

日本の自己株式取得規制の緩和の表側と裏側

東北大学大学院法学研究科 教授
得津 晶

1. はじめに

2018年10月26日に、中国の全人代は、会社法における自己株式取得規制の緩和を行った。この改正の主な内容は、従業員・役員へのインセンティブ報酬や転換社債の権利行使に備えるための自己株式取得を認めることにすぎない。だが、この改正の目的は、自己株式取得を用いて資本市場の安定化を図ること、市場の株価を安定させることにある⁽¹⁾。このような目的に照らすと、中国の自己株式取得規制の緩和はさらに進む可能性がある。

この改正が、中国の会社法研究者において衝撃的に受け止められているのは、予定されていた専門家の意見聴取を経ることなく、「神速」ないし「拙速」になされた点にあるようである。これらことから、中国の会社法研究者の多くが、自己株式取得規制の行き過ぎた緩和に懸念を抱いているのではないかと推察される。

これに対して、日本法では、2001年（平成13年）6月の議員立法の商法改正（「商法等の一部を改正する等の法律（平成13年法律第79号）」）により自

己株式取得が原則として自由化された（金庫株解禁と表現される）。この立場は2005年会社法・現行法でも維持されている。この意味で、日本法は、中国の会社法研究者が懸念している方向を先に進んでいるといえる。

そして2001年6月商法改正が議員立法であるということは、会社法研究者を含む法務省・法制審議会での審議を経なかったものであり、中国の2018年改正同様、会社法研究者の意見がないがしろにされたのではないかと誤解されかねない。また、日本の自己株式取得規制緩和の目的にも、当時問題となっていた持ち合い株式（政策保有株式）の解消の受け皿となることで、市場の株価を安定させるということが期待されていた⁽²⁾。これらの背景も今回の中国法の改正と似ている。

となると、中国の会社法研究者は、中国法も日本法と同じ轍を踏むのではないかと心配されているのではないかと。しかしながら、日本の自己株式取得規制の緩和は、結果として大問題にはなっていない。これは、自己株式取得規制の緩和という表の改正と並行して、

※ 本稿は中日民商法研究会第十八届（2019）大会（2019年9月14日雲南大学〔中華人民共和国・雲南省昆明市〕）における報告原稿を加筆・修正したものである。当日通訳の労をとっていただいた王万旭先生（大連大学。北海道大学博士（法学））に深く感謝申し上げます。なお、同報告論文は王万旭先生の中国語訳により中日民商法研究第19巻に掲載される予定である。

⁽¹⁾ 中国証監会ウェブサイト

(http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201809/t20180906_343763.html) 参照; Myles Seto & Shelley Liang, *China encourages share repurchase by revising the Company Law*, DEACONS NEWSLETTER CORPORATE COMMERCIAL 20 December 2018, 2, 2-3 (available at, https://www.deacons.com/assets/Images/News%20and%20Insights/Publication/2018/20181220_CCGNewsletter_Eng.pdf).

⁽²⁾ 相沢英之ほか『一問一答金庫株解禁等に伴う商法改正』（商事法務研究会・2001年）7頁。

その「裏側」でもきちんと対応がなされたおかげである。ここでいう自己株式取得規制の「裏」とは、自己株式を取得した後の取扱いのことである。すなわち、 α . 保有している自己株式(いわゆる金庫株⁽³⁾)の法的規律と、 β . 保有している自己株式を会社が処分する場面での規律のことである。

2. 2018年会社法改正による自己株式取得規制緩和の概要

2018年の中国会社法による自己株式取得規制の緩和の内容は以下の通りである。

改正前中国会社法142条は、自己株式の取得を原則として禁止する。そのうえで、自己株式取得を容認する4つの例外を挙げる。4つの例外とは、①資本金の減少に伴う株式消却の場合、②自社株式を有する会社との合併の場合、③従業員への褒章として自己株式を給付する場合、④合併・会社分割の反対株主の株式買取請求権行使の場合、である。

2018年改正によって、まず、142条の文言から原則禁止という表現がなくなった。以下の場合には、自己株式の取得ができるという表現に変更された(2018年改正中国会社法142条1項柱書)。これは、実質的な変更でないとはいえ、自己株式取得に対する「態度」(attitude)が180度変わったものと捉えることができよう⁽⁴⁾。

そして、新たな取得事由として、上場会社に限定して以下の2つの事由が追加された。⑤上場会社の転換社債の保有者が転換権(新株予約権)を行使する場合(2018年改正中国会社法142条1項5号)と⑥上場会社が会社の価値及び株主の利益を守るために必要な場合(2018年改正中国会社法142条1項6号)である。後者の⑥会社の価値・株主の利益を守るために必要な場合と

は、買取防衛策のことが念頭に置かれていると推察される。

また、③従業員への褒章として株式を給付する場合というのも、③'従業員への株式所有プランあるいはインセンティブ報酬として給付する場合と文言が修正された(2018年改正中国会社法142条1項3号)。

そして、自己株式取得の決定権限について、改正前は、④株式買取請求権を除く、①～③については株主総会の決議が要求されていた。これが、改正法の下では、①資本金現象の場合、②合併の場合については、従来通り株主総会決議が必要とされるのに対し、③従業員へのインセンティブ報酬目的、⑤転換社債の転換権行使、⑥会社の価値・株主の利益を守るため必要な場合については、定款の規定により、あるいは、株主総会の授権がある場合は、董事会(日本法上の取締役会に相当)決議によって自己株式取得が可能となった(2018年改正中国会社法142条2項第2文)。

自己株式保有期間について、改正前は、①資本金減少の場合は10日以内に株式消却が義務付けられ、②合併の場合、④株式買取請求権の場合は6カ月以内の譲渡あるいは償却、③従業員への給付の場合は1年以内の譲渡が義務付けられた。これが改正法の下では、①資本金減少、②合併、④株式買取請求権の保有期間は従来通りであるが、③従業員へのインセンティブ報酬目的、⑤転換社債、⑥会社の価値・株主の利益を守るため必要な場合については保有期間が3年以内へと延長された(2018年改正中国会社法142条3項)。

数量規制として、①～②、④に数量規制はかからないものの、③従業員への褒章の場合、改正前は、発行済株式総数の5%に上限が設定されていた。また、③の場合の分配可能額規制とし

⁽³⁾ 中国法でも、従業員インセンティブプランでの自己株式保有期間を3年に延長したことに伴い「金庫株」という呼称が用いられるようになったとのことである。Seto & Liang, *supra* note 1, at 4.

⁽⁴⁾ Seto & Liang, *supra* note 1, at 3.

