

# DISCUSSION PAPER

MAY 2016

No. 76

## わが国上場企業の 相対取引を用いた自社株買いの利用状況

河瀬 宏則

九州産業大学 経済学部

# わが国上場企業の相対取引を用いた自社株買いの利用状況

九州産業大学経済学部 河瀬宏則

初稿 ; 2015/08/20 : 最終稿 ; 2016/05/09

## 要約

5 本研究ではわが国企業の相対取引による自社株買いの利用状況について調査している。本研究は主に次の2点を明らかにした：1点目に、わが国では相対取引を用いた自社株買いはほとんど実施されていない。そのため、本研究はわが国企業の利用状況の調査に留めている。2点目に、相対取引を用いた自社株買いは株主主導で取引が行われる傾向にある。今後は同様の特徴を有する他の買付手法との代替関係について検証する必要がある。

### 10 1. はじめに

わが国企業による自社株買いが活発化している。日本経済新聞は、2014年度の上場企業による自社株買い金額が前年度から7割増しで3兆円を超え、リーマン・ショック前の2008年度以来の高水準であると報じている<sup>1</sup>。自社株買い活況の理由には、JPX400の選定基準にROEが含まれるようになったこと等が考えられる。自社株買いの実施は自己資本

15 の減少へと繋がるため、ROEの数値を向上させる効果がある。

しかし、わが国企業のあいだで自社株買いが用いられるのとは対照的に、自社株買いが資本市場に与える影響についてはあまり知見が蓄積されていない。河瀬 [2015b; 2016]が明らかにしたように、わが国の先行研究では買付手法の区別がなされていないことが多いが、買付手法によっては経済的特徴が明らかに異なる。さらに、買付手法について考慮

20 されている先行研究であっても、相対取引による自社株買い (privately negotiated share repurchases または target repurchases : 以後、相対買付と呼ぶ) について検証したものは筆者の知る限り存在しない。本研究の貢献は第一に相対買付についての知見を提供している点にある。

会社法160条の規定に従い、企業は自社株買いの実施にあたって、相対買付のほか、公開市場を通じた自社株買い (open market share repurchase : 以後、市場内買付と呼ぶ)、公開買付による自社株買い (tender offer share repurchase : 以後、単に公開買付と呼ぶ) から買付手法を選択する。さらに、市場内買付には立会時間内にオークション形式で取引される Auction 買付と、立会時間外に ToSTNeT-3 等の自己株式売買専用の市場で行われる買付 (以後、ToSTNeT 買付) がある<sup>2</sup>。わが国先行研究ではこれまで Auction 買付を中心に、

<sup>1</sup> 日本経済新聞 2015年8月1日付朝刊, 22ページ。

<sup>2</sup> この他にも、米国では市場内買付に ASR (Accelerated Share Repurchase) という買付手法や、公開買付は固定価格の公開買付 (Fixed-price tender offer share repurchase) とダッチ・オークションによる公開買付

また少ないものの公開買付が検証されてきた。しかし、相対買付に関してはほとんど検証されてこなかった。その理由は、わが国企業の相対買付を実施する件数が非常に少ないためであると考えられる<sup>3</sup>。

なぜ、わが国企業は相対買付を実施しないのだろうか。まず、相対買付の実施にかかる  
5 手続きの多さが挙げられよう。市場買付や公開買付の実施については、原則として株主総  
会決議を必要とするものの、2003年9月の旧商法改正以後は定款授權によって取締役会決  
議に従って実施することが可能となった。一方で相対買付では依然として株主総会決議を  
実施しなくてはならない。さらに、取締役会が相対買付を付議してもなお、株主総会で否  
決される可能性や買付枠を縮小しての承認という可能性もあり、経営者の意図のまま実施  
10 できるかどうかは分からない。買付実施までのコストが他の買付方法よりも相対的に高い  
ため、相対買付はあまり実施されないものと考えられる<sup>4</sup>。

しかし、米国の先行研究からは、相対買付は売り主が大株主であることが多く、ひいて  
は企業のコーポレート・ガバナンスに影響を与えうる。大株主が株式を売却することは、  
投資家たちがガバナンス構造の変化を Good News として捉えるかもしれないし、一方で企  
業内部についてより多くの情報を有する大株主が売却したという事実が、企業の将来業績  
15 に対する Bad News であるとも捉えられる。また、日本では少ない実施件数である一方、  
米国ではそれなりに実施されており、その証拠に先行研究もいくつか存在する。つまり、  
わが国では相対買付のような特定の株主との取引に対する需要が小さいという可能性の一  
方で、あるいは別なる買付手法に代替されていることも考えられよう。

