

相対取引による自己株式取得の実態

太田 浩司
岡本 進之介

要約

本稿では、わが国における相対取引による自己株式取得の実態について調査している。本稿による調査から、相対取引による自己株式取得は実施要件が非常に厳しく、2004-2015年の期間でわずか26個しか存在せず、その6割は新興企業であるということがわかった。また、一般的な相対取引の実態は、(i) 売主は取得企業の筆頭あるいは次席株主で、約20%の持分の半分程を売却している、(ii) 売主が保有株式の売却を企業に打診し、大量の株式が市場に放出されることを嫌う企業が、相対取引によって当該株式を取得するという売主主導の取引である、(iii) 2/3の取引が時価を平均20%下回るディスカウント価格での取引である、(iv) 相対取引の公表に対して市場は反応しない、というものであった。

1. はじめに

自己株式の取得制度は各国で多様であり、それ故に用いられる買付方法も各国で異なっているが、わが国では、市場内買付であれば、立会時間内に通常のオークション方式で買付けるAuction買付（諸外国では通常Open Market Repurchaseと呼ばれている）と立会時間外に東京証券取引所の提供するToSTNeT（Tokyo Stock Exchange Trading NeTwork System）市場を利用して行われるToSTNeT買付の2つ、市場外買付であれば、固定価格の公開買付と相対取引の2つの、計4つの買付方法が認められている。

この4つの買付方法の内、Auction買付、ToSTNeT買付および固定価格の公開買付の3つについては、複数の先行研究で、その概要および市場に与える影響等が明らかにされている¹⁾。一方、相対取引による自己株式取得に関しては、現在までほとんど研究が行われておら

1) 企業の自社株買いに関する研究をサーベイしたものとしては、Grullon and Ikenberry (2000), Allen and Michaely (2003), Vermaelen (2005), 畠田 (2009), 島田 (2013), 河瀬 (2015a), 河瀬 (2016) 等がある。

ず、その実態については不明な所が多い。そこで本稿では、わが国における自己株式の買付方法のひとつである相対取引による自己株式取得に焦点を当て、その実態の解明を試みている。

最初に、わが国で相対取引によって自己株式を取得するためには、株主総会において、相対取引の売主である特定の株主の議決権を排除した上で、特別決議（総株主の議決権の過半数を有する株主が出席し、かつ出席株主の議決権の2/3以上の賛成が必要）が可決されなければならない。これは、米国における相対取引による自己株式取得が、取締役会の決議で取得可能であることと比較すると、大変厳しい実施要件であるといえる。また、取得価格についても、わが国の会社法では、時価以下での取得でないとの他の株主に売主追加請求権が発生してしまうが、米国会社法では、企業が妥当なビジネス目的（valid business purpose）であるということを論証できれば、時価よりも高い価格であっても特定の株主から相対取引で取得することが認められている。

このような大変厳しい実施要件が原因となつてか、わが国で実施された相対取引による自己株式取得は、検証期間である2004-2015年の12年間で、全上場企業を含めてわずか26個しか存在しておらず、また、その6割は新興企業に偏っていた。

次に、サンプルの記述統計量を調査したところ、相対取引による自己株式取得の平均的な日程は、株主総会の1ヵ月程前に取得に関する付議が公表され、取得予定期間は株主総会開催日から3～4ヵ月と長めに設定されるが、実際には総会から1ヵ月以内に取得が実施されるということがわかった。また、予定取得株数と予定取得金額の平均が、それぞれ、発行済株式総数の13.8%と27.3億円であり、達成率（実際取得株数／予定取得株数）の平均は92.3%であった。

さらに、相対取引の実態を把握するために、売主と買主の関係、取得理由、取引価格の3点について調査している。第1に、売主と買主の関係を調査したところ、売主の8割は買主企業の筆頭あるいは次席株主であり、その多くが買主企業の親会社やその他の関係会社の立場から買主企業に役員を派遣している内部者であった。そして、相対取引によって、所有する約20%の持分の半分程を売却していた。

第2に、取得理由に関しては、売主である株主が保有株式の売却を企業に打診し、企業は大量の自社株式が市場に放出されることを嫌って、相対取引によって当該株式を取得しているというのが最も一般的で、約半数の相対取引がこれに該当していた。ただし、特定株主比率の引き下げや訴訟に関連した相対取引も複数個存在する等、特殊な理由で行われる相対取引も全体の3割程度存在していた。また、取得理由の分析から、多くの相対取引では、売主が主導して取引が実施されているということが明らかになった。

第3に、取引価格に関しては、その算定方法は、付議公表日または株主総会日の前日の終値に基づいて計算されるのが一般的であり、半数の取引では、2つの算定方法に基づく価格の低い方を取引価格とするという形式が採用されていた。さらに、実際の取引価格を時価と比較すると、取引中止の1個を除く25個の相対取引の内、ディスカウント取引が16個、時価取引が8

個、プレミアム取引が1個と、およそ2/3の相対取引がディスカウント取引であり、ディスカウント取引における割引率は平均で約20%であった。

最後に、相対取引による自己株式取得の公表に対する短期の市場の反応を調査したところ、付議公表日における異常リターンが、平均値（中央値）で0.45%（0.01%）とほとんど反応しておらず、また統計的にも全く有意でなかった。さらに、公表前の30日間は株価が上昇、公表後の30日間が下落するという傾向が見て取れたが、これも統計的に有意なものではなく、相対取引は市場にほとんど影響を与えないといえる。

以上、わが国の相対取引による自己株式取得は、実施要件が非常に厳しく、全上場企業で年に2件程度しか行われぬ稀有なイベントであるといえる。また、特殊ケースがまま存在しているため一般化しにくい、買主企業の筆頭あるいは次席株主が、保有株式の売却を企業に打診し、所有する約20%の持分の半分程を時価から10~20%割引いた価格で売却しているというのが、最も典型的な取引であるといえる。

また、取得規模が発行済株式総数の10%超と大変大きいにも関わらず市場が反応しない理由としては、サンプルの小ささや特殊事由による取引がままあることに加えて、多くの相対取引が、大株主で内部者でもある売主の売却要請に応じて行われているため、Auction買付で支持されている、過小評価仮説やフリーキャッシュフロー仮説といった取得動機とは異なる動機で、取引が実施されているためではないかと推測される。

なお、本稿の構成は以下の通りである。次章は、先行研究のサーベイを行い、第3章は、わが国の相対取引による自己株式取得の制度的な説明を行う。第4章は、分析に用いるサンプルについて述べるとともに、その記述統計量を示す。第5章と第6章は、それぞれ、相対取引の実態と短期の市場反応の分析結果を示す。最後に、第7章で、本稿を総括する。

2. 先行研究

2.1 米国における相対取引に関する初期の研究

米国における自己株式の相対取引に関する初期の研究は、グリーンメール取引に関するものが中心である。なお、グリーンメール（greenmail）とは、greenback（米ドル紙幣）とblackmail（脅迫）の合成語で、ある特定企業の株式を大量に買い集めたうえで、敵対的買収を示唆して当該企業に保有株を高値で買い取るように求める行為のことであり、そのような行為を行う投資家はグリーンメーラー（greenmailer）と呼ばれている。

このグリーンメーラーとの相対取引による自己株式取得については、経営者が自らの保身のためにグリーンメーラーから時価よりも高い価額で株式を買い取ると述べる経営者エンタrenchment仮説（managerial entrenchment hypothesis）と、経営者はグリーンメーラー以外の一般株主の利益のために、プレミアムを払ってグリーンメーラーから株式を買い取るという株

主利益仮説 (stockholder interests hypothesis) の、対立する2つの仮説が存在している (Dann and DeAngelo 1983, Bradley and Wakeman 1983)。

Bradley and Wakeman (1983) は、1974-1980年の期間におけるグリーンメーラーと推測される企業との相対取引21個について調査し、プレミアム(時価に対する取引価額の上乗せ比率)および買付規模(発行済株式総数に対する取得株数の比率)の平均が、それぞれ、18.9%と11.5%であり、取得公表に対する短期の市場の反応は-5.50%と有意に負であるという証拠を示している。

また、Dann and DeAngelo (1983) は、グリーンメーラー取引の多くが、エントレンチメント効果をもたらすスタンドスティル条項 (standstill agreement) を伴うことに着目して研究を行っている。なお、スタンドスティル条項とは、企業と敵対的買収を意図する大株主との間の契約であり、当該大株主が、定められた期間の間、一定数以上の株式を所有しないことを約束するものである。Dann and DeAngelo (1983) は、1977-1980年の期間におけるプレミアムでの相対取引公表に対する市場の反応が負であり、さらに、それがスタンドスティル条項を伴う場合には、負の反応がより大きくなるという証拠を提示している。

この、Bradley and Wakeman (1983) とDann and DeAngelo (1983) の結果は、経営者が、自らの地位を保全するために、グリーンメーラーにプレミアムという一種の賄賂を支払って自社への権益を放棄させ、グリーンメーラー以外の一般株主は、それに伴う株価の下落によって損失を被るという、経営者エントレンチメント仮説を支持して、株主利益仮説を棄却するものとなっている。

一方、Mikkelsen and Ruback (1991) は、一般株主の利益は、グリーンメーラーとの相対取引という単独のイベントによって決定されるべきではなく、グリーンメーラーが大量の株式を買い集めてからそれを最終的に相対取引によって売却するまでの一連のイベントが与える影響から判断されるべきだと主張している。そして、1978-1983年の期間における自己株式の相対取引111個について調査し、相対取引公表に対する市場の反応は平均-3.52%と負であるが、株式買入期間のリターンを考慮すると、相対取引公表時の負のリターンを差し引いても、全期間で平均7.37%と大きく正であるという結果を示している。このことは、グリーンメーラーとの相対取引が、必ずしも一般株主の利益を害するものではないという可能性を示唆するものといえる。

また、Mikkelsen and Ruback (1991) は、グリーンメーラーとの相対取引後の3年間の期間に、111個の相対取引の内、32個(29%)で経営者の交代が行われており、この交代確率は、他の論文で報告されている経営者交代確率と比べて低いものではないと述べている。これと同様の結果は、Ang and Tucker (1988) でも報告されており、相対取引後の経営者交代確率は他企業と同程度であるが、相対取引で支払うプレミアムが高くなるほど、交代確率が上昇するという結果を示している。つまり、グリーンメーラー取引を実施することは、結果的に経営者の

地位保全には結びつかないというのである。

さらに、Bhagat and Jefferis (1994) は、1974-1983年の期間における73個のグリーンメール取引をサンプルとして、相対取引後のパフォーマンスを、同業種同規模のコントロール企業と比較して検証している。そして、グリーンメール取引後の、キャッシュフローベースのROAおよび株式リターンは、取得企業とコントロール企業の間で差がなく、経営者は、将来業績や将来株価のバッド・パフォーマンスから身を守るために、グリーンメーカーにプレミアムを支払っているわけではないという結果を示している。

