

KAFM-WJ 043

タイトル

近年の日本企業の自社株買い
—東証の要請前後の自社株買いと市場の反応—

著者

砂川伸幸（京都大学経営管理大学院教授）
山口聖（甲南大学経営学部教授）
三宅悠（日本事業承継パートナーズ株式会社代表取締役）

発行年月日

2025年9月6日

近年の日本企業の自社株買い

—東証の要請前後の自社株買いと市場の反応—

砂川伸幸（京都大学経営管理大学院教授）*

山口聖（甲南大学経営学部教授）

三宅悠（日本事業承継パートナーズ株式会社代表取締役）

要約

本研究は、近年における日本の上場企業の自社株買いと市場の反応に関する実証研究である。とくに、東京証券取引所（東証）が2023年3月に公表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が、企業の自社株買いと市場の反応に与えた影響に焦点をあてる。東証の要請の背景には、当時PBRが1.0倍未満の企業やROEが8%を下回っている企業が少なくなかったという事実がある。自社株買いは、純資産の減少や株価の上昇を通じて、ROEの改善とPBRの向上をもたらす可能性がある。実証分析の結果、次のことが明らかになった。東証の要請後、自社株買いを行う企業の割合は実質的に増加している。上場企業は、要請前は株価が下落したタイミングで自社株買いを決議していたが、要請後は株価が上昇して後であっても自社株買いを決議している。企業の自社株買いに対するアナウンスメント効果は、ROEが8%未満の企業の方が平均的に大きい。近年の日本企業の自社株買いには、変化があったといえるであろう。

* corresponding author : isagawa.nobuyuki.3w@kyoto-u.ac.jp

1. はじめに

2023年3月31日、東京証券取引所は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を公表し、上場企業に対して現状分析や対応策を示す資料の公表を求めた。背景として、当時プライム上場企業の約半数、スタンダード上場企業の約6割が、ROEが8%未満、PBRが1倍割れだったという事実があった。コーポレートファイナンス論によると、PBRが1倍を割れている企業は、純資産や自己資本を効率的に運用できていない可能性がある。あるいは、株価が過小評価されている可能性がある。そのため、PBRが1.0倍を下回っている企業は、事業戦略によって資本利益率を改善したり、資本政策やIR活動によって株価の過小評価を是正したりする必要がある。

図表1（文末）は、東証の要請に対するUACJ株式会社の公開資料からの抜粋である¹。株主資本コストを上回るROEをあげる（エクイティスプレッドを正にする）ことで、PBR1倍以上を目指すという説明がある。図表2は、東洋製罐グループの公開資料からの抜粋である。キャッシュアロケーションを見ると、配当（約800億円）以上に積極的な自社株買い（約1,000億円）をすることが計画されている。この事例は、自社株買いによる株価の上昇を期待した資本政策の一環であると考えられる。学術的な実証研究においても、自社株買いのアナウンスメントが株価の上昇をもたらすことが報告されている（Vermaelen (1981, 1984), Comment and Jarrell (1991)）。

自社株買いや増配などの資本政策は、株価やPBRに対して、（事業戦略より）即効性がある施策といえる。また、自社株買いは配当に比べて自由度が高く柔軟性があるという特徴がある（Stephens and Weisbach (1998), Jagannathan et al. (2000), Yamaguchi (2021)）。そのため、東証の要請を受けた上場企業は、要請前より自社株買いを積極的に実施する誘因をもつと考えられる。本研究では、東証要請の前後における日本企業の自社株買いの変化について、次のような方法で定量的な検証を行う。

まず、東証の要請により、企業の自社株買いが増加したかどうかを調べるため、Grullon et al. (2011) のモデルを適用して、自社株買いを実施すると予測される企業の割合（予測値）を算出する。次に、予測値と要請後の2023年度と2024年度に自社株買いを実施した企業の割合（実際）を比較する。検証の結果、実績値が予測値を有意に上回ることが確認できた。東証の要請後に自社株買いを実施する企業の割合は、実質的に増加したといえる。

本研究が対象とする市場買付け（open market repurchase）において、企業が自社株買いを決議し公表するのは株価が下落した直後である（Comment and Jarrell (1991), Ikenberry et al. (1995), Dittmar (2000), Peyer and Vermaelen (2009), Hatakeda and Isagawa (2004),

