

自己株式の自由化

龍 田 節

- 1 はじめに
- 2 自由化のあらまし
- 3 目的と数量の自由
- 4 支配目的による取得
- 5 おわりに

1 はじめに

1 部分的な緩和の積み重ね

自己株式に対する規制の緩和は、経済界が永年要望してきた。⁽¹⁾ アメリカその他の外国にくらべ、日本の規制が厳しく、企業が財務政策を柔軟に行う上で支障になり、グローバルな競争をするのに不利だというのが主な理由である。この改正問題は何度か検討されたが、自己株式の取得に伴う弊害を適切に防ぐことができるかについて、確信を持つことができない⁽²⁾ために、大幅な緩和は見送られてきた。

(1) 1960年代に資本取引の自由化が進んだとき、具体的な改正要望のはしりが見られる。経済団体連合会経済法規委員会「自己株式に関する商法改正案」(昭和45年9月)、関西経済連合会「商法改正について」(昭和45年10月)。昭和13年改正前の商法が自己株式取得を全面的に禁止していた当時、実際界および学界が緩和を望んでいたことにつき、大森忠夫「自己株式の取得」法学論叢29巻5号778頁(昭和8年)参照。

(2) 株式買取請求権の認められる場合がふえるにつれ、その行使に応じて

平成6年改正は、株式消却その他一定の目的のためにする自己株式の取得を大幅に緩和した。その後も相次ぐ商法改正や特別法の制定により、自己株式に対する規制の緩和が続いた。しかし、取得手続や財源の規制はもちろん、取得目的や数量および保有の規制は基本的に残されたままであった。⁽³⁾

2 規制の方向転換

平成13年改正は、次節で見るように、目的と数量に関する制約を法文から完全に消し去り、処分義務もなくして自己株式の保有を認めるに至った(議員立法)⁽⁴⁾。自己株式に関する規制の大きな転換である。

自己株式について規制が加えられてきたのは、その取得・保有・処分がもたらす弊害を防ぐためである。次のような弊害が考えられた。①自己株式の有償取得は株金の払い戻しであり、配当可能利益でまかなえないときは資本の維持を損なう。②買付価格が適正でなかったり、投資の

会社が自己株式を取得する場合は追加されていた。

- (3) 平成6年改正は、従業員に譲渡するため(3%以内、定時総会決議)、利益消却のため(定時総会決議)、および株式譲渡を制限する会社で譲渡承認の請求があったときと相続人から買受けるとき(両方合わせて20%以内)の取得を認めた。平成9年改正は、ストック・オプションを利用できるよう、従業員のほか取締役に譲渡するための取得を加え、限度を10%に広げ、保有期間も長くした。同年、「株式の消却の手続に関する商法の特例に関する法律」(株式消却特例法、議員立法)が、利益消却のため取締役会決議による自己株式の取得を認めた。平成10年の「土地の再評価に関する法律」(議員立法)は、取締役会決議により再評価差額金で自己株式を買受けて消却することを認めた。株式消却特例法の平成12年改正は、資本準備金を財源とする同様の措置を認めた。これらの特別法は公開会社に関する時限立法である。以上とは別に、証券取引法の平成6年改正は、3月ごとに自己株券買付状況報告書の提出を求め、発行会社による公開買付けの規定、および自己株式取得に関するインサイダー取引の規定を設けた。
- (4) 商法等の一部を改正する等の法律(平成13年法律第79号、同年10月1日施行)。以下本稿において「改正」というときは、とくに断らないかぎり、この法律による改正を指す。

自己株式の自由化

回収を望む株主の一部だけから買受ける場合は、株主の平等に反するおそれがある。③会社が保有する自己株式に議決権はないが(商241条2項)、防戦買いで株価を上げ浮動株を少なくするなど、反対派による買増しを困難にしたり、会社が保有する株式を自派に安く売渡し、取締役が勢力の維持を図り支配の公正をゆがめる。④相場操縦やインサイダー取引など、株式取引の公正を害するおそれがある。⁽⁵⁾

自己株式の取得を認めても、その決定手続や買付方法を厳正にし、取得の財源を配当可能利益に限り、数量や金額に限度を設け、保有を制限するとともに、不公正取引を禁止することによって、これらの弊害はかなり防ぐことができる。支配の不公正に直接向けられた規制手段はないものの、⁽⁶⁾取得の目的(事由)が限定され、取得の数量にも限度があるところにおいて、取締役が自分の地位を守るために自己株式を利用する弊害は、⁽⁷⁾あったとしてもそう大きなものにはなりえなかった。平成6年改正に始まる大幅緩和が、弊害を顕在化させるのを防ぐために、これら各種の規制手段が用意された。自己株式を取得してよい場合は広がったが、全体としての規制はかなり複雑なものになっていた。

(5) 龍田節『会社法』(第8版, 2001年) 212~213頁。詳しくは、同「自己株式取得の規制類型」法学論叢90巻4~6号223~232頁(1972年)。

(6) 前記4つの政策目標のうち、①資本維持を直接支えるのは財源規制(配当可能利益からでないを買受けてはならない)、②株主平等を直接狙うのは買付方法の規制(市場買付けか公開買付けに限り、非公開会社が特定株主から買うには、売主名を示して総会の特別決議により、他の株主にも売渡しの機会を与える)、④不公正取引を直接防ぐのは、証券取引法による相場操縦とインサイダー取引の禁止であった。

(7) もちろん、許された取得目的の中に、支配権の維持という目的が含まれていたわけではない。取締役が内心それを意図したとしても、限定列举された取得目的のどれかに当てはめなければ、自己株式の取得そのものが違法とされた。当てはめに最も利用しやすかったのは利益消却の目的(商旧212条ノ2)である。何のために株式を消却するかは問われることなく、財源があり定時総会の授權さえあれば、数量の限度なく自己株式を取得することができた。

3 叙述のプラン

本稿は、会社支配の不正を中心、違法な目的による自己株式の利用について検討を加えようとする。まず改正法による自己株式規制を概観する(2)。その中から目的規制と数量規制が廃止されたことの意味を探る(3)。さらに問題を限定し、不公正な支配の目的に自己株式が利用されたとき、それにどう対処するかについて、アメリカの判例を紹介しつつ考えてみる(4)。

2 自由化のあらまし

1 取得目的は自由

改正前の商法は、一定の目的のためにだけ、会社が自己株式を取得することを許していた。株式の消却や会社の合併による取得など、以前から商法210条が取得禁止の適用除外として列挙していた事由に、平成6年⁽⁸⁾以後の改正がいくつかの場合を追加した。平成13年改正法は、取得の目的について何も定めない。従前のように適法な取得目的を列挙するのではなければ、違法な取得目的を掲げるわけでもない。

2 数量は無限

改正前は一部の目的による自己株式の取得に数量の制限があった⁽⁹⁾。改正法は、会社が取得してよい自己株式の数量について何も定めない。規定の上では、要件とくに財源規制が守られているかぎり、いくらでも取

(8) このほか、会社更生手続において失権した株主から取得することが認められた(会社更生旧262条5項)。また、信託や取次のためなら会社名義による取得も解釈で認められたが、これは会社の計算によらないことが許容の理由である。なお、無償の取得も解釈で認められ、この場合は目的を問題にしないが、会社の資金が流出しない上、不当な目的に悪用される危険もないことが理由である。

(9) 詳しくは第3節2参照。

自己株式の自由化

得できることになる。⁽¹⁰⁾ それぞれの会社が自主的に判断して、不健全にならない範囲で取得・保有すればよいということであろう。しかし、僅かな数量の自己株式であれば、それを取得・保有しても会社の財務や株主の地位に及ぼす影響は小さいが、大量になればその影響が無視できない。改正法の下でも、目的などとのからみで自己株式の取得が違法な場合があるとすれば、その判断に際し数量の大小が問題になるであろう。

3 決定手続

自己株式の買受けは、原則として定時総会の決議によらなければならない(商210条1項)。商法に別段の定めがある場合は例外である。そのような場合として、親会社の子会社の所有する親会社株式(親会社の自己株式)を、取締役会の決議によって買受けすることが認められている(商211条ノ3)。株主が株式買取請求権を行使したとき、それに応じて買受けるとは会社の義務だから、これも別段の定め⁽¹¹⁾に当たる(商旧210条4号)。また、譲渡制限株式の先買いを決めるのは定時総会でなくてもよいが、総会の特別決議によらなければならない(商204条ノ3ノ2第1項)。

定時総会の決議によるべきことは、改正前も、取締役・使用人に譲渡

(10) もちろん、株式の消却によって最低資本金を割り込む結果になることは許されないが、利益によって消却するかぎり、資本金は減少しないし、改正法は額面株式を廃止したから(商旧199条の削除)、株式数と資本額とは連動しない。ただ、改正法は後述のように、会社が保有する自己株式を貸借対照表上の資本の部に控除項目として記載させるので(計算書類規則34条4項)、控除した残りの資本が最低資本金を下回ってはならないだろう。イギリス法は数量規制を設けないが、償還株式以外の株式を保有する株主がなくなるような結果は許さない。Companies Act 1985, § 162(3)。

(11) 江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』176頁(2001年)。同書177頁は義務償還株式の買受けが請求された場合を挙げる。償還期限の定めがある株式はすべてこれに当たるのではなかろうか。なお、単位未満株式の買取請求権(昭和56改正附則19条)はなくなったが、単元未満株式の買取請求権が新たに規定された(商221条6項)。

するための取得（商旧210条ノ2）および利益消却のための取得（商旧212条ノ2）について定められていた。これらの取得財源は配当可能利益であり、それが確定するのは定時総会だからである。改正法は自己株式の買受け一般について財源を配当可能利益とするので、同様に定時総会の決議によることを要求する。

上記2つの場合以外はどうか。商法旧210条が列挙する合併その他の適用除外事由に基づく取得は、平成6年改正の前後を通じ、定時総会の決議による必要はないと解されていた。合併などには総会決議が要することは同じだとしても、定時総会の時期に縛られたのでは窮屈である。権利の実行や株式買取請求への対応として自己株式を取得するのに、いちいち総会決議が必要だということもおかしい。

ひとつの解決策は、商法210条の「買受け」を文字通りに狭く解釈することである。合併と会社分割は包括承継であり、買受けではないという理由で、同条の適用からははずすことによって、定時総会の時期に縛られなくてすむ。⁽¹²⁾「権利の実行に当たりその目的を達するため必要な」取得（商旧210条3号）は、代物弁済などであって買受けではないと構成することにより、定時総会の決議と切り離すことができるかもしれない。⁽¹³⁾

(12) 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〕商事法務1607号12頁（2001年）は次のようにいう。

「改正法は、買受け以外の方法による取得（たとえば、合併による取得等）については何らの規定を設けていないため、自由にすることができる」。これによっても、営業全部の譲受けによる取得は買受けにほかならないから、やはり定時総会の決議が必要になろう。また、営業の一部を承継させる会社分割も包括承継には違いないが、その理由だけで商法210条を無視してよいだろうか。この問題は別稿で検討した。龍田節「会社分割と自己株式」河合伸一最高裁判官退官・古稀記念論文集『会社法・金融取引法の法理論と実務』（近刊）。

