

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 5 月 29 日現在

機関番号：37102

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2015～2016

課題番号：15H06793

研究課題名(和文) 自社株買いのオフセット行動に関する実証分析

研究課題名(英文) Share repurchases for offsetting bad news

研究代表者

河瀬 宏則 (Kawase, Hironori)

九州産業大学・経済学部・講師

研究者番号：30755781

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,900,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、企業の経営者が何か株価に悪影響を与える情報を適時開示しなくてはならない場合、株価に好影響を与える自社株買いを同時に公表することで、その悪影響を相殺しようとする動機が存在することを明らかにした。これまで新聞紙面で言われてきたような、ROE向上や株主還元を目的とする自社株買いのみならず、こうした相殺目的で自社株買いが行われるという説明は世界的にも初めての指摘である。今後は、分析結果の完成度を高め、然るべき研究雑誌での公表を行いたい。

研究成果の概要(英文)：We focus on purposes of share repurchases. Especially, when managers must disclose bad news falling in stock prices, we examine whether they do share repurchase rising stock prices for offsetting bad news. Generally, it is well known that managers do share repurchase because of ROE improvement or shareholder returns, but we find another purpose for offsetting bad news. We try to publish as soon as possible, after giving attention to detail of our research and robustness.

研究分野：会計・ファイナンス

キーワード：自社株買い 経営者予想 ディスクロージャー

1. 研究開始当初の背景

(1) 同時公表情報のコントロール：自社株買い公表に関する市場反応を検証した先行研究においては、かつて約3%の異常リターンが観察されていた(Comment and Jarrell, 1991; Ikenberry et al., 1995)。しかしながら自社株買い前後の市場反応とは年々減少しており、公表にあたって観察される異常リターンは2%程度であると報告されていた(Bonaimé, 2012)。ところが、同じ企業が自社株買いと同時に公表する適時開示情報をコントロールし、自社株買い単独で公表される観測値に限定した先行研究では、約3%の異常リターンが観察されている(Bargeron et al., 2015)。この矛盾は、企業が自社株買いと同時に公表する適時開示情報には、株価に悪影響を与えるBad Newsが平均的に多く含まれる可能性を思わせる。

(2) 企業のディスクロージャー行動に関する先行研究の観点から、企業の経営者は株価に悪影響を与えるBad Newsを公表しなくてはならない場合、同時に、開示タイミングについて裁量ある情報を、特に反対の符号となるGood Newsを公表する傾向があることが確認されている(Segal and Segal, 2016)。こうした戦略的なディスクロージャー行動は、バンドリング行動と呼ばれる。そして、自社株買いはこれまでほぼすべての先行研究で、平均的にGood Newsであることが繰り返し確認されてきた。そして、自社株買いの意思決定は取締役会で行うことが日米において一般的である。つまり、Bad Newsの公表においてその開示タイミングについて裁量的でGood Newsである自社株買いを同時に公表するという事を思わせる。

(3) そして、太田・河瀬(2016)からは、自社株買いの買付手法によって他の情報と同時公表となる傾向が観察されており、とくに本研究で検証するAuction買付(米国ではOpen Market Repurchases)で顕著である。なお、本稿で言及する自社株買いは、断りのないかぎりAuction買付を指す。Auction買付とは、市場内で立会時間中に自社銘柄を注文して購入する最も一般的な買付手法である。

2. 研究の目的

(1) 背景部分で述べた同時公表に関する矛盾について説明するために、自社株買いと同時に公表される適時開示情報に特定の傾向が観察されるかを検証する。具体的にはBad Newsの公表が自社株買いの公表

