

自己株式取得の財務的効果と問題点

大 坂 良 宏

川口短期大学

〈目 次〉

1. はじめに
2. 自己株式取得に関する諸外国の制度
3. 自己株式取得の理由と財務的効果
4. 自己株式取得の問題点と日本の企業システム
5. 結びに代えて

1. はじめに

企業の自己株式取得をめぐる議論が活発になってきている。周知のように、わが国における自己株式の取得は、商法によって厳しく規制され、消却または処分を前提とした幾つかの例外的な取得が認められているだけである。すなわち、①株式の消却のための取得 (§ 210①) ②合併または営業全部の譲り受けによる取得 (§ 210②)、③会社の権利の実行に当たりその目的を達するための必要な時の取得 (§ 210③)、および④反対株主の株式買取請求に対する買取義務履行による (§ 210④) の場合に限られる。

このように、わが国においては、例外的事由を除いて自己株式取得を禁じている。その趣旨は、通説では以下の法政策的理由によるものとされる。すなわち、①資本の充実・維持及び資産の健全性を害すること、②株主平等の原則に反すること、③現経営者による株主総会の不当支配のおそれのあること、④インサnder取引や株価操縦の危険性があること、などである⁽¹⁾。

こうした中で、従来から様々な局面で規制緩和

の要求が出されてきている。まず昭和40年代は、資本の自由化の進展を背景に、外資による乗っ取り防止、従業員持株制度への活用。昭和50年代は、企業の国際化を背景に、ストック・オプション制度の必要性、諸外国の自己株式取得に関する法改正の影響。昭和60年代は、企業の豊富な余剰資金を背景にした、資金運用のニーズ、M & Aへの対応。さらに平成に入ると、資本市場の低迷を背景にした市場活性化対策、日米構造協議への対応、などを背景に規制緩和が求められてきている。

自己株式取得の規制緩和をめぐる議論はこれまで数多くあるが、議論にあたっては、その緩和の必要性もさることながら、緩和による弊害をどの程度克服しうるかどうか、さらには、同じ目的を達成するのに自己株式取得以外の代替的方法がないのかも十分に検討されなければならない⁽²⁾。

2. 自己株式取得に関する諸外国の制度

各国の株式会社に関する制度や、それを取り巻く環境および証券取引に対する監視制度の相違により、自己株式取得に関する制度も様々である。近年、国際化の進展により、各国の法制が相互に影響を及ぼし合うことも考えられる。ここでは、いわゆる大陸法の規制下に属するフ

ランスと、それとは対照的なアメリカの自己株式取得の制度を取り上げる。

(1) フランスにおける自己株式取得

フランスにおいては、少なくとも1966年では、商法典および会社に関する法規定のいずれにも自己株式について定めがなく、19世紀以降の判例に依拠するものであった。それによれば、原則的には債権者および株主の利益を保護する目的から、その取得を禁止する立場をとっていた。しかし、その取得が、いわゆる資本維持原則および株主平等原則を尊重して行われる場合は、配当可能利益の範囲内であればそれを認めるものであった⁽³⁾。

その後、従来の複雑な商社会法社法制を単一の会社法典に整理し、併せてEC会社法への対応をも目的として制定された1966年法、上場会社の相場の安定維持という政策的配慮を折り込んだ1967年法によって自己株式についても整備されている。そして1981年には、EC第2号指令⁽⁴⁾に沿って、取得価額、取得株数および売却価額等の規定をさらに補強・整備する形で国内法化している。

現行の取得を認める事由をみると、①損失を理由としない資本減少のための取得 (§ 217 II)、②通常総会の承認決議に基づく相場調整目的による取得 (§ 217-2 I)、③会社の設立等の無効の訴えの阻止を目的とした取得 (§ 365)、④従業員に自己株式を提供するための取得 (§ 217-1)、⑤包括承継による取得および裁判所の決定による取得 (§ 217-6 I)、⑥譲渡制限付株式の買収による取得、である。

上記②④の目的による自己株式の取得は、現に会社が保有する自己株式と合算して発行済株式総数の10%を超えてはならない (§ 217-3 II)。取得財源については、上記②④の目的による取得は、配当可能利益に限られる (§ 217-3 II)。

