

自己株式取得と会社法〔上〕

藤田友敬 東京大学助教授

はじめに

第一五一回通常国会において「商法等の一部を改正する等の法律」が成立した（六月二九日公布・一〇月一日施行）。この改正は、額面株式の廃止、株式単位に関する改正、法定準備金制度の改正等も含んでいるが、特に注目を集めたのは、自己株式取得関連の改正である。本稿は、この改正法を契機に、それが自己株式取得に関する法的ルールをめぐって提起していると思われるいくつかの問題を論じるものである。

平成六年以降、自己株式取得規制の緩和は、数次にわたって小刻みな改正を繰り返してきた。今回の改正はその最終的な産物ともいえるべきものであるが、これまでの改正は、各々の時点では個別的には一応理屈のつけられた改正ではあったとしても、幾度もの改正を繰り返した

た結果が一貫した論理で説明できるものとなっているのか、疑わしい面もある。

自己株式取得規制のあり方については、すでに論じ尽くされた感もあるが、現時点で改めて総合的に振り返り、現在の規制はどういう前提に立っているのか、従来なされていた議論は今なおそのまま妥当なのかということを問うことも無意味ではないと思う（自己株式取得関係の立法については、立法過程のあり方あるいは会社法改正のあり方そのものについて興味深い論点をいろいろ提起しているが、本稿ではこの点には触れない（注二）。以下では、まず自己株式取得の経済的な意義について簡単に概観した上で、自己株式取得手続、自己株式の保有、自己株式の処分等の三つの局面について、簡単に順次みていきたい。

（注二）ここ数年のめまぐるしい会社法改正という現象は、それ自体がきわめて興味深い研究対

目次

はじめに

一 配当、自己株式取得、金庫株の企業金融的な意味

1 配当の経済的意義

2 自己株式取得の意味

3 金庫株の意味

二 自己株式取得手続をめぐる諸問題

1 問題の所在

2 自己株式取得と権限分配

3 自己株式取得と株主間の平等（以上本号）

象である。岩原紳作「会社法改正の回顧と展望」本誌一五六九号四頁以下（二〇〇〇年）参照。

一 配当、自己株式取得、金庫株の企業金融的な意味

まず最初に、配当、自己株式取得（消却、金庫株両者を含んだ）、金庫株として保有するための自己株式取得の各々の経済的意義について、企業金融の領域で説かれていることを簡単に確認しておこう。

1 配当の経済的意義（注二）

会社によってなされる分配の効果については、「配当に関するミラーⅡモジリアーニの定

理」(MMの定理)が、いくつかの仮定のもとで、企業が株主に対して配当するか内部留保するかは、それ自体では、その企業の株主には何ら影響を与えないということを示した(注三)。もちろん、現実の世の中ではこう単純にはいかない。配当政策が企業価値あるいは株価に影響を与えるシナリオは、いろいろ考えられる。

伝統的には、以下のようなことが説かれてきた(注四)。
 ①MMの議論では、企業の投資政策・資本構成は一定であると仮定しているが、現実には配当政策が投資政策や資本構成に影響を与え、ひいては企業価値に間接的に影響することがあり得る。たとえば、企業の外部資金の調達に何らかの制約があるとすれば、配当することがプロジェクトの遂行をあきらめることにつながって企業価値を変えるかもしれない(注五)。また、投資政策が一定でも、資本構成が変わることで企業価値に影響するかもしれない(配当と同額を負債によって調達すれば、資本構成だけが変わることになる。資本構成によって企業価値が変わるか否かについては、税制、倒産コスト、エージェンシー・コスト、情報の偏在等、企業価値に影響を与える諸要素が指摘されている(注六)。さらに、投資政策・資本構成を通じた間接的な影響以外にも、配当にはそれ自体の経済効果がいろいろ指摘されている。②まず、税制が配当所得に対する課税とキャピタル・ゲインに対する課税とを同じよう

に扱っていないと、投資家に対する課税が異なってくる(注七)。③また、投資家と経営者の間に企業の価値に関する情報の偏在があるために、配当がある種のシグナリングとして機能するという議論もある。すなわち、企業の価値に関する情報が十分反映していない場合に、企業は配当額を上げることによって、企業の将来の見通しに関するよいシグナルを発することができ、株価を高めるといっているのである(注八)(念のため付け加えておくと、これは配当の大きさを変えることのもたらす効果である)(注九)。
 ④さらに、エージェンシー・コスト(株主と経営者間、株主と債権者間の)との関係で配当を説明する議論もある(これは、安定的な配当を長期間続けることの効果で、配当の大きさを変化させることの効果ではない)(注一〇)。

2 自己株式取得の意味

以上は、配当の経済的效果として説かれていくことであるが、多かれ少なかれ株主への分配一般に妥当するものである。それでは自己株式取得(消却のためか金庫株かここでは問わない)については、いかなる固有の意義があるか(注一一)。最近では、余剰資金の返還とか、過剰なエクイティ・ファイナンスの是正という理由から、消却のための自己株式の取得を正当化する議論がなされているが、こういう観点だけからだと配当と何が違うかははっきりしない

(注一二)。

現実には、配当と自己株式取得(あるいは株式消却)とは完全に代替的ではなく、異なった動機から行われることもある(もちろん、余剰資金の返還手段として配当と代替的に用いることも可能である)(注一三)。
 ①まず、配当か自己株式取得かで税制が異なる可能性があり得る(注一四)。次に、②配当と違い自己株式の取得だと投資家間の利益の移転が生じる。たとえば、公開買付け等により機会の平等を確保したとしても、投資家間に情報の偏在があれば、情報のない投資家から情報のある投資家に利益が移転する。利益の移転という悪いイメージがあるが、他方で、一定の投資家の情報収集インセンティブを与えるというポジティブな意味を持つてくる可能性があるという指摘もある(注一五)。また、③自己株式取得は配当とは異なり会社の支配権にも影響し得る。さらに、④配当政策にもシグナリングの機能はあったが、自己株式取得には、——これまで述べたような特質を反映した——配当とは異なる独自のシグナリング効果があるという議論もある(注一六)(なお、「アナウンスメント効果」という言葉が用いられることがあるが、シグナリングの議論と同義なのかどうかはつきりしないことがある(注一七)。また、⑤株式の需給調整、株式市場の流動性の調整といったことも自己株式取得固有の機能かもしれない。さらに、⑥日本法を前提に

