

# 自己株式の取得における開示制度

李 秀 宓

## 目 次

1. はじめに
2. アメリカにおける自己株式取得
  - 2-1 自己株式取得の状況及び取得方法
  - 2-2 経営者の動機
  - 2-3 情報の非対称性により生じうる問題
    - (1) 割安な価格による自己株式取得の問題
    - (2) 虚偽のシグナリングの問題
  - 2-4 自己株式取得のメリット
    - (1) 一時的なキャッシュ・フローの効率的な分配
    - (2) 流動性
3. 自己株式取得の開示規則が公表されるまでの道のり
  - 3-1 規則 13e-2 不採択の経緯
    - (1) SEC v. Georgia-Pacific Corp. (1966)
    - (2) 規則 13e-2 の当初試案
    - (3) 規則 13e-2 中間試案
    - (4) 規則 13e-2 最終試案
  - 3-2 規則 10b-18 の内容
  - 3-3 SEC による情報開示規制試案
    - (1) 試案の主旨及び内容
    - (2) コメントの内容
4. 開示規則（最終規則）
  - 4-1 検討
  - 4-2 改善策
5. おわりに

## 1. はじめに

自己株式の取得とは、株式会社が剰余金で発行済株式を既存株主から買い戻すことであり、配当とともに会社のペイアウト政策の一環とされる。日本では2001年に自己株式取得が完全に自由化されてから、自己株式の取得が非常に増えてきた。リーマンショックの後、日本企業の多くは将来の成長投資に備え手元資金の確保を優先課題としているため自己株式の取得額は減ったものの<sup>(1)</sup>、リーマンショック前のたとえば2006年には、自己株式取得額は前年度の1.5倍の約7兆7000億円に達した。集計期間などの問題もあるが、2006年度に上場会社が行った自己株式取得の総額は配当の総額を上回ったようである<sup>(2)</sup>。また2007年度に上場会社の自己株式取得の総額は過去最高だったという集計結果もある<sup>(3)</sup>。外国に眼を転じれば、アメリカの主要500社に対する調査によると、2006年の上半期の自己株式取得の総額は配当総額の2倍以上にも達したという<sup>(4)</sup>。このような自己株式取得ブームは一体何を物語っているのだろうか。

Jensenの「エイジェンシー・コスト理論」によれば、経営者は必要以上に会社の規模を拡大したがる。会社規模の拡大は経営者の権限を大きくし、収入の増加にもつながる。会社に余剰資金<sup>(5)</sup>が生じると、この余剰資

---

(1) 2009年度上期(4-9月)の上場企業の自己株式取得実施額は3580億円であり、前年同期比83%減少した。日本経済新聞2009年10月14日朝刊16面。

(2) 砂川伸幸＝北川英隆＝杉浦秀徳『日本企業のコーポレートファイナンス』(日本経済新聞社、2009年)275頁。

(3) 日本経済新聞2008年5月26日朝刊1面。

(4) 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、2009年)254頁。

(5) 余剰資金とは、株主にとって有利な投資をした後、株主の期待利益率を上回る

## 自己株式の取得における開示制度

金の使途について株主と経営者との間で利害が対立し、経営者は余剰資金を利己的に使うインセンティブをもつ<sup>(6)</sup>。そうであるならば、自己株式の取得は会社から財産を支払い、会社の資産や規模を縮小することになるため、経営者はこの手法を好まないのではないか、という疑問が生じる。しかし、この疑問に反し、経営者はこれまで自己株式の取得を熱心に行ってきたが、これは一体なぜなのだろうか<sup>(7)</sup>。建前としては、株主の重視、経営環境に対応した機動的な資本政策の実行や、一株あたりの資本効率の向上等が理由として挙げられるが、しかし本当のところは果たしてその通りなのだろうか。会社の経営者は自己株式の取得のどこに魅力を感じるのか。会社内部の情報に精通し、かつ会社の株式を保有する経営者は、ペイアウト政策の一環のはずの仕組みを一般株主の利益にならないところで使わないだろうか。

株主は会社から持株比率に応じ平等に配当を受け取る。しかし、自己株式の取得は、取得価格が割安な場合、残存株主が売却株主の犠牲において利益を得ることになり、割高な場合はその逆となる。加えて会社の内部情報に精通する経営者が同時に株主でもあり、しかも比較的高い割合の株式を所有する場合、前述したような株主間の不平等な取り扱いの問題だけで

---

ような有利な投資機会がない状況下で残った資金のことであり、フリー・キャッシュ・フローともいう。

(6) Michael C. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, 76 Amer. Econ. Rev. 323 (1986) (<http://papers.ssrn.com/abstract=99580>) (Dec. 10, 2009).

(7) もっとも、エイジェンシー・コスト理論に基づけば、会社が自己株式取得を通じて余剰資金を株主に還元することは、余剰資金についてのエイジェンシー・コストを減少させる。それにより、非効率な過剰投資を抑制でき、企業価値を高めることができるので、会社や株主にとっては望ましい。ただこれは、あくまでも結果に対する説明であり、経営者の動機の説明とはいえない。

なく、経営者が利己的になりかねないという問題も内在しているのである。

会社の株主や投資者は、金融商品取引法及び東京証券取引所など金融商品取引所（以下「取引所」と略す）の自主規制における情報開示の規制を通じて、会社側が開示した自己株式取得に関する一定の情報しか知ることができない。彼らと、情報を発信する側に立ち、しかも会社経営に関し独自の情報も有する経営者との間には、情報の非対称性という問題が存在する。この情報の非対称性ゆえに、経営者は自己株式の取得を通じて利益を得ようとするインセンティブを持つ。また現在の情報開示制度のもとでは、得られる情報が限られているため、経営者による自己株式取得の判断が誤っているかどうかについては判断しにくい。そもそも自己株式の取得に関する開示規制は一体どういった内容なのだろうか。ここで、金融商品取引法と取引所の自主規制における開示規制の内容を明かにしておく必要がある。

1994年に自己株式取得の一部緩和の改正を受けて、当時の証券取引法は初めて、自己株券買付状況報告書の開示規制を定めた。他方、「会社がいかなる自己株式の取得・消却等を行っているかということは、当該会社の株主のみならず、一般の投資者の投資判断に与える影響が大きい<sup>(8)</sup>」という証券取引法審議会の報告書の記述から、開示規制の趣旨が、投資者の投資判断に資するという点にあることが窺い知れる。また、2001年の自己株式取得の完全自由化という商法改正を受けて、当時の証券取引法は、自己株式取得制度の利用がさらに増えることを予想し、それに関する情報開示の規制内容を一層充実させた。具体的には、主たる開示内容とされる自己株券買付状況報告書があるほか、有価証券報告書及び有価証券届出書にまで開示規制が及んだ（旧証券取引法（現在の金融商品取引法、以下「金取法」と略す）24条ノ6）。とくに自己株式買付状況報告書の提出は、

---

(8) 証券取引法審議会・公正取引特別部会報告「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」（1994年2月7日）。

## 自己株式の取得における開示制度

従来は四半期ごとから月ごとに改正された。これは自己株式取得の解禁に伴い、自己株式取得の実施がより頻繁に行われることから、適時開示の要請を重視して開示時期を短くしたものである。つまり自己株式の取得に関する株主総会の決議または取締役会の決議があった場合に、当該決議があった株主総会または取締役会の終了した日の属する月から取得期間（1年を超えることができない、会社法156条1項）の満了する日が属する月までの各月ごとに、自己の株式に係る上場株券等の買付状況を各報告の翌月15日までに内閣総理大臣に提出しなければならないとされる（金取法24条ノ6）。自己株券買付け状況報告書の記載項目は、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則、企業内容等の開示に関する内閣府令」（以下「開示府令」と略す）によると、①株主総会または取締役会での決議状況、②報告期間内における取得自己株式数及び価額の総額、③報告月末現在の累積取得自己株式及び価額の総額、④取得自己株式の進捗状況、である<sup>(9)</sup>。また、公開買付けにより自己株式を取得している場合、その概要等を欄外に記載することも求めている。

金融商品取引法上の規制のみならず、取引所の自主規制における適時開示制度では、上場会社は自己株式の取得の決定、個々の自己株式取得や取得の終了等を速やかに開示することが義務づけられている<sup>(10)</sup>。

以上のように、自己株式の取得を実施する会社は、取締役会等の機関が決定した自己株式取得計画の内容や、実際に自己株式を取得していなくてもその取得状況・進捗状況を毎月報告しなければならない。また取引所の自主規制における適時開示も行わなければならないことになる。会社の株主や投資者は、金融庁のEDINET（Electronic Disclosure for Investors'

---

(9) 開示府令19条ノ3及び開示府令第17号様式。

(10) 東京証券取引所『会社情報適時開示ガイドブック2009年版』（東京証券取引所、2009年）129-145頁。

NETwork) 及び取引所のホーム・ページにアクセスすれば、会社の自己株式の取得状況等を知ることができる。しかし、こういった情報は取得後の情報、つまり事後開示を中心とするものである。事前の開示については、実行されるかどうか分からない、いわゆる取得計画だけである。

