



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

畠田, 敬

(Citation)

国民経済雑誌, 203(6):67-84

(Issue Date)

2011-06

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/81008345>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81008345>



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

畠 田 敬

国民経済雑誌 第203巻 第6号 抜刷

平成23年6月

利益マネジメントおよび収益性の推移^{*}

畠田敬

本稿では、わが国のデータを用いて、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性指標（ROA）の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が満たす要件についての検証を行った。得られた実証結果を整理すると、自社株買いによるペイアウトを実施する企業は、高い収益を実現している企業であれば、ペイアウトを実施する直前期において、負の利益マネジメントを行い、また、低い収益を実現している企業であれば、正の利益マネジメントを行っている。さらに、自社株買いによるペイアウトの前後における利益マネジメントを制御した収益性指標（修正済み ROA）の変化について検証を行ったところ、自社株買いによるペイアウトの実施後において収益性が上昇する実証結果は、一部において得られているに過ぎず、むしろ、大半において、収益性が低下していることを示す。実施後における収益性の低下は、自社株買いが、将来の楽観的な収益性を表わすシグナルというよりも、企業のライフサイクルの段階において、その企業が成熟段階にあることを表わすシグナルであることを示唆している。

キーワード 自社株買い，利益マネジメント，収益性，
ライフサイクルの成熟段階

1 は じ め に

企業が行う自社株買いの動機付けには、様々な仮説が存在する。¹⁾例えば、伝統的なシグナリング仮説では、企業が、市場に将来の楽観的な収益性を伝達するシグナルとして、自社株買いを利用することを主張している。従って、自社株買いによるペイアウトが実施されると、その企業の収益性、例えば、*ROA* や 1 株あたり利益が実際に上昇することが予想される。²⁾ Vermaelen (1981), Lie (2005) は、米国における自社株買い企業に焦点をあて、伝統的なシグナリング仮説が予想するように、自社株買いによるペイアウトが実施された後に、自社株買い企業の *ROA* や 1 株あたり利益が有意に上昇することを報告している。他方, Grullon and Michaely (2004) は、自社株買いによるペイアウト実施をした企業が、実施をしなかった企業と比較した場合、自社株買いによるペイアウトを実施した以降において、*ROA* が有

意に低下する実証結果を報告している。この結果は、米国において自社株買いの伝統的なシグナリング仮説が必ずしも成立していない可能性を示唆しており、Grullon and Michaely (2004) は、自社株買いを将来の楽観的な収益性のシグナルとして捉えるよりも、企業のライフサイクルにおいて高成長の局面から低成長の局面に移行したことを示すシグナルとして捉えるべきであることを主張している。³⁾

Louis and White (2007), Gong, Louis, and Sun (2008) は、企業が自社株買いによるペイアウトを実施する直前において、その企業が積極的に利益マネジメントを行っている可能性を指摘している。企業が、自社株買いによるペイアウトを実施する直前において、利益マネジメントを行う理由として、自社株買いのシグナルを補完する目的として行う利益マネジメントと、自社株買いに応じる投資家から既存株主への富の移転を目的として行う利益マネジメントの2つが挙げられる。前者は、何らかの理由により、自社株買いによるペイアウトが将来の楽観的な収益性を伝達する手段として十分に機能していない場合、その補完的な手段として行う正の利益マネジメントである。Louis and White (2007) は、米国における公開買付けやダッチオークションを通じて行われる自社株買いのデータを用いて、自社株買いを実施しようとする直前に、企業が正の利益マネジメントを行っているという実証結果を報告している。シグナルの補完的な目的として行う利益マネジメントによって、情報を持たない投資家に有益な情報が伝達されるという意味で、このような利益マネジメントは、自社株買いにおける伝統的なシグナリング仮説の考え方と整合的である。従って、自社株買いによるペイアウトが実行されると、その企業の収益性は実際に上昇すると予想される。しかしながら、自社株買いによるペイアウトが実施される直前に、正の利益マネジメントによりその企業の収益性は実施される時点ですでに上昇しており、自社株買いが実施される前後において計測される収益性の上昇幅は小さいことが予想される。

対照的に、自社株買いに応じる株主から既存株主への富の移転を目的とする利益マネジメントでは、自社株買いが実施される直前において、自社株買い企業は、負の利益マネジメントを行うことで、市場評価（株価）を真の評価よりも低下させ、その結果、自社株買い企業は情報を持たない株主から自社株を割安で買い付けることができる。このような目的で行われる負の利益マネジメントは、いわゆる自社株買いを通じて裁定機会を行うマーケットタイミング的な考え方と整合的である。従って、負の利益マネジメントが実施されると、自社株買いによるペイアウト実施直前に低い収益性が報告されるので、実施前後において計測される収益性の上昇幅はより大きくなる可能性がある。Gong et al. (2008) は、米国における市場を通じた自社株買いデータを用いて、自社株買いによるペイアウトが実施されると、ROA が有意に上昇することを確認した上で、①自社株買いによるペイアウトを実施している企業ほど負の利益マネジメントを行っていること、②自社株買いによるペイアウトを実施

している企業に対して *ROA* や株価の上昇が観察されることを報告している。

本稿の目的は、わが国の企業財務データを用いて、自社株買いによるペイアウトが実施された後において、収益性の指標である *ROA* が有意に上昇したか否かを実証的に検証することである。*ROA* の計測にあたり、Louis and White (2007) や Gong et al. (2008) が主張しているように、自社株買いによるペイアウトの実施直前に行われると思われる経営者の利益マネジメントによって、*ROA* が真の値を表明していない可能性がある。従って、*ROA* の推移を検証する前に、自社株買いの実施前において利益マネジメントが行われていたかどうかを検証することは重要である。そこで、本稿では、利益マネジメントの影響を確認した上で、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 *ROA* の推移について検証する。

2 上場企業における自社株買いの特徴

本稿では、2002年度から2005年度までの4年間において、東京証券取引所の *td-net* を通じて開示された自社株買いに関する議事録を用いて、自社株買いによるペイアウトを実施した企業の抽出を行う。標本対象は、東証1部および2部に上場している、金融業（銀行業、証券業、保険業、その他金融業）を除く企業である。さらに、自社株買いを実施した標本を抽出する際、当該企業の株式をその子会社から買い戻すために実施された自社株買いは、ペイアウトを目的としない自社株買いであると判断し、分析対象から除いている。年度ごとに集計した結果、2002年度から2005年度までに自社株買いによるペイアウトを実施した標本数は、1,784である。

