

自社株買いにおける事実上の相対取引の 買付手法選択要因

河 瀬 宏 則¹

要 旨

本研究は、日本企業における自社株買いの多様な買付手法のうち、先行研究で売主主導型とみなされる2つの買付手法、証券市場内で立会時間外に行われる自社株買い（Off Auction Repurchase; 以下 OAR）と、証券市場外で公開買付を用いて行われる自社株買い（Tender Offer Repurchase; 以下 TOR）を対象に、自社株買い企業がどのように使い分けるのか検証している。本研究はわが国企業が2006年から2023年にかけて実施した OAR 3,376件、TOR 212件の合計3,588件をサンプルとして、買付手法の選択と、買付規模、企業特性、株主構成といった要因のあいだにどのような関係があるかを検証するため、プロビット分析を行っている。本研究の実証結果は買付規模が大きい場合には TOR が、買付規模が小さい場合には OAR が選択される傾向が確認された。さらに、企業規模が小さく、金融機関や外国人投資家の所有割合が高い企業ほど OAR を選択しやすいことが明らかとなった。

先行研究の知見を踏まえた本研究の実証結果は、OAR と TOR がともに事実上の相対取引として機能しており、企業・株主間の関係が買付手法の選択に影響を与えていることを示唆している。そして、本来実施困難な相対取引による自社株買いの規制を修正すべきかどうか、検討するための証拠となるだろう。

キーワード：自社株買い，相対取引，コーポレート・ガバナンス

目 次

- | | |
|---------------------|--------------|
| 1. はじめに | 2.3 リサーチデザイン |
| 2. 自社株買い制度と先行研究レビュー | 3. サンプル |
| 2.1 自社株買いの買付手法 | 4. 分析結果 |
| 2.2 先行研究 | 5. おわりに |

¹ Email: norik@fukuoka-u.ac.jp. なお本研究は JSPS 科研費24K04618および福岡大学の研究助成（課題番号：GR2405およびGW2504）による成果の一部である。

1. はじめに

本研究は、日本企業が自社株買いを行う際に、どのような要因のもとで異なる買付手法を選択しているのかを明らかにすることを目的とする。自社株買いは、配当とならび企業による株主還元の代表的手段であり、その経済的規模は近年ますます拡大している²。しかしながら、買付手法には証券市場内で立会時間内に行われる自社株買い（Open Market Repurchase; 以下 OMR）、証券市場内で立会時間外に行われる自社株買い（OAR）、および証券市場外で公開買付を用いて行われる自社株買い（TOR）など複数存在するにもかかわらず、企業がこれらをどのように使い分けているのかについては、ほとんど検証されてこなかった。

先行研究では OMR を中心に株価反応や自社株買いの動機が検証されてきたが、一方で OAR や TOR といった買付手法を対象とした研究は少ない。そのなかでも河瀬（2018）は OAR と TOR をそれぞれ個別のサンプルで買付手法別の自社株買いを包括的に検証し、買付手法ごとの特徴を提示している。そして、売主である特定の売主が企業に株式売却を打診することで行われる、売主主導型の自社株買いであることを主張している。しかしながら、河瀬（2018）は個別に検証したにすぎず、買付手法間で OAR と TOR をどのように使い分けるかはわかっていない。本研究はこうした問題意識のもとで、河瀬（2018）を発展させ、OAR と TOR をどのように使い分けるのか、その決定

要因を明らかにすることを目的とする。

本研究は、次節で研究の背景やリサーチデザインを説明し、3 節でサンプルについて述べる。そして 4 節で実証結果を検討し、5 節で結論を述べる。

2. 自社株買い制度と先行研究レビュー

2.1 自社株買いの買付手法

自社株買いは、かつて企業が発行した株式を株主から買い戻す行為であり、このとき企業は売主である株主に対して現金を支払うといった観点から株主還元の手段とみなされている。日本で初めて自社株買いが行われたのは1995年で配当と比べれば歴史は随分と浅い。さらに、株主総会決議が必要な法制度のもとでは自社株買いはほとんど実行されることなく、本格的な普及は2003年9月の商法改正で取締役会決議によって実施することが可能になった以降である³。それからリーマン・ショック以前の期間において、主な自社株買いの動機として知られるのは株式持ち合いの解消である。これは買主である企業側にも動機があり、一方で売主である株主側にもまとまった数の株式を売却したいという意図があったのではないかと考えられる。

2008年には東証が従来の自社株買い手法として使われていた ToSTNeT-2にかわり、本研究でいうところの OAR である、ToSTNeT-3を導入した。他の証券取引所でも ToSTNeT-3 と同様の買付手法が取り入れられており、名称は違う

2 河瀬（2025）は2024年の買付総額が約17兆円と、過去最高であった前年の2倍近くの拡大であったことを報告している。

3 正確にはそれ以前からも取締役会決議で行うことも可能であったが、事前に買い付けること自体を宣言しておく必要があるなどの制約があった。

もののその制度は同じである。ToSTNeT-2では買主が必ずしも株式の発行企業でなくてもよかったが、ToSTNeT-3では自社株買い専用の手法となっており、ToSTNeT-3の導入後にToSTNeT-2が自社株買い手法として使われることはなくなったとみられる。こうした事情から、本研究はToSTNeT-3が導入されて以降をサンプル期間とする。そして、ToSTNeT-3を含むOARは、後述するが、サンプル期間内において件数の点で3割を占めており、OMRに次いで主要な買付手法である。その点で実証的証拠を蓄積することには一定の意義が認められよう。