以上の、Mikkelsen and Ruback(1991)、Ang and Tucker(1988)、Bhagat and Jefferis(1994)の結果は、必ずしも株主利益仮説を支持するものではないが、少なくとも、経営者エントレンチメント仮説を否定するものであるといえる。

このように、自己株式の相対取引に関する初期の研究では、グリーンメール取引に関して、経営者エントレンチメント仮説と株主利益仮説という対立する2つの仮説を検証することに焦点が当てられている。しかしながら、1990年代に入ると、グリーンメール取引は激減し、近年ではほとんど行われなくなっている。このグリーンメール取引の事実上の消滅には様々な理由があるが、1990年代からの敵対的買収の激減、1987年に制定されたグリーンメール利益に対する50%の連邦税、グリーンメール取引を禁止する定款変更を行う企業の出現、グリーンメール取引を行った場合の株主からの訴訟に対する懸念、といったことが指摘されている（Eckbo 1990, Bhagat and Jefferis 1994, Peyer and Vermaelen 2005, Gaughan 2015）。

2.2 米国における相対取引に関する近年の研究

1990年以降のグリーンメール取引の終焉に伴って、近年の自己株式の相対取引に関する研究では、グリーンメール取引以外の相対取引にも調査対象を拡大している²⁾。最初に、Chang and Hertzels (2004) は、1979-1995年の期間における、グリーンメール取引121個と非支配目的の相対取引223個について調査し、グリーンメール取引の公表に対する短期の市場の反応は、先行研究同様に、-4.13%と負であるが、被支配目的の相対取引公表に対する市場の反応は、1.49%と正であるという結果を示している。さらに、被支配目的の相対取引では、それによって内部者と外部大株主の持株比率が下がるほど市場の正の反応が大きくなるという証拠を提示している。そして、その理由として、内部者の持株比率が下がることによる経営者のエントレンチメントの緩和、および、外部大株主の持株比率が下がることによる経営者と外部大株主との間の利益や戦略的提携に関する相反問題の軽減などを挙げている。

2) 初期の研究においても、グリーンメーカー以外の者との相対取引を調査している研究がないわけではない。例えば、前述のBradley and Wakeman(1983)は、企業との相対取引60個(グリーンメール取引21個を含む)の公表に対する短期の市場反応が-2.85% (t 値は-5.82)と有意に負であるのに対して、役員等の内部者との相対取引25個に対する市場の反応は1.21% (t 値は1.15)と、有意ではないが正であるという結果を報告している。

次に、Peyer and Vermaelen (2005) は、1984-2001年の期間における、737個の相対取引について調査している。なお、Peyer and Vermaelen (2005) は、検証期間、サンプルサイズ、分析の緻密さ等の点で、自己株式の相対取引に関する最も包括的な研究であると思われるので、その内容を詳細に述べることにする。Peyer and Vermaelen (2005) では、サンプルを、プレミアム取引 (238個)、時価取引 (109個)、割引取引 (330個)、グリーンメール取引 (60個) の4グループに分割し、その基本統計量として、買付規模が、それぞれ、13.82%、10.38%、11.63%、22.10%、プレミアムが、18.93%、0%、-12.64%、18.06%、短期の市場反応が、2.50%、2.14%、1.99%、-2.57%であるということを示している。

そして、各グループにおける特徴を個別に検証し、以下のような証拠を発見している。第1に、割引取引においては、流動性が低く、成長機会が高く、財務的制約が厳しく、内部者保有比率が高い企業ほど、割引率が大きくなる。また、買主の成長機会が高く、売主の財務的困窮度が高いほど、割引率がより大きくなる。第2に、プレミアムおよびグリーンメール取引の公表に対する市場の反応は、公開買付と類似しており、プレミアム率および買付規模が大きく、内部者保有比率が高いほど、市場の反応が大きくなる。また、プレミアム取引におけるプレミアム率も、割引率の場合と同様に、買主と売主の間の相対的交渉力の大きさによって決定される。第3に、時価取引、すなわちプレミアムがゼロでの相対取引では、その55%が内部者との取引である。なおこの比率は、割引取引およびプレミアム取引における内部者との取引比率が約19%であるということと考慮すると非常に高いものであり、時価取引が実質上は内部者との相対取引であるということを示唆している。

さらに、Peyer and Vermaelen (2005) では、各グループの長期リターンについても検証を行い、4グループの中では、グリーンメール取引の長期リターンが最も高く、それは、グリーンメール取引で支払う18%のプレミアムと同程度であり、さらに、プレミアム取引と割引取引についても約10%の長期リターンが得られるが、時価取引については長期リターンが得られないという結果を示している。そして、長期リターンの結果は、経営者は自社が過小評価されていると感じたときに自社株買いを行うと主張する過小評価仮説と整合的であると述べている。また、長期リターンが得られていない時価取引に関しては、それが主に内部者との取引であるからであり、経営者は、外部者との取引に関してのみ株主にとって利益となるような取引を行うのではないかと推測している。

最後に、Harris and Glegg (2009) は、グリーンメール取引が事実上消滅した後の、1994-2007年の期間における相対取引125個をサンプルとして、Governance IndexとEntrenchment Indexという2つの株主保護の程度を表す指標が、市場の反応に与える影響について調査している。そして、株主保護の程度が弱い企業ほど企業が売主である大株主に支払うプレミアムは大きくなり、相対取引公表に対する市場の反応は、短期と長期の両方で、正ではあるものの小さくなるという証拠を示している。この結果は、株主保護が弱い企業では、経営者は、会社の

資金を使って彼らをモニタリングする大株主の株式を買い取っているという、経営者のエンブレチメントを示唆するものといえる。

以上の、Chang and Hertz(2004), Peyer and Vermaelen(2005), Harris and Glegg(2009)の結果は、近年の相対取引が、かつて相対取引の主流であったグリーンメール取引とは大きく異なる特徴を有していることを示している。例えば、時価に対して20%近くものプレミアムを支払うグリーンメール取引とは異なって、近年の相対取引では、その約半数が、時価を下回る割引価格での取引である。なお、プレミアム率や割引率の大きさは、売主が内部者か外部者かといった売主の属性や、買主と売主との間の交渉力の相対的大きさによって決定されるようである。さらに、グリーンメール取引では、その公表に対して市場が負に反応するが、近年の相対取引の公表に対しては市場は一貫して正に反応し、その反応の大きさは、売主の属性や買主企業の株主保護の強さなどによって異なるようである。

このように、近年の相対取引は、買付プレミアムが正、ゼロ、あるいは負というように多様化しており、それ故に、その取得動機に関しても未だ決定的なものは発見されていない。この現状は、相対取引に関する最も代表的な研究といえるPeyer and Vermaelen (2005)の論文タイトル「The Many Facets of Privately Negotiated Stock Repurchases」に端的に表現されており、非常に多面的で一般化しにくいというのが、近年の相対取引の最大の特徴であるといえる。

2.3 日本における相対取引に関する研究

米国における自己株式の相対取引に関する先行研究とは異なり、日本では相対取引自体が減少に行われなかったということもあってか、先行研究がほとんど存在しておらず、筆者の知る限りでは、河瀬（2015b）が、唯一わが国の自己株式の相対取引を扱っている研究である。

河瀬（2015b）は、わが国で2001-2014年の期間に実施された自己株式の相対取引が、わずか17個であるということを示している。そして、極端な小サンプル故に、統計的手法を用いる実証分析は困難であるとして、わが国の相対取引の基礎的な知見を記述するに留めている。それでも、わが国の相対取引のプレミアムおよび買付規模の平均が、それぞれ、-8.70%と12.76%であり、小規模かつ少数の大株主による株式所有比率が高い企業によって実施されているという貴重な証拠を提示している。また、わが国で相対取引が非常に少ない理由として、他に代替的な買付手法が存在しているからではないだろうかという、示唆に富む推論を行っている。

3. 相対取引による自己株式取得制度

企業が自己株式を取得することができるのは、株主との合意によって有償で取得する場合（会社法第155条第3号）と、合意以外の特殊な事由によって取得する場合（会社法第155条第1号、

第2号および第4号～第13号)に限られており、ほとんどの自己株式取得は、前者の株主との合意による取得である。そして、株主との合意によって自己株式を取得する方法は、以下の4つに限られている(江頭2011)。

- (i) 市場内での取引による方法(会社法第165条第1項),
- (ii) 市場外での公開買付による方法(会社法第165条第1項),
- (iii) 株主全員に譲渡の勧誘をする方法(会社法第158条第1項),
- (iv) 特定の株主から相対取引で取得する方法(会社法第160条～第164条)。

この中で、(iv)の特定の株主から相対取引で取得する方法が、相対取引による自己株式取得を意味しており、その詳細は会社法第160条～第164条で規定されている³⁾。

特定の株主との相対取引による自己株式取得では、第1に、会社法第156条第1項の規定に基づく以下の①～③の事項に関する議案が、株主総会の決議で承認されなければならない(会社法第160条第1項)。

- ①取得する株式数(種類株式発行会社では株式の種類および数),
- ②取得と引換えに交付する金銭等の内容とその総額,
- ③取得することができる期間(1年を超えることができない)。

この際の決議は、特別決議でなければならず(総株主の議決権の過半数を有する株主が出席し、かつ出席株主の議決権の2/3以上の賛成が必要:会社法第309条第2項第2号)、さらに、特別利害関係株主である特定の株主は、その議決権を行使することができない(会社法第160条第4項)という大変厳しいものとなっている。なお、株主総会の種類については、旧商法では定時株主総会しか認めていなかったが、2006年5月より施行された会社法では、臨時株主総会での決議も可能となった。

第2に、上記の株主総会の決議を受け、取締役会が決議の範囲内で以下の④～⑦の事項を決定する(会社法第157条第1項)。

- ④取得する株式数,
- ⑤株式1株を取得するのと引換えに交付する金銭等の内容・数額またはその算定方法,
- ⑥株式を取得するのと引換えに交付する金銭等の総額,

3) (i)の市場内での取引による方法とは、自己株式を金融商品取引所内における取引によって取得する方法で、具体的には、立会時間内に通常のオークション方式によって取得する方法(Auction買付)と、立会時間外にToSTNeT等の金融商品取引所における制度を利用して取得する方法(ToSTNeT買付)の2つが存在する。なお、ToSTNeTは、立会時間外取引のために東京証券取引所が提供する制度であり、同様の制度は、大阪証券取引所や名古屋証券取引所でも提供されており、それぞれ、J-NET、N-NETと呼ばれている。(ii)の市場外での公開買付による方法とは、自己株式を、取引所金融商品市場外で、「発行者による上場株券等の公開買付け(金商法第27条の22の2第1項第1号)」の規定に基づいて取得する方法である。(iii)の株主全員に譲渡の勧誘をする方法とは、株式に譲渡制限を付している非公開会社に適用される取得方法である。

