

自己株式取得禁止の緩和論について

森 田 章

- 一、問題の所在
 - 二、各国の法制
 - (1) アメリカ法
 - (2) EC第二ディレクティブ
 - (3) ドイツ法
 - (4) イギリス法
 - 三、会社の重大かつ急迫の損害回避
 - (1) 緩和の必要性
 - 四、支配株券等取得法
 - (2) 会社の重大かつ急迫の損害回避
 - 五、ファイナンス政策としての自己株式取得
 - (1) 緩和の必要性
 - (2) 利益消却制度の改善
 - (3) 金庫株概念の放棄
- おわりに

一、問題の所在

経済団体連合会は、昭和四三年に「株式会社の文書事務合理化等に関する商法改正意見」の中で、「自己株式取得の禁止規制を緩和して、自己株式の質取り、あるいは一定限度までの自己株式の保有等を認めるものとする⁽¹⁾」を主張した。従業員持株制度や質取りのため、あるいは不当な株式の買いたたきに合うことを防止するため、あるいは子会社と相互にその株式を持ち合う必要が生じたりするためというのが緩和理由であった⁽¹⁾。

学界においても、①外資の乗っ取り防止のため、②外国企業の買収を容易にするため、および④従業員持株制度、ストック・オプションの導入をはかるために、自己株式取得禁止の緩和論が出現した。⁽²⁾

経済団体連合会は、比較的最近においても昭和五九年に「ストック・オプション、ストック・マージャー、余資の運用、時価発行の円滑化等のため、広く自己株式の取得を認めるべきである⁽³⁾」ことを主張していた。そして、平成元年には追加改正要望事項として、「特に、最近企業買収への対応等会社の重大な損害を回避するため、および従業員持株制度の運営の円滑化等による従業員福祉の充実、あるいは国際化に伴い現地で認められているストック・オプション制度等による人材確保のため、自己株式取得のニーズが高まっている⁽³⁾」と主張している。

経済団体連合会は、ごく最近に至っては次のように主張している。すなわち、「自己株式取得規制の緩和は、株主への利益還元の充実、従業員持株制度の運営の円滑化、ストック・オプション制度の利用、余資のより適切な運用等のため、喫急の課題となっている。とりわけ、我が国資本市場の活性化が緊急を要する重要課題となっている折、自

己株の取得は、流通株式の減少に伴う一株当たり利益の向上により、結果的に株主への利益還元となることを認識すべきである⁽⁴⁾という。

通産省の産業構造審議会産業金融小委員会中間報告書（平成三年六月）の「今後の望ましい産業金融のあり方」において、次のような主張がされている。すなわち、「従来、自己株式の取得は資本の空洞化につながり債権者保護の見地から認めるべきでないとされてきた。しかしながら、配当可能利益の範囲内で行う場合には資本の空洞化のおそれはないと考えられ、金融自由化の進展に対応した株主への利益配分、企業の財務の健全化、効率的資産運用のための手段として積極的に検討されるべきもの」だ⁽⁵⁾という。

どうやら最近の自己株式取得禁止緩和論は、従来からの論点に加えてコーポレート・ファイナンスの観点が掲げられるようになったといえよう⁽⁶⁾。

さらにいえば、昨今のいわゆるバブル崩壊による株価の下落基調に対する対策として、従来のわが国にみられた株式の相互持合制度の崩壊の不安の吸収材料として自己株式取得禁止緩和を主張するものもある⁽⁷⁾。

以上のように自己株式取得禁止の緩和論は、昭和四〇年代からの展開をみてもわかるように、そこに込められた目標ないし問題意識が少しづつ変化してきたといえよう⁽⁸⁾。

実際上も、自己株式取得禁止を定める商法二一〇条は、昭和五六年に大きく改正されている。周知のように、発行済株式の総数の五パーセント以内の質受けを自由に認めることとされたのである。ただし、子会社による親会社株式の取得の制限が商法二二一条の二において新設されている⁽⁹⁾。

そこで、今日における自己株式取得禁止緩和論を検討するには、今日の問題状況を把握しなければならない。それは、大雑把に言うと、①企業買収に対応するなどの会社の重大かつ急迫の損害を回避すること、②従業員持株制度の円滑化、③ファイナンス政策、という三類型にわけることができよう。これらの類型ごとに自己株式取得禁止規定の緩和の必要性を考察することが有益であろう。⁽¹⁰⁾

このことは、自己株式取得禁止の緩和論に対して冷やかな学界に対しての説得力を示すためにも必要なアプローチだといえよう。⁽¹¹⁾

本稿では、各国の自己株式取得についての法制を比較しながら、右のようなアプローチを試みたいと思う。

- (1) 商事法務四七四号二〇頁。
- (2) 河本一郎「自己株式取得禁止緩和論の背景とその根拠」商事法務五三五号三頁。
- (3) 自己株式取得規制の緩和に関する経団連の意見の推移については、商事法務二二八五号八頁の一覧表が便利である。
- (4) 遠藤博志「会社法制のあり方についての経団連見解について」商事法務二二八一号二頁。
- (5) 通産省産業政策局産業資金課編「九〇年代の産業金融」三三三頁。
- (6) 竹中正明「自社株取得規制の緩和問題をめぐって」月刊資本市場一九九二年四月号四七頁。
- (7) 奥村宏「ついに爆発した株式相互持合いの矛盾」企業会計四四卷七号三頁。
- (8) 鴻常夫「自己株式の取得規制の緩和について」東京株式懇話会会報四八五号二〇頁によると、明治三十二年に現行商法が制定された際には、絶対的禁止であったが、昭和一三年改正からは例外的許容が認められるようになってきたという経過があった。
- (9) マイナーな改正としては、昭和五六年改正附則一九条六項、商法二二〇条第四号の平成二年改正により、単位未満株式、

端株の買取請求に応じることとされたことをあげなければならない。

(10) 江頭ほか「自己株式取得の規制緩和をめぐる」商事法務二二八五号二三頁〔江頭発言〕によると、「そうした目標を達成するには自己株式取得規制緩和以外にどのような商法改正の仕方があるか、より弊害が少ないやり方はないのか、というような観点の議論も、依然として、必要なのではないか」という。

(11) ハーバード大学のクラーク教授も、公開会社が自己株式取得を正当化する理由に対して懐疑的であるといえよう。Robert C. Clark, *Corporate Law* 626(1986).

