

# 自己株式利益消却とみなし配当課税

Retirement of Shares out of Profit and Related Taxation in Japan

坂野 光俊  
Mitsutoshi Sakano

## 〈目次〉

- はじめに
- 第Ⅰ節 自己株式利益消却制度
- 第Ⅱ節 株式消却の実態と株式消却の効果
- 第Ⅲ節 株式消却の税務と「2項みなし配当」凍結の意義

### はじめに

2000（平成12）年度までの旧所得税法第25条第2項・旧法人税法第24条第2項では金銭等資産の交付のない場合のみなし配当（以後「2項みなし配当」と略称）の対象として、利益積立金の資本組入れ、清算中の法人の継続または合併とならんで自己株式利益消却があげられていた。2001（平成13）年度税制改正によってこの規定は廃止されたが、その前段階として、1995年11月に1998年度末まで（その後延長されて2001年度末まで）自己株式利益消却に対してこの規定を凍結するという特例措置が採られていた。本稿は、この特例措置の意義を検討するものである<sup>(1)</sup>。この特例措置には、一般的背景としては1990年代後半以降の企業会計・会社法の連年にわたる急激かつ大幅な改正があり、直接的には、株式市場対策および金融危機対策を焦点とした経済危機対策として展開された株式消却と企業組織再編との促進政策と関わった、法人税法の基本的発想の転換が関連している。以下、自己株式利益消却とは何か、株式消却の実態と株式消却の経済的效果、自己株式利益消却の税務とみなし配当課税凍結の意義の順に考察する。

### 第Ⅰ節 自己株式利益消却制度

1. 株式会社は資金調達のために株式を発行する。株式は会社に出資した出資者の配当請求などの権利（商法でいう社員権）に関して、会社の持分割合を細分化し、単位化したものである。したがって、当該株式は資金提供者である株主にとって、出資割合を示すものであり、また利益請求権等の権利を示すものである。

株式会社が、自己の会社の発行した株式（発行済み株式）をなんらかの理由によって取得又は質受けして、消却しないで保有している株式を自己株式または自社株という。発行済み株式のうち社外に出ている社外株に対して社内株ともよばれる。

株式の消却は会社の存続中に当該権利を消滅させる手続

き、言い換えると発行済み株式の一部を回収し失効させる手続である。株式を回収するにあたって、その株主に対価を給付する有償消却と、給付しない無償消却に区分される。さらに、有償消却には、その財源を利益によっておこなうか（利益消却）、利益以外によっておこなうか（資本消却）に区分される。資本消却の方法によれば、資本減少の手続によってなされる、いわゆる減資であるため、資本金は減少する。これに対して利益消却の方法によれば、消却の対象となる株式は消滅するが、資本金自体は減少することがない。両者は発行済み株式の総数が減少するという点においては同じであるが、資本金が減少するかどうかという点において異なる<sup>(2)</sup>。

2. 1994年以降、自己株式取得・消却の仕組みは大きく変化した。すなわち、自己株式取得目的の制限緩和、取得手続の弾力化、取得・消却財源の拡大という3局面をもち、時限的特例措置と恒久的措置を織り交ぜつつ進展した。この過程と2000年度現在の株式消却制度の概要は表1に示してある。

3. 2000年度現在の株式消却制度について、表1に追加して説明すべき若干の点がある。

① 定款の規定による場合：商法第212条は、従来より定款の規定に基づく、株主への配当可能利益を財源とする株式の消却を認めている。ただし、この場合の定款については、株主保護の立場から、原始定款又は総株主の一致により変更した定款であることが原則とされているために、厳格すぎて、この規定に基づく株式消却は皆無に近かった。

② 定時総会決議による場合：そこで、平成6年に商法が改正されて、定時総会決議に基づく株式消却も認められるようになった。この場合、買い受けることができる株式の取得価額の総額は、配当可能利益の範囲内に財源規制されるとともに、期末に配当可能利益がマイナスになるおそれがあるときは買い受けることが禁止され、さらに、期末に配当可能利益がマイナスになった場合には、取締役は、相当の注意を怠らなかったことを立証しない限り、賠償責任

表1 株式消却に関する主要法規の変遷と株式消却制度の概要

施行年月日	法規	根拠規定	手続き	内容の概要	株式消却により減少するもの	有償・無償の別	任意・強制の別	取得上限株式数の規制及び取得財源上限規制、並びに債権者保護規定その他
1994年9月以前	1994年改正前の商法における株式消却	商法212① 商法212① 但書 商法222②	総会の特別決議 定款の規定に基づく 定款の規定に基づく	①資本減少の規定(商法375-380)に従う場合 ②定款(原始定款または総株主の同意をもって変更されたものに限ると解されている)の規定に基づいて株主に配当すべき利益をもってする場合 定款の規定により利益消却が予定されている株式	株式数と資本金とも減少	有償消却および無償消却	任意消却及び強制消却 任意消却及び強制消却	取得上限株式数の規制及び取得財源上限規制、並びに債権者保護規定その他 債権者の担保の減少を伴う故、厳格な手続きが必要。債権者保護手続き(商法100、377) 配当可能利益の範囲内 配当可能利益の範囲内
1994.10.1	1994年改正商法	商法212の2	定時総会の決議	自己株式取得規制が緩和され、定時株主総会の決議に基づき利益消却のための自己株式の取得が新たに認められることとなった。				a. 配当可能利益の範囲内、b. 期末に配当可能利益がマイナスになるおそれがあるときには買い受け禁止(商法212の2⑤)、 c. マイナスになった場合には取締役の賠償責任も発生する(商法212の2⑥⑦)。
1997.6.1	「株式の消却の手続きに関する商法の特別に関する法律」(消却特別法)	消却特別法3	定款の規定に基づく取締役会決議	従来の定時株主総会の決議に基づき利益消却のため自己株式の取得に加え、公開会社は定款に定めがある場合に限り、取締役会の決議による機動的な株式消却が新たに認められることとなった。	株式数の減少	有償消却	任意消却	a. 発行済株式総数の10分の1以内、b. 中間配当財源から中間配当額を差し引いた額の2分の1以内。 なお商法212の2⑤～⑦の規定の準用。
1998.3.30	「株式の消却の手続きに関する商法の特別に改正する法律」(消却特別法改正法)	消却特別法3の2	定款の規定に基づく取締役会決議	公開会社は資本の欠損に備えるための法定準備金を超える資本準備金を財源として、自己株式の取得・消却が出来る特別措置が認められた。定款に①資本準備金による株式消却ができる旨を記載、②取締役会の決議で資本準備金で消却できる株式の総数と取得価額の総額を記載する。(2002.3.31までの時限措置)	株式数の減少	有償消却	任意消却	①利益準備金が資本金の4分の1に達している場合:資本準備金の全額、②達していない場合:資本金から(資本金の4分の1と利益準備金との差額)を控除した残額。 なお、商法376③(社債保有者の異議申立)及び412(債権者に対する公告・催告)の規定の準用。
1999.3.31	「土地の再評価に関する法律(1998.3.31施行)(2年間の時限立法)の一部を改正する法律」(2001.3.31までの時限立法)	土地再評価法8の2③	定款の規定に基づく取締役会決議	事業用土地の再評価益を用いた株式消却が可能となった。土地再評価差額金を貸借対照表の負債の部から、再評価差額から再評価に係る繰延税金負債を控除した金額または繰延税金資産を加えた金額を再評価差額金として資本の部に計上する(つまり再評価差額の40%を負債計上、60%を資本計上することし、資本準備金による場合と同様の要件と手続きにより、資本計上した再評価差額の3分の2を限度に株式消却の原資として取り崩すことを可とする)。				資本計上された再評価差額金の3分の2

