

自社株買いの買付手法と資本市場への 経済的帰結に関する日米の研究

市場外買付に関する文献サーベイ

河瀬 宏則

要 約

本稿では自社株買いの公表に対する資本市場への経済的帰結に関する日米の先行研究をサーベイしている。本稿の特徴は、買付手法ごとに先行研究をまとめている点であり、この観点からサーベイした研究は筆者の知るかぎり存在しない。多くの自社株買いの公表は平均的には、統計的に有意に正の市場反応となることが知られているが、相対取引に限って自社株買いの公表が平均的に負の市場反応をもたらすことがあるなど、買付手法ごとに区別を行う必要性は明らかである。本稿の結論は、わが国の今後の自社株買い研究において買付手法を区別して証拠を蓄積することを要求するものである。なお、本稿では市場外買付に関する先行研究のみを取り上げており、Market買付などの市場内買付に関する先行研究については河瀬（2015b）を参照されたい。

1. はじめに

本稿は企業が行う自社株買い行動のうち、市場内買付の先行研究の文献

サーベイを行った河瀬(2015b)に対して、市場外買付の先行研究の文献サーベイを行っている。問題意識については河瀬(2015b)と同様であるが、本稿の特徴は、自社株買いの具体的な買付手法ごとに区分して先行研究を概観している点である。これまでの文献サーベイでは、自社株買いに関する仮説を切り口にまとめられている。しかし、河瀬(2015b)で示したように、買付手法ごとに自社株買いの経済的特徴は大きく異なる¹。そのため、買付手法を区分することは自社株買いを理解するうえで重要であるといえる。しかし、筆者が知る限りではそうした文献サーベイは存在しておらず、この点が本稿の新規性である。

また、自社株買い公表は一般的に Good News であると認識されているようである。しかし、過度のペイアウトは財務困窮リスクを高めるので Bad News にもなる可能性がある。こうした問題意識から、資本市場の反応について検証した先行研究に焦点を当ててサーベイを行う。

本稿は次節でわが国の市場外買付にかかる自社株買い制度のあらましと、自社株買いのリターンを説明する支配的な仮説について説明する。3節では市場外買付による自社株買いのアナウンスメント効果について検証した先行研究をサーベイし、4節では本稿の総括を行う。

2. 自社株買いのディスクロージャー環境と自社株買いの市場反応の背景

自社株買い制度の歴史的変遷については河瀬(2015b)を参照されたい。そのうえで市場外買付特有の制度について説明を行う。

市場外買付にかかるディスクロージャーについて、例えば上場企業が公開買付の実施を決議した場合には、新聞等で、自社株買いの目的、価格、株数、期間等の情報を公告するとともに(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

¹ 本稿では買付方法を市場内買付(Market買付など)と市場外買付(公開買付、相対取引など)に分類している。後ほど、詳細な説明を行う。

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）。

つづいて、証券取引所によって要求される開示（TDnet 開示）については、上場企業が自社株買いに関する決議を行った場合には決議内容を TDnet 上で開示する必要があるが、市場内で買い付ける場合には、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）。一方、市場外で公開買付によって自己株式を買い付ける場合には、買付等の目的、自己株式の取得に関する決議内容、買付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）。また、市場外で公開買付を行う場合には公開買付終了時に応募結果を開示しなければならない。

以上のように、市場内買付と同様に市場外買付においても、情報開示について金商法開示と TDnet 開示との2つの規定があるが、市場外買付でも TDnet 開示を活用するのが望ましい。その理由は、市場外買付、とくに公開買付について EDINET による公開買付開始の公告日が主に TDnet での公表後となることに加え、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。他に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定義する研究もあるが、これも TDnet での開示よりも遅くなる点でアナウンスメント効果を正しく測定する観点からは問題があると言えよう。

以上、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。自社株買いの動機およびアナウンスメント効果を説明する、シグナリング仮説とフリー・キャッシュ・フロー仮説については河瀬（2015b）を参照されたい³。また、河瀬（2015b）と同様に Grullon and Ikenberry（2000）

² 公開買付による自社株買いの手続に関しては、松尾（2013, p. 255）を参照されたい。また、「公開買付届書」および「公開買付報告書」は EDINET から入手可能である。

³ この他の仮説については Hsieh and Wang（2009b）を参照されたい。

に従って、シグナリング仮説は将来のキャッシュ・フローが好転するとの見込みを経営者が有しているとの新情報の提供という意味で用いており、市場が自社株買い企業の株価を過小評価しているとアピールするものは過小評価仮説と、区別して議論することとしたい。

3．市場外買付

3.1．米国における市場外買付

3.1.1．制度の説明

米国の市場外での買付手法には公開買付と相対取引とがある。このうち、公開買付には固定価格の公開買付（以後、公開買付）、ダッチ・オークションによる公開買付（以後、ダッチ・オークション買付）がある⁴。相対取引は企業が特定の株主から直接買い付ける手法である。ただ、他の2つの買付手法に比べて使われることの少ない手法である。まず、公開買付では、企業は2つのプロセスの後に買付を行う。プロセスの1段階目には、企業は自社株について公開買付を行うことを宣言し、特定の期間における株式の応募を株主へ向けて募る。ここでは公表時に単一の、特定の公開買付価格と予定買付割合を提示し、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。そしてプロセスの2段階目では株主からの応募の状況が示されるが、このとき応募が予定買付割合を上回った場合に、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。一方で応募が予定買付割合を下回れば、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。これらのプロセスを経た後で、初めて自社株買いを行う。

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

⁴ 日本で実施されている公開買付は固定価格の公開買付のみを指しており、買付プロセスもほとんど相違ない。ダッチ・オークションによる買付もまた公開買付ではあるが、固定価格の公開買付のみを公開買付と呼称し、ダッチ・オークションによる公開買付をダッチ・オークション買付とすることとした。

の公開買付とは異なり、買付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、提示された価格が低い順番に並び替え、企業が買い付けたい株数に達したところで、買付価格を決定し、そこに含まれる株式を買い付ける。そして、企業が決定した価格より高い価格で応募された株式については全て株主に返却される。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いれば、株主分布のなかでも自社に対して最も低い評価をしていた株主から優先的に買い付けるように機能すると指摘している。つまり、ダッチ・オークション買付では公開買付よりも株主の自社株買い企業の評価に対する不均一性を緩和するものと考えられよう。

公開買付およびダッチ・オークション買付は市場内買付に比べれば件数は多くないが、公表後の異常リターン（または累積異常リターン；CAR，買い持ち異常リターン；BHAR）や買付割合が相当に大きいことが知られており、こうした特性から、Hsieh and Wang（2009a）は短期間で多量に自社株を買い付けることが可能であり、資本構造改革や買収対策として望ましいと指摘している。

