

金庫株解禁の商法改正

福本 葵

1 はじめに

二〇〇一年五月一八日、「商法等の一部を改正する等の法律案」が第一五一回通常国会に提出された。法案は、六月二日に可決、成立し、同月二十九日に公布、一〇月一日に施行されている。商法改正には、株式制度に関して主に三つの注目材料がある。その一つが自己株式取得および保有の自由化、いわゆる金庫株解禁であり、二つ目は株式の単位の見直しである。そして、三つ目の注目材料が法定準備金制度の規制緩和である。二つ目の株式の単位の見直しには、会社設立時の株式発行額面規定の削除、株式分割時の純資産額等に関する規制の撤廃⁽¹⁾、面株式の廃止、端株の処理方法の改正、単元株制度の設立が含まれている。本稿では、三つの注目材料のうち、第一の改正、金庫株制度について概観したい。⁽²⁾

2 金庫株とは何か

改正商法のどの条文をとっても、「金庫株」という概念は定義されていない。金庫株という用語は米国の“treasury stock”に由来するものであり、一般的に、「目的・使徒の制限なく取得でき、長期間保有できる自己株式」を意味すると考えられる。このたびの商法改正以前、会社は原則として自己株式を取得することが認められていなかった。例外的に自己株式取得が認められる場合があったが、これは消却目的やストック・オプションに

使用する目的による取得等に限られていた。また、これらの取得目的であっても、自己株式を取得できる期間や数量に制限があった。それが、このたびの商法改正で自己株式取得は、原則容認、例外的に禁止と大きく変化した。自己株式の取得目的に制限がなくなり、また取得した自己株式を期間・数量の制限なく保有することを認めた。これがいわゆる金庫株の解禁である。

3 旧商法の自己株式取得規制

(1) 旧商法における自己株式取得

改正商法以前の商法では、自己株式取得は原則禁止されており、取得が認められるのは例外的な場合のみであった。取得が認められる例外的な場合とは、株式消却、合併または他の会社の営業全部の譲受、会社の権利の実行および株式買取請求権に備える目的の取得、端株の買増および売却の仲介のための取得、ストック・オプション等であった。また、保有期間や取得可能な総数にも限定があった。

(2) 自己株式取得規制の理由

旧商法が自己株式取得を原則として禁止していた理由には主に以下の四つがあげられている。第一に、自己株式取得は会社資本の払い戻しとなるためである。資本を財源として自己株式を有償で取得することは、実質的には、会社債権者に先立って株主に出资を払い戻すことと同視できるため、会社債権者を害するおそれがある。第二に、自己株式取得には、会社経営者による株価操縦の危険性がある。会社の内情に通じた会社経営者が、株価が下落した際に自己株式を買い占めて価格を高騰させたり、未発表の経営情報をもとに株式の売買を行うインサ

イダー取引が行われるおそれがある。第三に、自己株式取得によって、出資によらない会社支配の機会が与えられる可能性がある。つまり、自己株式の取得により議決権を有する株式の総数を減少させ、一部の者の支配力を相対的に強めたり、保有する自己株式を特定の者に譲渡することにより、その者の支配力を強める等、会社支配の公正を害すおそれがある。最後に、特定の株主に対し会社から高い対価が支払われる弊害が起こる危険性があるためである。つまり、会社が恣意的に一部の株主から買い受けると、株主間に不平等を生じさせ、また、保有する自己株式を特定の者に時価より低い価格で売り渡すことにより株主間に不平等を生じさせるおそれがある。しかし、これらに関しては、自己株式取得を禁止するという方法を取らなくても、例えば、自己株式取得の方法を他の株主に不利益を生じさせない方法にしたり、インサイダーや相場操縦が行われないように証券取引法の改正するといった方法でも対処しうるとの批判が寄せられていた。

4 自己株式取得のメリット

(1) 金庫株解禁のメリット

金庫株の解禁を求める要請は主に経済界から発せられた。一般に金庫株を解禁する主たる理由は以下のものである。第一に、持合の解消によって放出された株式の受け皿として、金庫株を利用する。会社は自己株式を購入することにによって、持ち合い解消によって放出された自己株式を購入し、株価の下落に歯止めをかける。金庫株をいわゆる株価対策に用いることができるものである。第二に、合併・株式交換・会社分割など事業の再編の際、新株発行の代わりに金庫株を充てることができる、とするものである。第三に、敵対的企業買収の防御策や対抗策となるというものである。持ち合いの解消によって大量に放出された株式は敵対的買収に用いられる

