

# 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

関西大学商学部 太田浩司

## 要約

本稿では、わが国独自の自己株式取得方法である ToSTNeT 買付を利用した、内部者の機会主義的行動を検証している。本稿の検証からは、自社株買い企業の中には、自社の取締役等の特定の大株主が有利に保有株を売却することを可能にするために、意図的に買付方法不明で自己株式の取得枠設定だけを先に公表して株価を吊り上げ、その後に ToSTNeT 買付を実施して高値で自己株式を取得している企業があることを示唆する強い証拠が得られている。

このような特定の内外部者だけに利益を享受させる企業の行動は、会社財産の不当な社外流出に該当しかねず、株主平等の原則にも抵触し得る非倫理的な行為といえる。現行の ToSTNeT 買付制度には、内部者の機会主義的行動を許す余地が残されており、今後改善される必要があるであろう。

## 1. はじめに

自己株式の買付方法は世界中で多様であり、わが国においても、東京証券取引所の提供する ToSTNeT 市場を利用して行われる、ToSTNeT 買付と呼ばれるわが国独自の自己株式取得方法が存在している。ToSTNeT 買付とは、企業が取得日をあらかじめ公表し、市場内ではあるが前場が開く前の立会時間外に即時に買付ける自己株式取得方法である。

そして、この ToSTNeT 買付に関連して、2012 年 9 月に、非常に不可解な自己株式取引が実施された。その概要は次のようである。東証マザーズに上場する日本社宅サービスは、2012 年 9 月 11 日 12:00 に、翌日の 9 月 12 日から 9 月 21 日の期間に、発行済株式総数の 22.47%にあたる 1,000,000 株を上限として自己株式を取得すると発表した。ただし、その買付方法については明らかにしなかった。この公表を受け、同社の後場の株価は前引けの 284 円から高騰し、大引けはストップ高（前日比 80 円高）の 362 円、比例配分で約定した。つまり、同社の株価は、自社株買いの公表によって、わずか 3 時間で 78 円（+27.5%）上昇したのである。

その後、同社は同日 17:00 に、翌日の 9 月 12 日 8:45 に東証の提供する ToSTNeT 市場を利用して、終値の 362 円で 1,000,000 株を買付けることを公表し、翌日 11:30 に、ToSTNeT 買付で 695,200 株を取得したことを開示するとともに、自社株買いの終了を発表した。これら一連の開示によって、同社の株価は寄付から急落し、9 月 12 日は結局 315 円（-13.0%）で引けた<sup>1</sup>。また、同社は、9 月 12 日 16:15 に、同社の実質的筆頭株主であったベンチャーキャピタルのジャフコが、持株 690,000 株を全て ToSTNeT 市場で売却した旨の公表を行った。

この自己株式取引が不可解であるのは、日本社宅サービスが、なぜ、9 月 11 日 12:00 に自己株式の取得枠だけを先に公表したかということである。ToSTNeT 買付では、自己株式の取得枠と ToSTNeT 買付の公表が同時に行われることが一般的であるので、同社も 17:00 の ToSTNeT 買付発表時に一緒に公表すれば、何もストップ高の 362 円で買付ける必要がなく、前引けの 284 円前後で取得できたのではないかと考えるのである。むしろ、この行動は、大株主であるジャフコが高値で持株を売却できるように、買主である企業側が便宜を図ったのだと解釈する方が自然である。だとすれば、このような企業行動は、特定の株主だけに利益を供与することにつながりかねず、株主平等の原則の観点から問題があるといえる。

そこで、本稿では、上述の例のように、買付方法を明示することなしに自己株式取得枠の公表だけを先に行い、その後、ToSTNeT 買付を実施して、それをもって自社株買いを終了するというパターンの自己株式取得（これ以降、不明 ToSTNeT 買付と言及する）に焦点を当て、その経済的帰結および企業の動機を調査している。

最初に、検証期間 2008～2012 年の間に実施された定款授權による取締役会決議に基づ

<sup>1</sup> さらに、翌日 9 月 13 日の終値は 295 円まで下落し、その後 9 月中は 290 円台で推移した。

く自己株式取得を、買付方法で4分類したところ、立会時間内にオークション方式によって自己株式を取得する Auction 買付が 1,917 個、取得枠と ToSTNeT 買付の公表が同時に行われる通常の ToSTNeT 買付が 580 個、買付方法不明で取得枠を公表した後に ToSTNeT 買付を公表する不明 ToSTNeT 買付が 85 個、Auction 買付と ToSTNeT 買付の両方を用いる混合買付が 191 個存在していた。そこで、不明 ToSTNeT 買付 85 個の観測値を用いて、自社株買い公表周辺の株価の変動を調査したところ、取得枠設定公表日の異常リターンが 3.59%で、ToSTNeT 買付日とそれ以降の2日間の累積異常リターンが-2.34%であった。

次に、Auction 買付と通常の ToSTNeT 買付の自己株式取得公表日の異常リターンを調査したところ、それぞれ、3.90%、0.87%と、Auction 買付の反応の大きさが不明 ToSTNeT 買付と同程度であるのに対して、通常の ToSTNeT 買付に対する市場の反応は Auction 買付や不明 ToSTNeT 買付と比べて顕著に低かった。また、自己株式取得公表時点で買付方法が不明であった観測値 1,900 個の内、1,815 個 (95.5%) の観測値は結果的に Auction 買付を利用しており、ToSTNeT 買付のみで自己株式を取得していた観測値は不明 ToSTNeT 買付の 85 個 (4.5%) だけであった。

このことは、不明 ToSTNeT 買付において、最初に買付方法不明で取得枠設定だけが公表された時点では、市場はそれを Auction 買付であると誤認識して過大に反応してしまっている可能性を示唆している。そこで、回帰モデルを用いて、他の要因をコントロールした後に、4種類の買付方法の違いが自己株式取得公表日の異常リターンの大きさに与える影響を調査したところ、取得枠設定公表時点では、市場が不明 ToSTNeT 買付を Auction 買付と勘違いして過大反応していることを支持する結果が得られた。従って、不明 ToSTNeT 買付において、ToSTNeT 買付公表に対する市場の反応が負であるのは、取得枠設定公表時の過剰反応に対する調整であると考えられる。

最後に、不明 ToSTNeT 買付 85 個における売主を特定するために、一般報告による変更報告書が提出されている 21 個を調査したところ、半数近くの 10 個が一人の大株主による売却であり、不明 ToSTNeT 買付が、実質的には企業と特定の大株主との相対取引に近い性質を有していることがわかった。また、不明 ToSTNeT 買付における買主企業と売主である大株主の間には、売主自身が買付企業の取締役を務めているなど非常に密接な関係が存在していることが判明した。さらに、不明 ToSTNeT 買付がなぜ事実上の相対取引となっているのかを調査したところ、個人株主や他の大株主が ToSTNeT 買付に売却申込を行うことは、時間的制約や証券会社の対応の不備もあって、実際上不可能であるということがわかった。

以上の本稿の発見事項は、自社株買い企業の中には、意図的に買付方法不明で取得枠設定だけを公表することによって市場をミスリードし、その後に吊り上がった株価で ToSTNeT 買付を実施して、取締役等の特定の大株主から高値で保有株を取得している企業が存在するというを示している。このような特定の内部者だけに利益を享受させる企業行動は、会社財産の不当な社外流出に該当しかねない非倫理的な行為といえる。現行の

ToSTNeT 買付制度には、このような内部者の機会主義的行動を許す余地が残されており、今後改善される必要があるであろう。

なお、本稿の構成は以下の通りである。次章は、先行研究のサーベイを行い、第3章は、わが国の自己株式取得制度に関する説明を行う。第4章は、分析に用いるデータについて述べるとともに、サンプルの記述統計量を示す。第5章と第6章は、それぞれ、市場の反応に関する分析と変更報告書を用いた分析の結果を示す。最後に、第7章は、不明ToSTNeT 買付の制度的問題点について言及し、第8章は、本稿を総括する。

## 2. 先行研究

自社株買いの公表に対する市場のポジティブな反応は世界中で観察される現象であり、今までに多くの研究者によってその解明が試みられている。そして、現在までに、企業が自社株買いをを行う動機に関連して、過小評価仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説、配当代替仮説、最適資本構成仮説、ミミッキング仮説等々、実に様々な仮説が提示されている<sup>2</sup>。例えば、現在最も支配的であると思われる過小評価仮説は、企業は自社株買いのアナウンスを通じて、市場が自社の価値を過小評価しているということをシグナリングしていると主張する仮説であり (Grullon and Ikenberry 2000)、フリー・キャッシュ・フロー仮説は、企業は自社の保有する余剰資金から生じるエージェンシー問題を緩和するために自社株買いをすると説く仮説である (Grullon and Michaely 2004)。そして、日米における先行研究からは、これらの仮説を支持する証拠が数多く提示されている<sup>3</sup>。

このように、アカデミアからは自社株買いの動機に関する仮説が数多く提示されているが、これら一連の仮説では、主として自社株買いがもたらす便益に焦点が当てられている。また、企業の自社株買いに対する新聞、雑誌等のマスコミ報道も、「株主重視への転換」、「株主還元強化」、「ROEの向上」といった好意的な論調が大多数である。

一方、これら自社株買いに関する正の側面が強調される風潮の中で、少数ではあるが、自社株買いの負の側面を指摘する報道や研究も存在する。例えば、2007年2月18日付のWall Street Journalは、投資顧問会社社長のコメントとして、自社株買いの中には内部者の便益の為だけに行われるものもあり、企業の自社株買いと内部者による自社株売却が同時に行われているような場合には、「巨大な赤旗 (Giant Red Flag)」が揚げられようという、自社株買いに関する警鐘記事を掲載している。また実際の事例として、同紙は2012年12月20日付の記事において、NASDAQに上場する医薬品卸業者のPSS World Medicalが、Bad Newsな決算発表を行って株価が暴落する1ヵ月前に、自社株買いを実施するのと同じ

<sup>2</sup> 自己株式取得の動機に関する多様な仮説のサーベイとしては、Grullon and Ikenberry (2000)、Allen and Michaely (2003)、Vermaelen (2005)、畠田(2009)、島田(2013)等がある。

<sup>3</sup> 例えば、過小評価仮説に関しては、米国ではVermaelen (1981)、Comment and Jarrell (1991)、Chan *et al.* (2004)、Ikenberry *et al.* (1995)、Peyer and Vermaelen (2009)等があり、日本ではHatakeda and Isagawa (2004)、山口(2009)、高橋・徳永(2012)、太田・河瀬(2015)等がある。また、フリー・キャッシュ・フロー仮説に関しては、米国ではGrullon and Michaely (2004)、日本では牧田(2005)などが挙げられる。

タイミングで4人の重役達が保有する自社株を大量に売却していたという、自社株買いに関する内部者の非倫理的行動を示唆する出来事を紹介している。

さらに、アカデミックな研究においても、Fried (2001)およびFried (2005)は、法律的、制度的観点から理論的分析を行い、自社株買いを利用した経営者の機会主義的行動理論 (Managerial Opportunism Theory) を提示している。この機会主義的行動理論では、経営者は自身の富を最大化しようとするという仮定が置かれており、その目的を達成するために、次の2つの行動を取ると予想している。1つ目は、経営者が自社の株式が過小評価されていると考えている場合であり、この場合には、経営者は自社株買いを実施して割安な価格で株式を取得することによって、間接的に自己の所有する株式の価値を高めることができる。2つ目は、経営者が自己の保有する株式を売却したいと欲している場合であり、この場合には、経営者は実際には取得する意思のない自社株買いをアナウンスし、この虚偽のシグナルによって吊り上がった株価で、自らが保有する株式を売却して個人的便益を享受することができる。

このFriedの提案する、自社株買いを利用した経営者の機会主義的行動理論は、実証的にもそれを支持する結果が複数報告されている。最初に、Babenko *et al.* (2012)は、自社株買い企業の内部者は、自社株買い公表前の2年間において、業種、規模、BMRでマッチされた非自社株買い企業の内部者よりも、より多くの自社株を取得しているという結果を報告している。そして、内部者による自社株買い公表前の自社株取得数が多いほど、企業による自社株買いプログラムの達成率は高く、自社株買い公表後の長期リターンも大きくなるという証拠を示している。

次に、Bonaimé and Ryngaert (2013)は、自社株買い公表企業が実際に自社株を取得した時期と内部者の自社株取引の関係を四半期ベースで調査し、企業が自社株を取得している四半期において、32.1%の内部者が自社株を売却しているのに対して、内部者が自社株を購入している割合はわずか13.0%に過ぎないという証拠を提示している。そして、内部者が自社株を売却している四半期およびその後3年間の異常リターンは、それぞれ、-1.31%と1.23%とほとんど株価に変動がないのに対して、内部者が自社株を購入している四半期およびその後3年間の異常リターンは、それぞれ、-4.14%と16.9%と、内部者が過小評価されているタイミングで機会主義的に自社株を購入していることを示唆する結果を報告している。

第3に、Chen *et al.* (2014)は、自社株買い公表後の最初の1年間に内部者が自社株を取得している場合には、その後の2~4年の3年間は、企業の業績、株価ともに毎年漸進的に向上するが、反対に内部者が自社株を売却している場合には、業績、株価ともに毎年漸進的に悪化するという、内部者が個人情報に基づいて自らが利するように自社株を取引している証拠を示している。

最後に、上述の3本の研究は、何れも立会時間内にオークション方式で買付ける Auction 買付を対象にしているが、公開買付を調査対象とする研究からも、経営者の機会主義的な

行動を示唆する結果が報告されている<sup>4</sup>。例えば、Lee *et al.* (1992)は、企業が固定価格の公開買付を公表する前の6ヵ月の期間に、経営陣が自社株の購入を増やして売却を減らしているという証拠を示している。さらに、経営陣によるこのような行動は、買付価格が株主の入札によって決定されるダッチ・オークションによる公開買付の場合には観察されないという結果を報告している。また、Lee *et al.* (1992)では、公開買付公表後の経営陣による異常な自社株取引は観察されていないが、Pettit *et al.* (1996)およびLouis *et al.* (2010)では、公開買付公表後の3ヵ月の期間に、内部者による異常な自社株売却を観察しており、さらに、その傾向はダッチ・オークションよりも固定価格による公開買付でより顕著であるという証拠を提示している。

以上の先行研究の結果は、内部者が、自社株買いプログラムを利用して、自らを利するタイミングで保有する自社株の取引を行っていることを示す強い証拠であるといえる。またこのことは、企業の自社株買いには、大多数の学術研究やマスコミが論じる株主に便益をもたらすという正の側面だけではなく、内部者の機会主義的行動に利用され得るという負の側面もあるということを示唆している。