3.1.2. 公開買付とダッチ・オークション買付

公開買付から観察されるアナウンスメント効果

公開買付は Rule10b-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さから研究対象とされてきた。そしてまた、Market 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。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アナウンスメント効果および買付規模を上回っている⁵。

この領域の研究は大きく3つに分けられる。1つ目は公開買付の公表に対する市場反応そのものを検証する研究、2つ目は公開買付から生じるアノマリーに着目した研究、そして3つ目は公開買付の公表に対する市場反応を他の買付手法と、特にダッチ・オークション買付と比較した研究である。

公開買付公表日周辺の市場反応に関する研究は、まず公開買付の公表によって、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、Market 買付と比較して大きなアナウンスメント効果が確認されており、そこからアナウンスメント効果が生じる理由について焦点が当てられることとなった。なかでも公開買付プレミアムが公表日周辺の異常リターンを支配的に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)。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明らかに統計的に有意であると断じることはできない。このことは、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。

河瀬 (2015b) で示されたように、Market 買付と同じく公開買付においても、その市場反応の大部分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⁶。この場合、公開買付プレミアムの大きさは、ペイアウト水

⁵ 公開買付プレミアムは負である場合もあるが、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。

準というよりもむしろ経営者が評価する価格と比べて現在の株価が安いという、過小評価を伝える変数であると理解されている。

間接的に過小評価を検出する、公表前リターン、企業規模、時価簿価比率そして動機の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Market買付とは異なり、ほとんどゼロである。ただ、Market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）。時価簿価比率ではなく、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、Market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、河瀬 (2015b) 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、Market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ボランティアに、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

⁶ ただし、このRIMの計算においては様々なバイアスが考えられ、過小に算定されてしまうものが多いものの、過小評価の程度が正しく測定されているかについては、今後の研究の蓄積が必要である。こうした事情もあって、D'Mello and Shroff (2000) の他にRIMを使って過小評価の程度を測定した研究は、筆者の知る限り島田 (2013) と Bonaimé *et al.* (2014) のみである。

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。

公開買付の公表に関連するアナマリー

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; Vermaelen, 1981; Dann, 1981; Comment and Jarrell, 1991; Ahn *et al.*, 2001)。表 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 (Vermaelen, 1981; Dann, 1981)。

しかし、Lakonishok and Vermaelen (1990) はこうした公開買付公表後の価格のピヘイピアに関する特徴を利用して、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で、異常リターンを稼得可能であること、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しており、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、情報の非対称性からこの異常リターンを説明している⁷。以

⁷ こうした結果は Peyer and Vermaelen (2009) でも確認されており、流動性によって説明されない点は同じであるが、投資家にとっては市場価格より公開買付価格が高くて、そうした好条件はすでに自分以外の誰かに占有されており、自分が享受することはできないと考えるためかもしれないとの、行動経済学的な指摘を行っている。ただし、あくまでインプリケーションを指摘したに過ぎず、実証結果はいまだ得られていない。

上のとおり，米国の公開買付について説明した。他の買付手法との比較についてはダッチ・オークション買付に関する説明の後に行うこととする。

表1 パネルA 米国の市場外買付研究：公開買付データ

論文名 ジャーナル名	リターンの測定方法	同時 公表	公表時 リターン (%)	公表前 リターン (%)	長期 リターン (%)	買付 プレミアム (%)	予定 買付 割合 (%)
Masulis (1980) JFE	生リターン	×	16.90 [-1,1]	-0.41 [-40,-2]		23.0	16.0
Vermaelen (1981) JFE	コントロール・ポート フォリオ・リターンの 超過分, CAR		15.22 [-1,1]	2.14 [-60,-2]		22.7	15.1
Dann (1981) JFE	生リターン	×	16.74 [-1,1]	-0.84 [-20,-2]		22.5	15.3
Lakonishok and Vermaelen (1990) JOF	CRSP 価値加重イン デックス・リターンの 超過分, CAR	×	12.54 [-10,ex+5]		23.11 [3m,24m]	21.8	17.1
Comment and Jarrell (1991) JOF	マーケット・リターン の超過分, CAR		11.00 [-1,1]			20.6	18.8
Hertzel and Jain (1991) JAE	CRSP 均等加重イン デックス・リターンの 超過分, CAR	×	10.10 [-1,1]			16.7	14.8
Kamma, Kanatas and Raymar (1992) JFI	S&P Composite Index によるマーケット・モ デル [-260,-140]	×	7.86 [-1,1] 4.82 [-1,ex+1]	1.51 [-140, -2]		19.2	24.8
Perfect, Peterson and Peterson (1995)	CRSP 価値加重イン デックスによるマー ケット・モデル[-205, -6;ex3,ex202]	×	10.25 [0,1]				
D'Mello and Shroff (2000) JOF	CRSP 価値加重イン デックス・リターンの 超過分, CAR	×	14.10 [-1,1]	5.50 [-261, -11]		22.9	17.3
Ahn, Cao and Choe (2001)	CRSP 均等加重イン デックス・リターンの 超過分, CAR	×	7.45 [0,0]	0.93 [-25,-1]		17.3	19.5
Anderson and Dyl (2004) FM	CRSP 均等加重イン デックス・リターンの 超過分, CAR	×	13.31 [-1,1]			24.7	24.7

(注) ジャーナル名は略記しているが、詳細は表6を参照されたい。同時公表は買付公表周辺で企業から開示された情報についてコントロールしているかを表している。買付プレミアムは直近の市場価格に対して提示される買付価格のプレミアム分を表している。予定買付割合は公表された予定買付株数を発行済株式総数で除した値である。大括弧内はウィンドウの日数を表している。ただし数字にmが添えられている場合、ウィンドウの数字は月数を表す。例えば[-1,1]は公表1営業日前から公表1営業日後までのウィンドウを表している。exは公開買付応募期間終了日を指している。

表1 パネルA 米国の市場外買付研究：公開買付データ

論文名 ジャーナル名	リターンの測定方法	同時 公表	公表時 リターン (%)	公表前 リターン (%)	長期 リターン (%)	買付 プレミアム (%)	予定 買付 割合 (%)
Louis and White (2007) JFE	(1)マーケット・リターンの超過分, CAR	×	14.96 [0.2] by (1)	-1.42 [-.67, -.5]	31.27 [1m, 36m]	27.9	
	(2)Daniel et al (1997)のマッチド・ポートフォリオを使ったBHAR				1.02 [3y monthly] by (3)		
	(3)Carhartの4ファクター・モデルによるCTPアプローチ						
Peyer and Vermaelen (2009)	CRSP均等加重インデックスによるマーケット・モデル	×	8.73 [-1, 1]			22.2	29.4
Louis, Sun and White (2010) FM	規模・簿価時価比率・モメンタム調整済みマッチド・ポートフォリオ・リターンの超過分, CAR	×	14.03 [-1, 1]		30.41 [1m, 36m]		25.3 ^a
Dunn, Fayman and McNutt (2011) FM	CRSP均等加重インデックスによるマーケット・モデル [-250, -10]	×	6.97 [-1, 1]			18.6	35.4