て利益の範囲内でのみ取得ができるとされていた。改正法は、③従業員へのインセンティブ報酬、⑤転換社債、⑥会社の価値・株主の利益を守るため必

要な場合を合算し、数量上限を10%に引き上げた(2018年改正中国会社法142条3項)。また、この場合の分配可能額規制も撤廃した。

【表1：2018年改正142条新旧対照表】⁽⁵⁾

旧第142条	改正後第142条
第142条 第1項：会社は自己株式を購入してはならない。但し、次の各号のいずれかに該当する場合はこの限りではない。	第142条 第1項：会社は、次の各号のいずれかに該当する場合、自己株式を購入することができる。
(1) 会社の登録資本を減少する場合	(1) 会社の登録資本を減少する場合
(2) 自社株式を保有するその他の会社と合併する場合	(2) 自社株式を保有するその他の会社と合併する場合
(3) 株式を褒賞として自社の従業員に給付するとき。	(3) 従業員による株式所有計画又はストックオプションに用いる場合
(4) 株主が株主総会で行った会社合併又は分割の決議に異議を有し、会社にその株式の買取を求めるとき。	(4) 株主が株主総会で行った会社合併又は分割の決議に異議を有し、会社にその株式の買取を求めるとき。
	(5) 株式を上場会社の発行した株券に転換可能な会社債券の転換に用いること。〔新設〕
	(6) 上場会社が会社の価値及び株主の權益を守る必要がある場合〔新設〕
第2項：会社は、前項第1号から第3号までの原因により自己株式を購入する場合、株主総会の決議を経なければならない。 会社が前項の規定に従い自己株式を購入した場合で、第1号に該当するときは、購入から10日以内に消却しなければならない。第2号、第4号に該当するときは、6か月以内に譲渡又は消却しなければならない。	第2項：会社は、前項第1号、第2号の規定する事情により自己株式を購入する場合、株主総会の決議を経なければならない。会社が前項第3号、第5号、第6号の規定する事情により自己株式を購入する場合、会社定款の規定又は株主総会の授權に基づき、3分の2以上の董事が出席する董事會會議の決議を経ることができる。 会社が第1項の規定に従い自己株式を購入した場合で、第1号に該当するときは、購入から10日以内に消却しなければならない。第2号、第4号に該当するときは、6か月以内に譲渡又は消却しなければならない。
第3項：会社が第1項第3号の規定により購入する自己株式は、当該会社の発行済株式総額の5%を超えてはならない。購入に用いる資金は、会社の税引き後利益から支出しなければならない。購入した株式は1年以内に従業員に譲渡しなければならない。	第3項：第3号、第5号、第6号の事情に該当する場合、会社が合計で保有する自己株式数は当該会社の発行済株式総額の10%を超えてはならず、3年以内に譲渡又は抹消しなければならない。
	第4項：上場会社は、自己株式を購入する場合、「中華人民共和國証券法」の規定に従い情報開示義務を履行しなければならない。上場会社は、本条第1項第3号、第5号、第6号の規定により自己株式を購入する場合、取引を証券取引所に集中させ、公開的に実施しなければならない。〔新設〕
第4項：会社は、自己株式を質権の目的物として受け入れてはならない。	第5項：会社は、自己株式を質権の目的物として受け入れてはならない。

⁽⁵⁾ 本表は、森・濱田松本法律事務所中国プラクティスグループ・中国最新法令〈速報〉280号(2018年11月26日)(<http://www.mhmjapan.com/content/files/00036662/20190508-042248.pdf>)、野村高志=志賀正帥=福王広貴「2018年の中国における重要立法を振り返る(上)~会社法の改正、電子商務法の制定を中心に~」Science Portal China(2019年1月31日)(https://spc.jst.go.jp/experiences/chinese_law/19001.html)等を参考にして筆者が作成した。

【表 2：2018 年改正 142 条下での取得事由と決定機関⁽⁶⁾】

取得事由	① 資本金減少	② 合併(抱き合わせ株式)	③ 従業員インセンティブ報酬	④ 合併・分割の反対株主株式買取請求	⑤ 転換社債	⑥ 会社の価値・株主の利益保護
決定機関	株主総会決議	株主総会	定款または株主総会の授権に基づいて董事会	—	定款または株主総会の授権に基づいて董事会	定款または株主総会の授権に基づいて董事会
保有期間	10 日以内	6 カ月以内	3 年以内	6 カ月以内	3 年以内	3 年以内
数量規制	—	—	10%	—	10%	10%

3. 日本の自己株式取得規制緩和の「表」側⁽⁷⁾

(1) 目的規制—保有期間規制—数量規制の枠組みに基づく緩和

まず、表側である日本法の自己株式取得規制の緩和の歴史について簡単に紹介する。日本法では、2001 年改正まで、A. 目的規制、B. 保有期間規制、C. 数量規制を複雑に組み合わせた形で規制が構築され、複雑な形で規制緩和が進んでいった。

1938 年(昭和 13 年)改正前商法は、自己株式取得・質受けを完全に禁止していた(1899 年〔明治 32 年〕商法 151 条⁽⁸⁾1 項)。唯一の例外は、①資本金の減少に伴う株式消却の場合と定款の定めに基づく配当可能利益の範囲内での

株式消却の場合であった(1899 年商法 151 条 2 項)。この場合、資本金減少であれば、株主総会普通決議(1899 年商法 220 条〔当時には特別決議制度は存在しなかった。参照、1899 年商法 161 条〔株主総会決議の方法〕、208 条〔定款変更の方法〕)と債権者異議手続(1899 年商法 220 条 2 項・77-80 条)が必要となる。配当可能利益の範囲内の株式消却については、定款規定が必要であり、しかも、その定款規定は原始定款または総株主の一致による定款変更によってなされる必要であるという理解が多数説とされていた⁽⁹⁾。このように、自己株式を取得することができる場合を特定の目的に限定するという A. 目的規制が取られていた。これに対して、B. 保有期間規制、C. 数量

⁽⁶⁾ 森・濱田松本法律事務所中国プラクティスグループ・前掲注(5)文献 2 頁。

⁽⁷⁾ 本節の内容については中東正文・松井秀征編著『会社法の選択』(商事法務) 649-688 頁、杉田貴洋「自己株式取得規制緩和の意義」商事法務 2207 号(2019) 44-52 頁参照。

⁽⁸⁾ 明治 32 年法律第 48 号

151 条 会社は自己の株式を取得し又は質権の目的として之を受くることを得ず。

2 項 株式は資本減少の規定に従ふに非ざれば、之を償却することを得ず。但し定款の定むる所に従ひ株主に配当すべき利益を以てするは此限に在らず。

(平仮名・句読点、本稿筆者。以下、同じ)

⁽⁹⁾ 鈴木竹雄『会社法〔全訂第 5 版〕』(弘文堂・1994 年) 127 頁。これに対して、通常定款変更で足りるとする見解として竹田省『商法の理論と解釈』(有斐閣・1957 年) 71 頁、矢沢惇「株式の償却—特に償還株式について」松本丞治先生古稀記念『会社法の諸問題』(有斐閣・1951 年) 355 頁〔ともに定款変更株主総会特別決議が必要とされる法制〔1950 年改正商法〕下での議論〕、任意償却の場合には通常定款変更で足りるが、強制償却の場合には、原始定款または総株主の同意による定款変更によることを必要とする見解として上柳克郎=鴻常夫=竹内昭夫編集代表『新版注釈会社法(3)』(有斐閣・1986 年) 288 頁〔菅原菊志〕がある。

規制はこの時期には設けられていなかった。

1938年商法改正において、A. 目的規制については、自己株式の取得を認める事由が拡大された。①株式消却のための取得、②合併・営業譲受による取得、③権利の実行のための取得⁽¹⁰⁾という3つの例外的取得事由の場合に限って自己株式取得を容認した(1938年〔昭和13年〕改正商法210条⁽¹¹⁾)。

1899年商法同様、①株式の消却は、資本金の減少によるか、定款の規定がある場合に配当可能利益の範囲内でおこなうこととされた(1938年改正商法212条⁽¹²⁾)。そして資本金の減少には株主総会普通決議(1938年商法376条)と債権者異議手続(1938年商法376条2項・99・100条)が必要とされ、定款の規定は原始定款か株主全員の同意に基づく定款変更によることが必要という理解が多数説であった⁽¹³⁾。②合併や営業譲渡には株主総会決議が必要とされていた(1938年商法408条1項・3

項・343条〔定款変更〔総株主・資本の半数以上の出席する株主総会で議決権過半数の賛成〕〕、245条1項1号・343条)。

さらに、取得した自己株式について①株式消却目的で取得した自己株式は遅滞なく株式失効の手続をとることを求めた。②合併・営業譲受による取得の場合と③権利の実行のための取得の場合には、会社は、相当の時期に、株式または質権の処分をする義務を負った(以上、1938年〔昭和13年〕改正商法211条⁽¹⁴⁾)。これは、期間が明示的に特定されていないとはいえ、定性的なB. 保有期間規制といえる。

