

自己株式取得制度と経済効果

岡村 秀夫

1 はじめに

一九九七年五月一六日、「株式の消却の手續に関する商法の特例に関する法律」(以下「消却特例法」)が成立した。今回の改正によって、定款の定めがある場合においては取締役会の決議によって自己株式を取得・消却することが可能になった。一九九四年の改正商法では定時株主総会の決議が必要とされていたため、今回の改正によって自己株式取得・消却をより機動的に行えることになった。同時に成立したストックオプション制度を導入する「商法の一部を改正する法律」の陰に隠れた感もあったが、年一回の定時株主総会という制約から解放されて、企業の経営状態、株式市場の状況などに合わせた株式の取得・消却が可能になったことは、企業金融の面からも一定の評価を与えることができる。

自己株式取得の経済効果については、一部の通説には誤解が含まれていると思われる。金融・資本市場で市場メカニズムが機能し、効率的な市場であれば、企業の利益配分政策は本来株価には影響を与えない。従って、自己株式取得によって株価が影響を受けるのは、市場の効率性に関する何らかの前提が満たされていない場合である。現在までの研究では、自己株式取得が株価に影響を与えるのは、税制が企業の財務政策に対して中立的でない場合や、市場において何らかの情報の非対称性・不完全性が存在し、その解決に自己株式取得による情報の伝達が有効な場合とされている。

本稿では、最初に自己株式取得制度の概要を整理し、次に自己株式取得の効果に関する考え方を紹介する。そして、日本における近年の自己株式取得・消却の実施例を整理した後で、問題点と課題について検討する。

2 自己株式取得制度の概要

(1) みなし配当課税問題

一九九四年に改正された商法で、全ての会社について「定時株主総会の決議に基づく利益消却のための自己株式の取得」が認められるようになった。一九九四年の改正以前は、会社設立時の定款で自己株式取得が規定されていない限り実施できないとの解釈も有力で、事実上日本において自己株式取得は行われていなかった。この改正によって、商法上は定時株主総会での決議がなされれば、全ての会社について自己株式取得・消却を行う得ることが明確にされた。しかし、みなし配当課税の問題のために一九九四年の商法改正後も自己株式取得は実際には行われなかった。

会社が利益による株式の消却を行った場合、その消却により会社の発行済株式数は減少するが資本の金額そのものは変動しないため、消却されなかった残存株式一株当たりの資本金額が増加することになる。みなし配当課税とは、消却による一株当たり資本金額の増加分に対して、会社から株主に対する利益の配当または剰余金の分配が行われたものとみなして配当所得として課税されるというものである。そのため、利益による株式消却を実施しようとする場合の税制上の問題として、例えば以下のような点が指摘されていた。⁽¹⁾

(1) 消却に応じなかった残存株主については、会社から実際には現金分配を受けないにもかかわらず、みなし配当課税による税負担が生じ、そのために利益消却について株主の協力が得られにくい点。

(2) 消却に応じた個人株主については、市場買付と公開買付の二種類の自己株式取得方法のうち、市場買付では源泉分離課税（売却額の1%）が適用されるのに対し、公開買付ではみなし配当課税（20%の源泉分離課税）または総合課税が適用され、取得方法の違いにより税負担が異なる点。

また、当時の株式市場が低迷していたことも、みなし配当課税の凍結を後押しすることとなった。

そこで、上場会社および店頭登録会社について、株式消却に関わるみなし配当課税を一九九九年三月三十一日までの三年余りにわたって凍結する「租税特別措置法の一部を改正する法律」が一九九五年一月一〇日に成立（同一七日施行）した。改正のポイントは、以下のようになる。⁽²⁾

(1) 消却に応じなかった残存株主については、みなし配当課税を行わず非課税とする。ただし、法人株主の場合のみなし配当課税を選択することも可能とされ、将来の売却時のキャピタルゲイン課税を軽減することができる。

(2) 市場買付に応じた株主は改正前と同じく、個人株主については通常のキャピタルゲイン課税（譲渡益の26%の申告分離課税または売却代金の1%の源泉分離課税）、法人株主については株式譲渡益に対して法人税および地方税の課税、とされた。

