

Title	自己株式取得規制と規制緩和の問題点
Sub Title	Stock Repurchases
Author	阪埜, 光男(Banno, Mitsuo)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1993
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.66, No.1 (1993. 1) ,p.45- 61
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	米津昭子教授退職記念号
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19930128-0045

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

自己株式取得規制と規制緩和の問題点

阪 埜 光 男

はじめに

- 一 現行商法における自己株式取得規制
- 二 自己株式取得により生ずる弊害
- 三 自己株式の適法取得
- 四 緩和論の考えている効果と問題点
- 五 自己株式取得を許容する場合の条件
おわりに

はじめに

経済団体連合会（経団連）は、本年三月一〇日、会社法制のありかたについての見解を公表し、そのなかで、自己株式取得規制の緩和を商法改正の緊急課題として採り上げるよう要望した。このような要望は、これまでいく度も行われてきているが、その理由には変化がみられる。

すなわち、かつては、外資による乗取りの防止、従業員持株制度の推進、株式買取権付社債の発行、そして近時は、M&A対策、株式の買占めに対する企業防衛手段として、自己株式取得規制の緩和が考えられていたが、最近では、主として株価の低迷を打開し、資本市場の活性化をもたらすという証券市場対策として考えられているようである。すなわち、バブル経済の下で、多くの会社がコストのかからない資金の入手手段として新株発行を繰り返して来たが、その結果、株式がだぶつき、これが株価低落の原因となっているので、自己株式取得を認めることによって、市場に流通する株式を減らし、株価を上昇させ、株式市場の活性化を図ろうというのである。こういう考え方は、経済団体だけでなく、政界にもかなり存在し、法制審議会の結論を待っていたのでは、時間がかかりすぎるので、議員立法で自己株式規制を緩和しようという動きがかなり活発になっていると聞く。しかし、商法が基本法の一つである以上、経済政策を急ぐ余り将来に禍根を残すような改正を行うことは厳に慎まなければならない。

ところで最近の規制緩和の動きに対し、学者も多くの関心をよせており、今日、さまざまな場で、自己株式規制の見直し論が有力に主張され、現行商法の厳格な規制に対する賛否両論が活発に展開されている。

周知のように、わが国の商法の自己株式取得規制は、諸外国にくらべてきわめて厳格であり、四つの例外の場合以外は、自己株式の取得を禁止している。このように原則として自己株式取得を禁止している趣旨は、主として、資本の空洞化、株主の不平等、会社支配の歪曲化をもたらすという弊害防止（商法的理由）と、会社が株価操縦や内部者取引を行うおそれがあるという弊害防止（証券取引法的理由）にあると一般に理解されている。

このように自己株式取得禁止の立法理由が理論によるものではなく弊害防止という政策によるものである以上、このような弊害が生ずるのを他の方法で防止できるならば、自己株式取得を一律に事前に禁止する必要はないというのが規制緩和論の論拠となっている。そして緩和論は、規制が緩和されれば、前に述べたごとく株式市場の活性化をもたらし、国民経済的にも望ましいと主張する。

たしかに、自己株式取得規制を緩和した場合に生ずる多くの弊害を、他の方法で防止できれば、自己株式取得を一律に禁止する必要はないであろう。問題は、そこでいうところの他の方法が、本当に弊害を完全に防止できるのかという点である。それぞれの弊害について、考えられている防止策を慎重に検討した結果、すべての防止策が自己株式取得を一律に禁止した場合と同程度の機能をもつことが検証されれば、緩和論を支持してもよいと思われる。この検証なくして緩和論を性急に支持することはできない。規制緩和反対論ないし慎重論のなかには、経済団体が自己株式取得を認めることで達成したいと考えている目的は、現行商法が認めている株式の利益消却によっても達成できるから自己株式規制を緩和する必要性は認められないと説く見解もある⁽¹⁾。

そこで、本稿では、第一に、現行商法の自己株式取得規制を概観し、自己株式取得の弊害として挙げられている諸点について検討を加え、第二に、緩和論の考えている目的が、自己株式取得以外の手段によって達成できないかを吟味し、最後に、規制が緩和される場合の問題点について考えてみる。