これらの開示規制が、前述した株主や投資者と経営者の間の情報の非対称性により生じうる問題に対処するために十分であるのかという点については、これまであまり検討されてこなかったように思う。実は、自己株式買付状況報告書を中心とした情報開示の規制が定められた当初、自己株式取得の解禁に多大な影響を及ぼしたアメリカにおいて、まだ自己株式の取得に関する開示規制が定められていなかったため、アメリカに比べてかなり踏み込んだ規制がなされたと思われる一面さえある。ただ、自己株式取得を自由化した当初、自己株式の取得が株価に影響を与えうるかについては疑問視する見解が有力であったほか、自己株式の取得それ自体歴史が浅いこともあって、開示規制の必要性や効果については十分議論が尽くされたとはいえず、開示規制のあり方についても必ずしも一定のコンセンサスが得られていたとはいえない<sup>(11)</sup>。

他方、従来から自己株式取得がとくに禁止されていないアメリカでは、

---

(11) 自己株式買付状況報告書による情報開示は、自己株式の買付けがインサイダー取引や相場操縦等の不正取引に用いられるのを未然に防止する効果が期待されているという見解がある（近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門』（商事法務、2009）254頁）。他方、自己株式の取得が投資判断に重要な影響を与えるとは必ずしもいい難しく、自己株式買付状況報告書による開示の必要性及び効果は低いのではないかという見解がある（川口恭弘「金庫株と証券取引法改正・ディスクロージャー規制」証券取引法研究会『金庫株解禁に伴う商法・証券取引法（別冊商事法務 251号）』（商事法務、2002）45頁－46頁、49頁－50頁（川口発言））。また中村聡＝鈴木克昌＝峯岸健太郎＝根本敏光＝齋藤尚雄『金融商品取引法 資本市場と開示編』（商事法務、2008年）325頁の注87も参照されたい。

## 自己株式の取得における開示制度

SEC (Securities and Exchange Commission 証券及び取引所委員会、以下「SEC」と称す)が2003年12月に、1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934, 以下「取引所法」と略す)の下、規則10b-18 (いわゆるセーフ・ハーバー<sup>(12)</sup>)の改正と自己株式取得の情報開示の規制に関する最終規則 (final rule)<sup>(13)</sup>を公表するまで、自己株式取得に関する特別な情報開示規制は存在しなかった。2002年に、SECが自己株式取得に関する情報開示の規制を提案したのは、2001年の9・11テロ事件が大きなきっかけだった。当時SECが、証券市場を震撼させたこの緊急事態に対応するために、一時的に規則10b-18における自己株式取得の時間や数量の制限を外すという緊急措置を採った。しかしながら、規則10b-18は情報開示の義務について定めていないため、この緊急措置の効力が発生する間に、SECは会社自身による自己株式の売買高と会社以外の者による売買高を正確に把握することができなかった。会社に定期的に自己株式取得に関する情報を開示する義務を求めることは、投資者に投資に関する重要な情報を提供することになることはもちろんだが、SEC自身にとっても、会社による自己株式取得の規模やその取得が市場に及ぼす影響を評価する際、また将来において緊急事態に対する措置を探るのに有益だと考えられるからである<sup>(14)</sup>。

ところで、開示制度は連邦証券取引法の根幹であるといえるにもかかわらず、なぜ自己株式取得に関する情報開示制度の整備が2003年までなされていなかったのか。SECが最初に情報開示制度を提案した際、何を考

---

(12) セーフ・ハーバーにおける制限を守れば、取引所法の相場操縦違反の可能性はかなりの程度減縮されることになる。

(13) Final Rule: Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8335.htm> (Dec. 10, 2009).

(14) Proposed Rule: Rule 10b-18 and Purchases of Certain Equity by the Issuer and Others, <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8160.htm> (Dec. 10, 2009).

慮したのか。規則によりカバーされる開示情報は市場にとって有益な情報であるか。投資者にとって意味のあるタイムリーな情報なのか。また規制内容は十分なのか。そして最終規則に至るまでに寄せられたパブリック・コメントにSECはどうか対応したのか。これらの、規則制定過程にかかわる一連の疑問を解くことによって、日本の自己株式取得における情報開示規制の位置付けを検討するための重要なヒントを得ることができるのではないと思われる。

さらに、2003年に公表された開示規則の内容については、自己株式取得における株主や投資者と経営者との情報の非対称性により生じうる問題に対処するのになお不十分だとして、より確実な情報を提示できるような事前開示というアプローチも提言されている<sup>(15)</sup>。こうしてみると、アメリカでは自己株式取得の歴史が非常に長いにもかかわらず、これに関する情報開示規制の整備は長年されてこなかったこと、規則ができるまで様々な試みがあり、そして近時の自己株式取得ブームに対し警鐘を鳴らすためさらなる開示規制が必要だと唱えられていることが分かる。つまり、過去・現在・将来という軸で開示制度を考察することの重要性が明らかとなる。この考察は、短期間で立法により問題解決を図ろうとした日本にとって、立法過程で欠けた部分を補い、そして将来的に日本に合う開示制度のあり方を探るために不可欠である。

なお、本稿の考察対象は取引所を利用する自己株式取得に限定する。構成は以下の通りである。まずアメリカにおける自己株式の取得状況を明らかにした上で、情報非対称性にかかわる問題及び自己株式取得によるメリットを検討する。その次に、SECによる開示規則が公表されるまでの道のりを探った上で、開示規則の内容について、日本法と比較しながら、開示

---

(15) Jesse M. Fried, Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases, 93 Cal. L. Rev. 1323, 1330-1331 (2005).

の有効性という視点から検討を行う。最後に、アメリカの経験から得られる日本法にとっての教訓を指摘したい。

## 2. アメリカにおける自己株式取得

### 2-1 自己株式取得の状況及び取得方法

アメリカでは、会社による自己株式の取得がとくに禁止されていないにもかかわらず、1980年代初期まで、自己株式の取得はあまりみられなかった。80年代後半からじわじわ増え始め、そして90年代中頃からその勢いがさらに増し、ついに1998年には、アメリカの史上初めて、自己株式取得で投資者に分配した現金総額が配当総額を上回ったのである<sup>(16)</sup>。21世紀に入ってから、自己株式の取得は株主に対する利益還元策として、現金配当よりウェイトが高まっている。たとえば主要500社が2006年1月から6月までに行った自己株式取得の総額は、前年同期比33%の2268億ドルで、配当総額1077億ドルの2倍以上であった<sup>(17)</sup>。

アメリカにおいては、会社が自己株式を取得するには主に三つの方法がある。(1)公開買付による自己株式取得 (Tender-Offer Repurchase, 以下TORと略す)、(2)ダッチ・オークションによる自己株式取得 (Dutch Auction Repurchase, 以下DARと略す)<sup>(18)</sup>、(3)公開市場における自己

---

(16) Gustavo Grullon=David L. Ikenberry, What Do We Know About Stock Repurchases, 13 J. Applied Corp. Fin. 31, 31 (2000).

(17) 日本経済新聞2006年9月7日朝刊7面。

(18) ダッチ・オークションでは、会社は事前に買いたい価格を一定の幅として設定しておく。この幅の最低入札価格は通常市場価格よりは少し高く設定される。会社は入札価格の低い株主から順次受け入れ、募集予定株式数に達した時点での価格で、受け入れたすべての株主を対象に買い取るという方式である。この方式により、売却株主に支払うプレミアは価格を固定した公開買付による自己株式取得

株式取得 (Open-Market Repurchase, 以下 OMR と略す) である。(3) の OMR によって自己株式を取得する会社は、まず事前に取得計画を公表する。その内容は ①取得期間、②取得数量、③証券市場の動向等によっては取得計画の通りに行わないことがあることの予告等である。このように取得計画を公表しても、それを会社が必ず計画通り実行しなければならない、というわけではない。これに対し (1) の TOR は、会社が公開買付の公告を行ったら、その内容の実行を義務づけられる上、第三者による公開買付と実質的に同一の情報開示 (規則 13e-4 及びレギュレーション 14E) やプレミアムの支払いを求められる。そのため多くの会社は TOR を避けてきた。実際の利用率を見比べると、TOR より OMR の方が圧倒的に多く利用されていることが分かる。1980 年から 1999 年までに公表された自己株式取得計画の全体において、OMR によるものは 92% を占めている。TOR の多くは 1980 年代初期に行われ、敵対的企業買収に対する防衛策として利用されていた。OMR は TOR よりコストが低いこと、さらに実施時期や実施規模を自由に選択できるという柔軟性があるため、現在、株主に現金を分配する方法としては最も利用しやすいとされている<sup>(19)</sup>。

## 2-2 経営者の動機

経営者がなぜ配当より自己株式の取得を、しかも OMR を通じた取得を好むのかについて、アメリカでは多くの実証研究が行われ、いくつかの仮説が確立されつつある<sup>(20)</sup>。本稿は情報非対称性という問題に着眼し、諸

---

のそれより平均して約 15~20% 低い。Jesse M. Fried, *Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers*, 67 U. Chi. L. Rev. 421, 429 (2000).

