HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	アメリカにおける自己株式取得規制　ー日本法との比較においてー
Author(s)	池田, 賢; IKEDA, Masaru
Citation	北大法学論集, 46(5), 352-309
Issue Date	1996-01-31
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/15638
Type	departmental bulletin paper
File Information	46(5)_p352-309.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

研究ノート

アメリカにおける自己株式取得規制
―― 日本法との比較において ――

池田　賢

目　次

第1章　序
第2章　沿革
　第1節　序
　第2節　判例・立法の動向
第3章　現行法上の規制
　第1節　会社債権者の利益保護 ―― 取得財源規制
　第2節　対株主の保護
　第3節　対市場の問題
第4章　結び

第1章　序

従来の日本の商法では、周知の通り、物的会社が、自社の株式（または持分）を取得することを、原則的に禁止していた（平成6年改正前商法210条、有限会社法24条）(1)。学説において、この条文の立法趣旨は、かつては、一般に以下のように説明されてきた(2)。つまり、自己株式の取得は、原理的に不可能というわけではないし（自己の自己に対する権利は、私法一般においても決して珍しくはない。例えば自己借地権（借地借家法15条）を見よ。また、有価証券一般に関しても、例えば、手形や社債券を振出人あるいは発行会社が取得した

としても、直ちにその証券上の権利が混同によって消滅するわけではない。手形法11条3項)、また、自己株式の取得が、資本を害したり、あるいは、減資手続きの潜脱になることで、資本維持の原則を侵害することになるというわけでは必ずしもない（剰余金の範囲で取得するなら問題はない。後述)。しかし、このような権限を会社に認めると、会社理事者によって乱用され、相場操縦、現職の理事者の地位の維持のための取得などの弊害を招く恐れがあるため、政策的・予防的にこのような規定が設けられたのであるとされてきた(3)。従って、弊害が明らかにない場合、あるいは、弊害よりも利益が明らかに大きいと考えられる場合には、明文もしくは解釈上、取得が許されるとされてきた(4)。

こうした自己株式の取得規制に関して、学説もおおむね好意的であった。

しかし、従来このような形で認められてきた取得の範囲は狭きに失するという指摘は、かなり以前から、特に実務の側からなされ、また、海外からも指摘されるようにもなってきた(5)。確かに、実務の側の指摘するように、自己株式の取得を認めた場合には、様々な有益な利用法がある。例えば、従業員持ち株制度及び雇用契約終了時の買い戻し特約、余剰資金の簡易な引き上げ、有利な資金調達の手段としてのoption warrantの発行のため、公開買付に対する防戦買いのため、株価の異常な下落の際の株価の維持のため、(株式の流通性に乏しい）小規模で閉鎖的な株式会社（及び有限会社）と株主との、株主死亡などを条件とする株式（持分）買い戻し特約などである。

他方、海外では、近年、日本の従来の立法の動向とは全く逆の動きが出るようになってきた。代表的な動きとして、EC会社法第二指令が挙げられる。これによると、会社は、特に目的を制限されずに、株主総会の事前の承認の下で(6)、配当可能利益の範囲内で、資本の10％以下の数量（現在保有しているものと合わせて）の全額払い込みのなされた自己株式の取得が可能である（19条1項)。その他、重大かつ現在の危険を回避するため、もしくは、会社の従業員に割り当てるための取得については、株主総会の議決を必要としない旨を加盟国は規定しうる（19条2・3項)。また、取得した株式の資産性は否定され、貸借対照表に資産として計上する場合には、同額の処分し得ない準備金の積み立てを要求する（22条1項)。その他、詳細なディスクロージャーも要求される（22条2項)。これに基づいて、EU各国は、従来かなり限定的だった立法を、これに準じた規制に改めている(7)。殊に、19世紀末以来かつての日本とほぼ同様の規制を行ってきたイギリスが、180度転換して原則容認の立場に立つことにな

った[8]。また、これらEU諸国の立法より早く、カナダでは、1975年に、連邦会社法において、かつてのイギリスの判例に従った厳格な判例法理が捨てられ、アメリカ諸州の制度にならった改正がなされている[9]。

このように、近年の各国の動向としては、債権回収・包括承継のような特殊な場合のみに認める方向から、債権者や株主を害さない範囲で自由に取得を認める方向にあると言ってよかろう。この背景には、自己株式の取得は資本の払い戻しの禁止の潜脱と考えられなくもないが、これを一律に禁止するよりは、弊害を防止する規制を設けた上で容認する方が得策と考えられるに到ったということがあったものと思われる[10]。

こうした各国の立法の流れを考慮して、日本法においても、平成6年の改正によって、自己株式の取得を厳格に禁止してきた商法制定以来の立場を一部放棄することになった[11]。これによると、従来商法210条で認められていた例外的な場合のほか、株式の譲渡制限のある閉鎖的会社における株主の出資の回収のため、従業員に譲渡するため、剰余資金の償却のための3つの場合に限って、株主総会の同意の下で、自己株式の取得を認めることとなった。この改正によって、先に述べたところの従来自己株式の取得が必要であるとされてきた目的の多くがカバーされることになった。

さて、このように改正されたわが国の自己株式取得規制の今後の解釈や従来の財界の主張のような[12]さらなる規制の緩和が必要か否かを考慮する際、比較法的な考察の対象として有益と思われる制度として、アメリカ諸州の会社法がある。アメリカは、後に詳しく述べるように、かつては反対説があったにせよ、多くの州において19世紀中～後期以来現在に至るまで、会社が自己の株式を取得することを、かつては判例によって、現在では立法によって原則的に容認してきている。従って、この問題に関して、アメリカは他の国々と比べても長い経験を有しており、自己株式の取得を承認した場合現実に生ずる問題あるいは弊害について多数の判例の蓄積があり、また、これらの問題や弊害に対処すべく立法が整備されてきている。それゆえに、この問題を考える際、アメリカ法の経験と現行制度を改めて見ていくことは、十分に理由のあることといえるだろう。

しかし、従来、わが国では、アメリカ法における自己株式取得規制の全体像については、あまり十分には紹介されていない。そこで、本稿では、アメリカにおけるこの制度の形成の経緯から説き起こして、現行の制度の紹介、自己株

式の取得に伴う弊害の予防に関する問題、及び他の制度との関わりを紹介していきたい。

（1）人的会社では、退社の制度があるので、ほとんど問題とはなりえない。但し、人的会社同士の合併の際、一方の会社が他方の合資会社の有限責任社員であった場合のみ問題となりうる。しかし、実務上問題になるとは考えがたい。

（2）旧商法の起草者は、株式を会社が取得すると混同によって消滅するため、自己株式の取得は、減資の手続きの潜脱になると考えていた（ロエスレル氏起草商法草案437頁、なお松波仁一郎　日本会社法〔改訂版〕935頁参照）。また古い判例は、会社が自己の社員になることは論理的に不可能であると考えていた（大判大11年9月27日刑集1－483。なお、LEHMANN, DIE RECHTE DES AKTIENGESELLSCHAFTS BdI (1904) S. 75ff 参照）。

（3）蓮井良憲・新注会(3)210条注釈1参照。

（4）商210条但書、245条ノ2、349条1項、昭56改正附則19条6項。解釈論上は、蓮井、前注注釈3～31参照。

（5）こうした主張の詳細、特に財界の主張については、龍田節、江頭憲治郎、関俊彦、小林量、竹中正明、遠藤博志　座談会「自己株式取得の規制緩和をめぐって」商事法務1285-6～10頁、特に8頁の資料参照。

（6）この場合、取得の最高限度数、最高・最低価格、及び18ヵ月間の範囲での決議有効期間を定めなくてはならない（19条1項a）。

（7）EU 各国の法制については、小林量「企業金融としての自己株式取得制度（一）」民商92-1-1参照。

（8）Company Act s. 162。現行規定への改正の際の立法資料として、Command Paper Cnmd. 7944には、Gower の詳細な考察があり、この問題を考える際には有益である。

（9）Federal Corporation Act 1975 ss. 29, 32-35, 37, 167.

(10) 山口幸五郎編「EC 会社法指令」(昭59) 81～82頁。

(11) 商法204条ノ3第1項、204条ノ3ノ2、210条、210条ノ2、210条ノ3、212条ノ2。

(12) 前注(5)参照。

第2章　沿革

第1節　序

本章では、アメリカにおける自己株式取得規制がどのようにして形成されたかを考察する。概括的に言えば、アメリカの判例あるいは立法は、1930～40年代までは、自己株式の取得に関して、肯定的な立場を採るものと否定的な立場を採るものが分かれており、また、学説においても、自己株式取得の可否が争われていた。しかし、この時期を境に少なくとも資本を害さない限り原則的に取得を容認するという現在のような規制の形に立法的にほぼ各州が統一されていった。そこで、特にここでは1930～40年代までの判例・学説・立法の動向を詳しく見ていくことにする。

第2節　判例・立法の動向

18世紀においては、自己株式に関する判例は存在しない。

アメリカにおいて自己株式の取得が問題になった判決で最も古いとされるのは、ニューヨーク州の Ex parte Holmes 事件(1)である。短い判決で細かい事実関係ははっきりしないのであるが、債務の取り立てのための取得に関する事件であり、裁判所は、このような取得を肯定した。しかし、この判決は、下級審の判決であるうえ、十分な理由が付されずに、単に取得が許されると述べているのみであるため、一般的には、判例においても学説においてもあまり先例として引かれることはない。

通常、アメリカにおける自己株式の取得に関する最も古い最上級審判決とされているのは、1828年のジョージア州の Hartridge v. Rockwell 事件(2)である。これは、銀行が余剰の資金の投資の目的で自社の株式を取得したという事案で、後に現れてくる判例と比べると、やや特殊の判例である。この判決において、傍論(3)ではあるが、裁判所は、以下のような趣旨の理由を述べて、銀行の取得を肯定した。債権者の利益は、自己株式の取得によっては害されない。なぜなら、会社は、取得のために支払った金銭と同額の資産を取得しているからである。一方、株主は、取締役が自己の地位を維持するために自己株式を取得したのならば、会社に対して、差し止めなどができるが、裁判所は、取締役のその

ような意図を知ることはできない。

ニューヨーク州では、1858年に City Bank of Columbia v. Bruce 事件[4]で最上級審の判断が初めて現れた。この事件は、債務の支払いに代えて銀行にその銀行の株式を引き渡した取引の有効性が正面から争われた事案である。判決で、Selden 裁判官は、「私は、それ（筆者注：債務の支払いのための自己株式取得）を禁止する common-law の原則は知らないし、また、それが会社の定款の規定やオハイオの制定法に反していたということも示されていない。」と述べて、銀行の自己株式の取得を肯定している。この判例の、common-law には自己株式の取得を制限する原則はないとの考え方は、その後のニューヨーク及びその他の州の判例理論に決定的な影響を与えたと言われる。

さらに、その後いくつかの判決の傍論において[5]自己株式の取得に関する判断が出ているが、これらを踏まえて正面から取得の有効性を肯定した判例として重要とされているのは、Dupee v. Boston Water Power Co. 事件[6]である。これは、会社所有の土地の代金の半額に代えて、会社の株式を会社が受け取る申し出の適法性が争われた事案である。判決では、様々な論点が議論されているが、自己株式の取得については、前述の City Bank of Columbia v. Bruce 事件を引用して、「制定法の反対の規定がない時には、会社は、自己の株式を取得し保有することが許され、また、適法な会社の能力の行使の範囲でそれを質受し、支払いのために受け取ることが許される。」とだけ述べている。ただし、株主の権利が不法に害されてはならない旨も判示されている。ここで、一つ注意しておくべきことは、この判決では、株式を会社に引き渡す以外には、債務者が弁済する方法がないかどうかについては一切判断されていない、ということである[7]（この事件では、判決文を見る限り、株式で代物弁済する以外に債務を弁済する方法がない、ということはないようである）。

この他、後に大きな問題となる、会社と株主との間の自己株式取得の合意（いわゆる repurchase agreement）の有効性（第3章第1節（4）参照）に関する判決がすでにこの時期に現れていることに注目すべきである[8]。

しかし、1880年代になると、従来の判例理論に絞りをかけていく傾向の判例が見られてきた。例えば、オハイオ州では、それ以前の、一般的に会社が自己株式を受け取ることを認めた判例[9]に対して、会社が自己株式を取得できるのは、株主の債務の支払いの時のみに限定した[10]。イリノイ州の判例[11]では、以前の判決[12]の趣旨は、支払いが資本からなされているか、取得によって会社が

