

『証券経済学会年報』第49号別冊  
第82回秋季全国大会  
学会報告論文

「自社株買いにおける株式買い入れ方法と経営者の選択動機」

## 「自社株買いにおける株式買い入れ方法と経営者の選択動機」

高橋孝輔

武蔵大学大学院

### 1. はじめに

わが国における自社株買いは、1994年の商法改正以降、段階的な法律改正により、拡大してきた。一時、4兆円規模まで達した自社株買いであるが、2008年のリーマン・ショックの影響により1兆円を割り込むまで大幅に縮小した。しかし、2010年から自社株買いを実施する企業が増え始め、最近では2兆円規模まで回復している。

学界でもこのような状況に対応して、日本の自社株買いに関する実証研究がとりわけ2000年以降数多く存在するようになった。その中で議論が活発なもの1つが、アナウンスメント効果の検証である。たとえば、山口〔2009〕は、2003年9月に施行された旧商法第211条ノ3の規定に基づく自社株買いの枠設定のアナウンスメントをサンプルとした分析を行っている。そして、2004年1月から2005年9月の間に実施された自社株買いのアナウンスメント効果を検証し、アナウンス前の有意な株価下落とアナウンスによる株価回復を報告している。牧田〔2005〕は、自社株買い初期段階である1996年から2001年3月のデータを分析している。アナウンスメント効果だけみると、山口〔2009〕の結果と同じような傾向を示している。畠田〔2005〕は、2001年10月から2002年12月の期間において、商法210条に基づく自己株式取得に関する取締役会での決議がTDnet（適時開示情報伝達システム）を通じて発表されたサンプルを分析している。これら3論文でおおよそわが国の自社株買い開始から10年間のデータをカバーしている。

花枝・芹田〔2008〕は、サーベイ調査にもとづいてわが国企業のペイアウト政策を詳細に考察している。2006年に国内上場企業を対象に実施したアンケート

調査より、自社株買いが将来の利益増の情報伝達効果をもっていると回答した経営者は43.7%であった。それに対して、そうではないと回答した割合は14.7%にとどまっている。さらに、自社株買いが投資機会の少なさとみられてしまうのではないかという間に対して34.2%の経営者がそう思っていないと回答している。これより、自社株買いがマイナス効果をもっていないと考えている企業が多いと結論づけている。

高橋〔2012〕は、これら先行研究との比較を目的として、2010年の自社株買いのアナウンスメント効果を分析している。分析対象は東京証券取引所1部上場企業で、サンプル数は121ケースである。大きな特徴は、2008年1月15日から始まった自己株式立会外買付取引（ToSTNeT-3）がどのような効果を示すのか検証している点である。自社株買いの発表がその企業の株価へ与える効果を分析しているが、オークション市場を利用する立会内単純買付の方法よりも、ToSTNeT-3利用の方が、自社株買いのアナウンスメント効果が小さいことを発見している。

ToSTNeT-3とは、買い方を発行会社に限定した自己株式取得専用の取引であり、一般的に、市場（後場）終了とともに自社株買いを公表し、その日の終値で翌日前場開始前8:45に取引を終えてしまう仕組みである。一定期間を設定し、その期間内で市場を経由して自社株を購入する方法と比較することは興味深い<sup>1)</sup>。立会内単純買付と異なり、ToSTNeT-3は、株式市場で日々取引されている株式を買い戻すのではなく、一定の株式数を保有している特定の株主から多くを買い戻すという特徴がある。

ToSTNeT-3を利用した自社株買いの実施金額の推移をみると、2008年の約3,000億円から2011年には約6,000億円まで拡大している。自社株買い全体の金額

に対して、最近では 30%を超える規模となっていることから、ToSTNeT-3 は、最近の自社株買い拡大を支えている大きな要因と考えられる。そこで、本論文では、経営者がどのような状況で ToSTNeT-3 を利用するのかその背景を探ることを目的とする。

本論文の構成は以下のとおりである。次節において仮説を設定し、第 3 節では、それら仮説を検証するために使用するデータを説明する。第 4 節は ToSTNeT を利用する動機について分析した結果を考察する。第 5 節で全体のまとめと今後の課題について述べる。

## 2. 仮説

前述した実務面・学術面での現状をふまえ、本論文では次のような疑問に取り組むことにする。まず議論の中心は、「自社株買いを行う企業は、オークション市場を利用する単純買付けと ToSTNeT 市場を利用する事前公表型買付けをどのように使い分けるのであろうか」という経営者の選択動機にある。前者は、自社株買いの概要（期間や金額・株数枠）を発表するものの、具体的に期間内のどのタイミングで、そしていくらで買入れるのかは事前に明らかにはしない。しかし、オークション市場（立会内）で取引を実行するため、外部要因やマーケットインパクトなどの影響で買入れ価格や数量に不確実性が存在する。