こうした状況で、まずは、わが国相対買付の概要についての基礎的研究が、具体的には  
20 統計量を中心に調査することが望ましいと思われる。以後、2章では相対買付に関する米  
国の先行研究をレビューし、またわが国の相対買付に関する法制度を確認する。3章では  
相対買付のサンプルの概要について述べ、4章で本研究を総括する。

## 2. 研究の背景

### 25 2.1. 先行研究のレビュー

わが国企業を対象とした相対買付の先行研究は、筆者の知る限り存在しない。そこで米  
国の先行研究を手がかりに本研究のリサーチ・デザインを説明することとしたい。

---

(Dutch-auction tender offer share repurchase) といった買付手法がある。ASR は近年わが国でも会計制度  
の整備が進んでいるが、あまり普及していないようである。

<sup>3</sup> 子会社との相対買付の実施は相対的に多いようであるが、企業外部へのペイアウトを行ったことを意味  
しないため、本稿でいう相対買付では子会社との取引を含めない。

<sup>4</sup> また、本研究では検証していないが、手続きの煩雑さから別の買付方法を選好するために、相対買付の  
実施件数が少なくなっている可能性もある。例えば Vermaelen [1981]は公開買付で提示される買付価格  
が市場価格よりもディスカウントされる場合、ほとんどの投資家にとっては公開買付に応募するよりも  
市場で売却することを選好するだろう。こうした公開買付が米国では稀に行われるが、Vermaelen [1981]  
はこれが実質的に相対買付であると指摘している。また、河瀬 [2015]はわが国で市場価格からディスカ  
ウントされた買付価格が提示されることが一般的であることを示した。つまり、大株主が流動性プレミ  
アムを市場価格から割り引いた価格で公開買付を実施することを選好するので、公開買付が相対買付を  
代替している可能性を示唆するものであるが、この論点については別稿で検証することとしたい。

米国ではかつてグリーンメール取引と呼ばれる相対買付（以後、グリーンメール買付）が多く行われていた。グリーンメール買付は第三者によって仕掛けられた敵対的買収の結末として行われる取引であり、通常は市場価格を上回るプレミアムを付けて相対買付が実施される。また、売主である企業買収者と企業のあいだで買収を停止するスタンスティール協定（standstill agreement）が取り交わされ、相対買付と同時に公表されることが多いのもグリーンメール買付の特徴である。

主に、グリーンメール買付に着目した先行研究では、繰り返し相対買付の公表日前後で負の市場反応が観察されている（Bradley and Wakeman, 1983; Dann and DeAngelo, 1983; Mikkelson and Ruback, 1985, 1991; Klein and Rosenfeld, 1988）。このように負の市場反応が得られることについて、Bradley and Wakeman [1983]と Dann and DeAngelo [1983]は、敵対的買収を仕掛けられた場合に、経営者が保身のためにグリーンメール買付を行うという、経営者のエントレンチメント仮説によって説明している。そしてまた、自社株買いは平均的に正の市場反応があると理解されているが、むしろ負の市場反応がもたらされるという点が最たる特徴であるといえよう。

ただし、グリーンメール買付は1990年に入ってからはずか6件しか観察されていない（Peyer and Vermaelen, 2005）。それは、1984年にWalt Disney社が行ったグリーンメール買付に対する抗議（DeAngelo *et al.*, 2008）や、1980年代後半に7つの州でグリーンメール買付を規制する法案が採択されたことと関係があるとされる（Eckbo, 1990）。さらには1987年に、売り主がグリーンメール取引によって得た収益に対して50%の課税を行うとした税法改正が行われた（Peyer and Vermaelen, 2005）。このように、グリーンメール買付は社会からの批判を受け、次第に実施されなくなったようである<sup>5</sup>。

グリーンメール買付の活用が次第に観察されなくなったことを受けて、近年の先行研究では相対買付をグリーンメール買付とそれ以外の取引とに区別し、検証を行っている

（Chang and Hertz, 2004; Peyer and Vermaelen, 2005）。こうしたグリーンメール買付以外の相対買付の特徴としては、売主が大株主や内部者であることが多いことが分かっている

（Peyer and Vermaelen, 2005）。先行研究から得られた実証結果については、Chang and Hertz [2004]が公表前後の短期間で、1%水準で統計的に有意に、1.49%と正の市場反応を観察している。またPeyer and Vermaelen [2005]ではグリーンメール買付以外の観測値について市場価格に対する買付プレミアムが負、ゼロ、あるいは正であるかによって区分しているが、公表前後の短期間で、それぞれ1.99%、2.14%、2.50%といずれも1%水準で統計的に有意な正の市場反応が観察されている。

