

自社株の取得と利益消却

- 一、最近の自社株取得制限緩和論
- 二、アメリカの最近の自社株取得規定
- 三、アメリカの自社株取得の目的
- 四、日本の自社株取得制限の根拠と批判
- 五、株式の利益消却とその批判
- 六、自社株取得の展望

一 最近の自社株取得制限緩和論

経済同友会は昭和六三年二月に「多様化・国際化の中での企業法制の改革——独禁法、商法の株式保有規制のあり方に焦点をあてて——」を公表し、その中で、

「商法第二二〇条の自己株式の取得・質受けの規制を大幅に緩和し、剰余金を限度に自社株の取得を認めるべきである。しかし、一方で、株式の不正取引、株価操

並 木 俊 守

縦を防止するため、証券取引法第一八九条「役員・主要株主の不当利益返還」、同第五〇条「証券会社とその役員、不正取引行為」、同第五八条「詐欺的取引の禁止」、及び同第一二五条「相場操縦の禁止」といった、規制の仕組を積極的に活用し、判例の積み重ねを待つべきである。そして、その一層の厳格化を図るため、同第五八条を改正し、内部者取引の範囲・対象を明文化する旨の立法化を行うとともに、自社株取得の弊害を防止するための証券取引法の措置を検討すべきである。同時に、こうした中で企業は、株価に影響があるような内部情報が発生したときには、極力、迅速、正確かつ公平な情報開示に努力するとともに、特に、自社株取得が認められた場合には、それにつき一段と厳正にディスクローズすべき

である。

と述べて、商法第二一〇条を改正して、剰余金の限度において自社の取得を認めるべき旨を提言し、その理由として、

「自社株取得を禁止する最大の理由は、いわゆる債権者保護の立場から資本の空洞化（資本維持の原則に反する）を回避するとともに、株主保護の立場からインサイダー取引を防ぐことにあるといわれる。しかし、米国のように自社株取得を剰余金の範囲内に限定することによって資本の空洞化を避けることができるはずであり、インサイダー取引や株価操作による弊害に対しては証券取引法第五八条を中心とした法制の運用強化あるいは改正によって厳格に取締るべきである。

むしろ、今日のような資金余剰時代において、商法第二一〇条の規制を硬直的に維持することは、剰余金による効率的投資対象の選択、不合理な乗取りの防止、株価下落への主体的対応などを大きく制約し、それによる弊害が将来の経済社会に禍根を残すのではないかと危惧される。自社株取得による株価下落への対応については、例えば、一九八七年一〇月一九日の New York 証券取

引所の株価大暴落がわれわれの記憶に新しい。前日の二、二四九ドルから一九日には一、七三八ドルとなった最安値は、二一日には早くも二、〇〇一ドルとなり、一三日後の一月二日には二、〇一四ドルとなって、株価の大暴落はわずか数日でかなり回復した。これには、政策当局の金融措置もあったが、アメリカでは自社株取得を認めていることから、上場会社が大々的に自社株を買った（一〇月一九日と二七日の間に自社株の買取を発表した会社は四〇〇社に達している）ことが大きく影響している。そもそも、株式を時価発行するだけで、それを回収する方法がない（自社株取得禁止）というシステムは、やがては株式をだぶつかせ、その価値を下げ、健全でしかも株主にとって満足のいく企業経営を阻害することになる。」

と述べている。⁽¹⁾

これより前の昭和五九年一〇月に、経済団体連合会は、法務省の諮問に答えて、商法改正の要望項目を法務省に提出しているが、その中で、⁽²⁾

「自己株式の取得規制は緩和すべきである。」

と述べた上、

「ストック・オプション、ストック・マージン、余資の運用、時価発行の円滑化のため、広く自己株式の取得を認めるべきである。

自己株式取得には弊害が伴なうという意見もあるが、資本充実の原則に反するという問題については配当可能利益、または資本剰余金の枠内での取得に限ることにすればよく、株価操縦および内部者取引の弊害については、証取法の規制によって除去すべきである。」と述べている。

河本一郎教授は、最近はやや後退されているとはいえず、従来から自社株取得の制限緩和論に賛意を示されている⁽⁷⁾。

二 アメリカの最近の自社株取得規定

アメリカの各州会社法においては、制定法 (statute law) によって自社株の取得を認めているが、例えば、Delaware 州会社法においては、会社は、会社の資本 (capital) が害をうけるか (when capital is impaired)、それによって害をうける (would cause any impairment) 場合を除いては、自社株を買取ることができるものと定めた上で、かくて会社が所有する自社株について、会社

