

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第二小委員会委員 石川博行

新型コロナウイルス感染症が急速に広がった2020年3月以降、欧米の政府や中央銀行は、資金繰り悪化で政府支援を受けた企業の株主還元を禁止するとともに、銀行には、企業や家計の融資に備えるために資本を厚く保つよう株主還元停止を要求した（『日本経済新聞』2020年5月30日付）（注1）。背景には、2008年の金融危機時に、米国企業を中心に従業員が削減される一方で、株主還元が優先されたことに対する反省がある。株主還元に対する投資家の意識変化もある。有能な従業員を失う方が、長期的な企業価値にマイナスの影響を与えると考える投資家が増えている。国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）は、従業員の解雇を避けるべきであるとの企業向け書簡を公開し、減配を容認する姿勢を初めて示した（『日本経済新聞』2020年4月27日付）。

日本では、金融当局による株主還元の制限はなされていないものの、多くの企業が手元資金確保に動いた。2021年3月期に減配を見込む企業

（29%）は、現状、増配予定企業（18%）を上回っている。両者の割合が逆転すれば、11年ぶりとなる（『日本経済新聞』2021年2月17日付）。ただし減少幅は、配当総額（前期比21%減）よりも自社株買いの方が大きい。2020年4月期～12月期の自社株買いの合計額は前年同期比で半減し、7年ぶりの低水準となった（注2）。銀行借入を増やす一方で、M&Aや設備投資も減少しており、3月期決算企業の2020年12月末時点における手元資金は、過去最高の101兆円に積み上がっている（『日本経済新聞』2021年3月23日付）。

株主重視の企業統治改革の中で、企業は過度に資金をため込まないよう積極的に株主還元を行ってきたが、新型コロナ禍で状況が一変した。とりわけ自社株買いを抑制する動きが鮮明である。なぜ自社株買いなのか。自社株買いには、高い柔軟性が備わっているからである。拘束性が高い配当と異なり、自社株買いは、その実施時期や規模を自由に選択できる。前期に実施したからといって、当期も自社株買いを行う必要がない。余剰資金の

（注1） 2021年3月25日、米連邦準備理事会（FRB）は、米大手銀行に課した株主還元制限を6月末で解除すると発表した。

（注2） 2021年に入り、自社株買いは復調傾向にある。アイ・エヌ情報センターによると、東証第1部上場企業が2021年1～3月に設定した自己株式取得枠は、前年同期比2割増とプラスに転じている（『日本経済新聞』2021年4月27日付）。

多寡、投資機会の存否、株式市場の動向など、状況に応じて機動的に実施可能である。

自社株買いの抑制は、雇用維持や投資資金確保の観点から容認の空気がある一方で、株式需給の悪化や1株指標等の悪化を懸念する声もある。現在の株価水準が割安ではないという経営者の弱気な姿勢と解釈される可能性もある。収益性が低い事業への投資など、手元資金が無駄遣いされてしまうリスクも高まるかもしれない。

積み上がった手元資金をどのように活用するか。選択肢の一つは自社株買いであろう。本特集では、新型コロナ禍で減少に転じた株主還元の中でも、特に減少幅が大きかった自社株買いに焦点を当て、その実態、ガバナンスとの関係、利益調整行動との関係、投資リターンとの関係といった様々な角度から、不確実性下の自社株買いについて議論する。業績回復が見通せない不確実性下において、自社株買いはどうかについて示唆を提供することが本特集の目的である。

今回の特集は4本の論文で構成されている。最初の山口論文「**自社株買いの内外の実態、理論の整理**」は、まず、新型コロナ禍における内外の自社株買いの状況を概観している。日本企業は株主還元の規制を受けていないが、自社株買いの大幅減で柔軟に対応したことが示されている。時系列的には、現在でも、日本のペイアウトの主流は配当であるが、自社株買いの割合が近年高まっている状況が分かる。

次に、自社株買いに関する日米の制度を簡潔に紹介している。日本では、企業が自社株買いを実施する方法は、(a)公開買付、(b)流通市場での取得、(c)相対取引の三つがあるが、例えば東証上場企業については、一定の要件を満たした場合、(b)として、3タイプの事前公表型の自社株買い