⑦株式譲渡の申込期日。

第3に、会社は、上記の取締役会決議事項を特定の株主に通知し（会社法第158条第1項）、その通知を受けた株主から会社に対して株式の譲渡しの申込みがなされ（会社法第159条第1項）、上記⑦の申込期日が到来した時点で、会社が譲受けを承諾したものとみなされて売買契約が成立する（会社法第159条第2項）。

なお、特定の株主から自己株式を取得する場合には、会社は、特定の株主以外の株主に対して、株主総会開催日の2週間前までに、特定の株主に自己をも加えたものを株主総会の議案とすることを請求することができる旨を通知しなければならない（売主追加請求権に関する通知：会社法第160条第2項）。そして、この通知を受けた株主は、株主総会開催日の5日前までに、特定の株主として自らをも加えたものに議案を変更するように請求することができる（売主追加請求権の行使：会社法第160条第3項）。

ただし、市場価格がある自己株式を市場価格もしくはそれを下回る価格で取得する場合には、売主追加請求権は発生しない（会社法第161条⁴⁾。従って、上場企業が時価以下で特定の株主から相対取引によって自己株式を取得する場合には、売主追加請求権は発生しないので、それに関する通知を行う必要はない。

また、会社法においては、特定の株主が、株主の相続人および一般承継人である場合と子会社である場合に関して特別の規定を設けている。前者の特定の株主が株主の相続人および一般承継人である場合には、基本的に売主追加請求権は発生しない。ただし、これは株式に譲渡制限が付いている非公開会社にのみ適用されるので、公開会社である上場会社には適用されない（会社法第162条第1項）。また、後者の特定の株主が子会社である場合には、株主総会ではなく取締役会の決議で、上記の①～③を決定するだけでよく、売主追加請求権も生じない（会社法第163条）。

さらに、会社法では、売主追加請求権を排除する旨の定款を定めることができるとしているが（会社法第164条第1項）、そのための定款の定めの設定・変更に関しては株主全員の同意が必要であると規定しているので（会社法第164条第2項）、上場会社が定款の定めに基づいて売主追加請求権を排除することは、事実上不可能であると思われる。

以上を要約すると、上場企業が子会社以外の特定の株主から相対取引で自己株式を取得するには、株主総会において、特定の株主の議決権を排除した上での特別決議が必要であるといえる。また、取引価格は、時価以下でないと他の株主に売主追加請求権が発生してしまうので、実際問題として、時価を上回る価格で取引することは困難といえる。このように、わが国上場企業の相対取引による自己株式取得は、大変厳しい決議要件と取得価格の規定の下で認められ

4) この場合の市場価格とは、株主総会の決議日の前日における市場の最終価格、あるいは、決議日の前日において当該株式が公開買付の対象である場合には公開買付価格と定められている（会社法施行規則第30条）。

ている取得方法であるといえる⁵⁾。

なお、米国では、相対取引による自己株式取得に関して、わが国のような細かな規定は存在せず、取締役会の決議で取得可能である。また、取得価格についても、米国会社法では、企業が妥当なビジネス目的 (valid business purpose) であるということを論証できれば、特定の株主から時価よりも高い価格で保有株を相対取得することが認められている (Dann and DeAngelo 1983)。そして、裁判所の判例では、この妥当なビジネス目的に幅広い解釈を与えており、例えば、経営陣と大株主との間のビジネス哲学の相違という、かなり曖昧とも思える理由についても、相対取引の妥当なビジネス目的として認めている (Nathan and Sobel 1980, Gaughan 2015)。

4. サンプル

4.1 サンプルの選択

本稿では、相対取引による自己株式取得に関するデータを以下の基準で選択している。なお、自己株式取得に関するデータは、TDnet (適時開示情報伝達システム) に登録されたものをプロネクサス社が提供するeol企業情報データベースから抽出して入手しており、財務および株価関連データについては、日経NEEDS-Financial QUESTから取得している。

- (a) 相対取引による自己株式取得に関する株主総会への付議を、2004年1月1日～2015年12月31日の間に公表している、
- (b) 自己株式の取得会社が、新興市場を含む全市場およびJASDAQの何れかに上場している、
- (c) 普通株式以外の種類株式に関する相対取引を除いている、
- (d) 子会社との相対取引を除いている。

(a) で、サンプル取得開始期間を2004年1月1日に設定しているのは、eolの全文検索が可能であるのが2004年からであるからである。(c) で、普通株式以外の種類株式を除いているのは、種類株式が上場しておらず株価等のデータが入手不可能であるからである。ちなみに、種類株式の相対取引は、そのほとんどが、銀行が公的資金注入に際して発行した優先株式の整理回収機構からの買取り、あるいは、事業会社が経営危機に瀕してメインバンク等に発行した優先株式の買取りであった。また、(d) で子会社との相対取引を除いているのは、第3章で述べたように、子会社からの相対取引による自己株式取得が特殊であり (取締役会決議でよく売主追加請求権も生じない)、子会社以外の株主からの相対取得とは性質が大きく異なってい

5) 相対取引による自己株式取得の詳細に関しては、宮澤 (2009)、江頭 (2011)、税理士法人山田&パートナーズ・優成監査法人 (2014) 等を参照されたい。

るからである。

以上の（a）～（d）の基準により、26個の相対取引による自己株式取得が選択されている^{6）}。なお、この26個という個数は、相対取引に関する先行研究である河瀬（2015b）の17個よりも多くなっているが、それは主として、検証期間の延長およびサンプル企業の上場市場の範囲を拡大していることに起因していると思われる。

4.2 サンプルの特徴

表1は、本稿のサンプルである、相対取引による自己株式取得26個の特徴を、各種の観点から表したものである。なお各取引に関する詳細については、論文末の参考資料1「自己株式取得企業の上場市場等の詳細」に記載している。

第1に、パネルAはサンプルを年度別に分類したものであるが、検証期間2004-2015年の12年間の内、2009年の4個と2013年の6個を除く他の年度は全て1～2個となっている。また、検証期間12年間の年平均が2.16個であるので、相対取引による自己株式取得は、年間で2件程度しか発生しない稀有なイベントであるといえる。

第2に、パネルBは、サンプルを市場別に分類したものである。パネルBからは、東証または大証の一部・二部に上場している企業が10個（38.5%）であるのに対して、新興市場と言われるJASDAQ、マザーズ、セントレックスに上場している企業が16個（61.5%）と、新興市場の割合がサンプルの6割を超えていることがわかる。ちなみに、2015年末時点における全上場企業3,601社の内、一部・二部上場企業は2,534社（70.4%）、その他新興市場の上場企業は1,067社（29.6%）であるので、新興市場の割合は全体の3割程度に過ぎない。このように、サンプルが新興企業に偏っている理由としては、相対取引による自己株式取得の決議要件が関係していると思われる。第3章で述べたように、企業が相対取引によって自己株式を取得するためには、株主総会において、相対取引の売主である特定の株主の議決権を排除した上で、特別決議（総株主の議決権の過半数を有する株主が出席し、かつ出席株主の議決権の2/3以上の賛成が必要）が可決される必要がある。従って、少数の大株主の株式所有割合が非常に大きい企業でないと相対取引を実施することは実質上困難であり、そのような企業は新興市場に集中していると考えられるからである。

第3に、パネルCは、サンプルを自己株式の相対取得が決議された株主総会の種類別に分類したものである。パネルCからは、定時株主総会が21個（80.8%）、臨時株主総会が5個（19.2%）と、サンプルの8割が緊急性を伴わない定時株主総会による決議であることがわかる。なお、

6）具体的なデータ入手方法としては、eolの全文検索で、検索キーワードを「商法第210条AND [相対 OR 相手]」、および、「会社法AND [第160条 OR 第161条] NOT定款」に設定して基本データを抽出し、そこから、種類株式に関する相対取引や子会社との相対取引などを削除している。

表1 サンプルの特徴

パネルA：年度別の分類					
年度	個数	%	年度	個数	%
2004	2	7.7%	2011	1	3.9%
2005	1	3.9%	2012	1	3.9%
2006	2	7.7%	2013	6	23.1%
2007	1	3.9%	2014	2	7.7%
2008	2	7.7%	2015	2	7.7%
2009	4	15.4%			
2010	2	7.7%	合計	26	100.0%

パネルB：市場別の分類		
市場	個数	%
東証一部	6	23.1%
東証二部	3	11.5%
大証二部	1	3.9%
JASDAQ	11	42.3%
マザーズ	4	15.4%
セントレックス	1	3.9%
合計	26	100.0%

パネルC：株主総会の種類別分類		
株主総会の種類	個数	%
定時株主総会	21	80.8%
臨時株主総会	5	19.2%
合計	26	100.0%

パネルD：消却実施の有無による分類		
消却の有無	個数	%
付議時点で消却を示唆して実施	4	15.4%
取得後1年以内に消却を実施	3	11.5%
消却無し	19	73.1%
合計	26	100.0%

(注) 本表では、2004-2015年の期間に実施された、相対取引による自己株式取得26個を、パネルAでは年度別、パネルBでは市場別、パネルCでは株主総会の種類別、パネルDでは消却実施の有無によって分類している。

臨時株主総会5個の内3個は、少数特定者による持株数比率が極端に高くなることから生じる、上場廃止基準への抵触や昇格基準に関する弊害をクリアーするために行われた、緊急性を要する相対取得であった。

最後に、パネルDは、自己株式の消却についてまとめたものである。パネルDからは、相対取引による自己株式取得議案を株主総会に付議する旨を公表した時点で消却予定を記載していた個数が4個(15.4%)、消却を示唆するアナウンスメント等を行っていなかったものの、自

己株式取得後1年以内に消却を実施した個数が3個（11.5%）あることがわかる。自己株式の取得方法として最も一般的な市場内での取得において、取得公表時に消却が示唆される比率は約5%であるので、相対取引による自己株式取得では、消却が行われる比率が高いといえる。その理由としては、相対取引による自己株式取得では、少数特定者持株数比率を下げるために少数特定者から自己株式を取得するケースがままあり、この場合には、取得した自己株式を消却することが前提となっているからと考えられる。

