

2018年3月 関西大学審査学位論文

買付手法別に見た自社株買いの経済的帰結

12D4102 河瀬 宏則

関西大学大学院商学研究科 会計学専攻

論文要旨

本論文は企業が行う自社株買いの公表から生じる経済的帰結について、買付手法別に先行研究サーベイを行い、そして実証分析を行っている。分析を通じて、買付手法は Auction 買付、ToSTNeT 買付、公開買付、相対買付を対象としており、これらは Auction 買付が買主主導で実施されること、それ以外の ToSTNeT 買付、割引の公開買付が売主主導で実施されることが明らかとなった。

本論文は全 8 章で構成されている。序章では本論文の概要と自社株買い関連法制度といった研究の背景について説明している。わが国の自社株買い関連法制度として、会社法、金融商品取引法、取引所規程の 3 つがある。それぞれが機能して、自社株買い公表のディスクロージャーが行われている。そして、自社株買いでよく使われる主要な仮説を 3 つ紹介しており、それぞれ過小評価仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説、最適資本構成仮説である。

第 2 章と第 3 章では日米の先行研究のサーベイを行っている。先行研究で対象とされた買付手法を市場内買付と市場外買付とに分類しており、それぞれ第 2 章と第 3 章とで取り扱っている。市場内買付について米国研究では Auction 買付と ASR を、わが国の研究では Auction 買付と ToSTNeT 買付を対象としている。一方で市場外買付について米国では（固定価格の）公開買付とダッチ・オークション買付、相対買付を、わが国では公開買付と相対買付を対象としている。サーベイを通じて、わが国では買付手法の区別に対する意識が低いことが読み取れた。そして買主主導仮説と売主主導仮説について、その買付手法の特徴からどちらが支持されるかを検討している。これまで、殆どの先行研究では暗黙的に自社株買いは買主主導で行なわれると考えられてきたが、新たに売主主導のアイデアを提供し、分析結果を提供した点は本論文の貢献である。

第 4 章では Auction 買付の実証分析を行っている。Auction 買付は自社銘柄に対して証券取引所を通じて買い注文を出して買い付ける手法である。Auction 買付では米国先行研究と整合的な結果が観察されており、公表前には負の異常リターンが観察されるものの、Auction 買付公表と同時に反転し、サンプル平均で 4% の市場反応が観察された。また、市場反応の要因分析からは過小評価仮説が支持されており、現在の株価が割安であるとの経営者のインサイダー情報が証券市場に伝達されたと解釈できる。また、買主主導の取引でなければ経営者のインサイダー情報は含まれないと考えられるため、Auction 買付は買主主導の取引であると思われる。

第 5 章は ToSTNeT 買付に着目して実証分析を行っている。ToSTNeT 買付はわが国独自の買付手法であり、証券取引所の立会終了後にその実施を公表し、確定した終値を使って取引を行う。その後、翌営業日の 8 時 45 分でそれまでに申込みのあった株式に対して買付けを行い、取引を終了させる。ToSTNeT

買付では Auction 買付と異なり、公表前に負の異常リターンは観察されていない。それどころか、公表前日には有意な正の異常リターンが観察された。過小評価仮説は支持されず、むしろ株価が割高なタイミングで買付を行うようである。買主にとってこの行動は合理的ではないが、売主側では合理的である。なお、先行研究からは ToSTNeT 買付には証券会社の対応の面、時間的制約の面で株主の取引参加が困難である点が指摘されていたが、参加困難であるにもかかわらず ToSTNeT 買付の達成率は Auction 買付よりも高い。つまり、実質的な相対取引として活用されている点が懸念される。そこで、公表される曜日に着目して追加分析を行った。追加分析からは、時間に余裕があり、参加可能性の高まる金曜日公表・月曜日買付終了のケースが明らかに少なく、特定の株主が他の株主の取引参加を排除しようとした結果と見られる。以上の理由から、ToSTNeT 買付は売主主導仮説を支持している。

第 6 章ではわが国の公開買付を検証した。公開買付ではその買付価格が株価に対してプレミアムがあるかどうかで打歩・割引とサンプルを分割しており、異なる経済的特徴が観察された。公表前後では両サブサンプルで有意な異常リターンは観察されなかったが、公表時点の市場反応は打歩の公開買付でより大きい。これは公表時点で生まれる裁定機会によって説明される。しかし、打歩の公開買付の要因分析からは頑健な分析結果は得られず、先行研究のように過小評価仮説は支持されなかった。一方で割引の公開買付は公表資料から特定の株主から売却意向を受けているものが非常に多く、打歩の公開買付では見られない特徴が観察された。さらに、特定の株主は取引のほぼ全てを占めており、実質的な相対取引となっている。加えて特定の株主からの打診がある場合、割引の公開買付となる確率が高まることが確認されており、割引の公開買付は売主主導の取引であるといえる。

第 7 章では相対買付について実証分析を行った。相対買付は他の買付手法と異なり、株主総会の特別決議に基づいて実施しなくてはならず、買付実施自体が難しい。そのため、観測値が 17 件と非常に少ない点が特徴である。公表資料からは公開買付のように売却意向を受けることが多く、売主主導の取引であるように思われる。ただ、これ以外のエビデンスを確認することができず、売主主導仮説を支持するとの判断を下すことはできなかった。

終章では本論文の総括と研究の今後の展望について述べているが、自社株買いについてはどういったメカニズムで実施されているのか、知見の蓄積が少ないといえる。Auction 買付の柔軟性からは、経営者が機動的に公表タイミングを図っていることが伺えるし、相対買付の観測値の少なさは、相対買付に対する需要が ToSTNeT 買付や割引の公開買付へと吸収されている可能性を思わせる。本論文の分析結果を踏まえて、多様なアプローチから自社株買いのメカニズムを検証していく必要があるだろう。

目次

1	序章	1
1.1	本論文の概要	1
1.2	論文の構成	2
1.3	わが国自社株買いの関連法制度とその背景	3
1.4	買付動機・市場反応に関する仮説	8
2	日米の市場内買付研究	12
2.1	本章の概要	12
2.2	米国における市場内買付	13
2.2.1	米国の Auction 買付の文献サーベイ	13
2.2.2	米国の ASR の文献サーベイ	26
2.3	わが国における市場内買付	31
2.3.1	わが国の買付手法の区別に対する意識	31
2.3.2	わが国の買付手法の区別のない Auction 買付の文献サーベイ	32
2.3.3	わが国の Auction 買付の経済的帰結	33
2.3.4	わが国の ToSTNeT 買付の文献サーベイ	38
2.4	市場内買付の小括と買主主導仮説/売主主導仮説	41
3	日米の市場外買付研究	43
3.1	米国における市場外買付	43
3.1.1	米国の市場外買付制度	43
3.1.2	米国の公開買付の文献サーベイ	44
3.1.3	米国のダッチ・オークション買付の文献サーベイ	52
3.1.4	米国の相対買付の文献サーベイ	56
3.2	わが国における市場外買付	61
3.2.1	わが国の公開買付の文献サーベイ	61
3.2.2	わが国の相対買付の文献サーベイ	65
3.3	市場外買付の小括と買主主導仮説/売主主導仮説	68
3.4	回帰モデル	69

3.5	小括	71
4	Auction 買付の経済的帰結に関する実証分析	72
4.1	サンプルと記述統計量	72
4.1.1	サンプルの選択	72
4.1.2	サンプルの構成	73
4.1.3	記述統計量	74
4.2	市場反応の分析	74
4.2.1	異常リターンの測定方法	74
4.2.2	公表前後の市場反応	76
4.2.3	市場反応の要因分析	77
4.3	本章の小括と買主主導/売主主導の検討	79
5	ToSTNeT 買付の経済的帰結に関する実証分析	81
5.1	サンプルと記述統計量	81
5.1.1	サンプルの選択	81
5.1.2	サンプルの構成	81
5.1.3	記述統計量	82
5.2	市場反応の分析	83
5.2.1	公表前後の市場反応	83
5.2.2	市場反応の要因分析	84
5.3	本章の小括と買主主導/売主主導の検討および追加検証	85
6	公開買付の経済的帰結に関する実証分析	87
6.1	サンプルと記述統計量	87
6.1.1	サンプルの選択	87
6.1.2	サンプルの構成	89
6.1.3	記述統計量	90
6.2	市場反応の分析	93
6.2.1	公表前後の市場反応	93
6.2.2	市場反応の要因分析	95
6.3	本章の小括と買主主導/売主主導の検討および追加検証	97

7	相対買付の経済的帰結に関する実証分析	99
7.1	サンプルと記述統計量	99
7.1.1	サンプルの選択	99
7.1.2	サンプルの構成	100
7.1.3	記述統計量	100
7.2	市場反応の分析	101
7.2.1	公表前後の市場反応	101
7.2.2	市場反応の要因分析	103
7.3	本章の小括と買主主導/売主主導の検討	103
8	終章：論文の総括と今後の展望について	105
8.1	論文の総括	105
8.2	論文の貢献	107
8.3	今後の展望	108

1 序章

1.1 本論文の概要

本論文は、自社株買いの公表とその経済的帰結に関する研究である。本論文の特徴は、自社株買いを買付手法別で包括的に検証した点にある。さらに、それら買付手法は2つの仮説を使って買付動機を検証している。2つの仮説とは、自社株買いにおける買主（企業）と売主（株主）どちらに取引を実施する動機があるかを説明するものであり、それぞれ買主主導仮説、売主主導仮説と呼ぶ。

これまで、わが国では自社株買いの買付手法に対する意識は低かったようである。買付手法によって経済的特徴は異なるにもかかわらず、新聞紙面では単なる「自社株買い」に関する報道がなされるのみであり、またアカデミックでも初期の研究では買付手法の区別はされてこなかった。近年では買付手法別の実証結果が徐々に積み上がってきているものの、未だに本論文のように包括的に買付手法を検証したものは存在しない。

そして、こうした買付手法に対する意識の低さは、自社株買いの買付動機に対する理解を妨げているようにも思える。なぜなら、これまで先行研究で検証されてきた仮説は買主の理由を説明したものばかりであり、過小評価仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説、資本構成仮説といった、買主である企業のインサイダー情報の伝達や会計数値を通じて企業価値に影響するものである。しかしながら、買付手法別の先行研究からは買主だけが自社株買い実施の動機を有するのではなく、売主の側に動機があって自社株買いが実施される場合があることが示唆されてきた。本論文では自社株買いの経済的帰結を包括的に検証しているが、これを踏まえて買主側/売主側のどちらが取引を主導するかで自社株買いの情報内容を整理し、自社株買いのメカニズムの理解に貢献している。

本論文では買付手法を、証券市場内または市場外のどちらで取引が行なわれるかで分類している。市場内の自社株買いについては、自社銘柄に対して買い注文を出す、一般的な取引である Auction 買付と ToSTNeT-3 を用いた立会外取引による自社株買い（以後、ToSTNeT 買付）がある¹。市場外の自社株買いには公開買付を用いた自社株買い（以後、公開買付）と相対取引を用いた自社株買い（以後、相対買付）がある。

自社株買いを取り巻くわが国企業の状況として、リーマン・ショックに伴う金融危機によって一時的に落ち込んだものの、着実に普及している。例えば日本経済新聞は2015年に4.8兆円の規模で実施されたと報じた（日本経済新聞2016年10月19日朝刊1頁）。自社株買いはその実施によって、貸借対照表の純

¹ Auction 買付は市場買付、Market 買付、米国では Open Market Repurchase と呼ばれる。さらに、これら株式以外にも米国では Accelerated Share Repurchase という買付手法があるものの、筆者が確認したかぎりでは、わが国では実施されていない。

資産の部の減少項目である自己株式の増加を通じて、株主資本を減少させる。このとき分母効果によって ROE は機械的に向上する。そして ROE は社会で注目される指標の 1 つであり、2014 年 8 月に経済産業省から公表された、いわゆる『伊藤レポート』はわが国上場企業に対して ROE の水準を 8% 以上とするよう求めるようになった。そして、2014 年 1 月から公表が始まった JPX 400 では、銘柄選定基準のなかに ROE が含まれている。これまで、わが国の会計学研究では利益に対する数多くの知見の蓄積がある。ただし、この ROE への注目は分子である利益研究のみならず、分母であるエクイティ、すなわち株主資本の数値を変化させる自社株買い行動に対する知見の蓄積が求められるようになってきているといえよう。

こうした経済状況を背景に、本論文は買付手法別に先行研究サーベイと体系的な実証結果を提供する新規性の高い研究である。実証分析においては、自社株買いがどういったメカニズムで実施されているのかを明らかにする目的から、自社株買いの取引が買主主導か売主主導かを検討している。この分析を行うにあたって、特に自社株買いの実施公表時点に着目して、市場反応やその要因分析に焦点を当てている。そのため次の 3 点について本論文の限界がある。1 つは、専ら自社株買いに着目するため、同じペイアウト手法である配当に対する言及は小さい。2 つ目に、公表時点に着目するため、買付自体の達成率や自社株買い後の自己株式の処分（消却または第三者への割当て等）に関しては本論文では対象としていない。そして 3 点目には、とくに取引動機の検証に焦点を当てるため、長期の異常リターンの分析を行わず、短期の異常リターンの分析を中心に行う。

1.2 論文の構成

論文は図 1-1 で示されたとおり、全 8 章から構成されている。第 1 章は次節から自社株買いに関連する法制度を説明し、そして自社株買いの主要な仮説の説明を通じて、研究の背景について述べる。

第 2 章と第 3 章では日米の自社株買いの経済的帰結に関する先行研究をサーベイする。買付手法別に自社株買いの公表に対する市場反応を検証した日米の先行研究を対象とするが、とくに第 2 章では市場内で行なわれる自社株買いを、第 3 章では市場外で行なわれる自社株買いを取り扱う。そして、先行研究から明らかになっている買付手法別の経済的特徴や取引のメカニズムについて議論している。この議論を踏まえて、買付手法別に取引が買主主導であるか、売主主導であるか、法制度と先行研究の知見を手がかりに仮説を展開する。

第 4 章から第 7 章までは自社株買いの買付手法別の実証分析の結果を示している。本論文で行う分析は、サンプルの構成や記述統計量の分析を踏まえて、公表前後の市場反応の分析と、その市場反応の要因について回帰分析を用いている。なお、こうした検証は買付手法間での比較を可能にするため、分析の枠組みについて共通している。ただし、回帰分析においては買付手法特有の変数が得られるため、共通の回帰モデルと買付手法ごとに特別な回帰モデルから推定を行っている。第 4 章では市場内買付のうち、

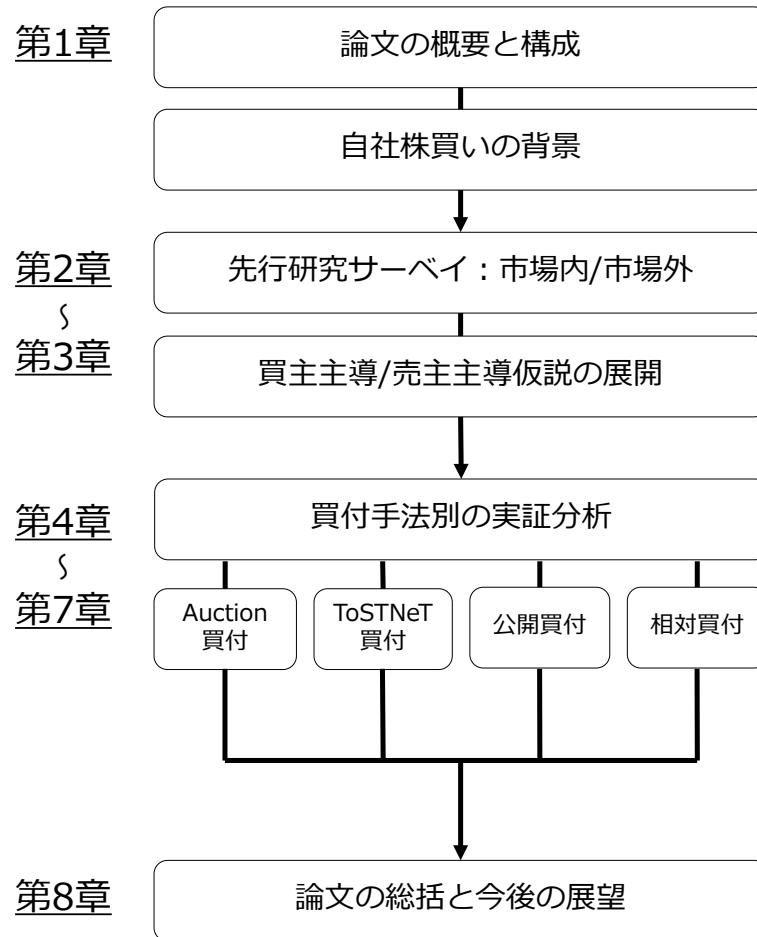


図 1-1 博士論文の構成

Auction 買付を、第 5 章では ToSTNeT-3 買付を対象に分析している。第 6 章では市場外買付のうち、公開買付を、第 7 章では相対取引をサンプルに実証分析を行っている。最後の第 8 章では論文を総括し、今後の展望について述べる。

1.3 わが国自社株買いの関連法制度とその背景

本節では自社株買いに関わるわが国の法制度についてその要点を説明する。関連法制度としては、会社法（2006 年の導入以前は商法）、金融商品取引法（以下金商法、2005 年の導入以前は証券取引法）、そして証券取引所の規程（以下、取引所規程）の 3 つがある。

■ 自社株買いの根拠法

上に挙げた 3 つのなかでも重要なのは、根拠法としての役割を果たす会社法である。1990 年代初頭までの商法では、株式消却のために取得する場合、合併または他企業の営業全部を譲受けに因る場合、企業の権利の実行にあたりその目的を達成するために必要な場合、営業譲渡・譲受、合併のために、株式の買取請求規定により株式を買い取る場合を除いて、原則的に企業が自らの発行済株式を取得する行為、いわ

ゆる自社株買いが禁じられていた(畠田, 2009)。この点について江頭(2014)は、その理由を次の4点のとおり述べている。

1. 資本金・準備金を財源とする取得は、株主への出資払戻しと同様の結果を生じ、会社債権者の利益を害する(資本の維持)。
2. 株主への分配可能額を財源とする取得でも、流通性の低い株式を一部の株主のみから取得すると、株主相互間の投下資本回収の機会の不平等を生じさせ、また取得価額いかんによっても残存株主との間の不公平を生じさせる(株主相互間の公平)。
3. 反対派株主から株式を取得することにより、取締役が自己の会社支配を維持する等、経営を歪める手段に利用される(会社支配の公正)。
4. 相場操縦、インサイダー取引などに利用される(証券市場の公正)。

しかし、1994年10月施行の商法改正によって自社株買いは解禁されることとなった。そこでは、商法212条の2(以下、商法212条)に基づき、利益消却、従業員への譲渡、売買請求による自社株買い、および相続を目的とする自社株買いが可能となった。しかし制約は多く、企業は利益消却のために取得した自社株を長期間保有することが認められなかった。他にも、従業員への譲渡を目的とする場合には発行済株式数の3%までしか取得が認められず、取得した株式は6ヶ月以内に譲渡しなければならなかった。さらには、みなし配当課税(1999年3月に撤廃)の課税対象となったこともあり、これらは企業の自社株買いの活用を制限していたものと考えられる。

次の商法改正は1997年6月に行われている。ここでは従業員のみならず、経営者を対象とするストック・オプション制度を導入しており、それにより、自社株買いの期限を6ヶ月から10年に延長しており、買い付ける株式数の上限を発行済株式の3%から10%へと引き上げられている。さらにこの時期には、2002年3月までの時限措置として、株式の消却の手續きに関する商法の特例に関する法律(以後、消却特例法)が制定されており、ここでは初めて株主総会決議なしに、定款授權による取締役会決議によって、中間配当予定額の1/2を原資として、自社株買いを行うことが可能となった。ただし、定款授權枠は発行済株式総数の10%以内であることが求められる。

つづいて2001年10月の商法改正では、商法210条の2が根拠法として機能することとなった。そこでは、自社株買いは原則容認とされ、分配可能額の範囲内であれば、目的や数量にかかわらず取得可能となった。また処分義務もなくなったため、自社株の保有が認められるようになった。この背景には、バブル経済後の金融機関の困窮から生じた、メインバンク制の崩壊に伴う株式持合い解消の受け皿として、金庫株の解禁が期待されていたとの指摘がある(垂井・那須, 2009)。

しかし、消却特例法を除き、これまでの自社株買いでは買付の株数や総額を株主総会に付議する議案と

して事前に開示したうえで、株主総会決議を必要としていた。なお、自社株買いの有効期限はその翌年の株主総会までの1年間である。しかし2003年9月の商法改正では、商法211条の3第1項2号（以下、商法211条）の定めによって、定款の定めがあれば、株主総会決議なしに取締役会決議のみで自社株買いを決議・実施することが可能となった。消却特例法下の自社株買いでは、定款授權枠を定款に記載することが求められるため、事前に自社株買いの概要についてはアナウンスされていた。しかし、商法211条によって、企業は事前の予告を必要とせずに自社株買いについて決議することが可能となった。ただし、こうした取締役会決議は相対買付では認められておらず、株主総会の特別決議が必要となる（会社法309条2項2号）。

2006年10月に施行された会社法においても、旧商法の規定はそのまま引き継がれており、会社法第2編第2章第4節「株式会社による自己の株式の取得」（第155条～第179条）にまとめられている。自社株買いの根拠法自体は会社法155条3号と会社法156条1項各号（以下、会社法156条）で定められており、さらに会社法165条3項または会社法459条1項（以下、会社法165条等）の規定から、企業は定款授權によって自社株買いを行うことが可能であり、現在も引き続き利用されている。定款授權による取締役会決議を認めるかどうかは非常に重要であるが、詳細は後ほど説明する。

会社法は他にも、自社株買いにおいて決議すべき事項を定めている。特に重要なのは、自社株買いを通じて取得する株式の数および支払う金銭、買付期間の3点を定めなければならない（会社法156条）。なお同条で買付期間は1年を超えないことと定められている。

また、会社法では自社株買いの具体的な買付手法について定めており、具体的には会社法165条1項で市場取引または公開買付を、会社法160条で相対買付を定めている。このとき、市場取引は市場を通じた自社株買いを示唆しており、Auction買付とToSTNeT買付が内包される。また、ToSTNeT買付は東京証券取引所で定められたものであり、各証券取引所ごとに名称は異なっている。大阪証券取引所ではJ-NET、名古屋証券取引所ではN-NET、JASDAQでは固定価格取引と呼称にバラつきがあるものの、いずれも同じルールの取引を指しており、本論文でこれらをすべてToSTNeT買付と呼称する。

以上、自社株買いにかかる会社法の要点は次のとおりである。

- ・原則として株主総会決議での実施を要求するが、定款授權により取締役会決議で実施が可能（会社法165条2項）、
- ・相対買付にかぎり取締役会決議は不可で、株主総会での特別決議が必要（会社法309条2項2号）、
- ・買付開始から1年以内に終了すること（会社法156条1項）、
- ・自己株式の保有期限の定めなし、
- ・自社株買いの買付上限なし（ただし分配可能額の範囲内）、

- ・ 自社株買いの買付目的は問わない。

■ 自社株買いにかかる情報開示

会社法が根拠法として機能する一方で、金商法と取引所規程の役割は主に情報開示にある。ただし、公開買付に関するルールは主に金商法で定められている。以下ではこれら情報開示に関するルールを説明する。

情報開示に関して、法律としては金商法で定められている。金商法の開示では、上場企業が市場での自社株買いを決議した場合には、当該買付が終了するまでは毎月、自社株買いの状況に関する報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない（金商法 24 条の 6 第 1 項）²。これは自己株券買付状況報告書と呼ばれており、取得状況、処理状況、保有状況が記載されている（企業内容等の開示に関する内閣府令第 19 条の 3、第 17 号様式）。なお、自己株券買付状況報告書は金融庁が運営する EDINET（Electronic Disclosure for Investors' NETwork）から入手可能である。そして金商法はさらに公開買付の場合、公開買付の開始と終了の時点で情報開示を要求している。開始の情報開示について、例えば新聞等を通じて自社株買いの目的、価格、株数、期間等の情報を広告するとともに（金商法第 27 条の 3 第 1 項）、同日に、同様の内容をより詳細に記載した公開買付届書を内閣総理大臣に提出をしなければならない（金商法第 27 条の 3 第 2 項）。また公開買付者は、買付期間最終日の翌日に、買い付けた株数等の買付結果を公告するとともに（金商法第 27 条の 13 第 1 項）、同日に、同様の内容を載せた公開買付報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない（金商法第 27 条の 13 第 2 項）。以上が金商法開示の概要である。

つづいて、取引所規程による情報開示では、適時開示情報システム（TDnet: Timely Disclosure network system）を用いて、主に適時開示を目的とするルールが定められている。しかしながら法律に基づくルールではないため、違反した場合に具体的な罰則規定はない。しかしながら、株価への影響など間接的なペナルティが想定され、強制力は高いとみられる。さて、上場企業の取締役会が自社株買いに関する決議を行った場合、それは取引所規程が要求する重要事実の決定に該当するため、決議内容の詳細を TDnet 上で適時開示するよう求められる。

なお、適時開示書類に記載される情報内容は、買付手法によっても異なる³。そこで、買付手法ごとに公表内容について言及しておくが、市場内で買付ける場合には、法令上の根拠条項、取得の理由、取得の内容、取得期間、その他投資者が会社情報を適切に理解・判断するために必要な事項を開示しなければならない（会社情報適時開示ガイドブック 2013 年 7 月版第 2 編第 1 章 5「自己株式の取得」を参照）。特

² 米国では四半期ごとに月次の買付状況を求められるが、わが国では月ごとに日次の買付状況を求めており、その情報量はリッチといえる。

³ 補論 2 では Auction 買付、ToSTNeT 買付、公開買付、相対買付について、TDnet を通じて実際に公表された一連の自社株買いに関連する適時開示書類をそのまま掲載している。

に、Auction 買付では他の買付手法と異なり、買付期間は1年以内の制限があるものの、その長さについてバラつきが大きい。したがって、買付期間の情報は Auction 買付でチェックすべき情報であるだろう。さらに、期間の長さから途中経過の資料が公表される点なども特徴的である。なお、ToSTNeT 買付でも買付期間は表示されるものの、その仕組み上、1営業日で終了するため、追加的な情報内容はないといえる。一方、市場外で公開買付けによって自己株式を買付ける場合には、買付け等の目的、自己株式の取得に関する決議内容、買付け等の概要を開示しなければならない（会社情報適時開示ガイドブック 2013年7月版第2編第1章12「公開買付け又は自己株式の公開買付け」を参照）。市場外の買付けでは株価とは異なる、独自に定めた価格で取引が行われる。そのため、その取引価格算定の根拠などの説明がなされるため、市場内の買付とは異なり、情報量が大きいと指摘される。

以上のように、情報開示について金商法開示と TDnet 開示との2つの規定がある。しかし、イベント・スタディのような分析では主に TDnet 開示を公表時点とするのが望ましいと言える。その理由は、公表時点の情報開示が市場内買付では金商法開示により要求されないこと、ひいては正確な公表時間を特定できないといった問題点が存在するためである。日本経済新聞における記事掲載時をアナウンスメント時点とする研究もあるが、これも TDnet での開示よりも遅くなる点で市場反応を正しく測定する観点からは問題があると言えよう。そして、TDnet 開示のタイミングは、市場に情報が伝播したタイミングと言えるため、正確な市場反応を観察することができるだろう。

さて、本論文では TDnet 開示を使って自社株買いに関するイベントを特定するが、定款授權による取締役会決議かどうかは、自社株買いの公表の時点を特定するうえで重要である。かりに取締役会決議ではなく株主総会決議で自社株買いを行うとするならば、企業は次のようなタイムラインで適時開示を行う。

1. 株主総会への付議公表
2. (株主総会決議に従う) 自社株買いの実施公表
3. 自社株買いの終了と買付結果

しかしながら、定款授權に基づく取締役会決議では、次のような適時開示が行なわれる。

1. 自社株買いの実施公表
2. 自社株買いの終了と買付結果

両者の違いは株主総会への付議があるかどうかであり、ポイントは自社株買い開始の情報開示が複数回行なわれるかどうかである。株主総会への付議の段階では取引内容の概要が明らかになるものの、実際に行われるかどうかは明らかでない。つまり、株主総会決議によって自社株買いを実施する際、(1) 買付内容、(2) 買付の決定に関する情報が段階的に開示されることとなる。そのため、自社株買い公表による資本市

場の反応を観察するには、複数のアナウンスメントを検証しなくてはならず、困難である。しかし定款授權に基づく取締役会決議では、一括して情報は開示されることとなる。したがって、取締役会決議を経た自社株買い公表前後の異常リターンを観察するだけで、市場反応の観察が可能であると考えられる。このように、本論文のようなイベント・スタディにおいては取締役会決議で実施されるかどうかは非常に重要なポイントとなる。

本項ではわが国の制度について述べてきたが、米国における制度については後述することとする。次項では、自社株買いの動機および市場反応を説明する、代表的な2つの仮説について説明する。

1.4 買付動機・市場反応に関する仮説

本論文は、自社株買いの買付動機、およびその市場反応を説明する仮説について、これまで検証されてきたものを整理して2つの仮説に大別している。1つは買主主導仮説、もう1つは売主主導仮説である。これらの仮説は、自社株買いの取引を行う買主である企業、売主である株主のどちらが主導権を握っているかによって振り分けられる。

これまで先行研究で検証されてきた仮説は、買付動機の側面からはほとんどすべてが買主主導仮説に分類される。例えば米国の自社株買いの買付手法のなかで、売主の意思決定が関わるような取引は相対取引を通じた自社株買いだけであった。そうした点に着目した研究に Chang and Hertz (2004) や Peyer and Vermaelen (2005) があるが、仮説の提案までには至っていない。しかしながら、これらの調査を通じて、株主の状態が相対取引による自社株買いの経済的帰結に影響を及ぼすことが明らかになっており、この点で売主主導仮説を検討する必要性は明らかである。後述するが、わが国では売主主導と考えられる取引がいくつか存在する。そうした取引においては、従来の買主主導を前提とした仮説で説明するのは難しく、売主主導と考えるべきと、本論文を通じて明らかにしたい。

さて、買主主導仮説に含まれる仮説については、先行研究で数多くの検証が行われてきた。本節では、その代表的な仮説を3つ紹介する。以下で紹介するのはシグナリング仮説/過小評価仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説 (FCF 仮説)、そして最適資本構成仮説である⁴。本論文の目的は買主主導か売主主導かを明らかにすることにあるので、すべての仮説を紹介することはしないが、共通して言えるのは企業の側に自社株買いを実施する動機があるというものである。それでは、各仮説の説明へと移る。

■シグナリング仮説

シグナリング仮説は Bhattacharya (1979) から始まり、主に配当の情報内容を説明する仮説であった

⁴ この他にも敵対的買収防衛仮説 (Takeover Deterrence Hypothesis)、ストック・オプション付与仮説 (Stock-Option Grants Hypothesis)、ミミックキング仮説 (Mimicking Hypothesis)、成熟仮説 (Lifecycle Hypothesis) など数多く存在する。これら仮説の説明については、Hsieh and Wang (2009)、島田 (2013) を参照されたい。また、ミミックキング仮説については Massa et al. (2007) を参照されたい。

が、自社株買いでは Vermaelen (1984) によって用いられるようになった。以降、自社株買いの動機および資本市場への経済的帰結を説明する仮説として、フリー・キャッシュ・フロー仮説とともに長らく検証されてきた。多くの先行研究でシグナリング・モデルが検証されてきたが、その含意に共通しているのは、経営者と投資家のあいだに情報の非対称性が起きており、情報優位にある経営者が投資家に向けて、何らかの手段を通じて（例えばペイアウト）、経営者が有する私的な情報をシグナルする、というものである。ここで何らかの手段を用いるためのコストが高くなるほど、そうしたコストを負担できる優良企業であることがシグナルされると考えられている。

ただし、Grullon and Ikenberry (2000) は自社株買いがシグナルする情報には次の 2 種類があると指摘している。1 つは、市場に向けて、将来の利益とキャッシュ・フローが上昇するという見込みを経営者が持っているという、期待を伝えようとするもの（新情報の提供）、もう 1 つは、現在の業績をもとに市場が企業の株価を過小評価しているとの表明を行なうもの（非効率性の是正；以後「過小評価仮説」と呼ぶ）である。これらの違いについて、新情報の提供という側面からは、例えば自社株買い後には企業業績の改善が観察されるものと考えられる。その一方で非効率性の是正は企業業績の改善に関するシグナルを発信しているのではなく、企業評価について経営者と市場のあいだにミスマッチがあるとのシグナルを発信するものである。具体的には、前者では自社株買い後に ROA などのパフォーマンス指標の改善が観察される一方で、後者ではこれは観察されない。代理変数について、シグナリング仮説では自社株買い後の ROA が想定される一方、過小評価仮説では自社株買いの公表前リターン、企業規模、簿価時価比率といった指標が使われるのが一般的である (Peyer and Vermaelen, 2009; 太田・河瀬, 2016)。

■フリー・キャッシュ・フロー仮説

フリー・キャッシュ・フロー仮説もまた、シグナリング仮説と並んで自社株買いの動機および資本市場への経済的帰結を説明する仮説として、重要な位置づけにある。これは、エージェンシー問題を解決するために自社株買いを行い、それが市場にとって Good News であるとする仮説である (Jensen and Meckling, 1976)。エージェンシー問題では、企業の超過資本が投資機会に必要な額を上回っている場合に、経営者が株主に超過キャッシュを返還することなく、正味現在価値が負の案件に投資したり、自らの報酬を増加させたりといった、経営者と株主とのあいだの利害対立に焦点を当てている。そこで、Easterbrook (1984) と Jensen (1986) はこの利害対立を解消するため、経営者が裁量性あるキャッシュを管理すべきだと主張した。このとき、ペイアウトの水準を引き上げることが企業のフリー・キャッシュ・フローを減少させ、ひいては企業の過剰投資を抑制することとなる。

こうしたフリー・キャッシュ・フロー仮説が意味するところは、企業が成熟段階にあるということをシグナルしているといえる。成長企業が成熟段階を迎えるにあたって、投資機会の減少により、過剰投資と

ならないよう、企業は自社株買いを行い、それを市場は Good News として受け止めるだろう。そしてフリー・キャッシュ・フロー仮説が正しければ、自社株買い公表後、期待キャッシュ・フローのボラティリティは減少すると考えられるため、企業の資本コストは減少し、また CAPEX や R&D などの投資額の減少などが観察されるだろう。代理変数については、現金や営業キャッシュ・フローといった指標が使われることが多い。

■最適資本構成仮説

最適資本構成仮説は Modigliani and Miller (1958) による MM 理論から説明される。MM 理論は完全市場のもとでは、企業価値は総キャッシュ・フローの市場価値で説明され、資本構成は企業価値に影響しないことを説明している。しかしながら、現実の市場は完全市場ではなく、なかでも企業は税金を納める必要がある。この税金の負担を緩和するには、負債比率を高める必要がある。税金の負担が緩和するほど企業価値は高まると考えられる一方で、負債比率が高すぎれば、倒産確率が高まる。つまり、あまりに負債比率が高ければ、倒産コストを反映して企業価値は低くなると考えられる。以上から、税金コストと倒産コストを考慮して、企業価値を最大化させる最適な資本構成が存在することを示唆している。

ここで、自社株買いを行えば企業の株主資本を減少させる。つまり、自社株買いは負債比率を引き上げることによって企業価値に影響する。最適資本構成仮説は、負債比率が最適資本構成となる比率よりも低いとき、企業価値を高めることを目的として自社株買いが行われ、その企業価値の向上に対して資本市場が正に反応するという仮説である。こうした特性から、最適資本構成仮説の代理変数には負債比率が使われる。

■買主主導仮説/売主主導仮説と経済的帰結

以上のように自社株買いの経済的帰結に対する代表的な仮説を紹介した。この他にも、多くの仮説があるが必要に応じて紹介する。これまでの検証で明らかになったように、これら代表的な仮説は買主側に取引の動機があることを暗黙的に仮定している。本論文では買主主導仮説に加えて、売主である株主に動機があり、そのため自社株買いを実施して自身から買い付けるよう企業に打診するという、売主主導仮説を検証する。

そして、本論文のテーマである経済的帰結の面では、買主主導仮説と売主主導仮説のあいだで、前者の動機で行なわれる自社株買いについて資本市場の反応がより大きいと予想している。その理由は、企業が行うディスクロージャーが将来の期待キャッシュ・フローに関わるインサイダー情報を伝達しているかどうかにある。買主主導仮説では、企業の何らかの意思が込められており、そのためインサイダー情報を伝達していると考えられるが、売主主導仮説では企業のインサイダー情報を伝達しているとは考えられない。そのため、買主主導仮説によって説明される自社株買いで、より強い市場反応が観察されると予想し

ている。

ただし、その一方で両者のあいだの市場反応の差はあくまで相対的なものであり、絶対的に買主主導仮説では市場反応が起こり、売主主導仮説では市場反応が起こらないというものではない。たとえ売主主導仮説で実施されるとしても、現金は払い出され、負債比率は高まる。したがって、フリー・キャッシュ・フロー仮説、最適資本構成仮説と統合的な市場反応が観察されるだろう。そして、インサイダー情報の伝達となる過小評価仮説は支持されないだろう。それでは次章から、自社株買いに関する先行研究サーベイを行う。

2 日米の市場内買付研究

2.1 本章の概要

本章では自社株買いについて、とくにその公表に対する資本市場の経済的帰結をテーマに日米の先行研究をサーベイしている。その上で、買付手法それぞれの説明を行い、買主主導で行なわれる取引であるか、売主主導仮説であるかを検討する。

この文献サーベイの特徴は買付手法ごとに先行研究を分類している点である。まず、買付手法ごとに分類することの妥当性について説明する。これまで多くのサーベイ研究は買付手法別ではなく、仮説を切り口にまとめられたものが多い。しかしながら、同じ自社株買いであっても、買付手法によって異なる経済的特徴が観察されており、支持される仮説についても異なることがある。例えば自社株買いの公表は、平均的に有意な正の市場反応となることが知られているが、実証研究から、その程度が買付手法によって異なることも明らかにされてきた。

日米の先行研究から、自社株買いに関する公表は概して Good News であると認識されている。その理由は第 1 章で説明したような仮説に基づいて説明されるが、一方でペイアウトでもある自社株買いは多額の現金を社外流出させる。つまり、過度の自社株買いは企業の財務困窮の可能性を高めるため、必ずしも Good News であるとはいえない。そして、以下で明らかになるものの、ToSTNeT 買付や相対取引の先行研究からは、公表とともに負の市場反応が観察されるケースがあり、買付手法別に検証する妥当性があるといえよう。

本章で対象とする買付手法は、市場内買付について、米国の Auction 買付 (Open Market Repurchase)、ASR (Accelerated Share Repurchase)、わが国の Auction 買付とわが国独自の買付手法である ToSTNeT 買付である。ASR については、わが国でも企業会計基準委員会 (Accounting Standards Board of Japan; ASBJ) でその会計処理について検討が始まっているものの、筆者の知る限りで実施されていない。そして文献サーベイを通じて、買付手法を区別したわが国先行研究の少なさがわかる。買付手法を区別しないことには、バイアスある経済的特徴しか観察できないため、今後の自社株買い研究に限界があるといえよう。

市場内買付研究のサーベイの次に、市場外買付研究のサーベイを行う。対象とするのは、米国の (固定価格の) 公開買付 (Fixed-priced Tender Offer Repurchase; 以後、公開買付とする)、ダッチ・オークションを用いた公開買付 (Dutch-Auction Tender Offer Repurchase; 以後、ダッチ・オークション買付とする) および相対買付、そしてわが国の公開買付と相対買付である。そして、本章のおわりに買主主導仮説と売主主導仮説を各買付手法に当てはめ、仮説を展開する。それでは、最初に米国の市場内買付につ

いてサーベイを行う。

2.2 米国における市場内買付

2.2.1 米国の Auction 買付の文献サーベイ

本項では Auction 買付について述べるが、これは最も一般的な買付手法であり、誰もが参加可能なオークション形式の公開市場において自社に対して買い注文を出すことで、自社株買いを実施している。Grullon and Ikenberry (2000) は、1980 年から 1999 年の期間において、件数で見れば Auction 買付が自社株買いの 91% とほぼすべてを占めていることを示した。Auction 買付はかつて株価操縦が懸念されていたが、1982 年 11 月に SEC が株価操縦に対するセーフ・ハーバーとして Rule 10b-18 を採用したことから、Auction 買付の活用が増加した。例えば Grullon and Ikenberry (2000) が示したところでは、1983 年には 53 件であったのに対して、1984 年には 236 件と急増している。1983 年までは、Auction 買付の件数は公開買付の件数とそれほど差がなかったが、公開買付の 1984 年の件数が 67 件であったのと比べても、Auction 買付の急増を伺い知ることができる。1999 年には、公開買付の件数が 21 件であったのに対して、Auction 買付の件数は 1,212 件であった。このように、Auction 買付は Rule 10b-18 以後、支配的に用いられる買付手法である。この Rule 10b-18 は (1) ブローカー、ディーラーが一人だけであること、(2) 終値に影響を与える、取引時間終了前 30 分間の取引をしていないこと、(3) 最も高い現在の独立入札価格あるいは、最新の独立売値を上回る価格で行われないこと、(4) それ以前の 4 週間で計算された自社株買いの総取引高が、平均日次取引高（大口取引を除く）の 25% を上回らないこと、以上のことが守られている場合に、株価操縦に対するセーフ・ハーバーの役割が果たされている。これらの要求について共通しているのは、株式の価格操作を防ぐことにある。

なお、Rule 10b-18 は 2003 年に修正され、2004 年 3 月からは四半期ごとに財務諸表内で月次ベースの買付活動が開示されるようになり、買い付けた総数、一株あたりの支払った平均価格、進捗度、実行中または他の自社株買いプランにおいて今後買い付けうる株式数といった情報の開示が要求される。Bonaimè (2015) はこうした規制変更によって、変更前とくらべて情報内容およびディスクロージャーの適時性が向上しており、Auction 買付にかかる情報開示の信頼性が高まることで、より強いシグナルが発信されるようになったと指摘している。

Auction 買付では、(株式数というよりはむしろ) 予め決められた金額の枠内でおよそ 2 年から 3 年にわたって買付を行うものが一般的であるとされる (Stephens and Weisbach, 1998)。そして、Auction 買付のうち開始の公表から 1 年間で終了するものは約 70% であるといわれる (Bargeron et al., 2017)。ただし、米国ではこの Auction 買付の開始時および終了時の公表は義務付けられていない。義務付けられているのは、四半期決算における財務諸表内の記載に限定されており、こうした公表は任意に開示されるも

のである。しかしながら、世界最大の米国の法律事務所である Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom 社によれば、潜在的な訴訟リスクを減少させるためにも自発的に公表することが望ましいと述べており、事実上の強制開示であるように考えられる。また、Auction 買付の実施が何らかのインサイダー情報をシグナルすることを理由に、企業には Auction 買付を公表するインセンティブがあると考えられる。

■ Auction 買付の公表日周辺の異常リターン

Auction 買付は公表件数のみならず、先行研究の数でも最多である。表 2-1 パネル A からは、公表時におけるサンプル平均のリターンは約 1-3% の値を取っていることがわかる。リターンの測定にあたっては、初期においては規模や簿価時価比率を使ってポートフォリオを構築し、そのポートフォリオ・リターンを正常リターンとして、各企業のリターンから控除する方法（ポートフォリオ調整済リターン）や、インデックス・リターンを正常リターンとして、各企業のリターンから控除する方法（インデックス調整済リターン）が取られていたが、次第にマーケット・モデルによって正常リターンを推定し、測定期間の各企業のリターンから控除する方法が次第に主流になっていることがわかる。

そして、このサンプルの平均リターンの値は近年の研究ほど値が小さくなる傾向が見て取れよう。Bonaimè (2012) も同様の指摘を行っている。ただし、同時公表についてコントロールしたものでは、2000 年代の研究であっても、平均 3% 程度の異常リターンが観察されている (Grullon and Michealy, 2004)⁵。このほか、公表前のリターンは一貫して負の値を取っており、これは Auction 買付の特徴である。こうした点で、Auction 買付では過小評価仮説の支持が伺える。そして買付規模は、発行済株式総数に対して平均 5-8% である。後ほど明らかになるが、これはわが国の Auction 買付よりも大きいといえる。