も用意されている。米国では、(a)~(c)に加えて、一括取得型の自社株買い(ASR)という方法もある。ASRは、企業が金融機関を介して、多量の自己株式を即座に一括取得する方法である。

最後に、自社株買いに関する先行研究に基づいて、その理論整理が行われている。なぜ企業は自社株買いを選択するのか。代表的なのは、①エージェンシーコスト削減のため(FCF仮説)、②将来の収益性の高さや株価の過小評価をシグナルするため(シグナリング仮説)という説明であろう。③税負担や市場評価が有利な局面で配当に替えて実施されるという考え方もある(代替仮説)。④自社株買いの柔軟性の高さに、その選択要因を求める研究も多い。その他、⑤資本構成を調整する手段、⑥敵対的買収を回避する手段、⑦1株当たり利益(EPS)を高める手段、⑧ストックオプションの価値を低下させないペイアウト手段として、自社株買いが利用されることもある。

このように、自社株買いは様々な動機に基づいて実施される。山口論文で事前に理論整理を行えば、以下の3論文の理解が進むであろう。

2014年のスチュワードシップ・コード(SWコード)と2015年のコーポレートガバナンス・コード(CGコード)の発効を受け、ガバナンス改善と関連して様々な企業行動が変化した。その一つがペイアウト政策の変化である。二つ目の篠崎論文「**ペイアウト政策とコーポレートガバナンスの関係**」は、SWコードやCGコードの発効によって、ペイアウト政策がどのように変化したのかを検証したものがある。具体的には、両コード発効以降を1とするダミー変数(*Dum*)を主たる説明変数、業種中央値調整後の自社株買い比率(=自社株買い÷総ペイアウト)を被説明変数とする回帰モデルを推定し、次のような結果を得ている。

両コード発効後、日本企業全体では、自社株買いよりも配当を選択する傾向が強くなったが、(i) *Monitor*（機関投資家や外国人投資家の持株比率を主成分分析して作成した変数）の割合が高い企業ほど、自社株買いの方を選択している（注3）。(ii) 不確実性が高い企業（株価のバラツキが高い企業）についても、(i)と同様の結果が得られる。一方で、(iii) 過大投資のリスクが高い企業（余剰資金や利益剰余金が多い企業）、過去のROEや配当性向が低い企業ほど、配当選択の傾向はさらに強くなる。

両コード発効を受けて、コミットメントの強い配当を選択する傾向が強くなったという全体的な結果は直感に合致する。また、過大投資リスクが高い企業の恒常的なエージェンシーコスト削減の必要性や、低ROE・低配当性向企業に対する近年の機関投資家等の改善要求を考慮すれば、そのような企業について、(iii) 拘束的な配当の選択がさらに強まるという結果もうなずける。

一方、(i) と (ii) の結果は、少々解釈が難しい。ペイアウトの変化額を被説明変数とする追加分析の結果も踏まえ、本論文は「(*Monitor*の割合が高い企業は) 将来的に負担とならない範囲内でペイアウトする」と解釈しているが、*Monitor*に含められている銀行の債権者としての立場などが分析結果に反映された可能性も考えられる。(ii) については、不確実性が高い状況下では、柔軟性の高い自社株買いが好まれる一方で、逆に、その柔軟性という性格が故に自社株買いが抑制された可能性もある。不確実性下において、どのような企業が

どのペイアウトを選択したのか、ガバナンス視点を超えるかもしれないが、今後の研究の進展を期待したい。

自社株買いの動機の一つはEPSの改善にある。三つ目の島田論文「不確実性下における自社株買いによるEPS調整行動」は、自社株買いの実施が必ずしもEPS上昇をもたらすわけではないという問題意識の下、自社株買いがEPSに与える影響を、不確実性の観点から実証分析したものである。2008年の金融危機や2020年のコロナショックの期間も分析対象に含まれている。

まず目を引くのが、不確実性下の多変量分析が行われる前段階の分析である。自社株買いが実施されなかったと仮定した場合のEPSが経営者のEPS予想にわずかに満たない状況下で、自社株買いを行う確率が高まり、その規模も大きくなるという証拠が示されている。自社株買いを行う目的の一つがEPS調整であることを示唆する証拠であり、利益調整研究の立場からも興味深い。

