

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

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、統計的に有意な正の市場反応となることが知られているが、その程度は買付手法によって異なるため、買付手法の区別を行う必要性は明らかである。また、わが国では米国と比較すると買付手法を意識した研究が非常に少ないことが明らかになった。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たうえで証拠の蓄積を要求するものである。なお、本研究では市場内買付に関する先行研究のみを取り上げ、公開買付や相対取引などの市場外買付に関する先行研究については別稿で取り上げることとする。

1. はじめに

本稿は企業が行う自社株買い行動のうち、その公表が資本市場に与える影

響について検証している日米の市場内買付の先行研究について、文献サーベイを行っている。企業が行う自社株買いは、米国では有配企業が少なくなるなかで、多くの企業にとっては配当に代わる重要なペイアウト手段として知られている¹。一方、わが国の企業にとっても、リーマン・ショック以後は急落したものの、2013年度では配当総額10兆円に対して自社株買い総額が1.9兆円を占めるほどになっている²。わが国企業においても、自社株買いは重要なペイアウト政策と言えるだろう。さらに、重要な会計数値として知られる会計数値に株主資本利益率（Return on Equity：ROE）がある。これまでの会計研究ではROEのうち、Return、つまり利益に関する研究が多く行われてきたものの、Equityに関する研究は相対的に少ない。そのため、自社株買いのような資本取引に着目することで、ROEに対する理解が深まることが期待されよう。

米国では自社株買いに対して多くの知見が得られてきた。相対的に、わが国では自社株買いの研究が蓄積されているとは言えない。それは20世紀後半から米国で自社株買いが各国に先立って導入されたこと、わが国で初めて上場企業によって自社株買いが行われたのが1995年ということと関係があるかもしれない。そこでわが国の今後の自社株買い研究において、こういった論点が存在するのか、米国で得られている知見が日本でも同様に観察されているかの検証に焦点を合わせることにする。

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、わが国の文献サーベイ研究では、自社株買いに関する仮説をもとに説明が行われてきた。しかし、Grullon and Ikenberry（2000）や Vermaelen（2005）、そしてわが国では河瀬（2015）で説明されているように、買付手法によって、自社株買いの経済的特徴は大きく異なる³。そのため、買付手法を区分することは自社株買いによる経済的帰結を理解するうえで必要不可欠だと言えるだろう。しかし、筆者が知る限りではそうし

¹ Fama and French（2001）、DeAngelo *et al.*（2008）を参照されたい。

² 日本経済新聞2014年4月23日付朝刊、18ページ。

³ 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。

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、米国では自社株買いに関する公表は一般的に Good News であると認識されている。一方で、ペイアウトの側面から、自社株買いは多額の現金を社外流出させることを意味している。つまり、過度の自社株買いは企業の財務困窮の可能性を高めるため、一概に Good News であるとはいえない。そこで、最も自社株買い研究の中でも根幹となる、資本市場への経済的帰結に焦点を当てるが、具体的には自社株買いの公表に伴う市場の反応について検証した先行研究に焦点を当てることとする。なお、公開買付や相対取引などの市場外での自社株買いについては、紙幅の関係上、別稿にてサーベイすることとした。従って本稿で取り上げる先行研究は Market 買付などの市場内買付のものに限定している。

本稿は次節でわが国の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 節では自社株買いのアナウンスメント効果の先行研究をサーベイし、4 節では本稿の総括を行う。

2．自社株買いとそのリターンの背景

2.1．自社株買い制度のあらましとディスクロージャー環境について

2.1.1．自社株買い制度の歴史的変遷

1990年代初頭まで、商法（2006年以降は会社法）では、①株式消却のために取得する場合、②合併または他企業の営業全部を譲受けに因る場合、③企業の権利の実行にあたりその目的を達成するために必要な場合、④営業譲渡・譲受、合併のために、株式の買取請求規定により株式を買い取る場合を除いて、原則的に企業が自らの発行済株式を取得する行為、いわゆる自社株買いが禁じられていた（畠田，2009）。

江頭（2014）はその理由を、次のように述べている。

- ①資本金・準備金を財源とする取得は、株主への出資払戻しと同様の結果を生じ、会社債権者の利益を害する（資本の維持）。
- ②株主への分配可能額を財源とする取得でも、流通性の低い株式を一部の株主のみから取得すると、株主相互間の投下資本回収の機会の不平等を生じ

させ、また取得価額いかによっても残存株主との間の不公平を生じさせる（株主相互間の公平）。

- ③反対派株主から株式を取得することにより、取締役が自己の会社支配を維持する等、経営を歪める手段に利用される（会社支配の公正）。
- ④相場操縦、インサイダー取引などに利用される（証券市場の公正）。

しかし、1994年10月施行の商法改正によって、商法212条の2（以下、商法212条）により、①利益消却、②従業員への譲渡、③売買請求による自社株買い、および④相続を目的とする自社株買いが可能になった。しかし制約はまだ多く、企業は利益消却のために取得した自社株を長期間保有することが認められなかった。他にも、従業員への譲渡を目的とする場合には発行済株式数の3%までしか取得が認められず、取得した株式は6ヶ月以内に譲渡しなければならなかった。さらには、みなし配当課税（1999年3月に撤廃）の課税対象となったこともあり、これらは企業の自社株買いの活用を制限していたものと考えられる。

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

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

しかし、これまでの自社株買いでは、消却特例法を除いて、買付の株数や総額を株主総会に付議する議案として事前に開示したうえで、株主総会による決議のもとで自社株買いを行う必要があった。なお、自社株買いの有効期限はその翌年の株主総会までの1年間である。しかし2003年9月の商法改正では、商法211条の3第1項2号（以下、商法211条）の定めによって、定款の定めがあれば、株主総会決議なしに取締役会決議のみで自社株買いを決議・実施することが可能となった。消却特例法下の自社株買いでは、定款授權枠を定款に記載することが求められるため、事前に自社株買いの概要についてはアナウンスされていた。しかし、商法211条によって、企業は事前の予告を必要とせず自社株買いについて決議することが可能となった。

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

2.1.2. 自社株買いにかかる規制と開示

自社株買いにかかる情報開示については金融商品取引法（以後、金商法）で要求される情報開示と、証券取引所による適時開示の観点からTDnet（Timely Disclosure network：適時開示情報伝達システム）を通じて要求される情報開示とがある。まず、金商法による情報開示（以後、金商法開示）について、上場企業が市場において、自社株買いを決議した場合には、当該買付が終了するまでは毎月、自社株買いの状況に関する報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない（金商法24条の6第1項）。これは「自己株券買付状況報告書」と呼ばれており、取得状況、処理状況、保有状況が記載されている（企業内容等の開示に関する内閣府令第19条の3、第17号様式）。なお、「自己株券買付状況報告書」は金融庁が運営するEDINET（Electronic Disclosure for Investors' NETwork）から入手可能である。

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、証券取引所による適時開示要請のうち、重要事実の決定としてその決議内容を、直ちに TDnet 上で開示する必要がある。

市場内で買付ける場合には、法令上の根拠条項、取得の理由、取得の内容、取得期間、その他投資者が会社情報を適切に理解・判断するために必要な事項を開示しなければならない（会社情報適時開示ガイドブック2013年7月版第2編第1章5「自己株式の取得」を参照）。一方、市場外で公開買付けによって自己株式を買付ける場合には、買付け等の目的、自己株式の取得に関する決議内容、買付け等の概要を開示しなければならない（会社情報適時開示ガイドブック2013年7月版第2編第1章12「公開買付け又は自己株式の公開買付け」を参照）。

以上のように、情報開示について金商法開示と TDnet 開示との2つの規定がある。しかし、イベント・スタディ型の研究を行うにあたっては主に TDnet 開示を活用するのが望ましいと言える。その理由は、公表時点の情報開示が市場内買付では金商法開示により要求されないこと、ひいては正確な公表時間を特定できないといった問題点が存在するためである。日本経済新聞における記事掲載時をアナウンスメント時点とする研究もあるが、これも TDnet での開示よりも遅くなる点で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。

本項ではわが国の制度について述べてきたが、米国における制度については後述することとする。次項では、自社株買いの動機およびアナウンスメント効果を説明する、代表的な2つの仮説について説明する⁴。

2.2. 先行研究で検証されている仮説

2.2.1. シグナリング仮説

シグナリング仮説は Bhattacharya (1979) から始まり、自社株買いにおい

⁴ 自社株買いにおいては他にもいくつか仮説が存在しているが、これらについては Hsieh and Wang (2009b) を参照されたい。

ては Vermaelen (1984) によって導入された。以降、自社株買いの動機および資本市場への経済的帰結を説明する仮説として、フリー・キャッシュ・フロー仮説とともに長らく検証されてきている。その中で、多くの先行研究からシグナリング・モデルが開発されてきたが、共通して、経営者と投資家のあいだに情報の非対称性が起きており、情報優位にある経営者が投資家に向けて、何らかの手段を通じて（例えばペイアウト）、経営者が有する私的な情報をシグナルする、というものである⁵。ここでコストが高くなるほど、そうしたコストを負担できるような優良な企業であるとのシグナルが発信されると考えられている。

ただし、Grullon and Ikenberry (2000) は自社株買いがシグナルする情報には次の2種類があると指摘している。1つは、市場に向けて、将来の利益とキャッシュ・フローが上昇するという見込みを経営者が持っているという、期待を伝えようとするもの（新情報の提供⁶）、もう1つは、現在の業績をもとに市場が企業の株価を過小評価しているとの表明を行なうもの（非効率性の是正；以後「過小評価仮説」と呼ぶ）である。これらの違いについて、新情報の提供という側面からは、例えば自社株買い後には企業業績の改善が観察されるものと考えられる。その一方で非効率性の是正は企業業績の改善に関するシグナルを発信しているのではなく、企業評価について経営者と市場のあいだにミスマッチがあるとのシグナルを発信するものである。具体的には、前者では自社株買い後に ROA などのパフォーマンス指標の改善が観察される一方で、後者ではこれは観察されず、例えば経営者予想と（市場による企業評価の代理変数としての）アナリスト予想とのあいだに差が、特にアナリスト予想が経営者予想に比べて悲観的であることが予想される⁷。

⁵ 詳しくは Hsieh and Wang (2009a) を参照されたい。

⁶ 本稿では、これ以降シグナリング仮説をこの意味で用いることとする。

⁷ アナリスト予想については、その業態ゆえに楽観的のバイアスがあるとの理解が一般的であり、非効率性の是正の側面からは、この領域への知見を提供することが可能かもしれない。

2.2.2. フリー・キャッシュ・フロー仮説

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

こうしたフリー・キャッシュ・フロー仮説が意味するところは、企業が成熟段階にあるということを示しているといえる。成長企業が成熟段階を迎えるにあたって、投資機会の減少により、過剰投資とならないよう、企業は自社株買いを行い、それを市場は Good News として受け止めるだろう。そしてフリー・キャッシュ・フロー仮説が正しければ、自社株買い公表後、期待キャッシュ・フローのボラティリティは減少すると考えられるため、企業の資本コストは減少し、また CAPEX や R&D などの投資額の減少などが観察されるだろう。

