

## 損害回避のための自己株式取得

ドイツ株式法を中心として

福 島 洋 尚

### 一、問題の所在

### 二、立法の変遷と現行規定の解釈

### 三、「乗っ取り」の損害性をめぐる学説と判例の検討

### 四、結びにかえて

#### 一 問題の所在

商法第二一〇条は、会社の自己株式取得を原則として禁止している。この規定は、欧米に比して厳格であるといわれ、そのことから、再三にわたり自己株式取得規制の緩和が叫ばれている。損害の回避ということに限定して振り返れば、古くは、昭和四五年に通産省が第三次資本自由化にともない、外国資本による国内

企業の乗っ取り防止策として自己株式の取得を認めることを検討していると伝えられ、そのことから外資対策としての自己株式取得規制の緩和論が主張された。

同年の東京商工会議所によるアンケートでは、「会社に生ずべき重大な損害を防止するために必要な場合」が、取得緩和の方法として新たに設けるのが適当と考えられる取得許容事由のトップに挙げられている。<sup>(1)</sup> 実際は外資による乗っ取りの危険が顕在化しなかったため、その後乗っ取り防止のための自己株式取得はあまり議論にはならなかった。<sup>(2)</sup>

ところが、近年において再び損害回避のための自己株式取得につき、議論がなされるに至る。その契機と

なったのは、いうまでもなく、三井鉱山事件に関する二つの判決である。<sup>(3)</sup> 本件は、株式を買い集められた会社がその買い集められた株式を一〇〇％子会社を通じて市価よりも高い価格で買い戻したことが自己株式の取得を禁止する商法第二一〇条に違反するとされ、会社の取締役の責任を追求する株主代表訴訟が認められた事件である。本件には様々な法解釈上の問題が内在しており、これにつき公表された研究も多岐に及んではいるが、<sup>(4)</sup> 特に注目を集めたのは、本件の第一審判決が、株主が反社会的利益追及の目的で会社の株式を買占め、これにより会社が重大な損害を蒙る差し迫った事情がある場合には例外的に自己株式取得が許容される余地があることを傍論として認めたことであろう。その後、控訴審判決は、このような自己株式の取得が許容される余地を否定し、さらにその後の片倉工業事件判決<sup>(5)</sup>でもこの判断は継承されている。

学説においては、損害回避のために自己株式取得について、その必要性は大きい<sup>(6)</sup>が、種々の弊害を考慮し、解釈上はこれを否定せざるを得ないとする見解が一般

的であったが、なかには、解釈上これを認めるべき、あるいは認める余地もあるとする見解もみられる。<sup>(7)</sup>

さらに、一九九二年に入り、景気の後退による株価低迷を背景として自己株式取得緩和<sup>(8)</sup>がにわか<sup>(9)</sup>に立法論として取り上げられるに至っている。これにつき主張されているのは、概ね以下の三点である。まず、自己株式の取得による株価テコ入れ、つまり株価を安定させるということ、さらには配当性向を高めるということ<sup>(10)</sup>。次に、ここ数年アメリカから非難を浴びている企業間の株式相互保有を解消するため、その受け皿が欲しいということ<sup>(11)</sup>。さらに、企業買収(M&A)が企業戦略の一環として認識されている今日、買収に対抗しそれを阻止する手段として活用することである<sup>(12)</sup>。

このように、今日自己株式取得規制の緩和は、いくつかの論拠から、現行法の解釈論としても、また立法論としても議論されるに至っている。ここまでそれらを特に区別せずに追ってきたが、損害の回避という視点から、ここで簡単に整理をしてみると、まず、学説上、会社の重大な損害を回避する場合としてあげられ

ているのは、①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、②外国資本の勢力の増大を防ぐ必要がある場合、③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、等である。<sup>(13)</sup>上記に挙げた株価の安定は①に該当しようし、相互保有解消の受け皿(相互保有の代替手段として乗っ取りに対抗するため)の手段として自己株式の取得を利用する)、並びに買取阻止は②に該当しよう。さらに、三井鉱山事件、片倉工業事件等に見られるいわゆる買い占められた株式の「肩代わり」は、経営者の視点からは③に該当するであろう。また、買取阻止というものは、経営者による支配権の維持と表裏一体の関係にあり、その判別は困難であるかも知れない。

このように、損害回避のための自己株式の取得というものは、考察すべき点が多い。しかし、これらすべてにつき考察を加えることは、本稿の目的ではない。すでに見てきたように、財界から再三、「会社の重大な損害を避けるため必要な場合」には自己株式の取得を

認めるべきであると主張されている。<sup>(14)</sup>このような表現で主張がなされるのは、おそらく、ドイツ株式法の文言が意識されているのではないかと思われる。すなわち、先に挙げられたものは、経営者の視点からは、「会社の重大な損害」と映るであろう。ドイツには、「会社の重大な損害」を回避するために必要な場合には、自己株式の例外的取得を認めている条文がある。日本にはそのような規定はない。したがって、解釈上そのような場合を認めるあるいは立法上そのような規定を設けるべきである、という考えが背後にあるように思えてならない。しかしながら、その際には、そのような例外的取得事由につき、ドイツでは実際にどのような解釈が採られているのかを多少なりとも検討する必要があるかと思われる。結論を先取りして述べるならば、ドイツ株式法第七一条第一項第一号における、「会社の重大、直接且つ急迫の損害を回避するため必要な場合」<sup>(15)</sup>という文言は、日本における使われ方とはいささかその意味内容が異なる。これについて若干の考察を加えることが、本稿の目的である。ドイツの自己株

