

2023年12月13日 全4頁

自社株買い開示規則の無効明確化を 申し立て

十分なコスト/ベネフィット分析を経ない恣意的かつ専断的な規則策定を問題視

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 全米商工会議所は、SECが策定した自社株買い開示規則の無効を明確にするよう、12月7日に裁判所に申し立てた。
- 裁判所は既に10月31日の決定によって、SECの自社株買い開示規則について、策定手続きが違法であるとし、規則の欠陥を修復する期間として30日の猶予を与えたが、SECは期間内に対応できなかった。
- バイデン政権は、上場企業の自社株買いが、特定の者に利益をもたらすために、不適切に実施されている疑いがあるとして、自社株買いの詳細な開示を求めるためにSEC規則を設けたが、これが頓挫する見通しとなっている。
- 日本でも自社株買いを問題視する見解は根強いが、開示等に関する具体的な規則やガイドラインが検討されているわけではない。

米国の自社株買い開示ルール

米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission、以下SEC）が2023年5月に変更した自社株買い開示規則¹（以下、SEC規則）に対して、全米商工会議所（The Chamber of Commerce of the United States of America）等の産業団体が原告となって無効化を訴えた裁判で、第5巡回区控訴裁判所は、10月31日にSEC規則の決定プロセスが恣意的かつ専断的であるとして、30日間の猶予を与えて欠陥を修復すべきであると命じた²。SECはこの期間の延長を求めたものの、裁判所はこれを認めなかった。SECは30日の期間内に修復できなかったが、10月31日の裁判所の決定は、SEC規則の欠陥を修復できなかった場合の扱いについて明確性に欠

¹ SEC “[SEC Adopts Amendments to Modernize Share Repurchase Disclosure](#)”（2023年5月3日）

² Justia “[Chamber of Com of the USA v. SEC, No. 23-60255](#)”（2023年10月31日）

けていた。規則の無効化を明確にするよう、原告が改めて裁判所に申し立てた³。

SEC 規則では、次のような開示を定めていた。

- 対象期間中の日次ベースの自社株買いの実績を報告（米国の国内企業と海外の民間発行体は四半期、上場クローズドエンドファンドは半年ごと）。
- 特定の取締役または役員が、自社株買いの前後 4 営業日以内に該当する株式を売買したかどうか（チェックボックスによる開示）。
- 自社株買いプランの根拠と目標、買い戻す株式数を決定するために使用した基準についての説明。

つまり、自社株買いの意図を説明すること、取締役等の自社株売買の状況を開示すること、日次ベースの自社株買いの状況を四半期ごとに開示することが義務付けられた。変更前の規則では、月次ベースの自社株買いの状況を四半期ごとに開示せよとなっていたことに比べると、自社株買いの詳細開示を求めている点で開示が強化されたものといえるだろう。もっとも SEC 規則の当初案では、日次ベースの自社株買いの状況を翌営業日に開示すべきとしていたことに比べれば、かなりマイルドに修正されたともいえる。

SEC 規則の目的と経緯

こうした開示を SEC が求めたのは、特に与党民主党の議員らから自社株買いが不適切に実施されているとの疑いが呈されたからだ。自社株買いによって株価を吊り上げて、経営者や大株主が利益を得ているという批判などだ。自社株買いに資金が投入されることによって、従業員の処遇改善や将来の成長投資が損なわれているとも指摘された。

そこで、バイデン政権は、自社株買いを実施しにくくするための制度の新設を進めた。まずは、自社株買いに課税する新税制だ⁴。自社株買い課税は、2023 年以降、上場企業が自社株買いを行う際に株式購入額の 1% を税として徴収するものだ。課税年度中に、株式発行があった場合、課税対象額からその分は差し引かれる。1% という税率は、すぐに 4 倍に引き上げるよう提案された⁵が、中間選挙で民主党が下院の多数党の地位を失ったため、実現の可能性はほぼなくなった。

自社株買い課税に続いて提案されたのが SEC 規則による自社株買い開示制度の強化ということだ。全米商工会議所等がこの SEC 規則の無効を申し立てた理由はいくつかあるが、裁判所は

³ Counsel for Petitioners “[Petition for Review of an Order of the Securities and Exchange Commission Release Nos. 34-97424; IC-34906](#)” (2023 年 12 月 7 日)