二、各国の法制

(1) アメリカ法

① 改正前模範事業会社法典

改正前模範事業会社法典においては、非留保 (unreserved) および非制限利益剰余金 (unrestricted earned) の範囲で会社は自己株式を取得でき、株主総会の決議または定款の定めによって資本剰余金からの取得も可能となっていた (六条)。

そして、自己株式取得に使用された剰余金は、会社が取得した自己株式を金庫株として保有するかぎり、制限付のものとなり、消却または処分をするとそれだけ制限ははずされるとしていた。⁽¹⁾

しかしながら留意すべきことは、このような財源規制にかかわらず、端株の除去、会社に対する債権の回収、反対株主の買取請求権への支払い、償還株式の償還のためにする自己株式取得をなしうるものとしていたことである。こ

の場合でも、支払不能テストは妥当するものとされ、支払不能時およびそれにより支払不能となる時の自己株式取得は禁止されていた。

② デラウェア会社法

デラウェア会社法⁽²⁾においては、資本に欠損のある場合、あるいはそれにより資本の欠損を生じさせる自己株式取得は、償還株式の償還または減資の場合を除いて禁止されている(一六〇条a項一号)。

金庫株式の概念が認められているようであり(一六〇条b項)、金庫株式については議決権は認められない(一六〇条c項)。

この場合も、いわゆる財源規制はないということができよう。つまり、あらゆる剰余金(資本剰余金を含む)による取得も可能であると解される。資本剰余金による取得が可能であるとすると、これは、改正前模範事業会社典の考え方と同じであり、それよりも財源による手続規制が緩和されているといえよう。

③ 模範事業会社法典

改正された現行の模範事業会社法典⁽³⁾においては、自己株式の取得は、配当(distribution)の一方法と定義されている(二・四〇条(6)項)。そして、配当は、いわゆる支払不能テスト(その営業の通常過程において支払期が到来するときに会社⁽⁴⁾がその負債を支払うことができなくなるとき)、または純資産テスト(総資産が総負債を下回るとき)によって制限される。(六・四〇条(c)項)。

それゆえ、改正前の模範事業会社法典のような財源による手続規制はなくなっているといえよう。しかし、配当で

あるから配当可能利益の範囲には入るべきものと解されるが、その配当可能利益の算出というものが支払いテストによるようになっていくわけである。

また、模範事業会社法典では、取得された株式は、未発行の授権株式となる（六・三二条a項）、もしも定款が取得株の再発行を禁止する場合は、授権株式もそれだけ減少する（六・三二条b項）。

④ カリフォルニア会社法

カリフォルニア会社法においては、⁽⁴⁾自己株式の取得は、配当（distribution）の一方法と定義されている（二六六条）、そして、配当は、留保利益（retained earnings）の範囲、または流動資産と流動負債との比率によるテストによってなされる。

それゆえ、いわゆる財源規制はあるとしても緩やかなものであり、ないに等しいともいえるように思う。

取得された株式は未発行の授権株式に戻るとして（五一〇条a項）。ただし、取得された株式の再発行を定款が禁止する場合は、授権株式数がそれだけ減少する（五一〇条b項）。

これは、現行の模範事業会社法典とほぼ同じ考え方であるといえよう。

アメリカは、自己株式取得規制について大別すると、デラウェア型とこのカリフォルニア型とに区別できるように思われる。

(2) EC第二ディレクティブ

自己株式取得禁止の緩和論について

EC第二ディレクティブにおいては、自己株式取得に対しては、⁽⁵⁾取得の量、価格等の限度について株主総会の普通決議を要するものとし、その授權が有効なのは一八カ月以内である（一九条一項(a)号）。

さらに、自己株式取得は、引受資本の一〇パーセントを超えてはならないこと（一九条一項(b)項）、第一五条一項(a)号に定める純資産額（引受資本額と配当不能準備金の合計額）を減少させることになってはならないこと（一九条一項(c)号）を要するものとなっている。⁽⁶⁾

ただし、会社の重大かつ急迫した損害を回避するための自己株式取得については、株主総会の事前の決議を要しない。この場合は次期の株主総会で報告されることで足りる。（一九条二項）。

また、従業員に分配するための自己株式取得については、株主総会の事前の決議を要せず、その場合は一二カ月内に分配されなければならないとしている（一九条三項）。

以上のほかに、資本減少のためまたは償還株式の償還のための取得、包括承継による取得、合併等の場合の少数株主保護のための買取りによる取得などの場合には、総会決議を要しないで、別な規制に服する。すなわち、資本減少の場合は、株式は消却され、その他の場合は、取得後三年以内に自己株式を処分することを要する。引受資本の一〇パーセントを超えないときは、自己株式を処分しなくてもよい。処分期間内に処分されなかった自己株式は消却を強制され、それに伴って減資されることとなる（二〇条）。

これらの一九条および二〇条規定に違反して取得された自己株式は一年以内に処分されなければならない（二二条）。

取得された自己株式の会計処理は、金庫株としてしているようであるが、資産として計上する反面で配当不能の準備金が負債項目中に計上されるべきこととされている（二二二条）。

(3) ドイツ法

ドイツ法は、次の場合に自己株式取得を認める。すなわち、①重大かつ急迫の会社の損害をさける場合、②会社またはその結合企業の従業員に取得させる場合、③株式法三〇五条二項または三二〇条五項（契約コンツェルンおよび編入の場合における外部株主保護のための措置）の実行の場合、④無償または金融機関が買付注文を受けてする場合、⑤包括承継による場合、⑥資本減少を行なう株式消却を株主総会決議にもとづいてする場合である（七一条(1)項）。取得は、①ないし③の事由にもとづく場合資本の一〇%を超えてはならないとしている。この一〇%には従来からの保有分も合算される（七一条二項一文）。

取得財源は、⁽⁸⁾配当可能利益に限られている（七一条二項一文）。

保有規制としては、⁽⁹⁾会社は自己株式を金庫株となしうるのであって（商法典二六六条）、貸借対照表上流動資産の部に計上すると負債欄の自己資本の利益準備金の部に「自己株式持分準備金」（Rücklage für einige Anteile）を計上すべきものと定めている（商法二七二条四項）。

ただし、従業員に取得させるための自己株式は一年以内に従業員に提供し（七一条三項一文）、資本の一〇パーセントを超えて保有する場合にその超過分については三年以内に、違法に取得した株式については一年以内に処分しな

ければならない（株式法七一条のc）。

ECディレクティブと比較すると、まず株主総会決議なしに自己株式取得ができることを特徴として指摘できる。ドイツ法では、会社が重大かつ急迫の会社の損害を回避するために自己株式を取得した場合だけ、取締役が株主総会に報告すべきことを定めるだけあり（七一条三項一文）、株主総会の決議による取得というディレクティブの要件を一般的に採用していない。その意味では会社経営者に大きな権限を与えているといえよう。⁽¹⁰⁾