その後、1950年(昭和25年)商法改正によって、合併・営業譲渡における反対株主の株式買取請求権制度導入に伴い、④株式買取請求権が行使された場合が、自己株式取得を認める例外事由に追加された(1950〔昭和25〕年改正商法210条4号⁽¹⁵⁾〔A. 目的規制〕)。この新たな取得事由による取得した自

⁽¹⁰⁾ 具体的には、強制執行・訴訟上の和解などをなすに当たり、債務者が会社の株式以外に財産を有しないときに、会社がその株式を競落し、または代物弁済として受け取る場合が例示されている。上柳ほか・前掲注(9)文献240頁〔蓮井良憲〕。

⁽¹¹⁾ 昭和13年法律第72号

210条 会社は左の場合を除くの外、自己の株式を取得し、又は質権の目的として之を受くことを得ず。

- ① 株式の消却の為にするとき
- ② 合併または他の会社の営業全部の譲受に因るとき
- ③ 会社の権利の実行に当り、其の目的を達する為必要なるとき

⁽¹²⁾ 昭和13年法律第72号本条新設

212条 株式は資本減少の規定に従ふに非ざれば之を償却することを得ず。但し定款の規定に基づく株主に配当すべき利益を以てする場合はこの限りに在らず。

2項 第377条の規定は株式を消却する場合に之を準用す。

前条第1号の場合に於ては会社は遅滞なく株式失効の手続を為し、第2号及び第3号の場合に於ては相当の時期に

⁽¹³⁾ 注(9)参照。

⁽¹⁴⁾ 昭和13年法律第72号改正

211条 前条第1号の場合に於ては、会社は、遅滞なく株式失効の手続を為し、第二号及第3号の場合に於ては相当の時期に株式又は質権の処分を為すことを要す。

⁽¹⁵⁾ 昭和25年法律第167号改正

210条 (省略)

4号 第245条の2(営業譲渡等の場合の反対株主の株式買取請求権。本稿筆者注、以下同じ)又は第408条の2(合併の場合の反対株主の株式買取請求権)の規定に依り株式の買取を為すとき

己株式も、会社が、相当の時期に、処分しなくてはならないという規制が課された(1950年改正商法211条〔B. 保有期間規制〕)。

なお、A. 目的規制に関連して1950年改正によって、①資本金の減少、②合併、営業譲渡のいずれの場合にも株主総会特別決議が必要とされることになった(1950年改正商法375条1項・343条、408条1項・3項・343条、245条1項1号・343条)。

1966年(昭和41年)商法改正で、定款による株式譲渡制限制度の導入のための定款変更、反対株主の株式買取請求権の保護がなされると、それに応じて、自己株式取得の取得事由としての④株式買取請求権の対象も拡大した(1966年商法210条4号)⁽¹⁶⁾。

1981年(昭和56年)商法改正では、新たに⑤質権の目的として自己株式を取得することが許容された(1981年改正商法210条柱書⁽¹⁷⁾)。そして、質権については発行済株式数の20分の1以下というC. 数量規制を導入した。

1994年(平成6年)商法改正で新たな事由として⑥従業員へのインセンティブ報酬として自己株式を取得する場合が追加された(平成6年改正商法210条の2〔A. 目的規制〕)。そして、⑥従業員へのインセンティブ報酬目的の場合は、B. 保有期間規制として6か月が課され(1994年改正商法211条⁽¹⁸⁾)、C. 数量規制として発行済株式総数の3%以下という限度が設定された(1994年改正商法210条の2第1項⁽¹⁹⁾)。さらに、この場合の自己株式の取得は、

(16) 株式買取請求権の対象が追加されることに伴う自己株式取得事由の追加(2005〔平成17年〕改正前商法210条4号列挙事由の追加)は、その後も、1991年(平成2年)改正〔端株券不発行に伴う端株の買取請求権〕、1997年(平成7年)改正〔簡易合併〕、1999年(平成11年)改正〔株式交換・株式移転〕、2000(平成12年)改正〔会社分割〕においてなされた。

(17) 昭和56年法律第74号改正

210条 会社は左の場合を除くの外、自己の株式を取得し、又は質権の目的として発行済株式の総数の20分の1を超ゆる数の自己の株式を受くることを得ず。

(18) 平成6年法律第66号改正

第211条 第210条第1号の場合に於ては会社は遅滞なく株式失効の手續を為し同条第2号乃至第5号及第210条ノ3第1項の場合に於ては株式を買受けたる時より6月内に使用人に株式を譲渡すことを要す。

(19) 平成6年法律第66号本条追加

第210条ノ2 第1項 会社は前条の規定に拘らず正当の理由あるときは使用人に株式を譲渡す為に発行済株式の総数の100分の3を超えざる範囲内に於て自己の株式を取得することを得。

第2項 前項の場合に於て株式を買受くるには左の事項に付定時総会の決議あることを要す。此の場合に於ては取締役は使用人に株式を譲渡すことを必要とする理由を開示することを要す。

① 決議後最初の決算期に関する定時総会の終結の時迄に買受くべき株式の種類、総数及取得価額の総額

② 買受くべき株式が取引所の相場ある株式及取引所の相場に準ずる相場ある株式に非ざるものなるときは其の売主

3項 第1項の場合に於ては買受くることを得べき株式の総数は発行済株式の総数の百分の3を超ゆることを得ず。且其の株式の取得価額の総額は貸借対照表上の純資産の額より第290条第1項各号(配当可能利益の計算のための控除項目)の金額及定時総会に於て利益より配当し若は支払ふものと定め又は資本に組入れたる額の合計額を控除したる額を超ゆることを得ず。

(省略)

配当可能利益の範囲内という分配可能額規制も課された（1994年改正商法210条の2第3項、210条の4、212条の2第3項・5項・6項）。

そして、⑥従業員へのインセンティブ報酬目的で取得する手続についても、株主間の平等に配慮した規制が課された。まず、定時株主総会の普通決議が必要とされる（1994年改正商法210条の2第2項）。その上で、上場会社であれば、証券取引所での取引（1994年改正商法210条の2第8項）か、あるいは、公開買付（1994年改正商法212条の2第4項）による必要があるとした。これに対して、非上場会社であれば、特定の株主からの自己株式の取得について株主総会特別決議が必要になる（1994年改正商法210条の2第5項）。そして、他の株主は、自己も売主に追加することを請求する権利（売主追加請求権；Tag-along right）が保障される（1994年改正商法210条の2第7項）。

同改正は、他にも、A. 目的規制として、株式譲渡制限会社を対象とした新たな取得事由を追加した。⑦株主から株式譲渡承認請求および買受人指定請求があった場合に会社自身が自ら買受人になること（1994年改正商法204条の3の2第1項⁽²⁰⁾）、⑧株主に相続があった場合に相続人と会社との間で合意による自己株式を取得すること（1994年改正商法210条の3第1項⁽²¹⁾）である。

この⑦買受人指定による場合と⑧相続人からの取得の場合は、B. 数量規制として、両者を合算して20%が上限となる（1994年改正商法204条の3の2第7項、210条の3第2項）。また、⑦と⑧を合算して、配当可能利益の範囲内という分配可能額規制も課される（1994年改正商法204条の3の2第7項、210条の3第2項）。そして、⑥と⑦の両者とも、手続として株主総会特別決議が必要とされている（1994年改正商法204条の3の2第1項・343条、210条の3第3項・343条）。