支払不能になる場合において債権者が自己株式の取得に対して異議を申し立てることはできない、ということではないと判示している。また、コネティカット州では、資本が害されている会社による自己株式の取得は、事後に選任された管財人によって取り消しうるとした判決[13]が出ている。

さらに、1880年代の末には、イギリス貴族院において注目すべき判決が出ている。有名な Trevor v. Whitworth 判決[14]である。この判決において、裁判所は、産業会社が自己の株式を取得し、それをさらに第三者に売り渡した場合、産業会社が株式の取引をすることになり、それは、当該会社の能力外の行為であって無効であり、それを第三者に売り渡さなかったなら、減資の手続きの潜脱であってやはり無効であると述べて、自己株式の取得の有効性を否定している。これは、従来争いのあった自己株式の取得の有効性に関する最初の最上級審の判決であり、1981年の会社法改正まで、イギリスにおけるリーディングケースとされてきた。しかし、この判決の理由に対しては、自己株式の取得は、会社の能力内か否かの問題ではなく、それが適法か不適法かの問題であるとの正当な指摘がなされている[15]。

しかしながら、このようなイギリスの判例理論は、学説に対してはともかく[16]大多数の州の判例に対しては、ほとんど影響を与えなかった。むしろ、この後に取得の幅を広げるような判例が現れている。Commissoners of Johnston County v. Thayer 事件[17]では、先行する債権がない事案にもかかわらず、特にその点を考慮することなく、前述の City Bank 事件を引用して、会社は、自己株式を取得できる旨を判示している。更に後の判例[18]では、これらの判例を引用した上で「憲法または制定法上の禁止がない時には、会社は、自己の株式を売買し消却する内在的能力を有する。」としている。しかし、このような、先行する債権の存在を考慮しないで自己株式の取得の範囲を広げることは、学説からは、厳しい批判がなされている[19]。

では、なにゆえ初期のアメリカの多くの判例は、このような自己株式の取得に対して寛容な態度を採っていたのか。Dodd は、当時の有力な裁判所がこぞって肯定説に立っていたこと、多くの判例が自己株式の取得の効力についてではなくそれの再売却の有効性についての判決であって、取得の方は十分な審理をしていなかったことを挙げている。しかし、Dodd は、最大の理由は、当時の判例のほとんどにおいて、債権者やその代理人が当事者になっていなかったからであると述べている[20]。そのため、裁判所は、債権者の利害を十分に考慮

せず、従って、自己株式の取得が資本の払戻しになる場合があるという点に気がつかなかったものと思われる。確かに、当時のニューヨーク州の裁判所には、自己株式の取得が配当と同様の会社財産の一方的流出であるとの認識はなかったと思われる。ニューヨーク州には、古くから配当の財源の制限に関する規定があったにもかかわらず、同様の規制を自己株式の取得のための財源規制に準用することはなかったのである[21]。たとえ、そうした規定がなかったとしても、当時の支配的な考え方であったいわゆる信託基金の理論に基づいて、少なくとも資本を害する形での取得を制限することは可能であったはずである[22]。そのような判例がほとんど見られなかったことは、自己株式の取得が資本の払戻しになる可能性があることを考えていなかった、と言うよりも、通常の資産の取得一般と同視されていたからだと考えられる[23]。

しかし、この頃の裁判所もむろん債権者の利益を等閑視していたしていたわけではない。多くの判例は、株主の権利のみならず、債権者の権利も害してはならないとする。しかし、資本が害されることが直ちに債権者を害することになるという見解を、裁判所は否定している[24]。これらの判例においては、債権者が害される場合は、支払不能の場合のみとしている[25]。つまり、多くの判例においては、支払不能時、もしくは、支払不能に陥る場合には、自己株式の売買の契約の履行を請求できない、あるいは、会社の側で履行を拒否できるという形で債権者を保護しているのである。これらの判例の考え方を分析してみると、基本的には、自己株式の取得は資本の払い戻しであることを否定していると言えよう。ニューヨーク州と同様の配当規制の規定を持つニュージャージー州においても、このような見解が支持されていたことから見てわかるであろう[26]。しかし、会社の破綻時においては、会社債権者に先立ってあるいは同時に自己株式の対価の弁済を受けることは否定されている。つまり、その意味では、会社財産の株主への流出である事は、ある程度認識されていると言えよう。

更に、支払不能の会社のなした自己株式の対価の支払いを株主は、会社に返還しなければならないとする判例も出てきている。なぜならば、会社が、その会社の支払不能によって無価値となった自社の株式を取得する行為は詐欺的譲渡（fraudulent conveyance）であって、無効であるからである[27]。また、この考え方は、自己株式の買戻しの合意の履行の場合にも援用され、従って、現実の支払いの時期に支払不能の場合には、履行を強制することはできないということになる。なお、支払不能の意味については、当時は、債務超過を意味する

のか、現実に債務を支払うことが不可能になることを意味するかについては争いがあった[28]。

かくして、大多数の州における制定法のない場合の自己株式の取得については、判例法の立場は以下のような形で要約することができる。株主または債権者を害さない限り会社は自由に自己株式の取得が可能である[29]。現在も自己株式の取得に関する制定法の存在しないマサチューセッツ州では、依然としてこのルールが有効である。しかし、マサチューセッツ州においては、配当の財源規制は、現在でも支払不能テスト（後述）のみが唯一の要件である。その関係上（支払不能テストのみであるということが配当規制として適当であるかどうかという問題があるにしても）、たとえ自己株式の取得が資産の株主への流出あるいは、資本の払い戻しと考えていたとしても、配当が支払不能テストに服するにすぎないのであるから、それ以上の規制を自己株式の取得に課することは、均衡を失するという判断があったため、このような規制となっているのであろう。

しかし、20世紀に入ると、次第に自己株式の取得は、資本の払い戻しになるという見解がアメリカにも広がってきた。最も初期の例の一つは、1908年のニューヨーク州刑法の規定である。これは、株式会社が剰余金以外の会社財産で自己株式を買い入れた場合に取締役を処罰するというものであり、ちょうどニューヨーク州の配当規制の条文とほぼ同じものである（剰余金の語が配当規制では利益となっているだけである）[30]。また、判例においても、減資手続きによらない資本（capital）の払い戻しを禁じる法の下で、資本を害するような自己株式の取得は、禁じられると判示している[31]。

さらに、1930～40年代になると多くの州において、ニューヨーク州法に準じた規定を採用するようになった[32]。つまり、剰余金の範囲内、あるいは、資本を害さない限りで自己株式の取得が可能である、と明文で規定する州が多くなってきたのである。また、カリフォーニアやメリーランドのように、かつては判例で否定していたが逆に立法で剰余金の範囲内での取得を認めた州さえある。しかし、これらの立法は、主として債権者の権利の保護を目的としたもので、株主間については特に別段の規定を設けないものが多く、また、そのような規定のあるものでも株主の過半数ないしは3分の2の同意を求めるにすぎず[33]、現在はこのような規定を存置している州はほとんどない。株主間の不公平または、取締役による会社の自己株式を取得する権限の乱用の防止は、取締役の信

認義務一般の問題として解決すべきであるとするのが立法の立場である[35]。また、しばしば言われる乱用の一態様である株価操作や内部者取引についても、特に立法では考慮されていないが、これらの立法の多くは、連邦の証券諸法が制定されたのちのものであるため、会社法で規制する必要がなくなっていたのであろう。

以上で見たように、アメリカの多くの州では、イギリス、あるいは、大陸法諸国とは全く異なる規制が当初からなされ、現在では、このような規制に異議をはさむ者はほとんどなくなっている。では、何故このような規制が定着したのであろうか。

古い判例における考え方は、自己株式も換価が可能な資産であるとの誤解に基づいていたのであることは前述の通りである。しかし、このような見解が誤っていることは明らかであり、現在の立法もこのような見解に基づいているのではないこともまた前述の通りである。資本の機能はいうまでもなく会社債権者の担保である。このような形での担保が問題となるのは、会社が破綻した場合であるが、そのような場合、自己株式は必ず資産としての価値をほとんど失う。一般的に、倒産した会社の株を買う者はいないし、よしんばいたとしても、その価値はほとんどゼロになるからである。従って、資本の制度の趣旨からいって、会社破綻時に債権者の担保とは決してなりえないものと会社財産との交換を、その価値が会社の破綻とは通常無関係な、一般的な資産の取得と同視することはできない。つまり、自己株式の取得によって会社は債権者の担保となるべき何の資産も取得していないと言わざるを得ない。故に、自己株式の取得は会社財産の株主への一方的な流出と考えるべきであり、それは、配当と同様に剰余金を財源としない限り資本を害するものと言わなければならず、信託基金の理論をとるにせよとらないにせよ、それは許されないことは当然である。逆に考えると、配当のように剰余金を財源とすればよいことになるわけであるが、しかし、このような理由のみでは説明は不十分であろう。資本の維持という観点のみから考えるならば、自己株式の取得は、大陸法の諸国でも問題なく認められるはずであるが、少なくとも近年まではそうはなっていなかった。

アメリカにおいて、剰余金の範囲で自己株式の取得が認められても問題を感じないのは、配当宣言の権限が、大陸法と異なって取締役会の権限になっていることも関係あるのではなかろうか。つまり、アメリカ諸州では、剰余金の処分は、取締役会の判断に委ねられている。そのような法制の下では、剰余金の

処分の一態様としての自己株式の取得に剰余金を当てる決定もまた取締役会限りで許されるのは、むしろ当然の帰結と言えよう。現行日本法に関して、自己株式の取得が定時総会の同意にかからしめてる理由として、配当可能利益の処分が、株主総会の権限であることが挙げられていることもその傍証となりうるであろう[36]。

これらの問題がクリアされたあとは、取得の態様の問題しか残らない。いわゆる pro rata 方式、すなわち各株主の持ち株に比例した数量を売却を希望する全株主から買い入れるなら、あらゆる点で問題はない。取締役による議決権の操作もできないし、一部の株主のみに会社財産を与える、という問題もない。買入の申出を拒否した者がいたとしても、その分会社に対する持分が相対的に増大するのだから、現金を取るか、発言権を取るかの問題にすぎず、自己株式の取得の代わりに配当を請求する正当性はない。pro rata でない場合はやや問題がありうる（むしろこのような態様の方が一般的ではある)。しかし、アメリカ法の採るところの授権資本制度の下では、議決権の操作に用いられる恐れがあるにもかかわらず（事実、甚だ多い)、新株の発行が発行価額に係わらず取締役会限りで可能であり、しかも株主の新株引受権は原則として認められず、不公正な発行に対しては代表訴訟のみが救済手段としてあるにすぎない。それとの対比において、新株発行とは逆に自己株式の取得によって株式数を減らす場合でも、取締役会限りで、しかも、一部の株主からしか取得がなされなくとも、それを以て自己株式の取得を禁止する理由にはならないと考えられる。

更に、対市場の効果については、証券市場に関する極めて厳格な種々の規制が存在するからその点でも問題はない。

これらのアメリカの会社の構造的な特徴や他の規制との関連、そして、これも大きな理由のひとつであるが、伝統、つまり、古くから認められてきた慣行であることも手伝って、アメリカでは、比較法的には特異な制度が定着していったと思われる。以下の章では、これらの制度を詳細を紹介していく。

（1）5 Cow. 426,434-5 (N. Y. Sup. Ct. 1826).
（2）R. M. Charlton 260 (Ga. Super. Ct. 1828).
（3）本論は取得した株式の転売についてである。裁判所はこれも肯定している。
（4）17 N. Y. 507,508 (1858).

(5) American Railway-Frog Co. v. Haven, 101 Mass. 398, 402 (1869), Leland v. Haydon, 102 Mass. 42, 551 (1869). 否定説として、Coleman v. Columbia Oil Co., 51 Pa. 74 (1865).

(6) 114 Mass. 37 (1873).

(7) City Bank of Columbia 事件も同様である。なお、ABA-ABF MBCA (Rev. 1969) §6, 商法210条3号参照。

(8) Chicago, Peking & Southwestern R. R. v. Marselles, 84 Ill. 145 (1876), Iowa Lumber Co. v. Foster, 49 Iowa 25 (1878).

(9) Tayler v. Miami Exporting Co., 6 Ohio 176 (1833). 但し、これは、債務の支払いに関する判例である。

(10) Coppin v. Greenless & Ransome Co., 38 Ohio St. 275 (1882).