(13) 代物弁済・交換や出資など、買受け以外の形をとるだけで、商法210条の規制を免れるのであれば、同条は目の粗いザル規定だということになる。「買受け」を文字通りに狭く解釈するなら、少なくとも類推適用を考えなければなるまい。

自己株式の自由化

4 財源の制約

自己株式を買受けるための財源は、配当可能利益からその定時総会で決めた配当その他の社外流出額および資本組入額を控除した残額の範囲に制限される(商210条2項)。同じ定時総会で減資決議をしたときは、減少させた資本額が取得財源に追加される。また、平成13年改正は、資本準備金と利益準備金の合計が資本の4分の1に相当する額さえ残しておけば、これらの法定準備金を総会決議で減少させてよいことにしたので(商289条2項)、自己株式の買受けを決める定時総会でその決議をしたときは、法定準備金の減少分も取得財源に追加される(商210条4項)。

子会社が所有する親会社株式を親会社が買受けることは、期中の取締役会決議によっても行われる。この場合の取得財源は、中間配当可能利益から支払済み中間配当を差し引いた残額が上限となる(商211条ノ3第2項)。譲渡制限株式の発行会社が先買権を行使して取得する場合も同様である(商204条ノ3ノ2第5項⁽¹⁴⁾)。

このような財源規制を定めるのは、資本の維持を損なわないためである。さらに安全を高めるため、取締役に次の義務と責任が負わされる。まず、上記の取得財源がある場合でも、期末に配当可能利益を割り込むおそれがあるならば、取締役は自己株式を買受けてはならない(商210条ノ2第1項)。取締役が予測を誤り、自己株式を取得した年度の期末に純資産額が要留保額を下回る結果になれば、取締役は連帯して賠償責任を負う。賠償額は次のどちらか少ない額である。①純資産額と要留保額との差額、②同年度中の取得価額の総額から処分価額の総額を控除した残額。もっとも、予測について注意を怠らなかったことを取締役が証明すれば、責任を負わなくてすむ(同条2項)。

(14) 改正前は、配当可能利益の計算に当たり、純資産額から保有自己株式の簿価も控除していた(商旧290条1項5号)。改正法は保有自己株式を資産に計上しないことにしたので、同号は削除された。

改正前にも、類似の財源規制および取締役の義務・責任が定められていた(商旧210条ノ2第3項・210条ノ4・212条ノ2第3項5～7項)。他方、商法旧210条が列挙する合併その他の適用除外事由に基づく取得については、財源の制約は定められていなかった。⁽¹⁵⁾株式買取請求権が行使された場合は、財源がなくても買受けなければならない。

5 買受けの方法

自己株式の買受けは、市場買付けまたは公開買付けによってしなければならない(商210条8項本文)。買付価格を公正なものにし、株主間の平等を確保するためである。この方法によって買受ける場合、定時総会の授権は普通決議ですればよい。これに対し、特定の株主から買受けるには、その者の名を示してする特別決議が必要であり、売主は決議に参加することができないとともに、他の株主は自分も売主に加えるよう議案の修正を求めることができる(同条2項2号・5項～8項但書)。これらの要件も平等と公正を図るためのものである。

改正前にも、一部の取得事由については同じような定めがあった(商204条ノ3ノ2第3項4項、商旧210条ノ2第2項2号7項～10項)。しかし、公開会社を買受けるには必ず市場買付けか公開買付けによらなければならない、特定の株主からの買付けは非公開会社しかできなかった。これと異なり改正法は、公開会社も上の要件をみたすかぎり、特定の株主から買受けることができるようにした。

株主が株式買取請求権を行使したとき、会社は特定の株主から買受けることになるが、特別決議などの要件をみたさなくてよいことはもちろんである。権利の実行に必要な取得も同様であり、合併・会社分割など

(15) 商法旧210条1号が定める株式消却のうち、定款の定めによる消却および償還株式の消却は、配当可能利益がなければできない。資本減少の手続による消却は、当然資本に食い込むことが認められる。

自己株式の自由化

による取得はそれぞれの手続に従ってすればよい。⁽¹⁶⁾

6 質受けの自由

改正前は、発行済株式総数の5%を超えて、自己株式を質権の目的に取ることが禁止されていた(商旧210条)⁽¹⁷⁾。改正法は買受けの規制だけを定め、質受けについては定めない。数量の制限なく質受けが認められる。⁽¹⁸⁾

7 自己株式の保有と処分

改正前は、会社が取得した自己株式をいつまでも保有することは許されなかった。消却のために取得した株式については遅滞なく失効手続をとり、その他は相当の時期に処分しなければならず、従業員持株制度のために買付けた分は6月内に、ストック・オプション用に買付けた分は権利行使期間内に、それぞれ譲渡することが必要であった(商旧211条)。その反面、処分の方法や手続については定めがなかった。

改正法はこのような処分義務を定めていない。会社は取得した自己株式をいつまでも保有することができる。消却しようと思えば、その時に取締役会で消却を決議し、その後遅滞なく株式失効の手続をとる(商212

(16) 本節3および前掲注(12)参照。

(17) 昭和56年改正までは、自己株式の質受けは全面的に禁止されていた。

(18) 質権設定者が履行期に債務を履行しないとき、流質契約に基づいて会社が自己株式を取得するのは買受けではなく、商法210条の要件をみたく必要はない。これによって会社が自分のものにしてしまった株式は、他の自己株式と同様、それを処分するには商法211条の手続によらなければなるまい。会社が自分のものとせず、債務者の所有する株式のまま売却し、弁済に充当した残りを清算する場合は、会社の計算とする自己株式の処分ではなく、商法211条の手続による必要はないと思われる。

(19) 今回の改正が俗に金庫株の解禁と呼ばれるゆえんである。もっとも、後述のように、会社が保有する自己株式を処分するには新株発行に準じる手続が必要であり、保有中は未発行株式に近い状態であるから、金庫株(treasury stock)といっても中身は乏しい。

条)。処分しようと思えば、これも取締役会決議で決めるが、その手続は新株発行に準じる定めになっている。すなわち、処分決議の内容は新株発行の場合とほぼ同じであり(商211条1項)、特定の者にとくに有利な価額で譲渡するには總會の特別決議が必要とされ(同条3項→280条ノ2第2項)、定款で株式譲渡を制限する会社が自己株式を処分するにも總會の特別決議が必要である(商211条2項。商280条ノ5ノ2参照)。このほか、公告、払込期日、払込取扱銀行、処分の相手が株主になる時期など、多くの点で新株発行と同じ手続によることが要求される(商211条3項⁽²⁰⁾)。

自己株式の処分についてこのように手続が整備されたことは、自己株式の不当な扱い、ことに不公正な支配を抑えるのに役立つ。従来これが欠けていたのは立法の不備だと批判されていた。ただ、自己株式を取得できる場合およびその数量が限定されていたので、顕著な弊害が現れる機会は多くなかった。改正法は取得をほぼ全面自由化するにあたり、頻度も数量も格段にふえそうな処分について、手当てをせず放置するのはまずいと考えられたのであろう。

処分についての手続要件は新しい規制である。そのかぎりで企業の負担になる⁽²¹⁾。商法に別段の定めがある場合はそれによればよい(商211条1項但書)。そのような場合として、吸収合併・吸収分割および株式交換に際し、新株発行の代用として自己株式を使うことが認められている(商356条・374条ノ19・409条ノ2⁽²²⁾)。

(20) 現物出資の調査に関する規定(商280条ノ8)は準用されていない。裁判所の選任する検査役による調査の制度は見直しを検討されており(平成13年4月18日法務省民事局参事官室「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」第23)、それを先取りしたものと思われる。

(21) 改正前も、ごく少量の処分は別として、自己株式の処分は重要な業務執行であるから、取締役会の決議が必要であった(商260条2項柱書)。しかし、公告その他の新株発行に準じる手続は必要なかった。

(22) 平成13年11月28日に成立した「商法等の一部を改正する法律」(平成13年法律128号、平成14年4月1日施行)は、新株予約権の制度を新たに設け、

自己株式の自由化

会社が保有している自己株式には、議決権および利益配当請求権がない(商241条2項・293条但書)。これは改正前も同じであった⁽²³⁾。大きな変化は、保有中の自己株式を資産と見なくなったことである。これについては会計上の処理を次項で述べる。

8 不公正取引の防止および開示

(1) 相場操縦の防止

相場操縦やインサイダー取引は証券取引法が禁止している。会社が自己株式の相場操縦行為をすれば、相場操縦の禁止規定(証取159条)に違反することはいうまでもない。この一般規定に加え、今回の商法改正と同時に、発行会社の相場操縦行為を防止する規定が設けられた(証取162条の2)。同条は規制の内容をすべて内閣府令に委ねており、これを受けて「上場等株券の発行者である会社が行う上場等株券の売買等に関する内閣府令」(平成13年内閣府令第72号)が制定された。

この相場操縦規制を受けるのは、上場株券または店頭売買株券の発行会社が、商法210条・211条ノ3の規定によってするそれら株券の売買またはその委託等である⁽²⁴⁾。発行会社はこういう取引を1日に2以上の証券

権利者がこれを行行使したとき、会社はその者に新株を発行するか、自己株式を代用として移転する義務を負うと定めた(商280条ノ19)。これに応じて自己株式を処分するのも、商法211条にいう別段の定め⁽²⁴⁾に該当する。したがって、ストック・オプションや従来の転換社債・新株引受権付社債の転換権・新株引受権の行使に応じて、会社が保有する自己株式を移転するについては、同条の手続をふまなくてよい。

(23) 規定はないが残余財産分配請求権もないと解されている。その他の権利が自己株式にあるかないかは解釈に委ねられており、改正により解釈が変わると思われない。

(24) 証取162条の2は商法211条も掲げるが、内閣府令はこれを省いている。したがって、「売買」とはいうものの、買受けだけが規制の対象になる。商法211条による自己株式の処分は、新株発行に準じた手続⁽²⁴⁾であるから、相場操縦の危険は大きくないと見たのであろう。また、売付けによる相場操縦は株価を下げるために行うが、発行会社がそれをする⁽²⁴⁾ことはまずなからう

会社を相手にしないこと、立会終了前30分間は注文を出さないこと、買付注文の価格は直近の相場を上回らないこと、1日の合計数量は1日平均売買単位数の25%を超えず、月間平均売買単位数の区分ごとに定められた数量を超えないことが要求される。⁽²⁵⁾

(2) インサイダー取引

会社関係者らは、重要事実が未公表の間に、それを知って証券の取引をしてはならない。この関係では、商法210条・211条ノ3の規定による自己株式の取得を重要事実とする(証取166条2項1号ニ)ほか、商法211条の規定による自己株式の処分を新たに重要事実として加えた(同号⁽²⁶⁾ホ)。

