

令和 2 年 7 月 1 日現在

機関番号：34416
研究種目：基盤研究(C) (一般)
研究期間：2016～2019
課題番号：16K03762
研究課題名(和文) 自社株買いに関する包括的研究

研究課題名(英文) Studies on share repurchase

研究代表者

太田 浩司(Ota, Koji)

関西大学・商学部・教授

研究者番号：70366839

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,700,000円

研究成果の概要(和文)：本申請研究では、研究期間中に、自社株買いに関する論文3本、実証研究における計量経済学的手法に関する論文2本の、合計5本の論文の成果を得ている。自社株買いに関する研究論文3本では、わが国における、自社株買いの公表に対する短期および長期の市場反応、相対取引による自社株買いの実態、自社株買いの達成率にみられるレピュテーション効果の存在について調査を行い、わが国特有の証拠を発見している。また、実証研究における計量経済学的手法に関する論文2本では、頑健性のある標準誤差に関する最新の研究の紹介と実証研究でしばしば用いられる交差項に関する最新の知見について論述している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本申請研究から生み出された自社株買いに関する一連の研究により、わが国企業の実施する自社株買いの実態の一端を明らかにすることができた。具体的には、Auction方式による買付とToSTNeTによる買付といった自社株買いの買付方法の違いによって株式市場へ与える影響が異なるということや、わが国では相対取引による自株式取得の実施要件が非常に厳しく、2004-2015年の期間でわずか26個しか存在せずまたその6割は新興企業であるということなどが明らかになった。

研究成果の概要(英文)：During the 2016-2019 period of this research grant, I published a total of 5 papers, including three papers on share repurchase and two papers on econometric methods in empirical research. In particular, the three papers on share repurchase investigated the short-term and long-term market reactions to the repurchase announcements, privately negotiated share repurchases, and the reputation effects concerning repurchase program completion rates in Japan. These studies have led to some findings that are unique to Japan. In addition, two papers on econometric methods in empirical studies introduce the latest studies on robust standard errors and discuss the latest findings on the interpretation of interaction terms that often used in empirical studies.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：自社株買い 交差項 標準誤差

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

日本における自社株買いの研究は数多く存在しているが、その殆どは、米国における先行研究に依拠したものであり、日本独自の自社株買い制度を取り扱った研究は未だ少ない。そこで、本研究では、わが国特有の開示制度や買付制度を利用することによって、自社株買いの新たな側面を解明することを目的としている。

2. 研究の目的

本研究では、() 自社株買いの公表に対する短期および長期の市場反応を Auction 買付と ToSTNeT 買付で比較する研究 () わが国における相対取引による自己株式取得の実態の調査、() 自社株買いの達成率に見られるレピュテーション効果、の 3 点について実証的に検証を行うことを目的としている。

3. 研究の方法

わが国においては、上場企業の自己株式取得や終了に関するアナウンスメントは、全て、東京証券取引所の運営する TDnet で速やかに開示されなければならない。そこで本研究では、最初に、企業の自社株買いに関する開示情報を TDnet から取得し、それをデータベース化する。具体的には、企業が自社株買いを決議した場合には、「自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ」、取得が終了した場合には、「自己株式の取得終了に関するお知らせ」というタイトルで、東京証券取引所の運営する TDnet において即座にその内容が開示される。そこで、これらの開示資料から、以下の項目に関するデータを取得する。

- ・取得公表日および公表時間
- ・法的根拠：取締役会決議なら会社法第 165 条 or 第 459 条，株主総会決議なら第 156 条
- ・取得理由：1=機動的な資本政策，2=資本効率の向上，3=株主価値（株主利益）の向上，4=ストックオプション，5=株主利益還元，6=株式交換，7=資本構成の再構築，8=その他
- ・取得予定期間
- ・株式の種類：1=普通株式，2=優先株式，3=後配株式
- ・予定する自己株式の取得総数
- ・予定する自己株式の取得総額
- ・予定取得方法：0=不明，1=市場買付，2=ToSTNeT2 買付，3=ToSTNeT3 買付
- ・発行済株式数（自己株式を除く）および自己株式数
- ・取得終了公表日および公表時間
- ・実際の取得方法：1=市場買付，2=ToSTNeT2 買付，3=ToSTNeT3 買付
- ・実際の自己株式の取得総数
- ・実際の自己株式の取得総額