(注) ジャーナル名は略記しているが、詳細は表6を参照されたい。同時公表は買付公表周辺で企業から開示された情報についてコントロールしているかを表している。買付プレミアムは直近の市場価格に対して提示される買付価格のプレミアム分を表している。予定買付割合は公表された予定買付株数を発行済株式総数で除した値である。大括弧内はウィンドウの日数を表している。ただし数字にm, yが添えられている場合、ウィンドウの数字はそれぞれ月数、年数を表す。例えば[-1, 1]は公表1営業日前から公表1営業日後までのウィンドウを表している。

(a) 予定買付割合ではなく、実際に買い付けた株式数を発行済株式総数で割ったものを示している。

ダッチ・オークション買付から観察されるアナウンスメント効果

ダッチ・オークション買付はBagwell (1992)によれば、米国で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。そして公開買付との買付プロセスが類似していることもあり、多くの研究では公開買付とセットで比較・検証するものが多く、ダッチ・オークション買付単独でアナウンスメント効果を検証した先行研究は少ない。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、そのなかでアナウンスメント効果についても検証を行っている。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

表1 パネルB 米国の市場外買付研究：公開買付レビュー

論文名 ジャーナル名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Masulis (1980) JFE	1963 1978年, NYSE・ASE 上場 企業を対象, 199件	公開買付のアナウンスメント効果を検証。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。	公開買付によるアナウンスメント効果を確認。さらにアナウンスメント効果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) JFE	1962 1977年, WSJ から収集, 131件	自社株買いを公開買付とMarket 買付を別個にアナウンスメント効果について検証。またアナウンスメント効果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。	公開買付によりアナウンスメント効果が確認されており、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、内部者保有がアナウンスメント効果を説明することを明らかにしている。
Dann (1981) JFE	1962 1976年, NYSE・ASE 上場企業を対象, 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。自社株公開買付のアナウンスメント効果を、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。	公開買付によるアナウンスメント効果を確認。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) JOF	1962 1986年, NYSE・AMEX・ OTC 企業を対象, 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、自社株公開買付のアナウンスメント効果を検証。また、長期のアナウンスメント効果についても検証。	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) JOF	1984 1989年, 上場企業と OTC 企業対象, 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、Market 買付をアナウンスメント効果について比較。	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。アナウンスメント効果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アナウンスメント効果を支配的に説明する一方で、買付規模はアナウンスメント効果を有意に説明しない。

表1 パネルB 米国の市場外買付研究：公開買付レビュー

論文名 ジャーナル名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Hertznel and Jain (1991) JAE	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, Kanatas and Raymar (1992) JFI	1985 1989年7月, NYSE, AMEX, NASDAQ 上場, 63件	公開買付とダッチ・オークション買付のアナウンスメント効果を、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、アナウンスメント効果に影響を与えると考えられる買付および企業の特性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・オークション買付のほうがアナウンスメント効果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, Peterson and Peterson (1995)	1978 1990年3月, WSJ, 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アナウンスメント効果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間のアナウンスメント効果を検証したところ、有意な差は観察されていない。
D'Mello and Shroff (2000) JOF	1970 1989年, NYSE, AMEX, NASDAQ 上場 企業を対象, 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, Cao and Choe (2001)	1983 1992年, Dow Jones News Retrieval Service から収集, 65件	公開買付のアナウンスメント効果について、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と異ならないことがわかった。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。
Anderson and Dyl (2004) FM	1970 1999年, Hertznel and Jain (1991), Nohel and Tarhan (1998)の サンプルに加えて 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アナウンスメント効果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。

表1 パネルB 米国の市場外買付研究：公開買付レビュー

論文名 ジャーナル名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Louis and White (2007) JFE	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アナウンスメント効果を検証。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アナウンスメント効果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。この理由については、(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, Sun and White (2010) FM	1984 2003年, 111件	公開買付とダッチ・オークション買付のアナウンスメント効果および長期の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ない。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のがわかった。
Dunn, Fayman and McNutt (2011) FM	1994 2006年, SEC 開示を対象, 85件	自社株公開買付とダッチ・オークション買付のアナウンスメント効果について、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アナウンスメント効果はダッチ・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、アナウンスメント効果が有意に低くなることがわかった。

の買付プレミアムはアナウンスメント効果の大きさと正の相関があることなど、およそ公開買付と同様の知見が得られている⁸。従って、ダッチ・オークション買付の特徴を捉える目的からは、公開買付との比較を行うことが望ましいため、公開買付とダッチ・オークション買付について比較を行う。

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・オークション買付はその取引の性質が近いこともあり、両者を比較した検証が行われることが多い⁹。はじめに、記述統計量について比較する。表1パネルA、表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%であり、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は大きいようである¹⁰。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に思われる。実際に、両買付手法間の記述統計量の差は、概ね統計的にも有意な差であることが確認されている（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、統計的に有意にアナウンスメント効果は大きくなることを報告している。一方で、ダッチ・オークション買付の場合には統計的に有意にアナウンスメント効果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、

⁸ Bagwell (1992) では、応募終了とともに按分比例によって買い付けることを公表した場合はさらに、統計的に有意な負のリターンを観察している。

⁹ Lie (2002) のように、両者を区別することなく取り扱う研究もある。ただし、買付手法を区別して検証するという本稿の目的から、こうした研究は考察対象外とする。

¹⁰ ダッチ・オークション買付の買付プレミアムとしては、公表時の買付プレミアムの最大値の平均を採用している。

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。

こうした両者の差については, 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傾向が確認されている(Comment and Jarrell, 1991; Kamma *et al.*, 1992)。また, 株式の内部者保有については公開買付およびダッチ・オークション買付公表直後の四半期に, 正味の内部者の売り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は, 公表直後の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, 内部者によるインセンティブもまた, 買付手法の選択に関係しているようである。

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, 公開買付とダッチ・オークション買付の買付プレミアムや予定買付割合, アナウンスメント効果については差が小さくなっているようである。これは先行研究で観察されてきた公開買付のアナウンスメント効果が近年の研究ほど小さくなっていることがその原因であると考えられよう。

3.1.3. 相対取引による自社株買い

グリーンメールによる相対取引

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と言えよう。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對一(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