標本期間を2001年度以降に限定した理由は、2001年10月以降、自社株買いに関する制度が大きく改正されたからである。2001年10月までは、企業が自社株買いによるペイアウトを実施した際、買い戻した自社株を遅滞なく消却しなければならず、一旦株式を消却してしまった企業が、あらためて株式を発行して資金を調達しようとする場合、その手続きに時間と労力を伴うことになる。従って、自社株買いによるペイアウトは、多くの企業において、買入予定枠が設定されるものの、自社株買いはほとんど実施されず、その意味では、ペイアウトの手段として、企業にそれほど浸透してこなかった。しかしながら、2001年10月以降、金庫株制度が導入され、企業は、買い戻した自社株をそのまま保有することができるようになった。その結果、多くの企業で自社株買いが実施された。

表1は、東証1部および2部に上場する企業によって実施されたペイアウト（配当によるペイアウトおよび自社株買いによるペイアウト）について、その特徴を整理したものである。表1の各列は、年度毎および全期間において、それぞれのペイアウトを採用している標本数、比率を示している。

表1から分かるように、わが国において、上場企業のほとんどが、配当によるペイアウト

表1 ペイアウト別の実施率：2002年度－2005年度

年度	標本数	配当あるいは 自社株買いによるペ イアウト実施率	配当による ペイアウト 実施率	自社株買い によるペイ アウト実施 率	配当と自社 株買いの両 方によるペ イアウト実 施率	自社株買い のみによる ペイアウト 実施率	配当のみに よるペイア ウト実施率	ペイアウト 未実施率
2002	1,703	0.822	0.807	0.329	0.314	0.015	0.493	0.178
2003	1,776	0.867	0.861	0.289	0.283	0.006	0.578	0.133
2004	1,849	0.888	0.885	0.208	0.206	0.003	0.679	0.112
2005	1,924	0.899	0.897	0.169	0.167	0.002	0.729	0.101
全期間	7,252	0.870	0.864	0.246	0.240	0.006	0.624	0.130

注：標本は東証1部および2部に上場している企業に限定する（但し、金融業（銀行業・証券業・保険業・その他金融業）を除く）。配当あるいは自社株買いによるペイアウト実施率は、配当あるいは自社株買いによるペイアウトを実施した上場企業数を上場企業総数で除した比率を表す。配当によるペイアウト実施率は、配当金の支払い（普通株に限定）を実施した上場企業数を上場企業総数で除した比率を表す。自社株買いによるペイアウト実施率は、自社株買いを実施した上場企業数を上場企業総数で除した比率を表す。また、市場を通じた自社株買いと公開買付による普通株式に対する自社株買いを対象としており、子会社からの取得目的の自社株買いは対象から除いている。配当と自社株買いの両方によるペイアウト実施率は、配当あるいは自社株買いによるペイアウトを実施した上場企業数を上場企業総数で除した比率を表す。配当のみによるペイアウト実施率は、配当金の支払いのみを実施した上場企業数を上場企業総数で除した比率を表す。自社株買いのみによるペイアウト実施率は、自社株買いのみを実施した上場企業数を上場企業総数で除した比率を表す。ペイアウト未実施率は、配当あるいは自社株買いによるペイアウトを実施していない上場企業数を上場企業総数で除した比率を表す。

を実施している。2002年度から2005年度までの期間において、抽出された標本数は、合計7,252であり、そのうち配当によるペイアウトを実施している標本数は、6,266であり、全体の86%を占める。一方、自社株買いによるペイアウトを実施している標本数は、1,784であり、全体の約28%である。また、配当と自社株買いの両方を用いてペイアウトを実施している標本数は、1,740であり、自社株買いによるペイアウトを実施している標本数とほぼ同じである。自社株買いによるペイアウトを実施している多くの企業が、同時に配当によるペイアウトも実施していることは、自社株買いが配当の補完的な役割を担っていることを示唆している。米国では、配当によるペイアウトを実施している標本の割合は、2000年末時点において、全体の約50%、自社株買いによるペイアウトを実施している標本は約80%、そして、配当と自社株買いの両方によるペイアウトは全体の約35%である（Grullon and Michaely (2002)）。すなわち、米国では、企業のペイアウト政策の主要な手段は、配当よりも自社株買いであり、これは、わが国における企業のペイアウト政策と大きく異なる。

表2は、業種（日経業種コードの中分類）に応じて、2002年度から2005年度までの期間における各ペイアウトの実施比率を示している。配当によるペイアウトを実施する企業の比率が高い業種は、水産、陸運、電力、ガスの業種であり、いずれも100%の実施率、すなわち、業種に属するすべての企業が配当によるペイアウトを実施している。他方、配当によるペイアウトを実施する企業の比率が低い業種は、鉱業（実施率は約48%）、空運（約57%）、海運（約71%）、造船（約75%）の業種である。他方、自社株買いによるペイアウトの実施率が高

表2 ペイアウト別の実施率：2002年度－2005年度（業種別）

日経業種コード	標本数	配当あるいは自社株買いによるペイアウト実施率	配当によるペイアウト実施率	自社株買いによるペイアウト実施率	配当と自社株買いの両方によるペイアウト実施率	自社株買いのみによるペイアウト実施率	配当のみによるペイアウト実施率	ペイアウト未実施率
1 食品	392	0.913	0.913	0.235	0.000	0.000	0.679	0.087
3 繊維	190	0.763	0.753	0.242	0.232	0.011	0.521	0.237
5 パルプ・紙	51	0.922	0.922	0.333	0.333	0.000	0.588	0.078
7 化学	547	0.921	0.914	0.241	0.234	0.007	0.680	0.079
9 医薬品	131	0.901	0.901	0.405	0.405	0.000	0.496	0.099
11 石油	40	0.800	0.800	0.150	0.150	0.000	0.650	0.200
13 ゴム	75	0.880	0.880	0.267	0.267	0.000	0.613	0.120
15 窯業	137	0.905	0.905	0.226	0.226	0.000	0.679	0.095
17 鉄鋼	170	0.818	0.812	0.229	0.224	0.006	0.588	0.182
19 非鉄金属製品	321	0.807	0.801	0.237	0.231	0.006	0.570	0.193
21 機械	594	0.803	0.790	0.249	0.236	0.013	0.554	0.197
23 電気機器	748	0.841	0.836	0.251	0.246	0.005	0.590	0.159
25 造船	16	0.750	0.750	0.000	0.000	0.000	0.750	0.250
27 自動車	225	0.924	0.924	0.240	0.240	0.000	0.684	0.076
29 輸送用機器	44	0.886	0.886	0.318	0.318	0.000	0.568	0.114
31 精密機械	149	0.859	0.846	0.228	0.215	0.013	0.631	0.141
33 その他製造	236	0.881	0.873	0.322	0.314	0.008	0.559	0.119
35 水産	21	1.000	1.000	0.429	0.429	0.000	0.571	0.000
37 鉱業	23	0.478	0.478	0.043	0.043	0.000	0.435	0.522
41 建設	482	0.788	0.786	0.228	0.226	0.002	0.560	0.212
43 商社	701	0.877	0.869	0.260	0.251	0.009	0.618	0.123
45 小売業	463	0.927	0.922	0.246	0.242	0.004	0.680	0.073
53 不動産	187	0.866	0.866	0.166	0.166	0.000	0.701	0.134
55 鉄道・バス	81	0.852	0.852	0.222	0.222	0.000	0.630	0.148
57 陸運	85	1.000	1.000	0.235	0.235	0.000	0.765	0.000
59 海運	56	0.714	0.714	0.179	0.179	0.000	0.536	0.286
61 空運	14	0.643	0.571	0.214	0.143	0.071	0.429	0.357
63 倉庫	103	0.903	0.903	0.126	0.126	0.000	0.777	0.097
65 通信	52	0.962	0.962	0.308	0.308	0.000	0.654	0.038
67 電力	42	1.000	1.000	0.405	0.405	0.000	0.595	0.000
69 ガス	47	1.000	1.000	0.255	0.255	0.000	0.745	0.000
71 サービス	829	0.922	0.911	0.244	0.233	0.011	0.678	0.078
全業種	7,252	0.870	0.864	0.246	0.240	0.006	0.624	0.130