(3) 自己株式の開示と会計

と考えられる。内閣府令は発行会社自身がする売買とその委託等(同府令1条1号)だけでなく、信託会社や投資顧問業者が発行会社の計算でする取引、および証券会社による受託等も規制対象に含める(同条2号～5号)。なお、発行会社が外国会社の場合は、商法210条・211条ノ3に相当する外国の法令の規定による売買またはその委託等が規制される。

(25) 上記内閣府令2条。店頭売買市場での買付注文についても同様の定めがある(同府令3条。マーケットメイク銘柄については4条)。このほか、信託会社・投資顧問業者・証券会社が発行会社のためにする買付けやその委託・指図なども発行会社と同じ要件をみたすべきであり、そうすれば発行会社が要件を満たしたとみなされること(同府令5条)、発行会社による買付けは自己の名義ですること(同府令6条)、および証券取引所または証券業協会が規則で定める代替方法によるときは適用除外とすること(同府令7条)が定められている。

(26) 発行会社が外国会社である場合は、本文に掲げた商法の規定に相当する外国法令の規定に従ってする自己株式の取得や処分が重要事実となる。商法の規定による取得が重要事実該当するという定めは改正前からあったが、一部の取得事由に限られていた(証取旧166条2項1号ハ)。法定準備金の減少が新たに重要事実に加えられたため(証取166条2項1号ハ)、取得は1号ハからニに繰り下がった。このほか、決議に基づいて発行会社がする具体的な買付けを適用除外とする規定についても、条文の整理がなされている(同条6項4号の2)。

自己株式の自由化

開示の中心になるのは自己株券買付状況報告書である。⁽²⁷⁾改正前はこの報告書を原則3月に1回提出すればよかったが、改正法は毎月提出することを要求する。自己株式を買受けてよい事由や数量の制限がなくなり、会社が頻繁に取得すると予想されることに備えた改正であろう。このほか、⁽²⁸⁾有価証券報告書や有価証券届出書においても同様の情報が開示される。

自己株式の取得・保有・処分の状況は、商法も大会社と中会社が営業報告書で開示することを求める（計算書類規則44条1項8号の2・4項）。これについての改正は、そこに記載すべき取得の事由が限られていたのを、商法改正に伴い買受け一般に広げたことである。

もっと重要な改正は、会社が保有する自己株式を、従来は流動資産の部または投資等の部に記載していたのに対し（計算書類規則旧12条1項・22条の2）、改正後は資本の部に控除項目として記載すべきものとされたことである（計算書類規則34条4項）。これは自己株式の資産性を否定することを示すものであり、それを処分するとき新株発行に準じた手続を要求することとも符合する。改正前は自己株式の取得がごく例外的であったし、取得しても遅滞なく処分することが義務付けられていたので、資産としての扱いを認めても大きな不都合はなかったが、取得と保有を広く認める改正法の下では、出資が払戻されている姿を率直に示すことを求めるものである。

9 親会社の株式

子会社は親会社の株式を原則として取得してはならず、例外的に取得してよい場合も、取得してから相当の時期に処分しなければならない(商

(27) 証取24条の6、企業内容等の開示に関する内閣府令19条の3、同府令第17号様式。

(28) 改正前の規制については、龍田節「自己株式に関する開示」証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』15頁以下（2000年）参照。

211条ノ2)。自己株式の取得を厳しく規制しても、子会社が親会社株式を自由に取得してよいなら、たやすく尻抜けになってしまうから、いわば自己株式規制の延長線上にこの規制が設けられた。しかし、本家である自己株式規制が自由化されたにもかかわらず、子会社による親会社株式の取得に関する規制は改正前と変わっていない。⁽²⁹⁾

自己株式の自由化に伴い、親会社株式の規制についても緩和が検討されたようである。しかし、自己株式にも財源規制は残したのであり、これを親会社株式に及ぼす適切な規制方式を見出すのが容易でないため、⁽³⁰⁾こちらの緩和は見送られた。

3 目的と数量の自由

1 自己株式の取得目的

改正前の商法が適法としていた取得目的を、取得の手續や財源・数量枠などに関する規制の違いを捨象して列挙すれば、次の通りである。①株式の消却、②営業全部を承継する会社分割・合併・営業全部の譲受け、③権利の実行、④株式買取請求への対応、⑤株式譲渡を制限する会社の先買権行使(以上、商旧210条。ほかに①は商旧212条ノ2、旧株式消却特例法、旧土地再評価法)、⑥取締役・使用人への譲渡(商旧210条ノ2)、および⑦譲渡制限株式の相続人からの買受け(商旧210条ノ3)。

ところで、自己株式の取得をその目的とのからみでどのように規制するか、これについてはいくつもの方法がありうる。従来のように適法な目的を限定列挙するのもそのひとつである。改正法のように取得の目的をいっさい問わない定め方もある。適法な目的のために、あるいは正当な理由があるときに、自己株式を取得してよいと、包括的に定める方法

(29) 親会社・子会社の定義が、発行済株式数基準から議決権数基準に変わっただけである。これによって、議決権のない株式を含めずに計算することが明らかになった。

(30) 原田ほか・前掲注(12)10頁。

自己株式の自由化

もある。裏側から、不当な目的のために取得することを包括的に禁止したり、違法な取得目的を個別に列挙する方法もありうる⁽³¹⁾。

改正前のように適法な取得目的を限定列挙する制度の下では、どの目的にも当てはまらない取得は直ちに違法とされる⁽³²⁾。違法な目的が定められているところでは、そのどれにも当たらなければ適法な取得だと一応推認されよう。改正法にはそれもないのであるから、取得が適法か違法か、目的からはどちらにも推認は働かない。

では改正法の下で、手続や財源の規制を守るかぎり、どんな目的のために自己株式を取得することも適法になったのか。取得の目的について明文規定がないことから、自己株式の取得が目的のいかんにより違法とされることはありえない、という解釈も成り立ちえないではなからう。規制緩和の流れを重視するなら、この解釈が支持されそうに見える。

しかし、それは違うのではないか。目的についてとくに定めがない事項であっても、目的からして許されないと解釈すべき場合がありうる。たとえば、新株発行の適法目的を限定したり違法目的を列挙する定めはないが、取締役たちが自派の支配権を獲得または維持するためにした新株発行は、目的が違法だから無効ではないかが、少なくとも問題にされ

(31) ドイツ法は複数のタイプを併用する。株式法71条1項は、重大かつ現在の損害を回避するためとか、会社または結合企業の従業員に提供するためなどの具体的な取得許容事由を列挙するほか、それとは別に株主総会の決議で自己株式の取得を授権することを認める(同項8号)。この授権には資本の10%内という数量枠があり(保有は他の目的で取得したものと合計して10%まで)、取得・処分とも株主平等を守ってしなければならないとともに、自己株式を取引する目的の取得を授権することはできない。「重大かつ現在の損害を回避するため」という同項1号の事由も明確ではないが、株式の相場を維持したり、相場によって利益を得ることはこれに該当しない。Begründung RegE. § 71; Kropff, Aktiengesetz, S. 91 (1965)。

(32) 龍田節「違法な自己株式取得の効果」法学論叢136巻4～6号11頁(1995年)。実際には表面上適法な目的にかこつける場合が多いこと、および株式消却のための取得がこれに利用しやすかったことにつき、前掲注(7)参照。

るであろう。⁽³³⁾

会社支配をゆがめる新株発行が違法なのと同じように、自己株式の取得もそのような目的に利用される場合は違法としなければならない。もっとも、違法・適法の限界が微妙なことも両者に共通する。今後はこの点をめぐる争いがふえそうであり、裁判所は難しい判断を迫られることになるだろう。

2 自己株式の数量

改正前にも数量の制限なく自己株式を取得してよい場合があった。すなわち、定款の定めに基づく株式消却、合併・営業全部の譲受け、権利の実行、株式買取請求への対応など、平成6年改正前から認められていた目的のための自己株式取得については、数量枠の定めがなかった(商旧210条)。会社が買取義務を負うなど取得を認める必要が大きい上、そう頻繁に取得の事態が起こるとは考えられなかったからである。平成6年改正が追加した取得事由でも、定時総会の決議による利益消却のための取得には数量の限定がなかった(商旧212条ノ2)。定款の定めに基づく消却がもともと無限定であったし、株式を消却してしまえば保有に伴う弊害を考えなくてよいからであろう。

これに対し、取締役・使用人に譲渡するための取得は10%まで(商旧210条ノ2第1項3項)⁽³⁴⁾、譲渡制限株式の先買いと相続人からの取得は合わせ

(33) 判例は、資金調達目的が認められるかぎり、支配目的の不正な新株発行だとは容易に認定しないが、株主の持株比率に重大な影響を及ぼす大量の新株を第三者に割当てる場合、それが特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権維持を主要な目的としていれば、差止めの対象である不正な新株発行に当たるといふ。東京地決平成元年7月25日判時1317号28頁(忠実屋事件)。

(34) 平成9年改正がストック・オプションを導入し、自己株式を譲渡する相手に取締役を加えるまでは、従業員持株制度のための取得を主に念頭に置いた規定であり、その時の限度は3%であった。

自己株式の自由化

て20%まで（商旧204条ノ3ノ2第7項・210条ノ3第1項但書）と、発行済株式に対する割合の上限が定められていた。利益消却のためであっても、取締役会決議による取得には10%の数量枠があった（旧株式消却特例法）。このように取得数量の上限を定めたのは、支配の公正をゆがめることがあってもそれを著しくしないためであり、また、一時的にせよ大量の自己株式を保有するのは不健全だからである。

前述のように、改正法の下でも違法な取得目的はありうる。これとの関連で自己株式の数が意味を持つだろう。すなわち、それがごく少量であれば、違法目的と結びつきにくい上、仮に結びついても実害が乏しく、違法とすべき場合は多くあるまい。自己株式が相当の数量に上り、無視できない影響を伴うときに、取得の違法・適法が問われることになるう。

4 支配目的による取得

1 問題のありか

デラウェアなどアメリカの州会社法は、自己株式の取得を緩やかに認めており、とくに取得目的についての定めを置いていないが、判例は、支配権の維持など不当な目的のためにする自己株式の取得を違法として⁽³⁵⁾いる。

日本法が自己株式の取得目的を問わなくなり、しかも数量の枠も取り払った結果、自己株式を利用して会社支配を動かす事態も生じるのではないかと予想される。そのような場合いかに対処すべきかを考えておくことが必要であろう。アメリカの判例にはこの種の事件がかなり多く見られる。判断の基準は動いているようであり、明確な基準を引き出すことは難しいが、考える材料を与えてくれるので参考になる。

