

平成 30 年 6 月 19 日現在

機関番号：15501

研究種目：挑戦的萌芽研究

研究期間：2015～2017

課題番号：15K13037

研究課題名(和文)自己株式取得等企業の経営成果

研究課題名(英文)The performance of the companies which repurchase their shares

研究代表者

柳田 卓爾(yanagida, takuji)

山口大学・経済学部・准教授

研究者番号：10303041

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,500,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、自己株式の取得・保有・消却・処分(以下、自己株式取得等)と経営成果(収益性と成長性)との関係を明らかにすることである。収益性は、総資産営業利益率によって測定している。成長性は、売上高成長率によって測定している。分析には、分散分析を用いている。分析の結果は、自己株式保有戦略は、成長性には影響を与えていたが、収益性には影響を与えていない、ということである。

研究成果の概要(英文)：The purpose of this study is to examine the relationship between the acquisition of own share and the performance (profitability and growth). Profitability is measured by the rate of return on assets. Growth is measured by a growth rate of sales. We use analysis of variance (ANOVA). The results suggest that strategy of treasury stock affected the growth, but did not affect the profitability.

研究分野：経営学

キーワード：自己株式

1. 研究開始当初の背景

企業は、事業活動の結果として獲得した利益を、配当金増額、賃金引上げ、内部留保の積み増しなどを通じて、利害関係者である株主、従業員などに分配したり、あるいは、企業の将来性に投資したりすることができる。自己株式の取得は、企業の利益還元政策のひとつであり、平成13(2001)年商法改正により、自己株式の取得は、原則自由となった。では、自己株式取得の原則自由化は、企業パフォーマンスにどのような影響を与えているのか。既存研究においては、株価パフォーマンスに与える影響を、実証的に明らかにする研究はあるものの、成長性や収益性に与える影響を扱った研究は少ない。

2. 研究の目的

本研究の目的は、自己株式の取得・保有・消却・処分(以下、自己株式取得等)が、収益性や成長性といった経営成果に与える影響を考察することである(柳田, 2018b)。

また、この目的に付随して、(1)自己株式の取得・保有には、自社以外の支配者の排除という側面があること、(2)自己株式に議決権が付与されていないのは、自社以外の支配者を会社から排除してしまうという事態を避けることが目的であること、(3)自己株式に議決権が付与されていない結果として、自己株式の取得・保有とは、資本の払戻し、株主還元策のひとつであるという側面からのみ捉えられてしまい、自社以外の支配者の排除という側面のあることが隠されてしまう可能性があること、(4)ペイアウト政策としての自己株式取得は、近年になって認められるようになったのではなく、戦前(太平洋戦争以前)から、既に、例外的ではあるものの容認されていたこと、(5)自己株式取得等に関する規制緩和の進展によって、自己株式の取得の持っていたペイアウト政策としての意味が、近年、薄れてきていることなどを確認し(柳田, 2017; 柳田, 2016)、(6)企業の利益還元について、一般の人々が、どのような意識を持っているのかを明らかにすること(柳田, 2018a)を目的としている。

3. 研究の方法

(1)柳田(2018a)においては、インターネット調査を通じて、20項目の質問への回答を収集した。企業の利益還元についての意識状況については、「事業活動の結果、獲得した利益(の一部)を、企業はどのように利用すべきだと思いますか」という問いについて、「株主に分配する」、「従業員の賃金を引き上げる」等の意見それぞれに対して、「そう思わない」、「どちらかというと思わない」、「どちらでもない」、「どちらかというと思う」、「そう思う」の中から、該当する選択肢をひとつ、回答してもらった。また、「そう思わない」を1点、「どちらかというと思

わない」を2点、「どちらでもない」を3点、「どちらかというと思う」を4点、「そう思う」を5点とした場合の平均得点等の算出も行った。その他、性別、年齢、居住等といった回答者の属性について質問した。

(2)柳田(2018b)においては、対象となる企業を3群に分け、それぞれの群の収益率、成長率の平均値に違いがあるかどうかを、分散分析を用いて検証した。

分散分析における従属変数は「収益率」と「成長率」、独立変数は「自己株式の増分(4年間の増分)」であった。収益率は「使用総資本営業利益率」を、成長率は「売上高・営業収益成長率」を用いた。自己株式の増分は、「T期の自己株式保有高 - 「T-4」期の自己株式保有高」の値が負の企業を「自己株式(減)」として-1を、ゼロの企業群を「自己株式(ゼロ)」として0を、正の企業群を「自己株式(増)」として+1を当てた。