一方、ToSTNeT のような立会外での取引では、マーケットインパクトの問題は軽減され、さらに ToSTNeT-3 を利用することで買入れ価格の不確実性は無くなり、買い方も自社株買い企業に限定されるためより確実に予定した自社株買いを実行できる<sup>2)</sup>。日々の株式取引数が極端に少なく流動性が低い企業でも、より利便性のある ToSTNeT-3 の導入によって、自社株買いの実施が可能になったと考えられる。流動性の影響で方法が使い分けられているのか検証するために、流動性の尺度として株価の回転率を用いる。

また、自社株買いの方法の選択理由として、インサイダー取引や価格操作による問題が考えられる。有価証券の取引等に関する内閣府令における自己株式取得の買付けの要件は、自社株買いによる相場操縦を防止するために、次のように規制している。(1) 1日に2以上の金融商品取引業者を通じて買付け等を行わないこと。(2) 寄付き前において指値注文によることおよび、前日の最終の売買の価格(最終気配値段を含む。)を上回る価格で行われないこと。(3) 始値決定後において、指値注文によることおよび、直前の売買の価格

(特別気配値段を含む。)を上回る価格で、反復継続して行われないこと。(4) 買付けの委託時における当日の高値を上回らないこと。これらの他にも、買付注文の数量についてなど制限がある。このなかで ToSTNeT-3 は、取引の公正の確保のため適当と認められる方法に挙げられている。東京証券取引所の説明(HP上で公開されている資料)によると、自社株買いで最も注意すべきは、やはりインサイダー取引や相場操縦の疑いをかけられないことである。たとえば、持ち合い解消等で株主からの売却が予定されている場合、売り方となる株主は当該企業の自社株買い情報を事前に入手していることになる。そこで、インサイダー取引や相場操縦の問題が起きないようにする方法として設立されたのが ToSTNeT-3 である。買付け価格を含む自社株買い情報を公表することでこれらの問題を解決するとともに、すべての投資家が公平に参加でき、買い手としてもより確実に目標の買入れを実現することができる。

近年、取引銀行を中心として株式持ち合いの解消の流れにあるが、このような規制のなかで流動性の低い企業は、もし ToSTNeT 市場がなかったら、その実現は極めて困難になることが予想される。したがって、本論文では、次のような動機で分析を行う。すなわち、ToSTNeT を利用する企業は、とりわけ、取引先(持ち合い企業や取引銀行など)、創業者一族(本人、継承者、その家族など)、支援者(企業再建者、救済企業など)のような売り方(以下、ブロックホルダーと呼ぶ)の要請があった場合、確実に買入れを実現する必要がある。そこで、次のような具体的な分析目的を設定する。

[分析目的 1] 流動性の低い企業は、買入れにマーケットインパクトの問題が起きやすいので ToSTNeT を利用する傾向にある。

もちろん、ブロックホルダーの要請に関わる証拠を直接入手できるのであれば分析の必要はない。しかし、外部からそのような証拠を入手することはできないため、本論文では入手可能なデータからこの仮説を検証する。

関連して、ToSTNeT が特定の既存株主からの要請でもっぱら利用されるなら、自社株買いのもっともらしい動機の1つである、“株主還元強化を目的”という表現はあまり使われないと考える。

[分析目的 2] ToSTNeT 利用企業は、オークション市場を利用した自社株買いと比べて自社株買いの目的に“株主(のため)”という表現を使わない。

自社株買いそのものの動機については、蜂谷・膝 [2011] や保田・宇野 [2011] などが分析を行っている<sup>3)</sup>。蜂谷・膝 [2011] は、株式所有構造と自社株買いの規模の関係を分析し、外部からの圧力の強い企業の方が自社株買いに積極的で、より大規模に行うことをみつけている。保田・宇野 [2011] は、流動性の高い企業ほど市場買付けによる自社株買いを実施し、総株主還元に占める自社株買いの割合も高いことをみつけている。本論文は、多くの先行研究が分析から除外している ToSTNeT 利用の自社株買いに焦点を当てているところに特徴がある。

### 3. データ

本論文では 2010 年 2 月から 2013 年 12 月までに自社株買いを行った東京証券取引所第一部上場企業を分析対象とする。自社株買いの公表日時とその内容については TDnet (適時開示情報伝達システム) を利用する。また、企業属性や株価データは、FinancialQuest から入手した。