式取得規制については、優れた研究の蓄積がある。以下では、それらを参考にしつつ、この例外的取得事由の立法の変遷および現行法の解釈、そしてドイツにおいてこの問題の中心になっている「乗っ取り」の損害性をめぐる学説の状況を中心に考察していきたい。

- (1) 商事法務一〇八五号四頁以下参照。
- (2) 詳細については河本・神崎・河合・小林・森本、座談会・企業金融と商法改正2「自己株式取得規制の意義とその緩和(一)」「(二)」民商法雑誌九七卷三三〇頁以下、九七卷四号一頁以下。
- (3) 第一審判決につき、資料版商事法務二七号二二頁以下、控訴審判決につき、商事法務一一八八号三六頁以下参照。
- (4) 文献については、神田秀樹・会社判例百選(第五版)(別冊ジュリスト一二六号)四八頁参照。
- (5) 判例時報一三九五号一四四頁以下、資料版商事法務八六号三三頁以下参照。文献については、森田章・平成三年度重要判例解説(ジュリスト一〇〇二号)九五頁参照。その後のものとしては、西川昭・金融商事判例八八九号四六頁、高橋衛・一橋論叢一〇八巻一号一七七頁がある。

- (6) 蓮井良憲・新版注釈会社法(3)二一〇条二四一頁参照。
- (7) 森田章「緊急避難としての自己株式取得」神戸学院法学二〇巻三・四号六一頁以下。
- (8) 近藤光男・「企業防衛と取締役の責任」商事法務一二五一号八頁。
- (9) 日本経済新聞・一九九二年四月八日・第五面、四月一〇日第五面参照。
- (10) 日本経済新聞・一九九二年四月二日・第三面参照。
- (11) 日本経済新聞・一九九二年四月七日・第二面社説参照。
- (12) なお、山城彬成経済同友会副代表幹事は、「株価対策として効くかどうかは疑問がある」としながらも、「米国などから閉鎖的と言われる、企業による株式持ち合い制度を見直す上で自社株買いは企業の乗っ取りに対する防衛策の一つになる」と発言している。日本経済新聞・一九九二年四月八日・第五面参照。
- (13) 蓮井・前掲(註6)二一〇条二四一頁。
- (14) 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き、商事法務一二八五号八頁における資料を参照。また、商事法務一二九二号四二頁のニュースにおいて、証券団体協議会による自己株式取得に関する

レポートの概要が報じられているが、ここにおいても同様のことが取り上げられている。  
(15) 訳語については後述する。

## 二 立法の変遷と現行規定の解釈

### 1 立法の変遷

ドイツにおいて、自己株式取得につき初めてその規定が置かれたのは一八七〇年のことである。普通ドイツ商法典<sup>(1)</sup>は、自己株式の取得につき、それまでまったく規制を有していなかったが、一八七〇年六月一日のいわゆる第一次株式法改正により、自己株式の取得を例外なく禁止した(第二二一条第三項)。同改正は、設立に関して許可主義を棄てて準則主義を採用したものであるが、その際の公衆への損害の予防を考慮した結果<sup>(2)</sup>、自己株式取得の絶対的禁止規定を設けたといわれる。この絶対的禁止に対し、学説には批判があったこと、また違反の効力に関して裁判所の判断が異なることがあったこと<sup>(3)</sup>、さらに経済界より実務上、便宜を図るため禁止の緩和が主張されたこと<sup>(4)</sup>などから、一八

八四年のいわゆる第二次株式法改正により、この規定は大幅に緩和された(第二二五d条)。すなわち、禁止規定から命令規定に改められ、その制限の範囲も通常の営業行為(Regelmäßiger Geschäftsbetrieb)<sup>(5)</sup>に限定された。そしてその規定は形式上改められることなく、一八九七年五月一〇日のドイツ商法典<sup>(6)</sup>第二二六条に受け継がれた。通常の営業行為においては、自己株式を取得すべきではない(Soll nicht)という命令規定の性格は、実務上誤解され、その結果恣意的に解釈された。このことについて批判する者もあったが、それは無視されたまま、単なる相場維持目的の取得が日常茶飯事となり、このような風潮は、慎重な企業であっても同様の方向へと進むことを誘発し、企業は、相場が下落すれば常に消耗的、思惑的、非生産的「買い」を余儀なくされた。

一九二九年から一九三一年の経済恐慌によって、このような実務の解釈、さらには実務慣行は破綻した。この教訓を得て、一九三一年九月一九日の緊急大統領令によって、ドイツ商法典第二二六条は改正され、自

己株式の取得は再び原則禁止となった。その際、資本の一〇%を限度として、「会社の重大な損害を回避するため、必要な場合」には、自己株式の取得が例外的に許容されることを第一項第一文において明記した。<sup>(7)</sup>これが、現在のドイツ株式法第七一条第一項第一号の源となっている。<sup>(8)</sup>

