

日米における自己株式取得を巡る環境

金融システム改革法が施行され、市場規制が注目されている中、各証券取引所は、市場における企業の円滑な自己株式取得に資するため、自己株式取得に関するガイドラインや自己株式取得の専門市場及び専門スキームを公表した。米国では、SEC（証券取引委員会）が98年10月に自己株式取得に関するセーフ・ハーバー・ルールの緩和を提案した。

相場暴落時の自己株式取得による相場の早期安定化を図ろうとする米国と、市場における自己株式取得を円滑に行わせしめようとする我が国のいずれにおいても、企業のファイナンス戦略上、自己株式取得のための明確な指針と弾力的かつ機動的な方法を提供するものとなろう。

1. 自己株式取得のセーフ・ハーバー・ルール

1) 米国におけるセーフ・ハーバー・ルールの意義

自己株式取得計画の発表は、発行会社による業績に対する自信の表明と、株価が割安な状態にあるというアナウンスメント効果またはシグナリング効果により、株価の上昇につながる傾向がある。米国では、SECが、市場における自己株式取得が相場操縦等に当たらないよう、所定の条件で自己株式の買付けをした場合に違法行為がない（anti-fraud）とされるためのセーフ・ハーバー・ルールを定めている（1934年証券取引所法規則10b-18）。

1987年のブラック・マンデーを経験し、同規則10b-18(b)では、発注先（1日1証券業者のみ）、時間（取引所における寄付と引け各30分以内は不可）、価格（取引所あるいはティック・テープ上のビッドの独立した最高値に近い価格で成立した売買価格の高いもの）、数量（1日当たり過去4週間の日平均取引高の25%まで）の4条件を定めており、各企業は同規則に基づいて自己株式の買付けを行っている。

2) 相場暴落時における時間要件を免除するSEC提案

96～97年の米国株式市場は、上昇基調で推移していたが、香港市場の暴落の影響を受けた97年10月27日に、ニューヨーク証券取引所(NYSE)において、NYダウが史上最大の下落幅（-554.26ドル）を記録し、相場暴落時に売買を停止するサーキット・ブレーカーが初めて発動された（図1）。このサーキット・ブレーカーの発動が、さらに市場の不安

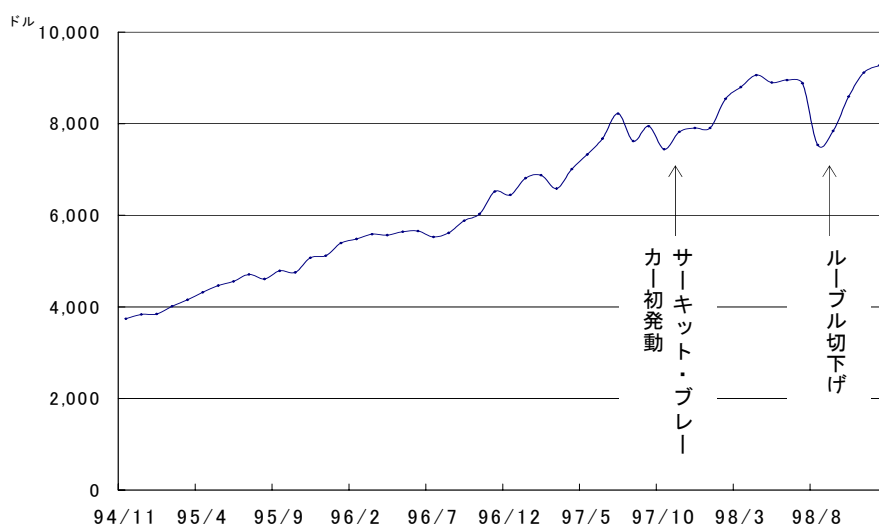
を煽ったという指摘から、サーキット・ブレーカーに関する NYSE 規則が改正された¹。

98年に入ってからアジア通貨の混乱が続き、さらに8月にロシアのルーブル切り下げに端を発するヘッジ・ファンドの経営危機・救済といった事件が起きた。

このような事態を踏まえ、NYSEの請願に応じて、SECは、98年10月、相場暴落時における自己株式取得のセーフ・ハーバー・ルールを緩和する提案を行った。同提案では上記4つの条件のうち、時間に関する緩和措置を講ずることとしている。