確率を増加させるのか否かを検証することが本研究の主なる目的である。

(2) また、Segal and Segal (2016)のように、日本企業においてもバンドリング行動が観察されるかどうかを確認することが副次的な目的である。

3. 研究の方法

(1) 経営者がBad Newsを公表しなくてはならない場合について、これまで多くの先行研究からはそれが任意であれば週末であったり、市場終了後(日本であれば15時以降)に公表される傾向があると知られている(Segal and Segal, 2016)。これは市場が過度に反応しすぎないことを狙った行動であるが、このように経営者には株価を高く維持する動機があると知られている。これを前提に、企業においてなにか株価に悪影響を与えるイベントが生じた場合、経営者にはそのBad Newsを隠すか、公表を延期するなどしてタイミングを図るなどする動機があると考えられる。したがって、自社株買いと同時に公表される情報を考慮するには、強制的に、かつ頻繁に公表されるものを選ぶ必要がある。

(2) 上述の強制かつ公表頻度の高い企業情報に、経営者による利益予想がある。米国と異なり、日本では経営者予想の公表は事実上の強制開示であり、そして四半期決算のたびに経営者予想を開示するのが通例であるため、自社株買いと結び付けられる可能性が高い。なお、同様の情報に実績利益情報があるが、株価に与える影響については、経営者予想に劣るといいうことが知られている。

(3) そこで、経営者予想の直近からの差分データを使って、負であればBad News、正であればGood Newsと定義している。そしてBad Newsを公表する際に自社株買いを公表する確率が高まるという因果関係があるかどうかを検証する。なお、期初においてはおなじ1年先予想に関する直近の経営者予想データが取得できないため、サンプルから除外している。

(5) 最後に、株価に悪影響を与えるであろうBad Newsにあわせて自社株買いを実施するとする仮説を、本研究ではオフセット仮説と定義し、以下の研究成果のとおり検証結果を示す。

図 1：適時開示情報公表のタイムライン



4. 研究成果

本研究では3つの分析を行っている。

(1)分析結果 1: 自社株買いを公表するかどうかで、経営者予想の Bad News ,Good News ,そして差分がゼロであった No News ごとに、頻度が異なるかどうかを検証している。その結果、Bad News においては自社株買いを行った場合で頻度が高くなっていることが確認された。これはオフセット仮説に沿った結果ではあるものの、その差は統計的に有意なものではなかった。

図 2：比率の分析

	Bad News	No News	Good News
Auction 買付なし	23.29	60.47	16.24
Auction 買付あり	27.26	60.71	12.03
diff.	3.97	0.24	-4.21
z	1.12	0.09	-0.91
Total	23.34	60.48	16.18

(2)分析結果 2: 以下のプロビット・モデルを使って、Bad News を公表する際、自社株買いの確率が高くなっているかを検証している。

$$\text{Prob}(\text{ShareRepurchaseDummy}) = \alpha + \beta_1 \text{BadNewsDummy} + \text{CONTROLS} + \epsilon$$

なお、経営者予想は期中の修正予想かどうかをダミー変数でコントロールしている。その結果、当初の予想どおり、Bad News を公表する際には自社株買いを実施する確率が統計的に有意に高まることが観察された。経営者予想が強制開示であり、自社株買いが任意開示であるということは、経営者予想の開示を前提に自社株買いを公表するかどうかを、経営者が検討していることを示唆している。したがって、この結果からは経営者が公表する予想利益の情報内容を考慮して自社株買いを実施するという因果関係が観察されており、とくに自社株買いは Bad News を公表しなくてはならない際に同時に実施されるという、オフセット仮説が支持された。

図 3：修正予想サンプルでのプロビット分析の結果

	model 1 Coef.	model 2 Coef.	model 3 Coef.
constant	-2.358 ***	-3.105 ***	-2.668 ***
BNdum	-0.103		
GNdum	-0.275		
BNdum_2		0.635*	
GNdum_2		0.446	
BNdum_3			0.309 **
GNdum_3			-0.018
Controls	YES	YES	YES
Pseudo R ²	0.121	0.127	0.127
Obs.	7,488	7,488	7,488