以上のように自社株買いの経済的帰結に対する代表的な仮説を紹介した。以降では買付手法ごとに先行研究をまとめている。

3. 市場内買付

3.1. 米国における市場内買付

Market 買付

最初に、米国における市場内買付には Market 買付(open market repurchase) と ASR (Accerrelated Share Repurchase) という買付手法がある。まず、Mar-

ket 買付について述べるが、これは最も一般的な買付手法であり、誰もが参加可能なオークション形式の公開市場において自社株買いを実施する手法である。Grullon and Ikenberry (2000) は、1980年から1999年の期間において、件数で見れば Market 買付が自社株買いの91%を占めていることを示した。Market 買付はかつて株価操縦への懸念から、あまり活用されてはいなかったが、1982年11月にSECが株価操縦に対するセーフ・ハーバーとしてRule 10b 18を採用したことから、Market 買付の活用が増加した。例えばGrullon and Ikenberry (2000) が示したところでは、1983年には53件であったのに対して、1984年には236件と急増している。1983年までは、Market 買付の件数は公開買付の件数とそれほど差がなかったが、公開買付の1984年の件数が67件であったのと比べても、Market 買付の急増を伺い知ることができる。1999年には、公開買付の件数が21件であったのに対して、Market 買付の件数は1,212件であった。このように、Market 買付はRule 10b 18以後、支配的に使われている買付手法である。このRule 10b 18は(1)ブローカー、ディーラーが一人だけであること、(2)終値に影響を与える、取引時間終了前30分間の取引をしていないこと、(3)最も高い現在の独立入札価格あるいは、最新の独立売値を上回る価格で行われないこと、(4)それ以前の4週間で計算された自社株買いの総取引高が、平均日次取引高(大口取引を除く)の25%を上回らないこと、以上のことが守られている場合に、株価操縦に対するセーフ・ハーバーの役割が果たされている。これらの要求について共通しているのは、株式の価格操作を防ぐことにある⁸。

なお、Rule 10b 18は2003年に修正され、2004年3月からは四半期ごとに財務諸表内で月次ベースの買付活動が開示されるようになり、買い付けた総数、一株あたりの支払った平均価格、進捗度、実行中または他の自社株買いプランにおいて今後買い付けうる株式数といった情報の開示が要求されている。

⁸ ただし、Cook, Krigman and Leach (2003) は1993年3月から1994年3月のあいだに行われた64件のMarket 買付を観察したところ、Rule 10b 18に従っているのは10%以下であると指摘しており、実効性に乏しいのかもしれない。つまり、SECのRule 10b 18の導入時期からMarket 買付が急増してはいるが、Rule 10b 18そのものがMarket 買付の活発な利用を促したわけではないのかもしれない。

こうした規制変更について Bonaimé (2015) はそれまでと比べると、情報内容およびディスクロージャーの適時性を高めており、これによって Market 買付にかかる情報開示の信頼性が高まることで、より強いシグナルが発信されるようになると指摘しており、これを支持する実証結果を示している。

Market 買付では、(株数というよりはむしろ) 予め決められた金額の枠内でおよそ2年から3年にわたって買付を行うものが一般的である。米国においてはこの Market 買付の開始時および終了時の公表は義務付けられていない。義務付けられているのは、四半期決算における財務諸表内の記載に限定されている。ただし、世界最大の米国の法律事務所である Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom 社によれば、潜在的な訴訟リスクを減少させるためにも自発的に公表することが望ましいと述べており、基本的に買付けの公表は行われるものと考えられる⁹。また、Market 買付を行うということが何らかのシグナルであるという観点からも、企業にとっては、その自社株買いを公表するインセンティブがあると考えられる。

Market 買付の公表日周辺の異常リターン

こうした Market 買付は、公表の件数のみならず、先行研究の数についても最も多い。表1パネルAからは、この Market 買付の公表日周辺の異常リターンは平均値で約1 - 3%の値を取り、かつ近年の研究ほど値が小さくなる傾向が見て取れよう。ただし、同時公表についてコントロールしたものは、2000年代の研究であっても、平均3%程度の異常リターンが観察されている (Grullon and Michaely, 2004; Barger *et al.*, 2012)。時間の経過にかかわらず、発行済株式総数に対して平均5 - 8%の買付規模で行われている。これはわが国の Market 買付よりも大きい傾向にある。

Market 買付では、これら Market 買付を行う動機、そして異常リターンが生じる理由についてはどちらも過小評価仮説によって説明されている。過小評価をどのように検出するか、先行研究では残余利益モデル (RIM) を用い

⁹ Skadden, Arps, Slate, Meagher and Flom (2013), "Share Repurchases," *Corporate Finance Alert*, February 28. また Delaware 州法上は、買付開始の開示を行わないことで経営者個人が提訴されるかもしれないとの指摘がある。

て株式の理論価格を計算し、現在の市場価格との差を測定することで、過小評価の程度を直接検出する方法 (Bonaimé *et al.*, 2014) と、公表前リターン、企業規模、時価簿価比率、買付動機の、主に 4 つの要因から過小評価が生じているかを間接的に検出する方法 (Ikenberry *et al.*, 1995; Peyer and Vermaelen, 2009) がある。

RIM を用いた過小評価の直接検出の方法は D'Mello and Shroff (2000) が公開買付研究において導入したが、あまり採用されていない方法である。その理由は、RIM で用いる純資産簿価、利益そして資本コストの 3 つの要因のうち、簿価と資本コストについて計算上のバイアスが大きくなるためと考えられる。純資産簿価については基本的に時間の経過にかかわらず、利益や資本コストと比較して定常であると想定されているが、自社株買いは純資産簿価の値を変化させるものであるため、自社株買いのイベント・スタディで活用する場合には、推定の正確性が損なわれている可能性がある。次に資本コストの推定にあたっては、CAPM や Fama-French の 3 ファクター・モデルなど、過去の情報に基づいて、将来の資本コストを推定するという手続きが一般的である。しかしながら、資本コストは自社株買いを通じて下落することが知られている (Grullon and Michaely, 2004)。したがって、CAPM や Fama-French の 3 ファクター・モデルによって推定された資本コストは過大に見積もられる可能性がある (ただし、このバイアスは過小評価をより保守的に見積もるものではある)。なお、Bonaimé *et al.* (2014) では過小評価されている企業ほど公表時の異常リターンが大きくなることが確認されている。

以上のように、直接検出する方法については一般的ではなく、多くは上記 4 つの要因から間接的に過小評価を検出する方法が取られている。公表日前のリターンについては、Vermaelen (1981) が Market 買付の公表日前に株価が下落傾向であることを示し、これはそのまま過小評価が進行していることを意味する。そして、公表日前のリターンについて調査した研究のすべてで、その値が負になることが確認されている。こうした傾向は他の買付手法では観察されず、Market 買付の特徴であるといえる。次に、規模について Vermaelen (1981) は小規模企業の株主に内部者が多いことや、アナリストが小規模企業に対して比較的注目しない等の理由から、情報の非対称性が大きく生

じていると指摘している。そして、この非対称性にもとづく過小評価が自社株買いにに関する情報のインパクトを強くし、すなわち公表時の異常リターンが大きくなると説明している。さらに、このことは他の実証研究からも確認されている (Ho *et al.*, 1997 ; Chan *et al.*, 2004)。そして時価簿価比率であるが、これは株価が割安であるかをチェックする目的で使われる指標であり、過小評価を検出することが期待されている。ただ、実証結果では規模をコントロールしたうえでグラマー株であるほど、異常リターンが大きくなるという、予想とは逆の結果が観察されている (Chan *et al.*, 2004)。他にも規模や株価のボラティリティをコントロールした場合には、時価簿価比率は異常リターンを統計的に有意に説明しないという結果も確認されている (Bonaimé, 2012)。以上のように異常リターンに対する時価簿価比率の説明力については統一的な見解が得られていないことがわかる。最後に、Market 買付の公表にあたっては買付を行う理由や動機が明記される。特に、過小評価をあらわす “undervaluation” 等の文言が含まれている場合、この情報は経営者が市場に向けて直接的に過小評価を伝えることとなる。単に経営者が株価を上げたいというインセンティブを有しているだけの可能性もあるが、少なくとも過小評価を検出するための手がかりになるといえよう。先行研究からは動機の部分で「過小評価」や「企業価値の最大化」といった文言が含まれている場合は、それ以外の理由を明記した場合と比べると、公表時の異常リターンが大きくなることが明らかとなっている (Ikenberry *et al.*, 1995 ; Peyer and Vermaelen, 2009 ; Bonaimé, 2012)¹⁰。

以上のように、過小評価仮説を間接的に検証する方法が先行研究では多く

¹⁰ Peyer and Vermaelen (2009) はこれらの4つの要因を用いて U-index という指標を作成し、過小評価を間接的に検出するという方法を提案している。ただし、長期リターンにおいて説明しているのみで、短期リターンを説明するかどうかは明らかではない。また Bonaimé (2012) では動機を説明変数に回帰分析を行っているが、他の3つの要因ほどの説明力を有していないようである。原因は明らかにはされていないが、動機は他の3つの要因と比べて、公表時点で決定される要因である。いいかえれば、経営者は他の3つの要因を考慮して過小評価が生じていると判断したので、過小評価を示唆する動機を選択したのかもかもしれない。

使われており、そして過小評価仮説を支持する結果が得られている。しかし過小評価仮説とは異なる、買付の動機および公表時の異常リターンを説明する仮説もまた検証されている。Grullon and Michaely (2004) はシグナリング仮説を棄却し、フリー・キャッシュ・フロー仮説を支持している。買付公表から3年間の業績が改善しないこと、CAPEX や R&D などの投資が増加しないことから、Market 買付が将来の好業績を暗示するというシグナリング仮説を否定している。フリー・キャッシュ・フロー仮説はその一方で余剰資金を減少させ、過剰投資を抑制することはエージェンシー・コストを削減することに繋がり、これが公表時の異常リターンを説明するという仮説である。Grullon and Michaely (2004) は実際に過剰投資が抑制されていることを発見しており、そしてシステムティック・リスクの減少についても確認している。

しかしながら、フリー・キャッシュ・フロー仮説について着目した研究はこれ以外にほとんど見られない。例えば回帰分析の説明変数に、過小評価の要因と現金等を加えることで、フリー・キャッシュ・フロー仮説を部分的に支持するような研究がある (Kahle, 2002; Bonaimé, 2012) が、現金やキャッシュ・フローそのものがフリー・キャッシュ・フローを表しているわけではない¹¹。こうした事実はフリー・キャッシュ・フロー仮説の検証が難しいことを意味しており、今後の研究の進展にあたっては、フリー・キャッシュ・フローそのものに対する理解を深める必要があるだろう¹²。

またこの他にも Market 買付前後の株価の変化を利用して、経営者が内部

¹¹ 余剰資金を正しく求める方法には Opler *et al.* (1999) のような超過現金保有 (excess cash holdings) を推定するモデルが必要になるが、この領域ではいまだ理論的な説明に基づいたモデル構築は行われておらず、また先行研究によって現金をコントロールする変数が統一されていないなど、信頼性について乏しい面がある。

¹² 自社株買いにおけるフリー・キャッシュ・フロー仮説の含意は、何より企業が保有する現金が減少することにより、それがエージェンシー・コストを減少させ、企業価値の増大に繋げるというものである。このことは本研究の目的と深く結びついている。なぜなら、現金の減少によってアナウンスメント効果が検証されるのであれば、それは自社株買いの方法を問わないはずである。つまり、買付方法によって市場に与える影響が異なるという事実を検証することが、フリー・キャッシュ・フロー仮説を検証する方法の1つであるかもしれない。

者取引を通じて自身の利得を最大化しようとする可能性について検証しているものもある (Babenko *et al.*, 2012)¹³。公表前の内部者の買いが大きければ、経営者は過小評価を認識しているため買いを行い、そして Market 買付の公表による異常リターンもまた大きくなることが示されている。ただ、こうした内部者取引は経営者が過小評価を認識しているかどうかを観察しているので、過小評価仮説の研究に含まれるだろう。

Market 買付の買付公表からの長期の異常リターン

Market 買付の公表に対する短期の市場反応は、概ね過小評価仮説によって説明されているといえる。しかし、長期においては支配的な見解は得られていない。この理由としては、長期の異常リターンの測定方法についての議論が決着していないことが挙げられよう。先行研究で使われている測定方法は、大別すると月次リターンを使って累積異常リターン (CAR) を計算するものと、特定の年までの買い持ち異常リターン (BHAR) を計算するものがある。CAR については、(1) マッチング企業の月次リターンに対する観測値の月次リターンの超過分として異常リターンを計算する方法 (Jagannathan and Stephens , 2003 ; Chen *et al.*, 2014)、(2) Fama-French の 3 ファクター・モデルのリターンについて、イベント企業の公表日を 0 として公表から一定の期間までの月次の累積リターンを用いて推定する Ibbotson (1975) の Returns Across Time and Security (IRATS) 手法によって異常リターンを計算する方法 (Chan *et al.*, 2007 ; Massa *et al.*, 2007 ; Peyer and Vermaelen , 2009) がある。そして、BHAR では(3) マッチング企業、またはマッチング・ポートフォリオが稼得するリターンを通常のリターンとして定義し、これに対する観測値のリターンの超過分として異常リターンを計算する方法 (Ikenberry *et al.*, 1995 ; Chan *et al.*, 2004 , 2007 ; Chen *et al.*, 2014) がある。また、(4) Fama-French の 3 ファクター・モデル、または Carhart の 4 ファクター・モデルのリター