一 現行商法における自己株式取得規制

(一) 昭和十三年の商法改正

昭和十三年改正前の商法は、その一五一条一項において、「会社ハ自己ノ株式ヲ取得シ又ハ質権ノ目的トシテ之ヲ受クルコトヲ得ス」と定めて自己株式の取得を絶対的に禁止し、その例外を認めなかった。当時は、社団法人が同時に自己の構成員たる社員になることは不可能であるとか、混同（民法五二〇条）の法理に反するというように、会社が自己株式を取得することは、理論的に不可能であることを理由とする考え方が支配的であった。実際界および学界はその緩和を望んでいたといわれるが、昭和十三年の商法改正において、自己株式取得禁止について三つの例外が認め

られた（商法二〇条一号―三号）。株式の消却、合併または営業全部の譲受、権利の実行という現行商法二一〇条一号ないし三号の定める例外がそれである。ここにおいて、自己株式取得禁止がたんに前述の法理上の理由によるものではないことが法文上明らかになった。

株式会社がその設立または新株発行にあたって、自己の株式を原始取得して会社が同時に自己の構成員たる株主になることは不可能であるが、ひとたび有効に成立した株式が株券という有価証券に表章されて流通する過程において、会社が自己株式を承継取得することは可能であり、理論上もその取得を無効と解すべきではない。それ故自己株式取得を原則として禁止する理由は、法理上の理由ではなく、これを放任することによって生ずる多くの弊害を防止するためという政策的理由に基づくものであると一般に説明されている。

（二）昭和二五年の商法改正

昭和二五年の改正商法は、合併・営業譲渡・譲受について株式買取請求権制度（昭和四一年および平成二年の商法改正により商法三四九条一項および商法二三〇条ノ八ノ二第二項を追加）を導入したのに伴い、この制度が履行される場合にも自己株式の取得を認めることにした（商法二〇条四号）が、原則的禁止の態度に変わりはなく、諸外国の立法例との比較から、日本法の規制は厳格すぎると批判された。

（三）昭和三三年の証券会社の「名義貸し」と昭和五六年の商法改正

昭和三三年、証券会社の「名義貸し」と関連する税法違反容疑の調査によって、多くの会社が違法な自己株式取得をしている事実が明るみに出るとともに、取得規制のあり方自体が論議的になった。それ以降、経済界あるいは一部の立法論は、財源等に規制を加えつつ、自己株式取得規制の緩和を主張してきている。しかし、昭和五六年の商法

改正においても、自己株式取得規制は緩和されず、ただ自己株式の質受けについてのみ、緩和されたことは（商法二〇条本文後段参照）、周知のとおりである。

二 自己株式取得により生ずる弊害

(一) 弊害の内容

一般に指摘されている弊害は次の諸点である。⁽²⁾

(1) 資本維持違反

自己株式を資本または法定準備金を財源として有償取得する場合には、実質的には、株主に対する出資の払戻と同様の結果を生じ、会社債権者を害することとなる。とくにそれが資本にくいこむ場合には、法定の手続を経ない資本減少に至る危険がある。また、資本以外の財源たとえば配当可能利益を財源として取得する場合でも、会社の資産状態が悪化すれば、会社保有の自己株式の価格も下落するため、会社は二重の損失を受けるおそれがある。

(2) 株主の不平等

投資の回収を欲する株主が多数いるとき、会社が恣意的にそのうちの一部だけから株式を買付けることは、株主間に機会の不均等をもたらすことになる。法は、利益消却や償還株式の規制（商法二二条・二二二条）を通じて平等な償還を予定しており、右のような自己株式取得は、その潜脱となる。また、会社が一部の株主から不当な対価（株式の実価より高い場合と低い場合をいう）で自己株式を有償取得することは、株主間の公平を欠く。

(3) 支配の歪曲化

自己株式の取得によって議決権の総数が減る結果（商法二四一条二項参照）、株主総会を支配するために必要な株式数

は、自己株式取得前にくらべて少なくてすむ。その結果、会社理事者の資本参加を伴わない総会決議支配が認められ、経営者独裁になるおそれがある。

(4) 株価の相場操縦

会社が、現在の財政状態が悪化しているにもかかわらず、会社の信用を考えて、良好であるとの見せかけを作るため、自己株式を大量に取得することによって株価をつり上げ、一般投資家を欺く危険がある。自己株式の貸借対照表上の計上方法や評価方法の不健全な操作によって、さらに危険は倍加する。

