

ToSTNeT買付による自社株買いの実態

太田 浩司

要約

本稿では、わが国独自の自己株式取得方法であるToSTNeT買付の取引実態について、2008～2012年の間に実施された898個のToSTNeT買付をサンプルとして調査を行っている。調査の結果、一般報告による変更報告書が利用可能な112個のToSTNeT買付の内、その4分の3に当たる85個のToSTNeT買付について、株式売却が単独の株主によって行われていることが明らかになった。また、自己株式取得企業と売却株主との間には、売却株主の7割が取得企業の筆頭あるいは次席株主である、売却株主が個人である場合には自身が取得企業の代表取締役を務めている等の密接な関係が存在するということがわかった。これらの結果は、企業のToSTNeT買付による自己株式取得が、実質的に企業内部者との間の相対取引となっていることを示唆するものといえる。

1. はじめに

自己株式の取得制度は世界中で多様であり、それ故に使用される買付方法も国によって異なっている (Vermaelen 2005)。例えばわが国では、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取得する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) 市場を利用して取得するToSTNeT買付、市場外買付であれば固定価格の公開買付と相対取引の、計4つの買付方法が認められている。この内、Auction買付、固定価格の公開買付、相対取引の3つは諸外国においても見られる買付方法であるが、ToSTNeT買付は他国には存在しないわが国独自の自己株式取得方法である。

ToSTNeT買付とは、事前公表型の自己株式取得方法であり、買付日の前日大引け後 (通常午後4時半頃) に買付価格 (終値と決まっている) や予定取得株数等の具体的な買付内容をTDnet (Timely Disclosure network: 適時開示情報伝達システム) で公表し、翌日 (買付日)

の立会時間前である午前8時45分(売注文受付は午前8時~午前8時45分)にToSTNeT市場を利用して買付を執行するという取引のことである。ToSTNeT買付による自己株式取得の最大の特徴はその迅速性であり、取得公表から買付までの時間が16時間程しかない。従って、ToSTNeT買付は、特定の大株主からの売却が予定されている場合に用いられる取得方法であり、事前に具体的な買付内容をTDnetで公表することによって、取引の公正性を確保するとともに(有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第23条)、売却予定の特定大株主が有する自己株式取得情報に関するインサイダー取引規制の問題を回避している(金融商品取引法施行令第30条第1項第2号、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第56条)。また、ToSTNeT買付では、売付申込数量が買付数量を超えた場合には按分方式により取引を成立させるので、売却予定の特定株主以外の他の株主の売却機会も確保されている(東証市場を利用した自己株式取得に関するQA集)。

このように、ToSTNeT買付による自己株式取得は、制度上は取引の公正性や透明性が担保されているが、実質的にはその迅速性が原因となって他の株主の売却機会を損なっている側面があると思われる。それを示唆するのが次の一連の出来事である。JASDAQ上場企業であるアッカ・ネットワークス(以下アッカ社)は、2008年3月6日午後4時20分に、JASDAQ証券取引所における自己株式取得のための固定価格取引制度(東証のToSTNeT買付に相当)を用いて、7日の午前8時45分に一株当たりの買付価格150,000円(6日の終値)で15,000株(発行済株式総数の12.05%)を上限に自社株買いを実施すると公表した。そして、7日の午前11時5分に12,820株を取得したと公表すると同時に、主要株主の異動のお知らせとして、アッカ社の第3位株主であった三井物産が、保有する12,820株(発行済株式総数の10.30%)を全てアッカ社に売却したという情報を開示した。このアッカ社の自社株買いは、上限が15,000株であったのに実際の買付株数が12,820株であったことから、売却申込株主は三井物産だけであり、実質的にはアッカ社と三井物産との相対取引であったということがわかる。これに対して、3月11日にアッカ社の筆頭株主であるイー・アクセス(現在ワイモバイル)は、アッカ社の自己株式取得取引には以下の2つの問題点があるとして、金融庁および証券取引等監視委員会に調査を依頼するとともに、アッカ社に対して質問状を提出したという告知を公表した。

問題点1：株主に対する周知・検討の時間が与えられていない中で、JASDAQ証券取引所の通常の取引時間外である午前8時45分に、12,820株の売買を成立させる手法は、市場立会外における実質的な相対取引であり、株主総会決議を要求する会社法の定めには違反するのみならず、一般投資家の利益を損なうものであるという点。

問題点2：アッカ社平成19年度12月期の当期純利益14.7億円をはるかに上回る19.2億円もの大規模な自己株式買付(発行済株式総数の10.3%に相当)を、社外取締役を派遣している三井物産株式会社一社を対象に実施したという点。

企業の筆頭株主がその経営陣にこのような質問状を送付するという自体異例なことであ

るといえるが、その背景には、この2ヵ月程前にイー・アクセスがアッカ社に対して現経営陣の大幅刷新を求める株主提案を行い、アッカ社がそれを拒否するという出来事があり、両社の関係が友好的ではなかったということがありと考えられる。その後、この質問状に対する回答や経過報告などはなされないまま、4ヵ月後の2008年7月31日に、イー・アクセスがアッカ社の新株発行を引き受ける形でアッカ社を子会社化するという公表がなされ、この一件は落ち着いている。

以上のように、アッカ社とイー・アクセスの間の一連の出来事は最終的には予期せぬ形で決着を迎えるのだが、この件は、ToSTNeT買付の抱える問題点について幾つかの示唆を与えている。例えば、ToSTNeT買付のアナウンスメントが行われるのは通常午後4時30分頃であるので買付執行の翌日午前8時45分までには16時間程しかなく、またその殆どは就業時間外や夜中であるので多くの株主はその公表に気付かない可能性がある。またたとえ気付いたとしても、大株主の場合には売却金額が億単位もの金額になり、そのような重大な意思決定をこの短時間に行うことは殆ど不可能であると思われる。従って、多くのToSTNeT買付では、売主はその公表前から売却が予定されている大株主だけであり、イー・アクセスが問題点1で指摘しているように、ToSTNeT買付による自己株式が実質的には相対取引となっている可能性がある。さらに、企業が保有株式の売却を希望する全ての大株主に対して自社株買いで応じているとは考えられないので、イー・アクセスが問題点2で指摘しているように、買付企業と売却予定株主との間には、売却予定株主から社外取締役が派遣されているというような密接な関係が存在することが予想される。そこで本稿では、ToSTNeT買付の実態を大サンプルを用いて調査することによって、ToSTNeT買付の売主は売却予定の単独株主だけであるのか、そして、買付企業と売主との間にはどのような関係が存在しているのかについて検証している。

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、わが国の自己株式取得制度と大量保有報告制度に関する説明を行う。第4章は、分析に用いるデータについて述べるとともに、サンプルの記述統計量を示す。第5章は、変更報告書を用いた分析の結果を示す。最後に第6章は、本稿を総括する。

2. 先行研究

ToSTNeT買付による自己株式取得の特徴としては、買付公表から執行までが非常に迅速であること、そして買付価格が時価で固定されていることの二つが挙げられる。一点目の迅速性の観点からは、ToSTNeT買付は、日本では未だ前例がないが米国では近年盛んに用いられるようになっているAccelerated Share Repurchase（以下ASR）と呼ばれる買付手法と類似している¹⁾。ASRとは、自社株買い企業と金融仲業者である投資銀行との間の株式先渡契約であ

1) ASRのメカニズムの詳細については、Chemmanur, Cheng, and Zhang (2010), Michel, Oded, and Shaked

り、企業が即時に自己株式を取得することを可能にする方法である。具体的には、最初に、ASR企業は投資銀行が顧客や機関投資家から借りてきた自己株式を取引日に一定の価格（通常取引日の終値）で取得する。次に、投資銀行はそのショート・ポジションを一定の期間（通常1年以内）をかけて市場から株式を購入することによってカバーし、顧客や機関投資家に返却する。最後に、ASR企業は取引日に支払った金額と投資銀行が市場での株式取得に要した最終的な費用との差額を決済する。このように、ASRは、企業が迅速に自己株式を取得することを可能にしているという点ではToSTNeT買付と類似している。ただし、ASRでは、自己株式の取得価格が取引日以降の市場における株価変動の影響を受けるので、最後の決済日まで正確な取得価格が判明しない。この点については、ASRはToSTNeT買付とは異なっている。

