

## 注目される金庫株の解禁

決算期末に向けた緊急の市況対策として金庫株解禁が注目されている。わが国では、自己株の取得・保有は原則禁止されているが、近時の改正では、取締役会決議に基づく株式消却やストック・オプションなどの目的での自己株の取得・保有は徐々に緩和されている。

本稿では、金庫株解禁をめぐる動向と検討すべき論点を取りあげる。

### 1. 緊急市況対策として急浮上した金庫株解禁

2000 年末を越えて株式市場は株式持合解消の売り圧力から持続的な下落が続いたことから、経済界を中心に 2001 年 3 月末の株価水準次第では、金融機関の保有株式に含み損が発生し、金融不安の再燃やいわゆる「貸し渋り」につながりかねないとの危機意識が高まり、何らかの株価対策を求める声が強まった。自由民主党は、2001 年 1 月 18 日以降、「証券市場等活性化対策特命委員会（相沢英之委員長）を開き、企業が自己株を自由に取得・保有することを認める「金庫株」制度の解禁や確定拠出型年金制度の早期導入、自社株を主要な投資対象とする企業年金（いわゆる ESOP）の導入、配当二重課税の撤廃や株式売買損の翌年度以降への繰り越しなど個人の証券投資促進につながる税制など、様々な対策を検討している。

今回金庫株解禁が株価対策の一環として浮上したのは、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で株価の急激な下落を押さえることができたという経験に習おうとしたためと考えられる。わが国でも、2001 年 3 月の年度末に向けさらなる持合解消からの売り圧力が強まるとみられる一方、買い手不在が指摘されるなか、発行企業が持合解消の受け皿となることにより、一層の株価下落の歯止めとなることが期待されている。

### 2. 徐々に緩和された自己株取得規制

わが国では、①ストック・オプションや持株会への譲渡のため、②株式消却のため、③合併等によるとき、④株式買取請求に応ずるためなど、所定の目的以外で自己株を取得・保有することができない（商法210条）。一方、米国では、会社が目的を特定せずに自己株を取得し保有することができる。このような自己株を金庫株（treasury stock）といい、

株主還元、ストック・オプションなどのインセンティブ報酬、相場急落への対応などのため、広く利用されている。

そもそも、わが国で自己株取得・保有が認められないのは、①出資の払い戻しになり会社債権者の不利益になる、②株主に平等に投下資金の回収機会が与えられない、③議決権株を減少することで多数派確保を容易にし、経営者支配を不当に強化することになる、④相場操縦や会社と他の株主との情報格差からインサイダー取引となるおそれが高いといった政策的理由による。

表1 わが国における自己株取得の類型

	ストック・オプション、 持株会への譲渡（商法 210条/2）	消却目的	
		商法212条ノ2	株式消却特例法 （2002年3月までの時限措置）
対象会社	公開・非公開問わず （正当の理由あるとき）	公開・非公開問わず	公開会社のみ。ただし、経済情勢、その会社の業務又は財産の状況その他の事情を勘案して「特に必要があると認める」ときに限定される。
手続き	定時株主総会での承認 （取得する株式の種類、 総数、総額）	定時株主総会での承認 （取得する株式の種 類、総数、総額）	定款に消却できる自己株の総数（資本準備金の場合は取得価額の総額も）を盛り込む。株主の授権を得て取締役会が決議（取得する株式の種類、総数、総額）。
取得（消 却）上限	発行済株式総数の10%	制限なし	資本準備金消却：制限なし 利益消却：資本準備金消却分控除後で発行済株式総数の10%
取得財源	配当可能利益の範囲内	配当可能利益の範囲内	利益消却では、中間配当可能額の1/2。 資本準備金消却では、中間配当が可能であり、かつ、法定準備金が資本金の1/4を超える場合、その超過額の範囲内の資本準備金。
取得方法	市場買付（公開買付）	市場買付（公開買付）	市場買付・公開買付
取得期限	次期定時株主総会終結時 まで	次期定時株主総会終結 時まで	取締役会決議後最初に到来する決算期に係る定時株主総会まで
取得株式 の取扱い	ストック・オプションで は最長10年保有可、持株 会への譲渡は取得から6 カ月以内	遅滞なく株式失効の手 続き	遅滞なく株式失効の手続き（資本準備金消却では債権者保護手続きを完了してから）

(注1) このほか、自己株取得に株主総会が不要な場合は、①会社設立時の定款に定めた株式消却を行う場合、②合併または営業全部の譲受けによる場合、③会社の権利の実行によりその目的を達するため必要な場合、④端株の買取請求や合併・株式交換等に反対する株主の買取請求に応ずる場合などが、例外的に認められている。

(注2) 2002年3月までの時限立法である土地再評価法により積み立てられた土地再評価益は配当できないが、自己株消却の原資とすることは認められている。

(出所) 野村総合研究所

しかし、近年、自己株式の取得規制は徐々に緩和されてきた。現行商法では、総会決議に基づく利益消却、従業員持株会へ譲渡するための自己株取得、ストック・オプション付与のための取得と権利行使に備えて最長10年自己株を保有することが可能となっている。