(19) William W. Bratton, *The New Dividend Puzzle*, 93 Geo. L. J. 845, 850-851 (2005).

(20) 経営者の動機を合理的に説明しようとするために、シグナリング仮説、フリー・

仮説のうち、「シグナリング仮説」のみを取り上げる。この仮説は、効率的市場仮説に基づいて発展してきた伝統的なファイナンス理論と異なり、市場が非効率であることを前提とするものである。会社と市場との間に情報の格差がある場合、会社は信憑性のある情報を提供することによって、情報の格差を是正することができる。たとえば、会社の株価が市場に過小評価されている場合、会社はこの情報格差を正すため、自己株式の取得を公表することにより、信憑性のあるシグナリングを市場に送ることができる<sup>(21)</sup>。このシグナリングには二通りの説明がある。一つ目は、自己株式の取得は、将来利益やキャッシュ・フローが増加するという経営者の期待を市場に伝えるために行われる、というものである。もう一つは、経営者は情報を市場に伝達することができないので、自己株式の取得を利用して、株価による市場評価に同意しないことを表すために自己株式を取得する、というものである<sup>(22)</sup>。いずれにしても、結果として株価が過小評価されているというシグナリングを市場に送ることには変わりはない。もっともシグナリングの強度については、TOR と DAR よりは OMR の方が弱いということも指摘しておきたい<sup>(23)</sup>。なお、自己株式の取得を実施した後、会社の収益が本当に経営者の期待した通りに上がるかという点については、そ

キャッシュ・フロー・エイジェンシー・コスト仮説、税金関係、資本市場分配仮説、配当と自己株式取得の代替仮説等がある。諸仮説はお互いに排斥するものではない。自己株式を取得する決定には複数の要素が絡み合うことがあるからである。詳しくは、Grullon=Lkengerry, supra note 16, at 35-41。花枝=榊原、前掲注(4) 258-274頁、太田浩司「ペイアウト政策と資本市場」証券アナリストジャーナル、2009年8月号、5-6頁。

(21) 砂川伸行「自社株買入れ消却と株価動向の理論」(ディスカッション・ペーパー、2002年) 7-13頁。

(22) Grullon=Lkenberry, supra note 16, at 35.

(23) Ok-Rial Song, Hidden Social Costs of Open Market Share Repurchases, 27 Iowa, J. Corp. L. 425, 446-447 (2002).

れを肯定する報告も、否定する報告もある。ただし、OMRの計画が公表された後、多くの場合に株価が上昇することは多くの実証研究により肯定されている。具体的な数値としては、たとえばOMRの場合は株価の上昇率が約4%であるのに対し、TORの場合は約15%である、という報告がある<sup>(24)</sup>。

シグナリング仮説によれば、自己株式の取得によって市場と会社の情報格差を是正することができるということであるが、この情報格差という問題はやはり過小評価すべきではない。というのは、会社と市場間の情報格差は、結局のところ、経営者と株主・投資者間の情報格差を意味し、会社の内部情報に精通している経営者が逆にこの情報非対称性を利己的に利用する、という可能性を否定できないからである。以下では、この情報非対称性がもたらす問題を明らかにした上で、自己株式取得の株主・投資者にとってのメリットについて考えたい。

### 2-3 情報の非対称性により生じうる問題

#### (1) 割安な価格による自己株式取得の問題

自己株式の取得は、外見上、会社が売却株主から現金で株式を買い戻すことであるが、実際には二つの取引から構成されるものとみることができる。つまり①残存株主が取得価格で売却株主から株式を買い取る。②会社が残存株主に対して配当を行い、それにより①で生じた、既存株主が負担したとみなされる費用を埋め合わせる。②の配当の対象は残存株主のみであり、株主間の不平等の問題は生じない。問題なのは①の部分である。取得価格が株式の真の価値より割安の場合、両者間の差額に該当する富は売却株主から残存株主へ移転することになる<sup>(25)</sup>。言い換えれば、残存株主は

---

<sup>24</sup> Grullon=Ikenberry, supra note 16, at 37.

<sup>25</sup> Fried, supra note 15, at 1345-1346.

売却株主から割安な価格で株式を買い取るということになる。また株主間の富の移転については、会社の経営者が比較的高い持株比率で自社株を所有する場合、このような割安な自己株式取得は売却株主——自己株式の取得について、取得価格が公正であるかを判断できるほどの情報をもっていない——の犠牲において、経営者を含めた残存株主が富を得ることになる。実際に自己株式取得を公表する会社では、経営者の自社株の持株割合は平均して約15%～20%であるという報告がある<sup>(26)</sup>。このことを考えると、経営者自身が会社内部の情報に精通していることを利用し、インサイダー取引の規制に反しない範囲で割安な価格で自己株式取得をすれば、かなりの利益を得られることが分かるだろう。自社株が割安だと分かっているにもかかわらず、経営者が自己資金で自社株を買い増せばいいのではないかという反論もありうるが、インサイダー取引規制の一環とされる短期売買差益規制（取引所法16条(b)<sup>(27)</sup>）にふれる可能性がある。これに対し、経営者がそれほど自己資金を持っていない場合、自己株式の取得を通じて、間接的に自社株を買い増すことができるばかりではなく、上記の16条(b)に違反するリスクに晒されずにすむのである。

## (2) 虚偽のシグナリングの問題

シグナリング仮説によると、株価が下落するリスクは低い（会社が長期に得るだろう利益が市場の期待よりも大きい、将来にわたってキャッシュ・

---

<sup>(26)</sup> Id. at 1358.

<sup>(27)</sup> 取引所法16条(a)(b)は、取締役、役員または10%以上を直接もしくは間接に保有する株主は、自己の計算で当該会社の特定有価証券を購入して6カ月に満たない期間内に売却することにより、または売却して6カ月以内に購入することにより生じた利益を当該会社に返還しなければならないと定めている。日本経済研究所編『外国証券関連関係法令集 アメリカI』（日本証券経済研究所、1990年）126-127頁。

フローがより安定するであろう、といった推測から)ということを経営者が知っているが、会社の競争力等の考慮から、この類のよい情報を直接に開示できない場合、自己株式の取得を通じて株価が過小に評価されていることをアナウンスすることができる。また、このシグナリングは経営者に実質的な負担やコミットメント(たとえば、自社株を売却しないという約束)を課さなければ信用されないので、多くの会社は過小評価というシグナリングを信頼できるものにするため、自己株式取得の計画を公表する際に、経営者が自社株を売却しないことも約束する。ところで、この取得計画は経営者を拘束するものではない。自己株式の取得計画を公表しておきながら、実際に一株も取得していないような会社は、とくに2003年にSECの開示規制が公表されるまでは多かった<sup>126)</sup>。さらに自社株を売却しないという経営者のコミットメントも絶対的なものではなく、自己株式取得の計画を公表してから、自社株を売却する経営者も見受けられる。この、実施する意図のない自己株式取得計画を公表するという虚偽のシグナリングに対して、あるいは株価が実際には過小評価されていないのに過小評価されているとして自己株式の取得を行うという虚偽のシグナリングに対してどう対処すべきであろうか。虚偽のシグナリングの背後には、経営者の意図、つまり株価を釣り上げようとする意図が見え隠れしている。また株価が実際には過小評価されていないならば、結局、会社は株式の真の価値より高い値段で自己株式を取得することになる。そうすると、(1)の場合(割安な価格による自己株式の取得)とは逆に、自社株を売却した経営者も含めた売却株主は残存株主の犠牲において利益を得ることになる。

以上により、経営者と株主・投資者との間の情報の非対称性は、取得価格が割安または割高である場合、売却株主と残存株主との間に不平等な取り扱いが生じるという問題を孕んでいることが明らかになった。さらに、

---

⊗ Fried, *supra* note 15, at 1353.

## 自己株式の取得における開示制度

アメリカでは自己株式の取得を行うかどうかを決める権限は取締役会にある。会社に生じた余剰資金を株主に利益還元として分配すべきかを判断する決め手としては、株主の期待利益率を上回る投資機会が見当たらないということがある。たとえば、まだそのような投資機会があることや配当を行った方が株主の利益にかなうのに、その財源を自己株式取得に使ってしまうことも考えられる。このような不当な経営判断を正すことができるほど、株主側は十分な情報をもっていないということも指摘しておきたい。

### 2-4 自己株式取得のメリット

会社が株主に現金を分配する方法としては、配当と自己株式取得がある。両者にかかる税率は異なる。前者は配当税率（通常の所得税率の対象となる）であり、後者は譲渡益税率である。2003年の税制改正（Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003<sup>(29)</sup>）前は、前者が最高税率38%に対し後者が20%であった。そのため、自己株式取得の方が株主にとって税金面で有利であるということが、経営者が自己株式取得を選択することを正当化してきた。しかし、2003年の税制改正は両者の最高税率を同じ15%にしたので、株主にとって自己株式取得の方が配当より有利であるという説明ができなくなった。もっとも、株主の属性により異なる点もある。多くの機関投資家、たとえば年金基金は原則として非課税である。個人株主は個人所得に応じて配当の課税率が違ってくる<sup>(30)</sup>。ただ、配当は株主に否応なく課税されるのに対し、自己株式取得は、売却を選択しなければ譲渡益が生じないので、株主が自分の税金プランに応じて柔軟に対応できる点では有利といえよう。しかしこのような有利さは限定的と考えるべきである。両者の税率に差がない以上、自己株式取得の税金面で

(29) Pub. L. No. 108-27, 117 Stat. 752 (2003).