¹ すべての図表は文末に掲載している。

太田・河瀬 (2016))。自社株買いのタイミングに変化があったか否かを調べるため、自社株買い前の 6 ヶ月の株式リターンを調べたところ、要請前は株価が下落していたのに対し、要請後は株式リターンがプラスになっていることが分かった。自社株買いのアナウンスメントと実施のタイミングは、東証の要請後に変化している可能性がある。

本研究では、自社株買いのイベント・スタディも行った。東証要請の前後を含む近年の日本企業の自社株買いに対するアナウンスメント効果は、ROE が低い (8%未満) 企業群が、ROE が高い (8%以上) 企業群を上回っている。東証要請の背景には、低 ROE の企業が少なくないという問題意識があったことから、ROE が低い企業の自社株買いを受けて、投資家は資本利益率や PBR の改善が進むという期待を強くしたのであろう。

以下の構成は次の通りである。第 2 節では、研究で用いるデータとサンプルについて説明する。第 3 節では、自社株買いを実施する企業の割合と自社株買いのタイミングに焦点を当て、東証の要請後に日本企業の自社株買いが変化したか否かを検証する。第 4 節では、東証の要請前後における自社株買いのアナウンスメント効果について報告する。第 5 節はまとめである。

2. 本研究で用いるデータとサンプル

本研究では、2004 年 1 月から 2024 年 12 年までの期間において、東証 1 部・2 部 (2022 年 4 月以降はプライム・スタンダード市場) の上場企業が行った流通市場を通じた自社株買い (市場買付け) を分析の対象とする。先行研究に倣い、銀行、証券・商品先物取引、保険、その他金融業に属する企業はサンプルから除外する。

自社株買いのデータは、金融データソリューションズの個別銘柄ファイナンス情報から取得する。このデータベースには、各企業が行った自社株買い取得枠 (期間、株式数の上限、金額の上限) の決議日、ならびに取得枠内で実施された自社株買いの結果に関する情報が収集されている。

図表 3 は、年度ごとの自社株買い決議の回数、自社株買いの上限株数、上限金額、上限金額/時価総額の暦年ごとの分布である。回数以外は平均値を示している。発行済み株式数は自社株買いの決議がアナウンスされた月末の値であり、時価総額は月末株価に発行済み株式数をかけた値である。近年における日本企業の自社株買いは、増加していることが分かる。

本研究で用いる株式リターンと企業の上場種別は、金融データソリューションズの NPM 日次リターンデータから取得した。企業の財務データは、日本経済新聞社の NEEDS FinancialQuest から取得した²。

² 2010 年までは連結優先 (日本基準)、2010 年以降は連結優先 (IFRS 基準) のデータを用いた。

3. 自社株買い企業の割合と自社株買いのタイミング

ここでは、東証の要請後に、自社株買いを決議した企業（以下では自社株買い企業ということがある）の割合が増加したかどうかについて検証する。東証の要請前を 2004 年から 2022 年、要請後を 2023 年と 2024 年とする。

東証の要請前後における自社株買い企業の割合を調べるため、Grullon et al. (2011) に依拠したモデルと要請前期間のデータを用いて、自社株買い企業の割合を予測する。そして、予測値と実際に自社株買いを行った企業の割合（実績値）を比較する。

Fama and French (2001) や Grullon et al. (2011) は、企業がペイアウト（自社株買いや配当）をする割合を予測するモデルを提示し、予測値と実際（実績値）を比較することでアメリカ企業のペイアウトの変化について検証している³。ここでは、Grullon et al. (2011) のモデルに株式リターンを加えた（1）式のロジット・モデルを用いる。株式リターンを追加するのは、株価が自社株買いのタイミングに影響するという実証結果が報告されているためである。

$$\begin{aligned} Repurchase = & \alpha + \beta_1 \ln(MV)_i + \beta_2 BHR_i + \beta_3 MB_i + \beta_4 ROA_i \\ & + \beta_5 SGR_i + \beta_6 \ln(Age)_i + \beta_7 \ln(Vol)_i + \beta_8 RETA_i + \epsilon_i \end{aligned} \quad (1)$$