また、上記①については、特別決議のほか、株主の平等を害さないよう総ての株主に買入れの申し出を行う必要があり、上記②については、株主総会の承認決議において、買入価額、売却価格の最低額、取得株式の限度数、承認の有効期間の定めが必要となる。

開示規制についてみると、上記②④については、営業報告書において、買入・売却の数量、平均価格、取引に要した費用の額、会社名義で登録されている株式の数、その株式の買入れ期間中の評価額・券面額総額・資本への持分比率・取得理由の開示 (§ 217-4 II) 理由別の帳簿の作成が必要となる (§ 217-4 I)。なお、②については、証券取引委員会に対して、取引の予定と実行の報告をしなければならない (§ 217-5 I)。

保有規制については、発行済株式総数の10%を超えて保有する場合は、超過分について2年以内に処分しなければならない (§ 217-6 II)、上記④については、1年以内に従業員に提供しなければならない (§ 217-1)。なお、違法に取得された自己株式は、1年以内に譲渡処分しなければならない (§ 217-7)。

このように株価調整を目的とした取得を規定に盛り込んだことは、フランスの証券市場の狭隘さを裏付けるものになっている。市場での買入れについては、証券取引委員会の厳格な監督下に置かれているが、公正な取引が求められる証券市場に私的資本の恣意的介入を制度上認めたことは注目される。

(2) アメリカにおける自己株式取得

アメリカにおいて、自己株式取得に関する最初の判例は、会社が債務の弁済として取得できるとされた1826年 *Expart Holmes* 事件についてのものである。その後、1887年の英国における *Trevor v. Whitworth* 事件において、自己株式

の取得は、会社の能力外 (Ultra Vires) 行為であるとの判決が下されたことによって、裁判所の判断は厳しいものとなった。しかし、1927年頃までは、他の大多数の裁判所はこれを認めるに至った⁽⁵⁾。大恐慌に際しては、かなりの会社が自己株式の保有によって損害を被ったので、一時その取得が禁止されたが、今日では、制定法によってその取得が認められるに至っている。

現在もっとも規制が緩やかであるデラウェア州一般会社法によれば、資本が損傷される場合を除き、取得財源、取得目的、取得方法を問わず、取締役会の決議で自己株式の取得を行うことができる (§ 160)。

また、新たな動きとしてカリフォルニア州会社法は、1975年改正法で、自己株式の取得・償還は、現金配当と同じく株主への分配 (distributions to shareholders) という考え方に統一した。この分配は留保利益からなされるが、留保利益がない場合でも、分配後に資産総額が負債総額の1.25倍以上であり、原則として流動資産が少なくとも流動負債以上であれば行いうる。但し、いずれも支払不能テストを満たしていなければならない (§ 501)。さらに、自己株式を取得したときは、未発行授權株式の状態に戻る (§ 510)。つまり、自己株式は消却され金庫株 (treasury stock) という考え方は存在しなくなったのである。

インサイダー取引規制については、1934年証券取引所法10条(b)項に基づき SEC 規則10b-5は、詐欺的行為や不実の報告さらには誤解を避けるに必要な重要事実の報告の省略を違法としている。このことは、結果的にあらゆる局面でディスクロージャーを強いることに繋がっている。なお、法が回避されないよう具体的な列举規制とせず、広義の抽象的規定になっている。

3. 自己株式取得の理由と財務的效果

自己株式の取得目的ないし理由については、これまで多くの論者の指摘がある。80年代後半は、アメリカにおいて自己株式の取得が盛んに行われた時期である。当時のアンケート結果⁽⁶⁾を基に、以下では自己株式取得の理由と財務的成果を考えてみる。

(1) 従業員持株制度、ストック・オプションあるいは転換社債、ワラント債による株式転換ないし引受けに応じる手当てとして自己株式の取得が行われる。わが国においても、従業員持株制度の円滑な運営のために取得規制の緩和を要求する動きが経済団体を中心にみられる。これについては、自己株式取得によらなくても、従業員を対象にした第三者割当の株式発行を行える制度的環境を整えることで目的を達成することは可能である。但し、発行済株式総数がその分だけ増加するという問題は残る。