表2 パネルA 米国の市場外買付研究：ダッチ・オークション買付データ

論文名 ジャーナル名	リターンの測定方法	同時 公表	公表時 リターン (%)	公表前 リターン (%)	長期 リターン (%)	買付 プレミアム 最大値 (%)	予定 買付 割合 (%)
Comment and Jarrell (1991) JOF	マーケット・リターン の超過分, CAR		7.90 [-1.1]			12.8	15.6
Bagwell (1992) JOF	CRSP 均等加重マ ーケット・リターンの超 過分	x	7.67 [0.0]	0.00 [-60, -10]		17.2	20.1
Kamma, Kanatas and Raymar (1992)	S&P Composite Index によるマーケット・モ デル [-260, -140]	x	6.90 [-1.1, +1] 6.55 [-1.1, ex +1]	2.06 [-140, -2]		16.7	17.4
Perfect, Peterson and Peterson (1995)	CRSP 価値加重イン デックスによるマー ケット・モデル [-205, -6; ex3, ex202]	x	6.10 [0.1]				
Ahn, Cao and Choe (2001) JBF	CRSP 均等加重イン デックス・リターンの 超過分, CAR	x	6.59 [0.0]	-0.01 [-25, -1]		16.4	17.1
Louis and White (2007) JFE	(1)マーケット・リタ ーの超過分, CAR (2)Daniel et al(1997) のマッチド・ポート フォリオによる BHAR (3)Carhart 4ファクター・ モデルによるCTP アプローチ	x	9.94 [0.2] by (1)	-3.36 [-67, -5]	24.67 [1m, 36m] by (2) 0.84 [3y monthly] by (3)		27.6
Louis, Sun and White (2010) FM	規模・簿価時価比率・ モメンタム調整済み マッチ・ポートフォリ オ・リターンの超過分, CAR	x	9.14 [-1.1]		20.25 [1m, 36m]		13.5 ^a
Dunn, Fayman and McNutt (2011) FM	CRSP 均等加重イン デックスによるマー ケット・モデル [-250, -10]	x	6.13			16.8	16.6

(注) ジャーナル名は略記しているが、詳細は表6を参照されたい。同時公表は買付公表周辺で企業から開示された情報についてコントロールしているかを表している。買付プレミアムの最大値は直近の市場価格に対する、企業が提示した買付価格のプレミアムの枠の最大値を表している。予定買付割合は公表された予定買付株数を発行済株式総数で除した値である。大括弧内はウィンドウの日数を表している。ただし数字にmが添えられている場合、ウィンドウの数字は月数を表す。例えば[-1.1]は公表1営業日前から公表1営業日後までのウィンドウを表している。exは公開買付応募期間終了日を指している。

(a) 予定買付割合ではなく、実際に買い付けた株式数を発行済株式総数で除した値を示している。

表2 パネルB 米国の市場外買付研究：ダッチ・オークション買付レビュー

論文名 ジャーナル名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Comment and Jarrell (1991) JOF	1984 1989年 上場・OTC 企業 を対象, 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、Market 買付をアナウンスメント効果について比較。	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、アナウンスメント効果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) JOF	1981 1988年, NYSE, AMEX, NASDAQ 上場 企業を対象, 31件	サンプルをダッチ・オークション買付に限定してアナウンスメント効果および公表前後の 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, Kanatas and Raymar (1992)	1985 1989年 7月, NYSE, AMEX, NASDAQ 上場 企業を対象, 57件	公開買付とダッチ・オークション買付のアナウンスメント効果を、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、アナウンスメント効果に影響を与えると考えられる買付および企業の特性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アナウンスメント効果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, Peterson and Peterson (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アナウンスメント効果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間のアナウンスメント効果を検証したところ、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, Cao and Choe (2001) JBF	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アナウンスメント効果について、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。
Louis and White (2007) JFE	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アナウンスメント効果を検証。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アナウンスメント効果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。

表2 パネルB 米国の市場外買付研究：ダッチ・オークション買付レビュー

論文名 ジャーナル名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Louis, Sun and White (2010) FM	1984 2003年, 163件	ダッチ・オークション買付と公開買付のアナウンスメント効果および長期の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, Fayman and McNutt (2011) FM	1994 2006年, SEC開示を対象, 141件	自社株公開買付とダッチ・オークション買付のアナウンスメント効果について、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アナウンスメント効果はダッチ・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、アナウンスメント効果が有意に低くなることがわかった。

資家や企業)である点(Peyer and Vermaelen, 2005)等で興味深いものである。

1980年代まではグリーンメールに関連した相対取引による自社株買いが多く、そのためこの領域では、表3パネルBからわかるように、企業の所有権(control)に関連する研究が多い¹¹。特に、米国の大量保有報告書であるSchedule13D(以後、13D)の開示を、グリーンメール取引における一連の取引の開始時点として、相対取引を終了時点として株式市場の反応を観察した研究が多い(Bradley and Wakeman, 1983; Dann and DeAngelo, 1983; Mikkelsen and Ruback, 1985, 1991; Klein and Rosenfeld, 1988)。表3パネルAのとおり、これらの研究では一貫して、相対取引のアナウンスメント周辺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%の値を取るようである。このようにアナウンスメント効果が負となるのは、相対取引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

¹¹ 敵対的買収の結末として行われる、市場価格を上回るプレミアムを付けた相対取引による自社株買いについては、米国では一般的にグリーンメールと呼ばれる。この場合には、自社株買いの公表とともに、スタンドスティル協定(standstill agreement)についても開示されることが多い。

過小評価仮説のいずれでもなく、経営者のエントレンチメント仮説(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のための行動だが、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¹²。その結果、負のアナウンスメント効果が観察されることから、経営者の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。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。

グリーンメール以外の相対取引

以上のように、相対取引の領域ではグリーンメール取引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取引は行われていない(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取引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)が、グリーンメール取引が行われなくなった理由とされている¹³。

そのため、近年の研究では、グリーンメール取引とそれ以外を区別して、アナウンスメント効果を検証している(Chang and Hertz ,2004 ; Peyer and

¹² Bradley and Wakeman (1983) は経営者のエントレンチメント仮説という用語を用いていないけれども、Jensen and Meckling (1976) のエージェンシー問題から、経営者が保身のために行動する可能性を指摘しており、結局のところ、Dann and DeAngelo (1983) とそれほど主旨は異ならないと思われる。

¹³ グリーンメールを規制する法案を採択したのは、Arizona, Michigan, Minnesota, Mississippi , New York , Tennessee , Wisconsin 州である。詳細については Matheson and Olson(1991) を参照されたい。またグリーンメール取引に関する課税の詳細については Omnibus Budget Reconciliation の Section5881を参照されたい。

Vermaelen, 2005)。サンプル全体ではグリーンメール取引が含まれるため、正負の判断はできないものの、表3パネルAから、Chang and Hertzelt(2004)では1%水準で統計的に有意に1.49%になることを報告している。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に正のアナウンスメント効果を確認している。