(30) 花枝＝榊原，前掲注（4）259頁。

のメリットはそれほど大きいものではなくなったからである。税金面以外で考えられるメリットは次の通りである。

#### (1) 一時的なキャッシュ・フローの効率的な分配

一時的な利益 (non-recurring) により余分のキャッシュ・フローが生じた場合、しかもそれが少額な場合は、配当より自己株式取得による方が、株主に効率よく現金を分配することができる<sup>③1)</sup>。配当の場合は特別配当や普通増配という方法も考えられるが、次の理由で人気がないとされる。第一に、小規模な特別配当の場合は、企業側が投資者に伝達するメッセージが明確でない<sup>③2)</sup>。第二に、株主への郵送費等の費用が、とくに株主の数が多き会社では高くつく。第三に、普通増配の場合、その増配の部分は経営者が次期に簡単にカットすることはできないので、経営者にとって高度な「拘束力」がある。それに対し自己株式取得の場合、それを当期に実施したからといって、次期も自己株式取得を行う必要性はまったたくなく、経営者にとって非常に柔軟性がある<sup>③3)</sup>。

#### (2) 流動性

市場での株式取引のしやすさの指標としては、ビット・アスク・スプレッド (bid and ask spread) がある。ビットは買い注文の指し値の値段であり、アスクは売り注文の指し値の値段である。最大のビットと最小のアスクとの差はスプレッドという。スプレッドが小さいほど、取引が成立しやすく、株式の流動性が高まる。内部情報を有する者とそうではない者が併存する市場で株式取引がされた場合に、一種の逆選択が生じる。逆選択

---

③1) Fried, supra note 15, at 1338.

③2) 石川博行『配当政策の実証分析』(中央経済社, 2009年) 258頁。

③3) 同前, 348頁。

の下での株式取引では、情報を持たない投資者から情報をもつ投資者へ富の移転 (wealth transfer) が発生する可能性がある。そのため、情報を持たない投資者は株式取引に対して消極的になり、スプレッドが広がってしまうこととなり、結果として株式の流動性に悪影響が生じる<sup>(34)</sup>。

これに対して、取引所を通じて、かつ割安ではない自己株式取得が行われれば、株主や投資者は経営者が伝達したシグナリングを信頼し、スプレッドが縮小することになる。スプレッドが縮小すれば、株式の取引にかかる売却株主の費用が安くなり、また取引が成立しやすくなるので、株式の流動性が高まることになる<sup>(35)</sup>。

### 3. 自己株式取得の開示規則が公表されるまでの道のり

#### 3-1 規則 13e-2 不採択の経緯

##### (1) SEC v. Georgia-Pacific Corp. (1966)<sup>(36)</sup>

連邦レベルにおける自己株式取得規制の歴史は SEC v. Georgia-Pacific Corp. (以下「GP 社」と称す) という判例にさかのぼる。判例の概要は次の通りである。

GP 社は 1961 年から、企業買収や合併を、自社の株式を代価として行っていた。GP 社は、新たに発行する株式数を低く押さえるため

---

<sup>34</sup> 弥永真生「なぜ法はディスクロージャーを規制するのか」柴健次=須田一幸=薄井彰編著『現代のディスクロージャー』(中央経済社, 2008 年) 101-102 頁, 花枝=榊原, 前掲注 (4) 267-268 頁。

<sup>35</sup> Fried, *Supra* note 15, at 1340, Douglas O. Cook=Laurie Krigman=J. Chris Leach, *On the Timing and Execution of open Market Repurchases*, 17 *Rev. Fin. Stud.* 463, 485-486 (2004).

<sup>36</sup> 1966 U. S. Dist. LEXIS 10065, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P91692.

に、株式市場における株式の価格を、GP社やその関係者（GP株式賞与信託（Stock Bonus Trust）の受託者等）によるGP社株式の取得を通じて釣り上げようとした。1963年に、S社と株式交換の期間中に、GP社は株価を高く釣り上げるため、GP社とその関係者らは、1日複数以上のディーラーを通じて、買付の値段を指定せず、かつ取引時間の終了直前に買付注文を集中させた。そのため、GP社の株価が上昇し、S社の株主に交付する株式数が当初予定していたより少なくなった。SECは、GP社が公開市場を通じた自己株式の取得によって株価を不正に操縦したと主張し、裁判所にGP社による自己株式の取得差止めを申し立てた。裁判所はSECの主張を受け入れ、GP社に対し、対象会社と企業買収を交渉する期間中、自己株式の取得をしてはならないという差止め命令を出した。また、それ以外の時間内においてGP社が自己株式取得を行う場合、次の制限を守らなければならないことも指示した。①1日に一つのブローカーやディーラーしか利用しない、②買付は取引日における最初の取引になってはならない、また、取引の終了前1時間以内に行ってはならない、③買付は取引日における最高の取引値段または直前の取引値段のいずれか高い値段で行ってはならない、④1週間の買付株式の数量は直前の4週間の1週間平均売買高の10%を上回ってはならない。1日の買付株式数量は直前4週間の1日平均売買高の15%を上回ってはならない。

1967年に、SECはこの判決を受けて、相場操縦にあたらぬ自己株式取得の基準を明確にしようとし、自己株式の取得数量や取得価格に一定の制限（GP社の判決に示された制限）を定めるという規則（1934年の取引所法10（b）の下で）の提案を試み、非公式のコメントを求めた。しかし、このような制限は、相場操縦や詐欺の意図がない会社も含め、すべての会社が適用対象となるので、1934年の取引所法10（b）下のSECの規則制

定の権限を逸脱するという反対意見が多数寄せられ、この試みは頓挫した<sup>37)</sup>。

他方、同年にアメリカの上院では、自己株式取得を規制する法案が検討されていた。法案では次の理由で、自己株式取得を規制する必要性があると主張された。「自己株式取得の動機が何であれ、その取得は規模が大きければ、当該証券の市場価格に重大な影響を与えるであろう。従って、会社の株主や当該株式の価格に興味を持っている者は、自己株式取得における会社の意図や活動に関する完全な情報を有するべきだ。」<sup>38)</sup>議会は、1968年 William 法の一部として、取引所法 13 (e) (1) を次のように制定した。

1934 年取引所法の 12 条にもとづいて登録された持分証券または 1940 年投資会社法にもとづいて登録されたクローズド・エンド型投資会社である発行者が、SEC が公益または投資家の見地から、(A) 詐欺的、欺瞞的または相場操縦的な行為の定義を行うために、また (B) それらの行為及び慣行を防止するうえで適当と考える方法を規定するために制定する規則に違反して、自己の発行した持分証券を買い付けることは違法である。この規則の下、当該買付を行う理由、資金の出所、買い付けるべき証券の数量、当該証券の買付価格、買付の方法に関する情報、および SEC が公益もしくは投資者保護のために必要もしくは適当と認め、または当該証券を発行者に売却するべきか否かを定めるうえで SEC が重要と認めるその他の情報を、当該種類の持分

---

37) 1 Thomas Lee Hazen & David L. Ratner, Securities Regulation 6th Edition, at 925 (Thomson West, 2003).

38) Douglas O. Cook=Laurie Krigman=J. Chris Leach, An Analysis of SEC Guidelines for Executing Open Market Repurchases, 76 J. Bus. 289, 290 (2003).

証券の保有者に提供するよう当該発行者に要求することができる<sup>(39)</sup>。

取引所法 13 (e) (1) 下、SEC は自己株式取得における詐欺的、欺瞞的または相場操縦的な行為の定義を行い、さらにそれらの行為を防止するための手立てを考案する権限を与えられた。また、自己株式取得に関する情報の開示が、この防止手段において中核的な部分を占めていることも文言から読み取れる。

### (2) 規則 13e-2 の当初試案

1970 年に、SEC は取引所法 13 (e) (1) の下で、規則 13e-2 を提案し、社会一般に対しコメントを求めた。提案内容は、SEC が定めた一定の条件の下で、会社は公開市場や個別の交渉で自己株式を取得できるとされる。一定の条件とは、1 日に利用できるブローカーの数や注文価格、取得数量等の制限のことである。これらの制限に反して自己株式取得を行った場合は違法とされる<sup>(40)</sup>。

### (3) 規則 13e-2 中間試案

1973 年に SEC は中間試案を公表した。中間試案では情報開示規制の必要性についてはとくに明確に記されなかったが、その必要性についてもコメントが求められた。

SEC に寄せられたコメントのなかには、SEC の提案は自己株式取得に対して広範にわたる制限を定めているので、その上、さらに情報開示の必要性があるのかというものがあつた。この、禁止的な規定と情報開示は同

---

<sup>(39)</sup> Securities Exchange Act of 1934, Sec. 13 (e) (1). 日本証券経済研究所編『外国証券関係法令集 アメリカ I』(日本証券経済研究所, 1990) 88 頁。

<sup>(40)</sup> Securities Exchange Act Release No. 34-8930, at 1 (July 13, 1970).