この例外的許容事由は、実質的変更を受けることなく、一九三七年株式法第六五一条第一項、一九六五年株式法第七一条第一項第一号に受け継がれた。<sup>(9)</sup>その後、この規定はECの第二ディレクティブを国内法化するため一九七八年に改正され、<sup>(11)</sup>その文言は「会社の重大直接且つ急迫の損害を回避するため必要な場合」と定められ、現在に至っている。<sup>(12)</sup>

## 2 株式法第七一条第一項第一号の解釈

既述のとおり、ドイツ株式法第七一条第一項第一号は、一九三一年の緊急大統領令によって改正されたドイツ商法典第二二六条にその起源を持つ。その間、改正によって規定の表現には変遷があるものの、基本的な態度には変更はないといわれる。以下では、解釈の

変遷を踏まえながら、現在の規定についての具体的な内容を検討する。

ドイツ株式法第七一条第一項は、「会社の重大、直接且つ急迫の損害を回避するため、必要な場合」<sup>(13)</sup>に自己株式の取得が許されると規定する。そこで、解釈上問題となるのは、「損害」の概念、「重大な損害」の概念、「直接且つ急迫の損害」の概念、および「回避するため必要な場合」の四点である。<sup>(14)</sup>

まず、ここにいう「損害(Schaden)」とは、所有権あるいは財産を失うこと(Entzug)である。また、このような積極的損害のみならず、得べかりし利益(逸失利益)もまた損害として考慮される。<sup>(15)</sup>個々の株主あるいは株主のグループの損害はここでいう損害ではない。<sup>(16)</sup>また、株主が蒙る相場上の損失(Kursverlust)<sup>(17)</sup>も会社の損害ではない。損害概念については直接損害のみならず、間接損害も問題となる。まず挙げられるのが、自己株式の取得によってのみ債務者から満足を得られる場合である。<sup>(18)</sup>なかでも実務上重要なのは、担保権の実行によって自己株式を取得する場合である。<sup>(19)</sup>

相場の下落 (Kursrückgänge) によって会社の信用が危機に晒されることも間接損害とされ得るが、その場合にはそれによって失う会社の信用が回復不能なものであることが前提とされる。さらに立法の沿革から、売り浴びせにあった場合の買い支えもこの場合に該当するとされる<sup>(20)</sup>。株主間の争い (Der Machtkampf unter Aktionären) は、それによって契約 (取引) をフイにしてしまうような例外的場合には会社の損害とされるが、原則として株式法第一一七条の規定の範囲で処理される<sup>(21)</sup>。

次に「重大な損害 (schwerer Schaden)」の概念であるが、上記のすべての損害が自己株式取得を正当化するわけではなく、そのなかで、重大な損害が問題とされねばならない。重要なのは、企業の大きさに対する損害の内容とその他の経済的な弊害の内容である。損害については、会社の存続が危機に晒されることまでは要求され<sup>(22)</sup>ない。これに対して、予期される損害と当該自己株式の取得によって生じる弊害との関係は、この場合の「重大性」の認定には役割を果たさ<sup>(23)</sup>ない。つ

まり、自己株式の取得によってもたらされる弊害が小さいことによって損害が重大となるのではない。それはともかく、個々の場合において、当該取得の目的と取得から生じる弊害とを比較衡量することは業務執行上、自明の義務であるとされる。

次に一九七八年の新規定によってあらたに「直接且つ急迫の損害」という要件が第一号に加えられたが、草案理由書によれば、従来の学説および実務を大きく変更するものではないとされる。但し、この要件によって遠い将来の損害や不正確な予測と結び付いた損害がここに該当しないことは明らかではある。しかし、逆に、直ちに予期される、言い替えれば、まったく疑いようもない損害が迫っているところまでも要求されるわけではないとされる<sup>(24)</sup>。

最後に、当該取得は、重大な損害を回避するためになされる必要がある。当該損害を回避できる手段のうちの一つということでは足りず、少なくとも、最適な (tauglichst) 手段であることが要求される<sup>(25)</sup>。そしてその判断は、客観的な基準による。それに対して、損害

回避目的の主観的要素は必ずしも必要でない<sup>(26)</sup>とされる。

- (1) ADHGB (一八六一年)
- (2) 多数の株式会社が設立されることに伴う株主および債権者の保護が考慮されている。
- (3) ROHG 17, 385; 22, 191では無効(nichtig)とされ、ROHG 18, 425では、減資株式消却を目的とする取得を認めた。
- (4) この背景には、一八七〇年から一八七一年の普仏戦争後の経済界の好況と準則主義の採用との相互作用によって膨張した企業規模を、その後の不況期に縮小するため、剰余金によって自己株式を取得し、消却したいという経済界の強い要望があった。当時の景気変動につき、E.モテックほか(大島隆雄ほか訳)「ドイツ経済史」(一九八九年、大月書店)一二七頁以下参照。
- (5) 但し、ここにおいて仮株券(Interimsscheine)は除かれている。
- (6) HGB (一八九七年)
- (7) このように、例外的取得によった場合でもその株式の額面総額は資本の一〇%を越えることはできなかったが、一九三六年五月一四日の自己株式取得に関する法律(Gesetz über den Erwerb eigener Aktien)