(5) 内部者取引の助長

取締役が株式の価値に影響を及ぼす内部情報を利用して、自分にとって最も有利な株式の売買を行うおそれがある。また、自己の利益のために自社株の取引を企てる危険もある。

(6) 株式買占め行為の助長

発行会社が企業防衛のため株式の買占めを行った者から不当に高い価格で自社株を買い取る場合には、会社に対し財産的損害を与えるだけでなく、会社に対し高く売りつける目的での株式買占め行為を助長する危険がある。

ところで、以上に挙げた自己株式取得の弊害は、会社が自己の名義で取得する場合だけではなく、他人名義でも会社の計算で自社の株式を取得する場合にも生ずる。したがって、通説は、この場合にも自己株式取得禁止規定の適用を認めている。商法四八九条二号が「何人ノ名義ヲ以テスルヲ問ハズ会社ノ計算ニ於テ不正ニ其ノ株式ヲ取得」した取締役等に刑罰を科しているのは、自己株式取得の禁止は、他人名義ではあるが会社の計算による取得の場合に及ぶことを前提としているといえる。実際にも、このような形での自己株式取得が圧倒的に多い。

(二) 検 討

自己株式取得を認めることにより生ずる弊害は、前述のとおりであるが、そのある一つが自己株式取得禁止の絶対的な理由となるものではないことが一般に指摘されている。すなわち、前述の弊害のうち、(1)資本維持違反については、全額払込制(商法一七〇条・一七七条参照)の下で自己株式を取得するときは、その取得財源を配当可能利益に限定すれば、出資の払戻しにはならず、また、二重の損失の点についても、会社が他の会社の株式を保有する場合と程度の差にすぎず、資産の健全性が害されるということについては、EC諸国のように取得した自己株式の資産性を否定するか、または当該株式の消却を定めれば、避けうるものである。(2)株主の不平等については、市場を通しての市価による自由な自己株式の取得までも禁止する理由にはならない(このことをあまり強調すると、自己株式を取得しうるのは上場会社のみに限られ、非上場会社は除外されることとなり、問題であるが、市場性のない株式については、対価の公正・不公正が取締役の責任問題として争われることになろう)。(3)支配の歪曲化については、財源規制によっても、市場買付けの方法を強制することによっても、これを防止できないが、自己株式の取得を株主総会の決議事項にするか、それが問題となる場合には、数量規制を厳格にすれば、防止できるといわれている。(4)株価の相場操縦・(5)内部者取引の助長については、証券取引法一二五条(相場操縦の禁止)や同法一九〇条の二(内部者取引の禁止)等の厳格な適用により、その弊害の防止が図られるという。(6)株式買占め行為の助長については、取締役の忠実義務(商法二五四条ノ三)の厳格な適用によって防止できるという。

たしかに、自己株式取得がもたらす弊害が、個別的規制によって除去しうるという前述の主張は、それぞれ説得力をもっているが、取締役の責任追及の手段として認められている代表訴訟制度がほとんど利用されていない現状、会社が第三者名義で、会社の計算において自己が発行した株式を取得するのが常態であること、相場操縦や内部者取引に関する規制の実効性がどこまであるか疑問であることを考えると、どのような個別的規制や救済策を設けてもかな

らずしも十分でなく、また違反の立証の困難であることを考えると、予想される各種の弊害が生じないよう、一般的な予防の見地から、自己株式の取得は、原則として禁止するという現行法の立場は妥当とすべきである。

三 自己株式の適法取得

法が自己株式取得を原則として禁止しているのは、前に述べた種々の弊害が生ずるのを一般的に防止するという政策的理由によるものであるから、①そのような弊害が生じない場合や、②多少の弊害が生ずるおそれがあっても取得を認めることの方が会社にとって大きな利益がある場合には、例外的に自己株式の取得が認められる。商法二一〇条は、このような例外として四つの場合を認めているが（なお、商法改正附則一九条六項・商法二三〇条ノ八ノ二第二項参照）、通説は、これらの例外を例示的列挙と考え、これら以外でも、自己株式の無償取得、包括遺贈（合併と同視すべきである）、取次の取得、信託の取得等は、解積上、自己株式取得が許容されると考えられている。