被説明変数の *Repurchase* は、会計年度において企業が自社株買いを実施した場合に 1、実施しない場合に 0 をとるダミー変数である。説明変数の $\ln(MV)$ は株式時価総額（株価 × 発行済み株式数）の自然対数、株式リターンの指標 *BHR* は 12 ヶ月間の当該企業の buy-and-hold return、時価簿価比率 *MB* は時価総額に負債簿価を加えた値を資産総額で除した値、*ROA* は営業利益を総資産で除した値、成長指標 *SGR* は売上高成長率、 $\ln(Age)$ は上場している年数の自然対数、 $\ln(Vol)$ は株式収益率の標準偏差の自然対数、*RETA* は利益剰余金を資産総額で除した値である。*BHR* と *SGR* を除く変数は期末の値を用いた。

図表 4 は、東証の要請以前の期間における（1）式の推定結果である。異常値の影響を回

³ Fama and French (2001) は、（1）式に類似したモデルを用いて、配当を支払う企業の割合が低下したことを発見し、アメリカにおいて disappearing dividends という現象が生じていると述べた。DeAngelo et al. (2006) は、Fama and French (2001) のモデルに含まれていない留保利益を考慮すると、この現象がより強くなることを示した。Hoberg and Prabhala (2009) は、非システムティック・リスクを考慮しても、disappearing dividends が消滅しないことを示した。Grullon et al. (2011) は、配当金の支払いだけでなく、ネットのペイアウトに注目し、ペイアウトを実施する企業の割合はモデルの予測値と有意に異なることを発見した。

避するため、説明変数を 1%と 99%の点で winsorize し、標準誤差は企業ごとの相関を調整している。図表 4 の結果が示すように、近年の日本の上場企業は、企業規模が大きいほど、時価簿価比率が低く投資機会が少ないほど、収益性が高いほど、成長性が低いほど、そして留保利益が大きいほど、市場を通じた自社株買いを実施する傾向がある。

株価変動の係数が有意なプラスであることは、変動が大きいほど割安なタイミングで自社株買いを実施できるという説と整合的である。株式リターンの係数が有意なマイナスであることは、東証の要請前の期間において、企業は株価が下落したタイミングで自社株買いを決議する傾向があったことを意味している。

図表 5 は、モデルから予測した自社株買い企業の割合（予測値）と実際に自社株買いをアナウンスした企業の割合（実際）、実績値から予測値を引いた値（予測誤差）、そして BHR の平均値を示している。予測誤差の符号がプラスの年度は、モデルからの予想を上回る数（割合）の企業が自社株買いを行ったことを意味している。東証の要請後である 2023 年と 2024 年の予測誤差は正であり、1%基準で有意であった。この結果は、自社株買いを実施する企業の属性を調整した後、東証の要請後に自社株買いを実施する企業の割合が増加していることを示している。東証の要請を受けて、上場企業の自社株買いは実質的に増加したといえる。

図表 6 は、自社株買い企業を対象として、自社株買いが決議される 7 カ月前（t-7）から前月（t-1）までの株価の累積月次リターンの平均を示したものである。破線は東証要請以前（2023 年 3 月まで）の期間、実線は東証要請後（2023 年 4 月以降）の期間である。図表から分かるように、東証の要請前の期間において、企業は株価が下落した後に自社株買いの決議を行っている。東証の要請後は、株価の上昇が続く中で自社株買いの決議が行われている。近年における日本企業の自社株買いのタイミングは、東証の要請の前後で変化した可能性がある。

4. 自社株買いと市場の反応—ROE 基準—

日本企業の平均的な ROE が欧米企業より低いことは、東証の要請前から課題とされていた。ROE が低い企業に対して、その改善を促すため、スチュワードシップ・コードを受けて入れている国内の機関投資家は、ROE が 8%未満であったり、PBR が 1 倍を割れていたりする企業の代表取締役の再任議案に反対する姿勢を示している（日本経済新聞 2024 年 3 月 8 日付朝刊）。

このような事情もあり、近年の日本において、ROE が 8%を下回っている企業は、自社株買い等の資本政策を積極化することで、株価や PBR の上昇を目指す強い誘因をもつと考えられる。また、そのような企業ほど、ROE の改善余地が大きい可能性もある。

図表 7 は、標準的なイベント・スタディの手法を用いて、2021 年 3 月から 2023 年 12 月までの期間において、自社株買いを決議した企業のアナウンスメント効果を示したもので

ある。期待リターン（ベンチマーク）の推定には、マーケット・モデルを適用し、推定期間はアナウンスメントの 180 日前から 31 日前までの 150 日間とした。サンプル企業は、ROE 8%未満と ROE 8%以上とに二分してある。