主分析では、日経平均VI指標（VIX）に基づいて作成された不確実性が高い企業・年を識別するダミー変数を主たる説明変数、自社株買い関連変数を被説明変数とする回帰モデルを推定し、不確実性下では、より多くの自社株買いが行われるが、このような不確実性下での積極的な自社株買いは、むしろEPSを低下させるという証拠を提示している。EPS低下の原因追究の分析（不確実性下における純損失計上）も行われており説得力がある。不確実性下の自社株買いは、経営者EPS予想

(注3) なお、切片ダミー (*Dum*) の係数の推定結果を厳密に解釈するには、持株比率 (*Monitor*) のセンタリングを行った方が望ましい。また、交差項 (*Dum*×*Monitor*) の推定結果については、[*Dum*の係数の推定値+上記交差項の係数の推定値=0] を帰無仮説とする線形制約の検定で確認した方がよい。なお本論文では、三つの株主主体（金融機関、投資信託・年金基金、外国法人）の持株比率を単体で用いた場合の結果も提示されているが、以下では、*Monitor*の結果を中心に検討している。

の未達回避の利益調整手段として機能しないという結果も提示されている。

これらの証拠をもとに、本論文は、EPSを重視するのであれば、EPSが上昇する条件を理解した上で自社株買いを行うべきであると主張する。もっともな主張であるが、シグナリング仮説やバリュエーションの観点からは、将来のEPSがどのような推移をたどっているのかも興味深い。一方で、本論文が指摘するように、積極的な自社株買いを行っている純損失計上企業には、別の動機が働いている可能性もある。不確実性下における自社株買いの動機の解明が待たれるところである。

自社株買いを公表すると、その時点だけでなく、公表後の長期にわたってプラスの異常リターンが検出されるという数多くの証拠が存在する。それらの証拠は、シグナリング仮説の観点から説明されることが多いが、最後の河瀬・井上論文「**自社株買い公表後のリターンと流動性**」は、自社株買い公表前の流動性不足に、その要因を求めた研究である。流動性不足が原因であるならば、公表後のプラスの異常リターンは、流動性不足に起因する相対的に大きな取引費用で相殺され、リターン獲得は実際には難しいかもしれない。

このような問題意識の下、まず、流動性が低いほど自社株買い公表後（～30営業日後）の累積異常リターン（CAR）が大きいという単変量分析の結果を提示している。高流動性グループのCAR 1%に対して、低流動性グループのCARは3%である。流動性変数を主たる説明変数、CARを被説明変数とする多変量分析でも、上記と整合的な結果を得ている。これらの結果を踏まえ、流動性不足が自社株買い公表後のプラスの異常リターンの要因であるならば、実際にプラスの

リターンを獲得できるか疑わしいと結論付けている。

リーマンショック後の不確実性期間に限定したサブサンプルでの分析も行っている。リーマンショック前後に流動性が有意に低下していることを確認した上で、上記と同じ多変量分析を行った結果、流動性変数の係数の符号が逆転するという興味深い結果を提示している。本論文の仮説とは逆の結果であるが、証券実務に対して示唆を与える。不確実性下では、高流動性銘柄の自社株買い公表を受けて、事後的に当該銘柄を購入しても、相対的に高い取引費用を負担することなく、プラスの異常リターンを獲得できる可能性がある。

不確実性下でもなお実施される自社株買いには、将来の好業績や株価の過小評価をシグナルするパワーが多く備わっているのであろうか。不確実性下で行われる増配とどのような違いがあるのであろうか。サンプル・サイズを拡大した上で、本論文の推論を裏付ける分析を待ちたい。

本特集では、配当と並ぶ二大ペイアウトの一つである自社株買いに焦点を当て、ガバナンスや業績、株価との関係といった様々な側面から、不確実性下における自社株買いについて議論した。自社株買いの理論は多岐にわたるが、不確実性の要因が加わると、さらに複雑性が増す。しかし、不確実な状況を一時的・例外的なものとして無視すべきではない。金融危機や現在の新型コロナ禍など、業績回復が見通せない不確実な経済状況は、繰り返り訪れる。そのような状況を真正面から受け止め、冷静に現状分析することが、将来の企業行動や証券実務の改善や発展につながる。本特集を契機として、不確実性下でのペイアウトの議論が進展することを期待したい。