(3) 公開買付に応じた株主のうち、個人株主についてはみなし配当課税を行わず通常のキャピタルゲイン課税とし、法人株主については現行通りのみなし配当課税とされた。その理由は、個人の場合には一般にキャピタルゲイン課税の方が税負担が軽く、逆に法人の場合は配当課税の方が税負担が軽いためであった。

(2) 消却特例法の概要

上記のみなし配当課税凍結により、自己株式の取得・消却への障害は相当程度解消され、一九九七年末までに定時株主総会決議に基づいて利益消却のための自己株式取得を行った会社は合計一九社となっている。しかし、自己株式取得・消却を実施しようとする度に定時株主総会決議が必要とされることについて、要件が厳格すぎるとの考えから、一九九七年五月一六日成立(同六月一日施行)の消却特例法によって、以下の要件のもとに取締役会決議に基づいて自己株式取得・消却を実施できることとされた。⁽³⁾

(1) 公開会社(上場会社、店頭登録会社)であること。
(2) 定款に取締役会の決議により自己株式の利益消却を行うことができる旨を定めていること。(定款変更には株主総会の特別決議が必要)

(3) 数量規制(発行済株式総数の一〇分の一以内で、定款に記載)と財源規制(中間配当財源から実際に中間配当した金額を控除した額の二分の一以内)を満たしていること。

(4) 自己株式の取得は、市場買付または公開買付により行い、取締役会の決議後最初の定時株主総会までに終了すること。

以上の要件に従えば、取締役会で取得する自己株式の種類・数・取得総額を決議して実際に取得することが可能になる。そして、取得した自己株式は遅滞なく失効の手続をとらなければならない。また、取締役会の決議後最初の定時株主総会で、取得理由、取得総額、取得した自己株式の種類・総数、失効の手続をした旨、を報告しなければならない。

(3) 自己株式の取得方法

先述の通り、日本で認められている自己株式の取得方法には、市場買付と(一定価額での)公開買付があり、両者を併用することも可能である。二つの方法の選択は、利益消却の理由、買付予定総額、買付予定株数、株主構成などを総合的に判断して決定されるものと思われる。

市場買付の場合、株式市場から株式を通常購入するのと同じ方法で自社株を買い付ける。買付終了後は、遅滞なく利益消却を実行し、発行済株式数、授権株式数の変更登記を行うことになる。

公開買付の場合、買付価格(通常は市場価格にプレミアムが上乗せされる)、買付予定株数など必要な事項を新聞二紙以上で公告し、公開買付届出書を大蔵大臣(写しを取引所または日本証券業協会)に提出する。また、買付に応じようとする株主に対しては公開買付説明書を交付する。買付終了後は公開買付報告書を大蔵大臣(写しを取引所または日本証券業協会)に提出し、利益消却を実行し、発行済株式数、授権株式数の変更登記を行う、という手順になる。

アメリカでは、日本でも認められている市場買付と一定価額での公開買付の他に、ダッチ・オークション方式による買付とプット権の交付による買付も行われている。⁽⁴⁾ダッチ・オークション方式では、前もって一定の幅で買付予定価格帯を定めておき、株主が入札を行うことになる。そして、価格帯のなかで入札価格が最も低い入札者から順に予定購入株数に達するまで購入し、購入価格は予定購入株数に最後に達した入札者の価格を一律に適用する。プット権の交付による買付の場合、通常市場価格にプレミアムの付いた権利行使価格で株式を売却する権利のあるプット権を交付する。

自己株式取得に関連する情報の多くについては、証券取引法における「重要事実」とされ、どのような方式で

自己株式取得を行う場合であってもインサイダー取引、株価操縦などについての規制を受ける。⁽⁵⁾アメリカでは、セーフ・ハーバー・ルールによって違反とされない行為が比較的明確に規定されているのに対して、日本の規定はどちらかというと不明瞭な印象を受け、今後個別事例の積み重ねを待つことになるかもしれない。インサイダー取引規制、相場操縦規制などの問題を回避する一つ的手段としては、市場買付の場合には信託を利用した自己株式取得も考えられる。⁽⁶⁾このように、自己株式取得は株主および投資家に対して大きな影響を与え得るので、証取法との関係にも十分な配慮が必要である。

