

## 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（名城大学・院生）

### 1. はじめに

台湾での自社株買い制度は、証券市場の暴落の後、証券市場安定化策として生まれてきた。1995年、中国が台湾に向けてミサイルを試射し、台湾証券市場の暴落を引き起こした。その後、1997年、世界の主要証券市場の大幅下落および東南アジア金融危機などに影響され、台湾証券価格指数が8月27日取引中最高の10,256に達した後、台湾証券市場は下落を続けた。1997年10月に行政院が自社株買い草案を政府財政部に提出した。この草案では、台湾証券市場を安定させるため、従業員への譲渡、ストックオプション及び株主権益を守ることなどの目的で台湾上場会社が自社株買いができるとした。草案は1997年10月30日に証券取引法修正草案に盛り込まれ立法院で審議されたが、会社が株価を操縦する可能性、インサイダー取引の可能性などの論争があり審議は中断された。2000年台湾大統領総選挙以後、主管機関が再度この法案を上程し、2000年6月30日に証券取引法修正案が通過した。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, SEC）が証券取引法の第28条の2で「上場店頭会社自社株買い施行管理法」を規定し、上場会社自社株買い制度が正式に成立した。

台湾では自社株買いに関しての先行研究は数多い。しかもほとんどの研究がシグナリング仮説の検証を対象としている。本論文の目的は、台湾の自社株買い企業がフリーキャッシュフロー仮説で説明できるかを検証することである。台湾市場でこの仮説の検証した研究をわたしは知らない。具体的には、自社株買いのアナウンスメント前の自社株買い企業の特徴は、(1) 有望な投資機会に乏しく、(2) 収益性や成長性はともに限界に直面しており、(3) フリーキャッシュフローは相対的に豊富であったかが問われる。つまり、「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か」が問われる。これを受けて「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たか」という自社株買いの本来の基本理念が達成されていたかが財務指標を通じて判断される。

### 2. 仮説

フリーキャッシュフロー仮説 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。フリーキャッシュフロー仮説は過剰投資の可能性が存在するとき、自社株買いが過剰投資を抑止する効果を持っているかを問う。経営者と株主との利益が一致していない状況下で、経営者は自らの評判向上や延命を狙って、採算に合わない買収を行う恐れがある。あるいは、NPV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、過剰投資を行い企業価値の低下を招く恐れがある。しかし、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と考える。その結果、自社株買いアナウンス前後に株価は市場平均以上に

上昇する。

本稿では、まず「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かどうか」を確認する。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、収益性や成長性がともに限界に直面していたかが問われる。また、フリーキャッシュフローは相対的に豊富であったかが問われる。最後に企業のスリム化を評価し、正の超過収益率が発生するかが問われる。

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。

### 3. データと財務変数

有望な投資機会の有無を判断する指標として、時価簿価比率 (MTB) 及びトービンの Q (SQ) を使用する。時価簿価比率 (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簿価自己資本で除した比率とした。トービンの Q (SQ) は、Perfect/Wiles[1994]によって simple Q と名づけられたものを使用した。トービンの Q の定義には、株式時価総額に簿価負債を加えた額を簿価資産で除して求める。収益性の有無を判断する指標として、総資産利益率 (ROA) 及びキャッシュフロー比率 (CF) 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。キャッシュフロー比率は営業活動によるキャッシュフローを簿価総資産で除した比率を採用した。3年間複利の売上高成長率及び売上げ前年度比を成長性の指標として使用し、負債比率は負債を自己資本で除した比率を使用した。

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・電子産業での自社株買い企業と非自社株買いの企業数が示される。自社株買い企業と比較される企業は、すべての非自社株買い企業である。すべての非自社株買い企業とは自社株買いをこれまで一度もアナウンスしていないすべての企業をいう。

### 4. 結論

本論文では、2000 年から 2003 年までの台湾の自社株買い企業を対象に、まず、自社株買い企業はフリーキャッシュフロー仮説で過剰投資を惹き起こしやすい特徴を持っているかどうかを検証した。その結果は、自社株買いのアナウンスメント前の企業の特徴は、有望な投資機会に乏しく、収益性と成長性とも限界に直面しており、フリーキャッシュフローは相対的に豊富であった。つまり過剰投資に繋がりがやすいという特徴を持っていた。この特徴は伝統産業よりも電子産業で際立っていた。伝統産業のトービンの Q は、自社株買い企業も非自社株買い企業も「1」を下回り、投資機会に乏しいといえる。それは伝統産業の PER(株価収益率)が電子産業より低いという現象と一致している。

株価安定化策として導入された自社株買い制度は、株価下落に歯止めをかけることが期待された。結果的に電子産業の過剰投資を抑制することができた。しかし、伝統産業ではこの抑制効果は認められなかった。