



日本企業の自社株買いに関する実証研究

山口, 聖

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2009-03-25

(Date of Publication)

2011-11-09

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲4571

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1004571>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



氏 名	山口 聖
博士の専攻分野の名称	博士（経営学）
学 位 記 番 号	博い第 4571 号
学位授与の 要 件	学位規則第 5 条第 1 項該当
学位授与の 日 付	平成 21 年 3 月 25 日

【 学位論文題目 】

日本企業の自社株買いに関する実証研究

審 査 委 員

主 査	教 授	砂川	伸幸
	教 授	忽那	憲治
	准 教	山崎	尚志

論文内容の要旨

本論文は、近年、わが国企業の主要なペイアウト手段として定着した自社株買いに関する実証研究をまとめたものである。かつて、わが国企業は安定配当政策を採用してきた。企業の配当政策が変化した始めたのは、1990年代中頃からである。安定配当政策に代えて業績連動型配当を採用する企業が増え、同時に新たな利益還元手段として自社株買い（自己株式の取得）を実施する企業が増えた。法制度も自社株買いを推進する方向に改められた。ここ数年、上場企業の配当（現金配当）総額を自社株買い総額が上回る状態が続いており、わが国企業のペイアウト政策は大きな変容を遂げたといえる。自社株買いに焦点を当てた本論文のテーマは、まさにタイムリーなものであり、学術的にも実務的にも興味深い。

現代企業のペイアウト政策に関する学術研究は、MM（Modigliani and Miller）の配当無関連命題が嚆矢である。MM命題は、いくつかの仮定の下で、ペイアウト政策が株主価値に影響しないことを示した。株主価値の観点からすれば、ペイアウトやその方法は株主価値に影響しない。一方、現実の世界では、ペイアウトを行う企業と行わない企業があり、現金配当を選択する企業と自社株買いを選択する企業がある。また、ペイアウト政策が株主に影響を与えるという現象も観察されている。自社株買いが早く導入されたアメリカでは、このような現象を解明するために、いくつかの理論モデルが提示され、実証研究が蓄積されている。一方、わが国で自社株買いが本格化したのは、2000年代に入ってからであり、十分な研究が行われてきたとはいえない。本論文は、定量的な分析に必要なデータが揃い始めた時期から、筆者が行ってきたものであり、日本企業の自社株買いに関するオリジナルな研究成果をまとめたものである。

以下は、本論文の各章の要約である。まず、第1章では、ペイアウト研究における本論文の位置づけと意義がまとめられている。

第2章では、わが国企業における配当と自社株買いの関係が検証されている。自社株買いが可能になったため、企業は配当と自社株買いという二つのペイアウト手段を選択できるようになった。企業が自社株買いを行う仮説の一つとして、自社株買いの現金配当代替仮説がある。配当と自社株買いを代替的なペイアウト手段と考え、企業は何らかの理由（税制、自社株買いの柔軟性など）で配当を自社株買いに代替するという説である。筆者は、自社株買いの実施額に関するデータを用いて代替仮説を検証している。具体的には、企業

の配当決定モデルとしてよく知られているLintnerのモデルを採用し、モデルからの乖離と自社株買いとの関係を調べた。その結果、わが国企業のペイアウトの変化（自社株買いへの傾斜）は、必ずしも配当代替仮説で説明できないことが分かった。

この結果を受けて、第3章では、（代替仮説に代わる仮説として）自社株買いの過小評価・投資仮説に焦点をあてた検証が行われている。過小評価・投資仮説とは、情報の非対称性などにより株式市場で過小評価されている自社株が、企業にとって有益な投資対象になるという仮説である。企業は、過小評価された自社株式に投資することで超過利益を得ることができる。本章では、わが国企業が行った自社株買いのアナウンスメント後における株価の長期パフォーマンスを調べることで、自社株買いの過小評価・投資仮説を検証している。長期パフォーマンスの検証方法として推奨されているブートストラップ検定の結果、自社株買いをアナウンスした企業の長期的な株価パフォーマンスは、平均的に低迷していることが分かった。この結果は、過小評価・投資仮説とは整合的でない。筆者は、サンプルを企業規模で分割し、小規模企業において株価の長期パフォーマンスが低迷していることを明らかにしている。株式市場は、次の二つの理由で、小規模企業の自社株買いをネガティブに評価している可能性がある。第一に、小規模企業は資金調達が困難であるため、様々な事態に備えてペイアウトより内部留保を選択する方がよいと考えられることである。第二に、小規模企業は自社株式の評価を行うほどの財務スタッフを備えていないことである。これらの考え方を検証することは今後の課題であろう。