3 自己株式取得の経済効果

本来、「モジリアニミラーの定理」にあるように、配当やキャピタルゲインに対する課税や、取引費用が存在せず、さらに企業経営者と株主の間に情報の非対称性が存在しないなら、利益分配の手段として配当と自己株式取得は無差別になり、株価に影響を与えない。しかし、税制あるいは情報の非対称性・不完全性などのために自己株式取得が株価に影響を与える可能性がある。

以下では、アメリカでの研究例を交えながら、税制による効果、債権者間の富の移転効果、情報伝達効果などについて紹介する。

(1) 税制と自己株式取得の効果

(節税効果および顧客効果・供給効果)

キャピタルゲインに適用される税率の方が配当に適用される税率よりも低い場合、税が節約されるので企業が株主への利益分配の手段として自己株式取得を配当よりも望ましいと考える投資家が存在し得る。税率の違いによる節税効果を有する投資家が多い場合、自己株式取得によって利益分配を行う企業の株価が上昇するかもしれない。

しかし、投資家には個人投資家、法人投資家の双方があり、さらに法人投資家には一般の法人、機関投資家、非課税法人がいる。それぞれの投資家に適用される税制および税率が異なれば、配当を愛好する投資家もいれば自己株式取得を愛好する投資家も存在するだろう。このことは税制による顧客効果と呼ばれている。⁽⁷⁾そして顧客効果が存在するときに、ある特定の株主層が望むような利益分配方法を各企業が選択するような対応を供給効果と呼ぶ。顧客効果と供給効果によって税制の効果が弱められるかもしれないし、両者が有効に機能し均衡している状態では、自己株式取得は税制に対して中立的になり株価を上昇させる効果は望めなくなるかもしれない。

Masulis[1980]は一九六二年から一九七三年の間に公開買い付けによる自己株式取得を行った企業一九九社をサンプルとして選り出し実証研究を行った。発行済み株式数に対する買い戻し株式数の比率および買い戻し資金の調達方法によって分類したサンプルを分析した結果、税制と自己株式取得の効果については個人所得税、法人税ともに節税効果が存在すると結論している。

Dam[1981]は一九六二年から一九七六年の間に公開買い付けによる自己株式取得の事例から一四三のサンプル(企業数にすると一二二社)を選び実証研究を行った。その結果から、自己株式取得の発表による株価の上昇は個人所得税の節約効果を否定するものではないとしている。だが、応募期間終了後も発表前に比べて高い水準で株価が推移しているという事実は、当該企業の利益分配政策が配当重視から自己株式取得に変更されたとき市場が認識した場合でなければ、節税効果だけでは説明できないとしている。そして、個々の企業について言えば自

己株式取得が頻繁に行われるものではなく、節税効果が自己株式取得による株価上昇の主要な要因ではないと結論している。

Vermaelen[1981]は一九六二年から一九七七年までの間に公開買い付けによる自己株式取得を行った企業から一三一のサンプルと、一九七〇年から一九七八年の間に流通市場から買い付けを行った企業から二四三のサンプルを選んで実証研究を行った。その結果から、個人所得税、法人税双方について節税効果の存在は否定できないが、株価の上昇を説明する主要な要因ではないと結論している。

上記のいずれの研究結果からも自己株式取得による節税効果の存在は否定できないが、現在のところ株価の上昇分の全てを十分に説明可能な仮説とは言えないだろう。

(2) 債権者間の富の移転効果

自己資本の空洞化をもたらすという意味で、予想外・不定期の自己株式取得による企業資産の減少は、株主以外の債権者が保有する請求権の価値を低下させ、企業の他の債権者から株主へ富を移転する効果があるかもしれない。ただし、自己株式取得の原資は一般に利益の範囲に制限されているため、この仮説だけで自己株式取得を説明することは困難であると考えられる。

Dahl[1981]は、節税効果に加え、富の移転効果についても検討を行った。実証分析の結果、普通社債の収益率はわずかながら負の変化を示しているが、自己株式取得を行った企業の転換社債、優先株、普通株に転換可能な優先株それぞれの収益率は正の変化を示している。そして、自己株式取得による株価の上昇は株主以外の債権者からの富の移転だけでは説明できないと結論している。