ただ、正の市場反応が得られる理由については、先行研究のあいだでその説明が異な

---

<sup>5</sup> グリーンメールの規制法案を採択した州は、Arizona, Michigan, Minnesota, Mississippi, New York, Tennessee, Wisconsin州である。詳細についてはMatheson and Olson [1991]を参照されたい。またグリーンメール取引に関する課税の詳細についてはOmnibus Budget ReconciliationのSection 5881を参照されたい。また、一方でグリーンメール買付はわが国では観察されないようである。わが国では米国と比べて、敵対的買収が頻繁に行われるものでないことが理由なのかもしれない。

る。例えば Chang and Hertzl [2004]は相対買付の売主が創業者などの内部者である場合や、機関投資家である場合ではその市場反応が大きくなることを示している。これは企業のガバナンスが変化することを市場が歓迎していることの表れだと考えられよう。しかし一方で Peyer and Vermaelen [2005]では買付プレミアムごとにサブ・サンプルを作成して、  
5 過小評価仮説から市場反応を説明している。

先述の通り、Peyer and Vermaelen [2005]は相対買付のサンプルを、グリーンメール買付かどうかで区別したあと、グリーンメール買付でないサブ・サンプルをさらに買付プレミアムの符号に従い区別し、検証している。そして買付プレミアムが正であればより大きな市場反応が得られることを示唆しているが、Peyer and Vermaelen [2005]では買付プレミアムごとの市場反応に有意な差があるかどうかは検証していない。ただし公開買付の先行研究から、買付プレミアムの大きさは過小評価の代理変数であることが分かっている (D'Mello and Shroff, 2000 ; 河瀬, 2015a)。また河瀬 [2015a]は買付プレミアムが正である場合には負である場合よりも統計的に有意に市場反応が大きくなることを示している。  
10

Peyer and Vermaelen [2005]はさらに、買付プレミアムの設定メカニズムについて、買主と  
15 売主のあいだの交渉力に着目している。特に、買主である企業側に自社株買いを行う意向がある場合には買付プレミアムが正に、高く設定され、一方で売主である株主に売却意向があれば買付プレミアムは負に、小さく設定されることを明らかにしている。

以上の先行研究による知見をもとに、仮説を設定することも可能ではあるが、先述したようにわが国の相対買付は非常に件数が少なく、また公表に対する市場反応の研究の蓄積もほとんどない。従って相対買付を実施する企業がどういった企業なのかを理解するための基礎的調査が重要と考えられる。  
20

## 2.2. 相対買付にかかる法制度

自社株買いの根拠法は主に会社法 156-165 条において定められているが、このうち相対取引は会社法 160-164 条に特に関連する規定がある。

まず、相対買付で行われる特定の株主からの自己株式取得は、160 条に基づいて実施される。ただし、Auction 買付や公開買付とは異なり、その実施を取締役会で決議することは認められておらず、株主総会による特別決議に基づいて実施しなければならない (160 条 1 項および 309 条 2 項 2 号)。特別決議においては、株主の議決権の過半数 (3 分の 1 以上の割合を定款で定めた場合にあつては、その割合以上) を有する株主が出席し、出席した当該株主の議決権の 3 分の 2 (これを上回る割合を定款で定めた場合にあつては、その割合) 以上に当たる多数をもって行うことが必要になる (309 条 2 項)。なお、この決議について特定の株主は議決権を行使することができない (160 条 4 項)。このことから、1 年に 1 回しか自社株買いの実施機会がないことも考慮して、取締役会決議と比べると実施コストの高い買付方法であるといえよう。  
30

次に株主総会決議による自社株買いを実施するには、あらかじめ株主総会に対する付議が必要である (158 条 1 項)。そこでは他の買付方法と同様に(1)取得する株式の数、(2)1 株  
35

あたりの取得対価およびその算定方法等、(3)買付の総額、(4)株式譲渡の申込期日といった情報開示がなされる(157条1項)。相対買付ではさらに、情報開示を受けた株主が、特定の株主に自己をも加えたものを株主総会の議案とするよう請求すること(売主追加請求権)が可能であり、また企業はその旨を株主に向けて通知しなくてはならない(160条2-3項)。

- 5 5 ただし、これは特定の株主だけに有利な扱いを受けることを防ぐ趣旨から定められており、1株あたりの対価が市場価格以下である場合には売主追加請求権は発生しない<sup>6</sup>。