しかし、留意すべきことは、ドイツ法は、簡易の消却という制度を有していることである。通常の株式の消却による減資の場合は、債権者保護手続きを要し、かつ株主の特別決議を要する（株式法二二七条二項）。しかるに、利益による株式の消却による減資が行われる場合は、債権者保護手続きが不要であり、総会の普通決議でなされるのである。それゆえ、簡易の消却制度では、株主総会決議によって自己株式の取得が可能になっている。⁽¹¹⁾

(4) イギリス法

イギリス法においては、⁽¹²⁾原則として自己株式取得は禁止され、違反すれば会社は罰金、役員は罰金、拘禁のいずれかまたは両方に処せられる（一四三条）。

ただし、例外として①第七章の規定にしたがう取得、②減資を行うための取得、③裁判所の命令にもとづく等の取得、④払込懈怠を原因とする没収等による取得、および無償の取得は許容されている（一四三条三項）。

⑤ないし④の理由による取得の場合、三年以内に譲渡しないときは強制的に消却され、減資される（一四六条二項、

三項)。それまでは金庫株として計上しうる。ただし、議決権はなく(四項)、配当もできない。また、金庫株に相応する準備金の積立てが要求されている(一四八条四項)。

第七章にしたがう自己株式の取得としては、定款に授權する定めがある場合であつて(二六二条)、財源は配当可能利益か、新株発行の手取金に限定される(一六二条二項)。数量規制はないようである。

ただし、事前に株主総会において決議を要する。市場を通じての取得の場合は、買入の限度、価格の幅等を明示した上で総会の普通決議によつて授權を受けなければならない。一八カ月間有効である(一六六条)。

市場を通じない取得の場合は、事前に契約の条件等が株主総会の特別決議によつて授權されなければならない(一六四条)。

そして、取得された株式は、直ちに消却され(一六二条二項)、資本がそれだけ減少する。配当可能利益で取得された場合、資本減少額と同額の資本消却準備金が積み立てられる。この準備金は減資手続を経ないと取り崩せない(一七〇条)。

- (1) ABF = ABA, Model Business Corporation Act Annotated (1971).
- (2) Folk, Ward & Welch, Folk on the Delaware General Corporation Law (3rd ed 1991).
- (3) Committee on Corporate Laws of the Section of Corporation, Banking and Business Law of the American Bar Association, Revised Model Business Corporation Act (1984).
- (4) California Corporations Code and Corporate Securities Rules, (Parker & Son Publications, Inc and Mathew Bender 1984).
- (5) EEC Directives on Company Law and Financial Markets (Prentice ed. 1991).

- (6) EC第二ディレクティブの内容については、森本滋・EC会社法の形成と展開が詳しい。
- (7) Wirtschaftsgesetze nach Änderung durch das Bilanzrichtlinien Gesetz (DW-Verlag 1988).
- (8) 小林量「企業金融としての自己株式取得制度」民商法雑誌九二卷一号八頁。
- (9) 商法典の邦語訳としては、宮上一男『フリーリックス監修の現代ドイツ商法典がある。
- (10) 自己株式取得制限規定に違反するとOrdnungswidrigkeitenとしてのサンクションを受ける(株式法四〇五条)。
- (11) しかしながら、後述するように、わが国の利益による株式消却は、これよりもはるかに緩和されたものとなっている(商法二二二条)。
- (12) Butterworths Company Law Handbook 1991.

三、会社の重大かつ急迫の損害回避

(1) 緩和の必要性

EC第二ディレクティブおよびドイツ法は、重大かつ急迫の会社の損害を回避するため必要である場合に、自己株式の取得を認めている。アメリカにおいても、敵対的な企業買収の防衛政策として自己株式を取得することが認められている。

わが国においては、若干の判例においてこのことが議論されたことがある。⁽¹⁾それは、企業買収に対する防衛策として自己株式取得禁止の例外を認めうるのではないかという形での議論である。

まず、最も注目すべき東京地判昭和六一年五月二九日(いわゆる三井鉱山第一審判決)は、三井鉱山が、Tの買い

占めていた同社の株式一五五〇万株を同社の一〇〇パーセント出資子会社に買い戻させ、これを三井グループ各社に安値で譲渡させたことについて、同社の株主が代表訴訟により取締役の会社に対する損害賠償を請求した事件であるが、次のように判示した（商事法務一〇七八号四三頁）。すなわち、「商法二一〇条の立法趣旨は、……一般予防的見地から同条各号の例外を除きこれを一律に禁止しようとするものであって、もっぱら政策的理由によるものである。そうとすれば、明文の適法事由に該当しなくてもこのような弊害のない場合はもちろんのこと、たとえ弊害がないとはいえない場合であっても、株主が反社会的利益追求の目的のため（たとえば、会社に不利な契約を締結させ、あるいは会社の機密を盗取するといった目的のもとに）会社の株式を買い占め、これによって会社の経営を支配し、会社の経営陣のみならず他の一般株主、債権者、従業員、取引先等会社の関係者に重大な損害を与える危険が高く、かつこれが差し迫っている状況下で、右株主の野望をくじき、会社の受ける重大な損害を回避するために必要な対抗策としての自己株式の取得は、会社の発行済株式総数に占める割合、これの取得によって被る会社の損害の程度を勘案したうえ、なお相当なものとして許容される余地が全くないとはいえない」とした。この判決は、結論として商法二一〇条違反を判示しながら、緊急事態における自己株式取得が許容されうる場合のあることを示している。⁽²⁾

しかし、三井鉱山事件控訴審判決である東京高判平成元年七月三日（商事法務二一八八号三六頁）は、「弊害の生じないことが類型的に明らかな場合に限られ、それ以外の場合には、仮に個別的に判断して会社の重大な損害の回避のためには止むを得ない事情があると認められるような場合であっても、自己株式の取得は許容されない」と判示している。第一審判決よりも厳しい立場だといえよう。⁽³⁾

また、東京地判平成三年四月二八日（判例時報一三九五号一四四頁）は、右の三井鉱山第二審判決と同様の立場に立って、「けだし、会社や会社関係者の重大な損害の回避のためには自己株式の取得も許容されるとして、その判断を会社の取締役委ねることは、いきおいその濫用や誤判断による弊害を招来するおそれがあり、一般予防的見地から自己株式の取得を一律に禁止した法の趣旨を没却することになりかねないからである」と判示している。裁判所は、⁽⁴⁾ どうかや商法二一〇条の例外を認めることに慎重である。

もつとも、学説においては、実質論に鑑みてもし当該株式買戻しが実質的に株主や会社債権者を害さないものであれば、商法二一〇条違反にならないとの主張があり、⁽⁵⁾ 緊急避難として商法二一〇条の例外を認める余地がまったくないとまで言い切ることも困難だといえよう。⁽⁶⁾