(35) 本節3および4で若干の判決例を紹介する。

2 手続規制による制約

日本の改正法は、目的や数量を自由化したといっても、自己株式の取得や処分の手続を周到に規制するから、不公正な会社支配のために自己株式が利用される心配はない、といえるかもしれない。アメリカの事件において、会社資金による自己株式の買付けを決めたのは、執行役員か⁽³⁶⁾せいぜい取締役会である。日本法の下では、定時総会決議による授権がなければならない。しかも特定の者から買受けるには、その者を明示した特別決議が必要であり、その者は議決権を排除されるとともに、他の株主も持株を同じ条件で会社に売付ける権利を与えられている。また、会社が自己株式を処分するときは新株発行に準じた手続が必要であり、特定の者にとくに有利な価額で譲渡するには、理由を開示して総会の特別決議による承認を得なければならない。

この差はたしかに大きい。日本法の下で、大量の株式を買集めて現経

(36) アメリカには自己株式の買付けを利益配当と同列に扱う州が多く、利益配当は取締役会の権限とされている。取締役会決議によらず、執行役員なり取締役が買付けた事件においても、手続違反で直ちに違法とするのではなく、他の取締役に知らせなかったことが問題にされている。ただし、自己株式の処分については、証券取引所の方針により株主総会の決議が要求される場合がある。たとえば、ニューヨーク証券取引所は、社外普通株を18.5%以上増加させることになる措置には株主の承認が必要だとしており、このルールは金庫株の数を制限し、ホワイト・ナイトに発行できる株式数の最大限を事実上定めたことになる。New York Stock Exchange Listed Company Manual (1983) § 312.00, cited by John C. Coffee, Jr., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, 84 Colum. L. Rev. 1145, note 332 (1984). アメリカン証券取引所も16.5%超の発行につき同様の方針をとる。Id., note 333. また、アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理」は、議決権の25%以上の所在を変動させる措置に株主総会の承認決議を要求し、その例として新株発行（第三者割当）と自己株式の市場買付けを組合わせた措置を掲げる。The American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, § 1.38(a) (3) at 48, § 6.01(b) at 391 (1994).

自己株式の自由化

営陣の支配権を脅かす者（グリーンメーラー）から、会社資金によりその持株を高値で買取るとは実際上困難である。自派の持株比率を高めるため、まとまった量の株式を安値で味方に譲渡することも容易ではない。総会の特別決議によって定めた措置は、議案の説明に詐欺的要素があるとか、特別利害関係者が参加して強引に押し通したなど、よほどひどい事情がないかぎり、公正なものと評価されよう。その意味で、改正法の⁽³⁷⁾手続規定は周到に作られているといつてよい。

しかし、支配権の争奪に影響を及ぼすような自己株式の利用が、日本法の手続規制によりすべて禁圧されるわけではない。定時総会による授権は、取得の目的を特定する必要がなく、次期定時総会の終結時までのほぼ1年間、取締役は必要と思うときに買受ける権限を与えられる。総会が定めた数量と総額の枠を超える取得はできないが、総会がそれらを定めるときの制約は財源だけである。総会決議の時に財源があり、決算期に配当可能利益がなくなるおそれがないかぎり、取締役は授権枠⁽³⁸⁾いっぱいまで自己株式を買付けることができる。

取締役は、定時総会から授権された範囲内において、何のために、いつ、どれだけの自己株式を買付けるかにつき裁量権を持っている。しかし、買付けの方法は、売主名を示した総会の特別決議によるのでないか

(37) 説明義務の違反は決議方法の法令違反であり、特別利害関係者が議決権を行使して不当な内容の決議を成立させた場合も、ともに総会決議の取消原因である（商247条1項）。

(38) 財源については第3節4参照。定時総会が財源枠を超えて授権をすれば、決議の内容が法令に違反し、その決議は無効である。総会の授権なしに取締役がした買付けは無効であるが、市場買付けは有効とするほかない。龍田・前掲注(5)18頁, 21頁注(38)。これに対し、期末の予測を誤って買付けた場合は、取締役の責任（商210条ノ2第2項）を問うほかならう。なお、取締役は総会が授権した枠を使い尽くす義務を負わないのであって、全く買付けをしないまま、次期定時総会に改めて財源枠いっぱいの授権を求めても、違法とはいえない（自己株券買付状況報告書に消化率ゼロと記載しなければならないが）。

ぎり、市場買付けまたは公開買付けによらなければならない(商210条8項)。買付方法をこのように限定することによって、どの株主も同じ条件で売付ける機会を持つようにした。したがって、支配を脅かす特定の者の持株を会社⁽³⁹⁾が買取ることは難しい。しかし、会社が自己株式を買付けて株価の上昇や浮動株の払底を招くことにより、反対派の買集めを困難にする可能性はなお残るように思われる。⁽⁴⁰⁾ 極端な場合には、多数派でな

(39) 証券取引所がオークション市場だけを運営していた当時は、市場取引によって特定の者から特定の者へまとまった数の株式を移すことはできなかった。あらかじめ予定された売り方・買い方の中で売買を成立させようとする方法にクロス取引があるが、これを市場取引とすることができるとは問題である。証券取引所はその後、機関投資家などの大口取引のニーズに応えるため、いくつかの取引方法を編み出した。その中には、自己株式の取得に利用できることがうたわれているものがある。たとえば、東京証券取引所は、「事前公表型の TosTNeT-2 (終値取引) による買付け」について、これが「大株主等の特定の売方にあらかじめ売却の依頼等を行い、買付内容を事前に公表したうえで、TosTNeT-2 (終値取引) により行う買付け (ただし、クロス取引による方法を除く)」であるとし、売り・買い注文が時間優先の原則の下で執行されるため、他の株主の売買の機会も確保されることをうたう。東京証券取引所「東証市場を利用した自己株式の取得方法について」(平成11年1月19日。現在も仕組みは基本的に同じである。〈<http://www.tse.or.jp/>)。「上場等株券の発行者である会社が行う上場等株券の売買等に関する内閣府令」7条は、このような買付方法を適用除外として明定する。この方法でグリーンメーラーの持株を高値で買取ることはできないが、大株主が取引所有価証券市場の終値で処分することに応じてくれるなら、その持株を手放してもらうのにこれを利用することができる。なお、証券取引法研究会「取引所における大量売買取引について」インベストメント52巻4号62頁以下、とくに69～71頁、82頁以下(1999年、大武泰南報告)参照。

(40) 前注に掲げた内閣府令は、相場操縦を防ぐために、発行会社が相場を上げるような買注文を出すことを禁止する(2条3号・3条3号・4条3号)。信託会社・投資顧問業者・証券会社が発行会社の計算でする取引は同じ制約を受けるが(5条)、それ以外の者の買付けによって株価が上昇し、それを超えない価格で発行会社が買支えをすることによっても、反対派の買集めを難しくさせることができる。また、同府令が適用されるのは、取

自己株式の自由化

かった者が、自己株式の取得により母数が小さくなる結果、多数派になることすらありうる⁽⁴¹⁾。これらの可能性が生まれたことこそ、改正法のメリットのひとつだという見方もありえよう⁽⁴²⁾。会社支配の防衛がどこまで正当化されるか、限界の微妙な問題であり、評価が大きく分かれるところである⁽⁴³⁾。

3 取得を違法としたアメリカ判決例

会社の支配にかかわる自己株式の取得を違法とした判決は少ない。

〔違法－1〕 1961年のノマライツ社（N社）事件判決は、防衛のための自己株式取得を違法としたが、手続の不備が著しいため買付けが無権

引所有価証券市場または店頭売買有価証券市場における買付けであり、公開買付けの方法で買付けるなら、発行会社は市価より高い買付価格をつけることができ、それが市価を上昇させることはもちろんである。

(41) 龍田・前掲注(5)規制類型227頁。実例としては, Anderson v. Albert & J. M. Anderson Mfg. Co., 325 Mass. 343, 90 N. E. 2d 541 (1950). 1994年のケティ・インダストリーズ社（K社）事件でも同様の現象が見られる。K社はニューヨーク証券取引所の上場会社であるが、創業者キャロルの一族が約48%の株式を所有していた。創業者が死亡したあと、K社の財務顧問である証券会社の勧めにより、K社が投資のため自己株式を買付けた結果、一族の持株は52%に増加した。一族と外部者それぞれの合併案、および取締役会の特別配当案をめぐる争いが訴訟に発展したが、判決は自己株式取得そのものの適法性を取り上げてはいない。Mendel v. Carroll, 651 A. 2d 297, 1994 Del. Ch. LEXIS 100.

(42) 原田ほか・前掲注(12) 9頁。

(43) 原田ほか・前掲注(12)11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、特に問題ないものと思われる」という。敵対的買収の試みが具体的になされていない段階で、会社の長期的利益に反するか否かを、何によって判断するのだろうか。脅威にさらされること自体常に長期的利益に反するとして、一般的に予防するのであれば、株主一般の利益になる買収も含め、あらかじめ締め出すことになりはしないか。

限でなされたことを理由とする。⁽⁴⁴⁾この事件では、テキストロン社(T社)が大量のN社株を買付けようとしたので、N社の取締役会議長Sが、N社の財務内容がよくないのに、高利で300万ドルを借入れ、約20万株を防戦買⁽⁴⁵⁾した。SはN社社長と相談しただけで1日のうちに約10万株を買付け、その後取締役会の追認を得て、翌々日に約10万株を買付けた。N社株は9ドルから13ドルに上昇した。原審判決は、T社が支配権を獲得することはN社自体にとっての脅威ではなく、Sたちの保身のために会社資金を使うものと認定し、取締役会の審議に参加しなかった1名を除く取締役全員がN社に対し損害賠償責任を負うこと、およびSにはN社の計算で20万株を買付ける権限がないことを判示した。

テラウェア州最高裁は、Sと社長の二人にだけ、会社資金の不当使用という不法行為の連帯責任を負わせた。他の取締役らは、追認するほかに緊急事態であったから、自己株式の買付けに代わる方法を検討しなかったことの責任を問えないとされた。取締役会の追認が無効であり、⁽⁴⁶⁾Sによる買付けを違法とする点は原判決と同じである。

〔違法-2〕1981年のハースコ社(H社)事件では、回復不能な損害の立証がないため差止命令は出なかったが、自己株式の取得が取締役の信任義務違反⁽⁴⁷⁾だとする原告の主張を判決が認めている。判決は、取締役が

(44) Propp v. Sadacca, 40 Del. Ch. 113; 175 A.2d 33 (Del. Ch. 1961), 1961 Del. Ch. LEXIS 68.

