

# 博 士 学 位 論 文

内容の要旨および審査の結果の要旨

第 29 号

(平成 29 年 3 月授与分)

武 蔵 大 学

## はしがき

本号は学位規則（昭和 28 年 4 月 1 日 文部省令第 9 号）第 8 条の規定による公表を目的として、平成 29 年 3 月 31 日に本学において博士の学位を授与した者の論文内容の要旨および論文審査の結果の要旨を収録したものである。

学位記番号に付した甲は学位規則第 4 条第 1 項（いわゆる課程博士）によるものであり、乙は学位規則第 4 条第 2 項（いわゆる論文博士）によるものであることを示す。

## 目 次

学位記番号	学位の種類	氏名	論文題目
甲第 14 号	博士（経済学）	高橋 孝輔	Empirical Analysis of Payout Policy in Japan

氏名（本籍）	高橋 孝輔（宮城）
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	甲 第 14 号
学位授与日	平成 29 年 3 月 31 日
学位授与の要件 該当	学位規則(昭和 28 年 4 月 1 日 文部科学省令第 9 号)第 4 条第 1 項
学位論文題目	<b>Empirical Analysis of Payout Policy in Japan</b>

審査委員	主査	武蔵大学経済学部教授	神楽岡 優昌
	副査	武蔵大学経済学部教授	海老原 崇
	副査	武蔵大学経済学部教授	徳 永 俊史
	副査	武蔵大学経済学部准教授	山 本 零
	副査	青山学院大学経済学部教授	芹 田 敏夫

高橋氏が提出した学位申請論文の構成は

1. Overview
2. Comparing announcement effects of two share repurchase methods on Japanese stock prices
3. Why do managers adopt Japan-specific off-auction repurchases?
4. Did the introduction of ToSTNeT-3 affect substitution between dividends and share repurchases?
5. Dividend policy of family firms
6. Conclusion and future research

となっている。学位申請論文は次の 3 編の論文

**Kosuke Takahashi**

**Comparing announcement effects of two share repurchase methods on Japanese stock prices**

武蔵大学論集 63-2,3,4 （2016 年 1 月） 57-67.

（博士論文の第 2 章に収録）

徳永 俊史, 高橋 孝輔

自己株式立会外買付取引の導入と企業経営者の選択動機

武蔵大学論集 63-2,3,4 （2016 年 1 月） 49-55.

（博士論文の第 3 章に収録）

高橋 孝輔, 徳永 俊史

自己株式立会外買付取引の導入が配当と自社株買いの代替性に与えた影響

証券経済学会年報 50 (2015年9月) 67-78.

(博士論文の第4章に収録)

に加えて現在投稿準備中の論文1編(博士論文の第5章に収録)に基づいており、2016年3月24日付の「武蔵大学大学院経済学研究科博士後期課程学位論文(博士論文)審査申請受理及び審査手続き開始についての申合せ」の申請受理の最少要件「(1)①少なくとも1篇が『武蔵大学論集』(研究ノートを含む)又は専攻学術分野における定評ある専門学術誌に発表済み又は採択済みであり、さらに1篇が同じく掲載可と判断されること。学位申請論文は、これら2篇の論文に基づき、専攻分野のオリジナルな貢献を持つ学位論文としてこれがまとめられていること。なお、共同論文については、論文審査を申請する者が主たる著者(第1執筆者)であるものを1篇のみ、前掲発表済み論文の中にも含めることができる。」を満たしている。以後、各章ごとにその内容を要約するとともに審査結果を報告する。

## 論文の要旨と論文審査

第1章“Overview”は研究の背景を俯瞰している。企業が利益を株主に分配する際の長期的な政策はペイアウト政策と呼ばれ、それには配当支払いや自己株式取得(以後、自社株買いで統一して表記)がある。ペイアウト政策の先行研究を紹介するとともに、企業がどのペイアウト政策を選択してきたか、これまでの変遷を報告している。Miller and Modigliani (1961)は理想的な仮定のもとで、企業価値を決定するのは投資政策のみであり、ペイアウト政策は企業価値に影響を与えないとの命題(Modigliani & Miller 定理、以下MM 定理と略記)を提出した。したがって、配当支払いか自社株買いかといった選択は意味をなさないことになる。しかし、高橋氏は、MM 定理が理想的な仮定の下でしか成立しないことに着目し、実際の日本の証券市場でペイアウト政策が企業価値に影響をあたえてきたかどうかを検証することを研究目的としている。