すると、現行法では配当は定時総会決議による必要があり、あとは定款に定めることによつて中間配当が可能になるだけである。したがつて、自由に時期を選ぶことができない。これに對して、自己株式の取得の場合には、時期を自由に選べるから、期中にタイムリーに実行できる（もつとも、自己株式取得の本質から生じた効果というよりは、現行法上、配当の時期を自由に選べないことの裏返しにすぎない。たとえば、取締役会が適宜配当を宣言することができるという法制のもとでは、自己株式取得のメリットとは認められないことになる）。

念のために若干の注意事項を述べておく。以上述べてきた諸要素は、自己株式取得が果たし得る機能の列挙であり、こういう機能を果たすことが必要だとか望ましいとかいうことまでは当然に含意されない（実際、法学者の中には前記の機能の一部——たとえばシグナリング——等については、自己株式取得の正当な理由として認めない立場が多い（注一八）。また、モデルによつては、経営者が株主利益を最大化して行動するという——会社法学からは異論が強そうな——仮定を含んでいるものや（注一九）、日本では必ずしも盛んではない公開買付けによる自己株式取得を前提としたもの（注二〇）があったりすることにも注意しなくてはならない。わが国における自己株式取得法制のあり方を論じるに当たつて、アメリカの企業金融の教科書や論文に載つている「自己株式取得の効用」

をそのまま抽象的に列挙して、自己株式取得規制の緩和を論拠づけようとすることは、妥当ではない（注二一）。

3 金庫株の意味

それでは、同じ自己株式取得でも、消却のために取得するのと金庫株として保有するため取得するのでは何か違いがあるか。いい換えると、金庫株解禁の経済的意義はどこにあるのか。これは説明が難しい。従来から消却のために自己株式を取得することは可能で、いったん自己株式を取得・消却し、また将来新株発行するということはできた。そこで、問題は、金庫株の取得・再放出と自己株式の取得・消却と新株発行との間に何か違いがあるか、そしてその違いが何か新たなメリットを企業に与えることになるのかということになる（ファイナンスの文献において両者を区別して説明するものは皆無である）。

ややくどいかもしれないが、後の論旨（特に後述三の1）にも関連するところが出てくるので、少し手順を踏んで確認しよう。まったく同じ内容の二つの会社A、Bを想定しよう。A社は自己株式を取得し保有している（金庫株の保有）とし、B社は同じだけの自己株式を消却したとする。A社（金庫株保有会社）の価値がB社（消却した会社）のそれより高くなることはあり得るかというわけである。たしかに、同じ

だけの現金が流出して、A社には自己株式が残り、B社には何も残らないから、一見何か差がありそうに思われる。しかし、これは錯覚である。A社の保有している自己株式は、A社が保有し続ける限りまったく新たなキャッシュ・フローを生むことはない（注二二）。したがつて、この自己株式は、A社が保有し続ける限り価値はゼロである。また、金庫株を放出する場合に、A社にキャッシュが入ってくるようになるから金庫株には一見価値があるようにみえるが、B社も新株発行をすればまったく同じことを達成できるのであつて（同じ株式数で同じだけのお金が入ってくる）、これは消却の場合には存在しない「金庫株の資産価値」ではない。したがつて、金庫株として株式を保有するA社も、消却してしまつたB社も、その経済実体はまったく同じであつて、——株券の作成費用等を見れば——差がつかない（注二三）——両会社の株価に差がつく理由は原則としてないはずである。

もし、現実には、AとBの株価に差が出てくる可能性があるとすれば、金庫株と消却のための自己株式取得+新株発行との間の経済的な実体の差異に求められるものではなく、会社法、会計あるいは税務上のルールが両者を完全に同一に扱っていないこと、いわばルールの非対称性に求められる（注二四）。たとえば、もし仮に新株発行よりも金庫株放出のほうが費用のかわらないルールになつていれば、——他の条件が同

じなら——消却してしまわずに金庫株を保有している会社の価値のほうが高くなるであろう。もともと、そもそもルールの差が存在すること、に合理性があるかどうかは疑わしいし、これをもって存在意義とかメリット等と考えることも疑問はある(注二五)。

(注二) 配当の経済学的な意義に関する文献は無数にあり、主要なものに限ってもとて列挙し切れない。ここでは、企業ファイナンスの標準的教科書として、Brealey and Myers, Principles of Corporate Finance, 6th ed., Mc Graw-Hill, 2000 を、最近のモノグラフィとして Ronald C. Lease, Kose John, Avner Kalay, Uri Loewenstein and Oded H. Sarig, Dividend Policy: Its Impact on Firm Value, Harvard Business School Press, 1999 を、邦語による平易な解説として、倉澤資成「配当政策の在り方について」(資本市場研究会・証券市場における適正な競争の促進等について——証券取引審議会報告——:相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について——証券取引審議会不正取引特別部会中間報告——(一九九二年)三七二頁を参考文献として挙げるにとどめる。

(注三) 配当に関するMMの定理の解説は無数にあるが、もともと基本的なものとして、小宮隆太郎「岩田規久男・企業金融の理論:資本コストと財務政策(日本経済新聞社、一九八五年)第七章参照。

(注四) なお近時、以下の議論に加え、いわゆる不完備契約論から資本構成、配当政策の意義を

論ずる立場が現れてきているが、以下の論旨には直接影響してこないもので、ここでは紹介を省略する。文献としては、William, W. Bratton, Dividends, Noncontractibility, and Corporate Law, 19 Cardozo L. Rev. 409 (1997) 参照。