表 1 は、分析期間中にアナウンスされた自社株買い 1,257 ケースの基本情報を表している。これら情報は、実際に自社株買いを実施する際に利用した方法で分類される。すなわち、各企業が自社株買いを事前にアナウンスし、実際に買い入れた後に発表された「終了のお知らせ」(TDnet から入手) を基準としている。“市場”は、オークション市場(立会内)での取引、“専用”は、自社株買い専用の立会外取引(東京証券取引所と名古屋証券取引所を含む)、“混合”は、市場と専用を組み合わせて利用した取引、“公開”は株式公開買付、“相対”は相対取引、“他外”は、専用を除く立会外取引(ToSTNeT-2 と J-NET を含む)、“不明”は、「終了のお知らせ」に手口が記載されていなかったケースを表す。パネル A の集計結果をみると、市場取引が全体の約 56% (706 ケース)、専用取引が約 32% (397 ケース) であり、混合と合わせると自社株買い専用の立会外取引が広く利用されていることが分かる。

[表 1 をここに入れる]

パネル B は、アナウンス時点で予定された買入方法である。ToSTNeT-3 のような専用取引を宣言した企業はそのまま専用取引を利用しているが、多くの企業は、自社株買いの実施を宣言した時点でその方法を公表していない(不明は半数を超える)。ただし、不明のケースの 8 割は最終的に市場取引を選択していること分かる。

パネル C は、業種に分類した結果である。大分類のうち、鉱業は 0 件であったため、残り 9 業種に各ケースが振り分けられている。業種と買入方法の間に偏った傾向はみられない。

パネル D は、企業属性などの変数についてまとめたものである。まず、“回転率”は、アナウンス日前の流動性を測定した指標である。具体的には、アナウンス日前数日間の日次出来高の合計を発行済株式数で割ったものである。この数値が高ければ高いほど、取引は活発に行われていること(高流動性)を意味する。表中の数値は、専用取引を選択したケースの方が、市場取引を選択したケースよりも、直前の流動性が低いことを示している。これは、前節の分析目的 1 (流動性の低い企業は、買入れにマーケットインパクトの問題が起きやすいので ToSTNeT を利用する傾向にある) を支持する結果である。次節では、この結果が他の要因を考慮しても変わりがないかどうかを分析する。

企業規模(時価総額)や割安度(B/M; 簿価/時価)をみると、前者は市場取引の方が専用取引よりも大型企業により利用されているが、後者については大きな違いはみられない。

社外取締役の割合は、取締役会の構成メンバーに占める社外取締役の人数の割合である。社外取締役かどうかの判断は、有価証券報告書の記載にもとづいている。市場取引を利用した企業も専用取引を利用した企業も平均すると取締役会 10 名当たり 1 名が社外取締役であり、両者に大きな差はみられない。

“効果”は、発行済株式数(自社株を除く)に占めるアナウンス時点における買入予定株数の割合である。表より、専用取引の効果は市場取引の効果より大きい。すなわち、専用取引による自社株買いの方が株式数ベースで相対的に大きな自社株買いを実施しようとしていることを意味する。“自己株比率”は、アナウンス時点において過去自社株買いを実施して保有している自社株の発行済株式数に対する割合である。表より、市場取引の方が専用取引より大きい。“実際/予定”は、

自社株買いが終了した時点で、予定金額のどれだけを使ったかを表している。専用取引は、買い入れ価格が確定しているため、基本的に買入に必要な金額をあらかじめ予想することができる。したがって、表の数値も平均より高く、約 90%である。

所有者別の持株情報は、有価証券報告書の定義にもとづく。すなわち、“政府”は政府及び地方公共団体、“金融”は金融機関、“金商”は金融商品取引業者、“他法”はその他（金融機関と金融商品取引業者以外）の法人、“外人”は外国法人等（個人を含む）、“個人”は個人その他を表す。まず、期初の持株比率をみると、市場取引と専用取引の間に差がみられるのは、その他法人、外国人、個人である。専用取引を利用する企業は、その他法人と個人の持株比率が高く、市場取引を利用する企業は外国人の持株比率が高い。次に持株比率の変化(期末一期初)をみると、市場取引と専用取引の間に差がみられるのは、その他法人だけであり、専用取引では持株比率が減少し、市場取引では持株比率が上昇している。これらより、専用取引を利用する企業は、その他法人の持株比率を高めている“法人企業”としてのブロックホルダーの要請によりその株式を買い入れた結果、持株比率が減少したものと予想される。