図表 7 から見てとれるように、自社株買いに対する平均的な株価の上昇（アナウンスメント効果）は、ROE 8%未満の企業の方が大きい。アナウンスメント日とその後の 2 日間を含む 3 日間の累積超過リターン（CAR）の差の検定を行ったところ、ROE 8%未満の企業の方が、有意に CAR が大きいことが確認された。

日本の株式市場のヒストリカル・データから算出される平均的な株主資本コストは、約 8%である。ROE が 8%未満の企業は、資本効率を改善して ROE 8%を達成する必要があると考えられる。事業を通じて ROE を改善するには、売上高利益率を高めるか、資本回転率を向上させるかであるが、いずれも相応の時間が必要である。そこで、まず資本政策である自社株買いを通じて ROE を高めると同時に、資本コストを意識した経営の実現に向けた取組みを行っていることをアピールする。ROE が低位にある企業は、その改善余地も大きいと考えられるため、財務と事業からなる経営方針が投資家に評価されると、株価が大きく上昇して PBR が改善する。このようなシナリオにおいて、自社株買いは ROE 8%を目指すための財務戦略であるといえる。

5. まとめ

本稿では、2023 年 3 月の東証の要請前後における企業の自社株買いについて、定量的な分析を行った。分析の結果、東証要請後の 2023 年と 2024 年において、流通市場を通じた自社株買いを実施する企業の割合は実質的に増加したことが確認された。また、東証の要請後は、従前と異なり、株価が下落していないタイミングで、企業は自社株買いを実施していることも分かった。東証の要請前後の期間において、ROE が 8%未満である企業の自社株買いのアナウンスメント効果は、ROE 8%以上の企業のアナウンスメント効果より、有意に大きいことも明らかとなった。

以上の結果は、東証の要請の前後において、日本企業の自社株買いと市場の反応が変化した可能性を示唆しているといえる。

引用文献

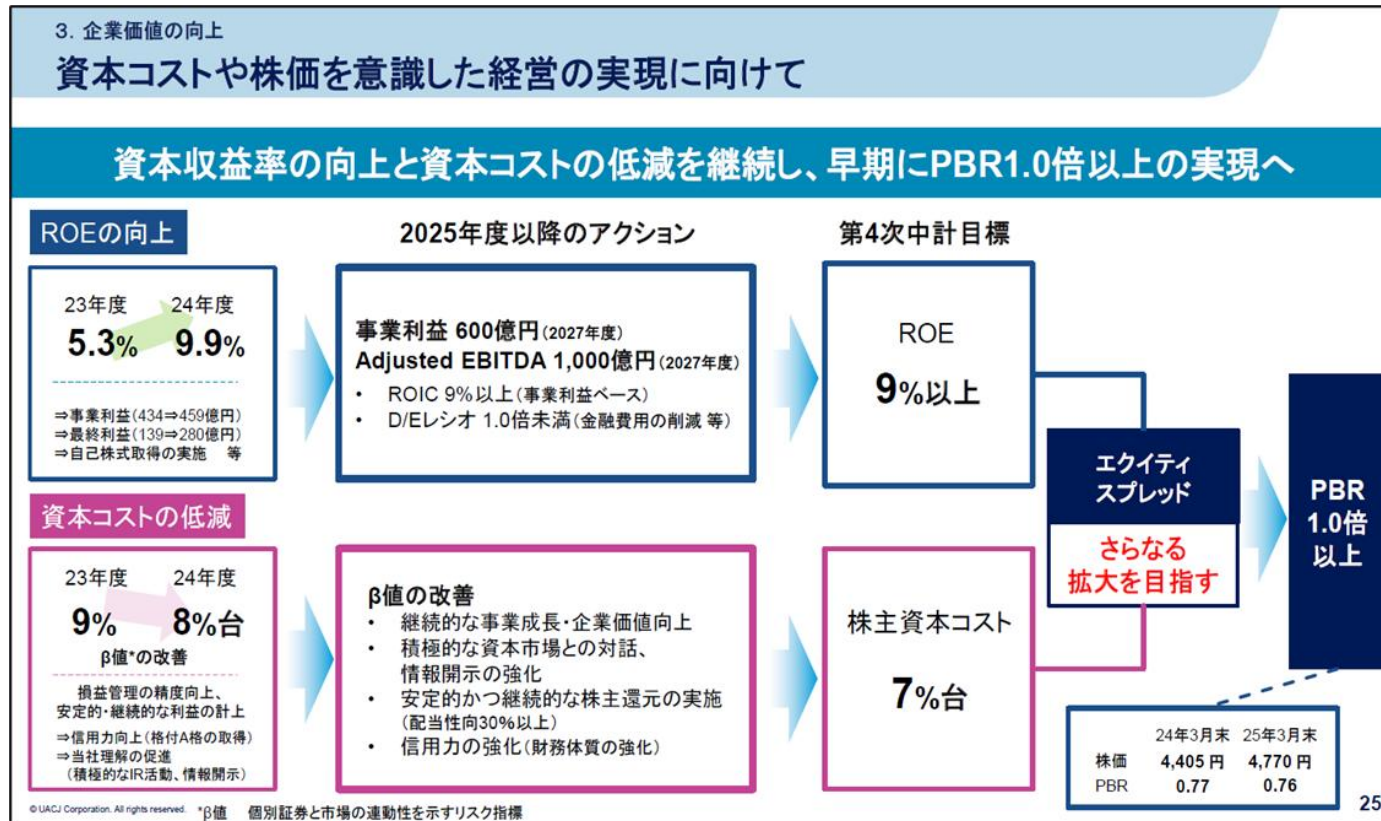
太田浩司・河瀬宏則[2016]「自社株買いの公表に対する短期および長期の市場反応－Auction 買付と ToSTNeT 買付の比較－」、『現代ファイナンス』38、61-93 ページ。