は、ライヒ司法大臣(Reichsminister der Justiz)とライヒ経済大臣(Reichswirtschaftsminister)との協議によりこの制限を免除できる権限を付与する旨を規定した。この規定は、一九三七年株式法第六五条第一項第二文に受け継がれ、その後、一九五九年一月二三日の法律により削除されるまで存続した。その他の例外的許容事由としては、全額払込済株式につき、買付注文の実行行為および株式消却の場合がある。また、潜脱防止のため、従属会社並びに会社および従属会社の計算による自己株式取得についても規定した。

(26) Lutter, Köhler Komm. z. AktG., 2. Aufl., § 71 Rdn. 5.; 高窪喜八郎「商法改正要項に対し反対すべき点(十一)」法学新報四三巻二号六一頁以下、大森忠夫「自己株式の取得(一)」法学論叢二九巻五号一二七頁以下、森本滋「西ドイツの自己株式取得規制改正草案について」民商法雑誌七八巻臨時増刊号(2)「末川先生追悼論集—権利と法」2「二五〇頁以下。以上の叙述は、これらを参考にしながら主としてLutterのものによっている。

(9) この規定について基本的な態度が変わっていないことについては、政府草案理由書にも盛り込まれている。

(10) EC第二ディレクティブ第一九条の内容について



- は、森本、前掲(註8)、『小林量』企業金融としての自己株式取得制度(一)』民商法雑誌九二巻一号一頁以下参照。
- (11) 改正の経緯については、森本、前掲(註8)参照。
- (12) 規制の内容については、小林、前掲(註10)七頁以下、同、『主要先進国の自己株式取得規制』商事法務一二八五号三六頁、三七頁参照。
- (13) 原文は『wenn der Erwerb notwendig ist, um einen schweren, unmittelbar bevorstehenden Schaden von der Gesellschaft abzuwenden』となつてゐる。「unmittelbar」は語尾変化がないため、本来損害にかかると要件は「重大性」と「急迫性」とあり、原文に忠実に従ふは「unmittelbar bevorstehend」は「直前の」「現在の」あるいは「差し迫つた」とすべきであるが、後述する見解の中に「直接性」を独立の要件としてゐると思われるものがあるため、このように「直接且つ急迫的」と訳出してゐた。
- (14) この整理は、Lutterのものが従つてゐる。Lutter, a. a. O. (Fn. 8), § 71 AktG Rdn. 22-31.
- (15) Bartz, Grobkomm. z. AktG, § 71 Ann. 7.
- (16) BFH AG 1977, 230. この判決については後述する。
- (17) Hefermehl/Bungeroth, AktG, Komm. § 71 Rdn. 52.

- (18) Bartz, a. a. O., (Fn. 15) § 71 AktG Ann. 7.
- (19) Lutter, a. a. O. (Fn. 8), § 71 AktG Rdn. 23.
- (20) 福岡博之「自己株式論」(一九六〇年、千倉書房)六六、六七頁によれば、一九三二年緊急大統領令公布後の新聞記者会見において、政府は、「ここにおける」会社の重大な損害」とは不当な市価低下攻撃に対する防衛の意味である旨を説明した、と述べてゐる。
- (21) Bartz, a. a. O., (Fn. 15) § 71 AktG Ann. 7.; Lutter, a. a. O. (Fn. 8), § 71 AktG Rdn. 25.
- (22) Lutter, a. a. O. (Fn. 8), § 71 AktG Rdn. 28.
- (23) これはLutterの見解である。賛同するものとしてGodin/Wilhelmi, Aktiengesetz, § 71 Ann. 3.; Hefermehl/Bungeroth, a. a. O. (Fn. 17), § 71 AktG Rdn. 43. それに対してこの両者の関係による「重大性」が判断されるとするものもBartz, a. a. O. (Fn. 15) § 71 AktG Ann. 7.; Werner, Ausgewählte Fragen zum Aktienrecht, AG 4/1972, S. 96 f.がある。後者の考え方によれば、損害の大きさから弊害の大きさを差し引くことにより損害の重大性をはかることとなり、損害の程度が同じであっても、弊害が少なければその損害が「重大な損害」となる可能性がある。
- (24) Lutter, a. a. O. (Fn. 8), § 71 AktG Rdn. 29, 30.
- (25) 一般的には、唯一の手段であることまで要求され

ているとは解されていない。但し、Barzは唯一性を強調する。また、他の資本構造の変更措置との比較上、新株引受権の排除につき、リーディング・ケースの *Kali & Salz* 判決 (BGHZ 71, S. 40 ff.) が唯一の手段であることを要求している。

(29) *Godin/Wilhelmi, a. a. O.* (Fn. 23), § 71 AktG. *Ann. 4.; Hefermehl/Bungeroth, a. a. O.* (Fn. 17), § 71 AktG. Rdn. 49.