Auction 買付の先行研究では、これら Auction 買付を行う動機、そして異常リターンが生じる理由についてはどちらも過小評価仮説によって繰り返し説明されてきた。過小評価をどのように検出するか、先行研究では残余利益モデル (Residual Income Model; RIM) を用いて株式の理論価格を計算し、現在の市場価格との差を測定することで、過小評価の程度を直接検出する方法 (Bonaimè et al., 2014) と、公表前リターン (prior return)、企業規模 (firm size)、簿価時価比率 (book to market ratio)、(明記された) 買付動機 (stated purpose) の、主に 4 つの要因から過小評価が生じているかを間接的に検出する方法 (Ikenberry et al., 1995; Peyer and Vermaelen, 2009) がある。

RIM を用いた過小評価の直接検出の方法は D'Mello and Shroff (2000) が公開買付研究において導入したが、あまり採用されていない。その理由は、RIM で用いる純資産簿価、利益そして資本コストの 3 つの要因のうち、簿価と資本コストについて計算上のバイアスが大きくなるためと考えられる。純資産簿

⁵ 他にも、Bargeron et al. (2017) の雑誌掲載版では削られているが、2012 年に公表された Working Paper 版では短期の公表リターンが示されており、同時公表をコントロールしたうえでの公表時の市場反応は 2.84% と比較的高い水準であった。

価については基本的に時間の経過にかかわらず、利益や資本コストと比較して定常であると想定されているが、自社株買いは純資産簿価の値を変化させるものであるため、自社株買いのイベント・スタディで活用する場合には、推定の正確性が損なわれている可能性がある。次に資本コストの推定にあたっては、CAPM や Fama-French の 3 ファクター・モデルなど、過去の情報に基づいて、将来の資本コストを推定するという手続きが一般的である。しかしながら、資本コストは自社株買いを通じて下落することが知られている (Grullon and Michealy, 2004)。したがって、CAPM や Fama-French の 3 ファクター・モデルによって推定された資本コストは過大に見積もられる可能性がある (ただし、このバイアスは過小評価をより保守的に見積もるものではある)。

以上のように、直接検出する方法については一般的ではなく、多くは上記 4 つの要因から間接的に過小評価を検出する方法が使われている。公表日前のリターンについては、Vermaelen (1981) が Auction 買付の公表日前に株価が下落傾向であることを示し、これはそのまま過小評価が進行していることを意味する。先述したように、表 2-1 のパネル A からは、公表日前のリターンについて調査した先行研究のすべてで、負の値が確認されている。これは他の買付手法では観察されず、Auction 買付の特徴である。次に、規模について Vermaelen (1981) は小規模企業の株主に内部者が多いことや、アナリストが小規模企業に対しては、大規模企業とくらべて注目しない等の理由から、情報の非対称性が大きく生じていると指摘している。そして、この非対称性にもとづく過小評価が自社株買いに関する情報のインパクトを強くし、すなわち公表時の異常リターンが大きくなると説明している。さらに、このことは実証結果からも確認されている (Ho et al., 1997; Chan et al., 2004)。そして簿価時価比率であるが、これは株価が割安であるかをチェックする目的で使われる指標であり、過小評価を検出することが期待されている。ただ、実証結果では規模をコントロールしたうえでグラマー株であるほど、異常リターンが大きくなるという、予想とは逆の結果が観察されている (Chan et al., 2004)。他にも規模や株価のボラティリティをコントロールした場合には、簿価時価比率は異常リターンを統計的に有意に説明しないという結果も確認されている (Bonaimè, 2012)。以上のように異常リターンに対する簿価時価比率の説明力については統一的な見解が得られていないことがわかる。最後に、Auction 買付の公表にあたっては買付を行う理由や動機が明記される。特に、過小評価をあらわす “undervaluation” 等の文言が含まれている場合、この情報は経営者が市場に向けて直接的に過小評価を伝えることとなる。単に経営者が株価を上げたいというインセンティブを有しているだけの可能性もあるが、少なくとも過小評価を検出するための手がかりになるといえる。先行研究からは動機の部分で「過小評価」や「企業価値の最大化」といった文言が含まれている場合は、それ以外の理由を明記した場合と比べると、公表時の異常リターンが大きくなることが明らかとなっている (Ikenberry et al., 1995; Peyer and Vermaelen, 2009; Bonaimè, 2012)。

以上のように、過小評価仮説を間接的に検証する方法が先行研究では多く使われており、そして過小評

価仮説を支持する結果が得られている。ただし、過小評価仮説は先行研究においてしばしばシグナリング仮説と混同されることが多い。シグナリング仮説は企業の期待利益が改善するとの見込みを、経営者が自社株買いを通じて資本市場に伝達するというものであるが、Grullon and Michealy (2004) はシグナリング仮説を棄却し、自社株買いを通じて資本コストが低下し、CAPEX や R&D などの投資が増加しないことから、自社株買い前には資本が過剰な状態にあり、エージェンシー・コストが大きいと指摘している。したがって、自社株買いはエージェンシー・コストを減少させると考えられ、フリー・キャッシュ・フロー仮説を支持している。Grullon and Michealy (2004) が公表されて以降は、次第にシグナリング仮説と過小評価仮説は区別して表記されるようになった。

そして、フリー・キャッシュ・フロー仮説について言及しておくが、Grullon and Michealy (2004) 以外にこの仮説の検証に着目した研究はほとんど見られない。回帰分析の説明変数に、現金等を加えてフリー・キャッシュ・フロー仮説を部分的に支持するような研究がある (Kahle, 2002; Bonaimè, 2012)。しかし、現金やキャッシュ・フローそのものがフリー・キャッシュ・フローを表しているわけではない⁶。こうした事実はフリー・キャッシュ・フロー仮説の検証が難しいことを意味しており、今後の研究の進展にあたっては、フリー・キャッシュ・フローの推定方法について改善が求められるだろう。

この他にも Auction 買付前後の株価の変化を利用して、経営者が内部者取引を通じて自身の利得を最大化しようとする可能性を検証しているものがある (Babenko et al., 2012)。公表前の内部者の買いが大きいことは過小評価の代理変数と考えられており、その後の Auction 買付の公表による異常リターンが大きくなると述べている。ただ、こうした内部者取引は経営者が過小評価を認識しているかどうかを観察しているので、過小評価仮説の研究に含まれるだろう。

■ Auction 買付の公表から生じる長期リターン

Auction 買付の公表に対する短期の市場反応は、とくに過小評価仮説によって説明されている。Auction 買付研究の関心は、短期のリターンから次第に長期リターンへと移っていった。しかし、長期リターンの研究で支配的な見解は得られていない。この理由としては、長期の異常リターンの測定方法についての議論が決着していないことが挙げられる。先行研究で使われている測定方法は、大別すると月次リターンを使って累積異常リターン (CAR) を計算するものと、特定の年までの買い持ち異常リターン (BHAR) を計算するものがある。CAR を計算する方法については、(1) マッチング企業の月次リターンを正常リターンとし、測定対象となる企業の月次リターンから控除して異常リターンを計算する方法 (Jagannathan and Stephens, 2003; Chen et al., 2014)、(2) サンプル内の観測値を公表月から何ヶ月目かで並び替え、

⁶ 企業が保有するフリー・キャッシュの量を計算する方法として、例えば Opler et al. (1999) は回帰分析によって最適現金保有 (optimal cash holdings) の水準を推定し、その差分によってフリー・キャッシュの量を測定しようとした。しかしながら、Opler et al. (1999) の後続の研究では、必ずしも推定モデルは確立されておらず、フリー・キャッシュを推定することは現時点で困難であると考えられる。

観測値のリターンを被説明変数とするファクターモデルをクロスセクションで推定し、算出されたアルファを月次異常リターンとして CAR を求める、Ibbotson (1975) の Returns Across Time and Security (IRATS) 手法 (Chan et al., 2007; Massa et al., 2007; Peyer and Vermaelen, 2009) がある。そして、BHAR では (3) マッチング企業、またはマッチング・ポートフォリオが稼得するリターンを正常リターンとして定義し、これに対する観測値のリターンの超過分として異常リターンを計算する方法 (Ikenberry et al., 1995; Chan et al., 2004, 2007; Chen et al., 2014) がある。この他にも、(4) サンプルの観測値に対して、自社株買いを公表した月からカレンダータイムに従って一定期間ポートフォリオに組み入れ、ポートフォリオ・リターンをファクターモデルを使って時系列の回帰分析を用いてアルファを推定する。この手法は、Calendar-Time Portfolio (CTP) アプローチと呼ばれる方法 (Chan et al., 2007; Peyer and Vermaelen, 2009; Barger et al., 2015; Chen et al., 2014) も使われている。ただし、得られたアルファは月次の異常リターンではなく、一定期間中の平均異常リターンである点に注意が必要である。こうした測定方法の多様性は、長期リターンに関する知見があくまで特定の測定方法を前提に得られていることに留意する必要がある。つまり、ある測定方法では異常リターンが観察されるかもしれないが、その他の測定方法では異常リターンが観察されないかもしれないということを意味している。

ただし、Jagannathan and Stephens (2003) を除けば、Auction 買付の公表からは、正の異常リターンが観察されるようである。こうした結果から先行研究は過小評価仮説を支持するものがある (Ikenberry et al., 1995; Peyer and Vermaelen, 2009)。しかし先述の、間接的に過小評価を検出する主な 4 つの要因の説明は、先行研究間で異なる。

1 つ目に、公表前リターンが悪いほど公表から反転して長期リターンが大きくなるという結果 (Peyer and Vermaelen, 2009; Chan et al., 2010)、または公表日前のリターンと異常リターンには統計的に有意な関係がないという結果 (Chan et al., 2004, 2007) が得られている。次に規模について、公表時に企業の規模が小さいほど異常リターンが大きくなるという結果 (Peyer and Vermaelen, 2009) の一方で、公表時に企業規模が大きいほど異常リターンが大きくなるという結果が得られている (Chan et al., 2004, 2007, 2010)。簿価時価比率においても、バリュー株であるほど長期の異常リターンが大きくなる (Ikenberry et al., 1995; Peyer and Vermaelen, 2009; Chan et al., 2010) という結果の一方で、有意な関係が観察されない (Chan et al., 2004, 2007) という結果も得られている。最後に動機については、「過小評価」などの動機が示されていれば、有意に長期の異常リターンが大きくなるという結果が示されている (Peyer and Vermaelen, 2009)。以上のように、長期リターンにおいては過小評価仮説を支持する頑健な結果が得られていないといえよう。

こうした議論のなかで、2003 年に修正され、2004 年 3 月から施行された Rule 10b-18 の修正はディスクロージャーの強化を促しており、より精緻な研究を可能にしている。Barger et al. (2017) は、こ

れまでの先行研究で検証されてきた Auction 買付の開始だけでなく、買付の終了についても考慮している。そして、買付開始から買付終了まで、CTP アプローチで計算された月次の異常リターンは、正の値だが統計的に有意ではないと報告している。ただ先行研究との比較のため、買付開始から 1-3 年の枠で BHAR をも加えて異常リターンを計算したところ、先行研究と同様に統計的に有意に正であると報告している。この点で矛盾が生じているが、この点を考察するため、当該買付の終了から、当該買付開始から 1-3 年までの期間（つまり Auction 買付終了後の期間）で検証したところ、統計的に有意に正の異常リターンを観察している。つまり先行研究では、買付終了後に生じた株価増加のイベントを捉えていた可能性がある。

そして Barger et al. (2017) は、買付終了後に新たな自社株買い実施が公表されることや、企業に対する TOB が、先行研究で捉えられてきた長期リターンの源泉であることを明らかにした。Barger et al. (2017) が正しいとすれば、Auction 買付の公表から生じる長期リターンに関する議論は解決されたのかもしれないが、Auction 買付の長期リターンについては、測定方法の段階から、今後も多くの検証が必要だろう。

表 2-1 米国の Auction 買付研究
パネル A Auction 買付データ

論文名	計算方法	サンプルの平均リターン					掲載雑誌	同時公表	予定買付割合	達成率
		公表時	公表前	長期	公表前	長期				
Vermaelen (1981)	ポートフォリオ調整リターン	3.67 [-1, 1]	-3.62 [-25, -2]	N/A	N/A	JFE	YES	N/A	N/A	
Bartov (1991)	マーケット・モデル	N/A	N/A	N/A	N/A	JAE	NO	5.28	N/A	
Ikenberry et al. (1995)	(1) ポートフォリオ調整リターン, (2) ポートフォリオ調整リターン	3.54 [-2, 2] by (1)	-3.07 [-20, -3] by (1)	4.59 [1y, 3y] by (2)	JFE	NO	N/A	N/A	N/A	
Ho et al. (1997)	マーケット・モデル	3.0 [-2, 2]	-2.4 [-42, -3]	N/A	TAR	YES	6.60	N/A	N/A	
Liu and Ziebart (1997)	インデックス調整リターン	5.05 [-2, 2]	N/A	N/A	TFR	NO	N/A	N/A	N/A	
Kahle (2002)	マーケット・モデル	1.61 [-1, 1]	-3.64 [-43, -4]	N/A	JFE	NO	6.43	N/A	N/A	
Jagannathan and Stephens (2003)	マッチング調整リターン	2.53 [-1, 1]	N/A	N/A	FM	NO	N/A	N/A	N/A	
Chan et al. (2004)	(1) インデックス調整リターン	2.18 [-2, 2] by (1)	-8.46 [-252, -1] by (2)	23.56 [0m, 36m] [0y, 4y] by (2)	JFQA	NO	N/A	N/A	N/A	
Grullon and Michaely (2004)	(2) マッチング調整リターン	2.71 [-1, 1]	N/A	N/A	JF	YES	6.77	N/A	N/A	
Chan et al. (2007)	(1) マッチング調整リターン	N/A	-8.46 [-1y, 0y] by (1)	3.49 [0y, 3y] by (1)	JBF	NO	6.90	N/A	N/A	
	(2) CTP アプローチ (Carhart)			0.28 [0y, 4y] by (2)						
	(3) IRATS (Carhart)			15.32 [0, 47m] by (3)						

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。

(次ページへ続く)

表 2-1 米国の Auction 買付研究
 パネル A Auction 買付データ (前ページからの続き)

論文名	計算方法	サンプリングの平均リターン				掲載雑誌	同時公表	予定買付割合	達成率
		公表時	公表前	長期	集中産業				
Massa et al. (2007)	(1) マーケット・モデル	集中産業	N/A	集中産業	JFE	NO	N/A	N/A	
		2.53 [-1, 1] by (1)		2.87 [1m, 36m] by (2)					
Peyer and Vermaelen (2009)	(1) マーケット・モデル	非集中産業	-8.41	非集中産業	RFS	NO	7.37	N/A	
		2.59 [-1, 1] by (1)		25.94 [1m, 36m] by (2)					
	(2) 生リターン								
	(3) IRATS (FF)								
Chan et al. (2010)	(1) インデックス調整リターン	1.80 [-2, 2] by (1)	N/A	8.58 [0q, 8q] by (2)	JCF	NO	7.45	N/A	
	(2) マッチング調整リターン			0.38 [0m, 24m] by (3)					
	(3) CTP アプローチ (5 フェックター)								

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。(次ページへ続く)

表 2-1 米国の Auction 買付研究
 パネル A Auction 買付データ (前ページからの続き)

論文名	計算方法	サンプルの平均リターン					掲載雑誌	同時公表	予定買付割合	達成率
		公表時	公表前	長期	同時公表	達成率				
Babenko et al. (2012)	(1) マatching調整リターン	1.42 [-1, 1] by (1)	-5.30 [-43, -4] by (2)	7.27 [2, 252] by (1)	NO	6.51	N/A			
	(2) マーケット・モデル	1.27 [-1, 1] by (2)								
Bonaimè (2012)	インデックス調整リターン	1.93 [-2, 2]	-5.67 [-40, -6]	N/A	NO	6.47	72.57			
Akyol et al. (2014)	マーケット・モデル	1.29 [-1, 1]	-2.01 [-20, -2]	N/A	NO	8.06	N/A			
Bonaimè et al. (2014)	マーケット・モデル	1.72 [-1, 1]	N/A	N/A	NO	N/A	N/A			
	(1) インデックス調整リターン	N/A	N/A	13.51 [13m, 48m] by (1)	NO	N/A	N/A			
Chen et al. (2014)	(2) Matching調整リターン			-1.31 [13m, 48m] by (2)						
	(3) CTP アプローチ (FF)			0.07 [13m, 48m] by (3)						
	(4) CTP アプローチ (Carhart)			0.19 [13m, 48m] by (4)						

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。(次ページへ続く)

表 2-1 米国の Auction 買付研究
 パネル A Auction 買付データ (前ページからの続き)

論文名	計算方法	サンプルの平均リターン				掲載雑誌	同時公表	予定買付割合	達成率
		公表時	公表前	長期					
Bargeron et al. (2017)	(1) CTP アプローチ (FF)	N/A	N/A	0.1622 [0m, 7m] ⁷ by (1)	JFQA	YES	N/A	N/A	
	(2) CTP アプローチ (Carhart)			0.2288 [0m, 48m] by (1)					
	(3) マッチング調整済み BHAR			0.2751 [0m, 48m] by (2)					
				0.0549 [0m, 48m] by (3)					

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。

⁷ τ は買付終了を表し、そのタイミニングは観測値によって異なる。

表 2-1 米国の Auction 買付研究
パネル B Auction 買付レビュー

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Vermaelen (1981)	1970-1978 年、WSJ から収集、243 件	Auction 買付の公表日周辺の異常リターンを検証。	Auction 買付の公表とともに正のリターンが観察された。しかし公表前のリターンは小さく、株価が一時的に下落したところで Auction 買付を行っている可能性が指摘された。
Bartov (1991)	1978-1986 年、WSJ から収集、185 件	Auction 買付の公表日周辺の異常リターンをアナリストの利益予想の変化とベータの変化が説明するかどうかを検証。	コントロール・サンプルでは非有意であるが、検証サンプルではアナリストの利益予想の改善が大きいほど、ベータが小さくなるほど、統計的に有意に公表時の異常リターンが大きくなることが示された。
Ikenberry et al. (1995)	1980-1990 年 (1987 年 4Q 除く)、WSJ から収集、1,239 件	短期と長期の株価の異常リターンについて、規模をコントロールしたうえで簿価時価比率による影響を検証。	長期の株価の異常リターンについて、グラマー株とバリュー株とは、Auction 買付開始の公表から 3 年の BHAR についてバリュー株であるほど大きくなることを明らかにした。
Ho et al. (1997)	1978-1992 年、WSJ から収集、232 件	Auction 買付の短期の異常リターンを回帰分析によって検証。	回帰分析からは、前年の経常利益が大きいほど、営業キャッシュ・フローが大きいほど、売上の成長率が大きいほど、買付規模が大きいほど、公表前のリターンが悪いほど、企業規模が小さいほど、短期の異常リターンが大きくなるのが統計的に有意になることが示された。
Liu and Ziebart (1997)	1984-1989 年、WSJ から収集、264 件	Auction 買付の公表日周辺の異常リターンの大きさが、その期間後の異常リターンの動向を説明するか検証。	Auction 買付の公表日周辺の異常リターンが正であれば、その期間後の異常リターンは統計的に有意に小さくなることがわかった。
Kahle (2002)	1991-1996 年、SDC から収集、712 件	Auction 買付の市場反応とストック・オプションの関係を検証。	Auction 買付の市場反応を説明するのは、主に公表前の異常リターンとフリー・キャッシュ・フロー、有配企業であるかであり、特に経営者のストック・オプションは追加的な説明力を有していないことが明らかにされた。
Jagannathan and Stephens (2003)	1986-1996 年、SDC から収集、3,520 件	Auction 買付を頻繁に行うかどうかを考慮して短期と長期の市場反応を検証。	買付を行う頻度が少ないほど、短期の市場反応は大きくなる。しかし、長期では明瞭な結果は得られていない。

(次ページへ続く)

表 2-1 米国の Auction 買付研究
 パネル B Auction 買付レビュー (前ページからの続き)

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Chan et al. (2004)	1980-1996 年 (1987 年 4Q 除く)、SDC から収集、5,508 件	Auction 買付の経済的帰結が、過小評価仮説、FCF 仮説、レバレッジ仮説のどれからもたらされているのかを、短期・長期異常リターンから検証。	規模が小さいほど、グライダー株であるほど、買付割合が大きいほど、過去リターンが悪いほど、短期の異常リターンは大きくなることを示した。長期では、逆に規模が大きいほど、負債の割合が大きいほど、実際に買付けているほど、異常リターンが大きくなることを示した。
Grullon and Michealy (2004)	1980-1997 年、WSJ、SDC から収集、4,443 件	Auction 買付の市場反応が発生する理由について、シグナリング仮説と FCF 仮説について検証。また、3 年間のドリフトについても検証。	買付公表から 3 年間の業績指標は改善されず、また将来の CAPEX と R&D は有意に増加しないため、Auction 買付についてシグナリング仮説を棄却。市場反応はシステマティック・リスクの減少等とともに大きくなることから、FCF 仮説を支持。また買付公表から 3 年の異常リターンをシステマティック・リスクの減少によって説明されることを明らかにした。
Chan et al. (2007)	1980-1996 年 (1987 年 4Q 除く)、SDC から収集、5,508 件	Auction 買付において実際に買付けることが長期の異常リターンにいか影響を与えるかを検証。	異常リターンの測定方法にかかわらず、Auction 買付で実際に大量に買付けるほど、長期の異常リターンは大きくなる傾向が示された。また BHAR の回帰結果からは、規模が大きいほど異常リターンが大きくなることを示している。
Massa et al. (2007)	1984-2002 年、SDC から収集、28,636 件	自社株買いの動機として、ミミッキング仮説を検証。ミミッキングの代理変数は競争の激しい業界 (集中産業) に属しているかどうかであり、サンプルを集中産業と非集中産業に分割している。そこから、ミミッキングに動機づけられた Auction 買付が行われているかどうかの確認のため、サブサンプル間の市場反応を検証。	集中産業に属する企業の Auction 買付の公表は、同業他社の株価に統計的に有意に負の影響を与えることがわかった。そして、短期では集中産業と非集中産業の市場反応に有意な差は観察されないが、長期においては非集中産業においてのみ、有意に正の異常リターンが観察されている。このことから、集中産業においては同業他社の Auction 買付による、株価への負の影響を緩和するために、ミミッキングとして Auction 買付を実施すると指摘している。

(次ページへ続く)

表 2-1 米国の Auction 買付研究
 パネル B Auction 買付レビュー (前ページからの続き)

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Peyer and Vermaelen (2009)	1991-2001 年、Lexis Nexis から収集、3,481 件	Ikenberry et al. (1995) で示された、Auction 買付における長期の異常リターンが、現在でも確認されるか検証。長期の異常リターンの測定には 3×2 通りの手法によって検証している。また、公表時に明示される Auction 買付の動機が与える影響や、さらに公表前リターン、規模、簿価時価比率、(明記された) 動機を考慮した、過小評価の指標である U-index を用いて検証。	長期の異常リターンが現在でも観察された。この理由を、Auction 買付公表前の CAR が負であるほど、長期の異常リターンが大きくなることを指摘し、そしてその理由をアナリスト・ミステイク仮説によって説明。この仮説は Auction 買付公表前にアナリスト推奨が平均的に売りの方へ推移し、またアナリストによる Auction 買付後の EPS 予想の有意な下方修正が観察された。以上のように市場の非効率率が解消されないため、長期リターンが観察されるようである。
Chan et al. (2010)	1980-2000 年 (1987 年 4Q 除く)、WSJ、SDC から収集、7,628 件	Auction 買付の公表後の長期リターンについて、裁量的会計発生高が大きい場合とそうでない場合とに区分して検証。	短期のリターンでは裁量的会計発生高の程度は影響を与えないものの、長期のリターンでは裁量的会計発生高が大きい場合に、統計的に有意なリターンが観察されない。また回帰結果から、短期と長期ではリターンを説明する変数が異なる。
Babenko et al. (2012)	1989-2007 年 (2001 年 9 月 11-17 日除く)、SDC から収集、5,827 件	Auction 買付の市場反応と内部者による株式の売買との関係を検証。	公表 6 ヶ月前の内部者の買いが大きければ、公表時の異常リターンが統計的に有意に正の方向に大きくなり、内部者の売りが大きければ異常リターンが統計的に有意に負の方向に大きくなる。
Bonaimè (2012)	1988-2007 年、SDC から収集、11,697 件	Auction 買付において、企業のレピュテーションが市場反応に影響を与えるかどうかを検証。また、公表される動機が市場反応に影響を与えるかも検証。	公表時の異常リターンは、過去の達成率が良い (レピュテーションが高い) ほど、統計的に高くなることがわかった。公表される動機が株主価値を高めるとの主旨であれば、市場反応は有意に大きくなる。
Akyol et al. (2014)	2004-2007 年、SDC から収集、315 件	ASR の市場反応と実際に買い付けている Auction 買付のそれと比較。ASR を使っておらず、また 1% 以下の買付についてはサンプルから除外。	統計的に有意な正の異常リターンを確認。ASR のサンプルの公表前の異常リターンにおいて統計的に有意に異なる。Auction 買付サンプルは公表前の異常リターンが統計的に有意に負であった。なお、Auction 買付のサンプルは ASR のサンプルよりも平均値でも中央値でも、統計的に有意に予定買付割合が高く、執行可能なストック・オプションの比率が高く、買収の可能性が低い。

(次ページへ続く)

表 2-1 米国の Auction 買付研究
 パネル B Auction 買付レビュー (前ページからの続き)

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Bonaimè et al. (2014)	1990-2010 年、SDC から収集 (金融業、公益業を除く)、7,880 件	Auction 買付サンプルを、レバレッジの程度と過小評価の程度で 4 つに区分して、市場反応に違いが生じるかを検証。	4 つの区分では、過小レバレッジかつ過小評価されていると、市場反応が大きくなることが観察された。過小レバレッジと過小評価では、過小評価の影響が大きいためであるが、過小評価の程度をコントロールしたところ、レバレッジの程度が小さいほうが市場反応について大きくなることがわかった。
Chen et al. (2014)	1987-2006 年 (1987 年 4Q 除く)、SDC から収集、5,190 件	Auction 買付後の内部者による買いが多いか、売りが多いかを区別して長期の異常リターンを検証。	リターンの測定方法にかかわらず、売りが多い場合よりも、内部者の買いが多いほど長期の異常リターンは正に大きくなる。
Bargeron et al. (2017)	1979-2010 年 9 月、Factiva から収集、19,498 件	Auction 買付の買付開始から買付終了までのアナウンスメント (Auction 買付のライフサイクル) に着目し、長期の異常リターンを検証。	長期で、ライフサイクルの期間中の有意な異常リターンは観察されなかった。ただ、先行研究と同様のイベント・ウィンドウでの長期リターンについては整合する結果が得られている。この相違は、買付終了後に起こる後続の株価増加のイベント、とくに別の Auction 買付と敵対的買収によって説明されるようである。

2.2.2 米国の ASR の文献サーベイ

ASR は近年で米国で活用されるようになった手法である。ASR は 1996 年から 2003 年の期間においてわずか 13 件しか行われなかったものの、2004 年から 21 件と急増しており、2007 年には 97 件が実施された。ただし、2008 年では急落し、25 件に留まっている (Bargeron et al., 2011)。ASR の主な特徴として買付けの即時性の面が指摘されよう。Auction 買付はすでに説明したように、公表から約 2-3 年で買付けられるようだが、反対に ASR は即座に買付けが終了する手法である。

ASR では、企業がその実施を決めたあと、投資銀行などの仲介人が企業の株式を機関投資家などの大株主から借りてきて、それを直ちに相対取引を使って企業に売ること、企業は自社株買いを行う。その後、仲介人は借りた株式を返却するため、資本市場から株式を調達する。つまり、仲介人は株式を空売りしているのが、当然に後の買付に要した金額は、当初の取引価額とは異なる。当初の取引価額と実際の取引価額とに差があれば、その金額については企業が補償する、あるいは返金されるというメカニズムである。また、仲介人は主に投資銀行である (Bargeron et al., 2011)。また、これらのメカニズムについて、図 2-1 を参照されたい。

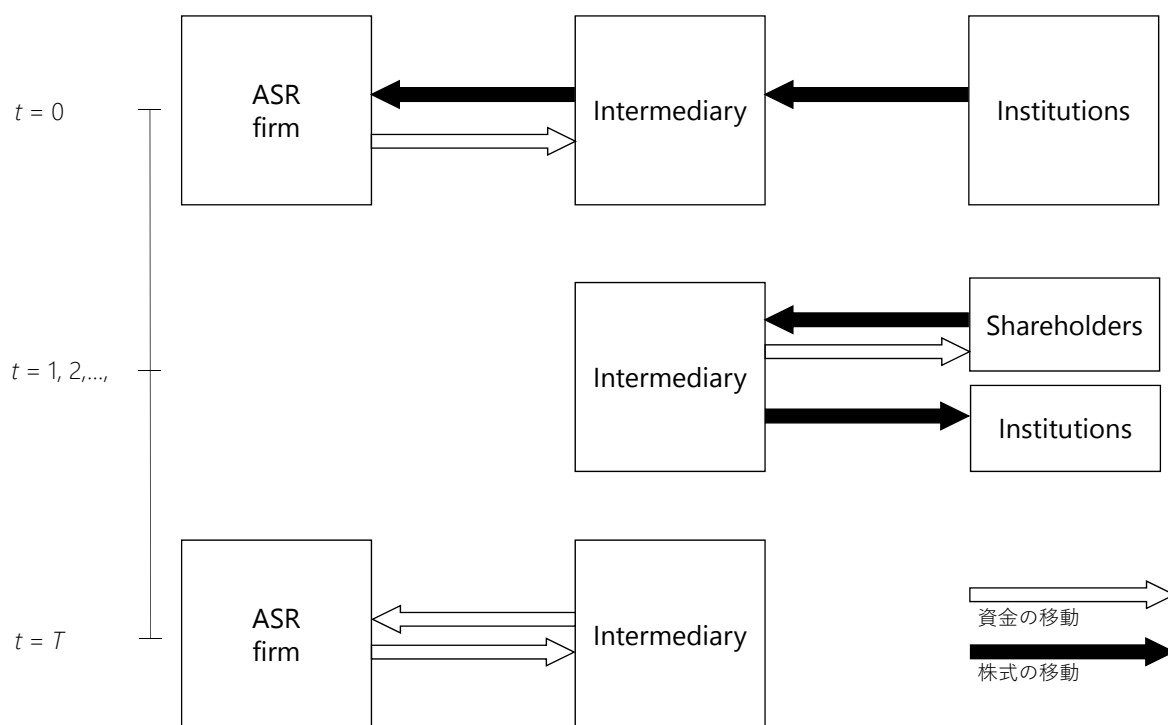


図 2-1 ASR の手順

(注) この図は Barger et al., (2011) を参考に作成した。ASR は次の 6 つの手順を経て行なわれる。(1)ASR firm が ASR 実施を決める、(2)Intermediary が Institutions から株式を借りる、(3)Intermediary が借りてきた株式を、ASR firm が相対買付で買付け、同時に先渡契約を締結、(4)Intermediary が市場で Shareholders から ASR firm の株式を買付け、(5)Intermediary が Institutions に借りた株式を返却、(6)ASR firm と Intermediary で差金決済を行い終了する。

ASR は比較的新しい買付手法であるため、そのデータ環境は不十分なようである。例えば Chemmanur et al. (2010) は、Auction 買付でよく利用される SDC データベースが、彼らが手作業によって収集した観測値の半分しかカバーしていないと指摘している。こうした事情もあって ASR についての研究は少なく、表 2-2 パネル B からわかるように、一般的にサンプルは手作業で収集されている。ASR の内容については SEC に提出される Form 10-K、10-Q または 8-K、Factiva のようなニュースサイトで確認することができる。

表 2-2 パネル A から、先行研究で約 1% 前後の異常リターンが生じていることが見て取れよう。買付比率については平均で約 5% が買い付けられるようである。これらは Auction 買付と類似しているが、ややペイアウトの規模が小さく、そのため市場反応が小さくなっているように思える。ただし公表前の異常リターンについて、Auction 買付では平均的に、統計的に有意な負の異常リターンが観察されていた一方で、ASR では負ではあっても統計的に有意にはならず (Michel et al., 2010; Barger et al., 2011)、さらには正の異常リターンが観察されることもある (Akyol et al., 2009, 2014)。つまり、ASR 公表前には Auction 買付と比べて過小評価されてはいないようであり、この点で ASR では過小評価仮説は支持されない。

なお ASR はそれ単独のみならず、Auction 買付と組み合わせて活用されることも多いようである。こ

の点に着目した Bonaimè (2012) は、ASR を行う企業について、過去の達成率が統計的に有意に低いことを報告しており、さらに ASR 単独で実施する場合にこの傾向が強くなることを報告している。これは、ASR を通じて企業が過小評価されているとの意思表示をしているのではなく、企業が自社株買いに対するシグナルの信頼性を維持・改善することを目的として ASR を実施しているということを示唆する結果である。さらに、ASR を実施する企業は企業規模が大きく (Bargeron et al., 2011; Akyol et al., 2014)、またグラマー株である (Akyol et al., 2014) と報告されている。これらの要因は、Peyer and Vermaelen (2009) で示された U-index において、企業の株価が過小評価されていることを意味しない。以上の知見からも過小評価仮説は支持されず、従って ASR の市場反応は Auction 買付のそれよりも小さくなると予想される。

しかし、Akyol et al. (2009, 2014) では ASR の市場反応を Auction 買付と比較しているが、両者に統計的に有意な差は観察されない。こうした結果は上述した予想とは整合的ではないが、Bonaimè (2012) で示された 1988 年から 2007 年までの年次の平均 CAR を従属変数に、年のトレンド変数を説明変数とする単回帰分析を行ったところ、説明変数の係数は負に有意であった。このように、もし Auction 買付の市場反応が小さくなっているのだとすれば、差が現れにくい可能性も考えられる。さらには ASR の検証期間は活用され始めた部分に限られており、市場が正しく ASR の情報内容を理解していない可能性も考えられる。今後は、ASR 実施の動機を解明し、そして他の買付手法のなかでの役割を理解する必要があるだろう。

表 2-2 米国の ASR 研究
パネル A ASR データ

論文名	計算方法	サンプルの平均リターン					同時公表	掲載雑誌	予定買付割合	達成率
		公表時	公表前	長期	同時公表	掲載雑誌				
Akyol et al. (2009)	マーケット・モデル	0.9 [-1, 1] by (1)	0.7 [-20, -1] by (1)	N/A	NO	WP	4.6	N/A		
Michel et al. (2010)	(1) マーケット・モデル	1.26 [-1, 1] by (1)	-0.80 [-15, -1] by (1)	-8.57 [15, 9m] by (1)	NO	FAJ	5.3	N/A		
	(2) 4 ファクター・モデル	1.20 [-1, 1] by (2)	1.20 [-1, 1] by (2)	-4.56 [15, 9m] by (2)						
Chemmanur et al. (2010)	インデックス調整リターン	1.75 [-2, 2]	N/A	N/A	NO	WP	5.79	N/A		
Bargeron et al. (2011)	マーケット・モデル	1.43 [-1, 1]	-0.00 [-44, -4]	N/A	NO	JFE	5.27	58.03		
Bonaime (2012)	インデックス調整リターン	1.63 [-2, 2]	N/A	N/A	NO	JFQA	5.85	N/A		
Akyol et al. (2014)	マーケット・モデル	1.09 [-1, 1]	0.83 [-20, -2]	N/A	NO	IRF	5.2	N/A		
Yook and Gan-gopadhyay (2014)	(1) マーケット・モデル	2.26 [-1, 1] by (1)	0.16 [-10, -2] by (1)	0.11 [0m, 36m] by (2)	YES	MF	4.25	N/A		
	(2) CTP アプローチ (FF)									

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。

表 2-2 米国の ASR 研究
パネル B ASR レビュー

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Akyol et al. (2009)	2004-2007 年、LIVEDGAR Global Research から収集、91 件	ASR のサンプルを、業種でマッチングした Auction 買付のサンプルと市場反応について比較。	ASR でも Auction 買付でも、公表時の異常リターンは統計的に有意に正になる一方、公表前のリターンについては、ASR では非有意ながら正になることがわかった。
Michel et al. (2010)	2004-2007 年、LexisNexis・ProQuest から収集、127 件	ASR の公表前後の日次の異常リターンの推移、および公表後 9 ヶ月までの日次の異常リターンを、マーケット・モデルおよび 4 ファクター・モデルを使って検証。	ASR の公表時の異常リターンは正であったが、公表前では負であり、Auction 買付と同様の性質が確認されている。公表後 9 ヶ月までの長期の異常リターンについては、統計的に負の値になることがわかった。
Chemmanur et al. (2010)	2004-2007 年 11 月、Lexis Nexis から収集、229 件	ASR を Auction 買付と比較するかたちで市場反応を検証し、また回帰によってその要因についても検証。	公表日周辺 11 日・15 日間の ASR の異常リターンは Auction 買付のそれよりも統計的に有意に大きい。また回帰の結果から、ASR 公表の場合には上記のウィンドウでの異常リターンが大きくなることが示された。以上から ASR を実施する動機として過小評価仮説が支持されている。
Bargeron et al. (2011)	1996-2008 年、EDGAR・Factiva・SEC filing から収集、256 件	ASR を多面的に分析しており、ASR 企業の経済的特徴や、市場反応について Auction 買付企業と比較。	ASR の公表時の異常リターンは有意に正である。これは予定買付割合の大ききから統計的に有意に説明される。ただし、公表前の異常リターンについては有意に負ではない。ASR 企業は企業規模が大きい、後に CEO の自主退職が多いなどの特徴が観察されている。
Bonaimè (2012)	2004-2007 年、Factiva・Lexis-Nexis から収集、133 件	ASR の市場反応について、企業の自社株買いに對するレピュテーションが与える影響を検証。	ASR の公表時の異常リターンは正である。また、ASR は統計的に有意に過去の達成率が低いほど実施の可能性が高くなることを示した。この傾向は ASR 単独での実施でより強い傾向が観察されている。
Akyol et al. (2014)	2004-2007 年、10-K・10-Q・8-K から収集、135 件	ASR の市場反応を実際に買い付けている Auction 買付のそれと比較。	ASR 公表時の市場反応は有意に正である。しかし公表前のリターンが有意ではないが、係数が正であった。これは Auction 買付とは異なる特徴である。ASR では Auction 買付よりも有意に予定買付割合が低く、執行可能なストック・オプションの比率が低く、買取の可能性が高い。さらに企業規模が大きく、グラマー株である傾向が見られる。

(次ページへ続く)

表 2-2 米国の ASR 研究
 パネル B ASR レビュー (前ページからの続き)

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Yook and Gangopadhyay (2014)	2004-2010 年、Factiva から収集、245 件	ASR の短期・長期の市場反応について、ASR の買付規模、Auction 買付プログラムの一部であるかどうか、アナウンスメントのオーバーラッピング、買付期間、同時公表の有無、そして明記された動機を考慮して検証。	ASR 公表時の異常リターンは、前年に実施した自社株買いの規模が大きいこと、Auction 買付の公表と同時であること、それ以外の同時公表がないことで、統計的に有意に大きくなることがわかった。また公表後 36 ヶ月の月次の異常リターンの平均は統計的に有意にゼロと異なる。

2.3 わが国における市場内買付

2.3.1 わが国の買付手法の区別に対する意識

以下ではわが国の先行研究について述べるが、わが国で実施されている市場内買付には、売買立会によって公開市場で買い付ける Auction 買付と、売買立会外で行われる ToSTNeT 買付がある。日本においても、最も実施される自社株買いの手法は Auction 買付である (小西・趙, 2003; Takahashi, 2016; 太田・河瀬, 2016)。理由として、2003 年 9 月の商法改正から取締役会決議で実施可能となったことが挙げられよう。Auction 買付は企業が買付開始を宣言しても、必ずしも実際に買い戻す義務はなく、法的な罰則もないことなど柔軟な取引であると指摘される。なお、Auction 買付の次には ToSTNeT 買付が実施されているようである (Takahashi, 2016; 太田・河瀬, 2016)。しかし、わが国では買付手法の区別はほとんど行われていない。表 2-3 パネル A では区別を行っている先行研究は 16 件中 5 件に過ぎず、近年の研究であっても区別していないものがある。太田・河瀬 (2016) はその調査で Auction 買付か ToSTNeT 買付かで市場反応が有意に異なることを明らかにしており、買付手法を区別する必要は明らかである。また、これらの自社株買いは同じ取得枠内で複合的に実施されることも多い。

しかし、先行研究の多くは「自社株買いにかかる取得枠の設定」の公表日をイベント日としており、これには Auction 買付の公表のみならず、ToSTNeT 買付の公表が含まれる。つまり、「自社株買いにかかる取得枠の設定」から生じる異常リターンとは、Auction 買付と ToSTNeT 買付の結果を平均しており、多くの先行研究はこれを捉えているのである。すなわち、多くの先行研究は、厳密には Auction 買付の異常リターンを観察しているわけではない。

ただ、Auction 買付による自社株買いは、全体に占める割合が特に大きいことが知られており、例えば Takahashi (2016) では、Auction 買付のみを行って自社株買いを行った件数は、2010 年の東証 1 部上場企業が公表した自社株買い 278 件のうち、179 件 (約 64%) を占めている。さらに ToSTNeT 買付が開

始されたのは 2008 年からであり、それ以前は 1999 年 8 月から導入された ToSTNeT-2 取引（終値取引）を使って自社株買いが実施されていた。現在では ToSTNeT 買付に代替されているものの、その導入前には多く活用されていたと思われるが、これについて検証した先行研究は確認できていない。

買付手法を区別した先行研究と区別していない先行研究は、表 2-3 でまとめて表示しているが、上述の問題点を理由に、以下で買付手法の区別を行っていない先行研究について述べた後で、Auction 買付に関する先行研究と ToSTNeT 買付に関する先行研究について述べることにしたい。

2.3.2 わが国の買付手法の区別のない Auction 買付の文献サーベイ

表 2-3 パネル A から、買付手法の区別のない場合の公表日周辺の異常リターンは、平均的に 0.74% から 5.98% までとなるようである。かなり差が開いているものの、概ね 2% 台の異常リターンであるが、近年では異常リターンが 1% を下回っていることがわかる (山口, 2009; 島田, 2013)⁸。

過小評価仮説の 4 つの要因について、(明記された) 買付動機に関する知見は得られていないが、その他の 3 つについて、規模が小さいほど (小西・趙, 2003; 島田, 2005)、簿価時価比率が低くなるほど (小西・趙, 2003; 島田, 2005)、異常リターンは大きくなるようである。そして、公表前の異常リターンについても多く検証されており、一部を除いて負の異常リターンが確認されている。これは、株価が割安であるから自社株買いを行うという動機を説明した、過小評価仮説を支持する結果である。さらに公表前リターンが悪いほど公表時の異常リターンが大きくなるという知見も得られている (Hatakeda and Isagawa, 2004)。また過小評価の直接的な検出を試みた島田 (2013) は、D'Mello and Shroff (2000) に従い RIM によって計算された理論価格と現在の市場価格を比べて、過小評価の程度の大きさが公表時の異常リターンに影響を与えることを確認している。以上の知見はわが国の Auction 買付においても過小評価仮説を支持されることを示している。

次に、長期の異常リターンを検証した 3 つの先行研究についてみると、小西・趙 (2003) については公表から 1 年間の結果であるが、BHAR で -3.84% と負の値を取っている。山口 (2008) では CAR で -8.23% 、BHAR で -22.54% と大きな負の値を取っている。しかし、山口 (2009) は BHAR で 3.22% と正の値を取っており、3 つの先行研究を通じて結果が一貫していない。なお、山口 (2008) は長期の異常リターンは規模が小さいほど長期の異常リターンが悪くなることを報告している。また山口 (2009) は公表直前のリターンが急落している場合で、かつ公表時の異常リターンが悪い場合には長期の異常リターンが明らかに正に大きくなることを示している。

以上のように、米国の研究とは対照的に長期の異常リターンが負になるというのは、日本では過小評価仮説が支持されないのかもしれないが、先述したように長期の異常リターンの計算方法の議論は決着して

⁸ 後ほど議論しているが、これはサンプルに相当程度の ToSTNeT 買付が含まれるためであると考えられる。

おらず、この領域の研究の進展によって結論も変わる可能性がある。さらに、サンプルには ToSTNeT-2 取引による自社株買いが混入していると思われ、そもそも米国の Auction 買付のサンプルと同じとはいえない。ToSTNeT-2 取引を用いた自社株買いおよび ToSTNeT 買付と、Auction 買付の長期の異常リターンに差があるかどうかは検証されていないが、太田・河瀬 (2016) が ToSTNeT 買付の市場反応が小さいことを報告しているように、ToSTNeT 買付が長期の異常リターンを押し下げている可能性がある。それでは次に、買付手法を区別した、Auction 買付の研究結果について述べる。

