

日本企業の自社株公開買付に関する実証研究

大阪大学大学院 松浦義昭

< 報告要旨 >

本報告は、日本企業の自社株取得の発表に対する株式市場の反応を計測することにある。米国での自社株取得に関する研究は 1970 年代後半からはじまり、当初の関心は、イベント・スタディーの手法を用いて自社株取得の発表に対する株式市場の反応を計測することにあった。80 年代後半以降は、自社株取得に対して市場がポジティブに反応することは定型化された事実として受け止められ、その経済的動機を検証した研究が盛んに行われ、その結果として数多くの研究仮説が提唱されてきた。(例えば、情報シグナリング仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説、株主間の富移転仮説、債権者からの富収奪仮説、最適負債仮説、節税仮説、過大投資仮説、インセンティブ仮説、敵対的買収防御仮説、課税控除仮説、アントレంచిメント仮説等。)

上記の仮説は同時に成立しうる補完的なものであり、相互排他的なものではないものの現在のところ情報シグナリング仮説が最も有力視されている。

他方、日本における自社株取得の公表に対する株式市場の反応を検証した実証研究としては、広田(1996) 高野・小松(1997) 菅(1999) 秋山(1999) 松浦(2002) 牧田(2002a) 牧田(2002b) 小西・趙(2003) 広瀬・柳川・斎藤(2003)が存在している。これらの研究では、情報シグナリング仮説ないしフリー・キャッシュ・フロー仮説の検証が行われ、いずれも自社株取得に対して市場がポジティブに反応するとの実証結果が得られている。

本研究では、これらの先行研究を拡張することを目的に、特に自社株公開買付に焦点を当てて、1) 情報シグナリング仮説 2) フリー・キャッシュ・フロー仮説 3) エントレంచిメント仮説の日本における現実妥当性を検証する。

< 討論者からのコメント >

追手門学院大学 四塚朋子氏

70 年代以降、米国では自社株取得について多くの研究がなされ、80 年代には経済的インセンティブの観点から、シグナリング仮説、フリーキャッシュフロー仮説、アントレంచిメント仮説などの代表的な仮説が出揃った。我が国においても、94 年の商法改正を受けて、実例の増加に伴い着々と研究が蓄積されつつある分野と言える。我が国では 97~2001 年にかけて、消却の根拠法として商法 212 条と特例法のふたつの制度が併存した時期があり、こ

の点に着目した研究に広瀬・柳川・斎藤(2003)がある。自社株取得の方式には、流通市場での取得と公開買付による取得とがあり、松浦氏の研究は、公開買付に焦点を絞って自社株取得のインセンティブ構造を見出そうとする意欲的な取組みである。

本研究では、シグナリング仮説、フリーキャッシュフロー仮説、エントレンチメント仮説を、それぞれについて検証仮説を並立的に書き下し、ひとつひとつを丹念に検証するスタイルを採っている。

日本における自社株公開買付の特徴は、買付けがディスカウントのもとで行われること、第一応募者の比率が高いこと、などである。特に前者に関連して、シグナリング仮説の適用は妥当ではない。実勢価格にプレミアムをつけて買取る行為そのものがシグナルだからである。プレミアムをつけることでコストがかかっているからこそクレディブルになるのである。ほとんどのサンプルでディスカウントであるならば、ディスカウントで売却に応じる相手側にも「それなりのインセンティブ」があると考えなければならない。このような「公開買付のディスカウント・パズル」に対しては、むしろ新たな仮説を考え、実証を試みるべきではないか。

例えば、公開買付は“円満な”持合解消の手段ではないか、という仮説に基づいた場合も、松浦氏のスタイルで検証仮説を並立的に書くことは可能である。一例として、予定買付比率(+)、金融資産比率の変化(-)、上位10大株主保有比率の変化(-)などの要因の超過収益率への影響、及びそれが持続的かどうかを見るという方法がある。但し、()内はこの仮説のもとで予想される影響。

いずれにせよ、多くの研究者の注目する分野での意欲的な取組みであり、今後の更なる発展に期待したい。

< 討論者のコメントに対するリプライ >

まず、有益なご示唆に感謝したい。これまでの日本企業を対象とした自社株取得の研究は、シグナリング仮説又はフリーキャッシュフロー仮説を検証したものがほとんどである。他方、本報告では、討論者からご指摘いただいたように、日本の自社株公開買付の特徴が「買付けがディスカウントのもとで行われること、第一応募者の比率が高いこと」に着目し、エントレンチメント仮説を援用して公表時の株価パフォーマンスを測定したものであり、これまでの研究とは、研究の対象・研究仮説ともに異なる。但し、本報告では、公開買付の株価反応を中心課題としたため、討論者よりご指摘いただいた、「公開買付のディスカウント・パズル」についての考察は不十分であった。株式持合解消の手段としての自社株取得に関する分析は極めて関心が高いところであり、今後の重要なテーマである。頂戴したコメントを踏まえ、論文をブラッシュアップさせていきたい。

<フロアからの質問・コメントとそれに対する回答>

質問者：小西大（一橋大学）

1．サンプルを償却目的の自社株該に限定する必要はない。むしろ、ストックオプション目的の方がより強いシグナルを発信することになるので、シグナリング仮説をテストするためにはストックオプション目的を含めた方が望ましい。

2．公開買付け後は企業のシステムティックリスクが低下する傾向があるので、アブノーマル・リターンに関する回帰分析では、ベータの変化率等でコントロールする必要がある。

3．立会時間中にアナウンスメントがあるかもしれないので、イベント日の特定は慎重にする必要がある。分析期間を分割する、イベント・ウィンドウを拡げるなどの方法で、結果のロバストネスをチェックする必要がある。さらに、イベント前後一定期間における（累積）異常収益率の推移も示した方がよい。

4．サンプル期間の選択は恣意的であってはいけない。手続特例法が施行された 97 年 6 月以降、金庫株が解禁された 2001 年 10 月以前が適当な期間だと思います。

回答：まず、有益なご示唆に感謝したい。第 1 の点に関して「ストックオプション目的の場合の方がより強いシグナルを発信することになる」というご指摘はもっともです。報告が自社株取得に重点を置いている関係上割愛させていただきましたが、報告者がストックオプション導入のシグナルを検証した論文（ 1）でも、導入時に統計的に有意な正の超過収益率が示されている。今後、ストックオプション目的も含めた自社株取得の分析を実施する計画をもっており、その際にはご指摘いただいた点に十分留意していきたい。

第 2 の「公開買付け後は企業のシステムティックリスクが低下する傾向がある」というご指摘は非常に重要な視点であり、後日、ベータの変化率でコントロールした分析を行い、今回の実証結果の頑健性を確かめたい。第 3 の「イベント日の特定は慎重にする必要がある」及び第 4 の「サンプル期間の選択」については、ご指摘いただいた点の重要性を報告者も認識しており、今後の課題とさせていただきます。

1 Matsuura (2003) "The Market Reaction to Stock Option Plan Introduction in Japan," *Journal of Comparative International Management*, Volume 6 Number 1, pp. 3-9.