次に、自社株買いの達成率に関する研究については、自己株式取得期間および達成率を測定し、さらには、自己株式取得公表日前後の市場の反応を検証する。その他にも、自己株式取得公表日に同時に公表されている他の情報の情報内容を精査し、それを Good News と Bad News に識別する、ToSTNeT 買付の売主を、大株主情報や変更報告書から推定して、その売主が企業の内部者に該当するかどうかについて調査する予定である。

4. 研究成果

本申請研究に基づいて、5 本の学術論文を刊行しているので、それらの論文から得られた知見について述べる。最初に、「Does reputation matter? Evidence from share repurchases」では、自社株買いのレピュテーション効果について検証している。レピュテーション効果とは、市場が企業の開示する情報を信頼性の高いものであると判断した場合には大きく反応し、逆に低いとみなした場合には反応が小さくなるという効果のことである。本稿では、自社株買いの達成率（実際取得株式数 / 予定取得株式数）の高さは企業のレピュテーションを高めると考えて、過去の自社株買いの達成率が現在の自社株買いの公表に対する市場の反応に与える影響を、短期で調査している。結果は、過去の達成率が高くてレピュテーションが高い企業ほど、現在の自社株買いの公表に対する市場の反応はより大きくなっており、わが国市場におけるレピュテーション効果の存在を支持するものであった。この結果は、企業と市場の間には信頼関係が存在しており、企業のレピュテーションを高めることは、企業価値にプラスに作用することを示唆するものといえる。

次に、「交差項を含む OLS および Probit モデルの解釈：図による説明」では、実証モデルで頻繁に用いられる交差項の使用に関する留意点について論じている。交差項を含む OLS および Probit モデルの解釈に関する問題点を指摘し、その対処法について図解している。OLS モデルについては、交差項を構成する連続変数をその平均値にセンタリングすることによって、結果の解釈が容易なることを示している。一方、Probit モデルに関しては、センタリングを行っても、(i) 交差項の係数値と Marginal Effect とでは符号が異なりうる、(ii) 関数形の影響を受ける、(iii) 通常の統計ソフトでは交差項の誤った Marginal Effect が表示される、といった固有の問題があるということを示している。Ai and Norton (2003) の作成した Stata の inteff コマンドは、交差項の正しい Marginal Effect の算定を可能にしているが、その結果は明確な統計的推論が困難なものである場合がままある。そのような状況を回避するためにも、最初のモデ

ル設計の段階で、交差項を含めることの理論的な検討を厳格に行うことが重要であるといえる。

第3に、「パネル分析における Fama-MacBeth と Cluster-robust の手法の理論と応用」では、パネル推定で、誤差項が標準的仮定を満たしていない場合の対処法として会計・ファイナンスの実証研究で頻りに用いられている Fama-MacBeth (FM) および Cluster-robust (CR) の手法について、理論的分析を行うと共に、その使用に関する実務的指針を述べている。本稿の理論的分析からは、FM と CR の手法ではその発想が全く異なっているが、説明変数の変動が年度間でそれ程大きくない場合には、FM の手法は、年度に関する One-way CR の手法と同様に、誤差項の未知のクロスセクショナルな相関に対処することができるという結論を得ている。さらに、企業数に比して年度数の少ないショート・パネルを用いた場合には、FM の手法、Two-way CR の手法、年度に関する One-way CR の手法の何れの手法を用いても、得られる標準誤差には大差がないという考察を導いており、実証分析においてもそれを支持する結果を得ている。本稿の結果は、その広範な普及にも関わらずこれまで理論的な分析が殆ど行われてこなかった FM の手法を理論的に解明し、CR の手法との関連性を導いている点で、今後の両手法の使用に関して一定の指針を与えるものと考えられる。

第4に、「相対取引による自己株式取得の実態」では、わが国における相対取引による自己株式取得の実態について調査している。本稿による調査から、相対取引による自己株式取得は実施要件が非常に厳しく、2004-2015 年の期間でわずか 26 個しか存在せず、その 6 割は新興企業であるということがわかった。また、一般的な相対取引の実態は、(i) 売主は取得企業の筆頭あるいは次席株主で、約 20% の持分の半分程を売却している、(ii) 売主が保有株式の売却を企業に打診し、大量の株式が市場に放出されることを嫌う企業が、相対取引によって当該株式を取得するという売主主導の取引である、(iii) 2/3 の取引が時価を平均 20% 下回るディスカウント価格での取引である、(iv) 相対取引の公表に対して市場は反応しない、というものであった。