1997年（平成9年）商法改正で、A. 目的規制に⑥インセンティブ報酬の相手方として従業員に加え取締役も含まれることになった。この場合のC. 数量規制を発行済株式総数の10分の1以下にまで引き上げた（1997年改正商法210条ノ2第2項）。そして、⑥取締役・従業員へのインセンティブ報酬目的の場合のB. 保有期間規制は、通常は6カ月であるものの、ストック・オプション（新株予約権）が付与されている場合については、新株予約権の行使期間が上限とされることになった（1997年改正商法211条・210条の2第2項3号）。すなわち10年が最長となる（1997年改正商法210条の2第4項）。

また、1997年商法改正と同時に、「株式の償却手続に関する商法の特例に関する法律」（株式消却特例法）が成立した。この特別法は、上場会社⁽²²⁾のみを

⁽²⁰⁾ 平成6年法律第66号本条追加

204条の3の2第1項 第204条の2第3項〔譲渡制限株式会社における会社の買受人指定〕の規定に依り取締役会が会社を譲渡の相手方に指定したる場合に於ては会社が前条第1項の請求を為すには第343条に定むる決議に依ることを要す。

⁽²¹⁾ 平成6年法律第66号本条追加

210条の3第1項 株式の譲渡に付取締役会の承認を要する旨の定款の定ある場合に於ては会社は第210条の規定に拘らず、株主の相続人より其の相続に因り得たる株式を相続の開始後1年以内に買受くる為にするときは自己の株式を取得することを得。但し其の株式の数は同条第5号に掲ぐる場合に於て取得したる株式の数と併せて発行済株式の総数の5分の1を越ゆることを得ず。

⁽²²⁾ 株式消却特例法は「公開会社」とするが、その定義（同法2条5号）は、「上場株式の発行者である会社又は店頭売買株式の発行者である会社をいう。」としており、会社法上の公開会社の定義（会社法2条5号。譲渡制限のかかっている株式を一部でも発行している株式会社）とは異なる。このため本文では「上場会社」と表記することにした。

対象に、定款に規定を設けることで、取締役会限りで①消却目的の自己株式の取得を認めるものである（株式消却特例法3条1項）。取締役会決議がなされれば、次の定時株主総会までの間に（同法3条6項）、市場買付か、あるいは公開買付のいずれかの方法で自己株

式の取得が認められる（同法4条）。この場合、C. 数量規制として定款の記載する取得上限は10%とされている（同法3条3項）。さらに、配当可能利益の範囲内という分配可能額規制が課される（同法3条5項）。

【表3】日本の自己株式取得規制の緩和

	1899 商法	1938 改正	1950 改正	1966 改正	1981 改正	1994 改正	1997 改正
取得目的規制	① 株式消却目的	① 株式消却目的 ② 合併・営業譲受 ③ 権利の実行のため	① 株式消却目的 ② 合併・営業譲受 ③ 権利の実行のため ④ 株式買取請求権	① 株式消却目的 ② 合併・営業譲受 ③ 権利の実行のため ④ 株式買取請求権	① 株式消却目的 ② 合併・営業譲受 ③ 権利の実行のため ④ 株式買取請求権 ⑤ 質権設定	① 株式消却目的 ② 合併・営業譲受 ③ 権利の実行のため ④ 株式買取請求権 ⑤ 質権設定 ⑥ 従業員への付与 ⑦ 譲渡承認買受人指定 ⑧ 被相続人からの取得	① 株式消却目的 ② 合併・営業譲受 ③ 権利の実行のため ④ 株式買取請求権 ⑤ 質権設定 ⑥ 従業員・取締役への付与 ⑦ 譲渡承認買受人指定 ⑧ 被相続人からの取得
保有期間規制		① 遅滞なく ②③ 相当の時期	① 遅滞なく ②-④ 相当の時期	① 遅滞なく ②-④ 相当の時期	① 遅滞なく ②-④ 相当の時期	① 遅滞なく ②-④ 相当の時期 ⑥ 6か月	① 遅滞なく ②-④ 相当の時期 ⑥ 10年
数量規制					⑤ 5%以下	⑤ 5%以下 ⑥ 3%以下 + 分配可能額規制 ⑦ + ⑧ 20%以下 + 分配可能額規制	⑤ 5%以下 ⑥ 10%以下 ① 消却特例法: 10%

(2) 自己株式原則容認の時代

このように自己株式取得規制の緩和が続いた末、2001年（平成13年）商法改正（平成13年法律第79号）は、A. 目的規制、B. 保有期間規制、C. 数量規制を撤廃し、一定の手続規制・分配可能額規制の上で、合意による自己株式取得を容認することとした。

手続規制として、上場会社・非上場会社に共通して認められる方法として相対取引による取得がある。この場合

は、定時株主総会の特別決議（総株主の議決権の過半数の出席・3分の2以上の賛成〔2001年改正商法343条〕）が必要であり（2001年改正商法210条5項）、売主以外の株主にも、自己も売主に追加することを請求する権利（売主追加請求権；Tag-along right）が保障される（2001年改正商法210条7項）。上場会社の場合は、証券市場で取得するか公開買付で取得する方法も認められている（2001年改正商法210条8項）。

この場合は定時株主総会普通決議が必要となる。

分配可能額規制としては、配当可能利益の範囲内であることが求められる(2001年改正商法210条3項)。

このような2001年6月商法改正の立場は、自己株式取得を配当(剰余金配当)と並ぶ株主への会社の余剰資金を返還する方法(「ペイアウト」と称される)の1つと整理するものである。すなわち、決定手続や分配可能額規制を原則として剰余金配当に揃えたのである。日本法では、剰余金配当の決定権限は原則として株主総会に存在するため(2001年改正商法281条1項4号・283条1項、現行会社法454条1項)、自己株式取得も株主総会決議に委ねた⁽²³⁾。これに対して、既存の株式消却特例法は、上場会社を対象を限定し、かつ、定款の規定が必要とはいえ、取締役会決議限りで自己株式取得を認めたものであり、この整理に反する。そこで、株式消却特例法は2001年6月商法改正と同時に廃止された。

ペイアウトの方法として配当と自己株式取得とを比較した場合、唯一にして最大の違いが、配当は持株数に応じて平等に分配されるのに対して、自己株式取得の場合は売主となる特定の株主のみが分配を受けるという株主間の不平等が生じうる点である。そこで、上記の様に自己株式取得の手続を規制することで株主間の平等を図った。

さらに付言すれば、2001年6月商法改正は、議員立法であるものの、法制審議会をスキップした新株予約権制度(ストック・オプション)の一般導入をおこなった1997年(平成9年)商法改正とは異なり、法制審議会でも議論されていたものを切り出して、議員立法

としたものであった⁽²⁴⁾。改正に反対する学者は有力に存在したものの、会社法学者を含む専門家の議論を十分に経たものであった。この点で、中国の2018年会社法改正とは異なる。

2003年(平成15年)商法改正では、議員立法により、2001年に廃止された1997年株式消却特例法の認めた取締役会限りでの自己株式取得制度を復活させた。定款の規定があれば、証券市場での買い付けか公開買付による場合に限定して、取締役会限りでの自己株式取得を認めた(2003年改正商法211条の3第1項2号)。

これは、剰余金配当の決定権限が株主総会にあることと矛盾している。だが、この改正の直前の2002年に、日本の商法は指名委員会等設置会社制度を導入しており、この会社では、アメリカ型のモニタリング・ボードモデルを採用することを条件に、取締役会限りで配当の決定を認めることとした(2002年改正商法特例法21条の31第1項)。指名委員会等設置会社は上場会社の中のごく少数であるが⁽²⁵⁾、おかげで、日本においても剰余金配当の決定権限が株主総会にあることは論理必然ではないという理解が広まった⁽²⁶⁾。2003年改正は、現実の配当決定手続と自己株式取得との間に不整合を生むものであった。だが、配当決定手続の理念的なありかたとの間のギャップは大きくはない。実際に、その後の2005年会社法では、配当決定手続を取締役会限りで行うことのできる会社は一定の要件を課すことで、指名委員会等設置会社から従来型の監査役会設置会社にも拡大した(2005年会社法〔現行会社法〕459条)。

