

わが国における自己株式取得の規制緩和

井 上 清 香

はじめに

1. 1899年（明治32年）商法制定後～1970年代商法改正
 2. 1980年代後半～1990年代前半 自己株式取得規制緩和論
 3. 1994年（平成6年）商法改正とみなし配当課税
 4. 1997年（平成9年）及び1998年（平成10年）商法改正
ストック・オプション制度の導入と株式消却特例法
 5. 2001年（平成13年）商法改正 金庫株の解禁
- 結びにかえて

はじめに

近年において、わが国の企業の自己株式保有量は驚異的に増加していることは周知の事実である。紙面でも“株主利益の還元策としての自社株買い”といったようなキーワードが、ここ数年見受けられるようになった。今や金庫株をどのように活用していくかは、企業経営者の責任の下で自由に行なわれている。

しかし、わが国の商法においては、長年の間、自己株式の取得は原則禁止とされてきた。弾力的な企業経営を行うために緩和を要求する経済界と、それによって起こる、資本の空洞化・株主間の公平性の確保・会社による株価操作等の弊害を理由とし、断固として認めない法曹界等諸団体の間で対立があり、商法としても後者の意見を尊重していた。それにもかかわらず、わが国ではバブル経済の崩壊を契機として、景気回復のための株式市場活性化の観点から、急速に自己株式取得の規制緩和が進められていったのである。そして、1997年（平成9年）には経済界の長年の強い要望であったストック・オプション制度が導入され、ついに、2001年（平成13年）の商法改正により金庫株が解禁となり、現在と同様自己株式の取得・保有・消却及び処分は企業の裁量に委ねられることとなった。この改正は、企業の利益絶対額経営重視から、資本効率化経営重視への転換を促し（或いは“株価重視経営”といえるかもしれないが）、資本制度を大きく変えるきっかけとなったのである。

一体、自己株式取得の規制緩和の本当の狙いは何であったのだろうか。本稿では、以上に示した自己株式取得規制緩和の背景を探るべく、2001年の商法改正における金庫株の解禁に至る経緯を、それまでの度重なる改正と緩和に向けての各方面の意見対立を切り口に考察していく。

1. 1899年（明治32年）商法制定後～1970年代商法改正

(1) 自己株式取得の絶対的禁止から原則禁止へ

自己株式とは、「会社がいったん発行した後にその発行会社自ら取得し保持している株式をいい、いわゆる発行予定株式中の未発行株式とは異なる（英米法では、わが国の自己株式に当たるものを金庫株 [treasury stock] または社内株という）。¹⁾」

わが国では1899年（明治32年）に商法が制定されて以来、以下の規定により自己株式の取得を長い間絶対的に禁止としてきた。

「会社八自己の株式ヲ取得シ又八質権の目的トシテ受クルコトヲ得ス」（1938年（昭和13年）改正前の商法151条1項）

その理由は、社団法人が同時に自己の構成員たる社員になることは不可能であるという論理上の理由を除き、以下に示す政策上の理由が挙げられていた²⁾。

自己株式の取得は、会社財産の充実に害し、会社債権者等利害関係者の利益を害する。

自己株式の真価を知る取締役等が、会社の内部情報を利用し株主・投資家の利益を害する。会社が自己株式取得による株価の維持工作等により、不当な株価の相場操縦を行い、一般投資家を欺く。

自己株式の取得の方法・対価のいかんによっては、株主平等等の原則に反することになる。会社支配権を維持する目的で会社理事者が他人名義で株価を取得し、その議決権を利用することは、株主および会社債権者の利害を害する。

会社が株式の買占めを行った者から、その株を会社が高値で買い取る場合には、会社に財産的損害等を与えることになる。

商法が自己株式の取得を全面的に禁止していないのは、これを是認すべき実質的理由が存することに基づく。

このような理由により、長年絶対的禁止の立場をとっていた商法であったが、1938年（昭和13年）の商法改正により原則禁止・例外的に許容という規制に改められ、以下の3つの場合に限り自己株式の例外的取得が認められることとなったのである。

株式消却のための自己株式取得（商法210条1号）

合併又は営業譲受けに伴う自己株式の取得（商法210条2号）

権利の実行のための自己株式取得（商法210条3号）

この改正により例外的に自己株式の取得が認められたことで、自己株式の取得禁止立法の趣旨が法理論的なものではなく、経営政策上の要請であることが明らかになった。従って、自己

1) 上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫『新版注釈会社法(3) 株式(1)』有斐閣、1986年、231ページ。