日本では、自社株買いを利用した内部者の機会主義的行動を検証した研究は未だ存在していない。そこで、本稿では、わが国独自の自己株式取得方法であるToSTNeT買付を利用した、内部者の機会主義的行動を検証している。

### 3. 自己株式取得制度

#### 3.1 市場内取引による自己株式取得の方法

企業が自己株式を取得することができるのは、株主との合意によって有償で取得する場合（会社法第155条第3号）と、合意以外の特殊な事由によって取得する場合（会社法第155条第1号、第2号および第4号～第13号）に限られており、ほとんどの自己株式取得は、前者の株主との合意による取得である。そして、株主との合意によって自己株式を取得する方法は、以下の4つに限られている（江頭2011）。

- (i) 市場内での取引による方法（会社法第165条第1項）、
- (ii) 市場外での公開買付による方法（会社法第165条第1項）、
- (iii) 株主全員に譲渡の勧誘をする方法（会社法第158条第1項）、
- (iv) 特定の株主から相対取引で取得する方法（会社法第160条～第164条）。

この内、(iii)は閉鎖型の会社に適用されるものであり、(iv)は株主総会の特別決議を要する事項（会社法第309条第2項第2号）であるので<sup>5</sup>、上場会社が通常用いる自己株式の取得方法は、(i)か(ii)の何れかである。さらに(ii)は、買付方法が(i)とは全く異なっており、そ

<sup>4</sup> 米国では日本とは異なって、公開買付価格が市場価格を下回っていることは稀であり（プレミアムは約20%）、また買付規模も非常に大きいので（発行済株式総数の15%～25%）、公開買付公表日周辺に非常に大きな正の異常リターン（10%～15%）が観察されることが知られている（河瀬2015）。

<sup>5</sup> ただし、子会社からの自己株式取得に関しては、取締役会決議でも良いとされている（会社法第163条）。

の経済的帰結も(i)とは大きく相違していることが先行研究から知られているので、本稿の調査対象から除外している。そこで以下では、(i)の市場内での取引による自己株式の取得方法について、詳細に述べることとする。

市場内での取引による方法とは、自己株式を金融商品取引所内における取引によって取得する方法で、具体的には、立会時間内に通常のオークション方式によって取得する方法（Auction 買付）と、立会時間外に ToSTNeT 等の金融商品取引所における制度を利用して取得する方法（ToSTNeT 買付）の2つが存在する<sup>6</sup>。Auction 買付は、わが国のみならず欧米においても最も一般的な自己株式の買付方法であり、通常、Open Market Repurchase と呼ばれている。一方、ToSTNeT 買付は、わが国独自の自己株式取得方法であり、類似した買付方法は他国には存在していない。

ToSTNeT 買付は、事前公表型の自己株式取得方法であり、大株主等からの売却が予定されている場合に、買付日の前日大引け後（通常 16:30 頃）に、買付価格（終値と決まっているが、稀に最終気配値段のときがある）や予定取得株数等の具体的な買付内容を TDnet（Timely Disclosure network：適時開示情報伝達システム）で公表し、翌日の立会時間前（8:20～8:45 の間）に買付を執行するというものである<sup>7</sup>。また、その取得結果は、買付日の 11:00 頃に TDnet を通じて速やかに開示される。このように、ToSTNeT 買付は、取得公表から買付までの時間が 16 時間程しかなく、Auction 買付と比べて、非常に短期間で実施される自己株式の取得方法である。

なお、ToSTNeT 買付には、ToSTNeT-2（終値取引）と ToSTNeT-3（自己株式立会外買付取引）とがある。ToSTNeT-2、ToSTNeT-3 とともに、買付価格が買付日の前日の終値であるという点では共通している。ただし、ToSTNeT-2 は、以前から存在する立会時間外買付制度で（1998 年 8 月 7 日開始）、買い注文も売り注文も 8:20～8:45 の間に時間優先で約定処理される。つまり、ToSTNeT-2 では、早い者勝ちで約定され、また買い方が発行会社に限定されない<sup>8</sup>ので、他の買い注文の割り込みが発生する可能性がある。一方、ToSTNeT-3 は、2008 年 1 月 15 日にスタートした新しい立会外自己株式買付制度で、買い注文は発行会社に限定されており、8:45（売り注文受付は 8:00～8:45）に、原則、売り注文の申込数量に応じた按分比例で約定処理される<sup>8</sup>。

なお、ToSTNeT-3 が開始された 2008 年 1 月以降は、ToSTNeT 買付のほとんどが ToSTNeT-3 を通じて行われており、本研究のサンプル期間は 2008 年 1 月以降である。従って、本稿では、ToSTNeT-2 による買付と ToSTNeT-3 による買付とを区別せずに、全て

<sup>6</sup> ToSTNeT は、立会時間外取引のために東京証券取引所が提供する制度である。同様の制度は、大阪証券取引所や名古屋証券取引所でも提供されており、それぞれ、J-NET、N-NET と呼ばれている。

<sup>7</sup> 厳密には、事前公表型の自己株式取得方法として、ToSTNeT 買付以外に、立会時間内にオークション取引による買付も可能ではあるが、実際にはほとんど行われていないものと思われる。

<sup>8</sup> 実際の約定処理としては、(i)委託注文優先（顧客からの委託注文が証券会社等の自己注文よりも優先される）で、(ii)売申込数量の多い取引参加者から順番に最小単位を配分し、(iii)残数量に按分比率（買残株数量/売残株総数量）を乗じた数量（最小単位未満切捨て）を割り当てた後、(iv)切捨て数量が多い取引参加者から順番に最小単位を割り当てるという処理が行われている（横山 2007、東京証券取引所ホームページ <http://www.tse.or.jp/rules/stock/tost/>）。

ToSTNeT 買付として同一に扱っている。

### 3.2 通常の ToSTNeT 買付と不明 ToSTNeT 買付

前節では、市場内での自己株式取得の方法として、Auction 買付と ToSTNeT 買付の2つの買付方法が存在することについて述べた。しかしながら、ToSTNeT 買付は、その実施日程パターンから、更に、通常の ToSTNeT 買付と不明 ToSTNeT 買付の2種類に細分される。そこで本節では、この2種類の ToSTNeT 買付の相違点を、具体的な実施日程を挙げて説明する。

#### (図1 この辺り)

最初に、通常の ToSTNeT 買付では、買付日を  $t$  日とすると、 $t-1$  日の後場終了後の 16:30 頃に、自己株式取得枠の設定と ToSTNeT 買付の公表が同時に行われる。この場合、自己株式取得枠と ToSTNeT 買付枠の予定取得規模（予定取得株数）は同一であり、取得単価が  $t-1$  日の終値で定まっているので、予定取得額も同じである<sup>9</sup>。その後、 $t$  日の前場が開く前の 8:45 に ToSTNeT 買付が執行され、その結果が  $t$  日の 11:00 頃に開示されるとともに、自己株式取得プログラム自体の終了も同時に公表される。なお、図 1(a)は、通常の ToSTNeT 買付の実施日程例を図示したものである。

一方、不明 ToSTNeT 買付では、 $s$  日に、買付方法不明で自己株式取得枠の公表だけが先に行われる。なお、買付方法不明には、自己株式の買付方法が開示されていない場合と、Auction 買付と ToSTNeT 買付の両方を示唆する記述がある場合の2パターンがあるが、頻度的には前者の買付方法非開示が大多数である。また、公表時間は、後場終了後であることが多いが、終了前であることもままある。その後、通常 1~10 日以内の  $t-1$  日の後場終了後 16:30 頃に、ToSTNeT 買付の公表が行われるのである。この場合、取得単価は  $t-1$  日の終値であり、ToSTNeT 買付枠の予定取得規模（予定取得株数）と予定取得額は、 $s$  日に設定した自己株式取得枠の範囲内となっている。これ以降は、通常の ToSTNeT 買付と同じで、翌日の  $t$  日 8:45 に ToSTNeT 買付が執行され、11:00 頃に、ToSTNeT 買付の買付結果と自己株式取得プログラム自体の終了が同時に公表される。なお、図 1(b)は、不明 ToSTNeT 買付の実施日程例を図示したものである。

このように、通常の ToSTNeT 買付と不明 ToSTNeT 買付は、企業が自己株式を ToSTNeT 買付で取得しているという点では全く同じである。ただし、通常の ToSTNeT 買付では、自己株式取得枠と ToSTNeT 買付の公表が同時に行われるのに対して、不明 ToSTNeT 買付では、自己株式取得枠だけが買付方法不明で先に公表され、その後に ToSTNeT 買付が公表される。これが、両買付方法の唯一異なっている点である。

なお、東証は、両 ToSTNeT 買付による具体的な例を、「終値取引 (ToSTNeT-2)・自己株式立会外買付取引 (ToSTNeT-3) による事前公表型の自己株式取得の実施日程例」という

<sup>9</sup> ごく稀ではあるが、自己株式取得枠の予定取得規模や予定取得額が、ToSTNeT 買付枠のそれを若干上回っている場合も存在する。



公開文書で開示している。また、通常の ToSTNeT 買付と不明 ToSTNeT 買付では、自己株式取得枠だけを先に公表する不明 ToSTNeT 買付の方を好ましいとする意見も表明している（「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 日改訂版の Q15）。従って、通常の ToSTNeT 買付、不明 ToSTNeT 買付ともに、東証の規則に従った合法的な買付方法であるといえる。

## 4. データと記述統計量

### 4.1 サンプルの選択と特徴

最初に、本稿では、自己株式取得に関するデータを以下の基準で選択している。なお、自己株式取得に関するデータは、全て TDnet から入手しており、財務および株価関連データについては、日経 NEEDS-Financial QUEST から取得している。

- (I) 自己株式の取得に関する決議を、2008 年 1 月 1 日～2012 年 12 月 31 日の期間に行っている、
- (II) 自己株式の取得会社が、東証 1 部、2 部、マザーズに上場している、
- (III) 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）、特定の株主からの取得（会社法第 160 条～第 164 条）、非上場優先株式の取得に関しては除いている<sup>10</sup>。

(I)～(III)の基準により、2,846 個の自己株式取得が基本サンプルとして選択されている。次に、本稿では、自己株式取得に対する市場の反応を明確に測定するために、上記の 2,846 個から以下の観測値を除外している。

- (i) 市場外での公開買付による自己株式取得（29 個）、
- (ii) 会社法第 156 条第 1 項に基づく株主総会決議での自己株式取得（20 個）、
- (iii) その他（24 個）。

(i)で公開買付による自己株式取得を除いているのは、それが市場外での取引であり、他の一般的な市場内での自己株式取得とは、取得方法が大きく異なっているからである。(ii)で株主総会決議による自己株式取得を除いているのは、株主総会決議の場合には自己株式取得に関するアナウンスメントが、通常、複数回行われるので、市場の反応を特定するのが困難であるからである<sup>11</sup>。(iii)のその他とは、自己株式取得終了のお知らせがなされていない等の理由で除外している観測値である。

<sup>10</sup> 特殊な事由による取得としては、株式交換に反対する株主からの買取り請求に基づく取得、株式交換による 1 株に満たない端数の処理に伴う取得、遺言による無償取得等があり、特定の株主からの取得としては、特定個人からの取得と子会社からの取得があった。また、非上場優先株式の取得は銀行で複数個存在していたが、株価等のデータが入手不可能であるのでサンプルから除外している。なお、わが国で唯一優先株式を上場させている伊藤園は、優先株式の自己株式取得を 3 回行っており、それらはサンプルに含まれている。

<sup>11</sup> 株主総会決議による自己株式取得では、定時株主総会の前に、自己株式取得の承認を求める議案を定時株主総会に付議する旨のお知らせが公表され、さらに定時株主総会承認後に、より具体的な自己株式取得に関するお知らせが公表されるのが一般的である。

(i)～(iii)を除去した結果、市場内で取締役会決議に基づいて自己株式を買付ける、以下の(a)～(d)が、本稿の主サンプルとなっている。

- (a) Auction 買付 (1,917 個),
- (b) 通常の ToSTNeT 買付 (580 個),
- (c) 不明 ToSTNeT 買付 (85 個),
- (d) Auction 買付と ToSTNeT 買付の混合買付 (191 個).

(表 1 この辺り)

表 1 は、本稿のサンプルである(a)～(d)の観測値の個数と、その全体に占める比率を示したものである。最初に、(a)のオークション方式によって自己株式を取得する Auction 買付は、1,917 個 (67.4%) と、全体の 2/3 以上を占めており、自己株式取得の最も一般的な買付方法であるといえる。次に、2 種類の ToSTNeT 買付では、(b)の通常の ToSTNeT 買付が 580 個 (20.4%)、(c)の不明 ToSTNeT 買付が 85 個 (3.0%) と、ほとんどの場合が通常の ToSTNeT 買付であり、不明 ToSTNeT 買付は全体から見ると稀なケースといえる。最後に、(d)の混合買付とは、Auction 買付と ToSTNeT 買付の両方を用いて自己株式の買付を実施したケースであり、観測値数は 191 個 (6.7%) となっている。

なお、本稿では、(c)の不明 ToSTNeT 買付に関する制度的および倫理的問題点を明らかにすることに主眼を置いているので、以後の分析の多くは(c)のみを用いて行っており、(a)(b)(d)は、補助的な分析として使用している。

(表 2 この辺り)

表 2 は、不明 ToSTNeT 買付 85 個の特徴をまとめたものである。パネル A～D で、それぞれ、年度別、市場別、回数別、法的根拠別に分類している。特徴的であるのは、パネル A で 2008 年に 32 個 (37.6%) の観測値が得られていることや、パネル B で 68 個 (80.0%) の観測値が東証 1 部企業に集中していることなどである。また、パネル C から、2008～2012 年の 5 年間で、不明 ToSTNeT 買付を 1 回だけ実施した企業が 54 社と大半であるが、複数回実施している企業も 15 社存在していることがわかる。ちなみに、最多は、DCM ホールディングスの 3 回である。

なお、本稿では、使用するサンプルを定款授権による取締役会決議に基づく自己株式取得に限定しているので、法的根拠としては、取締役会に自己株式取得の決定を行う権限を与える旨を定款で定めることができるとする会社法第 165 条第 2 項と、取締役会に剰余金の配当等 (各種の配当および自己株式取得) の決定を行う権限を与える旨を定款で定めることができるとする会社法第 459 条第 1 項第 1 号の 2 つが存在する<sup>12</sup>。表 2 パネル D は、不明 ToSTNeT 買付 85 個を法的根拠別に分類したものであるが、会社法第 165 条を用いた自己株式取得が 75 個 (88.2%) と 9 割近くを占めており、会社法第 459 条を適用した自己

<sup>12</sup> 会社法第 165 条第 2 項と第 459 条第 1 項第 1 号とでは、適用する際の資格要件が後者の方が厳しくなっており、また、自己株式の取得方法や自己株式取得に関する株主提案の排除に関して、微妙な差異が存在している (堀内 2006)。