(2) 自社の株式が市場で過少評価されている場合に、株価が企業価値を正しく反映するように自己株式の取得が行われる。もし株価が過少評価されているとするなら、株式による資金調達に支障をきたすことになる。自己株式の取得によって正しい評価が行われるなら、市場にとっても企業経営にとっても有益である。しかし、自己株式を取得する側の判断が常に正しいという保証はなにもない。経営者が企業価値に対する自らの判断をアナウンスするだけである。情報格差にその原因があるとすれば、自己株式の活用を考える前に、適時・適切な情報開示に努めることが先決である。

1987年のいわゆるブラック・マンディに、多くの企業が自己株式の取得を宣言したことは記憶に新しい。その際の実証報告では、自己株式の取得宣言がその後の株価の回復にプラスに働

いたことが示されている。但し、注意しなければならないのは、このアナウンスメント効果が、ただ単に経営者の企業評価に対する確信を市場が再確認することで生じたものではないということである。それは、取得宣言の後、多くの企業の役員および取締役が、自ら自社の株式を購入しているという事実である⁽⁷⁾。アメリカではストック・オプションを認める州があるが、自己株式の取得後、予想に反して株価が下落した場合は、さらに役員および取締役個人が取得した株式の価値をも大きく損なうことになる。自己株式の取得後の株価の下落は、企業にとっても大きな痛手となるが、経営者が損失を被ることの意味は大きい。つまり、こうしたリスクを伴うような自己株式の取得を取って選択したという事実が、アナウンスメント効果をより確実なものにしていると考えられる。

(3) 株主の投資価値を高めるために自己株式を活用しようという考え方がある。自己株式取得は社外の発行株式数を減少させるので、一株当たり利益など一株当たり指標の向上に結びつき、株価の上昇が期待できるというのがその根拠となっている。しかし、この結果が常に期待できるとは限らない。一株当たり利益を見てみると、利益が一定であるとするなら、自己株式取得によって一株当たり利益は上昇する。しかし、一方で自己株式取得は取得のための資産の社外流出を伴う。従って、一株当たり利益が上昇するためには、社外流出する資産の期待収益率の相対的低位が認められなくてはならない。

(4) 企業買収防衛手段として自己株式の取得が行われることがある。取得した自己株式に議決権を認めないのが一般的な考え方であるが、自己株式の取得を通じて株式所有構成の変更が可能となる。また、買収側が支配権を手中にするには多くの株式を獲得する必要に迫られるが、防戦買いによる株価の上昇によって負担を強い、

買収を断念させうるかもしれない。また、自己株式取得は資金流出を伴うため、財務内容を悪化させる。1980年代のM & Aは将来キャッシュ・フローを担保としたLBOの盛行に特徴づけられるが、そのターゲットとなったのは業績や財務内容が良好な企業であった。従って、企業防衛に走るあまり、負債の積極的活用や自己株式取得による財務内容の悪化をもたらすような財務行動もみられた。

(5) わが国においては、以上のほかに株式需給の適正化、株式相互持ち合い解消の受け皿、等の検討がされている。

4. 自己株式取得の問題点と 日本の企業システム

既に冒頭で示した通り、自己株式取得の規制緩和に伴う弊害が指摘されている。しかし、その中には法技術的に解決可能なものもある。ここでは、そうした問題への対応策を概説し、自己株式取得と日本の企業システムとの関わりをみてみたい。

(1)自己株式取得の弊害に対する対応と限界

①資本の充実・維持及び資産の健全性を害するという指摘には、取得財源を配当可能利益に限ることや、自己株式を保有し資産計上する場合は準備金の積立を義務づける。②株主平等の原則に反するという指摘には、公開買付けか公開市場における取得に限る。③現経営者による不当支配の恐れがあるという指摘には、取得目的による制限を設ける。しかし、実際に規制可能かどうか懸念される。取得限度を設け、経営者の裁量の範囲を限るとか株主総会決議によることも考えられるが、機動性に欠け規制緩和の意味が問われかねない。④相場操縦の可能性があるので好ましくないとの指摘がある。実際こ

れを取り締まる場合は、投資の誘因という目的の立証が必要となり、それは状況証拠によってしか実証できないので実際には非常に困難であろう。これについて何らかの方策があったとしても、取得後は消却を義務づけることが必要であろう。保有を認めることは、その売却を認めることに繋がり、経営者の裁量の範囲の拡大となり株価操作の可能性がでてくる。⑤インサイダー取引の可能性があるとの指摘がある。次にみる日本の経営システムとの関わりでみた場合、極めて深刻である。