⁴ 鈴木裕「[自社株買い課税で短期志向是正を図る米国](#)」（大和総研 金融入門「長期保有 VS 短期志向」第 27 回、2022 年 8 月 19 日）

⁵ 鈴木裕「[米国の自社株買い課税の税率大幅アップへ](#)」（大和総研 金融入門「長期保有 VS 短期志向」第 28 回、2023 年 3 月 27 日）

SEC が規則を設ける際に恣意的かつ専断的だったという主張を採用した。全米商工会議所等からの意見に適切な応答をせず、十分な費用対効果分析を行わなかったのは、行政手続きに関する法律に反するとの判断だ。ただし、直ちに無効とはせずに 30 日間のうちに欠陥を修復するよう求めた。SEC はこの期間内での修復は難しいと判断し、11 月 22 日に期間の延長を求めた。裁判所はこれを 11 月 26 日に拒否した。その結果、30 日が経過したところ、原告側から SEC 規則の無効化を明確にするよう申し立てがあったということだ。

SEC が策定した規則が裁判によって無効と判断されたことは過去にもある⁶。今回の裁判所の判断は、策定手続きに不備があったというものである。今後は、SEC 規則は変更前の状態に戻ることとなるだろうが、欠陥を修復した新たな規則を SEC が策定することもできる。

自社株買いに対する批判は日本でも

日本でも自社株買いが問題視されていないわけではない。2021 年 12 月 14 日の衆議院予算委員会⁷で立憲民主党の落合貴之議員が次のような質問をしている。「自社株買いというものがあります。これは、ここで企業が上げた収益を、自分の会社の株を買うために利益を使う。お給料を上げるのでもなく、設備投資をするのでもなく、上がった利益は自分の会社の株を買うことに使う。そうすることで、世の中に出回るその会社の株の数が減りますので、株価が上がります。これは投資家が求めていることです。(中略) 自社株買いも、きっぱりと見直し若しくは禁止まで議論は踏み込むべきじゃないですか。」と、米国で自社株買い課税が導入された理由と同様の問題を指摘しているようだ。

これに対して岸田首相は「自社株買いについては、それぞれの企業判断に基づいて、状況に応じて判断していく問題ではありますが、私自身、多様なステークホルダーを重視して、持続可能な新しい資本主義を実現していくということから考えましたときに、御指摘の点は、これは大変重要なポイントでもあると認識をいたします。(改行) ただ、今、金融担当大臣からありましたように、企業の様々な事情や判断がありますので、画一的にこれを規制するということは、これは少し慎重に考えなければいけないのではないかと、その個々の企業の事情等にも配慮したある程度の対応、例えばガイドラインとかですね、何かそういったことは考えられないだろうかということだと思います。」と答弁している。

このような質疑はあったものの、今のところ自社株買いに関する開示規則やガイドラインの類いの策定について具体的な進展は見られない。しかし、足元では東京証券取引所が上場企業に対して、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を求めていることから、資本効率の改善を目指して自社株買いや増配を実施する企業が増えつつある。こうした中では、

⁶ 鈴木裕 「[企業ガバナンス規制における費用便益分析の視点](#)」 (『大和総研調査季報』2013 年春季号 (Vol. 10) pp. 74-87)

⁷ 衆議院 「[第 207 回国会 予算委員会 第 3 号 \(令和 3 年 12 月 14 日 \(火曜日\)\)](#)」

自社株買いや増配といった株主還元拡大に対する批判が再燃する可能性もあろう⁸。その場合には、米国で事実上ストップした自社株買い開示に関する SEC 規則のようなものが検討されるようになっても不思議ではない。

⁸ 例えば、朝日新聞「[自社株買い優先で『日本経済縮む』 雪崩打つ企業、問われる利益分配](#)」（2023年6月11日）では、株主還元が過大になれば、「経済の健全な成長にはつながらない」と指摘し、日本経済新聞「[自社株買いで縮む市場 問われる成長、重み増す金庫株](#)」（2023年7月14日）も株主還元拡大によって「企業が株主の期待リターンを上回る成長投資を渋れば長期的に流れは変わらない。」との危惧を記している。