二点目の時価による固定買付価格という特徴については、ToSTNeT買付は、買付価格が固定であるという点では公開買付および相対取引による自己株式取得と同じであるが、買付価格が時価であるという点ではこれらの買付方法と異なっている。最初に、公開買付の買付価格について、米国では市場価格に平均20%程の正のプレミアムを加えた買付価格が提示されることが一般的であるが（Vermaelen 1981; Lakonishok and Vermaelen 1990; Peyer and Vermaelen 2009）、わが国では買付価格が市場価格を下回る負のプレミアムで公開買付が実施されることが多い²⁾。河瀬(2015)は、2003～2013年の期間にわが国で実施された自社株公開買付58個を詳細に調査し、その内43個が買付価格が負のプレミアム（平均-8.38%）の公開買付であり、またその43個の内38個で大株主や内部者の売却意向が開示資料で公表されているという結果を示している。このことは、わが国の公開買付による自社株買いが、多分に相対取引に近い性質を有しているということを示唆している。

次に、相対取引の買付価格について、米国では相対取引による自己株式取得が取締役会の決議で可能であり、買付価格についても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式を相対取得することが認められている（Dann and DeAngelo 1983）。Peyer and Vermaelen (2005)は、1984～2001年の期間に米国で実施された737個の相対取引について調査し、買付価格が正のプレミアム、時価、負のプレミアムである取引が、それぞれサンプルの、40%、15%、45%を占めているということを報告している。一方、わが国では、企業が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（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3分の2以上の賛成が

↘(2010)、Bargeron, Kulchania, and Thomas (2011)、Akyol, Kim, and Shekhar (2014)、山田 (2015) 等を参照されたい。また、わが国でASRを実施する際の問題点については、2018年10月24日付の日本経済新聞電子版の記事「東芝、自社株買い ファンド要求の手法にハードル」を参照されたい。

2) 米国でも、極めて例外的に買付価格が市場価格を下回る公開買付も存在しているようで、Vermaelen (1981)はこの負のプレミアムについて、大株主が大量の保有株式を固定価格で売却することができる利点に対して支払うプレミアムであろうと解釈し、負のプレミアムの公開買付は実質的には売却希望の大株主との間の相対取引に近いと述べている。

必要)が可決される必要がある。また、買付価格は、時価以下でないとの株主に売主追加請求権が発生してしまうので、時価を上回る価格で取引することは非常に困難である。太田・岡本(2016)は、わが国における相対取引による自社株買いが、その実施要件の厳格さから、2004～2015年の期間で僅か26個しか存在しないという証拠を示している。さらに、買付価格についても、正のプレミアムが1個(+17.6%)、時価が8個、負のプレミアムが16個(平均-20.5%、中央値-10.15%)、取引中止が1個というように、およそ3分の2の相対取引が時価を下回る買付価格で実施されているということを報告している。

以上の結果を要約すると、ToSTNeT買付による自己株式取得は、わが国の他の買付方法には見られない迅速性を有しており、その点では自社株買い企業にとって好ましい取得方法であるといえる。一方、ToSTNeT買付の買付価格が時価による固定価格であるという点については、同じように買付価格が一定であるわが国の公開買付および相対取引の買付価格が、時価を10%程下回る負のプレミアムで実施されることが一般的であるという事実を鑑みれば、売主である大株主にとって有利な買付方法であるといえよう。

3. 自己株式取制度と大量保有報告制度

3.1 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、殆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)。

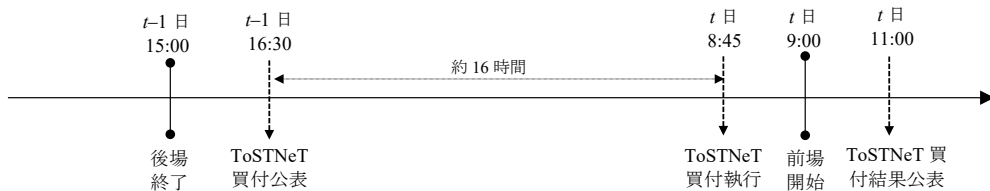
この中で、(iii)は閉鎖型の会社に適用されるものであり、(iv)は株主総会の特別決議を要する事項(会社法第309条第2項第2号)であるので³⁾、上場会社が通常用いる自己株式の取得方法は、(i)か(ii)のどちらかである。この内(ii)は、自社株の公開買付と呼ばれるもので、企業が、買付目的、買付価格、取得株数、買付期間等の条件を新聞等で公開して、市場外で不特定の投資家から自己株式を買い集める方法である(河瀬2016)。従って、上場企業が市場を通じて自己株式を取得する場合には、(i)の方法を用いることとなる。

3) ただし、子会社から相対取引で自己株式を取得する場合には、取締役会決議で良いとされている(会社法第163条)。

(i)の市場内での取引による方法とは、上場企業が自らの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⁴⁾。Auction買付は、わが国のみならず欧米においても最も一般的な自己株式の買付方法であり、しばしばOpen Market Repurchaseと呼ばれている。一方、ToSTNeT買付は、わが国独自の自己株式取得方法であり、類似した買付方法は他国には存在しない。

ToSTNeT買付は、事前公表型の自己株式取得方法であり、大株主等からの売却が予定されている場合に、買付日の前日大引け後（通常午後4時30分頃）に、買付価格（終値と決まっているが、稀に最終気配値段のときがある）や予定取得株数等の具体的な買付内容をTDnetで公表し、翌日の立会時間前である午前8時45分に買付を執行するというものである⁵⁾。また、その取得結果は、買付日の午前11時頃にTDnetを通じて速やかに開示される。このように、ToSTNeT買付は、取得公表から買付までの時間が16時間程しかなく、Auction買付と比べて、非常に短期間で実施される自己株式の取得方法である。図1は、ToSTNeT買付の実施日程例を図示したものである。

図1 ToSTNeT 買付の実施日程例



(注) 本図は、ToSTNeT 買付の実施日程例を図示したものである。ToSTNeT 買付公表時 ($t-1$ 日16:30) に、買付価格 ($t-1$ 日終値)、予定取得株式数、取得目的等の情報が開示され、ToSTNeT 買付結果公表時 (t 日11:00) に実際に取得した株式数が公表される。

また厳密には、ToSTNeT買付には、ToSTNeT-2を用いた買付（終値取引）とToSTNeT-3を用いた買付（自己株式立会外買付取引）の2種類がある。ToSTNeT-2、ToSTNeT-3ともに、買付価格が買付日の前日の終値であるという点では共通している。ただし、ToSTNeT-2は、以前から存在する立会時間外買付制度で（1998年8月7日開始）、買注文も売注文も午

4) 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、名古屋証券取引所が提供する同様の制度はN-NETと呼ばれている。また、福岡証券取引所および札幌証券取引所においても、自己株式の立会時間外取引が可能な制度が整備されている。

5) 事前公表型の自己株式取得方法には、ToSTNeT買付以外に立会時間内にオークション取引によって買付ける方法（寄指で買注文）もあるが、実際には殆ど行われていないものと思われる。筆者の知る限り、2015年7月31日にコネクトホールディングスが実施したのが、事前公表型のAuction買付の唯一の事例である。

前 8 時 20 分～午前 8 時 45 分の間に時間優先で約定処理される。つまり、ToSTNeT-2 では、早い者勝ちで約定され、また買方が発行会社に限定されないため、他の買注文の割り込みが発生する可能性がある。一方、ToSTNeT-3 は、2008 年 1 月 15 日にスタートした新しい立会外自己株式買付制度で、買注文は発行会社に限定されており、午前 8 時 45 分（売注文受付は午前 8 時～午前 8 時 45 分）に、売注文の申込数量に応じた按分比例で約定処理される⁶⁾。

なお、ToSTNeT-3 が開始された 2008 年 1 月以降は、ToSTNeT を用いた自社株買いの殆どが ToSTNeT-3 を通じて行われており、本稿のサンプル期間は 2008 年 1 月以降である。従って、本稿では ToSTNeT-2 による買付も ToSTNeT-3 による買付と同一に扱い、全て ToSTNeT 買付と言及している。

3.2 大量保有報告制度

ToSTNeT 買付による取引では、買主は自己株式取得企業に限定されるが、売主が誰であるかということ特定することは通常困難である。しかしながら、わが国の大量保有報告制度の下で開示される報告書から、ごく一部ではあるが、ToSTNeT 買付における売主を特定することが可能である。そこで、以下では、わが国の大量保有報告制度について概説する。

一般に、金融商品取引法（金商法）における開示制度は、投資家保護の観点から、有価証券の発行者である企業に対して情報開示を求めることが多いが、金商法に基づく大量保有報告制度は、投資家である株主に対して情報開示を求めている。そして、大量保有報告制度の下では、上場会社等に対する株券等保有割合が 5% を超える者（これを大量保有者という）は、保有目的、株券等保有割合、取得資金の内訳等の情報を記載した「大量保有報告書」を提出することを義務付けられている（金商法第 27 条の 23 第 1 項）。さらに、大量保有報告書を提出した後に、株券等保有割合が 1% 以上変化した場合や他の記載内容に重要な変更があった場合には、「変更報告書」の提出が求められている（金商法 27 条の 25 第 1 項）。