注:配当可能利益とは、商法290条によれば、開発費等の繰り延べがない場合には、(純資産額-資本金-繰延資産-209条1項5号の自己株式の合計額)×(10/11)。  
開発費等の繰り延べがある場合には、(純資産額-資本金-繰延資産-209条1項5号の自己株式の合計額)となる(倉澤康一郎監修「口語商法」自由国民社2001、306頁)。

を負わされる（商法 212 の 2①③⑤⑥⑦）。また、買い受けの方法については、いわゆる取引の透明性、公正性を確保する見地から、公開会社においては市場買付または公開買付によるべきものとされている。

③ 取締役会決議による場合：1997 年 6 月施行の消却特例法第 3 条は「公開会社は、定款をもって、経済情勢、当該会社の業務又は財産の状況その他の事情を勘案して特に必要があると認めるときは取締役会の決議によりその株式を買い受けて消却することができる旨を定款に定めることができる」と規定した。これにより定時株主総会決議を経なくても自己株式取得・消却ができることとなった。勿論、定款には取締役会の決議により買い受けて消却することができる株式の総数を定めなければならない（その総数は発行済み株式数の 10 分の 1 を超えることはできない）、取締役会の決議においては買い受けるべき株式の種類、数及び取得価額の総額を定める必要がある。

④ 資本準備金等をもってする株式の消却：1998 年 3 月施行の改正消却特例法により、定款をもって取締役会の決議により資本準備金をもって買い受けて消却する制度（改正消却特例法第 3 条の 2）が 2 年間の時限措置として設けられたが、附則第 3 条の 2 において、「この法律の施行後最初に招集手続が開始される株主総会の集結の時までは、会社は、定款に」改正消却特例法「第 3 条の 2 第 1 項の定めがなくても、同条第 4 項の決議をすることができる」とされ、1998 年度については定款変更の手続を経ずに取締役会決議だけで資本準備金消却が可能とされた。そして、2 年後にこの期限が 2002 年 3 月末まで 2 年間延長された<sup>(3)</sup>。

⑤ 事業用土地の再評価差額金をもってする株式の消却：1998 年 3 月施行の土地再評価法は、いわゆる商法監査特例会社及び金融機関の有する事業用土地について、2000 年 3 月までの 2 年間の時限立法として再評価を認め、その再評価差額金（再評価額から再評価直前の帳簿価額を控除した金額）は貸借対照表の負債の部に計上すべきものとしたものである。次いで、1999（平成 11 年）3 月の改正土地再評価法で、これまで貸借対照表の負債の部に計上することになっていた再評価差額金のうち、繰延税金負債を控除した残額を資本の部に計上することとし、さらに、公開会社は、その金額の 3 分の 2 を限度として株式の消却にあてることができることとされた。また、有効期限が 2001 年 3 月末まで 1 年延長された。

## 第 II 節 株式消却の実態と株式消却の効果

### 1. 株式消却の実態<sup>(4)</sup>

1. 表 2 のように、1995・1996 年度には商法第 212 条の 2 による定時株主総会決議による株式消却のみしか例がなく、上場企業・店頭企業ともに件数・企業数ともに低調で

あった。それが、1997 年度から株式消却の態様も多様化し、件数も増加し、利益消却は改正商法および消却特例法によるもの合計で上場企業で 55 社（62 件、1 社当たり 1.13 件）、店頭企業で 31 社（36 件、1 社当たり 1.12 件）となり、前年度までの 1 社 1 件という状態から 1 社で数回の自己株式の取得・消却を行うケースが生じてきた。

1998 年度になってはじめて、資本準備金による株式消却が上場企業で 97 社（105 件、1 社当たり 1.06 件）、店頭企業で 20 社（22 件、1 社当たり 1.1 件）実施された。

1999 年度では、利益による消却の場合には、上場企業の場合で 204 社（277 件、1 社当たり 1.36 件）、対前年度増加率は、企業数で 3.55 % 増、件数で 14.4 % 増と増加率では急ブレーキがかかった状態となったが、実数では依然として高水準を持続した。店頭企業の場合には 51 社（66 件、1 社当たり 1.29 件）、対前年度増加率は、企業数で 30.14 % の減、件数で 33.33 % の減とかなりの減少となった。

資本準備金による株式消却は上場企業の場合で 86 社（121 件、1 社当たり 1.41 件）、対前年度増加率は、企業数で 11.34 % 減、件数で 15.23 % 増となった。店頭企業の場合には 15 社（20 件、1 社当たり 1.33 件）、対前年度増加率は、企業数で 25 % 減、件数で 9.09 % 減であった。

2. 1995-99 年度で利益消却及び資本準備金消却を含め、上場企業及び店頭企業の全体で 2.87 兆円の株式消却の取得価額上限が設定された。この 2.87 兆円のうち 2.38 兆円（82.8 %）は利益消却で、資本準備金消却は 4.945 億円（17.2 %）であった。資本準備金消却の割合の少なさは、1998 年度以降に開始されたという実施時期の遅れも影響しているが、1999 年度のみでみても、利益消却 6,786 億円、資本準備金消却 2,016 億円と前者が 77.1 % と圧倒的割合を占めている。

3. 利益消却のうち、商法第 212 条の 2 に基づく定時株主総会決議による利益消却は 1.27 兆円、消却特例法第 3 条に基づく取締役会決議による利益消却は 1.11 兆円と、前者の方が早期に実施されてきた分だけ多くなっているが、後者が認められた 1997 年度以降に限ると、前者は 6,821 億円、後者は 1.11 兆円と、その比重は逆転する。1999 年度に限ると、前者 1,353 億円（19.9 %）、後者 5,433 億円（80.1 %）と後者が圧倒的である。