は議決権を行使できず、また、定足数 (quorum) の計算に加えてはならないものと定めている⁽⁴⁾。また、New York 州事業会社法では、会社は、基本定款 (certificate of incorporation) 所定の制限に従って、剰余金 (surplus) を以て自社株を買取ることができるが、会社が現に支払不能の状態にあるか、それによって支払不能に陥るときは、その限りではないものと定めている⁽⁵⁾。

このように、大部分の州の会社制定法においては、会社が剰余金の限度で自社株を買取って所有することを認めており、かくて会社が所有する自社株のことを treasury shares と称し、それは、発行済株式 (issued shares) ではあるが、社外株 (outstanding shares) ではなく、会社は自社株につき議決権を行使できず、また、定足数の計算に算入されないものとして⁽⁶⁾いる。

模範事業会社法 (Model Business Corporation Act) は、一九六九年の改正以来、会社は、留保されず、かく、制限されない利益剰余金 (unreserved and unrestricted surplus) の限度において、自社株を買取って所有できるものとした上で、会社が現に支払不能の状態にあるか、それによって支払不能に陥るときは、その限りではない

ものと定め、かくて、会社が所有する自社株であつて、消却 (cancel) されないか、授權未発行株式 (authorized but unissued shares) の地位 (status) を回復 (restore) してないものを 'treasury shares と称し、それは、発行済株式ではあるが、社外株 (outstanding shares) ではなく、会社は売却等の処分をして社外株とすることが出来るものとされていたが、一九八〇年の改正によつて、現在は、自社株の買取は、会社が株式取得の対価として会社財産を株主に移転するものであるが故に、現金配当 (payment of a dividend) とともに、会社財産の分配 (distribution) と称され、それは、基本定款 (articles of incorporation) に別段の規定があるか、それによつて、①通常の営業の過程において弁済期が到来した債務 (debts as they become due in the usual course of business) を支払うことができないか、又は、②会社の総資産 (total assets) が総負債 (total liabilities) 未満になる場合を除いては、することが出来るものとされている。⁽¹⁰⁾ このようにして会社が取得した株式は、授權未発行株式 (authorized but unissued shares) となるが、基本定款がその再発行を禁止しているときは、授權株式

の数は取得した自社株の数だけ当然に減少する。⁽¹¹⁾

模範事業会社法の一九八〇年の改正は、

第一に、自社株の買取を、会社財産の株主に対する分配と考えて、distribution という名称の下に、現金配当と同一に取扱つたこと、

第二に、distribution の制限につき、資本 (stated capital) の法概念を用いず、よつて、剰余金 (surplus) の限度で自社株を買取ることが出来るという従来の原則を廃止したこと、及び、

第三に、会社が取得した自社株は、当然に消却され、よつて、未発行授權株式とすることによつて、従来、発行済株式ではあるが社外株ではないという、いわば中間的地位にあった treasury shares の法概念を廃止したこと、⁽¹²⁾

である。⁽¹³⁾ 模範事業会社法の改正より前の一九七五年に、California 州会社法は、自社株の買取に関する規定を改正し、現在の模範事業会社法と同様に、自社株の買取を現金配当と同じく、会社財産の分配とみて、distribution の法概念に統一し、distribution は、その直前の会社の留保

された利益 (retained earnings) が、分配額と同一であるか、分配額を超過する場合に限ることができものが原則であるが、そうでない場合であっても、分配直後に、①会社の資産の総額が負債の総額の一・二五倍以上であり、かつ、②会社の流動資産が流動負債以上であるときは、することができるとされ、かくて、会社が取得した自社株は、基本定款によって再発行が禁止されていない限り、授權未発行株式の地位を回復する⁽¹⁵⁾。

California 州会社法に始まり、模範事業会社法に集約される、自社株の買取を以て現金配当と同様に会社財産の株主に対する分配とみる思想は、最近のアメリカの自社株取得に関する新しい流れであり、California の他、Illinois Minnesota, Montana, New Mexico 及び Washington 等の約一〇州が、一九八七年当時、同様な規定を設けてゐる⁽¹⁶⁾。

