

自己株式の買受規制と株主保護

今 川 嘉 文

～目 次～

は じ め に

- 1 旧商法規定の問題点
- 2 自己株式の買受手続
- 3 中間配当限度額の計算
- 4 株主保護に対する施策

お わ り に

は じ め に

平成15年商法改正により、第1に、定款の定めがある場合、取締役会決議により自己株式の取得枠を設定することができるようになった。定款授權により取締役会決議で自己株式を買受ける場合、市場取引または公開買付の方法によらなければならない（改正商法211条ノ3第1項2号，210条9項）。また、取得財源は中間配当限度額を限度とし（改正商法211条ノ3第3項），取得内容については取得後最初の定時総会で報告をしなければならない（同条第4項）。

第2に、中間配当限度額の計算方法について、最終の決算期後、資本または法定準備金（資本準備金，利益準備金）の減少を行った場合，減少した資本または法定準備金に相当する額は，当該手続において株主に払い戻した額を除き，純資産額（資本金，法定準備金，未処分利益）からの控除額には含めないことになった（改正商法293条ノ5第3項）。

旧制度は、中間配当限度額の算定に関し、最終の貸借対照表上の純資産額から最終の決算期における資本および準備金の合計額など（旧商法293条ノ5第3項1号および2号）に加え、最終の決算期に係る定時総会において利益から配当し若は支払うものと定め又は資本に組み入れた額、および「第210条第1項の決議により定めたる株式の取得価額の総額の合計額」を控除しなければならなかった（項3号）。

このように、「実際に取得した」自己株式の取得価額の総額ではなく、定時総会における決議後、最初の決算期に関する「定時総会の終結時まで買い受けるべき」自己株式の取得価額の総額が控除額とされていた。

しかし、平成15年改正は、自己株式の買受けについて、最終の決算期に関する定時総会において利益より配当し若は支払うものと定め又は資本に組み入れたる額に「第210条第1項または第211条ノ3第1項の決議により定める株式の取得価額の総額の合計額」を控除すべきものと規定する。定款の授権がある場合には、取締役会決議で定められた買い受けるべき自己株式の取得価額の総額の合計額が控除額となる。

なお、委員会等設置会社の場合、定款授権により自己株式を買受けるには、取締役会決議を必要とすることから（改正商法特例法21条の7第3項）、監査役設置会社との差異はない。

そこで、本稿は、敵対的買収および経営環境の急変への対処並びに会社分割などの企業再編に対して、自己株式の買受けに係る改正がどのような影響を与えるかについて考察をする。

1 旧制度の問題点

（1）平成13年改正の概要

平成13年改正以前において、株式会社は自己株式の取得を原則として禁止されていた（旧商法210条）。自己株式の無制限な取得は、第1に、資本の払戻による資本充実・維持の原則違反の問題を生ずること、第2に、恣意的に一部の株主から自己株式を買受けるなど株主平等の原則に

自己株式の買受規制と株主保護

反すること、第3に、議決権を有する株式の総数が減少することなどにより一部の者の会社支配力を強めて会社支配の公正さを損なうこと、第4に、相場操縦および内部者取引などの不正な株式取引を助長すること、という弊害があるためである。

しかし、上場会社間の株式相互保有の解消が急速に進み、株式が市場で売却されるようになると、需給のバランスが崩れ、株価は著しく下落していった。そのため、市場における株式の流通量を減らして、株価を適正化する必要が生じた。また、株式交換、会社分割、合併に際しては、株式を交付しなければならない。しかし、新株発行に代えて、保有する自己株式を使うには（商法356条、374条ノ19、409条ノ2）、目的、数量、保有期間などの制限があった。

そこで、平成13年商法改正（平成13年10月1日施行）により当該制限を撤廃し、つぎのように、自己株式の買受規制は改められた。

第1に、定時総会決議により自己株式を買受けることを可能とした。すなわち、自己株式の取得および保有、処分を原則として自由に行わせるようにし、株式交換、会社分割、合併に際して株式を交付するという新株発行に代えて、会社の保有する自己株式を割り当てることとした。

第2に、減資差益が資本準備金になるとの規定は削除され、減資差益を配当することが可能な剰余金として扱われることとなった。その結果、減資差益は当該減資が決議された定時総会において同時に決議された自己株式の買受けの原資として使用したり、翌期の定時総会で利益配当として分配することを可能とした。

これらの改正により、会社再編および財務政策を各会社が機動的に行うことができるようになった。そして、指摘されていた自己株式取得の弊害については、つぎの方策⁽¹⁾が取られた。

(1) 岸田雅雄『株式制度改革と金庫株』（中央経済社、2001年）7－10頁。
平成13年改正前は、会社が保有する自己株式は会社の資産であり、その処分は他社が発行した株式など普通の財産と同じ手続によっていた。