注：表1の脚注を参照。業種分類は、日経業種コード（中分類）に従って分類している。東証1部および2部に上場している標本に限定する（但し、金融業（銀行業・証券業・保険業・その他金融業）を除く）。

い業種は、水産（実施率は約43%）、電力（約41%）、医薬品（約41%）、パルプ・紙（約33%）の業種であり、実施率が低い業種は、造船（実施率は0%）、鉱業（約4%）、倉庫（約13%）、石油（約15%）の業種である。

表3は、2002年度から2005年度までの4年間にわたって東証1部および2部に上場している企業に注目し、それらの企業が配当や自社株買いによるペイアウトをどの程度の頻度で実施しているかを示したものである。対象となる企業数は1,688であり、そのうちの4年のすべての期間において配当金の支払いを実施している企業数は、1,313（約78% $=1,313/1,688$ ）である。4年間を通じて1度も自社株買いを実施しない企業数は839（約50% $=839/1,688$ ）、1度しか実施していない企業数は334（約20% $=334/1,688$ ）、2度実施した企業数は254（約15% $=254/1,688$ ）、3度実施した企業数は162（約10% $=162/1,688$ ）、毎期実施した企業数は99（約6% $=99/1,688$ ）である⁵⁾。表3から、配当によるペイアウトは、毎期実施する傾向が見られる一方、自社株買いによるペイアウトは、そのような傾向は見られない。この現象は、米国においても同様に観察される（例えば、Allen and Michaely (2003)）。

表4は、年度および業種の影響をコントロールした上で、自社株買いによるペイアウトを実施した企業と実施しなかった企業についてのペイアウト比率やいくつかの財務指標の特徴を示している⁶⁾。表の最終列は、それぞれの指標について、自社株買いによるペイアウトを実施した企業と実施しなかった企業における平均値の差に関する検定統計量を示したものである。全体的な特徴として、キャッシュ・フローに占める配当によるペイアウト総額の割合（ $DIVIDEND/CF$ ）は、自社株買いを実施した企業と実施しなかった企業との間において、統計的に有意な差は観察されないが、自社株買いによるペイアウトを実施した企業におけるキャッシュ・フローに占める配当および自社株買いによるペイアウト総額の割合（ $PAYOUT/CF$ ）は、実施しなかった企業におけるそれらよりも、大きく、かつ、その値は統計的に有意である。ROA（ ROA ）は、自社株買いを実施した企業よりも実施しなかった企業において有意に高い値が観察される。Tobin Q（ $Tobin\ Q$ ）は、2つのグループで統計的に有意な差は観察されないが、売上成長率（ $GROWTH$ ）は、自社株買いを実施した企業よりも実施しなかった企業において有意に高い値が観察される。また、現金保有比率（ $CASH\ RATIO$ ）は、2つのグループで統計的に有意な差は観察されないが、負債比率（ LEV ）に関しては、自社株買いを実施した企業よりも、実施しなかった企業において、高い値が観察され、その差は統計的に有意である。最後に、企業規模（ $ASSET$ ）は、自社株買いを実施した企業のほうが、実施しなかった企業よりも、高い値が観察され、その差は統計的に有意である。

表 3 2002年度～2005年度までのペイアウトの頻度（業種別）

日経業種コード	企業数	無配当の 企業数	配当1回以 上の企業数	配当2回以 上の企業数	配当3回以 上の企業数	配当4回の 企業数	自社株買い未 実施の企業数	自社株買い1 回以上の実施 の企業数	自社株買い2 回以上の実施 の企業数	自社株買い3 回以上の実施 の企業数	自社株買い4 回以上の実施 の企業数
全業種	1,688	130	1,558	1,513	1,430	1,313	839	849	515	261	99
1 食品	96	6	90	88	87	85	50	46	29	12	5
3 繊維	45	7	38	36	31	29	22	23	16	4	2
5 ハルブ・紙	12	0	12	11	11	10	2	10	4	2	0
7 化学	132	8	124	123	121	113	67	65	41	21	4
9 医薬品	31	3	28	28	28	27	8	23	17	9	3
11 石油	9	1	8	7	7	7	4	5	1	0	0
13 ゴム	18	2	16	16	16	15	10	8	5	5	2
15 窯業	33	2	31	31	30	27	16	17	9	5	0
17 鉄鋼	42	3	39	38	33	26	23	19	9	7	4
19 非鉄金属製品	78	5	73	66	60	50	41	37	22	12	5
21 機械	145	15	130	121	108	96	78	67	41	27	13
23 電気機器	179	16	163	159	148	130	85	94	55	22	12
25 造船	4	1	3	3	3	3	4	0	0	0	0
27 自動車	53	1	52	52	46	45	31	22	13	9	6
29 輸送用機器	11	1	10	10	10	9	5	6	5	2	1
31 精密機械	35	2	33	33	30	23	18	17	10	5	2
33 その他製造	56	6	50	50	49	45	19	37	24	12	3
35 水産	5	0	5	5	5	5	1	4	3	1	1
37 鉱業	5	3	2	2	2	2	4	1	0	0	0
41 建設	118	18	100	95	91	88	63	55	36	14	3
43 商社	156	12	144	139	134	123	75	81	52	29	8
45 小売業	100	2	98	96	89	86	47	53	30	16	6
53 不動産	39	4	35	33	32	32	25	14	9	4	1
55 鉄道・バス	20	1	19	19	17	13	11	9	4	4	1
57 陸運	20	0	20	20	20	20	10	10	6	2	2
59 海運	14	3	11	11	10	8	8	6	3	1	0
61 空運	3	1	2	2	2	1	0	3	0	0	0
63 倉庫	25	2	23	23	23	21	17	8	4	1	0
65 通信	10	0	10	10	10	9	4	6	3	3	2
67 電力	10	0	10	10	10	10	3	7	5	3	2
69 ガス	11	0	11	11	11	11	7	4	4	2	2
71 サービス	173	5	168	165	156	144	81	92	55	27	9

