

令和 元 年 6 月 13 日現在

機関番号：34509

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2015～2018

課題番号：15K16968

研究課題名（和文）自己株式取得に関する現代的問題点の重層的考察

研究課題名（英文）Multi-layered analysis of modern problems concerning share repurchase

研究代表者

宮崎 裕介（MIYAZAKI, YUSUKE）

神戸学院大学・法学部・准教授

研究者番号：20585096

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,900,000 円

研究成果の概要（和文）：我が国においては、平成6年および平成13年の商法改正を経て、株式会社が自己株式を取得することが認められるようになった。それまで自己株式取得が禁止されていたのは、主として、資本の空洞化や株主間の不公平などの会社法上の問題を危惧してのことであった。自己株式取得の解禁から20数年が経過したが、現在では、上場会社の資本政策の一つとして自己株式取得を多く用いられるようになっている。かかる状況に鑑みると、自己株式取得が当然に利用されることを前提に、証券市場への影響にフォーカスした議論が必要である。本研究では、とりわけ上場会社の自己株式取得が証券市場に与える影響を分析し、立法提案を行った。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究では、研究成果の概要でも述べたように、上場会社の自己株式取得が証券市場に与える影響を分析することに注力したが、主な研究成果では現行法（証券取引所の上場規則も含む）の開示規制が不十分であることを指摘し、自己株式取得にかかる事前の情報開示規制を強化すべきとの立法提案を行った。これは、査読誌に掲載された研究成果である。また、この立法提案は、米国法および英国法を比較対象とした上で検討したものであるが、その成果は英国の査読誌に英語論文として掲載された。そのほか、近時において、自己株式取得がより多く利用されている状況に鑑み、会社経営者の自己株式取得の決定プロセスを法的にいかに評価すべきかも検討した。

研究成果の概要（英文）：In 2001, an amendment to Japanese commercial law was initiated allowing share repurchases. This amendment enabled Japanese corporations to purchase their stocks at any time, abolishing most of the share buyback regulations. It was clear that Japanese law had moved towards the deregulation of share repurchases, which effectively urges listed companies to repurchase their shares. This research mainly examines the disclosure regulations of open market repurchases in Japan from a comparative perspective. In Japan, under Article 156(1) of the Companies Act, firms are obliged to disclose repurchase information in advance. However, after-the-fact repurchase information depends on the way in which companies practice it. For market participants, it is not appropriate for disclosure requirements to vary with the repurchase method. This paper thus argues that listed companies must provide timely disclosure of their buybacks.

研究分野：会社法、金融商品取引法

キーワード：自己株式取得 上場会社 開示規制 JPX日経インデックス400 証券市場 経営判断原則

1．研究開始当初の背景

我が国において、原則として禁止されていた株式会社による自己株式の取得が商法改正により段階的に認められるようになって 20 年余りが経過した。現行の会社法のもとでは、株式会社は原則として自由に自己株式を取得することができるようになった。言わば規制緩和として自己株式取得が解禁されたわけであるが、これによって株式会社による自己株式取得は増加の一途を辿り、自己株式取得はペイアウト（フリー・キャッシュフローの株主への還元）の手段として現在では剰余金の配当と比肩できるだけのポジションを得るに至った。さらに、この動きを加速させるものとして、近時の証券市場やコーポレート・ファイナンスの現場における環境の変化が影響を与えたとも言える。すなわち、第 1 に、新たな株価指数である JPX 日経インデックス 400 が平成 26 年 1 月から算出されたことが挙げられる。JPX 日経インデックス 400 は、東京証券取引所の全市場から 400 の銘柄を選定するもので、この算定にあたっては各銘柄の 3 年平均 ROE(Return on Equity：自己資本利益率)のスコアが重視される。このような JPX 日経インデックス 400 の銘柄選定方法は、従来の主要なベンチマークとされてきた TOPIX（東証株価指数）や日経平均株価と比べると、株価以外の要素を考慮するという意味において新たな形の株価指標である。第 2 に、「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの議論を経てまとめられた「伊藤レポート」において、これまでの日本企業の ROE が他国と比べて低水準であったことが指摘され、より一層の ROE の向上が提言・推奨されたことが挙げられる。これらから、日本の株式会社にとって ROE の向上は喫緊の課題となり、ROE の算定が簡潔に述べれば純利益を自己資本で除した値であることから、その分母となる自己資本を圧縮させ ROE を高めるというインセンティブが各企業に生じ、結果として自己株式取得に注目が集まったとも言える。以上述べたように、証券市場およびコーポレート・ファイナンスの実務において自己株式取得の必要性が高まっていることには疑いが無いところであり、本研究もそれらを背景に着想したものである。