(11) Clapp v. Peterson, 104 Ill. 26.

(12) Chicago, Peking & Southwestern R. R. v. Marselles, *supra* note 8.

(13) Crandoll, Receiver v. Lincaln, 52 Conn. 73 (1884).

(14) 12 A. C. 409 (H. L. 1887).

(15) R. STEVENS, ON CORPORATION 275 (2nd ed. 1949). なお、Ballantine は、自己株式の取得は自己の社債の取得と同様の会社の財務状態の調整であり、従って定款に特段の規定がなくとも会社の一般的能力として認められると述べている。H. BALLANTINE, ON CORPORATION 605 (Rev. ed. 1946).

(16) 影響を受けた学説として、Grenn, *Treasury Stock,* 15 Va. L. Rev. 625 (1929) などがある。

(17) 94 U. S. 631, 24 L. Ed. 133 (1896).

(18) Burns v. Burns, 137 F. 781 (1905).

(19) Nemmer, *The power of a corporation to purchase its own shaers,* Wis. L. Rev. vol. 1942 p161, 163.

(20) Dodd, *Purchase and redemption by a corporation of its own shaers: The substantive* law, 89 U. Pa. L. Rev 697, 701 (1941).

(21) 同様の規定の下で反対の結論を導いたものとして、Pace v. Pace Bros. Co., 91 Utah 132, 59 P. 2d 1, petition for rehearing denied, 91 Utah 149, 63 P. 2d 590 (1936) がある。

(22) Levy, *Purches by a Corporation of its own shares,* 15 Minn. L. Rev. 1, 19 (1930) 参照。

(23) Hartrige v. Rockwell, *supra* note 2; Burns v. Burns, *supra* note 18参照。

(24) Scriggins v. Thomas Dalby Co., 290 Mass. 414, 195 N. E. 749; Gipson v. Bedard, 173 Minn. 104, 217 N. W. 139; San Antonio Hardware Co. v. Sanger (Tex. Civ. App.), 151 S. W. 1104; Kennerly v. Columbia Chemical

Corp., 137 Va. 240, 119 S. E. 265; Marvin v. Anderson, 111 Wis. 387, 87 N. E. 226.

(25) BALLANTINE *op. cit. supra* note 15 at 607 n. 18 参照。

(26) Wolf v. Heidritter Lumber Co., 112 N. J. Eq. 34, 163 A. 140.

(27) Fitzpatrick v. McGregor, 33 Ga. 332, 65 S. E. 859 (1909).

(28) Dodd, *op. cit. supra* note 20 at 702 n. 31参照。

(29) E. DODD & R. BAKER, CASE AND MATERIALS ON CORPORATION 1243 (2nd ed. 1951).

(30) N. Y. Penal Law§664.

(31) Pace v. Pace Bros., *supra* note 21、しかし、この判決における capital (stated capital ではない) の理解については若干の問題がある。LATTEN & JENNINGS, CORPORATION CASE AND MATERIALS 1384 (4th ed. 1968) 参照。

(32) Nemmer, *op. cit. supra* note 19 at 194-196参照。

(33) Maryland Trust Co. v. National Mechanics' Bank, 102 Md. 608, 63 A. 70 (1906); Ralston v. Bank of California, 112 Cal. 208, 44 P. 476 (1896); Mancipi v. Patrizi, 87 Cal. App. 435, 262 P. 375 (1927).

(34) Nemmer, *op. cit. supra* note 19 at 194-196参照。

(35) *Id.* at 167, Dodd, *op. cit. supra* note 20 at 697, 706.

(36) 北沢正啓　会社法（第4版　平6）221頁、前田庸「自己株式取得規制の緩和について」現代企業立法の軌跡と展望・鴻常夫先生古稀記念(平7) 16頁。

第3章　現行法上の規制

本章では、現在のアメリカ法上の規制について概観する。ここでは、会社の利害関係者、つまり、会社債権者、株主、そして、市場＝一般投資家の利益について、アメリカの立法及び判例理論は、どのような配慮をなしているかを、それぞれの利害関係者ごとに見ていくことにする。

第1節　会社債権者の利益保護 —— 取得財源規制

前章で見てきた通り、会社法上の規制は、主として資本の維持、つまり会社債権者の利益の保護を目的にしている。そこで、会社法上の規制についてはここで一括して述べる。

言うまでもなく、アメリカには、他の多くの国々のような国内にただ一つの連邦会社法典のようなものはなく、50の州と、ワシントン D.C.(Washington D.C)、プエルトリコ（Puerto Rico）の都合52の立法区域（jurisdiction）毎に異なった内容の会社法典が存在する。これら52の立法の内容をいちいち述べていくことは、あまり実益がない。そこで、ここでは、代表的な立法例として、1969年模範事業会社法及び現行の模範事業会社法の規定について以下で述べていく。

1）1969年模範事業会社法

1969年模範事業会社法の規定は、1975年カリフォーニア会社法典あるいは、現行模範事業会社法（以下 MBCA と略す）が現れる以前の、典型的な取得財源に関する規制類型である。1992年現在においても、相当数の州がこれに準じた規制を採っており(1)、ことに、デラウエア州やニューヨーク州のような重要な州の規制が現在もこれに準じたものであるため、現在においてもなお重要な規定である。また、現行日本法の規定にも近似する部分が、現行 MBCA よりも多いことからも注目すべき立法例である。

1969年 MBCA 第6条は、以下のように規定している。

「会社は、自己の株式を取得し、保有し、質受し、処分する権利を有する。しかし、直接間接を問わず、使用目的を定められていない利益性剰余金（unreserved and unrestricted earned surplus）の範囲内でしか自己株式を購入できない。また、定款に定められているか、議決権のある株式の過半数の所持人の同意があれば、使用目的の定められていない資本剰余金（unreserved and unrestricted capital surplus）も買入のために使用できる。

利益性剰余金または資本剰余金は、自己株式の取得が可能かどうかを判断するために用いられた範囲内で、そのような株式が金庫株（treasury shares）として保有されている限りで拘束される。

以上の制限にかかわらず、1）端株の除却（eliminating fractional shares）のため、2）会社の有する債権の回収または和解のため、3）本法の規定の下で株式の買取が認められた場合に反対株主の株式を買い取るため、4）本法の規定に従って、償却価額を越えない価格で、強制償還（redemption）または買入によって償還株式を消却（retierment）するために、会社は、自己の株式を取得できる。

いずれの場合でも、会社が支払不能かそれによって支払不能になる時は、自己株式を買い入れたり自己株式に対する支払いをなしてはならない。」

1969年 MBCA では、以上のような形で規制がなされている。つまり、財源については、ほぼ配当可能財源とほぼ同一であることになる(2)。配当規制の目的は、有限責任会社たる株式会社の唯一の債権者のための担保である表示資本（stated capital）の維持である。配当は、いわば会社が株主に財産を贈与するようなものであるのであるから、配当することのできる財産で自己株式を会社が買い入れたとしても、適法な配当が債権者の利益を害するものだとは決して言われないのと同様に、債権者の利益を害することはない。なぜならば、自己株と会社の資産を交換したとしても、最悪の場合、つまり取得した株式が無価値の場合でも、財産の株主への贈与つまり配当になるにすぎないからである（もちろん、これは、対債権者の関係でのみ言えることである。対株主での関係においては、自己株式の取得を配当と同視することはできない —— 後述）。従って、会社財産の流出つまり資本の侵害という面では、このような規制に服する限り、自己株式の取得が配当以上に債権者を害することにはならない。1969年法の配当規制が資本維持＝会社債権者の担保の維持に不十分であると言うならば別であるが、少なくとも債権者の保護ということのみを視野に入れる限り、財源において、配当規制よりも厳しい規制をする必要はない。

例外規定については、多少の異論のあるところかも知れない。しかし、こうした例外規定は、4）を除けば、日本を含めて(3)どこの国の会社法においても認められているものである。これらの場合においては、たとえ資本を害するような取得であったとしても、その量は通常はごくわずかで、むしろこの例外を認める利益の方が大きいと考えられる以上、肯定されるべきであろう(4)。4）は、やや理解しづらいかも知れないが、アメリカの判例理論の伝統的立場を立法化したものである。学説などからの批判があるにもかかわらず、アメリカでは、伝統的に償還株式を会社債務に近づけて理解しており、償還株式の発行価額のうちの資本組み入れ分さえも、債権者の担保ではないという理解が実務では一般的である。こうした見解の当否はともかく、そのような考え方に立つ限り、この規定は全く問題のないものといえる(5)。

2）現行模範事業会社法上の規制

MBCA は、1979年にその財務条項が全面的に改正され、それに伴って、自己株式取得規制も全面的に改正された。1991年現在これを採用している州は相当数になってきており(6)アメリカにおける自己株式の規制の第二の典型的制度として、ここで詳しく扱う。更に言えば、ここでこの制度を詳述するもう一つ

の、そして最大の理由は、自己株取得規制の一つの帰結点であり、アメリカ会社法におけるこの制度の位置づけが、現行MBCA上の制度を詳しく見ることによってはっきりとしてくると思われるからである。

まず、条文の内容から見ていこう。

現行MBCAでも、一般的に会社は自己株式を取得できるということに関しては変更はない(7)。

1979年の財務条項改正の最大の特徴は、分配（distribution）という概念を導入したことである。これによると、「"分配"は、会社のいかなる株式に関する、株主へのまたは株主の利益となる直接または間接の金銭またはその他の財産（自社の株式を除く）の移転または会社による債務の負担を意味する。分配は、配当の宣言または支払;株式の買入、消却またはその他の取得;債務負担の分配（a distribution of indebtness);またはその他の形式でなされうる。」(8)と定義される。ここで明らかなように、現行MBCAでは、明文で自己株式の取得も、配当（株式配当を除く）と同様の株主への会社財産の流出として包括的に捉えられることとなった。このような捉え方は、もちろんMBCAが最初ではなく、学説では以前から提唱されていたものであるし、現行MBCAに先行する1975年カリフォーニア会社法でもすでに採られていたものである。

さらに、現行MBCAでは、分配とされる会社の行為は、すべて同一の基準に服することになった(9)。ここでは、分配は、§6.40(c)の制限に服した上で、取締役会の権限とされる。つまり、自己株式の取得には、一切の株主の同意は不必要となったわけである（1969年模範会社法に関する前項参照)。そして、分配をなすには、次の二つの要件を満たさなくてはならない。1）通常の業務中に（in usual course of business）会社の債務の弁済期が到来した時、会社がそれを支払うことができる（支払不能テスト)。2）会社の総資産が、会社の全債務の合計と（定款が他の方法を許容していなければ）分配の時点で会社が解散したと仮定した時、当該分配を受ける権利に優先するところの残余財産分配優先株の優先権を満足するのに必要な額の合計を上回ること（貸借対照表テスト)。2）の要件を満たしているかは、その状況で合理的である会計実務と原則に基づいて作成された計算書類（financial statement）か、その状況において合理的な公正な評価その他の方法に基づいて取締役が決定する(10)。

この規定は、1986年の改正によって、いわゆるセーフハーバー条項とされた。すなわち、これに従う限り取締役は違法な分配に関する責任を負うことはな

い[11]。一方、これは、強行規定ではなく、あくまでもセーフハーバー条項であるから、これに従わない分配が直ちに違法になることはない。このセーフハーバー条項は1986年に追加された規定である。さらに、自己株式の取得に関しては、前述の二つのテストをなす時期は、金銭またはその他の財産が株主に移転されたか会社が債務を負担した日か株主が当該株式に関して株主であることをやめた日のいずれか早い方とされる。

これに加えて、取得された自己株式の地位に関しても大きな改正が加えられた。1979年の改正で取得された自己株式は、未発行の授権株式（authorized but unissued shares）の地位に戻ることとされた[12]。定款が、取得された株式の再発行を禁止している場合は、取得された分だけ授権株式数は減少する。これは、定款の変更の時点で発効する[13]。この定款の変更は、例外的に株主を関与させることなしに取締役会限りでなしてよく、取締役が、(1)会社の名称、(2)減少した授権株式数、(3)株式減少後残存する授権株式数を州務長官に届け出ることで足りる[14]。これらの改正で、伝統的な金庫株の概念は、条文上廃止されたのである

