



From the Corner of Wall Street

—連載（第45回）—

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所

山下 晴之

SECによる自己株式の取得に係る開示規則の強化

1. はじめに

SECは2023年5月3日に、企業の自社株買いの開示要件に関する規則改正を採択した（注1）。新たな規則では四半期又は半期ごとに日々の自己株取得状況の開示を義務付けるものである。本稿では当該規則改正について、背景、経緯、日本における開示との比較や規則改正に対する関係者の声を交えて紹介する。

2. 規則改正の背景及び経緯

（米国における自社株買いの開示規則に関する背景）

米国では2003年に、当時の規則10b-18（注2）を改正する形で、初めて自己株式の取得に係る開示が規定されている。この点、米国における自社株買いの歴史は日本より相応に長いにも関わらず議論が進展せずに、結果として

当時日本における開示規制のほうが先行して規定された（注3）ことは興味深く、その後米国における開示の議論が大きく動いたのは2001年の9.11テロ事件がきっかけとなったとも言われている（注4）。

（本規則改正の経緯）

元々自社株買いというトピック自体が政治的材料として関係者からの批判的にされがちであったが、COVID-19における連邦政府の危機対応による救済処置条件に付随した1年間の自社株買い禁止条件を巡る議論（注5）などから、これまで以上に「経営の短期志向」「株主至上主義」といった批判が再燃した。実際、SECが2018年に行った調査においても自社株買いの発表直後の会社関係者個人による自社株の売却が急増していることから企業幹部による不適切な利益追求の可能性が示唆されており、SECは、これらを踏まえ2021年12月に本規則改定の当初案を提案（次節にて紹介する最終規則の原型）している。



ただしこの時点では、自社株買いを行った翌日にフォームの提出により日次報告を求める等、最終規則よりも厳しい開示を求める内容となっていた^(注6)。この点、企業からは開示の負荷が高まり自社株買いの後退に繋がるという批判の声が多く上げられたが、SECのゲンスラー委員長はリリースの声明文において、諸外国では同様に翌日の開示を要求していることに触れ、本提案を肯定している^(注7)。その後、パブリックコメントにおける意見募集及びその分析を経て内容が修正され、2023年5月3日に今回の最終公表に至っている。

■ 3. 新規則の概要

本章では新規則の概要を抜粋し紹介する。前述のとおり本規則改正の狙いは、企業の自社株買いというコーポレートアクションについて、投資家が評価するうえでより有用な情報を提供することが主となっている。

(四半期又は年次での表形式の情報開示)

本規則改正は、発行体は自己株式の取得の結果を日次で集計し、四半期又は半期ごとに、各日ごとの次の項目を表形式で開示することを求めるものである。

- (1) 株式の種類
- (2) 1株当たりの平均買付価格
- (3) 取得株式の総数（公表計画の一部として取得した株式の総数を含む）
- (4) 公表計画に基づいて今後購入すること

ができる最大株式数又は概算金額（株式数又は概算金額）

- (5) 公開市場で購入された株式の総数
- (6) 規則10b-18のセーフハーバーに該当^(注8)することを意図して購入された株式の総数、および別途規則10b5-1(c)の積極的抗弁条項を満たすことを意図した取引計画^(注9)に基づき購入された株式の総数

また、特定の役員や取締役が、発行体の自己株式の取得計画やプログラムの発表の前後4営業日以内にその対象となる株式を購入又は売却したかどうかをチェックボックスにより示すことも要求されることになる。

参考までに下表にて現行の開示要求との対比を示す（米国内の様式で提出する法人発行体のケース）。日次での集計に細粒化されたこと及びセーフハーバー等への該当を意図した取引の特定が加えられたことが大きな変更点と言える。

このように開示単位が詳細化されることで発行体側のコストは増加するものの、前述のとおり、当初の規則案が「日々の定量的な自社株買いのデータを1営業日以内にSECに提出する」というかなり高負荷な提案であったことを鑑みると、最終案ではかなり妥協した着地点となった。

(定性開示の拡充)