これについて、Texas 大学法学部大学院 (law school) の Hamilton 教授は、次のように述べている⁽¹⁷⁾。

「会社による自社株の取得は、自社株取得の対価に相当する額の会社財産を減少させる。会社が取得した株式は、発行会社の資産ではなく、授權未発行株式に過ぎな

い。その結果、自社株の再取得は会社財産の分配の形態であり、改正模範事業会社法が分配 (distribution) と定義するものの中に含まれる。会社が、各株主が所有する自社株を、持株数に比例して取得するのであれば、結果的には現金配当と同じである。しかし、通常行われるように、株主の持株数に比例して取得されなければ、取得されない株式によって表わされる地位 (interest) は、取得された株式の割合だけ増加する。会社の自社株の再取得が、会社財産の分配を構成するのに過ぎないことに留意することは、重要である。会社が他の会社の株式を買取るのであれば、それは投資 (investment) である。この相異は、その取引が貸借対照表に反映される方法を考察することによって、十分に明らかにすることができる。他の会社の株式の買取は、貸借対照表の資産の部だけに影響を及ぼすが、会社による自社株の買取は、貸借対照表の資産の部と資本の部の双方を減額することによって、取引の内容が明らかにされる。大部分の州の制定法においては、会社によって再取得された会社が発行した株式は、treasury shares と称され、中間的な地位 (intermediate status) を有するものとして理解される。treasury

shares は、定足数と議決の目的のためには発行済株式とはされず、配当金の支払についても同様である。他方、treasury shares はまた、消却された (cancelled) ものとも理解されない。それは、再売却 (resale) のために中間的な地位を有しており、新株の発行に課せられた制限に従うことなしに再売却することができる。treasury shares がその後株式配当のために株主に交付されたときは、会社の資産と普通株主 (common shareholders) の相対的地位 (relative position) には変更がないが、それが第三者に売却されたときは、会社の資産は再売却価額だけ増加するとともに、他の株主の相対的議決の利益は希薄になる (diluted)。treasury shares が安い価格によって再売却されると、残った株主の財産的利益 (financial interest) もまた希薄になる。改正模範事業会社法は、treasury shares の概念を認めない。同法第六・三一条(a)項は、再取得した自社株は、授權未発行株式 (authorized but unissued shares) の地位を有すると、簡単に規定している。この簡素化は、改正法における額面 (par value) と資本金 (stated capital) の概念の廃止の副産物 (byproduct) である。」と。

Hamilton 教授の見解で注目されるのは、自社株の取得を以て、実質的な意義で、株主に対する会社財産の分配と理解し、投資とは理解しないことであり、これは、後に述べる日本における自社株取得の制限緩和論に影響がある。⁽¹⁸⁾

三 アメリカの自社株取得の目的

アメリカにおける自社株取得の目的ないし理由について、Columbia 大学の Cary 教授及び California 大学の Eisenberg 教授⁽¹⁹⁾ (ともに法学部大学院) は、次のものを挙げている。

- ① 株価の維持 (一株当りの利益又は一株当りの純資産価額を高めることによってたらされる)。
- ② 株式引受権 (stock option) への対応を可能ならしめ、企業買収を可能ならしめること (新株の発行によるときは、一株当りの利益が減少するが、自社株を以て株式引受権の行使に応じ、企業買収の対価として所有する自社株を交付すれば、一株当りの利益を減少させないですますことができる)。
- ③ 株主の死亡による株式の売買契約 (buy-sell agree-

ment) の履行 (会社が株主との間に、将来株主が死亡した場合には、会社が株式を買取することを合意することがあり、その契約の履行として会社が相続人から自社株を買取る)。

④ 会社にとって好ましくない者への株式の譲渡の阻止 (株主が株式を第三者に譲渡したいとき、まず会社に譲渡の承認を求めるが、会社を買取を求めたときは、会社に譲渡することを、予め合意しておき、会社にとって好ましくない者への譲渡の承認請求があったときは、会社が自社株を買取ることによって、好ましくない者への株式の譲渡を制限できる)。

⑤ 反対株主の消滅 (合併又は営業譲渡に反対な株主から自社株を買取ることによって、反対株主を消滅させる)。

⑥ 一般大衆が所有する株式の割合の減少 (それによって、現在の経営支配 (control) の維持を図る)。

⑦ 会社の余剰資金の吸収と株価の引上 (それによって、企業買収を消極的にさせる)。

⑧ 株主の株式買取請求権 (appraisal right) の行使に
応ずるため。

⑨ 市場の浮動株の吸上 (それによって、少数株主が株式を売却するように圧力をかける)。

⑩ 会社にとって好ましくない高率配当を強制される優先配当株の減少又は消滅。

⑪ 負債対資本比率 (debt-equity ratio) を高めることによる、資本構成の変更。

⑫ 株主に対して現金配当するより租税上有利な自社株の買取によって、株主の租税負担を軽減する方法で、会社財産を株主に分配する (現金配当の場合には、株主に対して通常の所得税が課せられるが、自社株の買取の場合には、株主に対して、所得税より軽い資本利得税 (capital gain tax) が課せられる)。