以上が現行 MBCA の条文の内容である。以下でその内容を検討していく。

ｉ）金庫株の廃止

まず、§6.40の方から見ていこう。ここで、従来の金庫株の概念が廃止されたのは、このような地位の株式を認めておく必然性がなくなり、このような概念を存続しておくことは、かえって誤解を招く恐れがあると考えられるようになったからである。

金庫株というのは、「会社によって取得された株式」であって、「発行済の株式であるが社外にある株式ではない（issued but not outstanding share）」と定義される[15]。1969年法およびその他の多くの立法では、明文で定められているが、たとえ特に明文の規定がなくとも、取得された自己株式は、従来は償還株式のように予め取得と同時に消却されることになっているものを除けば原則的には金庫株となるものとされていた[16]。混同によって消滅するとすると株式の消却の手続の潜脱になるからである。この金庫株の定義を判例に従って敷衍してみよう。まず、発行済である以上、未発行の授権株式とは明白に区別される。つまり、他のあらゆる株式と同様に資産であることが認められる[17]。また、発行済の株式である以上、会社が第三者に転売することは、株式の売買であって新株の発行ではない。従って、新株の発行と異なって、額面株式の場合、額面

にかかわらず、公正な価格であれば、いかなる価格で売却しても構わないし[18]、対価（consideration）の種類も特に制限されず、分割払いも許される[19]。また、金庫株に対する（金庫株に与えられるではない）新株引受権（preemptive right）は未発行の授権株式でないのであるから認められない[20]。また、適当な財源がなくとも、金庫株で株式配当をすることができる。一方では、社外株ではないから議決権はないし、配当を受ける権利もない。権利者と義務者が同一であるからである。

しかし、現行の MBCA では、これらの相違点の基礎となる制度が全て改正されたため、金庫株を未発行の授権株式と区別する必要が全くなくなったのである。

まず、資産性については、経済的には確かに資産と認めて差し支えないことは今でも変わらないが、会社法上は、取得財源規制がなされた時点でほとんど意味を失ってしまっている。会計処理において、条文上資本を害してはならないことになっている以上、取得財源となる剰余金は、金庫株が社内に留まっている限り処分できないものとして拘束されることになる[21]。つまり、金庫株を取得・保有していても、通常の資産の場合のように配当がその分余計にできるというわけではない。しかも、会社の解散時には、これを資産に計上することは許されないとするのが判例である[22]。従って、配当財源にすることもできないし、債権者の引当財産にもならない以上、会社法的には、判例にもかかわらず、資産であると言うことには何の意味もないと考えられる[23]。

金庫株の額面を下回る額での第三者への転売は、学説からは、株式の額面以下発行と同視されるべきものであって許されるべきものではないとの批判が盛んになされてきた[24]。しかし、1979年改正では、額面株式の制度は一応存置されたが[25]、額面のあるなしにかかわらず、発行価額は、取締役会が任意で決定することができる[26]。後に述べる表示資本の制度の廃止[27]とあいまって、額面無額面の違いは全くなくなり、事実上、額面株式の制度は廃止され、無額面株式一本になったのである。従って、金庫株を額面以下で第三者に譲渡することは、額面株式を額面以下で発行できる以上、法的に何の問題もない。しかし、発行価額の面では金庫株を未発行の授権株式と区別する意味もないことになる。

さらに、新株引受権についても、判例が一部変更され、金庫株の売却の際にも、株主には株主が優先的に会社から買い受ける権利がある場合があるとされた[28]。但し、判例は、依然として、「新株引受権は金庫株には適用しないこと

を承認する」と言っている。しかし、「それにもかかわらず、会社の取締役会のメンバーは、株主に対して、信認義務を負」い、「たとえ定款が株主の新株引受権を排除していたとしても、株主を保護する信認の原則（fiduciary principle）はなお存在する」とした。そして、本件では、「二つの家族によって、何年もの間閉鎖的に保有されてきた会社において株式の所有の公平さを侵害することは、会社の利益における特別の正当化を要求する;善意の独立の営業上の目的を遂行するためになされていることを示さなければならないのみならず、他の手段によって同様に効果的に、そのような目的が実質的に実現することができなかったであろうことも示されなくてはならない。」とし、本件では、原告の株式売却の差し止め請求を認めた[29]。本件においては、新株引受権の存在それ自体の存在は否定しているため、定款で新株引受権が認められ、かつそれを金庫株に認めなくとも株主間の公平に反しないような場合にまで金庫株に対する新株引受権を承認するかは、判例上は、不明である。しかし、多くのアメリカの会社では、定款で新株引受権を排除している現実と合わせて考えれば、実質的には、金庫株に対して新株引受権を認めたのと同じと言ってよいだろう。

さらに、新株の発行の際の約因も、今回の改正によって一切の有形無形の財産・利益が許され、また将来の利益の給付についても限定つきながら認めているため、これらについて金庫株と新株との区別をする意味がなくなった[30]。

株式配当については、そもそも表示資本とか剰余金とかの概念も、額面株式の制度も現行 MBCA 上存在しないのだから、先に述べた剰余金があるなしで株式配当ができるかできないかを議論するということ自体が無意味となっている[31]。

また、アメリカでは、大陸法諸国と異なり、授権資本制度を採っている。従って、新株の発行は、当然取締役会限りで決定できる（日本は、場合によって株主総会の承認が必要であるが、これは、この制度の性質から考えると極めて異例である）。その上、同じ授権資本制度を採る日本と異なり、授権資本の額には特に制限はないため、会社は、通例膨大な量の授権資本を有している。従って、自己株式が取得と同時に消却されるとしても、取得された自己株式の再売却が手続的にも別段不便になるわけではない。

以上のように、現在の制度では、金庫株と未発行の授権株式を区別する実益が全くなくなったため、極めて擬制的なこの概念を存置することは有害無益と考えられるに到ったのである。

ii）分配概念への包摂と財源規制

1979年の財務条項の改正の目玉というべきものがこれである。分配の概念に自己株式の取得を含めたのは、ある意味では、これまでのアメリカ法の発展の過程から考えて当然の帰結であると言うべきであろう。株式の買い戻しは、資産の取得ではなく配当と同様の会社財産の流出であることがアメリカ法上承認され、取得財源や違法取得の規制も配当とほぼ共通となっており、配当宣言も自己株式取得の決定も、取締役会限りで可能になっている以上、このような規定のしかたになることの方がむしろ合理的であろう。

さて、分配の総則と言うべき§6．40について説明しておく。

§6．40においては、従来の表示資本や準備金に基づいた配当可能財源あるいは、自己株式取得財源の算定法が廃止され、代わって支払不能テストと貸借対照表テストによって分配可能財源が算定されることになった。つまり、支払可能である限り、債務を直ちに完済し、清算分与金に対する優先権を満足するに足る資産さえ残っていれば、その他の資産は、一応分配してよいことになったわけである。

ここで、支払不能テストにおける支払不能とは、債務超過の意味（balance sheet insolvency）ではなく（これは貸借対照表テストの問題）、§6.40(c)(1)に定義されているように事実として支払不能であると言うことである（equity insolvency）。すなわち、分配の時点であるいは分配の結果として、会社の債務を履行期に支払うことができなくなることである。その判断基準は、事実の問題であって総合的な判断を要することであるため、明確な一線を引くような基準を設けることは困難であるが、特に反対の事情がないかぎり、通常の会社の経営状態の予測（売上額、あるいは債務の借り替えの可能性、キャッシュフロー分析などによる）で足りるとされている(32)。

貸借対照表テストにおける貸借対照表はどのように作成されるべきか。これは、その状況において合理的な会計慣行もしくは公正な評価その他の方法によるものであるとされている。すなわち、どのような方法によるかは、会社の規模、分配の性質その他の状況から判断して合理的な方法によればよいことになる。公式注釈書によると、例えば、公開会社の場合は、一般的に受け入れられている会計原則に基づいた財務諸表を利用しなければならないが、小規模閉鎖会社の場合はそうではなく、税務会計に基づいたものでも足りるとされている(33)。また、他の例としては、清算価額による評価は、配当の場合には、不適

切であるとされており、多くの場合、企業が継続すると予想されるならば、going concern value によることが適切であるとされる(34)。従って、条文の文言から予想されるのとは異なって、貸借対照表テストは通常は清算価額で行われるのではないのである。

さて、こうした制度となったのは、従来の表示資本の制度が煩瑣な割りには現実には債権者の保護には役に立っておらず、むしろ、債権者をミスリードするものであるとの反省からできたものである。つまり、現実には、株主がそう望めば、今までの制度でも純資産のほとんどを配当できるのであるから（アメリカにおいては、従来から減資も資本剰余金のとりくずしも、株主総会の議決のみで可能である)、そのような面倒な制度を残しておく必要性に乏しいというわけである(35)。極めて単純な制度であり、同様に規定資本の制度を廃止したカリフォーニア会社法と比べても、はるかに単純である(36)。その代わり、従来の会社法で認められてきた分配に関する例外を一切認めない。端株の除却や反対株主の買取請求など自己株式の取得について従来認められていた（現行のカリフォーニア会社法にさえ存置されている）例外もまた然りである。その意味では、従来より厳しくなったとも言える。しかし、この制度の下では、ほとんど全ての純資産が分配可能なのであるから、その上さらに例外的に取得を認めるならば、それは、自ら債務超過になることを許すことになってしまう。したがって、例外を認めないことは若干窮屈であるとも思えるが、これは止むを得ないことであろう。

3）日本法との比較

さて、平成6年改正によって、日本法においても、かなり広い範囲で、自己株式の取得が認められることとなった。ここでは、現行日本法における自己株式取得の財源規制についてアメリカ法と比較して、問題点を見ていきたいと思う。

さて、現行日本法は、アメリカ法とは異なって、取得できる場合を限定列挙する形になっている。そして、それぞれの場合について、210条の場合を除いて、財源規制に関しては、同一の規制に服する。すなわち、定時総会における配当可能利益から株主に配当する額および資本に組み入れた額を控除した額の範囲内でしか取得はできないことになる（商法204条ノ3ノ2第5項、210条ノ2第3項、210条ノ3第2項、212条ノ2第3項)。それに加えて、210条ノ4第1項で、期末に欠損がでるおそれのあるときは取得はできない旨を定めている。さ

らに、公開会社の210条ノ2及び212条ノ2に基づく取得の場合は、定時総会の過半数の決議を要し（商法210条ノ2第2項、212条ノ2第1項）、非公開会社の場合には、株主総会の特別決議を要する（商法204条ノ3ノ2第1項、210条ノ2第5項、210条ノ3第3項、212条ノ2第4項）。そのほかに、210条所定の場合は、財源に関係なく、また、株主総会の決議を経ることなしに会社は自己株式を取得できることになっている。

このように見ていくと、財源規制の局面では、現行日本法とアメリカ法は、ほぼ同一の構造となっていることがわかる。すなわち、双方とも、原則として配当可能利益のみから取得できるという点である（アメリカ法では、それに加えて支払不能とならないことという要件が加わっているが、これは、アメリカ法においては会社が支払い不能となるときは配当をすることはできないとされていることに対応するものである）。ただ、日本法では、210条ノ4の規制がかかっていて、アメリカ法よりも若干複雑でクリアではないように見える部分がある。しかし、これも細かく見ていくとアメリカ法とそれほど変わらない規制である。後で詳しく見ていくが、アメリカ法においては、法域によってその時期は異なるにしても、早くとも会社が代金債務を負担した時点で剰余金が存在することが要求されるのであるから、日本法の方が若干厳しいにしても、ほぼ同一のことを要求していると言えよう。

大きく異なる点は、アメリカでは取締役会の決定のみで取得できるのに対して、日本法では、自己株式の取得について（定時）株主総会の同意にかからしめている点である。しかし、これも、日本の配当規制の構造とアメリカの配当規制の構造との相違に基づくものである。すなわち、先に述べたように自己株式の取得も配当も、会社財産の株主への流出という観点から、現行MBCAの規定するところの「分配」という概念に包摂されるべきものであり、基本的には同一の規制に服するべきものである。それゆえ、取締役会の配当宣言によって配当が可能なアメリカとは異なって、株主総会の決議によって初めて利益処分が可能な日本法においては、自己株式の取得に関しても当然定時株主総会における同意が必要となるのである。日本法における株主総会の同意の要求は、基本的には、自己株式の取得の重要性や特殊性に基づくものと理解すべきではない。ただし、閉鎖会社において普通決議ではなく特別決議を要求していることに関しては、「分配」概念から当然に演繹される結論ではなく、この点ではアメリカ法とは大きく異なることになる。この特別決議の要求の妥当性は、対