2.3.3 わが国の Auction 買付の経済的帰結

上述のように、厳密に市場内買付を区分して市場反応を分析した先行研究は非常に少ないが、公表時の異常リターンはサンプル期間にかかわらず、表 3 パネル A から、およそ 3-4% となるようである。これは、買付手法を区別しない場合に ToSTNeT-2 取引による自社株買いおよび ToSTNeT 買付の公表時のリターンが小さく、そのため ToSTNeT 買付がサンプルに多く含まれており、全体の異常リターンを押し下げている、という説明が可能である。また、この異常リターンの水準は米国のそれとほとんど変わらない。

市場反応とその発生要因について検証した研究には太田・河瀬 (2016) がある。短期の市場反応に関しては米国の先行研究と同様に、過小評価仮説を支持する結果であった。長期の異常リターンについては、インデックス調整済リターン、IRATS、CTP アプローチを使って検証しているが、一貫して正のリターンが観察されており、そして常に ToSTNeT 買付のリターンよりも大きいことが確認されている。それでは引き続き ToSTNeT 買付の先行研究について述べる。

表 2-3 わが国の Auction 買付研究
パネル A Auction 買付データ

論文名	計算法	サンプルの平均リターン					掲載雑誌	同時公表	買付手法の区別	予定買付割合	達成率
		公表時	公表前	長期	公表前	長期					
Zhang (2002)	マーケット・モデル	5.98 [-1, 2]	-1.82 [-60, -25]	N/A			PBFJ	NO	3.96	N/A	
牧田 (2002)	インデックス調整済リターン	2.827 [-1, 1]	-2.063 [-10, -2]	N/A			SAJ	NO	N/A	N/A	
小西・趙 (2003)	(1) マーケット・モデル (2) インデックス調整済リターン	2.72 [-1, 1] by (1)	-0.26 [-10, -2] by (1)	-3.84 [0, 12] by (2)		紀要	NO	NO	N/A	N/A	
畠田 (2003)	(1) マーケット・モデル (2) インデックス調整済リターン	2.261 [-1, 1] by (1) 2.237 [-1, 1] by (2)	-1.980 [-20, -2] by (1) -0.956 [-20, -2] by (2)	N/A		紀要	NO	NO	N/A	N/A	
Hatakeda and Isagawa (2004)	マーケット・モデル	2.361 [-1, 1]	-3.159 [-20, -2]	N/A			PBFJ	NO	9.8	N/A	
畠田 (2005)	インデックス調整済リターン	2.141 [-1, 1]	-0.180 [-20, -2]	N/A		紀要	YES	NO	5.6	40.1	
牧田 (2005)	マーケット・モデル	2.76 [-1, 1]	-2.47 [-20, -2]	N/A		現代フア	YES	YES	N/A	N/A	
石川 (2007)	インデックス調整済リターン	0.448 [0, 0]	N/A	N/A		著書	YES	NO	4.18	N/A	
山口 (2008)	(1) ポートフォリオ調整済リターン	1.96 [-1, 1]	0.26 [-10, -2]	-8.23 [1m, 36m]		現代フア	NO	NO	N/A	N/A	
山口 (2009)	(1) マーケット・モデル (2) ポートフォリオ調整済リターン	0.805 [-1, 1] by (2)	-1.067 [-15, -2] by (1)	3.220 [1m, 36m] by (2)		SAJ	YES	NO	2.03	N/A	
Ishikawa and Takahashi (2011)	CTPアプローチ (5 フアクター)	N/A	N/A	0.243 [0m, 48m]		FRL	NO	NO	N/A	N/A	

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。

(次ページへ続く)

表 2-3 わが国の Auction 買付研究
 パネル A Auction 買付データ (前ページからの続き)

論文名	計算方法	サンプルの平均リターン					掲載雑誌	同時公表	買付手法の区別	予定買付割合	達成率
		公表時	公表前	長期	公表前	長期					
高橋・徳永 (2012)	マーケット・モデル	3.10 [0, 0]	-0.56 [-20, -1]	3.63 [1, 20]			WP	YES	N/A	N/A	
島田 (2013)	(1) マーケット・モデル	0.906 [-1, 1] by (1)	-0.107 [-20, -2] by (1)	N/A			著書	NO	3.63	N/A	
	(2)3 ファクター・モデル	0.741 [-1, 1] by (2)	-0.325 [-20, -2] by (2)								
太田・河瀬 (2016)	(1) マーケット・モデル (2) インデックス調整 リターン (3)IRATS(FF) (4)CTP アプローチ (FF)	4.00 [0, 0] by (1)	-2.96 [-30, -1] by (1)	38.79 [1m, 48m] by (2)		現代フア	YES	YES	2.29	75.86	
鈴木 (2017)	(1) インデックス 調整リターン (2)CTP アプローチ (FF)	2.581 [-1, 1] by (1)	約 -4.00 [-40, -1] by (1)	0.257 [0m, 12m] by (2)		著書	NO	NO	2.5	N/A	
Shimada (2017)	CTP 調整リターン (FF)	N/A	N/A	0.0485 [1m, 24m]		WP	YES	NO	3.34	N/A	

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。

表 2-3 わが国の Auction 買付研究
パネル B Auction 買付レビュー

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Zhang (2002)	1995 年 10 月-1999 年 10 月、野村證券から収集、39 件	商法 212 条の 2 を根拠法とする自社株買いに限定したうえで、Auction 買付と公開買付を区別し、比較して市場反応を検証。	Auction 買付の市場反応は公開買付のそれよりも大きいことがわかった。
牧田 (2002)	1996 年 1 月-1999 年 3 月、140 件	公開買付と比較して Auction 買付の市場反応を検証。	Auction 買付の市場反応は統計的に有意に正であり、そして公開買付のそれを上回っており、Zhang (2002) と整合する結果が得られている。
小西・趙 (2003)	1998 年、225 件	短期・長期の市場反応を検証し、また回帰分析によって市場反応に与える企業属性を調査。	短期の CAR は正であるものの、公表から 1 年後までの BHAR は負になることがわかった。企業規模が小さいほど、トービンの q が小さいほど、統計的に有意に短期 CAR が大きくなることを説明する一方で、長期 BHAR については統計的に有意に説明する独立変数はない。
島田 (2003)	1995 年 11 月-1998 年 11 月、452 件	サンプルを消却特例法導入 (1998 年 4 月) の前後で分割して公表日周辺の CAR を検証。	消却特例法導入の前後にかかわらず、正の市場反応が確認されている。ただ、その効果は消却特例法導入前でより強い傾向が見られる。
Hatakeda and Isagawa (2004)	1995 年 11 月-1998 年 11 月、452 件	日本企業による自社株買いの市場反応を、Zhang (2002) とは異なるデータ・ソース、サンプルサイズ、サンプル期間のもとで検証。またこのサンプル期間内でプログラムを達成したかどうかでサンプルを分割して検証。	米国と同様に日本でも自社株買いの公表は正の市場反応をもたらすようである。また回帰分析の結果からは、予定買付割合が大きいほど、小規模企業でかつ ROA が小さいほど、そして公表前のリターンが悪いほど、統計的に有意に、自社株買いの市場反応は大きくなることがわかった。
島田 (2005)	2001 年 10 月-2002 年 12 月、428 件	商法 210 条を根拠法とする自社株買いの枠設定の公表に限定し、マーケット調整済み収益モデルを用いて公表日周辺の異常リターンを求め、シグナリング仮説を検証。	資産規模が小さいほど、バリュー株であるほど、予定買付割合が高いほど、市場反応が高くなることがわかった。また達成率によって差は生じないようである。結果は総じてシグナリング仮説を支持している。
牧田 (2005)	1996-2001 年 3 月、200 件	フリー・キャッシュ・フロー仮説が日本市場で支持されるか検証。買付手法を Auction 買付に限定して検証。	公表日周辺の市場反応は正であり、統計的にも有意であった。また、公表日前の異常リターンは有意に負であり、過小評価仮説を支持するものである。ただし年によっては不安定な結果であり、結論部分で過小評価仮説を支持していない。

(次ページへ続く)

表 2-3 わが国の Auction 買付研究
 パネル B Auction 買付レビュー (前ページからの続き)

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
石川 (2007)	2002 年 8 月-2004 年 11 月、NEEDS から収集、83 件	自社株買いの公表日前後の異常リターンについて検証。また回帰分析から買付規模との関係を検証。	異常リターンは正であるが、公表に対して市場はほとんど反応しない。ただし公表後には継続的に正の異常リターンが観察された。また買付規模が大きいほど異常リターンが負になることを示し、有望な投資先がないことをシグナルすると指摘。
山口 (2008)	2001 年 10 月-2002 年 7 月、869 件	短期および長期の異常リターンを検証。長期の異常リターンの計算にはマッチド・ポートフォリオをベンチマークとする、月次の CAR および BHAR を用いて検証している。	短期では統計的に有意な正の異常リターンが観察される一方で、2 年、3 年の長期では、むしろ統計的に有意な負の異常リターンが観察されている。この結果は自社株買い開始の動機として過小評価仮説を支持しない。また規模別、BM 別の結果でも概ね負の異常リターンが観察された。
山口 (2009)	2004 年 1 月-2005 年 9 月、日経 NEEDS 企業ファイナンスデータベースから収集、150 件	対象を商法 211 条に基づく自社株買いの枠設定の公表に限定し、短期・長期の異常リターンを検証。さらに、長期の異常リターンについては Peyer and Vermaelen (2009) に沿って、公表前 6 ヶ月間の CAR の大きさに従ってサンプルを分割し公表後 3 年間の BHAR を検証。	短期では統計的に有意な正の CAR が観察される一方、長期の BHAR は統計的に有意ではない。Peyer and Vermaelen (2009) とは異なり、公表前に株価が上昇していたサブサンプルで、公表後 3 年間の BHAR が大きくなることが確認された。ただ、このサブサンプルは公表 15 日前から 2 日前までの期間で統計的に有意な負の CAR が観察されている。
Ishikawa and Takahashi (2011)	2001 年 10 月-2008 年 3 月、NEEDS FQ から収集、7,441 件	自社株買いを行った企業の長期の異常リターンを検証。	長期の異常リターンについて、一貫して有意な正のリターンが確認されている。
高橋・徳永 (2012)	2010 年、TDnet から収集、73 件	公表時に Auction 買付による自社株買いを実施すると宣言した観測値に限定して市場反応を検証。	公表日の市場反応は統計的に有意に正であり、また公表の翌日から 20 営業日までの CAR も統計的に有意に正となることがわかった。
島田 (2013)	2001-2007 年、NEEDS FQ から収集、3,061 件	自社株買いの取得枠設定公表日周辺の市場反応を検証し、さらに残余利益モデルを使って、過小評価の程度を考慮して検証。	自社株買いの取得枠設定は統計的に有意な正の市場反応が確認された。また割安株において市場反応が統計的に有意に大きくなることがわかった。

(次ページへ続く)

表 2-3 わが国の Auction 買付研究
 パネル B Auction 買付レビュー（前ページからの続き）

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
太田・河瀬 (2016)	2008-2012 年、eol から収集、1,917 件	自社株買いの市場内買付について買付手法を区別し、短期・長期のリターンを検証。	Auction 買付のリターンは短期・長期の両方で ToSTNeT 買付よりも大きい。また過小評価の代理変数は短期の異常リターンを説明しており、さらに U-Index で比較しても、過小評価の程度が強いほど、長期の異常リターンは大きくなるため、Auction 買付では過小評価仮説が支持される。
鈴木 (2017)	2004-2014 年、NPM 個別銘柄ファイナンス情報から収集、30,362 件	自社株買いプログラム発表の決定要因、公表時の異常リターン、実施期間中の異常リターン、および公表後長期の異常リターンについて検証。	発表の決定要因からは企業規模が大きいほど公表の確率は高くなり、過小評価仮説というよりもライフサイクル仮説が支持された。さらに FCF 仮説もまた支持されている。一方で公表時のリターンに関しては過小評価仮説が支持されている。実施期間中のリターンは正であり、マーケット・タイミング仮説が支持される。長期リターンについて、取得月と非取得月を区別しており、取得月においてのみ有意なリターンが観察されている。
Shimada (2017)	2004-2008 年、NEEDS FQ から収集、501 件	自社株買いと EPS 予想の改訂が同時に行われた場合の長期リターンを検証。さらに、改訂のあったグループと改訂のなかったグループとに分け、検証。	分析の結果、同時公表される EPS 予想の修正があるかどうかは、異常リターンを統計的に有意に説明する。

2.3.4 わが国の ToSTNeT 買付の文献サーベイ

わが国独自の買付手法として ToSTNeT 買付がある。この買付は市場内買付ではあるが、売買立会外取引であり、公表当日の終値で取引が行われる。そのため、ToSTNeT 買付の公表が行われるのは公表日の 15 時以降であり、翌営業日の 8 時 45 分までに申し込まれた株式について取引を行う。なお、このとき応募が超過した場合は按分比例方式で調整される。

ToSTNeT 買付は 2008 年 1 月から導入されたものである。それ以前は 1999 年 8 月に導入された ToSTNeT-2 取引を使って自社株買いが行われていた。買付のプロセスは両者ともに概ね同じであるが、ToSTNeT 買付は自社株買い専用の市場内買付であるが、ToSTNeT-2 取引は終値取引であるため、取引の買い手が複数になる可能性がある。すなわち、ToSTNeT 買付では買い手は企業のみであるが、ToSTNeT-2 取引による自社株買いでは買い手が企業の他にも現れる可能性があり、予定していた買付が十分に実行されない可能性がある。現在でも、ToSTNeT-2 取引による自社株買いを実施することは可能

であるが、実際にはほとんど活用されていないようである。

ToSTNeT 買付についての先行研究には高橋・徳永 (2012) や太田・河瀬 (2016)、太田 (2016) がある。Takahashi (2016) は公表時に Auction 買付、ToSTNeT 買付を行うと宣言するものに限定しており、公表時点で買付手法を明記していないものは含めずに Auction 買付と ToSTNeT 買付の公表時、および公表前と公表後の市場反応を比較している。表 4 パネル A のように、ToSTNeT 買付の公表時の異常リターンは 0.88% と Auction 買付と比べて明らかに小さく、またこの差は統計的にも有意なものであった。ToSTNeT 買付に関する知見が ToSTNeT-2 取引による自社株買いでも同様であるとすれば、先行研究で年が進むごとに ToSTNeT-2 取引による自社株買いが浸透し、そのためサンプル全体の公表時の異常リターンを押し下げている可能性がある。こうした結果は太田・河瀬 (2016) でも同様に観察されており、ToSTNeT 買付公表によるリターンは Auction 買付よりも小さいとみられる。なお、太田 (2016) では、ToSTNeT 買付のなかでもより稀なケースを検討している。そこでは、売主主導であるという重要な示唆を与えてくれており、後ほど検討することとしたい。

なお、公表前のリターンについても Auction 買付とは傾向が異なっており、Auction 買付では負である一方、ToSTNeT 買付では正である。これは買付手法によって公表のタイミングが異なることを思わせるものであり、この場合 ToSTNeT 買付を公表する際の過小評価の程度は小さく、したがって公表時の異常リターンが小さくなると考えられよう。加えて ToSTNeT 買付は達成率が高く、そして ToSTNeT 買付は米国には存在しない取引であるため、Auction 買付を米国の結果と比較するうえでも、ToSTNeT 買付を区別して分析することが必要である。以上が市場内買付の先行研究サーベイであり、次節では市場外買付の先行研究サーベイを行う。

表 2-4 わが国の ToSTNeT 買付研究
パネル A ToSTNeT 買付データ

論文名	計算方法	サンプルの平均リターン					掲載雑誌	同時公表	予定買付割合	達成率
		公表時	公表前	長期	同時公表有	同時公表無				
高橋・徳永 (2012)	マーケット・モデル	0.88 [0, 0]	0.78 [-20, -1]	N/A	N/A		WP	YES	N/A	N/A
太田 (2016)	マーケット・モデル	同時公表有 -1.21 [0, 0]	N/A	N/A		WP	YES	2.88	94.20	
太田・河瀬 (2016)	(1) マーケット・モデル (2) インデックス調整リターン (3)IRATS(FF) (4)CTP アプローチ (FF)	同時公表無 -2.11 [0, 0]	-0.30 [-30, -1] by (1)	26.17 [1m, 48m] by (2)		現代プロ	YES	3.00	93.01	
				11.97 [1m, 48m] by (3)						
				0.00 [1m, 48m] by (4)						

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。

表 2-4 わが国の ToSTNeT 買付研究
パネル B ToSTNeT 買付レビュー

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
高橋・徳永 (2012)	2010 年、TDnet から収集、73 件	公表時に ToSTNeT-3 取引による自社株買いを実施すると宣言した観測値に限定して市場反応を検証。	公表日の市場反応は統計的に有意に正であり、また公表の翌営業日から 20 営業日までの CAR も統計的に有意に正となることがわかった。
太田 (2016)	2008-2012 年、eol から収集、85 件	自社株買い公表時に買付手法を不明とし、後日に単独の ToSTNeT 買付のみによって買付を終了するケースについて検証。	負の市場反応が観察された。買付手法不明の場合、資本市場は Auction 買付の公表であるかのように反応するが、ToSTNeT 買付公表と同時に負の市場反応を見せる。
太田・河瀬 (2016)	2008-2012 年、eol から収集、580 件	自社株買いの市場内買付について買付手法を区別し、短期・長期のリターンを検証。	ToSTNeT 買付のリターンは短期・長期の両方で Auction 買付よりも小さく、ToSTNeT 買付は過小評価仮説が支持されない。

2.4 市場内買付の小括と買主主導仮説/売主主導仮説

本節では、これまでの議論をもとに、市場内買付の取引の特徴から各買付手法が買主主導であるか、売主主導であるかを検討する。ここで得られた仮説や予想は、後の実証分析で検証する。まず、日米を問わず Auction 買付は買主主導の取引であると予想される。この取引は普段、我々が行うような証券市場を通じて買い注文を出すことであるが、このとき買主は誰から買ったのか分からないし、反対に売主も誰に売ったのか分からない。したがって、Auction 買付の実施は売主主導によって行なわれるとは考えにくく、一般的に買主主導であると指摘されよう。

次に ASR である。図 2-1 で示したとおり、ASR における自社株買いの相手方には Institution または Shareholders がいるが、Institution は株式を貸すだけであって株式の売却を企業に持ちかけることはない。Shareholders との取引についても、Auction 買付を行っているわけであるから、彼らが売却を意図して ASR を主導するとは考えられない。したがって、ASR は売主主導ではなく、買主主導仮説で説明されるだろう。ただし、わが国で実施されていない買付手法であり、本論文では検討していない。

最後にわが国の ToSTNeT 買付であるが、これは売主主導で実施されていると考えられ、十分に検討する必要がある。先行研究では、太田 (2016) が ToSTNeT 買付を実質的な相対取引として指摘している。その理由は ToSTNeT 買付に対する売主の取引参入の困難さにあり、具体的に太田 (2016) は ToSTNeT 買付の証券会社における対応不備と時間的制約を指摘している。ここで株主を個人株主と大株主とに分けて ToSTNeT 買付の問題に言及する。個人株主が取引の際に利用するのはネット証券が主であると思われるが、太田 (2016) の調査によれば、主要なネット証券会社で ToSTNeT 買付の取扱いはない。さらに

主要な証券会社 5 社に対する調査でも、インターネットやコールセンターを通じた売買は不可能であり、およそ 17 時まで支店の代表電話を通じて取引を申し込む必要がある。しかしながら、ToSTNeT 買付の公表は終値を利用する特性上、15 時以降である。この短時間で十分な検討のうえで取引が行なわれるかどうかは疑問である。ただ、大口顧客として支店担当者がついていれば営業時間外であっても電話申込は可能のようであるが、これには多くの個人株主は該当しないであろうし、仮に該当したとしても取引手数料の面でも 1% 程度要求されるようであり、取引コストは相対的に高い。以上の理由から、ToSTNeT 買付では証券会社の対応不備により個人株主が排除されているといえよう⁹。一方、大株主については証券会社の支店担当者が付いていると考えられるため、証券会社の対応不備は問題にならないかもしれない。しかし、個人株主とは異なり、機関投資家は取引に参加し、売却をするかどうかの意思決定に時間が必要と思わせる。そうしたなかで、ToSTNeT 買付の公表から買付終了までの約 16 時間という限られたなかで株式の売買に関する意思決定が可能かどうかは疑わしい。したがって、時間的制約により大株主が排除されていると考えられる。

以上のように個人株主・大株主の両方にとって取引参加が困難であれば、誰も申し込むことができず、買付けの達成率が低くなると予想されよう。ところが、太田・河瀬 (2016) の調査によれば、ToSTNeT 買付サンプルの達成率は平均的に 90% を超えており、Auction 買付よりも統計的に有意に高い。一見すると矛盾するようでもあるが、ToSTNeT 買付公表前に特定の株主から打診があり、それによって実質的な相対取引となっている可能性がある。また実際に河瀬 (2016) の調査では、JASDAQ 上場企業による ToSTNeT 買付（厳密には、ToSTNeT 買付に類する固定価格取引と呼ばれる市場内立会外取引）において「(取引への応募について) 特定の株主より売却の意向を受けている」といった旨の説明があるものが多く、公表前に打診を受けることは珍しくないのかもしれない。

こうした実質的な相対取引であると予想される ToSTNeT 買付であるが、それは他の株主の売却機会を実質的に排除することによって成立していると指摘することができる。ただし東証の見解としては、事前公表型の自社株買いであるため、インサイダー取引規制に抵触せず、さらに株主からの打診に基づいて実施するとしても、売り注文を時間優先の原則にしたがって成立させるとともに、申込数量が買い付け数量を超えたとしても按分比例方式によって他の株主の売却機会を排除していないとコメントしている（「東証市場を利用した自己株式取得に関する QA 集」2015 年 3 月 20 日改訂、Q8 および Q23）。こうした見解の違いについて、実際に売却機会の確保がされているのかどうか、今後の知見の蓄積が必要であろう。いずれにせよ、本論文において ToSTNeT 買付は実質的な相対取引であり、売主主導で行なわれる自社株買いであると予想する。市場内買付に関する先行研究サーベイは以上である。

⁹ 太田 (2016) は、主要ネット証券会社として SBI 証券、楽天証券、松井証券、カブドットコム証券、マネックス証券、GMO クリック証券、岡三オンライン証券の 7 社を対象とし、主要証券会社として野村證券、大和証券、SMBC 日興証券、みずほ証券、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券の 5 社を対象としている。詳細については太田 (2016) の表 9 を参照されたい。

3 日米の市場外買付研究

3.1 米国における市場外買付

3.1.1 米国の市場外買付制度

本章ではこれまで前章でカバーしていない、市場外で行なわれる自社株買いを取り扱った先行研究について、サーベイを行う。

最初に米国の市場外買付におけるルールを確認しておく。米国の市場外での買付手法には公開買付とダッチ・オークション買付、相対買付がある。公開買付では、企業は2つのプロセスの後に買付を行う。1つ目に、企業は公開買付の実施を公表し、このとき特定期間中の公開買付けへの応募を株主に募る。このとき公表される情報について、応募期間の他にも公開買付価格と予定買付割合を公表する。なお、ここで提示される買付価格は公表時点の株価よりも相当に高くなるのが一般的である。そして2つ目に、株主からの応募が終了した際、応募株式数が予定買付株式数を上回れば、経営者は追加的に買い付けるか、按分比例で買い付けるかを意思決定し、それを公表する。一方で応募株式数が予定買付株式数を下回れば、経営者は公開買付を中断するか、応募期間を延長するか、そのまま買い付けるかを意思決定して公表する¹⁰。これらのプロセスを経て公開買付が行なわれる。

一方、ダッチ・オークション買付とは公開買付の一種であるが、固定価格の公開買付とは異なり、公表時に単一の買付価格を提示するのではなく、買付価格の範囲（最低限と最大限）を提示する。株主は、その買付価格の範囲内で価格と応募株数を示して応募する。このあと企業は、株主からの応募を提示価格が低い順番に並び替え、予定買付株数に達したところの提示価格を買付価格として決定する。その買付価格以下の応募株式はすべて、等しく買付価格で取引が行なわれる。そして、企業が決定した買付価格より高い価格で提示された応募株式は全てその株主に返却される。Kamma et al. (1992) はこうしたダッチ・オークション買付のメカニズムが、株主が自身の評価額を正しく提示してかぎり、当該企業の銘柄に対して過小評価をしている株主から優先的に買い付けることが可能と指摘している。つまり、ダッチ・オークション買付の特徴は、公開買付よりも企業評価に対する株主の不均一性を緩和する点にある。

最後に相対買付であるが、相対買付について米国ではわが国と異なり、株主総会決議は必要ないようである¹¹。相対買付の公表においては、わが国と同じく誰と取引するのかが開示される点で特徴的である。

これら市場外買付は市場内買付に比べれば件数は少ないものの、なかでも買付割合が大きい。さらに相

¹⁰ わが国では、応募株式数が予定買付株式数を上回った場合、その部分の買付けを行わなくてもよく、一般的に按分比例の方式によって買い付けられるようである（金商法 27 条の 13 第 4 項 2 号および金商法 27 条の 22 の 2 第 2 項）。また、逆に応募株式数が予定買付株式数が下回った場合、中断は認められず、すべて買い付けなくてはならない（金商法 27 条の 22 の 2 第 2 項）。

¹¹ 株主総会決議が必要ないという文言自体は先行研究から確認されないが、取締役会決議で行っていると推測される。相対買付にかぎらず、筆者の知る限りで自社株買いの実施について株主総会決議が必要といった説明はない。

対買付は特定の株主の所有権割合を大きく変化させる点で企業のガバナンスに影響を与える点で注目されるべきである。それでは、公開買付、ダッチ・オークション買付そして相対買付の先行研究サーベイを行う。

3.1.2 米国の公開買付の文献サーベイ

公開買付は Rule 10b-18 の導入から相対的に実施件数が少なくなっているが、観察される市場反応の大ききから研究対象とされてきた。そしてまた、Auction 買付やダッチ・オークション買付と比べて古くから実施されてきたこともあり、多くの知見が得られている。表 3-1 パネル A から、買付公表日周辺の異常リターンは年を追うごとに小さくなっているように見受けられるが、約 7% から約 17% の値を取っている。こうした値は明らかに Auction 買付の反応よりも大きいことがわかる。公開買付プレミアムの値については、一定して 20% 前後となるようであり、そして予定買付割合はおよそ 15% から 30% と、明らかに市場内買付の市場反応および買付規模を上回っている。ちなみに、公開買付プレミアムは負であるケースも考えられるが、Vermaelen (1981) はこうしたケースが非常に稀であり、公開買付というよりも相対取引に近いと指摘している。この点はわが国の公開買付の検討の際に議論する。

公開買付の研究は 3 つに分類される。1 つは公開買付公表に対する市場反応を検証する研究、そして公開買付の取引のメカニズムに着目し、そこから生じるアノマリーに着目した研究、最後に市場反応をダッチ・オークション買付と比較した研究である。ただし、ダッチ・オークション買付研究のサーベイを行ったあとで、公開買付とダッチ・オークション買付の比較研究について述べる。それではまず公開買付公表に関する先行研究についてサーベイする。

■公開買付の公表

公開買付の公表日周辺の市場反応に関する初期の研究は、まず公表日周辺で異常リターンが観察されるかどうかには焦点を当てている (Masulis, 1980; Vermaelen, 1981; Dann, 1981)。すでに示したように、Auction 買付と比較して大きな市場反応が確認されており、次第にその原因に焦点が当てられることとなった。なかでも公開買付価格と公表直前の差である、公開買付プレミアムが公表日周辺の異常リターンを特に強く説明していることが繰り返し確認されている (Vermaelen, 1981; Comment and Jarrell, 1991; Kamma et al., 1992; Dunn et al., 2011)。この公開買付プレミアムは裁定機会の大きさを表している。そして公開買付プレミアムには劣るものの、ともに公表時に示される予定買付割合もまた、公表日周辺の市場反応を説明している (Vermaelen, 1981; Kamma et al., 1992)。これら 2 つの変数はペイアウト水準に関する指標であり、大きくなるほど将来の好業績を示唆する市場へのシグナルが強くなるという、シグナリング仮説に関係するものである。ただし、Comment and Jarrell (1991) と Dunn et al. (2011) の実証結果からは、予定買付割合の係数が統計的に有意であると断じることはできない。したがって、ペイア

ウト水準の高さが将来の好業績をシグナルするという意味での、狭義のシグナリング仮説に沿った結果ではない点に注意である。

続いて、Auction 買付と同じく公開買付でも、その市場反応は過小評価仮説によって説明されるようである。D'Mello and Shroff (2000) は残余利益モデル (RIM) を使って公開買付公表時点の理論価格を計算し、それを市場価格と比較することで直接的に過小評価の程度を検出しており、サンプル平均で約 30% の過小評価が生じていると報告している。しかし、公開買付プレミアムのサンプル平均は約 20% であり、こうした場合には公開買付価格が過剰評価ではなく、少なくとも経営者が本来の株式価値を公開買付価格以上と考えているという、過小評価の程度を伝える変数と説明している。

また、間接的に過小評価を検出する、公表前リターン、企業規模、簿価時価比率そして (明記された) 買付動機の 4 つの要因について説明する。公開買付では公表前の異常リターンは Auction 買付とは異なり、ほとんどゼロである。ただ、Auction 買付では一時的な過小評価であった一方で、公開買付では慢性的な過小評価の修正が実施の理由である可能性が考えられ、一概に過小評価仮説が否定されるわけではない。次に、企業規模が小さいほど、公開買付公表時の市場反応が大きくなることが確認されている (Vermaelen, 1981; Comment and Jarrell, 1991; Hertz and Jain, 1991)。簿価時価比率ではなく、Tobin の q を使って、これが 1 より小さいか、または大きいかによってサンプルを分割し、短期の市場反応を検証した Perfect et al. (1995) であるが、Auction 買付の結果と同様に、割安であるほど短期の市場反応が大きくなることは確認されていない。最後に、動機については Dunn et al. (2011) が検証している。しかし回帰分析の結果からは、公表時に過小評価等のキーワードが含まれる動機を明記していても、統計的に有意に情報内容が存在するとはいえないようであるが、前章で指摘したとおり、動機の説明力はそれほど大きくないのかもしれない。

さらに、Auction 買付と同様に、内部者による株式保有についても検証されている。先行研究からは発行済株式総数に占める割合である、内部者保有比率が大きいほど、市場に与える影響は大きくなることが分かっている (Vermaelen, 1981; Dunn et al., 2011)。内部者は公開買付に応募しないことを自発的に、市場へ向けて宣言するようであるが、Louis et al. (2010) は公開買付公表前に内部者の買いが大きい一方、公表後には将来の株価パフォーマンスにかかわらず、内部者の売りが大きくなることを示している。こうした行為がインサイダー取引に該当するかどうかはさておき、公開買付公表前の内部者保有比率が高いほど、過小評価であることを市場に伝達しているといえよう。

■公開買付公表後のアノマリー

公開買付では買付公表から応募終了までをアナウンスメント期間として、その期間の市場反応を検証する研究も多い (Masulis, 1980; Dann, 1981; Vermaelen, 1981; Comment and Jarrell, 1991; Ahn et al.,

2001)。表 3-1 パネル A からわかるように、公開買付の公表では統計的に有意な正の市場反応を示すことは先述のとおりであるが、公開買付公表直後から市場価格が平均的に公開買付価格付近まで上昇し、公開買付応募終了日には統計的に有意に負の異常リターンが観察されることが明らかになった (Dann, 1981; Vermaelen, 1981)。

しかし、Lakonishok and Vermaelen (1990) はこうした公開買付公表後の価格のビヘイビアを利用して、裁定機会が観察されることを報告している。Lakonishok and Vermaelen (1990) は公開買付公表後に株式を市場で買い、公開買付に応募し、かりに応募が超過した場合に公開買付から漏れた株式については公開買付期間終了日から数日後に売却するという投資戦略によって異常リターンを稼得しうることを示した。さらには公開買付終了日から 3 ヶ月後に買い、24 ヶ月後に売るという戦略でも、統計的に有意な正の異常リターンが観察されることを明らかにした。この理由について、低い流動性を検討しているが、公開買付公表後も市場は流動的であるとされ、取引を実施することは可能なようである。なお、小規模企業であるほどこの投資戦略が成功していることから、情報の非対称性を異常リターンの要因と主張している。以上のとおり、米国の公開買付について説明した。ダッチ・オークション買付との比較については後ほど行うこととする。

表 3-1 米国の公開買付研究
パネル A 公開買付データ

論文名	計算方法	サンプルの平均リターン				掲載雑誌	同時公表	予定買付割合	買付プレミアム
		公表時	公表前	長期	長期				
Masulis (1980)	生リターン	16.90 [-1, 1]	-0.41 [-40, -2]	N/A	N/A	JFE	NO	16.0	23.0
Vermaelen (1981)	ポートフォリオ調整リターン	15.22 [-1, 1]	2.14 [-60, -2]	N/A	N/A	JFE	YES	15.1	22.7
Dann (1981)	生リターン	16.74 [-1, 1]	-0.84 [-20, -2]	N/A	N/A	JFE	NO	15.3	22.5
Lakonishok and Vermaelen (1990)	インデックス調整リターン	12.54 [-10, ex+5]	N/A	23.11 [3m, 24m]	23.11 [3m, 24m]	JF	NO	17.1	21.8
Comment and Jarrell (1991)	マーケット調整リターン	11.00 [-1, 1]	N/A	N/A	N/A	JF	YES	18.8	20.6
Hertzfel and Jain (1991)	インデックス調整リターン	10.10 [-1, 1]	N/A	N/A	N/A	JAE	NO	14.8	16.7
Kamma et al. (1992)	マーケット・モデル	7.86 [-1, 1]	1.51 [-140, -2]	N/A	N/A	JFI	NO	24.8	19.2
Perfect et al. (1995)	マーケット・モデル	4.82 [-1, ex+1]	N/A	N/A	N/A	JBF	NO	N/A	N/A
D' Mello and Shroff (2000)	インデックス調整リターン	14.10 [-1, 1]	5.50 [-261, -11]	N/A	N/A	JF	NO	17.3	22.9
Ahn et al. (2001)	インデックス調整リターン	7.45 [0, 0]	0.93 [-25, -1]	N/A	N/A	JBF	NO	19.5	17.3
Anderson and Dy1 (2004)	インデックス調整リターン	13.31 [-1, 1]	N/A	N/A	N/A	FM	NO	24.7	24.7
Louis and White (2007)	(1) インデックス調整リターン (2) ポートフォリオ調整リターン (3) CTP アプローチ (Carhart)	14.96 [0, 2] by (1)	-1.42 [-67, -5]	31.27 [1m, 36m] by (2) 1.02 [0y, 3y] by (3)	31.27 [1m, 36m] by (2) 1.02 [0y, 3y] by (3)	JFE	NO	27.9	N/A

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。

(次ページへ続く)

表 3-1 米国の公開買付研究
パネル A. 公開買付データ (前ページからの続き)

論文名	計算方法	サンプリングの平均リターン					同時公表	予定買付割合	買付プレミアム
		公表時	公表前	長期	掲載雑誌				
Peyer and Vermaelen (2009)	マーケット・モデル	8.73 [-1, 1]	N/A	N/A	RFS	NO	29.4	22.2	
Louis et al. (2010)	マッチング調整リターン	14.03 [-1, 1]	N/A	30.41 [1m, 36m]	FM	NO	25.3	N/A	
Dunn et al. (2011)	マーケット・モデル	6.97 [-1, 1]	N/A	N/A	FM	NO	35.4	18.6	

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 I を参照されたい。なお、Louis et al. (2010) の予定買付割合の列では、実際に取得した株式数を発行済株式総数で除した値を示している。

表 3-1 米国の公開買付研究
パネル B 公開買付レビュー

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Masulis (1980)	1963-1978 年、199 件	公開買付の市場反応を検証。また普通株式だけでなく、優先株式についても考慮。そして公開買付の応募期間の終了に伴うリターンを検証。	公開買付による市場反応を確認。さらに市場反応は買付割合が大きい、また負債借入が大きい場合に大きくなる。移転不可の有利子負債、および優先株式は価格減少が観察される。なお、公開買付への応募が予定買付割合を上回るときに按分比例によって買い付ける場合には負のリターンが観察される。
Vermaelen (1981)	1962-1977 年、131 件	自社株買いを公開買付と Auction 買付を別個に市場反応について検証。また市場反応が生じる理由について、シグナリング仮説、個人課税仮説、レバレッジ仮説、債権者搾取仮説の 4 つをもとに検証。	公開買付により市場反応が確認されており、それはシグナリング仮説によって説明される。特に、公開買付プレミアム、予定買付割合、内部者保有が市場反応を説明することを明らかにしている。
Dann (1981)	1962-1976 年、143 件	普通株式のみならず、社債と優先株式をも対象に含めている。自社株公開買付の市場反応を、個人課税の仮説とシグナリング仮説、株主の富の移転仮説に基づき検証。	公開買付による市場反応を確認。社債および優先株式は自社株公開買付の公表とは無関係のようである。シグナリング仮説のみ、これを支持する結果が得られている。他の仮説を支持する結果は得られていない。
Lakonishok and Vermaelen (1990)	1962-1986 年、258 件	企業の自社株公開買付の応募終了前に株式を買い付け、公開買付に応募、あるいは応募期間終了後の数日で市場において売却するという投資戦略を用いて、自社株公開買付の市場反応を検証。また、長期の市場反応についても検証。	自社株公開買付の公表において、アノマラスな価格の推移が観察されている。自社株買い企業は買付後の 2 年間で統計的に有意な正の異常リターンを稼得するようである。これは小規模企業でよく観察されている。
Comment and Jarrell (1991)	1984-1989 年、68 件	自社株買いの買付手法のうち、公開買付、ダッチ・オークション買付、Auction 買付を市場反応について比較。	公開買付が市場に与える過小評価のシグナルが他の 2 つと比べて大きい。市場反応は公開買付プレミアムが大きく、企業規模をコントロールしてもなお内部者の富がアット・リスクであれば大きくなる。Vermaelen (1981) と同じく、公開買付プレミアムが市場反応を支配的に説明する一方で、買付規模は市場反応を有意に説明しない。

(次ページへ続く)

表 3-1 米国の公開買付研究
 パネル B 公開買付レビュー (前ページからの続き)

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Hertzel and Jain (1991)	1970-1984 年、Value Line から収集、127 件	Value Line で入手可能な観測値について検証。	公表日周辺 3 日間の CAR は先行研究のものよりも小さいが、この理由は Value Line に収録されている企業に大企業が多く、そのためサンプルには、情報の非対称性が相対的に、存在していないためであると指摘している。
Kamma et al. (1992)	1985-1989 年 7 月、63 件	公開買付とダッチ・オークション買付の市場反応を、公表日周辺、買付期間、終了日周辺の枠で調査しており、また両買付手法間の差を検証。さらに、プレミアムや規模など、市場反応に影響を与えらる買付および企業の特徴をコントロールして両買付手法について検証。	公開買付がより大きなプレミアムを付加する一方で、プレミアムや規模をコントロールして公開買付とダッチ・オークション買付を比較したところ、ダッチ・オークション買付による買付のほうが市場反応に与える影響について大きいことがわかった。また買付規模は公開買付で統計的に有意に大きい。さらに公開買付を選択する企業は有意に小規模であることが示された。
Perfect et al. (1995)	1978-1990 年 3 月、WSJ と Capital Adjustments から収集、101 件	Tobin の q を使って企業が割安かどうかで市場反応に影響を与えるかどうかを検証。	Tobin の q が 1 より小さいか大きいかでサブサンプルの市場反応を検証したところ、有意な差は観察されていない。
D'Mello and Shroff (2000)	1970-1989 年、166 件	RIM を用いて計算された経営者による自社の経済的価値が、市場価値を上回っている場合に自社株公開買付を行うかを検証。過小評価の程度を経済的価値と市場価値との差で直接計測している。	自社株公開買付を行う企業の 74% は公表前の経済的価値に比べて市場価値が過小評価されており、公開買付プレミアムは過小評価の程度と相関が高く、応募が超過した場合の経営者の意思決定は過小評価の程度によって有意に説明されることが明らかになった。また、経済的価値と市場価値の差は公開買付プレミアムよりも大きいことがわかった。
Ahn et al. (2001)	1983-1992 年、Dow Jones News Retrieval Service から収集、65 件	公開買付の市場反応について、公表日のほか公表日前、応募期間、応募終了日、応募終了後の CAR について検証。	公開買付公表日周辺で統計的に有意な異常リターンが確認されるのは公表日と応募終了日のみであり、その他については統計的に有意に 0 と異なることがわかった。特に公表日前の異常リターンが非有意であり、経営者は公開買付公表のタイミングを見計らっているのではなさそうである。

(次ページへ続く)

表 3-1 米国の公開買付研究

パネル B 公開買付レビュー (前ページからの続き)

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Anderson and Dyl (2004)	1970-1999 年、Hertz and Jain (1991), Nohel and Tarhan (1998) のサンプル + SDC から収集、399 件	公開買付プレミアムが公開買付における市場反応を支配的に説明しているという観点から、公開買付プレミアムについて着目し、検証。	公開買付プレミアムは公表前の株価の水準が高ければ大きくなり、株価のパフォーマンスが悪ければ大きくなり、そして公表時のキャピタル・ゲインの税率が小さければ大きくなることがわかった。
Louis and White (2007)	1981-2001 年、SDC から収集、80 件	公開買付とダッチ・オークション買付の市場反応を検証。また、3 年間の株価パフォーマンスを検証。ただし、公開買付プレミアムを考慮していない。	短期であれば 5% 水準で有意に、長期では非有意ではあるが、ダッチ・オークション買付であれば市場反応に負の影響があることがわかった。これは Kamma et al. (1992) とは異なる結果であるが、買付プレミアムをコントロールしていないことの差であるかもしれない。
Peyer and Vermaelen (2009)	1987-2001 年、SDC から収集、141 件	Lakonishok and Vermaelen (1990) で観察されたアノマリーが、その存在が確認されて以後も生じているかどうかを検証し、なぜアノマリーが消滅しないのか、理由について考察。具体的には、公開買付応募終了日前に株式を購入し、公開買付に応募するという投資戦略によって CAR が観察されるかを検証。	公開買付応募終了日前に株式を購入し、公開買付に応募することで、約 9% の CAR を観察しており、アノマリーが確認されている。この理由について、(1) 公開買付プレミアムの高さから投資家が応募超過すると見込み、応募したところで大したリターンが得られないと公開買付に対して傍観する、(2) 公開買付は稀なイベントであるため、投資家たちが未だに学習していない、(3) 同じく稀なイベントであるため、アービトラージャーが少ない、といった可能性を指摘している。
Louis et al. (2010)	1984-2003 年、111 件	公開買付とダッチ・オークション買付の市場反応および長期の CAR の差を検証。また、3 年間の株価パフォーマンスをその大きさを 3 分割し、それぞれの場合の内部者の売りがどれだけ観察されるかを検証。	公開買付は実際の買付割合と公表日周辺 3 日間の CAR についてダッチ・オークション買付よりも統計的に有意に大きい。また公表翌月から始まる長期リターンは 3 年間で 30% となるものの、1 年間では 1% に過ぎない。これらの数値はダッチ・オークション買付とは有意に異なる。また、公表後 3 年間の株価パフォーマンスにかかわらず、公表から当該四半期末のあいだの内部者の売りが大きくなることがわかった。

(次ページへ続く)

表 3-1 米国の公開買付研究
 パネル B 公開買付レビュー（前ページからの続き）

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Dunn et al. (2011)	1994-2006 年、85 件	自社株公開買付とダッチ・オークション買付の市場反応について、公表時に明記された買付動機を考慮して検証。	中央値差で公開買付の市場反応はダッチ・オークション買付よりも 10% 水準で有意に小さい。また、買付動機は配当と代替した場合、曖昧な出所の現金を分配する場合、第三者からの公開買付またはダッチ・オークション買付の後に行う場合には、市場反応が有意に低くなることがわかった。