Vermaelen[1981]は自己株式取得を実施した企業について債券の格付けの変化を検討した。格付けは大まかな評価であるとしながらも、自己株式取得で残存株主が得た六五日間で平均二三・一九%の収益率をすべて富の移転効果によって説明できるなら格付けは引き下げられると想定した。だが実際には引き下げられた例はなく、富の移転効果が自己株式取得による株価上昇の主要な要因とは言えないと結論している。

(3) 情報伝達効果と企業価値

経営者の目的が株価の最大化にあり、自社の株価が市場で過小評価されていると判断した場合、経営者と市場の間に存在する企業価値に関する情報の非対称性を軽減あるいは解消する手段として自己株式取得が有効であるという仮説がある。その背景に自己株式取得の募集期間後の株価は発表前の株価よりも平均して高い水準にあるという事実があり、自己株式取得の情報伝達効果(シグナリング効果)を示すものと考えられている。例えば、企業内に余剰資金がある場合、有利な投資機会あればそこに投資し、一方すぐに投資する機会がないときは自己株式取得・消却を行う、というように経営者の姿勢が明確であれば自己株式取得が一種のメッセージになり得る。

自社の取得価格は、一般に発表前の市場価格にプレミアムが上乗せされている。このとき真の企業価値に相当する以上のプレミアムを上乗せして買い戻せば、応募しなかった株主を犠牲にして応募した株主の利益のために行動したことになり、株主間で富の移転をもたらすことになる。しかし、経営者が買い戻しに応募せず、経営者の自社株保有比率が高かったり、報酬の大部分がストックオプションによるものであれば、高すぎるプレミアムを上乗せして偽りのメッセージを送ろうとする誘因は小さくなる。また、株式を長期保有している大株主に

不利益を与えるような行動を経営者がとることは困難であると考えられる。

Dann[1981]は、普通社債権者からの富の移転だけでは他の債権者の富が増加することを十分に説明できず、一方全体として市場で評価される企業価値は増加しているため、自己株式取得が正の情報伝達効果をもつと結論づけている。

Vermaelen[1981]が公開買付による自己株式取得のサンプルを用いて行った推定では、企業内部者の持株比率は有意に株価の上昇を説明するという結果が得られている。さらにVermaelen[1984]では自己株式取得による株価上昇で得られた収益率を被説明変数に、買い戻し価格に上乘せされたプレミアム、買い戻し株式数の全株式に占める比率、企業内部者の持ち株比率を説明変数として推定している。その結果から、説明変数として用いた上記三者の変数は企業価値に関する正のシグナルと考えられると結論している。

Comment-Jarrell[1991]では、自己株式取得の方法による情報伝達効果の大きさを分析している。その結果、一定価額での公開買付、ダッチ・オークション方式による公開買付、流通市場からの買付の順で市場価格に上乘せされるプレミアムが大きく情報伝達効果が大きいことが予想され、実証結果でも支持されたとしている。

4 自己株式取得の実施状況

一九九四年の商法改正と一九九五年の消却特例法によって、ようやく日本においても自己株式取得・消却が実際に行われるようになった。一九九六年度において定時株主総会決議に基づいて利益消却のための自己株式取得を行った会社（取得可能期間の始期または終期が一九九六年度内であるもの）は、上場会社一三社と店頭登録会社六社の合計一九社となっている。⁽⁶⁾ 初めて定時株主総会で利益消却について決議を行ったのは日本アムウェイで