東京証券取引所（2023 年 3 月 31 日）「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」

Comment, R. and G. A. Jarrell [1991] “The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and

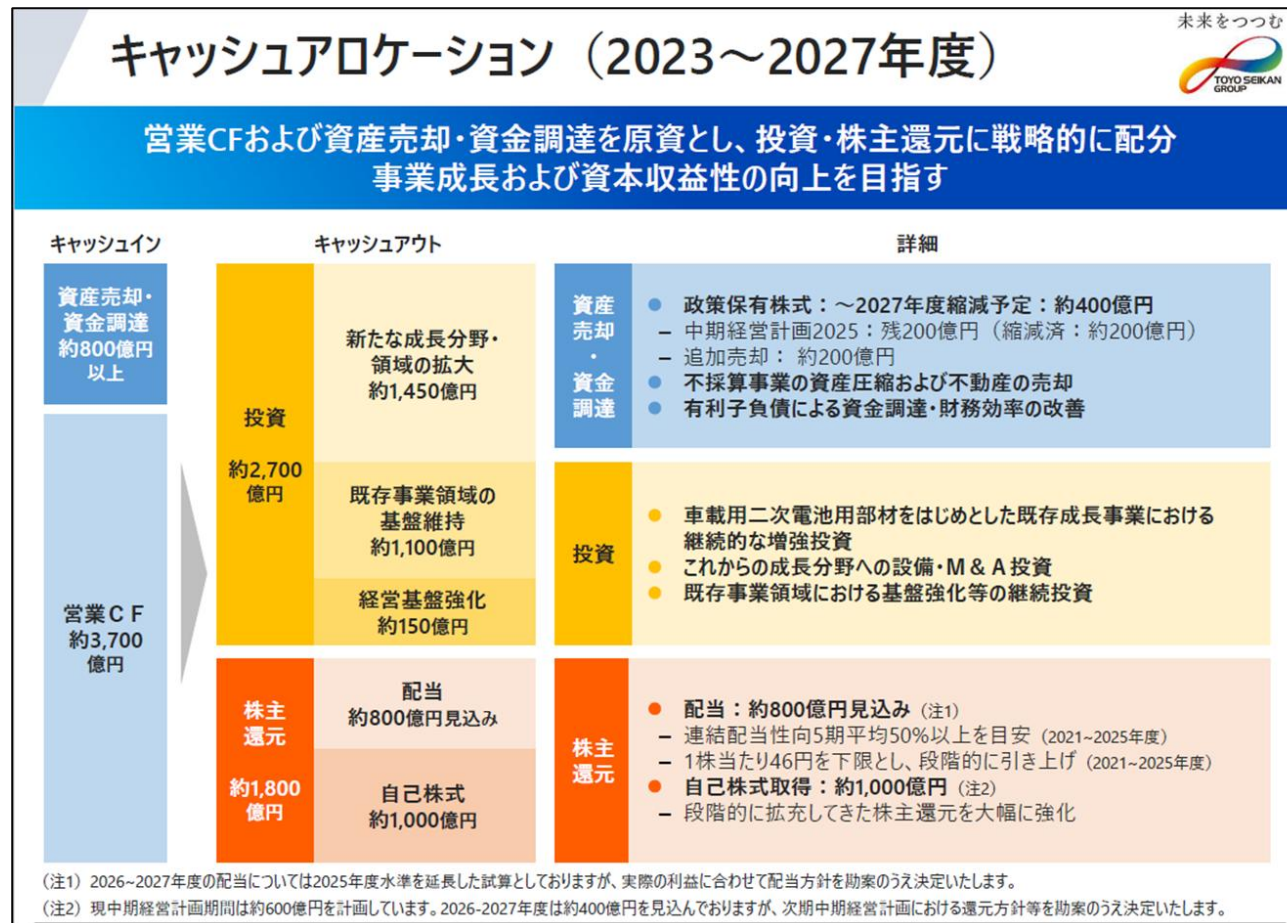
- Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases”, *Journal of Finance* 46(4), pp. 1243-1271.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo., and R. M. Stulz [2006] “Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of the Life-Cycle Theory”, *Journal of Financial Economics* 81(2), pp.227-254.
- Dittmar, A. [2000] “Why Do Firms Repurchase Stock?”, *Journal of Business* 73, pp. 331–355.
- Fama, E. D. and K. R. French [2001] “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?”, *Journal of Financial Economics* 60(1), pp. 3-43.
- Grullon, G., B. Paye., S. Underwood.,and J. P. Weston [2011] “Has the Propensity to Pay Out Declined?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46(1), pp. 1-24
- Hatakeda, T. and N. Isagawa [2004] “Stock Price Behavior Surrounding Stock Repurchase Announcements: Evidence from Japan”, *Pacific Basin Finance Journal* 12, pp. 271– 290.
- Hoberg, D., and N. R. Prabhala [2009] “Disappearing Dividends, Catering, and Risk”, *Review of Financial Studies* 22(1), pp79-116.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen [1995] “The Underreaction to Open Market Share Repurchases”, *Journal of Financial Economics* 39, pp. 181–208.
- Jagannathan, M., C. Stephens, and M. Weisbach [2000] “Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases”, *Journal of Financial Economics* 57, pp.355-384.