(2)情報の視点による日本の企業のシステムの特徴と自己株式取得

資本主義を基盤とする国々がそうであるように、わが国においても多くの企業が経済社会を形作っていると言っても過言ではない。そのため様々な制度的問題を扱う場合は、そうした環境を考慮に入れる必要がある。

日本の企業システムをどう見るかは様々可能である。前項のインサイダー取引との関係で捉える場合は、情報という視点から見るのが適当であろう。

① 権限委譲の度合いが高く、現場情報の活用が図られるシステムである。このことは、現場主義、QCサークル等の例からも分かるように重要な情報が末端に集約される、いわば情報分散処理型という特徴をもっている。そのため情報管理に関しては、無防備な状態にある。そして、例えば企業犯罪が指摘されると、真相がどうであれ現場の責任追求に終結するシステムでもある。

② 他部門との根回しといった例からも分かるように、ヒエラルキー的な情報の枠組みをとらない人的ネットワークで結ばれた組織横断的な情報結合のシステムである。

③ 従来から、わが国の企業間関係について

は、閉鎖的・排他的行為の指摘がなされてきたが、これは長期継続的取引のシステムに由来するもので、企業相互間の情報の蓄積、情報の共有化を図るシステムとなっている。

④ インサイダー取引を許す経済環境にあること。例えば、情報をいち早く入手することへの高い評価であるとか、社会人としては高いモラルを有しているにもかかわらず、会社人としてはモラルの欠如がみられる。しかも、インサイダー取引それ自体の違法性の認識が低いことが上げられる。

⑤ その他、頻繁に行われる企業提携、関連会社株式の取得、株式相互持ち合い、メイン・バンク制等、情報の非対称性を克服するようなシステムの構築に努力が払われている。

このようなシステムの下での企業間関係は、情報が互いに蓄積されると同時に共有される。しかも、日常の取引関係は極めて多面に亘り、取引過程での資金的援助はもちろんのこと、技術情報の交換、人的交流等が行われることも珍しくない。周知のように、こうした企業間関係は従来からカルテル行為の温床になりかねないとの指摘がなされ、意思決定の不透明さが批判の対象にされてきている。しかし、近年のように市場環境の変化が激しくなればなるほど事前の調整機能の場が重要になり、システムの一層の深化がみられることになろう。

日本の企業システムを以上のように見做すことができるのであれば、合法的なインサイダー取引、ループ・ホールをどう扱うかが課題となる。インサイダー取引規制の整備が行われているが、自己株式取得に伴うインサイダー取引の懸念は、会社関係の直接的利益を考慮に入れたものであって、リベート代わりに他を利することへの利用はあまり考慮されていないように思われる。

自己株式取得の規制緩和がどのような形で実現するかは明らかでないが、少なくとも緩和の

制度化は、経営者の裁量権の拡大になることは疑いない。その場合、日本の企業システムやインサイダー取引規制の実効性、さらにはアナウンスメント効果等の財務的効果を考慮すると、自己株式取得の規制緩和については憂慮せざるをえない。

5. 結びに代えて

自己株式取得の規制緩和に際しては、前述した事項以外にも解決されるべき問題を多く孕んでいる。例えば、①インサイダー取引規制について国際的な規制の協調体制があるのか。②実態の理解を困難にするような慣行の見直しが可能であるのかどうか。③不公正取引に対し司法・行政機関が有効に機能しえるのかどうか。④国際的整合性を図ることが求められているが、その国独自のシステムの違いをどうするか。⑤会社機関の無機能化が問題となっているが、その再生は可能かどうか。⑥行政と経済界の癒着をどう監視していくか。⑦インサイダー取引規制はディスクロージャーの整備が前提になければならない。日本企業はディスクロージャーに消極的であり、企業間競争が不可避な状況の中で、タイムリー・ディスクロージャーと情報管理をどう調整していくのか。問題は山積している。

既に明らかなように、財務上の効果もさることながら、多くの問題をクリアーしない限り、わが国の企業システムには馴染まないように思われる。規制緩和論者は、自己株式の活用を訴える以前に、何故に自己株式でなければならないかを考える必要がある。