第1に、資本の払戻になる資本減少については、①自己株式の貸借対照表上の資産性を認めないこと、②自己株式の買受けを配当可能利益の範囲に限定すること、③期末に欠損が生ずるおそれがある場合、自己株式の取得を禁止することとしている。

第2に、株主平等の原則を確保するために、特定の株主から自己株式を買受ける場合、他の株主にも買受けの機会を与えることとしている。

第3に、会社支配および株式取引に対する公正さの確保については、情報開示規制、相場操縦規制、内部者取引規制を強化している。

(2) 株式消却特例法の廃止

平成13年商法改正（平成13年10月1日施行）に基づき、定時総会決議による自己株式の買受けが可能となったことに伴い、株式消却特例法が廃止された。

株式消却特例法においては、公開会社が株主総会の決議で授権を行えば、経済情勢、当該会社の業務または財産状況、その他の事情を勘案して、特に必要と認めるときは、取締役会決議により、自己株式を買受け、消却することができた（株式消却特例法3条1項）。その取得財源は資本準備金を充てることが認められた（平成9年株式消却特例法改正）。

株式消却特例法は、自己株式の取得を原則として禁止するという前提の下で、定款授権により例外的に取締役会決議でその消却を認めていた。定時総会よりも機動的に開催される取締役会の決議により、時機に応じて自己株式を取得できることが望ましいという実務上の要請に配慮したといえる。

平成13年改正は、会社が取得した自己株式をなかば未発行株式のように扱い、その処分は新株発行の手続によって行わせるようにした（商法211条）。

(3) 平成13年改正の問題点

平成13年改正により、自己株式の取得は原則として自由とされたが、会社による自己株式の買受けは、利益処分的性格がある。また、取締役の支配権の維持に利用される懸念は否定できない。そのため、端株等の買取請求（商法220条ノ6第1項）などの別段の定めがある場合を除き、定時総会の決議が必要である。定時総会の当該決議事項としては、次の定時総会終結時までに買受ける株式の種類、総数、取得価額の総額である（商法210条2項1号）。しかし、当該規定に対しては、つぎのような問題点がある。

第1に、自社の株価が急落した場合などに関連して、定時総会で自己株式の取得を予め設定していなければ、自己株式の買付けによる株価対策をできない。

第2に、自己株式の取得について、定時総会の時点では具体的な必要性が認められない場合でも、万一の事態に対処するためには、自己株式の取得枠を設定しなければならない。

第3に、定時総会で決議した自己株式の取得価額の総額は、中間配当限度額の算定に関し、貸借対照表上の純資産額から控除される。そのため、中間配当限度額が減少し、株主から批判がでる。

第4に、定時総会の決議は自己株式の取得総額の上限を定めているとすれば、債権者保護の観点からは、取得枠を中間配当限度額算定上、控除する必要はない。実際に取得した自己株式の取得総額を控除すれば十分である。そのため、従来の中間配当限度額規制は過剰である。

第5に、定時総会の決議により自己株式の取得枠を定めた場合、取得枠に関する情報が開示され、自己株式の取得に対する期待から株価が騰貴することが少なくない。発行会社が現実には自己株式を取得せず、かつ、その意図がないにもかかわらず、定時総会で自己株式取得の決議をなしたのであれば、風説の流布（証券取引法158条）となる。

2 自己株式の買受手続

(1) 取締役会決議による買受

前述した旧制度の問題点に対処するため、平成15年改正により、定款授權により取締役会決議で自己株式を買受けた場合、その手続は次節のように規定された。

なお、自己株式の取得と自己株式の買受けとの相違について厳格に分類すれば、市場取引または公開買付の方法による場合、または営業を譲受ける会社が譲渡会社から自己株式を取得するのは、「買受け」に該当する。

他方、会社分割において吸収会社の承継会社が分割会社から自己株式を取得したり、吸収合併において、存続会社が消滅会社から自己株式を取得するのは、包括承継の効果によるため、「買受け」には該当しない。⁽²⁾

(2) 定款による規定

定款授權により自己株式を買受けるには、定款に「取締役会の決議をもって自己の株式を買い受ける旨」の定めを置く必要がある（改正商法211条ノ3第1項2号、210条9項）。そして、定時総会では、取締役会決議で自己株式を買受ける株式の種類、総数および取得価額の総額に関する上限を定めることができる（商法210条2項）。

委員会等設置会社においては、買い受ける株式の種類、総数および取得価格の総額の決定を執行役に委任することはできない（商法特例法21条の7第3項9号）。そのため、市場取引または公開買付により、委員

(2) 龍田 節「会社分割と自己株式」河合伸一古希記念『会社法・金融取引法の理論と実務』（2002年）27-28頁。形式的には買受けでなくとも、自己株式取得の弊害が無視できないのであれば、商法210条の類推適用を考えるべきである。