- Peyer, U. and T. Vermaelen [2009] “The Nature and Persistence of Buyback Anomalies”, *Review of Financial Studies* 22, pp.1693–1745.
- 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.
- Vermaelen, T. [1984] “Repurchase Tender Offers, Signaling and Managerial Incentives”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19, pp. 163–181.
- Yamaguchi, S. [2021] “Inflexibility of Share Repurchases”, *International Review of Finance* 21(1), pp. 255-281.

図表1：資本コストや株価を意識した経営の取組み—UACJ のケース—



(出) UACJ 2025 年 3 月期決算説明会資料 (2025 年 5 月)

図表 2：東洋製罐グループの積極的な自社株買い



（出所）東洋製罐グループ「資本収益性向上に向けた取り組み 2027」策定に関するお知らせ（2023年5月12日）

図表 3：近年の日本企業の自社株買い（市場買付け）に関するデータ

年	回数	上限株数(100万株)	上限株数/発行済み株式数	上限金額(100万円)	上限金額/時価総額
2004	12	4.275	0.021	6000	0.023
2005	143	3.966	0.022	5153	0.021
2006	177	3.539	0.022	4940	0.022
2007	221	5.194	0.027	9284	0.032
2008	408	3.668	0.028	7053	0.043
2009	402	3.402	0.032	5653	0.045
2010	127	2.162	0.024	3065	0.025
2011	177	2.800	0.022	4059	0.025
2012	160	3.256	0.025	3312	0.025
2013	157	4.043	0.028	4693	0.024
2014	111	6.050	0.026	9113	0.024
2015	191	4.882	0.026	7733	0.024
2016	257	6.135	0.028	14800	0.027
2017	258	5.530	0.037	9555	0.022
2018	210	4.922	0.029	11210	0.021
2019	321	4.225	0.030	10890	0.026
2020	364	5.330	0.027	11780	0.029
2021	234	6.673	0.028	16710	0.023
2022	407	5.717	0.029	12700	0.027
2023	447	6.816	0.030	12900	0.025
2024	412	10.808	0.031	14030	0.025
全体	5,196	5.294	0.028	9770	0.028