4.3 記述統計量

表2は、相対取引による自己株式取得の日程および取得内容に関する記述統計量を示している。最初に、パネルAは、相対取引による自己株式取得の日程を示したものである。相対取引による自己株式取得では、初めに取得に関する事案を株主総会に付議する旨が公表され（付議日）、その後、株主総会が開催されて取得事案が認められた後に、予定取得期間内に取得が実施される。パネルAからは、付議日から株主総会開催日までの日数が平均値（中央値）で25.8（23.5）営業日、予定取得期間の月数が平均値（中央値）で4.3（3.0）ヵ月、総会開催日から実際に取得するまでの日数が平均値（中央値）で19.5（10.0）営業日であることがわかる。

つまり、株主総会の1ヵ月程前に取得に関する付議が公表され、取得予定期間は株主総会開

表2 取得までの日程および取得内容に関する記述統計量

パネルA：取得までの日程							
	平均値	標準偏差	最小値	25%ile	中央値	75%ile	最大値
付議日から総会日までの日数	25.8	11.1	11.0	19.5	23.5	29.5	66.0
予定取得期間の月数	4.3	3.7	1.0	1.0	3.0	9.0	12.0
総会日から取得日までの日数	19.5	25.3	0.0	1.5	10.0	27.5	104.0
パネルB：取得内容							
	平均値	標準偏差	最小値	25%ile	中央値	75%ile	最大値
予定取得株数（千株）	2,427	4,058	0.5	6.0	523.0	4,000	17,000
予定取得規模（%）	13.8	11.9	0.4	3.9	9.3	23.9	41.0
予定取得額（億円）	27.3	39.6	0.1	1.5	10.5	51.4	150.0
実際取得株数（千株）	2,240	3,605	0.0	6.0	523	3,573	14,000
実際取得規模（%）	11.8	10.8	0.0	2.6	8.1	21.8	41.0
実際取得額（億円）	25.7	37.3	0.0	1.0	10.3	51.3	137.0
株数ベース達成率（%）	92.3	20.8	0.0	89.7	100.0	100.0	100.0
金額ベース達成率（%）	89.3	20.8	0.0	86.0	99.0	100.0	100.0

（注）本表は、2004-2015年の期間に実施された、相対取引による自己株式取得26個について、パネルAは取得日程、パネルBは取得内容に関する記述統計量を示している。ただし、26個のうち1個（No. 16）が途中で中止されたので、パネルAの総会日から取得日までの日数は25個の統計量を示している。また、日数は全て営業日数である。なお、パネルBの予定取得規模（%）および実際取得規模（%）は、それぞれ、予定取得株数と実際取得株数を付議時点の発行済株式総数（自己株式を除く）で除した比率であり、株数ベース達成率（%）および金額ベース達成率（%）は、それぞれ、実際取得株数と実際取得額を予定取得株数と予定取得額で除した比率である。

催日から3～4ヵ月と長めに設定されるが、実際には総会から1ヵ月以内に取得が実施されるというのが、相対取引による自己株式取得の平均的な日程であるといえる。

次に、パネルBは、相対取引による自己株式取得の取得内容を表したもので、上の行から順番に、予定取得株数(千株)、予定取得規模(%), 予定取得額(億円)、実際取得株数(千株)、実際取得規模(%), 実際取得額(億円)、株数ベース達成率(%), 金額ベース達成率(%)の記述統計量が示されている。なお、予定取得規模(%)および実際取得規模(%)は、それぞれ、予定取得株数と実際取得株数を付議時点の発行済株式総数(自己株式を除く)で除した比率であり、株数ベース達成率(%)および金額ベース達成率(%)は、それぞれ、実際取得株数と実際取得額を予定取得株数と予定取得額で除した比率である。

パネルBからは、予定取得規模と予定取得額の平均値(中央値)が、それぞれ、13.8%(9.3%)と27.3億円(10.5億円)であることがわかる。取得規模は、Auction買付やToSTNeT買付で平均2～3%、公開買付で10数%であるので、公開買付け並みの非常に大きな買付であるといえる。また、達成率は、株数ベースと金額ベースの平均値(中央値)が、それぞれ、92.3%(100.0%)と89.3%(99.0%)となっている。株数ベースの達成率は、Auction買付が平均で約75%、ToSTNeT買付と公開買付が約90%であるので、相対取引の達成率は、ToSTNeT買付や公開買付並みの高さであるといえる。

5. 相対取引の実態

5.1 売主と買主の関係

本節では、相対取引における売主と買主の関係を、変更報告書および有価証券報告書を用いて調査している。表3は、本稿のサンプルである26個の相対取引について、自己株式取得企業、売却者名、売主の売却前後の大株主順位および持株比率の変化、そして、売主と買主との関係を一覧にしてまとめたものである。なお、売主が複数存在している取引が4個あるが(No.4, 5, 12, 18)、その場合には、主要な売主に関する情報を載せている。

最初に、表中の売却前後の大株主順位および持株比率の変化は、売主の取引前後の株主順位と持株比率の変化を表している。売主の取引前の大株主順位は、26個の内、1位が13個、2位が8個であるので、売主の半数は筆頭株主であるといえる。また、持株比率の変化は、取引前の平均が21.7%で取引後が11.1%であるので、発行済株式総数の約10%を売却しているといえる。

次に、売主と買主の関係を、自身が役員/役員派遣、親会社、その他の関係会社、営業上の取引関係/業務提携、互いに資本提携の5つの項目について調査している。自身が役員/役員派遣は、売主自身が買主企業の役員あるいは売主企業から買主企業に役員が派遣されている場合で、26個中15個が該当している。親会社とその他の関係会社は、売主が買主の親会社とその

表3 売主と買主の関係

No.	自己株式取得企業	売却者名	売却前後の大株主 の順位	売主と買主の関係		
				持株比率の変化	自身が役員/役員派遣	親会社 関係/業務提携
1	ブレナス	塩井興産	2 → 2	15.8% → 8.4%	○	
2	いなびや	イオン	1 → 1	26.2% → 15.1%		○
3	角田ホーテイングス	角川歴彦	1 → 1	9.7% → 7.7%		
4	フジタ	フジタ・ホーテイングス他1名	1 → 1	55.0% → 44.9%	○	
5	ビーズ・カシロール	ビーズ・ビーズ・エフ・他1名	2 → n/a	18.5% → 0.0%	○	○
6	T・ZONE ホーテイングス	SFCG	1 → 1	63.1% → 41.3%	○	○
7	リンガード・モバ・マヨ	日建建設・林・トリアリ・ユウゾウ	n/a → n/a	0.4% → 0.0%		
8	菊池プレス工業	ケー・ビー	2 → 3	16.7% → 8.5%	○	○
9	いの生活	坂本和則	n/a → n/a	0.8% → 0.0%		
10	ボラテクノ	有沢製作所	2 → 2	41.0% → 22.4%	○	○
11	Monotaro	住友商事	2 → n/a	30.9% → 0.0%	○	○
12	メダイエ工房(1)	アツコ・フェルダ・他1名	3 → n/a	3.0% → 0.0%		
13	メダイエ工房(2)	光通信	2 → n/a	7.4% → 0.0%		
14	オーテック	三菱商事ユニメタクルズ	1 → 4	18.4% → 8.7%	○	○
15	倉庫精練	旭化成せんい	2 → n/a	18.5% → 0.0%		○
16	アークコア	NEWTONE INVESTMENT	1 → 1	33.0% → 33.0%		○
17	シヤクリ・ガ・ロ・バ・ガ・ル・ブ	アークコア・ガ・ロ・バ・ガ・ル・ブ	1 → 5	42.8% → 2.8%		○
18	うかい	青山財産ネット・カス他2名	1 → 3	16.3% → 10.0%	○	○
19	ユニマントそよ風	ユニマントライフ	1 → 2	26.7% → 19.8%	○	○
20	エストア	ヤブー	1 → 4	26.7% → 2.9%	○	○
21	アクリーティブ	早崎努	8 → n/a	1.3% → 0.0%		
22	新東	石和	1 → n/a	11.1% → 0.0%		
23	ダイヤ通商	ダイヤ通商従業員持株会支援会	2 → n/a	6.6% → 0.0%		
24	サンドラッグ	イリュウ商事	1 → 1	39.4% → 35.6%	○	○
25	タクミナ	エスワイダーサービス	5 → n/a	5.0% → 0.0%	○	○
26	コガホーテイングス	ヨウザン	1 → 1	30.4% → 27.8%		
				21.7% → 11.1%		
				平均値		

(注) 本表は、相対取引によって自己株式を取得した26個について、自己株式取得企業（買主）、売却者名（売主）、売却前後の大株主順位と持株比率の変化を示しており、売主が複数いる場合には主要な売主との関係も示している。売主と買主との関係は5つの項目について調査しており、自身が役員/役員派遣は売主自身が買主企業の役員であるいは売主企業から買主企業に役員が派遣されている場合、親会社およびその他の関係会社は売主が買主の親会社およびその他の関係会社である場合、営業上の取引関係・業務提携は売主と買主との間に営業上の取引があるいは業務提携契約が存在する場合、互いに資本提携は売主と買主が株式持合いをしてしている場合に、白丸を付している。なお、出典は、変更報告書および有価証券報告書である。

他の関係会社である場合で、それぞれ、3個と11個存在している。また、営業上の取引関係／業務提携は、売主と買主との間に営業上の取引あるいは業務提携契約が存在する場合、互いに資本提携は、売主と買主が株式持合いをしている場合で、それぞれ、7個と3個が該当している。

以上を要約すると、自己株式の相対取引における典型的な売主とは、買主企業の筆頭あるいは次席株主であり、買主企業の親会社やその他の関係会社の立場から買主企業に役員を派遣している内部者であるといえる。そして、相対取引によって、所有する約20%の持分の半分程を売却しているといえる。

5.2 取得理由

本節では、企業が相対取引によって自己株式を取得する理由を、その開示書類に記載されている内容等から調査している。表4は、全観測値26個の相対取引の取得理由を、大きく、主要な理由、副次的な理由、特殊な理由に3分類して、一覧にまとめたものである。なお、各取引の取得理由の詳細は、論文末の参考資料2「相対取引による自己株式の取得理由の詳細」に記載している。

最初に、主要な理由としては、「株主からの売却の意向」が12個と最多であり、次いで「市場への放出の影響を考慮」が10個、「株主の投資政策の変更」と「株主との提携関係の解消」が共に5個となっている。つまり、売主である株主が投資政策を変更する等、何らかの理由で保有する株式を売却したい旨を企業に伝え、企業側は大量の自社の株式が市場へ放出されることから生じる影響を考慮して、相対取引によって自己株式を取得することを決定しているというのが最も一般的な理由であるといえる。

次に、副次的な理由としては、「機動的な資本政策の遂行」「資本効率の改善」「株主還元や株式価値の向上」が5～8個あるが、これらは、一般的な自己株式取得方法である市場内での買付において通常述べられる取得理由である。