4. 上場企業と店頭企業とでは、前者が圧倒的で、1995-99 年度の 5 ケ年度全体で、店頭企業の割合は、利益消却で 4.7 %、資本準備金消却で 3.1 % でしかない。1999 年度の店頭企業の割合は利益消却では 3.3 %、資本準備金消却で 3.7 % で、株式消却のための自己株式取得価額上限総額にとっての店頭企業の意義は無視しうる程度のものである。

5. 株式消却の規模は、1995 年度 850 億円、1996-97 年度

表2 株式消却に関する統計(1995-99年度)

株別 消却形 態	上場・ 店頭別 分類	1995年度				1996年度				1997年度				1998年度				1999年度				1995-99年度累計			
		件 数	会 社 数	買 取 額 (億 円)	1 社 当 たり 買 取 額 (億 円)	件 数	会 社 数	買 取 額 (億 円)	1 社 当 たり 買 取 額 (億 円)	件 数	会 社 数	買 取 額 (億 円)	1 社 当 たり 買 取 額 (億 円)	件 数	会 社 数	買 取 額 (億 円)	1 社 当 たり 買 取 額 (億 円)	件 数	会 社 数	買 取 額 (億 円)	1 社 当 たり 買 取 額 (億 円)	件 数	会 社 数	買 取 額 (億 円)	1 社 当 たり 買 取 額 (億 円)
A	上場	2	2	600.0	300.0	11	11	4796.0	436.0	24	24	3,562.0	148.4	13	13	1,710.7	131.6	2	2	1,320.0	660.0	52	52	11,988.7	230.6
	店頭	2	2	250.0	125.0	4	4	195.5	48.9	10	10	175.8	17.6	3	3	18.5	6.2	3	3	33.0	11.0	22	22	672.8	30.6
B	上場									38	31	1,298.0	41.9	229	184	4,134.4	22.5	202	202	5,241.4	26.0	542	417	10,673.8	25.6
	店頭									26	21	60.6	2.9	96	70	183.0	2.6	63	48	191.8	4.0	185	139	435.4	3.1
C	上場													78	70	1,507.0	21.5	121	86	1,940.3	22.6	221	178	3,477.3	19.4
	店頭													15	13	65.0	5.0	20	15	75.4	5.0	42	35	140.4	4.0
D	上場													27	27	1,342.9	49.7					27	27	1,342.9	49.7
	店頭													7	7	14.3	2.0					7	7	14.3	2.0
利益による 消却計	上場	2	2	600.0	300.0	11	11	4796.0	436.0	62	55	4,860.0	88.4	242	197	5,845.1	29.7	277	204	6,561.4	32.2	594	469	22,662.5	48.3
	店頭	2	2	250.0	125.0	4	4	195.5	48.9	36	31	236.4	7.6	99	73	201.5	2.8	66	51	224.8	4.4	207	161	1,108.2	6.9
資本準備金 による消却計	上場													105	97	2,849.9	29.4	121	86	1,940.3	22.6	248	205	4,790.2	23.4
	店頭													22	20	79.3	4.0	20	15	75.4	5.0	49	42	154.7	3.7
A	上場	2	2	588.8	294.4	5	5	418.5	83.7	11	11	1,170.4	106.4	6	6	409.8	68.3	0	0			24	24	2,587.5	107.8
	店頭	2	2	244.2	122.1	2	2	118.4	59.2	1	1	40.0	40.0	1	1	2.6	2.6	1	1	9.1	9.1	7	7	414.3	59.2
B	上場									2	2	77.2	38.6	21	21	598.5	28.5	9	9	283.5	31.5	32	32	959.2	30.0
	店頭									2	2	8.8	4.4	7	7	66.5	9.5	6	6	71.4	11.9	15	15	146.7	9.8
C	上場													10	10	141.0	14.1	4	4	178.8	44.7	14	14	319.8	22.8
	店頭																	3	3	20.4	6.8	3	3	20.4	6.8
D	上場													4	4	192.4	48.1					4	4	192.4	48.1
	店頭													1	1	2.8	2.8					1	1	2.8	2.8
利益による 消却計	上場	2	2	588.8	294.4	5	5	418.5	83.7	13	13	1,247.6	96.0	27	27	1,008.3	37.3	9	9	283.5	31.5	56	56	3,546.7	63.3
	店頭	2	2	244.2	122.1	2	2	118.4	59.2	3	3	48.8	16.3	8	8	69.1	8.6	7	7	80.5	11.5	22	22	561.0	25.5
資本準備金 による消却計	上場													14	14	333.4	23.8	4	4	178.8	44.7	18	18	512.2	28.5
	店頭													1	1	2.8	2.8	3	3	20.4	6.8	14	14	23.2	1.7

出典:『増資白書』1997~2000年度版(『商法務』1461、1495、1530、1564の各号)より筆者作成

注) A:定時株主総会決議に基づく利益消却のための自己株式取得を実施した会社(商法212の2)

B:消却特例法に基づく利益消却のための自己株式取得を発表した会社(消却特例法3)

C:消却特例法に基づく資本準備金による消却のための自己株式取得を発表した会社(消却特例法3の2)

D:消却特例法附則に基づく資本準備金による消却のための自己株式取得を発表した会社(消却特例法附則3①)

5,000億円前後、1998-99年度8,800～8,900億円程度と急増してきた。1996-97年度に対する1998-99年度の増加額約3,800億円のかなりの部分は1998年度からの資本準備金消却によって生じている。5ヶ年間の株式消却を実施した延べ企業数は上場企業と店頭企業を合わせて、定時株主総会決議による利益消却74社、取締役会決議による利益消却556社、資本準備金消却全体247社となっており、資本準備金消却も取締役会決議に基づくことを考慮すると、消却特例法による株式取得・消却手続きの簡素化・弾力化が大きく貢献していることが分かる。

6. 各年度の1社当たりの自己株式取得価額上限額は、5ヶ年間平均で、上場企業の利益消却の場合48.3億円（店頭企業6.9億円）、資本準備金消却の場合23.4億円（店頭企業3.7億円）であるが、利益消却の場合、1995-96年度では上場企業で1995年度300億円、1996年度436億円（店頭企業125.0億円と48.9億円）で、その後の金額は相当低下している。これは、株式消却を行い得る主要企業が当初に積極的に実施し、比較的規模の小さな企業もその後実施に踏み切りだしたことから1社当たりの金額が低下したと言える。