これらのグリーンメール以外の相対取引で正のリターンが確認されることについて、Chang and Hertzelt(2004)は大株主が企業価値に与える影響から説明している。例えば内部者保有の比率が高い場合には、内部者もまた株主であるからエージェンシー問題が緩和されるため、企業価値が増加すると説明している。一方で、経営に携わる内部者自身が保有することに伴うエントレンチメント効果によって企業価値が減少すると説明している。また外部の大株主においては経営者をモニタリングする機能が期待されることから、エージェンシー問題が緩和され、企業価値の増加が期待される。しかし、経営者と大株主の関係が強くなりすぎることから内部者との結託により、株主間での利害対立が生じる可能性が高まる。その結果、特定の大株主以外の株主の富は毀損されるかもしれないと説明している。そして、こうした大株主を排除し、企業価値に与える影響を解消する役割がグリーンメール以外の相対取引に期待されていると説明している。特に相対取引の相手方について、内部者は創業者である場合、外部者は企業である場合にそれぞれ正のアナウンスメント効果が増幅されることを明らかにしている。

Peyer and Vermaelen(2005)はさらに、公表後2年の長期の異常リターンについても検証しており、この場合はプレミアムが正の取引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、グリーンメール取引とそれ以外とでは経済的帰結が明らかに異なることがわかる。ただし、この領域はコーポレート・ガバナンスに関する研究を通じて得られた知見を前提に相対取引の自社株買いのアナウンスメント効果を説明している面がある。

表3 パネルA 米国の市場外買付：相対取引研究データ

論文名 ジャーナル名	リターンの測定方法	同時 公表	公表時 リターン (%)	公表前 リターン (%)	買付 プレミアム	予定買付 割合 (%)
Bradley and Wakeman (1983) JFE	マーケット・モデル [- 300 , - 61]		- 2.85 [- 1.1]	0.62 [- 60 , - 2]	8.5	10.7
Dann and DeAngelo (1983) JFE	マーケット・モデル [- 100 , - 41 and 41 , 100]		- 1.77 [- 1.0]	- 4.92 [- 40 , - 2]	9.8	10.2
Mikkelsen and Ruback (1985) JFE	マーケット・モデル [- 260 , - 61]	×	- 2.29 [- 1.0]			7.6
Klein and Rosenfeld (1988) JFR	マーケット・モデル [d - 199 , d - 50]		- 3.27 [- 1.0]		22.4	12.3
Mikkelsen and Ruback (1991) RJE	マーケット・モデル [d - 320 , d - 61]		- 3.24 [- 1.0]		2.8	12.9
Chang and Hertzell (2004) TFR	マーケット・モデル [- 220 , - 21]		- 0.48 [- 1.0]		6.3	10.5
Peyer and Vermaelen (2005) JFE	マーケット・モデル [20 , 255]		1.81 [- 1.1]		1.9	13.0

(注) ジャーナル名は略記しているが、詳細は表6を参照されたい。同時公表は買付公表周辺で企業から開示された情報についてコントロールしているかを表している。買付プレミアムは直近の市場価格に対して提示される買付価格のプレミアム分を表している。予定買付割合は公表された予定買付株数を発行済株式総数で除した値である。大括弧内はウィンドウの日数を表している。例えば[- 1 , 1]は公表1営業日前から公表1営業日後までのウィンドウを表している。dは自社株買いの公表日ではなく、大量保有報告書が開示される日を表している。

そのため、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。

3.2. 日本の市場外買付

3.2.1. 日本の市場外買付に関する法制度

わが国の市場外買付には公開買付と相対取引があるが、米国とは違いダッチ・オークション買付は行われていない。ここではまずそれぞれの買付手法に関わる諸制度について述べる。なお、相対取引についてアナウンスメント効果を検証した先行研究は確認できなかったため、制度について述べるのみ

表3 パネルB 米国の市場外買付：相対取引研究レビュー

論文名 ジャーナル名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Bradley and Wakeman (1983) JFE	1974 1980年, WSJ から収集, 139件	相対取引による自社株買いのアナウンスメント効果について検証。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、アナウンスメント効果を検証。	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) JFE	1977 1980年, WSJ から収集, 58件	相対取引によるアナウンスメント効果が、経営者のエントレン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。	相対取引のアナウンスメント効果は負であり、経営者のエントレンチメント仮説が支持されている。
Mikkelson and Ruback (1985) JFE	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) JFR	1979 1983年, WSJ から収集, 77件	相対取引についてアナウンスメント効果を検証している。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、アナウンスメント効果を検証している。	相対取引による自社株買いのアナウンスメント効果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、負のアナウンスメント効果が観察されている。
Mikkelson and Ruback (1991) RJE	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アナウンスメント効果を確認しているが、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、これらのアナウンスメント効果は相対取引が所有権に関連している場合、スタンドスティル協定が存在する場合に負に大きくなる。
Chang and Hertzal (2004) TFR	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、スタンドスティル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。	公表時のアナウンスメント効果について、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。また両者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。

表3 パネルB 米国の市場外買付：相対取引研究レビュー

論文名 ジャーナル名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Peyer and Vermaelen (2005) JFE	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アナ ウンスメント効果を検証。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。	公表時のアナウンスメント効果につ 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。

とする。

公開買付の買付プロセスについては、米国のものとほぼ同じであるが、異なる点として、買付に関する情報開示はTDnetを通じて公表される。次に、公開買付の応募期間終了時での企業の意思決定でも異なっている。株主からの応募株式数が予定買付割合を上回る場合には、米国と違って、追加的に買い付けることはできず、按分比例で買い付けるのみである。一方で株主からの応募株式数が予定買付割合を下回る場合には米国では公開買付を中断することが可能であるが、わが国ではこれは認められない（金商法27条の22の2第2項）。

つづいて相対取引による買付は会社法160条で定められているが、企業が特定の株主から自社株を買い付けるにあたっては、株主総会の決議が必要であり、そこでは議決権を有する株主が過半数出席し、かつ当該株主の3分の2以上の賛成が必要である（会社法160条1項、同法309条第2項¹⁴）。株主総会への付議を取締役会で決定したときには、これを適時開示することが要求されており、そこで自社株買いの内容を確認することができる。なかでも特徴的なのは、相対取引を行う特定の株主の名前が公表される点である（江頭、2014）。また、こうした開示は、企業が少数株主の富を毀損することの

¹⁴ 例外として、子会社との相対取引による自社株買いについては取締役会決議によって行うことが可能である。また、売主である株主に議決権はない。

ないよう、少数株主が相対取引に参入する機会（売主追加請求権）を提供する点でも有用である（会社法160条2項および3項）。ただ、株価が市場価格以下であれば、これを通知する必要はない（会社法161条）。なお、定款の規定があれば売主追加請求権を排除することも可能であるが、この定款変更については株主全員の同意が必要である（会社法164条）。