最後に、実施理由について考察する。ここでは、アナウンス時に公表された理由から、“環境(の変化に対応)”、“株主(のため)”、“(ストックオプションの準備などの)内部(の事情)”のキーワードで各ケースを分類した。前節で予想したとおり、専用取引は、株主という表現を相対的にあまり使用しない。これは、一部の株主であるブロックホルダーからの要請が大きな理由であると考えられる。この結果については、次節において、他の要因の影響を加味しても依然として市場取引と専用取引の選択に強い影響を与えているのか考察する。

#### 4. 実証結果

ここでは、どのような状況下で経営者が自社株買いを実施する際に市場取引を利用するのか立会外買付取引を利用するのかを明らかにする。そこで、表 1 パネル A で分類した 7 つのカテゴリのうち市場取引と専用取引に焦点を当てる。

表 2 は、市場取引を 0、専用取引を 1 としたロジットモデルの推定結果である。カッコ内は Z 値を表す。ただし、有価証券報告書のデータは年 1 回しか更新されないため、同一会計年度に複数回自社株買いを実施

した場合、それらに対応する有価証券報告書のデータはすべて同じ数値をとることになる。そこで、本論文では、表 1 の 1,257 ケースから同一企業が同一会計年度に実施された自社株買いを集計して 1 つの自社株買いとして再定義する。ただし、集計の際、市場取引と専用取引が混在しているケースについては分析対象から除くこととする。この集計作業の結果、市場取引 526 ケース、専用取引 255 ケース、合計 781 ケースが分析対象となる。また、ダミー変数を除く説明変数については、標準偏差により基準化を行っている。

[表 2 をここに入れる]

表 2 のモデル 1 (M01) からモデル 4 (M04) までは、流動性の代理変数として、アナウンス日までの 20 日で計測した売買回転率を使った結果である。そして、所有者別の持株データについて、所有者別に M01 は金融機関、M02 はその他法人、M03 は外国人、M04 は個人として推定した。4 つの所有者情報を 1 つにまとめて推定したのがモデル 9 (M09) である。同様に、モデル 1 (M05) からモデル 4 (M08) とモデル 10 (M10) は、流動性の代理変数として、アナウンス日までの 60 日で計測した売買回転率を使った結果である。

“回転率”の係数はマイナスであることから、自社株買い実施前に低流動性を確認した企業は、ToSTNeT-3 のような自社株買い専用の立会外取引を選択する傾向にあることを示している。特に、20 日(約 1 か月)の流動性よりも、60 日(約 3 か月)の流動性の方が説明力は高い。これらの結果は、分析目的 1 に対応する対立仮説(流動性の低い企業は、買入れにマーケットインパクトの問題が起きやすいので ToSTNeT を利用する傾向にある)を支持する。

次に、“理由”の係数もマイナスであり、変数の組合せに関係なく負に有意である。ここで、理由とは、自社株買い実施理由の中に“株主(のため)”に近い意味の言葉が入っていれば 1、そうでなければ 0 のダミー変数である。したがって、係数がマイナスということは、ToSTNeT-3 のような自社株買い専用の立会外取引を選択する企業は、実施理由に株主という言葉を使わないことを意味する。これも分析目的 2 に対応する対立仮説(ToSTNeT 利用企業は、オークション市場を利用した自社株買いと比べて自社株買いの目的に“株主(のため)”という表現を使わない)を支持する結果となっている。

持株比率に注目すると、その他法人について、専用取引を利用する企業は、期初の持株比率が高く、自社株買い実施前後でその持株比率を減らしている。すなわち、株式を売却する主体である。この結果は、ブロックホルダーである法人企業が株式持ち合いで保有していた株式を相手企業に買い取ってもらうよう要請し、その後要請を受けた企業が立会外取引をとおしてそれを実行するという流れと整合的である。一方、外国人はその他法人と裏表の関係にあり、専用取引を利用する企業の株式は期初時点であまり保有しておらず、逆にその他法人が持ち合いを解消した結果、自社株買いに応じなかった外国人の持株数は相対的に増加すると考えられる。個人については、期初では、専用取引を利用する企業の方が個人株主の割合が多いものの、変化率にはほとんど変化がみられない。

その他の変数として、企業規模（時価総額変数）をみると、全てのケースで係数は負であり、その一部は統計的に有意である。すなわち、専用取引を利用する企業の方が市場取引を利用する企業よりも小型企業であることを示している。また、社外取締役の有無（社外ダミー変数）をみると、係数は強く有意とはいえないもののすべてのケースで正の値を示している。すなわち、専用取引を利用する企業の方が市場取引を利用する企業よりも取締役メンバーに占める社外取締役の割合が大きいことを意味する。

