

2026 年 8 月 31 日 全 5 頁

データが語るコーポレートファイナンス No.1

自社株買い公表後の株価リターンに影響する要因

時価総額や PBR が小さい企業、キャッシュが多い企業で効果が大きい

金融調査部

主任研究員
研究員森 駿介
瀬戸 佑基

[要約]

- 自社株買い公表後に株価が上昇する背景として、将来の業績の高さのシグナルと市場が解釈すること（シグナリング効果）や、経営者が余剰資金を非効率な投資に費やすのではないかという懸念（フリーキャッシュフロー問題）の解消がある。
- 自社株買い（立会内取引）公表後の株価押し上げ効果の平均は 4.7%pt だった。また、自社株買い公表後の株価リターンが高い企業群として、時価総額や PBR（株価純資産倍率）が小さい、現預金比率が高い、株式の流動性が低い、株式の取得予定規模が大きい、取得予定日数が短いといった特徴があることが示された。

1. はじめに

企業の株主還元偏重・成長投資不足が指摘される昨今、株主還元を行うにしても、エビデンスに基づく意思決定とそれを踏まえた株主との対話がより重要になっている。そこで、以下では、どのような要因が自社株買い（自己株式の取得）公表後の株価リターンをもたらすのか、株価リターンが高い企業群にはどういった特徴があるか、といった点について定量的な検証を行った。

2. 何故、株式市場は自社株買いを評価するのか

自社株買い（自社株買い枠設定）の公表により株価が上昇する傾向にあることは、経験則としては理解されているが、この背景としてはいくつかの理論的説明がある。

まず代表的なものは「シグナリング仮説」だ。一般に、経営者は株主に比べ、自社の将来収益等に関してより多くの情報を保有している（経営者と株主との間には情報の非対称性がある）。

る)。この前提をもとに考えると、上場企業のコーポレートアクションは、経営者しか知り得ない情報が表出されるシグナルであると解釈できる。自社株買いに関するシグナリング仮説では、自社株買いの公表は「経営者が将来の業績に関して何らかの強気の見通しを保有しており、現在の株価が割安であると認識している」というシグナルを発すると考える。投資家がこのシグナルを受け取ることで、株価が上昇すると説明される。

この仮説が正しいとすると、例えばアナリストによるカバーが少ない企業（時価総額が相対的に小さい企業）など、経営者と株主との間の情報の非対称性が大きい企業では、自社株買いによる株価の押し上げ効果も強まると予想される。また、より短期間でより多くの自社株買いを行う方が、今まさに株価が割安であり、大量に株式を買い戻す価値があると経営者が考えている、というシグナルが発出されるため、株価の押し上げ効果が強まると予想される。

経営者が余剰資金を非効率な投資に費やすのではないかという「フリーキャッシュフロー問題」の解消も、自社株買いが株価を押し上げる要因とされる。一般に、株主は経営者の行動を完全にはモニタリングできず、かつ両者の利害は必ずしも一致しないことから、経営者が余剰資金を株主利益最大化のために用いるとは限らない。例えば、資本コストに見合わない投資（例：シナジーの薄い企業の買収、資本効率よりも売上高・組織の拡大を企図した過剰投資）に使用されうる、といった問題だ。自社株買いを含む株主還元を行い、経営者が必ずしも企業価値を最大化しない使途に支出してしまうという懸念が解消されることで、株価が上昇すると考えられる。

これが正しいとすると、余剰資金が多い企業の方が、自社株買いによる株価の押し上げ効果が大きいと考えられる。

その他、自社株買いの実施により、株式の需給がひっ迫することで株価が押し上げられる可能性や、株主還元により最適資本構成に近づくと株主が判断した場合には、自社株買いの公表で株価が押し上げられる可能性など、自社株買いと株価との関係については、様々な仮説がある。以下では、主にシグナリング仮説やフリーキャッシュフロー問題に基づいて、自社株買いの公表が株価に与える影響を考えたい。

3. 自社株買い公表後の株価リターンに影響を及ぼす要因

（1）推計方法の概要

ここでは、イベントスタディという手法を用いて、自社株買い公表が株価に及ぼす影響を分析した。まず、自社株買い公表 230 営業日前～31 営業日前を推定期間とする CAPM モデルを用いて、マーケットポートフォリオ（TOPIX）に対する自社株買い実施時の企業ごとの α と β を推計した¹。次に、分析期間における①実際の株価のリターン（実現リターン）から、②推計

¹ なお、自社株買い公表 230 営業日前～31 営業日前の推定期間のうち、株価リターンが 100 営業日以上確保できないサンプルについては分析から除外している。