2．研究の目的

本研究では、上述した背景のもと、制度基板としての現在の自己株式取得規制は機能しているか確認することを主眼とし、そのうち上場会社が金融商品取引所の市場内（立会内取引と立会外取引のいずれも含む）で自己株式を取得する、いわゆる市場買付けを実施した場合の規制を検討することとした。規制と言えば多様なものがあるが、本研究では、開示規制に焦点を当て、その実態の分析を行うこととした。背景でも述べたが、近時、自己株式取得が多く用いられるようになったのは、上場会社をめぐる目まぐるしい状況の変化があったからである。その点を考慮し、本研究では、上場会社に対する自己株式取得規制を中心に研究を進めることとした。自己株式取得にかかる開示規制というレベルでは、上場会社が金融商品取引所のオークション市場で単純買付け（以下、単に「単純買付け」という）をする限りにおいては、内部者取引規制の適用が除外され（金融商品取引法 166 条 6 項 4 号の 2）、金融商品取引所の適時開示規定に基づき、会社法 156 条 1 項が定める事項（以下「取得枠」という）を開示することが求められているにすぎない。すなわち、取得枠さえ開示すれば、具体的な自己株式取得については事前の開示は必要ない。それは、「市場取引等」（会社法 165 条 1 項）の枠組みで考えると、公開買付けによる自己株式取得や立会外取引（例えば東京証券取引所の ToSTNeT 市場での買付けが挙げられる）と比べると、単純買付けのみが具体的な自己株式取得にかかる事前の開示規制がないということになる。このような、取得方法による情報開示規制の違いは果たして好ましいと言えるだろうか。上場会社が自己株式取得（の予定）についてアナウンスをすれば株価に影響を与えることには疑いはなく、その意味で自己株式取得に関連する情報は投資者にとって重要な投資情報である。上場会社が単純買付けにより自己株式取得を行った場合、買付けのオファーを出しているのが、当該上場会社であるのか一般投資者なのかは可視的に確認できるわけではない。少なくとも、かかる情報は投資者にとってある程度必要なものである。以上述べたことが、本研究の問題意識であり、目的でもある。

3．研究の方法

本研究においては、上記目的を達成するために、外国法を参照する比較法研究の手法をとることとした。具体的には、アメリカ法とイギリス法の規制を概観し、分析を加え、我が国の制度設計を見直すこととした。とりわけ、本研究が対象としている、上場会社の自己株式取得にかかる開示規制について、イギリス法は厳格な規制を設けており、それに対してアメリカ法は比較的緩やかと評することができる。本研究では、このような、一見して対照的な規制を設けているアメリカおよびイギリスの両国を比較対象とすることで、我が国の制度設計を相対的に分析することができるとのスタンスをとった。なお、我が国の自己株式取得規制の変遷を概観すると、現在では取得規制を大幅に緩和しアメリカ法（各州法）に近くなっていると評価できるが、歴史的にみると厳格に自己株式取得を禁止していたが段階的に許容するようになったことは、イギリス法が辿った様子に近似している。その点を踏まえると、なおのこと、アメリカおよびイギリスの両国を比較することは意義のあることであると思われる。

アメリカでは、現在、全ての法域（州）において自己株式取得が認められており、財源規制、会計処理など各州会社法が定める諸規定を遵守すれば基本的に取得は自由である。自己株式取得の方法としては、市場買付け、公開買付け、そして特定の株主との合意による取得が主として用いられており、近年ではほぼ大半が市場買付けによるとのデータが報告されている。その