3.1.3 米国のダッチ・オークション買付の文献サーベイ

ダッチ・オークション買付は Bagwell (1992) によれば、1981 年に初めて実施されており、そのため公開買付と比べれば、比較的新しい買付手法である。公開買付との買付プロセスが類似していることもあり、その検証は公開買付との比較で占められ、ダッチ・オークション買付単独で市場反応を検証した先行研究はほとんどない。唯一、Bagwell (1992) はダッチ・オークション買付のみに着目しており、そのなかで市場反応の検証を行っている。しかし、ダッチ・オークション買付においても公表日には有意な正のリターンが観察され、応募終了日には負のリターンが観察されること、ダッチ・オークション買付の買付プレミアムは市場反応の大きさと正の相関があることなど、その知見は公開買付と同様である。それでは、以下で公開買付とダッチ・オークション買付を比較した先行研究について述べる。

■公開買付とダッチ・オークション買付の比較

上述したように公開買付とダッチ・オークション買付の経済的帰結はよく似ており、両者を比較した先行研究が多い。はじめに、記述統計量について比較する。表 3-1 パネル A、表 3-2 パネル A のとおり、買付プレミアムの平均は公開買付で約 20%、ダッチ・オークション買付で約 15% と、明らかに公開買付のほうが買付プレミアムについて大きいようである。そして予定買付割合の平均についても、公開買付で約 20%、ダッチ・オークション買付で約 15% と、公開買付のほうが買付規模について大きいようである。実際に、これら記述統計量の差は、概ね統計的にも有意な差である (Comment and Jarrell, 1991; Kamma et al., 1992)。そして Comment and Jarrell (1991) は公表日周辺の異常リターンの大きさについても、統計的に有意に公開買付のほうが大きいことを確認している。しかし、Kamma et al. (1992) では公表日周辺の異常リターンの大きさについて両買付手法間で統計的に有意な差を確認できていない。また、Kamma et al. (1992) は買付プレミアムや規模をコントロールすると、むしろダッチ・オークション買付によるほうが統計的に有意に大きな市場反応になると報告している。一方で、ダッチ・オークション買付の場合には有意に市場反応が小さくなるというエビデンスも確認されている (Louis and White, 2007;

Louis et al., 2010)。ただし、Louis and White (2007) と Louis et al. (2010) はともにリサーチ・デザインに買付プレミアムが含まれておらず、Kamma et al. (1992) と結果が異なるのは当然ともいえる。

こうした両買付手法の差については、実施企業の規模による影響が指摘されており、とくに小規模企業ほど公開買付を選択し、大規模企業ほどダッチ・オークション買付を選択する (Comment and Jarrell, 1991; Kamma et al., 1992)。また、株式の内部者保有に関する知見について、公開買付およびダッチ・オークション買付を公表した翌四半期に、正味の内部者の売り (= 内部者の売り - 内部者の買い) が両買付手法で大きくなるようである (Louis et al., 2010)。さらに、ダッチ・オークション買付では公表から 3 年間の株価パフォーマンスが悪い場合にのみ、正味の内部者の売りが大きくなる一方で、公開買付では公表から 3 年間の株価パフォーマンスにかかわらず、公表直後の正味の内部者の売りが大きくなっている。このように、内部者が持つインセンティブは買付手法の選択に影響するようである。

ただ、より近年のサンプルで検証した Dunn et al. (2011) によれば、公開買付を行う企業ほど小規模で、ダッチ・オークション買付を行う企業ほど大企業という傾向に変わりはないが、公開買付プレミアムや予定買付割合、公表時の異常リターンといった変数の差は小さくなっているようである。それでは公開買付とダッチ・オークション買付はどのような要因に基づいて使い分けられているのだろうか。買付規模のほかに、例えば株主間の評価のバラつきが大きな企業ではダッチ・オークション買付を実施する確率が向上するなど、買付手法の選択に関する意思決定について今後の検証が必要であろう。

表 3-2 米国のダッチ・オークション買付研究
パネル A. ダッチ・オークション買付データ

論文名	計算方法	サンプリングの平均リターン					掲載雑誌	同時公表	予定買付割合	買付プレミアム
		公表時	公表前	長期	同時公表	予定買付割合				
Comment and Jarrell (1991)	インデックス調整リターン	7.90 [-1, 1]	N/A	N/A		JF	YES	15.6	12.8	
Bagwell (1992)	インデックス調整リターン	7.67 [0, 0]	0.00 [-60, -10]	N/A		JF	NO	20.1	17.2	
Kamma et al. (1992)	マーケット・モデル	6.90 [-1, +1]	2.06 [-140, -2]	N/A		JFI	NO	17.4	16.7	
Perfect et al. (1995)	マーケット・モデル	6.10 [0, 1]	N/A	N/A		JBF	NO	N/A	N/A	
Ahn et al. (2001)	インデックス調整リターン	6.59 [0, 0]	-0.01 [-25, -1]	N/A		JBF	NO	17.1	16.4	
Louis and White (2007)	(1) インデックス調整リターン (2) マッチング調整リターン (3)CTP アプローチ (Carhart)	9.94 [0, 2] by (1)	-3.36 [-67, -5] by (1)	24.67 [1m, 36m] by (2) 0.84 [1m, 36m] by (3)		JFE	NO	27.6	N/A	
Louis et al. (2010)	マッチング調整リターン	9.14 [-1, 1]	N/A	20.25 [1m, 36m]		FM	NO	13.5	N/A	
Dunn et al. (2011)	マーケット・モデル	6.13 [-1, 1]	N/A	N/A		FM	NO	16.6	16.8	

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論1を参照されたい。なお、Louis et al. (2010)の予定買付割合のコラムでは、実際に取得した株式数を発行済株式総数で除した値を示している。

表 3-2 米国のダッチ・オークション買付研究
パネル B ダッチ・オークション買付レビュー

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Comment and Jarrell (1991)	1984-1989 年、64 件	自社株買いの買付手法のうち、公開買付、ダッチ・オークション買付、Auction 買付を市場反応について比較。	ダッチ・オークション買付は公開買付と比較して大規模企業で活用される傾向にある。これらの企業は過小評価の可能性が小さいため、市場反応について公開買付よりも小さくなることがわかった。
Bagwell (1992)	1981-1988 年、31 件	サンプルをダッチ・オークション買付に限定して市場反応および公表前後の CAR の動向を検証。	公表日に統計的に有意な正の異常リターンが観察された。そして、ダッチ・オークション買付においても応募終了日には統計的に有意に負の異常リターンが観察されているが、これは按分比例による買付の場合に顕著であり、非按分比例との差は統計的に有意なものである。
Kamma et al. (1992)	1985-1989 年 7 月、57 件	公開買付とダッチ・オークション買付の市場反応を、公表日周辺、買付期間、終了日周辺の枠で調査しており、また両買付手法間の差を検証。さらに、プレミアムや規模など、市場反応に影響を与えると考えられる買付および企業の特徴をコントロールして両買付手法について検証。	公開買付がより大きなプレミアムを付加する一方で、プレミアムや規模をコントロールして公開買付とダッチ・オークション買付を比較したところ、ダッチ・オークション買付が市場反応に与える影響は大きいことがわかった。また買付規模は公開買付のほうが統計的に有意に大きい。さらに公開買付を選択する企業は有意に小規模である。
Perfect et al. (1995)	1978-1990 年 3 月、WSJ、Capital Adjustments から収集、40 件	Tobin の q を使って企業が割安かどうかで市場反応に影響を与えるかどうかを検証。	Tobin の q が 1 より小さいか大きいかでサブサンプルの市場反応を検証したところ、5% 水準で統計的に有意な差が観察された。ただし、ロバストな結果ではない。
Ahn et al. (2001)	1983-1992 年、Dow Jones News Retrieval Service から収集、72 件	ダッチ・オークション買付の市場反応について、公表日のほか公表日前、応募期間、応募終了日、応募終了後の CAR について検証。	ダッチ・オークション買付公表日周辺で統計的に有意な異常リターンが確認されるのは、公表日と応募終了日のみであり、その他については統計的に有意に 0 と異なることがわかった。特に、公表日前の異常リターンが非有意であることから、ダッチ・オークション買付公表にあたって経営者が直近の株価からタイミングを見計らっているのではなさそうである。

(次ページへ続く)

表 3-2 米国のダッチ・オークション買付研究
 パネル B ダッチ・オークション買付レビュー（前ページからの続き）

論文名	サンプル取得の概要		
Louis and White (2007)	1981-2001 年、SDC から 収集、80 件	ダッチ・オークション買付と公開買付の市場反応を検証。また、3 年間の株価パフォーマンスを検証。ただし、買付プレミアムを考慮していない。	短期であれば 5% 水準で有意に、長期では非有意ではあるが、ダッチ・オークション買付であれば市場反応に負の影響があることがわかった。これは Kamma et al. (1992) とは異なる結果であるが、買付プレミアムをコントロールしていないことの差であるかもしれない。
Louis et al. (2010)	1984-2003 年、163 件	ダッチ・オークション買付と公開買付の市場反応および長期の CAR の差を検証。また、3 年間の株価パフォーマンスをその大きさを 3 分割し、それぞれの場合の内部者の売りがどれだけ観察されるかを検証。	ダッチ・オークション買付は実際の買付割合と公表日周辺 3 日間の CAR について公開買付よりも統計的に有意に小さい。また公表翌月から始まる長期の異常リターンは線形的に増加する。これらの数値は公開買付とは有意に異なる。また、公表後 3 年間の株価パフォーマンスが悪い場合、公表から当該四半期末のあいだの内部者の売りが大きくなることがわかった。
Dunn et al. (2011)	1994-2006 年、141 件	自社株公開買付とダッチ・オークション買付の市場反応について、公表時に明記された買付動機を考慮して検証。	中央値差で公開買付の市場反応はダッチ・オークション買付よりも小さい。また、買付動機は配当と代替した場合等、市場反応が有意に低くなることがわかった。

3.1.4 米国の相対買付の文献サーベイ

相対取引による自社株買いは、米国における市場外買付のなかでも特にコーポレート・ガバナンスとの関係から研究が行われている領域である。その件数は公開買付やダッチ・オークション買付よりもさらに少ないものの、研究者の注目を集めている。また、他の買付手法とは異なり、基本的に取引では企業と株主が一对一（ないし一集団）で、そして売主が誰かを特定することができるという点、さらに売主は主に企業の大株主（機関投資家や企業）である点など、興味深いものである (Peyer and Vermaelen, 2005)。

先行研究の動向について、初期ではグリーンメールを用いた相対買付（以下、グリーンメール買付）を検証したものが多く。しかし、グリーンメール買付は批判も大きく次第に次第に行なわれなくなった。以下では、グリーンメール買付とグリーンメール買付以外の相対買付（以下、単に相対買付）に分けて説明していく。

■グリーンメール買付

1980 年代まではグリーンメール買付は多く行なわれていた。グリーンメールとは、ドル紙幣を想起さ

せる「グリーン」と脅迫の「ブラックメール」をかけ合わせた言葉とされる。そして、グリーンメール取引とは高値で売りつけることを目的として、敵対的買収を仕掛ける行為を指している。その結果、敵対的買収の終了として行なわれる特定の株主との相対買付をグリーンメール買付という。この領域では、表 3-3 パネル B からわかるように、企業の所有権に着目した研究が多い。また、グリーンメール買付の研究のタイムラインは、米国の大量保有報告書である Schedule 13D の開示をイベント開始時点として、相対買付の公表をイベント終了時点として株式市場の反応を検証した研究が多い (Bradley and Wakeman, 1983; Dann and DeAngelo, 1983; Mikkelsen and Ruback, 1985, 1991; Klein and Rosenfeld, 1988)。表 3-3 パネル A のとおり、これらの研究では一貫して、相対買付公表前後の異常リターンは負となることが確認されており、 -3.27% から -1.77% の値を取っている。このように市場反応が負となるのは、相対買付の最たる特徴であるといえる。Dann and DeAngelo (1983) は相対取引を行う動機を、シグナリング仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説、そして過小評価仮説のいずれでもなく、経営者のエントrenchメント仮説 (managerial entrenchment hypothesis) と株主利益仮説 (stockholder interests hypothesis) という、敵対的買収を仕掛けられた場合に、経営者が誰のために行動するのかという観点から説明する 2 つの仮説を検証している。いずれも企業の所有権獲得を目的とした行動ではあるが、前者は経営者のため、後者は株主のために行動すると仮定している。その結果、負の市場反応が観察されることから、経営者のエントrenchメント仮説を支持する結果が得られている。この仮説を支持する結果は、後続のグリーンメール取引について着目した研究で繰り返し確認されている。

■相対買付

以上のように、初期の研究では専らグリーンメール買付に焦点が当てられていたが、1990 年に入ってから、わずか 6 件しかグリーンメール買付は行われていない (Peyer and Vermaelen, 2005)。この理由は 1984 年に Walt Disney 社が行ったグリーンメール買付に対して激しい抗議が行われ (DeAngelo et al., 2008)、1980 年代後半には 7 つの州でグリーンメールを規制する法案が採択されている (Eckbo, 1990)。そして 1987 年には特定の株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こと (Peyer and Vermaelen, 2005) を理由に、グリーンメール買付は行われなくなった。

そのため近年の研究では、グリーンメール買付を区別して市場反応を検証している (Chang and Hertz, 2004; Peyer and Vermaelen, 2005)。サンプル全体ではグリーンメール買付が含まれるため、正負の判断はできないが、表 3-3 パネル A のとおり、Chang and Hertz (2004) では 1% 水準で統計的に有意に 1.49% に市場反応が観察されている。また Peyer and Vermaelen (2005) ではグリーンメール以外の取引をさらに、市場価格からのプレミアムの値に従って区分しており、プレミアムが負の場合は 1.99%、プレ

ミアムが0なら2.14%、そしてプレミアムが正の場合は2.50%と、いずれも1%水準で統計的に有意な正の市場反応を観察している。

これら相対買付で正の市場反応が観察される理由を、Chang and Hertznel (2004)は大株主が企業価値に与える影響から説明している。外部の大株主には経営者を牽制するモニタリング機能が期待されており、利害を調整することで企業価値の増加が期待される一方、あまりに大株主と企業の関係が強くなりすぎれば、経営者と株主のあいだではなく、株主と企業・大株主のあいだで利害対立が生じるだろう。ひいては、特定の大株主以外の株主の富が毀損される可能性がある。こうした観点でChang and Hertznel (2004)のケースは、大株主の退出が企業価値の増大を表しているため、株主間の利害対立が起こっていたのかもしれない。そして、その利害対立を相対買付が解消した可能性がある。他にも創業者の退出でも正の市場反応が観察されるなどしている。

さらに、Peyer and Vermaelen (2005)は公表後2年の長期の異常リターンについて検証しており、この場合は価格プレミアムが正の場合にのみ統計的に有意な正の異常リターンを観察している。長期のリターンについては、他の自社株買い同様に、過小評価仮説によって説明されるようである。

このように、相対取引による自社株買いのなかでも、グリーンメール買付と相対買付とで経済的帰結が明らかに異なるようである。ただし、この領域はコーポレート・ガバナンス領域の研究の蓄積を前提に相対買付の市場反応を説明している。そのため、今後のコーポレート・ガバナンスの研究の進展によっては相対取引に関する研究結果に影響が出る可能性に注意する必要があるだろう。

表 3-3 米国の相対買付研究
パネル A 相対買付データ

論文名	計算方法	サンプルの平均リターン				掲載雑誌	同時公表	予定買付割合	買付プレミアム
		公表時	公表前	長期	長期				
Bradley and Wakeman (1983)	マーケット・モデル	-2.85 [-1, 1]	0.62 [-60, -2]	N/A	N/A	JFE	YES	10.7	8.5
Dann and DeAngelo (1983)	マーケット・モデル	-1.77 [-1, 0]	-4.92 [-40, -2]	N/A	N/A	JFE	YES	10.2	9.8
Mikkelsen and Ruback (1985)	マーケット・モデル	-2.29 [-1, 0]	N/A	N/A	N/A	JFE	NO	7.6	N/A
Klein and Rosenfeld (1988)	マーケット・モデル	-3.27 [-1, 0]	N/A	N/A	N/A	JFR	YES	12.3	22.4
Mikkelsen and Ruback (1991)	マーケット・モデル	-3.24 [-1, 0]	N/A	N/A	N/A	RJE	YES	12.9	2.8
Chang and Hertzfel (2004)	マーケット・モデル	-0.48 [-1, 0]	N/A	N/A	N/A	TFR	YES	10.5	6.3
Peyer and Vermaelen (2005)	マーケット・モデル	1.81 [-1, 1]	N/A	N/A	N/A	JFE	YES	13.0	1.9

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。

表 3-3 米国の相対買付研究
パネル B 相対買付レビュー

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Bradley and Wakeman (1983)	1974-1980 年、WSJ から収集、139 件	相対取引による自社株買いの市場反応について検証。特に、グリーンメール取引などの買収防衛策として行われるケースかを区別して検証。相対取引では取引相手を特定できるため、売主が内部者か、少額投資の株主であるか等で、市場反応を検証。	自社株買いの公表は一般的に正の市場反応があることが Masulis (1980)、Vermaelen (1981)、Dann (1981) で確認されている一方で、相対取引においてはむしろ負の市場反応が観察されることを明らかにした。買収防衛策として相対取引が実施されるときには、より大きな負の市場反応が観察される。しかし、売主が内部者である場合と少額投資の株主である場合には、正の市場反応が観察されている。
Dann and DeAngelo (1983)	1977-1980 年、WSJ から収集、58 件	相対取引による市場反応が、経営者のエンブレチメント仮説または株主利害仮説のどちらによって説明されるかを検証。	相対取引の市場反応は負であり、経営者のエンブレチメント仮説が支持されている。
Mikkelson and Ruback (1985)	1978-1980 年、SEC から収集、40 件	企業間の時価総額の 5% 以上の投資について対象、そこに含まれる相対取引を検証。自社株買い企業だけでなく売主を含めて、また大量保有報告書を用いて自社株買いへと結びつく事前の売主の行動を起点に検証している。	大量保有報告書の開示から相対取引の公表までの期間では、正の異常リターンが観察されているものの、相対取引の公表日周辺においては、統計的に負の異常リターンが観察されている。また、自社株買いの売主は、相対取引の公表日周辺に正の異常リターンが観察されている。
Klein and Rosenfeld (1988)	1979-1983 年、WSJ から収集、77 件	相対取引について市場反応を検証している。さらに Vermaelen (1981) のような企業に株式を売却した株主の富の変化を加えた指標によって、市場反応を検証している。	相対取引による自社株買いの市場反応は統計的に有意に負になることが確認されている。また、企業に株式を売却した株主の富の変化を考慮してもなお、非有意ではあるものの、負の市場反応が観察されている。
Mikkelson and Ruback (1991)	1976-1983 年、WSJ から収集、111 件	相対取引を、その公表前における大口株保有および売主である大株主と関連付けて検証。	相対取引における負の市場反応を確認しているが、これらは大口株保有が企業に与えるアドバンテージが消滅することに起因すると説明。また、これらの市場反応は相対取引が所有権に関連している場合、据置協定がされている場合に負に大きくなるようである。

(次ページへ続く)

表 3-3 米国の相対買付研究
 パネル B 相対買付レビュー（前ページからの続き）

論文名	サンプル取得の概要		
Chang and Hertzels (2004)	1979-1995 年、WSJ から 収集、344 件	自社株買い企業のガバナンスについて着目し、相対取引を所有権に関する取引と、そうでない取引とに区別して検証。所有権に関する取引には、公表前に敵対的買収が仕掛けられていたり、据置協定を結んだものや取引の売主が買収の専門家として名の知られた相手である場合が含まれる。	公表時の市場反応について、所有権に関する取引とそれ以外を区別したところ、前者は統計的に有意に負になる一方、それ以外の相対取引では先行研究とは異なり、正の市場反応が確認された。また両方で観察された異常リターンは有意に異なる。そして、エントレンチメント仮説を支持する結果が得られている。
Peyer and Vermaelen (2005)	1984-2001 年、SDC から 収集、737 件	相対取引をグリーンメール取引とそれ以外に分けた後に、それ以外の取引をさらに買付プレミアムの大きさに従って 3 つに分割してそれぞれ市場反応を検証。さらに、公表後 2 年間の長期リターンについても 4 つの取引について検証。	公表時の市場反応について、グリーンメール取引は先行研究と同じく負であるものの、それ以外の取引についてはいずれも正であることが観察されている。長期の異常リターンについては、公表から 2 年間の枠では買付プレミアムがゼロであるものを除けばいずれも正である。ただし、統計的に有意な異常リターンが観察されたのは、プレミアムありの取引の場合だけであった。

3.2 わが国における市場外買付

3.2.1 わが国の公開買付の文献サーベイ

それではわが国の市場外買付の先行研究について検証する。わが国の自社株公開買付の先行研究の概要を表 3-4 パネル A から確認しておく、注目点は先行研究で示された公開買付プレミアムである。その平均値は $-4.56\% \sim 5.00\%$ を取っており、米国とは異なり負の値を取っていることがわかる。一般的に米国の公開買付では相当に大きな正の買付プレミアムを設定することを踏まえると、わが国の公開買付の特徴として注目すべき点である。そして Vermaelen (1981) が指摘するように、実質的には相対取引である可能性を考慮すべきであろう。この点については、後の実証分析で検討している。次に、先行研究で示された予定買付割合の平均値についてみれば、発行済株式総数から $6.58\% \sim 24.64\%$ の買付規模となるようである。先行研究によってその買付割合には大きな差があるが、近年の研究ほど買付割合の平均値が大きくなる傾向が観察される。そして公表時の平均異常リターンは $0.02\% \sim 3.40\%$ となるようである。これらの結果は明らかに米国よりも小さいことが分かるが、これは買付プレミアムが小さいことが理由であると考えられる。

ただし、わが国の公開買付の知見を米国のそれと比較するにあたって 2 つの問題をクリアしておく必要

があるだろう。1つ目は部分評価の問題である。すでに指摘したように、この問題をクリアするには取締役会決議による実施に限定しなくてはならない。この問題は市場内買付でも起こりうるものの、観測値数の少なさから考えれば、公開買付では、よりコントロールすべき問題である。さらに、付議公表か取締役会決議による公表かで、公表後に裁定機会が生じるかどうか異なるため、市場反応は大きく異なることとなるだろう。しかしながら、この問題をクリアした研究は、今のところ河瀬 (2015) と河瀬 (2017) のみである。このとき、表 3-5 パネル A のように、河瀬 (2015) で観察されている公開買付プレミアムの平均値は -4.6% 、河瀬 (2017) で -6.7% と他の先行研究よりも負に大きいことが分かる。買付プレミアムが小さいため、過小評価は起こらず、先行研究のなかでも最小の公表時リターンが観察されると予想される。しかし、それでも河瀬 (2015) で観察された公表日の異常リターンは 2.81% 、河瀬 (2017) で 2.717% と、Zhang (2002) を除けば最も大きな市場反応が観察されている。同時公表問題に対する処理の影響もありうるが、同時公表についてコントロールした石川 (2007) の平均の公表時の異常リターンが 2.6% であることを勘案すれば、同時公表問題以上に部分評価問題の影響が大きいように思われる。つまり、裁定機会の有無をコントロールする必要があることを示唆している。

もう1つの問題は、買付プレミアムの正負の区別の問題である。上述のとおり、日本の公開買付は、平均して負の公開買付プレミアムが観察されている。Vermaelen (1981) は米国でも稀に負の公開買付プレミアムが観察されるものの、これらは公開買付というよりも相対買付の側面があると指摘した。また、理論的な研究でも買付プレミアムが負の場合に株主は公開買付に応募しないことが示された (Oded, 2011)。すなわち、これまで公開買付に関して米国で蓄積されてきた知見は、公開買付において正の買付プレミアムが設定されている場合に限る。従って、わが国で観察される、買付プレミアムが負である公開買付は、米国の公開買付と比較できない可能性が高い。こうした理由から、わが国の公開買付の分析には、買付プレミアムの正負を区別して、別個に分析する必要性が示唆されよう。この観点から分析したわが国の研究には河瀬 (2015) と河瀬 (2017) があり、買付プレミアムが正であるものを打歩サンプル、負であるものを割引サンプルに分割して検証を行っている。そして、検証結果からはこれらの分割の必要性を支持する結果が確認されている。

わが国の公開買付研究は数が少ないこともあり、未だ公表日周辺で異常リターンが生じるかどうかの検証が中心である。いまだに公開買付を実施する動機など不明な点が多く、そのメカニズムは明らかになっていない。こうした問題意識のもとで、後の実証分析では、公開買付の買付プレミアムの設定メカニズムの検証や、公開買付が実質的な相対取引であるかどうかを検証している。

表 3-4 わが国の公開買付研究
パネル A 公開買付データ

論文名	計算方法	サンプルの平均リターン				同時公表	掲載雑誌	予定買付割合	買付プレミアム
		公表時	公表前	長期	長期				
Zhang (2002)	マーケット・モデル	3.4 [-1, 2]	2.16 [-24, -2]	N/A	N/A	NO	PBFJ	7.6	5.0
牧田 (2002)	インデックス調整リターン	0.99 [0, 0]	-1.73 [-10, -1]	N/A	N/A	NO	SAJ	N/A	-0.3
松浦 (2002)	インデックス調整リターン	0.02 [0, 0]	-0.06 [-10, -1]	N/A	N/A	NO	紀要	6.6	-2.5
石川 (2007)	インデックス調整リターン	2.6 [0, 0]	正 [-10, -1]	N/A	N/A	YES	著書	24.6	2.2
山口 (2008)	インデックス調整リターン	0.4 [-1, 1]	-0.68 [-5, -2]	N/A	N/A	NO	紀要	6.6	-1.7
河瀬 (2015a)	マーケット・モデル	2.81 [0, 0]	正 [-30, -1]	N/A	N/A	YES	SAJ	13.5	-4.6
河瀬 (2017)	マーケット・モデル	2.717 [0, 0]	0.376 [-30, -2]	N/A	N/A	YES	WP	11.1	-6.7

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。

表 3-4 わが国の公開買付研究
パネル B 公開買付研究レビュー

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
Zhang (2002)	1995-1999 年 10 月、野村証券から収集、22 件	商法 212 条の 2 を根拠法とする自社株買いに限定し、わが国の自社株買いを Auction 買付と公開買付に分割し、比較して市場反応を検証。	公開買付の市場反応は Auction 買付のそれよりも小さいことがわかった。また、わが国の公開買付は、米国と違って負のプレミアムを付けるものがあることがわかった。
牧田 (2002)	1996-1999 年 3 月、25 件	Auction 買付と比較して公開買付の市場反応を検証。	公開買付の市場反応は統計的に有意に正であるが、Auction 買付のそれを下回っており、Zhang (2002) と整合する結果が得られている。しかし、Comment and Jarrell (1991) などの米国の先行研究とは異なる結果である。この理由を、公開買付プレミアムが米国に比べ、相対的に小さいことを理由として挙げている。
松浦 (2002)	1997 年 5 月-2001 年 8 月、34 件	消却目的の自社株公開買付だけに限定して、市場反応を検証。	わが国の公開買付プレミアムの平均は負であるが、公表日周辺の異常リターンは正であった。また、プレミアムや買付比率が大きいほど異常リターンは大きくなることがわかった。
石川 (2007)	2002 年 7 月-2004 年 11 月、NEEDS から収集、83 件	同時公表問題についてクリアした上で自社株公開買付の市場反応について検証。	公表日の異常リターンは正であり、同時公表問題をクリアしたこともあって 3% 弱の異常リターンを観察している。また回帰分析の結果から、買付規模が大きくなるほど異常リターンは大きくなることがわかった。
山口 (2008)	2001 年 10 月-2005 年 5 月、アイ・エヌ情報センターから収集、42 件	自社株公開買付の市場反応と、それが同業他社に与える影響を分析。	自社株公開買付の公表は正の異常リターンを生じさせるが、同業他社に対しては有意な影響が観察されなかった。
河瀬 (2015)	2003 年 9 月-2013 年 12 月、eol から収集、58 件	公開買付プレミアムの正負によってサンプルを分割し、打歩サンプルと割引サンプルを別個に市場反応について分析。	わが国の先行研究中、平均公開買付プレミアムは負であるものの、同時公表問題、部分評価問題をクリアすると 2 番目に大きな市場反応を確認した。また公開買付プレミアムの正負によって異なる買付の動機があること、異なる要因によって市場反応が説明されることを明らかにした。

(次ページへ続く)

表 3-4 わが国の公開買付研究
 パネル B 公開買付研究レビュー（前ページからの続き）

論文名	サンプル取得の概要		
河瀬 (2017)	2001-2016 年, eol から収集, 232 件	日本独特の公開買付である、公開買付価格を市場価格から割り引いた、割引の公開買付に着目し、それが実質的な相対取引であるか、さらに公開買付価格がなぜ割引になるか、価格設定のメカニズムを検証。	割引の公開買付では、その公表前に特定の株主から打診を受けている。このとき、特定の株主が売却した株式数は企業の買付株数の 90% を超え、実質的な相対取引であることがわかった。さらに、特定の株主が打診をするとき、公開買付価格は株価から割り引かれることがわかった。

3.2.2 わが国の相対買付の文献サーベイ

わが国の相対買付研究は非常に少なく、河瀬 (2016) と太田・岡本 (2016) の 2 本のみである。市場反応の検証は太田・岡本 (2016) のみ行っており、表 3-5 パネル A のとおり、わずか 0.45% と市場はほとんど反応しない。予定買付割合は平均的に 10% を超えており、フリー・キャッシュ・フロー仮説に従えば相当な市場反応が観察されると予想される。相対買付実施のタイムラインは株主総会への付議を経て、株主総会決議を行い、そして再度の取締役会決議を通じてはじめて実施が可能である。さて、太田・岡本 (2016) はイベントを付議公表のタイミングと定義している。このタイミングでは、たとえ 10% 超の買付規模であっても、本当にそれだけの自社株買いを実施できるか不確実である。したがって、取締役会決議で実施可能な他の買付手法のように、資本市場は相対買付の付議公表の段階では、企業価値の変化を認識できない可能性がある。したがって、市場反応が小さいと考えられる。

しかしながら、なぜわが国相対買付研究の領域において、先行研究の数が少ないのか、その理由を検討する。まず考えられるのは、買付手法の区別に対する意識があるだろう。しかし、それ以上にわが国の相対買付はほとんど行なわれておらず、観測値が少ないことが大きいだろう。サンプルに占める観測値数について、河瀬 (2016) と太田・岡本 (2016) はそれぞれ 17 件、26 件と他の買付手法とくらべて非常に少ない¹²。

わが国では相対買付に対する需要が小さいのだろうか。この疑問に対して、わが国では相対取引実施に対するハードルの高さを考慮する必要があるだろう。これまで何度も述べてきたように、相対買付では株主総会決議を必要とする。これは年に一度しか実施の機会がないこと、実施のタイミングを図ることができないこと、そして経営者が実施したくても実施できない可能性があることを意味する。したがって、相対買付に対する需要は小さくなく、別の買付手法が実質的な相対取引として利用されている可能性がある。実際に、先行研究でも実質的な相対取引ではないかと、ToSTNeT 買付、公開買付について指摘があ

¹² なお、相対買付は子会社からの自社株買いに多用されているが、これは単なるグループ内取引に過ぎず、除かれている。

る(太田, 2016; 河瀬, 2017)。また後の実証分析で、この疑問について公開買付と相対買付の関係を検証している。

買付手法別の先行研究サーベイは以上である。次節では、これまでの議論をもとに本論文を通じて検証する、買主主導仮説と売主主導仮説について議論する。

表 3-5 わが国の相対買付研究
パネル A 相対買付データ

論文名	計算方法	サンプルの平均リターン				掲載雑誌	同時公表	予定買付割合	買付プレミアム
		公表時	公表前	長期	短期				
河瀬 (2016)	マーケット・モデル	N/A	1.25 [-20, -2]	N/A	N/A	WP	NO	12.76	-8.70
太田・岡本 (2016)	マーケット・モデル	0.45 [0, 0]	4.66 [-31, -1]	N/A	N/A	紀要	NO	13.8	-20.5

(注) この表では先行研究のデータを示しているが、表の読み方については補論 1 を参照されたい。

表 3-5 わが国の相対買付研究
パネル B 相対買付レビュー

論文名	サンプル取得の概要	論文の特徴	論文の発見事項
河瀬 (2016)	2001-2014 年、eol より収集、17 件	わが国で初の相対取引に着目した研究であり、基礎的調査結果を示している。	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。また、売主主導で取引が実施される傾向にある。
太田・岡本 (2016)	2004-2015 年、eol より収集、26 件	相対取引について相手方の特定を行い、売却前後の大株主順位の変化に加え、市場反応について調査している。	観測値の 6 割は新興企業であり、売主のお多くは筆頭・次席株主であり、売主主導で実施され、時価から 20% 以上割引かれた買付価格で行われる。そして、市場の反応は観察されない。

3.3 市場外買付の小括と買主主導仮説/売主主導仮説

それでは前章と同様に、ここまで得られた知見に基づいて、わが国の市場外買付が買主主導であるか、売主主導であるかの検討に移ろう。

まず公開買付についてであるが、これは米国の公開買付においては買主主導の取引であると考えられる。なぜなら、取引価格について買付プレミアムを設定することが、株価と同額では取引が成立しないと考えていることを意味している。例えば、D'Mello and Shroff (2000) は残余利益モデルを使って企業の株式の理論価格を計算し、公開買付価格を相当に上回っていることを示した。つまり、公開買付価格は経営者の考える理論価格よりも低い価格で提示されると指摘している。さらに、公開買付プレミアムが大きければ大きいほど、それは経営者の考える理論価格よりも企業の株価が相当に割安になっていることを表すとし、過小評価仮説によって説明を行った。こうした議論からも分かるように、買主主導仮説を支持するようである。

しかし、わが国の公開買付は買付プレミアムのない、むしろ株価よりも割引いた公開買付が一般的である。一見すると誰も応募しないように思われるが、河瀬 (2015) で明らかになったように、こちらがわが国公開買付の主流である。そして、河瀬 (2015) は割引のケースで売主からの売却意向を受けることが多いと指摘しており、公開買付価格を株価から割引いた公開買付は売主主導仮説によって説明される買付手法であると考えられる。

しかし、なぜ公開買付価格が株価を上回るか、下回るかによって買主主導か売主主導かが変わるのだろうか。この点については、とくに割引の場合で、公開買付に対して他の株主を排除したい意向があると考えられる。なぜなら、売却を意向する特定の株主以外にとってみれば、割引の場合には公開買付に応募するよりも市場で取引するほうが、より大きな売却益を得られるだろう。そのため、特定の株主以外は公開

買付に応募しなくなる。したがって、株価を割り引いた公開買付価格を設定している場合には、売主が自身の売却したい株式数を確実に売却できるよう、他の株主を排除しようと意図している可能性が指摘され、結果として実質的な相対取引となっているのかもしれない。以上、公開買付全体で見れば買主主導/売主主導の両方の特徴が伺えるが、それは公開買付価格のプレミアムの値によって識別できることを思わせる。この疑問は、後ほど公開買付の実証分析で検証している。

それでは相対買付に移ろう。河瀬 (2016) および太田・岡本 (2016) はともに、わが国の相対買付が概して売主主導で行なわれる点を指摘している。なぜなら、公表資料において売主からの打診があった旨が記載されている観測値が多いことが理由として挙げられる (河瀬, 2016)。また、Peyer and Vermaelen (2005) は相対買付において買付価格は買主と売主の交渉力によって決定されていることを明らかにしている。表 3-5 パネル A から分かるように、平均的に相対買付の買付プレミアムは負に設定されるようである。つまり、売主が売却意向を買主に伝える一方で、買主は不要な現金流出を防ぐため、買付価格を引き下げようとするインセンティブがあると考えられる。以上の理由から、相対買付は売主主導仮説によって説明される買付手法と予想される。

3.4 回帰モデル

ここまで議論してきた買主主導仮説・売主主導仮説を検証するため、本論文では自社株買い公表による経済的帰結を分析するが、買付手法間の比較の目的から、それぞれ共通する回帰モデルを設定する。そしてまた、買付手法ごとに回帰モデルを修正し、実証結果を提供する。

さて、共通する回帰モデルは、公表時の異常リターンを被説明変数とし、そして前章で紹介した 3 つの仮説の代理変数を説明変数としており、次のとおりである。

$$\begin{aligned} ar = & \alpha + \beta_1 PGMSize + \beta_2 PriorReturn + \beta_3 \ln MVE + \beta_4 BMR \\ & + \beta_5 CASH + \beta_6 OCF + \beta_7 Leverage + \beta_7 YEARdummy + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

ただし、 ar は自社株買い公表日の日次の異常リターンである。異常リターンはマーケットモデルを使って推定しており、その推定期間は 230 営業日前から 31 営業日前までであり、インデックス・リターンについては上場市場の指数を採用している¹³。なお、公表日の特定にあたっては、TDnet を使って公表時間を確認している。なお、このとき公表時間が 15 時前であればその日を、15 時以降であれば、翌営業日を公表日と定義している。続いて説明変数について、PGMSize 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予定買付株数の割合を表す変数である。PriorReturn は公表日から 30 営業日前から 1 営業日前までの累積異常リターンである。また市場リターンは東証 1 部上場企業なら TOPIX、マザー

¹³ 例えば、東証 1 部上場企業のインデックス・リターンは TOPIX を採用している。

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。lnMVE は公表前月末時点の時価総額の自然対数である。BMR は公表前月末時点の簿価時価比率である。CASH は公表日から直近四半期末時点の現金・預金および短期有価証券を時価総額で除した値である。OCF は公表日から直近四半期末時点の営業キャッシュフローを時価総額で除した値である。Leverage は公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値である。YEARdummy は公表年を識別するダミー変数である。

このうち、過小評価仮説の代理変数は PriorReturn、lnMVE そして BMR である。過小評価の程度が強いほど、市場の反応は大きくなると考えられるため、PriorReturn と lnMVE の係数は負に、BMR の係数は正になると予想される。そして、フリー・キャッシュ・フロー仮説の代理変数は CASH、OCF である。どちらも、値が大きいほどフリー・キャッシュが多いことを意味しているため、そうした状態で行うペイアウトはエージェンシー問題を緩和することが期待される。したがって、CASH・OCF の係数は正に有意になるだろう。最後に、最適資本構成仮説の代理変数は Leverage である。これは自社株買いを通じて負債と純資産の割合の変化を捉えており、最適資本構成よりも負債比率が高い場合は市場反応は小さい、または負の方向に大きくなると考えられる。また最適資本構成よりも負債比率が低い場合は市場反応は大きくなるだろう。後者の場合は係数は正になるであろうが、前者の場合は負になる可能性があり、どちらの係数も取りうるだろう。なお、PGMSize は自社株買いの情報量を表しているといえる。そのため、いずれの仮説の代理変数たりうるものである。程度にもよるが、PGMSize は大きいほど自社株買いの情報量は大きくなるため、市場反応はより強くなることが予想され、PGMSize の係数は正になると予想される。

以降の実証分析では、この回帰モデルを使って買主主導仮説が支持されるか、売主主導仮説が支持されるかを検証する。買主主導で自社株買いが行われる場合、何らかのインサイダー情報が資本市場に伝達されると考えられる。つまり、有意な正の市場反応が観察されるだろう。しかし、売主主導仮説が支持される場合、インサイダー情報は伝達されない。ただフリー・キャッシュ・フローが払い出されたり、負債比率の変化については変わらず生じるだろう。そのため、有意な正の市場反応が観察されないか、あるいは顕著であっても買主主導の場合よりも小さな市場反応となるだろう。

そして公表日に生じる異常リターンの要因分析を行うが、買主主導で行なわれる場合、過小評価仮説の代理変数である PriorReturn、lnMVE は負に、BMR は正の係数となることが予想される。とくに、過小評価仮説は経営者のもつインサイダー情報を資本市場に伝えることを示唆しており、3つの仮説のなかでも説明力が強くなると予想される。しかしながら、売主主導で行なわれる場合は、これら過小評価仮説の代理変数の係数は有意にならないと考えられる。他のフリー・キャッシュ・フロー仮説と最適資本構成仮説に関する代理変数については、有意な係数となるかもしれないが、異常リターンが小さいのであれ

ば、そもそも影響しないかもしれない。これ以外の詳細な説明については、以降の各買付手法の分析の際に行うこととする。

3.5 小括

本章では買付手法を区分し、市場反応に関する日米の先行研究の文献サーベイを行った。本章からは何よりもまず、買付手法によってその経済的特徴は様々であるという知見が得られた。この知見からは、本論文のような買付手法別の分析の妥当性が支持されよう。

そして、Auction 買付と正の買付プレミアムを設定した公開買付では、買主主導で取引が実施されていると考えられる。一方で、ToSTNeT 買付と負の買付プレミアムを設定した公開買付、相対買付においては、売主主導で取引が実施されていると予想される。買主主導仮説が支持されるか、売主主導仮説が支持されるかについては、少なくとも過小評価仮説が支持される場合は、経営者の持つインサイダー情報が資本市場に伝達されていると考えられるため、買主主導で取引を行っているものと予想されよう。一方で、売主主導仮説が支持される場合には、売主は自社株買いの相手を自分に集中させるため、予め企業に対して自社株買いの実施について打診したり、他の株主を排除することを通じて、実質的な相対取引となるよう行動するのではないだろうか。それでは、次章から買付手法別の実証分析を行う。

4 Auction 買付の経済的帰結に関する実証分析

本章から買付手法別に実証分析を行う。具体的には、本章で Auction 買付の分析を行い、第 5 章で ToSTNeT 買付の分析、第 6 章で公開買付の分析、第 7 章で相対買付の実証分析を行う。市場反応の分析では、取得公表日の異常リターンが、Auction 買付 4.0% の市場反応を観察しており、また要因分析からは過小評価仮説を支持する結果を確認している。こうした実証結果は米国の Auction 買付のものと概ね同様である。

4.1 サンプルと記述統計量

4.1.1 サンプルの選択

最初に、Auction 買付および ToSTNeT 買付で使用するデータベースは、関西大学商学部の太田浩司教授の研究室で作成したものを使用している（以下、太田 DB）¹⁴。なお、自社株買いに関するデータは、全て株式会社プロネクサス社提供の eol に収録されている TDnet で開示された情報を元としている。表 4-1 のとおり、太田 DB は 2008 年から 2012 年のあいだに東証上場企業（東証 1 部・東証 2 部・マザーズ上場企業）が買付開始を公表した 2,846 件の観測値で構成されている。ここから、以下の選択基準にしたがって Auction 買付の分析で使用するサンプルのみを抽出する。選択基準は、(1) 市場外買付（公開買付）に該当するもの（29 件）、(2) 取締役会決議ではなく、株主総会決議に基づき実施しているもの（20 件）、(3) ToSTNeT 買付によるもの、または ToSTNeT 買付と組み合わせたもの（880 件）を除外した。なお、相対買付や非上場の優先株式の取得、特殊な事由による取得（会社法第 155 条第 1 号、第 2 号および第 4 号～第 13 号）は 2,846 件のなかに含まれていない。

このうち、(1) は公開買付について取得方法が大きく異なるために設定した。(2) の選択基準で株主総会決議による自社株買いを除いているのは、自社株買いに関するアナウンスメントが複数回行われるため、市場反応の特定が困難と考えられるためである。(3) では、純粋な Auction 買付を通じた経済的帰結の検証のため、ToSTNeT 買付または ToSTNeT 買付を組み合わせた自社株買い（以下、混合買付）を除いている。

以上の選択基準によって、Auction 買付は 2,846 件中 1,917 件と 67% を占める。この点で、Auction 買付はわが国で最も一般的な買付手法であるといえるだろう。自社株買いデータについては以上であるが、以下の分析で使用する企業の会計データ、株価データは、日経 NEEDS-Financial QUEST から収集している。

¹⁴ データベース使用について太田浩司教授の承諾を受けている。また、筆者は当該データベースのデータ入力者の 1 人である。

表 4-1 サンプルの選択

市場内外	取得決議会議	買付方法	Obs.	割合
市場内買付	取締役会	Auction 買付	1,917	67.4%
	(165 条 2 項 or 459 条 1 項 1 号)	ToSTNeT 買付	580	20.4%
		(3)Auction 買付と ToSTNeT 買付混合、またはその他の買付	300	10.5%
	(2) 株主総会	Auction 買付	16	0.6%
	(156 条 1 項)	ToSTNeT 買付	4	0.1%
(1) 市場外買付	取締役会	公開買付	27	0.9%
	株主総会	公開買付	2	0.1%
合計			2,846	100.0%