また、大量保有報告制度では、大量保有報告書および変更報告書の報告方法として、原則的な方法である「一般報告」以外に、証券会社、銀行、保険会社、投資信託会社等、日常の営業活動として大量の株券等の売買を行っている機関投資家に対して、その事務負担等を考慮して、報告頻度や内容等を簡便化した「特例報告」による報告を認めている（金商法第 27 条の 26 第 1 項および第 2 項）⁷⁾。つまり、大量保有報告制度の下では、

6) 実際の約定処理としては、(i) 委託注文優先（顧客からの委託注文が証券会社等の自己注文よりも優先される）で、(ii) 売申込数量の多い取引参加者から順番に最小単位を配分し、(iii) 残数量に按分比率（買残株数量/売残株総数量）を乗じた数量（最小単位未満切捨て）を割り当てた後、(iv) 切捨て数量が多い取引参加者から順番に最小単位を割り当てるといった処理が行われている（横山 2007；日本取引所グループホームページ <https://www.jpx.co.jp/equities/trading/tostnet/index.html>）。

7) ただし、株券等保有割合が 10% を超える場合や、重要提案行為等を保有目的とする場合には、上記の機関投資家であっても簡便法の特例報告は認められていない。

- (i) 一般報告による大量保有報告書 (金商法第27条の23第1項)
- (ii) 一般報告による変更報告書 (金商法第27条の25第1項)
- (iii) 特例報告による大量保有報告書 (金商法第27条の26第1項)
- (iv) 特例報告による変更報告書 (金商法第27条の26第2項)

の、4種類の報告書が存在するのである。

従って、持株比率が5%を超える大株主が、ToSTNeT買付で1%以上の株式を売却した場合には、一般報告あるいは特例報告による変更報告書を提出する義務が生じるのである。そして、一般報告による変更報告書内には、「当該株券等の発行者の発行する株券等に関する最近60日間の取得又は処分の状況」という記載事項があるので、そこから、変更報告書の提出者である大株主が、ToSTNeT買付で所有する株式をどれくらい売却したかを知ることができる。一方、特例報告による簡便化された変更報告書では、月二回の基準日ベースで直前の報告書からの持株比率の変化が記載されるだけであるので、大株主である提出者のToSTNeT買付における売却株数等を正確に知ることはできない。そこで、本稿では、ToSTNeT買付の内、売主や売却株数等が特定できる一般報告による変更報告書が提出されたToSTNeT買付について詳細に分析を行っている。

4. データと記述統計量

4.1 サンプルの選択と特徴

最初に、本稿では、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、全てTDnetから入手しており、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。

- (i) 自己株式の取得枠に関する決議を、2008年1月1日～2012年12月31日の期間に行っている、
- (ii) 自己株式の取得会社が、東証1部、2部、マザーズの何れかに上場している、
- (iii) 特殊な事由による取得 (会社法第155条第1号、第2号および第4号～第13号)、特定の株主からの相対取得 (会社法第160条～第164条)、非上場優先株式の取得に関しては除いている⁸⁾。

これらの基準により、2,846個の自己株式の取得枠が選択されている。

表1は、上記の基準により選択された2,846個の自己株式取得枠を、市場内外 (市場内買付/市場外買付)、取得決議会議 (取締役会/株主総会)、買付方法 (Auction買付/ToSTNeT

8) 特殊な事由による取得としては、株式交換に反対する株主からの買取請求に基づく取得、株式交換による1株に満たない端数の処理に伴う取得、遺言による無償取得等があり、特定の株主からの相対取得としては特定大株主からの取得と子会社からの取得があり、非上場優先株式の取得については銀行の公的資金返済に関する取得があった。

表1 サンプルの選択

市場内外	取得決議会議	買付方法	自己株式取得株数	%
市場内買付	取締役会 (165条2項/459条 1項1号)	Auction買付	1,917	67.4%
		(a)ToSTNeT買付	665	23.4%
		(b)複合買付	191	6.7%
		その他	24	0.8%
市場外買付	株主総会 (156条1項)	Auction買付	16	0.6%
		(c)ToSTNeT買付	4	0.1%
市場外買付	株主総会	公開買付	27	0.9%
		公開買付	2	0.1%
合計			2,846	100.0%

(注) 本表は、東証1部、2部およびマザーズに上場している企業が、2008年1月1日～2012年12月31日の期間に決議した一般的な自己株式取得株の2,846個を、市場内外（市場内買付／市場外買付）、取得決議会議（取締役会／株主総会）、買付方法（Auction買付／ToSTNeT買付／複合買付／公開買付）の3つの観点から分類したものである。本稿で使用するサンプルは、市場内での取締役会決議による(a) ToSTNeT買付665個（23.4%）と(b)複合買付191個（6.7%）、そして、市場内での株主総会決議による(c) ToSTNeT買付4個（0.1%）の合計860個の自己株式取得株である。なお、(b)複合買付191個については一つの設定枠で複数回のToSTNeT買付が実施されたケースが存在しているので、本稿で用いるToSTNeT買付の個数は最終的に898個となっている。

買付／複合買付／公開買付）の3つの観点から分類したものである。最初に、市場内外に関しては、市場内買付の場合には買付方法はAuction買付かToSTNeT買付であり、市場外買付の場合には買付方法が公開買付に限定される。次に、取得決議会議に関しては、自己株式の取得は会社法第156条第1項で定められた株主総会の決議に基づいて行われるのが原則である（株主総会授権による自己株式取得）。ただし、会社法では、定款を変更することによって、取締役会の決議でもって自己株式の取得を決定することも例外的に認めている。これが、定款授権による自己株式取得と呼ばれるもので、取締役会に自己株式取得に限定して決定権を付与する会社法第165条第2項と、取締役会に剰余金の配当等（各種の配当および自己株式取得）に関する全ての決定権を与える会社法第459条第1項第1号の2種類が存在する。最後に、買付方法については、Auction買付、ToSTNeT買付、公開買付の他に、同一設定枠の中でAuction買付とToSTNeT買付の両方を行ったり、複数回のToSTNeT買付を実施したりする複合買付がある。

本稿では、表1で示されている2,846個の自己株式取得株の内、市場内買付の取締役会決議で取得株が設定された(a) ToSTNeT買付665個と(b)複合買付191個、さらに株主総会決議で取得株が設定された(c) ToSTNeT買付4個の、合計860個の取得株を本稿のサンプルとして用いている。なお、(a) ToSTNeT買付665個と(c) ToSTNeT買付4個に関しては取得株数とToSTNeT買付実施数が一致しているが、(b)複合買付191個については一つの設定枠で複数回のToSTNeT買付が実施されたケースが存在しているので、本稿で用いるToSTNeT買付の個数は最終的に898個となっている。

表2は、本稿で使用する898個のToSTNeT買付の特徴をまとめたものである。パネルAはサンプルを年度別に分類したもので、2008年のToSTNeT買付数が225個（25.1%）で最も多く、

表2 サンプルの特徴

パネルA：年度			
	ToSTNeT買付数	%	
2008年	225	25.1	
2009年	149	16.6	
2010年	184	20.5	
2011年	170	18.9	
2012年	170	18.9	
合計	898	100.0	
パネルB：市場			
	ToSTNeT買付数	%	
東証1部	632	70.4	
東証2部	208	23.2	
マザーズ	58	6.5	
合計	898	100.0	
パネルC：設定枠内のToSTNeT買付回数			
	設定枠数	ToSTNeT買付数	
1回	831	831	
2回	21	42	
3回	7	21	
4回	1	4	
合計	860	898	
パネルD：同一企業によるToSTNeT買付実施回数			
回数	会社数	%	
1回	345	62.2	
2回	138	24.9	
3回	41	7.4	
4回	15	2.7	
5回	7	1.3	
6回	6	1.1	
7回	2	0.4	
8回	0	0.0	
9回	1	0.2	
合計	555	100.0	
パネルE：法的根拠別			
	ToSTNeT買付数	%	
156条1項	4	0.4	
165条2項	803	89.4	
459条1項1号	91	10.1	
合計	898	100.0	
パネルF：一般報告による変更報告書数			
	取得枠数	ToSTNeT買付数	変更報告書数
取締役会決議によるToSTNeT買付	665	665	89
取締役会決議による複合買付	191	229	24
株主総会決議によるToSTNeT買付	4	4	0
合計	860	898	113