先行研究においてペイアウト政策が企業価値に影響を及ぼすと結論する幾つかの仮説が提出されており、代表的なシグナリング仮説、過小評価仮説、フリーキャッシュフロー仮説、マーケット・タイミング仮説を解説している。次に先行研究を網羅的にレビューし、それに基づいて米国とヨーロッパ市場におけるペイアウト政策の実証研究結果を、続いて日本の実証研究結果およびペイアウト政策に関する法規制を要約している。さらに、1998年以降に東京証券取引所で導入されたオークション時間外の立会外取引(ToSTNet-1, ToSTNet-2, ToSTNet-3)を詳しく解説している。自社株買いを意図して導入されたToSTNet-3が実際に自社株買いに活用されていることを強調している。

第1章で高橋氏はペイアウト政策の系統だった解説を試みているが、以下の点を改善すると、より包括的な論文になると期待される。高橋氏はペイアウト政策に関して4つの仮説だけを紹介しているが他にも、ペッキングオーダー仮説、ライフサイクル／成熟仮説、倒産コスト仮説、収益持続性仮説、配当政策に影響を与えるケイタリング仮説などがあり、それらについても言及するのが望ましい。また幾つか先行研究を誤って引用しているところがあり修正の必要がある。

ペイアウト政策の歴史については、欧米と日本の市場のペイアウト政策の歴史を議論するとき、欧米で配当支払いと自社株買いのどちらが好まれたか、その傾向のみを紹介しているだけで、法規制については一切触れていない。一方、日本については、法規制について1899年からの変遷を詳しく先行研究から引用するが、日本におけるペイアウト政策において配当支払いと自社株買いのいずれが好まれてきたのか議論していないだけでなく、配当支払いの実情については全く言及しておらず、ToSTNeTの売買高の傾向を報告するにとどまっている。欧米・日本市場について、過去のペイアウト政策の傾向、それに関連する法規制の変遷、理論的な研究を概説すればバランスのとれた論文になる。

また、自社株買いの手法で、公開市場買い付け、ToSTNeT-1, 2, 3を比較対象として、ToSTNeT-3が最も公正な取引を促すとしているが、その理由付けが明確にされていない。さらにToSTNeT-3を用いた取引が株式の持ち合い解消に有用とあるが、その理由が述べられておらず、これらの点についての議論がなされるのが望ましい。

第2章“Comparing announcement effects of two share repurchase methods on Japanese stock prices”では国内株式市場における自社株買いのアナウンスメント効果に関する実証分析を行っている。自社株買いのアナウンスメント効果については国内外で様々な先行研究があり、アナウンス前の負の異常リターンやアナウンス日の正の異常リターンが確認されている。本論文では2010年から2013年の期間において、公開市場での自社株買いだけでなく、立合い外取引市場（ToSTNeT-3）での自社株買いも対象とし、両市場のアナウンスメント効果の違いを検証している。また、これらの異常リターンを様々な企業属性の高低で分解し、異常リターンと企業の特徴の関係を明らかにしている。その結果、マーケット・インパクトが大きいため全市場において企業規模や流動性の小さな企業ほどアナウンス日やそれ以降の異常リターンが高くなっているものの、ToSTNeT-3市場においてはそれが小さいこと、特に自社株買いの株数が少ない企業は統計的に見てもアナウンス日の異常リターンが高くないことを示しており、オークションを行わないToSTNeT-3市場での自社株買いはマーケット・インパクトの観点から見て非常に有効であることを見出している。

国内株式市場における立合い外取引市場でのアナウンスメント効果の実証分析はこれまで報告されておらず、本論文の新規性は非常に高い。とりわけToSTNeT-3市場はオークションを行わないため、公開市場に比べそのアナウンスメント効果が弱いことは本論文が明