問題は、諸外国の法制にみられるごとく、以上の場合以外にもその例外的許容が認められるかということである。たとえば、西ドイツ株式法は「会社の著しい損害を避けるため必要な場合」に自己株式取得を例外的に許容している。わが国では、この場合に解積上許容しうるかについては、一般的に消極論が多いが、三井鉱山事件に関する東京地裁昭和六一年五月二九日判決（判時二一九四号三三頁）は、会社が危機的狀態（株主が反社会的利益追求のため会社の株式を買い占め、会社関係者に重大な損害を与える危険が高く、これが差し迫っている状況）にある時には、会社の重大な損害回避策として自己株式取得が許容される余地がまったくないとはいえないという見解を示した。この見解は、これまでの裁判例・学説には見られなかったため、論議を呼び、この判決に関する評釈等が多く発表されたが、その多くは、否定的であり、第二審の東京高裁平成元年七月三日判決（金融・商事判例八二六号三頁）も「自己株式の取得が適法として許

容されるのは、商法二一〇条が明文によって規定する四つの例外的な場合のほかは、会社が自己株式を無償で取得する場合や間屋たる会社が取次行為として自己株式を取得する場合等…：弊害の生じないことが類型的に明らかかな場合に限られ、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利益の実現ないし重大な損害の回避のためにはや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得ないものと解するのが相当である」と判示し、第一審判決（前掲東京地裁判決）の見解を否定した。

商法二一〇条の文言からみても、第一審判決のような解釈論を立てることは無理であると思われるが、前述のごとく、このような解釈論をすでに立法のなかに採り入れている外国の法制があることを考えると、現行自己株式規制の見直しを行うときは、この問題も検討課題として採り上げる必要があるであろう。

四 緩和論の考えている効果と問題点

現行の自己株式取得規制を緩和した場合にどのような効果が生ずるか、緩和論は、これまで種々の効果があることを主張してきたが、そのなかの主なもの四つを挙げて検討を加えてみよう。

第一に、自己株式の取得が許容されれば、企業に取り込まれた部分だけ、市場に流通する株式量が減少するから、それに応じて株価が上昇し、低迷を続けている株式市場の活性化が期待され、一株当たりの利益の向上により結果的に株主への利益還元となる効果があるという考えがある。これは、とどのつまり、市場に出廻っている株式数を減らせば、経済原則により一株当たりの価値が上るという理解にもとづいている。そうだとすれば、人為的に市場に出廻っている株式数を減らす手段として、自己株式の取得を認める方法しかないのか。換言すれば、商法が定める制度のなかに、このような手段が他に見当たらないかをまず検討してみることが必要であろう。なぜなら、もし、現行制度

のなかに人為的に市場に出廻っている株式を減らすことができる他の手段が認められているなら、その制度によるか、あるいはその制度に問題があるなら、その制度の手直しをすることをまず考えることが筋だと思ふからである。

ところで商法二二条一項但書は利益消却という配当可能利益でもって行れる株式の消却制度を認めている。この制度を利用して市場に出廻っている株式の数を減らすことが可能である。すなわち、会社が定款を変更して、当社の株式は利益によって消却しうる旨を定めたりえて「株主に配当すべき利益」によって市場から株式を買い入れて消却すれば、市場に出廻っている株式の数を減らすことができる。これまで、この制度は、遠からず鉱脈が尽きようとする鉱山会社のように、一定期間後企業の経済的価値が消滅するような会社が、解散の場合の精算手続を簡易化する目的で用いられるものと一般に考えられていたが、まれには、株価つり上げ策としてこの制度が利用されたこともあると聞く。そうだとすれば、この制度を株価の低迷打開策として利用してもよさそうである。

しかし、経済界が利益消却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、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。⁴ それでは、配当可能利益を財源として自己株式の取得を認めた場合に、みなし配当課税の問題は起きないか。この場合の自己株式の取得が利益消却と同様の経済的効果があるとすると、この場合にもみなし配当として課税される可能性を否定することはできないであろう。そうであれば、自己株式取得禁止の緩和を提言するよりも、定款を変更したうえで株式の利益消却を行った方がつとり早い。このように考えると、株価のつり上げ策として自己株式取得規制の緩和を主張することが説得力に乏しいということができよう（平均株価のつり上げは政府の経済政策に委ねるのが妥当である）。