注：東証1部および2部に上場しており、かつ、2002年度から2005年度までの4年間存続した企業を、標本対象としている。その他については、表1の脚注を参照。

表4 上場企業におけるペイアウト比率および財務指標：2002年度－2005年度
[年度および業種でコントロール]

変数	自社株買い実施企業				自社株買い未実施企業				差 p-値
	標本数	平均	中央値	標準誤差	標本数	平均	中央値	標準誤差	
ペイアウト比率									
PAYOUT/CF	1,740	0.404	0.365	3.832	4,526	0.185	0.154	0.688	0.02 **
DIVIDEND/CF	1,740	0.159	0.174	2.166	4,526	0.185	0.154	0.688	0.61
財務指標									
ROA	1,740	0.061	0.057	0.032	4,526	0.066	0.059	0.053	0.00 ***
Tobin Q	1,740	1.345	1.239	0.698	4,526	1.332	1.205	1.007	0.59
GROWTH	1,740	0.033	0.056	0.184	4,526	0.085	0.048	1.588	0.03 **
CASH RATIO	1,740	0.139	0.117	0.114	4,526	0.134	0.106	0.139	0.18
LEV	1,740	0.437	0.447	0.173	4,526	0.497	0.501	0.179	0.00 ***
SIZE	1,740	3,008	1565	7899	4,526	2,017	1,378	5,588	0.00 ***

注：PAYOUT/CF＝[配当金総額（＝普通株式中間配当額＋優先株式中間配当額＋普通株式中間配当額＋優先株式中間配当額）＋自社株買い実施総額]/キャッシュ・フロー。ここで、キャッシュ・フローとは、営業損益＋減価償却実施額である。DIVIDEND/CF＝配当金総額/キャッシュ・フロー。ROA＝（1－法人税の実効税率）（EBIT＋減価償却実施額）/前年度末の総資産。Tobin Q＝（負債合計＋株価（決算期末日）×（発行済み株式数－自己株式数））/総資産。GROWTH＝売上高の成長率。CASH RATIO＝現金および同等物/総資産。LEV＝負債総額/総資産。SIZE＝総資産（億円）。***，**，*は，1%，5%，10%水準で有意であることを表わす。

3 自社株買いと裁量的会計発生高

3.1 分析方法

本節では、自社株買いを実施する前後の決算期における裁量的会計発生高を計測することにより、企業が自社株買いを実施するにあたり裁量的な利益マネジメントを行っているかどうかを検証する。自社株買いを実施した標本（ $i, i=1, 2, \dots, N$ ）に対して、自社株買いによるペイアウトを実施する前々期（ $t=-2$ ），前期（ $t=-1$ ），当期（ $t=0$ ），翌期（ $t=1$ ）におけるパフォーマンス調整済み裁量的会計発生高（Performance-adjusted DA）を計測する。ここで、パフォーマンス調整済み裁量的会計発生高とは、自社株買いを実施した企業の裁量的会計発生高から、自社株買いを実施しなかった同等企業の裁量的会計発生高との乖離を表す。裁量的会計発生高における時系列的な推移を捉えるために、本稿では、自社株買いによるペイアウトを実施する直前期（ $t=-1$ ）におけるパフォーマンス調整済み裁量的会計発生高の標本平均とその周辺期（ $t=-2, t=0, t=+1$ ）における標本平均を推計し、2つの平均値が統計的に異なるかどうかを検証する。ここで、推定すべき多変量回帰式は次のとおりである。

$$\begin{pmatrix} \text{Performance-adjusted DA}_{-2} \\ \text{Performance-adjusted DA}_{-1} \\ \text{Performance-adjusted DA}_0 \\ \text{Performance-adjusted DA}_{+1} \end{pmatrix} = \alpha_{\text{before}} \begin{pmatrix} 0 \\ l_{-1} \\ 0 \\ 0 \end{pmatrix} + \alpha \begin{pmatrix} l_{-2} \\ 0 \\ l_0 \\ l_{+1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{-2} \\ \varepsilon_{-1} \\ \varepsilon_0 \\ \varepsilon_1 \end{pmatrix} \quad (1)$$

Performance-adjusted DA_{*i*}＝（… Performance-adjusted DA_{*i,t*} …）′，for, $i=1, 2, \dots, N, t=-2,$

$-1, 0, +1$ は、自社株買いによるペイアウトを実施した標本に対する t 期前における $N \times 1$ からなるパフォーマンス調整済み裁量的会計発生高を、 l_t は、すべての要素が 1 からなる $N \times 1$ ベクトルを、 $\varepsilon_t = (\varepsilon_{1,t} \cdots \varepsilon_{i,t} \cdots \varepsilon_{N,t})'$ は、 $N \times 1$ の誤差項ベクトルを表わす。ここで、 N は、 t 期における自社株買いによるペイアウトを実施している標本数を表わす。⁷⁾ α^{before} および α は、自社株買いが実施される直前期および周辺期におけるパフォーマンス調整済み裁量的会計発生高の標本平均を表わす。誤差項に関しては、不均一分散を想定して、制約付きの SUR モデルとして二段階最小二乗法により推定を行う。ここで、もし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、何らかの裁量的な利益マネジメントが実施されているならば、帰無仮説： $\alpha^{before} = \alpha$ が成立しないと予想される。

なお、本稿では、すべての標本（全標本）を分析対象として、(1) 式を推定するだけでなく、自社株買いによるペイアウトを行っている企業で、4 年のうち 3 年以上の頻度で自社株買いを実施している高頻度グループと、4 年のうち 1, 2 年の頻度で実施している低頻度グループに標本を分割した分析も併せて行う。

3.2 実証結果

表 5 は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにおいて、自社株買いによるペイアウトが実施された直前期におけるパフォーマンス調整済みの裁量的会計発生高の標本平均 (α^{before}) およびその周辺期（実施前々期、実施期、実施翌期の 3 期間）でのパフォーマンス調整済みの裁量的会計発生高の標本平均 (α) をそれぞれ示している。また、表 5 の下段に示されている $\Delta\alpha \equiv \alpha^{before} - \alpha$ は、直前期におけるパフォーマンス調整済みの裁量的会計発生高の乖離を表わす。

α^{before} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにおいて、負の値を示しており、いずれも統計的に有意でない。同様に、 α の推定値も、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにかかわらず、いずれも統計的に有意でない。また、 $\Delta\alpha$ の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにおいて、いずれも負の値を示しているが、統計的に有意でない。すなわち、実証結果から、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証左は観察されない。