具体的には、NYSE規則などにに基づき取引所取引が停止された場合（market-wide trading suspension）には、取引再開後から取引終了までの間、時間の制限なく自己株式の取得をすることができる（同規則10b-18(c)）、とするものである。

図1 NYSEのダウ工業株30種平均の推移



(出所) 野村総合研究所

3) 米国における自己株式取得の実態

1987年のブラック・マンデーにおいて、米国企業の自己株式取得計画が相次いで発表されたことにより、それら企業の株価の急激な下落を押さえることができたという多くの研究が示されている。一方、実際には自己株式を取得しなかった企業が多かったことも示されている。Kracher と Johnson の論文では、相場暴落時のみならず、相場が安定している時期においても実際には公表された自己株式取得計画が行われていないことが指摘されている²。また、98年8月の経営アカデミーの年次大会における研究発表によると、86年か

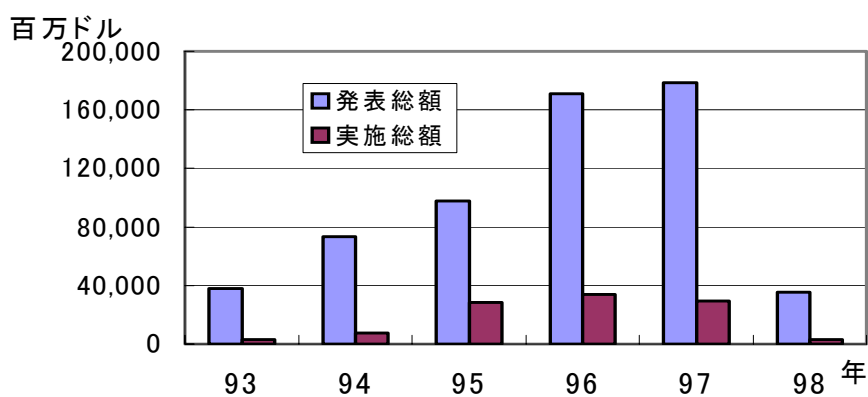
¹ 大崎貞和「米国におけるサーキット・ブレーカーの見直し」『資本市場クォーターリー』98年冬号参照。

² Beverly Kracher, Robert R. Johnson, "Repurchase Announcements Lies and False Signals", *Journal of Business Ethics*, Nov. 1997

ら 90 年にかけて発表された 540 の自己株式取得計画のうち約 40%が発表後 5 年を経ても実施されていないということである。同研究では、81～90 年に発表された 400 以上の主要企業の自己株式取得計画のうち、前半の 5 年間に発表された 148 の計画のうち実施されなかったのは 22%であったが、後半の 5 年間では、発表された計画の 54%がかろうじて 5 割の自己株式買付けを行っているにすぎないことも示されている³。

また、セキュリティーズ・データ社の調査でも、発表総額と実施総額が相当乖離していることが分かる（図 2）。

図 2 米国市場における自己株取得プログラムと実施の推移



(注 1) 98 年の数値は 1～3 月までのデータである。

(出所) セキュリティーズ・データより野村総合研究所作成

4) SEC の自己株式取得計画を実施しない会社への対処

同じく、Kracher と Johnson の論文によると、自己株式取得計画を発表した企業がほとんど実施しなかったあるいはもともと実施するつもりはなかった場合について、証券取引所法規則 10b-5 に基づき、詐欺禁止事項に違反するとして摘発した例はないようである。また、SEC は、実際の自己株式取得について公開買付けや大量保有に関わる報告書といった報告義務を、計画を発表した発行会社に課していない。

同論文では、自己株式取得をしようとする会社は、自己株式取得株数、授権株式総数、自己株式の取得価格範囲を記載した自己株式取得計画書 (Repurchase Plan Reports) を SEC に提出する規則を義務づける提案がなされている。自己株式取得計画を発表した企業が、実際に自己株式の買付けをしなくても SEC に摘発される可能性は低いからといって、虚偽の自己株式取得シグナルを市場に送ることは、早晩、市場からの信頼を失うことになるだろうと警告されている。