自己株式の買受規制と株主保護

会等設置会社は取締役会の決議により、自己株式を買受けることができるのである。

平成15年商法改正は、平成13年商法改正に伴い廃止された株式消却特別法に基づき認められていた「定款授権に基づく取締役会決議による自己株式の買受け」を、直接に商法規定に組み入れたといえる。多様に変動する経営環境に迅速に対応するため、機動的に開催される取締役会決議により自己株式の取得ができるようことを望む経済界の要請が反映されている。

(3) 買受けの方法

定款授権による自己株式の買受は、市場においてする取引または証券取引法に定める公開買付の方法による（改正商法211条ノ3第1項2号、210条9項）。市場取引または公開買付の方法に限定する理由は、第1に、株式の取得価額の公正さを確保するため、第2に発行会社が特定の株主からのみ恣意的に自己株式を買受けることは、株主平等原則に抵触する。そこで全株主に株式の売付処分の機会を付与するためである。

なお、非公開会社が、将来の株式公開に備えて、定款に取締役会決議をもって自己株式を買受ける旨の定めを置くことは可能である。

定款授権により取締役会決議で自己株式を買受けできるのは、上場会社または店頭登録会社に限定され、譲渡制限株式会社などの非公開会社は除かれる。それは、自己株式の買受けの方法が、市場取引または公開買付に限定されるからである

しかし、市場取引には、私設取引システム（PST）による売買は含まれない。適切な情報開示規制に基づき、公正かつ透明な手続により形成された価格の下で、各株主にその持株を売却する機会を平等に付与することが必要とされるためである。⁽³⁾

(3) 吉戒修一『平成五年・六年改正商法』（商事法務研究会、1996年）402頁）。

なお、譲渡制限株式会社を含む未公開の会社が、将来の公開に備えて、予め定款授権による自己株式の買受けの規定を定款に設けることは可能である。

(4) 取得総額の限度

定款授権により取締役会決議で自己株式を買受ける場合、取得価額の総額は中間配当限度額（商法293条ノ5第3項）が上限となる（改正商法211条ノ3第3項）。自己株式の買受けは、期中の一定日に、株主に対する発行会社の金銭を分配する中間配当と同じ性格を有することから、自己株式の買受財源は、中間配当限度額が上限となるのである。

中間配当限度額の計算には、期中の剰余金の変動を反映させなければならない。すなわち、中間配当限度額の計算に関し、自己株式の取得価額の総額については中間配当限度額の規定（商法293条ノ5第3項）を適用するため、中間配当限度額の計算基準となる時期は、中間配当に係る取締役会決議時となる。

定款授権による自己株式の買受けにおいても、買い受けを行う営業年度の終りにおいて欠損が生じるおそれがある場合には、自己株式の買受けはできない。その営業年度の終わりにおいて、貸借対照表上の純資産額がその控除項目（商法290条1項各号）の金額の合計額を下回るおそれがあるときは、商法204条ノ3などの規定により、株式を買い受けることはできない。また、欠損が生じながら、自己株式を買受けたのであれば、取締役は填補責任を負うことになる。ただし、取締役が欠損のおそれがないものと認めるについて、注意を怠らなかつたことを立証すれば、その責任を負わない（商法210条ノ2第2項）⁽⁴⁾。

(4) 会社は、その営業年度の終わりに、貸借対照表上の純資産額が商法290条1項各号の金額の合計額を下回るおそれがあるときは、中間配当をすることができない（商法293条ノ5第4項）。かつ、そのようなおそれがないと認めるについて注意を怠らなかつたことを立証した場合を除き、

自己株式の買受規制と株主保護

なお、定款授権により取締役会決議で自己株式の買受けを行う場合、代表取締役がどの範囲まで具体的事項を決定できるのかが問題となる。取締役会が取得する株式の種類に加え、総数および取得価額の総額について数値の具体的な上限を定めたのであれば、各買付時期、各買付数量、各買付額、買付回数に関して具体的にどのようにするかは、代表取締役に対して包括的に授権することは可能であると思われる。

(5) 定時総会での報告

定款授権により取締役会決議で自己株式を買受けた場合、買受後最初に招集せられたる定時総会において、自己株式の買受けを必要とした理由、買受株式の種類、買受数および取得価額の総額を報告しなければならない（改正商法211条ノ3第4項）。

報告義務が課せられているのは、取締役会の決議が自己株式の買付けに関する経営判断において、適切か否かにつき、株主が審査をするためである。⁽⁵⁾ また、報告事項である自己株式の買受けを必要とした理由としては、株価対策、余剰資金の返還、組織再編など、特定の利用目的に限定されない。しかし、定款授権により取締役会決議で自己株式の買受けをした時期から直前の定時総会において、具体的な買受理由を示すこと