Carry 及び Eisenberg 両教授によれば、アメリカの公開会社 (publicly held corporation) におけるは、一九五〇年代に入って自社株取得が急増し、New York 証券取引所に上場されている会社が、一年間に取得した自社株の価額は、一九五四年の二億七三〇〇万ドルが、一九六三年には一三億ドルに増加し、この間に、上場会社の過半数が自社株を買取っており、一九六三年から一九七四年の間に、上場会社を買取った自社株の数は、二九、

二七七、七八一株から九〇、三七九、六五四株に増加しているといふ。⁽²⁰⁾

Harvard 大学法学部大学院の Chirelstein 教授は、一九八七年に出版された著書において、次のように述べている。⁽²¹⁾

第一に、New York 証券取引所の上場会社による自社株の買取は、一九七五年の年間一億ドルが、一九八二年の年間六三四億ドルへ、一九八四年の年間一七四億ドルへ、そして、一九八五年には年間三七億ドルへと急増したが、一九八二年以来の自社株取得の急増は、公開買付 (takeover) に対する企業防衛に原因がある。現実には、一九八五年に、Phillips Petroleum は自社株の四五・七%を、Unocal は自社株の三四%を、Union Carbide は自社株の五五%を、Litton Industries は自社株の三五・八%を、それぞれ公開買付への対抗手段として取得している。

第二に、第二次大戦後アメリカ経済が成熟期に達し、企業の中には成長性に欠けるものが生じ、そのような企業は、十分な収益を挙げる企業内部の投資の機会に恵まれず、企業内部に蓄積した資金を有利に投資することが

できないために、株主に利益配当するよりは、株主から自社株を買取ることによって、株主に会社の余剰資金を分配(還元)し、株主をして自ら有利に運用させるほうが、租税政策からいっても株主に有利であると考えるに至った。

第三に、株式のコストである配当金は、法人税が賦課される所得の計算に当って損金に算入されないのに対して、社債のコストである利息は、その計算に当って損金に算入されるので、会社は、コストが低い社債を発行して資金を得、それを以てコストが高い自社株を買取ることにより、資本構成を変えて、資本コストの低減を図るために、自社株を買取る。⁽²²⁾

昭和六一年から昭和六二年にかけて、アメリカの金利は急速に低下し、企業の必要資金を、株式によって調達するよりは、社債によった調達するほうが、租税を併せ考えると、はるかに有利となった。⁽²³⁾

四 日本の自社株取得制限の根拠と批判

日本においては、明治三二年の商法制定以来引続いて、自社株の取得が原則として禁止されており、ただ、株式

の消却のためにするとき等特定の場合に限って、例外として取得が許容され(商法二一〇条)、例外はわずかず増加している⁽²⁴⁾反面、昭和五六年の商法改正の際に、新たに子会社による親会社株式の取得が原則として禁止されるようになって(商法二二一条ノ二)、全体として自社株取得の制限は嚴格化の方向にある⁽²⁵⁾。

自社株取得が制限される理由は、次の通りである。

第一は、理論上の理由であって、社団法人である株式会社⁽²⁶⁾が、同時に自己の構成員である社員(株主)となることは、理論上不可能であること、及び、混同の法理⁽²⁷⁾(民法五二〇条)に反することである。

第二は、政策上の理由であって、

① 自社株の取得は、資本維持の原則に反し、会社債権者の利益を害する。

② 会社が、自社株の売買により投機取引を行ったり、未公開の内部情報を利用して自社株を売買したり、経営不振の陰蔽又は新株発行のために自社株を買付けて株価工作又は株価操縦を行って、株式の公正な取引を害し、株主及び会社債権者に損害を加える。

③ 会社が恣意的に特定の一部の株主から高い価格で自

社株を買取ることによって、株主平等の原則に反する。

④ 会社の経営支配権を維持し、自己の地位を守る目的で、取締役が、会社をして自社株を取得させることにより、支配の公正さを害する。

⑤ 買占めグループ(Broomtailer)から不当に高い価格で自社株を買取ることにより、会社の利益を害し、又、会社に高く売り付ける目的で株式を買占める行為を助長し、横行させる⁽²⁸⁾。
等が挙げられている。