第二に、余剰資金を株主に返却することが経済的に合理的であるが、これを実現する方策として自己株式の取得は認められるべきであるという考えがある。⁵ すなわち、現在余剰資金を有するが、さしあたり、有利な投資対象を見出しえない会社にとって、自己株式の取得により社外株式数を減らし、後年度の配当負担を軽減することは効果的な財

務戦略であるというのである。たんに余剰資金を株主に返却するということであれば、配当により返却すれば良いが、この場合には、社外株式数が減少しないため、後年度の配当負担は減少しない。また、株式数を減少させる方法としては、株式の併合もあるが、この場合には、会社の信用維持の観点から、旧一株あたりの配当率を下げないように会社は努力するから、配当負担の軽減に資することは困難である。このように考えると、自己株式の取得は、効率的な余剰資金の返却方法といえる。

しかし、余剰資金は株主に還元すべきであるという理論は、アメリカにおいては、普及しているといえても、わが国の経営者ははたしてこのような考え方をもっているか疑問に思われる。そうだとすれば、自己株式の取得を認めても、わが国の企業経営者は、配当をあまり行わないのと同様に、株主への資金返却として自己株式取得を行うとはあまり考えられない⁽⁶⁾。そうだとすると、余剰資金の株主への還元策として自己株式取得を認める考え方は、理論的には正しいが、現実性のある考え方とはいえないであろう。

第三に、企業防衛の手段として自己株式取得を許容すべきであるという考えがある。現在の会社経営者に属さない者が、大量の株式を買い集め、会社の実権を手中に収めようと策しているときに、自己株式の取得が認められれば、現経営者は、これに対抗することができ、いわゆる防戦買いの許容である。しかし、この考え方は、現行株式会社法の基本理念として法学者が一般に理解しているところと相容れない。株式会社の論理からは、株式の多数を手中に収めた者に会社の支配権が帰属する。現経営者がその経営方針の維持を必要と考え、自己の地位を守らなければならぬ⁽⁷⁾と思えば、一般株主の協力を求めるとか、自己の資金によって防戦買いをすべきである。また、自己株式には議決権がない（商法二四二条二項）。したがって、会社が議決権の多数を握って対抗することは本来不可能である。

それゆえ、自己株式取得の効用として考えられるのは次の二点である。第一は、株価をつり上げ、攻撃側を資金不足に導き、株式の買集めを続行することを断念させる。第二は、浮動株を枯渇させて、攻撃側が支配権取得に必要な

数の株式を買い付ける可能性を奪う。しかし、これらの効果を挙げるためには、大量の自己株式を取得する必要がある。会社債権者保護のため取得財源を配当可能利益に限定すれば、それだけの余裕がない企業は、自己株式の取得を認めても、現実には、取得の財源がないため、これを行うことは不可能であろう。

また、会社側は市価を無視して株式を買い上げる場合が多いから(市価よりも高い価格で買い上げるのが普通である)、会社の資産の健全性を害することになる(売却時の株価は取得価額を大幅に下廻る場合が多い)。また、それだけの出資をして、防衛に成功しても、それが真に会社の利益のためになされたか、現経営者の個人的利益を守るためになされたかの判定が難しい。もし後者であれば、「支配の公正」に反することになり、また会社資金の不当使用として取締役の責任問題ともなる。このように考えると、企業防衛の手段として自己株式の取得を許容することには問題があるといえる。

第四に従業員持株制度の円滑な運営のために自己株式の取得の許容が必要であるとの考えがある。会社が自己株式を保有していれば、従業員に株式を取得させるうえで便利であるし、従業員が退職等によってその地位を失ったとき、その持株を会社が買取ることができれば、従業員持株制度の運用が容易となるというのである。たしかに従業員持株制度が有用であり、この目的のために自己株式の取得を認める外国の立法例は多い。しかし、自己株式の取得を許容する他に、右の目的を達成する方法はないであろうか。従業員に有利な条件で株式を取得させる手段としては、従業員を対象とする第三者割当が考えられる。この場合には、株主以外の第三者に対する有利価額発行となるから、取締役会の決議だけで、これを行うことはできず、株主総会の特別決議が必要となる(商法二八〇条ノ二第二項)。また、この方法は、新株を発行するのであるから、発行済株式総数を増やさないと従業員持株制度の実を挙げたいという場合には、利用できない。現行の従業員持株制度の方式として一般に行われている従業員団体の持株会が従業員より集めた購入代金で毎月まとめて、市場から株式を一括購入する場合には、持株会への参加率が高まるにつれて買付株数が