(注) 本表は、本稿で使用する2008～2012年の期間に実施されたToSTNeT買付898個を、パネルA～パネルFの順に、年度、市場、設定枠内のToSTNeT買付回数、同一企業によるToSTNeT買付実施回数、法的根拠、ToSTNeT買付種類別の利用可能な一般報告による変更報告書数、の基準で分類している。

2009年が149個（16.6%）で最も少ないというように、年度によって多少のバラつきはあるが、全体的には年度によるToSTNeT買付数の変動は大きくない。パネルBはサンプルを市場別に分類したもので、東証1部、東証2部、マザーズ企業の割合が、それぞれ、70.4%、23.2%、6.5%となっている。ちなみに、2008～2012年の各年度末における平均上場企業数（その割合）は、東証1部、東証2部、マザーズで、それぞれ、1,687社（73.1%）、438社（19.0%）、183社（7.9%）であるので、東証2部企業でToSTNeT買付を実施する企業が若干多いという傾向はあるものの、ToSTNeT買付数の上場市場による差異はあまり大きくない。パネルCはサンプルを同一設定枠内におけるToSTNeT買付回数で分類したものであるが、殆どのケースで1つの自社株買い設定枠で1回のToSTNeT買付が実施されていることがわかる。ただし、同一枠内で複数回のToSTNeT買付を実施している企業も若干存在しており、最高は4回となっている（横河ブリッジホールディングスが2010～2011年にかけて実施）。パネルDは、サンプル期間中の同一企業によるToSTNeT買付実施回数を調査したものである。62.2%の企業はサンプル期間中にToSTNeT買付を1回実施しただけであるが、中には頻繁に実施した企業も存在しており、最多は9回（アネスト岩田が実施）となっている。パネルEはサンプルを法的根拠別に分類したもので、株主総会決議を要する会社法第156条第1項を用いたToSTNeT買付は僅かに4個（0.4%）しか存在しない。一方、定款授權による取締役会決議で実施されたToSTNeT買付については、会社法第459条第1項第1号を適用した取得が1割程度で、9割近くが会社法第165条第2項を用いた取得となっている。最後にパネルFは、一般報告による変更報告書の個数を調査したもので、取締役会決議によるToSTNeT買付から89個、取締役会決議による複合買付から24個、株主総会決議によるToSTNeT買付からは0個で、計113個の一般報告による変更報告書が利用可能であることがわかる。

4.2 記述統計量

表3は、前節の基準で選択された898個のToSTNeT買付の記述統計量を示している。「予定取得株数（千株）」はToSTNeT買付での予定取得株数を表しており、平均で1,566千株、中央値で450千株となっている。なお、最小はデリカフーズが2008年12月に公表した100株で、最大はあおぞら銀行が2012年10月に公表した180,000千株である。「予定取得規模（%）」は予定取得株数を発行済株式総数（自己株式数を除く）で除した比率で、平均が2.69%、中央値が1.36%となっている。ちなみに最大は、藤久が2008年4月に公表した23.80%である。「予定取得金額（億円）」はToSTNeT買付に用いる予定取得金額で、平均が16.18億円、中央値が2.70億円である。なお、最小はアイフイスジャパンが2011年8月に公表した314万円で、最大はKDDIが2011年11月に公表した2,500億円である。これら公表予想値に対する実績値が、「実際取得株数（千株）」、「実際取得規模（%）」、「実際取得金額（億円）」で、平均はそれぞれ、1,486千株、2.48%、15.14億円、中央値はそれぞれ、400千株、1.25%、2.44億円となっている。最後に、「株数ペー

表3 ToSTNeT買付の記述統計量

	平均	標準偏差	最小値	25%ile	中央値	75%ile	最大値	<i>n</i>
予定取得株数 (千株)	1,566	7,196	0.10	150	450	1,300	180,000	898
予定取得規模 (%)	2.69	3.51	0.03	0.75	1.36	3.04	23.80	898
予定取得金額 (億円)	16.18	94.59	0.03	0.93	2.70	8.40	2,500	898
実際取得株数 (千株)	1,486	7,161	0.00	135	400	1,200	180,000	898
実際取得規模 (%)	2.48	3.32	0.00	0.64	1.25	2.76	23.61	898
実際取得金額 (億円)	15.14	89.62	0.00	0.81	2.44	7.78	2,356	898
株数ベース達成率 (%)	92.07	14.62	0.00	90.00	98.65	100.00	100.00	898
金額ベース達成率 (%)	92.07	14.62	0.00	90.00	98.65	100.00	100.00	898

(注) 本表は、本稿で使用する2008～2012年の期間に実施されたToSTNeT買付898個の記述統計量を示している。「予定取得株数 (千株)」はToSTNeT買付での予定取得株数、「予定取得規模 (%)」は予定取得株数を発行済株式総数 (自己株式数を除く) で除した比率、「予定取得金額 (億円)」はToSTNeT買付に用いる予定取得金額、「実際取得株数 (千株)」はToSTNeT買付での実際取得株数、「実際取得規模 (%)」は実際取得株数を発行済株式総数 (自己株式数を除く) で除した比率、「実際取得金額 (億円)」はToSTNeT買付に用いた実際取得金額、「株数ベース達成率 (%)」は実際取得株数を予定取得株数で除した比率、「金額ベース達成率 (%)」は実際取得金額を予定取得金額で除した比率である。なお、ToSTNeT買付では買付価格が公表日の終値で固定されているので、「株数ベース達成率 (%)」と「金額ベース達成率 (%)」は一致する。

ス達成率 (%)」は実際取得株数を予定取得株数で除した比率、「金額ベース達成率 (%)」は実際取得金額を予定取得金額で除した比率である。なお、ToSTNeT買付では買付価格が公表日の終値で固定されているので、「株数ベース達成率 (%)」と「金額ベース達成率 (%)」は一致する。達成率の平均は92.07%、中央値は98.65%と非常に高い値となっている。これと同様の結果は太田・河瀬 (2016) でも報告されており、ToSTNeT買付では、自社株買い公表企業は予定取得株数のほぼ全数を取得するといえる。

5. 変更報告書の分析

5.1 ToSTNeT買付における株式売却者と売主占有比率

論文末の付表1は、ToSTNeT買付898個の内、一般報告による変更報告書が提出された112個のToSTNeT買付について、売主の属性に応じて、上から、個人 (33個)、事業法人 (34個)、投資ファンド (40個)、その他 (5個) に4分類してまとめたものである。「自己株式取得企業名」の列はToSTNeT買付を実施した企業名、「買付日」の列はToSTNeT買付実施日付、「予定取得株数」の列はToSTNeT買付での予定取得株数、「予定取得規模」の列は予定取得株数を発行済株式総数 (自己株式数を除く) で除した比率、「実際取得株数」の列はToSTNeT買付により取得した株数、「達成率」の列は実際取得株数を予定取得株数で除した比率、「売却者名」の列は変更報告書提出者である売主名 (共同保有者がいる場合には主要売主名)、「売却株数」の列は変更報告書提出者がToSTNeT買付に応募することによって売却した株数、「売主占有比率」の列は売却株数を実際取得株数で除した比率を表している。例えば、No. 1のドクターシーラボは、2008年4月4日に自社株3,950株 (予定取得規模1.43%) を予定取得株数とし