なお、相対取引は公開買付よりも実施されることが稀な買付手法である。この理由は、公開買付で設定される買付プレミアムが負である場合には、この買付は実質的に相対取引と指摘されており（Vermaelen, 1981）、なおかつこの場合がわが国公開買付の主流であること（河瀬, 2015a）が考えられる。つまり、わが国の相対取引は公開買付と代替関係にあり、さらに公開買付の利用がより一般的である。また河瀬（2015b）でも ToSTNeT 3 取引を用いた自社株買い（ToSTNeT 買付）が相対取引に近い特性を有していることを指摘した。相対取引は株主総会決議が必要になるため、年に一度しか実施する機会がない。そのため、より機動的に、取締役会決議に基づいて実施可能な公開買付や ToSTNeT 買付を選択するのかもしれない¹⁵。

3.2.2. 日本の公開買付

わが国の公開買付の先行研究の概要を表4 パネル A から確認しておく、先行研究で示された公開買付プレミアムの平均値は、-4.56%~5.00%を取るようであるが、米国と比べて負の値を取っていることがわかる。これは、Vermaelen（1981）が述べていたように、米国の公開買付では相当に大きな正のプレミアムを付加することが一般的であり、日本の特徴として注目すべき点である。そして、負の買付プレミアムは過小評価仮説から説明することはできないため、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。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%~24.64%の株式数

¹⁵ なお、上述したように、相対取引の性格をもつ公開買付は買付プレミアムが負のときであるから、公開買付と ToSTNeT 買付のどちらを使うかの選択については株主と企業のあいだの力関係によって決定されているのかもしれないが、これは今後の研究課題としたい。

を提示するようである。先行研究によってその買付割合には大きな差があるが、近年では買付割合の平均値が大きくなってきていることが指摘されよう。そして公表時の平均異常リターンは0.02%~3.40%の値を取るようである。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、これは公開買付で提示される市場価格に対するプレミアムが小さく、裁定機会が小さいためであると理解されている。

しかし、わが国の公開買付研究については数少なく、いまだ初期研究の段階であり、なかでもリサーチ・デザインについて3つの問題点が挙げられる。1つは、買付手法区別の問題である。これは、この領域にある研究においては既にクリアしているけれども、何より多くの日本の自社株買いの研究では、買付手法について区別していないことが多い。そのためか、公開買付にのみ対象を限定して検証を行った論文は、本領域に対する知見を提供している論文6本のうち、Zhang (2002)、牧田 (2002)を除けば、松浦 (2002)、石川 (2007)、山口 (2008)、河瀬 (2015a)の4本しかない。この問題点を理解し、知見を蓄積していくことが求められよう。

次なる問題は、部分評価問題である。河瀬 (2015b) で指摘したように、この問題をクリアするには商法211条および会社法165条等を準用した会社法156条のもとで行われた自社株買いに限定する必要がある。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 (2015a)のみである。なお表4パネルAのように、河瀬 (2015a) で観察されている公開買付プレミアムの平均値は-4.56%と、どの先行研究よりも負に大きいことが分かる。これは公開買付における裁定機会が生じていないために、先行研究のなかで最も小さなアナウンスメント効果が観察されることが予想されるが、それにもかかわらず河瀬 (2015a) で観察された公表日の異常リターンは2.81%と、Zhang (2002)を除けば最も大きなアナウンスメント効果が観察されている。同時公表問題に対する処理も考えられようが、同時公表について処理を行った石川 (2007) の平均公開買付プレミアムの値が2.24%であることを勘案すれば、石川 (2007) を上回る異常リターンが観察されたことは、同時公表問題に加えて部分評価問題をクリアしたことに起因すると考えられる。

最後に公開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取引による自社株買いの側面があると指摘した。また、米国の先行研究からは公開買付プレミアムが正であり、市場価格に対して相当なプレミアムが付加されていることが一般的であることが知られている。すなわち、これまで米国で構築されてきた仮説や発見された知見は、公開買付において正の公開買付プレミアムが付加されている場合に限る。従って、日本で観察されているような、公開買付プレミアムが負であるようなイベントに対しては、米国での公開買付とは質的に異なる可能性が高い。このことは、わが国の公開買付を分析するにあたって、公開買付プレミアムが正であるか負であるかによって別個に分析する必要性を示している。この観点から分析したわが国の研究には河瀬 (2015a) があり、公開買付プレミアムが正であるものを打歩サンプル、割引サンプルに分割して検証を行っている。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¹⁶。

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を検証するに留まっている。河瀬 (2015a) の回帰分析の結果からは、公開買付プレミアムによって支配的に公表日周辺の異常リターンが説明されるようである。公開買付プレミアムが有意に説明することは過小評価仮説を支持しているようでもあるが、単に裁定機会を捉えている可能性もある。過小評価仮説を検証するには公開買付応募終了後の株価の動向を踏まえて検証する必要があるだろう。そしてまた、わが国の公開買付研究はなぜ公開買付で異常リターンが生じるのか、いつ公開買付を行うのか、どのように公開買付を行うのか、つまり公開買付プレミアムはどのように設定されるのか等、研究課題は数多い。今後の分析の発展が望まれるところである。

¹⁶ 表4パネルAには示していないが、打歩サンプルの公開買付プレミアムの平均値は7.68%、割引サンプルでは-8.83%である。そして公開買付公表日周辺の異常リターンが打歩サンプルで5.17%、割引サンプルで1.99%と、明らかに割引サンプルが全体サンプルの異常リターンを押し下げていることが伺える。

表4 パネルA 日本の市場外買付：公開買付研究データ

論文名 ジャーナル名	リターンの測定方法	同時 公表	公表時 リターン (%)	公表前 リターン (%)	長期 リターン (%)	買付 プレミアム (%)	予定 買付 割合 (%)
Zhang (2002) PBFJ	マーケット・モデル [- 250, - 61]	×	3.40 [- 1.2]	2.16 [- 24, - 2]		5.0	7.6
牧田 (2002) SAJ	TOPIX リターンの超 過分	×	0.99 [0.0]	- 1.73 [- 10, - 1]		- 0.3	
松浦 (2002) 紀要	TOPIX リターンの超 過分,	×	0.02 [0.0]	- 0.06 [- 10, - 1]		- 2.5	6.6
石川 (2007) 著書	TOPIX リターンの超 過分,		2.60 [0.0]	正 [- 10, - 1]		2.2	24.6
山口 (2008) 紀要	TOPIX リターンの超 過分, CAR	×	0.40 [- 1.1]	- 0.68 [- 5, - 2]		- 1.7	6.6
河瀬 (2015a) SAJ	マーケット・モデル [- 280, - 31]		2.81 [0.0]	正 [- 30, - 1]		- 4.6	13.5

