

自社株買い規制を強化する米国の動向 — 開示要件の拡大と自社株買い課税 —

板津 直孝

■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会（SEC）は、2023年5月、発行体の自社株買いに関連する既存の開示要件を拡大する改正案を採択し、米国内の発行体、外国民間発行体、上場クローズドエンド型ファンドに対して、自社株買いに関連する新たな情報開示を義務付けた。
2. 自社株買いは、通常、株主価値の最大化に沿った形で採用されることが多いが、人為的に株価を上昇させる側面もあるため、長期的な株主価値の最大化以外の要因によって動機付けられている可能性もある。SECはこの点を考慮し、開示要件の拡大により、発行体と投資家の情報の非対称性の緩和を図った。
3. 発行体の自社株買いの背後にある動機については、米国税制でも、自社株買いに対する課税という観点で議論が進められた。2022年8月の「インフレ抑制法」では、自社株買いに対する1%の課税が定められたが、気候変動対策や医療保険制度改革などの歳出に対する財源確保の色彩が強かったと言える。同法に基づき、米国の財務省及び内国歳入庁（IRS）は、2022年12月、自社株買い課税が適用される2023年1月1日を前に、暫定的なガイダンスを公表した。
4. 自社株買い課税は、原則として、米国内の上場会社に関連して適用されるが、一定の場合、外国の上場会社の米国内の特定関連者に対しても適用される。2023年1月1日以降に自社株買いを実施する予定の日本企業においては、グループ資金の移動など、米国子会社から配当以外の方法で資金の提供を受ける取引を行っている場合、みなし規定の適用による自社株買い課税の影響に留意する必要がある。

I 自社株買いに関連する情報開示の強化と目的

米国証券取引委員会（SEC）は、2023年5月、発行体の自社株買いに関連する既存の開示要件を拡大する改正案を採択し、投資家が自社株買いの目的と効果を評価するための情報を強化することとした。

同改正により、米国内の発行体、外国民間発行体（FPI）、上場クローズドエンド型ファンドに対して、自社株買いに関連する新たな情報開示が要請される（図表1）。

これまで開示を要請されていた月単位での自社株買いの状況が、同改正により、日々の集計に改正される。FPIに対しては、毎年の自社株買いに関連する開示から、米国内の発行体と同様に、四半期ごとに開示が要請される。FPI報告様式で提出するFPIは、四半期開示では、新たな報告様式であるForm F-SRが設定される。

自社株買いは、過去に発行した株式を株式市場などから直接買い戻すことであるが、その目的はさまざまである。自社株買いの目的としては、一般的に、株主への利益還元、ストックオプションでの利用、敵対的買収の防衛策などがあるが、同改正の目的は、発行体の自社株買いの背後にある動機を投資家が評価するために、情報開示を強化することにある。SECは、既存の開示要件では発行体と投資家の間の情報の非対称性により、自社株買いが発行体の株主価値を高め、余剰資金の効率的な利用を目的としているかどうかを投資家が評価することは困難であるとしている。

本稿では、発行体と投資家の間の情報の非対称性の緩和を踏まえ、自社株買いに関連する新たな開示要件を概説するとともに、米国税制の観点においても議論された発行体の自社株買いの背後にある動機と、自社株買い課税について整理する。

図表1 自社株買いに関連する新たな開示要件の概要

● 四半期又は半期ごとの日々の自社株買いの状況を開示する。
● 特定の取締役又は役員が、発行体の自社株買い計画又はプログラムの公表の前後 4 営業日以内に、関連する証券を取引したかどうかを示すボックスにチェックマークを付ける。
● 定期報告書において、発行体の自社株買いプログラムと手法について説明する。
● 発行体の規則 10b5-1 に基づく取引上の取決めの採用及び終了について、Form 10-K 及び 10-Q において、発行体の定期報告書で四半期ごとに開示する。

（出所）SEC, “Fact Sheet, Share Repurchase Disclosure Modernization,” May 3, 2023 より野村資本市場研究所作成