(注) 2008 年 1 月 1 日～2012 年 12 月 31 日の期間に、東証 1 部、2 部、マザーズに上場している企業が行った、2,846 個の一般的な自社株買いの公表をベースとして、そこから (1)-(3) および ToSTNeT 買付の観測値を除去している。(1) は市場外での自社株買い、具体的には公開買付のことである；(2) は会社法第 156 条第 1 項に基づく株主総会決議での自社株買い；(3) は Auction 買付と ToSTNeT 買付が混合している自社株買いおよび、ToSTNeT 買付公表以前に、買付方法不明で自社株買いの取得枠設定の公表が行われている自社株買い、そして自社株買いの終了のお知らせがない等の観測値である。最終的に本論文で使用しているサンプルは、表中太字で示されている、市場内での取締役会決議による Auction 買付 1,917 個 (67.4%) および ToSTNeT 買付 580 個 (20.4%) である。

表 4-2 Auction 買付サンプルの構成

パネル A : 年別			パネル B : 市場別			パネル C : 公表回数別		
	Obs.	割合		Obs.	割合		会社数	割合
2008 年	887	46.3%	東証 1 部	1,512	78.9%	1 回	404	47.3%
2009 年	257	13.4%	東証 2 部	249	13.0%	2 回	194	22.7%
2010 年	263	13.7%	マザーズ	156	8.1 %	3 回	125	14.6%
2011 年	269	14.0%				4 回	61	7.1%
2012 年	241	12.6%				5 回以上	71	8.3%
合計	1,917	100.0%	合計	1,917	100.0%	合計	855	100.0%

(注) 本表では表 1 で選択された Auction 買付 1,917 件および ToSTNeT 買付 580 件の観測値を、パネル A では年度別、パネル B では市場別、パネル C では公表回数別に分類している。

4.1.2 サンプルの構成

表 4-2 は、Auction 買付サンプルの構成について示している。パネル A の年別の構成をみれば、Auction 買付が多く含まれるのは 2008 年の 887 件と全体の 50% 弱を占めることがわかる。2009 年以降は約 250 件で推移しているが、これはリーマン・ショックの影響を受けて、一時的に企業の余剰資金が少なくなったことと関係しているかもしれない。パネル B では市場別の構成を示している。ここから、東証 1 部上場企業の観測値数は 1,512 件と全体の 80% 弱を占めている。この結果は Auction 買付を行うにあたって、株式を市場で買い付けるために、十分な流動性が必要とされることを表している。この点で、Auction 買付を実施する企業は相対的に大規模企業であると考えられよう。そして、パネル C は、サンプルを回数別に分類している。全サンプル 855 社のうち約半数の 404 社 (47.30%) は 2008-2012 年のサンプル期間中に 1 回だけ公表している。それ以外は複数回実施しており、4 回以上とおおよそ年に 1 回以上のペースで実施する企業は 132 社 (15.40%) 含まれている。

4.1.3 記述統計量

表 4-3 では Auction 買付サンプルの記述統計量を示している。変数の定義は以下のとおりである。

PGMSize	: 予定買付株式数を発行済株式総数で除した値、
CompRateSTK	: 取得株数を予定取得株数で除した株数ベースの自社株買いの達成率、
CompRateYEN	: 取得金額を予定取得金額で除した金額ベースの自社株買いの達成率、
estdays	: 予定取得開始日から予定取得終了日までの営業日数、
actualdays	: 取得開始日から取得終了公表日までの営業日数、
PriorReturn	: 公表 30 営業日前から公表 1 営業日前までの累積異常リターン、
lnMVE	: 公表前月末時点の時価総額の自然対数、
BMR	: 公表前月末時点の簿価時価比率、
CASH	: 公表日から直近四半期末時点の現金・預金と短期の有価証券の和を時価総額で除した値、
OCF	: 公表日から直近第 2 または第 4 四半期末における過去 12 ヶ月間の営業キャッシュフローを時価総額で除した値、
Leverage	: 公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値。

まず、自社株買いに関連する変数の記述統計量について確認していく。PGMSize の平均値（中央値）は 2.29%（1.73%）であり、前章で確認した米国の先行研究のサンプル平均がおおよそ 5% であったのに比べ、わが国の買付規模は約半分と規模が小さいことが伺える。次に、達成率の代理変数である CompRateSTK と CompRateYEN を見てみよう。平均値（中央値）はそれぞれ、75.86%（91.53%）、69.37%（79.41%）と米国の Auction 買付と同程度の達成率であることがわかる（Stephens and Weisbach, 1998; Bonaimè, 2012）。そして、買付期間を表す estdays と actualdays について、平均値（中央値）はそれぞれ、71.17 日（53 日）と 54.89 日（37 日）となっている。ここからは、予定取得期間のおおよそ 7 割程度で Auction 買付を完了させていることが伺える。さらに最長でも 246 日と、一年を上回らない点で会社法の影響が見て取れよう。それでは、自社株買い企業に関連する記述統計量について確認していく。過小評価仮説の代理変数である PriorReturn、lnMVE、BMR のなかでも、PriorReturn の平均値（中央値）は -2.76%（-2.57%）と負の値を示しており、公表前に過小評価が進行していることが伺える。これは Auction 買付の先行研究と整合的である。表 4-3 の確認については以上である。

4.2 市場反応の分析

4.2.1 異常リターンの測定方法

ここでは、Auction 買付公表に対する市場反応を検証する。市場反応の測定にあたっては、多くの先行研究で利用されているマーケット・モデルを使用する。ここから求められた異常リターンを市場反応として測定する。なお、異常リターンの計算は次のとおり行っている。

まずマーケット・モデルの推定期間を Auction 買付公表の 230 営業日前から 31 営業日前までの 200 営業日間とする。ただし、少なくとも 100 営業日以上データがなければ、サンプルから除外する。次に

表 4-3 Auction 買付サンプルの記述統計量

Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	1%ile	25%ile	Median	75%ile	99%ile
PGMSize	1917	2.29%	2.03%	0.14%	1.01%	1.73%	2.95%	9.79%
CompRateSTK	1917	75.86%	31.31%	0.00%	59.20%	91.53%	100.00%	100.00%
CompRateYEN	1917	69.37%	30.85%	0.00%	50.01%	79.41%	95.81%	100.00%
estdays	1917	71.17	58.24	9	30	53	92	246
actualdays	1917	54.89	51.21	3	20	37	70	245
PriorReturn	1917	-2.76%	15.48%	-46.16%	-9.77%	-2.57%	4.39%	38.50%
lnMVE	1910	10.48	1.78	6.65	9.31	10.37	11.58	15.25
BMR	1907	1.28	0.73	0.19	0.80	1.15	1.61	3.74
CASH	1907	0.41	0.42	0.02	0.15	0.28	0.53	2.12
OCF	1902	0.16	0.32	-0.49	0.07	0.12	0.21	1.28
Leverage	1912	0.45	0.22	0.08	0.28	0.44	0.60	0.95

(注) この表では Auction 買付のサンプルの記述統計量を示している。PGMSize は予定買付株式数を発行済株式総数で除した値である。CompRateSTK は取得株数を予定取得株数で除した株数ベースの自社株買いの達成率である。CompRateYEN は取得金額を予定取得金額で除した金額ベースの自社株買いの達成率である。estdays は予定取得開始日から予定取得終了日までの営業日数である。actualdays は取得開始日から取得終了公表日までの営業日数である。PriorReturn は公表日から 30 営業日前から 1 営業日前までの累積異常リターンである。また市場リターンは東証 1 部上場企業なら 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。lnMVE は公表前月末時点の時価総額の自然対数である。BMR は公表前月末時点の簿価時価比率である。CASH は公表日から直近四半期末時点の現金・預金と短期の有価証券の和を時価総額で除した値である。OCF は公表日から直近第 2 または第 4 四半期末における過去 12 ヶ月間の営業キャッシュフローを時価総額で除した値である。Leverage は公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値である。

イベント期間を公表の 30 営業日前から公表 30 営業日後までの 61 営業日間として計算する。ちなみに、Auction 買付の公表時点は資本市場がその情報開示に反応し始める時点であると考えられる。すなわち、TDnet で開示される時間であり、これが 15 時以降の開示であれば、市場反応は翌営業日に観察されると考えられるため、その翌営業日を Auction 買付の公表日として定義している。一方で、15 時までに公表されていれば、直ちに市場反応が観察されるため、その TDnet 開示のあった日を Auction 買付の公表日として定義している。

$$r_{it} = \alpha + \beta r_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

ただし、 r_{it} は i 社の t 日における株式の生リターンであり、 r_{mt} は市場インデックスの t 日における変化率である。なお、市場インデックスは、当該企業の上場市場に応じて異なる市場インデックスを用いており、東証 1 部、東証 2 部、マザーズで、それぞれ、TOPIX、東証第 2 部株価指数、東証マザーズ指数を使用している。

次に、(2) 式で得られたベータを用いて異常リターンを計算する。

$$ar_{it} = r_{it} - (\hat{\alpha} + \beta \hat{r}_{mt}), \quad (3)$$

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_i^n ar_{it}, \quad (4)$$

ただし、 ar_{it} は i 社の t 日における異常リターンであり、 AR_t は t 日における異常リターンであり、 n 社

の ar_{it} の平均値を表す。

そして、累積異常リターンを次のとおり計算している。

$$CAR[t1, t2] = \sum_{t=t1}^{t2} AR_t \quad (5)$$

ただし、 $CAR[t1, t2]$ は $t1$ 日から $t2$ 日の累積異常リターンである。

以上の手続きによって異常リターンを計算し、市場反応を測定しているが、以降で検証する他の買付手法の分析においても、同様の手続きを用いている。

4.2.2 公表前後の市場反応

ここでは、前項の手続きによって計算された市場反応について検討する。なお、正確な市場反応の測定のため、株価に顕著な影響を与えるであろう決算発表あるいは業績・配当予想修正が Auction 買付と同時に公表されている場合、この観測値を除いている。該当する観測値は 1,016 件あり、さらにマーケット・モデルの推定期間が 100 日以下である 5 件の観測値を除いた。これにより、Auction 買付の検証サンプルは 896 件となっている。

表 4-4 は、Auction 買付公表前後の市場反応を示している。AR のコラムでは、日次の異常リターンの値を公表日の 5 営業日前から 5 営業日後まで示している。また CAR のコラムでは、公表前では 30、20、10、5 営業日前から公表 1 営業日前までのウィンドウと、公表日後では公表 1 営業日後から 5、10、20、30 営業日後までのウィンドウの累積異常リターンを示している。公表日前日までの 30 営業日間の累積異常リターンである $CAR[-30, -1]$ が -2.96% と有意に負であるが、これは公表日までに過小評価が進行していることを意味している。このほか、公表前の累積異常リターンはどのウィンドウでも 1% 水準で統計的に有意な負の異常リターンであることがわかる。

公表日当日の市場反応 (AR_0) は、 4.00% ($t = 24.69$) と経済的にも統計的にも有意な正の反応である。この値は先行研究と比べて大きいものであるが、その理由は 2 つ考えられる。1 つは同時公表情報をコントロールしている点である。表 2-1 のパネル A の同時公表のコラムから確認されるように、本論文で取り上げた米国先行研究 19 本のうち、同時公表についてコントロールしたものはわずか 4 本である。河瀬・太田 (2017) は、企業が当期純利益の予想について Bad News を公表する際に Auction 買付を公表する確率が高まることを明らかにしている。つまり、経営者には株価を下落させる Bad News に対して、Good News である Auction 買付を戦略的に開示する動機が存在が指摘されている。これに従えば、同時公表情報のコントロールによってサンプル平均の異常リターンは大きくなると考えられる。もう 1 つの理由は、公表時間の特定である。先述したように、本論文では公表日だけでなく、eol を使って公表時間を

表 4-4 Auction 買付公表前後の市場反応

Day	AR	t	Days	CAR	t
-5	-0.09%	-0.83	[- 30, -1]	-2.96%***	-5.31
-4	-0.13%	-1.39	[- 20, -1]	-2.52%***	-5.34
-3	-0.25%**	-2.42	[- 10, -1]	-1.73%***	-5.36
-2	-0.13%	-1.21	[- 5, -1]	-0.86%***	-3.51
-1	-0.27%***	-2.60			
0	4.00%***	24.69			
1	0.47%***	3.81			
2	0.19%**	1.99	[1, 5]	1.65%***	8.04
3	0.36%***	3.67	[1, 10]	2.79%***	9.13
4	0.33%***	3.75	[1, 20]	3.60%***	9.25
5	0.31%***	3.54	[1, 30]	4.54%***	9.61

(注) この表は、Auction 買付の公表日を $t = 0$ として、その前後の特定の日/期間の、異常リターン (AR) / 累積異常リターン (CAR) を示したものである。異常リターンは推定期間を公表日を基準に 230 営業日前から 31 営業日前までの 200 日としており、イベント期間を 30 営業日前から 30 営業日までの 61 営業日間の結果を示しており、上場市場に応じて異なる市場インデックス (TOPIX、東証マザーズ指数、JASDAQ 指数) を用いて、マーケット・モデルで推定している。観測値数は同時公表等を除いた、896 件である。*、**、***はそれぞれ 10% 水準、5% 水準、1% 水準で有意であることを示す。

特定しており、15 時以降の公表であれば翌営業日を $t = 0$ と定義している。Auction 買付の公表前は負の異常リターンが確認されるため、公表時間を特定しない先行研究における $t = 0$ の異常リターンは実際よりも小さくなってしまいうだろう。以上 2 つの理由から、本論文のサンプルでは先行研究よりも大きな市場反応を観察していると考えられる。そして公表後も正の市場反応が観察されており、Auction 買付公表後のドリフトが観察されている。こうした点も先行研究と整合的である。

4.2.3 市場反応の要因分析

それでは、市場反応が生じる要因を回帰分析によって検証する。使用するモデルは、(1) 式の共通の回帰モデルに加え、次の Auction 買付独自の変数を加えたモデルをも検証する。

$$\begin{aligned}
 ar = & \alpha + \beta_1 PGMSize + \beta_2 PriorReturn + \beta_3 \ln MVE + \beta_4 BMR \\
 & + \beta_5 CASH + \beta_6 OCF + \beta_7 Leverage + \beta_8 estdays \\
 & + \sum_{\tau=9}^{12} \beta_{\tau} YEARdummy + \sum_{\kappa=13}^{41} \beta_{\kappa} INDUSdummy + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{6}$$

ただし、 ar は Auction 買付公表日の異常リターンである。PGMSize 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予定買付株数の割合を表す変数である。PriorReturn は公表日から 30 営業日前から 1 営業日前までの累積異常リターンである。また市場リターンは東証 1 部上場企業なら TOPIX、東証 2 部上場企業なら東証 2 部指数、マザーズ上場企業であればマザーズ指数を用いている。

lnMVE は公表前月末時点の時価総額の自然対数である。BMR は公表前月末時点の簿価時価比率である。CASH は公表日から直近四半期末時点の現金・預金および短期有価証券を時価総額で除した値である。OCF は公表日から直近四半期末時点の営業キャッシュフローを時価総額で除した値である。Leverage は公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値である。estdays は公表日から買付終了日までの営業日数を表している。YEARdummy は年ダミー変数であり、INDUSdummy は業種ダミー変数である。

市場反応に関する先行研究では公表日に加えて公表日前後 1 日を含めた 3 営業日間の累積異常リターンを従属変数に用いることが多いが、これは、取得公表の開示時間を厳密に特定できていないことが原因であるように思われる。しかし、本論文では TDnet を用いて正確な公表時間を特定しており、公表日のみの市場反応であっても、より正確にその反応を捉えているといえよう。

新たに加えた説明変数は estdays である。他の買付手法と異なり、買付期間にバラつきがあるのが Auction 買付であるが、こうした estdays のような変数は米国先行研究で使われていない。なぜなら、米国の Auction 買付については、わが国のような取得期間の定めがなく、したがって買付期間を必ずしも明示する必要がない。しかし、わが国では買付期間を明示するのが一般的であり、回帰モデルに組み込むことが可能である。また、estdays は短いほどに買付けを短期間で終了させることを意味しているが、そのぶん公表後の不確実性は小さくなり、確実な自社株買いの実施が期待されよう。つまり、estdays は短いほど、自社株買いがもたらす情報の確からしさが担保され、市場の反応は顕著になると考えられる。なお、estdays が短いほど需給のより大きな改善が期待できるので、estdays の係数は負になるだろう。

表 4-5 では (1) 式と (6) 式の推定結果をそれぞれ model 1、model 2 のコラムで示している。過小評価仮説の代理変数について、PriorReturn と lnMVE の係数は model 1 (model 2) でそれぞれ -0.024 (-0.027)、 -0.006 (-0.006) と負に 5% 水準で統計的に有意であり、事前の予想と整合した結果が観察されている。BMR の係数については、model 1 で -0.006 ($t = -1.85$) と負に有意であり、弱いながらも予想と反する結果である。ただ、一方で model 2 では有意性は減少している。BMR については、米国の先行研究においてもその有意性は曖昧なものであり、先行研究と矛盾していない。全体として Auction 買付の市場反応について、過小評価仮説を支持する結果が観察された。

次にフリー・キャッシュ・フロー仮説の代理変数について、CASH については model 1、2 で同じく 0.013 ($t = 2.72, 2.55$) と有意な正の係数を示しており、企業の現金保有水準が高いほど、市場反応は大きくなることが明らかとなった。ただし、一方の代理変数である OCF の係数は正であるが、有意ではなかった。

そして最適資本構成仮説の代理変数である Leverage については負であり、自社株買いの実施で負債比率が高まることについて市場は最適資本構成となる比率に近づくことを評価しているのかもしれないが、

表 4-5 Auction 買付の回帰分析

Variables	model 1		model 2	
	Coef.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>
Constant	0.079***	6.15	0.072***	4.77
PGMSize	0.948***	9.37	0.960***	9.44
PriorReturn	-0.024**	-2.49	-0.027***	-2.65
lnMVE	-0.006***	-6.01	-0.006***	-5.48
BMR	-0.006*	-1.85	-0.004	-1.30
CASH	0.013***	2.72	0.013**	2.55
OCF	0.004	0.72	0.004	0.82
Leverage	-0.007	-1.08	-0.004	-0.47
estdays			-0.000***	-3.72
YEARdummy	YES		YES	
INDUSdummy	NO		YES	
adj <i>R</i> ²	0.27		0.32	
Obs.	890		890	

(注) Auction 買付のサンプルにおいて、被説明変数を公表日の異常リターンとする回帰分析の結果を示している。なお、係数の推定にあたっては、White の不均一分散の修正を行っている。説明変数について、PGMSize 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予定買付株数の割合を表す変数である。PriorReturn は公表日から 30 営業日前から 1 営業日前までの累積異常リターンである。また市場リターンは東証 1 部上場企業なら TOPIX、東証 2 部上場企業なら東証 2 部指数、マザーズ上場企業であればマザーズ指数を用いている。lnMVE は公表前月末時点の時価総額の自然対数である。BMR は公表前月末時点の簿価時価比率である。CASH は公表日から直近四半期末時点の現金・預金および短期有価証券の時価総額で除した値である。OCF は公表日から直近四半期末時点の営業キャッシュフローの時価総額で除した値である。Leverage は公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値である。estdays は公表日から買付終了日までの営業日数を表している。YEARdummy は年ダミー変数である。INDUSdummy は業種ダミー変数である。ダミー変数を除く全ての変数は、上下 1% でウィンソライズしている。*、**、***はそれぞれ 10%、5%、1% 水準で統計的に有意であることを示す。

有意な係数ではなかった。

なお、買付規模の代理変数である PGMSize の係数は model 1 で 0.948 ($t = 9.37$)、model 2 で 0.960 ($t = 9.44$) と正に有意であり、ペイアウト量が大きくなるほど市場反応が大きくなるようであり、予想と整合的な結果である。また、estdays の係数は負に有意であり、買付期間が短いほど自社株買いが早急に実施されることを意味しており、市場反応が大きくなるようである。これも、予想と整合的な結果が観察された。以上、Auction 買付に関する分析結果からは、過小評価仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説を支持する結果が観察されている。

4.3 本章の小括と買主主導/売主主導の検討

ここまで Auction 買付の公表に関する経済的帰結について検討してきた。Auction 買付で特徴的なのは、先行研究と同様に過小評価仮説が支持される点である。本論文でも、公表前のウィンドウにおける累積異常リターンは負に有意であり、Auction 買付公表前には過小評価の程度が強くなっていると考えられる。そして、公表日には負のリターンの傾向は反転して、サンプル平均で 4.0% もの市場反応を観察している。なお、本論文では同時公表の問題、公表時間の特定によって、他の先行研究よりも大きな市場反応を観察している。

市場反応の要因分析においても、公表前の累積異常リターンである PriorReturn は有意に負であった。また企業規模の代理変数である lnMVE の係数は負に有意と、時価総額が小さいほどに市場反応が高くなるという過小評価仮説に沿った結果であった。すでに述べてきたように過小評価仮説は買主である企業の経営者が、現在の株価が割安であると考えているというインサイダー情報を市場に伝達することで、市場反応が生じるとする仮説である。したがって、Auction 買付のサンプルで過小評価仮説が支持されたことは買主の側に買い付ける動機があることを示唆しているといえよう。以上から Auction 買付は本論文の実証結果からも買主主導で実施されていることが確認された。

5 ToSTNeT 買付の経済的帰結に関する実証分析

本章ではわが国独自の買付手法である ToSTNeT 買付の経済的帰結について実証分析を行う。ToSTNeT 買付では Auction 買付と異なり過小評価仮説は支持されず、また売主主導の取引であることを示唆する実証結果が観察されている。

5.1 サンプルと記述統計量

5.1.1 サンプルの選択

ToSTNeT 買付で使用するデータベースは Auction 買付と同様に太田 DB を用いる。ToSTNeT 買付に関するデータは、eol を通じて TDnet で開示された情報を用いており、株価・会計数値のデータは日経 NEEDS-Financial QUEST を使って入手している。そして、ToSTNeT 買付で使用するサンプルは Auction 買付のものと概ね同じであり、表 4-1 を参照されたい。太田 DB は 2008 年から 2012 年のあいだに東証上場企業（東証 1 部・東証 2 部・マザーズ上場企業）が買付開始を公表した 2,846 件の観測値から構成されている¹⁵。ToSTNeT 買付では、以下の選択基準にしたがって Auction 買付の分析で使用するサンプルのみを抽出する。選択基準は、(1) 市場外買付（公開買付）に該当するもの（29 件）、(2) 取締役会決議ではなく、株主総会決議に基づき実施しているもの（20 件）、(3) Auction 買付によるもの、または Auction 買付と組み合わせたもの（2,217 件）を除外した。以上の手続きから、ToSTNeT 買付のサンプルは 580 件の観測値で構成されている。以上の選択基準を設けた理由は、Auction 買付で述べたものと同様である。なお、ToSTNeT 買付の観測値は太田 DB の 2,846 件中 580 件と 20% を占めている。ToSTNeT もし、経済的帰結について Auction 買付と ToSTNeT 買付のあいだで大きく異なることがあれば、買付手法の区別が必要であることを意味する。

5.1.2 サンプルの構成

表 5-1 は、ToSTNeT 買付サンプルの構成について示している。パネル A の年別の構成からは、偏りなく分布しており、Auction 買付のように 2008 年に集中していないことがわかる。ToSTNeT 買付は経済の影響とは関係なく実施される可能性があり、Auction 買付と ToSTNeT 買付のあいだで取引動機が異なる可能性を思わせる。

パネル B では市場別の構成を示している。東証 1 部上場企業の観測値数は 394 件と全体の 70% 弱を占めている。Auction 買付と比較して、マザーズ上場企業の構成比についてはあまり変化がないが、東証 2 部上場企業の構成比は Auction 買付で 13.0% であったのに対し、ToSTNeT 買付では 580 件中 149 件と

¹⁵ 相対買付、非上場の優先株式の買付、特殊な事由による取得は含まれていない。

表 5-1 ToSTNeT 買付サンプルの構成

パネル A：年別			パネル B：市場別			パネル C：公表回数別		
	件数	割合		件数	割合		会社数	割合
2008 年	125	21.6%	東証 1 部	394	67.9%	1 回	277	69.8%
2009 年	97	16.7%	東証 2 部	149	25.7%	2 回	86	21.7%
2010 年	125	21.6%	マザーズ	37	6.4%	3 回	15	3.8%
2011 年	118	20.3%				4 回	12	3.0%
2012 年	115	19.8%				5 回以上	7	1.8%
合計	580	100.0%	合計	580	100.0%	合計	397	100.0%

(注) この表では表 1 で選択された Auction 買付 1,917 件および ToSTNeT 買付 580 件の観測値を、パネル A では年度別、パネル B では市場別、パネル C では公表回数別に分類している。

25.7% を占めており、そのウェイトは約 2 倍になっている。ToSTNeT 買付の実施は小規模企業で選好される可能性が伺える結果である。

そして、パネル C は、サンプルを回数別に分類している。Auction 買付では 2 回以下の実施企業の割合は 70.0% (= 47.3% + 22.7%) であったのに対し、ToSTNeT 買付では 91.5% (= 69.8% + 21.7%) と、複数回実施する企業は少ないようである。

5.1.3 記述統計量

表 5-2 では ToSTNeT 買付サンプルの記述統計量を示している。ToSTNeT 買付で取得できる変数は概ね Auction 買付と同様であるため、以下で紹介する変数の定義は Auction 買付のものと同様であり、その定義は次のとおりである。

PGMSize	:	予定買付株式数を発行済株式総数で除した値、
CompRateSTK	:	取得株数を予定取得株数で除した株数ベースの自社株買いの達成率、
CompRateYEN	:	取得金額を予定取得金額で除した金額ベースの自社株買いの達成率、
estdays	:	予定取得開始日から予定取得終了日までの営業日数、
actualdays	:	取得開始日から取得終了公表日までの営業日数、
PriorReturn	:	公表 30 営業日前から公表 1 営業日前までの累積異常リターン、
lnMVE	:	公表前月末時点の時価総額の自然対数、
BMR	:	公表前月末時点の簿価時価比率、
CASH	:	公表日から直近四半期末時点の現金・預金と短期の有価証券の和を時価総額で除した値、
OCF	:	公表日から直近第 2 または第 4 四半期末における過去 12 ヶ月間の営業キャッシュフローを時価総額で除した値、
Leverage	:	公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値。

それでは、自社株買い変数の数値を確認する。PGMSize の平均値 (中央値) は 3.00% (1.60%) であり、Auction 買付と同様のものである。次に、達成率の代理変数である CompRateSTK と CompRateYEN について、平均値 (中央値) はそれぞれ、93.01% (98.60%)、92.19% (97.61%) とわが国、および米国の Auction 買付が約 70-80% であるのに対し、相対的に高いといえる。買付期間を表す estdays と actualdays については、ToSTNeT 買付の特性上、必ず 1 営業日となるのがわかる。

表 5-2 ToSTNeT 買付サンプルの記述統計量

Variables	Obs.	Mean	Std. Dev.	1%ile	25%ile	Median	75%ile	99%ile
PGMSize	580	3.00%	3.71%	0.11%	0.85%	1.60%	3.59%	19.45%
CompRateSTK	580	93.01%	13.03%	28.70%	90.82%	98.60%	100.00%	100.00%
CompRateYEN	580	92.19%	13.42%	28.70%	88.89%	97.61%	100.00%	100.00%
estdays	580	1	0	1	1	1	1	1
actualdays	580	1	0	1	1	1	1	1
PriorReturn	580	-0.19%	9.81%	-23.49%	-5.50%	-0.60%	5.46%	27.31%
lnMVE	575	9.77	1.40	7.02	8.80	9.65	10.58	13.30
BMR	575	1.48	0.78	0.29	0.96	1.34	1.84	3.90
CASH	575	0.50	0.45	0.03	0.21	0.37	0.65	1.91
OCF	566	0.19	0.31	-0.41	0.08	0.14	0.24	1.63
Leverage	578	0.45	0.21	0.06	0.28	0.45	0.61	0.96

(注) この表では ToSTNeT 買付のサンプルの記述統計量を示している。PGMSize は予定買付株式数を発行済株式総数で除した値である。CompRateSTK は取得株数を予定取得株数で除した株数ベースの自社株買いの達成率である。CompRateYEN は取得金額を予定取得金額で除した金額ベースの自社株買いの達成率である。estdays は予定取得開始日から予定取得終了日までの営業日数である。actualdays は取得開始日から取得終了公表日までの営業日数である。PriorReturn は公表日から 30 営業日前から 1 営業日前までの累積異常リターンである。また市場リターンは東証 1 部上場企業なら 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。lnMVE は公表前月末時点の時価総額の自然対数である。BMR は公表前月末時点の簿価時価比率である。CASH は公表日から直近四半期末時点の現金・預金と短期の有価証券の和を時価総額で除した値である。OCF は公表日から直近第 2 または第 4 四半期末における過去 12 ヶ月間の営業キャッシュフローを時価総額で除した値である。Leverage は公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値である。

続いて、ToSTNeT 買付を実施する企業に関する記述統計量について見てみよう。過小評価仮説の代理変数である PriorReturn、lnMVE、BMR について、まず PriorReturn の平均値（中央値）は -0.19%（-0.60%）と負の値ではあるものの、やや小さい値であるように思われる。lnMVE は 9.77 と、Auction 買付とくらべてやや小規模企業がサンプルに含まれているようであり、表 5-1 のパネル B で確認した事項が反映されているものと考えられよう。表 5-2 については以上である。

5.2 市場反応の分析

5.2.1 公表前後の市場反応

ここから市場反応の分析を行うが、ToSTNeT 買付公表前後の異常リターンは Auction 買付で説明したとおり、マーケット・モデルを用いて計算している。なお、推定期間は公表 230 営業日前から 31 営業日前までであり、イベント期間は公表 30 営業日前から 30 営業日後までである。なお、マーケット・モデルで用いるインデックス・リターンは上場市場ごとに変えており、例えば東証 1 部であれば TOPIX のリターンを採用している。

さて、Auction 買付と同様に、正確な市場反応を測定するため、決算発表あるいは業績・配当予想修正の同時公表がある場合、その観測値は除外している。また、マーケット・モデルの推定期間が 100 日以下である観測値を除いた。これらの手続きにより、それぞれ 75 件と 2 件の観測値を除くことで ToSTNeT 買付の検証サンプルは 503 件となった。

表 5-3 ToSTNeT 買付公表前後の市場反応

Day	AR	<i>t</i>	Days	CAR	<i>t</i>
-5	0.03%	0.30	[- 30, -1]	-0.30%	-0.69
-4	0.24%**	2.01	[- 20, -1]	0.05%	0.14
-3	0.07%	0.75	[- 10, -1]	0.04%	0.13
-2	0.04%	0.36	[- 5, -1]	0.63%***	2.77
-1	0.25%**	2.31			
0	0.80%***	5.75			
1	-0.10%	-0.85			
2	0.17%	1.44	[1, 5]	0.20%	0.63
3	0.07%	0.50	[1, 10]	0.22%	0.45
4	-0.04%	-0.38	[1, 20]	0.31%	0.58
5	0.11%	1.02	[1, 30]	0.08%	0.13

(注) この表は、ToSTNeT 買付買付公表日を $t = 0$ として、その前後の特定の日/期間の、異常リターン (AR) /累積異常リターン (CAR) を示したものである。異常リターンは推定期間を公表日を基準に 230 営業日前から 31 営業日前までの 200 日としており、イベント期間を 30 営業日前から 30 営業日までの 61 営業日間の結果を示しており、上場市場に応じて異なる市場インデックス (TOPIX、東証マザーズ指数、JASDAQ 指数) を用いて、マーケット・モデルで推定している。観測値数は、同時公表等を除いた、ToSTNeT 買付 503 件である。*、**、***はそれぞれ 10% 水準、5% 水準、1% 水準で有意であることを示す。

表 5-3 は、ToSTNeT 買付公表前後の市場反応を示している。AR のコラムは日次の異常リターンを、CAR のコラムはウィンドウ内の累積異常リターンの値を示している。ToSTNeT 買付では公表前までのリターンは負にならず、特に注目されるのは CAR[-5, -1] の値が 0.63% と 5% 水準で正に有意である。これは公表前の期間に過小評価が進行しているとはいえ、過小評価仮説を支持しない結果である。その一方で、公表前の累積異常リターンは、CAR[-10, -1] よりもウィンドウ期間が長い場合には有意な結果となっていない。また、公表 1 営業日前の異常リターンは 0.25% と 5% 水準で有意であり、こうした結果は株価が一時的に値上がりしたタイミングを狙って ToSTNeT 買付を公表している可能性がある。ToSTNeT 買付の情報は公表日で株価に織り込まれるようで、公表後のドリフトは観察されなかった。

5.2.2 市場反応の要因分析

本項では市場反応の要因を回帰分析を使って検証する。使用するモデルは、(1) 式と、これにコントロール変数に業種ダミーを加えたもので検証する。なお、estdays については 1 の値しか取り得ないため、モデルに含めていない。

表 5-4 では (1) 式による推定結果を model 1 に、(1) 式に業種ダミーを加えたモデルの推定結果を model 2 のコラムで示している。しかしながら、ToSTNeT 買付では有意な変数は PGMSize と Leverage のみであり、それぞれ係数 (t 値) は model 1 で 0.176 (4.01)、-0.013 (2.25)、model 2 で 0.166 (3.59)、-0.017 (-2.34) であった。さて、PriorReturn、lnMVE、BMR の係数が有意でないこと、CASH、OCF の係数が有意でないことから、過小評価仮説とフリー・キャッシュ・フロー仮説は支持されない。Leverage

表 5-4 ToSTNeT 買付の回帰分析

Variables	model 1		model 2	
	Coef.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>
Constant	0.022	1.64	0.019	0.93
PGMSize	0.176***	4.01	0.166***	3.59
PriorReturn	-0.021	-1.11	-0.021	-1.09
lnMVE	-0.002	-1.34	-0.002	-1.52
BMR	0.003	0.97	0.005	1.22
CASH	0.006	1.40	0.004	0.89
OCF	-0.009	-1.34	-0.011	-1.48
Leverage	-0.013**	-2.25	-0.017**	-2.34
YEARdummy	YES		YES	
INDUSdummy	NO		YES	
Obs.	492		492	
<i>R</i> ²	0.100		0.142	

(注) ToSTNeT 買付のサンプルにおいて、被説明変数を公表日の異常リターンの AR とする回帰分析の結果を示している。なお、係数の推定にあたっては、White の不均一分散の修正を行っている。説明変数について、PGMSize 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予定買付株数の割合を表す変数である。PriorReturn は公表日から 30 営業日前から 1 営業日前までの累積異常リターンである。また市場リターンは東証 1 部上場企業なら TOPIX、東証 2 部上場企業なら東証 2 部指数、マザーズ上場企業であればマザーズ指数を用いている。lnMVE は公表前月末時点の時価総額の自然対数である。BMR は公表前月末時点の時価時価比率である。CASH は公表日から直近四半期末時点の現金・預金および短期有価証券を時価総額で除した値である。OCF は公表日から直近四半期末時点の営業キャッシュフローを時価総額で除した値である。Leverage は公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値である。YEARdummy は年ダミー変数である。INDUSdummy は業種ダミー変数である。ダミー変数を除く全ての変数は、上下 1% でウィンソライズしている。*、**、***はそれぞれ 10%、5%、1%水準で統計的に有意であることを示す。

の結果からは最適資本構成仮説は支持されるようであるが、他の仮説が支持されないことから、買主である企業から資本市場へ向けてインサイダー情報を発信したとは考えにくい。以上が ToSTNeT 買付の市場反応に関する考察である。

5.3 本章の小括と買主主導/売主主導の検討および追加検証

本章では ToSTNeT 買付について検討してきたが、市場反応の分析では公表前に有意な負の異常リターンは観察されず、過小評価仮説は支持されなかった。さらに、回帰分析でも過小評価仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説の代理変数はいずれも有意とならなかった。むしろ、公表前後の市場反応において、不可解な現象が確認されている。それは、公表前 1 週間の累積異常リターンが正に有意であり、日次ベースでは公表 1 営業日前の異常リターンが正に有意であったことである。これは、一時的に株価が高まったタイミングを狙って ToSTNeT 買付を実施していることを意味するが、言い換えれば、わざわざより多くのキャッシュを支払って自社株買いを実施しているということである。しかし、売主にとってみれば ToSTNeT 買付を通じて得られるキャッシュが増加するわけであり、売主には株価が一時的に高まったタイミングを狙うインセンティブがある。したがって、市場反応の分析からは、ToSTNeT 買付が売主主導で行なわれる取引であると予想できよう。企業がなぜ、特定の株主に便宜を図るのかは不明であるが、このことは株主間の不平等を招いている可能性がある。

ただ、ToSTNeT 買付は誰でも参加可能な取引であり、東証自身もすべての株主に均等に売却機会を提供する取引であるとコメントしている。しかしながら、太田 (2016) が示したように、ToSTNeT 買付では特定の株主のみの取引参入となり、他の株主を排除している可能性がある。そこで本論文では ToSTNeT 買付の公表において、他の株主による取引参入を排除しようとの意向があるかどうか、追加検証を行う。

追加検証では、ToSTNeT 買付の公表タイミングが何曜日に着目する。太田 (2016) の指摘のとおり、ToSTNeT 買付の公表から買付終了までは、約 16 時間と短い。しかし、仮に金曜日の 15 時以降に公表して月曜日の 8 時 45 分に買付終了となれば、土曜日・日曜日の 48 時間が追加される。もし、東証のコメントどおりすべての株主に売却機会を提供する意図があれば、金曜日の 15 時以降に公表するのが望ましい。そうすれば、時間的制約の問題を緩和されるため、多様な株主からの応募が期待でき、達成率も高くなることが期待される。つまり、ToSTNeT 買付が買主主導で行なわれるのであれば、金曜日に公表し、月曜日に買付を終了させるはずである。一方で、売主主導で他の株主の参入を排除する意図があるならば、金曜日の公表は避け、他の平日で公表すると考えられる。

表 5-5 は、曜日別の公表日を Auction 買付と ToSTNeT 買付で比較している。ここでいう公表日は、公表した時間が 15 時以降であれば翌営業日に公表したものとみなすため、先述した ToSTNeT 買付の金曜公表・月曜買付のケースは月曜日の観測値数に含まれる。表 5-5 では、Auction 買付の曜日別の割合について 17% から 22% の範囲で分布しているが、ToSTNeT 買付では月曜日の観測値数は 580 件中 63 件、割合は 10.86% と明らかに低いことが見て取れよう。またこの割合については、母比率との差の検定を行って統計的に有意な差かどうかを検証しており、結果を z 値のコラムで表示している。なお、 z 値は次のように計算している。

$$z = \frac{\hat{p} - p_0}{p_0 * (1 - p_0) / n} \quad , \quad (7)$$

ただし、 \hat{p} は標本比率、 p_0 は母比率、 n は標本数 (Auction 買付で 1,917 件、ToSTNeT 買付で 580 件) である。

仮に特定の曜日に偏ることなく公表されるのであれば、5 つの平日それぞれで公表される確率は均等となると考えられるため、母比率は 20% と仮定している。 z 値のコラムからは、ToSTNeT 買付の場合には月曜日の行の結果は -5.50 と表中で最も有意性が高い。しかし、Auction 買付では特定の曜日に集中する傾向は弱まっているように見える。

以上の結果は、ToSTNeT 買付の公表で時間的余裕の生じる金曜公表・月曜買付を避けていると言える。つまり、特定の株主との取引を意図した、売主主導仮説であるといえるだろう。他にも、それでいて達成率は平均的に 90% を超えていることから、ToSTNeT 買付が実質的な相対取引であると言え、Auction 買付とは異なる動機で実施されていることが明らかになった。ここで、特定の株主の保有水準を引き下げ

表 5-5 曜日別の公表日 ($t = 0$) の分布

曜日	Auction 買付			ToSTNeT 買付		
	Obs.	割合	z	Obs.	割合	z
月	431	22.48%**	2.72	63	10.86%***	-5.50
火	386	20.14%	0.15	151	26.03%***	3.63
水	341	17.79%*	-2.42	120	20.69%	0.42
木	346	18.05%*	-2.14	99	17.07%	-1.76
金	413	21.54%	1.69	147	25.34%**	3.22
計	1,917	100.00%		580	100.00%	

(注) この表は Auction 買付と ToSTNeT 買付の曜日別の公表日の観測値数を示している。なお、公表日は 15 時以降に公表される場合、翌営業日と定義する。 z のコラムでは、曜日別の割合について母比率との差の検定 (ただし母比率 $p = 0.2$) の検証結果を示している。*、**、***はそれぞれ統計的に 5% 水準、1% 水準、0.1% 水準で有意であることを示す。

たいという可能性もあるが、表 5-2 から分かるように、ToSTNeT 買付の買付規模は約 3% と、企業の株主構成の変化を意図するかぎりでは、小規模なものである。したがって、ToSTNeT 買付が実質的に相対買付であるということは、売主主導で取引が行われていることを思わせ、ToSTNeT 買付では売主主導仮説が支持される。

6 公開買付の経済的帰結に関する実証分析

ここからは市場外で行なわれる自社株買いについて検証する。本章では公開買付について検証するが、その特徴は河瀬 (2015)、河瀬 (2017) と同様に公開買付サンプルを分割して検証している点にある。それは、公開買付価格から公表直前の終値を差し引いた公開買付プレミアムの値が正になるか、負になるかで分割しており、前者を打歩の公開買付、割引の公開買付と呼ぶ¹⁶。また分析を通じて、打歩の公開買付サンプルは買主主導か売主主導かを判断するための実証結果は得られなかったものの、割引の公開買付サンプルについては売主主導仮説を支持する結果が観察された。

6.1 サンプルと記述統計量

6.1.1 サンプルの選択

はじめに、表 6-1 で示した公開買付サンプルの選択基準について説明する。公開買付サンプルでは Auction 買付と ToSTNeT 買付のように太田 DB を使わず、新たにデータベースを構築している。公開買付サンプルは、eol データベースを用いて自社株買いデータを検索し、適時開示された書類を収集し、手作業の入力により構築している。

表 6-1 では、加算項目と減算項目に分けてサンプルの選択基準を示した。まず加算項目について、2001 年から 2016 年の期間にわたって全上場企業を対象に、eol で適時開示情報のタイトルを検索し、観測値

¹⁶ 公表直前の終値について、公開買付が公表された時間を特定しており、公開買付の公表時間が 15 時以降であれば、公表当日の終値を、15 時前の公表であれば前営業日の終値を採用している。

表 6-1 公開買付サンプルの選択基準

加 算 項 目		
eol の書類検索について、書類条件「決算短信/その他適時開示書類 (PDF)」にて検索。検索期間は 2001 年 1 月 1 日から 2016 年 12 月 31 日まで全上場企業を対象。ただし、		
1	キーワード「自己 AND 公開買付」でタイトル検索、	648
2	キーワード「公開買付」で資料種別を「自己株式の取得」に限定し、タイトル検索。	374
		小計 1,022
減 算 項 目		
1	重複する書類を削除、	373
2	公開買付の終了、子会社・他社実施の自己株式の公開買付、他社株の公開買付実施、株主総会への付議に関する適時開示である、	379
3	公開買付プレミアムがゼロである、	3
4	株価データおよび会計データが取得できない	35
		小計 790
		最終サンプル 232

を収集している。ただし、観測値の脱漏を防ぐ目的から 2 種類の検索でデータを収集している。1 回目の検索では、タイトルのキーワードを「自己」と「公開買付」について両方を含む書類について検索を行い、648 件の観測値が得られた。2 回目の検索では、タイトルのキーワードを「公開買付」のみとしており、検索対象を広げる一方、資料種別を「自己株式の取得」に限定している。これにより、374 件の観測値が得られ、小計で 1,022 件の観測値が得られた。

こうして得られた観測値を、減算項目で示したとおり 4 つの基準から除外している。まず、1 回目と 2 回目の検索で重複した書類 373 件を除外した。これは同じ企業・同じ公表時間・同じタイトルの書類であることを要件に判断している。次に、検証するイベントは公開買付開始の適時開示であるため、それ以外の書類を除外した。例えば、終了の適時開示情報や他社実施の適時開示情報、さらに書類のタイトルの表現上、誤って収集したものを除外した¹⁷。そして、株主総会への付議公表の書類である 379 件を除外した¹⁸。そして、公開買付プレミアムがゼロである観測値 3 件を除外した。これは打歩・割引の実施件数よりもさらに少ない。打歩の公開買付サンプルや割引の公開買付サンプルと比較するにはあまりに少数であるため、除外することとした。最後に、以降の分析で使用する変数について、必要な株価データと会計データが取得できない観測値 35 件を除外している。以上の減算項目の小計は 790 件である。以上の手続きから、最終サンプルは 232 件の観測値で構成されている。

¹⁷ 例えば、自己株式の消却と他社株の公開買付についてタイトルに表記した書類が含まれる。

¹⁸ 株主総会への付議は、株主総会に対して自社株買いを実施する旨を予め公表するものである。付議の段階では、公開買付の開始を意味せず、さらに実施する際には改めて適時開示がある。