営業年度の終わりに、貸借対照表上の純資産額が商法293条1項各号の金額の合計額を下回りながら、中間配当を行った取締役は、会社に対して連帯してその差額、分配した金銭の額がその差額よりも少ないときは、分配した金銭の額について賠償責任を負う（商法293条ノ5第5項）。

(5) 定時株主総会の決議により定めた自己株式の取得総額の合計額は、最終の決算期に関する定時総会において利益から支払うものとして定めた額と同質性を有する。しかし、定款授権による取締役会決議に基づく自己株式の取得総額の合計額は、最終の決算期に関する定時総会において利益から支払うものとして定めた額と同質性を有するとはいえない。自己株式の取得総額を定時総会決議により定めたとしても、当該総額の上限いっぱいまで、自己株式を取得することが株主の合理的な意思として取締役に求めているのか疑問である。

ができない状況下にあった場合を除き、当該総会后に生じた事情に基づき買受けをした理由を明確にしなければならないであろう。

(6) 自己株式取得の情報開示

自己株式の取得および保有は株主および会社債権者に多大の影響を与えるため、情報開示が要請される。すなわち、自己株式の消却により、発行済株式総数が減り、1株益およびROEなどの指標が改善すれば、株式市場から好感されることになる。

定款授權により取締役会決議で自己株式を買受けた場合、営業報告書に一定の事項を記載しなければならない(改正商法施行規則103条1項9号)。当該記載すべき事項には、その営業年度中に取得した自己株式の種類、数、取得価額の総額および特定の者から買受けたときはその売主、その営業年度中に処分または株式失効の手続をした自己株式の種類、数、処分価額の総額ならびに決算期において保有する自己株式の種類および数がある。

営業報告書に記載すべき事項は、原則としてその営業年度に係る事項である。そのため、記載対象の自己株式は、当該営業年度中に取得したものに限定している。

営業報告書の作成後に、取締役会決議で自己株式を買受けたのであれば、営業報告書に記載されていない当該自己株式については、定時総会において取締役が株主に報告することになる。

さらに、証券取引法において、上場株券の発行会社は「自己株券買付状況報告書」を1ヵ月ごとに内閣総理大臣に提出する義務がある(証券取引法24条の6第1項)。自己株式の取得に関する情報は証券の流通市場における相場に影響する。規制機関である金融庁は自己株式の取得情報を把握して、公衆に縦覧させることにより、証券取引の公正性および円滑性を図ることとしている。⁽⁶⁾

自己株式の買受規制と株主保護

(7) 取締役会決議の効力期間

定款授權に基づく、自己株式の買受けに係る取締役会決議の効力期間については、明文規定はない。株価の市況および内部者取引規制など、外部のおよび内部的要因により、自己株式の買受けに関する当初の目的が結果的に現実と合致しなかったため、当該買受けを行わない可能性がある。そのため、授權の効力が消滅する事態も考えられる。

自己株式の取得との関係において、会社債権者の保護は、取得価額の総額が中間配当限度額を上限とすることにより図られる。業務執行者たる取締役は、自己株式の買受状況を取締役に報告すべきことを前提とすれば、単に一定期間の経過をもって取締役会決議の効力が一律に消滅されないと⁽⁷⁾いえる。

しかし、取締役会は大規模会社では通常、1ヵ月に1度は開催され、少なくとも3ヵ月に1度は開催しなければならない(商法260条4項)。そこで、自己株式の買受けに係る取締役会決議は、次の取締役会決議によつて更新されないかぎり、最大でも3ヵ月間で、その効力が失われると解すべきであるという指摘がある⁽⁸⁾。

その理由として、法律上、少なくとも取締役会は3ヵ月に1回以上、業務執行の状況を、代表取締役などの業務執行者から聴取し、報告を受けるために開催されることが義務づけられているからである。

3 中間配当限度額の計算方法

(1) 旧制度の問題点

平成13年商法改正により、定時総会の決議による自己株式の買受けで

(6) 岸田雅雄・前掲注(1)46-47頁。

郡谷大輔「平成15年商法改正の概要」ジュリスト1258号11頁。

(7) 郡谷大輔「平成15年商法改正の概要」ジュリスト1258号11頁。

(8) 太田 洋「平成15年商法改正に関する実務上の問題点と今後の課題」ジュリスト1258号34頁。

は、その取得価額の総額は、配当可能利益の範囲内に限定された（商法210条3項）。

そのため、中間配当限度額の算定においては、第1に、最終の決算期後に取崩した資本および法定準備金は、取崩しをした期が終了すれば、配当可能利益に算入していた。

第2に、定時総会の決議により、資本または法定準備金を自己株式の取得財源として取崩し、株主に払い戻すことを認めていた。最終の決算期後に資本または法定準備金を減少しても、中間配当限度額の算定については、純資産額から減少前の資本および法定準備金の合計額を控除したうえで、定時総会で設定した自己株式の取得価額の総額を控除しなければならなかったのである（旧商法293条ノ5第3項1号、同項3号）。