II SECが指摘する発行体の自社株買いの背後にある動機

米国での自社株買い額は、2021年に9,500億ドル近くに達し、2022年には1兆2,500億ドル以上に達した¹。自社株買いは、通常、株主価値の最大化に沿った形で採用されることが多い。株主配当と併せて、自社株買いは資本を投資家に還元する手段を提供し、発行体が効率的に利用できない資金を持っている場合には有効な可能性がある。このような資本の還元は、経営者が潜在的に最適ではない用途のために余剰資金を保持するのではなく、発行体を効率的に運営しているというシグナルを投資家に発信する効果もある。

しかしながら、自社株買いは、少なくとも部分的には、長期的な株主価値の最大化以外の要因によって動機付けられている可能性がある。自社株買いは、企業の実質的な価値を変えたり、利益、商品の品質、顧客関係、効率性を改善したりすることなく、人為的に株価を上昇させようとする側面も有するからである。

米国の役員報酬は、株価や1株当たり利益（EPS）に連動する成果主義であることが多い。これは、業績目標を達成するために短期的に株価を押し上げたり、発行済み株式数を減らしたりする直接的で個人的な金銭的インセンティブを経営者にもたらす。自社株買いは、これらの目標を達成するための直接的な手段を提供する可能性がある。

SECのロバート・ジャクソン委員の調査²によると、2017年1月から15か月間での385件の自社株買いでは、自社株買いの発表により株価が上昇し、発表後の8日間は、企業の内部関係者による自社株の売却が集中していた。企業の内部関係者は、自社株買いの発表による価格上昇を利用するために、自社株の売却のタイミングを計っている可能性が高いとしている。

SECはまた、発行体は、内部関係者の自社株売却による収益を高めるために、自社株買いや発表のタイミングを調整することもあるとしている。発行体の自社株買いに合わせて内部関係者が自社株売却を行うことで、内部関係者は株主価値を必ずしも高めることなく、個人的な利益をもたらす形で利益を得ることができる。一方で投資家は、発行体の自社株買いの考えられるこれらすべての目的と影響について、十分な情報を持っていない。現状では、投資家はいかなる自社株買いの目的も容易に判断できず、この不確実性は投資家や市場に悪影響を及ぼす可能性があるとしている。

SECは、自社株買いに関連する既存の開示要件を拡大し、日々の自社株買いの状況の開示などを義務付けることで、投資家が、発行体の株主価値を増加させない可能性のある理由で自社株買いが行われたかどうかを含め、発行体による自社株買いの効率性と背後にある動機をより適切に評価できるようになるとしている（図表2）。

¹ SEC, “SEC Adopts Amendments to Modernize Share Repurchase Disclosure,” May 3, 2023.

² SEC, “Stock Buybacks and Corporate Cashouts,” June 11, 2018.

図表 2 開示要件の拡大による効果

● 発行体の株価への潜在的な影響を含め、市場における発行体の活動の範囲をより深く理解できる。
● 発行体の自社株買いの動機と自社株買い計画が、どのように構成され実行されているかをより深く理解できる。
● 自社株買いと役員報酬及び株式売却との関係について、潜在的な洞察を得ることができる。

(出所) SEC, “Share Repurchase Disclosure Modernization,” May 3, 2023 より野村資本市場研究所作成

III 自社株買いの情報開示の改正内容

1. 日々の自社株買いの状況の開示

発行体は、日々の自社株買いの状況を SEC へ提出する各報告様式において、表形式で開示することが義務付けられる（図表 3）。米国内の発行体及び米国内報告様式で提出する FPI は、四半期ごとに Form 10-Q 及び Form 10-K を用いて、四半期報告書及び年次報告書において、自社株買いに関する日々の定量的データを表形式で開示する。FPI 報告様式で提出する FPI は、四半期ごとに、Form F-SR を用いて開示する。上場クローズドエンド型ファンドについては、半期ごとに Form N-CSR を用いて、半期報告書及び年次報告書において情報を開示する。