7. 各年度で1社当たり100億円の株式消却を実施した企業数（その中での最大規模及び第2位の金額と企業名）を調べると次の通り。定時株主総会決議による利益消却の場合、上場企業では、1995年度2社（500億円東燃、100億円アサヒビール）、1996年度6社（1,000億円トヨタ、500億円松下電器）、1997年度11社（1,000億円トヨタ、400億円東燃及び三菱化学）、1998年度5社（1,000億円松下電器、200億円デンソー）、1999年度2社（1200億円NTT、120億円平和）。店頭企業では、1995年度2社（150億円日本アムウェイ、100億円ゲッツブラザーズ）、1996年度1社（120億円日本アムウェイ）、1997年度1社（100億円日本アムウェイ）、1998及び1999年度では該当企業なし。取締役会決議による利益消却の場合、上場企業では、1997年度5社（300億円トヨタ、250億円大和証券）、1998年度8社（1,437億円トヨタ、250億円中部電力）、1999年度11社（800億円トヨタ、400億円キリンビール）で、店頭企業には該当する企業はなし。消却特例法第3条に基づく資本準備金消却の場合、上場企業で、1998年度13社（500億円三洋電機、330億円三菱マテリアル）、1999年度12社（780億円三洋電機、277億円京王電鉄）。店頭企業には該当する企業はなし。消却特例法附則第3条に基づく資本準備金消却の場合（1998年度）、上場企業で4社（350億円三洋電機、320億円新日本製鉄）で、店頭企業ではなし。以上のデータから、上場企業ではトヨタ、松下電器、東燃、アサヒビール、デンソー、NTT、三菱化学、平和等が利益消却を、三洋電機が資本準備金消却を、また店頭企業で

は日本アムウェイが利益消却を積極的に実施してきたことを示している。

8. 株式消却に対する大企業の態度に関して日本経済新聞が2001年1月に実施した300社アンケート（回答した221社）によると、回答企業のうち、30%の社長が「3年以内の自社株買いを検討中」とし、「株価が大きく下がれば実施する方向で検討する」との回答を合わせると49%に達した。規模は平均で発行済み株式数の5.1%を目指している。上場企業が過去に実施した自社株買いの累計は発行済み株式数の約1%。「株価が現状程度の場合、2001年中に実施する方向で検討中」が8%、「株価が現状程度の場合、3年以内の実施を検討中」が22%だった。「株価が大きく下がれば実施を検討」が19%で、ほぼ半数が前向きな姿勢を示した<sup>(5)</sup>。

9. 2001年度に上場企業が発表した自社株買い（計画の上限額）は2兆3,400億円（3月末東証時価総額の約0.7%）に達した<sup>(6)</sup>。なかでも2002年1-3月は1兆800億円と4半期で初めて1兆円を突破した。2001年10月施行の改正商法による金庫株の解禁をきっかけに、自社株買いに踏み切る企業が増加している。自社株買いが2001年10月以降新しい段階に入ったことが示されている。2001年度発表の主要企業の自社株買い：トヨタ自動車3,075億円（取得株式数8,150万株、以下同じ）、積水ハウス1,200億円（1億1,000万株）、デンソー1,010億円（4,832万株）、松下電器産業1,005億円（6,013万株）、花王790億円（2,516.8万株）、山之内製薬750億円（2,000万株）、アサヒビール600億円（6,000万株）。ここに示された2001年度の自社株買い実施企業の主要な企業は、1999年度までのそれと基本的には同様であると言える。

## II 自己株式利益消却の経済的効果

1. 株式消却の動機・狙いや背景について、経済紙の報道は次の諸点を指摘してきた<sup>(7)</sup>。

第1は、当該企業の財務戦略の一つとしてのミクロ的政策とその効果・狙いである。①. 株式数の減少により発行済み株式が減るため1株当たり利益や株主資本利益率（ROE）など投資家が重視する経営指標の改善につながる。②. 株主資本をスリム化する効果があり、資本効率を高め、市場から見た魅力を高める。③. 株式需要の改善や将来の配当負担を減少させる効果もある。

第2は、余裕資金の運用戦略の選択肢の拡大として位置づける側面である。「余裕資金の運用戦略見直し」とか「ペイオフ対策の選択肢」と表現されている。「手元資金を機動的に使って株主還元を充実させる」と言われる。

第3に、「株式持合解消の受け皿」としての株式消却である。「株主重視の企業との評価を得る」、「株価の上昇」、

「売買高や株価にもプラスの影響がある」。実際に株式消却を実施した企業の株価は一般に市場平均を上回る高い上昇率を示しており、これは、消却を行った企業は、経営効率や株主を重視しているというアナウンスメント効果を評価した結果とみられる。よって、株式持合解消売りの受け皿として期待する声も多い。

第4は、株式消却を実施する条件・状況として、株価との関連である。自社の株価が安いと考え、財務の安定度が高い企業ほど自社株買いに前向きであり、株価が安ければ同じ金額で多くの株式数を効率的に買えるという効果がある。株価を自ら適正と考える水準に是正したいという意識も働くようだ。株安局面では積極的に自社株消却を実施する企業が増えている。

第5は、最近の盛行の背景についての指摘である。効率重視の経営が定着してきたことや、買い取った自社株を手元に保有しておける金庫株が昨年10月施行の改正商法で解禁されたことが追い風となっている。

第6は、株式消却の動機についての変遷・局面による変化である。制度導入当初は、バブル期のエクイティ・ファイナンスで急激に膨らみ市場でだぶついている発行済み株式数を減らす目的で実施されることが多かったが、最近は、ストック・オプション導入のため、あるいは、株主への利益配分の一環として行う企業が増えているといわれる。

以上が、株式消却のメリットと言われている点である。

他方、株式消却のデメリットないし株式消却は不向きな企業については、企業が自社株を無制限に取得すれば、株価操作につながりかねず、自社株買いは株主資本を減少させるため格付けの低下などにつながる可能性がある。したがって、負債の多い電力・ガスや銀行で、自社株買いへの意欲が低い要因となっていると指摘されている<sup>(8)</sup>。

### III 株式消却中立論と株式消却有効論

1. 上記のような捉え方は正鵠を得ているものであろうか。企業金融論の分野では、1950年代末にモジリアーニとミラーによってMM理論・MM定理なるものが展開され、伝統的な企業金融論の通説的発想とは異なる次のような理論が展開された。伝統的な企業金融の理論では、さまざまな資金調達コスト（資本コスト）を持つ複数の資金調達手段をどのように組み合わせたら、資金調達コストが最小化する最適の資金調達方法となるかを中心に議論が展開されてきた。それに対し、モジリアーニとミラーはその共著論文<sup>(9)</sup>で、単純化された仮定（①企業の目的は株価最大化であり、経営者の目的と株主の目的との間には対立は存在しない。②資本市場は完全な市場であり、そこでは完全競争が支配的である。③法人税は存在しない。）のもとでは、伝統的な企業金融の理論は誤りであり、同じ投資を行うとき、新

