

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25 年 5 月 27 日現在

機関番号：14501

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2010 ～ 2012

課題番号：22730252

研究課題名（和文） 自社株買いによる富の移転

研究課題名（英文） The wealth transfer effect of share repurchases

研究代表者

畠田 敬（HATAKEDA TAKASHI）

神戸大学・大学院経営学研究科・准教授

研究者番号：90319898

研究成果の概要（和文）：本研究では、まず、日本企業のペイアウト政策（配当と自社株買い）が、どのような特徴を有しているのかを明らかにする。そして、配当や自社株買いを行う企業とその株主との間における富の移転（wealth transfer）問題についての可能性の考察を行う。主要な実証結果によれば、(1) 企業は、自社株買いを配当の補完的なペイアウトとして利用していること、(2) 企業が、自社株買いを実施する前に、利益マネジメントを行っており、しかも、収益指標（ROA）の変化を見る限り、自社株買いが、将来収益の楽観性を表わすシグナルというよりもむしろ、その企業におけるリスクのシグナルとなっていること、(3) 近年（2003年度～2010年度の期間）において、配当の硬直性は観察されず、むしろ、企業が収益に対して柔軟な配当政策を実施していること、が挙げられる。これらの結果をまとめると、日本において自社株買いによるペイアウトには、富の移転問題が存在している可能性がある。

研究成果の概要（英文）：The purposes of this research are, first of all, to clarify characteristics of Japanese firms' payout policy (dividends and share repurchases). And then the research discusses the wealth transfer problem between firms paying dividends and share repurchases and their shareholders. Some main results are as follows: (1) Japanese firms tend to utilize share repurchases as a complementary method of payout. (2) Japanese firms tend to perform the earning managements before the time when they perform share repurchases. In particular, as far as the changes of firm's profit variables (ROA), share repurchase are not a signal of firm's future optimistic profit, but that of firm's risk. (3) We do not see the smoothing of firm's dividends for the period between 2003 and 2010. If anything, it seems that Japanese firms perform dividend policy in favor of firm's profits flexibly. To summarize the results, this research takes a suggestion that there is the wealth transfer problem of share repurchases in Japan.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2010年度	1200000	360000	1560000
2011年度	1200000	360000	1560000
2012年度	600000	180000	780000
年度			
総計	3000000	900000	3900000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学、財政学・金融論

キーワード：自社株買い、利益マネジメント、収益性、配当の硬直性、富の移転

1. 研究開始当初の背景

(1) 企業のペイアウト政策とは、企業の利益配分を、どのような形で株主に移転するか

を議論することである。

それ故、それは、企業にとって投資政策、財務政策の並ぶ重要な政策問題である。

米国の企業を対象とした研究では、古くから非常に積極的に議論されており、例えば、観測的な事実として、大企業や成熟企業ほど、利益を内部留保するのではなく配当金の支払いや自社株買いの実施を通じて、株主にペイアウトしていること、特に近年では、自社株買いによるペイアウトが重要な手段になりつつあることが報告されている。

(2) わが国におけるペイアウト政策に関しても、米国の先行研究と同様に、現金配当だけでなく自社株買いも積極的に活用している傾向が見られる。

わが国のペイアウト政策は、今日まで配当を中心として積極的に議論されてきたが、制度的な要因の変更や企業の取り巻く環境のグローバル化（株式の持ち合い解消や外国人投資家の台頭）に伴い、企業の経営者や投資家は、今まで以上に利益がどのように配分されるかについて関心を持つようになってきている。

(3) このように、企業のペイアウト政策は学術的かつ実務的にも重要な関心事であり、海外の先行研究やわが国の先行研究の蓄積もかなり多い。

したがって、企業が、なぜペイアウトするか、あるいは、ペイアウトの手段のなかでもなぜ自社株買いを選択するのかという点について実証的な検証を行うことは非常に興味深い。

2. 研究の目的

(1) ①日本企業のペイアウト（配当と自社株買い）が、米国のそれらと比較してどのような特徴を有しているのか

②日本では、配当と自社株買いの関係が、代替関係にあるのか補完的な関係にあるのかを明らかにする。

(2) 日本企業を対象として、自社株買いによるペイアウトが実施された前後における収益指標（ROA）の変化に着目することで、自社株買いのシグナリング仮説、エイジェンシー仮説が満たす要件についての検証を行う。