(45) テキストロン社は、別の会社を乗っ取ろうとしたところ、N社がカナダ子会社を使ってそれを妨げたので、当初の目的を達成するためにN社を支配しようとした。なお、N社の発行済株式は約94万株であり、Sとその一派が約19万株を持っていた。

(46) Bennett v. Propp, 187 A.2d 405 (Sup.Ct.Del., 1962), 1962 Del. LEXIS 151. 取締役らは土曜日の取締役会ではじめて自己株式買付けの事実を知らされた。月曜日には株式代金の支払期限が到来し、支払いをしないとN社の信用が失墜する。ブローカーは買付株式を安い値段で処分するだろうし、N社に対して多くの訴訟が提起される恐れもあった。これが判決のいう緊急事態である。

(47) Crane Co. v. HARSCO Corp., 511 F. Supp. 294 (D. Del., 1981), 1981

自己株式の自由化

保身のために会社資金を使うのは不当であり、経営判断原則の保護を受けないことから出発し、次のように述べて信任義務違反の主張は十分になされたという。本件では原告クレーン社（C社）がH社株式の公開買付けをしていたから、その状況で自己株式を取得することは取締役と会社の利益衝突を生じ、取得が主として会社利益のためであるという正当化の立証責任は取締役側にある。これを果たすには、①自己株式取得の主要目的が会社支配とは無関係なものであること、または②主として防衛のための取得であると認めた上、現在順調な事業方針が会社支配の変動により明白な脅威を受けると取締役らが判断したのが相当であること、のどちらかを立証すればよい。H社の自己株式取得は公開買付けへの対抗手段である（上記①の否定）。H社の事業方針と基本的に相容れない方針をC社が押しつけそうだとか、C社がH社を解体する脅威があることの立証がない（上記②の否定）。

〔違法－3〕 2000年のリッジウッド・プロパティーズ社（R社）事件では、会社支配の争奪がない状況で、取締役が自分の地位を確かなものにするため、会社の資金で大株主から株式を買取ったことが問題になった。

U. S. Dist. LEXIS 11075. 原告クレーン社（C社）は被告ハースコ社（H社）の株式約15%を取得する公開買付けを行った。H社は、鞆取業者たちから大量の同社株式がC社に渡るのを防ぐため、公開買付け期間中に彼らから株式を買付ける交渉を行った。C社は、H社の自己株式買付けの差止めを連邦地裁に求めた。1934年証券取引所法9条(a)項、10条(b)項、13条(e)項、14条(e)項の違反、ならびにデラウェア州のコモンロー上、会社財産の浪費および取締役の信任義務違反に当たることを主張する。連邦法に基づく主張のひとつは、鞆取業者らはH社株主から買付けた株式をH社に売るので、鞆取業者との売買交渉は公開買付けに該当し、H社は公開買付けの手続をふんでいないことである。判決は、鞆取業者たちだけとの交渉は公開買付けではないとした。C社はまた、第三者C社の行う公開買付けの期間中に、発行会社H社が自己株式を買付けるにはSEC規則の定める開示を株主にしなければならぬが、H社の開示は不十分だと主張した。判決は、仮にこの違反があったとしても、回復不能な損害の立証がなければ、差止め命令は出せないとした。

判決は完全公正基準 (entire fairness standard) に照らして審査した結果、自己株式の取得が違法だとした。⁽⁴⁸⁾

R社の筆頭株主T社は74.4%、2位のH社は9%の株式を持ち、3位がR社社長Wでその持株は6.9%であった。経営難のT社が投資先R社の再編によって現金を手に入れようとし、計画の策定をWに依頼した。結局、R社はその主要な営業用資産を売却し、T社とH社の持株全部を現金で買取り、これによってWの持株は55%に上昇した。R社の株主が代表訴訟により取締役とT社の信任義務違反を主張した。

R社には4名の取締役がいたが、うち3名が利益衝突の状態にあったので、取締役会は残りの1名を特別委員として取引の審査をさせた。この取締役の報告書は、本件買付けが会社の最善の利益にかなうとしていた。しかし判決は、自己株式の買取りがWの支配権確保を主な目的とした会社資金の支出であり、被告らはその反証を出しておらず、買取りが完全に公正であることの立証責任も果たしていないとした。4名中3名の取締役が利益衝突の状態にあり、しかも取引の相手は支配株主であるから、買取りの手續・価格とも会社と少数株主にとって完全に公正であることの立証責任が被告側にあるという。⁽⁴⁹⁾

(48) Strassburger v. Earley, 752 A. 2d 557, 2000 Del. Ch. LEXIS 21.

(49) 判決によれば、テラウェア会社法上、特定の株主だけから自己株式を買取することも適法であるが、取締役会または執行部が支配を維持することを唯一または主要な目的として、会社に自己株式の買取りをさせることは、たとえ価格が公正であっても、信任義務に違反し違法である。本件の買付価格は1株約8ドルで簿価より低く、R社の残存株式の簿価は1株につき約2ドル上昇した。特別委員がこの価格を公正としたのは、8ドルくらいで売買された例があるとWがいったからであるが、判決は直近の売買価格が3ドルであったという。「たとえ価格が公正であっても」という判決の立場でこの点は重要ではなからう。それよりも、R社の唯一の収益源である資産を売却して買付資金にあてたことが重視されている。判決は手続面の公正さも疑っており、それは取締役会が専門家の意見を求めず、代替案を真剣に検討した証拠がないことによる。R社株式はNASDAQ登録銘柄であったが、売買高不足のため登録を取消され、ピンクシートで売買されて

4 取得を適法としたアメリカ判決例

自己株式の取得をめぐる争いを裁いた結果、取得が適法だとした判決はたくさんある。問題のありそうな3件を取り上げる。

〔適法－1〕1964年のホランド・ファーネス社（H社）事件では、株式買集めに直面した会社の経営者が、その脅威から逃れるために、買集め側が持つ株式をプレミアム付きで会社資金によって買受けた。デラウェア州最高裁は、自己株式取得の主要目的が、被告役員らの支配権維持ではなく、会社のためであったことについて、被告側に立証責任があるとしたが、被告らはその立証責任を果たしたと認める。会社は空調機器類を訪問販売する営業方針をとっていたところ、買集め側はこれを小売店

いた。T社は株主数が多いので、T社が所有するR社株をT社株主に分配して流動性を高める案も出たが、各株主の受取るR社株が僅かになるため拒否されたとWが主張したのに対し、判決は、この案を検討した証拠がなく、株数が少ないなら株式分割をすればよいことだという。R社を解散する案をWが拒否したという主張も、判決は信用しない。R社が全株主に対し自己株式の公開買付けをする案は検討されたようだが、取締役会で検討したかは不明であり、T社は現金が入るうえ筆頭株主として残るのでこの案を望んだが、Wがそれを嫌い、R社株主に特別配当をする案も同様にWが拒否したと認定している。背景の事実として、Wは資産の65%をR社株式に投資しており、取締役報酬や退職給付も受領できる地位にあったところ、T社が資金難からR社をたたき売るのはないかと心配していたことがある。被告らは、T社がR社株を第三者に売り、買った者がR社の利益に反する事業方針をとってはいけないので、T社の持株を買取ったと主張したが、判決はこれも退けた。H社からの買取りはこの理由で説明できないからである。Wは大量のストック・オプションを付与されていたものの、T社所有分の買取りだけでは過半数所有に達せず、H社所有分の買取りにより初めてそれを達成できた。WはH社からの買取りが重なったのは偶然だというのが、T社分の買取りから2週間もたたないうちに買い、しかも同じ資金源から支払われているので、判決はT・H両社からの買取りをひとつの取引と見た。この取引が、Wの支配権確保を主要な目的とする会社資金の支出とされたのである。

網を通じる販売に変えようと企て、被告らはこの変更が会社に損害をもたらすと考えた。⁽⁵⁰⁾ 其上、買集め側のメアメントが、会社を買っては清算する手口を繰り返すことで名を知られており、こういう者に支配権を取られては会社の運命が危ういと被告らが考えたことも、裁判所の支持を得た。

〔適法－2〕 1985年のユノカル社（U社）事件判決は、厳格そうな審査基準を打ち出したものの、それに照らすと自己株式取得は適法だとした。この事件では、ブーン・ピケンズの率いるメサ・グループがU社株式の13.6%を買付けた後、過半数の株式を持つようになるための公開買付けを公表した。U社の経営者はこれに対する防衛策のひとつとして自己株式の公開買付けを決めた。当時U社の株価は49ドルであり、メサ・グループの出した買付価格が54ドルであったのに対し、U社側のは、メサ・グループが51%の獲得に成功した場合、残り49%のU社株を1株につき額面72ドルの社債と交換し、メサ・グループには応募させないというものであった。メサ・グループがU社に対する差止めを請求し、原審はこれを認容した。株主の差別扱いが取締役の信任義務違反であること⁽⁵¹⁾などがその理由である。

ところが、デラウェア州最高裁は原判決を取消した。乗っ取りが会社に有害であると判断し、防衛策として一部株主を除外した交換オフアをすることは、取締役会の権限内であり、取締役らが自分たちの地位を守ることを唯一または主たる目的としたのではないかぎり、経営判断原則か

(50) *Cheff v. Mathes*, 199 A. 2d 548 (Del. 1964). この判決は判例の転換をもたらしたのものとして、次の文献が詳細に検討している。川濱昇「株式会社
の支配争奪と取締役の行動の規制(一)」民商95巻2号169頁, 184~187
頁(1986年)。なお、あとからわかったところによれば、H社の販売方法は
連邦取引委員会法に違反するものであり、被告のひとりはそのために投獄
された。Clark, R. C., *Corporate Law* 631-632 (1986). この事実からも裁
判所の判断は批判を浴びた。

(51) *Mesa Petroleum Co. v. UNOCAL Corp.*, 1985 Del. Ch. LEXIS 411.

自己株式の自由化

らして認められるという。U社の取締役の過半数が社外取締役であり(社外8名, 社内6名), 取締役会がメサ・グループの公開買付けを拒否することおよび防衛策を決めるにあたっては, 専門家の意見を聞き長時間の審議をしたことが, 判断の妥当性を支えたと見られた。

この判決の新しい点は, 防衛策の経営判断に一種の比例原則を持ち込んだことである。すなわち, 経営者が保身を主な目的とせず, 慎重に情勢を検討した上で誠実に判断するだけでなく, その結果採用することを決めた防衛策が, 乗っ取りの危害を防ぐのに相当なものでなければならぬという。脅威がそれほどひどくはないのに, 強力な対抗策を用いるのは過剰防衛だというわけである。本件では, メサ・グループが二段階攻勢を仕掛けており, 公開買付けに応募しなかった株主は劣悪な社債(ジャンクボンド)との交換を強いられることになるので, 応募に圧力が加わる大きな脅威であるから, U社が自己株式の差別的な公開買付けをすることも, 対抗措置として相当であるとされた。⁽⁵²⁾

〔適法-3〕 1996年のデルカブ・ジェネティクス社(D社)事件では, 反主流派株主を退出させるために会社が自己株式を買取り, これが取締役の信任義務違反ではないかと争われた。⁽⁵³⁾ 反主流派はR一族であり, D社の議決権の3分の1を持っていたが, 主流派と対立し, D社の売却を提案して取締役会で否決されたため, 持株の買取りを求めた。⁽⁵⁴⁾ D社の取締役会は, メリルリンチ社の助言と, 6名の社外取締役が構成する特別委員会の検討に基づき, 1株40ドルで買取ることを決め, 銀行借入れに

(52) 一部の株主から自己株式を買付けることを差止めた例もある。Fischer v. Moltz, 1979 Del. Ch. LEXIS 470, 473.