³ "Drawbacks of Buyback plans", *Business Week*, September 7, 1998, p14

2. 我が国における自己株式取得に関する市場規制

1) 敬遠される市場買付け

我が国における自己株式の取得については、94年の商法改正で認められた利益による自己株式の消却を中心に行われるようになった（商法210条ノ2、212条ノ2）。商法とともに証券取引法にも自己株式取得に関する規定が設けられたが、米国型のセーフ・ハーバー・ルールの仕組は我が国の法体系に馴染まないということで、自己株式取得の具体的な方法については法的な位置づけがなされなかった。

この証券取引法の改正に当たって議論を行ってきた証券取引審議会の公正取引特別部会は、94年2月7日に公表した報告書に、市場における自己株式取得の方法として相場操縦のおそれのある行為を列挙している。これは、法的拘束力はないものの、市場買付けについての具体的な買付けの指針とされている。

市場において自己株式を取得することは、相場操縦やインサイダー取引など証券取引法に違反する取引となるおそれが高いという理由から、発行企業が実際に利益消却自体に取り組むことに消極的であった（証券取引法159条、166条）。市場外において証券取引法上の手続きに従って行う公開買付けによる自己株式の取得については、一度に大量の自己株式を取得することができ、相場操縦等の規制に抵触するということはないことから、市場買付けより選好されたが、市場実勢をみながら機動的に行えない、費用がかかることなどのデメリットが指摘されている⁴。

2) 自己株式取得の諸形態

自己株式の市場買付けが相場操縦等になることを未然に防止するために、様々な自己株式取得のための取引形態がある。具体的には、①投資顧問との一任契約による方法、②証券会社との取引一任勘定取引による方法及び③信託銀行との信託契約による方法がある。

いずれの方法も、チャイニーズ・ウォールを確立し、相場操縦等の規制に触れることなく、円滑に市場において機動的な買付けが可能となるが、自ら市場に発注する場合に比べて、取引コストはかかる。

⁴自己株式の公開買付けを行った企業の公開買付け期間中の市場価格が、公開買付価格を下回っている場合があり、市場買付けの方が価格面で有利となり得るということが示されている（99年1月19日付東京証券取引所資料2）。

3. 取引所の自己株式取得ガイドライン

自己株式取得を実施する会社が、証券取引法上禁止されている相場操縦等の行為やインサイダー取引の規制の趣旨に基づき、市場において円滑に行い得ることを目的として、東京証券取引所（以下、東証）は98年12月15日、大阪証券取引所（以下、大証）は同日、自己株式取得ガイドラインを公表した。いずれも、相場操縦等のおそれがある行為の判断基準およびインサイダー取引規制上の留意事項として定められていた監視ガイドラインを周知させようとするものといえる。

1) 相場操縦等への対応

上場会社が自己株式取得を実施する際に、相場操縦等のおそれがある行為に関して、①価格、②タイミング、③買付株数、④委託証券会社等の要素について、表1のような判断基準を示している。ただ、相場操縦等のおそれがある行為との疑いを避けるため、証券会社又は信託銀行等との間の一任契約等に基づき、実際の自己株式を取得することが望ましいとの見解が示されている。

2) インサイダー取引規制への対応

インサイダー取引規制上、会社が自己株式を取得する場合、商法上の手続きとして必要な、①定時株主総会に自己株式取得を付議する旨の決定等や、②取締役会における個別具体的な買付けの決定（具体的取得予定日、予定数量等の決定）は、重要事実に該当する。②については公表しなくても、インサイダーである会社自体が自己株式を取得することはできる（証券取引法166条第6項第4号の2）が、取締役や財務担当者など会社内部のものについては、公表がない限り売買することはできない。個別具体的自己株式取得前の公表は、相場操縦となりかねないとの見方から生じたものだが、取引所は、今回のガイドラインで、表2のような取扱いが望ましいとしている。

表1 自己株式取得の際に相場操縦等のおそれがある行為の判断基準

項目	内容
(1)価格	①午前立会寄付（午前立会に約定が成立しない場合は午後立会寄付）に、前日の終値又は最終気配値段を上回る価格で、自己株式の買付けを行っているかどうか。 ②直前の約定価格又は気配値段を上回る価格で、自己株式の買付けを反復継続して行っているかどうか。 ③直前の約定価格の水準を買い支えるような自己株式の買付けを反復継続して行っているかどうか（注1）。