1934 年証券取引所法規則 10b-18 は、発行体が自社株買いの際に相場操縦による責任を問われないように、満たすべき条件を提示し、発行体による自己株式の取得に関するセーフハーバーを定めている。満たすべき条件としては、ブローカー又はディーラーの取扱い、購入時期、購入価格、取引量の 4 つがある。

同法規則 10b5-1(c)では、内部関係者が重要な非公開情報を知る前に作成した取引上の取決めに基づいて取引することで、インサイダー取引の積極的抗弁（Affirmative Defense）の条件が満たされ、同取引に対する責任が適用除外となる。

図表 3 日々の自社株買いの状況の開示

● 購入した株式の種類
● 公表した計画又はプログラムに基づくか否かを問わず、発行体によるすべての自社株買いを含む、購入した株式（又は単元）の総数
● 一株（又は一単元）当たりの平均支払額
● 公開市場で購入した株式（又は単元）の総数
● 1934 年証券取引所法規則 10b-18 のセーフハーバーに基づいて購入した株式（又は単元）の総数
● 1934 年証券取引所法規則 10b5-1(c)の積極的抗弁の条件を満たすことを意図とした計画に従って購入した株式（又は単元）の総数

(出所) SEC, “Share Repurchase Disclosure Modernization,” May 3, 2023 より野村資本市場研究所作成

2. 自社株買いに関連する記述情報の開示

SECは、発行体の自社株買いを評価するためのより詳細な情報を投資家に提供するために、定量的な日々の自社株買いの状況の開示と併せて、自社株買いに関連する説明的な情報である、記述情報の開示を要請している（図表4）。

さらに、最終の改正では、公表した計画又はプログラム以外で購入した株式（又は単元）の数と、取引の性質（例えば、自社株買いが公開市場取引で行われたか、株式公開買い付けで行われたかなど）、及び公表した計画又はプログラムに関する特定の開示（図表5）を追加的に要請している。

なお、FPI報告様式で報告するFPIについては、日々の自社株買いの状況を開示したForm F-SRに関連する記述情報は、年次報告書であるForm 20-Fにおいて開示が要請される。

図表4 自社株買いに関連する記述情報の開示

● 各自社株買い計画又はプログラムの目的又は根拠及び購入金額の決定に用いるプロセス又は基準
● 自社株買いプログラム中の役員及び取締役による自社株の売買に関する方針及び手順
● 特定の取締役又は役員が、発行体の自社株買い計画又はプログラムの公表の前後 4 営業日以内に、自社株を取引したかどうかを示すチェックボックスの開示
● 公表した計画又はプログラム以外で購入した株式(又は単元)の総数及び取引の性質

（出所）SEC, “Share Repurchase Disclosure Modernization,” May 3, 2023 より野村資本市場研究所作成

図表5 公表した計画又はプログラムに関する特定の開示

● 各自社株買い計画又はプログラムを公表した日付
● 承認された金額(又は1株当たりの金額又は1単元当たりの金額)
● 各自社株買い計画又はプログラムの有効期限(設定している場合)
● 表形式で開示された日々の自社株買いの状況の対象期間中に終了した各自社株買い計画又はプログラム
● 発行体が有効期限前に終了することを決定した各自社株買い計画又はプログラム、又は発行体がさらなる自社株買いを行う予定のない各自社株買い計画又はプログラム

（出所）SEC, “Share Repurchase Disclosure Modernization,” May 3, 2023 より野村資本市場研究所作成

3. 規則 10b5-1 に基づく取引上の取決めの開示

Form 10-Q 及び Form 10-K で報告を行う発行体は、直近に終了した四半期（年次報告書の場合は第4四半期）において、規則 10b5-1(c)の積極的抗弁の条件を満たすことを意図とした、証券の売買に関する契約、指示、又は書面による計画を採用又は終了したかについて開示することが要請される。