2) 同上、227-229ページ。

株式取得の原則禁止の立場を要約すると、一般的には以下のような指摘がなされる³⁾。

資本の空洞化（会社債権者保護）

株主間の公平性の確保

不公平な株式取引の禁止（会社による株価操作の禁止）

括弧書きは、筆者加筆。

会社支配権を巡る不公正な取引防止

言い換えれば、上記 から に弊害が生じない限りにおいて、自己株式の取得が許容されることになった。

さらに1950年（昭和25年）の商法改正により、自己株式の取得が認められるケースとして新たに「合併・営業譲渡の反対株主の株式買取請求による自己株式の取得」が追加された。以後1966年（昭和41年）、1981年（昭和56年）、1994年（平成6年改正）の商法改正により自己株式取得の一部規制緩和が行われていくが、原則禁止の立場は変わらぬままであった。

1938年（昭和13年）の商法改正以来、自己株式について原則取得禁止という厳格な立場をとってきた商法であったが、後に自己株式原則取得可能の立場へと転換していく。一体、自己株式取得規制緩和の本当の狙いは何であったのだろうか。

以下では、自己株式取得原則禁止の立場をとる商法に対する各界の意見を確認するため、1970年代における法制審議会商法部会の審議の動向について見ていくことにしよう。

(2) 株式制度に関する改正試案

1974年（昭和49年）改正商法の後、会社法の全面改正に関わる作業が開始され、1975年（昭和50年）法務省民事局参事官室は、関係各団体に対し会社法改正に関する意見を照会し、約60団体からこれに対する回答を得た。その回答の中で自己株式取得の制限緩和においても意見が集まり、法制審議会商法部会は、翌年よりこれらの意見を参考とし、会社法改正の実質的審議に入り、まず討議の内容として株式制度を取り上げたのである。

そして、後の1977年（昭和52年）6月、法制審議会商法部会の審議の結果を踏まえて作成された「株式制度に関する改正試案」が法務省民事局参事官室から公表された。その中には、自己株式等の取得についても記述されており、自己株式取得制限の緩和を望む意見が出されていた。しかし、この試案においても自己株式の取得規制を緩和しないという方針が貫かれている。

3) 杉野博貴『自己資本構造論 株式の時価発行と自己株式取得による自己資本構造の変容』中央経済社、1998年 p.150. 富岡幸雄「大企業の巨額な自己株式の取得実態（上） 金庫株解禁時と最近の状態の分析と検討」（『中央大学商学論纂』第50巻、3・4号、2008年、69ページ.）においても、「自己株式を原則として禁止してきた主たる理由として、会社の資本の充実・維持に違反し、会社の財産的基礎を危うくするとともに、株主平等の原則に違反し、会社による株価操作のおそれがある」と指摘している。

以下では、その内容について見ていこう。

〔試案の内容〕

第三 自己株式の取得等

一 自己株式の取得制限

会社は次の場合を除いて、自己の計算で自己の株式を取得してはならない。

- (a) 株式を消却のためにするとき
- (b) 合併又は他の会社の営業全部の譲受けによるとき
- (c) 会社の権利の実行に当たりその目的を達するために必要があるとき
- (d) 株主の買取請求権の行使があったとき

(注) (1) 従業員に会社の株式を取得させるため及び株式買取請求権付社債を発行した場合に社債権者による株式買取請求権の行使に応じるために自己株式の取得を認めるべきかは、これらの制度に関する諸問題の一つであるが、この場合、従業員、社債権者には新株引受権を与えることで足りるのではないか。

(2) 単位株制度を採用した場合の単位未満株の整理のための自己株式取得については第二・六（単位未満株式の買取請求・単位株式にするための売渡請求）参照

上記に示した試案の内容を見ていくと、実質的には原則禁止の立場をとる商法210条（1966年改正商法）と変わりはない。しかし、前述した1975年（昭和50年）に行なわれた法務省民事局参事官室からの意見参照に対する回答では、財界諸団体をはじめとするかなりの団体が、自己株式の取得制限を現行法より緩和すべきことを主張しており、上記試案に賛成意見を示す法曹界及び学会諸団体との対立がみられた⁴⁾。

また、同意見参照の際に「従業員による自己株取得を容易にする等のため、自己株式取得の制限を緩和すべきとする意見があるが、どうか」との形の質問がなされた。これに対して、特に財界方面からの自己株式取得制限の緩和を望む声が多くあったが、本試案では従業員持株のための自己株式取得をも認めなかったのである。

ではなぜ、自己株式取得制限を現行法より緩和すべきことを認めることができないのであろうか。ここでもう一度自己株式取得の禁止理由について確認してみよう。前述(1)のように、自己株式取得を認めないのは、資本の空洞化（会社債権者保護）、株主間の公平性の確保、不公平な株式取引の禁止（会社による株価操作の禁止）、会社支配権を巡る不公正な取引防止を理由とする。これらに弊害が生じない限りにおいて自己株式の取得が許容されているのである。それでもなお、緩和すべきことを認めないのは、緩和の必要性よりもそれによって起こりうる弊害が大きいからである。

