

令和 5 年 6 月 16 日現在

機関番号：37111

研究種目：若手研究

研究期間：2018～2022

課題番号：18K12912

研究課題名（和文）自社株買いの情報開示制度と機会主義的行動

研究課題名（英文）Disclosure rules and opportunistic behavior of share repurchases

研究代表者

河瀬 宏則（Kawase, Hironori）

福岡大学・商学部・准教授

研究者番号：30755781

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究期間において、2本の査読誌を含む4本の論文を掲載した。これらの研究では、自社株買いのレピュテーションがいかに形成されるか、公開買付価格は実質的な相対取引をシグナルしているのか、株式流動性が自社株買い公表後のドリフトの発生要因であるのか、決算短信と同時公表される自社株買いにどのような情報内容が含まれているか、といった観点から研究を行った。なお、経営者の私的報酬と自社株買い、特にToSTNeT-3による自社株買いに着目したワーキングペーパーが1本ある。

研究成果の学術的意義や社会的意義

株式会社は株主によって出資された資本をもとにビジネスを行い、その成果は株主に分配される。分配の具体的な方法にはいくつかあるが、伝統的に配当が用いられてきた。その一方で、日本企業ではここ10年で株主還元が強調されるようになり、そのなかで自社株買いもまた重要視されるようになった。しかし、自社株買いの特性は買付手法ごとに異なる一方で、その特性や実態を反映した情報開示制度が整備されていないかもしれない。企業外部の投資家に対して適切かつ十分な情報開示は、企業と投資家間の情報の非対称性の解消を通じて、公平な利益分配を促すためにも重要なものである。ここに本研究の学術的意義および社会的意義があるといえる。

研究成果の概要（英文）： I have published four papers, including two in refereed journals, during this research period. In these studies, we studied the following aspects: how reputations are formed for share repurchases, whether tender offer prices signal substantial privately negotiated share repurchase (also called targeted repurchases), whether stock liquidity is a source of long-run return following the announcement of share repurchases, and what information content is included in share repurchases that are announced simultaneously with earnings announcements? In addition, there is one working paper that focuses on the private compensation of managers and share repurchases.

研究分野：財務会計、コーポレートファイナンス

キーワード：自社株買い ディスクロージャー

1. 研究開始当初の背景

本研究は、企業の自社株買いの情報開示制度を対象に実証分析を行い、取引参加者の機会主義的行動が観察されるか検証する。自社株買いは柔軟なペイアウト手段であるが、情報利用者にはその柔軟性や実態に応じた情報が提供されていないといえる。例えば、自社株買いは暗黙的に買い手である企業によって実施されるものと考えられているが、先行研究からは必ずしも買い手のみならず、売り手の動機に基づいて実施される可能性が指摘されている。つまり、現状の情報開示制度およびその開示内容は実態に即していないかもしれない。そこで研究代表者は、こうした問題に実証結果をもとに情報開示制度の見直しについて提言したい。

2. 研究の目的

本研究は、自社株買いの買付手法別の情報開示を対象に調査するものである。その目的は、自社株買いの実態を明らかにするとともに、その実態に即した情報開示制度を検討するためのエビデンスの提供である。

自社株買いの買付手法には、証券取引所を通じて行われる自社株買いと、証券取引所外で行われる自社株買いとに大別される。前者には、Auction 買付と呼ばれる株式市場内でオークション形式により行われる自社株買い(市場買付と呼ばれることもある) ToSTNeT-3 を用いた自社株買い(以下、ToSTNeT 買付)がある。後者には、公開買付を用いた自社株買いと、相対取引を用いた自社株買いがある。それぞれ、経済的特徴が異なるため、異なる動機で取引が行われている可能性が高い。

3. 研究の方法

主にアイエヌ情報センターが提供する自社株買いデータベースを用いて、実証分析により研究を行う。本研究では、4年間の計画期間で主に2つの研究を計画しており、1つはAuction 買付に関する研究である。例えば、自社株買いはその計画を公表したとしても、実施する義務がない。そのため、柔軟なペイアウトを行うことが可能である。そうした特性に着目し、企業はどのような情報開示行動をとるのか、あるいは企業戦略のもとで、Auction 買付の役割をどのように位置づけるのか、検証していく。