おそれがある。そこで、放出された株式を、金庫株を用いて吸収することによって、敵対的買収を防ごうとするものである。第四に、自社株年金基金（ESOP = Employee Stock Ownership Plan）への拠出がある。

（２）新株発行や株式消却との違いは何か

金庫株の解禁を求める理由は以上のようなものがあるが、これらは他の方法によっても達成されるのではないだろうか。なぜ自己株式取得でなければならないのか。例えば敵対的買収に対する防御策として、新株を発行することによって同じ効果が得られるのではないかという疑問が生じる。しかし、新株発行よりも自己株式取得が望まれるには、まず、自己株式取得が新株発行よりも機動的であるということがあげられる。新株を発行するためには、払込期日の二週間前に、新株の種類、数、発行価額、払込期日、募集の方法を公告し、あるいは株主に通知する必要がある。⁽³⁾ また、新株発行は配当負担を増大させ、既存の株主の持株比率を低下させ、株式価値を下げる。

また、金庫株を保有することは実質的な減資である。同じ減資の手段である株式消却には、株式の失効手続きが必要となる。これに比して、金庫株はその必要がなく、機動的である。さらに、株式消却と金庫株とは、授権枠に違いが生じる。授権枠とは、定款で定めた会社が発行できる株式の総数のことで、その枠内であれば、株主総会の決議によらず、取締役会の決定だけで新株発行できる。株式消却を行うと、同時に授権枠も減少してしまうので、再度株式を発行するときに株主総会の決議が必要となる場合がある。しかし、金庫株の取得は授権枠を維持したままであるので、取締役会の決議だけで保有する金庫株を処分することができる。

5 改正商法

(1) 改正商法（金庫株解禁関連）の概要

一〇月一日施行の改正商法では、これまでであった規制のうち、取得目的、数量、株式取得期間の規制が撤廃された。改正商法二一〇条以下では、取得の手續、取得方法、取得財源、消却および売却の方法が規定されている。

自己株式の取得

商法二一〇条以下の規制対象となる行為は、自己株式の買受である。買受とは、会社が自己株式を具体的に取得する場合、すなわち有償で自己株式を市場においてまたは相対で取得する場合をいう。従つて、買受にあつたらない自己株式取得は以下の手續き、具体的には、定時總會の決議なく取得できる。これらには、無償消却や営業譲渡、合併など旧商法でも認められていた自己株式取得が含まれる。

i 取得の手續および取得方法

自己株式を買い受けるには、定時總會による授權決議が必要となる。決議の内容は次の定時總會の終結のときまでに買い受けることのできる株式の種類、総数および取得価格の総額である。定時總會の決議を必要とする理由は、自己株式取得が利益処分と類似の性格を持つからである。自己株式取得は、規制の理由で述べたように会社資本の払い戻しであり、取得財源も配当可能利益とされていることから利益処分類似の性格を有する。利益処分の決議は定時總會において授權されるものであり、自己株式取得もこれと整合性を保つために定時總會にお

いて授権決議されるものと考えられる。また、買い受ける方法によって、決議にも要件に違いを設けている。市場取引または公開買受による場合は普通決議で足りるが、特定の者から買い受ける相対取引の場合は特別決議を必要とする。

ii 取得の財源（取得価格の総額）

自己株式取得の財源は配当可能利益の範囲内でなければならない（商法二一〇条三項）。これは資本の充実に維持の原則の要請から規定されたものである。更に、定時総会において自己株式の買受が定められていても、期末に配当可能利益が生じなくなるおそれがあるときには、自己株式の買受は禁止される。そして、自己株式の買受を行ったものの、その営業年度の終わりに配当可能利益が生じなかった場合、取締役は会社に連帯して損害を賠償しなければならないとしている。

自己株式の取得財源の規制緩和は、冒頭に述べた商法改正の三つ目の注目材料にあたる法定準備金制度の規制緩和と密接に結びついている。法定準備金は、資本準備金と利益準備金からなる。改正以前は、会社は資本準備金とは関係なく、資本の四分の一に達するまで、利益の一定の割合を利益準備金として積み立てなければならなかった。⁽⁴⁾ 改正法は、利益準備金は、資本準備金と合わせて資本の四分の一まで積み立てれば足りることとした（商法二八八条ほか）。また、改正前においても消却法特例法において、資本準備金を原資とする自己消却は認められていた。今回の改正によって、さらに利益準備金についても、法定限度を超える部分については、法定準備金の減少手続きを取った後、自己株式取得の原資とすることが可能となった（商法二一〇条三項、四項ほか）。