そして相対買付における開示内容の特徴としては、特定の株主は氏名ないし名称が公表されたうえで決議が行われる。特定の株主が内部者か、創業者か、あるいは企業外部の大株主なのか等、市場の関心の対象であると考えられよう。

- 10 10 また次章で後述するが、相対買付は子会社が保有する親会社の株式を買い付ける目的で利用されることが多い。その理由として、子会社との相対買付においては、株主総会による特別決議または取締役会決議によっても実施することが可能であり、機動的な実施が可能であるためからと考えられる(163条)。それでは、次章で本研究のサンプルについて述べる。

## 15 3. データ

### 3.1. サンプルの選択基準

本研究のサンプルに含まれる観測値はeolの全文検索を用いて収集している。サンプル選択について、最初に2004年1月1日から2014年12月31日までを期間とし、対象市場は東証1部・2部、マザーズ、JASDAQ市場を対象に、検索キーワードを「相対取引 or 20 特定株主 or 特定の株主 or 特定の者」に設定し、419件の観測値を得た。これらを手作業によって確認し、子会社との相対買付(201件)、固定価格取引等の市場内立会外取引(159件)、公開買付(1件)、相対買付とは関係のないもの(6件)を除外し、観測値は52件に減少した<sup>7</sup>。そしてこのうち相対買付のアナウンスメントではないもの(37件)を除くが、アナウンスメント時点で相対買付を実施すると明記していなかったものが2件あることが判明し、これを加えて最終的にサンプルに含まれる観測値は17件となった。このように非常に観測値数が少ないため、実証分析を行うことは適切でないと考えられる。25 上述したように、本研究では相対買付による自社株買いの実態について考察するに留める

<sup>6</sup> ここでいう市場価格とは会社法施行規則30条に従って、(1)株主総会での自社株買い決議前日における市場における最終の価格、(2)自社株買い決議の前日に株式が公開買付等の対象である場合には当該日における買付価格のいずれか高い額とされる。

<sup>7</sup> 全文検索で市場内立会外取引が多く含まれる理由は、「立会外取引への応募について特定の株主より意向を受けている」という記述があったためである。このことは、市場内立会外取引が企業主導で行われていない可能性を示唆するとともに、実質的に相対取引と代替的な手法であることを思わせる。また、これは太田・河瀬[2015a]の指摘するToSTNeT-3による自社株買いが、企業主導ではなく株主主導で実施されているということをサポートする事実でもある。さらに河瀬[2015a]で指摘されているように、わが国公開買付でも市場価格から割引いた価格を買付価格とする場合には、大株主による意向を受けて実施される傾向にあることがわかっている。つまり、ToSTNeT-3を用いた自社株買い、割引価格で行われる公開買付、そして相対買付においては、大株主が何らかの取引形態を選好し、企業に打診することで取引が行われているのかもしれない。

こととしたい。

なお、子会社との相対買付については、企業集団における内部取引であるため、経済的には企業外部へのペイアウトとは言えない。従って本研究の主旨とは異なるため、除外している。

- 5 さらに、本研究のサンプルの特徴を明確にする目的から、比較対象として一般事業会社かつ全上場企業（単に比較サンプルと呼ぶ）と、マッチング・サンプルを用いる。比較サンプルは、後述するように2013年の観測値が最も多く、そこで比較対象としてふさわしいと考えられる2012年3月期決算の一般事業会社かつ上場全企業で構成される。一方の
- 10 マッチング・サンプルはJagannathan and Stephens [2003]を参考に、決算期が同じ観測値のうち、同じ業種であること、過去1年間で自社株買いを実施していないこと、時価総額についてサンプルの30%以内であることを基準に抽出している<sup>8</sup>。

### 3.2. サンプルの概要と記述統計量

- 次に、サンプルの概要について表1を参照されたい。表1ではサンプルを市場別、年
- 15 別、業種別、そして買付動機別に区分し、その件数を示している。まず、市場別の結果であるが、本サンプルには東証二部上場企業は含まれていないことがわかる。最も多いのはJASDAQ上場企業が9件であり、東証一部、マザーズ上場企業が4件ずつ含まれる。相対的に小規模の企業が多い可能性が伺える。年別でみると、2005年から2007年まで全く相対買付は実施されていない。しかし、2008年から2014年では2011年・2012年を除けば毎
- 20 年実施されており、特に2013年は7件となっている。このため、本研究のサンプルは2013年の経済的環境の影響を受ける可能性が高いと考えられる。そして業種は東証が規定する33業種分類に従って分類されるが、サンプルは9業種に限られ、そのうち情報通信業、小売業が5件ずつ、それ以外は1件ずつである。