(注五) もちろん、株主が得をするか損をするかは、見送られることになるプロジェクトの現在価値の大きき次第である。

(注六) 文献は枚挙に暇がないが、Brealey and Myers, supra note 2, Ch. 17, 18 参照。

(注七) 概説的な説明としては、Lease et al., supra note 2, Ch. 5 参照。

(注八) 概説的な説明としては、Lease et al., supra note 2, Ch. 7 参照。配当がシクナルとして機能するためには、いい業績の企業だけが配当を上げることができ、業績の悪い企業が真似できないことの保証がなければならぬ。この点については、将来の収益の向上の見通しのない企業が無理に配当をすれば、——その期あるいはそれから何期かは可能であっても——将来配当を下げなくてはならなくなる、したがって、将来長期にわたって高収益を維持できる見通しがないければ、配当を上げることではできないというのが一番基本的なストーリーである(倉澤・前掲(注二)三七九頁参照)。ただし、このようなシナリオが成り立つためには、将来配当を下げるものが経営者にとって大きなサニクシオンとなるということ前提としなくてはならないが、なぜそうなるのかという点については、厳密には自明ではないように思われる(現在の経営者がいつまでも経営者であるとは限らないこ

とも想起せよ)。

(注九) シグナリングという議論は、配当が企業価値そのものを変えるというのではなく、企業の収益・将来の成長に対する投資家の見通しに影響を与えるというものである。

(注一〇) 概説的な説明としては、Lease et al., supra note 2, Ch. 8 参照。配当政策は、次の二つのエージェンシー・コストとの関係で説明できるといふ。①配当を定期的かつ安定的に行うとすれば、継続的に新たに資金を外部から調達しなくてはならなくなる。そのことは外部からのモニタリングが働くことを意味し、投資家と経営者の間のエージェンシー・コストが低められることになる。②会社が一切配当をしないので内部留保を続けると、負債比率(もちろん時価ベースでみた)は相対的に減少し、貸倒れリスクは減少していく。しかし、それに合わせて社債の条項が変わるわけではないので、会社(株主)としては不必要に高い金利を払っていることになる。そこで、いったん株主から債権者に移転した利益を再配分する手段として配当を用いる意味がある(Frank H. Easterbrook, Two Agency-Cost Explanation of Dividends, 74 American Economic Review 605 (1984))。

(注一一) 配当と自己株式の異動について、簡単には、Lease et al., supra note 2, p. 105 以下と Ch. 10 参照。わが国においても、自己株式解禁が議論された際に、自己株式取得固有のメリットは何かが議論された。法学者による包括的な検討として、吉原和志「自己株式取得規制の緩和に関する論点(1)(2)——取得目的の観点から」

民商法雑誌一〇七巻三三三三頁(一九九二年)、一〇八巻三三三三七頁(一九九三年)、岩原紳作「自己株式取得規制の見直し」上[下]本誌一三三四号四五頁、一三三五号一二頁(一九九三年)参照。

(注一二) たとえば、中東正文・企業結合・企業統治・企業金融(信山社、一九九九年)三八二頁は、余剰資金の返還の必要性を強調しつつ、余剰資金の返却手段として、配当より自己株式取得のほうが明らかに効率的であるとはいえないとして、自己株式取得規制の緩和には消極的である。

なお、念のために付け加えると、時折聞かれる、自己株式を取得し株式数を減らすと将来の配当負担が軽くなるから株価は上がるが、配当では株式数が減らないからその効果がないといった議論は正しくない。おそらくは、一株当たり固定額の配当をする慣行を前提に、株式数の減少⇨配当額の減少と考え、かつそれに加えて配当額の減少⇨コストの節約と考える発想が背後にあるように思われるが、配当額⇨コストと考える発想もおかしければ、固定額配当という発想もまたおかしい。こういった「通俗観念」には古くから批判がある(たとえば、小宮⇨岩田・前掲(注三)第一〇章)。

(注一三) 両者がともに盛んに行われるアメリカの実務については、Lease et al. supra note 2, p. 161参照。

(注一四) アメリカでは、株主に平等に配る分配(配当)か不平等に配る分配(自己株式取得)かで、配当課税か株式譲渡益課税かが変わってくる

るとされる(神田秀樹「自己株式取得と企業金融——企業金融の論理、税制の論理、商法の論理」上[下]本誌二一九一―二頁、二一九二―七頁(一九九二年))。わが国でも、論理はやや異なるものの、従来、配当と自己株式取得では課税上の扱いには差異がある。もともと、投資家へのわが国の自己株式取得税制は、現在流動的であり確定的なことはいえない。

(注一五) Michael J. Brennan and Anjan V. Thakor, Shareholder Preference and Dividend Policy, 45 Journal of Finance 993 (1990) は、おおむね次のように論じる。仮に投資家間の情報の偏在がある状態を仮定すると、情報を有していない投資家から情報を有している投資家への利益移転が生じ得る。そうだとすると、コストが引き合う限り、投資家は情報収集を行い、情報を収集するインセンティブを有することになる。大きなブロックの株式を有する者がいれば、彼らは情報収集を行うインセンティブがあるから、こういう者が情報を取得し取引することになる。こういう状況のもとでは、自己株式取得の魅力が増す(より情報を反映した価額で取引がなされるようになる)。そして、小規模の分配の場合には、多くの投資家は情報収集はコストに見合わない可能性が高いが、大規模な分配がなされる場合には、相対的に多くの投資家が情報収集の誘因を持つ。このことは、前述の実態(大量の余剰資金返却や資本構成の大規模な変更は自己株式の取得を通じて行われる)と整合的であるという。

(注一六) 自己株式取得のシグナリング効果につ

いてもさまざまなモデルがある。たとえば、市場価値を上回る公開買付けにより自己株式取得がなされた場合、残った株主は、①買付けに応じた株主に移転した利益、②買付資金を外部資金で調達するならばそのコストを負担することになるため、これらを負担しても割に合う将来の収益が見込まれる企業のみが自己株式を取得することになり、シグナリングとなるケースがあり得るといふモデルがある(Aharon R. Ofer and Anjan V. Thakor, A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchase and Dividends, 42 Journal of Finance 365 (1987))。また、砂川伸幸・財務政策と企業価値・エージェンシー・モデルとシグナリング・モデルによる企業財務の分析(有斐閣、二〇〇〇年)第八章は、経営者の経営姿勢(経営者がプロジェクトから得る私的便益)に関する情報を市場に伝えるというモデルを示す。その他のモデルにつき、Lease et al. supra note 2, p. 166参照。