株式取得は1割程度となっている。

## 4.2 記述統計量

不明 ToSTNeT 買付 85 個の基本的な情報の記述統計量が、表 3 で示されている。パネル A では  $s$  日に公表された自己株式取得枠に関する情報、パネル B では  $t-1$  日の後場終了後（実質公表日は  $t$  日）に開示された ToSTNeT 買付に関する情報の記述統計量が示されている。なお、公表日に関しては実質公表日を用いており、取得枠設定については、その公表が立会時間内であれば取得枠設定公表日を  $s$  日、後場終了後（15:00 以降）であれば翌日を  $s$  日としている。一方、ToSTNeT 買付については、その公表が必ず終値が確定する後場終了後であるので、ToSTNeT 買付公表日の翌日を  $t$  日としている。また、日数は、全て営業日ベースで計算している。

(表 3 この辺り)

自己株式取得枠および ToSTNeT 買付に関する変数の定義は以下のようである。

### <自己株式取得枠に関する情報>

- 取得開始までの日数：買付方法不明で自己株式の取得枠だけを公表した日 ( $s$  日) から予定取得期間の開始日までの日数,
- 予定取得日数：予定取得期間の開始日から終了日までの日数,
- 予定取得規模：予定取得株式数を発行済株式総数（自己株式を除く）で除したものの,
- 予定取得額（億円）：予定取得価額の総額,
- 株数ベース達成率：実際取得株式数を予定取得株式数で除したものの,
- 金額ベース達成率：実際取得価額の総額を予定取得額で除したものの。

### <ToSTNeT 買付に関する情報>

- $s \sim t$  の日数：買付方法不明で自己株式の取得枠だけを公表した日 ( $s$  日) から ToSTNeT 買付実質公表日 ( $t$  日) までの日数,
- 予定取得日数：予定取得期間の開始日から終了日までの日数であるが、ToSTNeT 買付であるので全て 1 日である,
- 予定取得規模：ToSTNeT 買付における予定取得株式数を発行済株式総数（自己株式を除く）で除したものの,
- 予定取得額（億円）：ToSTNeT 買付における予定取得価額の総額,
- 株数ベース達成率：ToSTNeT 買付における実際取得株式数を予定取得株式数で除したものの,
- 金額ベース達成率：ToSTNeT 買付における実際取得価額の総額を予定取得額で除したもので、ToSTNeT 買付においては株数ベース達成率と同じになる。

最初に、パネル A の自己株式取得枠に関する変数では、取得開始までの日数と予定取得日数の平均値（中央値）が、それぞれ、0.86 日（0 日）と 29.36 日（21 日）であるので、

不明 ToSTNeT 買付の一般的な予定買付期間は、取得枠公表日から 4~6 週間程度であるといえる。また、予定取得規模と予定取得額の平均値（中央値）は、それぞれ、2.88%（1.40%）と 19.98 億円（6.40 億円）であり、達成率は、株数ベースで 90.68%（94.51%）、金額ベースで 81.62%（84.06%）となっている。わが国における自己株式取得の予定取得規模は、Auction 買付、通常の ToSTNeT 買付ともに平均で 2~3%であるので、不明 ToSTNeT 買付の取得枠もほぼ同程度といえる。一方、達成率に関しては、株数ベースで、Auction 買付の平均が 70~80%、通常の ToSTNeT 買付の平均が 90%以上であるので（太田・河瀬 2015）、不明 ToSTNeT 買付の達成率は、Auction 買付よりも通常の ToSTNeT 買付に近似しているといえる。

次に、パネル B の ToSTNeT 買付に関する変数では、 $s \sim t$  の日数の平均値（中央値）が 6.48 日（3 日）となっており、平均値と中央値でかなり差があるが、これは極端に大きい観測値が幾つか存在するためであり、これらを除くと、平均的には、買付方法不明で自己株式取得枠だけを公表してから 3~4 日で ToSTNeT 買付を公表するといえる。また、予定取得規模と予定取得額の平均値（中央値）は、それぞれ、2.74%（1.36%）と 16.98 億円（5.99 億円）となっており、これを、パネル A の取得枠の値と比較すると、ほぼ取得枠一杯で ToSTNeT 買付を実施しているといえる。なお、達成率に関しては、ToSTNeT 買付であるので、株数ベースと金額ベースが同じになり、その平均値（中央値）は 94.20%（100.00%）となっている。

以上、表 3 の不明 ToSTNeT 買付の記述統計量からは、一般的に買付企業は、当初 4~6 週間程度の期間に発行済株式総数の 2~3%を買付けるとアナウンスしているが、実際には、公表から 3~4 日後に ToSTNeT 買付で予定取得株数のほぼ全てを一気に取得して、自己株式取得プログラムを終了しているといえる。

## 5. 市場の反応の分析

### 5.1 異常リターンの測定方法

本節では、不明 ToSTNeT 買付の公表に対する短期の市場の反応を、マーケット・モデルから得られる異常リターンを用いて、以下の手順で測定している。最初に、図 1(b)に示されているように、不明 ToSTNeT 買付では、Event Day が、自己株式取得枠設定公表日（ $s$  日）と ToSTNeT 買付公表日（ $t-1$  日）の 2 つ存在する。ただし、その公表時間は、自己株式取得枠設定の公表に関しては、立会時間内である場合と後場終了後である場合の両方があるが、ToSTNeT 買付の公表は、必ず終値が確定する後場終了後である。従って、Event Day としては実質公表日を用いて、自己株式取得枠設定の公表については、15:00 以前であれば当日、15:00 以後であれば翌日を Event Day の  $s=0$  としており、ToSTNeT 買付の公表に関しては、公表日の翌日を Event Day の  $t=0$  としている。また、日数は、全て営業日ベースで計算している。

第 2 に、マーケット・モデルの推定期間は、 $-220 \leq s \leq -21$  の 200 日間である。なお、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。

第3に、イベント期間は3つ設けており、(i)  $-20 \leq s \leq 0$  の21日間、(ii)  $s = +1 \sim t = -1$  の期間、(iii)  $0 \leq t \leq +20$  の21日間である。なお、(ii)の期間は、自己株式取得枠設定公表日翌日からToSTNeT買付公表日までの期間であるので、観測値によって異なっている。例えば、6月1日16:00に自己株式取得枠の設定を公表し、6月2日17:00にToSTNeT買付を公表した企業の場合には、 $s = 0$ が6月2日、 $t = 0$ が6月3日であるので、(ii)の期間は0日である。

最後に、このようにして求められたイベント期間中の異常リターンを、 $s = -5$ の異常リターンならば $AR_{(s=-5)}$ 、 $t = +7$ の異常リターンならば $AR_{(t=+7)}$ というように表記している。また、イベント期間中の累積異常リターンは、 $s = -5 \sim s = -2$ の累積異常リターンならば $CAR_{(s=-5, s=-2)}$ 、 $t = +7 \sim t = +12$ の累積異常リターンならば $CAR_{(t=+7, t=+12)}$ というように表記している。

## 5.2 不明 ToSTNeT 買付に対する市場の反応

(図2 この辺り)

図2は、不明ToSTNeT買付85個の3つのイベント期間、(i)  $-20 \leq s \leq 0$  の21日間、(ii)  $s = +1 \sim t = -1$  の期間、(iii)  $0 \leq t \leq +20$  の累積異常リターンを図示したものである。図からは、自己株式取得枠公表前の $-20 \leq s \leq -1$ の期間に株価に大きな変動はなく、取得枠公表日である $s = 0$ に株価が大きく上昇していることがわかる。また、取得枠公表翌日からToSTNeT買付公表までの $s = +1 \sim t = -1$ の期間には、株価はほとんど変化しておらず、ToSTNeT買付実質公表日である $t = 0$ に株価が大きく下落していることが見て取れる。さらに、この下落傾向は $t = +2$ まで続き、それ以降の $+3 \leq t \leq +20$ の期間には株価に大きな変動は見られない。

(表4 この辺り)

表4は、イベント期間中の異常リターンおよび累積異常リターンを数値で表し、その統計的検定を行った結果である。表の左側は、 $-10 \leq s \leq 0$ の11日間および $0 \leq t \leq +10$ の11日間の各日の異常リターンを示しており、右側は、各種の期間の累積異常リターンを表している。

最初に、異常リターンに関しては、自己株式取得枠公表前の期間では、 $AR_{(s=-2)} = -0.38\%$ と小さい値ながら10%水準で有意に負である以外は、統計的に有意な異常リターンは見られない。そして、取得枠公表日の異常リターンは、 $AR_{(s=0)} = 3.59\%$ と非常に大きな値を取っており、統計的にも1%水準で有意に正となっている。また、ToSTNeT買付公表日とそれ以降の2日間の異常リターンは、順番に、 $AR_{(t=0)} = -1.21\%$ 、 $AR_{(t=+1)} = -0.58\%$ 、 $AR_{(t=+2)} = -0.55\%$ と、3日連続して5%水準以上で有意に負となっている。なお、それ以降の期間では、統計的に有意な異常リターンは見られない。

次に、累積異常リターンの結果は異常リターンの結果とほぼ同じであり、自己株式取得枠公表前の期間では、どの期間においても累積異常リターンはゼロと有意に異ならず、取得枠公表日である  $s=0$  を含む累積異常リターンは、 $CAR_{(s=-4, s=0)}=3.23\%$ 、 $CAR_{(s=-2, s=0)}=3.26\%$ と、非常に大きい値で有意に正となっている。また、自己株式取得枠設定公表日から ToSTNeT 買付公表日までの期間の累積異常リターンは、 $CAR_{(s=+1, t=-1)}=0.26\%$ と非常に小さい値であり、統計的にも有意ではない。さらに、ToSTNeT 買付公表日とそれ以降の 2 日間および 4 日間の累積異常リターンは、 $CAR_{(t=0, t=+2)}=-2.34\%$ および  $CAR_{(t=0, t=+4)}=-1.90\%$ と、ともに有意に負となっている。

以上、図 2 および表 4 の結果から、不明 ToSTNeT 買付企業の株価は、自己株式取得枠設定の公表により 3~4%程上昇し、その後 ToSTNeT 買付公表までは株価に大きな変化はなく、ToSTNeT 買付公表およびそれ以降の 2 日間で約 2~3%下落するといえる。

### 5.3 他の買付方法との比較

前節からは、不明 ToSTNeT 買付では、自己株式取得枠設定の公表に対する異常リターンが 3~4%程度であり、ToSTNeT 買付の公表に対する異常リターンは-2~-3%程度であるという結果が得られているが、この現象の理由として考えられるのが、Auction 買付と ToSTNeT 買付に対する市場の反応の違いである。例えば、太田・河瀬(2015)は、自己株式取得公表日の異常リターンが、Auction 買付と通常の ToSTNeT 買付では、それぞれ、4.0%と 0.80%と、Auction 買付と比べて通常の ToSTNeT 買付の反応が非常に小さいという証拠を提示している。従って、不明 ToSTNeT 買付で、最初に買付方法不明で取得枠の設定だけを公表したときには、市場はそれを Auction 買付であると勘違いして過剰に正に反応し、その後の ToSTNeT 買付の公表によって、ToSTNeT 買付であるということが判明したことに対して負に反応していると考えられるのである。

そこで本節では、表 1 にある、(a) Auction 買付、(b)通常の ToSTNeT 買付、(c)不明 ToSTNeT 買付、(d)混合買付による自己株式取得を、取得枠公表時点における買付方法の開示状況に応じて、(i) Auction 買付を明示、(ii) ToSTNeT 買付を明示、(iii)買付方法が不明の 3 つに分類して、公表日における異常リターンを比較している。また、前節までの分析では、不明 ToSTNeT 買付の観測値が 85 個と少ないこともあって、取得枠公表以外の同時公表が行われている場合も観測値に含めている。そこで、本節では、自己株式取得枠公表日の同日に決算発表あるいは業績・配当予想修正を開示している観測値を含む場合と含まない場合の両方のサンプルを用いて分析を行っている。

(表 5 この辺り)

表 5 パネル A は、同時公表を含む全観測値を用いた場合の結果である。パネル A から、(a) Auction 買付 1,917 個の内、実にその 85%にあたる 1,633 個が、自己株式取得枠設定公表日に買付方法を明示していないことがわかる。つまり、事後的に見て Auction 買付で自己株式を取得している企業であっても、大多数の企業は取得枠設定公表日には買付方法

を明示しておらず、最初から Auction 買付であるということを開示している企業は少数なのである。一方、(b)通常の ToSTNeT 買付では、取得枠設定と ToSTNeT 買付の公表が同時であるので、580 個全てが、最初から ToSTNeT 買付であることを明示しており、(c)不明 ToSTNeT 買付は、取得枠設定公表時点で買付方法が不明である ToSTNeT 買付であるので、85 個全ての買付方法が不明である。なお、(d)混合買付は、Auction 買付と ToSTNeT 買付の両方を実施した観測値であるので、本来ならば 191 個全てが買付方法不明であるべきだが、9 個の観測値に関しては、取得枠設定公表時点では誤って Auction 買付と明示していた。

以上の結果から、自己株式取得枠設定公表日に買付方法が不明であった観測値は全部で 1,900 個 (1,633 個+85 個+182 個) あるが、その中で結果的に ToSTNeT 買付であった観測値は、全体の 4.47%にあたる僅か 85 個に過ぎず、95%以上の場合は自己株式の全てあるいは一部を Auction 買付で取得しているといえる。このような状況では、取得枠設定公表時点で買付方法が不明であった場合には、市場は当然それを Auction 買付と推測することであろう。実際、市場の反応を見ると、買付方法不明の場合の取得枠設定公表日の平均異常リターンは、(a) Auction 買付、(c)不明 ToSTNeT 買付、(d)混合買付で、それぞれ、3.80%、3.59%、4.25%と、事後的な買付方法の違いによって大きな差は見られない。一方、取得枠設定と ToSTNeT 買付公表が同時である、(b)通常の ToSTNeT 買付に対する市場の反応は 0.87%と、他の買付方法と比べて顕著に小さい。従って、(c)不明 ToSTNeT 買付における ToSTNeT 買付公表日の異常リターンが-1.21%と負であるのは、取得枠設定公表日に Auction 買付と勘違いして市場が過大に反応したことに対する反動であると考えられるのである。

なお、同時公表を除いた場合の結果を、表 5 パネル B に載せているが、同時公表を含むパネル A の結果と大差はない。買付方法不明の場合の取得枠設定公表日の平均異常リターンは、(a) Auction 買付、(c)不明 ToSTNeT 買付、(d)混合買付で、それぞれ、3.97%、4.11%、3.80%と、何れも Auction 買付と同程度の反応を示しているのに対して、(b)通常の ToSTNeT 買付に対する市場の反応は 0.80%と、Auction 買付と比べて非常に小さい。そして、(c)不明 ToSTNeT 買付で ToSTNeT 買付であることが判明した日の異常リターンは-2.11%と、市場は負に反応している。