もう1つはAuction 買付と並んで実施されることの多いToSTNeT 買付に関する研究である。例えば、機会主義的に買付タイミングを選択しているかを検証する。事実上の相対取引と指摘されるToSTNeT 買付を使って買い手や売り手が何らかの目的を達成しようとするかもしれない。何らかの目的のなかには、特定株主の報酬最大化であったり企業のガバナンスの再構築であったり想定している。特定の株主にとって有利なタイミングを選択しているのであれば、それは特定の株主以外の株主にとって不利なタイミングであるかもしれない。ToSTNeT 買付が果たして企業価値向上に寄与するものなのか、注意深く検証したい。

4. 研究成果

本研究期間において刊行された論文は、次の[1]-[4]があり、時系列順に説明する。

[1] Ota, K., H. Kawase, D. Lau (2019) "Does reputation matter? Evidence from share repurchases," *Journal of Corporate Finance*, 58, 287-306, 査読あり。

Ota et al. (2019)はAuction 買付の期待達成率に注目した研究である。自社株買いは買付を実施すると宣言し、予定買付計画を公表しても実際に買い付ける義務はない。しかし、先行研究では企業がAuction 買付を予定通りに実施するかの「レピュテーション」について、過去のAuction 買付の達成率をもとに形成されることが示されていた。本研究は、こうした買付計画を予定通りに実施するかの「レピュテーション」が、過去の経営者予想がいかに正確だったかによっても形成されることを示した。こうした研究は、投資家たちが企業の多様な情報開示を通じて、企業評価を行っていることを明らかにした。

[2] 河瀬宏則(2020)「実質的な相対取引をシグナルする負の公開買付プレミアム」『横浜市立大学論叢 社会科学系列』71(2), 103-120。

河瀬(2020)は公開買付を用いた自社株買いにおいて、日本では公開買付価格が市場価格よりも割り引かれた価格で設定されることが多いことを踏まえ、それが実質的に特定の株主と企業の相対取引となっていることを示した。加えて、買い手よりもむしろ売り手の意向に基づいて実施されることを明らかにした。こうした研究は、売り手が市場価格よりは割り引かれるものの、流動性コストを支払うことなく大量の株式を売り抜ける一方、買い手は株価の濃縮化による1株

あたり価値を引き上げることができる。さらに買い手である企業は大量の株式を市場に放出されるに伴う株価の暴落を防ぐことができるため、買い手と売り手で WIN-WIN の取引が行われていると推測される。こうした取引は、相対取引による自社株買いが株主総会の特別決議によって実施されなくてはならないという実施ハードルの高さから、取締役議決で実施可能な割引の公開買付による自社株買いを行うことが合理的であるから行われているものと考えられる。こうした事実上の相対取引が行われていることは、会社法の趣旨に沿っているのか、検討の余地があるだろう。

[3] 河瀬宏則, 井上謙仁 (2021) 「自社株買い公表後のリターンと流動性」『証券アナリストジャーナル』59(6), 45-57, 招待有り責任著者。

河瀬・井上 (2021) は Auction 買付前後の市場反応について、それまで検証されてこなかった公表後 1 ヶ月程度の期間において観察される異常リターンのドリフトの発生原因に注目した研究である。Auction 買付公表前後のイベントスタディに関する先行研究では、公表時に 3-4% の異常リターンが発生することを明らかにしてきたが、一方で公表後 1-30 営業日にわたって同程度である 3-4% の累積異常リターンが観察されていた。河瀬・井上 (2021) はこうしたドリフトを通じて稼働できる異常リターンなのかを確認するため、株式流動性を手がかりに検証したが、その結果は先行研究で見られたドリフトが株式流動性の高いサブサンプルで観察されず、株式流動性の低いサブサンプルで観察されたことを明らかにした。自社株買い研究においては長期リターンが存在するのかがどうか議論されてきたが、こうした流動性に伴うドリフトが長期リターンの源泉の 1 つであるかもしれない。このように、長期リターンが存在するのかがどうかの議論に貢献している。

[4] Ota, K., D. Lau and H. Kawase, (2022) “Signal strength adjustment behavior: Evidence from share repurchases,” *Journal of Banking and Finance*, 143, 106545, 査読あり。