2005年会社法(現行法)は、2001年

⁽²³⁾ 相沢ほか・前掲注(2)文献11頁。

⁽²⁴⁾ 中東＝松井編著・前掲注(7)文献199-204頁。

⁽²⁵⁾ 日本の上場会社数はおよそ3500社である中、指名委員会等設置会社は、2003年に44社、2019年で78社である。日本取締役会協会ウェブサイト「指名委員会等設置会社リスト(上場企業)(2019年8月1日現在)」

(https://www.jacd.jp/news/gov/jacd_iinkaisecchi.pdf) (2019年9月1日閲覧)。

⁽²⁶⁾ 中東＝松井編著・前掲注(7)文献683-684頁。

改正商法の立場を引き継いでいる。2005年会社法〔現行会社法〕155条は、自己株式取得を認める場合を1号から13号に限定している。この書き方からは、原則として自己株式取得禁止と理解することもできそうである。だが、同条3号は、会社法〔現行会社法〕156条以下の「株式会社が株主との合意により」自己株式を取得する場合を挙げる。これは、原則として自己株式取得を容認したものといえることができる。

そして、合意による取得の場合には、同じペイアウト手段である配当と並んで、分配可能額（剰余金）の範囲内ではなくてはならないとされている（2005年会社法〔現行会社法〕461条1項2号3号）。

自己株式取得の手続には、上場会社か否かにかかわらず、共通のメニューを用意した。そして、従来の相対取引、証券市場での取得・公開買付による取得（実際は上場会社のみが利用可能）に加えて、a. 株主全員から譲渡しの申込みを受ける手続が創設された（2005年会社法〔現行会社法〕156-159条）。これは、予め、株主総会決議で、取得する自己株式の数の上限、金銭等の上限、1年間以内の取得期間を定めて、取締役会に自己株式取得を授権するものである（2005年会社法〔現行会社法〕156条）。取締役会はこの授権に基づいて自己株式を取得する。毎回、自己株式を取得するたびに、全株主に対して取得する株式数、対価の金額等を株主に通知あるいは（公開会社の場合のみ）公告をする（2005年会社法〔現行会社法〕158条）。株主は通知・公告に基づいて株式の売却を申込み（2005年会社法〔現行会社法〕159条1項）。会社は、申し込みのあった株主から自己株式を取得するが、条件は均等でなくてはならず（2005年会社法〔現行会社法〕157条3項）、予定していた取得株式数を超える申し込みがあった場合は、按分で取得する（2005年会社法〔現行会社法〕159条2項）。

そのほか、b. 特定の株主からの相対取引による取得は、従来通り、株主総会特別決議が必要であり（2005年会社

法〔現行会社法〕160条1項・5項・309条2項2号）、他の株主に売主追加請求権が保障される（2005年会社法〔現行会社法〕160条2項・3項）。この相対取引を、非上場会社のみならず上場会社も利用できるようになった点が2005年会社法による改正点である。

また、c. 証券市場・公開買付による取得は、理論上、上場会社に限定される。これは、株主総会普通決議のみで可能である（2005年会社法〔現行会社法〕165条1項）。そして、1997年株式消却特例法・2003年改正商法と同様、予め定款に規定を設けておくことで、取締役会決議限りで、c. 証券市場・公開買付による取得が可能となる（2005年会社法〔現行会社法〕165条2項・3項）。これが、日本法の剰余金配当の決定権限の原則とは齟齬があるのは既に指摘した通りである。

4. 自己株式取得規制の中日法比較：「表」の話の中日比較

このようにみていくと、中国の2018年会社法改正による自己株式取得規制の緩和は日本の1997年改正と類似していると評価できる。となると、中国法も、日本と同様、自己株式取得規制の緩和がさらに進み、原則容認となる可能性も十分にある。そして、このような方向に対して懸念を抱く中国の会社法研究者も多いのではなからうか。

しかし、日本法の経験からすれば、自己株式取得の自由化の問題点の多くは、きちんとした規制をセットで導入することで解決する。

たとえば、日本では、伝統的に、自己株式取得には、4つの弊害があるとされてきた。(1)出資の払い戻しであり、債権者の利益に反するという点、(2)株主間の不平等を生みかねない点、(3)グリーン・メイラーや反対は株主から株式を取得することで経営者が保身をはかるなど会社支配権をめぐる不公正な取引に利用されるおそれがある点、(4)インサイダー取引や相場操縦など証券市場における不公正な株式取引の

おそれがある点である⁽²⁷⁾。

2001年改正商法は、この4つの弊害に対して、手続規制と分配可能額規制を課すことで除去を試みたのである。具体的には、(1) 出資払い戻しの禁止に抵触しないように、分配可能額規制を課すこと、(2) 株主間の不平等を生まないように、また、(3) 経営者が保身のために恣意的な利用ができないように、手続規制を課すこと、(4) 証券市場の問題については金融商品取引法の規制を課すこと⁽²⁸⁾、である⁽²⁹⁾。

このような日本法の観点からみると、2018年の中国法の緩和した自己株式の取得規制には、若干の問題がある。まず、数量規制を維持しているとはいえ、分配可能額規制が課されていない点(廃棄された点)は、債権者保護の観点から問題があるといえる。これは特に③従業員へのインセンティブ報酬目的、⑤転換社債、⑥会社の価値・株主の利益を守るために必要な場合において問題となる。また、手続規制について、上場会社については証券市場での取得に限定している点で(2) 株主間の不平等や(3) 経営者の保身目的での恣意的な利用の問題に対応がなされているといえる。だが、非上場会社について手続規制がない点は問題といえる。

しかし、資本制度に基づく分配可能

額規制が債権者保護にどの程度有用であるかは長い間議論に晒されている問題である⁽³⁰⁾。また、非上場会社といった場合に、同族企業など株主間に親密かつ多様な関係がある場合が多いのであれば、法が株主間の平等を保護する必要性は決して高くはない⁽³¹⁾。このように考えると、現状の中国の自己株式取得規制の問題は必ずしも大きくない。仮に問題だと考えるとしても簡単な修正が十分に可能な小さな問題である。

自己株式取得が会社の支配権あるいは債権者保護の観点から経営者の恣意的に濫用されるおそれをおそれるのであれば、表の問題である取得そのものの規制と並んで、あるいはそれ以上に重要なことはほかにある。それは、自己株式を取得した後の取扱いである。具体的には、α. 保有した自己株式の取扱いと、β. 自己株式の処分の問題である。このような自己株式取得規制の「裏」の規制を考える必要がある。

5. 日本の自己株式取得規制緩和の「裏」側

日本法は、自己株式取得規制を緩和した2001年改正の際に、会社・経営者が自己株式を濫用することをおさえるために、α. 自己株式の取扱いと、β. 自己株式の処分についても整理を行っ

⁽²⁷⁾ 神田秀樹『会社法〔第23版〕』(弘文堂・2021年)105頁注1、江頭憲治郎『株式会社法〔第8版〕』(有斐閣・2021年)249-250、258頁注7。

⁽²⁸⁾ この点に関連して、上場会社がToSTNET-2/3を用いて市場取引という形で実質的に特定の株主から相対で自己株式を取得することができるのが相場操縦規制等の関連で議論されている。江頭憲治郎ほか編著『改正会社法セミナー・株式編』(有斐閣・2015年)28-34頁。そのほか、ToSTNET-2/3を用いた取引によって上場会社が需給調整目的(価格下落防止目的)で自己株式を取得することについての問題点について後述の注(57)参照。