## 5. 結論

本論文は、2010年2月から2013年12月までの自社株買いを経営者の視点で考察する。東京証券取引所1部上場企業が行った自社株買い781ケースについて、(1)流動性の低い企業は、買入れの際にマーケットインパクトの問題に直面する可能性が高いため、ToSTNeTを利用する傾向にある、(2)ToSTNeT利用企業は、オークション市場を利用した企業と比べて自社株買いの目的に“株主(のため)”という表現を使わない、という結果を得た。

本論文では、主体別投資家動向に基づいて分析したが、今後、大株主の移動情報などを利用しブロックホルダーの行動をより詳細に把握することによって、経営者の選択動機をより明確にする必要があると考える。

また、本論文では、一企業が同一会計年度において市場取引による自社株買いと専用取引による自社株買いを実施した場合、分析対象から除外した。今後は、市場取引と専用取引の利用割合を変数として分析を行

い、結果の頑健性を考察する必要がある。

本論文は証券経済学会第82回全国大会(2014年11月1日、和歌山大学)で発表した論文である。討論者である城下賢吾氏と三谷英貴氏から貴重なコメントを頂いた。また、薄井彰氏、内山朋規氏、梅澤俊浩氏、海老原崇氏、太田浩司氏、神楽岡優昌氏、日本ファイナンス学会第21回全国大会(2013年6月1日、武蔵大学)の参加者から貴重なコメントをいただいた。なお、執筆者の高橋は石井記念証券研究振興財団の助成を受けており、本研究はその研究成果の一部である。

<sup>1)</sup> 異なる買い入れ方法の比較という点で、米国では、Bargeron, Kulchania, and Thomas [2011] が、加速型自社株買い(ASR: Accelerated Share Repurchase)と通常の公開市場買付との比較を行っている。自社株買いのアナウンスメント効果以外の影響を調査した論文として、Alzahrani and Lasfer [2012], Balachandran, Krishnamurti, Theobald, and Vidanapathirana [2012], Ben-Rephael, Oded, and Wohl [2011], Chan, Ikenberry, Lee, and Wang [2010], Cohn and Sikes [2011], Crawford and Wang [2011], De Cesari, Espenlaub, and Khurshed [2011], De Cesari, Espenlaub, Khurshed, and Simkovic [2012], Farrugia, Graham, and Yawson [2011], Floyd, Li, and Skinner [2011], Golbe and Nyman [2013], Ishikawa and Takahashi [2011], Kang, Kim, and Kitsabunnarat-Chatjuthamard, and Nishikawa [2011], Lambrecht and Myers [2012], Lee and Suh [2011], Lee, Ejara, and Gleason [2010], Oded [2011], Yook [2010] など参照のこと。

<sup>2)</sup> ToSTNeT-3とToSTNeT-2(終値取引)との違いは、(i)買い方が当該企業に限定されているため予定された株式をすべて買入れることができる、(ii)取引が時間優先ではなく、少なくとも買入れに応じた委託の売り注文についてはすべて最低売買株数以上が割り当てられる(按分方式)。また、保田・宇野 [2011] の“ToSTNeTなどを通じた相対取引”という表現は、事後的にそうなるかどうかは別として正確な表現ではない。