次に、OARの取引の概要について説明する。OARは、終値を取引価格として用いる手法であり、そのため取引時間外に公表される。Kawase (2018) の調査では、OARは専ら取引終了後の15時から17時までに公表されており、株主に対してOARへの応募を呼びかける。そして翌営業日の8時から8時45分に売り注文を受け付けて取引を行うというものである。かりに応募が企業の買付予定株数を超過した場合は、応募株数に応じた按分比例によって各株主から買い戻すこととなっている。

次に、TORについて説明する。TORは件数の点ではOMR、OARと比べてほとんど行われないが、買付規模が大きいことが特徴である。また、1営業日内の応募期間を設けるOARとは異なり、20営業日程度の応募期間がある。そして、証券市場外で行われるために買付価格は証券市場内の取引価格である株価とは異なる価格が設定される。ただ、公表日の株価を基準に買

付価格にプレミアムが設定されており、米国の先行研究では20%程度のプレミアムが設定されているようである(D'Mello and Shroff, 2000; Peyer and Vermaelen, 2009; Dunn et al., 2011)。公開買付価格が株価よりも高く設定される理由としては、そうしなければ株主が株式市場で売却せずにわざわざ公開買付に応募する必要がないからである。しかし先行研究からは、日本のTORがむしろ株価からディスカウントした公開買付価格を設定し、しかもそれに応じる株主がいることが確認されている(牧田, 2002; 松浦, 2002; 山口, 2008; 河瀬, 2015, 2020)。後ほど詳しく議論するが、こうした点は日本の自社株買いの特徴の1つといえるだろう。

これまでの説明において、OARとTORの大きな違いの1つとして買付規模が考えられる。金融商品取引法において、他社株の公開買付を用いるときに数量基準(いわゆる5%ルール、1/3ルール)が存在するが、これは他社株の公開買付に関する規定であって、自社株の公開買付には適用されない⁴。したがって、OARとTORの選択において数量基準は影響しないものと考えられる。

最後に、河瀬(2018)が売主主導型の買付手法と指摘したものには、相対取引による自社株買いがあるが本研究では対象とせず、サンプルに含めていない。その理由は、相対取引が他の買付手法と比べてほとんど実施されないからである。相対取引による自社株買いは、唯一取締役会決議で実施できない手法であり、株主総会の特別決議による実施が求められる⁵。そのた

4 金商法第27条の2では「その株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で政令で定めるものについて有価証券報告書を提出しなければならない発行者又は特定上場有価証券の発行者の株券等につき、当該発行者以外の者が行う買付け等であつて次のいずれかに該当するものは、公開買付けによらなければならない」と記載されている。

5 相対取引による自社株買いは、親会社の子会社から買い戻すといった企業グループ内部での取引については取締役会決議で実施することができる。しかし、こうした取引は企業内部の取引に過ぎず、「ベアアウト」に該当しないのではないかと

め、非常に取引コストが高いといえるだろう。こうした理由から、相対取引による自社株買いが行われていないものと見られる。先行研究である太田・岡本（2016）や河瀬（2017）でも、20年近いサンプル期間にもかかわらず、30件程度の観測値しか得られていない。

なお、米国では相対取引による自社株買いは一定数実施されており、相対取引は売主が企業に売却を打診して行われうる唯一の買付手法と見られる（Peyer and Vermaelen, 2005）。こうした先行研究の知見からは、株主が企業に対して売却を打診すること自体は珍しいことではなく、相対取引という買付手法に対する需要があるものと見られる。つまり、日本で相対取引による自社株買いがほとんど行われない状況は、何か別の手段で需要が満たされているのではないか。本研究はこうした手段がOARとTORであると考え、自社株買い企業がそれらをいかに使い分けるのかを検証しようとしている。

2.2 先行研究

買付手法別の先行研究からはOARとTORがそれぞれ売主主導型の買付手法であることが示されてきた。まずOARについては、太田・河瀬（2016）がOMRとOARを区別して、その市場反応を検証している。数多く自社株買いの動機および市場反応を説明してきた過小評価仮説は、買主側に自社株買いの動機があることを暗示している。同研究ではOMRが過小評価仮説と整合的な結果を示している一方で、OARが過小評価仮説によって説明されえないことを指摘した。

Kawase（2018）はOARの公表タイミングを検証しており、例えば応募期間が1営業日であるという特徴を活かして金曜日の公表に注目

している。かりにランダムに公表タイミングを選んでいるのであれば、曜日別の観測値数は月曜から金曜までの5日に均等に分布するはずである。さらには、1営業日という応募期間ではあるが、金曜であれば土日を含めた48時間が追加され、他の曜日と比べてより多くの株主に情報が伝わり、多くの応募が見込めるかもしれない。仮に応募が買付予定株数を超過したとしても、自社株買い企業は按分比例で買い付けるために、予定外の出費は起こり得ない。つまり、他の曜日と比べて金曜日を選択することにメリットがあると考えられよう。しかし、実証結果はこうした予想とは逆に、金曜日の観測値数が統計学的に有意に少ないことを示している。こうした結果は、応募超過による按分比例で予定通りの株数を売却できないかもしれないという不確実性を回避したいとする、売主側の意図が反映されているのではないかと解釈されよう。