#### 5.4 買付方法と短期の市場反応

前節の分析からは、買付方法不明の場合の取得枠設定公表日の異常リターンは、事後的な買付方法の違いによって大差がなく、市場は不明 ToSTNeT 買付を Auction 買付であると誤認識して過大に反応してしまっているということを示唆する結果が得られている。しかしながら、自己株式取得の公表に対する市場の反応は、予定取得規模や企業の過小評価の程度等、様々な要因によって決定されるということが過去の研究から知られている。

そこで本節では、市場の反応に影響を与える他の要因をコントロールした後でも、不明

ToSTNeT 買付と Auction 買付に対する市場の反応に差がないかを調査するために、以下の回帰式を推定している。なお、係数推定値の検定統計量の算定には、Petersen (2009)の示す、企業と年度の Two-way クラスター頑健手法による標準誤差を用いている。

$$\begin{aligned}
 AR0_{ijt} = & \alpha_0 + \alpha_1 MeijiAucDummy_{ijt} + \alpha_2 NormalTosDummy_{ijt} + \alpha_3 FumeiTosDummy_{ijt} \\
 & + \alpha_4 MixDummy_{ijt} + \alpha_5 PlanSize_{ijt} + \alpha_6 PlanDays_{ijt} + \alpha_7 LagReturn_{ijt} + \alpha_8 LNMVE_{ijt} \\
 & + \alpha_9 BMR_{ijt} + \alpha_{10} Cash_{ijt} + \alpha_{11} CF_{ijt} + \alpha_{12} Leverage_{ijt} + \alpha_{13} SDReturn_{ijt} + \alpha_{14} SDCF_{ijt} \\
 & + \alpha_{15} SmallMKT_i + \beta Industry Dummies_i + \gamma Year Dummies_y + \varepsilon_{ijt},
 \end{aligned} \tag{1}$$

ただし、

- AR0* : 自己株式取得枠公表日における異常リターン、
- MeijiAucDummy* : Auction 買付を明示している Auction 買付なら 1、それ以外はゼロのダミー変数、
- NormalTosDummy* : 通常の ToSTNeT 買付なら 1、それ以外はゼロのダミー変数、
- FumeiTosDummy* : 不明 ToSTNeT 買付なら 1、それ以外はゼロのダミー変数、
- MixDummy* : 混合買付なら 1、それ以外はゼロのダミー変数<sup>13</sup>、
- PlanSize* : 予定取得規模で、予定取得株式数を発行済株式総数（自己株式を除く）で除したものの、
- PlanDays* : 予定取得日数で、予定取得期間の開始日から終了日までの日数、
- LagReturn* : 取得公表日 20 日前から 1 日前までの累積異常リターン、
- LNMVE* : 取得公表日の前月末の株式時価総額に自然対数をとったもの、
- BMR* : 取得公表日の直近四半期末における簿価時価比率、
- Cash* : 取得公表日の直近四半期末における現金・預金および短期有価証券を株式時価総額で除したものの、
- CF* : 取得公表日の直近第 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株式時価総額で除したものの<sup>14</sup>、
- Leverage* : 取得公表日の直近四半期末における総負債を総資産で除したものの、
- SDReturn* : 取得公表日 210 日前から 11 日前までの 200 日間の株式リターンの標準偏差、
- SDCF* : 直近 6 半期の営業キャッシュフローの標準偏差を株式時価総額で除したものの、
- SmallMKT* : 東証 2 部かマザーズ上場企業なら 1、それ以外はゼロのダミー変数、
- Industry Dummies* : 日経中分類に基づく産業ダミー変数、

<sup>13</sup> 混合買付であるのに、取得枠設定公表時点で誤って Auction 買付と明示していた 9 個の観測値は除去している。

<sup>14</sup> 基本的に財務数値は、自己株式取得枠公表日の直近四半期末時点の値を用いている。ただし、2011 年 4 月 1 日以後開始する事業年度から四半期報告制度が簡素化されて、第 1 および第 3 四半期決算におけるキャッシュ・フロー計算書の作成が任意となり、多くの企業が開示を中止した。従って、CF に関しては、取得公表日の直近第 2 または第 4 四半期末時点の数値を用いている。



*Year Dummies* : 年度ダミー変数,

であり, 下添字  $i, y, j$  は, それぞれ, 企業, 年度, 番目を表している. また, ダミー変数を除く全ての変数は, 極値上下 1% で Winsorize している.

(1)式では, 定数項ダミーを用いて, 買付方法の違いによる市場の反応の差異を調査している. 具体的には, 各種の買付方法の中で最も頻度の高い, 買付方法不明の Auction 買付をベースの定数項とし, Auction 買付を明示している Auction 買付に対しては *MeijiAucDummy*, 通常の ToSTNeT 買付に対しては *NormalTosDummy*, 不明 ToSTNeT 買付に対しては *FumeiTosDummy*, 混合買付に対しては *MixDummy* を設定して, 買付方法の違いを市場が認識しているかどうかを検証している.

また, コントロール変数の多くは, 日米の先行研究に基づいている. *PlanSize* と *PlanDays* は, 予定取得規模と予定取得日数で, ともに取得枠に関する変数である. *PlanSize* は一般的に用いられる変数であるが, *PlanDays* は米国の研究では見られない変数である. これは, 米国では, 制度的に自己株式の予定取得期間に制限がないからである. 一方, わが国では, 予定取得期間が 1 年以内と定められており, 正確な予定取得日数が測定可能であるので, 本稿では説明変数として加えている. なお, 予定取得日数が短いほど需給のより大きな改善が期待できるので, *PlanDays* の係数は負であることが予想される (太田・河瀬 2015).

*LagReturn*, *LNMEV*, *BMR* は, 企業の過小評価の度合いを測定する変数で, 過小評価仮説に従えば, 公表前の株価の下落が大きく, 企業規模の小さいバリュー株であるほど, 過小評価の度合いが大きいとして, より大きな市場の反応が予想される (Vermaelen 1981, Comment and Jarrell 1991, Chan *et al.* 2004, Hatakeda and Isagawa 2004, 太田・河瀬 2015). *Cash* および *CF* は, 余剰資金から生じるエージェンシー問題を緩和するために企業が自社株買いを行うというフリー・キャッシュフロー仮説に関する変数であり (Stephens and Weisbach 1998, Grullon and Michaely 2004, 牧田 2005, Bonaimé 2012), *Leverage* は, 企業は自らが最適と考える水準まで財務レバレッジを引き上げるために自己株式を取得するという最適資本構成仮説に関する変数である (Dittmar 2000, Lie 2002, Bonaimé *et al.* 2014). また, *SDReturn* と *SDCF* は, 実際の自己株式取得量に関して企業が有する裁量性に着目したフレキシビリティ仮説に関する変数である (Ikenberry and Vermaelen 1996, Barger *et al.* 2011, Bonaimé 2012, Bonaimé *et al.* 2014). さらに, *SmallMKT*, *Industry Dummies*, *Year Dummies* は, それぞれ, 上場部の違いを示すダミー変数, 日経中分類に基づく産業ダミー変数, 年度を表す年度ダミー変数である.

(表 6 この辺り)

表 6 は, (1)式の推定結果であり, 表の左側は同時公表を含む全観測値, 右側は同時公表を含まない観測値だけを用いた結果を表している. 最初に, 買付方法の違いを示す 4 つの定数項ダミーを見ると, 同時公表を含む場合と含まない場合の両方において, *MeijiAucDummy*, *FumeiTosDummy*, *MixDummy* の 3 つの定数項ダミーは何れも統計的に有

意ではない。一方、*NormalTosDummy* は、両方の場合において 1%水準で有意に負であり、係数推定値も、それぞれ、 $-0.0391$ 、 $-0.0396$  と大きな負の値を取っている。このことは、市場は、取得方法の明示、不明示に関係なく、Auction 買付、不明 ToSTNeT 買付、混合買付に対して同程度の大きさの反応をしているが、通常の ToSTNeT 買付に対しては、他の買付方法よりも 4%ほど小さく反応しているということを意味している。

次に、コントロール変数に関しては、同時公表を含む場合と含まない場合で多少結果に差があるが、概ね先行研究と同様の結果となっている。第 1 に、取得枠に関する変数である *PlanSize* と *PlanDays* は、それぞれ、有意に正と負になっており、予定取得規模が大きく予定取得日数が短いほど、公表時の市場の反応は大きくなるといえる。第 2 に、企業の過小評価の度合いを表す変数 *LagReturn*、*LNLMVE*、*BMR* については、*LagReturn* と *LNLMVE* が、同時公表を含む場合と含まない場合の両方において、ともに有意に負になっており、公表前の株価の下落が大きく企業規模が小さいほど、市場の反応は大きくなるといえる。第 3 に、それ以外のコントロール変数に関しては、*SDReturn* が両方の場合で有意に正になっており、株価のボラティリティが大きい企業、すなわち、値動きの軽い銘柄ほど、自社株買いのニュースに大きく反応するといえる。

以上、表 6 の推定結果は、市場の反応に影響を与えると思われる要因をコントロールした後でも、Auction 買付と不明 ToSTNeT 買付に対する市場の反応の大きさには差がないということを表している。一方、通常の ToSTNeT 買付に対しては、市場は Auction 買付よりも 4%ほど小さく反応しているが、通常の ToSTNeT 買付と不明 ToSTNeT 買付の相違点は、取得枠設定と ToSTNeT 買付の公表が同時に行われるか、それとも数日間の隔たりがあるかだけであり、買付方法自体は同一である。このことは、市場が、買付方法不明で取得枠設定だけを先に公表する不明 ToSTNeT 買付を、Auction 買付であると誤認識していることを示す証左であると考えられる。

## 6. 変更報告書の分析

前章の買付方法の開示に関する分析からは、大多数の自己株式取得企業は取得枠設定公表時点においては買付方法を明示しないが、事後的には、その 95%以上の企業が、Auction 買付で全てあるいは一部の自己株式を取得しているという結果が得られている。従って、不明 ToSTNeT 買付においても、取得枠公表時点では、市場はそれを Auction 買付であると考えて大きく正に反応してしまい、その後 ToSTNeT 買付であることが判明したときに、Auction 買付と誤解して過大に反応してしまったことに対する調整として、負に反応していると考えられる。

このことは、企業は、自己株式の買付方法をあえて明示しないことによって、市場をミスリードすることが可能であり、それに基づいて機会主義的な行動をとることができるということを意味している。つまり、企業は、内部者である役員や大株主が有利に株式を売却できるようにしたい場合には、故意的に、先に買付方法不明で自己株式の取得枠設定だ

けを公表して株価を吊り上げておき、その後に ToSTNeT 買付を公表して、内部者から高値で自己株式を取得するという手法が利用可能なのである。

そこで、本章では、株式の大量保有報告制度に基づいて開示されている変更報告書を分析することによって不明 ToSTNeT 買付における株式売却者を特定し、企業が、特定の内部者に便宜を図るために不明 ToSTNeT 買付を利用しているかを調査している。

## 6.1 大量保有報告制度

ToSTNeT 取引では、買主は自己株式取得企業に限定されるが、売主が誰であるかということ特定することは通常困難である。しかしながら、わが国の大量保有報告制度の下で開示される報告書から、ごく一部ではあるが、ToSTNeT 取引における売主を特定することが可能である。そこで、以下では、わが国の大量保有報告制度について概説する。

一般に、金融商品取引法（金商法）における開示制度は、投資家保護の観点から、有価証券の発行者である企業に対して情報開示を求めることが多いが、金商法に基づく大量保有報告制度は、投資家である株主に対して情報開示を求めている。そして、大量保有報告制度の下では、上場会社等に対する株券等保有割合が 5%を超える者（これを大量保有者という）は、保有目的、株券等保有割合、取得資金の内訳等の情報を記載した「大量保有報告書」を提出することを義務付けられている（金商法第 27 条の 23 第 1 項）。さらに、大量保有報告書を提出した後に、株券等保有割合が 1%以上変化した場合や他の記載内容に重要な変更があった場合には、「変更報告書」の提出が求められている（金商法 27 条の 25 第 1 項）。

また、大量保有報告制度では、大量保有報告書および変更報告書の報告方法として、原則的な方法である「一般報告」以外に、証券会社、銀行、保険会社、投資信託会社等、日常の営業活動として大量の株券等の売買を行っている機関投資家に対して、その事務負担等を考慮して、報告頻度や内容等を簡便化した「特例報告」による報告を認めている（金商法第 27 条の 26 第 1 項および第 2 項）<sup>15</sup>。つまり、大量保有報告制度の下では、

- (i) 一般報告による大量保有報告書（金商法第 27 条の 23 第 1 項）
- (ii) 一般報告による変更報告書（金商法第 27 条の 25 第 1 項）
- (iii) 特例報告による大量保有報告書（金商法第 27 条の 26 第 1 項）
- (iv) 特例報告による変更報告書（金商法第 27 条の 26 第 2 項）

の、4 種類の報告書が存在するのである。

従って、持株比率が 5%を超える大株主が、ToSTNeT 取引で 1%以上の株式を売却した場合には、一般報告あるいは特例報告による変更報告書を提出する義務が生じるのである。そして、一般報告による変更報告書内には、「当該株券等の発行者の発行する株券等に関する最近 60 日間の取得又は処分の状況」という記載事項があるので、そこから、変更報

<sup>15</sup> ただし、株券等保有割合が 10%を超える場合や、重要提案行為等を保有目的とする場合には、上記の機関投資家であっても簡便法の特例報告は認められていない。

告書の提出者である大株主が、ToSTNeT 取引で所有する株式をどれくらい売却したかを知ることができる。一方、特例報告による簡便化された変更報告書では、月二回の基準日ベースで直前の報告書からの持株比率の変化が記載されるだけであるので、大株主である提出者の ToSTNeT 取引における売却株数等を正確に知ることはできない。

そこで、本稿では、不明 ToSTNeT 買付 85 個の内、一般報告による変更報告書が提出された 21 個について、次節で、その取引詳細について記述している。なお、分析には含めていないが、特例報告による変更報告書は 2 個提出されており、提出者は何れもメガバンクであった。

## 6.2 不明 ToSTNeT 買付における自己株式取得企業と株式売却者との関係

(表 7 この辺り)

表 7 は、不明 ToSTNeT 買付 85 個の内、一般報告による変更報告書が提出された 21 個について、変更報告書に記載されている売主に関する情報をまとめたものであり、売主の属性に応じて、上から、個人、事業法人、投資ファンドに 3 分類している。