表4 変更報告書が利用可能なToSTNeT買付の記述統計量

パネルA：全観測値								
	平均	標準偏差	最小値	25%ile	中央値	75%ile	最大値	n
予定取得株数（千株）	3,537	17,148	0.22	100	735	2,500	180,000	112
予定取得規模（%）	6.48	5.70	0.02	2.14	4.64	9.20	23.80	112
実際取得株数（千株）	3,466	17,136	0.20	100	670	2,400	180,000	112
株数ベース達成率（%）	95.47	8.47	50.00	93.68	99.92	100.00	100.00	112
売主売却株数（千株）	3,213	14,967	0.20	100	639	2,400	156,644	112
売主占有比率（%）	96.87	8.83	53.01	100.00	100.00	100.00	100.00	112
パネルB：（個人）								
	平均	標準偏差	最小値	25%ile	中央値	75%ile	最大値	n
予定取得株数（千株）	566	866	0.22	3.95	200	720	3,000	33
予定取得規模（%）	2.78	1.81	0.02	1.43	2.18	4.10	8.30	33
実際取得株数（千株）	525	830	0.20	3.95	160	644	3,000	33
株数ベース達成率（%）	92.96	12.45	50.00	90.91	100.00	100.00	100.00	33
売主売却株数（千株）	504	793	0.20	2.09	152	644	2,800	33
売主占有比率（%）	96.28	9.86	53.01	97.56	100.00	100.00	100.00	33
パネルC：（事業法人）								
	平均	標準偏差	最小値	25%ile	中央値	75%ile	最大値	n
予定取得株数（千株）	1,657	2,374	1.30	133	840	2,200	12,000	34
予定取得規模（%）	7.14	5.43	0.77	2.77	6.47	10.92	21.07	34
実際取得株数（千株）	1,616	2,360	1.20	133	803	2,000	11,976	34
株数ベース達成率（%）	96.44	4.26	83.25	92.50	98.87	100.00	100.00	34
売主売却株数（千株）	1,604	2,364	1.20	133	649	2,000	11,976	34
売主占有比率（%）	97.60	9.02	61.54	100.00	100.00	100.00	100.00	34
パネルD：（投資ファンド）								
	平均	標準偏差	最小値	25%ile	中央値	75%ile	最大値	n
予定取得株数（千株）	7,854	28,305	2.30	500	1,550	4,500	180,000	40
予定取得規模（%）	9.04	6.47	0.63	3.68	7.68	13.44	23.80	40
実際取得株数（千株）	7,727	28,299	2.25	500	1,550	3,784	180,000	40
株数ベース達成率（%）	96.34	7.29	69.34	96.00	100.00	100.00	100.00	40
売主売却株数（千株）	7,047	24,661	2.25	500	1,445	3,769	156,644	40
売主占有比率（%）	96.50	8.42	56.89	98.19	100.00	100.00	100.00	40
パネルE：（その他）								
	平均	標準偏差	最小値	25%ile	中央値	75%ile	最大値	n
予定取得株数（千株）	1,389	1,314	35	310	1,400	1,900	3,300	5
予定取得規模（%）	5.87	6.45	0.38	1.71	2.83	8.40	16.05	5
実際取得株数（千株）	1,387	1,317	33	300	1,400	1,900	3,300	5
株数ベース達成率（%）	98.40	2.26	95.23	96.77	100.00	100.00	100.00	5
売主売却株数（千株）	1,363	1,306	33	300	1,400	1,780	3,300	5
売主占有比率（%）	98.74	2.83	93.68	100.00	100.00	100.00	100.00	5

（注）本表は、本稿で使用する2008～2012年の期間に実施されたToSTNeT買付898個の内、一般報告による変更報告書が提出された112個のToSTNeT買付の記述統計量を示している（詳細は付表1を参照）。パネルAは全観測値112個の結果であり、パネルB～Eは、売主の属性に応じて、それぞれ、個人（33個）、事業法人（34個）、投資ファンド（40個）、その他（5個）に4分類した結果である。各項目の定義は表3脚注に記載されている。

てToSTNeT買付を実施し、実際に3,950株（達成率100%）を取得している。また、変更報告書から判明したこのToSTNeT買付に応募した売主は城野親徳氏で、2,094株をドクターシーラボに売却しているので、売主占有比率は、城野親徳氏の売却株数2,094株をドクターシーラボの実際取得株数3,950株で除した53.01%となっている。

表4は、付表1で示されている112個のToSTNeT買付の記述統計量を示している。パネルAは全観測値112個の記述統計量を示しているが、予定取得規模は平均が6.48%、中央値が4.64%と、表3で示されている898個のToSTNeT買付の予定取得規模と比べて著しく大きくなっている。これは、変更報告書の提出義務が、持株比率が5%を超える大量保有者の保有比率が1%以上変動した場合にのみ発生するので、変更報告書が利用可能なToSTNeT買付が予定取得規模の大きいものに限定されてしまうからである。ただし、株数ベース達成率は、平均が95.47%、中央値が99.92%と表3の値と同程度であるので、予定取得規模が大きくなったからといって達成率に変化があるというわけではないようである。売主占有比率については、平均は96.87%であるが、中央値は100%となっている。さらに詳細に調べると、112個中85個の売主占有比率が100%であった。このことは、ToSTNeT買付による取引の4分の3が、実質的には一人の大株主との間の相対取引となっていることを意味している。

表4のパネルBからパネルEは、変更報告書が利用可能な112個のToSTNeT買付を、売主の属性に応じて、個人（33個）、事業法人（34個）、投資ファンド（40個）、その他（5個）に4分類した記述統計量を示している。特徴的なのは、売主が個人である場合の予定取得規模が平均で2.78%、中央値で2.18%と、他の3分類と比較してかなり小さくなっているという点である。それ以外の株数ベース達成率および売主占有比率については、売主の属性による4分類に特徴的な差は見られず、何れも100%近い比率となっている。

5.2 ToSTNeT買付における自己株式取得企業と株式売却者の関係

論文末の付表2は、一般報告による変更報告書が提出された112個のToSTNeT買付について、自己株式取得企業と株式売却者の関係を調査してまとめたものである。付表1と同様に、売主の属性に応じて、上から、個人（33個）、事業法人（34個）、投資ファンド（40個）、その他（5個）に4分類している。付表2の「売却前後の大株主順位」の列は、売主のToSTNeT買付前後の株主順位の変動を載せている。さらに、「自身が役員/役員派遣」の列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、「自身が元役員/役員/役員の親族」の列は売主自身が買主企業の元役員あるいは役員/役員の親族である場合、「親会社」の列は売主企業が買主企業の親会社である場合、「その他の関係会社」の列は売主企業が買主企業の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」の列は売主企業と買主企業の間で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」の列は売主企業と買主企業が株式持合いをしている場合、「共同出資会社」の列は売主企業と買主企業の

相互出資会社が存在する場合に白丸を付している。例えば、No. 1のToSTNeT買付は、自己株式取得企業がドクターシーラボで変更報告書から判明した株式売却者は城野親徳氏である。城野親徳氏はこのToSTNeT買付前は筆頭株主であったが取引後には次席株主になっているので、「売却前後の大株主順位」は1→2と記載されている。また、城野親徳氏はドクターシーラボの創業者で取引時には取締役会長であるので、「自身が役員/役員派遣」の列に白丸が付されている。

表5 売主の大株主順位の変化

パネルA：売却前の大株主順位						
	1位	2位	3位	4位	5位以下	<i>n</i>
全観測値	44	35	14	11	8	112
(個人)	12	11	3	3	4	33
(事業法人)	13	12	4	4	1	34
(投資ファンド)	18	10	7	2	3	40
(その他)	1	2	0	2	0	5

パネルB：売却後の大株主順位						
	1位	2位	3位	4位	5位以下	<i>n</i>
全観測値	18	23	7	9	55	112
(個人)	9	10	3	3	8	33
(事業法人)	6	7	1	2	18	34
(投資ファンド)	2	6	3	2	27	40
(その他)	1	0	0	2	2	5

(注) 本表は、本稿で使用する2008～2012年の期間に実施されたToSTNeT買付898個の内、一般報告による変更報告書が提出された112個のToSTNeT買付について、売主の大株主順位の変化をまとめたものである（詳細は付表2を参照）。パネルAは売却前、パネルBは売却後の大株主順位の分布を示している。なお、各パネルの1行目は全観測値112個の結果を示しており、2～5行目は、売主の属性に応じて、それぞれ、個人（33個）、事業法人（34個）、投資ファンド（40個）、その他（5個）に4分類した結果を載せている。

表5は、付表2のToSTNeT買付前後の売主の大株主順位の変動を要約したものである。パネルAは、売却前の大株主順位、パネルBは売却後の大株主順位を表している。売却前の大株主順位は、全観測値112個の内、1位が44個、2位が35個であるので、売主の7割が筆頭あるいは次席株主であったことがわかる。ところが売却後は、1位が18個、2位が23個であるのに対して5位以下が55個と、全観測値の半分近くが主要な株主ではなくなっている。また、売主の属性による4分類からは、売主が個人である場合には売却前後での順位変化が小さいが、売主が事業法人や投資ファンドである場合には売却前後の順位変化が大きいということがわかる。実際より詳細に調べると、売主が個人である場合には所有する株式の一部を売却しているケースが多いのに対して、売主が事業法人や投資ファンドである場合には所有株を全て売却しているケースが多く見られた。

表6 自己株式取得企業と売主との関係

	自身が役員 /役員派遣	自身が元 役員/役員 の親族	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	共同出資 会社	<i>n</i>
全観測値	44	13	2	12	29	18	9	112
(個人)	18	13	0	0	0	0	0	33
(事業法人)	20	0	1	9	24	16	8	34
(投資ファンド)	4	0	1	3	3	2	1	40
(その他)	2	0	0	0	2	0	0	5