しかし、これらの理由は、必ずしも正当ではない。

第一の理論上の理由は、それが主張された当時と違って、現行商法において例外的に自社株の取得が認められていることからして、問題とはならない⁽²⁹⁾。

第二の政策上の理由の中、①については、アメリカの各州会社法のように、配当可能利益の限度において自社株の取得を認めることにすれば、資本維持の原則に反することはなく、②については、取締役の注意義務(商法二五四条三項、民法六四四条)及び忠実義務(商法二五四条ノ三)の嚴格な適用と、証券取引法第一二五条及び第五八条、並に昭和六三年五月に新たに制定された同法

第一九〇条の二（内部者取引の禁止）の適用、さらに、新しく自社株取得に伴う不正取引の防止のための規定を証券取引法に設けることによって、その弊害を防止でき、③については、自社株買取の方法を、公開買付（証券取引法二七条の二以下）に制限するか、公開市場（証券取引市場）における買取に制限することによって、株主の不平等な取扱を防止でき、④乃至⑥については、取締役の忠実義務の厳格な適用によって防止できる⁽³⁴⁾。

したがって、ここで問題となるのは、自社株取得を認める合理的な必要性の程度と、自社株取得を認めることによる弊害の程度の、比較考量であろう。自社株取得を認める合理的な必要性の程度のほうが、自社株取得を認めることによる弊害の程度（それを防止する方法と程度を考慮した上で）より、大きければ、自社株取得の制限を緩和すべく、そうでなければ、緩和する必要はないと考えるのが、合理的であろう。

五 株式の利益消却とその検討

商法は、会社は、①定款の規定にもとづき、②株主に配当すべき利益を以て、③株式を消却できるものと定め

ており（商法二二二条一項但書）、これを利益消却と称し、株式消却のために自社株を取得することは許されている（商法二二〇条一号）。

この規定は、実質的には California 州会社法の自社株取得及び模範事業会社法の自社株取得に相当する。これらの自社株取得によって、その株式は発行済株式ではなくなることにおいて、日本の株式の利益消却と全く同じである。もっとも、利益消却した株式が、当然に授權未発行株式（商法一六六条一項三号）となって、取締役会の決議によって再発行すること（商法二八〇条ノ二第二項）ができるかどうかについては、見解が分れており、第一説は、授權未発行株式とはならないとし、第二説は、授權未発行株式となり、定款に反対の規定がない限り、取締役会の決議によって再発行できるとし、第三説は、授權株式数は減少しないが、再発行は禁止されとする⁽³⁷⁾。第二説をとれば、California 州会社法及び模範事業会社法における自社株の取得の場合と同様となるが、判例は第三説をとるので、それらとは異った結果となる。しかし、第一説及び第三説をとった場合でも、定款に再発行を認める規定があれば再発行できるとの見解が有力であ

(39) この見解をとれば、定款に規定することによって、California 州会社法等と同じ結果をもたらすことができる。

利益消却の規定（商法二二二条一項但書）の解釈上問題となるのは、①定款の規定の内容と、②定款に規定を設ける時期及び方法である。

第一に、定款の規定の内容については見解が分れており、第一説は、単に消却することができる旨だけを規定すればよいとし（ドイツ学説）、第二説は、消却の方法を定めるだけでよいとし、第三説は、消却の方法だけでなく、消却の範囲、実施期間、回数及び消却の対価等、消却の基本的条件についても定める必要があるとする。(40)

商法が利益消却につき定款に規定することを要求し、資本減少の規定に従う消却については、株主の総意を要するのに対して（商法三七五条一項、三四三条）、利益消却の場合には、取締役会の決議だけでよいために、予め株主をしてその株式を失うことがあることを知らしめるために定款の規定を必要とすると解すべきだから、消却することができる旨を定款に規定するだけでよく、消却の

詳細について迄規定する必要はないが、それが強制消却か任意消却かは、株主が予期する必要があるので、定款には消却の方法を定める必要があると解すべきである。實務は第二説によっている。(43)

第二に、定款に規定を設ける時期及び方法についても見解が分れており、第一説は、原始定款又は総株主の同意による変更定款でなければならないとするが、第二説は、特別決議によって変更した定款によってすることができるとし、第三説は、任意消却については、特別決議によって変更した定款によってすることができるが、強制消却については、原始定款又は総株主の同意による変更定款でなければならないとする。(43) 資本減少の規定による消却の場合との比較、及び、任意消却と強制消却との比較からして、第三説を正当と考える。

このようにして、①任意消却についての定款の規定は、特別決議（商法三四三条）による変更定款によってすることができることと解し、②定款の規定の内容は、利益消却の方法を定めるだけでよいと解し、③定款の規定により消却した株式を再発行できると解すれば、定款の規定を必要とすることを除けば、現在の日本商法の下において