しかしながら、自社株買いによるペイアウトの直前において行われる裁量的会計発生高の大きさは、そのペイアウトの直前における収益の大きさに依存している可能性がある。ペイアウトの直前においてすでに収益性の高い企業は、市場に対して将来の楽観的な収益性を伝達するインセンティブをそれ程持たず、むしろ情報を持たない一般投資家からの富の移転を狙って、負の利益マネジメントを実施しようとするかもしれない。このような場合、収益の高い標本ほど、負の裁量的会計発生高が観察されると予想される。逆に、事前の収益

表5 裁量的会計発生高 (DA)

裁量的会計発生高 (DA)		全標本	高頻度グループ	低頻度グループ
自社株買い実施前期： α^{before} (前期)	推定値	-0.0012	-0.0019	0.0000
	標準偏差	0.0015	0.0022	0.0020
自社株買い実施前期以外： α (前々期, 当期, および翌期)	推定値	-0.0001	-0.0015	0.0011
	標準偏差	0.0009	0.0013	0.0013
$\Delta\alpha \equiv \alpha^{before} - \alpha = 0$	推定値	-0.0011	-0.0004	-0.0011
	カイ二乗 統計量	0.37	0.02	0.24
企業数		1,670	839	745

注：標本平均の推定値は、同等企業からの乖離である。裁量的会計発生高 (DA) の定義と導出は、畠田 (2011) の補論を参照せよ。高頻度グループとは、計測期間4年間のうち、3、4回の自社株買いを実施した企業からなる標本であり、低頻度グループとは、1、2回の自社株買いを実施した企業からなる標本である。***, **, * は、1%, 5%, 10%水準で有意であることを表わす。裁量的会計発生高の上位, 下位の0.5%は、異常値として標本から除いている。

性が低い企業では、富の移転を獲得しようとするよりも、高い収益性を伝達するために、正の利益マネジメントを実施しようとするインセンティブが強いかもしれない。このような場合、収益の低い標本ほど、正の裁量的会計発生高が観察されると予想される。

表6は、ROAの中央値で各標本グループを2つに分割し、表5と同様の分析を行ったときの実証結果を表している。分析する際、ROAの利益マネジメントの影響を取り除くために、ROAを用いて標本を分類するのではなく、裁量的会計発生高を控除したROAを用いて標本の分類を行う。以下、この収益指標を修正済みROA (AROA) と呼ぶ。高AROAに分類される標本グループにおける α の推定値、および低AROAに分類される標本グループにおける α の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにかかわらず、小さな値を示しており、いずれも統計的に有意でない。しかしながら、高いAROAに分類される標本グループにおける α^{before} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにおいて、それぞれ負の値を示しており、いずれも統計的に有意である。 $\Delta\alpha$ の推定値も、負の値を示しており、いずれも統計的に有意である。一方、低いAROAに分類されるグループにおける α^{before} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループのそれぞれにおいて、正の値を示しており、いずれも統計的に有意である。また、 $\Delta\alpha$ の推定値も、正の値を示しており、いずれも統計的に有意である。

以上の実証結果を整理すると、ある企業が自社株買いによるペイアウトを実施しようとする場合、その企業が、高い収益を実現している企業であれば、ペイアウトを実施する直前期において、自社株買いに応じる投資家から既存株主への富の移転を目的とする負の利益マネジメントを行っている可能性が観察される。他方、低い収益を実現している企業であれば、その企業はペイアウトを実施する直前期において、将来の収益性を伝達するための補完的な

表 6 裁量的会計発生高 (DA)

裁量の会計発生高 (DA)		全標本		高頻度グループ		低頻度グループ	
		修正済み ROA (AROA) [前期末]					
		高(>50%)	低(≤50%)	高(>50%)	低(≤50%)	高(>50%)	低(≤50%)
自社株買い実施前期: α^{before} (前期)	推定値	-0.0322 ***	0.0290 ***	-0.0356 ***	0.0313 ***	-0.0269 ***	0.0259 ***
	標準偏差	0.0018	0.0018	0.0025	0.0028	0.0027	0.0024
自社株買い実施前期以外: α (前々期, 当期, および翌期)	推定値	0.0002	-0.0004	-0.0005	-0.0022	0.0008	0.0012
	標準偏差	0.0013	0.0012	0.0019	0.0018	0.0019	0.0017
$\Delta\alpha \equiv \alpha^{before} - \alpha = 0$	推定値	-0.0324 ***	0.0294 ***	-0.0352 ***	0.0335 ***	-0.0278 ***	0.0246 ***
	カイ二乗 統計量	204.17	180.11	118.21	99.69	74.07	79.85
企業数		821	849	417	422	366	379

注：標本平均の推定値は，同等企業からの乖離である。裁量的会計発生高の定義と導出は，畠田（2011）の補論を参照せよ。高頻度グループとは，計測期間 4 年間のうち，3，4 回の自社株買いを実施した企業からなる標本であり，低頻度グループとは，1，2 回の自社株買いを実施した企業からなる標本である。修正済み ROA (AROA) は，ROA から税引き後裁量的会計発生高を控除したものである。***，**，* は，1%，5%，10%水準で有意であることを表わす。裁量的会計発生高の上位，下位の0.5%は，異常値として標本から除いている。

目的として正の利益マネジメントを行っている可能性が観察される。前者の結果は，Gong et al. (2008) の実証結果と整合的であり，後者の結果は，Louis and White (2007) と整合的である。

4 自社株買いのペイアウト後における ROA の推移

4.1 分析方法

前節において，自社株買いによるペイアウトを実施する直前において，企業が裁量的な利益マネジメントを行っているという実証的な証拠を提示した。従って，自社株買いによるペイアウトが実施される前後における ROA の動向について調査する場合，経営者の裁量的な利益マネジメントをコントロールした上で，その動向を考察する必要がある。そこで，本稿では，ROA から裁量的会計発生高を控除した ROA (AROA) を用いて，自社株買いによるペイアウトの実施前後における収益性の変化について考察する。