- そして、最も特徴的であるのは、買付動機である。17件中12件は株主の売却意向を受けての実施が明記されており、これは自社株買いの開始が買主である自社株買い企業から
- 25 ではなく、売主からの開始を意味する<sup>9</sup>。これは、企業が市場に向けて自身が保有する情報を、例えば将来の業績の展望が明るいこと（シグナリング仮説）や、自社の株価が過小評価されていること（過小評価仮説）を発信するという仮説が、相対買付の市場反応を説明できないことを思わせる。特に後者の仮説はAuction買付や公開買付の先行研究で繰り
- 30 返し支持されてきた仮説である。一方で、Auction買付で多く見られる動機の、機動的な資

<sup>8</sup> Jagannathan and Stephens [2003]では過去2年間で自社株買いを実施していないとしているが、米国では自社株買いの公表から終了まで2年から3年のウィンドウで実施されるのに対し、わが国では1年以内に終了する必要がある。また、マッチング・サンプルが見つからない場合には業種の基準を除いている。なお、Grullon and Michaely [2004]やLiu and Chen [2015]のようにマッチングにあたってROAを考慮する方法があるが、これらは公表後の業績測定の目的から加えられており、本研究の目的とは異なるため、ROAはマッチング・ファクターとして含めていない。

<sup>9</sup> 売却意向を自社株買い企業に伝えた株主のうち、その半分は筆頭株主である。ただし、自社株買い企業の親会社は含まれていない。

本政策のための実施はわずか3件であった。これらの点は、相対買付を Auction 買付や他の買付と区別する必要性を示唆している。

表2ではサンプルの記述統計量を示している。表2では記述統計量を自社株買い取引の概要、自社株買い企業の株主の状況、過小評価仮説に関する変数、FCF 仮説に関する変数、そして業績指標に分けて表示している。まず、取引の概要について見てみると、買付規模の平均値（中央値）は公表時点ベースで 12.76%（10.12%）、終了時点、つまり買付結果ベースでは 10.25%（8.26%）である。単純に比較することはできないが、わが国の Auction 買付の買付規模は、先行研究からは平均して 5%を下回るようである（太田・河瀬, 2015; Takahashi, 2016）。これに対して、本研究のサンプルでは 75%以上が 5%を上回る規模で買付を実施している。ただ、公開買付よりは小規模に実施されるのかもしれない（河瀬, 2015a）。買付プレミアムの平均値（中央値）については前営業日に比べて-8.70%（-15.56%）、週間平均に比べて-8.33%（-15.04%）である。全体的にはプレミアムは負であるようだが、標準偏差が前営業日・週間平均で 30.62, 30.01 とかなり大きくなっていることから、一概に負のプレミアムが設定されるとは言い切れない。河瀬 [2015a]のように、買付プレミアムの正負によってサンプルを区別する必要があるかもしれない。

株主の状況では、2012年3月期決算企業のうち、一般事業会社かつ全上場企業（単に比較サンプルと呼ぶ）、そしてマッチング・サンプルを本研究のサンプルと比較している。このうち、株主数のサンプル平均が 2,625 人に対し、比較サンプルが 29,878 人、マッチング・サンプルが 7,755 人と大きく差が開いているようにも見える。ただし、サンプルの中央値は 2,029 人に対し、比較サンプルで 2,390 人、マッチング・サンプルで 3,993 人とその差は小さくなっている。サンプルの最大値が 6,515 人であるのに対して比較サンプルの 75%点が 6,645 人と、比較サンプルのうち、下から 75%に含まれる企業でサンプルが構成されているようである。機関投資家の所有割合では、サンプルの平均値（中央値）が 55.85%（53.59%）、比較サンプルの平均値（中央値）が 50.75%（51.48%）、マッチング・サンプルの平均値（中央値）が 44.12%（43.92%）である。十番目までの大株主による保有割合については、サンプルの平均値（中央値）が 70.39%（69.67%）に対して比較サンプルでは 12.41%（0.41%）と、大きく傾向が異なっている。しかし、この差はマッチング・サンプルでは 56.70%（51.45%）と差は小さい。差の大半は企業規模によって説明されるのかもしれないが、相対買付企業が少数の株主によって支配されていることが伺え、その少数の株主の意向を受けて相対買付が実施されることを思わせる。

過小評価仮説に関する変数としては、Peyer and Vermaelen [2009]にしたがって公表前のリターン、株価純資産倍率（PBR）、企業規模として時価総額について着目している。公表前のリターンについて見てみると、公表前 90 日から公表前 21 日までのウィンドウで、平均値（中央値）で-1.41%（-3.98%）の負のインデックス調整済リターンが観察されている。一方で、公表前 20 日前から公表前 2 日のウィンドウでは、その平均値（中央値）は 1.25%（5.51%）であり、一見すると株価が上昇した時点を狙って公表されているかのようにも