も、California 州会社法等十数州の会社法、及び、模範事業会社法が規定する distribution としての性質をもつ自社株取得をすることができる。

株式の利益消却においても、自社株取得について生ずる弊害の②～⑤と同様の弊害が生ずる。よって、自社株取得を制限する理由の②～⑤にもとづき、株式の利益消却についても制限する必要がある⁽⁴⁶⁾（もっとも、利益消却につき定款に詳細な規定を必要とするとの見解をとれば、その必要はない）。もともと利益消却は、解散の場合の清算手続の簡素化のために用いられるといわれ、会社の一部解散の性質をもつものと考えられる⁽⁴⁷⁾。しかし、会社が余剰資金を株主に分配（還元）する目的に利用することは、もとより許されることであり、その場合には、当然に自社株の取得が認められ、取得後遅滞なく株式失効の手続をとらなければならない（商法二一〇条一号、二一条⁽⁴⁸⁾）。したがって、利益消却の制度を利用することにより、California 州会社法等十数州の会社法及び模範事業会社法が規定する distribution と同じことを、日本商法の下においてもすることができ、そのために、特に自社株取得の制限（商法二一〇条）を緩和する必要はない。

もっとも、Delaware 州等、これら十数州以外の州の会社法が認めるように、会社が取得した自社株が、引続き発行済株式としての地位をもち、そのまま再売却その他の処分をすることができるようにするためには（この場合には、結果的に treasury shares と同様な中間的地位をもつ株式を認めることになる）、商法第二一〇条を改正する必要がある。

六 自社株取得の展望

このように、日本の現行商法の下においても、California 州会社法及び模範事業会社法等が認める会社財産の分配（株主への還元）をすることができる以上、自社株取得制限緩和論は、この見地から再検討される必要がある。経済団体連合会がそれを要望する理由である①ストック・オプション、②ストック・マージャー及び③余資の運用の目的の中、①及び②は、自社株の取得を認めなくとも、新株発行の制度（商法二八〇条ノ二）を利用することによって対応でき、California 州会社法及び模範事業会社法において、従来そのために用いていた treasury shares の制度を廃止したのは、その必要がないためであ

ろう。③については、余資があれば、証券市場を利用する利益消却によって株主に還元し、再び資金の必要が生じたときは、新株発行によって資金を調達でき、その際、利益消却のための買取価額と新株発行に当っての発行価額との差額がプラスであれば、安く買って高く売るという投資の目的を達成でき、しかも、自社株を安く買って高く売ったときは、その差額に対して法人税が賦課されるが、利益消却と新株発行によって利益を挙げても、これに対しては法人税は賦課されないため（法人税法二二条二項、五項）、そのほうが有利である。また、自社株の取得を投資とする考えは、アメリカにおいても有力な反対があることは、Hamilton 教授が述べるとおりであり、⁽⁴⁷⁾ 自社株の取得は投資（investment）ではなくて、⁽⁴⁸⁾ 資産の分配（distribution）であると解すべきである。

経済同友会が自社株取得制限の緩和を要望する理由についても、①余剰資金による投資、②不合理な乗取りの防止、及び③株価下落への主体的対応も、利益消却によって目的を達成することができる。このように考えると、この際重要なことは、次の通りである。

第一に、当面、実務面においては、その必要がある会

社は、定款を変更して、「当会社は何時でも市場にて株式を買取って消却することができる。」との規定を設けることによって、自社株取得の必要に対えるべきことである。経済団体連合会及び経済同友会の自社株取得制限緩和の要求は、これによって概ね満すことができる。

第二に、利益消却の制度（商法二二二条、二二三条一項）は、実質的には自社株取得と同様な効果を有し、自社株取得と同様な弊害（資本維持の原則違反を除く）を伴うので、将来、自社株取得制限規定と総合して商法上の位置付と規制について再検討すべきである。⁽⁴⁹⁾

(1) 企業会計四〇巻四号一二頁～一二二頁所収。

アメリカでは、六二年一〇月一九日の株価暴落の直後に、レーガン大統領の直接の諮問の下に、Nicholas F. Brady 氏を議長（chairman）とする大統領株式市場調査特別委員会（The Presidential Task Force on Market Mechanisms）が設けられ、同氏を含む五人の委員が、財務省（Department of Treasury）と四〇人近 staff と二一に及ぶ大学、会社、銀行、証券会社及び調査機関の協力の下に、二カ月かかって、株価の暴落当時の状況と原因について調査した上、六三年一月八日に報告書（report）をレーガン大統領に提出しているが、その中で、一〇月一九日（月）と二〇日（火）の二日間に、上場会社は六二億ドルに及ぶ自