最初に、表右端の売主占有比率のコラムは、売主の売却株数を企業の実際取得株数で除した比率を示したものであるが、21 個中 10 個が 100% であることがわかる。つまり、不明 ToSTNeT 買付の約半数は、一人の大株主によって売却されているのである。また、売主占有比率が 100% でない場合でも、多くの場合が 90% 以上となっている (21 個の平均は 94.71%)。なお、売却者名のコラムに複数の名前が記載されている場合があるが、これは全て共同保有者であるので、実質的には売却者は一人である。このことは、不明 ToSTNeT 買付が、実質的には、企業と特定の大株主との相対取引に近い性質を有していることを示唆するものといえる。

次に、表中央の株価の変動のコラムでは、不明 ToSTNeT 取引に関する株価の変化を載せている。予定取得日数は、 $s$  日において買付方法不明で自己株式の取得枠設定だけが公表された際の予定取得期間の日数である。 $s \sim t$  日の日数は、公表時間が立会時間内か後場終了後かということを考慮した、実質公表日ベースでの取得枠設定公表日 ( $s$  日) から ToSTNeT 買付公表日 ( $t$  日) までの日数である。なお、ToSTNeT 買付の公表は必ず終値が確定する後場終了後であるので、実質公表日ベースでの ToSTNeT 買付公表日と ToSTNeT 買付日は一致する。従って、 $s \sim t$  日の日数が 1 日である場合には、取得枠公表日の翌日に ToSTNeT 買付を実施したということである。 $s-1$  日終値は、取得枠設定公表日前日の終値であるので、通常の ToSTNeT 買付のように、自己株式の取得枠と ToSTNeT 買付を同時に公表していた場合の買付価格である。 $t-1$  日終値は、ToSTNeT 買付日前日の終値であり、翌朝の ToSTNeT 買付の買付価格である。 $t$  日終値は、ToSTNeT 買付日の終値である。

$s-1$  日終値と  $t-1$  日終値を比較すると、21 個中 16 個で株価が上昇していることがわかる。一方、 $t-1$  日終値と  $t$  日終値を比較すると、21 個中 17 個で株価が下落している。また、予定取得日数は、3 日～31 日までとバラつきが大きい 21 個の平均は 16.57 日である

16. 一方、 $s \sim t$ 日の日数は、21個中10個が1日となっている（21個の平均は2.86日）。つまり、自己株式取得企業は、ToSTNeT買付公表の2、3日前に、3、4週間の取得期間で自己株式を取得するという取得枠だけを先に公表することによって、わざわざ高値で自己株式を取得し、買付日には株価は下落しているのである。

(表8この辺り)

自己株式取得企業のこのような行為は、企業が株主である売主に有利となるように意図的に配慮しているのではないかという疑念を想起させるものである。そこで、表8では、変更報告書に加えて、有価証券報告書、役員四季報および大株主総覧を用いて、不明ToSTNeT買付21個に関する、自己株式取得企業と売却者との関係を調査している。

最初に、表からは、売主が個人である場合には、6個中5個で売主自身が自己株式取得企業の取締役を務めていることがわかる。なお、唯一、売主自身が取締役ではなかったNo.4のパイオラックスに関しても、株式を売却していないので表中の売却者名には載せていないが、売主に加藤千江子の共同保有者として、パイオラックスの会長である加藤一彦が社長を務める「(有)ふみじ」の名前が記載されているので、実質的には、全てのケースで売主自身が取締役を務めているといえる。

次に、売主が事業法人である場合には、6個中3個で、売主企業から買主企業に役員が派遣されており、6個中2個で、売主企業が買主企業の「その他の関係会社」となっている。それ以外にも、業務提携や資本提携を結んでいたり、共同出資会社が存在するなど、売主企業と買主企業の間には密接な関係が存在している。

第3に、売主が投資ファンドである場合には、売主企業と買主企業の間にはあまり関係性は見られない。ただ、売主が投資ファンドである9個中4個が、SFP (The SFP Value Realization Master Fund を省略して記載している)、GAS Cayman, Lyxor Japan の3名の共同保有者による売却である。そして、この3名の筆頭保有者である、SFP (Symphony Financial Partners) は、株主提案等を頻繁に行うアクティビストとして、しばしば世間を賑わせているヘッジファンドである。これは、うがった見方をすれば、SFP等3名の共同保有者が買主企業に圧力をかけて、わざと先に取得方法不明で自己株式の取得枠だけを公表させて、その数日後にToSTNeT取引を利用して高値で売り抜けるという、いわばGreenmailer的な行動をとっているとも解釈できる。また、No.16の松風は、非常に出来高が少なく取引が成立しない日も頻繁にある銘柄であるが、SFP等3名の共同保有者は、取得枠公表日からToSTNeT買付日までの2日間 ( $s \sim t$ 日) で5,000株を取得しており、これは、この2日間の出来高13,000株の40%近くを占めている。松風は、取得枠公表と同時に

<sup>16</sup> 自己株式の取得期間の開始日は、取得枠設定公表日 ( $s$ 日) かその翌日であるのが一般的であるので、予定取得日数は  $s \sim t$ 日の日数よりも大きくなるのが通常である。ただし、取得期間の開始日が取得枠設定公表日のかなり先になっている場合が稀にあり、この場合には、予定取得日数が  $s \sim t$ 日の日数よりも小さくなることもある。表7のNo.20 ニッセンホールディングスがそれであり、2012年12月3日に、買付方法不明で2012年12月11日から13日の期間（予定取得期間は3日）に自社株買いを実施する旨を公表し、2012年12月11日にToSTNeT買付を実施している ( $s \sim t$ 日の日数は5日)。

業績の下方修正を公表しており、本来ならば株価は下落すると思われるが、実際には、2日間で1,380円から1,500円に上昇している。そして、SFP等3名の共同保有者は、この吊り上げられた株価1,500円で、保有する株式のほとんどである1,390,300株を売却しているのである。

最後に、表8の売却前後の大株主順位では、不明ToSTNeT買付日前後の大株主総覧に記載されている株主順位の変動を示している。なお、共同保有によって売却者が複数いる場合には、売却株数が最も多かった売却者（売却者名の一番目に記載）の株主順位の変動を載せている。表からは、売却前では、21個中11個の売主が買主企業の筆頭株主であることがわかる。ただし、これは、共同保有者の持株数を加えていない最大売主の順位であるので、実質的には筆頭株主であるケースがさらに多いと思われる。興味深いのは、売主が個人である場合には、売却後も大株主順位にあまり変動はないが、売主が事業法人や投資ファンドである場合には、売却後に大株主ではなくなっているケースが多いということである。このことは、売主が個人である場合には、持株の一部を売却することが多いが、事業法人や投資ファンドの場合には、持株の全てを売却しているケースが多いということを意味している。

以上、表7および表8の結果から、不明ToSTNeT買付の約半数は一人の大株主によって売却されており、不明ToSTNeT買付は、実質的には企業と特定の大株主との相対取引に近い性質を有しているといえる。また、不明ToSTNeT買付における買主企業と売主である大株主との間には、売主自身が買主企業の役員を務めている等、非常に密接な関係があるといえる。

これらの発見事項は、自己株式の買主企業が、内部者である特定の大株主に便宜を図って、あえて高値で自己株式を取得している可能性を示唆するものである。なぜなら、自己株式の取得決議は取締役会で行われるが、不明ToSTNeT買付では、売主自身が取締役である場合や売主企業から役員が派遣されている場合が多く、実際には買主企業がToSTNeTで自己株式を取得する予定であり、またその際の売主が自身や派遣元企業であるということも知っていると考えられるからである。それを、あえて買付方法不明で自己株式取得枠の公表だけを先に行わせて株価を吊り上げておき、その数日後に高値で持株を売却するという一連の行動は、自らを利するために会社の財産を不当に流出させる非倫理的な行為であるといわざるを得ないであろう。

## 7. 不明ToSTNeT買付の問題点

前章までの分析から、不明ToSTNeT買付において、買付方法不明で取得枠設定だけが公表された時点では、市場はそれをAuction買付であると勘違いして過剰に正に反応してしまい、その後のToSTNeT買付の公表に対しては、その調整として負に反応するという結果が得られている。しかしながら、たとえ投資家がAuction買付と誤解して株式を購入したとしても、ToSTNeT買付に応募して保有株を売却すれば損失を被らずに済むはずであり、

また、他の株主も、翌日に株価が下落するということがわかっているならば、ToSTNeT 買付に応募することによって保有株を売却し、その後の立会時間内に同量を買戻せば利益を得ることが可能である。ところが実際には、不明 ToSTNeT 買付の売主は多くの場合で特定の大株主だけである。

そこで本章では、最初に、そもそも個人投資家が企業の ToSTNeT 買付に応募して、保有する株式を売却することが実際に可能であるかどうかを調査している。調査対象は、証券大手 5 社（野村證券、大和証券、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券、SMBC 日興証券、みずほ証券）に、近年の個人投資家の売買代金の 8 割以上がネット証券経由であるということを勘案して、ネット証券大手 7 社（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）を加えた計 12 社であり、これらの証券会社から E-mail および電話によって回答を得ている。

(表 9 この辺り)

表 9 は、その調査結果をまとめたものである。最初に、ネット証券 7 社に関しては、全社とも ToSTNeT 買付に対する顧客の売却注文自体を取り扱っておらず、証券大手 5 社の中でも大和証券に関しては取り扱いがない。次に、大和証券を除く証券大手 4 社に関しては、インターネット経由での売却注文は不可能であるが、コールセンターや支店への代表電話による売却注文は受付時間内であれば可能となっている。ただし、証券大手 4 社の受付終了時間が ToSTNeT 買付日の前日 17:00~17:30 であり、ToSTNeT 買付の公表時間が買付日の前日 16:00 頃から遅いときには 18:00 ということもあるので、時間的制約が大変厳しく、公表時間によっては売却注文が不可能な場合もある。また、証券大手であっても、筆者がコールセンターや支店の代表電話に問い合わせると、そもそも自己株式の ToSTNeT 買付制度自体が全く理解されておらず、後日の回答においても、制度的には可能なようだが過去に前例がないと答える会社もあり、実際にはコールセンターや支店への代表電話による売却注文は不可能であると思われる。

唯一、ToSTNeT 買付に対する売却注文が可能ではないかと思われるのが、証券大手 4 社の大口顧客として支店担当者が付いている場合である。この場合には、担当者に直接電話すれば、営業時間外であっても売却注文が可能である。ただし、この場合にも多額の手数料が発生してしまうという問題が生じる。手数料は証券大手 4 社で若干異なるが、約定金額 300 万円であれば、約 1%にあたる 3 万円ほどを手数料として支払わなければならない。これが、ネット証券であれば通常 1,000 円以下であるので、非常に割高な手数料であるといえる。

最後に、以上の結果を踏まえて、不明 ToSTNeT 買付の制度上の問題点について論じる。東証は、ToSTNeT 買付では、自己株式の取得日や買付内容が事前に公表されているので、全ての株主に売却機会が与えられており、取引の公正性や透明性が確保されているという旨の主張を行っている（「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 日改訂版）。しかしながら、上述のように、個人株主が ToSTNeT 買付で所有株を売却す

ことは事実上不可能であり、他の大株主についても、ToSTNeT 買付公表から売却申込みまでの時間が夜間を含む僅か 16 時間しかないの、そのような短時間に大量の保有株売却の意思決定を行うことは困難であると思われる。これらのことを考えるとき、現行の ToSTNeT 買付制度の下では、全ての株主に平等に株式売却機会が与えられているとはいえないであろう。

さらに、ToSTNeT 買付における買付価格についても問題が存在する。本来、特定の大株主が発行済株式の数パーセントにも当たる大量の保有株式を発行会社に売却する方法としては、発行会社の行う自社株の公開買付に申込みか、発行会社との相対取引によって売却するか、の 2 つしかない。そして、公開買付けにおける買付価格は市場価格を下回っているのが一般的であり、相対取引の場合にも、売主追加請求権を排除するために市場価格から割引かれた価格で取引されるのが普通である。つまり、大株主が大量の株式を発行会社に売却する際には、市場価格を下回る価格で取引が行われるのが一般的ななのである。然るに、ToSTNeT 買付では、実質的には特定の大株主との相対取引にもかかわらず、通常の ToSTNeT 買付ならば買付日前日の市場価格、さらに不明 ToSTNeT 買付の場合には一時的に吊り上げられた市場価格で取引が行われているのである。

このように、現在の ToSTNeT 買付制度の下では、証券会社の対応の不備や時間的制約によって個人株主や他の大株主が事実上排除されており、特定の株主だけが有利に大量の株式を換金可能な仕組みになっている。とりわけ、不明 ToSTNeT 買付に関しては、買付企業は意図的に高値で自己株式を取得しているの、これは会社財産の不当な社外流出に該当しかねず、他の株主や利害関係者にも影響を与える重大な問題を内包しているといえる。

## 8. おわりに

近年、企業の自社株買いが活発化しているが、それに対する日米のアカデミアやマスコミの反応は、概して好意的である。例えば、自社株買いを行う動機については、現在までに多くの研究者によって様々な仮説が提示されているが、その多くは、自社株買いがもたらす便益に焦点を当てたものである。また、自社株買いに対する新聞報道等も、「株主重視への転換」や「ROE の向上」といった好意的な論調が大多数である。

このように、自社株買いに関する正の側面が強調される風潮の中で、米国においては、少数ではあるが、自社株買いの負の側面を指摘する研究も存在する。これらの研究では、企業の内部者が、自社株買いプログラムを利用して、自らを利するタイミングで保有する自社株の取引を行っていることを示す証拠が提示されている。このことは、企業の自社株買いには、大多数の学術研究やマスコミが論じる株主に便益をもたらすという正の側面だけでなく、内部者の機会主義的行動に利用され得るといふ負の側面もあるということを示唆している。

一方、日本では、自社株買いを利用した内部者の機会主義的行動を検証した研究は未だ存在していない。そこで、本稿では、わが国独自の自己株式取得方法である ToSTNeT 買付



を利用した、内部者の機会主義的行動について検証を行っている。

ToSTNeT 買付とは、企業が取得日をあらかじめ公表し、市場内ではあるが前場が開く前の立会時間外に、前日の終値で即時に自己株式を買付ける取得方法である。そして、ToSTNeT 買付には、後場終了後に自己株式の取得枠設定と ToSTNeT 買付が同時に公表される通常の ToSTNeT 買付と、買付方法不明で自己株式の取得枠設定だけが先に開示され、その数日後に ToSTNeT 買付が公表される不明 ToSTNeT 買付の 2 種類が存在する。本稿では、後者の不明 ToSTNeT 買付に焦点を当て、その経済的帰結および企業の動機を調査している。