¹³ 内部者取引に関するデータは SEC が提供している。わが国では内部者取引に関するデータを取得することはできないため、自社株買い周辺の経営者行動について観察することは難しく、大株主の持ち分に関する変更報告書等の資料から観察されるものに限定されている。

ンについて、イベント企業をカレンダー・タイムに従って公表から一定期間ポートフォリオに組み入れ、そのリターンを用いて推定する Calendar-Time Portfolio (CTP) アプローチによって平均異常リターンを計算する方法 (Chan, Ikenberry and Lee, 2007; Peyer and Vermaelen, 2009; Bargeron *et al.*, 2012; Chen *et al.*, 2014) も使われている¹⁴。こうした多様性のため、長期リターンに関する知見はあくまで特定の測定方法を前提に得られていることに留意する必要がある。

ただし、Jagannathan and Stephens (2003) を除けば、正の異常リターンが観察されるようである。こうした結果から先行研究は過小評価仮説を支持するものがある (Ikenberry *et al.*, 1995; Peyer and Vermaelen, 2009)。しかし先述の、間接的に過小評価を検出する主な4つの要因が長期の異常リターンに与える影響への理解は、先行研究によって異なっている。

最初に公表日前のリターンについて、公表日前のリターンが悪いほど異常リターンが大きくなるとする結果 (Peyer and Vermaelen, 2009; Chan *et al.*, 2010)、または公表日前のリターンと異常リターンには統計的に有意な関係がないとする結果 (Chan *et al.*, 2004, 2007) が得られている。次に規模について、公表時に企業の規模が小さいほど異常リターンが大きくなるという結果 (Peyer and Vermaelen, 2009) の一方で、公表時に企業規模が大きいほど異常リターンが大きくなるという結果が得られている (Chan *et al.*, 2004, 2007; Chan *et al.*, 2010)。時価簿価比率においても、パリュウ株であるほど長期の異常リターンが大きくなる (Ikenberry *et al.*, 1995; Peyer and Vermaelen, 2009; Chan *et al.*, 2010) という結果の一方で、有意な関係が観察されない (Chan *et al.*, 2004, 2007) という結果も得られている。短期と同様に異常リターンに対する説明力は明らかではない。最後に動機については、「過小評価」などの動機が示されていれば、有意に長期の異常リターンが大きくなる

¹⁴ CTP アプローチについては Lyon *et al.* (1999)、または山崎・山口 (2012) を参照されたい。本稿でいう⁽³⁾BHAR 法と、⁽⁴⁾CTP アプローチが検証されている。Lyon *et al.* (1999) はどちらを推奨するとも明言していないが、山崎・山口 (2012) は、CTP アプローチがわが国の長期リターンの測定における唯一の測定方法ではないが、相対的にバイアスが小さいため、これを推奨するとの結論を下している。

という結果が示されている (Peyer and Vermaelen, 2009)。以上のように、長期リターンにおいては過小評価仮説を支持する結果が得られていないといえよう¹⁵。また、過小評価仮説以外で異常リターンを説明する先行研究もあり、例えば Grullon and Michaely (2004) は FCF 仮説によって説明している¹⁶。

なお2003年に修正され、2004年3月から施行された Rule10b 18の修正はディスクロージャーの強化を促しており、より精緻な研究を可能にしている。Bargeron *et al.*(2012) は、これまでの先行研究で検証されてきた Market 買付の開始だけでなく、買付の終了についても考慮している。そして、買付開始から買付終了まで、CTP アプローチによる Fama-French の3ファクターモデルで計算された月次の異常リターンは、正の値ではあるものの、統計的に有意な結果とはならなかった。しかし、先行研究と比較する目的から、買付開始から1 - 3年の枠で BHAR をも加えて異常リターンを計算したところ、先行研究と同様に統計的に有意に正であることを報告している。さらに、これらの結果の差を考察するため、当該買付の終了から、当該買付開始から1 - 3年までの期間(つまり Market 買付終了後の期間)で検証したところ、統計的に有意に正の異常リターンを観察している。つまり先行研究では、買付終了後に生じた株価増加のイベントを捉えていた可能性がある。

¹⁵ 過小評価仮説に従った結果が得られているものもあるが、これらの多くは単変量による結果であり、多変量による4つの要因の異常リターンに対する説明は、過小評価仮説を支持するものではなかった。

¹⁶ なお、Massa *et al.*(2007) は Market 買付を行う動機として、ミミッキング仮説を用いて説明している。ミミッキング仮説とは、Massa *et al.*(2007) が示したように、企業が行う Market 買付の公表が競争他社にとって統計的に有意な負の市場反応をもたらしていることを前提として、この負の影響に対処するため、競争他社は Market 買付を実施するというものである。この場合、Market 買付の動機に加えて、長期リターンについての説明としても過小評価仮説に基づいていない。そして、競争の激しい企業(集中産業)とそうでない企業(非集中産業)とでは、前者でミミッキング仮説によって説明されるものとしている。短期の異常リターンについては統計的に有意な差は生じないものの、長期の異常リターンでは統計的に有意に、ミミッキング仮説に従って、集中産業では小さいことが示されている。ただ、非集中産業では過小評価仮説が支持されるような結果であり、ミミッキング仮説は過小評価仮説を否定するものではない。

表1 パネルA 米国の市場内買付研究：Market 買付データ

論文名	リターンの 計算方法	同時 公表	公表時 リターン (%)	公表日前 リターン (%)	公表日後 リターン (%)	長期 リターン (%)	達成率 (%)	予定買付 割合(%)
Vermaelen (1981) JFE	ベータ調整済み ポートフォリオ・ リターンの超過分, CAR		3.67 [-1.1]	-3.62 [-25,-2]	0.48 [2.25]			
Bartov (1991) JAE	マーケット・モデル [-210,-110]	×						5.28
Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1995) JFE	(1)規模・BM調整 済ポートフォリ オ・リターンの 超過分, CAR, (2)規模・BM調整 済ポートフォリ オ・リターンの 超過分, BHAR,	×	3.54 [-2.2] by (1)	-3.07 [-20,-3] by (1)	0.21 [3.10] by (1)	4.59 [1y,3y] by (2)		
Ho, Liu and Ramanan (1997) TAR	マーケット・モデル [-242,-43; 3.202]		3.0 [-2.2]	-2.4 [-42,-3]				6.6
Liu and Ziebart (1997) TFR	CRSP均等加重イン デックス・リ ターンの超過分, CAR	×	5.05 [-2.2]		0.92 [3.33]			
Kahle (2002) JFE	マーケット・モデル	×	1.61 [-1.1]	-3.64 [-1.1]				6.43
Jagannathan and Stephens (2003) FM	(1)マッチング企業 の日次リターン の超過分, CAR (2)マッチング企業 の月次リターン の超過分, CAR	×	2.53 [-1.1] by (1)			-0.14 [0m,36m] by (2)		
Chan, Ikenberry and Lee (2004) JFQA	(1)CRSP価値加重 インデックス・ リターンの超過 分, CAR (2)規模・BM・上 場市場でマッ チングした企業に 対する BHAR	×	2.18 [-2.2] by (1)	-8.46 [-252,-1] by (2)		23.56 [0y,4y] by (2)		
Gruillon and Michaely (2004) JOF	マーケット・リ ターンの超過分, CAR		2.71 [-1.1]					6.77

(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。達成率は実際に買い付けた株式数を公表時に予定していた買付株式数で除した値である。予定買付割合は公表された予定買付株式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。

表1 パネルA 米国の市場内買付研究：Market 買付データ

論文名	リターンの 計算方法	同時 公表	公表時 リターン (%)	公表日前 リターン (%)	公表日後 リターン (%)	長期 リターン (%)	達成率 (%)	予定買付 割合(%)	
Chan, Ikenberry and Lee (2007) JBF	(1)規模・BM・上 場市場でマッチ ングした企業の リターンの超過 分, BHAR	×				3.49 [0y, 3y] by (1)		6.9	
	(2)Carhart 4ファ クター・モデル によるCTPアプ ローチ					-8.46 [-1y, 0y] by (1)			0.28 [4y monthly] by (2)
	(3)Carhart 4ファ クター・モデル によるIRATS手 法								15.32 [0.47m] by (3)
Massa, Rehman and Vermaelen (2007) JFE	(1)CRSP 価値加重 インデックスに よるマーケッ ト・モデル[- 245, -, -90]	×	集中産業 2.53 [-1, 1] by (1)			集中産業 2.87 [1m, 36m] by (2)			
	(2)Fama-French 3 ファクター・モ デルによる IRATS法					非集中 産業 2.59 [-1, 1] by (1)			非集中 産業 25.94 [1m, 36m] by (2)
Peyer and Vermaelen (2009) RFS	(1)CRSP 均等加重 インデックスに よるマーケッ ト・モデル	×				24.25 [1m, 48m] by (3)		7.37	
	(2)生リターン					2.39 [-1, 1] by (1)			-8.41 [-6m, - 1m] by (2)
	(3)Fama-French 3 ファクター・モ デルによる IRATS法								0.44 [4y monthly] by (4)
	(4)Fama-French 3 ファクター・モ デルによるCTP アプローチ								
Chan, Ikenberry, Lee and Wang (2010) JCF	(1)CRSP 価値加重 インデックス・ リターンの超過 分, CAR,	×	1.80 [-2.2] by (1)			8.58 [0q, 8q] by (2)		7.45	
	(2)マッチング企業 の超過分, BHAR,								0.38 [24m, monthly] by (3)
	(3)5ファクター・ モデルによる CTPアプローチ								

(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。達成率は実際に買い付けた株式数を公表時に予定していた買付株式数で除した値である。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。ただし数字にm, q, 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、四半期数、年数を表す。

表1 パネルA 米国の市場内買付研究：Market 買付データ

論文名	リターンの 計算方法	同時 公表	公表時 リターン (%)	公表日前 リターン (%)	公表日後 リターン (%)	長期 リターン (%)	達成率 (%)	予定買付 割合(%)
Babenko, Tserlukevich and Vedrashko (2012) JFQA	(1)規模・BM調整 済マッチング企 業の超過分, BHAR,	×	1.42 [-1.1] by (1)	-5.30 [-43,-4] by (2)		7.27 [2.252] by (1)		6.51
	(2)CRSP 価値加重 インデックスに よるマーケッ ト・モデル[- 252,-44]		1.27 [-1.1] by (2)					
Bargeron, Bonaime and Thomas (2012) WP	(1)CRSP 価値加重 インデックスに よるマーケッ ト・モデル[- 300,-46]		2.84 [-1.1] by (1)			0.2021 [7 m, monthly] by (2)		8.4
	(2)Fama-French 3 ファクター・モ デルによるCTP アプローチ							
Bonaime (2012) JFQA	CRSP 価値加重 インデックス・リ ターンの超過分, CAR	×	1.93 [-2.2]	-5.67 [-40,-6]			72.57	6.47
Akyol, Kim and Shekhar (2014) IRF	(1)CRSP 価値加重 インデックスに よるマーケッ ト・モデル[- 255,-46]	×	1.29 [-1.1] by (1)	-2.01 [-20,-2] by (1)	1.03 [2.20] by (1)			8.06
	(2)CRSP 均等加重 インデックスに よるマーケッ ト・モデル[- 255,-46]		1.08 [-1.1] by (2)	-2.92 [-20,-2] by (2)	0.24 [2.20] by (2)			
Bonaime, Öztekin and Warr (2014) JCF	CRSP 価値加重 インデックスによる マーケット・モデ ル[-300,-46]	×	1.72 [-1.1]					