株発行によっても、社債の発行によっても、あるいは内部留保の取崩しによっても、株主の観点からは全く同一であり、資金調達コストは資金調達方法には依存しないとの結論に到達した。

このMM定理を基礎にして、岩田規久男氏は、巷間流布している株式消却有効論について、その論拠3点（①1株当たりの資本金が増大するため、株式の価値が増大する、②自社株買いによって株主資本利益率（ROE）が上昇するので株主の利益になる、③発行済み株式数の需給がタイトになるので株価は上がる）を検討し<sup>(10)</sup>、株主に利益をもたらさないと結論づけ、上記のような捉え方を「俗説」として退けた<sup>(11)</sup>。

2. 岩田説に対し秋山英明氏は「金融理論の定理を用いて、理論的には自社株買いが株主利益にとって中立であることを分かりやすく説明した点に意味がある」としながらも「市場活性化における自社株買いの役割を否定することに意義はない」と反論した<sup>(12)</sup>。秋山氏がMM定理・岩田説の論理的正当性を承認しているにも拘わらず、結論が正反対となっているのは、金融論の前提と市場の実態とが一致していないからである。前記のようにMM理論には実際には（特にわが国では）実現し得ていない単純化仮定が置かれている。MM定理において株主利益が配当政策に依存しないとされるのは利益を配当せずに留保しても、株主は株価の値上がりによって利益を受けられる、すなわち企業内部に有利な投資機会の存在することが含意されている。企業が内部留保によって株価を上昇させるためには資本コストを上回る事業分野での投資機会を見出さなければならない。よって運転資本以上の金融資産を保有することはせず、自己株式消却により株主に資金を返還することは金融理論の前提としている企業経営につながる行為であるといえる。しかし、わが国の現状は、投資プロジェクトが枯渇し、フリー・キャッシュフローが恒常的に発生しているにもかかわらず、内部留保を重ねて金融資産を積み上げている例が多く、実質的な配当可能利益が時価総額を上回る企業も存在する。バランスシートが企業実態を示すものであるならば、このような企業の存在はゼロコストで毎年の収益を生み出す企業が購入できるといった格好の企業買収の機会を提供することになるであろう。しかし実際には企業買収はされず、効率資本市場とは言い難い株価が形成されている。このように考えると、わが国では株主本意の企業経営がなされていないという企業サイドの問題と、それに対して市場原理が働くような整備がなされていないといった市場サイドの二つの問題を抱えていると指摘でき<sup>(13)</sup>、当該問題が理論の前提と市場の実態とのギャップであると考えられる。

自己株式消却が株式市場活性化につながるのにはROEを

上昇させるからではない。その本質は企業の事業投資機会が枯渇した際に余剰資金を株主に帰し株主がより効率的な投資対象に資金を振り分けることによって全体として資金の利用効率を高めることにある、というのが秋山氏の結論である<sup>(14)</sup>。

3. 現実の政策展開においては、緊急経済対策の一環としての株式市場対策として株式消却促進政策が強力かつ矢継ぎ早に推進されたが、その際の政策当局の狙い・動機は基本的には株式消却有効論に立って展開された。それは、関連する法改正や新規立法の趣旨説明に明瞭に示されていた。すなわち、「自己株式の消却は株主資本利益率（ROE）の改善による投資対象として株式の魅力向上」に資する、「株式市場の需給の改善（タイト化）、株式持合い解消の受け皿となること等の効果により、資本市場の効率化に大きな効果が見込まれる。…また、余剰資金のある成熟産業から資金に需要旺盛な新規産業への資金の流入を円滑化するといった経済構造改革への効果も期待される。」というものであった<sup>(15)</sup>。

### 第III節 株式消却の税務と「2項みなし配当」凍結の意義

#### 1 自己株式利益消却に対する課税<sup>(16)</sup>

1. 2000（平成12）年度までの旧所得税法第25条第2項・旧法人税法第24条第2項の金銭その他の資産の交付を伴わない場合のみなし配当、すなわち「2項みなし配当」の1ケースとして自己株式利益消却の場合があったことは前記の通りである。

株式消却の場合、消却方法に市場買付と公開買付があり、株主が売却株主（引退株主）と残存株主の両方に、かつそれぞれ個人株主と法人株主との別があるので、計8つの課税ケースが存在した（ここでは上場企業および店頭企業の公開法人に限定している）。その課税の仕組みは下記の通りであった。

#### a. 市場買付の場合

売却株主については、個人株主も法人株主もみなし配当課税の対象ではなく、所得課税は、個人の場合は通常の譲渡益課税となり、法人の場合も株式譲渡益課税に対する法人としての税負担がなされた。

これは、市場の決済手続により受け取る代金を発行会社から交付された金銭とみることに疑問があることや実際問題として、売却株主としては、売注文の際には、買手が誰か判らないのに、決済の結果によりみなし配当課税になるのは適当でないこと等の事情によるものであるとされている。

残存株主については、個人も法人もみなし配当課税の対象であり、個人では支払調書不要・住民税非課税（みなし

配当額10万円以下の場合）か所得税・住民税ともに総合課税（みなし配当額10万円超の場合）かであり、法人には益金不算入制度の適用があった。

#### b. 公開買付の場合

売却株主も残存株主も、個人・法人の別に関わらず、みなし配当課税の対象であった。

売却株主の場合、さらに要件を満たす場合には譲渡益課税がなされることになっていた。個人ではみなし配当額の大小により取扱いに違い（総合課税、源泉分離課税、申告不要の別）があったが、総合課税の場合には配当税額控除制度の適用がされることになっていた。法人の場合もみなし配当課税があり、20%の源泉徴収と源泉徴収前のみなし配当額に対する法人としての税負担がされていた（益金不算入制度適用）。

残存株主は、市場買付の場合と同様の取扱いで、みなし配当課税の対象であった。

c. 以上によって、8ケースのうち市場買付の売却株主（引退株主）の2ケース（個人株主・法人株主）についてだけみなし配当課税の対象でなかったが、他の6ケースでは全てみなし配当課税が実施されることになっていた。