太田（2020）は適時開示によってOARへの応募機会が実質的に提供されているかを調査している。太田（2020）は時間的制約および証券会社の対応不備の問題からこうした応募機会が十分に提供されていない可能性を指摘した。時間的制約については、17時間OARへの応募はTDnet（Timely Disclosure network; 適時開示情報伝達システム）で公表されるが、公表から翌営業日の8時45分までに取引が終了する点で、気付けない可能性がある。まして、Kawase（2018）が指摘するように自社株買い企業自身が短時間で終了するように公表する傾向が観察されている。加えて、これが機関投資家のように個人の意思決定で売買できないような投資家であれば、短時間で意思決定できるとは考えづらい。

太田（2020）が指摘する証券会社の対応不備

の問題は、その調査において OAR への応募が「証券大手 5 社（野村証券、大和証券、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券、SMBC 日興証券、みずほ証券）とネット証券大手 7 社（SBI 証券、楽天証券、松井証券、カブドットコム証券、マネックス証券、GMO クリック証券、岡三オンライン証券）（太田，2020，p.59）」においてインターネット経由で ToSTNeT-3 への応募を行うことが不可能であるという点である。日本証券業協会の調査によると、個人投資家はインターネット取引が中心であり（日本証券業協会 2025，9），そのため時間的制約を受けづらい個人投資家であっても、OAR への応募について制約があると考えられる。

そして実証結果においても、太田（2020）では大量保有報告書の変更報告書⁶を用いて確認できた売主は、7 割が自社株買い企業の筆頭株主または次席株主であること、売主が個人や事業法人である場合は自社株買い企業の取締役であり、企業が買い戻した株数のほとんどすべてを彼らが売却したものであると報告されている。つまり、自社株買い企業の意思決定に影響を与えうる立場の売主との取引が確認されており、OAR は買主側が確実に応募する売主側の存在を踏まえて買付実施を公表する、事実上の相対取引手法と考えられる。

次に TOR について、先行研究である河瀬（2015，2020）および松浦・米澤（2022）は、米国とは異なり日本で行われる TOR のほとんどすべてが公表直近の株価終値に対してディスカウントされていることを報告している。ディ

スカウントの程度は平均的に株価から 5 % から 10 % 程度で割り引かれており、先述したように株主にとっては証券取引所を通じて株価で取引したほうが、売却価格は高くなる。それにもかかわらず、河瀬（2015）によれば、ディスカウントの TOR の平均的な買付達成率は 95 % と高い⁷。

こうした不可解な実証的証拠に対して河瀬（2020）は株式流動性の観点に注目している。河瀬（2020）は、大量に株式を売却しようとする場合には株式市場に十分な買い注文のデプスがなく、仮に売却した場合には株価下落または売却に時間を要することとなると、流動性コストの観点から売却する株主のインセンティブを説明している。こうした流動性コストは大量の株式を売却しようとする大口取引にとってのみ生じるものであるから、一定の価格で決まった日程で大量の株式を売却できる TOR は魅力的であるといえるだろう。一方で流動性コストが生じないような小口取引では株式市場で取引するのが望ましいから、結果として小口取引を行うおうとする株主は TOR には応募しないだろう。こうした説明は、株式を大量保有しており、かつ大量売却しようとする株主にとってのみディスカウントの TOR が成立することを示唆しており、平均的な買付達成率が 95 % と高いことから、自社株買い企業は TOR を公表する時点で、こうした売主の存在を確信していると考えられる。したがって、TOR もまた、事実上の相対取引手法と考えられる。

ただ、かりに OAR と TOR が事実上の相対

6 大量保有報告書の変更報告書は金融商品取引法27条の23第1項および同法27条の25第1項で規定されるように、発行済株式総数の5%以上を保有する株主が、発行済株式総数の1%以上を売買したときに提出が要請される書類である。そのため、OARの一部しか捉えられない点に注意が必要である。

7 河瀬（2025）では一般的な買付手法である OMR の達成率が 70-80 % 程度と報告されており、ディスカウントの TOR の達成率が相対的に高いことが窺える。

取引であるとするなら、なぜ売主は他の株主の参加機会を排除して事実上の相対取引を行おうとするのだろうか。その理由は按分比例のルールが影響していると考えられる。金商法 27条の 13第 4項 2号および金商法27 条の22の 2第 2項等で規定されているように、自社株買い企業は、応募株数が予定買付株数を上回るとき、按分比例で買わなければならない⁸。按分比例で自社株買い企業が株式を買戻すのであれば、売主は応募株数の一部のみが取引されることとなる。どちらも適時開示のもとですべての株主に応募機会を提供しているが、OARは制度上の不備に加えて時間的制約から特定の株主以外には応募が困難で、TORは公開買付をディスカウントすることで応募するインセンティブがない。このように特定の売主以外にとって排他的な状況を作ること、確実に売却

するための、事実上の相対取引を行おうとしていると見られる。

このように、OARとTORはそれぞれの買付手法に注目した先行研究で、事実上の相対取引であると指摘されてきた。しかし、OARとTORはそれぞれ独立した検証結果が示されてきたに留まっており、同様の動機で使われてきたと考えられるOARとTORの検証はなされていない。本研究はこうした点に注目し、どういった要因が使い分けに影響するのか、その検証を行うこととしたい。