上記以外の改正としては、自己株式の取得に係る定性開示の形式変更、及び開示要件の



(図表1) 開示要求の新旧比較

	現行の開示要求 (2003年)	規則改正後 (今回)
開示頻度	四半期	四半期
開示単位	月次ごとに集計	日次で集計
開示項目	<ul style="list-style-type: none"> ● 1株当たりの平均買付価格 ● 取得株式の総数 ● 公表計画に基づく取得株式の総数 ● 公表計画に基づく今後の購入可能枠 	<ul style="list-style-type: none"> ● 1株当たりの平均買付価格 ● 取得株式の総数 ● 公表計画に基づく取得株式の総数 ● 公表計画に基づく今後の購入可能枠 ● 公開市場で購入された株式の総数 (注10) ● セーフハーバー及び積極的抗弁条項への該当を意図して購入された株式総数

(出所) SECのファクト・シート、Form 10-KのGENERAL INSTRUCTIONS及び17 CFR § 229.703を元に筆者作成

拡大がある。特に後者は規則10b5-1取引計画の採用及び終了に関する開示項目の追加である。2022年12月に施行されたSEC規則において、企業の役員又は取締役における売買について規則10b5-1に基づく取引計画を開始・終了したかを定期的に開示することが要求されているが、今回、企業自身の自社株買いにも同様の開示が要求された形となった。

■ 4. 市場関係者の反応

冒頭に記載したとおり最終規則に対する関係者からの反発は根強い。5月3日に最終規則が発表された後、5月5日のウォールストリートジャーナルには業界団体からの批判の声が相次いで掲載された(注11)。例えば、米国の主要企業の経営者をメンバーとするビジネスラウンドテーブルのジョシュ・ボルテンCEOは、「当初提案からは良くなったものの最終規則は依然として過度に複雑で負担が大きい」として批判している。また、5月12日

には米国商工会議所等の経済団体が、本最終規則の施行を阻止するため合衆国控訴裁判所に訴訟を起こしている。本訴訟に先立ち、米国商工会議所は次のコメントにより投資家への影響を強調する形で反発している(注12)。

- 自社株買いは、経済全体の貯蓄に貢献し投資家のリターンを向上させ、健全かつ効率的な資本市場の機能として重要な役割を担っている。最終規則は投資家を保護するどころか、自社株買い自体を抑制する方向に動いている。(ニール・ブラッドリー商工会議所副会長)
- 最終規則は何百万人もの米国民の退職金貯蓄に打撃を与え、経済成長の鈍化をもたらす労働賃金に打撃を与えるだろう。市場規制は経済の現実を反映すべきであり、SECが米国の投資家や経済の最善の利益よりも政治的な政策を優先することを選択したことは残念である。(トム・クワッドマン商工会議所資本市場強化センター副所長)



(図表 2) 自己株券買付状況報告書 (第十七号様式)

株式の種類 _____

1【取得状況】

(1)【株主総会決議による取得の状況】 年 月 日現在

区分	株式数(株)		価額の総額(円)
株主総会(年 月 日)での決議状況 (取得期間 年 月 日～ 年 月 日)			
報告月における取得自己株式 (取得日)	月 日		
	月 日		
	月 日		
	月 日		
	月 日		
	月 日		
	月 日		
計	—		
報告月末現在の累計取得自己株式			
自己株式取得の進捗状況(%)			

(出所) 自己株券買付状況報告書 (第十七号様式) から抜粋

5. 日本における開示要求との比較

日本における自社株買いの開示は、取引状況に関しては金商法及び内閣府令を基とする自己株券買付状況報告書(図表2にフォーマットを示す。)により月次で、及び、東証の適時開示においても実務上は月次ベースで集計され開示されている(注13)。一方でこれまで述べたとおり、米国における自社株買いの開示は四半期(又は年次)がベースとなっており今回の規則改正で変更はない。この点、取得時と報告時の間隔が短い日本の開示要求が適時性の観点ではタイムリーであると言える。