(注) 本表は、本稿で使用する2008～2012年の期間に実施されたToSTNeT買付898個の内、一般報告による変更報告書が提出された112個のToSTNeT買付について、自己株式取得企業と売主との関係をまとめたものである(詳細は付表2を参照)。表の1行目は全観測値112個の結果を示しており、2～5行目は、売主の属性に応じて、それぞれ、個人(33個)、事業法人(34個)、投資ファンド(40個)、その他(5個)に4分類した結果を載せている。各項目の定義は付表2脚注に記載されている。

表6は、付表2の自己株式取得企業と売主との関係を要約したものである。全観測値112個に対して白丸の数の合計が127個であることからわかるように、自己株式取得企業と売主との間には密接な関係が存在する。とりわけ、売主が個人や事業法人である場合には取得企業と売主の関係は密接で、個人である場合には、観測値33個の内31個で、売主が取得企業の役員、元役員あるいは役員の親族であった。事業法人である場合にも、観測値34個の内20個で売主企業から取得企業に役員が派遣されてきており、それ以外にも多くのケースで両社間には営業上の取引関係や業務提携関係が存在していた。一方、売主が投資ファンドである場合には、取得企業と売主との間に特徴的な関係は観察されなかった。

以上の結果から、ToSTNeT買付における売主の7割は買付企業の筆頭あるいは次席株主であり、また売主が個人や事業法人である場合には、売主自身がToSTNeT買付企業の取締役を務めている、あるいは売主企業から買付企業に役員が派遣されているなど、買付企業と売主との間には密接な関係が存在しているといえる。

6. おわりに

わが国で認められている自己株式取得方法には、Auction買付、ToSTNeT買付、公開買付、相対取引の4つがあり、この内ToSTNeT買付は、諸外国には存在しないわが国独自の取得方法である。本稿では、このわが国特有のToSTNeT買付の取引実態について、2008～2012年の間に実施された898個のToSTNeT買付をサンプルとして調査を行っている。調査の結果、一般報告による変更報告書が利用可能な112個のToSTNeT買付の内、その4分の3に当たる85個のToSTNeT買付で、株式売却が単独の株主によって行われていることが明らかになった。また、ToSTNeT買付企業と売主の間には、売主の7割が買付企業の筆頭あるいは次席株主である、売主が個人や事業法人である場合には、売主自身が買付企業の取締役を務めていたり、

売主企業から買付企業に役員が派遣されているなど、ToSTNeT買付企業と売主との間には密接な関係が存在していた。これらの結果は、企業のToSTNeT買付による自己株式取得が、実質的には企業内部者との間の相対取引となっていることを示唆するものといえる。

次に、ToSTNeT買付が実質的な相対取引となっている理由について考察する。第一に、ToSTNeT買付は、その公表から執行までの時間が夜間を含む僅か16時間しかないので、多くの株主がその公表に気付かない可能性がある。第二に、たとえ公表に気付いたとしても、大株主の場合には売却金額が非常に大きくなるので、そのような重要な意思決定を限られた時間で行うことは不可能であると思われる。第三に、筆者が証券大手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）の計12社に対して調査した所、全ての証券会社でインターネット経由でToSTNeT買付への売却申込を行うことは不可能であった。従って、ネット取引が中心のリテール投資家がToSTNeT買付に応募することは困難であるといえる。以上のような時間的制約や証券会社の対応の不備が、ToSTNeT買付が実質的に相対取引となっている理由であると思われる。

最後に、ToSTNeT買付以外にも自己株式を実質上あるいは実際に相対取引で取得する方法は存在するので、ToSTNeT買付をこれらの取得方法と比較することによってその特徴を論じる。自己株式をToSTNeT買付以外の方法で特定の大株主から相対取得するには、買付価格が市場価格を下回る負のプレミアムで公開買付を実施する方法と、文字通り相対取引を行う方法の2つがある。ただし、両方法とも手続きが煩雑で実施するのに時間を要する。例えば、公開買付を実施するには、新聞等を通じて公開買付開始公告を行い、買付期間を開始公告を行った日から起算して20営業日以上60営業日以内で設定しなければならない。また、相対取引を実施するには、株主総会の1ヵ月程前に取得に関する付議を公表し、株主総会で相対取引の相手方となる特定の株主の議決権を排除した上で特別決議を可決させる必要がある。それに対して、ToSTNeT買付による自己株式取得は、取締役会の決議内容がTDnetで開示されてから買付が終了するまで僅か16時間という、他とは比較にならない簡便性と迅速性を有しており、取得企業にとって好ましい方法であるといえる。他方、買付価格については、ToSTNeT買付が時価であるのに対して、公開買付と相対取引では時価以下でない他の株主の売却申込や売主追加請求権を排除できないので、時価を10%程下回る価格で買付価格が設定されるのが一般的である。従って、ToSTNeT買付による自己株式取得は、買付価格の点では売主である大株主に有利な買付方法であるといえる。自己株式の相対取得を望む企業は、これらのメリットとデメリットを考慮して取得方法を選択しているものと考えられる。

（謝辞：本稿で使用したデータは、筆者のゼミ生で2018年3月に卒業した弘内涼太氏が卒業論文を作成するにあたり収集したものを多く用いている。残念ながら現在音信不通となってしま

っているが、弘内氏にはここで深く謝意を表したい。

引用文献

- 江頭憲治郎(2011)『株式会社法第4版』有斐閣。
- 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巻, 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(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。
- 山田純平(2015)「一括取得型による自社株取得 (ASR) 取引の会計問題」『明治学院大学経済研究』第150巻, 69-80頁。
- 横山淳(2007)『ToSTNeTによる新しい自己株式買付制度』大和総研。
- Akyol, A., Kim, J. S., and Shekhar, C., (2014). "The Causes and Consequences of Accelerated Stock Repurchases." *International Review of Finance* 14 (3), 319-343.
- Bargeron, L., Kulchania, M., and Thomas, S., (2011). "Accelerated Share Repurchases." *Journal of Financial Economics* 101 (1), 69-89.
- Chemmanur, T. J., Cheng, Y., and Zhang, T., (2010). "Why Do Firms Undertake Accelerated Share Repurchase Programs?" Working Paper, Boston College and Florida State University.
- Dann, L. Y. and DeAngelo, H., (1983). "Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control." *Journal of Financial Economics* 11 (1), 275-300.
- Lakonishok, J. and Vermaelen, T., (1990). "Anomalous Price Behavior around Repurchase Tender Offers." *The Journal of Finance* 45 (2), 455-477.
- Michel, A., Oded, J., and Shaked, I., (2010). "Not All Buybacks Are Created Equal: The Case of Accelerated Stock Repurchases." *Financial Analysts Journal* 66 (6), 55-72.
- Peyer, U. C. and Vermaelen, T., (2005). "The Many Facets of Privately Negotiated Stock Repurchases." *Journal of Financial Economics* 75 (2), 361-395.
- Peyer, U. C. and Vermaelen, T., (2009). "The Nature and Persistence of Buyback Anomalies." *Review of Financial Studies* 22 (4), 1693-1745.
- Vermaelen, T., (1981). "Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study." *Journal of Financial Economics* 9 (2), 139-183.
- Vermaelen, T., (2005). *Share Repurchases*. now Publishers Inc., Hanover, MA.