なお、自己株式取得規制緩和をめぐるシグナリング効果は配当にも同様に存在する以上、自己株式取得を正当化する理由にはならないといった反論がなされてきたが(岩原・前掲(注一一)上[四九頁]、近時のファイナンスの文献は、配当とは異なった形でシグナリング効果が生じるといふモデルが少なくない)。

(注一七) 「アナウンスメント効果」という言葉は、自己株式取得の発表が株価の上昇という反応をもたらす現象を一般的に指す用語として用いられているようである。その結果「アナウン

「ステメント効果」という場合には、必ずしも裏づけを伴わない「信念の表明」、「新しい情報の発信」のケースを含んで用いられているように思われる。たとえば、「アナウンスメント効果だけをいうなら、経営者は自己株式取得という間接的手段によらずとも、もつと直接的な手段を持つている。経営の現状と株価に関する見解を市場に公表すれば良い」（紺谷典子）「自己株式取得の経済効果」日本証券経済研究所・企業金融と自己株式取得に関する研究中間報告（一九九二年）二六頁」といった表現は、こういう理解に基づくものである。そうだとすると、これはファイナンスにおいて「シグナリング」と呼ばれている議論とは異なることに注意されたい。「シグナリング」とは、直接 *credible* な形で伝えることのできない情報を間接的に伝える手段であり、単なる信念の表明や情報の開示はこれには当たらない。自己株式取得についていうと、シグナリングのモデルは、①株価に影響を与えるような情報を経営者は直接 *credible* な形で伝えることができず、②自己株式取得はこの点についての、間接的にはあるが *credible* な情報を含んでいる（そして、なぜ *credible* な情報伝達になるのか、どのような情報が伝えられると考えるかが各モデルの眼目である）という内容なのである。言葉だけの問題かもしれないが、「シグナリング」と「アナウンスメント」を互換的に用いているかのようにみえる例を、——法学の文献においても——散見するので注意されたい。

（注一八）吉原・前掲（注一一）(1)三四六頁以下、

岩原・前掲（注一一）[四九頁以下等。

（注一九）たとえば、Offer and Thakor, *supra* note 16.

（注二〇）たとえば、Offer and Thakor, *supra* note 16.

（注二一）岩原・前掲（注一一）[四五頁、四七頁が、自己株式取得規制緩和をめぐる議論について、「自己株式取得の効果について」、企業金融論的な説明の方が主になされている」と、あえてカッコ付きで言及するのも、ファイナンス理論の無節操な援用の仕方への強い疑念と警戒心を前提とするものであろう。

（注二二）たとえば、自己株式には法律上配当はできないし、仮にルールを変えてできるようにしても、自分から自分に配当金を払うことは無意味である。

（注二三）もちろん、一見瑣末にみえるこの種の費用も現実には無視できない。もつとも、仮に近い将来株券不発行制度が定着すれば、この差は無視し得ることになる。

（注二四）両者の違いについて、神田秀樹・会社法（弘文堂、二〇〇一年）八三頁注一〇参照。

（注二五）たとえば、新株発行手続よりも金庫株放出手続のほうが規制が緩いとする。この場合、緩やかな金庫株放出のルールでも利害調整として十分だというなら、現在の新株発行規制は不当な過剰規制だということになるし、もし新株発行規制が妥当な内容なのであれば、金庫株放出手続は不十分で、株主の利益を害する可能性がある。もし規制内容が異なることが正当化されるルールがあるとすればそれはなにか、どう

いう理由でそうなるかという点がきちんと検討されなくてはならない。もつとも、今回の改正を前提とする限り、金庫株放出の際には新株発行規制とほとんど同じ規制がかぶっているために、このようなルールの非対称性はあまり大きくない（おそらく、一番大きく影響のありそうな非対称性は、金庫株放出の際の取得価額と売却の際の差額をめぐる会計処理と、資本充実関係の規制がないことであろう）。

二 自己株式取得手続をめぐる諸問題

1 問題の所在

改正法の一つの意義は、従来の目的別自己株式取得手続の多くを、目的を問わない総合的な規制として統合したことにある。この点と関連する問題は、従来の合理的な理由によって特に緩やかな手続で認められていた例外が、すべて一般的な厳重な手続に吸収されたため、不都合が生じていないかということである。条文の文言としては、「会社が自己ノ株式ヲ買受クル」（商法二二〇条一項）の解釈が主として問題となり、いろいろ解釈を工夫する必要があるであろう（注二六）。これらもちろん実務的には重要な問題ではあるが、ここではもう少し構造的な問題について触れることとしたい。

2 自己株式取得と権限分配

(1) 消却特例法の廃止の現実的影響

改正法は、消却特例法を廃止した。これによつて、従来定款による授権により取締役会決議でできていた株式の消却ができなくなり、常に定時総会で決議しなくてはならなくなった(注二七)。このため、消却特例法の廃止は実務的にきわめて大きなインパクトがあるとの指摘もあるが(注二八)、この点は、改正法の解釈・運用次第である。改正法の要求している決議は、次回の定時総会の終結時まで一定の株式総数・取得価額総額の自己株式を買い受けることの授権であり、取締役会に自己株式取得を義務づけるものではない(注二九)。したがつて、定時総会において毎年大量の自己株式取得を決議しておけばよいだけではないかとも思われる。前年度に財源が不足しているわけでもないのに自己株式を取得しないでおいて、次の年にまた自己株式取得を決議することは実務的には抵抗もあるのかもしれないが、現実的な障害をもたらすものかどうかは疑わしい面もある。

(2) 支配の公正と株主総会決議

ところで、そもそも現行法が自己株式取得に定時総会決議を要求する趣旨はどこにあるのか。利益処分権限の所在をそのまま形式的に反映しただけのものなのか(そう考えるなら、仮に利益処分権限が移つた場合には(注三〇)、自