最後に、「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」では、自己株式取得公表に対する短期および長期の市場反応を、一般的なオークション方式で買付ける Auction 買付と、立会時間外に即時に買付けるわが国独自の ToSTNeT 買付とに明確に区分して検証している。最初に、短期の市場反応の分析では、取得公表日の異常リターンが、Auction 買付と ToSTNeT 買付で、それぞれ、4.0%と 0.8%と、Auction 買付と比べて ToSTNeT 買付の反応が非常に小さかった。また、Auction 買付では、公表前に負の異常リターンが観察される等、過小評価仮説を支持する結果が得られている。一方、ToSTNeT 買付では、公表直前に正の異常リターンが観察される、決算発表との同時公表が極端に少ないなど、売主である大株主に有利となるように実施時期を考慮していることを示唆する証拠が得られている。次に、長期の市場反応の分析では、確立された長期異常リターンの測定方法がないこともあって、不安定な結果となっているが、Auction 買付に関しては、一貫して正の異常リターンが獲得されており、また、概ね過小評価仮説を支持する結果が得られている。一方、ToSTNeT 買付に関しては、測定方法によっては負の異常リターンが観察されるなど結果が安定せず、また、過小評価仮説を支持する結果は得られていない。以上の発見事項は、わが国の代表的な自己株式取得方法である、Auction 買付と ToSTNeT 買付では、その経済的帰結が大きく異なっており、企業がそれぞれ異なる動機を有して自社株買いを実施していることを示唆するものといえる。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計5件（うち査読付論文 2件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 4件）

1. 著者名 太田浩司	4. 巻 63
2. 論文標題 交差項を含むOLSおよびProbitモデルの解釈 : 図による説明	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 関西大学商学論集	6. 最初と最後の頁 37-59
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -
1. 著者名 太田浩司	4. 巻 62
2. 論文標題 パネル分析におけるFama-MacBethとCluster-robustの手法の理論と応用	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 関西大学商学論集	6. 最初と最後の頁 43-67
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -
1. 著者名 Ota Koji, Kawase Hironori, Lau David	4. 巻 58
2. 論文標題 Does reputation matter? Evidence from share repurchases	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Journal of Corporate Finance	6. 最初と最後の頁 287 ~ 306
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.006	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 該当する
1. 著者名 太田浩司、岡本進之介	4. 巻 61
2. 論文標題 相対取引による自己株式取得の実態	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 関西大学商学論集	6. 最初と最後の頁 1-29
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 太田浩司、河瀬宏則	4. 巻 38
2. 論文標題 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 -	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 現代ファイナンス	6. 最初と最後の頁 61-93
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計10件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件)

1. 発表者名 太田浩司、河瀬宏則、David Lau
2. 発表標題 わが国におけるレピュテーション効果の検証
3. 学会等名 日本ディスクロージャー研究学会第16回研究大会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 太田浩司
2. 発表標題 自社株買いにおける企業内部者の機会主義的行動に関する実証研究
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第24回大会, 横浜国立大学
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 太田浩司
2. 発表標題 自社株買いにおける企業内部者の機会主義的行動に関する実証研究
3. 学会等名 日本経営財務研究学会第40回全国大会, 武蔵大学
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 太田浩司
2. 発表標題 経営者予想利益の修正速度と市場の評価
3. 学会等名 日本ディスクロージャー研究学会第14回研究大会, 大阪市立大学
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 Koji Ota, David Lau
2. 発表標題 The Influence of Audit Quality on the Accuracy and Revision Speed of Management Forecasts: Empirical Evidence from Japan
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第25回大会, 千葉工業大学
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 太田浩司, 河瀬宏則
2. 発表標題 経営者の開示戦略における自社株買いの買付動機
3. 学会等名 日本経営財務研究学会第41回全国大会, 関西大学
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 Koji Ota, David Lau, Norman Wong
2. 発表標題 The Need for Speed: A New Construct of Management Forecast Revisions in the Auditing Context
3. 学会等名 日本ディスクロージャー研究学会第16回研究大会, 法政大学
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 太田浩司
2. 発表標題 OLSおよびProbitモデルに含まれる交差項の解釈：図による説明
3. 学会等名 第4回日本ディスクロージャー研究学会Workshop，小樽商科大学
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 太田浩司
2. 発表標題 交差項を含むOLSおよびProbitモデルの解釈：図による説明
3. 学会等名 千里山会計学研究会，関西大学
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 太田浩司，向真央
2. 発表標題 女性役員が負債コストに与える影響の実証研究
3. 学会等名 第4回日本ディスクロージャー研究学会Workshop，小樽商科大学
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------	---------------------------	-----------------------	----