付表1 変更報告書が利用可能なToSTNeT買付における株式売却者と売主占有比率

No.	自己株式取得企業名	ToSTNeT 買付の概要				売主			
		買付日	予定取得株数	予定取得規模	実際取得株数	達成率	売却者名	売却株数	売主占有比率
1	ドクターシーラボ	20080404	3,950	1.43%	3,950	100.00%	<個人>		
2	ジェイプロジェクト	20080418	1,100	3.82%	1,000	90.91%	城野親徳	2,094	53.01%
3	光通信	20080529	1,269,000	2.18%	634,500	50.00%	新田二郎	1,000	100.00%
4	日精樹脂工業	20080711	500,000	2.33%	500,000	100.00%	重田康光	634,500	100.00%
5	島精機製作所	20080808	1,500,000	4.10%	1,180,000	78.67%	島嘉治	500,000	100.00%
6	雪国まいたけ	20080909	400,000	1.32%	350,600	87.65%	島正博	1,130,000	95.76%
7	関門海	20090421	1,020	1.68%	1,020	100.00%	大平盛信	270,000	77.01%
8	クリナップ	20090513	1,200,000	2.50%	1,200,000	100.00%	サンミート	1,020	100.00%
9	さくらインターネット	20090804	1,610	3.58%	1,610	100.00%	タカヤス	1,170,700	97.56%
10	エイジア	20091127	220	2.14%	200	90.91%	佐田亮	1,610	100.00%
11	飯田産業	20100106	600,000	1.98%	600,000	100.00%	江藤晃	200	100.00%
12	エイジア	20100202	525	5.33%	500	95.24%	森和彦	584,800	97.47%
13	システナ	20100810	8,000	2.58%	8,000	100.00%	江藤晃	500	100.00%
14	DCM ホールディングス	20101004	2,500,000	1.62%	2,500,000	100.00%	カヤ・アセット	8,000	100.00%
15	大丸エナワイン	20101105	100,000	1.25%	100,000	100.00%	鏡味順一郎	2,500,000	100.00%
16	エイジア	20101109	525	5.65%	500	95.24%	伊藤吉朝	100,000	100.00%
17	新日本建設	20101116	3,000,000	4.90%	2,800,000	93.33%	江藤晃	500	100.00%
18	G-7 ホールディングス	20101125	300,000	2.41%	270,000	90.00%	金網一男	2,800,000	100.00%
19	ハビネット	20110118	100,000	0.88%	100,000	100.00%	木下守	270,000	100.00%
20	宝印刷	20110406	720,000	5.57%	720,000	100.00%	オリエント	100,000	100.00%
21	バイオラックス	20110823	200,000	1.53%	160,000	80.00%	野村正道	720,000	100.00%
22	タクトホーム	20111018	6,000	2.50%	4,800	80.00%	加藤千江子	160,000	100.00%
23	アルプス技研	20120217	220,000	1.98%	200,000	90.91%	山本重徳	4,800	100.00%
24	はごろもフーズ	20120222	1,700,000	8.30%	1,659,000	97.59%	松井利夫	200,000	100.00%
25	キャンドク	20120416	5,000	3.04%	5,000	100.00%	後藤康雄	1,659,000	100.00%
26	WDB ホールディングス	20120523	500	1.01%	500	100.00%	城戸恵子	5,000	100.00%
27	バリエーコマース	20120523	10,000	5.18%	5,300	53.00%	中野敏光	500	100.00%
28	DCM ホールディングス	20120703	3,000,000	2.06%	3,000,000	100.00%	Timothy Roman Williams	5,300	100.00%
29	ジャパネットリアル	20120918	30,000	1.17%	30,000	100.00%	鏡味順一郎	2,585,800	86.19%
30	ステラケミフア	20121031	200,000	1.64%	200,000	100.00%	伊藤徳一	30,000	100.00%
31	システナ	20121106	5,000	0.02%	5,000	100.00%	深田純子	151,800	75.90%
32	光通信	20121116	644,300	1.31%	644,300	100.00%	逸見由美子	5,000	100.00%
33	オービック	20130130	450,000	4.78%	424,610	94.36%	重田康光	644,300	100.00%
							野田順弘	400,000	94.20%
							<事業法人>		
34	カップパ・クリエイト	20080815	4,800,000	20.61%	4,800,000	100.00%	ゼンヨー	4,800,000	100.00%

35	スター精密	20080829	4,000,000	7.45%	3,700,000	92.50%
36	栄研化学	20090203	2,200,000	10.92%	2,000,000	90.91%
37	スリープグループ	20090206	1,300	6.78%	1,200	92.31%
38	昭和産業	20090311	2,000,000	1.12%	2,000,000	100.00%
39	スリープホールグループ	20090331	3,000	15.65%	2,776	92.53%
40	アジア航測	20090410	1,900,000	12.52%	1,900,000	100.00%
41	理研ビタミン	20090806	1,000,000	4.24%	947,000	94.70%
42	フアナック	20090821	12,000,000	5.01%	11,975,900	99.80%
43	ダイエーエイト	20091102	385,000	5.98%	380,000	98.70%
44	UKCホールディングス	20091116	400,000	2.77%	381,000	95.25%
45	昭和産業	20091130	5,650,000	3.21%	5,615,000	99.38%
46	村上開明堂	20100215	100,000	0.77%	100,000	100.00%
47	アグロカネショウ	20100223	500,000	7.68%	450,000	90.00%
48	日本精鉱	20100226	400,000	3.17%	333,000	83.25%
49	積水樹脂	20100311	500,000	1.11%	500,000	100.00%
50	日本フラスト	20100512	2,000,000	10.97%	1,810,000	90.50%
51	ラサ商事	20100702	1,000,000	8.30%	1,000,000	100.00%
52	日本ヒューム	20100826	2,000,000	7.17%	1,900,000	95.00%
53	吉野家ホールディングス	20110118	133,000	21.07%	132,858	99.89%
54	東洋製作所	20110210	860,000	3.86%	860,000	100.00%
55	盟和産業	20110516	3,000,000	17.13%	2,854,000	95.13%
56	天草電気工業	20110520	1,110,000	6.53%	1,110,000	100.00%
57	ネットイヤーグループ	20110523	4,478	6.83%	4,478	100.00%
58	日本ケアアプライ	20111122	21,000	11.84%	20,800	99.05%
59	日本コンクリート工業	20120120	3,700,000	7.50%	3,700,000	100.00%
60	高砂熱学工業	20120215	1,250,000	1.61%	1,150,000	92.00%
61	シーエーシー	20120222	250,000	1.24%	240,000	96.00%
62	サクサホールディングス	20120323	3,700,000	6.11%	3,700,000	100.00%
63	ディー・ガイア	20120517	27,000	6.41%	26,985	99.94%
64	日本精頓	20120731	300,000	1.48%	287,000	95.67%
65	日本管財	20120801	300,000	1.76%	300,000	100.00%
66	総合臨床ホールディングス	20121225	11,258	10.81%	10,775	95.71%
67	蟻理	20130131	820,000	3.28%	745,000	90.85%
68	アグロカネショウ	20080219	500,000	7.47%	500,000	100.00%
69	松風	20080325	1,600,000	10.08%	1,600,000	100.00%
70	MORESCO	20080325	50,000	0.63%	44,500	89.00%
71	キングジム	20080403	3,575,400	11.53%	3,446,200	96.39%
72	藤久	20080425	1,310,000	23.80%	1,299,900	99.23%
73	大和自動車交通	20080625	510,000	4.87%	501,000	98.24%
	シズモンホールディングス		3,700,000		3,700,000	100.00%
	日立ハイテクロジクス		2,000,000		2,000,000	100.00%
	モジュレ		1,200		1,200	100.00%
	双日		2,000,000		2,000,000	100.00%
	トランス・コスモス		2,776		2,776	100.00%
	ロクエーションビュー		1,900,000		1,900,000	100.00%
	伊藤忠商事		597,000		597,000	63.04%
	富士通		11,975,900		11,975,900	100.00%
	ホーマック		380,000		380,000	100.00%
	アマダ		381,000		381,000	100.00%
	双日		5,615,000		5,615,000	100.00%
	旭硝子		100,000		100,000	100.00%
	三井物産		450,000		450,000	100.00%
	双日		333,000		333,000	100.00%
	積水化学工業		500,000		500,000	100.00%
	Moller Tech International		1,810,000		1,810,000	100.00%
	ラサ工業		1,000,000		1,000,000	100.00%
	太平洋セメント		1,900,000		1,900,000	100.00%
	伊藤忠商事		132,858		132,858	100.00%
	三菱商事		860,000		860,000	100.00%
	カネカ		2,854,000		2,854,000	100.00%
	三井物産		1,110,000		1,110,000	100.00%
	TIS		4,478		4,478	100.00%
	三菱UFJリース		12,800		12,800	61.54%
	東京電力		3,700,000		3,700,000	100.00%
	パナソニック		1,150,000		1,150,000	100.00%
	アステラス製薬		240,000		240,000	100.00%
	日本電気		3,700,000		3,700,000	100.00%
	三井物産		26,985		26,985	100.00%
	エー・ティ・エス		287,000		287,000	100.00%
	パナソニック		300,000		300,000	100.00%
	シーエーシー		10,775		10,775	100.00%
	東レ		700,000		700,000	93.96%
	<投資ファンド>					
	The SFP Value		406,000		406,000	81.20%
	The SFP Value		1,390,300		1,390,300	86.89%
	みずほ投資信託顧問		44,500		44,500	100.00%
	The SFP Value		3,446,200		3,446,200	100.00%
	タワー投資顧問		1,299,900		1,299,900	100.00%
	株式会社EIGENVEC		501,000		501,000	100.00%