(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。達成率は実際に買い付けた株式数を公表時に予定していた買付株式数で除した値である。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。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。TはMarket買付終了の公表があった時点を示す。

表1 パネルA 米国の市場内買付研究：Market 買付データ

論文名	リターンの 計算方法	同時 公表	公表時 リターン (%)	公表日前 リターン (%)	公表日後 リターン (%)	長期 リターン (%)	達成率 (%)	予定買付 割合 (%)
Chen, Chen, Huang and Schatzberg (2014) JBFA	(1)CRSP 価値加重 インデックス・ リターンの超過 分の BHAR	×				13 51 [13m 48m] by (1)		
	(2)業 種・BM・規 模マッチング企 業のリターンの 超過分, BHAR					- 1 31 [13m 48m] by (2)		
	(3)Fama-French 3 ファクター・モ デルによる CTP アプローチ					0 07 [13m 48m , monthly] by (3)		
	(4)Carhart 4ファ クター・モデル による CTP アプ ローチ					0 19 [13m 48m , monthly] by (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。達成率は実際に買い付けた株式数を公表時に予定していた買付株式数で除した値である。予定買付割合は公表された予定買付株式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。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。

このアイデアに基づき、Bargeron *et al.* (2012) はこれが買付終了後に新たな自社株買いがアナウンスされることや、テイクオーバーが仕掛けられることによって、先行研究において長期の異常リターンが観察されていることを明らかにした。そして Bargeron *et al.* (2012) は Cremers *et al.* (2009) にしたがって、Fama-French の3ファクターに加えて、翌年に企業がテイクオーバーされる確率を加えた4ファクター・モデルを用いたところ、1 - 4年のウィンドウのすべてで、異常リターンが経済的にも統計的にも有意ではなくなることを示した。Bargeron *et al.* (2012) が正しいとすれば、Market 買付の公表から生じる長期リターンに関する議論は解決されたのかもしれない。ただ、Bargeron *et al.* (2012) の結果はあくまで CTP 法によるものである。終了の時点が異なるために、これ以外の測定方法では計算することができないが、リターンの測定に関する議論の進展によっては異なる結論が得られる可能性がある。今後も多くの知見が蓄積されることが望まれよう。

表1 パネルB 米国の市場内買付研究：Market 買付レビュー

論文名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Vermaelen (1981) JFE	1970 1978年, WSJ から収集, 243件	Market 買付の公表日周辺 の異常リターンを検証。	Market 買付の公表とともに正のリ ターンが観察された。しかし公表前 のリターンは小さく、株価が一時的に下 落したところで Market 買付を行って いる可能性が指摘された。
Bartov (1991) JAE	1978 1986年, WSJ から収集, 185件	Market 買付の公表日周辺 の異常リターンをアナリスト の利益予想の変化とベータの 変化が説明するかどうかを検 証。	コントロール・サンプルでは非有意 であるが、検証サンプルではアナリス トの利益予想の改善が大きいほど、 ベータが小さくなるほど、統計的に有 意に公表時の異常リターンが大きくな ることが示された。
Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1995) JFE	1980 1990年 (1987年4Q 除く), WSJ から収集, 1 239件	短期と長期の株価の異常リ ターンについて、規模をコン トロールしたうえで簿価時価 比率による影響を検証。	長期の株価の異常リターンについて、 グラマー株とバリューストック株とでは、Mar ket 買付開始の公表から3年のBHAR についてバリューストック株であるほど大き くなることを明らかにした。
Ho, Liu and Raman (1997) TAR	1978 1992年, WSJ から収集, 232件	Market 買付の短期の異常 リターンを回帰分析によって 検証。	回帰分析からは、前年の経常利益が 大きいほど、営業キャッシュ・フロー が大きいほど、売上の成長率が大きい ほど、買付規模が大きいほど、公表前 のリターンが悪いほど、企業規模が小 さいほど、短期の異常リターンが大き くなるということが統計的に有意に示された。
Liu and Ziebart (1997) TFR	1984 1989年 WSJ から収集, 264件	Market 買付の公表日周辺 の異常リターンの大きさが、 その期間後の異常リターンの 動向を説明するか検証。	Market 買付の公表日周辺の異常リ ターンが正であれば、その期間後の異 常リターンは統計的に有意に小さくな ることがわかった。
Kahle (2002) JFE	1991 1996年, SDC から収集, 712件	Market 買付のアナウンス メント効果とストック・オブ ションの関係を検証。	Market 買付のアナウンスメント効 果を説明するのは、主に公表前の異常 リターンとフリー・キャッシュ・フ ロー、有配企業であるかであり、特に 経営者のストック・オプションは追加 的な説明力を有していないことが明ら かにされた。
Jagannathan and Stephens (2003) FM	1986 1996年, SDC から収集, 3 520件	Market 買付を頻繁に行う かどうかを考慮して短期と長 期のアナウンスメント効果を 検証。	買付を行う頻度が少ないほど、短期 のアナウンスメント効果は大きくなる。 しかし、長期では明瞭な結果は得られ ていない。
Chan, Ikenberry and Lee (2004) JFQA	1980 1996年 (1987年4Q 除く), SDC から収集, 5 508件	Market 買付の経済的帰結 が、過小評価仮説、FCF 仮 説、レバレッジ仮説のどれか らもたらされているのかを、 短期・長期異常リターンから 検証。	規模が小さいほど、グラマー株である ほど、買付割合が大きいほど、過去 リターンが悪いほど、短期の異常リ ターンは大きくなることを示した。長 期では、逆に規模が大きいほど、負債 の割合が大きいほど、実際に買い付け ているほど、異常リターンが大きくな ることを示した。

表1 パネルB 米国の市場内買付研究：Market 買付レビュー

論文名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Grullon and Michaely (2004) JOF	1980 1997年 WSJ, SDC から 収集, 4,443件	Market 買付のアナウンスメント効果が発生する理由について、シグナリング仮説とFCF 仮説について検証。また、3年間のドリフトについても検証。	買付公表から3年間の業績指標は改善されず、また将来のCAPEXとR&Dは有意に増加しないため、Market 買付についてシグナリング仮説を棄却。アナウンスメント効果はシステマティック・リスクの減少等とともに大きくなることから、FCF 仮説を支持。また買付公表から3年の異常リターンをシステマティック・リスクの減少によって説明されることを明らかにした。
Chan, Ikenberry and Lee (2007) JBF	1980 1996年 (1987年4Q除く), SDC から収集, 5,508件	Market 買付において実際に買い付けることが長期の異常リターンにいかに影響を与えるかを検証。	異常リターンの測定方法にかかわらず、Market 買付で実際に大量に買い付けるほど、長期の異常リターンは大きくなる傾向が示された。またBHARの回帰結果からは、規模が大きいほど異常リターンが大きくなることを示している。
Massa, Rehman and Vermaelen (2007) JFE	1984 2002年, SDC から収集, 28,636件	自社株買いの動機として、ミミッキング仮説を検証。ミミッキングの代理変数は競争の激しい業界(集中産業)に属しているかどうかであり、サンプルを集中産業と非集中産業に分割している。そこから、ミミッキングに動機づけられたMarket 買付が行われているかどうかの確認のためサブサンプル間のアナウンスメント効果を検証。	集中産業に属する企業のMarket 買付の公表は、同業他社の株価に統計的に有意に負の影響を与えることがわかった。そして、短期では集中産業と非集中産業のアナウンスメント効果に有意な差は観察されないが、長期においては非集中産業においてのみ、有意に正の異常リターンが観察されている。このことから、集中産業においては同業他社のMarket 買付による、株価への負の影響を緩和するために、ミミッキングとしてMarket 買付を実施すると指摘している。
Peyer and Vermaelen (2009) RFS	1991 2001年 LexisNexis から 収集, 3,481件	Ikenberry <i>et al.</i> (1995) で示された、Market 買付における長期の異常リターンが、現在でも確認されるか検証。長期の異常リターンの測定には3×2通りの手法によって検証している。また、公表時に明示されるMarket 買付の動機が与える影響や、さらに規模、時価簿価比率、動機、過EPS予想の有意な下方修正が観察され去りターンを考慮した、過小評価の指標であるU-indexを用いて検証。	長期の異常リターンが現在でも観察された。この理由を、Market 買付公表前のCARが負であるほど、長期の異常リターンが大きくなることを指摘し、そしてその理由をアナリスト・ミステイク仮説によって説明。この仮説はMarket 買付公表前にアナリスト推奨が平均的に売りの方へ推移し、またアナリストによるMarket 買付後のEPS予想の有意な下方修正が観察された。以上のように市場の非効率性が解消されないため、長期リターンが観察されるようである。
Chan, Ikenberry, Lee and Wang (2010) JCF	1980 2000年 (1987年4Q除く), WSJ, SDC から 収集, 7,628件	Market 買付の公表後の長期リターンについて、裁量的会計発生高が大きい場合とそうでない場合とに区分して検証。	短期のリターンでは裁量的会計発生高の程度は影響を与えないものの、長期のリターンでは裁量的会計発生高が大きい場合に、統計的に有意なリターンが観察されない。また回帰結果から、短期と長期ではリターンを説明する変数が異なる。

表1 パネルB 米国の市場内買付研究：Market 買付レビュー

論文名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Babenko, Tserlukevich and Vedralshko (2012) JFQA	1989 2007年 (2001年9月 11 17日除く), SDC から収集, 5,827件	Market 買付のアナウンスメント効果と内部者による株式の売買との関係を検証。	公表6ヶ月前の内部者の買いが大きければ、公表時の異常リターンが統計的に有意に正の方向に大きくなり、内部者の売りが大きければ異常リターンが統計的に有意に負の方向に大きくなる。
Bargeron, Bonaimé and Thomas (2012) WP	1979 2010年9月, Factiva から収集, 19,498件	Market 買付の買付開始から買付終了までのアナウンスメント (Market 買付のライフサイクル) に着目し、短期および長期の異常リターンを検証。	短期の異常リターンでは先行研究と整合する結果が得られている。しかし長期で、ライフサイクルの期間中の有意な異常リターンは観察されなかった。ただ、先行研究と同様のイベント・ウィンドウでの長期リターンについては整合する結果が得られている。この違いは、買付終了後に発生する、別の株価増加のイベントをコントロールしていないためである。
Bonaimé (2012) JFQA	1988 2007年, SDC から収集, 11,697件	Market 買付において、企業のレビュテーションがアナウンスメント効果に影響を与えるのかどうかを検証。また公表される動機がアナウンスメント効果に影響を与えるかも検証。	公表時の異常リターンは、過去の達成率が良い (レビュテーションが高い) ほど、統計的に高くなることがわかった。公表される動機が株主価値を高めるとの主旨であれば、アナウンスメント効果を統計的に有意に高めるようである。
Akyol, Kim and Shekhar (2014) IRF	2004 2007年, SDC から収集, 315件	ASR のアナウンスメント効果と実際に買い付けている Market 買付のそれと比較。ASR を使っておらず、また1%以下の買付についてはサンプルから除外。	統計的に有意な正のアナウンスメント効果を確認している。ASR のサンプルの公表前の異常リターンにおいて統計的に有意に異なる。Market 買付サンプルは公表前の異常リターンが統計的に有意に負であった。なお、Market 買付のサンプルは ASR のサンプルよりも平均値でも中央値でも、統計的に有意に予定買付割合が高く、執行可能なストック・オプションの比率が高く、買収の可能性が低い。
Bonaimé, Öztekin and Warr (2014) JCF	1990 2010年, SDC から収集 (金融業、公益業 を除く), 7,880件	Market 買付サンプルを、レバレッジの程度と過小評価の程度で4つに区分して、アナウンスメント効果に違いが生じるかを検証。	4つの区分では、過小レバレッジかつ過小評価されていると、アナウンスメント効果が大きくなることが観察された。過小レバレッジと過小評価では、過小評価の影響が大きいようであるが、過小評価の程度をコントロールしたところ、レバレッジの程度が小さいほうがアナウンスメント効果について大きくなることがわかった。
Chen, Chen, Huang and Schatzberg (2014) JBFA	1987 2006年 (1987年4Q 除く), SDC から収集, 5,190件	Market 買付後の内部者による買いが多いか、売りが多いかを区別して長期の異常リターンを検証。	リターンの測定方法にかかわらず、買いが多いほど長期の異常リターンは、売りが多い場合よりも正に大きくなる。