自己株式の消却

これまでの消却方法には定時総会の決議によって行うものと、消却特例法により定款に消却に関する事項を定めておいて取締役会の決議によって行う方法があった。改正商法においては保有する自己株式は取締役会の決議により消却できることとした（商法二二二条⁽⁵⁾）。

自己株式の保有および処分

これまでは会社が自己株式を取得しても、失効手続きを行つか、相当の時期に処分することが定められていた。改正商法では、旧商法にあった自己株式の処分義務を撤廃し、保有には制限を設けていない。会社は、取得した自己株式を数量、期間等の制限なく保有でき、保有する自己株式を取締役会の決議によって、随時、売却処分したり、消却したりすることが可能となった。これによって、会社は合併等の際に、新株の代わりに使用することができるようになった。自己株式を処分する際には、新株発行の規定を準用することとなった。新株発行には既存株主や会社債権者を保護する目的で、適正な売却価格の決定や売却手続きの透明性の確保を図る規定等が定められている。⁽⁶⁾ 自己株式を随時売却できることは、新株発行と類似の効果をもたらすので、これら新株発行の規定を準用することとなった。

(2) 金庫株解禁に伴う関連法令の改正

このたびの商法改正に伴って、証券取引法における相場操縦、ディスクロージャー、インサイダー取引に関する規定が改正された。

まず、相場操縦規制には、新たに証取法一六二条の二が設けられた。これは、相場を操縦する行為を防止するため、取引の公正の確保のため必要かつ適当であると認める事項を内閣府令で定めることができるものである。そこで、発行会社が証券市場における自己株式の買付けの委託等を行う場合に満たさなければならない条件を定めた「上場等株式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」を定め、商法施行と同時に施行することとした。金庫株の解禁を求めていた経団連は金庫株の解禁に際し、セーフ・ハーバー・ルールを設ける必要性があると提言していた。内閣府令はいわゆるセーフ・ハーバー・ルールとはなっていないが、⁽⁷⁾ 個々の項目はアメリカのセーフ・ハーバー・ルールであるSEC規則10b-18と類似のものとなっている。

次に、インサイダー取引を定めた証取法一六六条を改正した。これまでの証券取引法においても、会社関係者が自己株式を売買する場合には「重要事実」の公表後でなければならぬとされていた。今回の改正でこの「重要事項」に、自己株式の取得、処分に関する決定が含まれた。

ディスクロージャーに関しては、証取法二四条の六が改正された。つまり、これまで三ヶ月ごとであった自己株券買付状況報告書の提出が自己株式取得の定時総会の決議後から次期定時総会まで一ヶ月ごとに提出することと厳格化された。

(3) 自己株式取得の弊害に対する対応

このたび改正は、先に述べた自己株式取得の弊害に対して、どのように対応しているであろうか。まず、自己株式の取得規制の理由には、自己株式取得が出資金の払い戻しになって、会社債権者の利益を害するというものがあった。これに対して、改正商法は自己株式取得の財源を配当可能限度等の範囲内に限定した。また、決算期

に配当可能限度額が残らないおそれがあるときは取得を禁止している。更に、期中に自己株式買受を行い、期末に資本の欠損が生じた場合、自己株式買受を行った取締役は、会社に対して連帯して、その欠損額について会社に対して賠償の責任を負うこととされている。第二のインサイダー取引が行われるおそれがあるという批判に対しては、証券取引法を改正している。第三の出資によらない会社支配の機会を与えることになるといふ批判に対しては、新株発行の規定を準用することによって、既存株主や会社債権者を保護することとしている。最後に、自己株式取得は株主平等原則に反するという批判があった。これに対しては、自己株式買受の方法を原則市場における取引または公開買付によるものとしている。相対取引によるときは、株主総会の特別決議によるものとしている。更に、他の株主にも売却の機会を与えるものとしている。

6 自己株式取得の経済的影響

日本においては一〇月に開始されたばかりの金庫株の解禁であるが、アメリカにおいては従来自己株式の取得が行われている。アメリカの自己株式取得は自己株式を取得した企業および市場全体にどのような経済的影響を与えているであろうか。