最後に、特殊な理由としては、特定株主比率の引き下げを目的とするものが3個存在する(No. 4, 5, 11)。これは、少数の株主が大量に株式を保有していることから生じる、上場廃止や市場昇格に関する基準への抵触を避けるために、大株主から自社の株式を取得して特定株主比率を引き下げるというものである。その他にも、元従業員の金商法違反行為に対する損害賠償の対価(No. 9)、裁判所からの和解の勧誘に応じるため(No. 21)、株式交換に際して自社株式を交付するため(No. 3)、グループ内での企業再編目的(No. 6)、従業員持株会支援会の廃止に伴う措置(No. 23)といった、非常に特殊な理由で相対取引が行われているケースも存在している。

以上、相対取引による自己株式の取得理由としては、売主である株主が保有株式の売却を企業に打診し、大量の株式が市場に放出されることを嫌う企業が、相対取引によって当該株式を

表4 相対取引による自己株式の取得理由

No.	自己株式取得企業	売却者名	主要な理由		副次的な理由		特殊な理由
			株主からの売却の意向	市場への放出の影響を考慮	株主の投資政策の変更	株主との提携関係の解消	
1	ブレナス	塩井興産					
2	いなげや	イオン					
3	角川ホビー・マガジン	角川歴彦			○		
4	フジタ	フジタホビー・マガジン他1名					
5	ビービー・マガジン	ビービー・マガジン他1名					
6	T-ZONE ホビー・マガジン	SFCG					
7	ソラリス ホビー・マガジン	日建建設マテリアル・システムズ			○		
8	菊池プレス工業	ケー・ピー					
9	いい生活	坂本和則					
10	ボラテック	有沢製作所					
11	MonetaRO	住友商事	○	○	○		
12	メディア工房(1)	メディア工房他1名					
13	メディア工房(2)	光通信					
14	オーテック	三菱商事ユニメタルズ			○		
15	倉庫精練	旭化成せんい			○		
16	アークコア	NEWTONE INVESTMENT			○		
17	シクリック・マガジン	アールエフ・エイ・インテグリティ・エレクトロニクス他2名			○		
18	うかい	青山財産ネット株式会社			○		
19	ユニマックスそよ風	ユニマックスライフ			○		
20	Eストアー	ヤフー			○		
21	アクリンテープ	早崎努					
22	新東	石和					
23	ダイヤ通商	ダイヤ通商従業員持株会支援会			○		
24	サントラック	イリュウ商事			○		
25	タクミナ	エスファイバーサービス			○		
26	コガネホビー・マガジン	ヨウザン			○		

(注) 本表は、全観測値26個の相対取引の取得理由を、主要な理由、副次的な理由、特殊な理由に3分類して一覧にまとめたものである。なお、各取引の取得理由の詳細は、論文末の参考資料2「相対取引による自己株式の取得理由の詳細」に記載している。

取得しているというのが最も一般的で、約半数の相対取引がこれに該当するといえる。ただし、特定株主比率の引き下げや訴訟に関連する相対取引も複数個存在する等、特殊な理由で行われる相対取引も全体の3割程度存在している。また、相対取引による自己株式取得では、Auction買付による取得とは異なり、多くのケースで売主主導によって取引が行われており、これも、相対取引の特徴のひとつであるといえる。

5.3 取引価格

本節では、相対取引の取引価格とその算定方法について調査している。取引価格の算定方法は、不明な場合を除くと、相対取引による自己株式取得を株主総会に付議する旨の公表文書内で開示される。その際に、2つの取引価格が示されている場合が数多くあり、その場合には、2つの取引価格の低い方の価格で取引される。

表5は、全観測値26個の相対取引の取引価格の算定方法についてまとめたものである。「取得付議の公表時点で開示された取引価格の算定方法（2つある場合には／で表示）」の列が、付議時点での取引価格の算定方法を示しており、「実際取引価格の算定方法（2つある場合には低い方の価格が採用される）」の列が、実際に採用された取引価格の算定方法を示している。なお、Aは株主総会への付議に関する公表前日の終値、Bは株主総会前日の終値を意味しており、A前（期間）平均、B前（期間）平均とある場合には、それぞれ、付議公表前日以前の（期間）の終値の平均、株主総会前日以前の（期間）の終値の平均を意味している。

最初に、付議時点での取引価格の算定方法をみると、半数の13個が2つの算定方法を示しており、その多くが、AとBに基づく算定方法の比較であることがわかる。それ以外の13個については、AまたはBに基づく算定方法が一つだけ示されているものが7個、算定方法を示すことなく唐突に取引価格だけを記載している「不明」が5個、訴訟絡みの損害賠償権額に基づく特殊なものが1個存在している。

次に、実際の取引価格を時価と比較すると、ディスカウントが16個、時価が8個、プレミアムが1個、中止が1個となっており、取引価格が時価以下であるケースがほとんどである⁷⁾。これは、会社法第161条によって、市場価格がある自己株式を市場価格以下で取得する場合には、売主追加請求権が発生しないという規定があるためと考えられる。

なお、ディスカウント取引16個のディスカウント率は、最小5.0%から最大90.7%までと大変バラつきが大きい。平均値（中央値）で20.5%（10.15%）となっている。一方、プレミアム取引1個は、「うかい」（No. 18）と「青山財産ネットワークス」の間の相対取引で、市場価格の17.6%のプレミアムで取引が行われている。この取引では、売主追加請求権が発生しており、

7) 本稿では、時価を、ある一定時点の株価（A、B）やある一定期間の平均株価（A前（期間）平均、B前（期間）平均）と、幅広く定義している。

表 5 相対取引の取引価格

No.	自己株式取得企業	取得協議の公表時点で開示された取引価格の算定方法(2つある場合は2つある割合で表示)	実際取引価格の算定方法(2つある場合には低い方の価格が採用される)	実際取引価格	備考	売主追加請求
1	ブレナス	不明	不明	2,790	A 前 30 日平均から 7.8%のデイスカウント	×
2	いなかや	B 前 2 週間平均 / 1,150 円	B 前 2 週間平均	1,033	1,150 円は上限	×
3	角川ホビーリンクス	A 前 1 ヶ月平均*0.9 / B 前 1 ヶ月平均*0.9	A 前 1 ヶ月平均*0.9	3,494		×
4	フジタ	A*0.9	A*0.9	449		×
5	ピーシー・ホビー	A 前 90 日平均*0.9 / B	A 前 90 日平均*0.9	383		×
6	T-ZONE ホビーリンクス	不明	不明	1,900	A 前 30 日平均から 23.6%のデイスカウント	×
7	リンクド・オブ・アクション	不明	不明	20,000	A 前 30 日平均から 90.7%のデイスカウント	×
8	菊池プレス工業	不明	不明	1,467	A 前 30 日平均から 21.7%のデイスカウント	×
9	いゝ生活	損害賠償債権額を 520 株で除した額	損害賠償債権額を 520 株で除した額	36,018	A 前 30 日平均から 19.0%のデイスカウント	×
10	ボラテクノ	A 前 6 ヶ月平均*0.9 / B	A 前 6 ヶ月平均*0.9	52,978	正確には A 公表前月から過去 6 ヶ月平均	×
11	Monotaro	合理的に判断	合理的に判断	875	A の 1,031 円と A 前 3 ヶ月平均 976 円から合理的に判断	○
12	メディア工房(1)	B	B	48,600		×
13	メディア工房(2)	B 前 1 ヶ月平均 / B	B 前 1 ヶ月平均	51,764		×
14	オーテック	A 前 6 ヶ月平均*0.9 / B	A 前 6 ヶ月平均*0.9	475		×
15	倉庫精練	B	B	107	売買取引がなかったので総会翌日の価格で取引	×
16	アークコア	A 前 6 ヶ月平均*0.93 / B	取引中止	n/a	売主の意向で取引中止	×
17	シカゴ・パフォーマンス・グループ	A*0.6169	A*0.6169	507		×
18	うかい	A 前 3 ヶ月平均*1.176	A 前 3 ヶ月平均*1.176	1,961	正確には A 公表前月から過去 3 ヶ月平均	○
19	ユニマントそよ風	B	B	1,353		×
20	Eストアー	B / 200,000 万円	B	105,000	200,000 円は上限	×
21	アクリーティブ	不明	不明	13,000	A 前 30 日平均から 41.9%のデイスカウント	×
22	新東	A 前 6 ヶ月平均*0.95 / B	B	216	正確には A 公表月を含む過去 6 ヶ月平均	×
23	ダイヤ通商	B / 売主が保有する当該株式の帳簿価格	B	73		×
24	サンクランツ	A 前 3 ヶ月平均*0.9 / B	A 前 3 ヶ月平均*0.9	3,874	正確には A 公表月を含む過去 3 ヶ月平均	×
25	ククミナ	A 前 3 ヶ月平均*0.95 / B	A 前 3 ヶ月平均*0.95	818	正確には A 公表月を含む過去 3 ヶ月平均	×
26	コガホビリンクス	A 前 3 ヶ月平均*0.9 / B	A 前 3 ヶ月平均*0.9	2,237		×

(注) 本表は、全観測値26個の相対取引の取引価格の算定方法についてまとめたものである。取引価格の算定方法は、不明な場合を除くと、相対取引による自己株式取得を株主総会に付議する旨の公表文書内で開示される。その際に、2つの取引価格が示されている場合は、2つの取引価格の低い方の価格で取引される。なお、表中の A は株主総会への付議に関する公表前日の終値、B は株主総会前日の終値、株主総会前日以前の（期間）の終値の平均を意味している。

「青山財産ネットワークス」以外に当初4名の売主追加請求があったが、その後2名が辞退している。プレミアムでの相対取引公表後も、「うかい」の株価に大きな変化はなかったので、なぜ4名しか売主追加請求がなかったのか、また、なぜその後2名の辞退者が出たのか等、株主にとって合理的でない行動が見られるがその詳細は不明である。また、「MonotaRO」(No. 11)と「住友商事」の間の相対取引は、ディスカウント取引であるにもかかわらず、慎重を期するためか、「住友商事」以外の他の株主に対して売主追加請求を認めているが、実際に請求した株主はいなかった。

以上、相対取引の取引価格を要約すると、その算定方法は、付議公表日または株主総会日の前日の終値に基づいて計算されるのが一般的であるといえる。また、2つの算定方法に基づく価格の低い方を取引価格とするという形式が、多くの取引で採用されている。さらに、実際の取引価格を時価と比較すると、取引中止の1個を除く25個の相対取引の内、ディスカウント取引が16個、時価取引が8個、プレミアム取引が1個と、およそ2/3の相対取引がディスカウント価格(平均割引率は約20%)での取引であるといえる。

