

ROE 改善を目的とした自社株買い実施タイミングの検証

河瀬宏則 (横浜市立大学)

井上謙仁 (近畿大学)

サマリー

本研究は日本企業が ROE 改善を目的に自社株買いを実施しているかどうかを検証している。分析の結果、直近の経営者予想ベースの四半期 ROE が 5% 周辺であるとき、ROE の値が低いほど、その後の期間の自社株買いの買付量を大きくすることがわかった。

ROE のパフォーマンス指標としての活用が進んでいる。宮島・小林 (2018) が指摘するところでは、ROE は 2005 年前後から活用されはじめたが、特に 2014 年のスチュワードシップ・コードを契機に、投資先企業が ROE の水準について 5% を達成できていない場合、いくつかの機関投資家が取締役の再任決議に反対するという傾向が観察されるようになった。またこうした傾向は石田他 (2019) でも指摘されており、2015 年に世界最大手の議決権行使助言会社である Institutional Shareholder Services が同様の助言方針を推奨するようになった。こうした背景のもと、新聞報道ではしばしば自社株買いは ROE を引き上げる効果があり、それを目的として自社株買いが実施されると指摘されている。鈴木他 (2018) のサーベイ調査でも、自社株買い実施の決定には株価の次に ROE を考慮するという回答が多かった。たしかに自社株買いを実施すると、ROE の分母である株主資本の値が小さくなるため、計算上、ROE は改善される。ただし、必ずしも劇的な ROE の改善をもたらすわけではない。例えば ROE の値を 4% から 5% まで引き上げようとする、株主資本の値を 20% 減少させる必要があるが、それほど大規模な自社株買いの実施は稀である。果たして、日本企業は実際に ROE 引上げを目的として自社株買いを実施しているのだろうか。

先行研究では、経営者が私的便益を最大化するために自社株買いを利用するという証拠が観察されてきた。例えば米国では経営者報酬を最大化するために株価を引き上げたり (Cheng et al., 2015)、EPS の目標達成のために自社株買いを実施したり (Hribar et al., 2006) するようである。日本でも証拠の蓄積は進んでおり、特に本研究のベンチマークとなる先行研究は、宮島・小林 (2018) と石田他 (2019) である。両研究は年度末の ROE5% 周辺企業で自社株買いを実施していた傾向が強まることを明らかにした。ただし期中において、いつ自社株買いを実施しているのかは明らかでない。そこで、本研究は四半期 ROE を測定し、直後の四半期間に買い戻した自己株式の量を測定することで、これらの前後関係の検証を試みている。こうした検証は、企業が自社株買いを実施する動機の解明に貢献している。

本研究は日本企業を対象に、金融データソリューションズの「自己株式の市場買付」から自社株買いデータを取得し、日経 NEEDS-Financial QUEST から会計データ・株価データを取得した。自社株買いデータの期間は最長で 2003 年 10 月から 2017 年 12 月である。ただし、これらは月次ベースであるため、四半期ベースに修正し、会計データと接続した結果、7,152 件の観測値が得られた。

主要な分析結果について、記述統計量では、四半期ごとの株主資本に占める自社株買いの金額の割合が平均値で 1.21% (中央値で 0.71%) と、必ずしも劇的な ROE 改善をもたらすような買付は実施されていないことがわかった。次に多変量分析において、全体として直近の ROE が高いほど、自社株買いの買付量を大きくする傾向が観察された。一方で、直近の ROE が 5% 周辺である場合にのみ、ROE を引き上げるために自社株買いを実施するという結果が観察された。

引用文献

- 石田惣平・河内山拓磨・甚内俊人 (2019) 「議決権行使助言基準と ROE マネジメント」, Working Paper.
- 鈴木健嗣・芹田敏夫・花枝英樹 (2018) 「企業のペイアウト政策：再サーベイ調査による分析」, 『経営財務研究』, 第 38 巻, 第 1-2 号, 49-74 頁.
- 宮島英昭・小林優子 (2018) 「日本企業の自己株式取得の動機：ROE 操作のためのレバレッジ引き上げの可能性」, Working Paper.
- Cheng, Y., J. Harford, and I. Lee (2015) “Bonus-driven repurchases,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 50, pp. 447-475.
- Hribar, P., N. Jenkins, and B. Johnson (2006) “Stock repurchases as an earnings management device,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 41, pp. 3-27.