表 6-2 公開買付サンプルの構成

パネル A 年別

年	全サンプル	打歩	割引	年	全サンプル	打歩	割引
2001	0	0	0	2009	12	4	8
2002	14	5	9	2010	6	0	6
2003	18	4	14	2011	14	1	13
2004	12	3	9	2012	9	0	9
2005	12	3	9	2013	9	1	8
2006	11	5	6	2014	29	1	28
2007	15	5	10	2015	46	1	45
2008	9	3	6	2016	16	0	16
				合計	232	36	196

パネル B 市場別

上場市場	全サンプル	打歩	割引
東証 1 部	158	18	140
東証 2 部	23	6	17
マザーズ	6	2	4
JASDAQ	45	10	35
合計	232	36	196

パネル C 打診件数と売主の属性別

種別	全サンプル	打歩	割引
打診件数	173	7	166
内部者	107	2	105
親会社	10	0	10
筆頭株主	96	1	95
Obs.	232	36	196

(注) 打歩および割引の欄はそれぞれ、232 件の全サンプルのうち、公開買付価格が株価を上回るサブサンプルの観測値数と、公開買付価格が株価を下回るサブサンプルの観測値数を示している。なお、パネル C について、打診件数は特定の株主から企業に対して売却意向の打診があった件数、または企業から特定の株主に対して売却するよう打診した件数を表している。そして、そのとき、特定の株主の属性が内部者である件数、親会社である件数、筆頭株主である件数をそれぞれ示している。

6.1.2 サンプルの構成

それでは、表 6-2 で示した公開買付サンプルの構成について説明する。パネル A では、年別の観測値数を示している。全サンプルの欄からは、2014-2016 年の観測値数の合計は 91 件と全サンプル 232 件の約 40% を占めている。なお、観測値数は全サンプルのほかに打歩、割引のサブサンプルの欄を示している。パネル A からは、全サンプル 232 件に対して、打歩が 36 件、割引が 196 件であり、さらに 2014-2016 年の 91 件の観測値のうち、89 件が割引の公開買付であることから、わが国の公開買付は割引の公開買付に大きく偏っていることがわかる¹⁹。こうしたサンプルの構成はわが国の特徴であるといえよう。そしてパネル B では上場市場別に観測値数を示している。232 件中、158 件は東証 1 部上場企業であり、約 70% を占める。上場市場別の構成比は ToSTNeT 買付よりも Auction 買付のものに近いようである。最後に、パネル C は公開買付の株主からの打診件数とその内訳を示している。このデータは、書類に目を通し文章に特定の株主から公開買付への参加が予定されているかどうかでカウントしている。そ

¹⁹ 公開買付価格を株価から割り引くよう求める規制は存在しない。しかしながら、法学の先行研究は、株式の本来的価値を上回る公開買付価格を設定した場合、善管注意義務違反に該当すると指摘している (証券法研究会, 2012)。こうした懸念から、市場価格から割り引かれた公開買付価格が設定されるのかもしれない。一方で、市場価格は必ずしも株式の本来的価値とイコールではないから、善管注意義務違反には該当しないという指摘もある (長島・大野・恒松法律事務所, 2010)。いずれにせよ、議論の余地があり、無難な選択として打歩の公開買付は避けられているのかもしれない。

して、打診件数にカウントされた書類のほぼ全てで株主からの売却意向があると明記されている²⁰。

さらに、その特定の株主の属性について、とくに該当件数の多かった内部者、親会社、筆頭株主について件数を示している。なお、特定の株主が内部者かつ筆頭株主であれば、それぞれにカウントしており重複がある点に注意されたい。さて、打診の有無は、打歩 7 件と割引 166 件と明らかにサブサンプル間で違いがある。割引の公開買付サンプルの観測値 196 件中、内部者による打診は 105 件と多いが、多くは創業者や取締役およびその家族・親族、そしてその資産管理会社からの打診である。また、筆頭株主による打診も多く、割引の公開買付は企業と非公式的に交渉が可能な株主に主導される傾向にあると考えられよう。さらには、10 件と少ないながらも親会社との交渉に基づく公開買付も行われるようである。これは、公開買付企業の親会社の持株比率を減少させる目的で行われ、場合によっては親子関係の解消を目的としたものもある。公開買付サンプルの構成については以上である。

6.1.3 記述統計量

記述統計量については、表 6-3 に示している。パネル A では、全サンプルの統計量、またパネル B ではサンプル別の統計量と平均差検定を用いてサンプル間の比較を行っている。変数の定義は以下のとおりである。

²⁰ こうした打診を明記するというのは市場内買付ではあまり見られないユニークな開示情報である。文章に打診の記載があるかどうかを手がかりに、取引に対して株主からの打診の有無を特定しているが、これは買付予定の株式数のように会社法で要求される情報ではないため、実際には打診があっても開示されていない可能性がある。そこで、公開買付終了後に特定の株主による公開買付実施企業の株式の大量保有報告書の変更報告書が開示されたかどうかで、打診件数の有無を判定している。しかし、以後の分析では変わらず頑健な結果が確認された。

TPREM	:	公開買付価格を公表直前の終値から差し引き、これを公表直前の終値で除した公開買付プレミアムの値、
PGMSize	:	予定買付株式数を発行済株式総数で除した値、
CompRateSTK	:	取得株数を予定取得株数で除した株数ベースの自社株買いの達成率、
SpecialTender	:	公開買付開始の公表資料に記載された特定株主による応募予定株数を、公開買付終了の公表資料に記載されたすべての株主から公開買付に対して応募のあった株数で除した値、
SpecialSell	:	公開買付終了後に公表された大量保有報告書の変更報告書に記載された売却株数を、公開買付終了の公表資料に記載された企業が公開買付によって取得したすべての株数で除した値、
SpecialTender_DVol	:	公開買付開始の公表資料に記載された特定株主による応募予定株数を、公表100営業日前から公表1営業日前までの平均日次売買高で除した値、
SpecialSell_DVol	:	公開買付終了後に公表された大量保有報告書の変更報告書に記載された売却株数を、公表100営業日前から公表1営業日前までの平均日次売買高で除した値、
SpecialTender_Outst	:	公開買付開始の公表資料に記載された特定株主による応募予定株数を、直近四半期末時点の発行済株式総数で除した値、
SpecialSell_Outst	:	公開買付終了後に公表された大量保有報告書の変更報告書に記載された売却株数を、直近四半期末時点の発行済株式総数で除した値、
PriorReturn	:	公表30営業日前から公表1営業日前までの累積異常リターン、
lnMVE	:	公表前月末時点の時価総額の自然対数、
BMR	:	公表前月末時点の簿価時価比率、
CASH	:	公表日から直近四半期末時点の現金・預金と短期の有価証券の和を時価総額で除した値、
OCF	:	公表日から直近第2または第4四半期末における過去12ヵ月間の営業キャッシュフローを時価総額で除した値、
Leverage	:	公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値。

はじめに TPREM について、全サンプルでその平均値は約 -6.73% と負の値である。公開買付プレミアムの値が平均的に負であるという、わが国公開買付の特徴が観察されている。この正負をもとにサンプルを分割しているが、パネル B で打歩の公開買付サンプルを見れば、TPREM の平均値は 10.73% と米国の先行研究と比べれば小さいが、十分な裁定機会が生じていることがわかる。一方、割引の公開買付サンプルの TPREM の平均値は -9.94% と、相当にディスカウントされていることがわかる。流動性コストを支払わなければならない大株主でないかぎり、市場で売却するほうが売却益が大きくなると考えられ、公開買付への応募は合理的ではないだろう²¹。

次に PGMSize について、全サンプルの平均値は 11.05% であり、先に述べた Auction 買付や ToSTNeT 買付の PGMSize が $2\text{-}3\%$ 程度であることを考慮すれば、公開買付の買付規模は相対的に大きいことがわかる。また、PGMSize は打歩・割引のサブサンプル間で異なるようであり、平均値（中央値）は、 1% 水準（ 5% 水準）で統計的に有意な差が観察されている。そして CompRateSTK では、全サンプルで 88.23% の達成率となっていることがわかる。この数値は ToSTNeT 買付なみに高い達成率である。しかしなが

²¹ 大株主は当然ながら、個人の株主と違って大量の株式を保有している。もし大株主が保有する株式のすべてについて売り注文を出したとすれば、成行注文であれば売値は大きく値下がるのが予想されるし、指値注文であれば取引が成立しないことが予想される。こうした株式の流動性に関するコストを、本論文では流動性コストと呼んでいる。また、割引の公開買付に応募することが合理的でないという主張については、理論研究からも支持される見解である (Oded, 2011)。

表 6-3 公開買付サンプルの記述統計量

パネル A 全サンプルの記述統計量

Variables	Obs.	Mean	Std. Dev.	1%ile	25%ile	Median	75%ile	99%ile
TPREM	232	-6.73%	11.42%	-32.7%	-11.25%	-8.10%	-2.71%	29.19%
PGMSize	232	11.05%	10.36%	0.68%	4.10%	7.75%	14.53%	45.71%
CompRateSTK	232	88.23%	19.08%	5.28%	87.9%	92.99%	99.99%	100
SpecialTender	135	96.22%	11.21%	43.29%	99.55%	100.00%	100.00%	100.00%
SpecialSell	173	92.58%	16.74%	18.55%	96.42%	99.99%	100.00%	100.00%
SpecialTender_DVol	136	174.07	407.55	1.05	13.22	45.81	147.2	1675.54
SpecialSell_DVol	173	157.03	366.50	0.85	13.53	43.73	155.56	1675.54
SpecialTender_Outst	136	10.92%	9.34%	0.67%	4.45%	7.76%	15.24%	41.29%
SpecialSell_Outst	173	10.01%	8.70%	0.55%	3.84%	7.15%	13.21%	41.07%
PriorReturn	232	1.00%	11.40%	-30.00%	-5.1%	0.65%	5.62%	35.50%
lnMVE	232	10.77	1.58	7.48	9.57	10.76	11.79	14.41
BMR	232	0.94	0.70	0.10	0.48	0.77	1.24	4.03
CASH	232	0.32	0.36	0.00	0.11	0.22	0.42	1.72
OCF	232	0.09	0.32	-1.34	0.05	0.08	0.13	1.05
Leverage	232	0.40	0.19	0.07	0.24	0.38	0.55	0.79

パネル B サンプル別の記述統計量

Variables	打歩サンプル			割引サンプル			Diff.	
	Obs.	Mean	Median	Obs.	Mean	Median	Mean	Median
TPREM	36	10.73%	6.84%	196	-9.94%	-9.18%		
PGMSize	36	15.73%	13.71%	196	10.19%	7.10%	5.53%***	6.61%***
CompRateSTK	36	81.9%	100.00%	196	89.39%	92.23%	-7.49%**	7.77%*
SpecialTender	5	73.81%	73.83%	130	97.09%	100.00%	-23.28%***	-26.17%***
SpecialSell	14	61.90%	62.92%	159	95.28%	100.00%	-33.38%***	-37.08%***
SpecialTender_DVol	5	415.73	69.44	131	164.85	44.08	250.88	25.36
SpecialSell_DVol	14	221.65	58.38	159	151.34	42.29	70.32	16.09
SpecialTender_Outst	5	21.31%	22.80%	131	10.52%	7.37%	10.79%**	15.43%***
SpecialSell_Outst	14	12.22%	12.36%	159	9.81%	7.11%	2.41%	5.25%
PriorReturn	36	-2.71%	-4.57%	196	1.69%	1.08%	-4.40%**	5.65%**
lnMVE	36	10.21	10.32	196	10.88	10.89	-0.68%**	-0.57*
BMR	36	1.28	1.07	196	0.87	0.73	0.40***	0.34***
CASH	36	0.45	0.24	196	0.29	0.22	0.15**	0.02
OCF	36	0.07	0.07	196	0.10	0.08	-0.03	-0.01
Leverage	36	0.42	0.40	196	0.39	0.37	0.03	0.03

(注) パネル A では全サンプルの記述統計量を、パネル B では公開買付価格が公表直前の終値よりも大きい観測値を打歩サンプル、終値よりも小さい観測値を割引サンプルに分類して記述統計量を示している。TPREM は公開買付価格を公表直前の終値から差し引き、これを公表直前の終値で除した公開買付プレミアム値である。PGMSize は予定買付株式数を発行済株式総数で除した値である。CompRateSTK は取得株数を予定取得株数で除した株数ベースの自社株買いの達成率である。SpecialTender は公開買付開始の公表資料に記載された特定株主による応募予定株数を、公開買付終了の公表資料に記載されたすべての株主から公開買付に対して応募のあった株数で除した値である。SpecialSell は公開買付終了後に公表された大量保有報告書の変更報告書に記載された売却株数を、公開買付終了の公表資料に記載された企業が公開買付によって取得したすべての株数で除した値である。SpecialTender_DVol は公開買付開始の公表資料に記載された特定株主による応募予定株数を、公表 100 営業日前から公表 1 営業日前までの平均日次売買高で除した値である。SpecialSell_DVol は公開買付終了後に公表された大量保有報告書の変更報告書に記載された売却株数を、公表 100 営業日前から公表 1 営業日前までの平均日次売買高で除した値である。SpecialTender_Outst は公開買付開始の公表資料に記載された特定株主による応募予定株数を、直近四半期末時点の発行済株式総数で除した値である。SpecialSell_Outst は公開買付終了後に公表された大量保有報告書の変更報告書に記載された売却株数を、直近四半期末時点の発行済株式総数で除した値である。PriorReturn は公表日から 30 営業日前から 1 営業日前までの累積異常リターンである。lnMVE は公表前月末時点の時価総額の自然対数である。BMR は公表前月末時点の時価総額比率である。CASH は公表日から直近四半期末時点の現金・預金と短期の有価証券の和を時価総額で除した値である。OCF は公表日から直近第 2 または第 4 四半期末における過去 12 カ月間の営業キャッシュフローを時価総額で除した値である。Leverage は公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値である。パネル B の Diff. のコラムでは平均値（中央値）の差検定の結果を示しており、対応のない t 検定およびウィルコクソンの順位和検定を用いている。*、**、***はそれぞれ統計的に 10% 水準、5% 水準、1% 水準で有意であることを示す。

ら、割引の公開買付サンプルの平均値が 89.39% と打歩の公開買付サンプルよりも有意に高い点に注意が必要である。中央値では打歩のサブサンプルのほうが達成率は高いものの、先述したように割引の公開買付に多数の応募があるということは、大株主による応募が行なわれていることを思わせる。

そこで、特定の株主による打診のあったものについて、公開買付独自の変数を設定し、データを収集している。それらは、SpecialTender、SpecialSell、SpecialTender_DVol、SpecialSell_DVol、SpecialTender_Outst、SpecialSell_Outst の 6 つであり、適時開示情報の記載と大量保有報告書の変更報告書を

使ってデータを取得している。全サンプルのコラムから、SpecialTender の平均値は 96.22% であり、さらに中央値では 100.00% である。つまり、少なくとも打診のあるケースの半数は、企業と特定株主との実質的な相対取引であるといえる。さらにパネル B から、打歩では打診がわずか 5 件である。つまり、割引の公開買付で打診があれば、その半数は実質的な相対取引である²²。また、SpecialSell は公開買付で企業が取得した株数のうち、特定株主から取得した割合を示している。こちらでも SpecialTender の結果と整合的に、平均値（中央値）で 92.6%（100.0%）という結果が観察された。これらの結果は割引の公開買付が、企業とごく少数の株主との取引であることを表しており、売主主導で実施されていることを思わせる。

そして、SpecialTender_DVol（SpecialSell_DVol）の全サンプルの平均値は 174 営業日（157 営業日）、中央値は 46 営業日（44 営業日）と、市場で売却した場合は、公開買付よりも長期間にわたって売却を行う必要があると見られ、特定の株主は相当な流動性コストを負担しなくてはならないだろう。そして SpecialTender_Outst（SpecialSell_Outst）の結果からも、平均値で 10.9%（10.0%）、中央値で 7.8%（7.1%）と特定株主との取引が大規模なものとなる。こうした特定株主にかかる変数からは、割引の公開買付が実質的な相対取引であり、流動性コストの負担を嫌って公開買付への応募を望んでいるという示唆が得られた。

それでは、企業に関連する変数について説明する。PriorReturn、lnMVE、BMR は過小評価の代理変数であるが、PriorReturn の平均値は全サンプルで 1.0%、打歩で -2.7%、割引で 1.7% と、打歩のサブサンプルを除いて正の値を取っている。Auction 買付の先行研究では PriorReturn の値は一貫して負であったが、公開買付では一時的な過小評価の進行は実施の決定要因ではないのかもしれない。また、パネル B の Diff. のコラムからは PriorReturn の値がサブサンプル間で平均値・中央値の両方で 5% 水準で統計的に有意に異なっており、過小評価仮説の支持はサブサンプル間で異なるようである。統計量に関する説明は以上である。

6.2 市場反応の分析

6.2.1 公表前後の市場反応

ここから市場反応の分析を行うが、公開買付公表前後の異常リターンについてもこれまで同様にマーケット・モデルを用いて計算している。確認までに、推定期間は公表 230 営業日前から 31 営業日前までであり、イベント期間は公表 30 営業日前から 30 営業日後までである²³。また、表 6-1 の最終サンプル

²² 表には示していないが、SpecialTender の 10 パーセンタイルの値は 90.29%、25 パーセンタイルの値は 99.72% と非常に高かった。

²³ 推定期間の株価データが 100 日分未満のものについてこれまで同様に除外しているが、これは公開買付サンプルの減算項目の 4 で既に除外している。

表 6-4 公開買付公表前後の市場反応

パネル A 全サンプルの市場反応

Day	AR	<i>t</i>	Days	CAR	<i>t</i>
-5	0.09	0.41	[-30, -1]	0.72	0.68
-4	-0.26	-1.15	[-20, -1]	0.31	0.37
-3	0.14	-0.73	[-10, -1]	-0.83	-1.52
-2	0.05	0.39	[-5, -1]	-0.22	-0.54
-1	-0.03	-0.10			
0	2.72***	6.27			
1	-0.16	-0.43			
2	-0.20	-0.72	[1, 5]	-0.37	-0.60
3	-0.08	-0.24	[1, 10]	-0.16	-0.24
4	-0.12	-0.36	[1, 20]	-0.03	-0.04
5	0.11	0.54	[1, 30]	-0.18	-0.18

パネル B サンプル別の市場反応

Day/Days	AR/CAR		Diff.
	打歩	割引	打歩-割引
-5	1.65	-0.20	1.85***
-4	-0.62	-0.20	-0.42
-3	0.23	-0.12	-0.11
-2	-0.41	0.14	-0.55
-1	0.10	-0.05	0.16
0	6.79***	1.95***	4.84***
1	1.24	-0.43	1.67
2	0.08	-0.26	0.33
3	0.43	-0.17	0.60
4	0.42	-0.22	0.64
5	0.02	0.12	-0.11
[-30, -1]	1.30	0.61	0.69
[-20, -1]	3.55	-0.30	3.86*
[-10, -1]	0.73	-1.13*	1.86
[-5, -1]	0.59	-0.37	0.97
[1, 5]	2.26	-0.87	3.13*
[1, 10]	2.88**	-0.74	3.62*
[1, 20]	-0.28	0.02	-0.30
[1, 30]	-2.61	0.28	-2.89*

(注) この表は、公開買付公表日を $t = 0$ として、その前後の特定の日/期間の、異常リターン (AR) / 累積異常リターン (CAR) を示したものである。異常リターンは推定期間を公表日を基準に 230 営業日前から 31 営業日前までの 200 日としており、イベント期間を 30 営業日前から 30 営業日までの 61 営業日間の結果を示しており、上場市場に応じて異なる市場インデックス (TOPIX、東証第 2 部株価指数、東証マザーズ指数) を用いて、マーケット・モデルで推定している。観測値数は、同時公表等を除いており、全サンプルで 113 件、打歩サンプルで 18 件、割引サンプルで 95 件である。*、**、*** はそれぞれ 10% 水準、5% 水準、1% 水準で有意であることを示す。

から、買付実施までに複数回のアナウンスが行われる、株主総会決議または消却特例法による 39 件、決算短信や利益予想の公表、配当予想の公表といった情報との同時公表である 80 件の、計 119 件を除いた 113 件をサンプルとして分析している。

公開買付公表前後の市場反応について、全サンプル、およびサブサンプル別の結果を表 6-4 で示している。しかし、日次ベースの異常リターンでみれば公表日以外に有意な市場反応は観察されなかった。累積異常リターンでは、有意といえる市場反応は打歩の公開買付における CAR[1, 10] の 2.88% だけであった。こうした結果は、公表前の一時的な過小評価が公開買付実施の動機ではないように思われる。したがって、ここでの分析においては、打歩・割引の公開買付について過小評価仮説は支持されないようである。なお、公表日の異常リターンは打歩と割引でそれぞれ 6.79%、1.95% と 1% 水準で有意な市場反応であった。また、サブサンプル間の差は有意なものであり、公開買付価格プレミアムによる裁定機会の有無によって説明されると考えられる。

6.2.2 市場反応の要因分析

表 6-5 では、公開買付の市場反応の要因について調査するため、回帰分析の結果を表示している。回帰分析では、(1) 式のモデルに加えて、Approach と TPREM の変数を加えたモデルで分析している。

$$ar = \alpha + \beta_1 PGMSize + \beta_2 PriorReturn + \beta_3 \ln MVE + \beta_4 BMR \quad (8)$$

$$+ \beta_5 CASH + \beta_6 OCF + \beta_7 Leverage + \beta_8 Approach$$

$$+ \beta_9 TPREM + \sum_{\tau=10}^{24} \beta_{\tau} YEARdummy + \varepsilon$$

ただし、Approach は事前に企業と株主のあいだで打診があれば 1, そうでなければ 0 を取る二値変数である。TPREM は公開買付価格を公表直前の終値から差し引き、これを公表直前の終値で除した公開買付プレミアムの値である。

なお、河瀬 (2017) は TPREM と過小評価仮説の代理変数 PriorReturn、lnMVE、BMR とのあいだで因果関係が生じていると指摘しており、頑健性の確認のため、それぞれを説明変数から除いた場合の分析結果をも示している。

回帰分析の結果はパネル A で全サンプル、パネル B で打歩・割引の公開買付サンプルについて示している。まずパネル A について、model 1-4 にわたって、その市場反応を説明するのが PGMSize だけであることがわかる。その係数 (t 値) はそれぞれ 0.170 (2.52)、0.187 (2.49)、0.180 (2.52)、0.170 (2.43) といずれも 5% 水準で統計的に正に有意である。しかし、他の変数についてはいずれも有意ではなく、過小評価仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説、最適資本構成仮説を支持する結果ではなかった。

パネル B の分析結果について、先に割引の公開買付について述べるが、model 1-4 にわたって有意とい

表 6-5 公開買付の回帰分析
パネル A 全サンプルの分析結果

	model 1		model 2		model 3		model 4	
	Coef.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>
Constant	-0.023	-0.44	-0.028	-0.53	-0.026	-1.36	-0.023	-0.44
PGMSize	0.170**	2.52	0.187**	2.49	0.180**	2.52	0.170**	2.43
PriorReturn	-0.003	-0.07	0.013	0.35			-0.003	-0.07
lnMVE	-0.000	-0.06	0.000	0.10			-0.000	-0.06
BMR	-0.008	-0.82	-0.010	-0.92			-0.008	-0.76
CASH	0.026	1.35	0.026	1.36	0.013	0.72	0.026	1.35
OCF	-0.006	-0.48	-0.001	-0.10	-0.002	-0.18	-0.006	-0.45
Leverage	0.004	0.17	0.003	0.12	0.005	0.26	0.004	0.17
Approach			0.007	0.33	0.002	0.12	-0.001	-0.05
TPREM			0.058	0.73	0.040	0.55		
YEARdummy	YES		YES		YES		YES	
Obs.	113		113		113		113	
<i>R</i> ²	0.412		0.421		0.412		0.412	

パネル B サンプル別の分析結果

	model 1		model 2		model 3		model 4	
	打歩	割引	打歩	割引	打歩	割引	打歩	割引
Constant	0.977 (0.65)	-0.010 (-0.23)	-1.054 (-1.17)	-0.019 (-0.41)	-0.224** (-2.85)	-0.003 (-0.29)	-1.688** (-3.60)	-0.012 (-0.27)
PGMSize	0.188 (0.47)	0.168** (2.09)	-0.207* (-3.45)	0.146* (1.83)	-0.151 (-0.55)	0.145* (1.89)	-0.183 (-2.02)	0.168** (2.08)
PriorReturn	-0.088 (-0.38)	0.007 (0.14)	-0.035 (-0.21)	-0.018 (-0.35)			-0.199** (-3.51)	0.007 (0.15)
lnMVE	-0.064 (-0.76)	0.001 (0.22)	0.052 (1.25)	0.001 (0.33)			0.077* (3.17)	0.001 (0.21)
BMR	-0.098 (-1.27)	0.004 (0.27)	0.005 (0.08)	0.005 (0.39)			0.061 (2.02)	0.004 (0.27)
CASH	-0.042 (-0.12)	-0.003 (-0.11)	0.392 (1.54)	0.001 (0.02)	0.211* (2.27)	0.006 (0.30)	0.592** (5.34)	-0.004 (-0.13)
OCF	-0.001 (-0.02)	0.026 (0.89)	0.041 (0.74)	0.008 (0.27)	0.024 (1.07)	0.009 (0.40)	0.090** (4.45)	0.026 (0.88)
Leverage	-0.075 (-0.29)	-0.016 (-0.74)	0.143 (0.72)	-0.012 (-0.55)	0.060 (1.25)	-0.013 (-0.61)	0.309** (3.39)	-0.017 (-0.74)
Approach			0.119* (3.01)	-0.003 (-0.23)	0.111** (3.13)	-0.001 (-0.10)	0.152*** (10.88)	0.003 (0.28)
TPREM			0.299 (1.10)	-0.104 (-1.40)	-0.020 (-0.13)	-0.084 (-1.20)		
YEARdummy	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Obs.	18	95	18	95	18	95	18	95
<i>R</i> ²	0.794	0.309	0.995	0.326	0.920	0.322	0.989	0.309

(注) 公開買付のサンプルにおいて、被説明変数を公表日の異常リターンの AR とする回帰分析の結果を示している。パネル A では全サンプルの分析結果を、パネル B では公開買付価格が公表直前の終値よりも大きい観測値を打歩サンプル、終値よりも小さい観測値を割引サンプルに分類して分析結果を示している。なお、係数の推定にあたっては、White の不均一分散の修正を行っている。PGMSize は予定買付株式数を発行済株式総数で除した値である。PriorReturn は公表日から 30 営業日前から 1 営業日前までの累積異常リターンである。lnMVE は公表前月末時点の時価総額の自然対数である。BMR は公表前月末時点の簿価時価比率である。CASH は公表日から直近四半期末時点の現金・預金と短期の有価証券の和を総資産で除した値である。OCF は公表日から 2 半期間の営業キャッシュフローを同期間の売上高で除した値である。Leverage は公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値である。Approach は事前に企業と株主のあいだで打診があれば 1、そうでなければ 0 を取る二値変数である。TPREM は公開買付価格を公表直前の終値から差し引き、これを公表直前の終値で除した公開買付プレミアムの値である。YEARdummy は年ダミー変数である。パネル B の分析結果のうち、上段の数値は係数を表しており、下段の括弧内の数値は *t* 値を表している。*、**、***はそれぞれ 10%、5%、1%水準で統計的に有意であることを示す。

える係数は PGMSize だけであり、model 1 では 0.168 (2.09) model 4 では 0.168 (2.08) と正に 5% 水準で有意な結果が観察されており、全サンプルと同様の解釈となる。そして、打歩の公開買付について、観測値数が 18 件ということもあってか、model 間で安定した結果は観察されなかった。model 4 では PriorReturn の係数 (t 値) が $-0.199 (-3.51)$ であり、CASH と OCF それぞれの係数 (t 値) が $0.592 (5.34)$ 、 $0.090 (4.45)$ と過小評価仮説およびフリー・キャッシュ・フロー仮説を支持する結果が観察されているが、model 4 のみの結果である。したがって、明確な判断を下すことはできないだろう。以上が市場反応の分析結果に対する解釈である。

6.3 本章の小括と買主主導/売主主導の検討および追加検証

本章では公開買付の公表による経済的帰結について検証してきた。本章の分析の特徴は、公開買付を打歩の公開買付と割引の公開買付に区分して検証した点である。その結果、公表時点で有意な市場反応が観察されており、とくに打歩の公開買付でより大きな市場反応が観察された。しかしながら、米国先行研究で過小評価仮説が支持されていた一方で、わが国の公開買付では過小評価仮説は支持されなかった。市場反応の要因分析において、打歩の公開買付サンプルの一部のモデルでは過小評価仮説と整合的な結果は観察されたものの、頑健な結果とはいえない。打歩の公開買付は観測値数がわずか 18 件しかないため、明瞭な実証結果が得られないのかもしれない。

一方で、割引の公開買付は、次の 2 点から実質的な相対取引であり、売主主導の取引といえる。1 点目に、表 6-2 のパネル C から、株主からの打診件数は打歩と割引の公開買付で比較して、明らかに割引に偏っている。そして 2 点目に表 6-3 パネル B の SpecialTender の値から分かるように、打診がある場合の特定の株主の応募予定株数は、企業の予定買付株数のほぼ 100% を占めている。

さらに、割引の公開買付が売主主導であるかどうかについて、追加検証を行う。先述したとおり、割引の公開買付は株価で取引したほうが流動性コストを負担する大株主を除いて合理的である。つまり、公開買付価格を株価から割り引いて設定することは、特定の株主が他の株主の取引参入を排除する意図があるかもしれない。こうした特定の株主による打診と、公開買付価格の割引のあいだに因果関係があるかどうかを検証するため、次のようなプロビットモデルを用いて検証する。

$$\begin{aligned}
 DISC = & \alpha\beta_1 PGMSize + \beta_2 PriorReturn + \beta_3 \ln MVE + \beta_4 BMR & (9) \\
 & + \beta_5 CASH + \beta_6 OCF + \beta_7 Leverage + \beta_8 Approach \\
 & + \sum_{\tau=9}^{23} \beta_{\tau} YEARdummy + \varepsilon
 \end{aligned}$$

ただし、DISC は公開買付プレミアムの値が負であれば 1、正であれば 0 を取る二値変数である。他の変

表 6-6 公開買付プレミアムの設定メカニズム

Variables	Coef.	<i>z</i>	marginal effect
Constant	-1.490	-0.86	
PGMSize	-6.247***	-3.57	-0.480
PriorReturn	4.707***	3.21	0.361
lnMVE	0.193	1.61	0.015
BMR	0.360	1.35	0.028
CASH	-0.483	-0.70	-0.037
OCF	0.106	0.29	0.008
Leverage	-1.508**	-2.08	-0.116
Approach	1.904***	5.35	0.146
YEARdummy	YES		
Pseudo R^2	0.50		
obs.	201		

(注) 公開買付のサンプルにおいて、公開買付プレミアムの価格設定に関する分析結果を示しており、従属変数を DISC とするプロビット分析の結果を示している。なお、係数の推定にあたっては、White の不均一分散の修正を行っている。DISC は公開買付プレミアムが負であれば 1、正であれば 0 を取る二値変数である。PGMSize は予定買付株式数を発行済株式総数で除した値である。PriorReturn は公表 30 日前から公表 2 日前までの累積異常リターンである。lnMVE は公表前月末時点の時価総額の自然対数である。BMR は公表前月末時点の簿価時価比率である。CASH は公表日から直近四半期末時点の現金・預金と短期の有価証券の和を総資産で除した値である。OCF は公表日から 2 半期間の営業キャッシュフローを同期間の売上高で除した値である。Leverage は公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値である。Approach は事前に企業と株主のあいだで打診があれば 1、そうでなければ 0 を取る二値変数である。YEARdummy は年ダミー変数である。*、**、***はそれぞれ 10%、5%、1%水準で統計的に有意であることを示す。

数の定義は (8) 式と同様であり、ここでは省略する。

表 6-6 の分析において最も注目すべきは Approach である。他の変数の影響をコントロールしたうえで、Approach の係数 (*t* 値) は 1.904 (5.35) と 1% 水準で有意に影響している。また、marginal effect の値は 0.146 と、打診を行うことで公開買付価格が割引になる確率が約 15% 高まることが確認された。したがって、特定の株主は公開買付価格を割引に設定することで他の株主を排除していると考えられる。以上、割引の公開買付は実質的な相対取引であり、売主主導仮説を支持する結果が観察された。公開買付の分析は以上である。

7 相対買付の経済的帰結に関する実証分析

買付手法別の実証分析について、最後に相対買付を検証する。相対買付の研究では、観測値数をほとんど得ることができず、わずか 17 件のみの分析となった。そのため、分析は最小限に留め、記述統計量を中心に検討している。

7.1 サンプルと記述統計量

7.1.1 サンプルの選択

表 7-1 では、相対買付サンプルの選択基準について示している。まず、相対買付のデータは、eol の全文検索から収集している。最初に 2004 年 1 月 1 日から 2014 年 12 月 31 日までを検索期間とし、対象市場は東証 1 部・2 部、マザーズ、JASDAQ 市場と設定し、検索キーワードを「相対取引 OR 特定株主 OR 特定の株主 OR 特定の者」で検索したところ、419 件の観測値を得た。その後、書類の記述内容を確認し、子会社との相対買付 (201 件)、固定価格取引等の ToSTNeT 買付 (159 件)、公開買付 (1 件)、相対買付とは無関係のもの (6 件) を除外し、観測値は 52 件に減少した。ここからさらに、相対買付の付議公表以外の書類 (37 件) を除いているが、この確認作業中に付議公表時点で相対買付を明記していなかったものが 2 件あることが判明した。これら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。

以上の選択基準について、子会社との相対買付は、企業集団の内部取引であるため、ペイアウトとは言えない。これは本論文の主旨とは異なり、除外している。次に、JASDAQ 企業で公表された固定価格取引と呼ばれる ToSTNeT 買付を除外している。これらの観測値は、公表資料のなかで株主から売却打診を

表 7-1 相対買付サンプルの選択基準

加 算 項 目		
1	eol の全文検索について、キーワード「相対取引 OR 特定株主 OR 特定の株主 OR 特定の者」で検索、検索期間は 2004 年 1 月 1 日から 2014 年 12 月 31 日まで全上場企業を対象とするが、検索結果として重複する書類は除外、	419
2	終了時点の公表資料から買付手法が相対買付と判明した取引。	2
		小計
		421
減 算 項 目		
1	子会社との相対買付である、	201
2	固定価格取引等の ToSTNeT 買付である、	159
3	公開買付である、	1
4	相対買付とは関係ない書類、	6
5	相対買付の付議公表以外の書類。	37
		小計
		404
		最終サンプル
		17

表 7-2 相対買付サンプルの構成

パネル A 年別				パネル B 市場別		パネル C 買付動機別		
年	Obs.	年	Obs.	上場市場	Obs.	買付動機	Obs.	
2004	2	2011	0	東証 1 部	4	株主の売却意向を受けたため		
2005	0	2012	0	東証 2 部	0	筆頭株主による売却意向	6	
2006	0	2013	7	マザーズ	4	大株主による売却意向	2	
2007	0	2014	1	JASDAQ	9	株主による売却意向	1	
2008	1					提携関係の解消のため	3	
2009	4					機動的な資本政策のため	3	
2010	2					特定株主との裁判の結果	2	
			計	17			計	17

(注) パネル C 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。

受けて実施することを明記しており、その文章のなかで先に挙げたキーワードが含まれていた²⁴。もちろん、これは異なる買付手法であるため、除外している。公開買付であった観測値についても同様の理由で除外した。

7.1.2 サンプルの構成

それでは、表 7-2 で示した相対買付サンプルの構成について述べる。表 1 ではサンプルを市場別、年別、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。パネル A からは、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 年は 2011-2012 年を除けば毎年実施されており、特に 2013 年は 7 件となっている。こうした動向は、近年のコーポレート・ガバナンスに関連する注目の高まりを反映しているのかもしれない。パネル B は市場別の結果であるが、本サンプルには東証 2 部上場企業は含まれていない。最も多いのは JASDAQ 上場企業の 9 件であり、東証 1 部、マザーズ上場企業は 4 件ずつ含まれている。つまり、小規模の企業が多く含まれている可能性が伺える。

そして、パネル C の買付動機別の結果は重要な示唆をもたらしている。最も多い買付動機は、割引の公開買付のように特定の株主からの売却意向を受けて実施されており、17 件中 12 件が該当する。これまで検討してきたように、売主主導で取引が行なわれるのであれば、経営者の有するインサイダー情報が資本市場に伝達されることはなく、相対買付の市場反応は小さくなるものと予想されよう。

7.1.3 記述統計量

表 7-3 では相対買付サンプルの記述統計量を示している。観測値が 17 件ということもあって、全体的に標準偏差を表す Std. Dev. のコラムの値が、他の買付手法とくらべて大きいことがわかる。なお、変数

²⁴ こうした事実は、ToSTNeT 買付が売主主導で企業が特定の株主との実質的な相対取引を意図しているという予想を支持する証拠である。

表 7-3 相対買付サンプルの記述統計量

Variables	Obs.	Mean	Std. Dev.	1%ile	25%ile	Median	75%ile	99%ile
TPREM	17	-8.70%	30.62%	-52.52%	-30.73%	-15.56%	12.70%	58.96%
PGMSize	17	13.19%	10.79%	0.80%	7.33%	9.64%	16.00%	40.99%
PriorReturn	17	8.43%	12.59%	-12.44%	0.66%	5.03%	15.31%	33.64%
lnMVE	17	9.20	1.52	6.77	8.03	9.15	9.72	12.55
BMR	17	0.93	0.98	0.26	0.30	0.48	0.98	3.76
CASH	17	0.38	0.37	0.06	0.17	0.24	0.42	1.60
OCF	17	0.17	0.16	0.05	0.10	0.11	0.15	0.72
Leverage	17	0.45	0.22	0.13	0.27	0.43	0.61	0.86

(注) この表では相対買付サンプルの記述統計量を示している。TPREM は相対買付価格を付議公表直前の終値から差し引き、これを付議公表直前の終値で除した相対買付プレミアムの値である。PGMSize は予定買付株式数を発行済株式総数で除した値である。PriorReturn は公表 30 営業日前から公表 1 営業日前までの累積異常リターンである。lnMVE は公表前月末時点の時価総額の自然対数である。BMR は公表前月末時点の簿価時価比率である。CASH は公表日から直近四半期末時点の現金・預金と短期の有価証券の和を時価総額で除した値である。OCF は公表日から直近第 2 または第 4 四半期末における過去 12 ヶ月間の営業キャッシュフローを時価総額で除した値である。Leverage は公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値である。

の定義については次のとおりである。

- TPREM : 相対買付価格を付議公表直前の終値から差し引き、これを付議公表直前の終値で除した相対買付プレミアムの値、
- PGMSize : 予定買付株式数を発行済株式総数で除した値、
- PriorReturn : 公表 30 営業日前から公表 1 営業日前までの累積異常リターン、
- lnMVE : 公表前月末時点の時価総額の自然対数、
- BMR : 公表前月末時点の簿価時価比率、
- CASH : 公表日から直近四半期末時点の現金・預金と短期の有価証券の和を時価総額で除した値、
- OCF : 公表日から直近第 2 または第 4 四半期末における過去 12 ヶ月間の営業キャッシュフローを時価総額で除した値、
- Leverage : 公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値。

それでは変数の分布について確認していく。はじめに TPREM の統計量について、平均値（中央値）は -8.70%（-15.56%）と公開買付のように負の値を取るようである。PGMSize は平均値（中央値）の値が 13.19%（16.00%）と公開買付よりもさらに大規模な取引であることが伺える。PriorReturn は平均値（中央値）で 8.43%（5.03%）と正の値を取っており、過小評価仮説とは整合しない結果である。lnMVE の平均値（中央値）は 9.20（9.15）と他の買付手法のサンプルと比べて小規模である傾向が伺える。これは、サンプルに JASDAQ 上場企業が多く含まれていることを反映しているのかもしれない。

7.2 市場反応の分析

7.2.1 公表前後の市場反応

これまでどおり、異常リターンの計算にはマーケット・モデルを用いており、まったく同様の手続きで値を求めている。相対買付け公表前後の市場反応については、表 7-4 で示している。ここから、ほぼ有意な市場反応は観察されなかった。唯一、CAR[-30, -1] は有意な市場反応であったが、他のウィンドウでは全く有意ではなく、値上がりしたタイミングで公表を行っているかどうかは不明である。そして、公表

表 7-4 相対買付公表前後の市場反応

Day	AR	<i>t</i>	Days	CAR	<i>t</i>
-5	-0.04	-0.08	[-30, -1]	8.43**	2.76
-4	0.41	0.83	[-20, -1]	4.66	1.39
-3	0.46	0.50	[-10, -1]	-2.87	-0.85
-2	-0.23	-0.43	[-5, -1]	1.20	0.78
-1	0.60	0.86			
0	2.04	1.60			
1	1.29	1.07			
2	-1.44	-0.98	[1, 5]	-0.78	-0.25
3	0.23	0.15	[1, 10]	-1.59	-0.45
4	-0.32	-0.26	[1, 20]	-4.04	-1.29
5	-0.55	-0.77	[1, 30]	-5.52	-1.45

(注) この表は、相対買付の付議公表日を $t = 0$ として、その前後の特定の日/期間の、異常リターン (AR) / 累積異常リターン (CAR) を示したものである。異常リターンは推定期間を公表日を基準に 230 営業日前から 31 営業日前までの 200 日としており、イベント期間を 30 営業日前から 30 営業日までの 61 営業日間の結果を示しており、上場市場に応じて異なる市場インデックス (TOPIX、東証マザーズ指数、JASDAQ 指数) を用いて、マーケット・モデルで推定している。観測値数は同時公表等を除かず、17 件である。*、**、*** はそれぞれ 10% 水準、5% 水準、1% 水準で有意であることを示す。

日には 2.04% と正の値を取るものの、有意な市場反応は観察されなかった。

表 7-5 相対買付の回帰分析

Variables	model 1		model 2	
	Coef.	<i>t</i>	Coef.	<i>t</i>
PGMSize	0.672*	2.25	0.520	1.16
PriorReturn	0.238	1.31	-0.165	-0.34
lnMVE	-0.080	-1.68	-0.082	-1.42
BMR	-0.014	-0.34	0.045	0.63
CASH	-0.055	-0.74	-0.133	-1.15
OCF	-0.216	-0.52	-0.543	-1.10
Leverage	0.165	1.81	0.217	1.79
TPREM			-0.225	-0.99
YEARdummy	YES		YES	
Obs.	17		17	
R^2	0.551		0.646	

(注) 相対買付のサンプルにおいて、被説明変数を公表日の異常リターンの AR とする回帰分析の結果を示している。なお、係数の推定にあたっては、White の不均一分散の修正を行っている。PGMSize は予定買付株式数を発行済株式総数で除した値である。PriorReturn は公表日から 30 営業日前から 1 営業日前までの累積異常リターンである。lnMVE は公表前月末時点の時価総額の自然対数である。BMR は公表前月末時点の簿価時価比率である。CASH は公表日から直近四半期末時点の現金・預金と短期の有価証券の和を総資産で除した値である。OCF は公表日から 2 半期間の営業キャッシュフローを同期間の売上高で除した値である。Leverage は公表日から直近四半期末時点の総負債を総資産で除した値である。TPREM は公開買付価格を公表直前の終値から差し引き、これを公表直前の終値で除した買付プレミアムの値である。YEARdummy は年ダミー変数である。*、**、***はそれぞれ 10%、5%、1%水準で統計的に有意であることを示す。

7.2.2 市場反応の要因分析

上述のとおり、相対買付の市場反応は有意ではなかったが、他の買付手法との比較のため、要因分析を実施する。なお、(1) 式と、TPREM を加えた次のモデルによって検証する。

$$ar = \alpha + \beta_1 PGMSize + \beta_2 PriorReturn + \beta_3 \ln MVE + \beta_4 BMR + \beta_5 CASH + \beta_6 OCF + \beta_7 Leverage + \beta_8 TPREM + \sum_{\tau=9}^{13} \beta_{\tau} YEARdummy + \varepsilon \quad (10)$$

ただし、相対買付価格を付議公表直前の終値から差し引き、これを付議公表直前の終値で除した相対買付プレミアムの値である。

市場反応が顕著なものでなかったため、予想されたことではあるが、model 1、model 2 のいずれもで有意といえる変数は観察されなかった。経営者から市場に対してインサイダー情報が伝達されていない可能性もあるが、付議公表の性質上、実際に自社株買いが実施されるかが不確実な点で、こうした結果が導かれている可能性がある。