最初に、検証期間 2008～2012 年の間に実施された定款授権による取締役会決議に基づく自己株式取得を、買付方法で分類したところ、立会時間内にオークション方式によって自己株式を取得する Auction 買付が 1,917 個、取得枠と ToSTNeT 買付の公表が同時に行われる通常の ToSTNeT 買付が 580 個、買付方法不明で取得枠を公表した後に ToSTNeT 買付を公表する不明 ToSTNeT 買付が 85 個、Auction 買付と ToSTNeT 買付の両方を用いる混合買付が 191 個存在していた。そこで、本稿の主目的である不明 ToSTNeT 買付 85 個の観測値を用いて、自社株買い公表周辺の株価の変動を調査したところ、取得枠設定公表日の異常リターンが 3.59%で、その後の ToSTNeT 買付公表までの期間に株価に大きな変化はなく、ToSTNeT 買付日とそれ以降の 2 日間の累積異常リターンが -2.34%であった。

次に、不明 ToSTNeT 買付企業の ToSTNeT 買付公表に対する負の異常リターンの原因を調査するために、Auction 買付および通常の ToSTNeT 買付の自己株式取得公表日の異常リターンを調査したところ、それぞれ、3.90%、0.87%と、Auction 買付と比べて通常の ToSTNeT 買付に対する市場の反応は顕著に低かった。また、自己株式取得公表時点で買付方法が不明であった観測値は全部で 1,900 個存在していたが、その中で結果的に ToSTNeT 買付のみで自己株式を取得した観測値は不明 ToSTNeT 買付の 85 個だけで、残りの 95%以上にあたる 1,815 個の観測値は、Auction 買付を用いて全てあるいは一部の自己株式を取得していた。

これらの結果を踏まえると、不明 ToSTNeT 買付において、最初に買付方法不明で取得枠設定だけが公表された時点では、市場はそれを Auction 買付であると誤認識して過大に反応してしまい、その後 ToSTNeT 買付であることが判明したときに、先の過剰反応に対する調整として負に反応すると考えられる。そこで、回帰モデルを用いて、市場の反応に影響を与えると思われる様々な要因をコントロールした後に、Auction 買付、通常の ToSTNeT 買付、不明 ToSTNeT 買付、混合買付の 4 種類の買付方法の違いが自己株式取得公表日の異常リターンの大きさに与える影響を調査したところ、Auction 買付、不明 ToSTNeT 買付、混合買付の 3 種類の買付方法に対する市場の反応の大きさに有意な差はなく、通常の ToSTNeT 買付に対しては他の買付方法よりも 4%ほど小さく反応するという、市場が不明 ToSTNeT 買付を Auction 買付と誤って認識していることを支持する結果が得られた。

第 3 に、不明 ToSTNeT 買付 85 個における売主を特定するために、一般報告による変更

報告書が提出されている 21 個を調査したところ、半数近くの 10 個が一人の大株主による売却であり、不明 ToSTNeT 買付が、実質的には企業と特定の大株主との相対取引に近い性質を有していることがわかった。また、不明 ToSTNeT 買付における買主企業と売主である大株主の間には、売主自身が買付企業の取締役を務めているなど非常に密接な関係が存在していることが判明した。

最後に、不明 ToSTNeT 買付がなぜ事実上の相対取引であり、他の株主が売却に応募しないのかを調査したところ、個人株主が証券会社を通じて ToSTNeT 買付に売却申込を行うことは、証券会社の対応の不備もあって、実際上不可能であるということがわかった。また他の大株主についても、ToSTNeT 買付公表から売却申込までの時間が夜間を含む僅か 16 時間しかなく、そのような短時間に大量の保有株売却の意思決定を行うことは、現実的には極めて困難であると考えられる。

以上、本稿の発見事項は、自社株買い企業の中には、自社の取締役等の特定の大株主が有利に保有株を売却することを可能にするために、意図的に買付方法不明で自己株式の取得枠設定だけを先に公表して株価を吊り上げ、その後に ToSTNeT 買付を実施して高値で自己株式を取得している企業が存在するというを示している。このような特定の内部者だけに利益を享受させる企業の行動は、会社財産の不当な社外流出に該当しかねず、さらには株主平等の原則にも抵触し得る非倫理的な行為であるといえる。

そして、このような内部者の機会主義的行動を可能にしているのが、現行の ToSTNeT 買付制度であるといえる。現在の ToSTNeT 買付制度の下では、証券会社の対応の不備や時間的制約などから、個人株主や他の大株主の売却機会が事実上排除されており、特定の株主だけが有利に大量の株式を現金化することが可能な仕組みになっている。ToSTNeT 買付制度は、このような内部者の機会主義的行動を許す余地を残さないように、今後改善される必要があるであろう。

## 引用文献

- 江頭憲治郎[2011]「株式会社法第4版」有斐閣.
- 太田浩司・河瀬宏則[2015]「自己株式取得公表に対する短期および長期の市場反応—Market買付とToSTNeT買付の比較—」日本経営財務研究学会第39回全国大会予稿集.
- 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』53(2), 69-80.
- 島田佳憲[2013]「自社株買いと会計情報」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回全国大会予稿集.
- 畠田敬[2009]「自社株買い」花枝英樹・榊原茂樹編著『資本調達・ペイアウト政策』中央経済社, 253-283.
- 堀内勇世[2006]「会社法における定款授権の自己株式取得」大和総研.
- 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』17, 63-81.
- 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』47(8), 31-41.
- 横山淳[2007]「ToSTNeTによる新しい自己株式買付制度」大和総研.
- Allen, F. and R. Michaely. [2003], “Payout Policy,” in G. Constantinides, R. Stulz, and M. Harris eds. *Handbook of the Economics of Finance 1A*, Elsevier, 337-429.
- Babenko, I., Y. Tserlukevich, and A. Vedrashko. [2012], “The Credibility of Open Market Share Repurchase Signaling,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47 (5), 1059-1088.
- Bargeron, L., M. Kulchania, and S. Thomas. [2011], “Accelerated Share Repurchases,” *Journal of Financial Economics* 101 (1), 69-89.
- Bonaimé, A. [2012], “Repurchases, Reputation, and Returns,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47 (2), 469-491.
- Bonaimé, A. and M. Ryngaert. [2013], “Insider Trading and Share Repurchases: Do Insiders and Firms Trade in the Same Direction?,” *Journal of Corporate Finance* 22, 35-53.
- Bonaimé, A., Ö. Öztekin, and R. Warr. [2014], “Capital Structure, Equity Mispricing, and Stock Repurchases,” *Journal of Corporate Finance* 26, 182-200.
- Chan, K., D. Ikenberry, and I. Lee. [2004], “Economic Sources of Gain in Stock Repurchases,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39 (3), 461-479.
- 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 & Accounting* 41 (1-2), 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* 46 (4), 1243-1271.
- Dittmar, A. [2000], "Why Do Firms Repurchase Stock?," *The Journal of Business* 73 (3), 331-355.
- Fried J. [2001], "Open Market Repurchases: Signaling or Managerial Opportunism?," *Theoretical Inquiries in Law* 2 (2), 865-894.
- Fried, J. [2005], "Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases," *California Law Review* 93 (5), 1323-1386.
- Grullon, G. and D. Ikenberry. [2000], "What Do We Know about Stock Repurchases?," *Journal of Applied Corporate Finance* 13 (1), 31-51.
- Grullon, G. and R. Michaely. [2004], "The Information Content of Share Repurchase Programs," *The Journal of Finance* 59 (2), 651-680.
- Hatakeda, T. and N. Isagawa. [2004], "Stock Price Behavior Surrounding Stock Repurchase Announcements: Evidence from Japan," *Pacific-Basin Finance Journal* 12 (3), 271-290.
- Ikenberry, D. and T. Vermaelen. [1996], "The Option to Repurchase Stock," *Financial Management* 25 (4), 9-24.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen. [1995], "Market Underreaction to Open Market Share Repurchases," *Journal of Financial Economics* 39 (2-3), 181-208.
- Lee, S., W. Mikkelson, and M. Partch. [1992], "Managers' Trading Around Stock Repurchases," *The Journal of Finance* 47 (5), 1947-1961.
- Lie, E. [2002], "Do Firms Undertake Self-Tender Offers to Optimize Capital Structure?," *The Journal of Business* 75 (4), 609-639.
- Louis, H., A. Sun, and H. White. [2010], "Insider Trading after Repurchase Tender Offer Announcements: Timing versus Informed Trading," *Financial Management* 39 (1), 301-322.
- Petersen, M. A. [2009], "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches," *The Review of Financial Studies* 22 (1), 435-480.
- Pettit, R., Y. Ma, and J. He. [1996], "Do Corporate Insiders Circumvent Insider Trading Regulations? The Case of Stock Repurchases," *Review of Quantitative Finance and Accounting* 7 (1), 81-96.
- Peyer, U. and T. Vermaelen. [2009], "The Nature and Persistence of Buyback Anomalies," *Review of Financial Studies* 22 (4), 1693-1745.
- Stephens, C. and M. Weisbach. [1998], "Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs," *The Journal of Finance* 53 (1), 313-333.
- Vermaelen, T. [1981], "Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study," *Journal of Financial Economics* 9 (2), 139-183.
- Vermaelen, T. [2005], *Share Repurchases*. Hanover, MA, USA, now Publishers Inc.

表 1 サンプルの選択

市場内外	取得決議会議	買付方法	個数	%
市場内買付	取締役会 (165 条 2 項 or 459 条 1 項 1 号)	(a) Auction 買付	1,917	67.4%
		(b) 通常の ToSTNeT 買付	580	20.4%
		<b>(c) 不明 ToSTNeT 買付</b>	<b>85</b>	<b>3.0%</b>
		(d) Auction と ToSTNeT の混合買付	191	6.7%
		(iii) その他	24	0.8%
(i) 市場外買付	株主総会 (156 条 1 項)	Auction 買付	16	0.6%
		ToSTNeT 買付	4	0.1%
(i) 市場外買付	取締役会 株主総会	公開買付	27	0.9%
		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 個の一般的な自己株式取得の公表をベースとして、そこから(i)～(iii)の観測値を除去している。(i)は市場外での自己株式取得で、具体的には公開買付のことである；(ii)は会社法第 156 条第 1 項に基づく株主総会決議での自己株式取得；(iii)は自己株式取得終了のお知らせがない等の観測値である。最終的に本稿で使用しているサンプルは、市場内での取締役会決議による、(a) Auction 買付 1,917 個 (67.4%)、(b)通常の ToSTNeT 買付 580 個 (20.4%)、(c)不明 ToSTNeT 買付 85 個 (3.0%)、(d) Auction 買付と ToSTNeT 買付の混合買付 191 個 (6.7%) である。なお、本稿の主目的は、不明 ToSTNeT 買付の制度的、倫理的問題を明らかにすることであるので、多くの分析には、表中太字の、(c)不明 ToSTNeT 買付 85 個を用いている。

表 2 サンプルの特徴

パネル A : 年度別		
	個数	%
2008 年	32	37.6%
2009 年	7	8.2%
2010 年	15	17.6%
2011 年	13	15.3%
2012 年	18	21.2%
合計	85	100.0%

パネル B : 市場別		
	個数	%
東証 1 部	68	80.0%
東証 2 部	15	17.6%
マザーズ	2	2.4%
合計	85	100.0%

パネル C : 回数別		
	会社数	%
1 回	54	78.3%
2 回	14	20.3%
3 回	1	1.4%
合計	69	100.0%

パネル D : 法的根拠別		
	個数	%
165 条	75	88.2%
459 条	10	11.8%
合計	85	100.0%

(注) 本表では、表 1 で選択された不明 ToSTNeT 買付 85 個を、パネル A では年度別、パネル B では市場別、パネル C では回数別、パネル D では法的根拠別に分類している。

表3 不明 ToSTNeT 買付の記述統計量

パネル A : 自己株式取得枠に関する情報								
	平均	標準偏差	最小値	25%ile	中央値	75%ile	最大値	<i>n</i>
取得開始までの日数	0.86	1.70	0	0	0	1	11	85
予定取得日数	29.36	29.28	2	11	21	33	152	85
予定取得規模	2.88%	4.13%	0.03%	0.74%	1.40%	2.48%	22.47%	85
予定取得額 (億円)	19.98	33.01	0.42	2.50	6.40	20.00	160.00	85
株数ベース達成率	90.68%	12.82%	33.33%	86.57%	94.51%	100.00%	100.00%	85
金額ベース達成率	81.62%	14.39%	31.06%	74.81%	84.06%	90.72%	100.00%	85

パネル B : ToSTNeT 買付に関する情報								
	平均	標準偏差	最小値	25%ile	中央値	75%ile	最大値	<i>n</i>
<i>s</i> ~ <i>t</i> の日数	6.48	14.03	1	2	3	7	125	85
予定取得日数	1.00	0.00	1	1	1	1	1	85
予定取得規模	2.74%	3.97%	0.03%	0.74%	1.36%	2.30%	22.47%	85
予定取得額 (億円)	16.98	27.54	0.37	2.16	5.99	17.79	144.90	85
株数ベース達成率	94.20%	9.14%	61.00%	90.91%	100.00%	100.00%	100.00%	85
金額ベース達成率	94.20%	9.14%	61.00%	90.91%	100.00%	100.00%	100.00%	85

(注) 本表では、自己株式取得枠および取得企業に関する基本的な情報の記述統計量を載せている。なお、公表日に関しては実質公表日を用いており、取得枠設定については、その公表が立会時間内であれば取得枠設定公表日を *s* 日、後場終了後 (15:00 以降) であれば翌日を *s* 日としている。一方、ToSTNeT 買付については、その公表が必ず終値が確定する後場終了後であるので、ToSTNeT 買付公表日の翌日を *t* 日としている。また、日数は、全て営業日ベースで計算している。

<自己株式取得枠に関する情報>

取得開始までの日数：買付方法不明で自己株式の取得枠だけを公表した日 (*s* 日) から予定取得期間の開始日までの日数；予定取得日数：予定取得期間の開始日から終了日までの日数；予定取得規模：予定取得株式数を発行済株式総数 (自己株式を除く) で除したもの；予定取得額 (億円)：予定取得価額の総額；株数ベース達成率：実際取得株式数を予定取得株式数で除したもの；金額ベース達成率：実際取得価額の総額を予定取得額で除したもの。

<ToSTNeT 買付に関する情報>

*s* ~ *t* の日数：買付方法不明で自己株式の取得枠だけを公表した日 (*s* 日) から ToSTNeT 買付実質公表日 (*t* 日) までの日数；予定取得日数：予定取得期間の開始日から終了日までの日数であるが、ToSTNeT 買付であるので全て 1 日である；予定取得規模：ToSTNeT 買付における予定取得株式数を発行済株式総数 (自己株式を除く) で除したもの；予定取得額 (億円)：ToSTNeT 買付における予定取得価額の総額；株数ベース達成率：ToSTNeT 買付における実際取得株式数を予定取得株式数で除したもの；金額ベース達成率：ToSTNeT 買付における実際取得価額の総額を予定取得額で除したもので、ToSTNeT 買付においては株数ベース達成率と同じになる。