中間配当の限度額は、最終の貸借対照表上の純資産額より、資本金、法定準備金、配当額などを差し引いて算定される。しかし、法定準備金を取崩し、それを財源として自己株式を買受けた場合、買受けた自己株式の価額分を差し引かなければならない。そして、当該部分は純資産から二重に差し引かれることになる。その結果、中間配当⁽⁹⁾の原資不足で、中間配当を実施することができなくなる事態が生じていた。

例えば、資本金が110億円、法定準備金80億円、未処分利益20億円の株式会社Aが、定時総会において法定準備金50億円を取り崩し、40億円の自己株式の取得枠を設定した場合、中間配当限度額は、純資産額（110億円+80億円+20億円）-資本金および法定準備金（110億円+80億円）-自己株式取得枠（40億円）=-20億円となる。

すなわち、実際に取得した自己株式の取得価額の総額ではなく、定時総会において定められた決議後最初の決算期に関する定時総会の終結時までに取得枠として設定された自己株式の取得価額の総額が控除額とな

(9) 丸山秀平監修『商法の大改正——平成13年・14年・15年——』（一橋出版、2003年）213-214頁。

る。

そこで、前述の事例では中間配当をできないことになる。しかし、自己株式の取得枠は取崩した法定準備金を原資としているため、中間配当時に未処分利益は存在している。中間配当を行ったとしても、資本が欠損とはならない。このように、平成13年商法改正に基づく旧制度では現実に利益がありながら、中間配当できないケースが生じるのである。

(2) 中間配当限度額の算定根拠

平成15年商法改正により、定款授權により取締役会決議で自己株式を買受ける場合の手続規定が変更された。そして、中間配当限度額の計算方法の見直しがなされた。

中間配当限度額の計算方法については、最終の決算期後、資本または法定準備金の減少を行った場合、「減少した資本または法定準備金に相当する額は、中間配当限度額の計算上、純資産額からの控除額には含まない」ことになった（改正商法293条ノ5第3項）。

中間配当限度額の算定上、純資産額から取得枠の総額を控除すべきことを定める決議は、第1に、最終の決算期に関する定時総会で行われた商法210条1項の決議、第2に、最終の決算期後に行われた改正商法211条ノ3第1項の決議である。後者については、その取得枠の総額から失効・撤回などにより取得することができなくなった額を控除したものを⁽¹⁰⁾指す。

(10) 改正施行規則125条4号は、改正商法293条ノ5第3項4号が規定する法務省令に定める額について、最終の決算期後に、商法211条ノ3第1項（取締役会決議による自己株式の買受け）の規定により自己株式を買受けたときは、当該自己株式について会計帳簿に記載した額と規定する。それは、最終の決算期後、株主に対して払戻が行われた財産に相当する額をすべて控除するという考え方に基づく。当期において取得した自己株式のうち控除の対象とはならない最終の決算期前にされた商法210条1項または211条ノ3第1項の決議に基づき最終の決算期後、買受け

会社はその営業年度の終わりにおいて、「貸借対照表上の純資産額が商法290条1項各号の金額の合計額を下回るおそれある」ときは、中間配当をすることができない（改正商法293条ノ5第4項）。そこで、商法は「290条1項各号の金額の合計額に相当する純資産」の確保を会社に求めているといえる。

中間配当は株主総会の決議を経ずに、取締役会の決議により金銭の分配を認める制度であるため（改正商法293条ノ5第1項）、最終の決算期後、中間配当の決定までの利益を反映することは妥当ではない。そこで、中間配当限度額の算定においては、最終貸借対照表の純資産額が基礎となる⁽¹¹⁾。

そして、利益配当に係る商法290条1項各号の金額の合計額に相当する純資産が確保されるように、営業年度の終わりの決算期に係る貸借対照表上の純資産額から控除額および加算額を定めるべきである。

すなわち、第1に、中間配当をなす営業年度に純資産額の増減がなければ、その営業年度末に商法290条1項各号の金額の合計額に相当する純資産が存在するように定める⁽¹²⁾。第2に、最終の決算期後になされた資本取引により生じた剰余金の増加分が中間配当限度額に算入される。第3に、期中に買い受けた自己株式については、取得事由を問わず、当該自己株式の会計帳簿に基づく取得総額を中間配当限度額の算定上、控除する（改正商法施行規則125条4号⁽¹³⁾）。

た自己株式の取得価額について控除する。

(11) 中間配当限度額の算定は最終の決算期後における中間配当までの間に損失が生じる可能性を織り込むことが考えられる。しかし、それらは取締役の填補責任に係わる問題である。

(12) 自己株式の処分による増加純資産額は、翌期において配当財源に含まれる。自己株式の処分により増加した純資産額は他の資本取引による純資産額の増加とは異なり、資産の譲渡益に近い。資産の譲渡益に近い性質を有するものを確定した決算を経ないで期中の配当財源に加えることは適当ではないといえる。