⁽²⁹⁾ 江頭・前掲注(27)文献249頁、神田・前掲注(27)文献107頁注5。

⁽³⁰⁾ 日本法の文献として吉原和志「会社の責任財産の維持と債権者の利益保護(一)、(二)」法学協会雑誌102巻(1985年)3号423-491頁、443頁、5号881-977頁、941頁、藤田友敬「会社法と債権者保護」商法会計制度研究懇談会編『商法会計に係る諸問題』(企業財務制度研究会・1997年)17-48頁、29頁、藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護」法学教室223号(1999年)21-26頁、25頁、藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護(2)」法学教室263号(2002年)122-136頁、127頁、金本良嗣=藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護」三輪芳朗=神田秀樹=柳川範之編『会社法の経済学』(東京大学出版会・1998年)191-228頁、215-216頁など。

⁽³¹⁾ 得津晶「種類株式」法学教室444号(2017年)17-23頁、19-20頁。

た。自己株式取得を配当と並ぶペイアウトの手段と位置付け、 β ．自己株式の処分を新株発行と同列に位置づけた。そして、その間の α ．自己株式は会社の資産を構成するものではなく、新株発行可能枠と同列に位置づけた⁽³²⁾。

(1) 自己株式の取扱い

自己株式に株式としての権利を完全に認めてしまうと、経営者が会社の支配権を不正に行使できてしまうという問題は、従来から直感的に理解されていた。自己株式取得の例外事由を容認した1938年商法改正において、自己株式には議決権が生じない旨の規定が設けられていた(1938年改正商法241条2項、現行会社法308条2項)。

利益配当については、議決権と異なり、自己株式に支払っても会社内に財産が留保されるだけであるので本質的な問題はないといえる。だが、配当性向(会社が利益のうちどれだけを株主に配当するのかの割合)の計算などにおいて誤解が生じかねない問題もある。そこで、従業員へのインセンティブ報酬目的での自己株式保有を認めた1994年改正の段階で自己株式の配当受領権を否定した(1994年改正商法293条但書後段、現行会社法453条カッコ書き)。

そのほかの権利について、2001年段階では、株式分割の対象となるのか、株式併合の対象となるのか、合併等の組織再編において存続会社が消滅会社の株式を有しているといういわゆる抱き合わせ株式に組織再編の対価として存続会社の株式を割り当てることで

きるのかといった問題が解釈に委ねられていた⁽³³⁾。これらの問題に対しては2005年会社法で手当てがなされた。会社法では自己株式を株式として扱わない場面は条文に明記することとして⁽³⁴⁾、株式分割・株式併合については自己株式の除外規定は設けられず、自己株式にも株式併合・分割の効力が及ぶこととなる⁽³⁵⁾。これは、定款によって授權されている発行可能株式数と類似した扱いとなる(2005年会社法184条2項〔株主総会決議によらず株式分割と同じ割合の範囲内で増加する定款変更〕、180条2項4号・3項・182条2項〔株式併合に伴い発行可能株式総数を発行済株式総数の4倍以内とする定款変更〕)。そして、抱き合わせ株式等には、組織再編の対価が割り当てられないことが明記された(会社法749条1項3号等)。

自己株式はいかなる意味でも資産ではないという取扱いは、計算書類においても反映されている。2001年6月商法改正以前は、自己株式を貸借対照表上の資産として計上していたが(2001年改正前計算書類規則12条1項・22条の2)、2001年6月商法改正以降は、資本の部の控除項目とされ(2001年改正計算書類規則34条4項)、資産として計上されなくなった⁽³⁶⁾。現在も、会社計算規則において、自己株式が貸借対照表上の株主資本(純資産)の部の控除項目とされ(会社計算規則76条2項5号)、資産性は否定されている⁽³⁷⁾。

(2) 自己株式の処分

2001年6月商法改正以前は、自己株

⁽³²⁾ 藤田友敬「自己株式の法的地位」落合誠一先生還暦記念『商事法への提言』(商事法務・2004年)87-124頁、91頁。

⁽³³⁾ 藤田・前掲注(32)文献100-121頁。

⁽³⁴⁾ 相澤哲編著『立案担当者による新・会社法の解説』(商事法務・2006年)34-35頁〔相澤哲=豊田祐子〕。

⁽³⁵⁾ 山下友信編『会社法コンメンタール(4)』(商事法務・2009年)13頁〔藤田友敬〕、相澤編著・前掲注(34)文献47頁〔相澤=豊田〕。

⁽³⁶⁾ 相沢ほか・前掲注(2)文献25頁。

⁽³⁷⁾ ただし、藤田・前掲注(32)文献90頁、122頁は、会計上の資産性の否定それ自体は経済実態には無関係であるとする。

式は相当の時期までに処分することが義務付けられていたこともあり、処分の方法については何ら規制がされていなかった。これは、代表取締役などの経営者が、自己株式を用いることで、自らと関係の深い者に、しかも安価で譲渡することができることを意味する。これでは、保身や不当な会社支配に用いられるおそれが大きい。

そこで、2001年6月商法改正では、自己株式の処分を新株発行のルールに揃えることとした(2001年改正商法211条3項)。このことは、2005年会社法でより明確となった。2005年会社法は、自己株式の処分と新株発行をあわせて「募集株式の発行等」として会社法199条以下で規律している。ここでは両者が同じルールで規律されることになる。

たとえば、日本法の下で、従業員(取締役ではない従業員)に対してインセンティブ報酬として株式そのものを付与したい場合を考える⁽³⁸⁾。日本法の下では、公開会社(株式譲渡制限のついていない株式を一株でも発行している会社)であれば、新株発行・自己株式の処分は、原則として、取締役会の決議のみで可能とされている(会社法199条1項・201条1項)。例外は有利発行の場合であり、この場合は、株主総会で有利発行が必要な理由を説明したうえで株主総会特別決議が必要とされている(199条1項・201条1項・199条3項・会社法309条2項5号)。従業員へのインセンティブ報酬としての株式付与は、考え方によっては、無償で従業員に新株を発行(あるいは自己株式を処分)するものであるため、有利発行として、株主総会特別決議が

必要と考えることもできる。だが、今の日本法の解釈では、従業員への報酬として株式を発行するのであれば、その報酬の価値(金銭的評価)が、新株の対価となることが認められている。これは、金銭債権の現物出資として扱われる(会社法199条1項3号)。現物出資には検査役の調査等を経る必要があるが(会社法207条1項)、既に履行期の到来している金銭債権であるとするれば、検査役の調査等の省略が可能である(会社法207条9項5号)。そして、報酬として定めた金額が株式の公正な価値に相当するのであれば、有利発行規制はかからない⁽³⁹⁾。このような解釈は有限責任である株式会社における労務出資の禁止(参考、会社法576条1項6号カッコ書き)には抵触しないと理解されている。

株式報酬の相手方が取締役である場合には、以上の手続に加えて報酬規制がかかる。すなわち、株主総会で「報酬等のうち額が確定しているもの」であり、かつ、「金銭でない」報酬等として、定款で定めていない場合は、株主総会普通決議が必要となる(会社法361条1号・3号)⁽⁴⁰⁾。

また、2005年会社法改正では、政府提出の原案において、定款の規定に基づいて、一定の限度で自己株式を募集株式の発行等の手続によらずに市場取引で売却することを認める規律が設けられていた(2005年会社法案179条)。しかし、この規定は衆議院の審議によって削除されることになった。その理由は、インサイダー取引や株価操縦のおそれがあることであった。だが、新株発行に認められていない新たな制度導入の断念は、自己株式の処分は新株

⁽³⁸⁾ かつて、従業員・取締役へのインセンティブ報酬といえば、ストック・オプションと呼ばれる新株予約権が主流であったが、近時は、新株予約権ではなく譲渡制限を付した株式報酬型が主流となっていると報道されている(日本経済新聞2019年5月28日朝刊19頁)。