表 4 不明 ToSTNeT 買付の短期異常リターン

Day	AR	t-statistic	Days	CAR	t-statistic
(s = -10)	0.17%	0.62			
(s = -9)	0.04%	0.19	(s = -20, s = -1)	-0.06%	-0.05
(s = -8)	0.32%	1.38			
(s = -7)	-0.43%	-1.65	(s = -20, s = -11)	0.45%	0.61
(s = -6)	-0.19%	-0.90			
(s = -5)	-0.07%	-0.35	(s = -10, s = -1)	-0.51%	-0.78
(s = -4)	0.05%	0.25			
(s = -3)	-0.09%	-0.34	(s = -5, s = -1)	-0.43%	-0.84
(s = -2)	-0.38%	-1.66*			
(s = -1)	0.05%	0.30	(s = -4, s = 0)	3.23%	3.91***
(s = 0)	3.59%	5.61***	(s = -2, s = 0)	3.26%	4.65***
			(s = +1, t = -1) <sup>(ii)</sup>	0.26%	0.40
(t = 0)	-1.21%	-2.86***	(t = 0, t = +2)	-2.34%	-3.72***
(t = +1)	-0.58%	-2.00**	(t = 0, t = +4)	-1.90%	-2.43**
(t = +2)	-0.55%	-2.93***			
(t = +3)	0.02%	0.09	(t = +1, t = +5)	-0.66%	-1.15
(t = +4)	0.42%	1.65			
(t = +5)	0.03%	0.15	(t = +1, t = +10)	-0.70%	-0.85
(t = +6)	0.07%	0.33			
(t = +7)	-0.21%	-1.11	(t = +11, t = +20)	-0.28%	-0.37
(t = +8)	0.17%	0.68			
(t = +9)	0.04%	0.18	(t = +1, t = +20)	-0.98%	-0.95
(t = +10)	-0.11%	-0.49			

(注) 本表は、不明 ToSTNeT 買付における 2つのイベント、自己株式取得枠設定公表日 ( $s = 0$ ) および ToSTNeT 買付公表日 ( $t = -1$ )、周辺の日々の異常リターン (AR) と期間の累積異常リターン (CAR) を、それぞれ、表の左側と右側で示したものである。なお、Event Day については実質公表日を用いており、自己株式取得枠設定の公表については、公表時間が 15:00 以前であれば当日、15:00 以後であれば翌日を Event Day の  $s = 0$  としている。一方、ToSTNeT 買付の公表に関しては、その公表が終値が確定する後場終了後であるので、公表日の翌日を Event Day の  $t = 0$  としている。また、日数は、全て営業日ベースで計算している。

異常リターンはマーケット・モデルを用いて算定しており、推定期間は、 $-220 \leq s \leq -21$  の 200 日間、市場インデックスは企業の上場市場に応じて異なるものを使用しており、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用いている。

イベント期間は 3 つあり、(i)  $-20 \leq s \leq 0$  の 21 日間、(ii)  $s = +1 \sim t = -1$  の期間、(iii)  $0 \leq t \leq +20$  の 21 日間である。なお、(ii) の期間は、自己株式取得枠設定から ToSTNeT 買付公表までの期間で観測値によって異なっているので、累積異常リターンの平均値を、 $(s = +1, t = -1)$ <sup>(ii)</sup> で示している。観測値数は表 1(c) の 85 個である。

\* 10%水準で有意 \*\* 5%水準で有意 \*\*\* 1%水準で有意。



表 5 自己株式取得枠設定公表時における買付方法の開示と市場の反応

パネル A：同時公表を含む全観測値									
取得枠公表時における 買付方法の開示	(a) Auction 買付		(b)通常の ToSTNeT 買付		(c)不明 ToSTNeT 買付			(d)混合買付	
	個数	$AR_{(0)}$	個数	$AR_{(0)}$	個数	$AR_{(s=0)}$	$AR_{(t=0)}$	個数	$AR_{(0)}$
(i) Auction 買付を明示	284	4.47%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9 <sup>a</sup>	5.21%
(ii) ToSTNeT 買付を明	n/a	n/a	580	0.87%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
(iii) 買付方法が不明	1,633	3.80%	n/a	n/a	85	3.59%	-1.21%	182	4.25%
合計	1,917	3.90%	580	0.87%	85	3.59%	-1.21%	191	4.30%

パネル B：同時公表を含まない観測値									
取得枠公表時における 買付方法の開示	(a) Auction 買付		(b)通常の ToSTNeT 買付		(c)不明 ToSTNeT 買付			(d)混合買付	
	個数	$AR_{(0)}$	個数	$AR_{(0)}$	個数	$AR_{(s=0)}$	$AR_{(t=0)}$	個数	$AR_{(0)}$
(i) Auction 買付を明示	108	4.37%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4 <sup>a</sup>	6.87%
(ii) ToSTNeT 買付を明示	n/a	n/a	505	0.80%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
(iii) 買付方法が不明	793	3.97%	n/a	n/a	26	4.11%	-2.11%	97	3.80%
合計	901	4.02%	505	0.80%	26	4.11%	-2.11%	101	3.92%

(注) 本表は、自己株式の取得枠設定公表時における買付方法の開示と、市場の反応の関係を調査したものである。表中の列は、自己株式の事後的な買付方法によって、(a) Auction 買付、(b) ToSTNeT 買付、(c) Auction 買付と ToSTNeT 買付の混合買付、(d)不明 ToSTNeT 買付の4つに分類したものであり、表1のサンプル選択の(a)~(d)に対応している。表中の行は、取得枠設定公表時における買付方法の開示内容によって、(i) Auction 買付を明示、(ii) ToSTNeT 買付を明示、(iii)買付方法が不明の3つに分類したものである。なお、買付方法が不明である観測値の多くは、買付方法が記載されていないものであるが、稀に、Auction 買付と ToSTNeT 買付の両方を示唆する記述を載せている観測値も存在している。

パネル A は、取得枠設定公表日の同日に決算発表あるいは業績・配当予想修正を開示している観測値（同時公表）を含む、全観測値を用いた場合の結果であり、パネル B は、そのような同時公表を行っている観測値を除いた場合の結果である。

取得枠設定公表日のマーケット・モデルに基づく異常リターンが、 $AR_{(0)}$ の列で示されている。なお、(c)不明 ToSTNeT 買付に関しては、取得枠設定公表日の異常リターンが  $AR_{(s=0)}$ 、その後の ToSTNeT 買付実質公表日の異常リターンが  $AR_{(t=0)}$ の列で示されている。

<sup>a</sup> 混合買付は、事後的に、Auction 買付と ToSTNeT 買付の両方を用いて自己株式を取得した観測値であるので、全ての観測値が取得枠設定公表時点では買付方法不明であるべきだが、誤って Auction 買付と明示していた観測値が、パネル A で 9 個、パネル B で 4 個存在していた。

表 6 買付方法による短期の市場反応の比較

Variables	同時公表を含む全観測値		同時公表を含まない観測値	
	coefficient	t-statistic	coefficient	t-statistic
<i>constant</i>	0.0396	2.05**	0.0042	0.20
<i>MeijiAucDummy</i>	0.0047	1.07	0.0017	0.41
<i>NormalTosDummy</i>	-0.0391	-8.05***	-0.0396	-10.43***
<i>FumeiTosDummy</i>	-0.0088	-1.54	-0.0008	-0.13
<i>MixDummy</i>	-0.0011	-0.32	-0.0072	-0.91
<i>PlanSize</i>	0.5117	19.11***	0.4360	16.89***
<i>PlanDays</i>	-0.0001	-1.94*	-0.0000	-2.01**
<i>LagReturn</i>	-0.0245	-2.43**	-0.0358	-3.50***
<i>LN MVE</i>	-0.0027	-2.29**	-0.0037	-3.09***
<i>BMR</i>	0.0030	2.07**	0.0016	0.68
<i>Cash</i>	0.0040	1.85*	0.0042	1.40
<i>CF</i>	0.0076	2.62***	-0.0017	-0.40
<i>Leverage</i>	-0.0039	-0.57	-0.0126	-1.58
<i>SDReturn</i>	1.2050	6.93***	1.2128	7.97***
<i>SDCF</i>	-0.0019	-0.17	0.0182	1.68*
<i>SmallMKT</i>	-0.0048	-1.47	-0.0022	-0.66
<i>Industry Dummies</i>	Included		Included	
<i>Year Dummies</i>	Included		Included	
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>	0.231		0.334	
<i>N</i>	2,667		1,466	

(注) 本表は、同時公表を含む場合と含まない場合の観測値を用いて、以下の回帰式を推定した結果を載せている。なお、同時公表とは、自己株式取得枠公表日の同日に決算発表あるいは業績・配当予想修正を開示している観測値のことである。係数推定値の検定統計量の算定には、Petersen (2009)の示す、企業と年度の Two-way クラスター頑健手法による標準誤差を用いている。

$$\begin{aligned}
 AR0_{ijt} = & \alpha_0 + \alpha_1 MeijiAucDummy_{ijt} + \alpha_2 NormalTosDummy_{ijt} + \alpha_3 FumeiTosDummy_{ijt} + \alpha_4 MixDummy_{ijt} \\
 & + \alpha_5 PlanSize_{ijt} + \alpha_6 PlanDays_{ijt} + \alpha_7 LagReturn_{ijt} + \alpha_8 LN MVE_{ijt} + \alpha_9 BMR_{ijt} + \alpha_{10} Cash_{ijt} + \alpha_{11} CF_{ijt} \\
 & + \alpha_{12} Leverage_{ijt} + \alpha_{13} SDReturn_{ijt} + \alpha_{14} SDCF_{ijt} + \alpha_{15} SmallMKT_i + \beta Industry Dummies_i \\
 & + \gamma Year Dummies_y + \varepsilon_{ijt},
 \end{aligned} \quad (1)$$

ただし、*AR0*：自己株式取得枠公表日における異常リターン；*MeijiAucDummy*：Auction 買付を明示している Auction 買付なら 1、それ以外はゼロのダミー変数；*NormalTosDummy*：通常の ToSTNeT 買付なら 1、それ以外はゼロのダミー変数；*FumeiTosDummy*：不明 ToSTNeT 買付なら 1、それ以外はゼロのダミー変数；*MixDummy*：混合買付なら 1、それ以外はゼロのダミー変数；*PlanSize*：予定取得規模で、予定取得株式数を発行済株式総数（自己株式を除く）で除したもの；*PlanDays*：予定取得日数で、予定取得期間の開始日から終了日までの日数；*LagReturn*：取得公表日 20 日前から 1 日前までの累積異常リターン；*LN MVE*：取得公表日の前月末の株式時価総額に自然対数をとったもの；*BMR*：取得公表日の直近四半期末における簿価時価比率；*Cash*：取得公表日の直近四半期末における現金・預金および短期有価証券を株式時価総額で除したもの；*CF*：取得公表日の直近第 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株式時価総額で除したもの；*Leverage*：取得公表日の直近四半期末における総負債を総資産で除したもの；*SDReturn*：取得公表日 210 日前から 11 日前までの 200 日間の株式リターンの標準偏差；*SDCF*：直近 6 半期の営業キャッシュフローの標準偏差を株式時価総額で除したもの；*SmallMKT*：東証 2 部かマザーズ上場企業なら 1、それ以外はゼロのダミー変数；*Industry Dummies*：日経中分類に基づく産業ダミー変数；*Year Dummies*：年度ダミー変数であり、下添字 *i*, *y*, *j* は、それぞれ、企業、年度、番目を表している。また、ダミー変数を除く全ての変数は、極値上下 1% で Winsorize している。

\* 10%水準で有意 \*\* 5%水準で有意 \*\*\* 1%水準で有意.

表7 不明 ToSTNeT 買付における株式売却者（変更報告書による記載）

No.	買主 自己株式取得企業名	不明 ToSTNeT 買付 <sup>a</sup>				株価の変動 <sup>b</sup>					売主 <sup>c</sup>		
		買付日 ( <i>t</i> 日)	予定取得 株数	発行済株 数比率	実際取得 株数	予定取 得日数	<i>s</i> ~ <i>t</i> 日 の日数	<i>s</i> -1 日 終値	<i>t</i> -1 日 終値	<i>t</i> 日 終値	売却者名	売却株数	売主占有 比率
1	DCM ホルディングス	20101004	2,500,000	1.62%	2,500,000	20 日	1 日	397	423	402	<b>&lt;個人&gt;</b>		
2	DCM ホルディングス	20120703	3,000,000	2.06%	3,000,000	21 日	1 日	565	593	557	鏡味順一郎	2,500,000	100.00%
3	ステラケミファ	20121031	200,000	1.64%	200,000	22 日	2 日	1,429	1,578	1,500	鏡味順一郎	2,585,800	86.19%
4	パイオラックス	20110823	200,000	1.53%	160,000	17 日	11 日	1,802	1,735	1,684	深田純子	151,800	75.90%
5	クリナップ	20090513	1,200,000	2.50%	1,200,000	31 日	2 日	430	497	480	加藤千江子	160,000	100.00%
6	飯田産業	20100106	600,000	1.98%	600,000	19 日	13 日	1,551	1,591	1,567	タカヤス（井上強一）	1,170,700	97.56%
7	高砂熱化学工業	20120215	1,250,000	1.61%	1,150,000	28 日	1 日	633	623	623	森和彦	584,800	97.47%
8	昭和産業	20090311	2,000,000	1.12%	2,000,000	10 日	1 日	269	281	277	<b>&lt;事業法人&gt;</b>		
9	綜合臨床HD	20121225	11,258	10.81%	10,775	24 日	1 日	72,900	77,700	75,400	パナソニック	1,150,000	100.00%
10	栄研化学	20090203	2,200,000	10.92%	2,000,000	20 日	2 日	644	672	655	双日、双日食料	2,000,000	100.00%
11	天昇電気工業	20110520	1,110,000	6.53%	1,110,000	12 日	4 日	92	99	105	シーエーシー	10,775	100.00%
12	アジア航測	20090410	1,900,000	12.52%	1,900,000	14 日	3 日	191	315	254	日立ハイテクノロジーズ	2,000,000	100.00%
13	アグロカネショウ	20080219	500,000	7.47%	500,000	22 日	4 日	771	750	750	三井物産	1,110,000	100.00%
14	前沢工業	20080723	2,200,000	10.71%	2,200,000	23 日	1 日	220	242	267	ロケーションビュー	1,900,000	100.00%
15	キングジム	20080403	3,575,400	11.53%	3,446,200	6 日	2 日	795	895	850	<b>&lt;投資ファンド&gt;</b>		
16	松風	20080325	1,600,000	10.08%	1,600,000	10 日	2 日	1,380	1,500	1,480	SFP, GAS Cayman, Lyxor Japan	406,000	81.20%
17	江崎グリコ	20081217	14,000,000	10.97%	14,000,000	8 日	1 日	1,042	1,035	956	SFP, GAS Cayman, Lyxor Japan	1,684,700	76.58%
18	ユーシン	20100120	1,349,000	4.22%	1,349,000	26 日	1 日	536	593	557	SFP, GAS Cayman, Lyxor Japan	3,446,200	100.00%
19	ニッセンホールディングス	20081029	10,000,000	16.45%	10,000,000	5 日	1 日	400	388	377	SFP, GAS Cayman, Lyxor Japan	1,390,300	86.89%
20	ニッセンホールディングス	20121211	2,873,000	4.53%	2,787,100	3 日	5 日	318	329	328	Steel Partners, Liberty Square	13,252,000	94.66%
21	日本社宅サービス	20120912	1,000,000	22.47%	695,200	7 日	1 日	282	362	315	RHJ International SA	1,349,000	100.00%
											Sparx Asset Management	9,505,000	95.05%
											THN, THN Cayman	2,736,540	98.19%
											ジャフコ	690,000	99.25%