4) 1975年（昭和50年6月）に法務省民事局参事官室が行った会社法改正に関する意見照会の結果では、財界諸団体から、自己株式の取得制限につき現行法の制限を緩和すべしとの強い意見が寄せられている。したがって、この試案のような自己株式の取得制限は、非常に厳格な立場に立つものということができ、その結果財界諸団体からはかなり厳しい反対意見が表明された。これに対して、法曹界、学会諸団体は右の思案の立場に基本的には賛意を示し、財界と際立った対照を示している。（元木伸・稲葉威雄「株式制度改正試案に対する各界意見の分析 [3・完]」『商事法務』、第800号、1978年、20ページ。）

法務省民事局参事官室からの意見参照に対し意見を表明した団体は、これらの禁止理由を考慮した上で自己株式の取得規制の緩和に関しどのような意見を述べているのであろうか。

(3) 「株式制度に関する改正試案 第三 自己株式の取得等」に反映された各界の意見
自己株式取得制限の緩和を望む意見

財界諸団体は、自己株式の取得がある程度制限されることはやむを得ないとしつつ、一定の範囲内での取得制限の緩和を主張し、多くの団体がその取得が認められる範囲について具体的提案をしている。

経済団体連合会は「(自己株式の取得は) 会社経営の弾力性との兼ね合いから過剰規制にならないかとの疑問を呈し、資本維持の原則から見れば利益剰余金または資本剰余金の範囲での取得を認めればよく、もしこの制度がとれないなら、政策的に必要なものについて積極的に例外措置を認めるべきある。また、特に経営努力あるいは勤労意欲のインセンティブとなっているストック・オプション制度の導入とそのため自己株式の取得は認められるべきである⁵⁾」とし、また、その他の団体は「弾力的な企業経営に資するため、資本充実の原則に反しない限り積極的に例外措置ないしは緩和措置を認めるべきである⁶⁾」、「企業の活力を削ぐことのないよう留意さるべきことを主張する⁷⁾」等の意見を述べている。(【図1】参照)

自己株式の取得制限を緩和すべきでないとする意見

日弁連等は「自己株式の取得は、資本の一部払い戻しとなるため、資本充実の原則に反し、株価操作、内部者取引または会社経営者による会社の不当な支配に利用されるおそれがあるの

<p>【自己株式取得制限の緩和を望む意見】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 会社経営の弾力性との兼ね合いから制限することは過剰規制になる ・ 資本維持の原則から見れば、利益剰余金または資本剰余金の範囲での取得を認めればよい ・ 政策的に必要なものについて積極的に例外措置を認めるべき (ストック・オプション制度等) ・ 企業の活力を削ぐことのないよう留意さるべき 	<p>【自己株式の取得制限の緩和を反対する意見】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 資本充実の原則に反する ・ 株価操作・会社経営者等による会社の不当な支配に利用されるおそれがある ・ 会社資本の充実の要請からすれば、規制を強化する必要はあっても、緩和する必要はない。 ・ 株価形成の除去の観点から制限することが妥当である
--	---

出所：筆者作成

【図1】 株式制度に関する改正試案に対する意見対立

5) 同上, 20ページ.

6) 同上.

7) 同上.

で厳重に制限すべきであるとする⁸⁾」と主張する。その他「会社資本の充実の要請からすれば、規制を強化する必要はあっても緩和する必要はない⁹⁾」、「資本充実及び不正な株価形成の除去の観点から制限することは妥当である¹⁰⁾」といったような意見が寄せられた。(〔図1〕参照)

従業員持株等のための自己株式の取得 従業員持株等のために自己株式取得を認めることの可否¹¹⁾

従業員持株のために会社が自己株式を取得すべきであるという意見は財界諸団体の強い意見であり、その他の諸団体も同調している。また、経団連は経営政策、従業員福祉の見地からその取得が認められるべきであることを主張している。また、認めるべきではないとする意見はごく一部であった。

このように、自己株式の取得制限の緩和を積極的に求める声には企業経営の円滑化を重視した政策的な意見が挙げられると同時に従業員の勤労意欲の向上と共に証券市場の活性化にもつながるストック・オプション制度や、従業員持株制度の導入の検討等の柔軟な対応をすべきことを求める声があがった。一方で、自己株式の取得制限を緩和すべきでないとする意見には、上記(1)でも取り上げた、自己株式を利用することによるその企業における不公平な株式取引(会社による株価操作)、会社支配権を巡る不正な取引等すなわち、企業を主体とした株価操作等が与える影響について懸念を抱いていることがわかる。今後両者の意見がどのように反映されていくのであろうか。