また、商法二一〇条に形式的に違反した場合でも取締役の会社に対する責任の問題としては、これを問わなくてよいとする立場が主張されるようになってきた。⁽⁷⁾ すなわち、取締役は、抗弁として緊急避難的措置であったと主張できるといふ。

しかしながら、このような場合は、むしろ取締役は商法二一〇条に違反していなかったということを正面から認めるべきではないかと思う。⁽⁸⁾ その場合に、緊急避難という概念をもち出して、商法二一〇条の違反の有無を論じることには無理があるように思う。なるほど、商法二一〇条に違反すると商法四八九条二号によって刑事罰に処される。それゆえ、商法四八九条二号の解釈においては緊急避難をもちだすことはできよう。⁽⁹⁾ しかし、商法二一〇条の私法上の問題としては、会社の重大かつ急迫の損害回避は、三号の問題として議論すべきように思う。

学説においては、商法二一〇条三号の解釈論において、会社の重大な損害をさけるために必要な場合（たとえば、競業者が株式相場を下げる目的で大量の株式を売却したときにこれに対抗して買い入れる場合、外国資本の勢力の増大を防ぐ必要がある場合、会社事業の継続と安全のためまたは会社の損失を防止するために必要な場合など）には、会社の利益のため、自己株式の取得を認める必要性は大きいことが有力に主張されてきた。⁽¹⁰⁾ただし、取得の量的制限がないと濫用の弊害があつて解釈上は、取得を認められないとするものであつた。

それゆえ、学説においても、会社の重大かつ急迫の損害回避のための自己株式取得の必要性についてはこれを肯定してきたといえよう。また、判例においても、結論としては解釈によつて右のような目的のための自己株式取得を認めるということはできないとしながらも、そのような取得の必要性についてはこれを否定してきたとまではいえないように思われる。そうだとすれば、少くとも立法論としては、学説および判例は、会社の重大かつ急迫の損害回避のための自己株式取得の必要性については理解を示すのではないかと思われる。そうだとすれば、「会社の重大な損害を回避する」ために自己株式取得が許容されるべきことを明文化する立法は支持されるといえよう。

たしかに、このような自己株式取得を認めると、いわゆるグリーンメーラーを利するだけであつて、会社の利益にならないという批判もある。しかしながら、自己株式取得が禁止されている現在でも買戻しを発行会社側がやっていることは堂々と新聞紙上でも報道されていることである。しかも、それは自己株式取得が禁止されているためか、発行会社側が陰にかくれて行っているのである。

したがつて、自己株式取得の禁止の例外としてやれば、むしろ買戻し等も陰にかくれずになされることとなつて、

取締役会等で堂々と議論されて、そのチェックを受けることも可能になってくるわけであり、会社の利益に資すると見えるように思われる。

さらに言えば、わが商法は、株式会社という共同事業を一緒にやって行けなくなった時に、その者の株式を買取る制度を有していることに留意すべきである。つまり、株式会社は物的会社だといえども株主の個性は尊重されているのであつて、⁽¹¹⁾合併や営業譲渡に反対するような株主に対しては株式の買取請求権を認めている。その意味では、わが商法二一〇条は、自己株式の取得を原則として禁止しておきながら、実に大きな例外をすでに認めているといえよう。このように考えると、会社の存立のために自己株式を取得することは、これと同じように考えれば許容されてしかるべきではないかと思う。

たしかに、合併反対等の場合の株式買取請求権の発生過程では、株主の特別総会が開催されている。株主の特別総会で反対株主の買取請求権を認めるかどうかについては議論しないのが通常であろうが、株主総会ではそのような結果を認識しているということはいえよう。それゆえ、会社の重大な損害を回避するための自己株式取得についても立法論として株主総会の決議をからませるといふことを考えるべきではないかということが問題となりうる。さらにいえば、会社経営者は、自らの支配権確保のために行動する危険もあるから、自己株式取得を認めるにしても弊害防止の措置がいないかということになる。

(2) 支配株券等取得法

株式会社において社員たる株主の個性は稀薄であるが、わが商法は、戦後の改正により、アメリカ法に倣って社員
の個性の濃化をした。「たとえば、株主総会における多数決の要件を厳格にしたほか、合併または営業譲渡に反対の
株主に対し株式買取請求権を認めるごとく、多数決に敗れた者の救済を論じ、また、代表訴訟の提起、違法執行行為
の差止、書類の閲覧などの権利のごとく、業務執行に対する監督是正の強力な権利を株主に付与するにいたっている
が、これらはすべて個々の株主の地位を強化し、株主の地位をそれだけ実質的な組合における成員の地位に近づけた
ものといふことができる」との指摘がある。⁽¹²⁾

社団における株主の個性が会社経営上無視できないわけであるから、一定量以上の株主権を行使しうる者について
は、その存在が他の株主から承認されるべきであるとの考え方が成立しうる。

具体的にいうと、最近のアメリカの州会社法が、株券等の大量取得に関して、二〇%、三三・三%、五〇%の持株
比率に達した場合に、当該大量取得者が議決権を行使しうるためには、自らの費用で招集した株主総会の決議を要す
る旨を定めている。インディアナ州では、右の基準に達する取得者が議決権を失わないためには利害関係のない株主
の過半数の承認を要するとして⁽¹³⁾いる。オハイオ州の規定では、右の基準に達する持分証券を取得する前に株主の承認
を要するとして⁽¹⁴⁾いる。このように規制の仕方にバリエーションはあるものの二七州が支配株券等取得法を採用してい
るといふ。

支配株券等取得法による株主総会の承認を受けられなかった株主に対しては、会社側からの強制的な買戻しを認め
るといふのがインディアナ州ほか一州の立場である。株主と会社または他の株主との間の利害を調整する方法とし

ては、大株主に他の株主の株券等を買わせるということも考えられるが、ペンシルベニア州では二〇%以上を取得した者は、残りの株主から請求があればそれら全部を買い取る旨の申込の勧誘をしなければならぬとしている。⁽¹⁶⁾

わが国においても、いわゆる支配権争奪に関しての抜本的な解決をはかるためには、右のような立法を行う必要があることについては、かねてより主張しているところである。その際には、一〇%、三三・三%、五〇%基準の採用が望ましいといえよう。⁽¹⁷⁾

このように考えると、いわゆる敵対的な企業買収に対しては、支配株券等取得法を立法化することによって抜本的な解決をはかり、その場合に支配株券等取得者の議決権が株主総会において認められないことが生じた時に会社はそれを買戻すということにならざるをえない。その結果としてなされる自己株式取得は、株主総会の判断によってなされることとなり、そのような自己株式取得を認めることの弊害は防止できるといえよう。