ため、アメリカでは、証券諸法および SEC 規則、ならびに各上場会社が上場している取引所規則によって規制がなされている。アメリカでは 1934 年証券取引所法 9 条(a)項(2)号によって相場操縦が規制されているが、自己株式取得の場合によっては相場操縦となる場合もある。もっとも、相場操縦規制が必ずしも実効的とは言えない場面もあり、上場規則による規制も一定程度意義を有する。例えば、NASDAQ 市場を例に挙げると、同市場に上場している会社は自己株式取得計画を直ちに公衆に開示することが義務づけられている。個別具体的な事前開示を求めるものではないが、1934 年証券取引所法をはじめとした連邦証券諸法よりは踏み込んだ規制をしている。なお、アメリカでは、SEC 規則が改正されて、発行会社の継続開示義務として自己株式の取得状況等をフォームに記載しなければなくなり、法定開示の内容として自己株式取得状況を盛り込む方向として舵を切っている。このようなアメリカの状況は、一方で規制強化の方向へ向かっていると評価できるが、他方でそれがまだ十分ではないとの指摘もある。具体的には、ジェシー・フリード教授の指摘が挙げられる。フリード教授は、現行規制では不十分であり内部者取引などの危険性があるとして、会社が自己株式を取得した場合には 2 営業日以内にその内容を開示すべきとの立法提案をする。このフリード教授の立法論は、自己株式取得という重要な投資情報が速やかに市場に伝達されるとともに、内部者取引などの抑止にも資すると評価できる。

イギリスでは、自己株式取得は、判例法理で禁止されており、それを当時の会社法が取り込み制定法上も禁止されていた。もっとも、自己株式取得が自由に認められているアメリカの状況等に鑑み、国内で自己株式取得を解禁すべきとの機運が高まり、その後の会社法改正で自己株式取得が一部解禁され現在に至っている。現在では、上場会社を念頭に置くと、会社法および上場規則によって規制されており、具体的な取得方法については後者による規制が実質上機能している。すなわち、イギリスにおいては、上場規則により、原則として上場会社は公開買付けによらなければ自己株式取得ができない。例外的に市場買付けにより自己株式取得ができる場合もあるが、それは限定的で、まとまった数の自己株式を取得するためには公開買付けによらなければならない。そのような規制枠組みをとった背景としては、イギリスでは自己株式取得には経営陣あるいは実質株主による支配の不正がもたらされるとの危惧がなされていることが挙げられる。このように、イギリスでは取得方法が限られているが（多くは公開買付けによらなければならない）、具体的な規制としては、自己株式取得について株主総会決議を経て取締役会に授權されなければならないが、取締役会から株主総会への付議および株主総会における授權決議の結果について規制情報サービスを通じて速やかに開示することが求められている。特に実際に自己株式を取得した場合には、取得日の翌日の 7 時 30 分までに開示しなければならないとしている点は特筆される。

4. 研究成果

本研究では、比較法研究の手法をとり、その対象国としてアメリカおよびイギリスを選択した（この点は、雑誌論文 および で検討した）。その上で、研究対象を上場会社の自己株式取得にかかる開示規制とした。我が国では、金融商品取引法、および証券取引所の上場規程が自己株式取得にかかる開示規制を定めている。金融商品取引法においては、自己株券買付状況報告書（金融商品取引法 24 条の 6 第 1 項）が自己株式取得に特化した開示規制としてあげられ、そのほか有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書においても自己株式の取得状況についての開示が求められている。上場規程としては、例えば東京証券取引所を例に挙げると、会社法に基づく自己株式取得の決定を行った場合は直ちにその内容を開示しなければならない、上場会社はその情報開示につき TDnet を通じて行わなければならない。