⁽³⁹⁾ 新株予約権について、江頭・前掲注(27)文献475、476頁注12。新株予約権については金銭以外の財産の給付や相殺による払込みが広範に認められていることについて、会社法246条2項、相澤編著・前掲注(34)文献66頁〔相澤=豊田〕参照

⁽⁴⁰⁾ 新株予約権について、江頭・前掲注(27)文献474-475頁、相澤編著・前掲注(34)文献105頁〔相澤哲=石井裕介〕参照。

発行と同じであるという理解を一層強める証拠にもなっている⁽⁴¹⁾。

(3) 若干の不整合

2001年6月商法改正は、 α . 自己株式は新株発行可能枠、 β . 自己株式の処分は新株発行と同列に位置付け、2005年会社法は、さらにその方向を徹底した。だが、現行法において、自己株式処分と新株発行とが完全に同様に規定されているわけではない。まだ若干の差異が残っている⁽⁴²⁾。

両者の最大の違いとされているのは、自己株式を処分した場合の会計処理にある。新株発行をした場合、払い込まれた金額の2分の1以上は資本金、残りは資本準備金となる（会社法445条1-3項）。つまり、払い込まれた金額の全額が分配できない金額となる。これに対して、自己株式を処分した場合、取得価額として計上されていた株主資本の部の控除がなくなり（会社計算規則24条2項）、その分、分配可能額が増える。そればかりでなく、取得価額と処分価額の差額は、「その他資本剰余金」となり（「自己株式及び準備金の額の減少等に関する会計基準」9・10・12）⁽⁴³⁾、剰余金として分配可能額に含まれる。この結果、自己株式の処分金額の全額が配当可能額となる。

ほかにも解釈が分かれているものの、自己株式と新株発行との間に差異がありうるということが指摘されている。自己株

式であれば、譲渡担保や差し押さえの対象となるという解釈が有力である⁽⁴⁴⁾。また、近時は自己株式を貸株に利用できるとする見解も提出されている⁽⁴⁵⁾。これは、新株発行時の株価の買い支えを目的として、自己株式を貸株に利用するスキームである。これに対して、新株発行枠を担保や差し押さえ、消費貸借の対象とすることは、現行法の解釈として認められていない⁽⁴⁶⁾。

ただし、このような違いは、理論的に大きな違いとは理解されていない。また、このような差異は解消されることが望ましいと考えられている⁽⁴⁷⁾。

6. 裏の世界の解釈論

2001年改正商法によって、自己株式の取扱い（法的地位）が変わったということは、解釈論にも影響しうる。

取締役が会社法で定めた手続に違反して自己株式の取得を行い、これによって対会社責任（会社法423条1項）を負う場合に、会社の損害あるいは損害額はいくらとなるのかという問題がある。

この問題に対しては、既に最高裁判例がある。最判平成5・9・9民集47巻7号4814頁は、子会社が親会社株式を違法に取得した事案であるが、最高裁は、これを自己株式の潜脱と評価したことから、自己株式についても同じ判断が妥当すると考えられる。この事件で、最高裁は、取得価額と処分価額の

⁽⁴¹⁾ 相澤編著・前掲注(34)文献66頁〔相澤＝豊田〕45頁、山下・前掲注(35)文献14頁〔藤田〕。

⁽⁴²⁾ 以下の記述について、得津晶「自己株式の取得・子会社による親会社株式の取得」法学教室409号(2014)4-10頁、5-9頁参照。

⁽⁴³⁾ これに対して、処分差損は、まず「その他資本剰余金」の減少として処理され、それで足りない場合には、その他利益剰余金の減少として処理される（会社計算規則27条3項・29条3項）。

⁽⁴⁴⁾ 江頭ほか編・前掲注(28)文献10頁〔森本滋発言〕、106頁以下。

⁽⁴⁵⁾ 岩原紳作「貸株と自己株式の処分」岩原紳作ほか編『会社・金融・法〔上巻〕』（商事法務・2013年）428頁は、新株発行時の株価の買い支えを目的とする自己株式の貸株を有効とする。

⁽⁴⁶⁾ 藤田・前掲注(32)文献96頁注4。

⁽⁴⁷⁾ 藤田友敬「いわゆる『金庫株』解禁と会社法」月刊資本市場186号(2001年)7頁以下、藤田・前掲注(32)文献122頁、山下・前掲注(35)文献13頁〔藤田〕。

差額を会社の損害と認定した。この判例に従えば、自己株式の処分価額と取得価額の差額が損害・損害額ということになる⁽⁴⁸⁾。

だが、この事件は2001年6月商法改正以前のものであり、自己株式が財産・資産であると考えられていた時代の事件である。2001年6月商法改正によって、自己株式は会社の財産ではなく、発行可能株式枠と同じものと考えられることになった。その後の自己株式の処分は新株発行と並ぶ会社の資金調達手段と考えられるようになった。この結果、自己株式の取得と当該自己株式の処分との間の関係は切断されることとなり、取得価額と処分価額の差額を損害と考えることはできなくなった。

そのため、現在は、自己取得時の株式の公正な価額と、実際に取得した金額の差額を損害とする見解が有力である⁽⁴⁹⁾。このような見解に反対し、自己株式取得はペイアウト手段であって、会社法に違反したということは、本来はしてはならない株主への財産分配である以上、全額を損害とする理解が合理的ではないかという見解もある⁽⁵⁰⁾。このような少数説は自己株式取得がペイアウト手段であるという理解をさらに徹底したものといえる。

7. 日本法の大きな不整合

5.(3)では、現在の日本の会社法における細かな不整合を紹介した。だが、本節では、それとは異なるより大きな視点から、日本法の不整合を指摘したい。

繰り返しになるが、現在の日本法の立場は、自己株式の取得は剰余金配当とならぶペイアウト手段であり、自己株式の処分は、新株発行と並ぶ資金調達手段であるという整理であった。ここで、ペイアウト手段というのは、会社の剰余資金・剰余資産を株主に分配することである。これに対して、資金調達というのは会社が必要な資金を投資家・株主から調達するものである。すなわち、この両者は、パラレル(「対」)の関係にある。

ところが、現在の日本法では、公開会社・通常の監査役設置会社を念頭に置くと、ペイアウトには株主総会決議が必要であり、新株発行による資金調達(エクイティ・ファイナンス)は取締役会決議限りでできるというのが原則である。この点は、新株発行に株主総会決議を必要とする中国法(中国会社法133条)との相違である。

理論的には、どちらかに統合すべきものであろう⁽⁵¹⁾。では、どちらに合わせるべきであるのか。現在、日本法では、会計監査人を設置し、かつ取締役の任期を1年とするという条件の下、定款に規定(「分配特則規定」とよばれる)を設けることで、剰余金配当・自

⁽⁴⁸⁾ 江頭・前掲注(27)文献260-261頁。

⁽⁴⁹⁾ 神田秀樹「判批」『会社法判例百選〔第3版〕』(有斐閣・2016年)47頁、山下・前掲注(35)文献20-21頁〔藤田〕、大阪地判平成15・3・5判時1833号146頁。

⁽⁵⁰⁾ 杉田貴洋「自己株式の取得」山本為三郎編『新会社法の基本問題』(慶應義塾大学出版会・2006年)65頁、久保田安彦『企業金融と会社法・資本市場法制』(有斐閣・2015年)212-213頁〔ただし取締役の立証によって会社の損害を前記有力説の差額とすることを可能とする〕。このような見解に対しては、株主に自己株式取得が行われなかった場合以上に利益が生じる点が問題視されている(山下・前掲注(35)文献21頁〔藤田〕)。しかし、ここで問題となっているのは会社の損害であって株主の損害ではない。さらに、損害賠償責任を履行した取締役が民法422条の類推適用により自己株式を代位取得すれば、他の株主が利することもない。