ASR

ASR は近年、活用が進んでいる市場内の自社株買い手法の1つである。ASR は1996年から2003年の期間においてわずか13件しか行われなかったものの、2004年から21件と急増しており、2007年には97件が実施された。ただし、2008年では急落し、25件に留まっている (Bargeron *et al.*, 2011)¹⁷。ASR の主な特徴として買付けの即時性の面が指摘されよう。Market 買付はすでに説明したように、公表から約2 - 3年で買付けられるが、反対にASR は即座に買付けが終了する手法である。

ASR では、仲介人が企業の株式を借りてきて、それを直ちに企業に売ることによって、企業は自社株買いを行う。この後に仲介人は借りた分の株式を返却するため、市場で企業の株式を買付ける。つまり、仲介人は借りてきた株式を空売りするのであるが、当然に後の買付に要した金額は、当初の取引価額とは異なる。当初の取引価額と実際の取引価額とに差があれば、その金額については企業が補償する、あるいは返金されるというメカニズムである¹⁸。また、仲介人は主に投資銀行である (Bargeron *et al.*, 2011)。

上述のように、ASR は比較的新しい買付手法であるため、データの取得環境について整備されておらず、例えば Chemmanur *et al.* (2010) は、Market 買付でよく利用されている SDC データベースが、彼らが手作業によって収集した観測値の半分しかカバーしていないことを指摘している。こうした事情もあって ASR についての研究も多くはなく、表2 パネル B からわかる

¹⁷ そもそも ASR が急速に活用されるようになった理由については、SEC が Rule10b 18 を改正し、2003年12月から企業に対して、月次の自社株買い活動の開示を四半期決算で求めるようになったことに関係があるかもしれない。特に、自社株買いの達成率について公表を求められることが、企業に達成率を高めるようプレッシャーを与えている可能性がある。なお Bonaimé (2015) は SEC の Rule10b 18の改正後には自社株買いの達成率が有意に上昇していることを指摘しており、さらに Bonaimé (2012) は企業が達成率を考慮して ASR を実行することを明らかにしている。

¹⁸ 米国の財務会計基準審議会 (FASB) はこうした ASR のメカニズムについて、自己株式の取得の会計処理に加えて、先渡取引の会計処理を要求している。詳細は FASB が提供している EITF Issue no.99-7 “Accounting for an Accelerated Share Repurchase Program”を参照されたい。

ように、一般的にサンプルは手作業によって収集されている。ASRの内容についてはSECに提出されるForm10 K, 10 Qまたは8 Kで確認することができる。

表2パネルAから、先行研究で約1%前後の異常リターンが生じていることが見て取れよう。買付比率については平均で約5%が買い付けられるようである。これらはMarket買付と類似しているが、ややペイアウトの規模が小さく、そのため市場反応が小さくなっているように思える。ただし公表前の異常リターンについて、Market買付では平均的に、統計的に有意な負の異常リターンが観察されていた一方で、ASRでは負ではあっても統計的に有意にはならず(Michel *et al.*, 2010; Bargeron *et al.*, 2011), さらには正の異常リターンが観察されることもある(Akyol *et al.*, 2009; 2014)。つまり、ASR公表前にはMarket買付と比べて過小評価されてはいないようであり、この点でASRでは過小評価仮説は支持されない¹⁹。

なおASRはそれ単独のみならず、Market買付と組み合わせて活用されることも多いようである。この点に着目したBonaimé(2012)は、ASRを行う企業について、過去の達成率が統計的に有意に低いことを報告しており、さらにASR単独で実施する場合にこの傾向が強くなることを報告している。これは、ASRを通じて企業が過小評価されているとの意思表示をしているのではなく、企業が自社株買いに対するシグナルの信頼性を維持・改善することを目的としてASRを実施しているということを示唆する結果である。

¹⁹ Chemmanur *et al.*(2010)は公表前の異常リターンが負であること、さらに公表日周辺のCARがMarket買付よりも大きいことを理由に、ASRにおいて過小評価仮説が支持されると主張している。しかし、Chemmanur *et al.*(2010)が設定したCARのウィンドウは公表5日前から公表5日後までであり、他の研究よりも設定期間が明らかに長い。他のASR研究から公表前リターンは統計的にゼロとは異ならないこと、そしてMarket買付研究から公表前リターンが統計的に負になること、さらに公表後のリターンはそれほど有意なものにならないという傾向を考慮すれば、CARのウィンドウを長く設定することでASRのCARは特に影響を受けないが、その一方でMarket買付のCARを小さくする。つまり、ASRについては相対的に大きなCARが観察されやすくなるという問題がある。従って、Chemmanur *et al.*(2010)の主張が正しいかどうかはさらなる検証を必要とするだろう。

表2 パネルA 米国の市場内買付研究：ASR データ

論文名	リターン の 計算方法	同時 公表	公表時 リターン (%)	公表日前 リターン (%)	公表日後 リターン (%)	長期 リターン (%)	達成率 (%)	予定買付 割合(%)
Akyol, Kim and Shekhar (2009) WP	(1)CRSP 均等加重 インデックスに よるマーケッ ト・モデル [- 255, -46]	×	0.9 [-1.1] by (1)	0.7 [-20, -1] by (1)				4.6
	(2)CRSP 価値加重 インデックスに よるマーケッ ト・モデル [- 255, -46]		1.1 [-1.1] by (2)	1.1 [-20, -1] by (2)				
Michel, Oded and Shaked (2010) FAJ	(1)S&P 500均等加 重インデックス によるマーケッ ト・モデル	×	1.26 [-1.1] by (1)	-0.80 [-15, -1] by (1)	0.40 [1.15] by (1)	-8.57 [15.9m] by (1)		5.30
	(2)4ファクター・ モデル		1.20 [-1.1] by (2)			-4.56 [15.9m] by (2)		
Chemmanur, Cheng and Zhang (2010) WP	CRSP 価値加重 インデックス・リ ターンの超過分, CAR	×	1.75 [-2.2]					5.79
Bargeron, Kulchania and Thomas (2011) JFE	CRSP 均等加重 インデックスに よるマーケッ ト・モデル [- 255, -46]	×	1.43 [-1.1]	-0.00 [-44, -4]			58.03	5.27
Bonaimé (2012) JFQA	CRSP 価値加重 インデックス・リ ターンの超過分, CAR	×	1.63 [-2.2]					5.85
Akyol, Kim and Shekhar (2014) IRF	(1)CRSP 均等加重 インデックスに よるマーケッ ト・モデル [- 255, -46]	×	1.09 [-1.1] by (1)	0.83 [-20, -2] by (1)	1.05 [2.20] by (1)			5.20
	(2)CRSP 価値加重 インデックスに よるマーケッ ト・モデル [- 255, -46]		1.10 [-1.1] by (2)	0.53 [-20, -2] by (2)	0.62 [2.20] by (2)			
Yook and Gangopadhyay (2014) MF	(1)マーケット・モ デル [-406, -151] (2)Fama-French 3 ファクター・モ デルによるCTP アプローチ		2.26 [-1.1] by (1)	0.16 [-10, -2] by (1)	1.14 [2.10] by (1)	0.11 [36m, monthly] by (2)		4.25

(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。達成率は実際に買い付けた株式数を公表時に予定していた買付株式数で除した値である。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。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。

表2 パネルB 米国の市場内買付研究：ASR レビュー

論文名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Akyol, Kim and Shekhar (2009) WP	2004 2007年, LIVEDGAR Global Research 等で収集, 91件	ASR のサンプルを、業種でマッチングした Market 買付のサンプルとアナウンスメント効果について比較。	ASR でも Market 買付でも、公表時の異常リターンは統計的に有意に正になる一方、公表前のリターンについては、ASR では非有意ながら正になることがわかった。
Michel, Oded and Shaked (2010) FAJ	2004 2007年, LexisNexis, ProQuest から収集, 127件	ASR の公表前後の日次の異常リターンの推移、および公表後9ヶ月までの日次の異常リターンを、マーケット・モデルおよび4ファクター・モデルを使って検証。	ASR の公表時の異常リターンは正であったが、公表前では負であり Market 買付と同様の性質が確認されている。公表後9ヶ月までの長期の異常リターンについては、統計的に負の値になることがわかった。
Chemmanur, Cheng and Zhang (2010) WP	2004 2007年11月, Lexis Nexis から収集, 229件	ASR を Market 買付と比較するかたちでアナウンスメント効果を検証し、また回帰によってその要因についても検証。	公表日周辺11日・15日間の ASR の異常リターンは Market 買付のそれよりも統計的に有意に大きい。また回帰の結果から、ASR 公表の場合には上記のウィンドウでの異常リターンが大きくなることが示された。以上から ASR を実施する動機として過小評価仮説が支持されている。
Bargeron, Kulchania and Thomas (2011) JFE	1996 2008年, EDGAR, Factiva, SEC filing から収集, 256件	ASR を多面的に分析しており、ASR 企業の経済的特徴や、アナウンスメント効果について Market 買付企業と比較。	ASR の公表時の異常リターンは有意に正である。これは予定買付割合の大きさから統計的に有意に説明される。ただし、公表前の異常リターンについては有意に負ではない。ASR 企業は企業規模が大きい、後に CEO の自主退職が多いなどの特徴が観察されている。
Bonaimé (2012) JFQA	2004 2007年, Factiva, Lexis-Nexis から収集, 133件	ASR のアナウンスメント効果について、企業の自社株買いに対するレベニューションが与える影響を検証。	ASR の公表時の異常リターンは正である。また、ASR は統計的に有意に過去の達成率が低いほど実施の可能性が高くなることを示した。この傾向は Market 買付と組み合わせるよりも、ASR 単独であるほうが強い傾向が観察されている。
Akyol, Kim and Shekhar (2014) IRF	2004 2007年, 10 K, 10 Q, 8 K をもとに収集, 135件	ASR のアナウンスメント効果を実際に買い付けている Market 買付のそれと比較。	ASR 公表時の異常リターンは統計的に有意に正である。ASR 公表前のリターンが有意ではないが、係数が正であった。この係数は Market 買付とは有意に異なる。ASR では Market 買付よりも有意に予定買付割合が低く、執行可能なストック・オプションの比率が低く、買収の可能性が高い。さらに企業規模が大きく、グラマー株である傾向が見られる。
Yook and Gangopadhyay (2014) MF	2004 2010年, Factiva から収集, 245件	ASR の短期・長期のアナウンスメント効果について、ASR の買付規模、Market 買付プログラムの一部であるかどうか、アナウンスメントのオーバーラッピング、買付期間、同時公表の有無、そして明記された動機を考慮して検証。	ASR 公表時の異常リターンは、回帰結果から、前年に実施した自社株買いの規模が大きいこと、Market 買付の公表と同時であること、それ以外の同時公表がないことで、統計的に有意に大きくなることがわかった。また公表後36ヶ月の月次の異常リターンの平均は統計的に有意にゼロと異なる。検証。

さらに、ASRを実施する企業は企業規模が大きく (Bargeron *et al.*, 2011; Akyol *et al.*, 2014), またグラマー株である (Akyol *et al.*, 2014) と報告されている。これらの要因は、Peyer and Vermaelen (2009) で示された U-index において、企業の株価が過小評価されていることを意味しない。以上の知見からも過小評価仮説は支持されず、従って ASR のアナウンスメント効果は Market 買付のそれよりも小さくなると予想される。