2. 1994（平成6）年度から1996（平成8）年度にかけて、みなし配当課税制度は頻繁に改正された。

a. 利益をもってする株式の消却のみなし配当に対する源泉徴収の不適用<sup>(17)</sup>

1994（平成6）年度の税制改正において、みなし配当課税の原則を維持しつつ、株式の利益消却制度の円滑な利用を図り、安定的で活力ある証券市場の確立に資する見地から、株式会社が利益をもってする株式の消却を行った場合には、残存株主に対するみなし配当について、所得税の源泉徴収を適用しないこととされた。

b. 上場会社等の利益をもってする株式の消却の場合のみなし配当の課税の特例

1995（平成7）年11月以降の租税特別措置法改正以降、株式市場の活性化を図る観点から、上場会社等（上場株式を発行した株式会社及び店頭売買登録銘柄として登録された株式を発行した株式会社をいう。）が、1999（平成11）年3月31日までの間に、利益をもってする株式の消却を行った場合におけるみなし配当について、凍結措置が設けられた。なお、この措置は、平成11年度改正において、平成14年3月31日まで延長された。

c. 上場会社等の資本準備金をもってする株式の消却の場合の課税の特例

平成10年の株式消却手続特例法の改正により資本準備金をもってする株式の消却が認められることとなったが、これに伴い、その改正法の附則で、消却に応じた株主のみなし配当課税についての特例が設けられた。

すなわち、上場会社等が公開買付により資本準備金をもって株式の消却を行った場合は、消却に応じた株主に係る所得税法のみなし配当の規定は適用しないこととされた。

3. かくして、1995-2000年度において、自己株式利益消却についての「2項みなし配当」凍結下の課税制度が形成されたが、その概要は表3の通りである。

2001(平成13)年税制改正により自己株式利益消却についてのみならず、3つのケース全体についての「2項みなし配当」規定そのものが廃止されたが、この点の詳細は本稿の対象外である。

## II 「2項みなし配当」凍結の意義

「2項みなし配当」凍結の意義は、社会的・経済的・政策的にも検討されるべき問題であるが、ここでは、紙数の制約から、専ら課税の論理の観点から、法人所得課税についての理論的意義に限定して考察する。

課税当局は、従来、みなし配当課税を所得課税の基本論

理から根拠づけてきた。それ故、その一時凍結措置は必然的にこの基本路線の凍結としての意義を持たざるを得ない。さて、特例措置の意義は、みなし配当課税の論理がどのように構成されているものと理解するかによって、多様に(多義的に)解釈されうる。

1. まず第一に、みなし配当課税は所得の発生如何、その所得の種類如何といった、所得課税の基本問題とは無関係に、法人を株主の集合体として理解する法人擬制説から必然化される課税技術的制度から帰結すると考える捉え方がある<sup>(18)</sup>。もし、課税の論理をこのように捉えると、この特例措置は、二重課税調整のために課税技術上制度的に不可欠であるとされてきた制度を一時凍結することである。このことは、一方では、現実の税務処理では配当課税から二重課税調整抜き株式売却時譲渡益課税に転換することであり、他方、理論的には法人擬制説という法人課税の基本論理を部分的に凍結することである。

2. 二重課税調整をしないということは、「2項みなし配当」に該当してきた主に個人の残存株主の税負担に影響す

表3 自己株式利益消却に関するみなし配当課税のしくみ(2000年度現在、公開会社の場合)

残存・売却の別	個人・法人の別	買付方式	所得種類	課税の原則	指定期間内(1995.11~2002.3)における特例措置
売却株主	個人株主	市場買付	譲渡益	①申告分離(措置法37の10)、②源泉分離(旧措置法37の11)	(同左)
		公開買付	譲渡益	交付金額と株式の取得価額の差額よりみなし配当額を控除した額に課税	交付金額と株式の取得価額の差額に課税(措置法9の5②、措置法37の10④)
			みなし配当	交付金額と資本等の金額との差額に課税(1項みなし配当): ①、②もしくは③:①みなし配当額10万円以下(所得税は総合課税、または申告不要の20%源泉課税、住民税は非課税)、②10万円超50万円未満(所得税は総合課税か35%の源泉分離課税、住民税は総合課税)、③50万円以上(所得税・住民税とも総合課税)	みなし配当課税なし(措置法9の5①)
	法人株主	市場買付	譲渡益	通常の各事業年度の所得の計算の中におり込まれる	(同左)
		公開買付	譲渡益	帳簿価額を超える交付金額のうちみなし配当額を控除した額に対して課税	(同左)
			みなし配当	帳簿価額を超える交付金額のうち資本等の金額以外からなる部分の額に対して課税(1項みなし配当):①かつ②:①20%の源泉徴収、②源泉徴収前のみなし配当額に対して税負担。ただし、益金不算入制度の適用あり	(同左)
残存株主	個人株主	市場買付 公開買付	みなし配当	みなし配当課税(2項みなし配当)①もしくは②:配当控除制度の適用あり:①みなし配当額10万円以下(支払調書なし。住民税非課税)、②みなし配当額10万円以上(所得税・住民税とも総合課税)	みなし配当課税なし(措置法9の5):後日の株式売却時に譲渡益課税となる
	法人株主	市場買付 公開買付	みなし配当	みなし配当課税(2項みなし配当):益金不算入制度の適用あり	みなし配当課税なし(措置法67条の7〔平成11年改正後、67条の8〕):後日の株式売却時に譲渡益課税となる。またはみなし配当課税を選択

太田昭和監査法人公開業務部『自己株式消却の資本戦略とみなし配当のすべて』(ぎょうせい、1999)14-17頁及び128-152頁と吉川満「株式の利益消却に係るみなし配当課税の凍結」(『商事法務』No.1406)5頁を参考に筆者作成



る。法人課税の実効税率よりも低い所得税限界税率に該当する所得層の株主の負担が増え、法人課税の実効税率よりも高い所得税限界税率に該当する所得層の株主の負担が少なくなる、ということであろう。このことは、配当所得と譲渡所得との区別とその課税体系に関連する。もし、配当所得と譲渡所得との課税上の取扱いが同一であるならば、みなし配当課税制度は不必要であっただろう。ここには、所得区分・所得分類、分離課税・総合課税の別、課税標準算定上の差異等々、両者の所得課税上の相違が関係している。

そもそも配当所得と譲渡所得とは区別されねばならないのか、包括的所得税の観点からは、それらの区別は必要とはされないものである。みなし配当課税制度は「2項みなし配当」が譲渡所得ではなく配当所得として扱われてきたことを意味するが、その廃止は両者の区別の除去、配当所得ではなく譲渡所得扱いに統一することを意味している。しかし、所得税法における10の所得分類が廃止されたわけではないので、その点からすると、「2項みなし配当」課税制度の論拠におけるこの両所得区分の廃止・凍結は決定的なものではなかったと言える。