大きくなると、一時点の大量買付が株価を押し上げる要因として作用すること、また持株会の大量購入を見込んであらかじめ個人的に株式を購入しておき値上がりしたら売却する思惑売買がでてくる可能性があることなど問題とすべき点が多い。⁸⁾

それでは、自己株式の取得を認めれば、このような問題は生じないであろうか。自己株式の取得を認めても、一時に大量の株式を取得したときは、株価は押し上げられるし、また思惑売買がなくなる保証はない。持株会による購入が会社自体による購入に代わるだけであり、不明朗な売買を根絶することはできないであろう。このように考えると、従業員持株制度の円滑な運営を行うためには、自己株式取得を肯定すべきであるという議論には説得力がないといわねばなるまい。

要するに、緩和論が考えている目的は、自己株式取得以外の手段によっても達成できるものが多く、また緩和論の論拠は説得力に欠けるといえよう。

五 自己株式取得を許容する場合の条件

前に一言したごとく、私は、自己株式取得規制の緩和論には批判的立場にあるが、百歩譲って、自己株式取得を許容する場合には、二で述べた自己株式取得を許容した場合に生ずる多くの弊害が防止できるような方策を用意しておかねばならないと考える。このような視点からは自己株式取得を全面的に許容することは認められず、種々の制限を付して、はじめて認められることになる。

それでは、どのような制限を付さねばならないか。自己株式取得の弊害を念頭に置きながら考えてみよう。

(一) 取得財源による制限

資本または法定準備金を財源として自己株式の有償取得を認めることは、資本維持の要請に反するから、許されない。したがって自己株式の取得を許容する場合には、取得財源は配当可能利益（計算書類規則三四条一項にいわゆる剰余金）に限定する必要がある。配当可能利益で自己株式を有償取得することは、利益処分の一形態である。そうであれば、現行商法は、利益処分を株主総会の権限としているから、自己株式を取得する場合には総会による承認か、または総会が一定の範囲を限定しその範囲での自己株式の取得の権限を取締役に授権しておくことが必要となろう。

このような手続きを要求した場合には、臨機応変の自己株式取得は困難となるが、アメリカのように利益配当が取締役会の権限とされている法制の下ならともかく、わが国では、このような手続きを省略することは、理論上許されないであろう。

(二) 取得できる株式数の制限

発行済株式総数に対する一定割合の株式数についてだけ自己株式の取得を認める方法も考えられる。自己株式の質受の制限について商法が採っている立場である。この方法を採った場合のメリットは一定割合の株式数（たとえば発行済株式総数の一〇パーセントないし二〇パーセント以内の株式数）に限定すれば、議決権のある株式が極端に減少するのを防止できるから、支配の不公正ひいては経営者独裁の弊害を防止することができるであろう。

(三) 買付方法の制限

自己株式の取得方法を市場からの購入に限定することは、価格の公正さが図られる結果、株主平等の実現にも役立つ。しかし、このような手続きを要求した場合には、自己株式を取得できる企業は上場会社に限られる。したがって非

上場会社の場合にはどうなるかが問題となる。この場合、市場買付けの代用として公開買付が考えられるという見解⁽⁹⁾があるが、公開買付の目的の妥当性に関し問題がある。主として企業防衛の目的が考えられるが、その妥当性について疑念があることは前に一言したとおりである。

(四) 取得目的による制限

自己株式の取得は原則として禁止して特定の目的のための取得についてのみ、これを許容する方法である。既に、商法は、この方法をとっており、前述のごとく四つの目的を遂行するための取得は、これを許容している。この許容範囲を拡げて、たとえば、従業員持株制度を円滑に運営するためとか、企業防衛のためとか、会社の重大な危機を脱するため等の自己株式取得を認める方法である。