2.3 リサーチデザイン

本研究では、自社株買い企業がOARとTORをどのように使い分けるのか、プロビット分析による分析を行うこととする。分析に用いる回帰式は以下のとおりである。

$$\begin{aligned} OARDummy = & a_0 + \left\{ \begin{array}{l} \beta_1 \cdot PGMSIZEStk \\ \beta_2 \cdot PGMSIZEYen \end{array} \right\} + \beta_3 \cdot LAGRET + \beta_4 \cdot LNMVE + \beta_5 \cdot PBR \\ & + \beta_6 \cdot CASH + \beta_7 \cdot OCF + \beta_8 \cdot OCFvola + \beta_9 \cdot ROA + \beta_{10} \cdot RETvola \\ & + \beta_{11} \cdot OwnFin + \beta_{12} \cdot OwnForeign + \beta_{13} \cdot OwnIndivi + \beta_{14} \cdot OwnTop10 \\ & + \beta_{15} \cdot PrimeDummy + \gamma \cdot YearDummy + \delta \cdot IndusDummy \end{aligned} \quad (1)$$

上で示した(1)式は自社株買い企業がOARを行うなら1、TORを行うなら0を取る二値変数OARDummyを被説明変数に多変量分析を用いて検証する。説明変数は、大まかに3種類に分かれており、自社株買いに関する変数、自社株買いの動機に関する変数、コーポレート・ガバナンスに関する変数である。自社株買いに関する変数については、買付規模を示すPGMSIZEStk (PGMSIZEYen)を含めており、

これは発行済株式総数(株主資本)に対する予定買付株数(予定買付金額)を除いた値である。動機に関する変数では自社株買いで繰り返し検証されてきた過小評価仮説およびフリー・キャッシュ・フロー仮説の代理変数であるLAGRET、LNMVE、PBRおよびCASH、OCF、OCFvola、ROAなどの変数を加えている。そして、コーポレート・ガバナンスに関する変数としては、株主の所有割合に注目してお

⁸ OARの按分比例ルールについては、例えば日本証券取引所のホームページに掲載されている「東証市場を利用した自己株式取得に関するQA集」のp.8を参照されたい。

り、モノ言う株主の代理変数である金融機関、外国人投資家や、上位10位までの株主が全体の何割を保有しているかなどを変数に加えている。特に OAR も TOR も、買主側よりも売主側に取引の要因があると考えられる以上、売主である株主の状況を検証することに意義があるといえるだろう。くわえて、自社株買い公表年と自社株買い企業の業種についてコントロールしている。なお、詳細な変数の定義は図表1にまとめている。

3. サンプル

本研究では、自社株買いデータをアイエヌ情報センターが提供する Funding Eye、会計データおよび株価データに日経メディアマーケティングが提供する Nikkei NEEDS-FinancialQUEST を用いてサンプルを構築している。サンプル期間は2006年から2023年までとし、OAR および TOR の開始公表3,588件(OAR 3,376件, TOR 212件)を対象とする。

図表1 変数の定義

Variables	Definition
<i>PGMsizeStk</i>	予定買付株数を自社株買い開始公表の直近決算期末時点における発行済株式総数で除した値。
<i>PGMsizeYen</i>	予定買付金額を自社株買い開始公表の直近決算期末時点における株主資本で除した値。
<i>LAGRET</i>	自社株買い開始公表前月間における買い持ちリターン。
<i>LNMV</i>	自社株買い開始公表前月末における株式時価総額の対数値。
<i>PBR</i>	自社株買い開始公表前月末における株式時価総額の PBR。
<i>CASH</i>	自社株買い開始公表の直近決算期末時点における現金を、同時点の株式時価総額で除した値。
<i>OCF</i>	自社株買い開始公表の直近決算期における営業キャッシュフローを、直近決算期末時点の株式時価総額で除した値。
<i>OCFvola</i>	直近決算期から遡って3期間の OCF の標準偏差。
<i>ROA</i>	自社株買い開始公表の直近決算期における EBIT を、直近決算期初時点の総資産で除した値。
<i>RETvola</i>	自社株買い開始公表前月間の日次リターンの標準偏差。
<i>OwnFin</i>	自社株買い開始公表の直近決算期末時点における発行済株式総数に対する金融機関による所有株式数の割合。
<i>OwnForeign</i>	自社株買い開始公表の直近決算期末時点における発行済株式総数に対する外国法人等による所有株式数の割合。
<i>OwnIndivi</i>	自社株買い開始公表の直近決算期末時点における発行済株式総数に対する個人その他による所有株式数の割合。
<i>OwnTop10</i>	自社株買い開始公表の直近決算期末時点における発行済株式総数に対する上位10位以内の大株主による所有株式数の割合。
<i>T1dummy</i>	自社株買い開始公表時点における上場先が東証プライムまたは東証1部上場企業であれば1、そうでなければ0を取る二値変数。

(出所) 著者作成。

自社株買いにおける事実上の相対取引の買付手法選択要因

サンプルには、自社株買いデータとしては、買付手法について OAR・TOR 単独で行われている観測値だけを含めており、他の買付手法と混合で行われている観測値は含まれない。そして買付は取締役会決議によって行われている観測値のみを対象とし、株主総会決議で実施された観測値を除外している。また、自社株買いデータのうち公表日データが欠損値となっている観測値や、買い付けた株数が買付予定株数を上回るような観測値は除外されている。次に、会計・株価データについては、決算月数が12ヶ月である観測値に限定し、分析に利用するデータが欠損している観測値を除外し、そして連続変数の外れ値（上位1%）に該当する観測値を除外している。

サンプルの構成については、度数分布を図表2において年別、業種別、上場企業別に示している。パネル A の年別の結果では、OAR の実

施件数はリーマン・ショックの起こった2008年で239件（7.08%）と最も多いが、サンプル期間を通じて構成割合は5%前後で推移している。OAR は景気の動向にかかわらず実施されているのかもしれない。一方、TOR の実施件数は2015年に41件（19.34%）とおおよそ1/5が集中している。サンプル期間を前後半で分ければ、後半のほうで件数が多いことが窺える。