(2)タイミング	①午後立会（半休日の場合は午後立会）終了前 30 分以内に、自己株式の買付けを行っているかどうか（注2）。 ②決算期（中間決算期を含む。）末日前 1 週間以内に、自己株式の買付けを行っているかどうか。 ③株式、転換社債、新株引受権付社債等の募集又は売出しの価格決定に影響を及ぼし得る期間内に、あるいは募集又は売出しの期間中に、自己株式の買付けを行っているかどうか。
(3)買付株数	1 日の買付株数が買付日前 1 カ月の 1 日当たり平均売買高の 25%を超えているかどうか。流動性の低い銘柄ではその売買高を勘案する（注3）。
(4)委託証券会社	1 日に多数の証券会社を通じて自己株式の買付けを行っているかどうか。
(5)その他	自己株式の買付けに関して、取得計画の策定や具体的取得予定日、取得予定数量、取得方法等について風説を流布し、又はこれに類する行為を行っているかどうか。

（注 1）いわゆる相場のくぎ付けを行っているかどうかであり、例えば、直前の約定価格より安く買い付けることができる状況にもかかわらず、直前の約定価格近辺の指値で自己株式の買付けを反復継続して行うような場合等をいう。

（注 2）午後立会終了前 30 分以内に発注される場合をいう。

（注 3）いわゆる事前公表型の買付けに係る株数は、1 日の買付株数から除く。

（出所）野村総合研究所

表 2 インサイダー取引を防止するための留意事項

項 目	留 意 事 項
(1)会社の役員等が未公表の個別具体的な買付けの決定を知った上で自社株式を個人として売買することを防止するための留意事項	①個別具体的な買付けの決定に係る情報を厳格に管理し、自己株式の買付けの決定に関与する者や重要事実を一元的に管理する者以外の者が、その情報を知り得ない社内管理体制を整備すること。また、会社の役員等が自社株式を個人として売買する場合には、重要事実を一元的に管理する者に対して事前に申請させ、その役員等が個別具体的な買付けの決定に関与していないことをチェックする体制を整えることも重要である。 ②証券会社等との間の一任契約とに基づき、証券会社等に買付時期、買付価格等を一任して自己株式の買付けの委託を行う場合には、当該証券会社等において個別具体的な買付けの決定に係る情報が適切に管理されるよう当該契約において担保されること。 ③個別具体的な買付けを行わない期間を設定し、公表することは、有効な方策であると考えられる。 ④買付可能期間が終了する前に自己株式の買付けを終了した場合には、買い付けた株式の種類、総数及び取得価額の総額（買付けを中止する場合には、中止の理由）を公表すること。
(2)個別具体的な買付けの決定に関与している者が未公表の他の重要事実を知った上で自己株式の買付けを行うことを防止するための留意事項	①他の重要事実が発生した場合には速やかにこれを公表すること。 ②他の重要事実に係る情報を厳格に管理し、個別具体的な買付けの決定に関与している者が他の重要事実を知り得ない社内管理体制を整備すること。 ③証券会社等との間の一任契約等に基づき、買付時期、買付価格等を一任して自己株式の買付けの委託を行うことは、有効な方策であると考えられる。

（出所）野村総合研究所

4. 各取引所における市場買付けを促進する取り組み

公開買付けによる方法、投資一任等による方法などが利用されているものの、発行会社の資本政策及び財務戦略に基づき、株価水準や市場における売買状況などを見ながら機動的に買付けを行うという要請には応えられない。

このような上場会社の要請に応えるとともに、98年12月からの市場集中義務撤廃に伴い、各証券取引所は自己株式の取得機会を創出する取り組みをしている。名古屋証券取引所（以下、名証）では、98年12月1日より、自己株式の立会外買付制度がスタートしている。東証では、99年1月20日、名証のような自己株式取得専用の市場ではなく、自己株式の円滑な市場買付けを支援する新スキームとして発行会社による「事前公表型買付け」を提案している。