株主の保護の問題の箇所で考察することになる。

さらに、例外的に配当可能利益以外から取得できる場合も、先に述べたように多くの法域の例外規定とほぼ同一であり、これも先に述べた理由から見ても妥当ということになろう。

むしろ、アメリカ法との乖離が大きいのは、金庫株の問題である。先に述べたように、現行MBCAおよびそれに準じた法制を取っている法域では金庫株の概念が廃止されているが、1968年MBCAに及びそれに準じた制度を取っている法域では、金庫株の概念は存置されている。一方、日本法では、212条ノ2に基づいて取得された場合は償却され（償却株式と同様に未発行の授権株式にもならないとするのが通説）るが、それ以外の原因で取得された自己株式はアメリカ法の金庫株とほぼ同様の地位になる(37)。すなわち、両者の中間的な制度となっているわけである。

先に述べたように、現行MBCAのようなシステムを採った場合は、金庫株の制度を採る必然性はなく（取得された自己株式が未発行の授権株式に戻らないことを選択した場合は若干異なってくるが、アメリカの会社は通例膨大な授権株式を有しているのでそれほど問題とはならない）、むしろ、誤解を招く恐れのあるこのような概念は廃止すべきである。しかし、日本法あるいは1969年MBCAのようなシステムを採る場合には、金庫株の制度を採るかどうかは当然にでてくるわけではないし、逆に当然に償却されるべきであるという結論がでてくるわけでもない。

212条ノ2の場合には、取得した自己株式は償却されてしまうので、金庫株固有の問題はない。この制度の趣旨は、条文自体に株式の償却のためにと規定されているように、会社の余剰な資本を株主に返却するということであって、再売却を本来前提とはしないのであるからこれでよいのかもしれない。

問題はその他の取得事由の場合である。これらの場合には、取得された自己株式はアメリカ法でいうところの金庫株になるわけである。この場合、先にアメリカ法において指摘した金庫株の問題点を日本法はどのように考えているのか。

資産性に関しては、1969年MBCAとほぼ同様の立場を採っている。日本法でも一応取得された自己株式の資産性を認めている。しかし、貸借対照表では他の株式と区別して記載しなければならないとされている（計算書類規則12条1項）。さらに配当可能利益の算出に当たっては、資産とは扱われないことに

なっている（商法290条1項5号）。配当可能利益の算出に関しては前述の1969年MBCAの方式とは異なっているが、結論は同一であり、実質的には資産性を否定し、資本の払戻となることを防いでいるわけである。

問題は、先に述べた額面以下の売却と新株引受権の問題である。これに関しては、現行日本法では何も述べておらず、単に処分の期日を定めているにすぎない（商法211条）。

日本では、株式は額面株式がほとんどを占めており、また、額面株式の額面以下発行は禁止されているので（商法202条2項）、自己株式の額面以下での売却については、確かに202条2項の脱法行為であると言えなくもない。しかし、額面以下発行の禁止は、資本充実の原則から要請されるものと通常は理解されているものである。そして、自己株式は既に資本が会社に全額払い込まれているものであること、自己株式の取得によっても通常は資本の払戻にはならないことを考えると、この問題は、日本法においてだけではなくアメリカ法においてもなお、形式的に額面以下の売却云々というよりも後に述べる対価の妥当性一般の問題として解決すべき問題のように思われる。この場合、従業員に譲渡する場合[38]（商法210条ノ3）を除いては、額面以下での売却は特段の事情（例えば会社の業績が著しく悪化し、短期的には回復の見込みがないような場合）がないかぎり、取締役の注意義務違反を引き起こす可能性が大きいことになろう。

さらに問題なのは、アメリカ法においては判例上認められている、金庫株に対する新株引受権の問題である。株主の新株引受権は、新株が発行される際に株主の割合的権利を守るために設けられている権利である。また、新株の発行も自己株式の売却も、会社の自社の株式の第三者への割当ということでは同一であり、これによって、会社が株主の割合的権利に変動が生じることも同一である。従って、株主の新株引受権がある会社の場合、新株発行の際には守られるはずの自己の割合的権利が、会社の自己株式の売却の場合には侵害される恐れがある。さらに日本法の場合は、新株発行一般について一定の場合は株主総会の同意にかからしめていることと対比しても、均衡を欠く恐れなしとはしない。

この問題については、かなりの問題があると思われる。この問題が深刻な問題となりうるのは、小規模な閉鎖会社において、204条ノ3ノ2及び210条ノ3によって自己株式が取得された場合であろう。この場合は発行済株式総数の

20%というかなり多数の株式を会社が取得しうるうえに、こうした会社は新株引受権が法定されているからである（商法280条ノ5ノ2第1項）。もっとも、こうした場合は、取得に際して株主総会の特別決議を要する旨規定されているが、この決議によって取得のみならず処分に関する権限も取締役会に授権しているのだ、という見方もできなくもない（商法280条ノ5ノ2第1項但書参照）。しかし、反対株主の株式買取請求権（商法210条4号）の場合でも会社が取得できる株式数は相当の数にのぼりうるが、この場合、取得に際しては一切の株主総会の同意を必要とはしない。

この問題については、かなりの問題があると思われ、学説には、解釈上日本法の下でも金庫株に対して新株引受権類似の権利が認められるとする学説があるが[39]、本稿では、問題の指摘に止めておきたい。

4）財源規制に反する取得に対する救済

財源規制に反する違法な取得に対して、事前に株主が差し止めを裁判所に求めることができることについては、それが文字通り違法な行為である以上、代表訴訟の制度によって可能なことには問題ない。

取締役がそのような取得に対して責任を負うこともまた、法令に違反して会社に損害を与えた、つまり、取締役の義務違反に当たるから一般論として当然肯定される。

さらに、ニューヨーク州法などにおいては、違法な配当の場合の取締役の責任についての規定は、違法な配当の他、資本を害する会社財産の分配も射程に含んでいる[40]。財源規制に反する違法な自己株式の取得もまた資本を害するものであるから、この規定の適用があるとするのが判例である[41]。

現在の多くの立法は、配当と自己株式の取得を分配概念でくくっている現行MBCAはもちろん[42]、その他の立法の多くでも、違法な配当と自己株式の取得の場合の取締役の責任は、同一の内容になっている[43]。代表的な立法である、1969年MBCAによれば、違法な取得に賛成した取締役は、連帯して、適法に取得できる自己株式の量を越える分の株式に支払われた対価の量だけ会社に対して責任を負う。取締役の義務一般に反していなくとも、この責任は、取締役が、善意で会社役員または公認会計士が作成した財務諸表を信頼したか、このような取得に取締役会で反対したかを立証しない限り免れることはできない。このように、配当と同等の定型化、厳格化した責任によって、会社の財産の不当な流出から債権者の保護を図っているのである。

会社に株式を譲り渡した株主の責任もまた、違法配当を受け取った株主と同視されている。すなわち、売主が悪意の場合は取り消しうるし、また、受け取った代金を会社に返還しなければならないとするのが多くの判例の立場である(44)。しかし、自己株式の取引は、配当のような業務の通常の過程で生じるものとは異なるという理由で、善意悪意を問わずに、一律に株主の責任を認める判例もある(45)。また、Dodd は、相手方が、会社であることを知っている株主は、責任を負うべきであると主張している(46)。しかし、株主に、会社の財務状況を確認する義務を自己株式の取引に際して要求するのは、少々酷であるし、どだい無理な要求ではないかと思われる。配当の善意の取得者に返還義務を課さないのも、そうした理由からである(47)。また、どのような形であれ、資本の侵害には変わりはないのであるから、債権者に対して、違法配当の救済以上の救済を与える必然性にも乏しいように思われるし、取締役の責任との均衡を欠くと思われる。以上の事から、私見では、アメリカ法の解釈として、違法配当と同様の責任で十分ではないかと思われる。

日本法においてはどうか。現行日本法では、財務条項に違反した場合の取締役の責任に関しては特則が設けられている。すなわち、商法210条ノ4には、期末に欠損が生じる恐れのある場合には、210条所定の場合を除いて、自己株式を取得することができない旨を定めている。そして、これに違反した場合すなわち期末に欠損が生じた場合にについては、特則が設けられている。204条ノ3ノ2、210条ノ2、210条ノ3に基づく取得の場合は、(a)その欠損額から、取得して保有する自己株式の時価を控除しした額と(b)社外に流出した額（自己株式の取得価額総額から処分した株式の処分価額総額を控除した額）から取得して保有する自己株式の時価を控除した額、のうちのいずれか少ない額を賠償しなければならないとする（商法210条ノ4第2項本文)。また、212条ノ2に基づく取得の場合は、(a)欠損額から保有する自己株式（本条以外の理由で取得したもの）の時価を控除した額と(b)自己株式の取得価額総額のうちのいずれか少ない方の額を賠償しなければならない（同条6項)。いずれの場合も、取得決議に賛成した取締役は、連帯して責任を負う（210条ノ4第3項、212条ノ2第7項)。ただし、取締役が、欠損が生じる恐れがないと認めたことについて注意を怠らなかったことを証明した場合は免責される（210条ノ4第2項但書、212条ノ2第7項)。

以上の規定は、違法な中間配当に関する責任（商法293条ノ5第5項）とほ

ぼ同様の規制である。ことに、212条ノ2第6項の規定はほとんど同一である。一方、210条ノ4のほうはやや複雑であるのは、この場合は、中間配当や、取得した株式が償却されてしまう212条ノ2の場合とは異なって、単純な会社財産の流出ではなく、一応対価となるものが一定期間にせよ会社に残ることからくるものである。

このように、現在の日本法も、財源規制に違反した自己株式の取得に関しては、先に見たアメリカ法と同じく、取締役に配当規制と同様の厳格な責任を負わせることによって、資本の維持をはかっているわけである。

しかし、ここでさらに問題となるのは、自己株式取得の総会決議の時点で適当な財源がない場合である。この場合、決議の内容それ自体が違法であるから、決議が無効となることは疑いない。この場合は、現行商法は特に規定を設けていないので、取締役は、商法266条1項5号によって責任を負うことになるにすぎないということになりそうである(48)。しかし、しばしば述べてきているように、財源規制に反した自己株式の取得は、会社財産の違法な分配に他ならないのであるから、アメリカ法と同様に違法配当の責任（商法266条1項1号）を負わせる余地があるのではないかと思われる。確かに、266条1項1号は、利益配当について規定しているが、前田教授が指摘しているように、役員賞与にも類推するのが多数説であることから考えても、十分成立しうるのではないかと思われる(49)。この場合は、基本的には、会社から違法に流出した額相当を違法配当額とみなしてそれを会社の損害とすることになるであろう。なお、それ以外の、すなわち全く株主総会の決議を経なかった場合や適法な取得事由がないにもかかわらず自己株式を取得した場合は、266条1項5号の責任ということになるであろう。株主総会の決議を経ないで配当をなした場合は266条1項5号の責任であるとされていることからすると、これは適当な財源があってもなくても同じことであろう。

さて、もう一つの問題は、違法な自己株式の取得の効力の問題である。

この問題については、平成6年改正以前は無効とするのが判例・通説であった（最判昭和43年9月5日　民集22-9-1846頁)。ただし、会社の計算で取得された場合は取引の安全を考慮して有効とするのが通説であった。また、無効は会社の側のみが主張でき、株主の側からは主張できないとするのが判例・多数説であった（最判平成5年7月15日　判時1519-116頁)。

さて、それでは、現行法の下でもこの見解が成立しうるか。アメリカ法と比

較しながら検討してみよう。

先に述べたように、アメリカ法の下では、株主が悪意の場合のみ無効としている。しかし、これは、アメリカ法の下では、違法配当の善意の受取人に対しては返還請求はできないとする判例の立場に対応するものである。

一方日本法では、違法配当に関しては、有力な反対説があるにもかかわらず、善意悪意を問わず一律無効とするのが多数説である(50)。私見では、多数説の見解は問題があるとは思われるが、違法配当に関する多数説のような前提に基づくと、従来どおり、取得財源がない場合の自己株式の取得は一律無効ということになりそうである。すなわち、違法な分配たる配当が一律に無効とされているならば、同様に違法な分配たる自己株式の取得もまた無効とするのは自然であるからである。