しかし、Akyol *et al.* (2009, 2014) では ASR のアナウンスメント効果を Market 買付と比較しているが、両者に統計的に有意な差は観察されていない。こうした結果は予想を支持するものではないが、Bonaimé (2012) が示した 1988年から2007年までの年次の平均 CAR を従属変数に、年のトレンド変数を説明変数とする単回帰を行ったところ、統計的に有意に年が進むごとに CAR が小さくなっていることが示された。このように、Market 買付のアナウンスメント効果が小さくなっていることを勘案すると、差が現れにくい可能性も考えられる。さらには ASR の検証期間は活用され始めた部分に限られており、市場が正しく ASR の影響を捉えていなかった可能性も考えられる。今後は、ASR を行う動機が何であるかを突き止め、複数の自社株買いの買付手法間における役割を理解する必要があるだろう。

3.2. 日本における市場内買付

日本の市場内買付における買付手法の区別

以下では日本の先行研究について述べるが、日本で実施されている市場内買付には、売買立会によって公開市場で買い付ける Market 買付と、売買立会外で行われる、ToSTNeT 市場における自己株式立会外買付取引 (ToSTNeT 3 取引) を用いた自社株買い (以後、「ToSTNeT 買付」とする) が使われている。日本においても、最も実施される自社株買いの手法は Market 買付である (小西・趙, 2003; 高橋・徳永, 2012)。この要因としては、2003年9月の商法改正から、従来は株主総会決議を経ないと実施できなかった自社株買いが、定款授権に基づいて取締役会決議によって実施できるようになったこと (商法211条; 現在では会社法165条および459条で規定) が挙げられよう。これに加えて企業が買付開始を宣言しても、必ずしも実際

に買い戻す義務はなく、法的な罰則もないことなど、Market 買付の機動性や柔軟性が挙げられる。なお、Market 買付の次には ToSTNeT 買付が活用されているようである（高橋・徳永，2012）。

なお、2003年9月の商法改正によって取締役会決議が可能になったことはイベント・スタディ型研究において非常に重要な意味を持っている。それまでの株主総会決議を必要とする制度のもとでは、実際の買付開始のアナウンスメントだけでなく、株主総会に付議するための買付内容に関するアナウンスメントを行う必要があった。つまり、買付公表に対するイベントが2回以上あるということの意味する。ここでいう自社株買いのアナウンスメント効果とは、この複数回行われる情報開示から生じるものであり、正確なアナウンスメント効果を捉えることは非常に難しいことがわかる。しかし、2003年9月からは商法改正にともなって、根拠法の役割が商法211条へと移り、そこでは定款授權に基づいて、株主総会決議なしに取締役会決議のみで自社株買いを行うことが可能となった。これは会社法になっても引き継がれており、2014年10月現在で、会社法165条あるいは会社法459条を準用した会社法156条を根拠法として企業は自社株買いを取締役会決議のみで実施することが可能である。つまり、商法211条および会社法165条等を準用した会社法156条のもとでは、企業が行う自社株買いに関する情報開示は1回限りとなる。このことは、1回の情報開示にもとづいてアナウンスメント効果を測定することが可能であることを意味する。

日本の Market 買付研究に関する問題点として、本論文のテーマでもあるが、表3パネルAのとおり、買付手法の区別がほとんど行われていないことが挙げられる。高橋・徳永(2012)は Market 買付か ToSTNeT 買付かによって、アナウンスメント効果が統計的に有意に異なることを示していることから、これらを区別する必要があるといえよう。また、これらの自社株買いは別個に行われるだけでなく、同じ取得枠内で複合的に実施されることも多い。

しかし、先行研究の多くは「自社株買いにかかる取得枠の設定」の公表日をイベント日としており、これには Market 買付の公表のみならず、ToSTNeT 買付の公表が含まれる²⁰。つまり、「自社株買いにかかる取得枠の設定」のアナウンスメント効果とは、Market 買付と ToSTNeT 買付の両方から生じた市

場反応であり、多くの先行研究はこれを捉えているのである。すなわち、多くの先行研究は、厳密には Market 買付のアナウンスメント効果を捉えているわけではない。

ただ、Market 買付による自社株買いは、全体に占める割合が特に大きいことが知られており、例えば高橋・徳永(2012)では、Market 買付のみを行って自社株買いをを行った件数は2010年の東証一部上場企業が公表した自社株買い278件のうち、179件(約64%)を占めている²¹。さらに ToSTNeT 買付が開始されたのは2008年からであり、それ以前は1999年8月から導入された ToSTNeT 2取引(終値取引)を使って自社株買いが実施されていた。現在では ToSTNeT 買付に代替されているものの、その導入前には多く活用されていたと思われるが、これについて検証した先行研究は確認できていない。

このような問題点を踏まえ、本項では市場内買付における買付手法の区別を行っていない先行研究をレビューし、次に買付手法の区別を行っているもののうち、Market 買付に関する先行研究と ToSTNeT 買付に関する先行研究をレビューする。

買付手法の区別のない Market 買付

日本の市場内買付研究のほとんどは買付け手法を区別していない。ToSTNeT 2取引以前をサンプルに含めているものもあるが、いずれにせよ買付手法によって経済的帰結が異なるという問題意識が高くないのかもしれない。さて、表3パネルAから、買付手法の区別のない場合の公表日周辺の異常リターンは、平均的に0.74%から5.98%までとなるようである。かなり差が開いているものの、概ね2%から3%となるようであるが、近年では

²⁰ さらに、極めて稀ではあるものの2008年5月22日にオリエンタルランドが公表した公開買付は、2008年5月8日に設定された取得枠のなかで行われている。また、これら自社株買いにかかる取得枠の設定は、TDnetを通じて公表されることが東証によって要求されており、公表があくまで任意である米国とは違って、経営者予想の公表のようにわが国では事実上の強制であると考えられる。

²¹ 高橋・徳永(2012)は ToSTNeT 買付が278件中、82件(約30%)、Market 買付と ToSTNeT 買付を組み合わせたものが13件(約5%)であると報告している。

異常リターンが1%を下回っていることがわかる(山口, 2009; 島田, 2013)。

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

公表後の約1ヶ月間の異常リターンは概ね正であった。このことは、効率的市場仮説に反する結果であり、一連の市場反応を捉えるには公表後のリターンを捉える必要性があるかもしれない。そこで、長期の異常リターンを検証した3つの先行研究についてみると、小西・趙(2003)については公表から1年間の結果であるが、BHARで-3.84%と負の値を取っている。山口(2008)ではCARで-8.23%、BHARで-22.54%と大きな負の値を取

²² 唯一正の値をとった山口(2009)は、672件のサンプルから、280件の企業が期間中に2回目以降に行ったアナウンスメントを除き、さらに130件の同時公表のある観測値を除いて150件のサンプルを得ている。後者はそれほど長期の異常リターンに影響を与えているとは考えられないが、前者については1回目の観測値は長期リターンの観測中に自社株買いの公表が含まれている可能性がある。また、わずか20ヶ月のサンプル期間内に2回以上の自社株買いの公表を行う企業が大きく過小評価されているとは考えられない。1回目の公表によって過小評価がある程度緩和されるものと考えられ、すなわち2回目以降では株価上昇の程度が小さくなるものと考えられる。従って、山口(2009)のこのサンプル選択基準は、他の先行研究とくらべて観察される異常リターンが大きくなる傾向にあるため、長期の異常リターンが正になった可能性が考えられる。

ている。しかし、山口（2009）はBHARで3.22%と正の値を取っており、3つの先行研究を通じて結果が一貫していない²²。

なお、山口（2008）は長期の異常リターンは規模が小さいほど長期の異常リターンが悪くなることを報告している。また山口（2009）は公表直前のリターンが急落している場合で、かつ公表時の異常リターンが悪い場合には長期の異常リターンが明らかに正に大きくなることを示している。

以上のように、米国の研究とは対照的に長期の異常リターンが負になるというのは、日本では過小評価仮説が支持されないのかもしれないが、先述したように長期の異常リターンの計算方法の議論は決着しておらず、この領域の研究の進展によって結論も変わる可能性がある。さらに、サンプルにはToSTNeT 2取引による自社株買いが混入していると思われ、そもそも米国のMarket買付のサンプルと同じとはいえない。ToSTNeT 2取引を用いた自社株買いおよびToSTNeT買付と、Market買付の長期の異常リターンに差があるかどうかは検証されていないが、高橋・徳永（2012）がToSTNeT買付のアナウンスメント効果が小さいことを報告しているように、これもまた長期の異常リターンを押し下げている要因なのかもしれない。長期の異常リターンについては今後の研究課題が多いように思われる。

Market 買付によるアナウンスメント効果

上述のように、厳密に市場内買付を区分してアナウンスメント効果を分析した先行研究は非常に少ないが、公表時の異常リターンはサンプル期間にかかわらず、表3パネルAから、およそ3%弱となるようである。これは、買付手法を区別しない場合にToSTNeT 2取引による自社株買いおよびToSTNeT買付の公表時の異常リターンが相当に低く、そのため買付手法を区別しない場合には、ToSTNeT 2取引による自社株買いおよびToSTNeT買付が浸透するにつれてこれらがサンプルに多く含まれるようになり、全体の異常リターンを押し下げている、という説明が可能である。また、この異常リターンの水準は米国のそれとほとんど変わらない。ただし、規模や時価簿価比率のような企業属性が影響を与えるかどうかは検証されておらず、長期の異常リターンも検証されていないため、買付手法の区別を意識して検証す

ることが求められる領域であるといえよう。

表3 パネルA 日本の市場内買付研究：Market 買付データ

論文名	リターンの 計算方法	同時 公表	買付手法 の区別	公表時 リターン (%)	公表日前 リターン (%)	公表日後 リターン (%)	長期の リターン (%)	達成率 (%)	予定買付 割合(%)
Zhang (2002) PBFJ	マーケット・ モデル [-250, -61]	×	×	5.98 [-1.2]	-1.82 [-60,-25]	4.23 [3.60]			3.96
牧田 (2002) SAJ	TOPIXリター ンの超過分, CAR	×		2.83 [-1.1]	-2.06 [-10,-2]	0.49 [2.10]			
小西・趙 (2003) 紀要	(1)マーケッ ト・モデル [-189,-11] (2)TOPIX リ ターンの超 過分, BHAR	×	×	2.72 [-1.1] by (1)	-0.26 [-10,-2] by (1)	0.41 [2.10] by (1)	-3.84 [0m,12m] by (2)		
畠田 (2003) 紀要	(1)マーケッ ト・モデル [-121,-21] (2)マーケッ ト・リター ンの超過分, CAR	×	×	2.26 [-1.1] by (1)	-1.98 [-20,-2] by (1)	0.71 [2.20] by (1)			
Hatake and Isagawa (2004) PBFJ	マーケット・ モデル [-121, -21]	×	×	2.36 [-1.1]	-3.16 [-20,-2]	1.03 [2.20]			9.8
畠田 (2005) 紀要	マーケット・ リターンの超 過分, CAR		×	2.14 [-1.1]	-0.18 [-20,-2]			40.1	5.6
牧田 (2005) 現代ファ	マーケット・ モデル [-300, -51]			2.76 [-1.1]	-2.47 [-20,-2]	4.84 [0.20]			
石川 (2007) 著書	TOPIXリター ンの超過分, CAR		×	0.45 [0.0]		1.90 [0.30]			4.180

(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。買付手法の区別は、Market 買付やToSTNeT 買付等を区別しているかを表している。達成率は実際に買い付けた株式数を公表時に予定していた買付株式数で除した値である。予定買付割合は公表された予定買付株式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。