1) 名証の自己株式専用の立会外買付制度

名証は、上場会社が消却目的で自己株式を取得する場合の専門の買付制度である（名証業務規程46条の2）。発行会社が自己株式買付けようとする前日に買付希望株数などを名証に届け出て、情報開示をしたうえで、翌日午前（8時20分から45分）に名証が売り注文を受け付け、立会外で取引を一括して成立させる。取引価格は前日の終値で、売り注文が多い時は申込株数に応じて比例配分する。立会外買付けの実施及び結果は、その都度公表される。

自己株式の立会外買付けがスタートして以来、日本ハイパック（同年12月15日）、竹田印刷（同年12月21日）の2社が実施しているが、それぞれ買付予定株数の64.2%、90.6%と、1日の買付けには非常に高い充足率となった。

2) 東証の自己株式取得の新スキーム

東証では、99年1月20日、大株主等からの売付けに対して、一般のオークション市場やToSTNeT-2（Tokyo Stock Exchange Trading Network System-2、終値取引）⁵を利用した、新たな自己株式取得のスキームとして「事前公表型買付け」方法を公表した⁶。

事前公表型の自己株式買付けとは、大株主等からの売却が予定されている場合に、買付

⁵ ToSTNeT-2では、一般投資家が、注文数両に関係なく、終値またはVWAPを確認してから、銘柄、売り・買い、数量を熟考して取引に参加できるほか、立会時間中に執行できなかった場合、気配引けで取引が成立しなかった場合等、立会時間外にあらためて終値等で取引を行う機会がある。ToSTNeT-1では、機関投資家など、一定基準に該当する大口注文について、ネットワーク上で匿名で取引の相手方を探し出し、個別に条件交渉を行い、取引を成立させることができる。

⁶ これらの方法に関する法的問題の整理については、神戸大学名誉教授河本一郎先生の見解に基づいていると示されている。

けを行う前日に、あらかじめ具体的な買付内容を公表し、買付日当日にオークション市場や ToSTNeT-2 において買付を行うものである。大株主等との間の持合い解消等に対応できるとともに、一般の株主にも取引機会が確保され、取引の公正性や透明性も担保されているということである。買付価格は、オークション市場(取引時間 9 時以降)では価格優先、時間優先のルールの下で執行されるため売買成立時の価格となるが、ToSTNeT-2(取引時間 8 時 45 分のみ)では、前日の終値で確定する。

発行会社は、買付前日に具体的な買付内容を決定し、具体的内容をもとに大株主等に売却を依頼し、買付前日の立会終了後、具体的な買付内容を 2 以上の報道機関に公開する。同様に、発行会社は、取引約定後、具体的な買付結果を公開することとされている。

3) 「公表措置」の法的対応

インサイダー取引規制上の「公表措置」とは、「日刊新聞紙の販売をする新聞社又は時事を総合して伝達する通信社等のうち 2 以上の報道機関に対して公開し、その後 12 時間経過すること」である(証券取引法施行令 30 条)。名証の立会外買付けでは、発行会社は、名証において記者発表を行い、新聞広告をするなど、法律上の公表措置に基づく手続きが必要となっている。東証の事前買付け型自己株式取得の新スキームにおける事前公表では、買付日には、公開後 12 時間以上経過しており、売り方に生じるインサイダー取引規制を避けることができるとされている。

5. おわりに

自主規制機関である各取引所が示した自己株取得ガイドラインや自己株式取得のための新手法は、このようなガイドライン等が示されたことは意義深い。企業のファイナンス戦略上、市場における自己株式の取得の実質的な選択肢が広がったことを意味する。

一方で、依然として自己株式取得に関する方法については法的な位置づけがなされていないことには変わりはない。証券取引に関する監督・摘発権限を有する金融監督庁は、相場操縦の監視・摘発に注力するという方針を打ち出しているが、その前提として、自己株式取得のような関心の高い証券取引については、どのような点に注意すべきかについての考え方を公表することが求められよう。証券取引制度の企画・立案は大蔵省、監督・摘発は金融監督庁と分離されていることについても、それぞれの解釈が整合して明瞭に示されることが望まれる。

(橋本 基美)