(13) 第1に、買取請求権の行使に応じて取得した自己株式、第2に、商

(3) 資本・法定準備金の減少差益の加算

平成15年商法改正により、最終の決算期後になされた一定の資本取引により生じた剰余金の増加分が中間配当限度額に算入されることとなった。そのため、商法施行規則は最終の決算期後になされたその他の資本取引により生じる剰余金の増減を中間配当限度額に反映させるため、改正がなされた。

すなわち、最終の決算期後に生じた資本および法定準備金の減少差益は、当該資本または法定準備金の減少に際して金銭などを払い戻した額を除き、中間配当限度額に加算すべきことになる（改正商法293条ノ5第3項5号，同項6号）。

最終の決算期に係る貸借対照表上の欠損額は純資産額に反映されているため、減少差益部分だけを加算するのでは、配当限度額算定との均衡が図れない。そこで、最終の決算期後に資本または法定準備金を使用し、または減少して資本の欠損填補に充てた額を中間配当限度額の算定上、加算すべきものとされた（商法施行規則125条2項1号⁽¹⁴⁾）。

中間配当限度額の計算に当たっては、最終の貸借対照表上の純資産額より資本および準備金などの金額を控除する（改正商法293条ノ5第3項1号）。そのため、期末に資本の欠損が生じている場合には、欠損の額は、中間配当限度額の計算において控除される。定時総会において損失処理として資本準備金または利益準備金の使用により減少した法定準備金などの額は、資本の欠損の填補に加算すべき額となる（商法289条

法220条の1株に満たない端数処理のために買受けた自己株式、第3に、合併、営業譲受けに伴い取得した自己株式について、これらの取得価額も当該中間配当に係る限度額の計算上は控除する。

(14) 期中の減資差益などを中間配当財源に加えることを認めることとしたため、前期末の貸借対照表上、欠損が生じている場合であっても、損失処理案または期中の資本などの減少により前期末の欠損を填補し、さらに資本などの減少をした場合には、前期末に欠損があっても中間配当を行うことが認められることとなった。

(15)
1項)。

(4) 期中の人的分割の場合

人的分割において、分割会社が保有する自己株式を承継会社に移すのは、自己株式の処分である。しかし、承継される自己株式の数および価額が分割契約書に記載されていれば、商法211条の要件を別途満たす必要はない。⁽¹⁶⁾

人的分割においては、承継会社に移転する資産などの対価を分割会社ではなく、分割会社の株主に交付する。そのため、分割会社の純資産額が減少するケースが生じる。承継会社は、承継した営業の対価として新株を発行する代わりに、承継会社が保有する自己株式を交付することができる。当該自己株式は承継会社における分割日の帳簿価額により交付する。⁽¹⁷⁾

当該純資産額の減少を調節するため、第1に、資本および法定準備金を含め、資本の部を減少する。第2に、人的分割に際し、分割会社の前期末の欠損填補をする、などの理由により、人的分割に伴い減少する純資産額を超えた額の資本減少などをも併せて行われている。

このため、人的分割に際して行われる分割会社における資本などの減少についても改正商法293条ノ5第3項5号および6号の「減少したる

(15) 定時総会において損失処理として定められた資本準備金または利益準備金の使用によって資本の欠損の填補（商法289条1項）に充てられた額は、改正商法293条ノ5第3項5号は、「資本準備金または利益準備金の減少」と規定としている。そこで、「準備金の使用」と規定されている損失処理による欠損填補は含まれないと解されるため、省令において別余、手当てすることとした。また、期中において資本の減少（商法375条）または法定準備金の減少（商法289条2項）をして欠損の填補に充てた場合にも同様の事象が生じる。

(16) 龍田 節・前掲注（2）33頁。

(17) 商法上、資本準備金の計算において、承継した純資産額から資本金等と自己株式の帳簿価額を控除することとされているためである。

自己株式の買受規制と株主保護

資本の額」などに含まれることと解し、分割により減少する純資産額について、中間配当限度額の算定上、考慮している（改正商法施行規則125条）。

すなわち、分割に際し、承継させる資産などについて時価評価をなし、または受領する対価を時価で評価すべき場合がある。そのため、承継させる資産の簿価よりも承継させる負債の額（改正商法施行規則125条3号）、分割会社が受領した対価またはこれらの合計額が大きくなるケースがある。

このような差益は、営業年度中の資産譲渡により生じた譲渡益と同様の性質を有するものであるため、決算を経ていない期中において新たに配当財源に加えることは適当ではない。それ故、分割により純資産額が減少することとなる場合、配当財源から控除することになる。