アメリカの企業が自己株式取得を行う主たる理由は、第一に、企業が余剰資金を有しており、その適切な投資機会が見当たらない場合、自己株式取得によつて株主へ資金を返却するというものである。同じ目的を配当によつても達成することができるが、配当よりも自己株式の取得が選好されるのは、税制上、配当よりも自己株式取得の方が有利であるからだといわれている。配当よりも自己株式取得が選好されるもつ一つの理由は、配当が継続的なものであるという見方が強いのに比して、自己株式取得はそのような期待がなされず、機動的であるから

だとされている。日本において、自己株式取得が企業の余剰資金の株主への還元のために行われるという論調はアメリカほど強くない。アメリカにおいて余剰資金の株主還元が重要視されるのは、巨額の内部留保を包含する会社、ROEの低い会社はM&Aの標的となり易いためである。

第二に、アメリカの企業が自己株式取得を行うケースとしてあげられるのは、当該企業の株価が割安となっていると考えられる場合、その株価を適正なものに回復させるために自己株式取得を行うというものである。⁽⁸⁾アメリカにおいても日本においても、自己株式取得が、その後の当該会社の株価にどのような影響をもたらすかという実証研究が数多くなされている。これらの研究の多くは少なくとも一時的であれ、自己株式取得は株価を引き上げたことを示すものである。アメリカでは、ブラックマンデー直後に積極的に自己株式が取得され、これが株価の下落を食い止めたといわれている。また、九月に発生した同時多発テロの直後も株価下落を食い止めるための自己株式取得計画が相次いで発表されている。自己株式取得が株価の下落を食い止める理由として、一般に言われているものがシグナリング効果である。シグナリング効果とは、経営者が自己株式を購入するのは、その時点における株価が安いと判断したからであり、自己株式購入は経営者から発する株価に関するシグナルの発信であるというものである。

7 おわりに

二〇〇一年一〇月一日施行の商法改正の目玉は、金庫株解禁であるといわれている。施行以来、エステー化学やサンリオなど多くの企業が金庫株の取得を発表し、そうした企業の株価が上昇しているようである。敵対的M&Aの防御策や株式持ち合い解消への株価対策等、金庫株の解禁を求める際、取り上げられたメリットが全て

実際に発揮できるかは、今のところ定かではない。本来のあるべき第一の株価対策は企業の収益力の上昇である。自己株式取得はその意味では抜本的な対策ではない。しかし、上場企業の三分の一は無借金会社か実質的には無借金会社であるといわれている。自己株式の取得は余剰資金の還元であり、企業のROEの向上に役立つ。自己株式の取得が、必ずしも、株主にとって常にプラスの材料であるとはいえないが、自社株式取得の緩和によって、企業の財務戦略上の選択肢が拡大し、機動的で柔軟な対応が可能となったことは企業にとって評価すべき事実であると考えられる。

注

- (1) 拙稿「株式分割の制限（商法二二八条）の新解釈」『証研レポート』No. 一五八五、四四～五五頁。
- (2) 三つ目の改正点である法定準備金制度の規制緩和については金庫株との関連において考察する。
- (3) 改正商法では新株発行手続きも簡素化された。
- (4) 株式会社・有限会社において、毎決算期に利益処分として支出する金額の一〇分の一以上および株式会社において中間配当をすることにその配当額の一〇分の一を利益配当金として積み立てなければならなかった（旧商法二八八条ほか）。
- (5) 今回の改正に伴い、消却特例法は廃止された。
- (6) 新株発行には、適正な売却価格の決定（二八〇条の二等）、売却代金の払い込みの確保（一七七条二項、二八〇条の七）、売却手続きの透明性の確保（二八〇条の三の二）のための規定が定められている。
- (7) セーフ・ハーバー・ルール（Safe Harbor Rule）とは、当該規定の下で行動する限りは違法とはならない範囲を明確化

したルールである。アメリカでは、自己株式の取得にあたり、相場操縦に該当しないためのセーフ・ハーバー・ルールがSEC規則10b-18に規定されている。

- (8) これに対し、モジリアーニ¹¹ミラー理論は、一定の仮定の下では、配当も自己株式購入も企業の価値に影響を及ぼさず、株価にも影響しないとす。

【参考文献】

伊豆久「自社株買いについて」証研レポート一五九七号二頁～一九頁。

江頭憲治郎「法定準備金制度の規制緩和」ジュリスト二〇六号一七頁～二二頁。

野村修也「金庫株の解禁」ジュリスト二〇六号一〇一頁～一〇七頁。

(ふくもと あおい・研究員)