己株式取得もそれに合わせて移るべきだということにならう(注三一)。他方、総会決議が要求される趣旨として、自己株式取得が支配権に与える影響等を重視する立場もある(注三二)。

この点については、支配の公正の問題を定時総会決議という要件と関連させて説明するのは適切ではないように思われる。まず、現実論として、そもそも自己株式取得について現在のよな形で株主総会決議を要求したとしても、支配の公正という観点からはあまり大きな機能は果たせない。自己株式取得の決議は、その目的、現実の実行の時期も(一年以内という制約はあるものの)、その方法も(相対取引は除く)、さらには最終的に実行するかしないかの裁量までも含んだ授権決議だからである。次に、理論的にみても、会社の支配権に影響を与えるような措置であるからといって、わが国の会社法は株主総会の関与を当然に要求しているわけではない(注三三)。少なくとも新株発行の場合については、たとえ支配権に影響があるケースであつても、株主総会の一律の関与は要求せず、一般条項的な規制(不公正発行の規制としての差止め等)によるという構造をとっている(注三四)。それにもかかわらず、自己株式取得の場合には株主総会の関与を要求するとすれば、違いを説明する必要がある。考えられる説明の一つは、増資(資金の調達)はタイムリーに行う必要が特に強いがゆえに、(本来は問題にす

べき)支配権への影響はあえて目をつぶつて、取締役会の裁量を認めただけであつて、自己株式の取得にはそのような要請が少ないから、支配権への影響のほうを重視し、株主総会決議を要求すべきだといふものである。従来から、新株発行と比べて自己株式取得の手続が嚴重であつたのは、こういう考え方が前提にあつたのかもしれない。ただし、資金調達はタイムリーにする必要があるが、余剰資金の返還はそうではないといふことが、現在のファイナンスの理論と実務を前提にしても維持できる考え方なのかどうかは別途検討されなくてはならない(二の2参照)。とりわけ、従来の文献は、自己株式取得の持つ余剰資金の分配以外のさまざまな機能についてきわめて否定的であるが(注三五)、そう考えなくてはならないのかどうかは、今一度検討されなくてはならないように思われる。もし余剰資金の分配以外の機能を否定するならば、自己株式取得を容認する理由の説明も難しくなつてしまふからである。

(3) 利益処分と株主総会決議

なお、立法論としては、そもそも利益処分権限を株主総会に残すべきか否かについて議論がある。利益配当請求権は株主の権利の中核であるから、株主総会の固有の権限であるといつた説明がなされてきたようであるが(注三六)、一でも説明したような企業金融の観点からみた配当・自己株式取得の持つ機能を重視すると、株

式の発行や社債の発行などと同じ財務政策上の決定という要素が前面に出てくることになる。こういう観点からは、一定の範囲での裁量を取締役に授権するというやり方にすべきではないかという疑問も生じ得るのである（なお、役員賞与は現在利益処分の一つとして行われているが、配当・自己株式取得とは明らかに性格が異なり、当然には同じ議論はできない（注三七））。ちなみに、近時、利益配当について個々の株主の意思を尊重すべきであるとして、いわゆる配当選択権方式を提唱するものがある（注三八）。利益処分権限の議論に当たっては、このような立場の検討も本当は必要であるが、本稿では紙枚の關係で省略する（注三九）。

(4) 不公正な自己株式取得の規制

すでに述べたように、自己株式取得を株主総会の決議事項としても、それだけでは支配の公正の観点からは実効性のある規制とはならない。このため、会社の支配争奪に関する介入を主たる目的とした自己株式取得が行われることについて、有効な事前のあるいは事後的規制が存在するかが重要になる（注四〇）。

新株発行の場合、現在の判例は、いわゆる主要目的のルールによって、支配権の移転あるいは維持を主たる目的とする場合に不公正発行として差止め（商法二八〇条ノ一〇）を認めるものだと理解されている（注四一）。これに対して、自己株式取得の差止めについての規定は特に置か

れていない。そこで、取締役の違法行為差止請求（商法二七二条）によらざるを得ないが、この規定がこの目的のために適切なものかどうかは疑問の余地もある（注四二）。たとえば、仮に現経営陣がもつばら支配権の維持を目的として行った自己株式取得であったとしても、（対価さえ不当でなければ）当然には会社に回復すべからざる損害を生ずるおそれのある場合とはいえないからである（注四三）。また、この点はさておくにせよ、新株発行の場合のように事前の公告がないので、差止めは——アメリカでみられるような買取側と防衛側が公開買付けを掛けるようなケース以外では——実務的ではないのかもしれない。そうすると、不当な支配権維持目的の自己株式取得については、そもそも事前の差止めによる救済はあまり期待できないのかもしれない（注四四）。

事後的な損害賠償はどうか。支配権争奪が問題となつているケースでは、しばしば株価が高騰しているために、企業防衛目的で市場から自己株式を買い付けた場合には、事後的に不適切な対価による取得として、取締役の損害賠償責任を発生させ（不公正な買取価額と適正な買取価額の差額がただちに会社の損害と考えられる点で、第三者割当増資とは異なる（注四五））、代表訴訟を提起される可能性が少なくない（商法二一〇条八項に従つて市場取引で取得したとしても、株価が高騰した時期に行つたとすれば、

当然取締役の責任は問題とされよう）（注四六）。ただし、このような事後的救済は、理論上はあくまで買取価額に着目したものであり、会社の資金によって支配権の争奪へ介入したことそれ自体に着目した救済ではない。

以上説明したとおり、現行法上は、自己株式取得に関して支配の公正そのものに着目した救済は事前・事後いずれについても不十分といわざるを得ない。支配の公正の観点は、自己株式取得解禁の是非や総会決議を要求する趣旨との関係では盛んに持ち出されたものの、自己株式取得解禁を前提とした場合の適切な救済方法のあり方については、ほとんど具体的な議論がなされることはなく、現実にもこれまでまったく手当てがなされてこなかったことは不思議な感じがしないでもない。