<sup>3)</sup> 島田 [2011] は、自社株買いを実施する前に経営者が会計上の利益数値を制御していることをみつけている。

## 参考文献

- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳 [2008], 「第13章 自社株買い」『日本企業のコーポレートファイナンス』, 日本経済新聞出版社, 275-301頁。
- 太田浩司 [2009], 「特集ペイアウト政策と資本市場: 解題 —総括論文を兼ねて—」『証券アナリストジャーナル』, 47(8), 2-10頁。
- 佐々木寿記 [2013], 「企業の現金保有とペイアウト政策の関係 —リーマンショック前後でのわが国企業における変化—」『証券アナリストジャーナル』, 51(6), 26-35頁。
- 佐々木寿記・花枝英樹 [2010], 「わが国企業の配当行動のマクロ分析」『経営財務研究』, 29, 2-31頁。
- 島田佳憲 [2011], 「自社株買い公表前における利益数値制御に関する実証研究」『経営財務研究』, 31, 76-92頁。
- 高橋孝輔 [2012], 「自社株買いのアナウンスメント効果」『武蔵大学大学院修士論文』。
- 谷川寧彦 [2012], 「自社株取得とその消却」『早稲田商学』431, 709-730頁。
- 徳永俊史 [2008], 「短期リターンリバーサルと流動性」『武蔵大学論集』, 55, 139-168頁。
- 畠田敬 [2005], 「自己株式取得による株価への効果 —2001年10月の商法改正以降のイベントを用いたマーケット調整済み収益モデルによるイベントスタディ分析—」『産業経営研究』, 27, 27-48頁。
- 畠田敬 [2009], 「第10章 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頁。
- 蜂谷豊彦・膝敏 [2011], 「自己株式取得の動機と株式所有構造」『証券経済研究』, 76, 120-146頁。
- 花枝英樹・芹田敏夫 [2008], 「日本企業の配当政策・自社株買い —サーベイ・データによる検証—」『現代ファイナンス』, 24, 129-160頁。
- 保田隆明・宇野淳 [2011], 「自社株買いにおける流動性仮説の実証分析」『証券アナリストジャーナル』, 49(10), 76-87頁。
- 牧田修治 [2005], 「わが国上場企業の自社株買いに関する実証研究 —フリーキャッシュフロー仮説の検証—」『現代ファイナンス』, 17, 63-81頁。
- 山口聖 [2007], 「わが国企業における配当と自社株買いの関係」『証券アナリストジャーナル』, 45(12), 104-113頁。
- 山口聖 [2009], 「自社株買いと資本市場 —株価反応に基づくシグナル仮説の検証—」『証券アナリストジャーナル』, 47(8), 31-41頁。
- Alzahrani, M. and Lasfer, M. [2012], “Investor Protection, Taxation, and Dividends,” *Journal of Corporate Finance*, 18, pp.745-762.
- Amihud, Y. [2002], “Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects,” *Journal of Financial Markets*, 5(1), pp.31-56.
- Balachandran, B., Krishnamurti, C., Theobald, M., and Vidanapathirana, B. [2012], “Dividend Reductions, the Timing of Dividend Payments and Information Content,” *Journal of Corporate Finance*, 18, pp.1232-1247.
- Bargeron, L., Kulchania, M., and Thomas, S. [2011], “Accelerated Share Repurchases,” *Journal of Financial Economics*, 101, pp.69-89.
- Ben-Rephael, A., Oded, J., and Wohl, A. [2011], “Do Firms Buy Their Stock at Bargain Prices? Evidence from Actual Stock Repurchase Disclosures,” unpublished manuscript (SSRN – id1738922).
- Chan, K., Ikenberry, D. L., Lee, I., and Wang, Y. [2010], “Share Repurchases as a Potential Tool to Mislead Investors,” *Journal of Corporate Finance*, 16, pp.137-158.
- Chi, D., Lu, H., and Tsai, Z. [2010], “Does Stock Repurchase Declaration Affect Stock Price? Differences between the Electric Industry and Other Industries,” *Expert Systems with Applications*, 37, pp.640-646.
- Cohn, J. B., and Sikes, S. A. [2011], “Capital Gains Lock-in and Share Repurchases,” unpublished manuscript.
- Crawford, I., and Wang, Z. [2011], “Is the Market Underreacting or Overreacting to Open Market Share Repurchases? A UK Perspective,” *Research in International Business and Finance*, 26, pp.26-46.
- De Cesari, A., Espenlaub, S., and Khurshed, A. [2011], “Stock Repurchases and Treasury Share Sales: Do They Stabilize Price and Enhance Liquidity?” *Journal of Corporate Finance*, 17, pp.1558-1579.
- De Cesari, A., Espenlaub, S., Khurshed, A., and Simkovic, A. [2012], “The Effects of Ownership and Stock Liquidity on the Timing of Repurchase Transactions,” *Journal of Corporate Finance*, 18, pp.1023-1050.
- Farrugia, D., Graham, M., and Yawson, A. [2011],