6. 市場の反応の分析

6.1 異常リターンの測定方法

本章では、相対取引による自己株式取得の公表に対する短期の市場反応を調査している。なお、短期の市場反応を調査する研究では、マーケット・モデルを使用した異常リターンを用いて市場の反応を測定するのが一般的であるので、本稿でもそれに従って、以下の手順で異常リターンを算定している。

最初に、相対取引に関する議案を株主総会に付議することを公表した、付議公表日を $t = 0$ として、推定期間を、 $-230 \leq t \leq -31$ の200日、イベント期間を、 $-30 \leq t \leq 30$ の61日と設定し、以下のマーケット・モデルを推定する⁸⁾。なお、本稿では、TDnetで開示時間を正確に調査しており、大引けの15:00以降に開示された場合には、公表日の翌日を $t = 0$ としている。また、日数には暦日数ではなく営業日数を用いている。また、セントレックス上場のアークコア(No. 16)は、途中で取引中止になったのでサンプルから除いている。従って、全観測値数は25個となっている。

$$r_{it} = \alpha + \beta r_{mt} + \varepsilon_{it},$$

ただし、

8) リンクアンドモチベーション(No.7)は、推定期間における株価データが十分に得られなかったため、上場市場の株価指数のリターンを控除する市場リターン控除法を用いて異常リターンを測定している。

r_{it} : i 社の t 日における株式リターン⁹⁾,

rm_t : 市場インデックスの t 日における変化率。

なお、企業の上場市場に応じて異なる市場インデックスを用いており、東証1部、東証2部、大証2部、JASDAQ、マザーズで、それぞれ、TOPIX、東証第2部株価指数、大証第2部指数、JASDAQ指数、東証マザーズ指数を使用している。

次に、上記のマーケット・モデルを推定することから得られる、 $\hat{\alpha}$ と $\hat{\beta}$ を用いて、イベント期間における異常リターンを以下の式で計算している。

$$ar_{it} = r_{it} - (\hat{\alpha} + \hat{\beta}rm_t),$$

$$AR_mean_t = \frac{1}{25} \sum_i^{25} ar_{it}, \quad AR_median_t = 13th \text{ value of } ar_{it},$$

ただし、

ar_{it} : i 社の t 日における異常リターン、

AR_mean_t : t 日における25社の ar_{it} の平均値、

AR_median_t : t 日における25社の ar_{it} の中央値。

最後に、イベント期間における異常リターンを累積した累積異常リターンを、以下のようにして求めている。

$$CAR_{(t1,t2)} = \sum_{t=t1}^{t2} AR_mean_t,$$

ただし、

$CAR_{(t1,t2)}$: $t1$ 日から $t2$ 日の累積異常リターン。

6.2 付議公表に対する市場の反応

表6は、途中で取引が中止になったアークコア (No. 16) を除く25個の観測値から得られた異常リターン AR の平均値および中央値を載せたものである。また、 AR_mean および AR_median の隣には、それぞれ、一標本 t 検定の検定統計量である t -statisticおよびWicoxon符号順位検定の検定統計量である z -statisticを載せている。

表6からは、 AR_mean と AR_median ともに、全体的にほとんど有意な値が存在していないことが伺える。付議公表日である $t = 0$ においても、 AR_mean が 0.45% (t -statistic = 0.52)、 AR_median が 0.01% (z -statistic = -0.01) と、市場は全く反応を示しておらず、その前後数日を見ても、 $t = +3$ の AR_median が、 -0.54% (z -statistic = -2.06) で唯一有意となっているだけである。

図1は、イベント期間である、 $-30 \leq t \leq 30$ の61日間の累積異常リターンを図示したもので

9) 株式リターンは、株式分割・併合、配当落ち等の影響を考慮した、権利落ち調整済みリターンである。

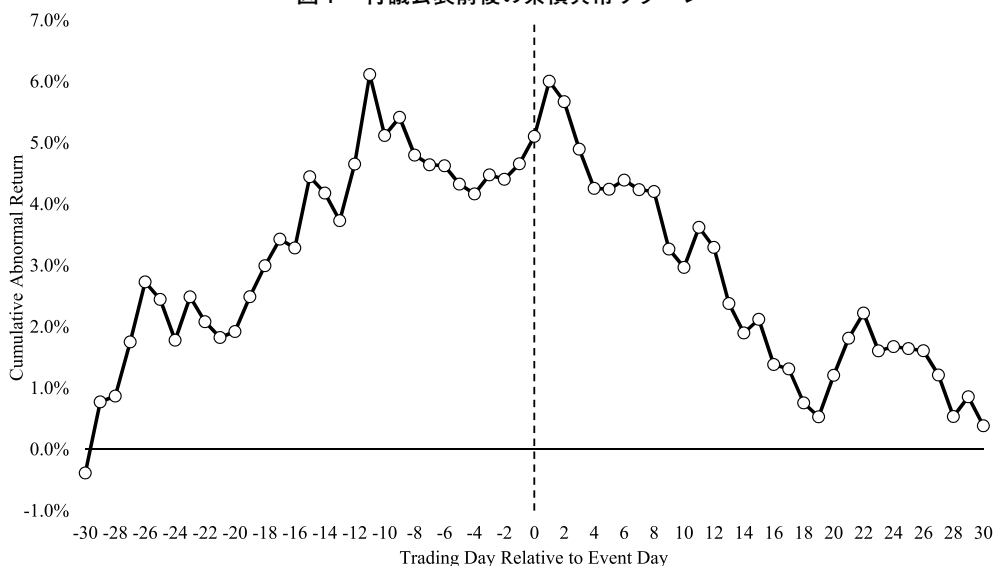
表6 付議公表前後の異常リターン

Day	AR_mean	t-statistic	AR_median	z-statistic
$t = -30$	-0.0039	-0.83	-0.0017	-0.77
$t = -29$	0.0116	1.25	0.0015	0.55
$t = -28$	0.0010	0.17	0.0011	0.31
$t = -27$	0.0088	1.54	0.0020	1.09
$t = -26$	0.0098	2.11**	0.0059	1.87*
$t = -25$	-0.0029	-0.63	0.0030	-0.04
$t = -24$	-0.0066	-2.40**	-0.0016	-1.74*
$t = -23$	0.0071	1.27	0.0021	1.22
$t = -22$	-0.0040	-0.95	0.0002	-0.44
$t = -21$	-0.0026	-0.47	-0.0015	-0.69
$t = -20$	0.0010	0.18	-0.0042	-0.42
$t = -19$	0.0057	1.46	0.0007	0.77
$t = -18$	0.0050	0.90	0.0000	0.63
$t = -17$	0.0043	1.06	0.0008	0.34
$t = -16$	-0.0015	-0.15	-0.0050	-1.25
$t = -15$	0.0116	1.21	0.0013	0.34
$t = -14$	-0.0027	-0.41	0.0042	0.77
$t = -13$	-0.0045	-1.00	-0.0011	-0.66
$t = -12$	0.0092	1.01	0.0011	0.63
$t = -11$	0.0146	2.02*	0.0043	1.98**
$t = -10$	-0.0100	-1.90*	-0.0047	-2.06**
$t = -9$	0.0030	0.90	0.0004	0.39
$t = -8$	-0.0062	-0.69	0.0040	-0.07
$t = -7$	-0.0016	-0.27	-0.0018	-0.07
$t = -6$	-0.0002	-0.03	-0.0016	-0.20
$t = -5$	-0.0030	-0.56	-0.0024	-0.79
$t = -4$	-0.0016	-0.33	-0.0018	-0.61
$t = -3$	0.0031	0.48	-0.0001	-0.04
$t = -2$	-0.0007	-0.17	-0.0029	-0.77
$t = -1$	0.0025	0.47	-0.0017	-0.01
$t = 0$	0.0045	0.52	0.0001	-0.01
$t = +1$	0.0090	0.96	0.0005	0.47
$t = +2$	-0.0033	-0.33	-0.0032	-1.28
$t = +3$	-0.0078	-0.65	-0.0054	-2.06**
$t = +4$	-0.0064	-0.73	-0.0017	-0.66
$t = +5$	-0.0001	-0.04	-0.0001	-0.01
$t = +6$	0.0015	0.23	0.0001	-0.31
$t = +7$	-0.0015	-0.28	0.0005	0.17
$t = +8$	-0.0003	-0.05	0.0009	0.42
$t = +9$	-0.0094	-2.19**	-0.0074	-2.00**
$t = +10$	-0.0030	-0.55	-0.0029	-1.01
$t = +11$	0.0065	1.10	0.0079	1.71
$t = +12$	-0.0033	-0.56	-0.0027	-0.96
$t = +13$	-0.0092	-1.42	-0.0050	-1.84*
$t = +14$	-0.0048	-1.10	-0.0021	-1.22
$t = +15$	0.0022	0.52	0.0001	0.63
$t = +16$	-0.0074	-0.94	-0.0005	-0.98
$t = +17$	-0.0007	-0.14	0.0007	-0.12
$t = +18$	-0.0055	-1.01	0.0009	-0.96
$t = +19$	-0.0023	-0.51	-0.0016	-0.61
$t = +20$	0.0068	1.06	0.0017	0.87
$t = +21$	0.0060	1.09	0.0011	0.66
$t = +22$	0.0041	0.88	0.0026	0.79
$t = +23$	-0.0062	-1.79*	-0.0036	-2.09**
$t = +24$	0.0007	0.21	0.0025	0.55
$t = +25$	-0.0003	-0.07	-0.0020	0.01
$t = +26$	-0.0003	-0.10	-0.0020	-0.34
$t = +27$	-0.0040	-1.71*	-0.0021	-1.55
$t = +28$	-0.0068	-2.16**	-0.0046	-2.17**
$t = +29$	0.0032	0.76	0.0041	0.63
$t = +30$	-0.0047	-1.28	-0.0020	-1.25

(注) 本表は、付議公表日 ($t = 0$) の前後30日間の異常リターンの平均値および中央値を載せており、 t -statisticと z -statisticは、それぞれ、一標本 t 検定とWicoxon符号順位検定の検定統計量である。なお、異常リターンの算定方法等の詳細は、図1注を参照されたい。

* 10%水準で有意 ** 5%水準で有意。

図1 付議公表前後の累積異常リターン



(注) 本図は、相対取引に関する議案を株主総会に付議することを公表した付議公表日を $t = 0$ として、その前後30日間の累積異常リターンを図示したものである。異常リターンは、推定期間 $-230 \leq t \leq -31$ の200日、イベント期間 $-30 \leq t \leq 30$ の61日、上場市場に応じて異なる市場インデックス（TOPIX、東証第2部株価指数、大証第2部指数、JASDAQ指数、東証マザーズ指数）を用いて、マーケット・モデルで推定している。なお、本稿では、TDnetで開示時間を正確に調査しており、大引けの15:00以降に開示された場合には、公表日の翌日をEvent Day ($t = 0$) としている。また、日数には暦日数ではなく営業日数を用いている。観測値数は、途中で取引が中止になったアークコア（No. 16）を除く25個である。