(注) 本表は、85 個の不明 ToSTNeT 買付の内、一般報告による変更報告書から売主を特定できた 21 個に関して、売主を、個人、事業法人、投資ファンドに分類して、その概要を示している。

<sup>a</sup> 買付日 (*t* 日) は ToSTNeT 買付実施日付、予定取得株数は ToSTNeT 買付での予定取得株数、発行済株数比率は予定取得株数を発行済株式総数（自己株式数を除く）で除した比率、実際取得株数は ToSTNeT 買付により取得した株数を表している。

<sup>b</sup> *s* 日は買付方法不明で自己株式の取得枠設定を公表した日、*t* 日は ToSTNeT 買付公表日（ToSTNeT 買付日）である。なお、公表時間が立会時間内か後場終了後かということを考慮した実質公表日ベースを用いているので、終値が確定する後場終了後に公表される ToSTNeT 買付公表日は、翌日の ToSTNeT 買付日と一致している。また、予定取得日数は、*s* 日に公表された取得枠設定における自己株式取得期間の日数である。

<sup>c</sup> 変更報告書は複数の共同保有者で提出されることが多いが、全ての共同保有者が所有する株式を売却しているわけではない。そこで、売却者名のコラムでは、株式を売却した者の名前だけを記載している。また、売却株数は ToSTNeT 買付に応募することによって売却された株数で、売主占有比率は売却株数を実際取得株数で除した比率を表している。

表 8 不明 ToSTNeT 買付における自己株式取得者と売却者との関係

買主		売主 <sup>a</sup>						備考	
No.	自己株式取得企業名	売却者名	売却前後の大株主順位	営業上の取引関係/業務提携	互いに資本提携	共同出資会社	自身が役員/役員派遣		その他の関係会社
<b>&lt;個人&gt;</b>									
1	DCM ホールディングス	鏡味順一郎	1→1				○		鏡味順一郎は取締役相談役、DCM の創業者の一人
2	DCM ホールディングス	鏡味順一郎	2→6				○		鏡味順一郎は取締役相談役、DCM の創業者の一人
3	ステラケミファ	深田純子	1→1				○		深田純子は会長兼社長
4	パイオラックス	加藤千江子	7→9						加藤千江子は会長で創業家の加藤一彦の近親者
5	クリナップ	タカヤス (井上強一)	2→2				○		タカヤスは社長の井上強一の資産管理会社
6	飯田産業	森和彦	1→1				○		森和彦は代表取締役会長
<b>&lt;事業法人&gt;</b>									
7	高砂熱化学工業	パナソニック	10→n/a	○	○				
8	昭和産業	双日, 双日食料	2→2	○		○			
9	総合臨床HD	シーエーシー	1→4	○	○		○	○	社外取締役の高橋久はシーエーシーの執行役員を兼務
10	栄研化学	日立ハイテクノロジーズ	1→n/a	○					
11	天昇電気工業	三井物産	2→2	○		○	○	○	複数の取締役が三井物産出身
12	アジア航測	ロケーションビュー	2→n/a		○		○		役員 1 名兼任, LV への貸付金 234 百万円を特別損失
<b>&lt;投資ファンド&gt;</b>									
13	アグロカネショウ	SFP, GAS Cayman, Lyxor Japan	3→7						
14	前沢工業	SFP, GAS Cayman, Lyxor Japan	1→n/a						
15	キングジム	SFP, GAS Cayman, Lyxor Japan	1→n/a						
16	松風	SFP, GAS Cayman, Lyxor Japan	1→n/a						GAS Cayman, Lyxor Japan が t-1 日に 3,800 株を取得
17	江崎グリコ	Steel Partners, Liberty Square	1→n/a						Steel Partners による敵対的買収の News (Greenmailer)
18	ユーシン	RHJ International SA	1→n/a				○	○	複数の取締役が RHJ International SA 出身
19	ニッセンホールディングス	Sparx Asset Management	2→n/a						
20	ニッセンホールディングス	THN, THN Cayman	2→2						THN はアドバンテッジパートナーズが設立したファンド
21	日本社宅サービス	ジャフコ	1→n/a		○				

(注) 本表は、表 7 の不明 ToSTNeT 買付 21 個に関して、自己株式取得企業（買主）と売却者（売主）との関係載せている。なお、出典は、変更報告書、有価証券報告書、役員四季報および大株主総覧である。

<sup>a</sup> 売却前後の大株主順位は、不明 ToSTNeT 買付日（t 日）前後の大株主総覧に記載されている株主順位の変動を示している。なお、共同保有によって売却者が複数いる場合には、売却株数が最も多かった売却者（売却者名の一番目に記載）の株主順位の変動を載せている。営業上の取引関係/業務提携は売主と買主との間に営業上の取引あるいは業務提携契約が存在する場合、互いに資本提携は売主と買主が株式持合いをしている場合、共同出資会社は売主と買主の相互出資会社が存在する場合、自身が役員/役員派遣は売主自身が買主企業の役員あるいは売主企業から買主企業に役員が派遣されている場合、その他の関係会社は売主企業が買主企業のその他の関係会社である場合に、白丸を付している。

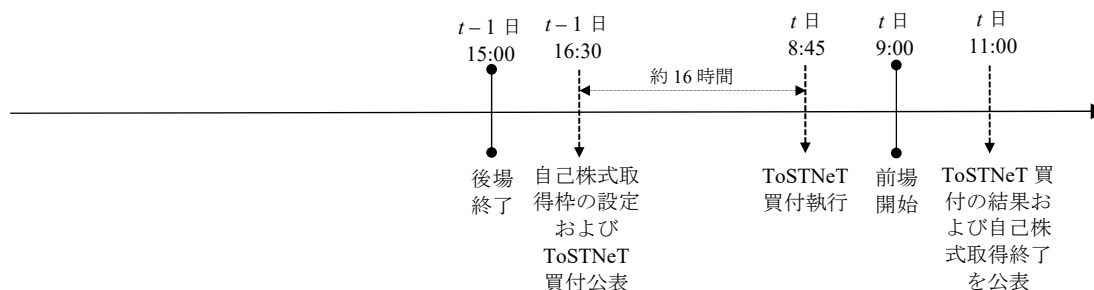
表9 ToSTNeT 買付への売却応募に関する証券会社の対応状況

証券会社	インターネット	コールセンターおよび支店への代表電話
<b>&lt;証券大手5社&gt;</b>		
		△
野村證券	×	<ul style="list-style-type: none"> <li>・買付前日 17:10 までに支店の代表電話へ申込すれば可能.</li> <li>・支店担当者が付いていれば, 営業時間外の電話申込が可能.</li> <li>・手数料は, 約定代金 300 万円で 29,247 円 (0.975%) .</li> </ul>
大和証券	×	×
		△
SMBC 日興証券	×	<ul style="list-style-type: none"> <li>・買付前日 17:30 までに支店の代表電話へ申込すれば可能.</li> <li>・支店担当者が付いていれば, 営業時間外の電話申込が可能.</li> <li>・手数料は, 約定代金 300 万円で 30,780 円 (1.026%) .</li> </ul>
		△
みずほ証券	×	<ul style="list-style-type: none"> <li>・コールセンター等では申込不可能.</li> <li>・支店担当者が付いていれば, 営業時間外の電話申込が可能.</li> <li>・手数料は, 約定代金 300 万円で 28,620 円 (0.954%) .</li> </ul>
		△
三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券	×	<ul style="list-style-type: none"> <li>・買付前日 17:00 までに支店の代表電話へ申込すれば可能.</li> <li>・支店担当者が付いていれば, 営業時間外の電話申込が可能.</li> <li>・手数料は, 約定代金 300 万円で 29,052 円 (0.968%) .</li> </ul>
<b>&lt;ネット証券7社&gt;</b>		
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	×	×

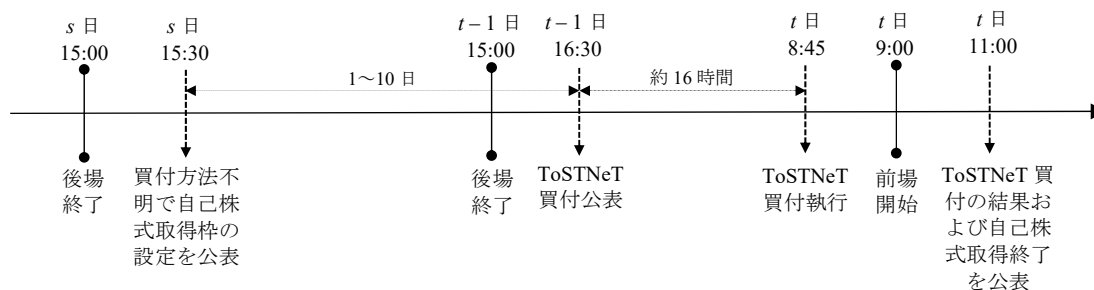
(注) 本表は, ToSTNeT 買付への売却応募に関する証券会社の対応状況を, 証券大手 5 社およびネット証券大手 7 社について調査した結果を示している. 調査方法としては, 各証券会社から E-mail および電話によって回答を得ている.

図1 通常の ToSTNeT 買付と不明 ToSTNeT 買付の実施日程例

## (a) 通常の ToSTNeT 買付の実施日程例

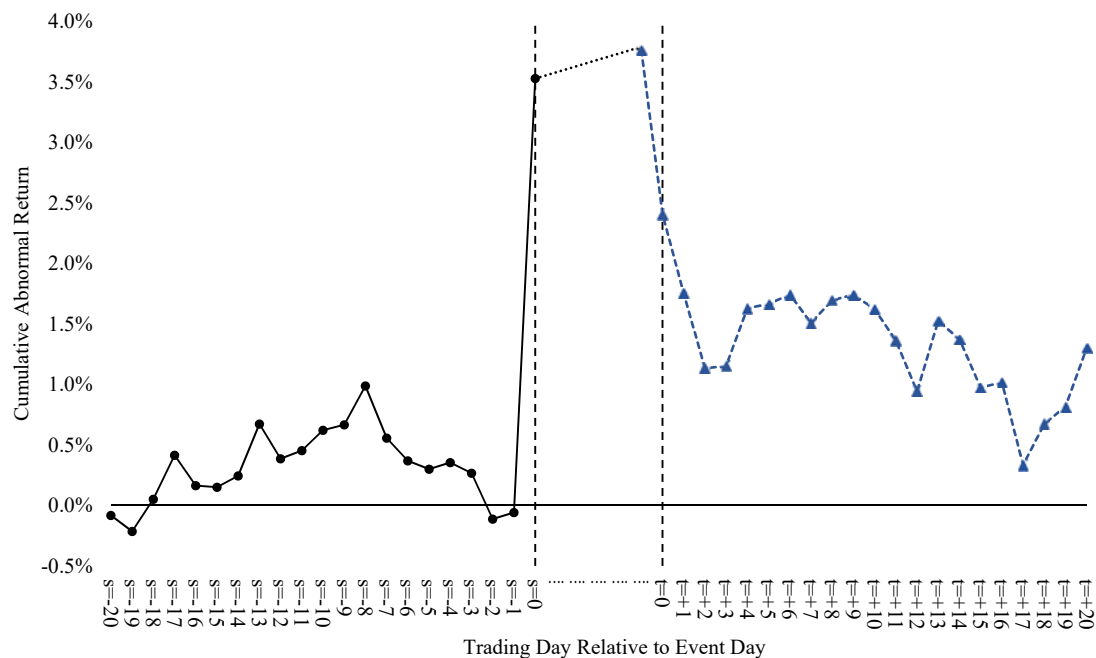


## (b) 不明 ToSTNeT 買付の実施日程例



(注) 本図は、通常の ToSTNeT 買付と不明 ToSTNeT 買付の実施日程例を図示したものである。(a)の通常の ToSTNeT 買付とは、自己株式取得枠の設定と ToSTNeT 買付の公表が同時に行われる ToSTNeT 買付である。(b)の不明 ToSTNeT 買付とは、先に買付方法不明で自己株式の取得枠設定だけが公表され、その後、具体的な ToSTNeT 買付の内容が公表されるという形式の ToSTNeT 買付である。

図2 不明 ToSTNeT 買付における自己株式取得枠設定と ToSTNeT 買付公表前後の累積異常リターン



(注) 本図は、不明 ToSTNeT 買付における 2つのイベント、自己株式取得枠設定公表日 ( $s=0$ ) および ToSTNeT 買付公表日 ( $t=-1$ )、周辺の累積異常リターンを図示したものである。なお、Event Day については実質公表日を用いており、自己株式取得枠設定の公表については、公表時間が 15:00 以前であれば当日、15:00 以後であれば翌日を Event Day の  $s=0$  としている。一方、ToSTNeT 買付の公表に関しては、その公表が終値が確定する後場終了後であるので、公表日の翌日を Event Day の  $t=0$  としている。また、日数は、全て営業日ベースで計算している。

異常リターンはマーケット・モデルを用いて算定しており、推定期間は、 $-220 \leq s \leq -21$  の 200 日間、市場インデックスは企業の上場市場に応じて異なるものを使用しており、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用いている。

イベント期間は 3 つあり、(i)  $-20 \leq s \leq 0$  の 21 日間、(ii)  $s=+1 \sim t=-1$  の期間、(iii)  $0 \leq t \leq +20$  の 21 日間である。なお、(ii) の期間は、自己株式取得枠設定から ToSTNeT 買付公表までの期間で観測値によって異なっているので、その期間の平均累積異常リターンを示している。観測値数は表 1(c) の 85 個である。