された $\alpha \cdot \beta$ と TOPIX のリターンなどから算出される株価リターンを差し引くことで、自社株買い公表に伴う異常リターンを計算している。言い換えると、「①自社株買い公表前後の実現リターン」から「②自社株買い公表がなかった場合に、通常の市場変動のもとで期待された株価リターン」を差し引くことで、自社株買い公表に伴う株価反応（異常リターン）を捉えている。

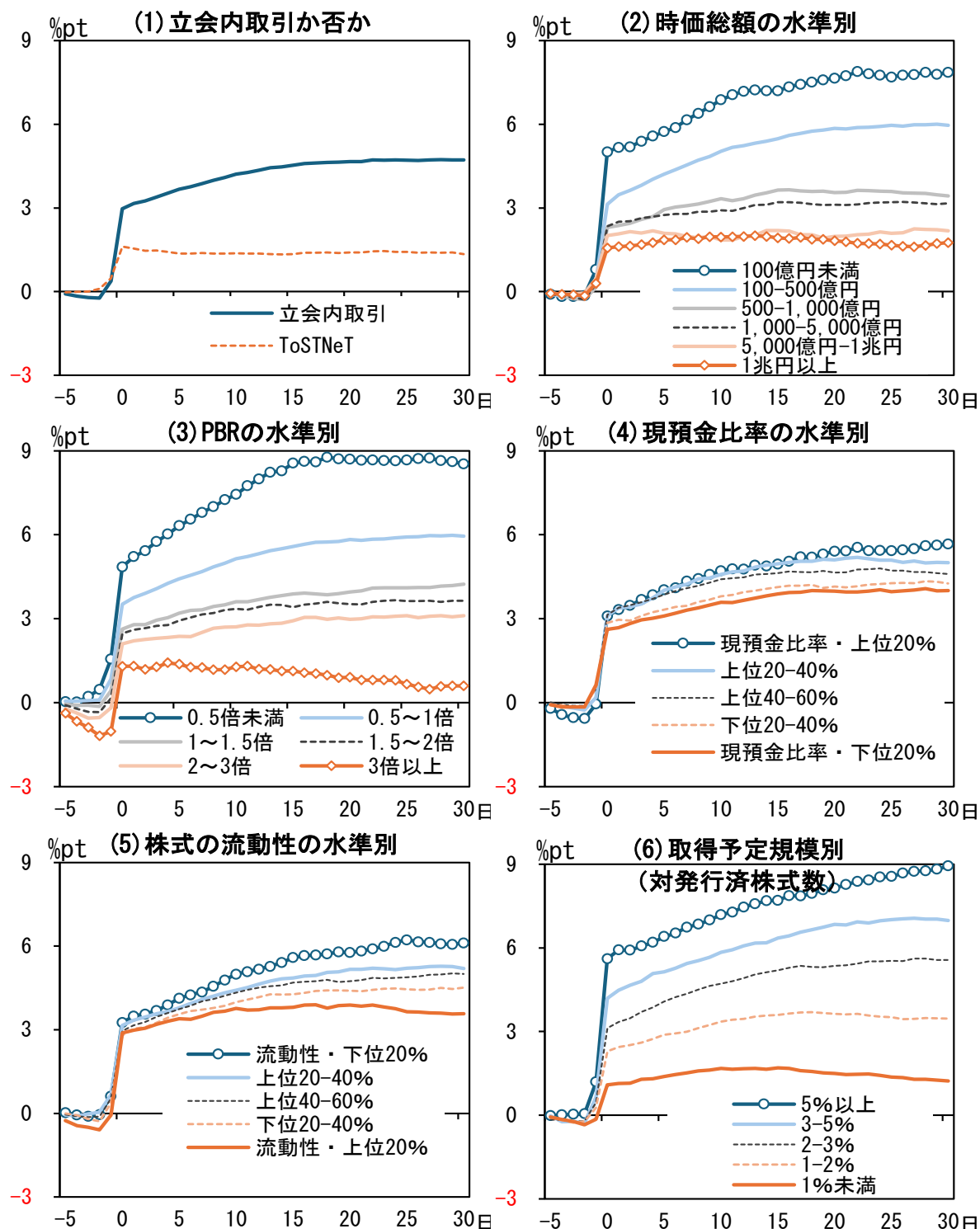
（２）推計結果

推計結果は、図表１の通りである。推計結果の概要は下記の枠囲みに整理した。

以下では、各属性の自社株買いによる「株価押し上げ効果」に言及する場合、「自社株買い公表による異常リターンの公表５営業日前～30営業日後までの累積値」を指す。

- ・（１）**立会内取引**：平均して 4.7%pt の株価押し上げ効果。大株主からの相対取得が中心とみられる立会外取引（ToSTNeT）に比べて、効果が大きい。
- ・（２）**時価総額の水準別**：企業規模が小さいほど株価押し上げ効果が大きい。一般に企業規模が小さいほど情報の非対称性が大きいと、小規模な企業ほど自社株買いが持つシグナルとしての効果が大きいことが背景と考えられる。なお、時価総額 5,000 億円以上の企業群については、株価押し上げ効果が 2%pt 前後に留まっている。
- ・（３）**PBR の水準別**：PBR が 1 倍割れの企業の効果は、平均して 6%pt 前後と相対的に高い。株価が過小評価であることのシグナリング効果や、投資機会が乏しい企業のフリーキャッシュフロー問題の緩和につながっていると投資家が評価することが背景とみられる。一方、PBR が高いような投資機会が豊富と評価される企業の自社株買いの効果は相対的に小さい。
- ・（４）**現預金比率の水準別**：上位 20%（5.7%pt）と下位 20%の企業群（4.0%pt）の間で株価押し上げ効果に差がある。一般に同比率が高いほど、フリーキャッシュフロー問題の懸念が大きくなると解釈できる。そのような企業の自社株買いは、同問題の緩和につながると好感されていると思われる。
- ・（５）**株式の流動性水準別**：発行済株式数対比の売買代金で測定される流動性の下位 20%の企業群（6.1%pt）の方が、上位 20%の企業群（3.6%pt）より押し上げ効果が大きい。自社株買いにより需給がひっ迫しやすくなるとの期待が背景とみられる。
- ・（６）**取得予定規模別**：株式の取得予定規模が大きい企業ほど、需給がひっ迫しやすくなるほか、シグナリング効果が大きいとみられるため、押し上げ効果が大きくなる。なお、取得予定規模（発行済株式数比）が 1%未満の場合、平均的な押し上げ効果は 1.2%pt に留まる。

図表 1 自社株買い公表前後の株価リターン



