

銀行の自社株買い消却について

- わが国の実証分析 -

日本大学 畠田 敬

1. 報告要旨

1994年に施行された商法の改正により、企業は自社株消却による株主への利益還元が可能になった。その後の更なる改正や特例消却法の実施により、自社株買いは企業の財務戦略の重要な手段となりつつある。自社株買いに関する研究の多くは、自社株買いの発表後に株価が上昇することを報告し、その理由をシグナリング仮説によって説明している。Ikenberry, et al (1995) は、アメリカの実証研究において自社株買いの発表による株価の上昇効果が初期においては小さいが、長期的な効果もつことを報告し、その原因として、企業経営者が戦略的に自社株買いをする能力が投資家に懐疑心を働かせ、それが株式市場の非効率性を引き起こすことを指摘している。日本の実証研究ではZang (2002)がこの非効率性の存在を主張しているが、Hatakeda and Isagawa (2004)の実証結果によれば、企業経営者の戦略的な自社株買いの存在を認めるものの、株価への長期的な効果を観察していない。

本論文では、第1に、金庫株制度が解禁された2002年度以降で、かつ銀行業における自社株買いの株価への効果を分析する。実証結果によれば、Ikenberry, et al (1995)やZang (2002)と同様の結果が見られ、金庫株の導入によって銀行経営者に戦略的に自社株買いをする能力が生まれ、それが株式市場の非効率性を引き起こしていると考えられる。

第2に、どのような要因が銀行の自社株買いの戦略的な決定 - 自社株買いの買入れ予定比率の設定と実施比率 - に影響を与えているかを検証する。実証結果によれば、自社株買いの予定比率の設定と実施比率は、銀行が直面する流動性制約と密接な関係がある。高い不良債権比率や低い自己資本比率の状態にある銀行は自社株買いの決定に対して消極的になる。これは銀行経営者が自社株買いを戦略的に行っている可能性だけでなく、流動性制約によって十分な自社株買いを実施できず、その結果、自社株買いに関する情報が投資家に十分伝播しない可能性をも示唆している。

2. 討論者コメント(岡山商科大学 岩坪加紋氏)

(1) データに関するもの

(a) データサンプリングの時期

なぜ2002年度のデータのみを用いたのか。自社株買い消却は、1994年から既に解禁さ

れており、検証結果の頑健性を高めるためには 1994 年以降のデータも用いたほうが良いのではないだろうか。2002 年度から自社株買いが活発化したのは理解できるが、推定結果の頑健性向上を犠牲にするだけの理由があるのか。

(b) マーケット・ポートフォリオ

データとして用いた銀行は、東京、大阪、福岡、名古屋の各証券取引所ならびに店頭それぞれの市場に上場している企業であるが、CAR（累積超過収益）の推定に用いるマーケット・ポートフォリオとして東証 1 部の平均株価指標である TOPIX を使うことに問題はないのか。各市場間で十分に効率的な裁定取引があるという保証はないのではないのか。（扱ったイベントは異なるが、各市場の平均収益率を計算し、CAR を求めたところ、TOPIX を使った CAR と異なる結果になったという研究がある）

(2) 推定方法に関するもの

(a) 自社株買い意思決定要因

自社株買い消却の決定に影響を与える要因は、ここで取り上げられているもの（不良債権比率、自己資本比率、規模、株式の市場価値など）以外にはないのか。たとえば金融監督庁の姿勢（特別検査の有無）、営業地域の経済状況、利益（業務純益）の大きさ、公的資金注入の有無、中小企業向け貸出額の大きさなど。また買い入れた自社株を金庫株としている銀行があれば、これも考慮しなければならないのではないのか。

(b) 自社株買いを行わなかった銀行の CAR

Fig.1 の CAR について、自社株買いを行わなかった銀行の CAR も掲載する方が良いのではないか（イベント日ないし基準日の設定に工夫が必要かも知れないが）。Fig.1 は、イベント日を境に CAR が増加することを示しているが、意地悪な見方をするとなんらかの要因が銀行を含めた銘柄の収益率を循環させるように働いていて、たまたまイベント日以降に上昇したようにも見える。比較対象として自社株買いを行わなかった銀行の CAR を提示する方が説得的であろう。

(3) 結果に関するもの

自社株買い予定額のアナウンスメントのタイミングと実際の株式購入タイミングとの差はどれくらいあるのか。アナウンスメントによる CAR の計測期間と株式購入のタイミングが重なっていることはないのか。重なっていると求めている CAR はアナウンスメントの効果を測っているとは言えなくなる。できれば平均値でもかまわないので、時間差を掲載して欲しい。

(4) 提案

自社株買いというイベントで発生した CAR と自己資本比率、不良債権との関係に着目して、追加的に $CAR=f(\text{自己資本比率、不良債権額})$ を行ってはどうか。

3. 報告者リプライ

(1)のコメントに対するリプライ

(a)については、1994年以降何度か自社株買いの改正が行われており、特に、2001年10月の改正はそれまでのものと大きく異なっている。本論文では、制度の変更による影響を考慮して、2002年以降に標本に焦点を当てた。(b)については、45行のうち東証1部以外のものは4行のみであり、市場の違いはそれほど影響ないと判断した。また、業種別の株価指数を用いるということも考えられるが、銀行業の株価指数とTOPIXの株価指数の相関が非常に高い(0.9以上)ことを考慮すると、業種別株価指数を用いても結果に影響は少ないと予想される。

(2)のコメントに対するリプライ

(a)については、収益性の変数として時価簿価比率(M/B)を用いているが、ROA(業務純益/総資産)やROE(業務純益/総資本)を収益の変数として代用した場合においても、ほとんど同様の結果が得られた。また、中小企業向けの貸出額は不良債権比率と高い相関が見られ、また、その意味としては不良債権と同じだと考えられる。従って、本論文では、多重共線性を考慮して説明変数の候補から省いた。その他の変数については、標本数が少ないこともあるが、今後の研究として考慮する余地はあると思われる。(b)については、Loughran and Ritter (1995)の手法を取り入れて検証してみることも考えられ、今後の研究課題としたい。

(3)のコメントに対するリプライ

私自身関心を持つ箇所であり、今後の研究の課題としたい。

(4)のコメントに対するリプライ

ご指摘のとおり、CARが時価簿価比率、自己資本比率、不良債権比率とどのような関係があるかについては、今後検証すべき課題であると考えられる。