(53) Kahn v. Roberts, 679 A. 2d 460; 1996 Del. LEXIS 275.

(54) D社はA種株式とB種株式とを発行しており, 議決権はA種株だけにあったが, 利益分配を受ける権利は両種類とも同じであった。B種株はNASDAQ登録銘柄であり, D社はB種株の市価によりA種株を評価していた。R一族はA種・B種株ともそれぞれ3分の1を所有していたが, D社が買取ったのはA種株だけである。

よってその資金をまかなった。株主が代表訴訟とクラスアクションを提起し、取締役らが保身のために買取ったものだと主張したが、原審は請求を棄却した。原告株主が上訴し、取締役会が買取りを決めたのは、R一族が持株を外部者に売却する脅威を考えた防衛策であって、取締役らは利益衝突の状態にあったから、前記〔適法-2〕ユノカル社事件判決のいう高度の司法審査基準で審理すべきなのに、それをみだしていないと主張した。

テラウェア州最高裁は、D社の支配権が誰かに狙われていたわけではなく、不満のある株主を排除するために自己株式を買取っただけであるから、取締役と会社の利益衝突は問題にならず、経営判断原則⁽⁵⁵⁾をあてはめ、取締役に義務違反はなかったとして、上訴を棄却した。

5 違法性の判定基準

上記3においては、自己株式の取得を違法とする数少ない判決例を3つ、上記4においては、取得を適法とする多数の判決から3例を取り出し、それぞれの事実と理論を概観した。ここから一般理論を導くには材料不足だとしても、これらの6例を矛盾なく説明できる基準があるかどうかを探ってみよう。

(1) 自己株式取得の手続

上記〔違法-1〕判決は、手続の不備を理由に自己株式の取得を違法とした。理由としては簡明である。事前の取締役会決議がないため、役員がした取得は無権限であった。取締役会の追認は得たが、追認するほかない状況を作り出した後のものであったから、取得の権限を補う効力

(55) 原告は自己株式買取資金(1800万ドルの借入れ)の開示が不十分だとも主張していたが、判決は、株主の行動を求める場合ではないから完全開示の義務がない上、重要事実の不開示を原告が立証していないとして(借入金により自己株式を買取ること、および買取る株数と1株の価格は開示されていたから、掛け算をすれば融資額が出る)、この主張を退けた。

自己株式の自由化

だけが認められ、義務違反までは治癒しないとされた。⁽⁵⁶⁾

自己株式の取得が適法とされた3事例ではいずれも、取締役会の決議を経ているだけでなく、〔適法-2〕〔適法-3〕では社外取締役が取締役会の過半数を占めていた。また、これら3事例すべてにおいて専門家（メリルリンチ証券）の意見に従っている。⁽⁵⁷⁾これに対し〔違法-3〕の事例では、専門家の助言を求めることなく、情報収集も不十分であった上、4名の取締役中3名が会社と利益衝突の状態にあったことから、残り1名の利害関係のない取締役が出した意見を裁判所が信用せず、実質的な審査を加えている。

利害関係のない取締役、とくに社外取締役が多数を占める決定が要求される典型的な場面は、自己取引など会社と取締役との利益が相反するときである。取締役が自分の持株を会社に売渡すことは、全株主と同じ条件である場合を除き、当然これに該当する。狭義の忠実義務が問題になる場面であり、違法性の判定基準や立証責任が取締役側に厳しい。会社による自己株式取得のうち、このような場合はわずかであり、上記6

(56) 自己株式の取得が違法だというためには、手続の不備を指摘すれば足りるはずである。〔違法-1〕判決は、会社に対する脅威がないのに、役員たちが保身のために会社資金を使ったことも認定した。損害賠償責任が問われていたからである。この判決は、1964年〔適法-1〕判決によって転換する前の初期判例に属する。事前にと取締役会決議を得ていたとしても、会社の支配に介入する取締役の行為を、経営判断原則によってたやすく保護しない時期のものであった。川濱・前掲注(50)178-179頁。なお〔違法-1〕判決は、株主総会によっても追認できないとする説を引きつつ、この点には立ち入らないとしている。

(57) 1986年のテキサコ事件判決は和解を認可したものであるが、狡猾な実業家として有名なバス兄弟が10%弱の株式を買集めて提携を申し入れたのに対し、テキサコが彼らの持株を市価より高く買取ったことについて、取締役は経営判断原則の保護を受けるとした。ここでも理由のうちに、同社の取締役13名中10名が社外取締役であったこと、および専門家の助言を得たことを挙げている。Good v. TEXACO, INC., 1985 Del. Ch. LEXIS 445; Polk v. TEXACO, INC., 507 A.2d 531, 1986 Del. LEXIS 1054.

(58)
 例中には存在しない。

取締役が自分の持株を会社に売渡す場合でなくても、会社が自己株式を取得することに取締役は利害関係を持つ。会社が自己株式を取得することによって取締役の地位が強化されることがあり、また、取締役の地位が危うくなる乗っ取り（敵対的公開買付け）を阻止する手段として、自己株式の取得（公開買付けなど）を行うこともあるからである。

アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理」は、支配の変動にかかわる措置のうち、合併のように会社が当事者となる場合を § 6.01 で定め、会社の頭越しに株主との直接取引となる公開買付けのよ

(58) 1984年のゼネラルモーター社 (GM) 事件判決は、GM の取締役であり最大の株主であったロス・ペローの持株を、GM が買取ったのを適法とした。1984年に GM が Electronic Data Systems (EDS) 社を完全子会社にした際、EDS の株主で取締役会議長であったペローは、GM の E 種株 (EDS 部門のトラッキング・ストック) と社債を取得するとともに、GM の取締役になったが、EDS の議長も続けた。その後、経営方針をめぐる両者間に対立が生じ、1986年、GM はペロー派が持つ E 種株を買取り、社債を償還した。総費用は約 7 億 4000 万ドル、E 種株の買取価格は 1 株約 62 ドルであり、直前日終値の 2 倍近くであった。これと引換えにペローは GM に対し、GM 経営陣の批判をやめる、GM 株式の買付けをしない、3 年間は競業をしない、18 月間は EDS 管理職の引き抜きをしない、GM 取締役および EDS 議長を辞任することなどを約束した。GM の株主がペローその他の取締役に対して代表訴訟を提起し、会社が買受ける正当な理由がなく、会社財産の浪費であり、取締役の信任義務違反だと主張した。この買取りは、GM の取締役 3 名から成る特別審査委員会が承認し、同社取締役会 (ペローを除く 26 名中 18 名が社外取締役) で承認されており、第 1 審は、主要な目的が取締役の自己保身でないかぎり、経営判断原則の保護を受けるとして、棄却を求める被告らの申立を認容した。Grobow v. Perot, 526 A. 2d 914, 1987 Del. Ch. LEXIS 419. テラウェア州最高裁は、公正さを問題にする必要もないとした上で、原審の結論を支持した。Grobow v. Perot, 539 A. 2d 180, 1988 Del. LEXIS 79. 最高裁は、取締役がその地位を失うかもしれないような支配権の争奪は本件に存在しないから、利益衝突の場面とは見なかったようである (売主であるペローは取締役会決議に参加しなかった)。

自己株式の自由化

うな場合を§ 6.02で区別して定める。会社に対する合併などの打診にどう対応するかについて、§ 6.01は、その扱いを取締役会の経営判断原則に基づく決定に委ねるが、合併などの措置をとるには株主総会の承認が必要だとする。会社支配の所在を決めるのは株主であって取締役ではなく、取締役がその帰趨に利害関係を持つことは否定できないものの、経営専門家である取締役の真摯な意見が重要である上、市場原理による抑制も期待されるから、利益相反取引の厳しい基準で律することは適当でないとの考えによる。⁽⁵⁹⁾一方、§ 6.02は、株式の譲渡は株主の権利であり、取締役がこれを妨げることはできないとの考えから、取締役がとってよい防衛策を合理的な措置に限定し、客観的な基準によってその合理性を判定しようとする。⁽⁶⁰⁾

「コーポレート・ガバナンスの原理」は、自己株式問題を正面から取り上げているわけではなく、会社支配の変動にかかわる措置とその対抗策について、適切な規範を示そうとする。自己株式の取得は対抗策のひとつとして、§ 6.02のコメントがそれをめぐる多くの判例を引いている。しかし、自己株式取得の一方当事者は会社だから、§ 6.01も適用され、支配に影響する買受けには株主総会の承認が必要なはずであろう。⁽⁶¹⁾

(59) ALL, supra note 35, Introductory Note to Part VI at 385. 会社資産を取締役に売却するような場合は、市場原理による抑制が期待できないから、§ 5.02により厳しい司法審査を加える。Id., at 386. [違法-3] 判決が完全な公正さの立証を被告取締役に要求したのは、これに近い考えによると思われる。上記GM事件(注58)はこの基準によるべきではなかろうか。

(60) Id., Comment c(1) to § 6.02 at 411. 基準については下記(3)参照。また、取得の効力と取締役の責任とで基準を異にすることにつき、下記(4)参照。

(61) 議決権の25%以上にあたる自己株式の買受けがこれにあたる。前掲注(36)。これをそのまま適用すれば、上記[違法-3][適法-2][適法-3]において、会社が買受けるのに株主総会の承認が必要ことになる。しかし、「コーポレート・ガバナンスの原理」はグリーンメール問題を避けている。ALL, supra note 35, Introductory Note to Part VI at 383. 差し迫った状況で総会の開催は実際的でないと考え、それを要求しないことに

(2) 取得の主要な目的

自己株式取得の主要な目的が、取締役の地位の確保であってはならないことに異論はない。問題は、何によってその認否を決めるかである。

〔違法－1〕のデラウェア州最高裁判決は、支配の脅威がからむと取締役は必ず利益衝突に陥り、客観的な決定をすることがむずかしく、会社の事業方針に対する脅威を防ぐためであろうと、自己株式の買付けにはどうしても危険が伴うとの理由から、買付けの主要な目的が会社のためであったことについて、取締役側に立証責任を負わせ、同事件の被告らはその立証をしていないとした。これは初期判例の立場であるが、転換後の時期に出た〔違法－2〕も、連邦地裁の判決であるためか、全く同じ論理の運びを見せている。〔違法－3〕はごく最近のデラウェア州の事件でありながら、自己株式の買付けの主要な目的が取締役の支配権確保であったと認定した上、完全に公正であることの立証責任を取締役側に負わせた。同州最高裁ではなく第1審の判決であることもあろうが、手続面の不備が響いたように思われる。

