

自社株買いにおける株式買入れ方法と経営者の選択動機

高橋孝輔(武蔵大学・院)

本論文の目的は、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)が日本企業のペイアウト政策の中で、どのように利用されているのか検証することである。ToSTNeT-3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、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に取引を終えてしまう仕組みである。自社株買いにおいては、立会内買付取引(市場取引)が一般的であり、これは一定期間を設定し、その期間内で市場を経由して自社株を購入する方法である。したがって、経営者が自社株買いを行う際に、どちらを選択するのか考察するのは興味深い。

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。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。一方で、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。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り、2010年から2013年に行われた自社株買い(東京証券取引所1部上場企業)について、事前公表型買入れの主力となった ToSTNeT-3(自己株式立会外買付取引)を選択する動機について分析した。

主要な結果は以下の通りである。まず、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。次に、流動性の低い企業でかつ社外取締役のいる企業ほど ToSTNeT を利用する傾向にある。これは、ガバナンスに注力している企業ほどインサイダーや相場操縦問題に敏感であると考えられ、通常取引ではあり得ないような価格変動をもたらす可能性があり、かつそれが特定の株主の要請に基づく取引であるなら無用の混乱を避けたいという結果ではないかと考える。言い換えると、東京証券取引所が ToSTNeT 取引を開設した目的が達成されているとも考えられる。最後に、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。もし 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、“株主還元の強化を目的”という表現はあまり使われないと考える。

参考文献

- 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.
- 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.
- 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』76-870.