次に、パネル B の業種別の結果からは、卸売業、サービス業、小売業といった非製造業の業種で観測値が多いことがわかる。ただ、顕著に OAR と TOR のあいだで傾向が異なるような業種は確認されない。

最後に、パネル C の上場市場別では、OAR・TORともに東証プライム・東証1部上場企業による自社株買いが多いことが確認できる。ただし、OAR が1,739件（51.51%）で TOR が138件（65.09%）と、TOR においてより大企業によ

図表2 度数分布表

パネル A 年別

年	OAR		TOR	
	obs.	%	obs.	%
2006	137	4.06	8	3.77
2007	166	4.92	8	3.77
2008	239	7.08	2	0.94
2009	157	4.65	9	4.25
2010	217	6.43	3	1.42
2011	201	5.95	9	4.25
2012	177	5.24	7	3.30
2013	184	5.45	8	3.77
2014	143	4.24	20	9.43
2015	189	5.60	41	19.34
2016	212	6.28	13	6.13
2017	181	5.36	8	3.77
2018	172	5.09	22	10.38
2019	207	6.13	13	6.13
2020	177	5.24	4	1.89
2021	206	6.10	12	5.66
2022	203	6.01	9	4.25
2023	208	6.16	16	7.55
合計	3,376	100.00	212	100.00

パネル B 業種別

業種	OAR		TOR	
	obs.	%	obs.	%
卸売業	451	16.96	27	12.74
サービス業	323	12.15	17	8.02
小売業	312	11.73	30	14.15
情報・通信業	279	10.49	23	10.85
化学	267	10.04	15	7.08
機械	263	9.89	17	8.02
電気機器	220	8.27	12	5.66
食料品	195	7.33	14	6.60
建設業	169	6.36	9	4.25
その他製品	130	4.89	8	3.77
金属製品	127	4.78	4	1.89
輸送用機器	89	3.35	7	3.30
繊維製品	85	3.20	3	1.42
陸運業	59	2.22	3	1.42
ガラス・土石製品	53	1.99	1	0.47
倉庫・運輸関連業	49	1.84	1	0.47
不動産業	47	1.77	9	4.25
精密機器	45	1.69	6	2.83
パルプ・紙	42	1.58	3	1.42
医薬品	36	1.35	2	0.94
鉄鋼	36	1.35	1	0.47
ゴム製品	33	1.24	0	0.00
非鉄金属	18	0.68	0	0.00
その他金融業	14	0.53	0	0.00
石油・石炭製品	12	0.45	0	0.00
海運業	9	0.34	0	0.00
電気・ガス業	5	0.19	0	0.00
鉱業	3	0.11	0	0.00
水産・農林業	3	0.11	0	0.00
空運業	2	0.08	0	0.00
合計	3,376	100.00	212	100.00

パネル C 上場市場別

上場市場	OAR		TOR	
	obs.	%	obs.	%
東証プライム・東証1部	1,739	51.51	138	65.09
東証スタンダード・東証2部	639	18.93	29	13.68
東証グロース・マザーズ	39	1.16	3	1.42
JASDAQ	710	21.03	39	18.40
その他	249	7.38	3	1.42
合計	3,376	100.00	212	100.00

(出所) 著者作成。

る買い戻しが行われる傾向があり、両サンプル間で企業規模に差があることが窺える。また、東証グロース・マザーズ上場企業による自社株買いがOARで39件(1.16%), TORで29件(1.42%)と少ないことは、成長企業によるペイアウトの実施が少ないものと解釈できるだろう。ただ、JASDAQ上場企業による自社株買いがOARで710件(21.03%), TORで39件(18.40%)と高い点にも注意が必要だろう。

サンプルの記述統計量を図表3に示した。パネルAのOARサンプルについて見ると、まず予定買付規模を示したPGMsizeStk (PGMsizeYen)の平均値は0.030 (0.032)と平均的に3%程度の買付規模であることがわかる。75パーセンタイル点でも0.035 (0.034)とあり、後述するTORとは買付規模が顕著に異なることがわかる。達成率について示したCompStk (CompYen)は平均値が0.895 (0.876)と取引応募が困難と予想されるなかでも高い達成率となって

いることがわかる。過小評価仮説の代理変数であるLAGRETは0.002と正の値を示しており、OMRのように負の値を取ってはいない。こうした点から、OARは買主主導であるOMRとは異なる買付動機を有していることが窺える。

次にパネルBのTORサンプルについて見てみよう。PGMsizeStk (PGMsizeYen)の平均値は0.115 (0.138)と平均的に10%超の買付規模である。25パーセンタイル点の値も0.040 (0.051)とOARの75パーセンタイル点の値よりも高いことがわかる。予定買付規模は、OARとTORの異なる特徴として特に顕著な変数であることが推測できるだろう。達成率についてはOARと同様、株主にとって応募するインセンティブが少ないと考えられる一方で、9割程度の高い達成率であることから、事前の打診があったことを思わせる。