## 自己株式の取得における開示制度

時に必要とされないという議論は注目に値する。この議論は、SECの規制アプローチに着眼したものである。SECは、自己株式取得の妥当性を確保するために、一定の取得制限を定めるというアプローチを採用しようとした。このアプローチの意図は自己株式取得が株価の形成にもたらす影響力を軽減することにある。株価の形成に及ぼす影響が少なければ、自己株式取得に関する開示の必要性も縮減するので、禁止規定と情報開示義務は両立しない。結局、議論は任意的なセーフ・ハーバーの下で情報開示を求めるか、それとも、禁止規定のもとで程度の低い情報開示を求めるかということとなった<sup>(41)</sup>。

### (4) 規則 13e-2 最終試案

1980年に、SECは規則 13e-2 の最終試案を公表し、次のように自己株式取得を規制する必要性があると訴えた。

自己株式取得を通じて株価をコントロールしようとする発行者やその関係者の意図は否定できない。また既存の相場操縦や反詐欺規制といった一般的な規制文言は自己株式取得の文脈では十分な手引きにならない。これに対して、規則 13e-2 のような規則は、自己株式取得制度の濫用を防ぐと同時に、許容された取得計画の明確な指針を与えることにより、合法的な自己株式取得の実施を促進することができる<sup>(42)</sup>。

どういった取得計画が許容されるかを明確にする指針として、取得方法や取得数量・価格等について一定の制限を定めることが必要である。しかし、このような制限の規制があるからといって、取得開示義務が必要でないということではない。開示規制は、発行者による大量

---

(41) Cook=Krigman= Leach, *supra* note 38, at 293.

(42) Securities Exchange Act Release No. 6248, at 1-2 (October 17, 1980).

の自己株式取得という事実に反応する機会を市場に与えることができる。他方、このような情報開示規制は詐欺的、欺瞞的または相場操縦的な行為を防ぐためには必要、または適切であるが、情報開示だけでは前述の相場操縦等の行為を防げない<sup>(43)</sup>。つまり自己株式取得を規制するには、取得方法等の一定の制限と情報開示規制の両方が必要とされる<sup>(44)</sup>。

次に、情報開示規制に関して、SEC は次のように提案した。

12ヶ月以内に発行者が社外株式総数の2%を超えて自己株式を取得するという計画がある場合、発行者はその計画を実施する前に次の情報を開示しなければならない。すなわち、①取得期間、②取得数量・資金（最高額）、③取得目的、④取得した株式の消却計画、である。また、発行者の証券が証券取引所に上場されている場合は、当該取引所にも事前開示しなければならない<sup>(45)</sup>。

規則 13e-2 の最終試案は、1973 年の中間試案に対するコメントや議論よりも厳しい内容である。つまり取得方法等について一定の制限を決め、制限に反する自己株式取得が違法とされるという禁止規制と、事前の情報開示規制という両側面からの規制である。しかし、この最終試案は世に問われることがなかった。

1982 年 11 月 17 日に、SEC は規則 13e-2 の提案を撤回し、セーフ・ハーバーとして規則 10b-18 を採択した。規則 13e-2 の最終試案で示された禁

---

(43) Id. at 4.

(44) Id.

(45) Id. at 14-15.

止規制と情報開示規制を同時に行うアプローチをとることは次の理由で断念した。

発行者による自己株式取得計画が不適切な意図により実施されるケースはまれで、しばしば投資者に重大な経済上の利益をもたらさう。従って、これらの取得計画に不当な制限を加えるのは投資者、発行者そして市場の利益にならない。一般的にいえば、発行者は合法的な企業目的のために自己株式取得計画を実施するし、この分野におけるいかなる規則も過剰に介入するべきではない。投資者等の利益と、発行者側の取得行為に対し複雑かつ費用のかかるような制限を回避する必要性との間で、妥当なバランスをとらなければならない。そのため、禁止規制というアプローチを採る必要はなくなった。そのかわりに、セーフ・ハーバー的なアプローチの方が妥当である<sup>(46)</sup>。

他方、情報開示義務については、SEC は次の理由で規則 10b-18 に含まなかった。

発行者が自己株式取得に関する情報を開示するべきかという問題は、その情報が市場に重大な影響を及ぼすかどうかにより決めるべきである。しかし、そのような重大な情報は、既存の連邦証券取引法の関係規定や取引所の自主規定により十分提供されている。従って、それらと別に、規則 13e-2 の最終試案で示されたような、自己株式取得に関する情報開示規制は必要でない<sup>(47)</sup>。

---

<sup>(46)</sup> Securities Exchange Act Release No. 6434, at 2 (November 17, 1982).

<sup>(47)</sup> Id. at 4.

SEC は、情報開示規制を不要とする部分について、1973 年の中間試案に対してのコメントや議論を参考にしたように思われる。これは、自己株式取得の実施が株式市場に重大な影響を及ぼすかどうかに焦点を当てるべき、という SEC の見解から窺い知れる。重大な影響を及ぼすと考えられる場合、発行者は情報開示をするか、自己株式取得を行わないかのいずれかを選択しなければならない。しかし、すでに連邦証券取引法や取引所の自主規制があるので、改めて、自己株式取得に関し、情報開示の規制をする必要性はないと判断された。また、セーフ・ハーバーは強制的な規制ではないにせよ、自己株式取得の株式市場に対する影響を軽減することがその意図であり、セーフ・ハーバーにおける制限を遵守すれば、自己株式取得は前記の重大性に該当しないことになる。さらに SEC は、自己株式取得が投資者に経済的な利益をもたらしうることを認め、それに関する情報開示を求めるならば、発行者に費用を負担させることになることも考慮に入れて、1980 年の 13e-2 の最終試案における情報開示の部分を白紙に戻した。

### 3-2 規則 10b-18 の内容

1982 年に採択された規則 10b-18 は、発行者やその関係者が発行者の普通株式を取得する際、相場操縦規制による責任を問われないように、セーフ・ハーバーを提供する。発行者やその関係者は、セーフ・ハーバーにおける制限を遵守すれば、反詐欺規制（取引所法 9 (a) (2) または 10 (b)）下の責任を問われなくなる。セーフ・ハーバーの内容は次の通りである。

- ① 1 日に一つのブローカーまたはディーラーを通じて自己株式を買い付けること（当該株式の取引が活発に行われているという誤認を与えないため）。
- ② 買付は、取引日における最初の取引になってはならない（前日終

## 自己株式の取得における開示制度

値よりも相場を高め誘導することを避けるため)。また最後の30分以内に行ってはならない(終値の形成に関与することを禁止する)。

- ③ 買付は取引日における最高の取引値段または直前の取引値段のいずれか高い値段を上回る値段で行ってはならない(直前の取引値段を上回る値段で買付を繰返して行くと、相場操縦に当たるおそれがある)。
- ④ 1日の買付数量は直前4週間の1日平均売買高の25%を上回ってはならない(当該株式の取引が活発になされているとの誤認を与えないため)。

もっとも、このセーフ・ハーバーは排他的、強制的な規制でないことに留意すべきである。セーフ・ハーバーが守られないからといって、自己株式取得が直ちに相場操縦規制違反とされるわけではない<sup>48)</sup>。しかし問題なのは、発行者は情報開示を行う義務を課されないので、セーフ・ハーバーの制限を遵守した自己株式取得であるかどうかを判断すること自体が困難であるという点である。実際に1982年に規則10b-18が採択された後、この規則に関連した相場操縦の行為がSECにより摘発されたことは一件もないとされる。ある実証研究は、非公式に開示されたデータを利用して、サンプル54社のうち、ただ2社だけが規則10b-18を遵守し、22社は数量の制限を守っておらず、50社は価格と時間の制限を守っていないという結果を得た<sup>49)</sup>。他方SECは、この規則を採択した当初に示した見解を、つまり自己株式取得は一般的に合法的な企業目的のためになされているという見方を維持し、採択後も規則が一般的に守られていると信じていたよ

---

48) Barbara Black, *Corporate Dividends and Stock Repurchases*, at 6-138 (Thomson West 2005).

49) Cook=Krigman=Leach, *supra* note 38, at 309-310.

うである。だが前記の実証研究からは、SEC の見解は楽観的過ぎたのではないかと思われる。

1999 年に、SEC はニューヨーク証券取引所からの要望に応じ、市場に緊急事態が生じた際、時期を限定して、規則 10b-18 によらない自己株式取得を認めることにした。SEC は、パニックが広がるという非常事態の株式市場において、自己株式取得は株式の流動性の促進につながることを認めた。2001 年の 911 事件直後、SEC は緊急命令を出し、規則 10b-18 の制限を取り外した。その後、2002 年に SEC は株式市場の発展という観点から規則 10b-18 を改正し、自己株式取得の透明性を高めるために情報開示を規制する試案を公表した<sup>50)</sup>。以下この試案の内容を説明する。

### 3-3 SEC による情報開示規制試案<sup>51)</sup>

#### (1) 試案の主旨及び内容

2002 年に SEC は、自己株式取得に関する情報開示を規制する試案を公表したが、その際、自己株式取得制度及び情報開示の必要性について以下のように述べた。

発行者が合法的な企業目的（たとえばストック・オプション、従業員持株制度や株式市場における株式の流動性の促進等）のために自己株式取得を行うことは認められるべきであるが、他方、自己株式取得は、発行者にその意図があるか否かを問わず、株価操作になりかねない。またそういったインセンティブをもつ発行者があることも否定できない。

投資者にとって、発行者がどれだけ自己株式を買い付けたかという

---

<sup>50)</sup> Black, *supra* note 48, at 6-139.