ある。図からは、付議公表日前後に目立った動きは観察されないが、全体的には、公表前の30日間は株価が上昇傾向にあり、公表後の30日間は下落傾向となっていることが見て取れる。そこで、公表前の30日間と公表後の30日間の累積異常リターンの平均値および中央値を調査したところ、 $CAR_{(-31,-1)}$ 平均値 = 4.66% (t -statistic = 1.71), $CAR_{(-31,-1)}$ 中央値 = 4.64% (z -statistic = 1.47), $CAR_{(+1,+31)}$ 平均値 = -4.72% (t -statistic = -1.52), $CAR_{(+1,+31)}$ 中央値 = -0.87% (z -statistic = -1.55) と、公表日前後30日間の累積異常リターンは、それぞれ正と負であったが、何れの値も有意水準10%以下で有意ではなく、統計的にゼロとは異ならないという結果であった。

その他、売主が上場企業である観測値6個について、相対取引による買主と売主の付議公表日前後の株価の動きも調査しているが、特に顕著な動きは観察されなかった。

以上、表6および図1の結果から、市場は、相対取引による自己株式の取得に対してほとんど反応しないといえる。自社株買いの公表に対する市場の反応を調査する先行研究からは、相対取引以外の取得方法であるAuction買付、ToSTNeT買付および公開買付の全ての買付方法において、反応の大きさに相違はあるものの、市場は有意に正に反応するという結果が報告されている。また、相対取引に関する米国の先行研究においても、グリーンメーラーとの取引以

外の相対取引については、その公表に対して有意に正の異常リターンが得られるという結果が示されている。従って、本稿の結果は、予想とは異なるものであるが、その理由としては、実施手続きの厳格さ故のサンプルの小ささや特殊な取得理由による取引が含まれていることに加えて、多くの相対取引が、大株主で内部者でもある売主の売却要請に応じて行われているため、Auction買付で支持されている、過小評価仮説やフリーキャッシュフロー仮説といった取得動機とは異なる動機で、取引が実施されているためではないかと考えられる。

7. おわりに

わが国では、自己株式の取得方法として、Auction買付、ToSTNeT買付、公開買付そして相対取引の4つが存在している。この内、最初の3つについては、既に多くの先行研究でその概要や市場に与える影響等が検証されているが、相対取引による自己株式取得に関しては、現在までほとんど研究が行われていない。そこで本稿では、未だ不明な所が多い相対取引による自己株式取得に焦点を当て、その実態の解明を試みている。

最初に、わが国で自己株式を相対取引によって取得するには、株主総会で、相対取引の売主となる特定の株主の議決権を排除した上で特別決議が可決される必要があり、取得価格についても、時価を上回る場合には他の株主に売主追加請求権が発生してしまう。このような大変厳しい施行要件が原因となつてか、わが国で実施された相対取引による自己株式取得は、2004-2015年の12年間でわずか26個であり、また、その6割は新興企業に偏っていた。

次に、サンプルの記述統計量を調べたところ、平均的な取引実施日程は、株主総会の1ヵ月程前に相対取得に関する付議が公表され、株主総会後の1ヵ月以内に取得が実施されるというものであった。また、予定取得規模、予定取得金額、達成率の平均は、それぞれ、13.8%、27.3億円、92.3%であった。

第3に、相対取引による自己株式取得の実態について調査したところ、以下のようなことが明らかになった。(i) 売主の8割は買主企業の筆頭あるいは次席株主であり、相対取引によって所有する約20%の持分の半分程を売却している。(ii) 半数の取引の取得理由は、売主が保有株式の売却を企業に打診し、大量の株式が市場に放出されることを嫌う企業が相対取引によって当該株式を取得するというものである。(iii) 2/3の取引が時価を平均20%下回るディスカウント価格での取引であり、売主追加請求権が発生するプレミアム価格での取引は僅か1個である。

最後に、相対取引の公表に対する短期の市場反応を調査したところ、付議公表日における異常リターンの平均値(中央値)が0.45%(0.01%)と、市場はほとんど反応を示しておらず、公表日前後30日間の期間においても、統計的に有意な株価の動きは観察されなかった。

以上、わが国の相対取引による自己株式取得は、実施要件が非常に厳しく、全上場企業で年

に2件程度しか発生しない稀なイベントであるといえる。また、特殊ケースがまま存在しているため一般化しにくいのが、買主企業の筆頭あるいは次席株主である売主が、保有株の売却を企業に持ち掛け、所有する20%の持分の半分を時価から10~20%割引いた価格で売却しているというのが、最も典型的な取引であるといえる。

なお、取得規模が10%超と非常に大きいにも関わらず市場が全く反応しない理由としては、サンプルが小さくかつ特殊な事由による取引がしばしば有ることに加え、多くの相対取引が、大株主で内部者でもある売主の売却要請に応じて行われているため、買主主導で実施されるAuction買付とは異なる動機で取引が行われているためではないかと推測される。

引用文献

- 江頭憲治郎 [2011] 『株式会社法第4版』有斐閣。
- 河瀬宏則 [2015a] 「自社株買いの買付手法と資本市場への経済的帰結に関する日米の研究—市場内買付に関する文献サーベイ—」『エコノミクス』第20巻第1-2号, 55-98頁。
- 河瀬宏則 [2015b] 「わが国の相対取引を用いた自社株買いの利用状況と市場の反応」Working Paper。
- 河瀬宏則 [2016] 「自社株買いの買付手法と資本市場への経済的帰結に関する日米の研究—市場外買付に関する文献サーベイ—」『エコノミクス』第20巻第3号, 69-101頁。
- 島田佳憲 [2013] 『自社株買いと会計情報』中央経済社。
- 税理士法人山田&パートナーズ・優成監査法人 [2014] 『金庫株の税・会計・法律の実務Q&A（第7版）』中央経済社。
- 畠田敬 [2009] 「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。
- 宮澤正彦 [2009] 「特定の株主からの自己株式の取得について」みずほ総合研究所経営相談View Point。
- Allen, F. and R. Michaely, [2003], "Payout Policy," in G. Constantinides, R. Stulz, and M. Harris eds. *Handbook of the Economics of Finance 1A*, Elsevier, 337-429.
- Ang, J. S. and A. L. Tucker, [1988], "The Shareholder Wealth Effects of Corporate Greenmail," *Journal of Financial Research* 11 (4), 265-280.
- Bhagat, S. and R. H. Jefferis Jr., [1994], "The Causes and Consequences of Takeover Defense: Evidence from Greenmail," *Journal of Corporate Finance* 1 (2), 201-231.
- Bradley, M. and L. M. Wakeman, [1983], "The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases," *Journal of Financial Economics* 11 (1), 301-328.
- Chang, S. and M. Hertzel, [2004], "Equity Ownership and Firm Value: Evidence from Targeted Stock Repurchases," *Financial Review* 39 (3), 389-407.
- Dann, L. Y. and H. DeAngelo, [1983], "Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics* 11 (1), 275-300.
- Eckbo, B. E., [1990], "Valuation Effects of Greenmail Prohibitions," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25 (4), 491-505.
- Gaughan, P. A., [2015], *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 6th Edition*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, NJ.
- Grullon, G. and D. Ikenberry, [2000], "What Do We Know about Stock Repurchases?" *Journal of Applied Corporate Finance* 13 (1), 31-51.
- Harris, O. and C. Glegg, [2009], "Governance Quality and Privately Negotiated Stock Repurchases: Evidence of Agency Conflict," *Journal of Banking & Finance* 33 (2), 317-325.
- Mikkelsen, W. H. and R. S. Ruback, [1991], "Targeted Repurchases and Common Stock Returns," *The*

RAND Journal of Economics 22 (4), 544-561.

Nathan, C. M. and M. Sobel, [1980], "Corporate Stock Repurchases in the Context of Unsolicited Takeover Bids," *The Business Lawyer* 35 (4), 1545-1566.

Peyer, U. C. and T. Vermaelen, [2005], "The Many Facets of Privately Negotiated Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics* 75 (2), 361-395.

Vermaelen, T., [2005], *Share Repurchases*, now Publishers Inc., Hanover, MA.

参考資料1 自己株式取得企業の上場市場等の詳細

No.	自己株式取得企業	上場市場	付議公表日	実際取得日	予定取得株式数	予定取得規模	実際取得株数	実際取得規模	臨時株主総会	消却
1	ブレナス	東1	20040419	20040610	4,000,000	9.0%	3,572,700	8.1%	×	×
2	いなげや	東1	20040430	20040629	5,800,000	11.1%	5,800,000	11.1%	×	×
3	角川ホールディングス	東1	20050317	20050627	470,000	1.8%	470,000	1.8%	×	×
4	フジタ	東2	20060825	20060928	17,000,000	38.3%	14,000,000	31.5%	○	○
5	ビービーエスホールディングス	東1	20061110	20061228	7,374,304	25.0%	6,500,000	22.0%	○	○
6	T・ZONEホールディングス	JQ	20070529	20070724	7,211,500	21.8%	7,211,500	21.8%	×	×
7	リリアントモチベーション	東2	20080220	20080618	540	0.4%	540	0.4%	×	×
8	菊池プレス工業	JQ	20080526	20080731	750,000	8.6%	720,000	8.2%	×	×
9	いい生活	東マ	20090520	20090623	520	0.8%	520	0.8%	×	×
10	ボラテクノ	JQ	20090525	20090731	65,000	23.8%	65,000	23.8%	×	○
11	MonotaRO	東マ	20090619	20090807	1,828,000	19.9%	1,828,000	19.9%	○	○
12	メディア工房(1)	東マ	20091028	20091130	2,000	6.1%	2,000	6.1%	×	△
13	メディア工房(2)	東マ	20101022	20101129	4,062	7.4%	4,062	7.4%	×	△
14	オーテック	JQ	20101224	20110304	550,000	9.6%	550,000	9.6%	○	×
15	倉庫精練	大2	20110614	20110909	1,870,000	18.5%	1,870,000	18.5%	×	△
16	アークコア	名セ	20121029	中止	6,100	31.0%	0	0.0%	○	×
17	ジャパリーグループホールディングス	JQ	20130515	20130627	10,128,000	41.0%	10,128,000	41.0%	×	×
18	うかい	JQ	20130517	20130723	370,000	7.3%	369,134	7.1%	×	×
19	ユニマットそよ風	JQ	20130517	20130624	1,250,000	14.5%	739,000	8.6%	×	×
20	Eストアー	JQ	20130522	20130626	13,800	32.5%	12,380	29.1%	×	×
21	アクリーティブ	東1	20130604	20130711	5,668	1.3%	5,668	1.3%	×	×
22	新東	JQ	20130827	20131118	440,960	10.6%	440,960	10.6%	×	×
23	ダイヤ通商	JQ	20140516	20141128	545,000	6.6%	545,000	6.6%	×	×
24	サンドラッグ	東1	20140529	20140730	2,600,000	3.9%	2,580,868	3.8%	×	×
25	タクミナ	東2	20150522	20150701	323,000	5.2%	323,000	5.2%	×	×
26	コスタホールディングス	JQ	20151030	20160121	500,000	2.6%	500,000	2.6%	×	×
平均値						13.8%		11.8%		