- “Economic Conditions and the Motives for Multiple Open-Market Share Buybacks,” *Research in International Business and Finance*, 25, pp.156-168.
- Floyd, E., Li, N., and Skinner, D. J. [2011], “Payout Policy through the Financial Crisis: The Growth of Repurchases and the Resilience of Dividends,” unpublished manuscript.
- Golbe, D. L., and Nyman, I. [2013], “How Do Share Repurchases Affect Ownership Concentration?” *Journal of Corporate Finance*, 20, pp.22-40.
- Grullon, G., and R. Michaely [2002], “Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis,” *Journal of Finance*, 57, pp.1649-1684.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., and Vermaelen, T. [1995], “Market Underreaction to Open Market Share Repurchases,” *Journal of Financial Economics*, 39, pp.181-208.
- Ishikawa, M., and Takahashi, H. [2011], “Testing the Managerial Timing Ability: Evidence from Stock Repurchases in Japan,” *Finance Research Letters*, 8, pp.21-27.
- Kang, J., Kim, K. A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P., and Nishikawa, T. [2011], “The Effects of Bank Relations on Stock Repurchases: Evidence from Japan,” *Journal of Financial Intermediation*, 20, pp.94-116.
- Lambrecht, B. M., and Myers, C. S. [2012], “A Lintner Model of Payout and Managerial Rents,” *Journal of Finance*, 67(5), pp.1761-1810.
- Lee, B. S., and Suh, J. [2011], “Cash Holdings and Share Repurchases: International Evidence,” *Journal of Corporate Finance*, 17, pp.1306-1329.
- Lee, C. I., Ejara, D. D., and Gleason, K. C. [2010], “An Empirical Analysis of European Stock Repurchases,” *Journal of Multinational Financial Management*, 20, pp.114-125.
- Lintner, J., [ 1956 ], “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes,” *American Economic Review*, 46, pp.97-113.
- MacKinlay, C. [1997], “Event Studies in Economics and Finance,” *Journal of Economic Literature*, 35(1), pp.13-39.
- Oded, J. [2011], “Stock Repurchases: How Firms Choose between a Self Tender Offer and an Open-Market Program,” *Journal of Banking and Finance*, 35, pp.3174-3187.
- Yook, K. C. [2010], “Long-Run Stock Performance Following Stock Repurchases,” *Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, pp.323-331.



表1. 自社株買い1,257ケースに関する基本情報

	実際に利用した方法 (事後)							合計
	市場	専用	混合	公開	相対	他外	不明	
パネルA. 実施方法	706	397	65	15	12	13	49	1,257
パネルB. 事前にアナウンスした方法 (事前) にもとづく企業数								
市場	146	3	7				2	158
専用		339						339
混合	1	4	14			3		22
公開				15				15
相対					11		2	13
他外						9		9
不明	559	51	44		1	1	45	701
パネルC. 業種分類 (大分類) にもとづく企業数								
サービス業	39	38	5	2	1	1	1	87
運輸・情報通信業	79	40	6	2	2		5	134
金融・保険業	99	46	12	1	1	4	4	167
建設業	42	14	4			1		61
商業	151	76	11	3	3	1	4	249
水産・農林業	3							3
製造業	278	179	24	7	5	6	32	531
電気・ガス業	7	2	2				2	13
不動産業	8	2	1				1	12
パネルD. 各変数の平均値								
回転率 (発表日直前20日)	7.5%	5.4%	4.4%	6.5%	11.9%	2.1%	5.7%	6.6%
時価総額 (億円)	2,879	1,269	2,693	1,832	4,578	2,099	2,067	2,325
B/M	1.35	1.35	1.39	0.74	1.00	1.57	1.06	1.33
社外取締役の割合	10.5%	10.1%	14.9%	12.7%	17.6%	8.9%	12.9%	10.8%
効果 (予定株数/発行済株数)	2.0%	2.5%	2.8%	8.1%	0.3%	4.0%	1.9%	2.3%
自己株比率 (自己株数/発行済株数)	5.4%	4.3%	7.0%	3.2%	4.3%	2.9%	5.5%	5.1%
実際/予定 (金額)	82.8%	90.9%	92.0%	85.2%	96.6%	84.1%	65.9%	85.4%
期初の持株比率								
政府	0.2%	0.3%	0.2%	0.6%	0.0%	1.1%	0.3%	0.3%
金融	26.3%	26.1%	27.1%	20.7%	24.5%	28.4%	28.4%	26.3%
金商	1.3%	1.1%	1.2%	0.6%	1.0%	0.7%	1.3%	1.2%
他法	21.0%	24.1%	19.3%	29.5%	22.4%	22.3%	20.2%	22.0%
外人	15.9%	10.4%	15.3%	14.7%	15.3%	19.3%	14.3%	14.1%
個人	34.8%	37.6%	36.5%	33.8%	36.3%	27.8%	35.1%	35.7%
持株比率の変化 (期末-期初)								
△政府	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
△金融	-1.1%	-1.0%	-1.0%	-1.5%	0.2%	-1.1%	-0.2%	-1.0%
△金商	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.5%	0.1%	-0.1%	0.0%
△他法	0.4%	-0.5%	0.2%	-4.4%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.0%
△外人	0.4%	0.8%	0.2%	0.6%	0.5%	1.4%	0.5%	0.5%
△個人	0.4%	0.5%	0.6%	5.3%	-0.9%	-0.4%	-0.3%	0.5%
パネルE. 実施理由								
環境	55%	78%	54%	7%	0%	69%	69%	62%
株主	15%	6%	12%	33%	8%	0%	10%	12%
環境&株主	27%	15%	32%	27%	0%	15%	14%	23%
内部	3%	1%	2%	33%	92%	15%	6%	4%
合計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