見える。そしてPBRについて、本研究のサンプルでは平均値（中央値）が1.98倍（3.91倍）である一方、2012年3月期を対象とした比較サンプルでは平均値（中央値）が1.22倍（0.83倍）となっている。マッチング・サンプルでは平均値では2.67と相対買付サンプルを上回るものの、中央値では1.25と相対買付サンプルの値を下回る。これらの結果は過小評価仮説を支持しないのかもしれない。3つ目の時価総額については、JASDAQ上場企業が多く含まれることもあって、平均値、中央値ともに比較サンプルに対して、自社株買い企業には小規模企業が多いようである。マッチング・サンプルは時価総額でマッチングしているため、相対買付サンプルと大差はない。

そして、業績指標について見てみると、ROAの平均値（中央値）は10.25%（9.19%）であるのに対し、比較サンプルでの平均値（中央値）は4.58%（4.17%）、マッチング・サンプルにおける平均値（中央値）は、6.44%（5.74%）であった。一方のROEの平均値（中央値）は13.75%（8.74%）であるのに対し、比較サンプルでの平均値（中央値）は4.83%（4.94%）であり、マッチング・サンプルにおける平均値（中央値）は、-1.04%（7.92%）であった。ROAとROEの両方で本研究のサンプルは比較サンプルとマッチング・サンプルを大きく上回っているようである。特に、ROEについて上回っていることは、相対買付企業にとってはROEを向上させる動機は小さいことを示唆している。

#### 4. おわりに

本研究では、相対取引を通じた自社株買い（相対買付）の利用状況を調査している。わが国では自社株買い研究があまり買付手法に関して懸念されることがなかったためか、わが国には相対買付の公表に関する先行研究が筆者の知る限り存在しないようである。本研究は相対取引に関する基礎的な調査結果を提供している点で貢献しており、主な発見事項は次の2点である。1点目に、わが国では相対買付がほとんど実施されることがない。これは実証研究を行うかぎりでは致命的な問題であり、本研究ではこの問題から基礎的な調査結果を提供するのみに留めている。一方で、米国では相対買付に対して一定の需要があるにもかかわらず、わが国でほとんど実施されないということは、別なる買付手法に代替されている可能性がある。2点目に、相対買付は株主主導で取引が実施される傾向にある。このことは、ToSTNeT買付や公開買付の特徴と同様のものであるが、そうすると買付手法間の選好はどのように決定されるのであろうか。なお、実施企業は少数の株主によって支配されている傾向が観察されたため、こうした企業特性が相対買付選好を説明している可能性があり、今後の検証課題である。

いずれにせよ、相対買付については1点目の問題が解決されない限り、今後の実証研究には限界があるだろう。証拠が蓄積されるのを待つか、あるいは別なる研究手法を用いて検証することが望ましい。まずは、相対買付が実施されない理由について、他の買付手法との代替関係の観点からの検証が、筆者の今後の課題である。