3 自己株式取得と株主間の平等

改正法は、自己株式の取得——消却のためであれば保有のためであれ——について株主平等を意識して手続を規制している。すなわち、自己株式取得方法は、①市場取引、②公開買付け、③相對取引の三種類が認められるが、③による場合には株主総会の特別決議による必要がある（商法二一〇条五項）、この場合、特別決議の招集（商法二一〇条五項）、この場合、特別決議の招集通知に誰から取得するかを記載しなくてはならず（商法二一〇条二項二号）、招集通知を受けたその他の株主は、総会の日の五日前までに書面

よって自分をも売主として加えよと要求することができ(商法二一〇条七項)。従来から、取締役・従業員に譲渡するため、あるいは消却のための自己株式取得の場合は、同じようなルールとなっており、学説においても、自己株式取得の場合には株主平等の原則からこのような規制が必要だと考えられてきたようである(注四七)。

しかし、なぜこのような手続が要求されるかを考えると、そう自明なことではない。たとえば、新株発行の際には、特定の第三者に対する割当ても、発行価額さえ公正であれば特別な決議なしに行うことができる(商法一八〇条ノ二第二項)。新株発行の場合は株主でない者に割り当てる話であるのに対して、自己株式取得の場合には特定の株主からの取得なので株主平等の原則から厳格に規制されなくてはならないというだけでは、いかにも形式論に思われる。実際に買取価額の適正ささえ担保されていれば株主の保護としては十分であり、改正法を過剰規制だと批判する声もある(注四八)。

他方、新株発行の場合との安易なアナロジーは適切ではないという批判もあり得る。たとえば、新株発行の場合には、現物出資であるとか、企業提携のための割当てとか、取締役会の裁量権(割当自由の原則)を与える合理的な理由があるから、特定の者への割当てであっても価格さえ公正なら株主の売却の機会を保障しなくて

もよいが、自己株式取得の場合にはそういうこととはないのであるかという反論が考えられる。しかし、現行法が金銭出資の場合も広く第三者割当増資を認める以上、現物出資の存在は自己株式の取得の差の説明とはいえない。また、企業提携の必要性については、逆に企業提携関係の解消の場合に相対取引による自己株式取得の必要性が考えられる(注四九)。実際、改正法のメリットとして株式持合い解消の受け皿といったことも盛んに説かれている。もとより、持合い解消の受け皿といった一時的なニーズを念頭に会社法のルールを改正するのは、健全な発想ではないかもしれないが、このコンテクストを離れて、一般論としても、新株発行の場合の企業提携のための第三者割当に対応する提携関係解消の手段としての相対取得の可否を問題とする余地はあろう。

現実問題としては、相対による自己株式取得を認めることについて現行法が消極的な最大の理由は、これまでわが国でなされた株式の買占めは、支配権奪取を目的するものというよりは、買占めによって高騰した高値での買取りを目的とするものが多かったため、相対による取得を容認することは、会社に損害を与えるような不当な価額での取得がなされることにつながる危険があるということにあるのではないかと想像される。しかし、この点の規制は、会社の内在的価値を大幅に上回る価額での取得の差止め、

あるいは取締役の責任によるのが本筋であろう(注五〇)。

(注二六) たとえば、改正前二一〇条一項三号に規定があった「会社ノ権利ノ実行ニ当リ其ノ目的ヲ達成スル為必要ナルトキ」というケースが、これに含まれるのかははっきりしない。もし含まれるとすれば、相対取引による取得として定時総会の特別決議により(商法二二〇条五項)かつ他の株主に売却の機会を与えなくてはならないこととなる(商法二一〇条二項二号、二一〇条七項)(野村修也「金庫株の解禁」ジュリス ト一二〇六号一頁(二〇〇一年)、落合誠一「前田雅弘」堀内啓「中西敏和」(座談会)金庫株解禁等に伴う改正商法の問題点と実務的対応」本誌一六〇二号一頁(二〇〇一年)(前田発言)江頭憲治郎「株式会社・有限会社法(有斐閣、二〇〇一年)一七五頁注一は、この場合は、「会社の利益のために致し方ない行為」であるから、規制には服さないとする。なお、「買受け」に当たらないとすれば取得(典型的には贈与による譲受け)は自由に許されるといのが改正法の趣旨であろう(神田・前掲(注二四)八二頁注三)。改正前商法二一〇条一項二号の規定していた合併や営業の全部譲渡のケースについても問題がある(江頭・前掲書一七五頁注一は、この場合については、「やむを得ない行為」として規制に服しないとす)。譲渡制限会社における相続人からの買受け(改正前商法二一〇条ノ三)についても、やはり同様の問題があり、改正法の規定の条文を素直に読む限り二一〇条の定める手続が必要ということになりそうであ

る(落合ほか・前掲座談会二頁〔前田発言〕)。
これらのケースにこういった嚴重な手続を課すことは適切とは思われないし、改正法も本當にそういう効果を意図したのかどうかも疑わしいが、条文上はそのように読めかねないところに問題がある。解釈論を工夫することが不可能ではないにせよ、立法によって解決することが望ましい。

(注二七) たしかに、従来の消却特例法に基づく定款による取締役会への授權は、体系的にはすわりが悪いともいえた。というのは、同じ利益処分でも、配当だとその都度定時総会の決議が必要なのに、自己株式の取得だと定款で取締役会に授權できる、つまり不平等に配るほうが平等に配るよりも手続が厄介だったことになるからである。したがって、定時総会決議に一本化したことは、すっきりしたともいえる。しかし、自己株式取得の決議は、その目的、現実の実行の時期も(一年以内という制約はあるものの)、その方法も(相対取引以外は除く)、さらには最終的に実行するかしないかの裁量までも含んだ授權決議である点で、利益配当の決議と性格が相当異なる。この点は、②に関連する。