### 三 「乗っ取り」の損害性をめぐる学説と判例の検討

既述のとおり、何が会社の「損害」であるのかについては、法は何も規定していない。そして、学説はその具体的な内容を検討している。しかし、一九三七年株式法以来、この規定についての議論は、「損害」についての類型化という方向ではなく、むしろ会社の「乗っ取り (Überfremdung)」が「会社の重大な損害」であるかという方向へと移行していく。この問題についての学説の立場は三つに大別できる。また、学説の

分化の背景には、取締役の行動規制をめぐる議論との交錯がある。以下ではそれらについての概略を述べ、さらに、この問題を直接に扱っている連邦財政裁判所の判決があるため、それを紹介し、若干の検討を加える。

#### 1 肯定説

一九三七年株式法施行当時は、売り浴びせにあった場合の株価の下支えのための取得等と同様に、乗っ取りへの対抗のための取得についても会社の損害性が認められると解する見解(さしあたり、肯定説と呼ぶことにする)が有力であった。当時の通説であり、会社乗っ取りを間接的 (mittelbar) 損害と解釈する。但し、特に説得力のある理由付けがなされているわけではない。

#### 2 否定説

一九六五年株式法のもとでは、後述する *Mestmäcker* の見解に影響を受け、乗っ取り回避のための自己株式取得につき消極的な立場をとる学説(否定説と呼ぶことにする)がみられるようになる。この否定

説の論理的基礎は、「誰が会社の構成員であるべきかについて、会社理事者に決定権限は帰属しない」すなわち、機関権限秩序に反するという点にあり、外資による株式の取得は、ドイツの経済体制上の理由から正当であるとする。

### 3 折衷説

外資による株式の取得がいかなる場合にも会社の重大な損害であると解する必要はないとする点で否定説と同様であるが、極端な例外事例 (extreme Ausnahmefälle) の場合、つまり (将来の) 潜在的株式取得者が会社を殲滅させる (vernichten) 目的、あるいは会社に著しい損害を与える目的のために影響力を行使しようとする場合には、乗っ取りの危険が自己株式取得を正当化するとする見解 (さしあたり、折衷説と呼ぶことにする) <sup>(5)</sup> である。ここでは、しばしば引用される Werner の見解をみることにする。

Werner は、まず、グロス・コンメンタールの中で Barz が乗っ取りもまた重大な損害となり得ると述べているのに対し、Lutter が、連邦通常裁判所の見解に

反対し、会社の理事者に誰が株式会社の構成員であるべきかにつき判断する権限は帰属しないとし、外国投資者による株式の取得は、ドイツの経済体制上、まったく正当なことであるとしている点に触れ、その上で、Barz の理解が正当であるとする。

Werner は、「外国投資者による株式の取得がどのような場合であっても重大な損害であると解する必要はないとする点では Lutter に従う」とするが、しかし、「そのような可能性をまったく排除してしまうことも行き過ぎであろう」とする。すなわち、外国企業による会社への過半数 (majority) 参加の取得は、その会社の競争力及び経済的状況を結局は阻害するおそれがあるとし、「会社の利益及びその時点の株主の利益において自己株式の取得という救済手段を用いるという権利を内国会社の理事者に認めてはならないとする法律上の強制的な理由は存在しない」と述べる。また、後述する Mesmacker の見解を意識し、「会社の存続が株式法七一条の範囲における保護客体ではないとするテーゼは、私の見解によれば、妥当ではない」とも

述べる。そして、最後に、「確かに、会社の理事者は大株主が正当な措置を採る場合であればそれが会社を害するものであってもその措置を甘受しなければならぬ。それに対して、理事者が『将来の』株主による『将来の』会社の損害を自己株式取得の方法で阻止し得る場合、その損害が『重大な』損害であれば、そのような損害に対抗することは理事者の法律上の義務に属するのである」とし、会社の損害を、その時点での株主の利益の侵害と捉える。

#### 4 取締役の行動規制をめぐる議論との交錯

学説の状況のところ述べて折衷説は、原則として乗っ取りに損害性を認めないものの、その例外を認める根拠として、「殲滅(Vernichtung)」という概念を用いている。<sup>(7)</sup>しかし、この概念は自己株式の例外的取得をめぐる議論から発生したのではなく、新株引受権排除の下での増資による乗っ取りへの対抗の是非をめぐる議論から派生してきたものである。すなわち、ドイツにおける損害回避のための自己株式取得の問題は、ここにおいて、乗っ取りに直面した取締役の行動

規制という問題設定と交錯することになる。

いくつかの文献ですでに紹介されているとおり、<sup>(8)</sup>最初にこの問題を設定したのは、Mestmackerである。以下では、彼の教授資格論文<sup>(9)</sup>からその見解を概観する。

Mestmackerは、まず、会社が重大な損害に対抗するため必要な場合に、資本の一〇%の額面総額まで自己株式の取得が許されることに触れた後、取締役が乗っ取り回避のためにそれを利用できるか、という問題設定をした。かつてライヒ財政裁判所は、取締役にそのような自己株式の取得を、会社の機関としてではなくむしろ会社の「支配者(Beherrscher)」として行ったものであるとして認めなかった。<sup>(10)</sup>そしてこの判決を批判する者は、企業の利益や乗っ取りに対する防衛、会社理事者の義務、さらに恐喝的な少数派(erpresserische Minderheiten)<sup>(11)</sup>といった言葉を持ち出すが、それは会社法上保護すべき利益を取り違えているとする。