(3) 会社の重大かつ急迫の損害の回避

① アメリカ法

アメリカでは、取締役等の行為に対して株主が問題提起するという形式において、自己株式取得の当否が争われている。たとえば、会社が敵対的買収に対する防衛策として自己株式を取得した場合は、取締役の側で敵対的買収に対して防衛することの合理性を証明すべきだとする判例がある。つまり、会社にとって危険であること、およびその対抗手段が合理的であることを挙証しなければならぬといふ。⁽¹⁶⁾

アメリカでは、自己株式取得は原則として禁止されていないわけであるが、このように具体的事例においてその当否が問題にされることとなる。会社が自己株式を取得して敵対的な買収に対する防衛を行うことは、会社経営者が自らの支配を会社の負担において確保するという点において忠実義務に反するのではないかということが背景にあり、いわゆるビジネス・ジャッジメント・ルールをあてはめることにやや困難があるといえるからである。

もつとも、アメリカ法律家協会の会社運営機構についての最終提言においては、会社の取締役は、非友好的株式公開買付に対する防衛策として、合理的な対応をなしうる旨を明言する。しかもそのことを争う者が取締役会のとった防衛策が不合理であったことを挙証すべきものと明言している。⁽¹⁹⁾ 具体的にみてみよう。

六・〇二条〔非友好的 (unsolicited) 公開買付の妨害となる効果が予知できる取締役会の行為〕

(a) 項 取締役会は、その行為が当該公開買付への合理的対応であるならば、非友好的公開買付 (一・三九条) の妨害となる効果が予知できる行為をとることができる。

(b) 項 その行為が当該公開買付への合理的対応であるかどうかを検討する場合…

(1) 号 取締役会は、会社および株主の最善の利益に関してすべての要素、ことに適法性の問題 (questions of legality) および当該公開買付がもし成功すると会社の本質的な経済的目論見を脅かすかどうかを検討することができる。および、

(2) 号 取締役会は、六・〇二条 (b) 項一号上の分析に追加して、会社が適法な関心を有する諸利益または集団

(株主以外) に対して、もしそうすることが株主の長期的利益の重大な冷遇となるのでなければ、考慮を払うことができる。

(c)項 取締役会の行為が(a)項の基準を満足させていないことを根拠としてこれを争う者は、取締役会の行為が当該公開買付への不合理な対応であったことの挙証責任を負う。

(d)項 (a)項の基準を満足させない行為は、差止められ、また破棄されうる。しかし、そのような行為を承認した取締役は、その行動が経営判断原則(四・〇一条c項)の基準を満足させているときは、損害賠償に服さない。

アメリカ法律家協会の提言では、このように敵対的な企業買収に対する防衛手段を会社経営者がとりうるように配慮している。民事責任も問いにくいようにしているといえよう(d項参照)。つまり、取締役会による企業防衛の裁量を認めていると解される。

しかも、取締役会が企業防衛のために行為するに際しては、いわゆる企業の社会的責任をも考慮するという特徴があることに留意すべきである(六・〇二条(b)項(2)号)。これは、最近のアメリカの州法において、敵対的な株式公開買付に対して経営者が社会的責任を配慮しうる旨の規定が出現してきたことを反映するものだといえよう。このような州法の典型的な例としてミネソタ州事業会社法三〇二A・二五一条〔行為基準〕第五項をみてみよう。すなわち、「取締役が、取締役の地位にもとづく義務を遂行する場合、会社の最善の利益を検討する時に、会社の従業員、顧客、供給者および債権者の利益、州の経済および地域的かつ社会的配慮、ならびに会社および株主の長期的および短

期的利益——利益は会社の継続的な独立性によって最善にもたらされるといふ可能性もこれに含まれる——を検討することができる」として⁽²⁰⁾いる。

わが国では、自己株式取得が原則として禁止されているから、右のアメリカの議論を導入するとすれば、経営者が敵対的な企業買収に対して合理的な対応として必要だと判断して行う自己株式取得は、商法二一〇条における例外として許容すべきではないかということになる。たしかに、アメリカの右の敵対的買収に対する防衛策の議論は、自己株式取得に限ったことではないから、第三者割当増資の問題についても参考にしようということはいえるわけであるが、ここでの議論は省略する。

② EC第二ディレクティブおよびドイツ法

EC第二ディレクティブは、自己株式取得については原則として株主総会の事前の承認を必要としているが、重大かつ急迫の会社に対する損害を回避するために必要な場合にはこれの例外を認めている。

ドイツ法も、会社に生ずべき重大かつ急迫の損害を回避するための自己株式取得について株主総会での事後の報告を要求している⁽²²⁾だけである。

EC第二ディレクティブおよびドイツ法は、取得限度の数量規制として資本の一〇パーセント以下を定めており、これによって会社経営者の行動を制限しているといえよう。

わが国の場合においても、重大かつ急迫の損害を回避するための自己株式取得について事前に株主総会の承認を得るべきだと要求することは困難であろうから、EC第二ディレクティブやドイツ法のように数量規制をすることに

よって取締役に授権することが有益であろうと思われる。

EC第二ディレクティブおよびドイツ法は、重大かつ急迫の損害を回避するための自己株式取得について、財源規制をしている。すなわち、EC第二ディレクティブは、自己株式準備金の積立てにより純資産が資本及び拘束性準備金を下回ってはならない旨を定めている。ドイツ法では、資本および株主に配当することのできない法定準備金並びに定款上の準備金を取り崩さずに自己株式準備金を計上することが可能な場合に自己株式を取得できるとしている。それゆえ、このような財源規制をわが国でも採用すべきかどうか問題となりうる。

わが国の商法二一〇条三号を改正することにより自己株式を取得できるとした場合、その取得された株式は相当の時期に処分されることを要する（商法二二一条）。そのためか、自己株式取得のための財源規制はないわけである。

しかるに、EC第二ディレクティブおよびドイツ法の場合は、取得後三年内に譲渡されればよいというように中期的な保有を許容し、また資本の一〇パーセント以下については譲渡もしなくてよいとして長期的な保有を認めている。それゆえ、EC第二ディレクティブやドイツ法は、中期および長期の保有を認めるがゆえに自己株式取得の財源規制が重要になっているとも解されよう。

会社の重大かつ急迫の損害を回避するための緊急時において、財源規制をすることは自己株式取得を困難にさせることとなりうるし、一時的な取得であるならば財源規制をもちだすまでもないように思う。

もちろん、会社経営者が自己株式を取得したがゆえに会社が支払不能になったり資本の充実が害されるというようなことがあれば、会社経営者はその民事責任を免れないという問題はありうる。また、そのような状況の時には、会