表1 利益消却のための自己株式取得を決議した会社

会社名	上場/店頭	取得方法	株主総会決議		発行済株式総数		取得株式数/発行済株式数 (%)
			決議日	取得株式数(千株)	(千株)	(千株)	
日本アムウェイ	店頭	公開	95.11.29	5,000	15,000,000	146,625,000	3.3
アサヒビール	上場	公開/市場	96.3.28	8,000	10,000,000	424,837,528	1.9
東燃	上場	公開	96.3.28	40,000	50,000,000	646,546,560	6.2
ダッチアラザーズ	店頭	公開	96.3.28	6,000	10,000,000	45,240,000	13.3
イズミヤ	上場	市場	96.5.23	8,000	14,000,000	113,485,403	7.0
トヨタ自動車	上場	市場	96.6.26	43,000	100,000,000	3,758,164,893	1.1
日本ガイシ	上場	公開/市場	96.6.27	10,000	15,000,000	355,466,356	2.8
コパツ	上場	市場	96.6.27	20,000	20,000,000	1,003,921,701	2.0
デンソー	上場	公開/市場	96.6.27	10,000	20,000,000	870,581,249	1.1
大東建託	上場	公開	96.6.27	3,000	5,100,000	142,102,832	2.1
ワールド	上場	公開	96.6.27	1,100	5,000,000	35,874,000	3.1
厚木ナイロン商事	店頭	市場	96.6.27	7,500	3,000,000	99,198,658	7.6
エニックス	店頭	公開	96.6.27	1,200	4,000,000	18,503,000	6.5
日本アムウェイ	店頭	市場	96.11.27	3,000	12,000,000	146,821,300	2.0
松下電工	上場	市場	97.2.27	50,000	50,000,000	778,581,123	6.4
OSG	上場	市場	97.2.27	5,000	3,500,000	104,905,226	4.8
東亜合成	上場	市場	97.3.28	13,000	5,000,000	279,479,768	4.7
サンテレビジョン	上場	市場	97.3.28	3,000	2,000,000	46,748,438	6.4
エイボン・プロダクツ	店頭	市場	97.3.28	2,000	550,000	62,294,000	3.2

(出所)【商法務】1997年版増資白書
 (注1) 日本アムウェイは1995年度と1996年度の定時株主総会でそれぞれ決議を行った。
 (注2) 取得可能期間の始期あるいは終期が1996年度内に到来したもの。

あり、実際に初めて自己株式の取得・消却を行ったのはアサヒビールである。(表1参照) そのうち、公開買付を選択した会社は、上場会社が六社、店頭登録会社が三社の合計九社であった。なお、アサヒビール、日本ガイシ、デンソーの三社は公開買付の後、取得上限株数に達するまで市場買付を行った。また、一九九七年度に入つて自己株式取得・消却を予定していると公表している会社は、五月末現在で上場会社二三社と店頭登録会社八社の合計三一社と昨年度を上回るペースである。

自己株式取得が株価に与える影響については、新聞報道などによれば、概して株価に好影響を与えているとのことである。一%未満というほとんど影響を受けていない銘柄もあるが、中には二〇%から三〇%を上回る値上がりをしている銘柄もある。⁽⁹⁾ 株価上昇の要因については、自己株式取得の実施例が少ないため十分な分析を行い得る段階ではないが、今後の実証研究の結果に期待したい。

5 最後に

自己株式取得は、現実には配当と併用されることが一般的であり、企業の財務政策全般において自己株式取得を位置づけた上で分析する必要があるだろう。例えば、仁科「一九九五」によると先端的な資金調達・管理手法を用いる場合に、アメリカでは自己株式の取得が必要なプロセスとして組み込まれているとの指摘がある。負債についてだけではなく、自己資本についても機動的な調達・返済を行つて最適な企業財務戦略をとる上で、自己株式取得制度は今後重要な意義を持つかもしれない。また、自己株式取得が企業価値情報の有効な伝達手段として機能するには、ストックオプション制度等、株価に連動した報酬制度も効果的であり、本年五月に自己株式取得制度の改正とともに導入されたストック・オプション制度との連携が注目される。自己株式取得は単なる

株価対策ではなく、企業をより効率的に経営し、企業情報を伝達するための重要な手段であることが企業経営者、投資家双方に認識されることを期待したい。

(注)

- (1) 鳴島「一九九五」参照。
- (2) 鳴島「一九九五」、吉川「一九九五」など参照。
- (3) 保岡「一九九七」、法務省民事局参事官室「一九九七」参照。
- (4) 花枝「一九九四」参照。
- (5) 石黒「一九九六」参照。
- (6) 廣田「一九九六」参照。
- (7) 花枝「一九八九」七〇・七五ページ参照。
- (8) 吉川純「一九九六」および「商事法務」一九九七年増資白書号、参照。以下のデータも同様。
- (9) 「日本経済新聞」一九九七年四月二九日付。

〈参考文献〉

(和文)

石黒徹「一九九六」、「自己株式取得と証券取引法―インサイダー取引・相場操縦の関係を中心として―」、「商事法務」一四四二号、