社株の買戻し (stock buybacks) を発表したのが、これが市場参加者をして、株価の下支えになると信ぜしめる原因の一つになっていた」と述べている (同報告書 III—26)。一〇月一九日に一七三八ドル迄、一日に五〇八ドルも下ったニューヨークの株価は、翌二〇日には早くも一、八四一ドル、そして翌々二日には実に二〇〇一ドル迄戻して、株価の大暴落の恐怖はわずか二日間で終わったが、上場会社による自社株の買戻しが株価の下落を食い止める重要な原因となっていたことを、この報告書は具体的に示している。

一九二九年一〇月のニューヨークの株価の暴落が、一月以上にわたって続いた当時のアメリカの各州会社判例法 (state corporate common law) においては、株式会社は自社株を取得することが禁ぜられていたものであり、それが制定法 (corporate statute law) にまで許容されるようになったのは、一九三七年からであった (Cary and Eisenberg, *Cases and Materials on Corporations*, 5th ed. (1980), at 1423, *Pace v. Pace Bros. Co.*, 91 Utah 132, 59 P. 2d 1 (1936))。これが一九二九年と一九三七年の株価暴落の背景の違いの一つである。

(2) 法務省民事局参事官室『大小 (公開・非公開) 会社区分立法及び合併に関する問題点』に対する意見』二六五頁。

(3) 河本一郎「自己株式の取得禁止緩和論の背景とその根拠」商事法務研究五三五号二頁～一〇頁、同「自己株式取

得の禁止と立法政策」商事法務研究七八二号二〇頁～二九頁、同「自己株式取得規制の意義とその緩和」民商法雑誌九七巻三三五頁～三七頁。並木俊守「自己株式取得と投資・分配」企業会計四〇巻三三六二頁～三七〇頁。

(4) General Corporation Law of Delaware, Sec. 160.

(5) New York Business Corporation Law, Sec. 513 (a).

(6) 並木俊守・並木和夫「現代アメリカ会社法」四五頁、九一頁。

(7) Model Business Corporation Act, Sec. 6 (with Revisions through January 1, 1979).

(8) Supra note 7, Sec. 2 (h).

(9) Model Business Corporation Act, Sec. 1. 40 (6) (with Revision through January 1, 1987).

(10) Supra note 9, Sec. 6.40 (a) (b).

(11) Supra note 9, Sec. 6.31.

(12) 並木「アメリカ会社法研究」二七五頁～二七八頁。

(13) Corporations Code of California, Sec. 166.

(14) Supra note 18, Sec. 500.

(15) Supra note 13, Sec. 510 (a).

(16) American Bar Association, Model Business Corporation Act Annotated, 3d ed., vol. 1, at 470, 489.

Hamilton, *The Law of Corporations*, 2d ed. (1987), at 100, 386, 399.

(17) Hamilton, supra note 16, at 386—387.

- (18) Carry, supra note 1, at 1427. 以下同じ。同様な見解が述べられている。
- (19) Supra note 18, at 1923.
- (20) Supra note 18, at 1923.
- (21) Brudney & Chirelstein, Cases and Materials on Corporate Finance (1987), at 539—541.
- (22) Supra note 21, at 538—539.
- (23) ソニー株式会社が昭和六三年四月に発行した転換社債(九二〇億円)の利率は一・四％である。これに対して、配当利回りは〇・八一％(年間配当金四四・六円、株価五五〇〇円)である。税引後の利益を税引前の利益の五〇％とすると、配当金の税込利回りは一・六二％となって、社債の利回りを越えるので、ソニーは、社債を発行して得た資金を以て、自社株を買取り、配当金の負担をそれだけ減らすほうが有利である。ソニーの盛田会長は、経済団体連合会副会長として熱心な自社株取得制限緩和論者であるが、ソニーにとって自社株の買取は、昭和六三年四月当時、資金コストの点では確実に有利である。もっとも、それは自己資本比率の悪化をもたらすことは当然である。
- (24) 明治三二年商法制定当時、自社株取得は全面的に禁止されていたが、昭和一三年の商法改正によって、現行第二一〇条一号と三号の例外が認められ、さらに昭和二五年商法改正によって同条四号が追加され、同号は、昭和四一年と昭和五六年の各商法改正によって整備されて、今日に至っている。
- (25) 蓮井良彦「上柳等編、新版注釈会社法(3)株式(1)」二三〇頁～二三一頁。
- (26) 大審院大正一一年九月二七日判決刑集一卷四八三頁。
- (27) 松波仁一郎「日本会社法」九三五頁、青木徹二「会社法論」三九六頁等。
- (28) 蓮井、前掲書二二七頁と二二〇頁、龍田節「自己株式」東洋信託銀行自己株式管理マニュアル二頁と四頁。
- (29) 龍田、前掲書二頁、蓮井、前掲書二二〇頁。
- (30) 法務省民事局参事官室が昭和六一年五月に公表した「商法・有限会社法改正試案」三(8)(c)においては、一定の場合に会社が配当可能利益の限度で自社株を買取することを認めている。
- (31) アメリカでは、一九六八年に一九三四年証券取引法(Securities Exchange Act of 1934)を改正して、第二三条(e)項を設け、詐欺的、欺罔的又は相場操縦的な(Fraudulent, deceptive, or manipulative)行為を防止するために、会社の自社株取得を規制する権限を、証券取引委員会(Seurities Exchange Commission)に与えた。
- (32) 蓮井、前掲書二二九頁、龍田、前掲書四頁。
- (33) 蓮井、前掲書二二九頁、龍田、前掲書四頁。
- (34) 並木俊守「アメリカの会社買収と経営判断の原則」日本法学五三巻一号一頁以下。Brennan, New Cases on the Business, Judgment Rule: Defending Defensive Tactics