しかし、一律無効とすることは、自己株式の場合問題がある。もちろん相対取引の場合や、公開買付による取得の場合は、問題はそれほどないと言えるかもしれない。配当と同様に、相手方が会社であることがわかっているからである。しかし、市場で買付がなされる場合は問題がある。すなわち、公開市場での売買は集団的に行われ、通常相手方を指定することができないから、自己株式の取得が無効となった場合、株主が不測の損害を受ける可能性があるからである。

それではどのように考えるべきか。違法配当に関する多数説に従うかぎりは困難な問題ではある。しかし、他人の名で会社の計算で取得された場合の取得は違法であるが有効であると従来からされてきたことからの均衡から、Doddの所説のように、相手方が会社であることを知っている場合のみ無効とするのが妥当であるかもしれない。

なお、210条ノ4違反の取得の場合は、これは有効とするべきであろう。中間配当における293条ノ5第4項違反の中間配当は有効であると考えられており(51)、また、この場合の取締役の責任も中間配当と自己株式の取得はほとんど同一の厳格化されたものである。自己株式の取得の場合、中間配当よりも特に厳重に一般債権者の利益を保護する必要性があるとは思われないので、この場合は、取得は有効として、もっぱら取締役の責任を追及することで足りるのではないかと思われる。

5）分割払いに関する問題(52)

アメリカにおいては、自己株式の取得の際、約束手形で、あるいは、分割払

いで代金が支払われることが珍しくない。特に小会社における退社あるいは社員死亡を原因とする買戻しの際には、その代金がしばしば多額に上るため、分割払いにされることが多いと言われる[53]。この場合対債権者の関係で問題となるのは、買い戻しの契約がなされた時点では相当の財源があったが支払いの時点で存在しなくなった場合になお売買代金の支払いあるいは、手形の支払いをを売主が求めることが可能か、ということである（手形が第三者に譲渡された場合は、会社は支払わなくてはならないことは当然である）。この問題は、相当の財源がない場合よりも、むしろ会社が支払不能となった場合において議論される場合が多い。つまり、会社の支払不能をどの時点で判断するべきかの問題である。これは、従来制定法では明確に規定されていなかったため、争いのあった問題である。

古い判例には、債務を負担した時点で支払可能であれば足りるとしているものがある[54]。契約の時点で支払いが可能である限り契約は債務を負担した時点で成立し、従って債権も有効に成立しているのだから、現金の支払いがなされると株主でなくなるのと同様にその時点で株主は債権者となる、という理由からである。しかし、後の多くの判例は、現実の金銭の支払いの時点で判断されるべきであるとしている。自己株式の取得は、財産の取得ではなく会社財産の一方的な流出であるから、そのような財産を受け取る前にいつも債権者の債権が満足されなくてはならないからである[55]。

なお、現在はいくつかの州の立法では、明文の規定を以てこの問題に対して解決を与えてるが、しかし、その解決はまちまちである。ワシントン州では、判例法理に従って現実の支払いがなされる時点を判定の基準時としている[56]。また、ニュージャージー法は、明文で債務を負担した時点で判断すべきであるとしている[57]。カリフォーニア法は、支払うべき時点で判断すると規定しているが、現実に支払う時には、必要ないとしている[58]。

この点については、現行日本法では、支払不能テストが存在しないので、直接的にはあまり問題とならない。また、アメリカ法で主に問題となっている、閉鎖会社における退社あるいは株主死亡を原因とする買戻しの場合はこのような問題が生じる余地はない。というのは、このような場合は、会社は代金相当額を供託しなければならず、従って、分割ないしは手形で支払う意味がほとんどないからである（商法204条ノ３、204条ノ３ノ２、210条ノ３）。また、その他の場合でも、公開会社の場合では、市場で買付を行わなければならないので

（商法210条ノ2第8項、212条ノ2第4項）、このような問題が発生する余地はほとんどない。しかし、類似の問題が生じる可能性がある。すなわち、商法210条ノ2、212条ノ2に基づく非上場会社の自己株式取得の場合に（この場合は相対取引となる）契約時、あるいは株式引き渡しの時点で210条ノ4の要件を満たしているが、現実の支払いが取締役会決議よりある程度後（例えば6ヵ月後）とされた場合の支払いの時点では満たしていない場合に、取得が適法となるかという問題として生じうる[59]。

210条ノ4第1項の規定の制度趣旨は、立法担当者によると「自己株式の取得の財源規制が定時総会で確定した貸借対照表を基準に基づくものであることから、期中あるいは期末近くになった時点においては、その貸借対照表による配当可能利益の現存が限りなくフィクションに近づくので、これのみを基準とするのは相当ではないため、中間配当の規制（商法293条ノ5第4項）にならって、当該営業年度の終わりにおいて予測される配当可能利益を基準として、具体的な自己株式の買い付けの判断をさせようとするものである。」とされている[60]。すなわち、基本的には、中間配当と同様の理由からこのような財源規制が置かれているわけである。

それでは、中間配当に関する商法293条ノ5第4項においては、どの時点でのそのような判断がなされるのか。これに関してははっきりと述べた判例・学説はないようである。しかし、中間配当に関しては取締役会決議がなされた時点で会社は中間配当支払債務を負い、またそれは直ちに弁済期が到来するものと考えられている[61]ことからすると、決議の時点でこのような予測がなされるべきであると考えるしかない。

しかし、自己株式の取得の場合には、取締役会決議の成立の時点で売買契約が成立するわけでは必ずしもない上に、（特に延べ払いの特約がなかったとしても）支払が決議の時点から時間的にある程度先の時点でなされるのが普通であるから、中間配当における議論がそのまま適用されるということに直ちになるとは言えない。

この場合、どのように考えるべきか。中間配当の場合と同様に考えるとしても、自己株式取得の場合は3つの考え方がありうる。

第一に、代金を支払うべき時点でに210条ノ4の要件を満たしているとする考え方もある（これは結論としてカリフォーニア法と同様の結論となる）。しかし、先に述べたように、自己株式の取得は、中間配当とは異なって、取締役

会決議の時点で直ちに代金債務を負担することになるのではない。そのことから考えると、自己株式の取得の取締役会決議の場合は、決議の時点で、代金支払いの時点での配当可能剰余金の予測をするという困難を強いることになる。公開会社の、210条ノ3及び212条ノ2に基づく取得の場合は、決議後1か月以内に取得する必要があるとされているので[62]この場合であれば、あまり問題とならない（一ヵ月で会社の財務内容が大きく変化することは稀であるし、そのような場合は、取締役の過失なしとされる場合が多いと思われる)。しかし、相対取引で、支払いが例えば半年後というような場合は、かなり取締役に困難な作業を強いることとなる。さらに、次年度に支払うとした場合は来年度の財務状況を予測しなければならないことになる。

中間配当と同視するとした場合のもう一つの結論として、決議の時点で足りるとすることも考えられる。この場合、売買契約の時点（債務負担時）に近接することになる。相対取引の場合でも、取締役会の決議は取引内容が売主とのあいだで相当部分確定したのちに行われることが多いと考えられるので、債務負担の時期とほぼ同一ということになる。

さらに、現実に債務を負担する時点という結論もある。この場合は、決議の時点とほぼ同一ということになる。

さらに、アメリカ法にならって、支払の時点でという考え方もある。しかし、この議論は、支払不能という破産原因となるような重大な事態を引き起こすような具体的な事実に関して議論されているものであるし、日本法では、中間配当の場合でも、中間配当（配当でも同様であるが）が現実に支払われる時点で剰余金があるかどうかは問題とされないことから考えるとこれは採りえないであろう。

いずれの説を取るかであるが、規定の趣旨を考えると、債務を負担する時点と考えるのが妥当と思われる。決議の時点とすると、いささかフィクションが過ぎるように思えるし、支払うべき時点とすると、先に述べたように、取締役に困難を強いることになるからである。また、現実に支払うべき時点とするのは、(中間）配当の規制と比較しても、厳しすぎるように思われる。一方、現実に債務を負担する時点と考えると、中間配当の規制と比べても厳しすぎることにはならないし、「買受」と言う規定の語句からも外れず、また、買い受けの時点で剰余金があることを担保するという規定の趣旨にも合致するのではないかと思われる。

(1) 会社の自己株式の取得を禁止している法域は存在しない。財源規制につき、アラスカ、アリゾナ、コロラド、コネティカット、アイダホ、メイン、ネブラスカ、オクラホマ、ロードアイランド、サウスダコタ、テクサス、ヴァーモント、ウエストヴァージニアの諸州がほぼ同一の規制である。その他、ニューヨークでは剰余金の範囲で、デラウエアでは資本を害さない限り取得が認められる。マサチューセッツでは、支払不能テスト（本節(2)参照）のみが要件とされる。金庫株の概念（いくつかの立法では、金庫株という語を使用していないが、同一の概念は存在する）は、アラスカ、アーカンソー、カリフォーニア、コロラド、フロリダ、ハワイ、インディアナ、アイオワ、ケンタッキー、ミシガン、ミネソタ、ミシシッピ、ニューメキシコ、ノースカロライナ、ノースダコタ、オクラホマ、オレゴン、ペンシルベニア、サウスカロライナ、テネシー、ヴァーモント、ヴァージニア、ワシントン、ワイオミング以外の各州で認められる。

(2) ABA-ABF MBCA§45 (Rev. 1969) 参照。

(3) 商法210条参照。

(4) Kessler, *Share Repurches and Modern Corporation Law*, 28 Ford. L. Rev. 637, 651 infra (1959-1960).

(5) 詳しくは、*id.* at 653-656参照。

(6) アラバマ、ケンタッキー、ミシシッピ、ニューハンプシャー、ユタ、ウイスコンシンがMBCAと全く同一、コロラド、フロリダ、ジョージア、イリノイ、インディアナ、アイオワ、メリーランド、ミシガン、モンタナ、オレゴン、サウスカロライナ、テネシー、ヴァージニア、ワシントン、ワイオミングはほぼ同一である。

(7) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§6.31(a).

(8) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§1.40(6).

(9) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§6.40.

(10) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§6.40(d).

(11) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§8.33.

(12) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§6.31(a).

(13) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§6.31(b).

(14) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§6.31(c).

(15) ABA-ABF MBCA (Rev. 1969)§2 (h), State *ex rel.* Weede v. Bechel, 244 Iowa 785, N. W. 2d 173 (1953) 参照。

(16) Borg v. International Silver Co., 11 F. 2d 147 (1925).

(17) State *ex rel.* Weede v. Bechel, *supra* note 15.

(18) Borg v. International Silver Co., *supra* note 16.

(19) Sandler v. Schenley Industries Inc., 32 Del Ch. 46, 79 A. 2d 606 (1951).

(20) Borg v. International Silver Co., *supra* note 16.

(21) MBCA §6 (Rev. 1969) 参照。会計慣行では、金庫株の処理に関しては、いくつかの方法が認められている。金庫株の取得価額を金庫株取得費用として資本の部に控除科目として計上し、(利益) 剰余金の項目にそれと同額が拘束されている旨を注記し、表示資本に金庫株の数を注記するという方法が広く行われている (図2参照)。また、ニューヨーク州などでは、単に利益剰余金を金庫株の取得価額だけ減少させ、表示資本に金庫株の数を注記するという方法も行われている (図3)。しかし、日本法のように、金庫株を資産の部に計上することは行われていない。W. CARY & M. EISENBERG, CASE AND MATERIALS ON CORPORATION 1378-1382 (6th ed. 1988), A. FRAY et al. CASE AND MATERIALS ON CORPORATION 1098-1101 (2nd ed. 1977) 参照。

図1　自己株式取得前の貸借対照表

現金	$10	負債	$15
他の資産	$40	資本金	$25
		剰余金	$10
	$50		$50

図2

現金	$ 4	負債	$15
他の資産	$40	資本金	$25
		(4株は金庫株)	
		剰余金	
		拘束	$ 6
		非拘束	$ 4
		金庫株	△$ 6
	$44		$44

図3

現金	$10	負債	$15
他の資産	$40	資本金	$25
		(4株は金庫株)	
		剰余金	$ 4
	$44		$44

(22) Fultz v. Anzac Oil Corp., 240 F. 2d 21 (5th Cir. 1957).

(23) 税法上はまた別である。

(24) H. BALLANTINE, ON CORPORATION (Rev. ed. 1946) 471.

(25) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§2.02 (b) (2) (4) (iv) しかし株主・会社間の契約的効力を有するにすぎない。*Model Business Corporation Act Annotated* (3rd ed. 1995 Supp.) 2-14参照。

(26) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§6.21 (c).