社の重大な損害の回避をそもそも不難になしうるかどうか自体が慎重に検討されるべきことになるといえよう。このような取締役の責任の問題は、アメリカのカリフォルニア法のような支払不能テストによって自己株式取得をなすという判断の正当性を判断すべきことになるように思われる。

③ わが国のあり方

以上にみてきたアメリカ法ならびにEC第二ディレクティブおよびドイツ法の考え方を参考にすると、わが国においても、会社の重大かつ急迫の損害を回避するために、会社が自己株式を発行済株式の10%以内において取締役の判断によって取得することを認めるべきではないかと思う。ただし、たとえば商法210条3号を改正するなどの立法によってこのことを許容することにした場合でも、その法的効果は、会社が取締役の判断により自己株式を取得することが10%の範囲内で可能となるだけであって、その場合に会社の損害の回避手段として当該自己株式取得が適切な対応であったかどうか、株主平等原則に反したといわれないかどうか（商法294条の2に違反しないか）、取締役が自己の地位を安定化させるためにしたのではないかという忠実義務違反の問題がないか、などは別個の問題として残ったままになるべきものである。

したがって、より抜本的な解決方法としては支配株券等取得法の立法化をあわせて行うようにすることが必要である。これによって10%以上の自己株式取得に対応することが可能となるばかりか、取締役ではなく株主が自分達の仲間の株主を歓迎するかどうかを判断するという意味において本来の権限の正当性が維持されると思われるからである。取締役には限られた裁量が便宜的に与えられていると考えるべきであろう。

- (1) 河本ほか「三井鉱山事件判決が提起した諸問題」商事法務一〇八五号一二頁。
- (2) 神田秀樹「三井鉱山事件に関する理論的問題」商事法務一〇八二号二頁。
- (3) 河本一郎・ジュリスト平成元年度重要判例解説九七頁。
- (4) 森田章・ジュリスト平成二年重要判例解説九六頁。
- (5) 神田、前掲(2)・七頁。
- (6) 前掲(1)・二頁〔籠田発言〕。
- (7) 近藤光雄「企業防衛と取締役の責任」商事法務二二五号八頁。
- (8) 神田秀樹「二〇〇%子会社による親会社株式の取得と親会社取締役の責任」ジュリスト会社判例百選(第五版)四九頁、拙稿、前掲(4)・九六頁。
- (9) 私法上違法とされても、刑罰に値するだけの実質的違法性がないと四八九条二号の適用が排除されるとする立場もあるが、同号の罪は抽象的危険犯であり、会社財産に対する具体的危険が発生しない限り本罪が成立しないというわけではない(新版注釈会社法(13)五七九頁〔芝原担当])。しかし、そうであっても、緊急避難を全く認めないということにもならないと思われる。
- (10) 新版注釈会社法(3)二四二頁〔蓮井担当〕。拙稿・前掲(4)・九六頁。質受けが5%の範囲内で自由に認められるようになった昭和五六年商法改正後においては、二一〇条三号の射程範囲は、このような会社の重大かつ急迫の損害回避のための自己株式取得を許すものと解釈すべきであろう。もっとも、一般の解釈では、商法二一〇条三号をきわめて厳格に解釈するようである(河本ほか「企業金融と商法改正2」民商法雑誌九七巻三号・七頁)。
- (11) 森田章「企業買収の総論的課題」商事法務二二五九号六頁。
- (12) 鈴木竹雄・商法研究Ⅱ会社法(1)一八一―一九頁。
- (13) インディアナ州は、一九八六年三月四日に支配株式取得について規制する法改正を行い、一九八七年八月一日から施行された。これが、連邦証券取引所に定めるウイリアムズ法との関係ではたして有効であるかが争われたが、合衆国最高裁判

所は、インディアナ州法がウイリアムズ法に抵触しない旨を判示した(CTS Corp. v. Dynamics Corp. 107 S. Ct. 1637 (1987))。

この判決が出てから、北アメリカ証券行政官会議 (the North American Securities Administrators Association) およびアメリカ法曹協会州証券規制委員会 (the American Bar Association Committee on State Regulation of Securities) は、模範支配株式 (取得) 法典をつくっている。これによると、インディアナ州の規定では、二三%の株主が九〇日間に二二%の株主になった場合二三%を超える部分の株式につき議決権を失うことになるが、これが模範法典では、一%だけが議決権を失うことになる(20BNA SRLR 708, 715 (1988))。

(14) Black, Shareholder Passivity Reexamined, 89 Mich. L. Rev. 520, 556 (1990).

(15) 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整」法協九八巻七六二頁、八〇頁。

(16) Black, *supra* note 14 at 719.

(17) 拙稿、(二)・七頁。とくに根拠があるわけではないが、一〇%株主には、帳簿閲覧権(商法二九三条の六)や業務、財産の検査役選任請求権(同二九四条)が認められるだけでなく、解散請求権(同四〇六条の二)まで認められており、会社経営を実質的にも妨害しうるようになるからである。

(18) Unocal v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946, 955 (Del. 1985).

(19) ALL Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations Proposed Final Draft March 31, 1992.

(20) 森田章「第三者割当増資と経営判断」商事法務二一九八号四頁。

(21) 自己株式の取得によってのみ債権の満足を受けうる場合、売り叩きにあったときの下支えのための取得などがこれに該り、乗っ取りへの対抗策としての取得もこれら該当するというのが判例、多数説であるといわれている。小林量「主要先進国の自己株式取得規制」商事法務二二八五号三六頁。

(22) 村松洋平「諸外国における自社株取得の実情〔Ⅲ完〕」商事法務二二八七号二八頁には、その実例として一九九〇年度のドイツ銀行有価証券報告書、年度決算書の注記が紹介されている。そこでは、株式法七一条一項一号により、自社株の市場

における有効性を保護するために、一九九〇年度中に約九百万株を市場価格で取得し、再売却した。平均取得価格は七五三・四五マルクで、平均売却価格は七五二・八四マルクであった。売却損は営業利益に含められた、旨の記載がある。

この記載が意味していることは必ずしもよくわからないが、自社株の「市場における有効性を保護するため」の取得が、会社の重大かつ急迫の損害回避の概念に入ることになる。銀行であるから預金者の信頼を維持するために株価に介入してよいという考え方もありえようが、何が会社にとって重大かつ急迫の損害であるかは具体的ケースではむづかしい判断をせざるをえなくなるのであろう。

四、従業員持株制度の円滑化

もし、ストック・オプションの導入を認めないとすれば、自己株式取得を認めるための重要な根拠の一つが失われるといってもよいであろうとの見解があるほどに、自己株式取得禁止の緩和論の重大な根拠としてストック・オプションがメリットとしてもちだされることが多い。⁽¹⁾ もっとも、オプションの対象となる株式が未発行株式であるか、金庫株であるかによって差は生じないことは当初から指摘されていた。