さらに、この問題は、法人税が法人擬制説に由来する比例税率をもち、所得税が累進税率をもつという問題に突き当たるといふ基本問題に還元される。

3. 第3に、法人税に関するスタンダード・テキストにおける、みなし配当課税の論拠として採用されてきた従来の通説的説明(=二段階説・両行為説)の凍結である。すなわち、自己株式消却は利益積立金により自己株式を取得し、それを消却するというものであり、結果からみると、資本金は変化せず、利益積立金が消却に充当された額だけ減少する。基本的には減資と利益積立金資本組入れとの結合現象であり、後者は利益積立金を配当支払にまわし、株主はその受取配当を全額そっくり増資にあて、減資した分を相殺したものと解される。この解釈をとった場合、凍結措置は、二段階説・両行為説を凍結するということである。つまり、配当として課税することを放棄し、株主持分価値の増加はその売却時点で譲渡益課税するということになる。ここで問題となるのは、株主持分価値の増加が発生していることを前提にして、それでもなお、それが未実現のままでは課税せず、その価値増加が実現される段階で課税することに転換するということを意味する。

4. 第4の論点として。この1株当たり資本金の増加は発生しているが、未実現であると捉えて、この所得に対して未実現課税か実現課税かと問題を提起して、包括的所得税の観点からは未実現所得も所得であるとの議論をし、通常、未実現課税が一般的ではなくとも、政策的に必要性があれば、当然許容されるべきものであるという議論が、金

子宏氏によって展開されたことは、よく知られている<sup>(19)</sup>。この議論は、別の観点から言うならば、キャピタルゲインについては、未実現課税を実行するが、未実現キャピタル・ロスについては、課税に際して全く考慮しないという、極めて均衡のとれない論理(キャピタル・ゲインの全額課税を主張しつつ、キャピタル・ロスについては、全額控除はしないという論理)となる<sup>(20)</sup>。1株当たり資本金額の増加が未実現キャピタル・ゲインであるならば、利益積立金の減少は未実現キャピタル・ロスであるのだから、前者のみ考慮して後者は考慮しないというのは、包括的所得税の立場とは無縁であろう。包括的所得税の立場を持ち出すのならば、キャピタル・ゲインとキャピタル・ロスとの均衡ある取扱いが必要であろう。

さて、みなし配当課税の論拠をこのタイプの論理に求めるべきとするならば、特例措置の意味するところは、キャピタル・ゲインとキャピタル・ロスとの不均衡な取扱いを廃して、キャピタル・ゲインの全額課税、キャピタル・ロスの全額控除という包括的所得税の基本を堅持するという立場を採用する(シャープ勧告の立場に立ち返る)ことを意味するものと言える。

5. 第5に、株主持分価値が増加していることを前提にしている論理自体を凍結したという解釈が成り立つ。すなわち、「2項みなし配当」課税の議論には、株主持分価値増加という前提がおかれているが、この前提を凍結したと考えられる。この前提は、株主持分価値を1株当たりの資本金額で測定してはじめて成り立つものであるが、純資産価値に対する持分で株主持分価値を測るならば、この前提は成り立ち得ない。1株当たりの資本金額の増加と同額の利益積立金等の減少が生じており、前者の増加と後者の減少とは表裏一体の関係にある。資本金と利益積立金等とを合計した自己資本額で株主持分を捉えると、株主持分価値は全く不変である。にも拘わらず、株主持分価値の増加があるものとして、それが所得の発生として認識されているのである。すなわち、株主持分は資本金のみで捉えられており、資本金以外の自己資本額は株主持分とはみなされていない<sup>(21)</sup>。

みなし配当に関する課税の論理をこのタイプとして理解すれば、特例措置によるその凍結は、株主持分価値を1株当たりの資本金額ではなく、純資産価値・自己資本額に対する持分で測ることを意味することになり、自己株式利益消却のみならず、利益積立金の資本組入れも株主持分価値の増減を何らもたらさない、という見解を課税当局がとるということの意味し、単に、自己株式利益消却についてのみの特例措置ではなく、「2項みなし配当」の全てについての特例措置であるべきである、ということになる。

## おわりに

以上、5つの論点を指摘したが、自己株式利益消却についてのみ「2項みなし配当」課税の凍結が現実の税務行政においては、極めて多義的に解釈され得るものであり、それは「2項みなし配当」問題が法人税の最も難解な問題の一つと言われてきたことと関連している。以上の問題について、課税当局は公式の明解な説明を与えていない。しかも、株式消却のみに対する「2項みなし配当」課税の凍結という特例措置の段階では、臨時的・暫定的措置として処理するが、2001年度税制改正で「2項みなし配当」全

体を廃止したという新しい段階に至ったにも拘わらず、何らの合理的説明もされていない。ということは、一体いかなることを意味するのであろうか。この点は法人課税の基本論理の動揺として、その転換過程として捉えねばならないと考えるが、これは1990年代、特に半ば以降のわが国経済・経営の実態との関連、とりわけ、特例措置及びその延長と併行して実行に移された、企業分割税制・企業組織再編税制および連結納税制度導入との関連、わが国における株主と公開会社との関連、コーポレートガバナンス問題等を検討することが不可欠であろう。これらの諸点は次稿以降の課題とする。

## 注

1. 2001年度税制改正における「2項みなし配当」廃止は確かに凍結措置の延長線上にあり、凍結は廃止と実質的に同義であるという側面をもつことは否定しがたいが、しかし、自己株式利益消却に限っての一時的凍結と「2項みなし配当」全部についての廃止＝恒久的措置との段階的区分をする必要があるとの観点から、本稿では、2002年5月の執筆であるにも拘わらず、2000年度現在で論ずることにしている。
2. 自己株式・株式消却については、倉澤康一郎監修『口語商法』自由国民社2001年、森田・岡村・中村編『会計学大辞典』第4版中央経済社1996年〔野口晃弘「自己株式」469頁、秋山忠人「自己株式」1144頁、上村達男「株式の利益消却」148頁〕、吉原・貝塚・蠟山・神田『金融実務大辞典』きんざい2000年〔「自己株式」712頁、「株式の消却」265頁〕、杉村・天野編『新法学辞典』日本評論社1991年〔「自己株式」431頁、「株式の消却」118頁〕、竹内・松尾・塩野『新法律学辞典』第3版、有斐閣1989年〔「自己株式」586頁、「株式消却」165頁〕を参照。
3. 倉澤康一郎監修前掲書782-786頁参照。
4. 1995-1999年度の株式消却の実態は、『増資白書』1997-2000年度版（『商事法務』1461, 1495, 1530, 1564の各号）を参照。『商事法務』に毎年6月に掲載されてきた『増資白書』は2001年6月に2000年度版が掲載されず、また本稿執筆時点においては、2001年度版は未公表である。よって『日本経済新聞』の報道（特に、2001.2.15, 2002.4.28, 2002.5.14）によって2000年度以降の状況を捉えることにした。
5. 『日本経済新聞』2001.2.15参照。
6. 『日本経済新聞』2002.4.28参照。
7. 自己株式取得・消却の動機・狙いに関するジャーナリズムの特徴づけについては、『日本経済新聞』（1999.6.20, 2000.2.4, 2001.2.15, 2002.4.28）の紙面より素材をとった。
8. 太田昭和監査法人『自己株式消却の資本戦略とみなし配当のすべて』（ぎょうせい、1999）は、株式消却のメリットとして、次の11点を指摘している。支払配当の軽減、企業の財務戦略（資金コストの有利な選択、余剰資金の活用）、株価対策（株式数の需給バランスの適正化、EPSとROEの上昇）、企業買収の対抗策、株主への投資資金の返還による資産の有効活用、株主の持株比率の変更、反対株主からの買取請求対応、株式持合解消への対応、資本金の維持、株主に対する利益還元、アナウンスメント効果と株式市場の活性化。