表2. ロジットモデルの推定結果

	M01	M02	M03	M04	M05	M06	M07	M08	M09	M10
切片	-3.197 (-5.10)	-3.555 (-5.44)	-2.842 (-4.54)	-3.810 (-5.65)	-3.129 (-4.96)	-3.387 (-5.10)	-2.786 (-4.44)	-3.720 (-5.48)	-2.792 (-0.51)	-1.675 (-0.32)
回転率(20D)	-0.235 (-1.66)	-0.238 (-1.61)	-0.119 (-0.90)	-0.212 (-1.57)					-0.156 (-1.07)	
回転率(60D)					-0.357 (-2.20)	-0.368 (-2.16)	-0.215 (-1.64)	-0.325 (-2.10)		-0.281 (-1.78)
時価総額	-0.855 (-3.04)	-0.879 (-3.11)	-0.276 (-1.56)	-0.669 (-2.61)	-0.844 (-3.02)	-0.869 (-3.11)	-0.281 (-1.58)	-0.655 (-2.59)	-0.297 (-1.43)	-0.323 (-1.50)
B/M	-0.081 (-0.87)	-0.100 (-1.08)	-0.134 (-1.39)	-0.076 (-0.83)	-0.101 (-1.07)	-0.120 (-1.28)	-0.144 (-1.50)	-0.091 (-0.98)	-0.142 (-1.40)	-0.159 (-1.55)
社外ダミー	0.137 (0.79)	0.166 (0.94)	0.335 (1.85)	0.175 (1.00)	0.149 (0.86)	0.171 (0.97)	0.345 (1.90)	0.187 (1.07)	0.363 (1.98)	0.369 (2.00)
金融	-0.018 (-0.19)				-0.002 (-0.02)				0.000 (0.00)	-0.111 (-0.18)
他法		0.181 (2.01)				0.157 (1.71)			0.008 (0.01)	-0.155 (-0.20)
外人			-0.796 (-6.08)				-0.778 (-5.94)		-0.814 (-1.19)	-0.923 (-1.40)
個人				0.237 (2.39)				0.233 (2.34)	0.002 (0.00)	-0.172 (-0.19)
Δ金融	0.107 (1.25)				0.121 (1.38)				-0.075 (-0.23)	-0.041 (-0.14)
Δ他法		-0.345 (-3.02)				-0.374 (-3.12)			-0.485 (-1.26)	-0.483 (-1.39)
Δ外人			0.207 (2.16)				0.229 (2.36)		0.066 (0.24)	0.102 (0.40)
Δ個人				0.062 (0.68)				0.054 (0.59)	-0.174 (-0.39)	-0.160 (-0.40)
効果	0.171 (1.96)	0.093 (0.98)	0.152 (1.70)	0.123 (1.36)	0.183 (2.08)	0.096 (1.00)	0.162 (1.80)	0.135 (1.48)	0.090 (0.87)	0.103 (0.99)
自己株比率	-0.304 (-3.29)	-0.291 (-3.11)	-0.306 (-3.28)	-0.348 (-3.69)	-0.308 (-3.33)	-0.302 (-3.20)	-0.312 (-3.34)	-0.353 (-3.73)	-0.327 (-3.31)	-0.336 (-3.38)
実際/予定	0.848 (6.37)	0.862 (6.45)	0.883 (6.62)	0.859 (6.38)	0.845 (6.34)	0.857 (6.40)	0.879 (6.57)	0.857 (6.35)	0.898 (6.55)	0.891 (6.46)
理由	-1.365 (-6.74)	-1.298 (-6.33)	-1.318 (-6.40)	-1.350 (-6.68)	-1.370 (-6.75)	-1.292 (-6.29)	-1.325 (-6.43)	-1.356 (-6.70)	-1.273 (-6.06)	-1.280 (-6.09)
AIC	852.53	836.12	804.31	848.7	848.43	832.34	801.84	845.05	802.28	799.09