第4章では、新たな仮説として、株式市場のより短期的な動向に注目し、自社株買いのタイミング仮説を検証している。企業が自社株買いを実施する際、既存株主の利益を追求した行動をとるのであれば、短期的には株価が過小評価されているタイミングを選択して実施すると考えられる。本章では、自社株買いの実施期間に関するデータを用いて、自社株買いのタイミング仮説を検証している。企業が実際に自社株買いに費やしたコストと他の期間を選択した場合に生じたコストを比較した結果、企業は自社株式が相対的に割安に評価されているタイミングを選択して自社株買いを実施していることが明らかになった。わが国企業の自社株買いの動機は、短期的には株主価値の最大化に配慮している可能性がある。

論文審査の結果の要旨

現在、日本企業の自社株買いは、配当（現金配当）と並ぶ重要なペイアウトの手段になっている。わが国で自社株買いに関する法制度が整備されたのは1990年後半以降であること、またデータが十分に揃っていなかったことなどの理由で、これまで十分な実証研究が行われてきたとはいえない。山口氏の博士論文は、日本企業の自社株買いに焦点を当て、定量的な分析に十分なデータが揃った時期から、行ってきた実証研究を体系的にまとめたものである。

第一の研究（第2章）では、自社株買いが現金配当の代替手段になっているという仮説を検証している。検証結果は代替仮説を肯定するものではなかった。日本企業は配当代替とは別の理由で自社株買いを決定している傾向がある。今後、日本企業のペイアウトを分析する上で参考になる発見事実であると評価できる。

第二の研究（第3章）では、自社株買いを行った企業の長期パフォーマンスを測定している。アメリカと異なり、日本の株式市場では、自社株買いを行った企業の長期的なパフォーマンスは低下傾向にある。筆者はとくに小型株においてパフォーマンスが低迷することを発見しており、小型株が積極的に自社株買いによる現金配分を行うことに対する疑問を提示している。この点も、わが国企業の（特に小規模企業のペイアウトに関して）有益な示唆を与えるものである。

第三の研究（第4章）では、自社株買いのタイミング仮説を検証している。自社株買いのタイミング仮説は、自社株が過小評価されているタイミングを見計らって、企業が市場から自社株式を買い入れるという説である。相対的に低コストで自社株を買っている企業は、タイミング能力をもっていると考えられる。わが国企業の実際のデータを用いて調べたところ、自社株買いを行った日本企業は、タイミング能力を持っていることが確認された。また、繰り返し自社株買いを行う場合、1回目に割安な自社株買いを行った企業は、2回目も割安に自社株を買っている。自社株買いのタイミング仮説は、自社株買いの実証研究において世界的にも注目されている研究領域であり、日本市場のデータの独自性ととも世界に発信できる研究成果になる可能性を秘めている。

山口氏の研究は、日本企業の自社株買いに関する実証研究として独創性が認められ、既に査読付き雑誌に掲載されている論文が二本ある（第2章と第3章に相当）。加えて、上で述べたように第4章のタイミング仮説は、海外ジャーナルに掲載される潜在力があると

判断される。短期のタイミング能力と長期的な株価パフォーマンスの低迷の関係が整合的でないことの解明は、今後の研究課題であるが、その課題自体も研究対象として非常に興味深いものである。

以上の理由から、審査委員は、本論文の著者が、博士（経営学）の学位を授与されるに十分な資質を持つものと判断する。

平成21年3月6日

審査委員 主査 教授 砂川 伸幸
教授 忽那 憲治
准教授 山崎 尚志