表3 パネルA 日本の市場内買付研究：Market 買付データ

論文名	リターンの 計算方法	同時 公表	買付手法 の区別	公表時 リターン (%)	公表日前 リターン (%)	公表日後 リターン (%)	長期の リターン (%)	達成率 (%)	予定買付 割合(%)	
山口 (2008) 現代ファ	(1)規模・BM 調整済み ポートフォ リオの日次 リターンの 超過分, CAR	×	×	1.96 [-1.1] by(1)	0.26 [-10,-2] by(1)	0.64 [2.10] by(1)	-8.23 [1m,36m] by(2)			
	(2)規模・BM 調整済み ポートフォ リオの月次 リターンの 超過分, CAR									-22.54 [1m,36m] by(3)
	(3)規模・BM 調整済み ポートフォ リオ・リタ ーの超過分, BHAR									
山口 (2009) SAJ	(1)マーケッ ト・モデル [-230,-31]	×	×	0.81 [-1.1] by(2)	-1.07 [-15,-2] by(1)		3.22 [1m,3y] by(2)		2.03	
	(2)規模・BM 調整済み ポートフォ リオ・リ ターンの超 過分, BHAR									
Ishikawa and Takahashi (2011) FRL	Carhart 4ファ クター・モデ ル+流動性 ファクターの 5ファクター ・モデルによ るCTPアプ ローチ	×	×				0.243 [48m, monthly]			
高橋・徳永 (2012) WP	マーケット・ モデル[-80, -21]			3.10 [0.0]	-0.56 [-20,-1]	3.63 [1.20]				
島田 (2013) 著書	(1)マーケッ ト・モデル [-200,-20]	×	×	0.91 [-1.1] by(1)	-0.11 [-20,-2] by(1)	0.93 [2.20] by(1)			3.63	
	(2)Fama- Frenchの3 ファクター ・モデル [-200,-20]			0.74 [-1.1] by(2)	-0.33 [-20,-2] by(2)	0.84 [2.20] by(2)				

(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。買付手法の区別は、Market 買付やToSTNeT 買付等を区別しているかを表している。達成率は実際に買い付けた株式数を公表時に予定していた買付株式数で除した値である。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。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。

表3 パネルB 日本の市場内買付研究：Market 買付レビュー

論文名	サンプル	特徴	主要な発見事項
Zhang (2002) PBFJ	1995年10月 1999年10月, 野村證券より入手, 39件	商法212条の2を根拠法とする自社株買いに限定したうえで、Market 買付と公開買付を区別し、比較してアナウンスメント効果を検証。	Market 買付のアナウンスメント効果は公開買付のそれよりも大きいことがわかった。
牧田 (2002) SAJ	1996年1月 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, 140件	公開買付と比較してMarket 買付のアナウンスメント効果を検証。	Market 買付のアナウンスメント効果は統計的に有意に正であり、そして公開買付のそれを上回っており、Zhang (2002) と整合する結果が得られている。
小西・趙 (2003) 紀要	1998年, 東証一部上場企業 (金融業・電気ガス 業除く)を対象, 225件	短期・長期のアナウンスメント効果を検証し、また回帰分析によってアナウンスメント効果に与える企業属性を調査。	短期のCARは正であるものの、公表から1年後までのBHARは負になることがわかった。企業規模が小さいほど、トービンのQが小さいほど、統計的に有意に短期CARが大きくなることを説明する一方で、長期BHARについては統計的に有意に説明する独立変数はない。
畠田 (2003) 紀要	1995年11月 1998年11月, 東証一部上場企業, 452件	サンプルを消却特例法導入(1998年4月)の前後で分割して公表日周辺のCARを検証。	消却特例法導入の前後にかかわらず、正のアナウンスメント効果が確認されている。ただ、その効果は消却特例法導入前より強い傾向が見られる。
Hatakeda and Isagawa (2004) PBFJ	1995年11月 1998年11月, 東証一部上場企業, 452件	日本企業による自社株買いのアナウンスメント効果を、Zhang(2002)とは異なるデータ・ソース、サンプルサイズ、サンプル期間のもとで検証。またこのサンプル期間内でプログラムを達成したかどうかでサンプルを分割して検証。	米国と同様に日本でも自社株買いの公表は正のアナウンスメント効果をもたらすようである。また回帰分析の結果からは、予定買付割合が大きいほど、小規模企業でかつROAが小さいほど、そして公表前のリターンが悪いほど、統計的に有意に、自社株買いのアナウンスメント効果は大きくなることがわかった。
畠田 (2005) 紀要	2001年10月 2002年12月, 東証一部上場企業 (金融業除く) を対象, 428件	商法210条を根拠法とする自社株買いの枠設定の公表に限定し、マーケット調整済み収益モデルを用いて公表日周辺の異常リターンを求め、シグナリング仮説を検証。	資産規模が小さいほど、バリュー株であるほど、予定買付割合が高いほど、アナウンスメント効果が高くなることわかった。また達成率によって差が生じないようである。結果は総じてシグナリング仮説を支持している。

表3 パネルB 日本の市場内買付研究：Market 買付レビュー

論文名	サンプル	特徴	主要な発見事項
牧田 (2005) 現代ファ	1996 - 2001年3月, 東証一部上場(金融 業・電気ガス・鉄道 業除く)を対象, 200件	フリー・キャッシュ・フ ロー仮説が日本市場で支持さ れるか検証。買付手法を Mar- ket 買付に限定して検証。	公表日周辺のアナウンスメント効果 は正であり、統計的にも有意であった。 また、公表日前の異常リターンは有意 に負であり、過小評価仮説を支持する ものである。ただし年によっては不安 定な結果であり、結論部分で過小評価 仮説を支持していない。
石川 (2007) 著書	2002年8月 2004年11月, NEEDS から収集, 83件	自社株買いの公表日前後の 異常リターンについて検証。 また回帰分析から買付規模と の関係を検証。	異常リターンは正であるが、公表に 対して市場はほとんど反応しない。た だし公表後には継続的に正の異常リ ターンが観察された。また買付規模が 大きいほど異常リターンが負になるこ とを示し、有望な投資先がないことを シグナルすると指摘。
山口 (2008) 現代ファ	2001年10月 2002年7月, 東証上場企業(金融 業除く)を対象, 869件	短期および長期の異常リ ターンを検証。長期の異常リ ターンの計算にはマッチド・ ポートフォリオをベンチマー クとする、月次の CAR およ び BHAR を用いて検証して いる。	短期では統計的に有意な正の異常リ ターンが観察される一方で、2年、3 年の長期では、むしろ統計的に有意な 負の異常リターンが観察されている。 この結果は自社株買い開始の動機とし て過小評価仮説を支持しない。また規 模別、BM 別の結果でも概ね負の異常 リターンが観察された。
山口 (2009) SAJ	2004年1月 2005年9月, NEEDS FQ の企業 ファイナンスデータ 証券・保険業除く), 150件	対象を商法211条に基づく 自社株買いの枠設定の公表に 限定し、短期・長期の異常リ ターンを検証。さらに、長期 の異常リターンについては Peyer and Vermaelen (2009) に沿って、公表前6ヶ月間の CAR の大きさに従ってサン プルを分割し公表後3年間の BHAR を検証。	短期では統計的に有意な正の CAR が観察される一方、長期の BHAR は 統計的に有意ではない。Peyer and Ver- maelen (2009)とは異なり、公表前に 株価が上昇していたサブサンプルで、 公表後3年間の BHAR が大きくなる ことが確認された。ただ、このサブサ ンプルは公表15日前から2日前までの 期間で統計的に有意な負の CAR が観 察されている。
Ishikawa and Takahashi (2011) FRL	2001年10月 2008年3月, NEEDS FQ から収集 (金融業を除く), 7,441件	自社株買いを行った企業の 長期の異常リターンを検証。	長期の異常リターンについて、一貫 して有意な正のリターンが確認されて いる。
高橋・徳永 (2012) WP	2010年, TDnet から収集, 東 証一部上場企業を対 象, 73件	公表時に Market 買付によ る自社株買いを実施すると宣 言した観測値に限定してアナ ウンスメント効果を検証。	公表日のアナウンスメント効果は統 計的に有意に正であり、また公表の翌 日から20営業日までの CAR も統計的 に有意に正となることがわかった。
島田 (2013) 著書	2001 - 2007年, NEEDS FQ から収集 (金融機関除く), 3,061件	自社株買いの取得枠設定公 表日周辺のアナウンスメント 効果を検証し、さらに残余利 益モデルを使って、過小評価 の程度を考慮して検証。	自社株買いの取得枠設定は統計的に 有意な正のアナウンスメント効果が確 認された。また割安株においてアナウ ンスメント効果が統計的に有意に大き くなることがわかった。

ToSTNeT 買付によるアナウンスメント効果

市場内買付のうち、わが国独自の買付手法として、立会外取引による東証の自社株買い専用市場である ToSTNeT 3 取引を利用した ToSTNeT 買付がある²³。この買付は市場内買付ではあるが、売買立会外の取引であり、この公表は公表当日の終値を使って自社株買いを行う。そのため、ToSTNeT 買付の公表が行われるのは公表日の15時以降であり、翌営業日の8時45分を持ってそれまでに申込のあった株式について取引を行う²⁴。なお、このとき応募が超過した場合は按分取引によって買付が実行される。

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

²³ 大証では J-NET 取引、名証では N-NET 取引など、各市場においても自社株買い専用市場が設置されている。ToSTNeT 買付は厳密には東証で行われるものに限定されるが、ここでは他の証券取引所で行われる自社株買い専用市場での取引全般を指す言葉として取り扱う。

²⁴ 売主が保有する株式を売却するために ToSTNeT 買付に応募するには、証券会社を通じて申し込む必要がある。しかし、申込期間が翌朝までであるために株主にとって売却の機会があったことに気付かなかった場合や、公表されていることに気付いても、担当の証券会社の社員が退社しているなど、現実的な理由によって申し込めない可能性も考えられる。そのため、ToSTNeT 買付は必ずしもオープンな買付手法ではないと指摘されよう。それにもかかわらず自社株買い企業が ToSTNeT 買付を活発に利用している現状は、特定の株主との公表前からの内密の取り決めによって実行されていることを思わせるものであり、この点では ToSTNeT 買付には相対取引の側面があるといえる。わが国の相対取引は株主総会による決議が必要であるため、買付実施それ自体が困難である。一方で ToSTNeT 買付は取締役会決議で実施が容易であることから、頻繁に利用されるとの説明が可能である。

買付によって行われるケースがほとんどのようである²⁵。

ToSTNeT 買付についての先行研究には高橋・徳永(2012)がある。高橋・徳永(2012)は公表時に Market 買付, ToSTNeT 買付を行うと宣言するものに限定しているため, 公表時点で買付手法を限定していないものは含めず, Market 買付と ToSTNeT 買付の公表時, および公表前と公表後の市場反応を比較している。表4 パネル A のように, ToSTNeT 買付の公表時の異常リターンは0.88%と Market 買付と比べて明らかに小さく, またこの差は統計的にも有意なものであった。ToSTNeT 買付に関する知見が ToSTNeT 2 取引による自社株買いで同様であるとすれば, 先行研究で年が進むごとに ToSTNeT 2 取引による自社株買いが浸透し, そのためサンプル全体の公表時の異常リターンを押し下げている可能性がある。

なお, 公表前と公表後の異常リターンについても買付手法によって傾向が異なるようである。これらの差は統計的に有意ではないけれども, 特に公表

表4 パネル A 日本の市場内買付研究: ToSTNeT 買付データ

論文名	リターンの 計算方法	同時 公表	買付手法 の区別	公表時 リターン (%)	公表日前 リターン (%)	公表日後 リターン (%)	長期の リターン (%)	達成率 (%)	予定買付 割合(%)
高橋・徳永 (2012) WP	マーケット・ モデル [- 80, - 21]			0.88 [0.0]	0.78 [- 20, - 1]	1.83 [1.20]			

(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。買付手法の区別は, Market 買付や ToSTNeT 買付等を区別しているかを表している。達成率は実際に買い付けた株式数を公表時に予定していた買付株式数で除した値である。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。

表4 パネル B 日本の市場内買付研究: ToSTNeT 買付レビュー

論文名	サンプル	特徴	主要な発見事項
高橋・徳永 (2012) WP	2010年, TDnet から収集, 東証一部上場, 73件	公表時に ToSTNeT 3 取引 による自社株買いを実施する 計的に有意に正であり, また公表の翌 と宣言した観測値に限定して 営業日から20営業日までの CAR も統 アナウンスメント効果を検証。計的に有意に正となることがわかった。	