(27) 従って、発行価額のうち最低額面価額の分だけは資本に組み込まなくてはならないという従来の額面株式と無額面株式の相違点はなくなった。

(28) Schwartz v. Marien, 37 N. Y. 2d 487, 373 N. Y. S. 2d 122, 355 N. E. 2d 334 (1975).

(29) 取締役の信任義務と新株引受権一般については、Ross Transport Inc. v. Crothers, 185 Md. 573, 45 A. 2d 267 (1946) 参照。

(30) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§6.21 (b) (e).

(31) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§6.23参照。ここでは、株式の分割とほとんど同様に考えられている。なお、現行日本法においても、平成2年の改正によって、MBCAと同様の立場を採ることとなり、商法上株式配当という独立の制度は消滅した。平成2年改正前商法293条ノ2 (平成2年改正により削除)、現行商法218条、293条ノ2、293条ノ3参照。ただし、剰余金の資本の組み入れと株式の分割を同時にすることによって、従来の株式配当と同様の効果を得ることができるのは、現行日本法もMBCAと同様である。北沢 前掲第2章注(36)263～264頁。

(32) *Model Business Corporation Act Annotated* (3rd ed. 1995Supp.) 6-207-209.

(33) *Id.* at 6-210-211.

(34) *Id.* at 6-211-212.

(35) *Id.* at 6-206.

(36) Cal. Corp. Code §§114, 500, 501.

(37) 商法242条2項、293条但書。その他の自益権については、残余財産分配請求権はこれを否定するのが通説である。また、株式分割によって分割後の株式も受け取ることができるとするのも通説である。しかし、新株引受権には争いがあり、多数説はこれを否定する。北沢 前掲第2章注 (36) 228頁。しかし、新株引受権に譲渡性が認められている場合は、自己株式の価値を守るためにこれを認めるべきであろう。前田庸 会社法 (第4版 平7) 189頁。なおアメリカ法における金庫株の地位については本節(2)参照。

(38) 立法担当者は、会社が使用人に自己株式を譲渡する場合は、場合によっては、無償ないしは著しく低廉な価格でも許されるとしている。吉戒修一 平成6年商法改正法の解説(4)商事法務1363-33。しかし、青竹教

授は閉鎖会社について、取得価額または取得時の株価よりも特に低い価額で譲渡する場合には、株主総会の特別決議を要するとしている。青竹正一「閉鎖会社の自己株式取得」現代会社法の課題と展望（平7）44頁。しかし、後に述べるように、自己株式の売却一般に関してならばともかく、従業員に譲渡する場合、この制度の性質上そこまで要求することが果たして必要であるのかは疑問である。前田　前掲第2章注(36) 9頁参照。

(39) 青竹　前注39～40頁、前田　前注10～11頁。

(40) N. Y. Bus. Corp. law §719.

(41) New York Credit Men's Ass'n v. Harris, 170 Misc. 988, 11 N. Y. S. 2d 435 (1939).

(42) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§8.33

(43) ABA-ABF MBCA (Rev. 1986)§48 (b), Del. Gen. Corp. Law§174.

(44) Duddy-Robinson Co. v. Tayler, 137 Wash. 304, 204 P. 21 (1926), Clapp v. Paterson, 110 Ill. 26, ABA-ABF MBCA (Rev. 1986) §8.33.

(45) *In re* Kettle Fried Chickin of America, Inc., 513 F. 2d 807 (1975).

(46) Dodd, *The power of a corporation to purshase its own sheres: The substantive law,* 89 U. Pa. L. Rev. 710.

(47) 取締役は善意の株主に対して求償もできないとするのが多くの立法の立場である。ABA-ABF MBCA§8.33 (b) (2), Del. Gen. Corp. Act§174 (c). なお、インディアナ、ヴァージニアでは善意の株主に対しても求償できるとする。

(48) この場合、利益性剰余金が自己株式を取得するに十分でないわけであるから、多くの場合、期末に欠損が生じる恐れのある場合となり、実際には210条ノ4の適用がある場合が多いであろう。

(49) 前田　前掲第2章注(36)19～21頁。

(50) 北沢　前掲第2章注(36)577頁、前田　前掲注（37）473頁、田中誠二三全訂会社法詳論下（平6）879頁。反対、大隅健一郎・今井宏　会社法論中（第3版　平4）455頁、龍田節・新注会(9)290条注釈19等。

(51) 河本一郎・新注会(9)293条ノ5注釈15。

(52) Herwitz, *Installment repurchase of stock: Surplus limitation,* 79 Harv. L. Rev. 303 (1965) 参照。

(53) CARY & EISENBERG, *op. cit. supra* note 21 at 1432.

(54) Wolf v. Heidritter Lumber Co., 112 N. J. Eq. 34, 163 A. 140 (1932).

(55) Robinson v. Wangemann, 75 F. 2d 756 (1935), Williams v. Nevellow, 513 S. W. 2d 535 (Tex. 1974).

(56) Wash. code Ann.§23A. 08030 (改正前), Harwitz, *op. cit. supra* note 52 at 313-14.

(57) N. J. Stat. Ann. g §14A (WEST).
(58) Cal. Corp. Code §106.
(59) 自己株式の代金の支払いが、自己株式取得の総会決議がなされて1年以上経過した時点でなされることが可能なのであるかは条文上不明である。同様に総会決議がなされた年度を越えて代金が分割されることが可能なのかも条文上不明である。
(60) 吉戒修一「平成6年商法改正法の解説(3)」商事法務1363－32.
(61) 河本一郎・新注会(9)293条ノ5注釈25。
(62) 吉戒　前掲注(60)31頁。

第3節　対株主の保護

(1) 株主の平等に関する問題

Caryの指摘を待つまでもなく[1]、自己株式の取得は、一部の株主に配当可能財源を分配する行為にほかならない。つまり、他の株主の配当を減らして一部の株主に配当可能財産を与えるものであるから、当然、それは、株主間の平等を害するものであり、それを避けるためには、会社が自己株式を買い取る時には、株主に所有株式の割合に応じて買い取る必要がある、との主張が出てくる可能性がある[2]。

しかし、償還株式は別として、そのような取得はアメリカ法上は要求されてはいないと考えられている。デラウエアの判例においては、いわゆるpro rataであっても、公開市場であっても、私的に購入しても構わないとする[3]。この判決では、(1)立法は、pro rataではなくむしろ単独の株主から私的に購入することを授権している、(2)制定法によるかどうかに関わらず、自己株式の取得の際には、株主を平等に扱う一般的な必要はない、(3)取得の動機は不適切なものではないし、詐欺や不公正があったという証拠もない、として、いかなる方法で取得しても構わないとしている。

実際問題として、単独の株主から私的に買い取ることには、経済的に合理性があり、必ずしも株主間の平等に反するとは言えない場合もある。自己株式買入制度に批判的なClark教授も、他の理由での取得は合理性がないものとしながらも、例えば、株主数が少ない閉鎖的な株式会社で、ある株主が事業から引退したり手を引くような場合、あるいは、株主間の不和によって会社がデッドロックに陥った場合には、このような会社の株式には市場性がないのであるか

ら、これら株主から会社が持ち株を買い取ることは、必ずしも合理性のないことではないと指摘している(4)。

むしろ、判例で問題とされているのは、どのような価格で会社が購入するかである。特に問題となるのは、会社の内情を知るもの（いわゆる insider）が自己の持ち株を不当な価格で売り逃げする（vail out）の問題がある。

この点に関して、買入価格のみを問題としている判例はない。むしろ、内部情報を利用した vail out との関連で議論されることが多い。判例においても、大量の含み益があること、近く会社が解散することを隠して償還株式を取得し、償還に応じた株主に損害を与えた場合は、取締役の信認義務に違反するとしたものがある(5)。

この問題については、日本法では株主平等の原則を重視して、周到な規定を設けている。公開会社が取得する場合は、210条所定の場合を除けば、公開市場で買い受けるか、公開買付によるかしなければならない（商法210条ノ２第８項、212条ノ２第４項）。しかし、Kessler が指摘しているように、厳密に言えば、公開買付のみが完全な株主平等を実現しているにすぎない。すなわち、市場での買い付けの場合は、機会の面でも会社が買い付けるときに売却した株主が利益の分配にあずかることができるということになるし、またそれが公表されたとしても会社の利益の分配を受けるために会社が相手方として指定することはできないからである。従って、公開会社についてのこの規定は、厳密な意味での株主平等を担保しているわけではなく、特定の株主のみが有利な利益分配を受けることがないようにするという消極的な意味を持つものと理解すべきであろう。

むしろ、非公開会社の場合の方が、厳密な意味での株主平等を要求している。非公開会社の場合は、210条ノ２及び212条ノ２に基づく自己株式取得に関する議案で売主を指定しなければならないが（商法210条ノ２第２項２号、212条ノ２第２項）この場合でも、指定されなかった株主は、議案に自己を売主に加えるように請求できる（商法210条ノ２第７項、212条ノ２第４項）。こうして変更された場合は、各株主から買い受ける株式の数は、会社が買い受ける株式総数を売主の数で割ったものとなると解されている(6)。従って、非公開会社の場合には、かなり厳密に株主平等が守られているわけである。このような手続きが設けられているうえにさらに特別決議を要求しているわけであるが、立法論的にそこまで要求する必要があるのかはいささか疑問ではある。非公開会社の

自己株式の取得の場合に特別決議を要求するのは、特定の株主のみ利益分配を受けることになり、株主平等の原則と抵触するおそれがあるため、特に特別決議を要求するのであろう（その問題がなければ、利益処分なのであるから通常決議で足りるはずである。商法は、非公開会社の配当に関して特別決議を要求していない。）。しかし、非公開会社においては、さきに述べたように、公開会社以上に、すべての株主が公平に売却の機会が与えられ（すなわち株主平等の原則が担保されている）にもかかわらず、公開会社よりも厳格な手続を要求するのは、いささか行き過ぎではないのであろうか(6a)。

一方、207条ノ3ノ2及び210条ノ3の場合は、このような株主平等に関する手続きは設けられていない。前述のClerkの所説のように、この場合は、制度の性質上不平等とならざるを得ないからである。しかし、特別決議を要求している。この要求は、やはり、株主平等に反せざるを得ないが故のものであり、また、他の株主が参加しえないが故に不公正な対価が設定される恐れがあるからであろう。

（2）取得の動機の問題

この点で問題となるのは、取締役が自己の地位を維持するための取得に関してである。これが取締役の信認義務違反となることは、判例も古くから認めていたところのものである(7)。しかし、信認義務違反となるためには、その動機が第一次的に自己の地位の維持にある場合でなくてはならず、また、その立証責任は、原告たる株主にあるとされている。第一次的な動機がそのような目的の場合でなくてはならない、と言う制限は、ある程度止むを得ないことであろう。なぜなら、自己株式の取得は、必ず議決権の移動を伴うものであるから、それは、取得が許されている以上当然である。

しかし、デラウエアの判例理論では、この幅を事実上さらに広げている。デラウエアの判例においても専ら取締役の地位の維持のための自己株式の取得は違法とされてはいる(8)。しかし、Kors v. Carey事件(9)では、専ら取締役の地位の維持のためと考えられる幅を非常に狭く解している。この事件の事実は、単純に言うと、取締役の経営政策に反対する株主から会社がその持ち株を買い取ったというものである。裁判所は、専ら取締役の地位の維持のための取得は違法としながらも、「営業の将来に対する明白な脅威と思われるものを除去するために株式の取得が必要であるとの公正な経営判断（honest business judgment）の下で」決定がなされたなら、自己の地位の維持の為の取得であっ

ても許されると判示して、本件では、そのような脅威の存在の立証がなされているとして、当該取得を適法とした。そして、のちの判例では、判断がそれがなされた時点で合理的と思われた場合、取締役の側で、善意と合理的な調査をなしたことを証明すれば、判断の誤りは免責されるとしている[10]。

しかし、この判決に対しては、厳しい批判がなされている[11]。第一に、判決は、株主が取締役の害意つまり専ら自己の地位を維持するために取得がなされたことを証明しなければならないとしているが、それは極めて困難である。第二は、これは、もっと本質的な問題であるが、経営判断が自己の地位の維持の為の取得を正当化するか、ということである。判決における正当化の要件は、会社財産をいわゆる proxy contest に用いる際の要件に類似しており、判決は、このような取得を proxy contest と同一視していると思われる。つまり、多数派工作のために会社の財産が用いられるという面ではどちらも同じであり、むしろ、自己株式の取得の方が、金庫株が会社に残る分だけ、会社に対する損害が少ないと考えている。しかし、経営方針の最終的な判断は、株主にあるのであり、proxy contest の場合は、判断の資料を株主に与えているに過ぎず、取締役の方針と反対派の方針のどちらが良いかの判断は未だ株主にあるのに対して、自己株式の取得の場合は、取締役の判断を株主に一方的に押しつけるものであって株主の権限を害するものであると言う批判がある。