## 引用文献

- Bradley, Michael and Macdonald Wakeman [1983] “The wealth effects of targeted share repurchases,” *Journal of Financial Economics* Vol. 11, No. 1-4, pp. 301-328.
- Chang, Saeyoung and Michael Hertzel [2004] “Equity Ownership and Firm Value: Evidence from Targeted Stock Repurchases,” *The Financial Review* Vol. 39, No. 3, pp. 389-407.
- 5 D’Mello, Ranjan and Pervin Shroff [2000] “Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers: An Empirical Investigation,” *The Journal of Finance* Vol. 55, No. 5, pp. 2399-2424.
- Dann, Larry and Harry DeAngelo [1983] “Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and The Market for Corporate Control,” *Journal of Financial Economics* Vol. 11, No. 1-4, pp. 275-300.
- 10 DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas Skinner [2008] “Corporate Payout Policy,” *Foundations and Trends in Finance* Vol. 3, No. 2-3, pp. 95-287.
- Eckbo, Espen [1990] “Valuation effects of greenmail prohibitions,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 25, No. 4, pp. 491–505.
- 15 Grullon, Gustavo and Roni Michaely [2004] “The Information Content of Share Repurchase Programs,” *The Journal of Finance* Vol. 59, No. 2, pp. 651-680.
- Jagannathan, Murali and Clifford Stephens [2003] “Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs,” *Financial Management* Vol. 32, No. 2, pp. 323-329.
- 20 Klein, April and James Rosenfeld [1988] “The Impact of Targeted Share Repurchases on The Wealth of Non-Participating Shareholders,” *The Journal of Financial Research* Vol. 11, No. 2, pp. 89-97.
- Liu, Chi-Chun and Ni-Yun Chen [2015] “Earnings Surprises in Analysts’ Forecasts, Mandatory Disclosure, and Share Repurchases,” *ABACUS* Vol. 51. No. 1, pp. 63-85.
- 25 Matheson, John and Brent Olson [1991] “Shareholder rights and legislative wrongs: toward balanced takeover legislation,” *George Washington Law Review* Vol. 59, No. 6, pp. 1425-1569.
- Mikkelson, Wayne and Richard Ruback [1985] “An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process,” *Journal of Financial Economics* Vol. 14, No. 4, pp. 523-553.
- Mikkelson, Wayne and Richard Ruback [1991] “Targeted repurchases and common stock returns,” *The RAND Journal of Economics* Vol. 22, No. 4, pp. 544-561.
- 30 Peyer, Urs and Theo Vermaelen [2005] “The many facets of privately negotiated stock repurchases,” *Journal of Financial Economics* Vol. 75, No. 2, pp. 361-395.
- Peyer, Urs and Theo Vermaelen [2009] “The Nature and Persistence of Buyback Anomalies,” *The Review of Financial Studies* Vol. 22, No. 4, pp. 1693-1745.
- 35 Takahashi, Kousuke [2016] “Comparing announcement effects of two share repurchase methods on Japanese stock prices,” *Journal of Musashi University* 63, 57-67.

Vermaelen, Theo [1981] “Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study,”  
*Journal of Financial Economics* Vol. 9, No. 2, pp. 139-183.

太田浩司・河瀬宏則 [2015]「自己株式取得公表に対する短期および長期の市場反応—Market  
買付と ToSTNeT 買付の比較—」日本経営財務研究学会第 39 回全国大会予稿集.

- 5 河瀬宏則 [2015a]「自社株公開買付における異なる買付プレミアムに関する実証分析」『証券  
アナリストジャーナル』第 53 巻第 2 号, pp. 69-80.

河瀬宏則 [2015b]「自社株買いの買付手法と資本市場への経済的帰結に関する日米の研究—  
市場内買付に関する文献サーベイ—」『エコノミクス』第 20 巻第 1-2 号, pp. 55-98.

- 10 河瀬宏則 [2016]「自社株買いの買付手法と資本市場への経済的帰結に関する日米の研究—  
市場外買付に関する文献サーベイ—」『エコノミクス』第 20 巻第 3 号, pp. 69-101.

表 1 サンプルの概要

Panel A : 市場別		Panel B : 年別				Panel C : 業種別	
上場市場	<i>n</i>	年	<i>n</i>	年	<i>n</i>	業種	<i>n</i>
東証一部	4	2001	0	2008	1	建設業	1
東証二部	0	2002	0	2009	4	化学	1
マザーズ	4	2003	0	2010	2	ガラス・土石製品	1
JASDAQ	9	2004	2	2011	0	金属製品	1
計	17	2005	0	2012	0	情報・通信業	5
		2006	0	2013	7	卸売業	1
		2007	0	2014	1	小売業	5
				計	17	その他金融業	1
						サービス業	1
						計	17

  

Panel D : 買付動機別	
買付動機	<i>n</i>
株主の売却意向を受けたため	
筆頭株主による売却意向	6
大株主による売却意向	2
株主による売却意向	1
提携関係の解消のため	3
機動的な資本政策のため	3
特定株主との裁判の結果	2
計	17