もしそうであるのなら、自己株式の取得規制を緩和する以外に、「従業員に有利な条件で株式を取得させる方法としては、従業員を対象とする第三者割当が考えられる」との主張がなされるようになった。この立場によると、商法二八〇条の第二項による株主総会の特別決議の要件が障害になるとすれば、「第三者に対する有利発行のうち、従業員を対象とする場合について、取締役会決議によってなしうるよう改正する」ことが考えられるというわけである。⁽²⁾ たしかに、右の主張によればストック・オプションのために自己株式を取得しなくてもよいではないかというよう

にいえる。さらに言えば、会社が自己株式を取得した場合でも、取得株について資産性を認めること自体に無理があるとの考え方があり、⁽⁴⁾その考え方によるならば、会社が取得した株式は、未発行の授権株式というステータスを得ることになる。そして、それが再び発行されるという形式をとってストック・オプションの行使に対して株式を引渡すことになるわけである。⁽⁵⁾それゆえ、ストック・オプションのためならば必ずしも自己株式取得が絶対に必要だということではない。それゆえ、ストック・オプションの場合に有利発行を取締役会でなしうることに向けた立法論があれば足りるといえるようにいえよう。

しかしながら、会社が自己株式を取得してこれを従業員持株会に対して譲渡するということは、自己株式取得の禁止が解除されないとできないといえるかもしれない。もつとも、通常は会社が重大かつ急迫の損害を回避するために自己株式を取得し、これを従業員持株会に譲渡するというようなことが多いであろうから、従業員持株会のために自己株式を購入することだけを目的にかかげて自己株式取得の根拠とすることはむづかしいように思う。

このことに関して重要なことは、会社が自己株式を取得してこれを従業員持株会に譲渡し、その代金支払のために当該自己株式を質受けすることができるのではないかということである。このことについては、少くとも五パーセントの範囲であれば自由になしうるといえるように思っているといえよう。

たしかに、従業員持株会による定時買付けが株価の周期的変動要因になるのを避けるために、会社による分散買付けのために自己株式取得の禁止の緩和理由とするものがあるが、⁽⁶⁾それならば持株会の買付方法を変更すればよいのであって、理論的な根拠にはなりにくいように思う。

また、閉鎖会社において退職従業員の保有株の買戻しの必要性、あるいは少数株主の投下資本回収のために自己株主取得を認めるといふ考え方もあるが、ここでの考察はしないことをお断りしておく。

以上のように考えると、従業員持株制度の円滑化のために、自己株式取得を認める必要性は乏しいように思われる。たしかに、E.C第二ディレクティブは、従業員に株式を提供する目的を有する場合に自己株式の取得を認め、ドイツも会社またはその結合企業の従業員に取得させるために提供されるべきものである場合に自己株式の取得を認めている。それゆえ、理論的には前述した「会社の重大な損害を回避する」場合と同様にして商法二一〇条の三号と並列するような規定を設けることの可能性も考えられないわけではない。しかし、この場合にはよほど取締役会の裁量権をチェックする仕組みにしておかないと、従業員持株制度の円滑化のためとさえいえばほとんど自由に自己株式を取得することが可能になるといふ危険をはらむものだといえよう。むしろ、自己株式の取得をファイナンスとして行う場合において、従業員持株制度の円滑化をはかりうるのではないかと思う。

いずれにせよ、従業員持株制度を改善してかなりの恩典を従業員に付与するべきかどうかこそが問題であり、もしも大きな恩典を与える制度にするのであれば、会社がそのような出捐をなしうることを正当化させる税法を中心とした立法が先行して必要となろう。そうやってこそ、会社による自己株式取得が従業員持株制度との関係で議論する実益が出てくるものと思われる。

(一) ストック・オプションとは、よい経営が株価を上昇させるという考え方にもとづく成功報酬の形態である。ある会社が、有能な経営者に来てもらいたい時に、その時の株価で例えば一〇〇万株の同社株を買付けることの権利を付与するという条

件を提示して、その有能な経営者を採用する。そしてその経営者がよい経営をすると同社の株価も上昇する。その一定期間経過後において当該経営者は、ストック・オプションを行使して、以前の時価で同社株一〇〇万株を購入し、これを転売すれば現在の株価との差額分のキャピタル・ゲインを得ることができる。その場合、会社としては、ストック・オプション付与時に自己株式を取得しておいて、これを金庫株 (treasury stock) として保有してストック・オプションの行使に備えるのが通常である。しかし、会社としては、とくに右の成功報酬について支出をしたことにはならないし、ストック・オプションにより得られた所得は、キャピタル・ゲインであって通常の給与所得とは異なる課税を受けることになる。

実際には、ストック・オプションの形態は多様化されてきており、ファントム・ストックやストック・アプリーション・ライツなども同様の趣旨のものである。森田章・企業内容開示制度七五頁 (経営者報酬の開示) 参照。

(2) 河本一郎「自己株式の取得禁止緩和論の背景とその根拠」商事法務五三・五号三頁。

(3) 龍田節「自己株式取得の規制類型」法学論叢九〇巻四・五・六号二二頁。

(4) 会社が自社株を取得してこれを消却した場合でその後に新株を発行すると、自社株を購入してこれを売却するのと比較して、この間に実質的な差異があるのかが疑問であるが、アメリカでも税法上は後者については所得税を課してきた。

Financial Accounting Standards Board, Accounting Research Bulletin No. 43 Ch. 1. B. (June 1953).

(5) Henn & Alexander, Laws of Corporations 427 (3rd. ed 1983).