更に、会社や、株主の重大な損害を回避するために自己株式の取得がなされたとしても、それのみで取得が正当化されるかという指摘がある。すなわち、他の、より会社にとって損害の少ない方法（例えば、proxy contest や派生訴訟、証券法に基づく訴訟の提起等）で会社や株主の損害が回避できる場合には、それをとるべきであって、取締役は、自己株式の取得以外に損害を回避できないことも証明する必要があるのではないかという批判がある。

この判決の後、自己株式の取得に関して、更に取締役に有利な判決が出ている[12]。デラウエア州法の下で、敵対的公開買付に対する会社のいわゆる“防戦買い”のケースにおいて、公開買付の評価とそれに対する会社の対応を決定することは、取締役の義務の範囲内にあるとして、いわゆる経営判断の原則を適用して、取締役は、差し迫った経営上の目的を証明する必要はないと判示している。ただし、取締役に詐欺や権限の濫用などの非行があることが立証された場合には違法となる余地があるとしている。すなわち、自己株式の取得についての取締役の意図に関して、挙証責任を完全に取締役の相手方に転換している

のみで、完全な自由裁量の下においているわけではない。

しかし、デラウエア州の判決は、この判決の後も、このような立場を採っているわけではない。著名な Unocal v. Mesa Petroleum 事件[13]では、Kors v. Carey 事件の枠組みを採っている。この事件では、著名な Greenmailer である、Pickens 率いる Mesa Petroleum が Unocal 社に対して 2 段階公開買付をかけたのである。即ち第一段階の買付は、一株につき$54で買い付け、第二段階の買付は、一株を、原告が$54の価値があると主張するところのいわゆるジャンクボンドと交換するというものである。これに対して Unocal は、弁護士や投資銀行とも協議したうえで、$54は安すぎるとして、$72で公開買付をすることに決定した。ただし、Mesa 社はこの公開買付の対象から除くこととした。これに対して Mesa が Unocal 側の公開買付に対して差止命令を求めたのが本件である。デラウエア州最高裁は、会社は、たとえ一部の株主からでも自己株式の買い戻しをする権能を持ち、それを制限するのは、その決定をなす取締役の信任義務のみであると判示した。そして、取締役が信任義務に従っているかどうかの判断基準として、Kors v. Carey 事件の枠組みを採っている。本件においては、取締役会は十分な調査を行っており、また、Mesa 社の公開買付の手法は、株主に過剰の圧力をかけて安値で株式を買いたたこうとするものであり、これを阻むために公開買付をすることは、株主の利益を守るためのものであり、もっぱら取締役の地位を維持するためのものではないとした。また、Mesa 社を公開買付の対象から除外したことも、Mesa 社の Greenmail の試みを阻み、会社の利益を守るために必要であったとして Mesa 社の請求を棄却している。

その後のデラウエアの判決において、公開買付に対する防衛戦術が取締役の信任義務に反しない要件として、Unocal 事件の判旨を敷衍して以下のように述べている[14]。

第一に目標会社の取締役は、会社の方針や利益に対する脅威があると信じるに足る合理的な証拠を示さなければならない。

第二に取締役会によってとられる防衛行為は、会社の利益に対する脅威との関係で合理的なものでなくてはならない。

第三に、取締役会が第一、第二の判断をする際には、十分に情報を与えられた社外取締役が取締役会に加わっていなければならない。

これらの要件が満たされていれば、取締役の信任義務違反の挙証責任は、取締役の相手方に転換される。

確かに、判例の批判も十分に理解できるが、私見では、アメリカ法の解釈としては、単なる経営方針の対立ではなく、会社の重大な損害を避けるためにこのような取得がなされた場合については許容されても構わないのではないかと考える。アメリカ法においては、株価の暴落の際の買い支えが株主の利益の維持の為に許容されるように、経営者の交代によって株主が損害を被るような場合ならば、会社理事者の地位の維持と言うやや利己的な目的があっても許されるのではないかと思われる。ただ、取締役の害意を株主の側で証明しなくてはならないという点についてはなお問題が残ると考えられる。

この問題は、むしろ今後企業防衛のための取得が許された場合にかかわってくる議論であって、現行日本法では、ほとんど問題にはなりえないであろう。207条の3ノ2や210条ノ3の場合はこのような問題は性質上ほとんど生じえない[15]。また、212条ノ2の場合も、取得した株式が償却されてしまうので余り問題にはならないであろう。問題になりそうなのは、212条ノ3の取得をcounter tender offerとして行う場合であろうが、これとても、償却のための取得の授権は定時総会でのみ許されるのであるから、機動的に対処しなければならないこのような場合には、現実的なものではないであろう。

(1) W. CARY & M. EISENBERG, CASE AND MATERIALS ON CORPORATION 1432 (6th ed. 1988).
(2) Kessler, *Share Repurchase and Modern Corporation Law,* 28 Ford. L. Rev. 637参照。
(3) Martin v. American Potash & Chemical Corp., 33 Del. Ch. 234, 92 A. 2d 295.
(4) R. CLARK, CORPORATE LAW 630 (1986).
(5) Speed v. Transamerica Corp. 99 F. Supp. 808 (1951). なお、Note, *Stock Repurshes Abuse and the No Prejedice Rule,* 59 Yale L. J. 1177 (1950) 参照。
(6) 吉戒　前掲第1節注(60)32頁。
(6a) なお前田　前掲第2章注 (36) 18～19頁参照。
(7) Gilchrist v. Highfield, 140 Wis. 476, 123 N. W. 102 (1909).
(8) Potter v. Sanitary Co. of America, 22 Del. Ch. 110, 194 A. 87 (1937).
(9) 39 Del. Ch. 47, 158 A. 2d 136 (1960).
(10) Chiff v. Mathes, 41 Del. Ch. 494, 199 A. 2d 548 (1964).
(11) 以下の批判説の詳細は、Note, *Buying Out Insurgent Shareholders With Corpoarte Fund,* 70 Yale L. J. 309 (1960) 参照。

(12) Pogostin v. Rice, 480 A. 2d 619 (Del. 1984).
(13) 493 A. 2d 946 (Del 1985).
(14) Moran v. Household International Inc., 500 A. 2d 1349 (Del Nov 19, aff'g 490 A. 2d 1059 (Del Ch. 1985)。ただし、この事件では、問題となった標的会社のとった防衛戦術は、counter tender offer ではなく毒薬条項（poison pill）であった。
(15) 207条ノ3ノ2の場合、最初から会社に買い取らせる目的で、会社と株主が通謀したような場合にのみ生じうる。しかし、この場合も、総会の特別決議が要求されるわけであるから、3分の2の株主が現在の会社理事者を支持しているのであれば、違法というほどのことはないように思われる。

第3節　対市場の問題

この問題については、会社法ではなく、証券取引法の問題である。自己株式の取得は、しばしば、内部者取引や相場操縦の手段として用いられることがある。これらの不公正一般は、有名な rule 10b-5 によって規制されることは言うまでもない。

更に近年、証券取引法ににおいて、特に自己株式の取得の規制を目的とする規定が設けられるようになった。1968年に公開買付を規制する「ウィリアムズ法」の一部として、34年法13条 e 項が制定された。これは、SEC に会社が自己の発行する証券を取得することを規制する権限を与えたものである。

これに基づいてまず、規則13e-1が制定されている。これは、証券の発行者以外の者による公開買い付けがなされている場合には、会社が買い入れる証券の種類、数量、買い入れる相手方、買入の目的、買入がなされる市場、それに用いられる資金量などを SEC に届け出ることを定めている。

更に SEC は、自己株式の取得一般について、規則13e-2を1970年に提案し、更に、1973年、1980年に改定案が出されている(1)。これは、簡単に言うと、(1)2つ以上のブローカーを使って買い注文を出して、(2)寄り付きまたは大引けで、(3)直前の値段または現在の呼び値を越える価格で、あるいは、(4)週間売買高の10%超または直近の1日の売買高の15%を越える株数を買い付けてはならず、更に、詳細な開示を要求するものである。しかし、SEC は、1982年に至ってこの規則案を撤回し、代わって、規則10b-18を制定した(2)。これは、内容的に

は、ほとんど13e-2と同様のものである。しかし、数量が一日平均の15％から25％に引き上げられたことと開示規定が外されている。開示規定が外されたのは、他の開示に関する規定で十分であると考えられたためである(3)。更に大きな変更は、これが強制的な規制ではなく、いわゆるセーフハーバー条項となった点である。つまり、10b-18(b)には、この条文の定める要件に従う限り、使用したディーラーやブローカーの数、取得の時期・価格・数量の点で証券取引法9条(a)項(2)、規則10b-5に違反したとは見做されない旨が規定された。しかし、セーフハーバー条項である以上、この要件に従わない取得が直ちに違法となるわけではない(4)。このような変更がなされたのは、自己株式の取得プログラムが、不正な目的でなされることは稀であって、過度の規制はかえって会社の正当な業務目的を阻害する恐れがあるため、強制的な規制ではなくセーフハーバー条項に止められるべきであるとSECが考えたためである(5)。

このような形で、詳細な規制によって、自己株式の取得について特に問題となる相場操縦を防止している。もちろん、10b-18に従ったとしてもこれに定められている要件以外について10b-5違反になることは従前の通りである。アメリカの証券取引法において、特に10b-5においては、非常に強力な救済手段が用意されており(6)、また、監視体制も整っていることから、対市場関係では、証券法制によって十分な弊害防止がなされていると言えるであろう。

日本法では現在はどうなっているか。今回の商法改正に対応して、証券取引法も若干の改正がなされている。

まず、自己株式取得の決定は、インサイダー取引を規制する証券取引法166条にいう重要な事実に当たると規定している（166条2項1号ハ)。従って、自己株式取得の決定が公表される前に会社の役員等が自社の株式を買い入れることはインサイダー取引として禁止されることになる。

また、商法で公開買付けによる自己株式の買入れが認められたことに対応して、この場合の手続きが整備されている。基本的には、通常の公開買い付けと同様の手続きであるが、発行会社それ自体が買い付けるという特殊性から若干の修正がなされている(7)。

問題は、相場操縦規制である。今次の改正においても、Rule10b-13に相当する規定を設けようという動きがあったのであるが結局は見送られている(8)。しかし、小林助教授が指摘しているように、こうした自己株式取得は相場操縦の道具になりやすいものであるから、今後何らかの規制を設けるべきであろう。

（1）詳細は、河本一郎「自己株式取得の禁止と立法政策」企業と法（上）・西原先生追悼論文集（昭52）156頁参照。
（2）S. E. C. Ex. Com. Release No. 33-6434: 34-19224: IC-12823.
（3）26 S. E. C. Dock. 868, 871.
（4）Rule 10b-18(c).
（5）26 S. E. C. Dock. 868, 869.
（6）詳細は神崎克郎「会社の自己株式取得と内部者取引」商事法務研究549-8参照。
（7）詳細は、大森通伸「自己株式取得の規制緩和にともなう証券取引法の改正の概要」商事法務1361-8頁参照。
（8）この経緯については、小林量「公開会社の自己株式取得」ジュリスト1052-13参照。

第6章　結び

以上でいささか大雑把ではあるがアメリカにおける自己株式取得規制について概観してみた。このように、わが国で言われているような自己株式の取得に対する弊害については、長年の歴史的経験から、アメリカにおいても十分自覚されているのであって、決して野放しにされているわけではなく、他の制度との整合性から規制が形成されているのである。現行日本法との相違は（例えば金庫株の存在や取締役会の承認の有無等）、そこから来ている部分が多い。しかし、アメリカ法の規制の態様は、今後の日本法の運用及びさらなる規制の緩和を考える上で十分に役立つと思われる。しかし、日本法への導入を考える場合は、なお大陸法とアメリカ法の構造との比較特に取締役の責任追求の方法、配当・新株発行に関する法制度及び、アメリカでは、乱用防止に大きな役割を果たしている証券法制の比較が十分ではなく、これは今後の課題であるといえる。