らかにした重要な結論である。また ToSTNeT-3 市場に関する説明も十分である。しかし、株式の持ち合い解消のために ToSTNeT-3 の取引ルールや取引システムが設計されたのであれば、ToSTNeT-3 による取引がアナウンスメント効果をもつことを理論的に説明することが今後の課題である。

第3章 “Why do managers adopt Japan-specific off-auction repurchases?” では、取引所内における事前公表型自社株買いを利用することに決めた企業が、オークション取引（立会内取引）と ToSTNeT-3（立会外取引）をどのように使い分けるのであろうかという経営者の選択動機に注目し、実証分析を行っている。一般に、オークション取引を利用した自社株買いは、「いつ」「いくらで」買い入れを実施するか事前に分からない。株式持ち合いを解消したい企業は、マーケット・インパクトの問題や買い入れ価格の不確実性を避け、確実に予定した株式を売買することを最優先に考えるはずである。このような背景から、本章ではとりわけマーケット・インパクトの問題に敏感な低流動性の企業が ToSTNeT-3 を選択するのかどうかという「確実性・即時性仮説」を検証し、2010年2月から2013年12月までの781ケースのデータからその仮説を支持する結果を得ている。さらに、ブロックホルダーから保有している株式をまとめて、かつ確実に買い取って欲しいと要請を受けた当該企業の経営者が ToSTNeT-3 を選択するという仮説も支持する結果を得ている。

自社株買いの実施を決定した企業が、どのような方法で自社株買いを実施するのかについて企業経営者の立場から分析した研究は米国には存在するが、日本では初めての試みである。ToSTNeT-3 のような自社株買いの方法は日本独自であることと合わせて考えると、本章の研究は、ToSTNeT-3 の役割を評価するきわめて意義深いものであると結論される。一方、本章での実証分析の結果は統計的にやや弱いように思われる。したがって、仮説検定するために用いる変数選択にもう少し注力する必要がある。たとえば、ブロックホルダーからの買い取り要請を受けて自社株買いを実施するということは、それまで積極的に自社株買いを行ってこなかった可能性があり、オークション市場を利用して積極的に自社株買いを行っている企業と比べ株主資本比率が低い可能性がある。財務的に自社株買いを行いたくないが、ブロックホルダーからの買い取り要請が強い場合、たとえ株主資本比率が低くても自社株買いを実施している可能性がある。このようにもう少し慎重に仮説設定から再考することでより強固な発見が得られると期待される。

第4章 “Did the Introduction of ToSTNeT-3 Affect Substitution between Dividends and Share Repurchases?” では、ペイアウトを検討している企業が、代表的なペイアウト政策である配当支払いと自社株買いをどのように使い分けるのであろうかという経営者の意思決定に注目した実証分析である。欧米の先行研究では、配当支払いと自社株買いを代替的に使っているという「代替仮説」を支持する結果が支配的である。本章では自社株買いについてオークション市場を利用した買い入れと ToSTNeT-3 市場を利用した買い入れを

区別した上で代替仮説を検証し、先行研究では扱っていない 2008 年以降の 826 ケースのデータから、市場買い入れによる自社株買いにのみ代替仮説を支持する結果を得ている。

日本における代替仮説についてはこれまで否定的な結果が報告されていた。これについて本章では、「持ち合い解消のための自社株買いのように株主還元を目的としていない自社株買いが本来の株主還元を目的とする自社株買いのデータに混在したまま分析した結果ではないか」という疑問を持ち、本論文第 3 章で得られた「持ち合い解消のような株主還元を目的としない自社株買いは ToSTNeT-3 を利用する」という結果を考慮し、自社株買いデータから ToSTNeT-3 利用の事例を除いて代替仮説の検証を行った日本では初めての試みである。言い換えると、ToSTNeT-3 市場の導入により、オークション市場での自社株買いは株主還元を目的とした、すなわち配当支払いを代替する買い入れが支配的になったことが明らかとなり、本章の研究は、ToSTNeT-3 の役割を評価するきわめて意義深いものであると結論づけることができる。一方、本章は欧米の先行研究の分析手法をそのまま採用しているが、その背景にある理論モデルの妥当性については疑問が残る。今後は理論面での最新の成果を利用しながら慎重に仮説設定から再考することで新たな発見が得られると期待される。