図表3 記述統計量

パネルA OAR サンプル

Variables	Mean	sd	Min	25%ile	Median	75%ile	Max
<i>PGMsizeStk</i>	0.030	0.040	0.000	0.008	0.016	0.035	0.387
<i>PGMsizeYen</i>	0.032	0.050	0.000	0.006	0.014	0.034	0.543
<i>CompStk</i>	0.895	0.168	0.000	0.861	0.953	1.000	1.000
<i>CompYen</i>	0.876	0.175	0.000	0.833	0.927	1.000	1.000
<i>LAGRET</i>	0.002	0.072	-0.244	-0.039	0.000	0.041	0.289
<i>LN MVE</i>	9.872	1.513	6.552	8.758	9.693	10.799	14.764
<i>PBR</i>	1.136	1.188	0.136	0.561	0.832	1.287	26.830
<i>CASH</i>	0.452	0.335	0.020	0.205	0.370	0.604	2.062
<i>OCF</i>	0.136	0.149	-0.468	0.061	0.110	0.185	0.970
<i>OCFvola</i>	0.016	0.040	0.000	0.001	0.003	0.012	0.462
<i>ROA</i>	0.061	0.045	-0.067	0.032	0.053	0.082	0.297
<i>RETvola</i>	0.017	0.009	0.001	0.011	0.015	0.021	0.057
<i>OwnFin</i>	0.183	0.117	0.000	0.092	0.164	0.261	0.641
<i>OwnForeign</i>	0.096	0.106	0.000	0.014	0.057	0.146	0.845
<i>OwnIndivi</i>	0.446	0.195	0.016	0.295	0.432	0.578	0.993
<i>OwnTop10</i>	0.492	0.136	0.148	0.391	0.473	0.582	1.144
<i>T1Dummy</i>	0.515	0.500	0	0	1	1	1

パネル B TOR サンプル

Variables	Mean	sd	Min	25%ile	Median	75%ile	Max
<i>PGMsizeStk</i>	0.115	0.108	0.001	0.040	0.089	0.147	0.731
<i>PGMsizeYen</i>	0.138	0.137	0.008	0.051	0.095	0.178	0.828
<i>CompStk</i>	0.909	0.118	0.060	0.900	0.915	0.984	1.000
<i>CompYen</i>	0.904	0.119	0.060	0.892	0.912	0.978	1.000
<i>LAGRET</i>	0.012	0.073	-0.200	-0.019	0.010	0.055	0.294
<i>LNLMVE</i>	10.653	1.414	6.794	9.558	10.705	11.683	14.106
<i>PBR</i>	1.679	1.373	0.212	0.838	1.251	1.887	9.254
<i>CASH</i>	0.371	0.315	0.020	0.150	0.282	0.520	1.884
<i>OCF</i>	0.107	0.086	-0.168	0.063	0.095	0.140	0.449
<i>OCFvola</i>	0.011	0.034	0.000	0.000	0.002	0.005	0.289
<i>ROA</i>	0.079	0.050	-0.021	0.041	0.070	0.108	0.278
<i>RETvola</i>	0.018	0.009	0.001	0.010	0.016	0.022	0.050
<i>OwnFin</i>	0.154	0.101	0.000	0.077	0.145	0.208	0.497
<i>OwnForeign</i>	0.119	0.114	0.001	0.025	0.093	0.187	0.687
<i>OwnIndivi</i>	0.386	0.181	0.080	0.242	0.359	0.486	0.912
<i>OwnTop10</i>	0.545	0.147	0.240	0.432	0.533	0.657	0.963
<i>T1Dummy</i>	0.651	0.478	0	0	1	1	1

(出所) 著者作成。

(注) この図表はサンプル別の記述統計量を示している。*CompStk* は実際に買い付けた株数を予定買付株数で除した値であり、*CompYen* は実際に買い付けた金額を予定買付金額で除した値である。その他の変数の定義については図表 1 を参照されたい。

4. 分析結果

本節では分析結果を示し、その解釈について述べていくこととしたい。まず、図表 4 は単変量分析として、平均値および中央値の差の検定の結果を示している。ただ、平均値差と中央値差で結果が逆転しているものは確認されない。ただ、平均値差で有意であっても中央値差で有意ではない、あるいはその逆、といった関係が見られる。

そして、*t* 値 (*z* 値) が大きいものでは、*PGMsizeStk* (*PGMsizeYen*) や *LNLMVE*, *PBR*, *ROA*, そして *OwnTop10* といった変数が挙げられる。特に予定買付規模で有意な差が生じて

いることは、逆にいえば買付規模の差が買付方法を説明しうるかもしれない。次に *LAGRET* の水準について差が小さいのに、*LNLMVE* で大きな差が生じていることをどのように解釈すればいいだろうか。ここで考えられることとして、*LNLMVE* は過小評価とはまた異なる要素を捉えているのかもしれない。

次に図表 5 は多変量分析として、(1) 式のプロビット分析の結果を示している。被説明変数は *OARDummy* で、自社株買い企業が *OAR* を行うのであれば 1、*TOR* を行うのであれば 0 を取る二値変数である。すなわち、変数の値が正の値を取る場合に係数が正であれば、*OAR* を実施する確率が高まるということを示している⁹。

結果の解釈について、特に有意な結果を示し

9 多重共線性の懸念に対処するため、各説明変数の Variance Inflation Factor (VIF) を算出した。その結果、すべての変数の VIF 値は 2-4 の範囲に収まり、一般的な基準値 (10 以下、あるいは 5 以下) を下回っていた。したがって、本研究において多重共線性の影響は限定的であると判断される。