〔適法－1〕は判例の転換をもたらしデラウェア州最高裁判決であるが、立証責任は上記3事例と同じく被告側が負うとした。しかし、自己株式買付けの主要な目的が被告らの支配権維持ではなく、会社のためであったことの立証に被告らが成功したと認める。H社の株式を約17%買集めたメアモント(M)が、取締役のポストやH社の販売方法の変更を求め、Mの支配する会社とH社の合併を持ちかけたこと、およびMに会社売飛ばしの前歴があることを、被告らは会社の利益を害する脅威ととらえ、Mの持株を買取って脅威を除くのが会社のためだと考えた。これによって判決は、主要目的が会社のためであることの立証があったと認

したのか、別の理由で触れないことにし、総会決議を要求する場合もありうると考えるのかは明らかでない。

(62) H社にとっての訪問販売方式が連邦取引委員会法に違反するものであったことにつき、前掲注(50)参照。

自己株式の自由化

⁽⁶³⁾ めた。〔適法－2〕判決は後記(5)のように相当性の要件を付加するが、会社売飛ばしの前歴を持つブーン・ピケンズによる乗っ取りの脅威があったことをもって、取締役が保身のために対抗策をとったのではないと認め⁽⁶⁴⁾た。

しかし、会社が乗っ取りの脅威にさらされていたことは、〔違法－1〕〔違法－2〕の事例でも同じである。〔違法－3〕においても、資金繰りの苦しい親会社（T社）がR社をたたき売る危険が考えられた。これらの判決はまさにこの点をとらえ、取締役が地位を失う心配から利益衝突の状態にあるとして、保身のための自己株式取得ではないとの主張を容易に認めなかった。しかも〔適法－3〕においてデラウェア州最高裁は、議決権の3分の1を持つ反対派株主からの自己株式取得を、会社の支配

(63) 〔適法－1〕はグリーンメーラーから買取った事例であり、「コーポレート・ガバナンスの原理」がこれについては黙していることにつき、前掲注(61)参照。和解の認可判決である *Khoury v. Oppenheimer*, 1983 Del. Ch. LEXIS 566 は、会社とその事業活動を維持し、またはより効率的にするため、厄介な少数派の持株を買取することは、正当な会社目的に当たり、取締役が保身のために会社資金を使ったのではないと認め、〔適法－1〕を含む多数の判決を援用する。前掲注(57)のテキサコ事件判決もほぼ同内容である。

(64) 買集め側が会社の清算を企図していることは、現経営者による防衛を正当化する理由として認められることが多い。これに対しクラークは、なぜ会社を買って清算するかといえば、会社の清算価値が継続企業価値よりも高いからであって、そういう会社は清算するのが株主の利益になるのに、経営者がそうしないのは自分たちの地位を失いたくない利己的利益を優先させるからだと批判する。Clark, *supra* note 49, at 632. すぐに思い浮かぶのは、従業員の利益を考えた反論である。しかし、クラークにいわせれば、乗っ取りに成功した後も違法なことをすれば免責されるわけではなく、どのような方針の経営者に会社を委ねるかは、あらゆる情報を提供して株主に決めさせるべきであって、従業員の利益を口実に経営責任があいまいにされてはならない。Id, at 632-633, 690-691. 「コーポレート・ガバナンスの原理」は、株主の長期的利益を著しく損なわない範囲で、他のステークホルダーの利益を考慮してよいとする。ALI, *supra* note h, § 6.02(a) (2).

に対する脅威が存在しなかったという理由で、取締役の利益衝突は問題にならないとし、経営判断原則によって片付けた。乗っ取りの脅威はどちらの方向に働く要因なのであろう。それぞれの判決は主要目的について詳しい分析を加えているように見えながら、上記(1)で述べた手続(利害関係のない社外取締役による決定と専門家の助言)の如何が決め手になっているといえなくもない。

「コーポレート・ガバナンスの原理」は、主要目的をとらえようとする分析方法に訣別を告げる。乗っ取りの対抗策を取締役の動機・目的から評価しようとしても、取締役が保身のために動いた場合と、真に株主の利益のために動いた場合とを、適切に区別することはできず、取締役がどこまでのことをしてよいかの指針にもならないからである。同原理はこうして客観的基準によることを提言するが、その内容については下記(3)で述べる。

(3) 対抗措置の相当性

〔適法-2〕ユノカル社事件でデラウェア州最高裁は、乗っ取りに対する防衛策が、脅威を取り除くのに相当な措置でなければならないとした。取締役の保身が主要目的でないこと、および慎重な手続をふむことを要求した上、新たな要件を付加するものである。これは高度の司法審査(enhanced judicial scrutiny)基準とも呼ばれ、その後の判決に指針を与えた。会社に対する脅威を防ぐためならどんな対抗策も正当化するというのでは、過剰防衛を許し、株主の自己決定の機会を狭め、取締役に保身の口実を与えることになりかねない。したがって、一種の比例原則ともいえるこの相当性基準は説得力⁽⁶⁵⁾を持つ。

しかし、この基準を適用した結果はどうであったか。〔適法-2〕事件

(65) 〔適法-1〕事件では、H社の支配を狙うMが買集めた株式を、自己資金で買取ってもよいというH社株主がいた。この方法をとれば、会社の資金を使わずに脅威を除去することができた。H社による自己株式買取りは、相当性基準に照らせば適法とはいえない。

自己株式の自由化

でU社がした自己株式の公開買付けは、メサ・グループが敵対的公開買付けに成功することを条件に、残りのU社株を高額の社債と交換する内容で、しかも同グループの応募を排除する差別的なものである。U社のオファを選ぶ株主が多ければ敵対的公開買付けは成功せず、その場合U社はオファを実施しない。もっぱら相手を討ち負かす戦術である。株主平等原則に反するこの措置を原審は違法としたが、デラウェア州最高裁は違った。メサ・グループの総帥ブーン・ピケンズが有名な乗っ取り屋であり、U社に仕掛けた攻撃が二段階オファという株主に応募圧力のかかるものだから、この大きな脅威に立ち向かうためにU社がとった対抗策は釣合いがとれていると見た。まさに「目には目を、歯には歯を」である。⁽⁶⁶⁾

相当性基準を適用した例をもうひとつ挙げよう。1995年のユニトリン社事件において、敵対的公開買付けの対象会社経営陣が、ポイズンピルや自己株式買付計画などの対抗策を立てた。第1審は、取締役会が乗っ取りを株主に対する脅威と考えたのはよいとしつつも、ポイズンピルその他に加えて自己株式を買付けるのは過剰だとして、買付けの差止めを命じた。しかし、デラウェア州最高裁は過剰でない認め、原判決を破棄差戻した。乗っ取り側は、公開買付けを阻止されても、委任状合戦に持ち込んで支配権を獲得する方法があり、それを阻止する効果まで自己株式の買付けが発揮できるとはいえない。これが相当性基準をみたと

(66) ブーン・ピケンズの率いるメサ・グループがフィリップス石油（P社）の乗っ取りを狙った事件では、激しい攻防の末に休戦協定が結ばれた。協定はP社の資本再編成（recapitalization）計画について定めるとともに、P社が資本再編後の株価を維持するため10億ドルを使って自己株式を市場で買付けること、資本再編成計画が否決された場合はメサ・グループが持つP社株全部をP社が買取ることなどを定めた。同計画の承認を得るためのP社株主総会の開催につき株主が差止命令を求めたが、判決は、P社取締役の行為が経営判断原則の認める裁量の範囲内にあるとした上、総会の開催を禁止することは最も望ましくないといって、原告を敗訴させた。Edelman v. Phillips Petroleum Co., 1985 Del. Ch. LEXIS 459.

した判決理由のひとつである。そして同判決は、委任状合戦の勝敗の予測を、株主総会における予想投票率を用いて説明する。⁽⁶⁷⁾薄氷を踏むような理由づけではないか。⁽⁶⁸⁾

「コーポレート・ガバナンスの原理」は、上記(2)で見たように、取締役の動機・目的による分析を退け、次のような客観的基準による司法審査を提言する。まず、①取締役のとった措置が、公開買付けを阻止し、株主の応募機会を奪う効果を持つことが予測されるものかどうかを見る。これを肯定した場合は次に、②その措置が公開買付けに対応するのに相当なもの (reasonable response) ⁽⁶⁹⁾であったかどうかを審査する。

株主には株式を売却する権利があり、取締役には本来それを奪う権限はない。それを奪うことは特別の理由がなければ正当化されない。正当化の理由は、会社と株主にとって最善の利益にかなうことである。「コーポレート・ガバナンスの原理」はこの観点から、対抗措置そのものの側

(67) Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361; 1995 Del. LEXIS 13. ユニトリン社は家計保険で第3位のシェアを持つが、最大手のアメリカン・ゼネラル社 (A社) から買収されそうになり、防衛のため自己株式を買付けようとしたのに対し、A社その他の株主が差止めを請求した。ユニトリン社には7名の取締役がおり、CEOと取締役会議長を除く5名は会社と雇用関係のない社外取締役である。この5名が所有する株式は合計23%であって、自己株式買付計画が完了すると彼らの持株は28%に上昇すると見込まれた。このことがポイズンピルとともに採択した総会決議要件の加重 (75%の賛成が必要) と結びついて、A社に買収を諦めさせる効果を持つと原審は判断した。最高裁がこれを否定したのは、株主全員が投票に参加するわけではないから、取締役らは23%の持株ですでに自己株式の取得前から25%超の票数を確保していたこと、およびA社が委任状合戦と同時に好条件の公開買付けを開始すれば、ユニトリン社株式の42%を所有する機関投資家のうちから支持を得て勝つチャンスがあること、などを理由とする。A社がどれだけ支持票を集めれば勝つことができるかの計算では、委任状合戦に参加する株主票が90%であると仮定している。

(68) ALI, *supra* note 35, Reporter's Note 3 at 429-430 には、相当性基準を適用した判決例が多数掲げられている。

(69) *Id.*, Comment a to § 6.02 at 408.

自己株式の自由化

とそれが向けられる相手の行為の両面にわたり、相当性を判定するための要因を数多く掲げる。相手の行為（外部者の公開買付け）は、それが会社を著しく害するものであるときに初めて、⁽⁷⁰⁾ 対抗措置をとることが正当化される。対抗措置そのものの相当性は、それが株主の自由な選択を抑える度合い、および防ごうとする危害との相関によって判定される。⁽⁷¹⁾

この相当性基準は、〔適法－2〕判決が打ち出した基準ときわめてよく似ている。違うところは、主要目的を問題にするのをやめたことである。公開買付けを阻止する効果が予測できる措置かどうかを見る方が、水掛け論に陥る危険が少ないであろう。しかし、客観的基準とはいうものの、対抗措置の相当性を判定することは、掲げられた例を見ても容易なことではないように思われる。⁽⁷²⁾ 従来⁽⁷²⁾の判例と大きく異なる点は、取得の効力と取締役の責任とに別々の基準を用意するところにある。

（４） 取得の効力と取締役の責任

上記3および4では、単なる違法・適法の区分によって判決例を掲げた。6例のほとんどが取締役の会社に対する損害賠償責任にかかわるが、

(70) たとえば、公開買付者が支配株主になると違法な行為をすることが見込まれる場合、対象会社の浮沈にかかわる多額の債務を引受けさせようとしている場合、あるいは現在の経営体制を続ける方がより大きな利益を株主にもたらすと取締役が考えるのが合理的である場合など、対抗措置をとることに相当性が認められる。しかし、公開買付者が会社財産の売却を企てていることは、必ずしもこの要件をみたさない。Id., Comment c(7) (8) to § 6.02 at 418-419.