74	前沢工業	20080723	2,200,000	10.71%	2,200,000	100.00%	The SFP Value	1,684,700	76.58%
75	ダイワ精工	20080822	17,000,000	12.82%	17,000,000	100.00%	大和証券エスエムピーシー	17,000,000	100.00%
76	大阪有機化学工業	20080905	800,000	3.77%	762,700	95.34%	タワー投資顧問	760,800	99.75%
77	藤倉ゴム工業	20080910	3,800,000	16.21%	3,783,500	99.57%	タワー投資顧問	3,768,500	99.60%
78	日本トリム	20080912	50,000	1.11%	50,000	100.00%	フィデリティ投資	50,000	100.00%
79	エフ・ジェー・ネクスト	20080918	500,000	3.11%	500,000	100.00%	タワー投資顧問	500,000	100.00%
80	荏原ニューゼライト	20080919	157,000	4.85%	157,000	100.00%	タワー投資顧問	157,000	100.00%
81	オーエーゼルクニカ	20081002	3,000,000	16.21%	2,884,200	96.14%	タワー投資顧問	2,884,200	100.00%
82	クラウディア	20081009	400,000	8.40%	400,000	100.00%	タワー投資顧問	400,000	100.00%
83	ニッセンホールディングス	20081029	10,000,000	16.45%	10,000,000	100.00%	スバークス・アセット	9,505,000	95.05%
84	東映	20081030	20,000,000	13.56%	18,110,000	90.55%	アルグループ	18,110,000	100.00%
85	名糖産業	20081111	1,400,000	7.69%	1,400,000	100.00%	The SFP Value	796,400	56.89%
86	上新電機	20081121	5,000,000	9.20%	5,000,000	100.00%	スバークス・アセット	4,921,000	98.42%
87	江崎グリコ	20081217	14,000,000	10.97%	14,000,000	100.00%	Steel Partners Japan	13,252,000	94.66%
88	エンロ化学工業	20081225	2,100,000	14.22%	1,928,000	91.81%	Steel Partners Japan	1,856,800	96.31%
89	前沢化成工業	20090219	430,000	2.77%	384,800	89.49%	OCM Opportunities	384,800	100.00%
90	前沢総業工業	20090302	3,530,000	23.14%	3,010,800	84.81%	The SFP Value	3,010,800	100.00%
91	種水樹脂	20090305	500,000	1.09%	500,000	100.00%	シンプレックス・アセット	500,000	100.00%
92	マクロミル	20090310	4,000	3.11%	4,000	100.00%	スバークス・アセット	4,000	100.00%
93	総合臨床ホールディングス	20090317	3,000	2.81%	3,000	100.00%	ジュピターインベストメント	3,000	100.00%
94	サカタのタネ	20090501	3,800,000	7.68%	3,560,000	93.68%	Syngenta Participations	3,560,000	100.00%
95	日清食品ホールディングス	20090521	4,500,000	3.68%	3,120,300	69.34%	Steel Partners Japan	3,100,000	99.35%
96	タカラトミー	20090526	10,000,000	11.15%	10,000,000	100.00%	TPG Richmond	9,095,700	90.96%
97	SHOEI	20090731	750,000	5.16%	750,000	100.00%	あすかマネジメント	750,000	100.00%
98	東京機械製作所	20090814	2,500,000	2.78%	2,400,000	96.00%	プラト	2,400,000	100.00%
99	兼命酒製造	20091120	1,500,000	4.75%	1,500,000	100.00%	The SFP Value	1,500,000	100.00%
100	ユーン	20100120	1,349,000	4.22%	1,349,000	100.00%	RHJ International SA	1,349,000	100.00%
101	北沢産業	20120217	5,100,000	21.54%	5,080,000	99.61%	エフ・シー・エー	5,080,000	100.00%
102	オートパックス7	20120514	1,000,000	3.06%	1,000,000	100.00%	Ichigo Asset Management	1,000,000	100.00%
103	あいホールディングス	20120516	7,352,900	13.44%	7,352,900	100.00%	合同会社レスポワール	7,352,900	100.00%
104	日本社会サービス	20120912	1,000,000	22.47%	695,200	69.52%	ジャフコ	690,000	99.25%
105	あおぞら銀行	20121009	180,000,000	12.03%	180,000,000	100.00%	サンベラス NCB	156,644,000	87.02%
106	ニッセンホールディングス	20121211	2,873,000	4.53%	2,787,100	97.01%	THN	2,736,540	98.19%
107	トラスターパーク	20121219	2,300	4.48%	2,250	97.83%	斎藤蔵	2,250	100.00%
108	パナソニックグループ	20080731	35,000	8.40%	33,330	95.23%	<その他>		
109	ケーヨーホールディングス	20090306	310,000	1.71%	300,000	96.77%	日興シテイホールディングス	33,330	100.00%
110	日本管財	20090811	3,300,000	16.05%	3,300,000	100.00%	日本興亜損害保険会社	300,000	100.00%
111	ミソウコロ	20110325	1,900,000	2.83%	1,900,000	100.00%	日本振興銀行	3,300,000	100.00%
112	中国電力	20120203	1,400,000	0.38%	1,400,000	100.00%	日本興亜損害保険 財団法人山口県振興財団	1,779,900	93.68%
								1,400,000	100.00%

72	藤久	タワー投資顧問	1→n/a	
73	大和自動車交通	株式会社 EIGENVEC	2→2	
74	前沢工業	The SFP Value	1→n/a	
75	ダイワ精工	大和証券 SMBC	1→1	○
76	大阪有機化学工業	タワー投資顧問	1→n/a	
77	藤倉ゴム工業	タワー投資顧問	3→n/a	
78	日本トリス	フィデリティ投信	2→2	
79	エフ・ジェー・ネクス	タワー投資顧問	3→3	
80	住原ユーザライ	タワー投資顧問	1→2	
81	オーバンテイク	タワー投資顧問	1→n/a	
82	クラフティア	タワー投資顧問	3→4	
83	ニッセンホールディング	スバークス・アセット	2→n/a	
84	東映	アルグループ	4→n/a	アルグループは、ダリオン・トバ・パートナーズのファンド
85	名糖産業	The SFP Value	1→4	
86	上新電機	スバークス・アセット	3→5	
87	江崎グリコ	Steel Partners Japan	1→n/a	金融危機による日本株売却の一環
88	ユニクロ化学工業	Steel Partners Japan	1→n/a	金融危機による日本株売却の一環
89	前沢化成工業	OCM Opportunities	5→6	
90	前沢給装工業	The SFP Value	1→n/a	
91	積水樹脂	シブ レガス・アセット	3→3	
92	マクロミル	スバークス・アセット	6→n/a	
93	総合臨床ホールディング	ジェビ ケインバースト	3→3	ジェビ ケインバーストは Goldman Sachs のグループ会社
94	サカタのタネ	Syngenta Participations	2→n/a	
95	日清食品ホールディング	Steel Partners Japan	2→n/a	
96	タカラミー	TPG Richmond	1→5	○
97	SHOEI	あすかマネジメント	1→n/a	
98	東京機械製作所	プラト	1→5	
99	兼命酒製造	The SFP Value	4→n/a	
100	エーシン	RHI International SA	1→n/a	○
101	北沢産業	エフ・シー・エー	2→n/a	○
102	オートバックス7	Ichigo Asset Management	2→2	
103	あいホールディング	合同会社レスポワール	2→n/a	
104	日本住宅サービス	ジャフコ	1→n/a	○
105	あおぞら銀行	サーベラスNCB	1→1	○
106	ニッセンホールディング	THN	2→2	○
107	トラスティパーク	斎藤篤	6→6	○
		<その他>		
108	ハンナグループ	日興アホーディング	4→n/a	
109	ケユーホールディング	日本興亜損害保険会社	4→4	○
110	日本管財	日本興業銀行	2→6	○

複数の取締役が派遣されている

2つの変更報告書の合体

アドバンテッジパートナーズ系の企業投資ファンド

ベンチャーキャピタル会社の経営者

111	ミツウロコ	日本興亜損害保険	2→4	○	山口県の外郭団体、売却株数修正あり
112	中国電力	財団法人山口県振興財団	1→1	○	

(注) 本表は、付表1のToSTNeT買付112個について、自己株式取得企業(買主)と株式売却者(売主)の関係を載せている。出典は、変更報告書、有価証券報告書、役員四季報および大株主総覧である。なお、「自己株式取得企業名」はToSTNeT買付を実施した企業名、「売却者名」は変更報告書提出者である売主名(共同保有者がいる場合には主要売主名)、「売却前後の大株主順位」は売主のToSTNeT買付前後の株主順位の變動を載せている。さらに、「自身が役員/役員派遣」は売主自身を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、「自身が元役員/役員の親族」は売主自身の元役員あるいは役員の親族である場合、「親会社」は売主企業が買主企業の親会社である場合、「その他の関係会社」は売主企業が買主企業との他の関係会社である場合、「営業上の取引関係/業務提携」は売主企業と買主企業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」は売主企業と買主企業が株式持合いをしている場合、「共同出資会社」は売主企業と買主企業の相互出資会社が存在する場合に白丸を付している。