図表4 平均値および中央値の差の検定

Variables	OAR-TOR			
	Mean	t-value	Median	z-value
<i>PGMsizeStk</i>	-0.085	-11.44***	-0.073	-17.09***
<i>PGMsizeYen</i>	-0.106	-11.22***	-0.081	-18.28***
<i>CompStk</i>	-0.014	-1.62	0.038	3.03***
<i>CompYen</i>	-0.028	-3.20***	0.015	0.64
<i>LAGRET</i>	-0.010	-1.79	-0.010	-2.65***
<i>LN MVE</i>	-0.781	-7.78***	-1.012	-7.67***
<i>PBR</i>	-0.543	-5.63***	-0.419	-8.97***
<i>CASH</i>	0.081	3.65***	0.088	4.08***
<i>OCF</i>	0.029	4.42***	0.015	2.87***
<i>OCFvola</i>	0.005	2.10**	0.001	5.23***
<i>ROA</i>	-0.018	-5.10***	-0.017	-5.28***
<i>RETvola</i>	-0.001	-0.65	-0.001	-0.59
<i>OwnFin</i>	0.029	3.91***	0.019	3.22***
<i>OwnForeign</i>	-0.023	-2.84***	-0.036	-3.74***
<i>OwnIndivi</i>	0.060	4.66***	0.073	4.55***
<i>OwnTop10</i>	-0.053	-5.09***	-0.060	-5.08***
<i>T1Dummy</i>	-0.136	-4.00***	0.000	0.000

(出所) 著者作成。

(注) この図表は平均値および中央値の差の検定の分析結果を示している。平均値または中央値の差は、OAR サンプルの値から TOR サンプルの値を差し引いたものを示している。*, **, *** はそれぞれ10%, 5%, 1%水準で統計学的に有意であることを示す。なお、変数の定義については図表1を参照されたい。

図表5 プロビット分析

Variables	Dependent variable: <i>OARDummy</i>			
	Model 1		Model 2	
	Coef.	z-value	Coef.	z-value
<i>PGMsizeStk</i>	-11.559	-15.18***		
<i>PGMsizeYen</i>			-7.318	-12.91***
<i>LAGRET</i>	-0.143	-0.23	-0.116	-0.20
<i>LN MVE</i>	-0.348	-6.45***	-0.301	-5.93***
<i>PBR</i>	0.021	0.60	0.143	2.99***
<i>CASH</i>	0.075	0.38	-0.264	-1.51
<i>OCF</i>	0.147	0.35	0.399	1.04
<i>OCFvola</i>	0.337	0.22	0.385	0.28
<i>ROA</i>	-4.255	-3.80***	-2.086	-1.90*
<i>RETvola</i>	3.767	0.72	2.507	0.50
<i>OwnFin</i>	2.417	3.78***	2.394	3.95***
<i>OwnForeign</i>	2.837	4.80***	2.041	3.76***
<i>OwnIndivi</i>	0.629	1.78*	0.574	1.73*
<i>OwnTop10</i>	0.350	0.83	-0.127	-0.32
<i>T1Dummy</i>	-0.285	-2.35**	-0.253	-2.21**
<i>YearDummy</i>	YES		YES	
<i>IndusDummy</i>	YES		YES	
Obs.	3,588		3,588	

(出所) 著者作成。

(注) この図表はプロビット分析の分析結果を示している。*, **, *** はそれぞれ10%, 5%, 1%水準で統計学的に有意であることを示す。なお、変数の定義については図表1を参照されたい。

た変数について検討していくこととしよう。Model 1と Model 2の両方で、1%水準で有意であったのは、PGMsizeStk, PGMsizeYen, LNMVE, OwnFin, OwnForeignといった変数である。Model 1と Model 2は、代替的な買付規模に関する変数、すなわち株数ベースの買付規模 (PGMsizeStk) と金額ベースの買付規模 (PGMsizeYen) を説明変数とした場合の結果を示している。PGMsizeStk (PGMsizeYen) は係数が-11.559 (-7.318) と負の値を示しており、その z 値は-15.18 (-12.91) と統計学的に1%水準で有意であり、さらに他の変数と比べて最も高い有意性を確認できる。そしてこの結果は買付規模が大きくなるとTOR, 小さくなるとOARが選択される傾向を示している。

次に、LNMVEはModel 1 (Model 2) において-0.348 (-0.301) と負の係数であり、1%水準で統計学的に有意な結果であった。この結果は大規模企業であるほど事実上の相対取引を行うときにはTORを選択し、小規模企業であるほどOARを選択するという関係が観察されている。企業規模は様々な要因の代理変数であるが、東証プライム上場または東証1部上場企業であることを示すT1Dummyも同様に1%水準で有意な負の係数が示されていることから、より多くの利害関係者の存在が影響しているのかもしれない。つまり、こうした利害関係者からのモニタリングが大規模企業のOARを行いにくくさせているのかもしれない。

そして、企業の所有割合に関する変数OwnFinとOwnForeignはどちらも機関投資家の代理変数といえるだろう。OwnFinの係数はModel 1 (Model 2) において2.417 (2.394) と1%水準で正に有意であった。そしてOwnForeignの係数もまた、Model 1 (Model 2) に

おいて2.837 (2.041) と1%水準で正に有意であった。こうした結果は機関投資家の所有割合が高いほどにOARを選択する傾向を示唆している。太田 (2020) や河瀬 (2020) の結果を加味すると、売主である特定の株主の所有割合を捉えているものと思われる。

分析の結果、買付規模の大きい自社株買いであるほど企業 (と売主) はTORを選択する傾向が確認された。ただしそれだけで説明されているのではなく、他の要因をコントロールしたうえで、企業規模が小さく、機関投資家の所有割合が高い場合にOARが選択され、反対に企業規模が大きく、株主の所有割合が分散している場合にはTORが選択される傾向が明らかとなった。