<sup>51)</sup> SEC, Release Nos. 33-8160; 34-46980, 67 FR 77594-01 (2002).

## 自己株式の取得における開示制度

情報は重要である。また実証研究により、次のことも明らかになった。つまり、会社が自己株式取得の計画を公表すると、その後、その会社の株価が上昇するという点、他方、取得計画を公表したにもかかわらず、実際に一株も取得していない、あるいは僅かしか取得していない会社もあるということである。自己株式取得に関する情報が開示されれば、投資者に、発行者の自己株式取得状況や、計画通りに自己株式が取得されたか等の情報を提供できる。そういった情報は、自己株式取得の株価への影響を投資者が評価するのに役立つ。

情報開示は投資者にとってメリットがあるだけではない。とくに2001年の911事件のような緊急事態が生じた際に、規則10b-18の制限を取り外すという緊急措置を採った場合、自己株式取得により提供しうる株式の流動性の規模を把握するためにも情報開示は重要である。自己株式取得に関する開示義務がなければ、自己株式取得の規模や、自己株式取得が市場に与えるインパクトを正確に評価するのは困難である<sup>(52)</sup>。

SECは前述したことを考慮に入れた上で、①自己株式取得の透明性を高め、②株式市場に対する投資者の信頼を高め、③自己株式取得の規模及び市場へのインパクトを正確に把握するために、規則10b-18によるかどうかを問わず、発行者に対し、自己株式取得に関する情報開示義務を課すという試案を公表し、社会に広くコメントを求めた。試案の内容は次の通りである。

取引所法12条に基づいて登録された発行者は、自己株式を買付けの場合、四半期ごとに、当該四半期内に買付けた自己株式の数量、一

---

<sup>52)</sup> Id.

株の平均価格、依頼したブローカーやディーラー、公表した取得計画の下で取得した株式の数量、未執行の株式の数量を月ベースで記入した上で、SECに届け出なければならない。また、前記の記入欄の下には、注記で自己株式取得計画について次の内容を開示すること。①計画の公表日、②取得予定の数量・額、③計画の終了日、④記入した期間内に終了した計画、⑤予定していた終了日の前に発行者が中止を決めた場合はその旨、⑥取得計画の未執行の部分について、発行者はなお自己株式を取得したいのかどうか。

前記の開示内容のほかに、SECは下記の問題についてもコメントを求めた。①提案された開示の内容は市場にとって有益な情報か、投資者にとって意味のあるかつタイムリーな情報なのか、②注記による自己株式取得計画の部分は、投資者に発行者の自己株式取得の行動をより把握できるようにするものだが、このような開示は効果的なのか、③ブローカーやディーラーを開示する必要があるか、④四半期ごとの開示は適切なのか、期間をより短くすべきか、⑤費用対便益（cost/benefit）の問題、つまり情報開示のために発行者はどれだけの費用を負担しなければならないか。それに対し、会社、株主、投資者、ブローカー、ディーラー、ほかの証券関係者、政府等が情報開示から得られる潜在利益はどのぐらいになるか、両者間のバランスはとれるかという問題等である<sup>53)</sup>。

上記の問題のうち、とくに費用対便益の問題について、SECは慎重な姿勢を示した。背景には、連邦証券諸法における強制開示制度が制定された当初から、強制開示の必要性及び効果に関し多くの論争が繰り返されてきたことや、「開示にかかる費用を、開示が与える便益と比較し、限り

---

53) 本稿は主に5点に絞ったが、ほかにも多くの問題が提起された。詳細は前掲注(51)を参照されたい。

なく増大する開示の要請に歯止めをかけようとする<sup>54)</sup>」主張が有力であったことがあるようである。以下では、これらの論争内容を明らかにした上で、この新しい開示制度の費用対便益という点についてのSECの見解を紹介する。

強制開示制度に対して懐疑的な見方をする者は、制度は多大なコストをともなう一方、利点がほとんどないと批判する。また、開示の対象はすべてでの重要な事実ではなく、客観的に確認できる過去の出来事であり、開示制度により露骨な証券詐欺等の不正行為を防ぐことは困難で、規範的效果としては弱いという批判もある<sup>55)</sup>。

他方、強制開示制度の支持者は以下のように主張する。こうした制度がなければ、①民事及び刑事訴訟に対する脅威だけでは、適切なレベルの開示は誘引されないだろう、②投資者は証券市場の廉潔性を信頼しなくなるだろう。また、強制的開示義務は情報を発見するための経済的に効率的なメカニズムを構成するという主張もある。この主張は次の通りである。「強制的開示義務がなければ、情報トレーダー (information trader) は、非公開情報を明らかにするために、重複的な努力 (duplicative efforts) をすることになるだろう。これらの努力のコストは、情報トレーダーが外部者であり、企業の経営に対するアクセスを欠くため、非常に高いものになるだろう。」さらに、前記の批判的意見に対しては、次のような反論がある。「開示の根幹をなす理論は、主として企業の内部事項に対して影響を与えることに基づいているわけではなく、むしろ、賢明な判断をしたり重要な展開を知ったりするために、十分な情報を株主や市場に対して提供することに基づいているのであるが、開示が相当の影響を企業の規範的行

---

54) 龍田節「開示制度の目的と機能」法学論叢 110 巻 4・5・6 号 114 頁 (1982 年)。

55) マーク・I・スタインバーグ (著)、小川宏幸 (訳)『アメリカ証券法』(雄松堂、2008 年) 172 頁。

為に対して与えることはほとんど疑いが無い。この点、SECの開示政策は、違法または疑問のある行為を抑止する効果があっただけではなく、改善された行為規範を打ち立てることへ影響を与えるという積極的な役割を果たしてきた。<sup>56)</sup>

今回の試みについてSECは、会社が負担する開示費用が高く、それに見合う効果がないのではないかという批判に対して、とくに便益に重きを置いて以下のような見解を述べている。

費用：会社が負担する開示費用は、開示の作業に慣れることにより削減することができる。

便益：実際に実施する意図がまったくない自己株式取得計画を公表して株価の上昇を狙うという相場操縦等の不正行為は、情報開示規制により防げるだろう。またこの情報開示は、いままで入手困難な自己株式取得の情報を投資者の間に普及させることにより、市場の効率性を高めることができる。さらに、開示情報には、自己株式取得を実施する会社の取得意図や計画公表後の取得状況などが含まれるので、投資者はそういった情報に基づき、取得会社の行動や株価をよりよく評価できると考えられる。加えて、この開示は投資者や市場にシグナリング情報を、つまり、自己株式取得を実施する会社の株価が低く評価されているというメッセージを投資者に提供することができる。

## (2) コメントの内容<sup>57)</sup>

コメント期間内に、SECにコメントを寄せた43名のコメンテーターは、

---

<sup>56)</sup> 同前、173-174頁。

<sup>57)</sup> <http://www.sec.gov.rules/extra/s75002summary.htm> (Dec. 10, 2009), SEC, Release Nos. 33-8335; 34-48766, 68 FR 64952-01 (2003).

## 自己株式の取得における開示制度

発行会社の代表者、学界、ブローカー・ディーラー、投資顧問、投資管理会社等の分野にわたっている。コメントの多くは、自己株式取得に関する情報開示規制試案に対して、微修正は必要であるものの、概ね支持する立場を示している。4名は強められた情報開示規制は投資者の役に立たないと表明し、2名はより頻度の高い開示が必要だと主張する。以下、コメントの具体的な内容を紹介する：

### I 賛成意見：

- ・持分証券の自己取得の定期的な届出における発行者の情報開示は、投資者に対して、発行者とその関係者による取得活動の規模、頻度、目的に関する有益な情報を提供するだろう。
- ・自己株式取得の透明性を高めるために、規則 10b-18 によるかどうかを問わず、すべての自己株式取得に関する情報開示義務を発行者に求めることを支持する。
- ・発行者の自己株式取得の透明性を高めるための SEC の努力を評価する。
- ・発行者による完全かつ公平な情報開示は、自己株式取得計画の規模や範囲を市場参加者が理解するのに役に立つ。

### II 批判的意見：

#### ① 開示時期について

- ・内部者が自分の計算で自社株を取引する場合、直ちに SEC に届け出を出さなければならないのに、会社の計算で自己株式を買い戻す場合は四半期ごとに開示すればよいということになると、両者間ではバランスがとれない。カナダのように月ごとに開示させた方がよい。
- ・アメリカにおいて自己株式取得の透明性が非常に低いことは望ましくない。ほかの国ではほぼ直ちに開示することが求められているのに、試案で示された四半期ごとだと、実際に自己株式取得を