また、公開会社については、緊急的時限措置として株式消却特例法により、定款変更を行い、株主から授権を受けた上で、取締役会決議で機動的に自己株を取得・消却することを認めるとともに、配当可能利益だけでなく資本準備金も消却の原資として活用できるようになった<sup>1</sup>（表1）。

2002年3月までの時限措置である株式消却特例法により自己株取得をした会社は、2000年12月末までに約200社と公開会社総数の10%に満たず、あまり活用は進んでいないようだ。財務体質が強くキャッシュリッチな会社が相当規模の自己株取得を行わなければ、消却を行うことによってROEやEPSが向上し、それを好感して株価が上昇するという効果が現れないからであろう。

### 3. 金庫株解禁に求められる視点－米国の制度を手がかりに

米国では、企業の多くが、ストック・オプションその他の報酬プランや株主還元の一環として企業の必要に応じ、自己株の取得を市場あるいは相対で随時行い、金庫株を保有している。企業は自己株取得を取締役会で決議したのち、自己株取得プログラムを発表することが常である。自己株式取得計画の発表には、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またはシグナリングにより、株価の上昇につながる効果があるといわれる<sup>2</sup>。

一般に、米国企業が自己株の取得を行うのは、配当に代わる株主への利益還元と、ROEやEPSの向上をねらったものが大きい。例えば、GEは、長年のリストラクチャリングの成功によって得られた巨額の余剰資金を活かし、増配とともに大量の自己株取得をして株主に対して利益還元を行っている。また、キャッシュリッチな企業は、敵対的買収のターゲットとなりやすいため、株主資本の効率的活用という観点からも、余剰資金を自己株取得に振り向けている。過去の米国株式市場を振り返ると、その時々に応じて自己株取得の目的が変容しているのがわかる。80年代後半には、敵対的買収への対抗策、次いで、金利上昇とブラックマンデーの急落に対する株価下支えとして自己株取得が行われた。90年代前半には金利低下と財務内容の改善を目的に新株発行が増加し、業績が好調となってフリーキャッシュフローが潤沢になったところで株主資本の効率化を図るために自己株取得を行っている。

このような米国企業の活用状況を踏まえつつ、自己株取得・保有・放出についての法規制を概観すると、以下のような金庫株制度を考える上で検討すべき論点が見えてくる。

#### 1) 取得目的制限の撤廃と財源規制

<sup>1</sup> 橋本基美「裾野広がる自己株式の取得・消却」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

<sup>2</sup> 橋本基美「日米における自己株式取得を巡る環境」『資本市場クォーターリー』99年冬号参照。

米国では、各州会社法において自己株式の取得は認められ、一定の範囲内でその事由に関係なく、取締役会の決議によって機動的に行うことができる。米国における自己株取得規制の主なものは各州会社法で定める財源規制である。デラウェア州では剰余金の範囲内でかつ会社が支払不能とならないこと、カリフォルニア州では、留保利益の範囲内を原則としつつ、資産比率テスト・流動比率テスト<sup>3</sup>を満たせば取得することができるとしており、わが国に比べてかなり緩やかである。

わが国で金庫株制度を導入するためには、取得目的に関する制限を撤廃することや現在時限的にのみ認められている資本準備金による自己株式の取得を恒久措置とすることなどが必要となる。

## 2) 自己株買付と証券取引規制

米国のSEC（証券取引委員会）は、市場における自己株式取得が相場操縦（1934年証券取引所法10条(b)項）等に当たらないよう、自己株の買付方法に関するセーフ・ハーバー・ルールを定めている（同法規則10b-18）。同規則では、①発注先（1日1証券業者のみ）、②時間（取引所における寄付売買と取引終了前30分以内は不可）、③価格（現在の独立した最も高い買い気配値と直近の取引価格のいずれか高い方を上回らない価格）、④数量（1日当たり過去4週間の1日平均取引高の25%まで<sup>4</sup>）の4条件を定めている。

自己株取得計画を発表した企業には自己株式取得の結果について SEC に対して報告する義務はないが、正当な理由なくその発表規模に見合うだけの取得を行わない場合には、株価が自己株取得を好感して短期的に上昇することがあるため、相場操縦行為ともみなされかねない。この点、自己株取得の結果や金庫株の増減についてはアニュアルレポートや四半期報告書による開示が手掛かりとなるため、抑止力が働いているといわれる。また、企業は、自己株取得に当たって、未公表の重要事実がないことを弁護士意見として表明するなど、インサイダー取引が生じないよう法的に厳しいチェックを行っている。

わが国においても、金庫株制度を認めれば、取締役会の裁量による自己株取得・保有を幅広く認めることになるため、これまで原則禁止の理由として指摘されてきた弊害を防止できるよう実効性ある規制もセットで整備することが求められよう。例えば、証券取引法163条は、インサイダー取引規制の未然防止策として役員等に自社株売買の報告義務を課しているが、これに加えて、米国の1934年証券取引所法16条(a)項のように、役員等の自社株保有状況についての報告と開示を求めることによって、市場に有益な情報を提供する