(注) Panel D について、公表資料に記載された買付理由をもとに分類している。なお筆頭株主に公表企業の親会社は含まれていない。

表2 サンプルの基本統計量

	mean	s.d.	min.	25%ile	median	75%ile	max.
・取引の概要							
買付規模 (公表時点; %)	12.76	10.45	0.80	6.82	10.12	16.62	40.99
買付規模 (終了時点; %)	10.25	7.87	0.80	6.88	8.26	11.10	29.11
買付プレミアム (前営業日; %)	-8.70	30.62	-52.52	-30.73	-15.56	12.70	58.96
買付プレミアム (週間平均; %)	-8.33	31.01	-49.13	-30.12	-15.04	12.30	58.96
・株主の状況							
株主数 (人)	2,625 (29,878) [7,755]	1,958 (106,317) [13,802]	257 (1) [785]	1,054 (1,066) [1,505]	2,029 (2,390) [3,993]	3,646 (6,645) [7,149]	6,515 (918,320) [59,669]
機関投資家の 所有割合 (%)	55.85 (50.75) [44.12]	26.14 (23.60) [16.76]	10.57 (2.03) [10.23]	44.59 (33.57) [35.01]	53.59 (51.48) [43.92]	80.80 (68.64) [53.06]	93.48 (98.51) [68.66]
大株主の 所有割合 (%)	70.39 (12.41) [56.70]	13.73 (26.12) [16.36]	44.31 (0.01) [31.37]	62.24 (0.06) [42.28]	69.67 (0.41) [51.45]	80.31 (0.77) [68.09]	93.49 (94.88) [82.29]
・過小評価仮説							
公表前リターン [-90, -21] (%)	-1.41	26.23	-36.27	-12.38	-3.98	8.41	81.08
公表前リターン [-20, -2] (%)	1.25	16.60	-25.58	-11.53	5.51	11.37	36.51
株価純資産倍率 (倍)	1.98 (1.22) [2.67]	1.23 (2.62) [5.44]	0.27 (0.05) [0.32]	1.96 (0.58) [0.87]	3.91 (0.83) [1.25]	1.96 (1.22) [1.71]	3.91 (81.50) [23.40]
時価総額 (百万円)	34,271 (120,520) [32,262]	77,576 (473,838) [71,552]	877 (10) [821]	3,040 (5,655) [2,751]	8,444 (15,385) [8,494]	13,476 (58,849) [18,579]	316,686 (12,309,351) [290,456]
・FCF 仮説							
手元流動性比率 (%)	25.63 (18.09) [25.98]	16.03 (14.12) [20.17]	4.35 (0.01) [2.73]	8.61 (8.15) [14.96]	24.68 (14.77) [19.55]	34.41 (23.65) [32.13]	64.82 (94.79) [72.88]
・利益指標							
ROA (%)	10.25 (4.58) [6.44]	8.13 (8.65) [15.15]	1.20 (-147.54) [-29.76]	3.21 (2.05) [1.94]	9.19 (4.17) [5.74]	15.60 (7.26) [12.13]	26.34 (68.17) [43.60]
ROE (%)	13.75 (4.83) [-1.04]	10.55 (16.84) [41.83]	0.97 (-187.61) [-129.21]	5.88 (2.31) [0.15]	8.74 (4.94) [7.92]	20.09 (8.89) [9.95]	35.84 (169.41) [50.18]

(注) 買付規模は公表日から直近の年次の決算日時点の発行済株式総数に対する買付割合を表している。買付プレミアム(前営業日)とは、前営業日の終値に対して公表された買付価格のプレミアムを示しており、これが負になる場合は買付価格が市場価格からディスカウントされていることを意味する。買付プレミアム(週間平均)とは、公表日からみて-5営業日から-1営業日までの終値の平均価格に対する買付プレミアムを示している。発行済株式総数に対して、株主の状況については公表日直前の年次の有価証券報告書からデータを入手している。株主数は有価証券報告に記載のある所有者別状況のうち、株主数の合計数を示している。機関投資家の所有割合は有価証券報告書に記載のある所有者別状況のうち、政府・金融機関・証券会社・その他の法人・外国法人等による所有株式数の割合を示している。大株主の所有割合は有価証券報告書のうち、大株主の状況に記載された値をもとに計算している。公表前リターンは公表日を基準に大括弧のウィンドウにおける日次の市場調整済リターンの累積分を示している。また市場リターンは、東証一部上場企業であれば TOPIX、マザーズ上場企業であればマザーズ指数、JASDAQ 上場企業であれば JASDAQ 指数を用いている。簿価時価比率と時価総額は公表日から直前の決算日時点の値である。手元流動性比率は公表日から見て前期末の現金預金と有価証券を前期末の総資産で除した値である。ROA は公表日から見て前期の経常利益を前期首と前期末の平均総資産で除した値である。ROE は公表日から見て前期の当期純利益を前期首と前期末の平均株主資本で除した値である。なお、会社法導入以前のサンプルについては、会社法導入後の株主資本に該当する部分のみをもって株主資本とみなして計算している。中段の丸括弧内の数値については、観測値数が最も多かった 2013 年の観測値に対して比較対象としてふさわしいと考えられる、2012 年 3 月期決算の一般事業会社かつ上場全企業の値を示している。下段の大括弧内の数値については、マッチング・サンプルの値を示しているが、これらは自社株買い公表直前の年次決算の時点で、同じ業種であること、過去 1 年間で自社株買いを実施していないこと、時価総額についてサンプルの 30%以内であることを基準に抽出している。