. Become More Difficult, Securities Regulation Law Journal, vol. 14, at 245 (1986).

- (35) 田中誠二「再全訂会社法詳論」上二八二頁、菅原菊志「上柳等編、新版注釈会社法(3)株式(2)」二九七頁、大阪高裁昭和三十六年一月三十一日判決下裁民集一二巻一号一七七頁。
 - (36) 矢沢惇「松本恭治古稀記念会社法の諸問題」三八五頁。
 - (37) 鈴木竹雄・石井照久「改正株式会社法解説」三一四頁、大隅健一郎・大森忠夫「逐条改正会社法解説」五一九頁、鈴木竹雄・竹内昭夫「会社法」新版一〇八頁、四一九頁、最高裁昭和四〇年二月二日判決判例時報四一三号七五頁。
 - (38) Corporations Code of California, Sec. 510 (a), Model Business Corporation Act, Sec. 6.31.
 - (39) 田中誠二「前掲書二二五頁、菅原、前掲書三三三頁、石井照久「会社法」上一三八頁。
 - (40) 松本恭治「日本会社法論」二二二頁、竹田省「商法の理論と解釈」七一頁、矢沢、前掲書一五三頁、菅原、前掲書二八九頁。
 - (41) 大隅健一郎・今井宏「新版会社法論」上四二〇頁、鈴木竹雄「新版会社法」二二二頁、鈴木・竹内、前掲書四一八頁。
 - (42) 日立造船株式会社及び日本冶金工業株式会社は、無議権利益配当優先株式を発行しているが、それは償還株式であり、優先償還の内容につき定款の規定を要するところ(商法二二二条一項、二項)、日立造船株式会社の定款(第一五条)には、「(消却) 当会社はいつでも市場より優先株式を買い入れこれを消却することができる」と規定されている(並木俊守「例解商法」二八八頁)。
- これは、償還株式の利益消却の内容の規定(商法二二二条二項)であるが、株主平等の原則に従う利益消却(任意消却)の定款の規定(商法二二二条一項但書)も、これと別異に解すべき理由はない。
- (43) 田中、前掲書下一〇四九頁、鈴木、前掲書一二二頁。
 - (44) 竹田、前掲書七一頁、松本、前掲書二二二頁、矢沢、前掲書三五五頁。
 - (45) 大隅・今井、前掲書上四二〇頁、石井、前掲書上二二四頁、菅原、前掲書二八八頁。
 - (46) これを鋭く指摘するのが、小林量「自己株式取得規制の意義とその緩和(一)」民商法雑誌九七巻四号一四頁〜一九頁、同「企業金融としての自己株式取得制度」民商法雑誌九二巻二号四五頁である。
 - (47) 鈴木・竹内、前掲書四九頁、北沢正啓「会社法(新版)」一九二頁。
 - (48) 龍田節「自己株式取得の規制類型」法学論叢九〇巻四〜六号二二五頁。
 - (49) 神崎克郎「自己株式取得規制の意義とその緩和(二)」民商法雑誌九七巻四号一九頁。
 - (50) 河本一郎、注(49)前掲書同頁。
- (昭和六三年四月一〇日記)(日本大学教授・弁護士)