバンクなどによる政策投資に分けることができないため、機関投資家の代理変数として外国人所有比率を用いている。しかし、この代理性は十分ではないと考え、外国人所有比率と安定株主比率の両方を用いて、株式所有構造を分類している。
- 2) 時価簿価比率 (M/B) は、企業の投資機会あるいは成長機会を表す変数という見方もできる。M/B が低いということは、有力な投資機会が乏しいことを示すため、M/B が低いほど、資金の投下先として自己株式が選択される確率が相対的に増加する、すなわち自己株式取得が増加するという解釈も可能である。
- 3) 負債比率と現金預金比率の係数については、産業調整による違いが見られる。被説明変数が自己株式取得の公表金額比率でも公表株式数比率でも、一般的に産業調整後の方が有意性が高くなっている。

## 参 考 文 献

- Bagwell, L. [1992], "Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity", *Journal of Finance*, Vol. 47 No. 1, pp. 71-105.
- Bagwell, L.S. and Shoven, J.B. [1988], "Share repurchases and acquisitions: An analysis of which firms participate", in Auerbach, A.J., ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, IL, pp. 191-213.
- Bagwell, L.S. and Shoven, J.B. [1989], "Cash distributions to shareholders", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3 No. 3, pp. 129-140.
- Berger, P. G., Ofek, E. and Yermack, D. L. [1997], "Managerial entrenchment and capital structure decisions", *Journal of Finance*, Vol. 52 No. 4, pp. 1411-1438.
- Brambor, T., Clark, W. R. and Golder, M. [2006], "Understanding interaction models: improving empirical analyses", *Political Analysis*, Vol. 14 No. 1, pp. 63-82.
- Brav, A., Graham, J., Harvey C., and Michaely, R., [2005], "Payout Policy in the 21st Century", *Journal of Financial Economics*, Vol.77 No. 3, pp.483-527.
- Comment, R. and Jarrell, G.A. [1991], "The relation signaling 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.
- Denis, D. J., Denis, D. K. and Sarin, A. [1994], "The information content of dividend changes: cash flow, signaling, overinvestment, and dividend clienteles", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29 No. 4, pp. 567-587.
- Dittmar, A.K. [2000], "Why do firms repurchase

- stock?", *Journal of Business*, Vol. 73 No. 3, pp. 331-355.
- Fenn, G.W. and Liang, N. [1997], "Good news and bad news about share repurchase", working paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, 10 August.
- Fried, J. M. [2002], "Open market repurchases: signaling or managerial opportunism?", *Theoretical Inquiries in Law*, Vol. 2 No. 2 Article 11.
- Grinstein, Y. and Michaely, R. [2005], "Institutional Holdings and Payout Policy," *Journal of Finance*, Vol. 60 No. 3, pp. 1389-1426
- Harris, M. and Raviv, A. [1988], "Corporate control contests and capital structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 9 No. 1-2, pp. 55-86.
- Harris, M. and Raviv, A. [1988], "Corporate control contests and capital structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 No. 1, pp. 55-86.
- Isagawa, N. [2000], "Open-market stock repurchase and stock price behavior when management values real investment", *The Financial Review*, Vol. 35 No. 4, pp. 95-108.
- Jackson, G. and Miyajima, H. [2007], "Introduction: the diversity and change of corporate governance in Japan", in Aoki, M., G. Jackson, and H. Miyajima, eds., *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, UK, pp. 1-48.
- Jensen, M. [1986], "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. and Meckling, W. [1976], "Theory of the firm managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- Jiraporn, P. [2006], "Share repurchases, shareholder rights, and corporate governance provisions", *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 17 No. 1, pp. 35-47.
- Kaplan, S. N. and D. Reishus [1990], "Outside directorship and corporate performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 No. 2, pp. 389-410.
- Ofer, A. R. and Thakor, A. V. [1987], "A theory of stock price response to alternative corporate disbursement methods: stock repurchase and dividends", *Journal of Finance*, Vol. 42 No. 2, pp. 365-394.
- Opler, T. and Titman, S. [2001], "The debt-equity choice: an analysis of issuing firms", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, pp. 1-24.
- Skjeltorp, J. A. and Ødegaard, B. A. [2004], "The ownership structure of repurchasing firms", working paper of Norges Bank, 3 March.
- Stulz, R. M. [1988], "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 No. 1, pp. 25-54.
- Vermaelen, T. [1981], "Common stock repurchases and market signaling: An empirical study", *Journal of Financial Economics*, Vol. 9 No. 2, pp. 139-183.

蜂谷豊彦 (一橋大学大学院商学研究科教授)  
滕 敏 (東京工業大学大学院社会理工学研究科博士後期課程)