(注) ジャーナル名は略記しているが、詳細は表6を参照されたい。同時公表は買付公表周辺で企業から開示された情報についてコントロールしているかを表している。買付プレミアムは直近の市場価格に対して提示される買付価格のプレミアム分を表している。予定買付割合は公表された予定買付株数を発行済株式総数で除した値である。大括弧内はウィンドウの日数を表している。例えば[- 1, 1]は公表1営業日前から公表1営業日後までのウィンドウを表している。また、公表前リターンのコラムにある「正」は、数値では表示されていないものの、文献中で視覚的に正の値が確認されたことを表している。

4. おわりに

本稿では買付手法を区分し、市場内買付による自社株買いの公表によって生じるアナウンスメント効果に関する日米の先行研究の文献サーベイを行った河瀬(2015b)に対して、市場外買付の先行研究について文献サーベイを行った。河瀬(2015b)を踏まえて本稿から得られた問題点を2つ指摘することとする。

1つ目の問題点は、河瀬(2015b)でも指摘しているが、自社株買いに對する市場反応への固定観念があることが挙げられる。表5は、平均的なアナウンスメント効果の正負について示しているが、買付手法によっては、特に米国で相対取引では負になることがあることを示した。わが国では相対取引に関する知見が得られていないが、わが国でも同じことが予想される。河瀬(2015b)で指摘したように、企業がMarket買付を期待させておいて実際にはToSTNeT買付を実施するなどの意図的なミスリーディングが判明した場

表4 パネルB 日本の市場外買付：公開買付研究レビュー

論文名 ジャーナル名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Zhang (2002) PBFJ	1995 1999年10月, 野村證券より 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 Market 買付と公開買付に分割し,比 較してアナウンスメント効果 を検証。	公開買付のアナウンスメント効果は Market 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) SAJ	1996 1999年3月, 東証一部上場企業 (金融業・電気ガ ス業除く)を対象, 25件	Market 買付と比較して公 開買付のアナウンスメント効 果を検証。	公開買付のアナウンスメント効果は 統計的に有意に正であるが, Market 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。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) 紀要	1997年5月 2001年8月, 東証上場企業 (金融業除く), 34件	消却目的の自社株公開買付 だけに限定して, アナウンス メント効果を検証。	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) 著書	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 アナウンスメント効果につい 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) 紀要	2001年10月 2005年5月, アイ・エヌ情報 センターから収集, 42件	自社株公開買付のアナウ ンスメント効果と, それと同業 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 (2015a) SAJ	2003年9月 2013年12月, eol から収集, 58件	自社株公開買付にかかるア ナウンスメントの回数が1回 のみのものに限定し, 部分評 価問題をクリア, さらに公開 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 にアナウンスメント効果につ いて分析。	公開買付プレミアムの平均値は負で 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番目に大きなア ナウンスメント効果を確認した。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 因によってアナウンスメント効果が説 明されることを明らかにした。

合には, 負の市場反応が予想されるだろう。経営者はこうした市場のヒューリスティックな反応を機会主義的に活用しているかもしれない。しかし, この論点についての知見は未だ得られていない。

2つ目の問題点は河瀬 (2015b) で指摘した買付手法の区別に対する意識

が希薄であることと関連している。それは、財務諸表での情報開示に関する問題点である。現行の会計処理ではどの買付手法でも借方に自己株式、貸方に現金という仕訳処理を行う。この仕訳には、2つの意味があるが、1つは借方の自己株式から自己資本の金額を減少させることを通じてROEを上昇させること、もう1つは貸方で表される現金の減少から、フリー・キャッシュ・フロー仮説に従って、現金がどれだけペイアウトされ、エージェンシー・コストが削減されることで企業価値の変化を評価することである。しかし、仕訳には買付手法の区別についての情報が含まれていない。本稿で確認してきたように、異なる買付手法は企業価値に対して異なるインプリケーションを有している。つまり、仕訳それ自体は取引の実態が反映できていないといえるだろう。さらに、財務諸表では自己株式のストックおよびフロー情報については開示があるものの、買付手法に関しては開示されていない。財務諸表に企業価値評価の目的がある以上、注記情報などを通じて、買付手法ごとの情報開示が行われるべきである。

表5 買付手法別のアナウンスメント効果

買付手法 / 国		リターンの符号の正負			
		公表日周辺	公表日前	公表日後	長期
市場内買付 (河瀬, 2015b)					
Market 買付	米国	+	-	+	?
	日本	+	-	+	?
ASR	米国	+	?	+	?
	日本	N/A	N/A	N/A	N/A
ToSTNeT 買付	米国	N/A	N/A	N/A	N/A
	日本	+	?	+	N/A
市場外買付		公表日周辺	公表日前	公表日後	長期
公開買付	米国	+	?	N/A	+
	日本	+	?	N/A	N/A
ダッチ・オークション買付	米国	+	?	N/A	+
	日本	N/A	N/A	N/A	N/A
相対取引	米国	?	?	?	?
	日本	N/A	N/A	N/A	N/A

(注) 本表では先行研究から知られている買付手法別のアナウンスメント効果について日米でまとめている。プラスの符号はアナウンスメント効果が正であること、マイナスの符号はアナウンスメント効果が負であること、クエスチョンマークは結論が出ていないこと、N/Aは先行研究で検証されていないことを示している。

最後に、河瀬（2015b）を踏まえて、米国の研究に比べてわが国の研究は非常に遅れていると言わざるを得ない。本サーベイから与えられた課題は第一に米国研究と比較するための証拠の蓄積である。そして、そうした証拠の蓄積を踏まえて、日本と米国のディスクロージャー環境の差を活用して、米国では検証できない理論を検証し、新たな知見を提供していくことが求められている。わが国の自社株買いの規模は世界第2位であり、わが国のみならず、広く国際的な貢献が期待されるだろう。

表6 表中の略記に関する対応表

略称	ジャーナル	件数		
		合計	市場内	市場外
FAJ	Financial Analysts Journal	1	1	0
FM	Financial Management	6	1	5
FRL	Finance Research Letters	1	1	0
IRF	International Review of Finance	2	2	0
JAE	Journal of Accounting and Economics	2	1	1
JBF	Journal of Banking & Finance	2	1	1
JBFA	Journal of Business Finance & Accounting	1	1	0
JCF	Journal of Corporate Finance	2	2	0
JFE	Journal of Financial Economics	14	5	9
JFI	Journal of Financial Intermediation	1	0	1
JFQA	Journal of Financial and Quantitative Analysis	4	4	0
JFR	The Journal of Financial Research	1	0	1
JOF	Journal of Finance	6	1	5
MF	Managerial Finance	1	1	0
PBFJ	Pacific-Basin Finance Journal	3	2	1
RFS	Review of Financial Studies	1	1	0
RJE	RAND Journal of Economics	1	0	1
SAJ	証券アナリストジャーナル	4	2	2
TAR	The Accounting Review	1	1	0
TFR	The Financial Review	2	1	1
WP	Working Paper	5	5	0
現代ファ	現代ファイナンス	2	2	0
紀要	大学紀要	5	3	2
著書	著書	3	2	1
合計		71	40	31