行った時点と SEC に届け出た時点の間では、3 ヶ月以上の間隔が生じるので、そのような情報は無意味な情報となりうる。香港やイギリスのような、より頻度の高い開示規制を参考にすべきである。

② 自己株式取得の計画に関する注記の部分

- 取得計画の開示は社会一般向けではなく、SEC 宛にすれば十分である。
- 「取得計画の未執行の部分について、発行者はなお自己株式を取得したいのかどうか」の項目への記入を求めると、経営者は、市場の動向に応じて、自己株式取得計画の実行を柔軟に決めることができなくなる。また、自己株式取得を継続するという経営者の意思を開示すると、かえって投資者に誤解を与えかねない。

③ ブローカー・ディーラーの開示について

- 発行者が利用したブローカー・ディーラーを開示することは、市場の他の参加者に有利な情報、つまり企業機密の情報を提供することになるので、この部分の開示は必要でない。
- ブローカー・ディーラーの開示は社会一般向けの開示ではなく、SEC 宛にすれば十分である。

④ 費用対便益の問題

- すべての自己株式取得に対する、広範囲にわたる開示義務は必要ではない。発行者にとって負担となるし、投資者にとっても有益な情報にならない。
- 自己株式取得活動に関する非常に詳細な内容の開示を求めることは、発行者にとって不当な負担となる。しかもこの類の開示が投資者に有利であるかどうかは明かでない。

SEC は、1980 年に規則 13e-2 の最終試案を撤回して以来、22 年ぶりに

再び自己株式取得における情報開示規制を試みた。試案の内容から、SECの狙いを窺い知れる。たとえばブローカーやディーラーに関する公表の部分は、規則 10b-18 における制限が守られているかどうかを知るのに役立つ情報になる。また自己株式取得計画に対する発行者の継続意思を公表させる部分は、取得する意図のない取得計画の公表という虚偽のシグナリングを防止するためにあると思われる。しかし、これらの部分は批判的な意見に配慮した形で最終規則から除外された。次に、この最終規則の内容を検討する。

#### 4. 開示規則（最終規則）

2003年12月17日にSECは規則 10b-18 の改正、及び自己株式取得に関する開示規則を採択した。開示規則は規則 10b-18 によるかどうかを問わず、すべての発行者及びその関係者による自己株式取得を対象とする。

SECは前記のコメントを参考にし、2002年の試案を次の2点で修正し、ほかの部分は試案のまま維持した。

- ① ブローカー・ディーラーの開示部分を削除した。ただしSECは、必要と判断すれば、個別に発行者に対し開示を求めることができる。
- ② 自己株式取得計画に関する注記の部分は、コメントの反対意見を反映し、未執行の部分についての経営者の取得継続意思の開示部分を削除した。ただし、計画を中止したい場合は、その旨を開示しなければならない<sup>(58)</sup>。

この開示規制の下で、発行者及びその関係者による自己株式取得については、発行者は四半期ごとに、取得した株式の数量、一株の平均価格、公

---

<sup>(58)</sup> SEC, Release Nos. 33-8335; 34-48766, 68 FR 64952-01 (2003).

表した取得計画の下で取得した株式の数量、残り額（数量または金額）を月ベースで記入すること（表の形式）、また表の下に注記として①取得計画の公表日、②予定した取得金額（または株式数量）、③計画の終了日、④上記の表の記入期間内に終了した計画、⑤予定していた終了日の前に中止を決めた計画、または継続意思のない計画を記載しなければならない<sup>(59)</sup>。

以下では、アメリカの開示規制について、開示の有効性という視点から、日本法と比較しつつ検討を行う。

#### 4-1 検討

開示の有効性を判断するために、開示を四つの構成要素に分解して考えることができよう。

- ① 情報の質
- ② 情報の量またはそれが対象とする範囲
- ③ 情報開示のタイミング
- ④ 情報開示及び情報入手の方法、コスト

これら四つの要素は、開示の有効性を決定するにあたって相互依存関係にある。たとえば、いくら情報量を増やしたところで、その情報の質が低ければ、開示は有効でない。また、情報の質、量がともに十分だとしても、開示のタイミングを逸していれば情報の有用性は大幅に低下する。さらに、情報の質、量、タイミングが適切であっても、その情報の入手が困難だったり、情報開示のコストが高かついたりするのであれば、開示は十分に機能しないおそれがある<sup>(60)</sup>。

---

59) 17 C. F. R. § 229. 703.

60) 伊藤邦雄「企業価値評価とディスクロージャー」柴健次＝須田一幸＝薄井彰編著『現代のディスクロージャー』（中央経済社、2008年）76-77頁。

## 自己株式の取得における開示制度

SECの開示規制について、まず問題として取り上げられるのは③の開示のタイミングである。すでにコメントで指摘されている通り、実際に自己株式取得を行った時点とSECに届け出る時点の間には、3ヶ月以上の間隔がありうるので、このような情報は場合によって投資者にとって役に立たないかもしれない。これに対して、日本の開示府令では情報開示規制の対象企業は月ごとに、取引所の自主規制の下では取得後直ちに報告しなければならない。このように日本の開示規制は、取得時と報告時の間隔が短いので、情報開示のタイミングについてはアメリカの規制より評価できよう。

次に情報の質及び量の問題についてであるが、そもそも自己株式取得の情報開示規制の主たる主旨は、会社の自己株式取得の規模や取得価格等の情報を提供することによって、投資者や市場関係者の適正な投資決定を助けることにある。両国の開示規制により提供される情報の質・量はそのような主旨に十分かなっているのだろうか。

アメリカの開示規制では、表の記入部分には月ベースで取得した数量及び一株の平均価格、取得計画下の取得数量、残余额の欄がある。日本の開示府令では、アメリカの「一株の平均価格」の部分が「月の取得総額」であること以外は、開示内容はアメリカと同じである。また、アメリカの開示規制では、注記の部分において、自己株式取得の中止を決めた場合、または、その継続をしないことも決めた場合はその旨を記載する必要があるが、日本ではそのような規制はない。

一株の平均価格の情報は、株主や投資者にとって、会社の取得価格が割安か割高かを判断するための参考となるだけでなく、会社の株価が自己株式の取得により不自然に釣り上げられていないかどうかを確認するためにも役立つ。

また、アメリカの規制における注記の主旨は、取得計画を公表したにもかかわらず実際に一株も取得しないとか、または最初から取得する意図の

ないような虚偽のシグナリングを抑止するためだと思われる。当初のSECの提案は、計画の継続についての発行者の意図をはっきりさせようとしたものだが、結局、会社の意思決定機関の裁量権を損ないかねないという考慮から、この部分（前述28頁の⑥）は削除された。しかし、最初から取得意図のない取得計画の公表を株価の上昇に利用する場合、計画期間内に中止を決めることは考えられない。中止の決定がなければ、注記で公表する義務も生じない。このように、計画中止に関する開示規制だけでは、取得意図がなく、株価の上昇だけを狙うような取得計画の公表を防げないと思われる。もっとも、長い目でみれば、計画だけを公表しておきながら、実施しないということを繰り返していれば、その計画公表によるシグナリングが市場に信頼されなくなるということになる。

このように、アメリカの方が投資者に提供される情報の量・質の面では日本よりやや優れているが、情報開示のタイミングという点については日本の方が適切であると思われる。なお、④情報入手方法やコストについては、両国とも電子開示システム（日本ではEDINET（Electronic Disclosure for Investors' NETwork）・アメリカではEDGAR（Electric Data Gathering, Analysis and Retrieval））を有し、発行者の情報開示及び投資者の情報入手はインターネットを通じて手軽に行えるので、とくに問題はない。

#### 4-2 改善策

SECの開示規制の下では、発行者は四半期ごとに、自己株式取得に関し、取得数量、一株の平均価格、取得計画の下で取得した数量及び残り額を開示することになる。情報開示のタイミングに関する致命的な問題はさておき、まず情報の量と質の側面から検討を行う。

発行者が開示する月ベースでの取得数量、一株の平均価格や取得計画に関する情報は、投資者や株主にとって、当該会社の株式への投資判断を行

う際に、果たして意味のある情報なのだろうか。確かに、以前は自己株式取得に関する開示規制がなかったので、発行者による自己株式の取得が実施されたかどうかさえ分からず、ましていつ、いくらで自己株式を買い戻したかという中身も知り得なかった。それと比べると、自己株式取得の状況や計画の実施状況は知り得るようになったのだから、何となくよかったのではないかと思われるかもしれない。また SEC の開示規制が施行されてから、発行者の自己株式取得計画の達成率が高くなったことをもって、開示規制はそれなりに効果があるという調査報告もあることから<sup>(61)</sup>、一層その思いは強まるかもしれない。

しかし、投資者や株主にとって、以上のような情報によって、自己株式取得に関して経営者との間の情報ギャップを本当に縮小できるだろうか。この点は、同じ状況に置かれている配当を見れば分かる。アメリカでは、配当の決定機関は自己株式取得と同じく取締役会である。従来、裁判所は配当決定を経営者の裁量や経営判断の範囲内にあることとみて、配当決定に関する争いに介入しないようにしてきた<sup>(62)</sup>。しかし、配当決定において、時には経営者と株主の利害が対立することもある。たとえば成熟企業では、余剰資金があるが、株主の期待利益率を上回るような有利な投資機会がさしあたり見当たらない場合、株主は配当金を増やしてほしいのに対し、経営者は必要以上に内部留保をしたがる傾向がある。そして、取締役会での利益配当を巡る決定は、株主にとってはブラックボックスで行われたようなもので、その中身を知り得ない。配当開示規制の下、株主が得る情報は

---

61) Michael Simkovic, The Effect of Enhanced Disclosure on Open Market Stock Repurchases, (unpublished working paper) at <http://ssrn.com/abstract=1117303> (Dec. 10, 2009).