前節と同様に，自社株買いによるペイアウトを実施した標本 ($i, i=1, 2, \dots, N$) に対して，自社株買いによるペイアウトを実施する前々期 ($t=-2$)，前期 ($t=-1$)，当期 ($t=0$)，翌期 ($t=1$) におけるパフォーマンス調整済みの AROA (Performance-adjusted AROA) のそれぞれを計測する。パフォーマンス調整済みの AROA における時系列的な推移を捉えるために，本稿では，自社株買いによるペイアウトを実施する直前の 2 期 ($t=-2, t=-1$) におけるパフォーマンス調整済みの AROA の平均と，実施以降の 2 期 ($t=0, t=+1$) におけるその平均を推計し，2 つの平均に統計的に有意な差があるかどうかを検証する。故に，推定すべき回帰式として，以下の(2)式を想定する。

$$\begin{pmatrix} \text{Performance-adjusted AROA}_{-2} \\ \text{Performance-adjusted AROA}_{-1} \\ \text{Performance-adjusted AROA}_0 \\ \text{Performance-adjusted AROA}_{+1} \end{pmatrix} = \alpha^{\text{before}} \begin{pmatrix} l_{-2} \\ l_{-1} \\ 0 \\ 0 \end{pmatrix} + \alpha^{\text{after}} \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ l_{+1} \\ l_{+2} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{-2} \\ \varepsilon_{-1} \\ \varepsilon_0 \\ \varepsilon_1 \end{pmatrix} \quad (2)$$

ここで、 $\text{Performance-adjusted AROA}_t = (\cdots \text{Performance-adjusted AROA}_{i,t} \cdots)'$, for, $i=1, 2, \cdots, N, t=-2, -1, 0, +1$ は、自社株買いによるペイアウトを実施する t 期前における $N \times 1$ からなるパフォーマンス調整済みの AROA を表わす。 α^{before} は、自社株買い実施前におけるパフォーマンス調整済みの AROA の平均値を、 α^{after} は、自社株買い実施後におけるパフォーマンス調整済みの AROA の平均値を表わす。制約付きの SUR モデルとして、(2)式を二段階最小二乗法によって推定を行う。自社株買いによるペイアウトが実施される前後において、パフォーマンス調整済みの AROA が大きく変化しているならば、帰無仮説： $\alpha^{\text{before}} = \alpha^{\text{after}}$ は成立しないと予想される。最後に、前節と同様、標本を高頻度グループと低頻度グループに分割した分析も併せて行う。

4.2 実証結果

表7は、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パフォーマンス調整済みの AROA の標本平均 (α^{before} , α^{after}) および自社株買い実施前後での変化 ($\Delta\alpha \equiv \alpha^{\text{after}} - \alpha^{\text{before}}$) に関する実証結果を報告している。 α^{before} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループのそれぞれにおいて、統計的に有意でない。 α^{after} の推定値も、統計的に有意ではない。さらに、 $\Delta\alpha$ の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループのそれぞれにおいて、統計的に有意でない。特に、自社株買いの実施が、それ以降の企業の収益性に影響していないという実証結果は、自社株買いが投資家の知らない企業経営者の楽観的な収益性に関する

表7 修正済み ROA (AROA)

修正済み ROA (AROA)		全標本	高頻度グループ	低頻度グループ
自社株買い前： α^{before} (前期および前々期)	推定値	0.0017	0.0022	0.0027
	標準偏差	0.0012	0.0017	0.0017
自社株買い後： α^{after} (当期および翌期)	推定値	-0.0002	0.0001	0.0009
	標準偏差	0.0013	0.0018	0.0019
$\Delta\alpha \equiv \alpha^{\text{before}} - \alpha^{\text{after}} = 0$	推定値	-0.0019 *	-0.0021	-0.0018
	カイ二乗 統計量	2.764	1.636	1.300
企業数		1,675	839	750

注：標本平均の推定値は、同等企業からの乖離である。修正済み ROA (AROA) は、ROA から税引き後裁量的会計発生高を控除したものである。高頻度グループとは、計測期間4年間のうち、3、4回の自社株買いを実施した企業からなる標本であり、低頻度グループとは、1、2回の自社株買いを実施した企業からなる標本である。

***, **, * は、1%, 5%, 10%水準で有意であることを表わす。AROA の上位、下位の0.5%は、異常値として標本から除いている。

情報を表明していることを主張する伝統的なシグナリング仮説、あるいは、非効率な投資が抑制されることで収益性が改善されることを主張するエイジェンシー仮説と整合的でない。

表 8 は、企業の属性（現金保有比率（*CASH RATIO*）、企業規模（*SIZE*）、売上成長率（*GROWTH*））の中央値で標本グループをさらに分割した推定結果である。伝統的なシグナリング仮説の下では、自社株買いによるペイアウトが将来のシグナルとして信憑性を持っているような企業とは、より高い資金調達コストに直面していると思われる企業である。従って、現金保有比率が低い、あるいは、企業規模の小さい企業属性からなる標本において、自社株買いの実施後において *AROA* の上昇効果が強く表われることが予想される。さらに、成長機会が高い企業ほど、将来の収益性に関するシグナルを伝達するために、自社株買いによるペイアウトを実施するインセンティブを持つ傾向が見られる。それ故、このような企業属性からなる標本では、自社株買い後において積極的な投資が行われ、その結果、*AROA* の上昇効果が強く表われることが予想される。他方、エイジェンシー仮説の下では、現金保有比率が高い企業ほど、自社株買いを通じて *AROA* が改善されることが予想される。さらに、成長機会が低い企業ほど、自社株買いを通じて非効率な投資が抑制される結果、*AROA* の改善が観察されることが予想される。

CASH RATIO（パネル A）で分割した結果では、高 *CASH RATIO* に分類されるグループにおける α^{before} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにおいて、正の値を示しており、かつ、それらの値は、すべて統計的に有意である。他方、低 *CASH RATIO* に分類されるグループにおける α^{before} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにおいて、負の値を示しており、かつ、それらの値は、全標本においてのみ統計的に有意である。他方、高 *CASH RATIO* に分類されるグループ、および、低 *CASH RATIO* に分類されるグループにおける α^{after} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにかかわらず、統計的に有意ではない。高 *CASH RATIO* に分類されるグループにおける $\Delta\alpha$ の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにおいて、負の値を示しており、かつ、それらの値は、統計的に有意である。反対に、低 *CASH RATIO* に分類されるグループにおける $\Delta\alpha$ の推定値は、正の値を示しており、全標本、高頻度グループにおいて、それらの値は、統計的に有意である。

SIZE（パネル B）で分割した場合、高 *SIZE* に分類されるグループにおける α^{before} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループのそれぞれにおいて、負の値を示し、低頻度グループを除き、それらの値は、統計的に有意である。低 *SIZE* に分類されるグループにおける α^{before} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループのそれぞれにおいて、正の値を示し、それらの値は、すべて統計的に有意である。他方、高 *SIZE* に分類されるグループ、および、低 *SIZE* に分類されるグループにおける α^{after} の推定値は、全標本、高頻

表8 修正済み ROA (AROA)