⁽⁵¹⁾ 2019年日本私法学会シンポジウム「株式制度の再検討—会社法における基礎的な理論の観点から—討論」私法82号掲載予定(2020年)〔得津晶コメント〕

己株式取得（株主全員から譲渡しの申込みを受ける手続による場合と市場取引等による場合）のペイアウトを取締役会限りで行うことが認められている（会社法 459 条）。この分配特則規定を設ける会社が主流となり、原則化していけば、ペイアウトも出資による資金調達も決定権限を取締役会に揃える方向がありうる。

だが、他方で、どんな規模であっても、第三者割当増資を取締役会限りで認めていることについては立法論的批判も強い。2014 年会社法改正で、公開会社において新たに支配株主（議決権の過半数を有する株主）が発生するような募集株式の発行等には、株主に関する機会が認められるようになった（現行会社法 206 条の 2）。ペイアウトにしても資金調達にしても一定規模を超える場合には、株主に決定に関する機会を認める方向が望ましいのかもしれない。

8. 中国法の評価：表より裏に気を付ける！

中国語の読めない私は、中国の状況をきちんと理解しているわけではない。だが、2018 年 10 月の全人代での会社法改正は、会社法の研究者にとって衝撃を持って受け止められているようである。その背景には、専門委員会の意見聴取等の手続を経ていないといったこともあろうし⁽⁵²⁾、そのような中で取得事由の規制緩和がなされたことへの懸念もあろう。しかも、日本法の経験からすれば、このような規制緩和はさらに進み、近い将来には、自己株式取得が完全に自由化する可能性もある。その中で、現在の中国法に非公開会社への手続規制や配当可能利益による分配限度額規制がない点は問題であるということも可能である。

だが、日本法での経験からすれば、会社法研究者が注意すべきは、自己株式の取得規制という「表」の面ではない。むしろ、「裏」である保有した自己株式（金庫株）の法的地位と、自己株式の処分の面にこそ注意すべきである。

特に処分において、経営者に広範な裁量が認められ、何らの手続的制約がないのであれば、経営者の保身や不公正な会社支配の手段として自己株式が濫用されるおそれが高くなる。これは、中国では新株発行に株主総会決議が必要としていることとのバランスを考えれば、日本法以上に重要な問題であろう。今後、数量規制が撤廃されれば、この問題はより深刻化するであろう。

また、会社の保有する自己株式について「財産」ないし「資産」性を肯定する立場がとられているのであれば、それも問題である。

最後に、このような規制を施したあとの自己株式取得規制緩和の効果について一言加えたい。前述の通り、日本法の自己株式取得はペイアウト手段として位置づけられている。それでは、既存の剰余金配当に加えて、なぜ新たに自己株式取得というペイアウト手段を認める必要があったのか。

これは、日本の上場会社においては、毎年の配当額は一定であることが望ましいという「信念」があることがあげられる。収益が一時的に上がったからといって配当金額を増加させることをしないという慣行がある。日本において配当金額を前年より下げることは、投資家あるいは社会からものすごくネガティブに受け止められると経営者は考えている。そのため、一度配当金額を上げると、下げるわけにはいかなくなる。それゆえ、一時的な収益の増加があっても、配当金額を上げないのである。しかし、それでは、株主への余

⁽⁵²⁾ 日本でも、1997 年商法改正のうち、ストック・オプションに関する改正（平成 9 年法律第 56 号）については法制審議会の議論を経ない議員立法によってなされた。これに対しては、江頭憲治郎をはじめとする 225 名の会社法学者によって「開かれた商法改正手続きを求める商法学者声明」（商事法務 1457 号〔1997 年〕76 頁）による反論がなされた。中東＝松井編著・前掲注(7)文献 116－118 頁参照。

剰資金の返還が不十分となり、また、会社の資産運用の効率性（ROA⁽⁵³⁾やトービンのq⁽⁵⁴⁾などの指標）も下がる。そこで、毎年の配当の増減ではなく、自己株式の取得という方法をとることで、市場に誤ったメッセージを与えることなく、柔軟に剰資金を株主に返還することが可能となるのである⁽⁵⁵⁾。

中国の証券市場あるいは経済社会において、配当金額は安定している方が望ましいという信念が存在しないのであれば、自己株式取得規制を緩和させるニーズは乏しい。

中国独自の事情として、国有株が非常に多く、国有株の解消の受け皿として自己株式取得を考えているという事情もあろう。だが、これは、日本においても株式持ち合い解消の受け皿とし

て自己株式が考えられていたことと似ている。そして、近時の実証研究によれば、会社の経営陣と関係のない外部株主（outside ownership）の保有割合の増加が、自己株式取得規制の緩和がなされたことで、抑制されたことが報告されている（2001年から2014年間の外部株主の保有割合は実際には3%の増加であったところ、仮に規制緩和がなければ24%増加したと推計している）⁽⁵⁶⁾。これは、株式持ち合い解消の受け皿として自己株式取得規制の緩和が機能したことを示す。しかし、その結果、外部株主の株式所有割合の増加が抑止されていることは証券市場の活性化を逃したとも評価できる。このような点は政策論としても評価が分かれるところであろう⁽⁵⁷⁾。

⁽⁵³⁾ ROA (Return on Asset 総資産利益率) とは、総資産あたりどの程度の利益を生むかを示すものであり、資産をどの程度効率的に活用しているのかという意味で企業のパフォーマンスの指標として、しばしば同一産業内における比較に用いられる。

$$ROA = \frac{\text{純利益}}{\text{総資産}}$$

⁽⁵⁴⁾ トービンqとは、会社は、現在保有している総資産を活用することで、(広義の)投資家から市場でどの程度の評価を受けているのかを示す指標である。市場における投資家からの評価は株式投資による投資評価である株式時価総額と、債権による投資総額である負債総額を用い（会社に対して売掛金を保有する取引先は履行期まで会社に信用を供与し投資しているのと同じく扱われる）、その合計額を企業価値として用いる。

会社の保有する総資産の再取得金額と、企業価値の市場評価とを比較し、前者が大きい（トービンqが1を下回る）場合には、会社は事業を停止して解散したほうが社会的に望ましいことになり、他方、後者が大きい（トービンqが1を上回る場合）は、会社の事業が社会的に望ましく、会社は事業にさらに投資すべきことにもなり、厳密には（現在の企業価値を示す指標というより）企業の将来性を示す指標といえる。

$$\text{トービンの } q = \frac{\text{株式時価総額} + \text{負債総額}}{\text{総資産}}$$

⁽⁵⁵⁾ 杉田・前掲注(7)文献47-48頁。

⁽⁵⁶⁾ Julian Franks, Colin Mayer, Hideaki Miyajima, and Ryo Ogawa, “Stock Repurchases and Corporate Control: Evidence from Japan” RIETI Discussion Paper Series 18-E-074 (2018).

⁽⁵⁷⁾ この問題に関連して、上場会社が需給調整目的で自己株式を取得することの当否という問題が存在する。従来の日本の会社法研究者の多くは、このような自己株式取得は相場操縦類似の行為であり認められない、あるいは少なくとも妥当ではないと考えてきたようである。だが、このような需給調整目的の自己株式取得に対して現在の日本の会社法・金融商品取引法はToSTNet-2/3を通じた取引を認めることで好適な仕組みを提供しており、また、このような需給調整目的とは株式の流動性（liquidity）の提供というプラスの面もあること

※ 本稿は、科学研究費補助金（課題番号：19K01362）の成果の一部である。

から、一概に否定的に評価すべきものとはいえないことについて田中亘「自己株式規制の過去・現在・未来―需給調整のための自己株式取得を真剣に考える」久保大作ほか編『吉本健一先生古稀記念論文集・企業金融・資本市場の法規制』（商事法務・2020）83－85、90、92－95頁。