(6) 竹中正明「自社株取得規制の緩和問題をめぐって」月刊資本市場八〇号四九頁。

五、ファイナンス政策としての自己株式取得

(1) 緩和の必要性

一株当たり利益の向上、余資のより適切な運用などが掲げられることが多い。さらに、株価下落後の自己株式取

得計画発表によるアナウンスメント効果などがメリットとして主張されている。これらに共通するのは、自己株式取得によって株価操縦をするわけではないが、社外株式の量を調節することが必要だということである。⁽¹⁾

会社の経営者が、会社の資金を効率的に運用して利潤追求をするべきことに異論はないと思われる。しかし、会社経営者は会社の株価に対して責任を負っているかという点、これはむづかしい問題である。

会社の株価について責任を負っていると考える経営者であれば、会社の株価が実力以上に高騰しているときに時価発行増資等はしないであろうし、他方会社の株価について責任を負わないと考える経営者であれば、バブル華やかなりし時に自らの会社の実力を考えずに時価発行増資を行うるといえよう。このように、わが国では会社の経営者が株価に対して責任を負うという考え方が必ずしも確立されてこなかったわけであるが、最近の自己株式取得禁止緩和論においては、会社の株価に対する責任を会社経営者がはたそうということなのかもしれない。

また、会社のファイナンス政策において、たとえばレバレッジの効果を利用するというような財務戦略の重要性が強調されだしてくるのかもしれない。

会社が自己株式を取得して発行済株式総数を減少させることを目的とするのであれば、わが国においては、利益による株式の消却をかなり簡便になしうることになっている。ただし、定款規定の定め方を明確にすべきではある。

比較法的にみると、ドイツは、資本減少規定に従った株式消却を目的とする株主総会決議がないと株式の消却のための取得はできない。EC第二ディレクティブおよびイギリスも、資本の減少の実行又は償還株式の償還のためにし株式を減少させるための自己株式取得は認められていない。もともと、EC第二ディレクティブおよびイギリスは、

株主総会決議あるいは定款の定めと株主総会決議とによる自己株式取得を認めていることは確かである。

しかしながら、わが国では、会社の定款において利益により株式を消却しうる旨を定めてさえあれば、株主に配当すべき利益によって自己株式を取得してこれを減資せずに消却しうる。株主総会の決議も不要とされているし、株式の流通量を減少させるには大変便利な制度を商法二二二条一項但書および二二〇条一号が定めているのである。

(2) 利益消却制度の改善

しかし経済界がこの方法によらずに自己株式取得禁止の緩和を求めているのは、次のような理由によると解されている。つまり、「株式の利益消却は税法上みなし配当として課税されるため、それを避けたいという理由のようである。すなわち所得税法二五条二項一号、法人税法二四条二項一号は、株式の利益消却をした時に消却された株式に対応する資本の金額が持株を消却されなかった株主に配当されたものとみなすこととしている。そこで会社としてはみなし配当額の三五％にあたる金額を源泉徴収することが必要になるが（所得税一八一条一項、二二二条、一八二条、二二三条、税特措八条の四）、この金額を株主から別途徴収することは事実上不可能であるから、所要の金額を別途現金で配当して、それを源泉徴収にあてるほかない」⁽²⁾からである。

逆に言えば、取得財源が「株主に配当すべき利益」によらなければ課税されないわけであり、取得財源として株主に配当すべき利益に該当しないものを取り入れればよいことになる。このことを考えると、アメリカの改正前の模範事業会社法が参考になる。すなわち六条は、資本剰余金を財源とする自社株取得を認めていたことである。わが国に

においても商法二二二条但書において資本準備金による株式の消却を認めることはできないものであろうか。⁽³⁾

(3) 金庫株式概念の放棄

実務界が利益による株式の消却をいわないで自己株式取得の禁止の緩和を求める理由として、金庫株をもちたいという希望があるのかもしれない。金庫株があれば、これを自由に再売却できようし、ストック・マージャーやストック・オプションなども可能になってきやすいからである。

しかしながら、アメリカにおいても、カリフォルニア州法や模範事業会社法典は、金庫株の概念は捨てて、取得した自己株式は未発行の授權株式というステータスになることが原則となっている。⁽⁴⁾

金庫株の概念を捨てた理由としては、会社に戻った株式について資産性はないとの一般の認識があること、従来のやり方では自己株式をある面で発行済のものとし、他の面では未発行のものというように区々にあつかって統一がとれていなかったこと、会計上も資本勘定が金庫株を反映しないことがあるのでややこしくなること、会社の新株発行に課されるべき制限をこえて再売却されうる可能性があったことなどである。⁽⁵⁾

このように考えると、わが国でも金庫株というのは例外的な場合にだけ認めるといって現行法以上に拡大することは疑問があるといわなければならない。

(1) 神田秀樹「自己株式取得と企業金融」商事法務二二九号四頁。

(2) 竹内昭夫「自己株式取得規制の緩和と商法・税法」商事法務二二八号三頁。

(3) 三角波「自己株式取得規制の緩和について」企業会計四四巻四号九七頁は、資本剰余金による自己株式取得を提唱している。

もし資本準備金による自社株の消却を認めるといのであれば、法定準備金の使用についての制限（商法一八九条）をこの目的のために緩和する必要がある。

(4) T. Ackerman & J. Serrrett, California's New Approach to Dividends and Requisitions of Shares, 23 UCLA 1052, 1065.

会社が取得した自己株式は、たしかにマーケットタブルであり、いつでも再売却できるといふ点で資産性はあるが、実際に再売却するためには証券法上の私募の枠内ではかできず、本当にマーケットタブルかどうかは疑問となりうる。

(5) ABA, Revised Model Business Corporation Act 121 (1984).

おわりに

自己株式取得禁止を緩和すべきであるとの議論はかなり古くからなされてきたようである。そして、昭和五六年商法改正によって質受けはかなり自由にできるようになっている。

敵対的な企業買収に対する防衛策としての自己株式取得も、法文上は緩和されていないけれども発行会社「側」が肩代わり取得するということは堂々と報道されているほどであって、本当に実務界は法改正をしてほしいのか疑問である。しかし、M & A時代がやってきており、また株式の持合構造が崩れた場合の方策として重要性はあるといえよう。

ファイナンス政策として自己株式を取得することについては、わが国ではいわゆる定額配当が行われ、株価

をベースに考えると配当は一パーセント未満程度でしかないわけであり、自社株を取得する実益が本当にあるのか大いに疑問である。そうだとすると、なぜ自己株式取得の緩和を実現すべきであるのかが問題である。よくわからないが、金融機関等が保有する株式をバブルによる不良債権の処理やBIS規制のために売却する傾向があり、いわゆるわが国の株式の持合構造が崩れる可能性がでてきているようである。それゆえに、現在低迷している証券市場に不安が生じているわけであるから、その不安を取り除くために、発行会社が自社株を金融機関等から買戻すことができるということを確認にする必要があるであろう。つまり、商法改正によって自己株式取得ができるようになること、金融機関の放出株がうまく吸収されることとなることをマーケットに示す必要があるというのが実情のように思われる。自己株式取得緩和法制をつくることによるマーケットに対するアナウンスメント効果が期待されているのである。

本稿においては、右のような自己株式取得緩和法制の可能性をできるだけ客観的に検討してみたにすぎない。それゆえ、閉鎖会社における自己株式取得の必要性等は何も議論していない。このことについては他日を期したい。なお、通産省「企業法制研究会」（座長森本滋教授）および大阪証券取引所「証券取引法研究会」（座長上柳克郎教授）において、多大のご教示を得たことを記しておきたい。