7.3 本章の小括と買主主導/売主主導の検討

以上、本章では相対買付について検証した。相対買付の最大の特徴は、わずか 17 件と観測値がほとんど得られないという点である。そのためか、これまで相対買付の先行研究は筆者の知る限りで河瀬 (2016)

と太田・岡本 (2016) の 2 本に限られており、実証結果の蓄積が最も少ない。本章の分析からは、公表前後において、頑健かつ有意な市場反応は観察されなかった。特に公表日においても市場反応が観察されないという点については驚きである。なぜ市場反応が観察されないか、その理由として、イベント日が付議公表のタイミングであるのでその後自社株買いが実施されるのか不確実であるという点が挙げられる。加えて、付議公表であるためか、少なくとも近い将来に株主総会があることを前提にタイミングを図ることができず、過小評価仮説を支持する結果が観察されなかったのかもしれない。ただし、太田・岡本 (2016) では公表日の市場反応が観察されており、本論文と彼らの研究でサンプルの構成が異なることもあるが、少なくとも相対買付の市場反応については、打歩の公開買付よりもナイーブな結果であるのは間違いないだろう。市場反応がほとんど観察されなかったこともあり、その後の要因分析でも目立った結果は得られなかった。したがって、過小評価仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説、最適資本構成仮説のいずれもが支持されないという結果であった。

分析結果は以上のとおりであるが、相対買付はおそらく表 7-2 で示したように、売却意向を受けて実施されているようであり、売主主導仮説であると考えられよう。しかしながら、その後の統計学的手法を使った分析からは、観測値の少なさのためか、積極的な結論を下すことはできなかった。この問題は、実証分析を行ううえでの限界であるだろう。そのため、事後でしか検証を行うことのできない実証分析ではなく、事前の検証が可能な理論分析や実験手法を用いて相対買付のメカニズムについて検証する必要があるだろう。

8 終章：論文の総括と今後の展望について

8.1 論文の総括

本論文では自社株買いの経済的帰結について、買付手法別に検証してきた。先行研究サーベイを通じて、わが国の先行研究は買付手法を区別する意識が弱いことがわかった。しかしながら、本論文全体を通じて分かることでもあるが、買付手法によって経済的帰結は様々である。そこで、本論文では様々な経済的帰結について、自社株買いが買主主導で行なわれるのか、売主主導で行なわれるのかを論文全体を通して検証した。例えば、自社株買いの経済的帰結を説明する主要な仮説について、過小評価仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説、最適資本構成仮説といったものは専ら自社株買いを実施する買主の側に取引の動機があるものと暗黙の仮定が置かれてきたように思われる。実際に、これらの仮説の代理変数はいずれも企業に関連する数値である。そして先行研究のサーベイと、それぞれの買付手法の制度について検討し、Auction 買付と打歩の公開買付が買主主導の取引であると予想し、ToSTNeT 買付、割引の公開買付、相対買付が売主主導の取引であると予想した。

そして、先行研究サーベイの後に買付手法別の実証分析を行っている。このうち、買主主導で実施されていると思われるのは Auction 買付のみであり、一方で売主主導と思われるのは ToSTNeT 買付と割引の公開買付であった。打歩の公開買付、相対買付については、それぞれ予想と整合的な結果は得られているものの、頑健な結果とはいえなかった。

Auction 買付は証券取引所を通じて売買を行うが、単に自社銘柄に対して買い注文を出すという手法である。このとき、誰から買い取るかを指定することはできないため、事前の予想では買主主導と考えられる。そして実証結果で特徴的なのは、公表前に負の市場反応が観察された点である。この点は、日米の先行研究と整合的な結果であり、過小評価仮説と整合的な結果である。そして公表時には一転して正の市場反応が観察された。こうした証券市場のビヘイビアは、Auction 買付の公表時点において、経営者から株価が割安であるとのインサイダー情報を受けたものと考えられる。そして、要因分析においても過小評価仮説を支持する結果が観察され、頑健な結果であると考えられる。こうした理由から、Auction 買付では買主主導仮説であるといえる。

次に ToSTNeT 買付について、これは終値が確定した 15 時以降に買付実施を公表し、翌営業日の 8 時 45 分で申込みのあった株式を買い取るという手法であり、米国には存在しないわが国独自の買付手法である。事前の予想では、太田 (2016) が指摘したように、証券会社の制度対応に関する制約、公表から買付終了までの時間的制約によって、それぞれ個人株主・大株主を排除していると考えられる。それにも関わらず、ToSTNeT 買付の達成率は Auction 買付よりも高いものであり、事前に特定の株主との打診が

あったことを思わせる。公表前後の市場反応の分析では、Auction 買付とは異なり、公表前に負の異常リターンは観察されなかったが、むしろ公表直前に有意な正の異常リターンが観察された。つまり、企業はわざわざ株価が一時的に上昇したタイミングを狙って ToSTNeT 買付を公表しているようである。これは、売主がタイミングを要望したと考えれば、自然な行動であるといえよう。そして要因分析からは、最適資本構成仮説が支持されるのみで過小評価仮説は支持されず、経営者のインサイダー情報が資本市場に伝達したとは考えられない。

そして、太田 (2016) の時間的制約の点について追加検証を行っている。それは、ToSTNeT 買付を金曜日の 15 時以降に公表したならば、翌営業日は月曜日になる。これは株主の売却機会を提供し、株主間の平等を達成する目的からは望ましい企業行動と考えられる。そこで、買付公表のイベント日が何曜日かを Auction 買付と ToSTNeT 買付について比較した。しかしながら、結果は ToSTNeT 買付が金曜公表・月曜買付を避ける傾向が観察され、この企業行動は Auction 買付では観察されず、ToSTNeT 買付でのみ観察され、他の株主の参入を排除する意図が確認された。このように ToSTNeT 買付では、売主主導である証拠が複数確認されており、本論文では ToSTNeT 買付を売主主導の取引であると結論付けている。

なお、売主主導であるかどうかの判断について、実質的な相対取引かどうかを繰り返し検討してきた。これまで支配的に検討されてきた過小評価仮説などでは、特定の株主からの取得を要求しない。なぜなら、そうした仮説で検討されてきた取引の目的を達成するには、特定の株主から購入する必要はない。特定の株主と取引を行うというのは、売主主導である可能性が高いと考えられる。その上で、取引を行う動機として売主にとって都合が良い状況が整えられているかどうかで、売主主導かどうかを判断している。

それでは次に公開買付について述べる。公開買付は市場外で取引を行うが、取引価格として株価とは別に公開買付価格を設定する点に特徴がある。米国では公開買付プレミアムが正であるのが一般的であったが、逆にわが国では公開買付プレミアムは負であるのが一般的である。河瀬 (2015) にならい、公開買付プレミアムの正負でサンプルを分割して検証しているが、市場反応の分析からは打歩・割引の両方で公表時点にかぎって市場反応が観察された。なお、打歩と割引とでは打歩の公開買付が有意に大きな市場反応が観察されている。D'Mello and Shroff (2000) のいうように、公開買付プレミアムは過小評価の代理変数であるとされるが、公表前の異常リターンのビヘイビアからは、一時的な過小評価を捉えているわけではないのかもしれない。そして打歩の公開買付については要因分析において、一部で過小評価仮説が支持されるものの、頑健な結果とはならず、買主主導であるかを結論付けることはできなかった。この点、わずか 18 件と観測値が非常に少ない点で明瞭な結果が得られていない可能性があり、本論文の限界でもある。

そして、一方の割引の公開買付については、3つの点で売主主導の取引であると結論づけられる。1つは公開買付公表前に売主からの打診が多いこと、2つ目に特定の株主による応募株式数がほぼ取引全体を

占めており実質的な相対取引といえること、そしてプロビット分析による追加検証で売主からの打診が公開買付価格を割引で設定するという因果関係が観察された点である。公開買付価格を割引に設定することで、他の株主の参入を排除している点が挙げられ、以上の理由から割引の公開買付は売主主導の取引であると指摘される。

最後に相対買付について検討する。わが国の相対買付は取締役会決議で実施することができず、必ず株主総会の特別決議が必要となる点が特徴である。そのため、取引実施にはコストがかかり、さらに取引実施のチャンスは年に1回と少なく、タイミングも選べないなど活用が難しい。事実、わが国の相対買付はほとんど実施されないようであり、本論文でもわずか17件の観測値しか得られていない。こうした影響もあり、実証分析からは有意な示唆を得ることができなかった。買付動機について、売主からの売却意向があったことは判明したものの、積極的に相対買付が売主主導の取引であると判断を下すまでには至らなかった。

以上のとおり分析してきたが、買主主導の取引においては過小評価仮説が支持される傾向が観察された。一方で売主主導の取引では、過小評価仮説等のこれまで先行研究で検証されてきた仮説の代理変数について、市場反応の要因となっていない点で共通している。本論文では買主主導か売主主導かを明らかにすることが目的であるため、買付手法間の比較分析についてほとんど行っていないが、この点は今後の研究課題である。以上から、本論文の結論は、自社株買いは買付手法ごとに経済的帰結が多様に異なるものの、それは買主主導か売主主導かで分けられるというものである。

8.2 論文の貢献

以上の分析から、本論文は自社株買い研究に対して次の2点の貢献がある。1点目に、これまで明らかにしたとおり、買付手法によって経済的特徴は多様である。件数で見ればその多くはAuction買付であるが、次いでToSTNeT買付も大きな割合を占めている。買付手法の区別なく自社株買いを論じることは問題があるだろう。もう1点はこれまで自社株買い研究では主に買主である企業の事情に専ら注目してきた。そのため、これまでの先行研究では過小評価仮説を支持しないと、消極的な特徴しか捉えることができなかった。しかし、本研究では売主主導仮説という仮説で説明を試みている。こうした自社株買い研究に対して新たな観点を提供した点は、本論文の最大の貢献である。

そして、本論文は社会に対して次の2点で貢献しているといえる。1点目は自社株買い関連の法制度に対する貢献である。それは、実質的な相対取引といえるToSTNeT買付、割引の公開買付、相対買付のなかで、相対買付に対する取引需要がToSTNeT買付と割引の公開買付に吸収されている可能性がある。本来、特定の株主との相対買付は株主総会の特別決議をするほど、厳格な手続きを経た場合のみ実施できるものである。しかしながら、ToSTNeT買付や割引の公開買付では他の株主を排除して実質的な相対取

引となる状況が生み出されている。ここで制度を厳格化して実質的な相対取引を規制するか、あるいは相対買付の規制を緩和するかは現時点で結論付けられないが、本論文の結果は今後の制度設計の議論において、有益な実証結果となるだろう。

もう1点は、上に関連して、自社株買いのディスクロージャー制度について貢献がある。それは、先行研究で指摘されたように ToSTNeT 買付はその制度上、特定の株主以外の株主の取引参入を排除していると考えられるが、実際に時間的余裕が生じる金曜日公表・月曜日買付終了を避ける傾向が観察され、取引参入を排除しようとするエビデンスが確認された。そもそも、実質的な相対取引と考えられる ToSTNeT 買付のディスクロージャーからは、誰と取引したかは分からない。実質的な相対取引であるならば、例えばどの大株主が売却を意図したかという情報は、多くの株主にとって有益な情報ではないだろうか。これもまた、今後の制度設計上で有益な実証結果を提供している。

8.3 今後の展望

本論文の結論を述べたうえで、ここでは今後の研究の展望について2点述べる。1点目は、買付手法間の分析の必要性についてである。本論文では、自社株買いを買付手法別に分析しており、それを買主主導であるか、売主主導であるかを中心に考察してきた。しかしながら、買付手法間の分析はほとんど行っていない。この理由は、まず経済的特徴にしたがって買付手法を分類すべきであったためである。したがって、今後は買付手法間の分析を行う必要があるだろう。

なかでも、実質的な相対取引と考えられる ToSTNeT 買付、割引の公開買付、相対買付に関する研究が必要である。前節で述べたように、実質的な相対取引にはすべての株主にわたって売却機会が与えられておらず、取引機会が排除されている可能性がある。そこに資本市場の非効率性へと繋がっていることも考えられる。これまで指摘したように、売主主導仮説が正しければ、売主の側がどういった動機を持って自社株買いを実施するよう企業に持ちかけるのか、そのメカニズムについてはほとんど知見の蓄積がない。そしてまた、複数の買付手法はどのように使い分けられているのだろうか。少なくとも、相対買付の観測値が少ないという事実からは、相対取引に対する需要が ToSTNeT 買付や割引の公開買付へと吸収されていることを思わせる。しかしながら、観測値の少なさから実証分析によって明らかにすることは困難かもしれない。今後は理論研究や実験研究といった異なる分析手法を用いて、実質的な相対取引の実施をめぐるメカニズムを明らかにしていきたい。

もう1点は、買付動機に関する研究の必要性である。これまで、自社株買いに関連する仮説の多くは、買付動機と市場反応の説明について、特に区別することなく使われてきた。しかしながら、多様な動機に基づいて自社株買いは実施されているようであり、わが国では米国で発展してきた仮説を適用するに留まっている。しかしながら、わが国の自社株買いを取り巻く環境は米国と異なる点が数多く存在する。今

後は自社株買いの買付動機に関する研究を通じて、そのメカニズムを明らかにしていく必要があるだろう。特にわが国独自の実質的な相対取引の買付手法の選択に関する意思決定について、買付動機に着目して検証していきたい。

最後にわが国の自社株買いについて、特に公表制度について提言を行って、本論文の終わりとしたい。本論文では、特に買主主導であるか売主主導であるかを検討してきた。なかでも、ToSTNeT 買付については記載情報が不十分ではないだろうか。例えば、公開買付や相対買付について、一部を除いて自社株買い実施に至った経緯が説明されるのが常である。しかしながら、ToSTNeT 買付についてはそうした経緯が説明されることなく実施され、変更報告書で要求される水準以下の場合には、どんな取引であったかも知ることはできない。本論文で明らかにしたように、ToSTNeT 買付は他の株主を排除した実質的な相対取引である。ToSTNeT 買付については取得した株式のうち一定以上を特定の株主から買い付けた場合には、その旨を買付終了時点で公表することを義務付けるべきではないだろうか。これはあくまで一例であるが、自社株買いは取締役会決議で実施できる極めて経営者の裁量性の高い取引であり、そこに経営者や経営者に近い大株主等の利害関係者に便宜を図った、株主間の不公平が生じる可能性が高い。自社株買いに関連する取引のディスクロージャー制度について、自社株買い本来のメリットが十分に活かされるよう開発・発展していくことを望むばかりである。

補論 1

この補論 1 では、第 2 章で示した表の読み方について記載している。

■計算方法のコラム

本論文では、短期の異常リターンの計算方法を、(1) 生リターン、(2) インデックス調整済リターン、(3) マッチング調整済リターン、(4) ポートフォリオ調整済リターン、(5) マーケット・モデル、(6) 3 ファクター・モデルにまとめている。一方で、長期の異常リターンの計算方法は、上に挙げたもの以外に (i) IRATS、(ii) CTP アプローチ、(iii) CTP 調整済リターン、(iv) マッチング調整済 BHAR といった表記でまとめている。以下では、その測定方法について述べる。生リターンは、 t 日の株価と $t-1$ 日の株価の差分を $t-1$ 日の株価で割ることで求める。インデックス調整済リターン、マッチング調整済リターン、ポートフォリオ調整済リターンは、生リターンから同じウィンドウにおけるインデックスリターン、マッチング企業のリターン、時価総額や簿価時価比率等で区分したポートフォリオのリターンをそれぞれ控除して計算する。マーケット・モデルは本文で紹介したように、推定期間で企業のリターンとインデックスリターンを使ってベータを求め、イベント期間のインデックスリターンにベータを掛けることで正常リターンを計算する。ここで生リターンから正常リターンを控除することで、異常リターンを計算する。こうした手続きから、上記の計算方法で求められたリターンは、異常リターンとはいえない。3 ファクターモデルはマーケット・モデルと同様の手続きのなかで、インデックスリターンに加えて企業規模、時価簿価比率を考慮して正常リターンを求め、同様に生リターンから控除することで異常リターンを求める計算方法である。

そして長期のリターンの計算方法について、(i) IRATS は Ibbotson (1975)'s Returns Across Time and Security を指している。この手続きでは、公表から t ヶ月目を基準に観測値を並び替え、その後ファクターモデルを使ってクロスセクションの回帰分析を行い、推定されたアルファを異常リターンとして求める手法である。このとき、月ごとにアルファを計算できるため、累積異常リターンの計算が可能である。次に (ii) CTP アプローチは Calender Time Portfolio Approach を指している。自社株買いの公表月から一定期間のあいだにポートフォリオに組み入れ、ファクターモデルを使って時系列の回帰分析を行う。推定されたアルファをアノマリーとして異常リターンを計算している。なお、CTP アプローチで求められる異常リターンは月次の平均リターンとなるため、累積異常リターンを計算できない点に注意が必要である。(iii) CTP 調整済リターンは、上のようにポートフォリオを構築するが、ポートフォリオ内でその平均リターンを企業規模や簿価時価比率といったファクターで区分する。そして、その区分内の平均リターンを正常リターンとし、個別企業のリターンから差し引くことで、異常リターンを計算している。

最後に、(iv) マッチング調整済 BHAR は、企業規模や時価簿価比率、ROA などを手がかりに類似企業を特定し、類似企業とのバイ・アンド・ホールド・リターンの差を異常リターンとして定義する手段である。

なお、IRATS や CTP アプローチでは丸括弧で補足情報を記しているが、FF は Fama-French の 3 ファクターモデル、Carhart は Carhart の 4 ファクターモデル、5 ファクターはそのまま 5 ファクターモデルによって回帰分析を行っていることを表している。

■サンプルの平均リターンのコラム

サンプルの平均リターンのコラムでは、大括弧を使ってリターンのウィンドウを示している。例えば $[-1, 1]$ はイベント日をゼロとして、1 営業日前から 1 営業日後までの期間を意味する。リターンの多くは累積異常リターンのウィンドウを示しているが、CTP アプローチについては累積異常リターンではなく、公表から一定の月だけポートフォリオに組み入れたときの、月次の平均リターンの計算結果を示している点に注意されたい。また、大括弧のなかでは数字の添字に m、q、y との表記があるが、day ではなくそれぞれ month、quarter、year を意味している。公開買付では ex との表記があるが、これは expiration の省略であり、公開買付の終了日を表している。先行研究によっては複数のリターンの計算方法を用いている場合がある。このとき、計算方法のコラムで番号を割当てているが、サンプルの平均リターンのコラムの「by (1)」であれば、(1) の計算方法を用いていることを意味する。

■掲載雑誌のコラム

掲載雑誌名については略称を用いており、表 a-1 のとおりである。

■同時公表のコラム

表 a-1 掲載雑誌名の対応表

略称	掲載雑誌名	略称	掲載雑誌名
FAJ	Financial Analysts Journal	RFS	Review of Financial Studies
FM	Financial Management	RJE	RAND Journal of Economics
FRL	Financial Research Letters	SAJ	証券アナリストジャーナル
IRL	International Review of Finance	TAR	The Accounting Review
JAE	Journal of Accounting and Economics	TFR	The Financial Review
JBF	Journal of Banking and Finance	WP	Working Paper
JBFA	Journal of Business Finance and Accounting	現代ファ	現代ファイナンス
JCF	Journal of Corporate Finance	紀要	大学紀要
JF	The Journal of Finance	著書	著書
JFE	Journal of Financial Economics		
JFI	Journal of Financial Intermediation		
JFQA	Journal of Financial and Quantitative Analysis		
JFR	The Journal of Financial Research		
MF	Managerial Finance		
PBFJ	Pacific-Basin Finance Journal		

同時公表のコラムでは、自社株買いの公表と同時に公表される適時開示情報についてコントロールしているかどうかを表しており、YESであればコントロールされていることを意味する。

■予定買付割合のコラム

公表時点における予定買付株数を発行済株式総数で除した値を示している。

■達成率のコラム

買付終了後に判明する、買付株数を公表時点の予定買付株数で除した値を示している。

補論 2

Auction 買付の公表資料例

ここでは、Auction 買付の公表について、2017年5月10日から2017年8月25日までに公表されたトヨタ自動車株式会社（7203）の一連の資料を添付する。Auction 買付では、開始前と途中経過および終了時において開示されることが多い。ただし、これらのいずれもが、法律で要求されるものではなく、特に開始前を除けば開示が省略されることが多い点に注意されたい。また、Auction 買付ではその実施は義務ではないため、直ちに買付が執行されるかどうかは、公表時点ではわからない。トヨタ自動車の事例からは7月から買付を開始していることがわかる。

<p>各 位</p> <p>平成 29 年 5 月 10 日</p> <p>トヨタ自動車株式会社 取締役社長 豊田 章男 (コード番号 7203 全国証券取引所) お問合せ先 経 理 部 長 近 健 太 (TEL. 0565-28-2121)</p> <p>自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ (会社法第 165 条第 2 項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得)</p> <p>当社は、平成 29 年 5 月 10 日開催の取締役会において、会社法第 165 条第 3 項の規定により読み替えて適用される同法第 166 条の規定に基づき、下記のとおり、自己株式取得に係る事項を決議いたしましたので、お知らせいたします。</p> <p>記</p> <p>1. 自己株式の取得を行う理由 株主還元および資本効率の向上と経営環境に応じた機動的な資本政策を遂行するため。</p> <p>2. 取得に係る事項の内容 (1) 取得対象株式の種類 当社普通株式 (2) 取得しうる株式の総数 50 百万株(上限) <small>(発行済株式総数(自己株式を除く)に対する割合 1.65%)</small> <small>*なお、発行済株式総数は、普通株式以外の種類株式を含みます。以下同じです。</small> (3) 株式の取得価額の総額 2,500 億円(上限) (4) 取得方法 信託方式による市場買付 (5) 取得期間 平成 29 年 5 月 17 日 ~ 平成 29 年 8 月 31 日</p> <p>(ご参考) 平成 29 年 3 月 31 日現在における自己株式の保有 ・発行済株式総数(自己株式を除く) 3,021,822,856 株 ・自己株式数 288,274,636 株</p> <p>以 上</p>	<p>各 位</p> <p>平成 29 年 6 月 5 日</p> <p>トヨタ自動車株式会社 取締役社長 豊田 章男 (コード番号 7203 全国証券取引所) お問合せ先 経 理 部 長 近 健 太 (TEL. 0565-28-2121)</p> <p>自己株式の取得状況に関するお知らせ (会社法第 165 条第 2 項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得)</p> <p>当社は、平成 29 年 5 月 10 日にお知らせした会社法第 165 条第 3 項の規定により読み替えて適用される同法第 166 条の規定に基づき、自己株式の取得(株主還元および資本効率の向上と経営環境に応じた機動的な資本政策を遂行するための自己株式取得)について、5 月分の実績を下記のとおりお知らせいたします。</p> <p>記</p> <p>1. 取得した株式の種類 : 当社普通株式 2. 取得した株式の総数 : 0 株 3. 株式の取得価額の総額 : 0 円 4. 取得方法 : 信託方式による市場買付 5. 取得期間 : 平成 29 年 5 月 17 日 ~ 平成 29 年 5 月 31 日</p> <p>(ご参考) 1. 平成 29 年 5 月 10 日開催の取締役会において決議された自己株式取得 (株主還元および資本効率の向上と経営環境に応じた機動的な資本政策を遂行するための自己株式取得)</p> <p>1. 取得方法 信託方式による市場買付</p> <p>2. 取得に係る事項の内容 (1) 取得対象株式の種類 当社普通株式 (2) 取得しうる株式の総数 50 百万株(上限) (3) 株式の取得価額の総額 2,500 億円(上限) (4) 取得期間 平成 29 年 5 月 17 日 ~ 平成 29 年 8 月 31 日</p>
--	--

<p>II. 上記取締役会決議に基づき取得した自己株式の累計(平成29年5月31日現在)</p> <p>(1) 取得した株式の総数 :0株 (2) 株式の取得価額の総額 :0円</p> <p>以上</p>	<div style="text-align: center;">  <p>平成29年7月5日</p> </div> <p>会社名 トヨタ自動車株式会社 代表者 取締役社長 豊田 章男 (コード番号 7203 全国証券取引所) お問合せ先 経理部長 近 健太 TEL. 0565-28-2121</p> <p style="text-align: center;">自己株式の取得状況に関するお知らせ (会社法第165条第2項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得)</p> <p>当社は、平成29年5月10日にお知らせした会社法第165条第3項の規定により読み替えて適用される同法第166条の規定に基づく自己株式の取得(株主還元および資本効率の向上と経営戦略に合わせた機動的な資本政策を遂行するための自己株式取得)について、6月分の実績を下記のとおりお知らせいたします。</p> <p style="text-align: center;">記</p> <p>1. 取得した株式の種類 :当社普通株式 2. 取得した株式の総数 :0株 3. 株式の取得価額の総額 :0円 4. 取得方法 :信託方式による市場買付 5. 取得期間 :平成29年6月1日～平成29年6月30日</p> <p>(ご参考)</p> <p>I. 平成29年5月10日開催の取締役会において決議された自己株式取得 (株主還元および資本効率の向上と経営環境に応じた機動的な資本政策を遂行するための自己株式取得)</p> <p>1. 取得方法 信託方式による市場買付</p> <p>2. 取得に係る事項の内容 (1) 取得対象株式の種類 当社普通株式 (2) 取得しうる株式の総数 50百万株(上限) (3) 株式の取得価額の総額 2,500億円(上限) (4) 取得期間 平成29年5月17日～平成29年8月31日</p>
---	---

II. 上記取締役会決議に基づき取得した自己株式の累計(平成29年6月30日現在)

- (1) 取得した株式の総数 :0株
- (2) 株式の取得価額の総額 :0円

以上



平成29年8月3日
 会社名 トヨタ自動車株式会社
 代表者 取締役社長 豊田 章男
 (コード番号 7203 全国証券取引所)
 お問合せ先 経理部長 近 健太
 (TEL. 0565-28-2121)

自己株式の取得状況に関するお知らせ

(会社法第165条第2項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得)

当社は、平成29年5月10日にお知らせした会社法第165条第3項の規定により読み替えて適用される同法第166条の規定に基づく自己株式の取得(株主還元および資本効率の向上と経営戦略に合った機動的な資本政策を遂行するための自己株式取得)について、7月分の実績を下記のとおりお知らせいたします。

記

- 1. 取得した株式の種類 : 当社普通株式
- 2. 取得した株式の総数 : 25,515,400株
- 3. 株式の取得価額の総額 : 157,398,444,500円
- 4. 取得方法 : 信託方式による市場買付
- 5. 取得期間 : 平成29年7月3日～平成29年7月31日

(ご参考)

- I. 平成29年5月10日開催の取締役会において決議された自己株式取得
 (株主還元および資本効率の向上と経営戦略に合った機動的な資本政策を遂行するための自己株式取得)

- 1. 取得方法
 信託方式による市場買付
- 2. 取得に係る事項の内容
 (1) 取得対象株式の種類 当社普通株式
 (2) 取得しうる株式の総数 50百万株(上限)
 (3) 株式の取得価額の総額 2,500億円(上限)
 (4) 取得期間 平成29年5月17日～平成29年8月31日

II. 上記取締役会決議に基づき取得した自己株式の累計(平成29年7月31日現在)

- (1) 取得した株式の総数 : 25,515,400 株
- (2) 株式の取得価額の総額 : 1,573,398,444,500 円

以上



平成29年8月25日
 トヨタ自動車株式会社
 取締役社長 豊田 章男
 (コード番号 7203 全国証券取引所)
 お問合せ先 経理部長 近 健太
 (TEL. 0565-28-2121)

自己株式の取得状況および取得終了に関するお知らせ
 (会社法第165条第2項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得)

当社は、平成29年5月10日にお知らせした会社法第165条第3項の規定により読み替えて適用される同法第166条の規定に基づく自己株式の取得(株主還元および資本効率の向上と経営戦略に必要と判断した資本政策を遂行するための自己株式取得)について、8月分の実績を下記のとおりお知らせいたします。

また、平成29年5月10日開催の取締役会の決議に基づく自己株式の取得については、これらもあわせて終了いたしましたので、あわせてお知らせいたします。

記

- 1. 取得した株式の種類 : 当社普通株式
- 2. 取得した株式の総数 : 14,820,100 株
- 3. 株式の取得価額の総額 : 92,586,419,100 円
- 4. 取得方法 : 信託方式による市場買付
- 5. 取得期間 : 平成29年8月1日～平成29年8月22日

(ご参考)

- 1. 平成29年5月10日開催の取締役会において決議された自己株式取得
 (株主還元および資本効率の向上と経営環境に応じた機動的な資本政策を遂行するための自己株式取得)

- 1. 取得方法
 信託方式による市場買付
- 2. 取得に係る事項の内容
 (1) 取得対象株式の種類 : 当社普通株式
 (2) 取得しうる株式の総数 : 50百万株(上限)

- (3) 株式の取得価額の総額 2,500億円(上限)
- (4) 取得期間 平成29年5月17日～平成29年8月31日

II. 上記取締役会決議に基づき取得した自己株式の累計(平成29年8月25日現在)

- (1) 取得した株式の総数 :40,335,500株
- (2) 株式の取得価額の総額 :249,984,863,600円

以上

ToSTNeT 買付の公表資料例

ここでは、ToSTNeT 買付の公表について、2017年8月31日から2017年9月1日までに公表された ANA ホールディングス株式会社（9202）の一連の資料を添付する。ToSTNeT 買付では、公表時と終了時に開示が行なわれるが、その取引の性質上、非常に短期間で終了する。公表時においては、ANA ホールディングスの事例のように自社株買いの枠設定の開示と ToSTNeT 買付の詳細について分けて開示する場合もあるが、これらをまとめて一枚の資料で公表するケースも散見される。ここでの事例は ToSTNeT-3 による自社株買いであるが、その情報内容は ToSTNeT-2 と同様であり、さらに上場市場によっては J-NET、N-NET、固定価格取引といった取引においても同様である。

ANA の事例では買付規模が発行済株式総数 3,503,854,017 株に対して、250,000,000 株 (7.14%) と比較的大規模な取得枠のうち、171,652,000 株 (4.90%) を ToSTNeT 買付で取得しようとしている。そして 8月31日木曜日に公表され、9月1日に買付終了している。応募申し込みがあったのは 32,726,000 株 (0.93%) で買付達成率は 20% 程度である。なお、取引の規模が発行済株式総数の 1% に満たないため、変更報告書の提出義務は生じず、誰と取引したかは分からない。

<p style="text-align: center;">平成29年8月31日</p> <p style="text-align: center;">ANAホールディングス株式会社 代表取締役社長 片野 坂 真哉 (コード番号 9202 東証第1部) コーポレートコミュニケーション室 グループ総務部長 坂爪 浩 (TEL. 03-67335-1001)</p> <p style="text-align: center;">ANAホールディングス株式会社 代表取締役社長 片野 坂 真哉 (コード番号 9202 東証第1部) コーポレートコミュニケーション室 グループ総務部長 坂爪 浩 (TEL. 03-67335-1001)</p> <p style="text-align: center;">自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ (会社法第165条第2項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得)</p> <p>当社は、平成29年8月31日開催の取締役会において、会社法第165条第3項の規定により読み替えて適用される同法第156条の規定に基づき、自己株式取得に係る事項について決議いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。</p> <p style="text-align: center;">記</p> <p>1. 自己株式の取得を行う理由 資本効率の向上及び株式数削減を通じた一株当たり株式価値の向上</p> <p>2. 取得に係る事項の内容</p> <table border="0"> <tr> <td>(1) 取得対象株式の種類</td> <td>普通株式</td> </tr> <tr> <td>(2) 取得し得る株式の総数</td> <td>250,000,000株(上限) (発行済株式総数(自己株式を除く。)に対する割合7.14%)</td> </tr> <tr> <td>(3) 株式の取得価額の総額</td> <td>700億円(上限)</td> </tr> <tr> <td>(4) 取得期間</td> <td>平成29年9月1日から平成30年3月31日まで</td> </tr> <tr> <td>(5) 取得の方法</td> <td>東京証券取引所における市場買付け</td> </tr> </table> <p>(注1) 市場動向等により一部又は全部の注文の執行が行われない場合がある。 (注2) 当社は平成29年10月1日を効力発生日として10株につき1株の割合で当社普通株式を併合する予定であり、上記取得し得る株式の総数は、当該株式併合の効力発生日以降は、「25,000,000株(上限)」と読み替える。なお、当社普通株式の株式併合の効力発生日(平成29年10月1日)より前に取得した当社普通株式の数については、当社普通株式の株式併合の効力発生日(平成29年10月1日)以降における「25,000,000株(上限)」との関係では、10株を1株に換算して計数する。</p>	(1) 取得対象株式の種類	普通株式	(2) 取得し得る株式の総数	250,000,000株(上限) (発行済株式総数(自己株式を除く。)に対する割合7.14%)	(3) 株式の取得価額の総額	700億円(上限)	(4) 取得期間	平成29年9月1日から平成30年3月31日まで	(5) 取得の方法	東京証券取引所における市場買付け	<p>(ご参考)</p> <p>1. 当社は、平成29年8月31日開催の取締役会において2022年満期ユーロ円建取得条項(交付株数上限型)付転換社債型新株予約権付社債及び2024年満期ユーロ円建取得条項(交付株数上限型)付転換社債型新株予約権付社債(以下併せて「本新株予約権付社債」という。)の発行を決議している。かかる調達資金の一部は、上記の自己株式取得資金に充当する予定である。</p> <p>2. 平成29年6月30日時点の自己株式の保有状況</p> <table border="0"> <tr> <td>発行済株式総数(自己株式を除く。)</td> <td>3,503,854,017株</td> </tr> <tr> <td>自己株式数</td> <td>12,571,240株</td> </tr> </table> <p>ANAグループ従業員持株会信託が所有する当社普通株式及び平成28年3月期より設定した役員報酬信託が所有する当社普通株式は自己株式に含まれている。</p> <p>今回取得を予定している自己株式については、本新株予約権付社債に付された2種類の取得条項に基づき、当社が当初転換価額(当社普通株式の株式併合の効力発生日時点の転換価額をいう。)を前提に本新株予約権付社債を取得する場合に交付が想定される当社普通株式の最大数(以下「上限交付株式数」という。)を除いて消却する予定であり、上限交付株式数分についても本新株予約権付社債に係る当社普通株式の交付が行われないことが確定した時点で消却する予定である。</p> <p style="text-align: right;">以 上</p>	発行済株式総数(自己株式を除く。)	3,503,854,017株	自己株式数	12,571,240株
(1) 取得対象株式の種類	普通株式														
(2) 取得し得る株式の総数	250,000,000株(上限) (発行済株式総数(自己株式を除く。)に対する割合7.14%)														
(3) 株式の取得価額の総額	700億円(上限)														
(4) 取得期間	平成29年9月1日から平成30年3月31日まで														
(5) 取得の方法	東京証券取引所における市場買付け														
発行済株式総数(自己株式を除く。)	3,503,854,017株														
自己株式数	12,571,240株														

<div style="text-align: center;">  <p>平成29年8月31日</p> </div> <p>各 位</p> <p>ANAホールディングス株式会社 代表取締役社長 片野坂 真哉 (コード番号 9202 東証第1部) 問合せ先 コーポレートコミュニケーション室 グループ総務部長 坂爪 浩 (TEL. 03-67335-1001)</p> <p>自己株式立会外買付取引 (ToSTNet-3) による自己株式の買付けに関するお知らせ (会社法第165条第2項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得)</p> <p>当社は、平成29年8月31日開催の取締役会において、会社法第165条第3項の規定により部み替えて適用される同法第156条の規定に基づき、自己株式取得に係る事項について決議いたしました。具体的な取得方法について下記のとおり行うこととしますので、お知らせいたします。</p> <p>1. 取得の方法</p> <p>本日 (平成29年8月31日) の終値407.8円で、平成29年9月1日午前8時45分の東京証券取引所の自己株式立会外買付取引 (ToSTNet-3) において買付けの委託を行う (その他の取引制度や取引時間への変更は行わない。)。当該買付注文は当該取引時間限りの注文とする。</p> <p>2. 取得の内容</p> <table border="0"> <tr> <td>(1) 取得対象株式の種類</td> <td>普通株式</td> </tr> <tr> <td>(2) 取得する株式の総数</td> <td>171,652,000株 (700億円相当)</td> </tr> <tr> <td>(3) 取得結果の公表</td> <td>午前8時45分の取引終了後に取得結果を公表する。</td> </tr> </table> <p>(注1) 当該株数の変更は行わない。なお、市場動向等により、一部又は全部の取得が行われな い可能性もある。</p> <p>(注2) 取得予定株式数に相当する売付注文をもって買付けを行う。</p> <p>(ご参考)</p> <p>平成29年8月31日開催の取締役会における自己株式の取得に関する決議内容</p> <table border="0"> <tr> <td>● 取得対象株式の種類</td> <td>普通株式</td> </tr> <tr> <td>● 取得し得る株式の総数</td> <td>250,000,000株 (上限)</td> </tr> <tr> <td>● 株式の取得価額の総額</td> <td>700億円 (上限)</td> </tr> <tr> <td>● 取得期間</td> <td>平成29年9月1日から平成30年3月31日まで</td> </tr> <tr> <td>● 取得の方法</td> <td>東京証券取引所における市場買付け</td> </tr> </table>	(1) 取得対象株式の種類	普通株式	(2) 取得する株式の総数	171,652,000株 (700億円相当)	(3) 取得結果の公表	午前8時45分の取引終了後に取得結果を公表する。	● 取得対象株式の種類	普通株式	● 取得し得る株式の総数	250,000,000株 (上限)	● 株式の取得価額の総額	700億円 (上限)	● 取得期間	平成29年9月1日から平成30年3月31日まで	● 取得の方法	東京証券取引所における市場買付け	<p>(注1) 当社は平成29年10月1日を効力発生日として10株につき1株の割合で当社普通株式を併 合する予定であり、上記取得し得る株式の総数は、当該株式併合の効力発生日以降は、 「25,000,000株 (上限)」と部み替える。なお、当社普通株式の株式併合の効力発生日 (平成29年10月1日) より前に取得した当社普通株式の数は、当社普通株式の 株式併合の効力発生日 (平成29年10月1日) 以降における「25,000,000株 (上限)」と の関係では、10株を1株に換算して計数する。</p> <p>(注2) 発行済株式総数及び自己株式数は平成29年6月30日現在の数値に基づいている。また、 ANAグループ従業員持株会信託が所有する当社普通株式及び平成28年3月期より設定 した役員報酬信託が所有する当社普通株式は自己株式に含まれている。</p> <p style="text-align: center;">以 上</p>
(1) 取得対象株式の種類	普通株式																
(2) 取得する株式の総数	171,652,000株 (700億円相当)																
(3) 取得結果の公表	午前8時45分の取引終了後に取得結果を公表する。																
● 取得対象株式の種類	普通株式																
● 取得し得る株式の総数	250,000,000株 (上限)																
● 株式の取得価額の総額	700億円 (上限)																
● 取得期間	平成29年9月1日から平成30年3月31日まで																
● 取得の方法	東京証券取引所における市場買付け																

<p>各 位</p> <p>平成29年9月1日</p> <p>ANAホールディングス株式会社 代表取締役社長 片野坂 真哉 (コード番号 9202東証第1部) 問合せ先 コーポレートコミュニケーション室 グループ総務部長 坂爪 浩 (TEL. 03-6735-1001)</p> <p>自己株式立会外買付取引 (ToSTNet-3) による 自己株式の取得結果に関するお知らせ (会社法第165条第2項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得)</p> <p>当社は、昨日 (平成29年8月31日) お知らせいたしました自己株式の取得につきまして、本下記のとおり実施いたしましたので、お知らせいたします。</p> <p>記</p> <p>1. 自己株式取得を行った理由 資本効率的の向上及び株式数削減を通じた一株当たり株式価値の向上</p> <p>2. 取得の内容</p> <table border="1"> <tr> <td>(1) 取得対象株式の種類</td> <td>普通株式</td> </tr> <tr> <td>(2) 取得した株式の総数</td> <td>32,726,000株</td> </tr> <tr> <td>(3) 取得価額</td> <td>13,345,662,800円</td> </tr> <tr> <td>(4) 取得日</td> <td>平成29年9月1日</td> </tr> <tr> <td>(5) 取得の方法</td> <td>東京証券取引所の自己株式立会外買付取引 (ToSTNet-3) による買付け</td> </tr> </table> <p>(ご参考)</p> <p>1. 平成29年8月31日開催の取締役会における自己株式の取得に関する決議内容</p> <table border="1"> <tr> <td>取得対象株式の種類</td> <td>普通株式</td> </tr> <tr> <td>取得し得る株式の総数</td> <td>250,000,000株 (上限) (発行済株式総数 (自己株式を除く。) に対する割合7.14%)</td> </tr> <tr> <td>株式の取得価額の総額</td> <td>700億円 (上限)</td> </tr> <tr> <td>取得期間</td> <td>平成29年9月1日から平成30年3月31日まで</td> </tr> <tr> <td>取得の方法</td> <td>東京証券取引所における市場買付け</td> </tr> </table>	(1) 取得対象株式の種類	普通株式	(2) 取得した株式の総数	32,726,000株	(3) 取得価額	13,345,662,800円	(4) 取得日	平成29年9月1日	(5) 取得の方法	東京証券取引所の自己株式立会外買付取引 (ToSTNet-3) による買付け	取得対象株式の種類	普通株式	取得し得る株式の総数	250,000,000株 (上限) (発行済株式総数 (自己株式を除く。) に対する割合7.14%)	株式の取得価額の総額	700億円 (上限)	取得期間	平成29年9月1日から平成30年3月31日まで	取得の方法	東京証券取引所における市場買付け	<p>(注1) 当社は平成29年10月1日を効力発生日として10株につき1株の割合で当社普通株式を併合する予定であり、上記取得し得る株式の総数は、当該株式併合の効力発生日以降は、「25,000,000株 (上限)」と読み替える。なお、当社普通株式の株式併合の効力発生日 (平成29年10月1日) より前に取得した当社普通株式の数については、当社普通株式の株式併合の効力発生日 (平成29年10月1日) 以降における「25,000,000株 (上限)」との関係では、10株を1株に換算して計数する。</p> <p>(注2) 発行済株式総数及び自己株式数は平成29年6月30日現在の数値に基づいている。また、ANAグループ従業員持株会信託が所有する当社普通株式及び平成28年3月期より設定した役員報酬信託が所有する当社普通株式は自己株式に含まれている。</p> <p>2. 平成29年9月1日現在における進捗状況</p> <table border="1"> <tr> <td>取得した株式の総数</td> <td>32,726,000株</td> </tr> <tr> <td>取得価額の総額</td> <td>13,345,662,800円</td> </tr> </table> <p>以上</p>	取得した株式の総数	32,726,000株	取得価額の総額	13,345,662,800円
(1) 取得対象株式の種類	普通株式																								
(2) 取得した株式の総数	32,726,000株																								
(3) 取得価額	13,345,662,800円																								
(4) 取得日	平成29年9月1日																								
(5) 取得の方法	東京証券取引所の自己株式立会外買付取引 (ToSTNet-3) による買付け																								
取得対象株式の種類	普通株式																								
取得し得る株式の総数	250,000,000株 (上限) (発行済株式総数 (自己株式を除く。) に対する割合7.14%)																								
株式の取得価額の総額	700億円 (上限)																								
取得期間	平成29年9月1日から平成30年3月31日まで																								
取得の方法	東京証券取引所における市場買付け																								
取得した株式の総数	32,726,000株																								
取得価額の総額	13,345,662,800円																								

公開買付の公表資料例

ここでは、公開買付の公表について、2017年7月26日から2017年8月25日までに公表されたキューピー株式会社（2809）の一連の資料を添付する。公開買付では公表時と終了時で開示が行なわれる。また、公開買付では独自に定めた価格を使用する。そこで、価格設定に対する説明が要求されるためか、取引開始の経緯や価格設定の根拠といった説明が相応の文量で明記される点が特徴的である。

ToSTNeT 買付と違って誰と取引するかが明記されているが、特定の株主は取得枠 4,530,000 株のうち、3,250,000 株と 71.74% を応募予定である。応募数は 4,120,000 株であったので、特定の株主は取得枠のうち、78.88% を占めていることがわかる。



2017年7月26日

各位

株式会社 キユーピー株式会社
代表取締役 社長執行役員 長瀬 真
(コード番号 2809 東証第1部)
問合せ先 執行役員 経営推進本部長 藤原 真人
電話番号 03-3-4886-3331