(3)分析結果 3: 自社株買いと同時に公表される経営者予想が Bad News , Good News , No News によって買付動機が異なるのであれば、自社株買いの買付結果にも影響を与えるのであろうか。こうした発想に基づき、公表時点の自社株買い変数（予定買付規模、予定買付日数）と買付終了時点の自社株買い変数（実際の買付規模、株数および金額ベースの達成率）について影響を与えるかどうかを検証する。比較対象としては、同時公表のない自社株買いを選択している。その結果、公表時については、Bad News と同時に公表された自社株買いでは、Bad News による株価の悪影響を打ち消すためと思われる、自社株買いのシグナル（予定買付規模、予定買付日数）が有意に強いことが観察された。これは、他の News とくらべても最も顕著な傾向であり、オフセット仮説が支持された。また、一方の終了時点については、オフセット仮説によって何も示唆されないため、同時公表のない自社株買いと有意に異ならないという結果であった。

図 4：同時公表なしサンプルとの平均差（中央値）検定の結果

	BN diff.	NN diff.	GN diff.
公表時点の変数			
Plansize	0.55***	-0.18	0.17
	0.59***	0.00	0.25
estdays	-16.44***	-16.20***	-20.39***
	-17.00 **	-17.00***	-19.00 **
買付結果の変数			
CompRateStock	4.95*	5.35***	12.20***
	4.75*	5.42***	8.63***
CompRateYen	2.50	4.54 **	14.81***
	-2.11	2.58 **	10.56***
actualdays	-15.02***	-11.62***	-17.35***
	-11.00***	-7.00***	-16.00***

(4)本研究の貢献について：本研究の結果は自社株買いの買付動機の解明に貢献するとともに、経営者の戦略的ディスクロージャー行動の存在について言及したという点で貢献している。とくに、買付動機の解明について、世界的に見ても新規性が高く、米国先行研究間での矛盾について説明した点で貢献が大きい。今後は、研究結果をまとめ、完成度を高め、国際

的ジャーナルでの掲載を目指すこととしたい。

<引用文献>

Bargeron, L., A. Bonaimé, and S. Thomas, "The timing and source of long-run returns following repurchases," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.52, No.2, 2015, pp.491-517.

Bonaimé, A., "Repurchases, reputation, and returns," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.47, No.2, 2012, pp.469-491.

Comment, R. and G. Jarrell, "The relative signalling power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases," *The Journal of Finance*, Vol.46, No.4, 1991, pp.1243-1271

Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen, "Market underreaction to open market share repurchase," *Journal of Financial Economics*, Vol.39, No.2-3, 1995, pp.181-208.

Segal, B. and D. Segal, "Are managers strategic in reporting non-earnings news?," *Review of Accounting Studies*, Vol.21, 2016, pp.1203-1244.

太田浩司・河瀬宏則, 自社株買いの公表に対する短期および長期の市場反応 Auction 買付と ToSTNeT 買付の比較 , 現代ファイナンス ,Vol.38 ,2016 ,pp. 61-93 .

5 . 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計1件)

太田浩司, 河瀬宏則, 自社株買いの公表に対する短期および長期の市場反応 Auction 買付と ToSTNeT 買付の比較 , 現代ファイナンス , 査読有 , Vol.38 , 2016 , pp. 61-93 .

[学会発表](計1件)

河瀬宏則, 太田浩司 , Offset Repurchase , 第2回 JARDIS ワークショップ , 2017年3月19日 , 北九州市立大学(福岡県北九州市).

[図書](計0件)

[産業財産権]

出願状況(計0件)

取得状況(計0件)

[その他]
ホームページ等

6 . 研究組織

(1)研究代表者

河瀬宏則 (KAWASE, Hironori)
九州産業大学経済学部 講師
研究者番号 : 30755781

(2)研究分担者

該当なし

(3)連携研究者

該当なし

(4)研究協力者

太田浩司 (OTA, Koji)
関西大学商学部 教授