分析対象企業については、2018年3月9日時点の東証一部上場企業から、データに欠損値のある企業などを除き、合計1,766社を分析対象企業とした。

(3)柳田(2017)においては、法令等を含む各種文献資料を用いて、確認作業を行った。

(4)柳田(2016)においては、企業会計基準等を含む各種文献資料を用い、また、架空例による思考実験を通じて、確認作業を行った。

4. 研究成果

(1)柳田(2018a)では、次の結論を得た。

すなわち、企業は従業員のものであるという意見について、肯定的に評価されており、同時に、利益の還元先として、従業員の賃金を引き上げるべきであるとの意見について、肯定的な評価であった。このことから、今回の調査サンプルにおいては、企業は株主のものであり、株主の利益のために運営されるべきであるという意見よりも、企業は従業員のものであり、従業員の利益のために運営されるべきであるとの意見の方が有力であることが示唆されていたと言える。

もちろん、それはあくまで、相対的なものである。企業は株主のものであるとの意見に対しては、僅かに否定的であったものの、利益還元先として、株主に分配すべきであるとの意見に対しては、平均得点は3.44と3点以上であり、肯定的に評価されていた。

他方、利益を企業内部に留めておくことには、否定的であった。投資に関しては、株式市場という金融経済面ではなく、設備や研究開発という実物経済面での投資を、肯定的に評価していた。

以上をまとめると、「事業活動の結果、獲得した利益は、企業内部に留保するのではな

く、従業員や株主などといった企業関係者へ還元したり、株式市場という金融経済面を通じてではなく、設備や研究開発といった実物経済面を通じて、企業の将来性に投資したりすべきである」との意見を、今回の調査サンプルは、平均して持っていたと言える。

(2) 柳田(2018b)では、次の結論を得た。すなわち、企業は、自己株式の保有高を減少させているのか、現状維持なのか、増加させているのか。企業の保有高に対するこれらスタンスを「自己株式保有戦略」と呼ぶとすれば、分析の結果、次の3点が明らかとなった。

自己株式保有戦略は、収益性には影響を与えておらず、成長性に影響を与えている。

自己株式の保有高を増減させる(積極的な自己株式保有戦略)よりも、変動させないこと(消極的な自己株式保有戦略)が、高い成長性をもたらしている可能性がある。

積極的な自己株式保有戦略を採用しているならば、自己株式を増やす戦略であっても、減らす戦略であっても、収益性や成長性には大きな違いがない。

(3) 柳田(2017)では、次の3点が確認された。すなわち、

ペイアウト政策としての性質を持つ自己株式の取得が容認されたのは、1938(昭和13)年の商法改正である。1994(平成6)年の商法改正は、取得手続きの緩和(定款の定めを要する規制から、株主総会決議を要する規制への緩和)である。

自己株式取得の財源となる分配可能額には、払込資本と留保利益という、2つの性質が備わっている。そのため、自己株式の取得は、純粹には、ペイアウト政策であるとは言えない。

取得した自己株式の保有が認められていない場合には、その消却を、資本によって行うのか、利益によって行うのか等を、取得と同時に決めなければならない、しかし、保有が認められている現行制度においては、自己株式の取得を、株主資本全体からの払戻しとみなしている。それが、資本の払戻しという性質を持つのか、それとも、利益の分配という性質を持つのか(ペイアウト政策なのか)については、その判断を保留している。

(4) 柳田(2016)では、次の結論を得た。すなわち、

議決権のある自己株式の取得・保有には、自社以外の支配者を排除するという側面がある。その結果、議決権のある自己の株式を100%取得・保有している会社は、実質的には、完全な経営者支配を実現させることができる。

会社外に個人株主が存在しているとすれば、彼らは自然人であり、直接意思を持つことができるので、経営者の牽制メカニズムを

支えることができる。また、法人株主であっても、代表取締役という自然人が、法人の意思表示を行うことができるので、やはり、経営者の牽制メカニズムを支えることができる。しかし、自社以外に株主が存在しない場合には、状況が全く異なる。経営者の牽制メカニズムを支えるはずの株主が、実質的には、経営者自身になってしまっているのである。経営者自身による自己牽制以外の牽制メカニズム、すなわち、経営者以外の自然人による牽制メカニズムが存在していないという意味で、経営者支配が実現していると考えられる。