また、Mestmackerによれば、社員権の侵害がある場合、それは株主の多数決による結果であるが、自己

株式の取得と新株引受権の排除は、株主ではなく取締役が社員権を侵害するもので、法的な例外であり、そして、乗っ取り、競争者、あるいは敵対的なコンツェルンに対して、取締役には防衛する権限がないとする。さらに、企業の結合によって経済的に望ましくない結果が生ずる場合、それは経済法の規制すべき領域であると述べる。そして、コンツェルンの形成や支配株式(Aktienpaketen)の譲渡が会社法上適法である以上、それを根拠にして取締役に対抗措置を取る権限を与えることはおかしいとする。

彼が教授資格論文においてこの見解を公表することと前後して、新株引受権排除による資本構造の変更に絡んだMinimax事件の二度目の判決が現れる。<sup>(12)</sup>当該事件は、ある会社の取締役が、競争会社による乗っ取りに対し、株主の新株引受権を排除し自己およびその関係者に額面で割り当てたところ、連邦通常裁判所は、問題の増資を適法とし、その理由として、その競争会社は、相手の会社を殲滅するという意図をもっていたとした。

この判決に対して、Mestmäckerは評釈<sup>(13)</sup>のなかで、次のように述べた。連邦通常裁判所のいう「殲滅」として考えられるのは、解散、コンツェルン会社への編入、さらには合併であるが、これらは株式法上違法なことではない。連邦通常裁判所は企業の存立そのものを株式法上保護すべき法益であるとしているが、そのような法的根拠は存在しない。それにもかかわらず会社の「殲滅」は害意であってそれを意図する株主の権利は排斥されるべきであるというのはおかしい、とする。

そして、以後の議論は、連邦通常裁判所の立場に賛同するか、あるいは、Mestmäckerの見解に賛同するかという形ですすめられていく。そして、このMestmäckerの見解に賛同し、これを損害回避のための自己株式取得の問題に取り入れたのがLutterほか、否定説の立場であり、また逆に、Minimax事件での「殲滅」という概念に重点を置いてるのが、Wernerほか、折衷説の立場であるといつてよい。

5 連邦財政裁判所の判決

このような議論の状況の中、一九七七年に連邦財政裁判所(BFH)が乗っ取り回避のための自己株式取得の問題につき、一つの判断を下している。<sup>(14)</sup>以下ではこれを紹介する。

(1) 事実の概要

A会社(原告・上告人、製造・販売会社)の株式は一九六八年当時、八〇%以上Sが所有していた。Sは唯一の代表権限のある取締役員でかつ監査役会議長代理の地位にいた。問題の一九六八年にXコンツェルンのある企業が、A会社の株式の八、六%を所有する少数株主に券面額の八三五%の価格で譲渡を申し込んだ。当時の取引所価格は券面額の四七〇%である。その当時多数派株主は少数株主の株式を買い取るような財務状況になかったため、A会社が当該自己株式を取得した。取引は券面額の八三五%を基礎に行われ、取引価格は手数料などの付随費用(Nebenkosten)を含め、全体で一、〇一一、七九六DMになった。A会社はXコンツェルンの企業に株式が渡るのを阻止するためにその価格を支払ったのである。

A会社は、一九六八年一月三十一日の貸借対照表に当該自己株式を取引所相場である券面額の四七〇%を基礎にして四六五、六五四DMで記帳した。

税務署(Finanzamt—被告・被上告人)は、その記帳を隠れた利益配当(verdeckte Gewinnausschüttung)<sup>(15)</sup>として扱った。

(2) 判旨(損害回避のための自己株式取得の部分のみ)

「学説においては、乗っ取りの危険が自己株式の取得を正当化するかどうかにつき争いがある(Lutter in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, § 71 Anm. 15 m. w. A.)。当院(Senat)はこの問題につき確定的に判断する必要はない。かりに連邦通常裁判所(Urteil vom. 27. September 1956 II ZR 144/55, Juris-tenzeitung 1957 S. 179, und vom 6. Oktober 1960 II ZR 150/58, BGHZ 33, 175 <Minimax 事件判決—引用者>)に同意し、それにいついかなるかされたMestmäckerによる批判(Der Betriebs-Berater 1961 S. 945)に反して、自己の会社を殲滅せせるといふ意図を持つ場

合には、会社理事者が競業企業による会社株式の取得を阻止することは当然であるということから出発するとしても、本件における原告による自己株式の取得は許されない。なぜならば、財政裁判所 (Finanzgericht) は、Xコンツェルンが原告に損害を与えるかあるいはまったく殲滅させてしまうという意図を持っていたことを確認できなかったからである。」

(3) 検討

本判決は会社乗っ取りが会社の重大なる損害にあたるかどうかを判断した貴重な判例である。連邦財政裁判所は、折衷説に従っているように思えるふしもある。ただし、明確な判断を示さないまま事実認定の問題で処理してしまっているため、事実上その解答を留保しているといえるだろう。では仮に、連邦財政裁判所が折衷説にしたがっているとした場合、問題は、Wernerの論拠である『将来の』株主による『将来の』会社の損害を理事者が自己株式取得の手段で阻止し得る場合には、その損害が重大な損害であれば、そのような損害への対抗は理事者の法律上の義務に属する」という