第 5 章 “Dividend policy of family firms” では、同族企業の配当政策が非同族企業とどのように異なるかを検証している。同族企業研究において、非同族経営者が財務的パフォーマンスを重視した経営を行う一方、同族経営者は一族による経営の継続や子孫への事業承継、一族の結びつきといった非財務的な価値を重視した経営を行うとする社会情緒的資産理論 (SEW 理論) が提唱されている。本章ではこの SEW 理論に基づき、同族経営者と非同族経営者の株式所有比率が等しい場合、同族経営者が株式を保有している企業は、非同族経営者が株式を所有している企業よりも配当支払いが抑制されるとする仮説を設定している。2003 年から 2012 年の約 10 年に及ぶ日本の全上場企業のデータを用いた検証の結果、上述の仮説は支持されている。同族企業は、各国の上場企業において比較的多くの割合を占め、各国経済において重要な役割を担っている。本論文で分析とした日本の上場企業についても、企業・会計年度ごとに生成したオブザベーションに対して 43.0% の割合で同族経営者が自社株式を保有していることが示されている。

経営者による株式所有と配当政策の関係はこれまで盛んに研究されてきたが、同族・非同族といった経営者の属性を考慮した研究は、少なくとも日本においては存在しない。配当政策に対する同族経営者・非同族経営者による株式所有の影響が異なる証拠を示した本章は、企業のペイアウト政策を論ずる上できわめて意義深いものであると結論付けることができる。上記のように本章は評価すべき貢献をもたらしている一方、いくつかの改善点も指摘される。第 1 に、本章では企業の配当性向と当期純利益が 1 次の線形関係にあることを仮定して分析モデルを構築しているが、配当額は収益性に対して安定的であることから、配当性向と収益性の関係はむしろ凸状の形状にあると考えられる。結論でも述べられ



ているように、本章での仮定を緩和し、両者の凸状の関係をモデルに取り入れる必要があると考えられる。第2に、同族企業と非同族企業の自社株買いの差異についても研究を行う必要があると考えられる。SEW理論に依拠した場合、同族企業の自社株買いは積極的であるとも消極的であるとも解釈できる。自社株買いに関する既存の理論と、SEW理論をはじめとする同族企業経営における理論を組み合わせることで、ペイアウト政策に対するより深い洞察が得られると期待される。

第6章“Conclusion and future research”は、第2～5章のまとめと今後の課題を記している。第6章の概要および審査結果は本報告書において章ごとに報告したものに含まれる。

以上のように、高橋氏の学位申請論文は、日本のペイアウト政策について、多面的な視点から実証研究をおこない、新たな知見を得ている。幾つか修正が望ましい点はあるが、それは今後の研究で解決されるべきものであり、本論文のオリジナリティやクオリティを損なうものではない。

## 最終試験結果

2017年1月10日に最終試験（口頭試問）を実施した。高橋氏が論文の要旨を報告し、その後、論文で明確に記述されていない点や修正が望ましい点について、質疑応答をおこなった。その結果、疑問点については明確な回答があり、修正点については今後の研究で取り組むとの意欲的な返答をえた。また、博士論文は英文で作成されており、英文に誤りが多く散見されたが、高橋氏からは学則に則った論文公表までに英文の校正をおこなうとの確約をえた。

## 結論

以上のことを総合的に勘案し、本審査委員会は、高橋孝輔氏の学位申請論文について、本学大学学位規則第2条の規定による博士（経済学）の学位の授与に値すると判断する。

---

平成 29 年 6 月 発行

発行 武蔵大学

編集 武蔵大学 運営部大学庶務課

〒 176-8534 東京都練馬区豊玉上 1-26-1

TEL. 03(5984)3713

---