外国の立法例では、既にこのような規制を設けているものもあるが、この取得目的による制限は、その実効性を確保することが困難であるという問題がある。自己株式を購入するときに、本当にそのような目的に自己株式が利用されるかどうか不明であり、従って購入後に、確かにそのように利用されたということの確証を担保する制度が必要になる。また、購入後に会社の状況が悪化しても、会社は株式を売却できないことにしなければならぬであろう。そうだとすると継続保有に伴う問題が生ずる。

(五) 取得できる株式の種類制限

一般に行われている自己株式取得に関する議論は、普通株式を念頭に置いていると思われるが、優先株（無議決権）⁽⁹⁾についてのみ自己株式の取得を許容するという方法はどうであろうか。この方法をとれば、将来の配当負担の軽減という目的は達成できるし、支配の不公正の懸念もなくなる。しかし、内部者取引や相場操縦の危険は依然として残る

であらう。

おわりに

配当可能利益を財源とする自己株式の取得であれば、会社債権者の利益を害するおそれなく簡単な問題のようにみえる。しかし、この場合の取得は利益処分形をとるから、取締役会の裁量で行うことはできない。その結果、臨機応変な取得は困難である。取得を認める株式数を発行済株式総数の一〇パーセントないし二〇パーセント以内というように数量規制を行えば、自己株式取得の弊害は少なくてすむ。取得の方法を市場からの買入れに限定すれば、なおさら問題はすくなくてすむ。しかし、自己株式取得を許容する場合には、解決すべき問題がまだまだ多く存在する。上場株式を市場から買入れられる場合についても、取得の条件を取締役会の裁量にまかせてよいか。それとも、総会決議を必要とするか。公正な発行価額であれば、第三者に対する新株発行は取締役会の決議のみでできるとしている現行法とのバランスから考えると、前者の立場をとることが合理的であると考えられるし、配当可能利益を財源とする自己株式取得の面を重視すれば、総会の決議を要するとする後者の立場に立つことに合理性があるともいえよう。また、取得した自己株式についてこれを消却させるかあるいは保有させるか、また開示をどのような方法でさせるかも問題となる。一方、自己株式規制緩和論が考えている経済的な目的等は、現行商法の株式消却や償還株式の制度を手直しすることによっても達成できるような気がする。

また、自己株式取得がもたらす内部者取引や株価操縦の危険に対しては、証券取引法の適切な運用に期待するほかに、果して期待どおりのことが実現できるかは不明である。

このようにみると、弊害の多い自己株式の取得を、たとえ制限付にせよ許容する方向に走ることには、賛成し

がたい。自己株式の取得を許容するためには、長時間にわたる慎重な検討が必要であると考える。

- (1) 竹内昭夫「自己株式取得規制の緩和と商法・税法」商事法務一二八六号三頁。
- (2) 蓮井良憲・新版注釈会社法(3)二二七頁以下。龍田節「自己株式取得の規制類型」法学論叢九〇巻四・五・六号二〇二頁以下。
- (3) 竹内・前掲三頁。
- (4) 竹内・前掲三頁。
- (5) 小林量「企業金融としての自己株式取得制度」私法五〇号一六六頁以下。
- (6) 神田秀樹「自己株式取得と企業金融(下)」商事法務一二九二号二頁。
- (7) 龍田・前掲二〇頁。
- (8) 関俊彦「自己株式取得禁止の緩和」商事法務一〇六四号三〇頁。
- (9) 龍田・前掲二四八頁。

(平成四年七月一〇日稿)

(付記)

- 一 本論稿は、本誌への寄稿のため書き上げたものであるが、内容がアップ・ツー・デイトの問題を取り扱ったものであるため、中央経済社の要請により、内容を縮小して、旬刊経理情報八月二〇日・九月一日合併号(六六三号)の特集(自己株式取得規制緩和論の焦点)に掲載したことをお断りしておく。
- 二 本稿執筆後、大隅健一郎教授(「自己株式取得規制の緩和について」商事法務一二九五号)と江頭憲治郎教授(「自己株式取得規制の緩和問題について」商事法務一三〇二号)の論稿に接した。