主張が、現在の株式法第七条第一項第一号においても、妥当であるかという点である。ここでは、損害の重大性のほか、「直接性、及び急迫性」が要求されている。この点を捉えて、会社乗っ取りには、損害の「直接性 (Unmittelbarkeit)」が欠けるとして損害性を認めない見解<sup>(19)</sup>がある。

(1) 「Überfremdung」という言葉は、最も端的には外資による乗っ取りを指すが、他人化するという含みがあり、そこから、競争会社による乗っ取りも意識されることになる。また、一九三七年株式法で複数議決権株が原則として禁止され(現在の第一二条)、企業側が乗っ取りへの対抗措置を模索したという経緯がある。

(2) 福岡博之「自己株式論」(一九六〇年、千倉書房) 六六、六七頁参照。

(3) Barz, Großkomm. z. AktG, § 71 Anm. 7.

(4) Lutter, Köhler Komm. z. AktG, § 71 Rdn. 24.

(5) Geßler, Aktiengesetz Kommentar, § 71 Rdn. 9.

(6) Werner, Ausgewählte Fragen zum Aktienrecht, AG 4/1972, S. 93, 96.

(7) Werner自身が「殲滅」という概念を使っているのではないが、対概念としての企業の「存続」を株式

法上保護すべき法益と解するところから、同様のことがいえる。Lutterによる学説の整理は、おかげでこの概念が用いられるべき。Vgl. Lutter, a. a. O. (Fn. 4) §71 AktG, Rdn. 24.

(8) 洲崎博史「不公正な新株発行とその規制(二・完)」民商法雑誌九四巻六号七二二頁以下、川浜昇「株式会社への支配争奪と取締役の行動規制(三・完)」民商法雑誌九五巻四号四九二頁、四九六頁、坂本延夫・金融・商事判例八二五号三二二頁参照。

(9) *Mestmäcker, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre*, 1958, S. 146. ff.

(10) JW 1929 S. 2183.

(11) ドイツにおいて、乗っ取りの回避が株主総会決議で多数派が利益を得ることを正当化するかという問題とオーバーラップして議論される傾向がある(川浜・前掲(註8)(二頁註三参照))。のはこのためであろうと思われる。但し、*Mestmäcker*は、「取締役自身の判断で行う乗っ取り対抗策(すなわち、新株引受権排除の下での増資と自己株式の取得)」については明確に否定するが、株主総会の(承認の下に行う)乗っ取り対抗策(例えば、上限付き議決権の導入)については何も述べていない。

(12) Urteil vom 6. 10. 1960 BGHZ 33 S. 175. 最初の判

決は Urteil vom 27. 9. 1965 BGHZ 21. S. 354.

(13) *Mestmäcker, Zur aktienrechtlichen Stellung der Verwaltung bei Kapitalerhöhungen*, BB 1961. S. 945 ff. また、教授の諸説については、上柳克郎・河本一郎「メストメッカー教授論文翻訳集・法秩序と経済体制」所収二〇五頁以下に邦訳がある。

(14) BFH, Urteil vom. Februar 1977 (IR 163/75), in: WM 1977. S. 1264 ff.

(15) 隠れた利益処分とする訳語もあるが、村井正「租税法—理論と政策」(一九八八)二〇九頁の指摘により、「隠れた利益配当」とした。

(16) Vgl. Assmann/Bozenhardt, *Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten*, ZGR, Sonderheft 9, S. 134.

#### 四 結びにかえて

以上みてきたように、ドイツ株式法第七一条第一項第一号をめぐる議論は、日本における議論と同様、「重大な損害を回避するため」という文言は使われているものの、その意味しているところは異なっている。す



なわち、単なる株価維持のための取得は、この規定における損害回避とは認められないし、乗っ取り回避のための取得については、見解が分かれるところである。

乗っ取り回避のための自己株式取得については、連邦財政裁判所が、この問題につき判断を留保して以来、

議論は一時下火になったようである。近年、公開買付に関するECの第一三ディレクティブ案が提出されて以来、<sup>(1)</sup>その公開買付への對抗策が法的に検討されるなかで、この自己株式取得の問題は再び注目されるに至っている。<sup>(2)</sup>議論の大筋は変わっていない。やはり、中

心的に議論されるのは乗っ取り回避の問題なのである。この問題の核心となっているのは、「企業の殲滅」という概念をここに持ち込むか否か、言い替えれば、対概念としての「企業の存続」を株式法上保護すべき法益として認めるか否か、という点にあるといつてよい。<sup>(3)</sup>

また、さらには「損害」の対概念である「利益」(Interests)の概念も検討を要すると思われる。<sup>(4)</sup>現段階で性急な結論を出すことは避けたい。<sup>(5)</sup>ただ、少なくともいえることは、日本において、ドイツ株式法第七条

第一項第一号を範として、一般条項型の例外的取得事由を規定した場合に、株価の安定を目的とした自己株式の取得、あるいは乗っ取り回避のための自己株式取得を認めることはできない、ということである。<sup>(6)</sup>