(注) 論文名に添えられた略記は、掲載されたジャーナルの略称であり、本表では対応するジャーナル名を示している。また本稿の表中に登場した件数を示している。なお、同じ論文でも異なる買付手法の研究であれば別途カウントしている。

引用文献

- Ahn, Hee-Joon, Charles Cao, and Hyuk Choe (2001) "Share repurchase tender offers and bid-ask spreads," *Journal of Banking & Finance* Vol. 25, No. 3, pp. 445-478.
- Anderson, Anne and Edward Dyl (2004) "Determinants of Premiums on Self-Tender Offers," *Financial Management* Vol. 33, No. 1, pp. 25-45.
- Bagwell, Laurie (1992) "Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity," *The Journal of Finance* Vol. 47, No. 1, pp. 71-105.
- Bonaimé, Alice, Özde Öztekin, and Richard Warr (2014) "Capital Structure, equity mispricing, and stock repurchases," *Journal of Corporate Finance* Vol. 26, pp. 182-200.
- Bradley, Michael and Macdonald Wakeman (1983) "The wealth effects of targeted share repurchases," *Journal of Financial Economics* Vol. 11, No. 1-4, pp. 301-328.
- Chang, Saeyoung and Michael Hertz (2004) "Equity Ownership and Firm Value: Evidence from Targeted Stock Repurchases," *The Financial Review* Vol. 39, No. 3, pp. 389-407.
- Comment, Robert and Gregg 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.
- D'Mello, Ranjan and Pervin Shroff (2000) "Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers: An Empirical Investigation," *The Journal of Finance* Vol. 55, No. 5, pp. 2399-2424.
- Daniel, Kent, Mark Grinblatt, Sheridan Titman, and Russ Wermers (1997) "Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks," *The Journal of Finance* Vol. 52, No. 3, pp. 1035-1058.
- Dann, Larry (1981) "Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders," *Journal of Financial Economics* Vol. 9, No. 2, pp. 113-138.
- Dann, Larry and Harry DeAngelo (1983) "Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and The Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics* Vol. 11, No. 1-4, pp. 275-300.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas Skinner (2008) "Corporate Payout Policy," *Foundations and Trends in Finance* Vol. 3, No. 2-3, pp. 95-287.
- Dunn, Jessica, Alex Fayman, and Jamie 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.
- Eckbo, Espen (1990) "Valuation effects of greenmail prohibitions," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 25, No. 4, pp. 491-505.
- Gullon, Gustavo and David Ikenberry (2000) "What Do We Know About Stock Repurchases?," *Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 13, No. 1, pp. 31-51.

- Hertzel, Michael and Prem Jain (1991) "Earnings and risk changes around stock repurchase tender offers," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 14, No. 3, pp. 253-274.
- Hsieh, Jim and Qinghai Wang (2009a) "Stock Repurchases: Theory and Evidence, Part 1," in H. Baker, Ed., *Dividends and Dividend Policy*, Hoboken, NJ, John Wiley and Sons, Inc., pp. 241-260.
- Hsieh, Jim and Qinghai Wang (2009b) "Stock Repurchases: Theory and Evidence, Part 2," in H. Baker, Ed., *Dividends and Dividend Policy*, Hoboken, NJ, John Wiley and Sons, Inc., pp. 261-273.
- Jensen, Michael and William Meckling (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Kamma, Sreenivas, George Kanatas, and Steven 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, April and James Rosenfeld (1988) "The Impact of Targeted Share Repurchases on The Wealth of Non-Participating Shareholders," *The Journal of Financial Research* Vol. 11, No. 2, pp. 89-97.
- Lakonishok, Josef and Theo Vermaelen (1990) "Anomalous Price Behavior around Repurchase Tender Offers," *The Journal of Finance* Vol. 45, No. 2, pp. 455-477.
- Lie, Erik (2002) "Do Firms Undertake Self-Tender Offers to Optimize Capital Structure?," *Journal of Business* Vol. 75, No. 4, pp. 609-639.
- Louis, Henock and Hal White (2007) "Do managers intentionally use repurchase tender offers to signal private information? Evidence from firm financial reporting behavior," *Journal of Financial Economics* Vol. 85, No. 1, pp. 205-233.
- Louis, Henock, Amy Sun, and Hal White (2010) "Insider Trading after Repurchase Tender Offer Announcements: Timing versus Informed Trading," *Financial Management* Vol. 39, No. 1, pp. 301-322.
- Masulis, Ronald (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.
- Matheson, John and Brent Olson (1991) "Shareholder rights and legislative wrongs: toward balanced takeover legislation," *George Washington Law Review* Vol. 59, No. 6, pp. 1425-1569.
- Mikkelson, Wayne and Richard Ruback (1985) "An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process," *Journal of Financial Economics* Vol. 14, No. 4, pp. 523-553.
- Mikkelson, Wayne and Richard Ruback (1991) "Targeted repurchases and common stock returns," *The RAND Journal of Economics* Vol. 22, No. 4, pp. 544-561.
- Noel, Tom and Vefa Tarhan (1998) "Share repurchases and firm performance: new evidence on

- the agency costs of free cash flow,” *Journal of Financial Economics* Vol. 49, No. 2, pp. 187-222.
- Perfect, Steven, David Peterson, and Pamela Peterson (1995) “Self-tender offers: The effects of free cash flow, cash flow signaling, and the measurement of Tobin’s q ,” *Journal of Banking & Finance* Vol. 19, No. 6, pp. 1005-1023.
- Peyer, Urs and Theo Vermaelen (2005) “The many facets of privately negotiated stock repurchases,” *Journal of Financial Economics* Vol. 75, No. 2, pp. 361-395.
- Peyer, Urs and Theo Vermaelen (2009) “The Nature and Persistence of Buyback Anomalies,” *The Review of Financial Studies* Vol. 22, No. 4, pp. 1693-1745.
- Vermaelen, Theo (1981) “Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study,” *Journal of Financial Economics* Vol. 9, No. 2, pp. 139-183.
- Zhang, Hua (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.
- 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。
- 河瀬宏則 (2015a) 「自社株公開買付における異なる買付プレミアムに関する実証分析」『証券アナリストジャーナル』第53巻第2号, pp. 69-80。
- 河瀬宏則 (2015b) 「自社株買いの買付手法と資本市場への経済的帰結に関する日米の研究: 市場内買付に関する文献サーベイ」『エコノミクス』第20巻第1-2号, pp. 55-98。
- 島田佳憲 (2013) 『自社株買いと会計情報』中央経済社。
- 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, pp. 6-16。
- 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, pp. 172-181。
- 松尾直彦 (2013) 『金融商品取引法第2版』商事法務。
- 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, pp. 19-28。