(注 1) ここでは、自社株買いの公表 5 営業日前から累積した株価の異常リターンを示している。分析対象は、2001～2025 年度に自社株買いの取得枠設定を公表した企業。なお、(2)～(6)は立会内取引のサンプルに限定して分析している。

(注 2) (2)・(4)・(5)については、前年度の各指標の値をもとにグループ分け。(3)については、自社株買い公表前月の PBR を参照。(5)の株式の流動性については、日次の売買代金÷発行済普通株式数（自己株式除く）の年度平均。

(出所) アイ・エヌ情報センター、Bloomberg より大和総研作成

（３）補論：自社株買いの累積異常リターンの要因分析（回帰分析）

最後に、自社株買い公表後の株価リターン（公表前営業日から30営業日後までの累積異常リターン）と諸特性との関係を確認するため、図表1の（2）～（6）の分類で用いた各変数に加え、株式取得予定日数を説明変数とする回帰分析を行った。その結果が図表2である。分析対象とした各変数はいずれも統計的に有意となった。

モデルの説明力を表す決定係数は0.09弱と高くない。これは、株価リターンには自社株買いの内容だけでなく、企業固有のニュースや市場環境など、さまざまな要因が影響するためと考えられる。そのため相応に幅をもってみる必要はあるものの、どのような要因が公表後の株価反応にどの程度の影響を及ぼすかを探る上では、一つの参考になると考えられる。

図表 2 自社株買いの累積異常リターンの要因分析（回帰分析）

	自社株買い公表後の 累積異常リターン (公表の前営業日～30営業日後)	解釈例
定数項	20.147*** (2.151)	-
対数時価総額 (前年度)	-0.611*** (0.083)	企業規模（時価総額）が大きい 企業ほど、リターンが低い
PBR (前月)	-0.810*** (0.125)	PBRが1倍高くなると、リターン は0.81%pt低下
現預金比率 (前年度)	0.046*** (0.012)	現預金比率が10%pt高くなると、 リターンは0.46%pt上昇
流動性 [売買代金/発行済株式数](前年度平均)	-1.493*** (0.353)	流動性が0.5%pt高くなると、 リターンが0.75%pt低下
取得予定規模 [取得予定株式数/発行済株式数]	0.588*** (0.058)	取得予定規模が1%pt高くなると、 リターンが0.59%pt上昇
取得予定日数	-0.007*** (0.002)	取得予定日数が50日長くなると、 リターンが0.37%pt低下
業種固定効果	Yes	
年度固定効果	Yes	
サンプルサイズ	9,548	
決定係数	0.086	

（注）分析対象は、2001～2025 年度に自社株買いの取得枠設定を公表した企業。***は、有意水準 1%で係数が有意であることを表す。カッコ内は、企業レベルのクラスター標準誤差。

（出所）アイ・エヌ情報センター、Bloomberg より大和総研作成