《注》

- (1) たとえば、服部・星川『基本法コンメンタール会社法Ⅰ』日本評論社、1991年。吉戒修「自己株

式の取得及び保有規制に関する問題点について」商事法務No.1316参照。

- (2) ここでは、株式を公開している上場会社の自己株式取得を主な対象として議論を展開している。株式の流通性に乏しい小規模な閉鎖会社については、その特殊性を考慮しなければならない。
- (3) フランスにおける1966年法以前の自己株式取得の効果については、田中昭「フランスに於ける自己株式の取得」『大阪経大』第21号参照。
- (4) 詳細については、山口幸五郎編『EC会社法指令』同文館、1984年参照。
- (5) Dodd, E. M. (1941) pp.697-708. 参照。
- (6) *Institutional Investor*, Nov. 1990, pp.169-170. 参照。
- (7) Netter, J. M. and M. L. Mitchell (1989) pp.92-96. 参照。

《主要参考文献》

- Brigham, E. F., The Profitability of a Firm's Purchase of Its Own Common Stock, *California Management Review*, Winte, 1964.
- Brigham, E. F. and L. C. Gapenski, *Financial Management*, Dryden, 1988.
- Dodd, E. M., Purchase and Redemption by a Corporation of its own Shares, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 89, 1941.
- Guthart, L. A., Why Companies Are Buying Back Their Own Stock, *Financial Analysts Journal*, March-April 1967.
- Netter, J. M. and M. L. Mitchell, Stock-Repurchase Announcements and Insider Transactions After the October 1987 Stock Market Crash, *Financial Management* Autumn, 1989.
- Stewart, S. S., Should a Corporation Repurchase Its Own Stock?, *Journal of Finance*, June, 1976.
- Wansley, J. W., W. R. Lane and S. Sarkar, Managements' View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums, *Financial Management*, Autumn, 1989.
- 今井賢一・小宮隆太郎編『日本の企業』東京大学出版会、1989年。
- 神田秀樹「自己株式取得と企業金融」『商事法務』No. 1291.

小林量「企業金融としての自己株式取得制度」『民商法雑誌』第92巻第1号.

日本証券経済研究編『企業金融と自己株式取得に関する研究の中間報告』1992年7月

村松洋平「諸外国における自社株取引の実情」『商事法務』No.1285.

渡辺征二郎『インサイダー取引』中央経済社, 1989年.

拙稿「財務政策と経営者の自立化」『経営論集』第38巻第2号.

拙稿「自己株式と経営者の自立化」『財務制度の現状と課題』中央経済社, 1990年.

「企業における国際財務の最近の動向」

佐藤 宗 弥

横浜市立大学

1. はじめに

財務にかぎったことではないが、企業活動の国際化はめざましいが、とりわけ資金の流れを中心にした企業財務の国際化は、常に最も流動的なものである。日本の株式市場が最悪の経過を示しているのにひきかえ、米国の株式市場は市場最高値を更新するというように、一般経済情勢の動きとは一見無関係の動きをしめすが、資金の動きないし財務の世界なのである。本稿では、こうした財務の最近の動きをかいつままでレビューするとともに、近い将来の企業戦略のあり方ともからんだいくつかの展望を行って見る。

2. 為替変動要因の変化と展開

国際財務の状況をもっとも如実にあらわすのが、為替レートであろう。為替レートがなぜ動

くのかについては、次のように大略3つの考え方がある。

① 国際収支説——もっとも古典的理論で經常収支の大きさつまり対外純資産変動の大きさにより為替レートがきめられるとする。資本取引があまり重要でないときにあてはまるとされる。

② 金利平価 (interest parity) 説——短期の理論。『2国間の実質金利差が為替の変動をもたらす』という考え方。例えばアメリカの金利が日本より高ければ、金融資産の裁定取引によりドル直物レートよりドル先物レートが低く決定される。資産市場アプローチと呼ばれる国際経済理論もこの考え方から出発している。

③ 購買力平価 (purchasing power parity) 説——長期の理論であり、購買力またはその逆数の一般物価指数の相違で為替レートが説明されるとするもの。最近のマネタリーアプローチ、実質為替リスク・モデルもこの説にもとづく