Ota et al. (2022) は Auction 買付と決算短信を同時に公表するイベントに注目している。企業は自社株買いを通じて過小評価のシグナルを発信することを試みようとするが、同時に悪材料となるような決算発表を公表するとき、自社株買いのシグナルを強化するために買付規模を拡大したり、買付期間を短くしたりすることが示された。それまでの先行研究では自社株買いのみが注目されてきたが、本研究は企業全体の情報開示戦略のなかで、自社株買いの位置づけを検討するために重要なエビデンスを提供している。

また、進行中の研究として、[5]がある。

[5] 河瀬宏則・渡邊匠 (2023) 「経営者による私的便益獲得のための ToSTNeT-3 を用いた自社株買い」 Working Paper.

河瀬・渡邊 (2023) は ToSTNeT 買付に注目し、特に経営者が自身の私的報酬を最大化するために利用するかに注目している。ToSTNeT 買付は先行研究において、時間的・制度的な理由から事実上の相対取引であるとみなされている。また、先行研究から経営者が自身の私的報酬を最大化するために自社株買いを活用することがわかっている。そこで、本研究では ToSTNeT 買付において、企業を買い手、経営者を売り手とする取引に注目し、検証した。分析結果は今後も変わる可能性があるが、現時点において必ずしも割高局面で取引が行われているわけではないが、ガバナンスが弱い企業群において経営者が ToSTNeT 買付を通じて株式を売却しているという結果が確認された。このことは、経営者自身が株主に反対されるような取引であると認識している可能性を示唆するものである。ToSTNeT 買付は建前上、相対取引ではないため、売り手に関する情報開示は殆ど行われない。本研究においては、ToSTNeT 買付直後に公表された大量保有報告書の変更報告書を通じて確認されたもののみサンプルに含めている。事実上の相対取引であるならば、実態に即した情報開示制度を検討する必要があるだろう。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 2件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

| | |
|---|-----------------------------|
| 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） 10.1016/j.jcorpfin.2019.05.006 | 査読の有無 有 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |
| 1. 著者名 河瀬宏則 | 4. 巻 71(2) |
| 2. 論文標題 実質的な相対取引をシグナルする負の公開買付プレミアム | 5. 発行年 2020年 |
| 3. 雑誌名 横浜市立大学論叢・社会科学系列 | 6. 最初と最後の頁 103-120 |
| 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 オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |
| 1. 著者名 河瀬宏則・井上謙仁 | 4. 巻 59(6) |
| 2. 論文標題 自社株買い公表後のリターンと流動性 | 5. 発行年 2021年 |
| 3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル | 6. 最初と最後の頁 45-57 |
| 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 オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |
| 1. 著者名 Ota Koji, Lau David, Kawase Hironori | 4. 巻 143 |
| 2. 論文標題 Signal strength adjustment behavior: Evidence from share repurchases | 5. 発行年 2022年 |
| 3. 雑誌名 Journal of Banking & Finance | 6. 最初と最後の頁 106545-106545 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.jbankfin.2022.106545 | 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2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

| |
|---|
| 1. 発表者名 河瀬宏則 |
| 2. 発表標題 An empirical analysis of the share repurchase timing to improve ROE (ROE改善を目的とした自社株買い実施タイミングの検証) |
| 3. 学会等名 TJAR Workshop |
| 4. 発表年 2020年 |

| |
|---------------------------------------|
| 1. 発表者名 河瀬宏則 |
| 2. 発表標題 実質的な相対取引をシグナルする負の公開買付プレミアム |
| 3. 学会等名 日本経営財務研究学会 |
| 4. 発表年 2019年 |

〔図書〕 計1件

| | |
|---|-----------------|
| 1. 著者名 河瀬宏則 | 4. 発行年 2021年 |
| 2. 出版社 九州大学出版会 | 5. 総ページ数 151 |
| 3. 書名 「第3章 南アジア電力企業の成長性に関する分析 日本の電力企業との財務諸表分析」 澤田英司・B.R.カンデル編 『南アジアの社会経済基盤と開発援助』 | |

〔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 |
|---------------------------|-----------------------|----|
|---------------------------|-----------------------|----|

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

| 共同研究相手国 | 相手方研究機関 |
|---------|---------|
|---------|---------|