Form 10-Q 及び Form 10-K で報告を行う発行体とは、具体的には、米国内の発行体及び国内報告様式で報告するFPIを指す。

図表 6 重要な条件についての記述情報の開示

● 規則 10b5-1 に基づく取引上の取決めを採用又は終了した日付
● 規則 10b5-1 に基づく取引上の取決めの期間
● 規則 10b5-1 に基づく取引上の取決めに従って売買される証券の総数

(出所) SEC, “Share Repurchase Disclosure Modernization,” May 3, 2023 より野村資本市場研究所作成

発行体はまた、証券の売買に関する契約、指示、又は書面による計画における、重要な条件についての説明が要請される（図表 6）。

規則 10b5-1 に基づく取引上の取決めの開示は、日々の自社株買いの状況の開示と一部重複する可能性があるが、補完する効果がある。日々の自社株買いの状況の開示は、発行体が四半期に自社株買いを実施した場合にのみ適用される。これに対して、規則 10b5-1 に基づく取引上の取決めの開示では、発行体が規則 10b5-1 に基づく取引上の取決めを採用又は終了した四半期に開示が要請され、自社株買いを実施したか否かは開示要件としていない。

4. 構造化されたデータによる開示

自社株買いに関する情報開示については、投資家が容易に分析できるように、拡張可能な事業報告言語である Inline XBRL (iXBRL) を用いて、電子文書化したファイル形式で報告し、iXBRL での開示にタグを付けることが要請される。

報告企業には、表形式で開示される自社株買いに関する定量的データについては、詳細タグでタグ付けし、自社株買いに関連する記述情報と関連する定量的データについては、包括タグで記述情報の全体をタグ付けし、内訳の金額等を詳細タグでタグ付けすることが求められる。

この方法で iXBRL での開示にタグ付けを要請することで、実際の自社株買いに関する詳細なデータの自動抽出と分析が可能になり、投資家にとっての情報の有用性が高まり、その情報を収集するコストも削減される。投資家は、自社株買いと役員報酬に関する情報の比較などをより効率的に実行できるようになる。

5. 報告様式と適用開始日

自社株買いに関連する開示要件の改正は、発行体によって報告様式と適用開始日が異なる（図表 7）。

米国内の発行体及び国内報告様式で報告する FPI は、2023 年 10 月 1 日以降に開始する最初の完全な四半期に関する提出書類から、本規則が適用される。例えば、2023 年 10 月 1 日に第 4 四半期が始まる 12 月決算の企業は、（この第 4 四半期における取引をカバーする）2023 年 12 月 31 日の Form 10-K 及び以降の期間の Form 10-Q から本規則が適用される。

図表 7 自社株買いに関連する報告様式と適用開始日

発行体	報告様式	適用開始日
米国内の発行体及び国内報告様式で報告する FPI	Form 10-Q, Form 10-K	2023 年 10 月 1 日以降に開始する四半期
FPI 報告様式で報告する FPI	Form F-SR, Form 20-F	2024 年 4 月 1 日以降に開始する四半期
上場クローズドエンド型ファンド	Form N-CSR	2024 年 1 月 1 日以降に開始する半期

(出所) SEC, “Share Repurchase Disclosure Modernization,” May 3, 2023 より野村資本市場研究所作成

FPI 報告様式で報告する FPI は、2024 年 4 月 1 日以降に開始する最初の完全な四半期に関連する、新しい四半期書式の Form F-SR の提出から本規則が適用される。例えば、2024 年 4 月 1 日に四半期が開始する 12 月決算企業の FPI は、2024 年 6 月 30 日に終了する四半期について Form F-SR の提出が要請される（事業年度の各四半期の末日より 45 日後を期限とする）。2024 年度中に提出した Form F-SR に関連する記述情報開示は、2024 年 12 月 31 日に終了する事業年度に関する Form 20-F から要請される。