また株式消却のデメリットとして、買取資金の負担、資金コストの逆転、財務比率の悪化、配当性向の減少、制度・手続の制約、みなし配当課税の6点をあげている（同書50-59頁）。

また、株式市場活性化のみを強調した自己株式の消却について、川北英隆・田宮俊治「自己株式の取得と効果」（『商事法務』1399号7-12頁）は、「企業業績が低位で推移している場合、配当率の維持を企業が強く意識するのなら、あまり多量の自己株式取得・消却を行うことは困難になる。また、企業業績が向上すれば自己株式取得・消却が合理的な行動となる可能性が高まる。このことは、株式保有構造の変化への対処療法として自己株式取得を用いるならともかくも、事業資金の効率的な調達を図らねばならないことを意味している。つまり、株価対策について自己株式取得に全面依存するのは本末転倒であると指摘している。

9. MM理論とは次の論文によって展開された理論を指す。Modigliani, F and Miller, M. H., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," American Economic Review, Vol.48, No.3, 1958. P.261~297.
10. 岩田規久男「株式蘇生 俗説と神話が横行 究極の対策とは」『週刊東洋経済』1995年8月12-19日合併号、40-43頁。  
なお、岩田氏は同様の議論を「株式市場の錯覚」としてその著書『経済学の基礎知識〈新版〉』日本経済新聞社1990年428-440頁で展開している。
11. 岩田論文における株式消却有効説の3論拠に対する批判の概要は以下の通り。①株式消却有効論の第1論拠について：企業が現預金（ $A = 1,000$ ）とその他資産（ $B = 4,000$ ）とを保有し、資金を全て株主資本（発行済株式数100）により調達していると単純化する。株価は50となる。今、企業が価格50で20株を取得・消却する。実施後の資産価値は4,000、発行済株式数80となり、株価は1株当たりの資産価値である50となって、株価は消却実施前後で変化しない。自己株式の買入れにより発行済み株式数が減少し、1株当たりの資産Bは当初の40から50になり、他方で買入れ資金として用いたA1,000がなくなっているため1株当たりのAの減少10が生じる。このように1株当たりのBの増加は1株当たりのAの減少によって完全に相殺されてしまう結果、自己株式の消却によって1株当たりの資産価値は全く変わらないのである。②について：自己株式消却によってROEが上昇する必要十分条件は、総資本利益率が金利を上回っている

- ことである。この場合には、自己株式の買入れによって負債比率が上昇、すなわちレバレッジ効果が働いてROEは上昇する。しかしレバレッジ効果は負債比率を上昇させるため、利払い後の利益の変動が大きくなり財務的リスクを増大させてしまう。ROEが上昇するのは株主のリスクの増大を補償するためのものであるから、レバレッジ効果によるROEの上昇は株主の利益という点で中立的である。よって企業は調達した資本が株主資本であるか負債であるかにかかわらず、株主達が要求する利益率を上回る利益をあげなければ、株主に利益をもたらすことはできないのである。③について：上記例を用いると、消却前株式供給量は100株であるのに対して、100株の需要価格総額はAとBの合計である5,000である。この需要価格総額が株式に対する需要に相当する。消却後株式数は80株で供給量は減少するが、減少した供給量に対する需要価格総額という意味での需要も減少するため、自己株式の利益消却によって株価は変化しない。
12. 秋山英明「自社株買いは市場活性化に有効」『週刊東洋経済』1995年9月16日号、84-88頁。秋山氏と同様の論調を展開するものに次の文献がある。水野博志「自社株取得の株価に対する影響」『月刊資本市場』1996年5月号、同「自社株取得とMM理論—みなし配当課税凍結の意義」『福岡大学商学論叢』40巻3号（1996年3月）、服部暢達「自社株の買入れ消却はPERの高い日本では株価を上昇させない」『金融財政事情』1994年10月17日号26-30頁。
  13. 秋山前掲論文88頁。
  14. 自社株消却による全体としての資本効率の向上について、秋山氏は次のように述べている。「マクロ的には、成熟企業、産業から資本を回収して縮小均衡させるプロセスであり、成長企業へと投入して産業調整を促進する。新陳代謝を進める

- うえでは規制緩和と同様の意味をもつ。ミクロ的には、企業財務戦略の選択肢を広げ、売上高や利益総額至上主義から脱却させるとともに、効率経営への転換を促すことが期待される。かつて企業は大量のエクイティブファイナンスを実施した。それ自体が株価を下げたのではなく、調達資金を有利に運用できなかった結果、株価は大きく下落した。自社株買いはその逆である。自社株買いで株価が上昇するわけではない。しかし、非効率な運用資産が整理されていけば、結果的に株価は上昇する可能性がある。」（秋山前掲論文88頁）。
15. 保岡興治「ストック・オプション制度等に係る商法改正の経緯と意義」『商事法務』1458（1997.6.5）10頁
  16. 旧税法の下でのみなし配当課税の概要については、山本守之『法人税法精説』税務経理協会1999年、太田昭和監査法人前掲書等を参照。
  17. 1995年11月の自己株式利益消却に対する「2項みなし配当」凍結については、鳴島安雄「利益による株式の消却の場合のみなし配当課税の特例の創設」『商事法務』1407号、吉川満「株式の利益消却にかかるみなし配当課税の凍結」『商事法務』1406号を参照。
  18. 大島隆夫「利益積立金の資本組入れに対するみなし配当課税の意義」『商事法務』1273号、武田昌輔「民商法と課税問題六一利益をもってする株式の消却—」『会計』141巻第2号、武田昌輔「民商法と課税問題七一みなし配当について—」『会計』141巻第3号。
  19. 金子宏「商法改正と税制」『商事法務』1258号。
  20. 水野博志『企業財務の研究』近代文芸社1996、230-233頁参照。
  21. この点を数値例を用いて明瞭に示しているのは、鳴島前掲論文である。