²⁵ 他にも売り手の約定方法が ToSTNeT 2 取引では時間優先, ToSTNeT 3 取引では按
分比例など, 細かな差異が存在するが, 詳しくは東京証券取引所ホームページを参照
されたい。

前の異常リターンが Market 買付では負である一方、ToSTNeT 買付では正である。これは買付手法によって公表のタイミングが異なることを思わせるものであり、この場合 ToSTNeT 買付は過小評価されているわけではないため、公表時のみならず公表後の異常リターンが小さくなると考えられよう。ToSTNeT 買付は米国には存在しない取引であるため、Market 買付を米国の知見と比較するうえでも、ToSTNeT 2 取引による自社株買いおよび ToSTNeT 買付を区別して分析することが必要である。

4. おわりに

本稿では買付手法を区分し、市場内での買付手法を用いた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、日米の先行研究について文献サーベイを行った。本節では以上の議論を総括するが、ここで市場内買付の先行研究に対する問題点を 2 つ指摘する。

1 つは、自社株買いに対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、アナウンスメント効果の正負について示している。既に自社株買いの公表が一般的に正の市場反応を与えることは知られているが、その程度は買付手法によって異なることを本稿で指摘した。例えば、わが国の市場内買付においては Market 買付と ToSTNeT 買付を組み合わせた自社株買いが行われている。本稿では両者のうち、Market 買付による市場反応が ToSTNeT 買付よりも大きいことを示した。実証結果は得られていないものの、このとき企業が Market 買付を予想させておいて実際には ToSTNeT 買付を実施した場合などには、負の市場反応が予想されるだろう。このように自社株買いに対する市場反応は一樣ではないと考えられる。先行研究が社会に与える影響を勘案すると、自社株買いに対する期待はヒューリスティックに正となる危険性があるため、より緻密な証拠の蓄積が必要である。

もう 1 つの問題点は、わが国の先行研究については、買付手法の区別に対する意識が低いということである。たしかに、圧倒的多数が市場内買付であり、統計量においては概ね Market 買付を捉えているかもしれないが、現在では ToSTNeT 買付が活発になってきており、これは Market 買付とは異なる

市場反応を示す可能性がある。また、区別を行わないまま得られた知見を公開買付や相対取引に適用することはできない。わが国の自社株買いの規模は

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
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

(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。

表6 表中の略記に関する対応表

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

(注) 表中で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。

世界第2位であることやROEへの注目など、自社株買いの研究が社会に与える影響は小さくない。企業価値評価に資する知見を提供するためにも、買付手法の区別を強く推奨するものである。

本稿からは以上のような問題点が浮き彫りにされた。ただし、本稿は市場内買付にのみ着目しているため、市場外買付についてのサーベ이를踏まえて総括することとしたい。

引用文献

- Akyol, Ali, Jin San Kim and Chander Shekhar (2009) "Do Accelerated Stock Repurchases Deter Takeovers? An Empirical Analysis," *Working Paper*.
- Akyol, Ali, Jin San Kim and Chander Shekhar (2014) "The Causes and Consequences of Accelerated Stock Repurchases," *International Review of Finance* Vol. 14, No. 3, pp. 319-343.
- Babenko, Ilona, Yuri Tserlukevich and Alexander Vedrashko (2012) "The Credibility of Open Market Share Repurchase Signaling," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 47, No. 5, pp. 1059-1088.
- Bargeron, Leonce, Manoj Kulchania and Shawn Thomas (2011) "Accelerated share repurchases," *Journal of Financial Economics* Vol. 101, No. 1, pp. 69-89.
- Bargeron, Leonce, Alice Bonaimé and Shawn Thomas (2012) "Return over the Life-Cycles of Open Market Repurchase Programs," *Working Paper*.
- Bartov, Eli (1991) "Open-market stock repurchases as signals for earnings and risk changes," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 14, No. 3, pp. 275-294.
- Bhattacharya, Sudipto (1979) "Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy," *The Bell Journal of Economics* Vol. 10, No. 1, pp. 259-270.
- Bonaimé, Alice (2012) "Repurchases, Reputation, and Returns," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 47, No. 2, pp. 469-491.
- Bonaimé, Alice (2015) "Mandatory Disclosure and Firm Behavior: Evidence from Share Repurchases," *The Accounting Review*, Vol. 90, No. 4, pp. 1333-1362.
- Bonaimé, Alice, Özde Öztekin and Richard Warr (2014) "Capital Structure, equity mispricing, and stock repurchases," *Journal of Corporate Finance* Vol. 26, pp. 182-200.
- Chan, Konan, David Ikenberry and Inmoo Lee (2004) "Economic Sources of Gain in Stock Repurchases," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 39, No. 3, pp. 461-479.
- Chan, Konan, David Ikenberry and Inmoo Lee (2007) "Do managers time the market? Evidence from open-market share repurchases," *Journal of Banking & Finance* Vol. 31, No. 9, pp. 2673-2694.
- Chan, Konan, David Ikenberry, Inmoo Lee and Yanzhi Wang (2010) "Share repurchases as a po-

- tential tool to mislead investors,” *Journal of Corporate Finance* Vol. 16, No. 2, pp. 137-158.
- Chemmanur, Thomas, Yingmei Cheng and Tianming Zhang (2010) “Why do Firms Undertake Accelerated Share Repurchase Programs?,” *Working Paper*.
- Chen, Hsuan-Chi, Sheng-Syan Chen, Chia-Wei Huang and John Schatzberg (2014) “Insider Trading and Firm Performance Following Open Market Share Repurchase Announcements,” *Journal of Business Finance & Accounting* Vol. 41, No. 1-2, pp. 156-184.
- Cook, Douglas, Laurie Krigman and J. Chris Leach (2003) “An Analysis of SEC Guidelines for Executing Open Market Repurchases,” *The Journal of Business* Vol. 76, No. 2, pp. 289-315.
- Cremers, K. J. Martijn, Vinay B. Nair and Kose John (2009) “Takeovers and the Cross-Section of Returns,” *The Review of Financial Studies* Vol. 22, No. 4, pp. 1409-1445.
- 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.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo and Douglas J. Skinner (2008) “Corporate Payout Policy,” *Foundations and Trends in Finance* Vol. 3, No. 2-3, pp.95-287.
- Easterbrook, Frank H. (1984) “Two Agency-Cost Explanations of Dividends,” *American Economic Review* Vol. 74, No. 4, pp.650-659.
- Fama, Eugen and Kenneth French (2001) “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?,” *Journal of Financial Economics* Vol. 60, No. 1, pp. 3-43.
- 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.
- Gullon, Gustavo and Roni Michaely (2004) “The Information Content of Share Repurchase Programs,” *The Journal of Finance* Vol. 59, No. 2, pp.651-680.
- Hatakeda, Takashi and Nobuyuki Isagawa (2004) “Stock price behavior surrounding stock repurchase announcements: Evidence from Japan,” *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 12, No. 3, pp. 271-290.
- Ho, Li-Chin, Chao-Shin Liu and Ramachandran Ramanan (1997) “Open-Market Stock Repurchase Announcements and Revaluation of Prior Accounting Information,” *The Accounting Review* Vol. 72, No. 3, pp. 475-487.
- Hsieh, Jim and Qinghai Wang (2009a) “Stock Repurchases: Theory and Evidence, Part 1,” in H. Kent 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. Kent Baker, Ed., *Dividends and Dividend Policy*, Hoboken, NJ, John Wiley and Sons, Inc., pp.261-273.
- Ibbotson, Roger G. (1975) “Price performance of common stock new issues,” *Journal of Finan-*

- cial Economics* Vol. 2, No. 3, pp.235-272.
- Ikenberry, David, Josef Lakonishok and Theo Vermaelen (1995) "Market underreaction to open market share repurchases," *Journal of Financial Economics* Vol. 39, No. 2-3, pp. 181-208.
- Ishikawa, Masaya and Hidetomo Takahashi (2011) "Testing the managerial timing ability: Evidence from stock repurchases in Japan," *Finance Research Letters* Vol. 8, No. 1, pp. 21-27.
- Jagannathan, Murali and Clifford Stephens (2003) "Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs," *Financial Management* Vol. 32, No. 2, pp. 71-91.
- Jensen, Michael C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review* Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Kahle, Kathleen (2002) "When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options," *Journal of Financial Economics* Vol. 63, No. 2, pp. 235-261.
- Liu, Chao-Shin and David Ziebart (1997) "Stock Returns and Open-Market Stock Repurchase Announcements," *The Financial Review* Vol. 32, No. 4, pp. 709-728.
- Lyon, John D., Brad M. Barber and Chih-Ling Tsai (1999) "Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns," *The Journal of Finance* Vol. 54, No. 1, pp. 165-201.
- Massa, Massimo, Zahid Rehman and Theo Vermaelen (2007) "Mimicking repurchases," *Journal of Financial Economics* Vol. 84, No. 3, pp. 624-666.
- Michel, Allen, Jacob Oded and Israel Shaked (2010) "Not All Buybacks Are Created Equal: The Case of Accelerated Stock Repurchases," *Financial Analysts Journal* Vol. 66, No. 6, pp. 55-72.
- Opler, Tim, Lee Pinkowitz, René Stulz and Rohan Williamson (1999) "The determinants and implications of corporate cash holdings," *Journal of Financial Economics* Vol.52, No. 1, pp. 3-46.
- 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.
- Skadden, Arps, Slate, Meagher and Flom (2013), "Share Repurchases," *Corporate Finance Alert*, February 28.
- Vermaelen, Theo (1981) "Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study," *Journal of Financial Economics* Vol. 9, No. 2, pp. 139-183.
- Vermaelen, Theo (1984) "Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 19, No. 2, pp.163-181.
- Vermaelen, Theo (2005) *Share Repurchases: Foundations and Trends in Finance Vol. 1, No. 3*, now Publishers.

- Yook, Ken and Partha Gangopadhyay (2014) "The wealth effects of accelerated stock repurchases," *Managerial Finance* Vol. 40, No. 5, pp. 434-453.
- 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 (2015) 「自社株公開買付における異なる買付プレミアムに関する実証分析」『証券アナリストジャーナル』第53巻第2号, pp. 69-80。
- 小西大・趙ファンソク (2003) 「自己株式取得に対する株価の反応」『一橋論叢』第130巻第5号, pp. 452-469。
- 高橋孝輔・徳永俊史 (2012) 「自社株買における市場選択の動機」『日本経営財務研究学会第36回全国大会予稿集用原稿』pp. 1-14。
- 垂井英夫・那須香織 (2009) 『自己株式の課税関係 会社法を基礎に』財経詳報社。
- 島田佳憲 (2013) 『自社株買いと会計情報』中央経済社。
- 畠田敬 (2003) 「規制緩和と自社株買入れ発表による株価への効果」『経済集志』第73巻第3号, pp. 399-408。
- 畠田敬 (2005) 「自己株式取得による株価への効果 2001年10月の商法改正意向のイベントを用いたマーケット調整済み収益モデルによるイベントスタディ分析」『産業経営研究』第27号, pp. 27-48。
- 畠田敬 (2009) 「自社株買ひ」, 花枝英樹・榊原茂樹編著 『現代の財務経営 3 資本調達・ペイアウト政策』, 中央経済社, pp. 253-283。
- 牧田修治 (2002) 「自社株買ひ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。
- 牧田修治 (2005) 「わが国上場企業の自社株買ひに関する実証研究 フリー・キャッシュ・フロー仮説の検証」『現代ファイナンス』第17号, pp. 63-81。
- 山口聖 (2008) 「自社株買ひと長期の株価パフォーマンス」『現代ファイナンス』第23巻, pp. 153-169。
- 山口聖 (2009) 「自社株買ひと資本市場 株価反応に基づくシグナル仮説の検証」『証券アナリストジャーナル』第47巻第8号, pp. 31-41。
- 山崎尚志・山口聖 (2012) 「わが国株式市場における株価の長期パフォーマンスの測定方法の評価」『国民経済雑誌』第206巻第3号, pp. 35-56。