自己株式の取得及び自己株式の公開買付けに関するお知らせ

当社は、本日開催の取締役会において、会社法（平成17年法律第86号、その後の改正を含みます。以下、「会社法」といいます。）第459条第1項及び当社定款の規定により認めらるる事項に基づき自己株式の取得及びその具体的な取得方法として自己株式の公開買付け（以下、「公開買付け」といいます。）を行うことについて決議いたしましたので、お知らせいたします。

記

1. 買付け等の目的

当社は、配当金を最優先とした株主還元を行うことを基本方針とし、安定した配当の継続をめざすとともに、株価動向や財務状況などを考慮しながら、自己株式の取得・消却を必要に応じて検討しております。

また、当社は、剰余金の配当及び自己株式の取得等、会社法第459条第1項各号に定める事項について、法令に別段に定めのある場合を除き、取締役会の決議により定めることができる旨を定款に定めております。これは、剰余金の配当及び自己株式の取得等を取締役会の権限とすることにより、機動的な配当政策及び資本政策を遂行することを目的とするものであります。以上を背景として、当社は2016年3月15日の取締役会において決議された自己株式の公開買付け（以下、「前回公開買付け」といいます。）において、2,100,000株を取得しております（注）。

このように状況の下、2017年5月上旬に、当社の主要株主である筆頭株主の株式会社中島董商店（以下、「中島董商店」といいます。2017年7月26日現在の保有株式数19,441,113株、発行済株式総数153,000,000株に対する割合12.71%（小数点以下第3位を四捨五入。以下、「発行済株式総数に対する割合の計算において同じとします。」）及び筆頭株主である株式会社董花（以下、「董花」といいます。2017年7月26日現在の保有株式数11,872,670株、発行済株式総数153,000,000株に対する割合7.76%）より、その保有する当社普通株式の一部について、売却する意向がある旨の連絡を受けました。中島董商店は、食品・酒類の輸入販売等を行う会社であり、当社の取締役会長である中島周は、中島董商店の取締役社長を兼務しております。また、当社の代表取締役社長執行役員である長瀬氏は、中島董商店の取締役を兼務しております。董花は、不動産の賃貸及び管理、食料品製造設備等のリースを行う会社であり、当社の取締役会長である中島周は、董花の取締役会長を兼務しております。

当社は、中島董商店及び董花からの連絡を受けて、一時的にまとまった数量の株式が市場に出出された場合における当社普通株式の流動性及び市場株価への影響、並びに当社の財務状況等に鑑みて、2017年5月上旬より、当該株式を自己株式として取得することについての具体的な検討を開始いたしました。

その結果、当社が当該株式を自己株式として取得することは、当社の1株当たり当期

純利益（EPS）及び自己資本当期純利益率（ROE）等の資本効率の向上に寄与し、株主の皆様に対する利益還元が同時に、かかる自己株式の取得を行った場合においても、当社の財務状況や配当方針に大きな影響を与えないものと判断いたしました。また、自己株式の具体的な取得方法については、株主間の平等性、取引の透明性の観点から十分に検討を重ねた結果、公開買付けの手法が適切であると判断いたしました。

なお、本公開買付けにおける買付け等の価格（以下、「本公開買付け価格」といいます。）の決定に際しては、当社普通株式が金融商品取引所に上場されていること、上場会社の行う自己株式の取得が金融商品取引所を通じた市場買付けによって行われることが多くあること等を勘案した上、基準の明確性及び客観性を重視し、市場価格を基礎とすべきであると考えました。その上で、本公開買付けに応募せず当社普通株式を引き継ぎ保有する株主の皆様は、本公開買付けの観点から、資産の流出を可能な限り抑えるべく、市場価格に一定のディスカウントを行った価格により買付けることが望ましいと判断いたしました。

そこで当社は、2017年6月上旬に、中島董商店及び董花に対し、株式会社東京証券取引所（以下、「東京証券取引所」といいます。）市場第一部における一定期間の当社普通株式の終値の単純平均値に対してディスカウントを行った価格で公開買付けを実施した場合の応募の応募したところ、2017年6月上旬に、本公開買付けの趣旨に賛同するとともに、応募を前向きに検討する旨の回答を得られました。

それを受けて、当社において熟慮検討した後、2017年7月25日に、本公開買付けの具体的な条件について中島董商店及び董花と協議いたしました。当社は、本公開買付けの取締役会決議日の前営業日（2017年7月25日）に対して15.00%（小数点以下以下、終値の単純平均値の計算において同じとします。）に対して15.00%（小数点以下、終値の単純平均値の計算において同じとします。）を中島董商店及び董花に提案いたしましたこととなる。2,426円を本公開買付け価格とすることを中島董商店及び董花より上記条件にてその保有する当社普通株式の一部である3,250,000株（発行済株式総数に対する割合2.12%）について、本公開買付けに対して応募する旨の回答を2017年7月25日に得ております。

また、本公開買付けにおける買付け価格については、中島董商店及び董花以外の株主にも応募の機会を確保するという観点から、4,530,000株（発行済株式総数に対する割合2.96%）を上限としております。

なお、本公開買付けに要する資金については、その全額を自己資金により充当する予定ですが、当社が2017年7月14日に公表した2017年11月期第2四半期報告書に記載された2017年5月現在における当社連動ベースの手元流動性（現金及び預金）は約312億円であり、売却した後も、当社の手元流動性は十分に確保でき、さらに事業から生み出されるキャッシュ・フローも一定程度蓄積されると見込まれるため、当社の財務健全性及び安全性は今後も維持できると考えております。

以上を踏まえ、当社は、2017年7月26日開催の取締役会において、会社法第459条第1項及び当社定款の規定により認めらるる事項に基づき自己株式の取得及びその具体的な取得方法として本公開買付けを実施することを決定いたしました。

当社の取締役会（中島周は、中島董商店の取締役社長及び董花の取締役会長を兼務しているため、本公開買付けに關して特別利害関係を有する可能性があると認め、利益相反を回避し取引の公正性を高める観点から、本公開買付けの議案に關する協議・交渉には当社の立場からは参加しておらず、また、上記の取締役会の審議及び決議に一関与しておられません。また、当社の代表取締役社長執行役員である長瀬氏は、中島董

商店の取締役を兼務しているため、本公開買付けに關して特別利害關係を有する可能性があることに鑑み、利益相反を回避し取引の公正性を高める観点から、上記の取締役会の審議及び決議は一切関係し、本公開買付けに対して応募しない当社普通株式 18,571,113 株（なお、中島董商店より、本公開買付けに対して応募しない当社普通株式 18,571,113 株を引継ぎ承継したため、2017年7月26日現在の当社保有株式 1,835,082 株（発行済株式総数に対する割合 12.14%）について、また、董花より、本公開買付けに対して応募しない当社普通株式 8,622,670 株（発行済株式総数に対する割合 5.64%）について、今後も継続的に保有する見込みである旨の回答を 2017年7月25日に得ております。

本公開買付けにより取得した自己株式の一部については、資本効率の向上及び株主還元を明確化するため、2017年7月26日現在の当社保有株式 1,835,082 株（発行済株式総数に対する割合 1.20%）と併せ、3,000,000 株を上限として、本公開買付けの終了後に速やかに消却（以下、「本消却」といいます。）する方針について、当社は、2017年7月26日開催の取締役会において決議しております。なお、本公開買付けにより取得した自己株式のうち、本消却の対象とならない自己株式の処分等の方針については、現時点では未定です。

(注) 前公開買付けにおいて、中島董商店から 2,100,000 株（前公開買付けに係る公開買付け届出書の提出日である 2016年3月16日時点の発行済株式総数 153,000,000 株）に対する割合 1.37% を取得しております。

2. 自己株式の取得に關する取締役会決議内容

(1) 決議内容

株券等の種類	総数	取得価額の総額
普通株式	4,530,100 株 (上限)	10,990,022,600 円 (上限)

(注1) 発行済株式総数 153,000,000 株 (2017年7月26日現在)

(注2) 発行済株式総数に対する割合 2.96%

(注3) 取得する期間 2017年7月27日(木曜日) から 2017年9月29日(金曜日) まで

(2) 当該決議に基づいて既に取得した自己の株式に係る上場株券等

該当事項はありません。

3. 買付け等の概要

(1) 日程等

取締役会決議	2017年7月26日(木曜日)
公開買付け開始日	2017年7月27日(木曜日)
電子公告の開始	電子公告を行い、その旨を日本経済新聞に掲載します。 (電子公告アドレス http://disclosure.edinet-fsa.go.jp/)
公開買付け届出書の提出日	2017年7月27日(木曜日)
買付け等の期間	2017年7月24日(木曜日) から 2017年8月24日(木曜日) まで (20営業日)

(2) 買付け等の価格 普通株式 1 株につき、金 2,426 円

(3) 買付け等の価格の算定基礎等

①算定の基礎

当社は、本公開買付け価格の算定に際しては、当社普通株式が金融商品取引所を上場されていること、上場会社の発行自己株式の取得が金融商品取引所を通じた市場買付けによって行われることが多いこと等を勘案した上、基準の明確性及び客観性

を重視し、当社普通株式の市場価格を基礎に検討を行いました。また、当社普通株式の市場価格として適正な時価を算定するためには、市場価格が経済状況とその他様々な条件により日々変動しうるものであることから、一定期間の株価変動を考慮することとが望ましいこと等を勘案し、当社が本公開買付けの実施を決議した取締役会決議日である 2017年7月26日の前営業日（2017年7月25日）の東京証券取引所市場第一部における当社普通株式の終値 2,854 円を参考といたしました。

一方で、当社普通株式を保有している株主の皆様の利益を尊重する観点から、資産の社外流出をできる限り抑えるべく、市場価格より一定のディスカウントを行うことと当社が、上記検討内容を踏まえ、2017年6月上旬に、中島董商店及び董花に対して、東京証券取引所市場第一部における当社普通株式の終値の単純平均価格から一定のディスカウントを行った価格で当社が公開買付けを実施した場合の応募について提案したところ、2017年6月上旬に、中島董商店及び董花より、本公開買付けの趣旨に賛同すると共に、応募を前向きに検討する旨の回答を得られました。

それを受けて、当社において熟慮検討した後、2017年7月25日に、本公開買付けの具体的な条件について中島董商店及び董花と協議いたしました。当社は、本公開買付けの取締役会決議日（2017年7月25日）までの過去 1 ヶ月間の東京証券取引所市場第一部における当社普通株式の終値の単純平均値 2,854 円に対して 15.00% のディスカウントとなる 2,426 円を本公開買付け価格とすることを中島董商店及び董花に提案いたしました。なお、ディスカウント率については、過去の自己株式の公開買付けの事例を参考とすることとしたしました。その結果、当社は、当社が本公開買付けの実施を決議した場合には、中島董商店より上記条件にてその保有する当社普通株式の一部である 870,000 株（発行済株式総数に対する割合 0.57%）について、また、董花より上記条件にてその保有する当社普通株式の一部である 3,250,000 株（発行済株式総数に対する割合 2.12%）について、本公開買付けに対して応募する旨の回答を 2017年7月25日に得ております。

以上の結果、当社は 2017年7月26日開催の取締役会において、取締役会決議日の前営業日（2017年7月25日）までの過去 1 ヶ月間の東京証券取引所市場第一部における当社普通株式の終値の単純平均値 2,854 円に対して 15.00% のディスカウントとなる 2,426 円（円未満四捨五入）とすることを決議いたしました。

なお、本公開買付け価格である 2,426 円は、本公開買付けの実施を決議した取締役会決議日である 2017年7月26日の前営業日（同年7月25日）の当社普通株式の終値の単純平均値 2,854 円から 15.00%、同年7月25日までの過去 1 ヶ月間の当社普通株式の終値の単純平均値 2,892 円から 16.11% を、それぞれディスカウントした金額になりました。

また、前公開買付けにおいて、中島董商店から 2,100,000 株（前公開買付けに係る公開買付け届出書の提出日である 2016年3月16日時点の発行済株式総数 153,000,000 株）に対する割合 1.37% を取得しております。本公開買付け価格の算定に際しては、基準の明確性及び客観性等を重視し、当社普通株式の市場価格を基礎としており、前公開買付けにおける公開買付け価格 2,239 円と本公開買付け価格 2,426 円との差異（187 円）は、参考となる当社普通株式の市場価格の変動及びディスカウント率の差異によるものであります。

②算定の経緯

当社は、配当金を最優先とした株主還元を行うことを基本方針とし、安定した配当の継続をめざすとともに、株価動向や財務状況などを考慮しながら、自己株式の取得・消却を必要に応じて検討しております。

このよう状況の下、2017年5月上旬に、当社の主要株主である筆頭株主の中島董商店（2017年7月26日現在の保有株式数 19,441,113 株、発行済株式総数 153,000,000 株）に対する割合 12.71%）及び当社の第 2 位株主である董花（2017年7月26日現在の保有株式数 11,872,670 株、発行済株式総数 153,000,000 株）に対する割合

合7.76%)より、その保有する当社普通株式の一部について、売却する意向がある旨の連絡を受けました。

当社は、中島董商店及び董花から、一時的にまとまると見込まれる多数の株式が市場に放出された場合における当社普通株式の流動性及び市場株価への影響、並びに当社の財務状況等に鑑みて、2017年5月上旬より、当該株式を自己株式として取得することについての具体的な検討を開始いたしました。

その結果、当社が当該株式を自己株式として取得することは、当社の1株当たり当期純利益(EPS)及び自己資本当期純利益率(ROE)等の資本効率の向上に寄与し、株主の皆様に対する利益還元に繋がると同時に、かかる自己株式の取得を行なった場合においても、当社の財務状況や配当方針に大きな影響を与えないもの、と判断いたしました。また、自己株式の具体的な取得方法については、株主間の平等性、取引の透明性の観点から十分に検討を重ねた結果、公開買付けの手法が適切であると判断いたしました。

なお、本公開買付け価格の決定に際しては、当社普通株式が金融商品取引所に上場されていること、上場会社の行う自己株式の取得が金融商品取引所を通じた市場買付けによって行われることが多いこと等を勘案した上、甚種の明確性及び客観性を重視し、市場価格を基礎とすべきであると考えました。その上で、本公開買付けに応募せず当社普通株式を引き続き保有する株主の皆様の利益を尊重する観点から、応募の社外流出を可能な限り抑えるべく、市場価格に一定のディスカウントを行った価格により買付けることが望ましいと判断いたしました。

そこで当社は、2017年6月上旬に、中島董商店及び董花に対し、東京証券取引所市場第一欄における一定期間の当社普通株式の終値の単純平均値に対してディスカウントを行った価格で公開買付けを実施した場合の応募について提案したところ、2017年6月上旬に、本公開買付けの趣旨を説明するとともに、応募を前向きに検討する旨の回答を得られました。

それを受けて、当社において熟慮検討した後、2017年7月25日に、本公開買付けの具体的な条件について中島董商店及び董花と協議いたしました。当社は、本公開買付けの取締役会決議日の前営業日(2017年7月25日)までの過去1ヶ月間の東京証券取引所市場第一欄における当社普通株式の終値の単純平均値2,854円に対して15.00%のディスカウントとなる5,426円を本公開買付け価格とすることを中島董商店及び董花に提案いたしました。なお、ディスカウント率については、過去の自己株式の公開買付けの事例を参考とすることをいたしました。その結果、当社は、当社が本公開買付けの基幹を決議した場合、中島董商店より上記条件にてその保有する当社普通株式の一部である870,000株(発行済株式総数に対する割合0.57%)について、また、董花より上記条件にてその保有する当社普通株式の一部である3,250,000株(発行済株式総数に対する割合2.12%)について、本公開買付けに対して応募する旨の回答を2017年7月25日に得ております。

以上の結果、当社は2017年7月26日開催の取締役会において、取締役会決議日以前営業日(2017年7月25日)までの過去1ヶ月間の東京証券取引所市場第一欄における当社普通株式の終値の単純平均値2,854円に対して15.00%のディスカウントとなる2,426円(円未満四捨五入)とすることを決議いたしました。

(4) 買付予定の株券等の数

株券等の種類	買付予定数	超過予定数	計
普通株式	4,530,000株	一株	4,530,000株

(注1) 本公開買付けに応じて売付け等をした株券等(以下、「応募株券等」といいます。)の数の合計が買付予定数(4,530,000株)を超えないときは、応募株券等の全部の買付け等を行います。応募株券等の数の合計が買付予定数(4,530,000株)を超えるときは、その超える部分の全部又は一部の買付け等を行わないものとし、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。以下、「法」といいます。)第27条の22の2第2項において準用する法第27条の13第5項及び発行者による上場株券等の公

公開買付けの開示に関する内閣府令(平成6年大蔵省令第95号。その後の改正を含みます。)第21条に規定するあん分比例の方式により株券等の買付け等に係る受渡しその他の決済を行います。

(注2) 単元未満株式についても、本公開買付けの対象としています。なお、会社法に従って株主による単元未満株式買取請求権が行使された場合には、当社は法令の手續に従い買付け等の期間(以下、「公開買付期間」といいます。)中に自己の株式を買い取る場合があります。

(5) 買付け等に要する資金

11,014,780,000円
 (注) 買付予定数(4,530,000株)を全て買付けた場合の買付代金に、買付手数料及びその他費用(本公開買付けに関する公告に要する費用及び本公開買付説明書その他必要書類の印刷費用等の諸費用)の見積額を合計したものです。

(6) 決済の方法

①買付け等の決済をする金融商品取引業者・銀行等の名称及び本店の所在地(公開買付代理人)
 大和証券株式会社 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号

②決済の開始日
 2017年9月15日(金曜日)

③決済の方法

公開買付開始後遅滞なく、買付け等の通知書の本公開買付けに係る株券等の買付け等の申込みに対する承諾又は売付け等の申込みをする方(以下、「応募株主等」といいます。)(外国の居住者である株主等(法人株主を含みます。以下、「外国人株主等」といいます。))の場合は常任代理人)の住所又は所在地宛に郵送します。

買付けは、現金にて行います。買付代金より適用ある源泉徴収税額(注)を控除した金額を決済の開始日以後遅滞なく、公開買付代理人から応募株主等(外国人株主等)その他の費用(本公開買付けの指定した場所へ送金するか、応募受付をした公開買付代理人の本店又は全国各支店にてお支払いします。

(注) 公開買付けにより買付けられた株式に対する課税関係については、原則として20.315%(所得税及び「東日本大震災からの復興のための施策を実施するために必要な財源の確保に関する特別措置法」(平成23年法律第117号。その後の改正を含みます。))に基づき復興特別所得税(以下、「復興特別所得税」といいます。))15.315%、住民税5%)に相当する金額が源泉徴収されます(国内に恒久的施設を有する非居住者については、住民税5%は特別徴収されません。)。ただし、租税特別措置法施行令(昭和32年政令第43号。その後の改正を含みます。))第4条の6の2第12項に規定する大口株主等(以下、「大口株主等」といいます。))第4条の6の2第12項に規定する大口株主等(以下、「大口株主等のみ)に相当する金額が源泉徴収されます。また、本公開買付けに応募して交付を受ける金銭の額から、配当所得とみなされる金額を除いた部分の金額については株式等の譲渡収入となります。譲渡収入から当該株式に係る取得費を控

判断いただきますようお願い申し上げます。

(イ) 個人株主の場合
 (1) 応募株主等が日本の居住者及び国内に恒久的施設を有する非居住者の場合、本公開買付けに応募して交付を受ける金額の額が、公開買付者の買付代金等の額(連結法人の場合は連結固有資本等の額)のうちその交付の要因となった株式に対応する部分の金額を超過する場合は、当該超過部分の金額を配当所得とみなして課税されます。当該配当所得とみなされる金額については、原則として20.315%(所得税及び「東日本大震災からの復興のための施策を実施するために必要な財源の確保に関する特別措置法」(平成23年法律第117号。その後の改正を含みます。))に基づき復興特別所得税(以下、「復興特別所得税」といいます。))15.315%、住民税5%)に相当する金額が源泉徴収されます(国内に恒久的施設を有する非居住者については、住民税5%は特別徴収されません。)。ただし、租税特別措置法施行令(昭和32年政令第43号。その後の改正を含みます。))第4条の6の2第12項に規定する大口株主等(以下、「大口株主等」といいます。))第4条の6の2第12項に規定する大口株主等(以下、「大口株主等のみ)に相当する金額が源泉徴収されます。また、本公開買付けに応募して交付を受ける金銭の額から、配当所得とみなされる金額を除いた部分の金額については株式等の譲渡収入となります。譲渡収入から当該株式に係る取得費を控

除した金額については、原則として、申告分離課税の適用対象となります。
 なお、租税特別措置法(昭和32年法律第26号。その後の改正を含みます。)第37条の14(非課税口座内の少額上乗株式等に係る譲渡所得等の非課税)に規定する非課税口座(以下、「非課税口座」といいます。)の株式等について本公開買付けに応募する場合は、本公開買付けによる譲渡所得等については、原則として、非課税とされます。なお、当該非課税口座が大和証券株式会社以外の金融商品取引業者等において開設されている場合には、上記の取り扱いと異なる場合があります。

(H) 応募株主等が国内に恒久的施設を有しない非居住者の場合
 配当所得とみなされる金額について、15.315%。(所得税及び復興特別所得税のみ)の額が源泉徴収されます。なお、本口株主等に該当する場合には、20.42% (所得税及び復興特別所得税のみ)の額が源泉徴収されます。また、当該譲渡により生じる所得については、原則として、課税されません。

(ロ) 法人株主の場合
 みなし配当課税として、本公開買付け価格が1株当たりの資本金等の額を超過する部分について、その差額に対して原則として15.315% (所得税及び復興特別所得税のみ)に相当する金額が源泉徴収されます。

なお、外国人株主等のうち、適用ある租税条約に基づき、かかるみなし配当金額に対する所得税及び復興特別所得税の軽減又は免除を受けることを希望する株主等は、公開買付代理人に対して2017年8月24日までに租税条約に関する届出書等をご提出下さい。

(7) その他

① 本公開買付けは、直接間接を問わず、米国内において若しくは米国内に向けて行われるものではなく、また、米国の郵便その他の国際通商若しくは国際通商の方法・手段(電話、テレックス、ファクシミリ、電子メール、インターネット通信を含みますが、これらに限りません。)を利用して行われるものではなく、米国内の証券取引所施設を通じて行われるものでもありません。上記方法・手段により、若しくは上記施設を通じて、又は米国内から本公開買付けに応募することはできません。

また、公開買付届出書又は関連する買付書類は米国内において若しくは米国内に向けて、又は米国内から、郵送その他の方法によって送付又は配布されるものではなく、かかる送付又は配布を行うことはできません。上記制限に直接又は間接に違反する本公開買付けへの応募はお受けしません。

本公開買付けに応募する方はそれぞれ、以下の表明及び保証を行うことを要求される場合があります。

応募株主等が応募の時点及び公開買付応募申込書送付の時点のいずれにおいても、米国内に所在していないこと、本公開買付けに関する情報又は書類(その写しを含みます)も、直接間接を問わず、米国内において、若しくは米国内に向けて、又は米国内からこれを受領したり送付したりしていないこと、買付け若しくは公開買付応募申込書の署名ないし交付に関して、直接間接を問わず、米国の郵便その他の国際通商若しくは国際通商の方法・手段(電話、テレックス、ファクシミリ、電子メール、インターネット通信を含みますが、これらに限りません。)又は米国内の証券取引所施設を使用していないこと、及び、米国内における本人のための、裁量権を持たない代理人又は受託者・委任者として行動する者ではないこと(当該本人が本公開買付けに関する全ての指示を米国外から与えている場合を除きます)。

② 当社は、当社が本公開買付けの実施を決議した場合には、当社の主要株主である兼頭株主の中島董商店(2017年7月26日現在の保有株式数19,441,113株、発

行済株式総数153,000,000株に対する割合12.71%)よりその保有する当社普通株式の一部である870,000株(発行済株式総数に対する割合0.57%)について、また、当社の第2位株主である董花(2017年7月26日現在の保有株式数11,872,670株、発行済株式総数153,000,000株に対する割合7.76%)よりその保有する当社普通株式の一部である3,250,000株(発行済株式総数に対する割合2.12%)について、本公開買付けに対して応募する旨の回答を2017年7月25日に得ております。なお、中島董商店より、本公開買付けに対して応募しない当社普通株式18,571,113株(発行済株式総数に対する割合12.14%)について、また、董花より、本公開買付けに対して応募しない当社普通株式8,022,670株(発行済株式総数に対する割合5.64%)について、今後も継続的に保有する見込みである旨の回答を2017年7月25日に得ております。

(ご参考) 2017年7月26日時点の自己株式の保有状況
 発行済株式総数(自己株式を除く) 151,164,918株
 自己株式数 1,835,082株

以上

相対買付の公表資料例

ここでは、相対買付の公表について、2014年5月29日から2014年7月30日までに公表されたサンドラッグ株式会社（9989）の一連の資料を添付する。相対買付では株主総会付議の時点、買付前、終了時にわたって情報開示が行なわれる。とくに、付議の時点では相対買付に関する買付予定の株数などの情報が開示されるものの、株主総会で修正されたもの（あるいは否決されることもある）が、買付前に公表されて、買付が実施されるという点に注意が必要である。



平成26年5月29日

各位

株式会社 サンドラッグ
 代表取締役社長 赤尾 圭哉
 (コード番号 9989 東証第1部)
 問合せ先 管理部 長 加藤 好伸
 (TEL. 042-389-6211)

特定の株主からの自己株式取得に関するお知らせ

当社は、平成26年5月29日開催の取締役会において、平成26年6月21日開催予定の第51期定時株主総会に、下記内容にて、特定の株主からの自己株式取得の件を付議することを決議いたしましたのでお知らせいたします。

記

- 自己株式の取得を行う理由
 当社は、資本効率の向上及び企業環境の変化等に応じた機動的な経営を可能とするため、自己株式の取得を検討してまいりました。
 今般、当該の筆頭株主である株式会社イリュウ商事より同社の保有する当社株式について当社への売却の打診を受けました。
 このような状況を踏まえ、会社法第156条第1項、第160条第1項及び第161条の規定に基づき、相対取引による自己株式の取得を行うこといたしました。

2. 取得に係る事項の内容

(1) 取得対象株式の種類	当社普通株式
(2) 取得する株式の総数	260万株(上限) (発行済株式総数に対する割合3.87%)
(3) 株式の取得価額の総額	100億円(上限)
(4) 株式1株を取得するのと引き換えに交付する金額の算定方法	平成26年3月1日から平成26年5月31日の3ヶ月間の東京証券取引所市場における当社株式の終値の平均価格に0.90を乗じた額と第51期定時株主総会開催日前日である平成26年6月20日の東京証券取引所市場における当社株式の最終価格(但し、同日に取引がない場合は、その後最初になされた売買取引の成立価格)を比較し、低い方の金額とする。
(5) 取得期間	平成26年7月1日～平成26年9月30日
(6) 取得先	株式会社イリュウ商事

(注)上記の内容については、平成26年6月21日開催予定の当社第51期定時株主総会において、「特定の株主からの自己株式取得の件」が承認可決されることを条件といたします。

3. 取得先の概要

(1) 商号	株式会社イリュウ商事
(2) 所在地	東京都世田谷区榎臺4-5-10
(3) 代表者	多田 直樹
(4) 事業内容	不動産賃貸業
(5) 資本金の額	9,477万円

4. その他

本自己株式取得にあたって株式1株を取得するのと引換えに交付する金銭等の額は、前記2.「取得に係る事項の内容」(4)に記載しましたとおり、会社法第161条および会社法施行規則第30条により算定されたものを勘えないため、取得する相手以外の株主様におかれましては、会社法第160条第2項及び第3項による売主追加議案の請求は生じません。

(ご参考)

平成26年3月31日時点の自己株式の保有

発行済株式総数	67,165,592株
(自己株式を含む)	
自己株式数	4,142,352株

以上



平成26年6月20日

各 位
 株式会社 サンドラッグ
 代表取締役社長 赤尾 圭哉
 (コード番号 9989 東証第1部)
 問合せ先 管理部 長 加藤 好伸
 (TEL. 042-369-6211)

「特定の株主からの自己株式取得に関するお知らせ」に関する経過について

平成26年5月29日付「特定の株主からの自己株式取得に関するお知らせ」にてお知らせしました特定の株主からの自己株式取得議案につきまして、本日、株式1株を取得するのと引換えに交付する金額が確定しましたので、下記の通りお知らせいたします。

記

1. 株式1株を取得するのと引換えに交付する金額
 3,874円 (平成26年3月1日から平成26年5月31日の3ヶ月間の東京証券取引所市場における当社株式の終値の平均価格に0.90を乗じた額)

2. 取得に係る事項の内容

(1) 取得対象株式の種類	当社普通株式
(2) 取得する株式の総数	260万株(上限) (発行済株式総数に対する割合3.87%)
(3) 株式の取得価額の総額	100億円(上限)
(4) 株式1株を取得するのと引き換えに交付する金額の算定方法	平成26年3月1日から平成26年5月31日の3ヶ月間の東京証券取引所市場における当社株式の終値の平均価格に0.90を乗じた額と第51期定時株主総会開催日前日である平成26年6月20日の東京証券取引所市場における当社株式の最終価格(但し、同日に取引がない場合は、その後最初になされた売買取引の成立価格)を比較し、低い方の金額とする。
(5) 取得期間	平成26年7月1日～平成26年9月30日
(6) 取得先	株式会社イリュウ商事

(注)上記の内容については、平成26年6月21日開催予定の当社第51期定時株主総会において、「特定の株主からの自己株式取得の件」が承認可決されることを条件といたします。

3. その他

本自己株式取得にあたって株式1株を取得するのと引換えに交付する金銭等の額は、前記2.「取得に係る事項の内容」(4)に記載しましたとおり、会社法第161条および会社法施行規則第30条により算定されたものを超えないため、取得する相手以外の株主様におかれは、会社法第160条第2項及び第3項による売主追加議案の請求は生じません。

(ご参考)

平成26年6月20日時点の自己株式の保有

発行済み株式総数 (自己株式を含む)	67,165,592株
自己株式数	4,142,352株

以上



平成26年7月30日

株式会社 サンドラッグ
 代表取締役社長 赤尾 圭哉
 (コード番号 9889 東証第1部)
 副会長 加藤 好伸
 管理部 長 加藤 好伸
 (TEL. 042-369-6211)

各位

特定の株主からの自己株式取得終了に関するお知らせ

当社は、本日開催の取締役会において、平成26年6月21日開催の当社第51期定時株主総会において決議された「特定の株主からの自己株式取得」につき、会社法第157条第1項及び同第2項の規定に基づき、自己株式取得株数及び日額等を決議し、下記のとおり特定の株主からの自己株式を取得いたしましたので、お知らせいたします。

なお、今回の取得によって、平成26年6月21日開催の当社定時株主総会における特別決議に基づく自己株式の取得をすべて終了いたしましたので、併せてお知らせいたします。

記

1. 取得の内容

(1) 取得日	平成26年7月30日
(2) 取得する株式の総数	2,680,868株
(3) 取得対象株式の種類	当社普通株式
(4) 取得価額の総額	9,998,282,632円 (1株3,874円)
(5) 取得方法	市場外による相対取引

(ご参考)

1. 平成26年6月21日開催の当社第51期定時株主総会における特別決議の内容

(1) 取得対象株式の種類	当社普通株式
(2) 取得する株式の総数	260万株 (上限) (発行済株式総数に対する割合 3.87%)
(3) 株式の取得価額の総額	100億円 (上限)
(4) 株式1株を取得するのと引き換えに交付する金額の算定方法	平成26年3月1日から平成26年5月31日の3ヶ月間の東京証券取引所市場における当社株式の終値の平均価格に0.90を乗じた額と第51期定時株主総会開催日前日である平成26年6月20日の東京証券取引所市場における当社株式の最終価格(但し、同日に取引がない場合は、その後最初になされた売買取引の成立価格)を比較し、低い方の金額とする。
(5) 取得期間	平成26年7月1日～平成26年9月30日
(6) 取得先	株式会社イリュウム商事

2. 平成26年7月30日時点の自己株式の保有

発行済株式総数 (自己株式を除く)	67,165,592株
自己株式数	6,723,220株

以上

引用文献

- 石川博行 (2007) 『配当政策の実証分析』, 中央経済社.
- 江頭憲治郎 (2014) 『株式会社法第5版』, 有斐閣.
- 太田浩司 (2016) 「自社株買いにおける企業内部者の機会主義的行動に関する実証研究」, 『日本経営財務研究学会第40回全国大会』, Working Paper.
- 太田浩司・岡本進之介 (2016) 「相対取引による自己株式取得の実態」, 『関西大学商学論集』, 第61巻, 第2号, 1-29頁.
- 太田浩司・河瀬宏則 (2016) 「自社株買いの公表に対する短期および長期の市場反応—Auction 買付とToSTNeT 買付の比較—」, 『現代ファイナンス』, 第38巻, 61-93頁.
- 河瀬宏則 (2015) 「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, 69-80頁.
- 河瀬宏則 (2016) 「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」, Working Paper.
- 河瀬宏則 (2017) 「相対取引需要に基づく割引の公開買付を用いた自社株買い」, Working Paper.
- 河瀬宏則・太田浩司 (2017) 「経営者の開示戦略における自社株買いの買付動機」, Working Paper.
- 小西大・趙ファンソク (2003) 「自己株式取得に対する株価の反応」, 『一橋論叢』, 第130巻, 第5号, 452-469頁.
- 島田佳憲 (2013) 『自社株買いと会計情報』, 中央経済社.
- 証券法研究会 (2012) 『金商法大系 I: 公開買付け (2)』, 商事法務.
- 鈴木健嗣 (2017) 『日本のエクイティ・ファイナンス』, 中央経済社.
- 高橋孝輔・徳永俊史 (2012) 「自社株買いにおける市場選択の動機」, 『日本経営財務研究学会第36回全国大会』.
- 垂井英夫・那須香織 (2009) 『自己株式の課税関係—会社法を基礎に』, 財経詳報社.
- 長島・大野・恒松法律事務所 (2010) 『公開買付けの理論と実務』, 商事法務.
- 畠田敬 (2003) 「規制緩和と自社株買い入れ発表による株価への効果」, 『経済集志』, 第73巻, 第3号, 399-408頁.
- 畠田敬 (2005) 「自己株式取得による株価への効果—2001年10月の商法改正以降のイベントを用いたマーケット調整済み収益モデルによるイベントスタディ分析—」, 『産業経営研究』, 第27巻, 27-48頁.
- 畠田敬 (2009) 「自社株買い」, 花枝英樹・榊原茂樹 (編) 『現代の財務経営<3>資本調達・ペイアウト政策』, 中央経済社, 253-283頁.
- 牧田修治 (2002) 「自社株買いに対する株式市場の反応と企業パフォーマンス」, 『証券アナリストジャーナル』, 第40巻, 第12号, 6-16頁.
- 牧田修治 (2005) 「わが国上場企業の自社株買いに関する実証研究—フリー・キャッシュ・フロー仮説の検証—」, 『現代ファイナンス』, 第17巻, 63-81頁.
- 松浦義昭 (2002) 「日本企業の自社株公開買付に対する株式市場の反応」, 『大阪大学経済学』, 第52巻, 第1号, 172-181頁.
- 山口聖 (2008) 「自社株公開買付とライバル企業の株価反応」, 『六甲台論集経営学編』, 第54巻, 第3号, 19-28頁.
- 山口聖 (2009) 「自社株買いと資本市場—株価反応に基づくシグナル仮説の検証—」, 『証券アナリストジャーナル』, 第47巻, 第8号, 31-41頁.
- Ahn, H. J., C. Cao, and H. Choe (2001) “Share repurchase tender offers and bid-ask spreads,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, No. 3, pp. 445-478.
- Akyol, A., J. Kim, and C. Shekhar (2009) “Do accelerated stock repurchases deter takeovers? An empirical analysis,” Working Paper.
- Akyol, A., J. Kim, and C. Shekhar (2014) “The causes and consequences of accelerated stock repur-

- chases,” *International Review of Finance*, Vol. 14, No. 3, pp. 319-343.
- Anderson, A. and E. Dyl (2004) “Determinants of premiums on self-tender offers,” *Financial Management*, Vol. 33, No. 1, pp. 25-45.
- Babenko, I., Y. Tserlukevich, and A. Vedrashko (2012) “The credibility of open market share repurchase signaling,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, No. 5, pp. 1059-1088.
- Bagwell, L. (1992) “Dutch auction repurchases: An analysis of shareholder heterogeneity,” *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 1, pp. 71-105.
- Bargeron, L., M. Kulchania, and S. Thomas (2011) “Accelerated share repurchases,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, No. 1, pp. 69-89.
- Bargeron, L., A. Bonaimè, and S. Thomas (2015) “The timing and source of long-run returns following repurchases,” *Forcecoming*.
- Bargeron, L., A. Bonaimè, and S. Thomas (2017) “The timing and source of long-run returns following repurchases,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 52, No. 2, pp. 491-517.
- Bartov, E. (1991) “Open market share repurchases as signals for earnings and risk changes,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, No. 3, pp. 275-294.
- Bhattacharya, S. (1979) “Imperfect information, dividend policy, and ‘the bird in the hand’ fallacy,” *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 259-270.
- Bonaimè, A. (2012) “Repurchases, reputation, and returns,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, No. 2, pp. 469-491.
- Bonaimè, A. (2015) “Mandatory disclosure and firm behavior: Evidence from share repurchases,” *The Accounting Review*, Vol. 90, No. 4, pp. 1333-1362.
- Bonaimè, A., O. Oztekin, and R. Warr (2014) “Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 26, pp. 182-200.
- Bradley, M. and M. Wakeman (1983) “The wealth effects of targeted share repurchases,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1-4, pp. 301-328.
- Chan, K., D. Ikenberry, and I. Lee (2004) “Economic sources of gain in stock repurchases,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 3, pp. 461-479.
- Chan, K., D. Ikenberry, and I. Lee (2007) “Do managers time the market? Evidence from open-market share repurchases,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, No. 9, pp. 2673-2694.
- Chan, K., D. Ikenberry, I. Lee, and Y. Wang (2010) “Share repurchases as a potential tool to mislead investors,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, No. 2, pp. 137-158.
- Chang, S. and M. Hertzfel (2004) “Equity ownership and firm value: Evidence from targeted stock repurchases,” *The Financial Review*, Vol. 39, No. 3, pp. 389-407.
- Chemmanur, T., Y. Cheng, and T. Zhang (2010) “Why do firms undertake accelerated share repurchase programs?”, Working Paper.
- Chen, H., S. Chen, C. Huang, and J. Schatzberg (2014) “Insider trading and firm performance following open market share repurchase announcements,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 41, No. 1-2, pp. 156-184.
- Comment, R. and G. Jarrell (1991) “The relative signalling power of dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases,” *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, pp. 1243-1271.
- Dann, L. (1981) “Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, No. 2, pp. 113-138.
- Dann, L. and H. 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.

- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner (2008) "Corporate payout policy," *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 3, No. 2-3, pp. 95-287.
- D'Mello, R. and P. 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.
- Dunn, J., A. Fayman, and J. McNutt (2011) "An empirical examination of the stated purposes of issuer tender offers to purchase common stock," *Financial Management*, Vol. 40, No. 4, pp. 941-972.
- Easterbrook, F. (1984) "Two agency-cost explanations of dividends," *American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, pp. 650-659.
- Eckbo, E. (1990) "Valuation effects of greenmail prohibitions," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 4, pp. 491-505.
- Grullon, G. and D. Ikenberry (2000) "What do we know about stock repurchases?" *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, No. 1, pp. 31-51.
- Grullon, G. and R. Michealy (2004) "The information content of share repurchase programs," *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 2, pp. 651-680.
- Hatakeda, T. and N. Isagawa (2004) "Stock price behavior surrounding stock repurchase announcements: Evidence from Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 12, No. 3, pp. 271-290.
- Hertzel, M. and P. Jain (1991) "Earnings and risk changes around stock repurchase tender offers," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, No. 3, pp. 253-274.
- Ho, L., C. Liu, and R. Ramanan (1997) "Open-market stock repurchase announcements and revaluation of prior accounting information," *The Accounting Review*, Vol. 72, No. 3, pp. 475-487.
- Hsieh, J. and Q. Wang (2009) "Stock repurchases: theory and evidence, part 2," in Baker, H. K. ed. *Dividends and Dividend Policy*: Hoboken, NJ, John Wiley and Sons, Inc., pp. 261-273.
- Ibbotson, R. (1975) "Price performance of common stock new issues," *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, No. 3, pp. 235-272.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen (1995) "Market underreaction to open market share repurchase," *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, No. 2-3, pp. 181-208.
- Ishikawa, M. and H. Takahashi (2011) "Testing the managerial timing ability: Evidence from stock repurchases in Japan," *Finance Research Letters*, Vol. 8, No. 1, pp. 21-27.
- Jagannathan, M. and C. Stephens (2003) "Motives for multiple open-market repurchase programs," *Financial Management*, Vol. 32, No. 2, pp. 71-91.
- Jensen, M. (1986) "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Kahle, K. (2002) "When a buyback isn't a buyback: Open market repurchase and employee options," *Journal of Financial Economics*, Vol. 63, No. 2, pp. 235-261.
- Kamma, S., G. Kanatas, and S. Raymar (1992) "Dutch auction versus fixed-price self-tender offers for common stock," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 2, No. 3, pp. 277-307.
- Klein, A. and J. 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.
- Lakonishok, J. and T. Vermaelen (1990) "Anomalous price behavior around repurchase tender offers," *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 2, pp. 455-477.
- Liu, C. and D. Ziebart (1997) "Stock returns and open-market stock repurchase announcements," *The Financial Review*, Vol. 32, No. 4, pp. 709-728.
- Louis, H. and H. White (2007) "Do managers intentionally use repurchase tender offers to signal

- private information?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, No. 1, pp. 205-233.
- Louis, H., A. Sun, and H. White (2010) "Insider trading after repurchase tender offer announcements: Timing versus informed trading," *Financial Management*, Vol. 39, No. 1, pp. 301-322.
- Massa, M., Z. Rehman, and T. Vermaelen (2007) "Mimicking repurchases," *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 624-666.
- Masulis, R. (1980) "Stock repurchase by tender offer: An analysis of the causes of common stock price changes," *The Journal of Finance*, Vol. 35, No. 2, pp. 305-319.
- Michel, A., J. Oded, and I. Shaked (2010) "Not all buybacks are created equal: The case of accelerated stock repurchase," *Financial Analysts Journal*, Vol. 66, No. 6, pp. 55-72.
- Mikkelson, W. and R. Ruback (1985) "An empirical analysis of the interfirm equity investment process," *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 4, pp. 523-553.
- Mikkelson, W. and R. Ruback (1991) "Targeted repurchases and common stock returns," *The RAND Journal of Economics*, Vol. 22, No. 4, pp. 544-561.
- Modigliani, F. and M. H. Miller (1958) "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment," *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- Oded, J. (2011) "Stock repurchases: How firms choose between a self tender offer and an open-market program," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35, pp. 3174-3187.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson (1999) "The determinants and implications of corporate cash holdings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, No. 1, pp. 3-46.
- Perfect, S., D. Peterson, and P. Peterson (1995) "Self-tender offers: The effects of free cash flow, cash flow signaling and the measurement of Tobin's q," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 19, No. 6, pp. 1005-1023.
- Peyer, U. and T. Vermaelen (2005) "The many facets of privately negotiated stock repurchases," *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, No. 2, pp. 361-395.
- Peyer, U. and T. Vermaelen (2009) "The nature and persistence of buyback anomalies," *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 4, pp. 1693-1745.
- Shimada, Y. (2017) "Share repurchase announcements together with earnings forecast revisions and long-term stock performance: evidence from Japan," Working Paper.
- Stephens, C. and M. Weisbach (1998) "The review on actual share reacquisitions in open-market repurchase programs," *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1, pp. 313-333.
- Takahashi, K. (2016) "Introduction of ToSTNeT-3 and management motivation for choosing it," Working Paper.
- Vermaelen, T. (1981) "Common stock repurchases and market signalling: An empirical study," *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, No. 2, pp. 139-183.
- Vermaelen, T. (1984) "Repurchase tender offers, signaling, and managerial incentives," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, No. 2, pp. 163-181.
- Yook, K. and P. Gangopadhyay (2014) "The wealth effects of accelerated stock repurchases," *Managerial Finance*, Vol. 40, No. 5, pp. 434-453.
- Zhang, H. (2002) "Share repurchases under the commercial law 212-2 in Japan: Market reaction and actual implementation," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 10, No. 3, pp. 287-305.