(71) たとえば、発行済株式の一部について自己株式の公開買付けをプレミアム付きですることは、株主が別の選択をするのを妨げるので、念入りに司法審査をする必要があり、二段階オファのように応募圧力の強い攻撃を防ぐ場合でなければ相当といえない。Id., Comment c(5) to § 6.02 at 415-416. そこに掲げた3つの設例によって、応募圧力 (coercive nature)、つまり応募したくない株主まで応募させる力があるのはどのような場合かを例示している。

72 「コーポレート・ガバナンスの原理」が、〔適法－2〕事例のようなひどい対抗措置まで相当と認めるかどうかは明らかでない。

差止など自己株式買付けの効力を問題にしたものもある。いずれにせよ、責任が取得の効力かで違法性の認定基準を変えているものは少ない。

これに対し「コーポレート・ガバナンスの原理」は、敵対的公開買付けの対抗措置につき、その差止め・取消しという効力の問題と、取締役の責任の問題とを、別々の基準によって規律しようとする。すなわち、対抗措置が上記(3)で見た相当性の要件をみたさないことは、そのまま差止め・取消しの理由となるが、取締役は経営判断原則の要件をみたす⁽⁷³⁾かぎり、損害賠償責任を問われることはない。

このように分ける理由は、相当でない対抗措置をとったことで直ちに取締役の責任を問うことにすれば、取締役を不当に萎縮させ、会社と株主にとって最善の利益になる対抗措置まで、ためらわせることになりかねないからである。⁽⁷⁴⁾ここで経営判断原則により保護されるのは、利害関係のない取締役 (disinterested directors) である。業務執行役員を兼ねる取締役 (management directors) は利害関係があると見られる。こういう利害関係のある取締役も、対抗措置を決める取締役会決議に参加してよく、また、利害関係のない取締役の賛成多数でその措置が可決されたた

(73) ALI, *supra* note 35, § 6.02(d) at 405. ここでは取締役会がとる対抗措置を問題にしている。その措置を株主総会が承認または追認した場合は、その措置が会社財産の浪費に当たらないかぎり、差止めは認められない。Id., Comment c(9) to § 6.02 at 422.

(74) Id., Comment c(1) to § 6.02 at 411. 効力と責任を同じ基準で律するなら、裁判官も、不当な対抗措置だと思ふ場合すべて責任を問えば厳しくなりすぎるし、責任をほどほどにしようとするればおかしな対抗措置まで緩やかに放任しすぎることになって、ジレンマに陥る。Ibid. ちなみに、我々日本人はよく「取締役の責任を問うことですませるほかない」という。取引など行為の効力を否定すると影響が大きいから、そうしないと法の目的が達成できない場合に限って、効力の否定まで進もうという考え方である。いわば効力の否定にはより高度の違法性を要件とする。「コーポレート・ガバナンスの原理」はこれと全く逆の考え方を見せる。衡平法 (equity) の伝統によるのであろうか。

自己株式の自由化

ら、責任については経営判断原則による保護を受ける。⁽⁷⁵⁾

対抗措置の差止命令や取消しを裁判所に求めるときは、それが相当なものでないことを原告側が立証しなければならない。⁽⁷⁶⁾取締役の責任を追及する訴訟において、被告は経営判断原則で保護されないことを原告が主張するには、そのことも含めて責任原因のすべてを原告が立証しなければならない。⁽⁷⁷⁾

取締役のとる措置が会社支配の移転をもたらすもので、取締役がそれについて利害関係をもつ場合は、単なる対抗措置よりも厳しい規制を加える。すなわち、その措置が株主に対し公正なものであることの立証責任を取締役が負う。もっとも、公開会社でその措置が事前に開示され、利害関係のない取締役による事前の承認とともに、利害関係のない株主による承認または追認があったときは、その措置が会社財産の浪費に当たることまで、原告側が立証しなければならない。⁽⁷⁸⁾ここでも利害関係のない取締役は責任について経営判断原則による保護を受けるが、利害関係のある取締役の責任は、利益相反取引に関する厳格な基準で判定され

(75) Id., Comment d to § 6.02 at 424. 利害関係のある取締役の賛成票を加えることで可決された場合は、対抗措置が相当なものであったことの立証責任を取締役側が負う。この場合でも、利害関係のない取締役は経営判断原則による保護を受ける。Id., Comment e to § 602 at 425.

(76) Id., § 6.02(c) at 405. 問題の措置が敵対的公開買付けを阻止する効果のあるものだと予測することができ、かつ、対抗措置として相当でないことを証明する。Id., Comment c(1) to § 602 at 412. 判例が被告取締役側に立証責任を負わせるのと逆であるが、上記(2)で見たように、判例は会社のためにとった措置だとする取締役の主張をたやすく認めてきた。「コーポレート・ガバナンスの原理」は、対抗措置が会社と株主にとって最善の利益にならないことについて、原告が一応の証明をすれば、立証の負担が被告側に移るといふ。事実を最もよく知る立場にあるのは取締役だからである。Id., Comment e to § 602 at 425.

(77) Id., § 4.01(d) at 139, Comment e to § 602 at 425.

(78) Id., § 5.15(a) (b) at 359-360, Comment e to § 602 at 426.

(79)
る。

自己株式の取得が対抗措置または支配移転措置に当たる場合は、上記それぞれの基準に照らして、その効力または取締役の責任が判定されることになろう。「コーポレート・ガバナンスの原理」は、効力と責任を分離したことを含め、違法性の判定基準を理論的に整理したといえる。しかし、経営判断原則による保護を広く認める点に見られるように、同原理の提言する基準を実際に適用すれば、結果は従来の判例とそれほど違⁽⁸⁰⁾わないように思われる。

5 おわりに

1 自由化のツケ

グローバルゼーションとかアメリカナイゼーションとか、その波に乗って日本も自己株式の規制を自由化した。平成13年改正には、経営を桎梏から解放し、会社法を現代化したと評価できる一面があることは否定できない。他方、その裏面から目をそらしてはなるまい。目的を特定せずに、数量の限定もなく自己株式を買受け、それを無期限に保有することができるようになった。定時総会決議で大きな枠の授權を得ておけば、取締役は多様な目的に自己株式を利用することができる。支配目的の利用もふえるであろう。どこまでの利用を適法と認めるか、裁判所はむずかしい判断を求められる。

解釈の手がかりを探るためにアメリカの判例を垣間みた。あからさまに取締役の保身と見える事例を含め、さまざまの利用の仕方があることはわかった。しかし、指針となる明確な基準がそこにあるといえるかは疑問である。判決例の選択が適切でなかったかもしれず、私の分析能力が不十分なことにもよろうが、もともとそう簡単に割り切れない問題だという一面もあろう。あえて基準を立てようとするれば、主要目的とか相

(79) Id., Comment c to § 5.15 at 364.

(80) See id., Reporter's Note 3 at 430.

自己株式の自由化

当性という程度の抽象的なものになってしまう。それを具体的事件にあてはめる作業は、本稿のわずかな事例からもわかるように、すぎまじい事実分析である。支配にかかわる自己株式の問題に関しては、日本もカズイスティックな法に回帰したといえそうである。

2 持合いと自己株式

自己株式取得の規制緩和は、株式の持合い（相互保有）解消の受け皿として必要だといわれることがある。持合いの相手方が株式を手放そうとすると、従来は発行会社がグループ企業などはめ込み先に引取ってもらうことが多かった。市場で売却されると、大量であれば株価が下がるし、安定株主を失うからである。最近のはめ込み先を見つけるのも容易ではない。改正法の下では、発行会社自身を買取ればよいので簡単である（取得には資金が必要であるが、持合い解消の場合はこちらの持株を相手方を買取ってもらうと、対当額で相殺ができる）。

株式の持合いは種々の目的で行われてきた。取引関係を緊密にするなどの理由が挙げられるが、経営の安定がその重要な目的のひとつである。第二の黒船といわれた資本自由化の時期に、安定株主作りの持合いが急速に広がったことがこれを示している。自己株式の取得は原則として禁止されていた上、例外的に保有する自己株式には議決権がない（商241条2項）。相互保有はこれらの障害を克服する効果的な手段であった。

昭和五六年改正は、相互保有に歯止めをかける規制を加えた（商241条3項）。その理由とされたのは、①資本の空洞化、②株主総会決議の歪曲、③株式の不公正取引を防ぐ必要であった。これらはいずれも、自己株式の規制が必要な理由として挙げられるものである。

自己株式を自由に取得することができないので、それを迂回する手段として株式の持合いが行われるようになったが、今度は迂回を続けるのが難しくなったので、本通りを通りやすくした。持合いについては、そのメリットを強調する意見もあるが、前記の弊害が避けられず、国際的

にも日本企業の特異体質と見られるため、持合いの解消は望ましいとするのが大方のコンセンサスであろう。その受け皿が、弊害の本案である自己株式取得になったことは、歴史の皮肉としかいいようがない。

3 老婆心

世の中は事前予防から事後規制に移っている。企業や個人がより広い自由を認められ、創意工夫を発揮しやすくなるのだから、この方向は基本的に望ましい。自己株式の規制も事前予防策であったから、歴史的役割を終えて消え去る運命にあり、その時期が議員立法によって早まっただけなのかもしれない。しかし、事前予防より事後規制がすぐれるのは、無用の拘束を除去すると同時に、必要な規制目的の実現が全うされることである。自己株式が毒物の指定から外れても、劇物であることに変わりはない。企業がその取扱いに細心の注意を払わなければならないのはもちろん、違法な利用には厳しい規制で臨むことが必要である。⁽⁸¹⁾

目的を定めずに自己株式を買受けて保有することができ、消却や処分をするか否か、およびその時期を会社自身が決められるようになり、企業の財務政策は自由度が格段に高まった。従来規制には後見的な意味があり、企業に対する制約であると同時に、大きなつまづきを予防する役も果たしていた。これがなくなった現在、自己株式を有用・適切に利用するかどうかは、すべて各企業自身に委ねられている。自由に溺れ、資金本来の活用をおろそかにするようでは先は暗い。経営者が精力を傾注すべきは本業の発展である。

(81) クラークの会社法教科書の、次の一文を含む数頁は、必読の文献である。「驚くかもしれないが、公開会社による自己株式取得にまともな理由があることは稀である」。Clark, *supra* note 50, at 626-631.