経営者の目には、自らの地位を脅かすものはすべて「重大な損害」と映るかもしれない。逆に、自らの地位を安定させるものは「利益」と映るかもしれない。さらに、株主の目からも、法の間からも判断は困難であろう。なにが重大、急迫の損害に該当するかという基準の問題、また、その判断を誰がするかという判断の主体の問題は、非常に困難なものであろう。右のことから、一般条項型の例外的取得事由を規定することには、慎重であるべきと考える。

本稿は、自己株式取得緩和の是非を正面から扱ってはいない。むしろ、自己株式取得が緩和の方向に向かうことを仮定している。緩和の是非を扱うには、本来検討すべき問題が数多く存在する。<sup>(7)</sup>自己株式取得規制の緩和については、あらゆる角度から政策目標を検討すべきと考える。<sup>(8)</sup>その結果、緩和の結論に至った場合

であっても、例外的取得事由は、類型化すべきであろう。

(1) 提出の経緯、内容につき、布井千博「ECにおけるM&Aの法規制〔上〕〔下〕」国際商事法務一九卷二号一五二頁以下、一九卷三号三〇四頁以下、江口眞樹子「ドイツにおける株式公開買付の展開」国際商事法務一九卷六号六八九頁以下参照。Vgl. Hopf, Übernahmeangebote im europäischen Recht, in: FS für Rittner, München, 1991, S. 187. ff.; Pelzer, Übernahmeangebote nach Künftigem Europa-Recht und dessen Umsetzung in deutsches Recht, ZGR Sonderheft, 9, 1990, S. 179. ff.

(2) Vgl. Hauschka/Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im Deutschen Recht, AG 7/1988, S. 181. ff.; Otto, Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, DB Beil. 12/1988, S. 6.; Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich gegründeten Verhaltensgeboten, ZGR, Sonderheft, 9, S. 112. ff. 注た、これらの議論の内容の紹介として、拙稿「ドイツにおける企業防衛措置」一橋研究一六巻四号一一九頁

以下参照。

(3) この点につき、最近注目すべき判決が下っている。いわゆる「Linotype事件」である。この判決では、連邦通常裁判所が会社の存続それ自体は保護すべき法益とは認めない旨を判断したふしがある。詳細については、別府教授による研究がある。BGH von 1. 2. 1988 -II ZR 75/87 (Frankfurt), in NJW (1988) Heft 25 S. 1579-S. 1582.; AG 5/1988, S. 135 ff.; 別府三郎「再考・株主間の直接的法律関係の可能性—西独判例(リノタイプ事件)の新たな潮流—」鹿児島大学法学論集二五巻一・二号、七三頁以下、同、「物的会社の多数者と少数者の法律関係—西独判例法の発展からの示唆—」服部栄三先生古稀記念「商法学における論争と省察」(一九九一年 商事法務研究会)八一五頁以下、同、「株主の誠実義務」をめぐる動向—西独の解散決議判例を契機として—「現代企業法と法」(平出慶道先生還暦記念論文集—一九九一年名古屋大学出版会)。(4) 例えば、正井章彦「西ドイツ企業法の基本問題」(一九八九年 成文堂)一七〇頁以下。さらには、この「損害」・「利益」という概念が「会社」についてのものなのか、「企業」についてのものなのか、「株主」についてのものなのかという問題も検討されるべきである。「乗っ取り」は、原則として株主間に争いがあることを

前提とした問題であるため、「株主」として共通の「損害」や共通の「利益」といった考え方が、ここで妥当するかという点には疑問がある。

(5) 本稿においては、いわゆる「グリーン・メール」の問題を扱わなかった。この問題については、ドイツにおいても若干ではあるが法的な分析が加えられているようである。今後の研究課題の一つとし、機会があれば別稿で扱いたいと思っている。

(6) この規定について、ドイツの実務においてかなり自由な解釈がされていることも伝えられている。これにつき、龍田・江頭・関・小林・竹中・遠藤「(座談会)自己株式取得の規制緩和をめぐる」商事法務一二八五号一二頁における竹中氏の説明、及び、村松洋平「諸外国における自社株取得の実情(Ⅲ・完)」商事法務一二八七号二三頁以下参照。

(7) 企業金融からの検討として、神田秀樹「自己株式取得と企業金融(上・下)」商事法務一二九一号二頁以下、一二九二号七頁以下参照。税法との関連について、竹内昭夫「自己株式取得規制の緩和と商法・税法」商

事法務一二八六号二頁以下、吉牟田勲「自己株式の取得規制緩和と税制上の問題点」税理三五巻九号九頁以下参照。アメリカ法との比較について、篠田四郎「企業防衛と自己株式の取得」名城法学四二巻別冊五〇五頁以下参照。さらに、最近の緩和論の検討について、大隅健一郎「自己株式取得規制の緩和について」商事法務一二九五号二頁以下、岸田雅夫「自己株式保有の是非を考える」税理三五巻八号八頁以下、森田章「自己株式取得規制の緩和」企業会計四四巻九号一二二頁以下。

(8) この視点での優れた研究として、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。目下の規制緩和論は、この視点での検討を十分にしているのか、疑問である。

〔追記〕

再校時に、江頭憲治郎「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二頁以下に接した。

(一九九二年一〇月九日)

(一橋大学大学院博士課程)