上場クローズドエンド型ファンドは、2024 年 1 月 1 日以降に開始する最初の 6 か月の期間をカバーする Form N-CSR から、本規則が適用される。

IV 米国税制の観点においても議論された自社株買い

SEC が指摘する発行体の自社株買いの背後にある動機については、自社株買いに対する課税という観点で、米国の税制においても議論が進められた。

民主党のシェロッド・ブラウン上院議員によって 2021 年 9 月に提出された「自社株買い説明責任法案」では、上場企業が自社株買いに費やした金額に対して 2% の物品税（Excise Tax）を課し、経済への再投資を支援すると同時に、自社株買いの乱用の防止などを図るものだった³。同上院議員は、企業が自社株買いを通じて株価を上昇させ、インサイダー取引の懸念があるにもかかわらず経営層に偏った恩恵を与えていることなどを、自社株買いの乱用として指摘している。経済への再投資への支援については、自社株買い課税によって、医療、教育、気候変動対応などの重要な公共サービスに必要な歳入を増やすことを目指していた⁴。

同法案の主旨は、2022 年 8 月に成立した「インフレ抑制法」に引き継がれ、気候変動対策や医療保険制度改革などの歳出に対する歳入のひとつとして、自社株買いに対する 1% の課税が定められた⁵。

自社株買い課税の目的は、発行体と投資家の情報の非対称性の緩和を図った SEC とは異なり、気候変動対策や医療保険制度改革などの歳出に対する財源確保の色彩が強いと言える。

³ Congress.Gov, “Stock Buyback Accountability Act of 2021,” September 20, 2021.

⁴ Sherrod Brown, “Brown, Wyden Unveil Major New Legislation to Tax Stock Buybacks,” September 10, 2021.

⁵ Congress.Gov, “Inflation Reduction Act of 2022,” August 16, 2022.

バイデン大統領は、2023年2月、一般教書演説で、自社株買い課税の税率を1%から4%に引き上げることを表明した⁶。世界的なエネルギー危機のさなか、大手石油会社は膨大な利益を計上した。大手石油会社は、この利益を、高騰するエネルギー価格抑制のための国内生産増強に充てるのではなく、自社株買いに充て、CEOや株主に報酬を与えた。バイデン大統領は、この点を指摘し、企業の自社株買いに対する課税を4倍にし、長期投資を奨励することを提案した。一般教書演説後、自社株買いに対する物品税率を1%から4%に引き上げる法案が、民主党のシェロッド・ブラウン上院議員によって提出された⁷。

当該法案の行方とは別に、米国の財務省及び内国歳入庁（IRS）は、2022年8月のインフレ抑制法に基づき、2022年12月、自社株買いに対する物品税（Excise Tax）の適用に関する暫定的なガイダンスを公表した⁸。財務省とIRSは、新たな課税が開始される2023年1月1日を前に、納税者に確実性を提供するためにガイダンスを公表した。同ガイダンスには、財務省とIRSが今後の規制案に含める予定の特定の規則と手順が記載されている。納税者は、今後、規則案が公表されるまで、同ガイダンスに依拠することになる。

自社株買い課税は、原則として米国内の上場会社が対象となるが、一定の条件下では域外適用の可能性があるが、米国子会社を有する日本企業に及ぼす影響が大きいと推察される。以下で、自社株買い課税と域外適用の可能性について概説する。

1. 自社株買い課税の概要

自社株買い課税は、原則として、課税の「対象法人（Covered Corporation）」である米国内の内国法人である上場会社が、2023年1月1日以降に自社株買いをした場合、又は「特定関連者（Specified Affiliate）」（図表8）が対象法人の株式を取得した場合、当該株式の公正市場価値の1%に相当する物品税を課す。

特定関連者が、対象法人又は特定関連者以外の者から対象法人の株式を取得した場合も、対象法人による自社株買いとみなされる。

なお、対象法人による自社株買いの公正市場価値は、課税年度中に対象法人が発行した株式の公正市場価値（課税年度中に対象法人の従業員又は対象法人の特定関連者の従業員に付与された株式の公正市場価値を含む）を控除する。

図表8 自社株買い課税における特定関連者

● 対象法人が直接又は間接に50%を超える割合で株式を保有している法人
● 対象法人が直接又は間接に50%を超える割合で資本持分又は利益持分を保有しているパートナーシップ

（出所）IRS, “Initial Guidance Regarding the Application of the Excise Tax on Repurchase of Corporate Stock,” December 27, 2022 より野村資本市場研究所作成

⁶ The White House, “President Biden’s State of the Union Address,” February 7, 2023.