(注) 本表は、2004-2015年の期間に実施された、相対取引による自己株式取得26個の上場市場等を一覧で表示したものである。上場市場は、東1、東2、大2、東マ、JQ、名セが、それぞれ、東証1部、東証2部、大証2部、東証マザーズ、JASDAQ、名証セントレックスを意味している。付議公表日および実際取得日は、それぞれ、相対取引に関する議案を株主総会に付議することを公表した日と実際に取引が実施された日である。予定取得規模および実際取得規模は、それぞれ、予定取得株数と実際取得株数を付議時点の発行済株式総数(自己株式を除く)で除した比率である。臨時株主総会の列は、○の場合は臨時株主総会、×の場合は定時株主総会で、相対取引による自己株式の取得が決議されたことを意味している。消却の列は、○、△、×で、それぞれ、付議時点で消却が示唆されている場合、付議時点での示唆はなかったが取得後1年以内に消却が実施されている場合、消却が実施されなかった場合を表している。

参考資料2 相対取引による自己株式の取得理由の詳細

No	自己株式取得企業	売却者名	取得理由
1	ブレナス	塩井興産	株式価値の更なる向上および資本効率性の観点から、自己株式の取得枠の設定を行うこととし、株主構成および株式流動性を勘案した結果、少数特定株主である塩井興産の所有する当社株式を買い受けることとした。
2	いなげや	イオン	当社およびイオンのトップが直接協議を行い、イオンの持株保有比率をできるだけ速やかに15%以下に引き下げることで合意した。その結果、イオンの保有する当社株式の一部を当社に譲渡すると同時に、互いに自主経営を尊重し、商品面、店舗開発面およびその他の分野において業務提携することとした。
3	角川ホールディングス	角川歴彦	当社と日本ヘラルド映画との間で締結した株式交換契約に基づき、日本ヘラルド映画の株主に対して当社株式を割当交付する必要があるが、角川歴彦が所有している当社株式を取得してそれに充当することとした。
4	フジタ	a. フジタ・ホールディングス b. ACリアルエステート	少数特定者持株比率が75%を超え、東京証券取引所の株券上場廃止基準に該当していることから、株券上場廃止基準への当該理由を解消すること、および、必要に応じた機動的な資本政策の遂行を可能とするため。
5	ビービー・カストロール	a. ビービー・ビーエルシー b. ティー・ジェイ	「株式の分布状況の猶予期間入り（上場廃止基準）」の認定を受け、上場維持のために少数特定者持株比率を75%以下に改善することを求められていた。そこで、ビービー・グループが所有する当社株式の一部を放出し、それを当社が取得および消却することにより、少数特定者持株比率を75%以下に改善することとした。
6	T・ZONEホールディングス	SFCG	具体的な取得理由は開示されていないが、SFCG（旧商工ファンド）の子会社である当社が、相対取引公表の少し前に、SFCGの親会社にあたるKEホールディングスを吸収合併することを発表しており、そのための機動的な企業再編の一環と考えられる。なお、吸収合併は最終的に中止された。
7	リンクアンドモチベーション	日建設定マネジメントソリューションズ	株式上場以前に資本提携を前提として相手方に当社普通株式の割当を実施していたが、その前提が解消されたため。
8	菊池プレス工業	ケー・ピー	経営環境の変化に対応すべく、株式の流動性を高め、機動的な資本政策の遂行を可能とするため。
9	いい生活	坂本和則	当社元従業員1名によって金融商品取引法に違反する不当な当社株式の売買が行われていたことが確認された。そこで、違反行為の悪質性と当社へのダメージを考慮し、元従業員に対して損害賠償を請求していたが、元従業員が賠償額に充当する目的で自らが保有する当社株式を譲渡することを申し入れたため。
10	ボラテクノ	有沢製作所	資本効率性の改善および株主還元を進めるため、自己株式の取得を模索しているなか、有沢製作所より同社が保有する当社株式売却の打診を受けた。この状況を踏まえ、キャッシュフローの状況、取得価格などを総合的に検討した結果、取得することとした。
11	MonotaRO	住友商事	住友商事の投資政策の変更に伴い、当社に対して、保有する全株式を処分する意向が示され、株式が短期間に市場に放出されれば市場の混乱を招くおそれがあるので、その対策を検討していた。その結果、他の大株主が当該株式を取得すると、東証一部への市場変更が不可能となるリスクが発生するので、それを回避するために自己株式の取得および消却を行うこととした。
12	メディア工房（1）	a. アセットコンシェルジュ b. レッド・カーベット	売主両社に対し、事業展開に関するノウハウ提供等の協力を得る目的で第三者割当増資を行ったが、市場環境の変化もあり提携関係によるシナジーが当初期待したほど発揮されず、また、事業ノウハウの蓄積も進んだことから提携関係が希薄化している。長期保有を前提として第三者割当増資を行ったが、かかる状況を鑑み、安定的な株価形成の観点からも、両社から当社株式を取得することが合理的であると判断した。
13	メディア工房（2）	光通信	光通信との間で、事業展開に関するノウハウ提供等の協力を得る目的で第三者割当増資を行い、また、光通信の子会社による第三者割当増資を引受るなど提携関係を維持してきた。しかし、市場環境の変化もあり提携関係によるシナジーが当初期待したほど発揮されず、また、事業ノウハウの蓄積も進んだことから提携関係が希薄化している。長期保有を前提として第三者割当増資を行ったが、かかる状況を鑑み、安定的な株価形成の観点からも、光通信から当社株式を取得することが合理的であると判断した。
14	オーテック	三菱商事ユニメタルズ	筆頭株主である三菱商事ユニメタルズの投資政策の変更に伴い、同社の保有する当社株式処分の打診を受け、当社株式が短期的に市場に放出されることの影響などを総合的に検討した結果、当社株式を取得することとした。

No.	自己株式取得企業	売却者名	取得理由
15	倉庫精練	旭化成せんい	大株主である旭化成せんいとの取引関係の変更に伴い、同社は保有する当社株式の処分を希望しており、当社株式が短期間に市場に放出される場合の影響その他を総合的に検討した結果、当社株式を取得することにした。
16	アークコア	NEWTONE INVESTMENT LIMITED	筆頭株主であるNEWTONE INVESTMENT LIMITEDから、同社の投資政策の変更に伴い、同社が保有する当社株式について処分する意向の旨通知を受けた。当社株式が短期間に市場に放出した場合の影響等を勘案した結果、当社株式を取得することにした（最終的に取引中止）。
17	シャクリー・グローバル・グループ	アールエイチジェイ・インターナショナル・エスエー（RHJI）	その他の関係会社であるRHJIの持株会社から、金融サービスグループへの戦略的移行に従って、RHJIの保有する当社株式の処分を希望する旨の打診を受けた。短期間に市場に放出されることの影響、および、取得価格が市場価格より38%のディスカウントであること等を総合的に検討した結果、当社株式を取得することにした。
18	うかい	青山財産ネットワークス他2名	当社は青山財産ネットワークスと資本提携関係を有して各種の助言を受けてきたが、同社の経営基盤の変更に伴いその投資方針が変化する一方、当社においても将来の成長戦力を検討した結果、同社との間の資本提携関係を解消することとした。それに伴い、多数の当社株式が短期間に市場に放出されることの影響等を総合的に勘案した結果、当社株式を取得することにした。
19	ユニマットそよ風	ユニマットライフ	筆頭株主であるユニマットライフより、同社が保有する当社株式の一部について、当社への売却を希望している旨の打診を受けた。当社株式が短期間に市場に放出される場合の影響等を総合的に検討した結果、相対取引により当社株式を取得することにした。
20	Eストアー	ヤフー	ヤフーから同社が保有する当社株式について処分する意向がある旨通知を受け、当社株式が短期間に市場に放出されることの影響や、経営環境に応じた機動的な資本政策の遂行などを総合的に検討した結果、相対取引により当社株式を取得することにした。
21	アクリーティブ	早崎努	当社と当社元取締役である早崎努との間で裁判手続を行っていたところ、裁判所より、当社が同氏の保有する当社株式を取得する旨の和解の勧誘がなされた。そこで、その和解に応じるため、当社株式を取得することにした。
22	新東	石和	資本効率の改善と共に株主還元を進めるために、自己株式の取得を模索していたところ、当社の筆頭株主である石和より、同社が保有する当社株式について当社への売却の打診を受けたので、当社株式を取得することにした。
23	ダイヤ通商	ダイヤ通商従業員持株会支援会	ダイヤ通商従業員持株支援会は、当社が実施した第三者割当増資を引受ることにより取得した当社株式を、毎月定期的に時価で従業員持株会に譲渡してきた。しかしながら、支援会の増資引受時の借入金の金利や諸経費が想定した以上の負担となっており、これは最終的に当社の負担につながることから、支援会を廃止して、従業員持株会はマーケットから直接株式を買付ることとした。それに伴い、支援会が保有する当社株式が市場に放出されることの影響等を総合的に検討した結果、当社株式を取得することにした。
24	サンドラッグ	イリュウ商事	資本効率の向上および企業環境の変化等に応じた機動的な経営を可能とするため、自己株式の取得を検討していたなか、筆頭株主であるイリュウ商事より同社の保有する当社株式について売却の打診を受けたので、これを取得することにした。
25	タクミナ	エヌフィーダーサービス	大株主であるエヌフィーダーサービスより同社が保有する当社株式について当社への売却の打診を受け、当社株式が市場に放出されることの影響や、資本効率の向上と経営環境に応じた機動的な資本政策の遂行などを総合的に検討した結果、当社株式を取得することにした。
26	コシダカホールディングス	ヨウザン	資本効率の向上と経営の透明性をより高めるため、株式流動性の向上、株主数の増加、特定株主比率の引き下げ、株主還元策の一環としての自己株式取得等を検討していたなか、筆頭株主であるヨウザンより、同社の保有する当社株式について売却の打診を受けたので、これを取得することにした。なお、ヨウザンは支配株主であり、当社代表取締役である腰高博およびその2親等以内の親族である腰高美和子が議決権の過半数を所有する資産管理会社である。