開示の粒度については、今回の規則改正で

米国は月次集計単位から日次集計単位に細粒化されるが、日本ではすでに自己株券買付状況報告書において日次の取得状況(株式数及び価格の総額)の開示が求められている。ただし、詳細な項目単位で両者の違いは存在し、例えば公表計画に基づく取得株式数の情報やセーフハーバー(注14)への適合などは日本の開示要求には含まれていない。

6. おわりに

本規則改正は、2024年4月1日以降に順次適用されていくことになり、少なくとも企業の開示負担は現状より増加することとなる。SECは、これらの開示に係る企業の負担を合計28億4,000万ドルと見積もっているが、それ以上のコスト負担を懸念する声も聞かれて

いる。折しも自社株買いの課税強化が本年2月に提案され、米国連邦議会での審議が続いている。自社株買いに対する向かい風が強まる中、当該規則改正で開示負荷が高まることで今後さらなる株主還元の潮流の変化は否定できない。

(注1) 最終規則は以下SECのウェブサイト参照。

<https://www.sec.gov/rules/final/2023/34-97424.pdf>

(注2) 証券の売買に関する相場操縦的もしくは詐欺的(deceptive)な行為を禁止した1934年証券取引法(10条(b)項)に基づき制定されたSECの規則。

(注3) 日本では1994年に、自社株買いの一部緩和の改正を受けて自己株券買付状況報告書における開示が規定されている。米国でも開示の必要性について長年議論がなされてきたが、1982年にセーフハーバーに関する規則10b-18(脚注8参照)の採択が行われた際に、その議論の過程で開示を要求する案が棄却されて以降、開示要求は規定されていない。

(注4) 当時SECは当該テロ事件を受けた市場の混乱に対応するために、自社株買いの取得時間や取得数量に係る規則10b-18の制限を緩和するという緊急処置を設けたが、当時自社株買いの開示に関するルールがなかったことにより当該措置の効果測定できず、検証不能であったことも大きな要素であったとされている。

(注5) コロナウイルス支援・救済・経済保証法(CARES法)では、民主党からの強い要請により救済措置に付随して配当や自社株買いの禁止が盛り込まれていた。

(注6) 当初規則案の詳細は以下のファクト・シートを参照。ホーム・デポやフェデックスなどの企業からのコスト面での否定的なフィードバックを受け最終案では翌日の報告案が棄却されている。

<https://www.sec.gov/rules/proposed/2021/34-93783-fact-sheet.pdf>

(注7) 以下はゲンスラー委員長のリリースの声明文。なお、オーストラリアでは自社株買いの翌営業日取引開始前に、英国では翌営業日の午前7時30分までに開示が要求されている。

<https://www.sec.gov/news/statement/gensler-share-repurchase-20211215>

(注8) 一般的に自己株式取得計画の発表が発行体による自信の表明や株価が割安状態にあるというシグナリング効果から株価上昇につながる(=自社株買いが相場操縦につながる)とされている。そのため、所定の条件(時期・価格・量・購入方法)での買い付けの場合に、相場操縦の違法性を問わないことに関するセーフハーバーが規則10b-18において規定されている。

(注9) 非公開情報を認識した時点以前に策定されていた計画に従って執行された売買に関するインサイダー取引の容疑に対して積極的抗弁(affirmative defense)を認めるものである。

(注10) なお現行の開示要求においても、表の脚注部分において公開市場における取引かどうかを含む取引の性質を開示することが求められている。

(注11) <https://www.wsj.com/articles/sec-buyback-disclosure-rule-stirs-worry-over-costs-and-compliance-d31548fa>

(注12) <https://www.uschamber.com/finance/corporate-governance/quick-take-how-stock-buybacks-promote-efficiency-and-strong-capital-markets>

(注13) <https://faq.jpix.co.jp/disclo/tse/web/knowledge8027.html>

(注14) 日本では自己株取得内閣府令(平成13年10月施行)により相場操縦とされるおそれの少ない取引態様を類型化しており、これは米国におけるセーフハーバールールが参考にされている。ただし、米国と違い必ずしも全ての免責を担保しているものではなく、そもそもとしてセーフハーバーではない。