このような議論を成り立たせるためには、自己株式に議決権がなければならない。しかし、現実には、自己株式に議決権は付与されていない。上記のロジックは、あくまで論理的可能性の世界のことである。しかし、このような思考実験を通じて、次のことが理解できるようになったと思われる。

第1に、自己株式に議決権を付与しないのは、上記のような、完全な経営者支配の実現を阻止することを目的にしている可能性があるということである。第2に、自己株式には、本質的には、自社以外の支配者を排除する働きを持っているものの、現実には、議決権が付与されていないが故に、そのような働きのあることが隠されているということである。その結果、自己株式の取得とは、資本の払戻し、株主還元策のひとつであるとの理解が、一般的になっていると考えられる。

(5) 今後の課題

柳田(2018a): 企業の所有意識(「企業は誰のものだと思いますか」と企業の利益還元先についての意見(「事業活動の結果、獲得した利益(の一部)を、企業はどのように利用すべきだと思いますか」という2変数間の関係の分析を行えなかった等、幾つかの課題が残されている。

柳田(2018b): 利益率が低く、成長率が高い企業は、利益を犠牲にして成長を追求しているという意味で、いわゆる「経営者資本主義モデル」に含まれるタイプの企業であり、反対に、利益率が高く、成長率が低い企業は、利益を追求しているという意味で、いわゆる「株主重視企業」とみなすことが可能であるとするならば、本研究においては、「逆の因果関係」からの解釈が可能となる。つまり、経営者資本主義モデルに従う企業は、自己株式の増減をほとんど行わず(消極的な自己株式保有戦略)、株主重視企業は、積極的な自己株式保有戦略を採用するとの解釈である。どちらの方向の因果関係が、より適切な解釈であるのか。今後の検討が必要である。また、自己株式保有戦略と経営成果以外の変数を制御したモデルを構築すること、あるいは、自己株式の保有高に増減がない戦略(自己株式(ゼロ))には、複数のタイプがあり得ることを考慮すべきであるなど、更に詳細な分

析が必要である。

柳田(2017):自己株式取得のペイアウト政策としての意味(利益分配の側面)が薄れ、資本の払戻しとしての性質が高まりつつあるとすれば、資本回収の一手段である株式市場(株式市場での売却ができれば、株主は、出資金の回収が可能である。その意味で、自己株式の取得と株式市場での売却は、機能的に等価である)との関連についても、検討する必要が出てくるなど、幾つかの課題が残されている。

柳田(2016):自己株式に議決権を付与すべきかどうかという規範論についてなど、幾つかの検討課題が残されている。

*「2.研究の目的」「3.研究の方法」、「4.研究成果」の内容は、柳田(2018a)「企業の利益還元についての意識調査～単純集計結果報告書～(山口大学経済学会ディスカッションペーパーシリーズNo.36)」₁、柳田(2018b)「自己株式の保有と経営成果(山口大学経済学会ディスカッションペーパーシリーズNo.37)」₁、柳田(2017)「ペイアウト政策としての自己株式取得(山口大学経済学会ディスカッションペーパーシリーズNo.34)」₁、柳田(2016)「自己株式と「支配者の排除」(山口大学経済学会ディスカッションペーパーシリーズNo.32)」₁から、適宜、引用・要約したものを含んでいる。

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4件)

柳田卓爾、自己株式の保有と経営成果、山口大学経済学会ディスカッションペーパーシリーズ、査読無、No.37、2018、1-12

柳田卓爾、企業の利益還元についての意識調査～単純集計結果報告書～、山口大学経済学会ディスカッションペーパーシリーズ、査読無、No.36、2018、1-18

柳田卓爾、ペイアウト政策としての自己株式取得、山口大学経済学会ディスカッションペーパーシリーズ、査読無、No.34、2017、1-11

柳田卓爾、自己株式と「支配者の排除」、山口大学経済学会ディスカッションペーパーシリーズ、査読無、No.32、2016、1-17

〔学会発表〕(計0件)

〔図書〕(計0件)

〔産業財産権〕

出願状況(計0件)

名称:

発明者:

権利者:

種類:

番号:

出願年月日:

国内外の別:

取得状況(計0件)

名称:

発明者:

権利者:

種類:

番号:

取得年月日:

国内外の別:

〔その他〕

ホームページ等

ありません。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

柳田 卓爾(YANAGIDA, Takuji)

山口大学・経済学部・准教授

研究者番号: 10303041

(2) 研究分担者

()

研究者番号:

(3) 連携研究者

()

研究者番号:

(4) 研究協力者

()