<sup>3</sup> 資産比率テストとは、利益分配をした後、会社の総資産が総負債の1.25倍以上であることであり、流動比率テストとは、流動負債に対する流動資産の割合が1以上であることである。

<sup>4</sup> 1日の自己株取得高には、ブロック取引（取得総額が20万ドル以上、あるいは5000株以上かつ取得価格5万ドル以上などの取引をいう）や証券業者を通さず相対取引により取得したものは含まない。

ことなどが検討に値しよう。

### 3) 自己株放出の取扱い

米国会計上、自己株の取得は実質的な減資であるため、取得した自己株は資本の控除項目として計上される<sup>5</sup>。デラウェア州法では消却されない場合は金庫株として保有することになっているが、カリフォルニア州では、すでに金庫株という概念がなく、自己株取得は減資、取得した自己株は未発行授權株とされ、再発行は増資とされている。わが国とは異なり、自己株取引は損益計算書に反映されない。

わが国においては、商法 210 条の例外規定に則り自己株を取得した場合、取得した自己株の放出は、一般の保有有価証券の売却と同様に、損益取引とされるため、株価の上昇でキャピタルゲインを得た場合には課税される一方、株価が下落すれば業績の悪化とともに保有自己株の値下がりに伴う損失が発生する。米国と同様に、自己株取得・放出を資本取引として位置づけることを議論する余地があろう<sup>6</sup>。

また、米国では、金庫株を放出する場合には原則として証券発行に伴う情報開示と同様の開示が必要となる。もっとも、従業員に対する退職給付プランや配当再投資プランなどに譲渡する場合には、簡易な届け出様式 Form S-8 による開示で足りる。これに対してわが国では、例外的に取得した自己株の売却は上述のように損益取引であり、従業員持株会への譲渡を除き売出しとしての発行開示は行われていない（証券取引法 2 条 4 項、4 条）。金庫株制度を認めるのであれば、自己株放出に際しての開示規制も検討課題として取り上げられることになるだろう。

## 4. 今後の動向

商法改正を所管する法務省は、金庫株の解禁については秋に臨時国会が開かれればそこで改正案を提出したいとの意向であるとされる。これに対して、株価対策としての意義を重視する立場からは、今年度内に議員立法として処理すべきとの意見も強くみられる。

なお、2 年後には商法の抜本的改正が予定されている。法制審議会商法部会（部会長・前田庸学習院大学教授）では、2000 年 9 月 6 日の決定に基づき具体的な改正の方向が検討されており、2001 年春にも改正試案として取りまとめられることになっている（表 2）。これらの項目のうち、株主総会招集通知や議決権行使の電子化やインターネットによる決算書の公開など IT 関連の事項については 2 年後を待たずに、今秋から順次改正が行われ

<sup>5</sup> 橋本基美「米国 401(k)プランにおける自社株投資」『資本市場クォーターリー』98 年秋号参照。

<sup>6</sup> この取扱いは、国際会計基準でも基本的に同じである（実務解釈指針 SIC-No.16）。また、自己株の再売却・再発行または消却に関していかなる損益も認識してはならないともされている。

ていくもようである。

表 2 商法の抜本的改正の主な項目

<p><u>(1) 企業統治（コーポレート・ガバナンス）の実効性の確保と企業競争力の向上</u></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. 会社の機関のあり方（株主総会制度，取締役制度，監査役制度等のあり方，完全親子会社における機関のあり方，会社の区分に応じた機関のあり方等）</li><li>2. 会社情報の開示のあり方（計算規定および計算書類規則の見直し，計算書類のインターネット登記所公開等）</li><li>3. ストック・オプション制度の改善</li></ol> <p><u>(2) 高度情報化社会への対応</u></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. 会社関係書類の電子化</li><li>2. 株主総会の改善（招集通知および議決権行使の電子化，テレビ会議システムを利用した株主総会の開催）</li><li>3. 計算書類のインターネット登記所公開</li></ol> <p><u>(3) 資金調達手段の改善および円滑化</u></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. 株式制度の改善（株式の単位規制の見直し，額面株式制度の廃止，資本準備金による株式消却制度の取扱い等）</li><li>2. 社債制度の改善（社債決済制度の見直し等）</li><li>3. 短期資金調達制度の整備（コマーシャル・ペーパーのペーパーレス化）</li></ol> <p><u>(4) 企業活動の国際化への対応</u></p> <p>外国会社と取引をする者の保護制度の見直し等</p>
--

(注1) 社債決済制度の改善と CP のペーパーレス化は 2001 年通常国会で法案が提出される見通しである。

(出所) 法務省ホームページ

1 月 16 日にはトヨタ自動車による 2500 億円という国内最大規模の現行法に基づく自己株取得・消却が発表され、同社株は一時ストップ高となった。こうした動きが、多くの企業の自己株取得実施の呼び水となることも想定される。いわゆる株価対策としての実効性の有無はともかくとして、金庫株制度が認められれば、株式の希薄化を伴わずに株式交換が行えるようになるなど、企業の財務戦略の選択肢を多様化することにつながるものと期待される。

(橋本 基美)