5. おわりに

本研究は、日本企業による自社株買いのなかでも事実上の相対取引であると指摘される、証券市場内で立会時間外に行われる自社株買い (OAR) と証券市場外で公開買付を用いて行われる自社株買い (TOR) について、自社株買い企業がどのように使い分けるのかに注目し、その要因を実証分析により検証した。2006年から2023年にかけての3,588件の自社株買いデータを用いた実証分析の結果、買付規模の小さい企業ほどOARを、大きい企業ほどTORを選択する傾向が示された。さらに、企業規模が小さく、金融機関や外国人投資家といった特定の株主による所有割合が高い企業でOARが選ばれやすいことが確認された。

著者はOARの応募機会が特定の株主以外にとって十分に提供されていないことが問題であると感じている。TORは特定の株主以外にとっ

でも応募できるが、応募のインセンティブがないという状況である一方、OARは証券会社の対応不備に加えて時間的制約の問題もある。せめてインターネット取引でToSTNeT-3に応募できるような制度整備が必要ではないか。河瀬(2020)でも明らかにされているように、デスカウントのTORでは概ね売主との事前の打診があることが開示資料で示されている。しかし、OARでは必ずしもこうした情報開示は行われていない。変更報告書が提出されてはじめて、売主が誰なのかが判明する。変更報告書の提出義務が生じない場合は売主が誰なのかすらわからない。企業の意思決定に影響しうるような特定の株主が持つ情報は、他の株主が入手できない企業のインサイダー情報であるかもしれない。特定の株主が売却するという情報は投資家間の公平性を保つためにも公開されるべきではないか。

また、本研究の実証結果は企業と株主の関係が自社株買いの買付手法選択に影響を及ぼするというものであり、コーポレート・ガバナンスが注目される中においても貴重な実証結果を提供できたと考えている。ただ、企業規模が小規模で、所有割合が特定の株主に集中している企業においてOARが行われる傾向が観察されたことは、反対に企業規模が大規模で所有割合が多く株主に分散している企業ではOARを行いにくいということでもある。他の利害関係者の強い監視下においては、企業または特定の株主がOARの実施に躊躇するのだろうか。もしそうであれば、彼らはOARが不公平な取引であると認識しているのかもしれない。

本来、会社法の規定にあるように相対取引は十分な検討のもとで行われるように求められている。しかし、より機動的に行うべきであるの

なら、本来の相対取引の会社法規定を修正する必要があるだろう。本研究がこうした議論に貢献できたなら幸いである。

引用文献

- 太田浩司(2020)「ToSTNeT 買付による自社株買いの実態」『関西大学商学論集』第65巻 第3号, 43-67頁。
- 太田浩司・岡本進之介(2016)「相対取引による自己株式取得の実態」『関西大学商学論集』第61巻第2号, 1-29頁。
- 太田浩司・河瀬宏則(2016)「自社株買いの公表に対する短期および長期の市場反応—Auction 買付と ToSTNeT 買付の比較—」『現代ファイナンス』第38号, 61-93頁。
- 河瀬宏則(2015)「自社株公開買付における異なる買付プレミアムに関する実証分析」『証券アナリストジャーナル』第53巻第2号, 69-80頁。
- 河瀬宏則(2017)「わが国上場企業の相対取引を用いた自社株買いの利用状況」『九州産業大学経済学部 Discussion Paper』No.76, 1-12頁。
- 河瀬宏則(2018)「買付手法別に見た自社株買いの経済的帰結」『関西大学博士論文』1-135頁。
- 河瀬宏則(2020)「実質的な相対取引をシグナルする負の公開買付プレミアム」『横浜国立大学論叢社会科学系列』第71巻第2号, 103-120頁。
- 河瀬宏則(2025)「わが国上場企業による自社株買い行動の時系列的変化：2004～2024年の単変量分析」『福岡大学商学論叢』第70巻第2号, 549-580頁。
- 日本証券業協会(2025)「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」September 2025. (<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/2025ishikichousasyousai.pdf>), 2025/10/31アクセス。
- 牧田修治(2002)「自社株買いに対する株式市場の反応と企業パフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』第40巻第12号, 6-16頁。

- 松浦義昭 (2002) 「日本企業の自社株公開買付に対する株式市場の反応」『大阪大学経済学』第52巻第1号, 172-181頁。
- 松浦義昭・米澤康博 (2022) 「わが国の自社株公開買付価格形成に関する理論的なフレームワークとその検証」『証券経済研究』第120号, 21-43頁。
- 山口聖 (2008) 「自社株公開買付とライバル企業の株価反応」『六甲台論集経営学編』第54巻第3号, 19-28頁。
- D'mello, R. and Shroff, P. (2000) "Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers: An Empirical Investigation," *The Journal of Finance* Vol.55, No.5, pp.2399-2424.
- Dunn, J., Fayman, A., and McNutt, J. (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.
- Kawase, H. (2018) "Off-Auction Repurchase Announcement Timing," *Working Paper*, pp.1-19.
- Peyer, U., and Vermaelen, T. (2005) "The Many Facets of Privately Negotiated Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics*, Vol.75, No.2, pp.361-395.
- Peyer, U., and Vermaelen, T. (2009) "The Nature and Persistence of Buyback Anomalies," *The Review of Financial Studies* Vol.22 Vol.4, pp.1693-1745.
- (福岡大学商学部准教授・当研究所客員研究員)