（5）企業再編と留保利益

吸収合併が行われた場合、合併会社は被合併会社に発行すべき新株に代えて、所有する自己株式を被合併会社の株主に交付することができる。この場合、資本取引に該当することから、損益を認識することにはならない。また、吸収分割が行われた場合、承継会社は分割新株の発行に代えて、所有する自己株式を分割会社の株主に交付することができる。合併または分割により、消滅会社または分割会社から「承継した」留保利益の額（利益準備金の額を除く）を中間配当限度額に加算することとされた。

合併または分割において、消滅会社または分割会社に現存している留保利益は、存続会社・承継会社・新設会社に承継が認められている（改正商法288条ノ2第2項ないし5項⁽¹⁸⁾）。

例えば、合併に際して消滅会社の留保利益を承継しない場合、存続会

(18) 東京北斗監査法人『合併・分割・株式交換の実務』（清文社、2002年）553頁，595頁。

社などの資本準備金に計上され、期中に資本準備金を減少することとすれば中間配当財源に含めることができる。

他方、留保利益を承継した場合、当期の中間配当限度額に含めることはできない。また、期首に効力が発生する合併などにおいて消滅会社などの株主に中間配当をする場合には、消滅会社などの配当財源を活用できることとした方が便宜である。そこで、期中に承継した留保利益を中間配当財源に加えることができる（改正商法施行規則125条）。

4 株主保護に対する施策

(1) 突発的事情への対処

定款規定により、自己株式の買受けを取締役に授権した場合でも、定時総会の決議において自己株式の取得枠を設定することは可能である。そこで、これらの自己株式の買受けに係る決議機関の相違と株主保護との関係について検討をする。

第1に、定款授権に基づく取締役会決議による場合、取得方法が市場取引または公開買付に限定される。他方、定時総会決議による場合、市場取引または公開買付に加え、特別決議があれば、相対取引の方法により特定の株主から、発行会社は自己株式を取得することが可能である。

第2に、定款授権による場合、取得する自己株式の種類、総数および取得総額の上限を、「自己株式の買受けを必要とする時点」で取締役会において機動的に決議できる。そして、取得後、最初の定時総会において、自己株式の買受けを必要とした理由、当該株式の種類、総数および取得総額を報告する。他方、定時総会決議による場合、定時総会で取得する株式の種類、総数および取得価額の総額について、あらかじめ上限枠を定める必要がある。

定時総会がなされる時点において、自己株式を大量に買受ける必然性がなかったため、減資または法定準備金の取崩しを行わずに、自己株式の買受財源を確保していないことがある。⁽¹⁹⁾

自己株式の買受規制と株主保護

しかし、取締役会決議で自己株式の買受をできる定款規定があれば、臨時株主総会を招集して、減資または法定準備金の取崩しを行い、期中に突発的な事情に対処するために、機動的かつ大規模な自己株式の買受けをすることができる。

突発的な事情としては、第1に、安定株主からの大量の株式の放出、第2に、敵対的買収を企図する者が株式を買い占めている場合への対処、第3に、株価が一定水準を下回る、第4に、期中に予想を超えて余剰資金が生じるなどである。なお、株価対策として、自己株式の買受けをする場合、証券取引法上の相場操縦規制に服することになる。

定款授權による自己株式の買受けは、期中における突発的な事情および生じることが否定できない事情に対処することができ、それが株主保護に資するものであれば、経営判断は肯定されることになるであろう。

(2) 授權撤回と普通決議

各会社が会社再編および財務政策を機動的に行うために平成15年商法改正を受けて、自己株式の買受けを取締役に授權する定款変更の議案を、株主総会に提出する会社が増加している。しかし、当該議案は、取締役会の裁量権拡大および株主総会の経営監視機能の低下をもたらす側面があることは否定できない。

自己株式の買受けは、配当可能限度額および中間配当限度額を減少させる効果がある。そのため、定款に「取締役会の決議をもって自己株式を買い受ける旨」の定めを置くだけで、自己株式の買受けの決定を取締役に授權することを認めるのは、利益処分の決定権限の所在の観点から問題があるのではないかとも考えられる。

株主は、利益配当というインカム・ゲインまたは株式売却によるキャ

-
- (19) 定時総会の時点で、減資または法定準備金の取り崩しの決議を行っておけば、当期中に自己株式の買受けを実行する財源として、当該資本の減少分または法定準備金の減少分を含めることができる。

ピタル・ゲインを獲得することが重要であるとすれば、自己株式の買受けがなされることにより、中間配当額が減少することに、株主は大きな利害を有している。

そこで、取締役会に対する授権を撤回する定款変更は、株主総会の普通決議によってなしうるとすれば、株主の関与を制約しすぎるということにはならない。⁽²⁰⁾

(3) 株主平等原則の確保

利益配当および中間配当は、各株主の持株数に比例して額が増減する。他方、自己株式の買受けは、各株主の持株数に応じて発行会社が買受けられるわけではない。そのため、取引所市場における相場価格などの公正な価格よりも高値で、特定の株主から発行会社が自己株式を買受けると、それ以外の株主が不利益を被り、株主平等の原則が問題となる。