修正済み ROA (AROA)		パネル A：現金保有比率 (CASH RATIO) [前期末]					
		全標本		高頻度グループ		低頻度グループ	
		高(>50%)	低(≤50%)	高(>50%)	低(≤50%)	高(>50%)	低(≤50%)
自社株買い前： α^{before} (前期および前々期)	推定値	0.0073 ***	-0.0039 ***	0.0075 ***	-0.0033	0.0076 ***	-0.0021
	標準偏差	0.0018	0.0015	0.0025	0.0022	0.0025	0.0022
自社株買い後： α^{after} (当期および翌期)	推定値	-0.0005	0.0001	-0.0018	0.0023	0.0019	-0.0001
	標準偏差	0.0019	0.0017	0.0027	0.0025	0.0028	0.0026
$\Delta\alpha \equiv \alpha^{before} - \alpha^{after} = 0$	推定値	-0.0078 ***	0.0040 ***	-0.0094 ***	0.0055 ***	-0.0057 **	0.0021
	カイ二乗 統計量	21.918	7.455	15.729	6.859	5.874	0.902
企業数		833	842	421	418	375	375
修正済み ROA (AROA)		パネル B：企業規模 (SIZE) [前期末]					
		全標本		高頻度グループ		低頻度グループ	
		高(>50%)	低(≤50%)	高(>50%)	低(≤50%)	高(>50%)	低(≤50%)
自社株買い前： α^{before} (前期および前々期)	推定値	-0.0046 ***	0.0082 ***	-0.0044 **	0.0109 ***	-0.0042 *	0.0079 ***
	標準偏差	0.0016	0.0016	0.0022	0.0025	0.0025	0.0022
自社株買い後： α^{after} (当期および翌期)	推定値	-0.0034 *	0.0032 *	-0.0035	0.0051 *	-0.0031	0.0039
	標準偏差	0.0018	0.0018	0.0024	0.0028	0.0029	0.0025
$\Delta\alpha \equiv \alpha^{before} - \alpha^{after} = 0$	推定値	0.0012	-0.0050 ***	0.0010	-0.0058 **	0.0012	-0.0041 *
	カイ二乗 統計量	0.619	9.906	0.231	5.228	0.210	3.752
企業数		851	824	486	353	324	426
修正済み ROA (AROA)		パネル C：売上成長率 (GROWTH) [前期末]					
		全標本		高頻度グループ		低頻度グループ	
		高(>50%)	低(≤50%)	高(>50%)	低(≤50%)	高(>50%)	低(≤50%)
自社株買い前： α^{before} (前期および前々期)	推定値	0.0072 ***	-0.0032 **	0.0089 ***	-0.0036	0.0068 ***	-0.0017
	標準偏差	0.0017	0.0016	0.0025	0.0022	0.0023	0.0024
自社株買い後： α^{after} (当期および翌期)	推定値	0.0074 ***	-0.0070 ***	0.0095 ***	-0.0082 ***	0.0065 **	-0.0046 *
	標準偏差	0.0018	0.0018	0.0025	0.0026	0.0027	0.0026
$\Delta\alpha \equiv \alpha^{before} - \alpha^{after} = 0$	推定値	0.0001	-0.0039 **	0.0006	-0.0045 **	-0.0003	-0.0030
	カイ二乗 統計量	0.008	6.182	0.067	4.368	0.017	1.567
企業数		827	848	405	434	379	371

注：標本平均の推定値は、同等企業からの乖離である。修正済み ROA は、ROA から税引き後裁量的会計発生高を控除したものである。高頻度グループとは、計測期間4年間のうち、3、4回の自社株買いを実施した企業からなる標本であり、低頻度グループとは、1、2回の自社株買いを実施した企業からなる標本である。現金保有比率 (CASH RATIO) = 現金および同等物 / 総資産。企業規模 (SIZE) は総資産。売上成長率 (GROWTH) は売上高の変化率。***, **, * は、1%, 5%, 10%水準で有意であることを表わす。AROA 上位、下位の0.5%は、異常値として標本から除いている。

度グループ、低頻度グループにかかわらず、統計的に有意ではない。高 SIZE に分類されるグループにおける $\Delta\alpha$ の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにおいて、正の値を示しているが、それらの値は、統計的に有意でない。他方、低 SIZE に分類されるグループにおける $\Delta\alpha$ の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにおいて、負の値を示しており、全標本、高頻度グループにおいて、それらの値は、統計的に有意である。

最後に、⁹⁾GROWTH (パネルC) で分割した場合、高 GROWTH に分類されるグループにおける α^{before} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループのそれぞれにおいて、

正の値を示し、それらの値は、すべて統計的に有意である。低 *GROWTH* に分類されるグループにおける α^{before} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループのそれぞれにおいて、負の値を示し、低頻度グループにおいて、その値は、統計的に有意である。他方、高 *GROWTH* に分類されるグループにおける α^{after} の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにかかわらず、正の値を示し、かつ、統計的に有意であり、低 *GROWTH* に分類されるグループにおける α^{after} の推定値は、負の値を示し、全標本、高頻度グループにおいて、統計的に有意である。高 *GROWTH* に分類されるグループにおける $\Delta\alpha$ の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにおいて、小さな値を示しており、かつ、すべて統計的に有意でない。他方、低 *GROWTH* に分類されるグループにおける $\Delta\alpha$ の推定値は、全標本、高頻度グループ、低頻度グループにおいて、負の値を示しており、全標本、高頻度グループにおいて、それらの値は、統計的に有意である。

以上の結果をまとめると、現金保有高が低い標本において、自社株買いによるペイアウトを実施した後に *AROA* が上昇しており、伝統的なシグナリング仮説の主張と整合的である。しかしながら、企業規模が小さい標本においては、むしろ伝統的なシグナリング仮説の主張と反対の結果が報告されている。さらに、成長機会が大きい標本においても、伝統的なシグナリング仮説を支持するような実証結果は報告されておらず、総合的に判断する限り、わが国において伝統的なシグナリング仮説は成立していないと思われる。また、エイジェンシー仮説の下では、現金保有高が高い標本や低い成長機会を有する標本において、自社株買い実施以降に *AROA* の改善が予想されるが、本稿での実証結果はこれと反対の証左を示しており、従って、エイジェンシー仮説についても同様に成立していないと思われる。

自社株買い後において *AROA* の低下が観察される企業は、高現金保有比率、低売上成長率で特徴づけられる企業であり、いわゆる、企業のライフサイクルにおいて成熟段階にある企業として捉えることができる。すなわち、自社株買いは、将来の楽観的な収益性を示すシグナルというよりもむしろ、企業のライフサイクルの段階において成熟段階にあることを示すシグナルであると思われる。この結果は、Grullon and Michaely (2004) の示した実証結果の一部と整合的である。

5 結論と今後の展望

本稿では、わが国のデータを用いて、自社株買いによるペイアウトが実施された前後での *ROA* の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が満たす要件についての実証的な検証を行った。*ROA* の計測にあたり、自社株買いによるペイアウトの実施直前における経営者の利益マネジメントによって、*ROA* が真の値を表わしていない可能性が存在する。従って、*ROA* の推移を検証する前に、自社株買いの実施前において