⁷ Congress.Gov, “Stock Buyback Accountability Act of 2023,” February 14, 2023.

⁸ IRS, “Initial Guidance Regarding the Application of the Excise Tax on Repurchase of Corporate Stock,” December 27, 2022.

2. 特定外国法人の株式取得の特例

自社株買い課税は、原則として、米国内の内国法人である上場会社に関連して適用されるが、一定の場合、外国の上場会社の米国内の特定関連者に対しても適用される。

外国の確立した証券市場で取引されている適用外国法人（Applicable Foreign Corporation）の米国内の特定関連者である適用特定関連者（Applicable Specified Affiliate）が、適用外国法人又は適用外国法人の特定関係者以外の者から適用外国法人の株式を取得する場合に、自社株買い課税の適用がある。

したがって、外国の上場会社の米国子会社が、一定の親会社の株式を取得した場合も課税対象となる。もっとも、日本の上場会社の場合は、子会社による親会社株式の取得は原則として禁止されている（会社法 135 条）。米国子会社による日本の親会社株式の取得についても同様に、会社法の適用があると解されるため、日本の上場会社においては、特定外国法人の株式取得の特例の適用は限定的であると言える。

3. 適用特定関連者によって資金提供された自社株買い

日本の上場会社にとって自社株買い課税で留意すべき点は、自社株買いの資金調達方法によっては、課税対象となることである。

適用外国法人による自社株買い又は適用特定関連者ではない特定関連者による適用外国法人の株式の取得であっても、一定の場合、適用特定関連者が適用外国法人の株式を取得したものとして、自社株買い課税が適用される。図表 9 の通り、適用特定関連者によって自社株買いの資金が提供された場合などである。

適用特定関連者が取得したものとして扱われる株式の公正市場価値は、当該適用特定関連者が資金提供した金額を限度とする。

自社株買い課税回避については、みなし規定が定められている。適用特定関連者が、配当以外の手段を用いて、適用外国法人又は適用特定関連者ではない特定関連者に資金を提供し、その資金を用いて 2 年以内に適用外国法人の株式を取得又は自社株買いをした場合、当該資金調達が生じた自社株買い課税を回避することを主要な目的としたとみなされる。

例えば、日本の上場企業が米国子会社から配当以外の方法で資金の提供を受け、当該資金提供の日から 2 年以内に自社株買いを行った場合、みなし規定が適用され自社株買い課税が適用される。

図表 9 適用特定関連者によって資金提供された自社株買い

- | |
|--|
| ● 適用特定関連者が、適用外国法人の株式の取得又は自社株買いに、何らかの手段（配当、貸付、出資を含む）で資金を提供した。 |
| ● 当該資金調達が自社株買い課税を回避することを主要な目的とした。 |

（出所） IRS, “Initial Guidance Regarding the Application of the Excise Tax on Repurchase of Corporate Stock,” December 27, 2022 より野村資本市場研究所作成

上記は暫定的なガイダンスであり修正される可能性があるため、今後の動向に留意する必要がある。ただし、2023年1月1日以降に自社株買いを実施する予定の日本企業においては、グループ資金の移動など、米国子会社から配当以外の方法で資金の提供を受ける取引を行っている場合、みなし規定の適用による影響を評価する必要がある。

本稿で整理した SEC と IRS の自社株買いをめぐる新たな規制は、自社株買いが資本市場のステークホルダーにとって公正に実施されているのか、改めて問いかけるものだったと理解できる。米国企業への対応、投資家からの評価、外国企業への影響など、引き続き注視していくことが重要であろう。