比較法研究および我が国の現状を概観した上で、本研究が問題として提示したのは、現行の金融商品取引法の規定が情報開示に関する規制として実効的かである。この点については、自己株式取得にかかる情報提供としては一定の意義を有するものの、適時性の観点からは問題が残ると思われる。すなわち、自己株券買付状況報告書は、各月の取得状況を報告するものであるが、開示期限が取得月の翌月の 15 日であることからすると、タイムリーさには欠けると言わざるを得ない。また、上記の上場規程を踏まえて、東京証券取引所は個別具体的な自己株式取得について速やかに開示することを求めているが、その時間的スパンは実体としては月単位となっている。このように、上場会社に対する我が国の自己株式取得にかかる開示規制は必ずしも実効的ではない（この点は、雑誌論文 および で検討した）。以上を踏まえ、本研究では、自己株式取得にかかる情報が投資者にとって投資判断に影響を及ぼすものであるとの前提に立ち、現行規程のもとでは会社法に基づく自己株式取得の決定は確かに適時開示の対象となっているが、これは事前の取得予定を示すものに過ぎず、個別具体的な自己株式取得については必ずしも開示規制が調っているとは言えないとの結論に達した。その上で、個別具体的な自己株式取得については取得後短いスパンで開示することが望ましいとして、事後の適時開示定めた規制を整備すべきとの提言をした。なお、この場合、事前の開示を要請することも考えら得るが（本研究は、取得方法によって事前の開示規制の有無が異なることを問題意識として持っていた）、事前の開示は不確定要素を包含した情報のアナウンスに留まり、とりわけ自己株式取得（会社と株主との株式にかかる売買契約）の成立は、事前の情報開示により保障されるわけではないので、本研究では事後の開示を提案した（この点は、雑誌論文 で示した）。

なお、本研究が対象とした上場会社による自己株式取得について、その決定は当該会社の取

締役（会）によってなされる。このような場合、経営者の経営裁量との関連でも法的な問題が生じうる。その点についても考察した（図書）。

5．主な発表論文等

〔雑誌論文〕（計8件）

宮崎裕介、自社株公開買付けに関する若干の検討、神戸学院法学、査読無し、47巻2・3号、2018、445-468

Yusuke Miyazaki, Re-thinking the Disclosure Requirements of Share Repurchase in Japan - a comparison with the US and UK, INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF ECONOMICS AND BUSINESS LAW, 査読あり, Vol.6, Issue3, 2017, 53-70

宮崎裕介、上場会社にとっての財源規制の意義を考える、ビジネス法務、査読無し、16巻11号、2016、67-71頁

宮崎裕介、市場情報としての自己株式取得と開示規制を考える、ビジネス法務、査読無し、16巻8号、2016、122-126頁

宮崎裕介、自己株式の取得方法の多様化とその問題点を考える、ビジネス法務、査読無し、16巻7号、2016、106-110頁

宮崎裕介、なぜ自己株式取得が注目されているか？、ビジネス法務、査読無し、16巻6号、2016、85-89頁

宮崎裕介、証券市場における自己株式取得と開示規制の意義・機能（二・完）民商法雑誌、査読あり、152巻2号、2015、111-136頁

宮崎裕介、証券市場における自己株式取得と開示規制の意義・機能（一）民商法雑誌、査読あり、152巻1号、2015、1-24頁

〔学会発表〕（計2件）

〔図書〕（計2件）

宮崎裕介他、中央経済社、判例法理 取締役の監視義務、2018、505(104-124, 449-451, 461-464, 479-482)

宮崎裕介他、中央経済社、企業関係法の新潮流、2018、333(279-307)

〔産業財産権〕

出願状況（計0件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年：
国内外の別：

取得状況（計0件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年：
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6．研究組織

(1)研究代表者

宮崎 裕介(MIYAZAKI, Yusuke)
神戸学院大学・法学部・准教授
研究者番号：20585096

(2)研究分担者

研究分担者氏名：

ローマ字氏名：

所属研究機関名：

部局名：

職名：

研究者番号（8桁）：

(3)研究協力者

研究協力者氏名：

ローマ字氏名：

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。