(注二八) 落合ほか・前掲(注二六)九頁〔中西発言、堀内発言〕。

(注二九) 改正前商法二一〇条ノ二、二一〇条ノ四の株主総会決議の趣旨はこのようなものであった(江頭憲治郎・新版注釈会社法第三補巻六九頁参照)。

(注三〇) 現在の大規模な商法改正の一環として、利益処分権限自体を取締役会に移行させること

が検討されている(「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」〔平成一三年四月一八日、法務省民事局参事官室。以下、「商法改正中間試案」と呼ぶ〕第十八の一の1参照)。

(注三一) 落合ほか・前掲(注二六)九一〇頁〔中西発言、落合発言〕。

(注三二) 落合ほか・前掲(注二六)一〇頁〔前田発言〕、小林量「公開会社の自己株式取得」ジュリスト一〇五二号九頁、一一頁以下(一九九四年)参照。

(注三三) 落合ほか・前掲(注二六)一〇頁〔落合発言〕。もちろん、商法改正中間試案第一の二の2のように、支配権に影響を与える新株発行について新たに規制を強化するとすれば、話の根底が大きく変わってくる。この場合には、自己株式取得も——少なくとも一定規模以上になれば——その都度株主総会の関与が必要だということになる。

(注三四) 支配権への影響に関連した新株発行と自己株式取得との対比はこれまででもなされている。たとえば、神田・前掲(注一四)〔下〕一〇頁、中東・前掲(注一一)三八二頁以下。

(注三五) 吉原・前掲(注一一)、岩原・前掲(注一一)等。

(注三六) 昭和五六年改正の際にもこの点は問題となったが、利益処分は「株主総会の固有の権限」との考え方で、総会決議事項とするという建前が維持されたようである。竹内昭夫・改正会社法解説(有斐閣、一九八三年)一二四頁。

(注三七) これらについても当然に株主総会決議事項にすることが望ましいとはいえないが、そ

れは財務政策上の決定であるからという理由ではない。むしろ、報酬決定権限と合わせて議論されるべきであろう。

(注三八) 浜田道代「企業金融と多数決の限界」本誌一三九八号三二頁以下(一九九五年)、中東・前掲(注一一)三七四頁以下。経済学者の見解として、倉澤資成「株主総会の決定プロセス」三輪芳郎「神田秀樹」柳川範之「会社法の経済学(一九九八年)一四六頁。古くは、渋谷光子「公開会社の株主の地位に関する一考察」石井照久先生追悼記念・商事法の諸問題(有斐閣、一九七四年)二二五頁以下。

(注三九) 筆者自身は、現在のところこういう主張については懐疑的である。個々の株主の意思に従った取扱いをするコストについて十分な検討がなされていないと思われるからである。単なる事務手続のコストに加えて、(現金)配当額が不確定になることから資金計画が不確定になることの影響がある。また、仮に資金需要が大きいかかわらず株主が配当を要求した場合には(株主が必要な情報を集めた上で合理的に行動できるかどうか)も問題であるし、内部情報をすべて公開するわけにもいかないとすれば、経営者は利益留保が必要なことを株主に説得するのにも限界があるからこういう事態が起こり得る)、外部資金が必要となる。しかし、たとえば公募増資によって資金調達することは、投資家と経営者の間の情報の偏在を前提とするなら、おそらくは非効率である(こういう観点で強調する文献として、Stewart C. Myers, Determinants of Corporate Borrowing, 5 Journal

of Financial Economics 147 (1977) 参照。この理論は、経営者が株主の利益最大化を前提に行動するという仮定を置いていて点では問題もあるが、投資家と経営者の間に情報の偏在のある場合のエクイティ・ファイナンスのコストという問題自体は、現実の世界でもなくならないと思われる。一般論としては、経営者には過剰のフリー・キャッシュ・フローを蓄積するインセンティブがあるが、個々の株主の選択権を法律で強制するようなルールを、以上のようなコストを考慮してもなお導入すべきであるという確信は、筆者には持てない。ただし、閉鎖会社に関しては、また別段の考慮は可能かもしれない。

(注四〇) 前田庸「自己株式取得規制の緩和について」鴻常夫先生古稀記念・現代企業立法の軌跡と展望(商事法務研究会、一九九五年)一頁、二三頁は、(平成六年改正法を前提とする)取得した自己株式を処分する場合に自派の株主にのみ譲渡して経営権を維持することが違法なのであり、自己株式の取得によって相手側の株式取得を阻止し乗っ取りを防御したとしても、それ自体は問題ないとする。こういう考え方がとれるのであれば、そもそも自己株式取得それ自体を支配の公正の観点から問題とするのはおかしいということもなろう。ただ、多くの学説がここまで割り切って考えているとは考えにくい。たとえば、後掲(注四二)参照。

(注四一) この点に関する判例理論の分析については、優れた文献が少なくないが、さしあたり洲崎博史「不公正な新株発行とその規制」(二・完)民商九四巻六号七二二頁以下(一九八六年)、

吉本健一「新株の発行と株主の支配的利益」判例タイムズ六五八号三二頁以下(一九八八年)、森本滋「第三者割当増資をめぐる諸問題」河本一郎ほか「第三者割当増資——企業金融と商法改正2」(有斐閣、一九九一年)二二五頁参照。

(注四二) 江頭・前掲(注二六)一七三頁注四は、「経営者と株主との間に会社支配の帰属をめぐる争いがある場合に、後者が過半数議決権を取得することを阻止する目的で前者が会社の名で市場において株式を買い漁る等、当該自己株式等を買受けが取締役の善管注意義務・忠実義務違反に当たるときは、取締役の責任(商二六六条一項五号、有三〇条ノ二第一項三号)・行為の差止(商二七二条、有三一条ノ二)等の原因になり得る」とする。しかし、この点については後述のように、なかなか困難な解釈問題がある。