図表 4 : ロジット・モデルの推定結果

説明変数	(1)
Ln(MV)	0.228*** (22.54)
BHR	-0.791*** (-16.05)
MB	-0.152*** (-5.79)
ROA	3.346*** -7.8
SGR	-0.528*** (-3.84)
Ln(Age)	-0.0505** (-2.08)
Ln(Vol)	0.532*** (11.39)
RETA	1.520*** (17.42)
Constant	-5.143*** (-30.86)
Pseudo R^2	0.0564
Observations	40,839

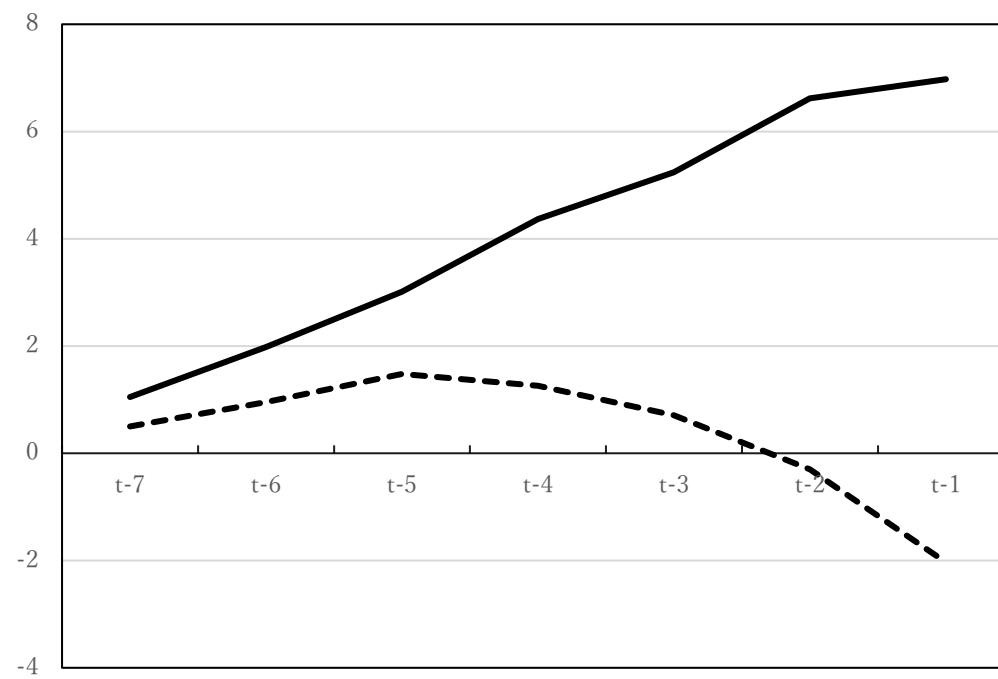
括弧内は t 値。

***は、1%水準で有意であることを示す。

図表 5：自社株買い実施企業の予測誤差と BHR

	予測値	実際	予測誤差	BHR
2004	0.067	0.006	-0.062	0.653
2005	0.085	0.069	-0.016	0.231
2006	0.081	0.087	0.006	0.360
2007	0.109	0.109	0.000	-0.105
2008	0.139	0.205	0.066	-0.283
2009	0.145	0.203	0.058	-0.208
2010	0.087	0.065	-0.022	0.299
2011	0.109	0.092	-0.017	0.026
2012	0.098	0.083	-0.015	0.089
2013	0.088	0.080	-0.008	0.274
2014	0.094	0.050	-0.044	0.226
2015	0.086	0.083	-0.003	0.260
2016	0.120	0.109	-0.011	-0.018
2017	0.095	0.106	0.011	0.283
2018	0.099	0.085	-0.015	0.191
2019	0.125	0.129	0.004	-0.063
2020	0.129	0.145	0.016	-0.052
2021	0.100	0.094	-0.007	0.306
2022	0.112	0.149	0.036	-0.021
2023	0.095	0.143	0.049	0.135
2024	0.092	0.152	0.061	0.252

図表 6：東証要請前後における自社株買い前の株式リターン



図表7：東証要請前後における自社株買いのアナウンスメント効果