また、それを通じて、自社株買いを行う企業

とその株式を売却する株主との間における富の移転（wealth transfer）問題についての可能性の考察を行う。

(3) 日本企業を対象として、配当政策の硬直性について実証的な検証を行うことである。

また、それを通じて、配当や自社株買いを行う企業と株主との間における富の移転問題についての可能性の考察を行う。

3. 研究の方法

(1) 2002年度から2005年度までの期間に、東京証券取引所の1部、2部に上場している企業を抽出し、配当を実施している企業の割合、自社株買いを実施している企業の割合、配当と自社株買いを実施している企業の割合を測定し、統計分析によって、それらのグループにおける属性についての比較検証を行う。

(2) (1)で抽出された観測値を用いて、自社株買いによるペイアウトを実施した前後の期間における、自社株買いによるペイアウトを実施した企業の収益性指標と自社株買いによるペイアウトを実施しなかった同等の企業の収益性指標の差による変化に着目することで、シグナリング仮説、あるいは、エイジェンシー仮説の成立要件について、統計分析を用いて、検証を行う。

(3) 1993年度から2010年度までの日本企業データを用いて、Lintner (1957)の配当モデルを統計的手法によって推定することで、配当の硬直性の程度を測定する。

特に、標本期間を1993年度－2002年度、2003年度－2010年度に分割して、それぞれの期間における配当の硬直性の程度を推定し、それを比較検証する。

4. 研究成果

(1) 2001年10月に、自社株買いが行われやすいような法整備の変更が行われた。

我々は、2002年度から2005年度までの自社株買いが行われやすい期間を選択し、その期間では、配当によるペイアウトを実施している企業の割合は、全体の86%を占めており、一方、自社株買いによるペイアウトを実施している企業は28%であり、配当と自社株買い

の両方を実施している企業、26%である。

これは、自社株買いが配当の代替的なペイアウトとして利用されているというよりも、補完的なペイアウトとして利用されていることを示唆している。

この特徴は、配当と自社株買いの間にある程度代替的な関係がある米国とは全く異なっている。

(2)(1)と同じ標本を用いて、収益性の指標の推移についての分析を行ったところ、まず、自社株買いによるペイアウトが実施される直前において、企業が利益マネジメントを行っていることが示された。

次に、利益マネジメントによる部分を制御した収益性の指標を用いて、その指標の変化を分析したところ、自社株買いによるペイアウトによって、その後収益性が上昇している企業は一部に過ぎず、大半の企業において、収益性が低下している。

これは、自社株買いが、将来の楽観性を表わすシグナルというよりもむしろ、その企業のリスクのシグナルを表わしている。

また、統計的に有意な意味での、企業の利益マネジメントの存在は、企業にマーケットタイミングを行う意図があることを示している。

従って、この事実は、自社株買いを行う企業とその株式を売却する株主との間における富の移転問題が存在することを示唆している。

(3)日本企業データのパネルデータを、標本期間を1993年度-2002年度、2003年度-2010年度に分割して、それぞれの期間における配当の硬直性の程度を測定したところ、2002年度までの前半期では、配当によるペイアウトの硬直性が観察されるのに対して、2003年度以降の後半期では、配当の硬直性は大きく低下している。

これは、企業が収益に対して柔軟な配当政策を実施していると思われる。

また、それとともに、株式の流動性指標は、後半期において、有意に上昇している。株式の流動性は、株式市場に存在する効率性(情報の対称性)の程度を表わす指標である。

柔軟的な配当政策により、株式の流動性が上昇しているならば、配当を行う企業とその株式を売却する株主との間における富の移転

問題が存在していないことを示している。

これは、逆に、自社株買いによるペイアウトには、富の移転(wealth transfer)問題が存在している可能性がある。

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2件)

① 嶋田敬

日本における配当の硬直性
国民経済雑誌
査読なし
2013
(掲載確定)

② 嶋田敬

日本における自社株買いに伴う利益マネジメントおよび収益性の推移
国民経済雑誌
査読なし
第203巻第6号
2011
67-84

[学会発表] (計2件)

① 嶋田敬

株式市場の流動性と銀行借入依存度の関係について
地域金融カンファレンス
2012年9月05日
中央大学

② 嶋田敬

R&D Investment Smoothing and Corporate Diversification
日本経済学会
2012年6月23日
北海道大学

6. 研究組織

(1) 研究代表者

梶田 敬 (HATAKEDA TAKASHI)
神戸大学・大学院経営学研究科・准教授
研究者番号：90319898

(2) 研究分担者

なし