(注四三) もちろん、支配権争奪が顕在化し、株式が一時的に高騰した場合にその値段で買い取ろうとしておれば、この要件は満たされ得る。そして、このような意味での「会社の損害」が生じるおそれがないなら、もっぱら支配権を維持することを目的とする自己株式取得も認めるべきであり、差止めを認める必要はないという立場もあり得ないでもない。しかし、まずこういう立場は、少なくとも新株発行の場合のルールとは平仄が合わない(いわゆる主要目的ルールは、会社の損害を問題とせず、発行価額が公正か否かは必ずしも問わない)。理論的にも、たとえば支配権争奪の局面での新株発行について権限分配秩序の観点から問題とするような立場(たとえば、森本滋「新株発行と株主の地位」法

学論叢一〇四巻二号一頁(一九七八年)、川浜昇「株式会社支配争奪と取締役の行動の規制」民商九五巻四号四九六頁(一九八九年)からは、差止めの要件として現実に会社が損害を受けるか否かを問題とするのは妥当ではないとなるのではなからうか。自己株式取得について、このような立場から、取締役が支配権をめぐる争いに関与すべきではないと説くものとして、岩原・前掲注(二二)五一頁。

なお、原田晃治・泰田啓太・郡谷大輔「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説」(上)本誌一六〇七号一頁注三は、「会社が自らの長期的な利益の観点から、敵対的買収の脅威にさらされることが会社にとって必ずしも利益にならないと判断し、かかる判断に基づいて、敵対的買収をいわば一般的に予防するために、会社が自己株式を取得することは、商法上、特に問題ない」として、支配権維持のための自己株式取得を広く認めるようにも読める。ただし、この注に対応する本文は、「大株主や提携先が株式を放出するとき、会社が自己株式を取得することにより、これらの株式が敵対的買収をしようとする者に取得されるのを防止する」ということであり、具体的な買収が始まった段階でなされる自己株式取得をも、会社の長期的利益のためとの判断によるものであれば適法であるとして当然に正当化する趣旨ではないのかもしれない。

(注四四) 岩原・前掲(注一一)上五一頁は、差止めによる救済がないことを、自己株式取得規制緩和の問題の一つとして指摘している。神

田・前掲(注一四)[下]一〇頁も、「新株発行の場合と同様……何らかの規制」が必要であると指摘する。

(注四五) この点は、新株の有利発行と大きな違いがある。新株の有利発行がなされた場合には、会社に損害があるかどうかは、一般論としては疑わしい(既存株主から新たに株主になった者への利益移転にすぎない)。発行価額と公正な発行価額の差額について会社が損害を被っているという見解もあるかもしれないが、当然にそうはいえない。たとえば、時価二万円のところ、発行価額一万円、発行株式数一万株によって一億円調達したという例で説明しよう。このケースでは、前述の見解は、会社が(二万円一万円)×一万＝一億円の損害を被っていると考えるわけであるが、その前提として、発行価額二万円で一万円株発行して二億円調達した状態を「あるべき状態」として想定し、会社の損害を計算していることになる。しかし、この場合に想定すべき「あるべき状態」は、——資金調達目的の増資である限り——二万円五、〇〇〇株発行して一億円調達した状態ではなからうか。ちなみに、有利発行の特殊なケースとでもいべき、不当な合併比率による合併がなされた場合、判例は、合併後の会社には損害がないという理由で取締役に対する責任追及を否定する(最判平成八・一・二三資料版/商事法務一四三号一五八頁)。もちろん既存株主が取締役の第三者責任を追及すること(直接損害)は可能である(東京地判昭和五六・六・一二判例時報一〇二三号一一六頁、京都地判平成四・八・五

判例時報一四四〇号二二九頁、不法行為として請求を認めたと例として、千葉地判平成八・八・二八判例時報一五九一号一一三頁。また、最終的に責任は否定されたが、東京地判平成九・九・一七判例タイムズ九七六号二〇八頁)。これに対して、不当に高い値段による自己株式取得は、社外への財産の流出である以上、買取価額のうち不当に高い部分は当然に会社の損害とみてよい。ただし、支配権維持のための新株発行では、調達金額総額ではなく発行株式数こそが重要であるので——前述の例でいえば発行価額二万円で一万円株発行して二億円調達した状態を「あるべき状態」として想定するのが現実的だと考えられ——、(公正な価額＝現実の発行価額)×発行株式数をもって会社の被った損害と考えてよい。

(注四六) 前田雅弘「株式取得と取締役の責任」ジュリスト一〇五二号三三頁(一九九四年)。

(注四七) 自己株式取得と株主の平等については、龍田節「自己株式取得と株主の平等」法学論叢一三四巻五二一頁(一九九四年)。

(注四八) 落合誠一「神田秀樹」斎藤静樹「深尾光洋」(座談会)会社法大改正の意義」ジュリスト一二〇六号二八頁(二〇〇一年)〔神田発言〕。

神田教授は旧来から、①市場買付けあるいは全株主に売却の機会を与えるか、②公正な価額による相対取引のいずれかであればよいとされていた(神田・前掲(注一四)[下]一〇頁)。なお、神田秀樹編「株式持ち合い解消の理論と実務」(財経詳報社、二〇〇一年)二一四頁〔藤田発言〕および二二八頁以下、三〇九頁以下の議論をも

参照。

(注四九) 改正法がこの目的に資するかどうかは疑問が大きい。公開会社であっても相対取引による自己株式を認められるようになったが、特定の株主から買い取るためには特別決議が必要以上に、その他の株主にも買取りの機会を与えなくてはならないこととされているためである。持合いをしている会社同士が、市場価額より安い値段で自己株式を買い取り合うようにすれば、それ以外の株主が便乗して買取請求することは避けられるかもしれないが、こういうことが法的に許されるかどうかも問題である。安い値段で相手会社の株式を売ることが、売却会社の取締役の義務違反になるかもしれない。持合い解消の受け皿としての自己株式取得ということが目的なのであれば、そのためには相対による自己株式取得の規制を緩和しないと達成できないことは以前から指摘されていた(神田編・前掲(注四八)二一四頁〔藤田発言〕および二二八頁以下、三〇九頁以下の議論を参照)。

(注五〇) 倉澤康一郎「公開会社の自己株式取得規制緩和」ジュリスト一〇二九号一二頁、一三頁(一九九三年)。

(ふじた・ともたか)