62) Victor Brudney, Dividends, Discretion, and Disclosure, 66 Va. L. Rev. 86, 103-104 (1980).

配当決定の結果、つまり一株あたりの配当金額だけで<sup>(63)</sup>、なぜこのような金額になったのか等に関する説明はほとんどなされていない。株主は留保された余剰資金が再投資されるのか、過剰投資にならないのかといったことを知りたいが、それを知ることは難しい。そのため、この種の開示は株主や投資者が知りたいことに何も答えていないから、無意味な情報開示だという批判がある<sup>(64)</sup>。他方、配当財源とされていない余剰資金の用途、たとえば再投資等に関する情報は企業機密に当たるので、こういった情報を強制開示させるのは会社の内部機密を開示せよということに等しいので、適切ではないという反論もありえよう<sup>(65)</sup>。

配当決定を巡る経営者の権限に対して制限を定めたり、裁判所により事後の介入をしたりすることは難しいので、株主に配当決定の妥当さを判断できるほどの情報を提供することは重要なはずである。このことは同じ状況にある自己株式の取得でも同じである。

自己株式取得では、余剰資金用途等の問題のほかに、取得価格の問題及び虚偽シグナリングの問題という特有の問題がある。これらの問題に、SECの開示規則では十分に対処できないとし、事前開示というアプローチを提言した見解がある。この見解は次の通りである<sup>(66)</sup>。

SECの開示規則では、発行者は自ら開示した自己株式取得計画により拘束されるわけではない。それゆえ、取得意図のないような虚偽のシグナリングを防ぐことはできない。また割安な価格による自己株式取得は事後開示の規制だけでは改善することができない。この二つ

---

<sup>63</sup> 17 C. F. R. § 210.3-4 (2004).

<sup>64</sup> Bratton, *supra* note 19, at 893-894.

<sup>65</sup> *Id.* n. 227.

<sup>66</sup> Fried, *supra* note 15, at 1374-1384.

## 自己株式の取得における開示制度

の問題に対処するために、事前開示という方法がある。すなわち、発行者はブローカーに自己株式の買付を依頼する前に、指値、執行期間、数量という具体的な内容を市場にアナウンスするとともに、EDGAR 開示システムを通じて、SEC に届け出るという方法である。発行者は市場に対して、買付依頼内容のほかに、たとえば取得の目的等、市場が関心をもつであろうことも伝達してよいとされる。市場参加者はこういった情報、発行者の自己株式取得の履歴や経営者の自社株の取引状況等の情報を総合して、当該株式の真の価値を評価することができる。これらの情報により、株価が過小評価されていることを信頼できる程度まで、市場参加者はその株価を上げていくだろう。また事前開示される情報に市場が直ちに反応せず、株価に織り込まれないならば、事前開示と実際にブローカーに注文を出す時との間隔を長くすればよい。この種の情報に市場が効率よく反応するようになれば、その間隔を短くすればよい。この株価の修正過程により、割安な自己株式取得による経営者の利益は減るし、売却株主も適正な価格で所有株式を売却できる。

加えて、発行者が自己株式取得の実施を終了したら、直ちにその取得価格、取得数量等の取得内容を、EDGAR 開示システムを通じて SEC に報告しなければならない。これまで、発行者による自己株式の取得はバールに包まれていた。発行者がいつ、いくらで、どのぐらいの自己株式を取得したのかは知ることが困難である。このように確実な内容を事前開示により公にさせ、計画の実施が終了した後、直ちにその内容を公表させることができるならば、自己株式取得の透明性は一層高まる。

この提言に対し、発行者が負担する事前開示の費用や、事前開示により株価が高くなるため、発行者の取得費用が予定より膨らむこと等の問題も

指摘されている<sup>67)</sup>。もっとも、開示規則により株主や投資者に提供される情報は、適切な投資判断に資するためだと考えるならば、実施されるかどうか分からないような株式取得計画の公表よりは、この提言で示されたように、実際にブローカーに買付を依頼するという確実な情報の方が役に立つ。また、情報の非対称性がもたらす問題にもある程度対処できよう。

## 5. おわりに

自己株式取得における開示制度は、自己株式取得という事柄だけに焦点を当てるべきではなく、相場操縦等の不正行為を防ぐためという側面も考慮して検討することが重要である。そのことは、SECの開示規則の制定史をみれば明かである。セーフ・ハーバーである規則 10b-18 の原形とされた SEC v. Georgia-Pacific Corp 判例での SEC 及びその直後の議会は、発行者及びその関係者による自己株式の取得に対して厳しい姿勢を見せた。また SEC の規則 13e-2 の最終試案からも分かるように、証券取引という観点から自己株式取得を規制する方法としては、一定の制限を定めるという直接的な規制方法と、情報開示という間接的な規制方法とを組み合わせる方が望ましいとされる。なぜならば、情報開示規制がなければ、直接規制に違反したという事実をとらえることが困難である、つまり、開示規制は補完的に直接規制の実効性を高める働きをもつからである<sup>68)</sup>。しかし、この規制アプローチは、SECの自己株式取得に対する見方が180度転換したため、世に問われることはなかった。その代わりに、SECは自己株式取得が合法的な企業目的の下で行われているという極めて楽観的な見方の下で、セーフ・ハーバー的な規定として規則 10b-18のみを制定し、

---

<sup>67)</sup> Id.

<sup>68)</sup> 龍田、前掲(54)129-131頁。

開示規制を不要とした。この規則が公表された1982年以降、アメリカでは自己株式取得が非常に増えた。だが、規則は自己株式取得に関する情報を開示することを発行者に求めていないため、実際にセーフ・ハーバーにおける制限が守られているかは確認のしようがない。規則10b-18に違反する相場操縦が摘発された例がないからといって、セーフ・ハーバーにおける制限が守られていると信じることはできない。

他方、自己株式の取得計画を公表しておきながら、実際に一株も取得していないような会社が一定数にのぼっていることや、セーフ・ハーバーにおける制限は守られていないこと、また取得計画の公表によって発行者株価が上昇したという指摘をする実証報告がなされている。これらの報告も、本稿で取り上げた株主や投資者と経営者の情報非対称性により生じる問題を浮き彫りにしている。加えてSECの自己株式取得に関する規則制定の歴史を振り返ると、2003年に最終規則が公表されるまで自己株式取得に関する開示規制がなかったことは、不思議と思うほかない。

2003年に公表された最終規則の開示規制の内容は、株主や投資者にとって決して十分とはいえない。とくに開示タイミングの点では、コメントの批判的意見が指摘したように、発行者に開示費用を負担させながら、それに見合う効果が生じないという結果になりかねない。

最後に、以上のアメリカの経験から得られる教訓を指摘したい。上場会社の経営者の自社株所有割合は日米で異なること、また、日本では会社の自己株式取得の動機に関する実証研究が少ないこと等に鑑み、アメリカでの議論をそのまま日本に持ってくることは適切でない。ただ両国の開示制度が類似していることから、参考になる点も多いはずである。たとえば、自己株式取得の開示制度の必要性を考える際に、SECの開示規則の制定史からヒントを得ることができよう。すなわち、証券取引という側面から、自己株式取得による相場操縦等の不正行為を防ぐには、本来、一定の制限を定めるような直接的な規制方法と開示規制による間接的な規制方法とに

より行った方が望ましい。しかし、現在日本ではアメリカの規則 10b-18 を範として、会社が自己株式取得を実施する際に、遵守すべき一定の要件を「上場等株券の発行者である会社が行う上場等株券の売買等に関する内閣府令」が定めている。これらの要件は相場操縦とされるおそれの少ない取引態様を類型化したものである。要件に違反したかどうかは、自己株式取得に関する情報開示がないと判断できない。従って、開示制度は相場操縦等の防止という点でも必要不可欠である。また、開示制度の効果・有効性については、本稿の 2-3 で取り上げた「情報の非対称性により生じる問題」に焦点を当てれば、日本法はアメリカ法と同じ問題に直面していることが分かる。株主や投資者にとって意味のある情報を提供させるには、開示内容の範囲や開示のタイミング等の問題をさらに検討しなければならない。また、事前開示という提言には傾聴すべき点が多いものの、その実務上の問題点については本稿で十分に検討できなかつた。これらの問題の検討は今後の課題としたい。