利益マネジメントが行われていたかどうかを検証した上で、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修正済み ROA が変化していたかどうかについての検証を行った。

利益マネジメントに関する実証結果を整理すると、企業が、自社株買いによるペイアウトを実施しようとする場合、高い収益を実現している企業であれば、ペイアウトを実施する直前期において、負の裁量的会計発生高が観察されることから、その企業が、負の利益マネジメントを行っている可能性が示された。他方、低い収益を実現している企業であれば、ペイアウトを実施する直前期において、その企業が、正の利益マネジメントを行っている可能性が示された。

さらに、ROA から裁量的会計発生高を控除した AROA を用いた分析では、自社株買い後において AROA が上昇する実証結果は、ほとんどのケースにおいて観察されず、むしろ、多くのケースにおいて AROA が低下している結果が報告された。自社株買いの実施後において ROA の低下が観察される企業は、高現金保有比率、低売上成長率で特徴づけられる企業であり、いわゆる、企業のライフサイクルにおいて成熟段階にある企業とみなすことができる。これは、自社株買いが、将来の楽観的な収益性を示すシグナルというよりもむしろ、企業のライフサイクルの段階において成熟段階にあることを示すシグナルであることを示唆する。

本稿では、自社株買いによるペイアウトの前後における収益指標の変化について検証を行っているが、これはシグナリング仮説およびエイジェンシー仮説が満たしている条件の一つに過ぎない。今後は、自社株買い以降における投資行動や株価の動向に注目することで、自社株買いに関する諸仮説を様々な視点から検証する必要がある。この点に関しては、今後の課題である。

注

* 本稿の作成に当たり、相馬利行先生（近畿大学）から貴重なコメントを頂きました。ここに記して感謝申し上げます。本研究は、科学研究費若手研究B（課題番号：22730252、研究代表者・畠田敬）の成果の一部である。

- 1) 自社株買いの動機付けとして、様々な仮説が存在するが、それらの仮説を支える主要な前提条件に焦点を当てると、主として①税金の存在（税の顧客効果）、②企業と投資家との間に関する情報の非対称性の存在（シグナリング仮説）、③経営者と投資家との利害対立（エイジェンシー仮説）に分類することができる。詳細な議論は、例えば、Allen and Michaely (2003)、畠田 (2009) を参照せよ。
- 2) エイジェンシー仮説の下では、株主は、企業に過剰投資に向けられる余剰資金を配当や自社株買いを用いてペイアウトさせることで、企業の過剰投資を抑制させることができる (Jensen (1986))。従って、シグナリング仮説と同様に、自社株買い実施後において企業の収益性は上昇（改善）する。

- 3) 彼らの主張は、成熟仮説 (Maturity Hypothesis), もしくは、ライフサイクル仮説 (Lifecycle Hypothesis) と呼ばれている。企業のライフサイクルの段階を測る代理変数として, Grullon and Michaely (2004) は、システマティックリスクの大きさをを用いている一方, DeAngelo, DeAngelo, and Stulz. (2006), Denis and Osobov (2008) は、純資産に占める留保利益の大きさを利用している。
- 4) 決算月数が12ヶ月以下の標本, あるいは、配当支払い総額や自社株買い実施総額に不備がある標本は、標本対象から除いている。
- 5) 第3節以降では、実証結果の頑健性を確認するために、全体の標本を、自社株買いがそれほど頻繁に実施されていない低頻度グループと、頻繁に実施されている高頻度グループに分割した分析も併せて行っている。本稿では、低頻度グループを、4年間うち2年以下の回数で自社株買いによるペイアウトを実施した企業からなる標本として、高頻度グループを、4年間のうち3年以上の回数で自社株買いによるペイアウトを実施した企業からなる標本として定義する。表3から、低頻度グループに分類される業種は、空運、パルプ紙、石油、海運であり、高頻度グループに分類される業種は、通信、電力、医薬品、ゴムである。
- 6) データの多くは、Nikkei Needs Financial Quest から入手した。詳細なデータの作成方法に関しては、畠田 (2011) の補論を参照されたい。
- 7) パフォーマンス調整済みの指標を用いて分析する際、誤差項ベクトルに関しては、産業属性、時間属性、企業属性がすでにある程度考慮されている。従って、推定の際、誤差項をエラーコンポーネントとして考慮する必要性はそれ程ないと思われる。但し、誤差項にエラーコンポーネントを明示的に考慮した固定効果モデル、変量効果モデルを仮定した場合についても、本稿の実証結果に大きな差は生じない。
- 8) ここで、パフォーマンス調整済みの $AROA$ とは、自社株買いを実施した標本の $AROA$ から自社株買いを実施しなかった同等企業の $AROA$ との乖離を表す。
- 9) 成長機会の代理変数として、 $Tobin\ Q$ を用いた場合においても、同様の結果が得られる。

参 考 文 献

- Allen, Franklin, and Roni Michaely, 2003, "Payout policy," in George M. Constantinides, Milton Harris, and René M. Stulz, eds.: *Handbook of Financial Economics* (Elsevier—North Holland, Amsterdam). [加藤英明監訳『金融経済ハンドブック1』, 丸善, 367—457頁]
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Rene M. Stulz, 2006, "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory," *Journal of Financial Economics* 81, 227-254.
- Denis, David J., and Igor Osobov, 2008, "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy," *Journal of Financial Economics* 85, forthcoming.
- Gong, Guojin, Henock Louis, and Amy X. Sun, 2008, Earnings management and firm performance following open-market repurchases, *Journal of Finance* 89, 62-110.
- Grullon, Gustavo, and Roni Michaely, 2002, "Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis," *Journal of Finance* 57, 1649-1684.
- Grullon, Gustavo, and Roni Michaely, 2004, "The information content of share repurchase programs," *Journal of Finance* 59, 651-680.

- Jensen, Michael, 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review* 76, 323-329.
- Lie, Erik, 2005, "Operating performance following open market repurchase announcements," *Journal of Accounting and Economics* 39, 411-436.
- Louis, Henock and Hal White, 2007, "Do managers intentionally use repurchase tender offers to signal private information? Evidence from firm financial reporting behavior," *Journal of Financial Economics* 85, 205-233.
- Vermaelen, Theo, 1981, "Common stock repurchases and market signaling: an empirical study," *Journal of Financial Economics*, 9, 138-183.
- 畠田敬, 2009, 「自社株買い」花枝英樹, 榊原茂樹 (編著), 『資本調達・ペイアウト政策 (現代の財務経営)』, 中央経済社.
- 畠田敬, 2011, 「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」, 神戸大学大学院経営学研究科 Discussion Paper.