定款授権による取締役会決議を経た自己株式の買受けは、株主に均等の機会を与えるため市場取引または公開買付によらなければならない(商法211条ノ3第1項2号、210条9項)。しかし、市場取引または公開買付による買受けにおいても、つぎのような問題点がある。

第1に、市場取引においては、店頭登録銘柄の株式は概して、取引所上場銘柄の株式と比較して、株式売買高が少量であり、市場性が薄いものもあることは否定できない。そのため、発行会社がいつの時点で自己株式の買付を行うかを知っている株主だけが、結果的に発行会社の買受けによる利益を得ることができる。

第2に、公開買付においては、買付予定数が少ない場合には、按分比例で買付けられることになる。そのため、保有する株式数が多く、市場に流通する発行済株式総数のうち持株割合が大きい株主からのみ買付けられるというケースが生じることもある。

(20) 弥永真生「余剰金の分配と平成15年商法改正」ジュリスト1258号22頁。

自己株式の買受規制と株主保護

そのため、市場取引または公開買付による自己株式の買受方法（商法210条9項）だけでは、株主平等の原則が必ずしも確保されない懸念がある。そこで、発行会社が特定株主に対して意図的に利益を与えることを目的として自己株式を買受けた場合、取締役は売主以外の株主に対して損害賠償責任を負うことになる（商法266条ノ3第1項）。そして、売主である株主に対する利益供与にあたる。

お わ り に

平成15年商法改正は議員立法に基づき迅速に成立した。取締役会の判断により自己株式の買受けを機動的に実行することができるようにするためである。その背景には、投資ファンドがP E R（株価純資産倍率）の低い会社などを主たる対象として、敵対的または非友好的株式取得に⁽²¹⁾対抗したいという経済界からの願望があった。

株価は発行会社に係る過去の情報（ハード・インフォメーション）および予測情報（ソフト・インフォメーション）に多大の影響を受ける。高い利益成長が期待されながら、P E Rが低い場合、発行会社の株価は割安と判断される。1株当たりの株主資本は会社が解散したときに株主に支払われる1株当たりの金額（解散価値）を示す。P E Rが1倍を割れば、株価は解散価値よりも低いことになる。そのため、P E Rが1倍を割っている会社は敵対的M&Aの対象となりやすい。

グリーン・メール目的の株式取得を予防するために、証券取引法は、短期売買差益の返還義務を規定する。すなわち、株式取得から6ヵ月以内に、発行会社に高値で自己株式を引き取らせた場合、当該株式取得者は、それによつて獲得した売買差益を発行会社に返還しなければならない。

(21) P E Rは株価を1株当たりの純資産額で割ることにより算定する。株価が1株益の何倍になっているかを表すものであり、株価が割安か、割高かを判断する指標である。

しかし、この規定では、グリーン・メイラーが6ヵ月を超えて株式を保有しさえすれば、発行会社に対して、保有する自己株式を高値で買い取らせることを要求することも可能である⁽²²⁾。

自己株式の買受けに関し、従来は株主総会でしか取得上限を設定できなかった。取得上限があることを理由に、当該上限を超える自己株式の買受けを拒否することができた。しかし、定款授權に基づき、取締役会決議による自己株式の買受けでは、定款で定められた自己株式取得枠の範囲で、取得財源が存在する限り、敵対的な投資ファンドなどから、自己株式の買受けを実行すべき旨の圧力が高まる可能性がある。

平成15年商法改正により生じうる当該問題に対処するため、第1に、安定株主による株式保有割合およびP E Rの数値を念頭におき、取締役会決議により取得することができる自己株式の数量および取得価額の総額の上限を定款で設ける、第2、一定比率以上の持株を有する大株主から自己株式を買い受ける場合には、株主総会の承認を必要とするなどの定款規定を設ける、第3に、会社の経営陣に対し相場よりも高値で特定株主から買い付ける権限を制限する、などの施策が必要であろう。

(22) 米国では、グリーン・メール対策として、株主衡平の原則から、一部の株主から市場価格よりも高値で自己株式を取得することを禁止している。例えば、ニューヨーク州では、取締役会および株主総会における過半数の承認なしに、株式所有期間が2年未満でありながら、10%を超える持株比率を有する株主から、市場価格よりも高い価格で自己株式を買い受けることを禁止している (*Matheson & Olson, Shareholder Rights and Legislative Wrong: Toward Balanced Takeover Legislation*, 59 *Geo. Wash. L. Rev.* 1424, 1451 (1991))。また、対象となった株式の所有期間が2年未満のグリーン・メイラーが発行会社に高値で買い取らせた場合、売買差益に対して50%の高い税率による連邦税が課されている。