当時の状況下ではこのような試案が公表されたが、その後の度重なる商法改正においても自己株式取得規制緩和は立法の対象とならず、1970年代後半から1980年代にかけても依然として原則禁止の立場は変わらぬままであった。しかし、断固として自己株式の原則取得禁止の立場を崩さない商法であったが、1990年代に入り自己株式取得規制緩和論は加速していくのである。次節では自己株式取得規制緩和論が加速していくこととなった理由について探っていこう。

2. 1980年代後半～1990年代前半 自己株式取得規制緩和論

1989年(平成元年)ごろ、日米構造協議においてアメリカ側より、証券市場を閉鎖的なものにしていく株式の相互持合いの解消が要望された。そのような相互保有による安定株主工作を止めるには、それに代わる企業の防衛手段が必要となるため、アメリカで注目されている金庫株に注目が集まり始めた。そのような中、その後の1991年(平成3年)には、わが国はバブル崩壊による戦後最大の不況期に突入し、証券市場は株価下落に見舞われたのである。

8) 同上, 21ページ.

9) 同上.

10) 同上.

11) 同上, 22ページ.

そのため、翌1992年（平成4年）3月の政府の緊急経済対策として「自社株保有に関する規制のあり方」が検討された。これを受け、断固として自己株式の原則取得禁止の立場を崩さない方針を貫いていた法制審議会商法部会も自己株式取得一部緩和に向けての検討を始めた。

法制審議会商法部会では、1970年代に次いで1992年（平成4年）に自己株式取得及び保有に関する商法上の規制の見直しの検討が行われた。そして翌年の1993年（平成5年）には、法務省民事局参事官室名により、改正に関する「問題点」の解説及びこれに対する各界の意見の分析ならびに諸外国の実態調査報告とともに、各界から法務省に提出された意見をその了解を得て収録した「自己株式取得および保有規制に関する問題点」が公表されたのである。

(1) 諸外国の立法例¹²⁾

この検討を行う上で法制審議会商法部会では、諸外国の立法例との比較考察を行なった。本稿ではわが国における法制を中心とするため、諸外国の法制については論点のみを抽出しておくことにしよう。

諸外国の立法例は大きく分けて、アメリカ型とEC型に分けられる。アメリカ型は自己株式の取得を原則自由とし、取得の財源について剰余金の範囲内という規制があるほかは取得事由による制限を設けないものであり（取得後の保有の可否については州によって分かれる。）、他方でEC型というのは、ドイツ、フランス及びイギリスの法制を指し、これらの国の自己株式の取得規制はわが国と同様に原則禁止、例外許容のスキームを採用している。しかし、EC型は従業員に提供するための自己株式の取得が認められる等、例外的に許容する場合が日本の規制よりも広いため、諸外国と比較してもわが国の規制は最も厳格であった。

このような諸外国の法制を検討した上で、商法部会はわが国における自己株式取得及び保有に関する商法上の規制について以下の検討を行なっている。

(2) 自己株式取得一部緩和に向けての検討 自己株式取得および保有規制に関する問題点

法制審議会商法部会から公表された「自己株式取得および保有規制に関する問題点」は、「1 規制緩和の必要性」、「2 取得の事由」、「3 取得財源規制および数量規制」、「4 取得の方法」、「5 取得後の自己株式の取り扱い」等13項目にわたって意見を求めている。そして、本問題点には表題に、以下の頭注を付している。

- | |
|--|
| <p>(注) 1 現行法の自己株式の取得規制（商法210条、211条参照）、子会社による親会社の株式の取得規制（商法211条の2参照）及び有限会社による自己の持分の取得の規制（有限会社法24条1項参照）との調整については、なお検討する。</p> <p>2 証券取引上のディスクロージャー規制及びインサイダー取引規制並びに税法上のみな</p> |
|--|

12) 吉戒修一・小野瀬厚「自己株式取得規制に関する各界意見の分析 次期商法改正の論点」『別冊商事務』、第152号、1993年、4ページ。

し配当課税の取扱い等との関連については、なお検討する。

上記枠囲い(注)1は、自己株式の取得及び保有規制の見直しのあり方次第では、現行法との調整を要することを念のため指摘したものであり、同じく(注)2は、自己株式の取得及び保有規制の見直しは、証券取引法上のディスクロージャー規制及びインサイダー取引規制ならびに税法上のみなし配当課税と関連することを指摘したものである¹³⁾。

このように法制審議会商法部会においては、自己株式の取得及び保有規制の見直しについて、証券取引法上及び税法上の検討課題があることも含め、現行の自己株式の取得規制を見直すことも許されると解することができる。一般的に、現行法の規制を改める場合には、その必要性を検討しなければならないため、「自己株式取得および保有規制に関する問題点」の1項目として「規制緩和の必要性」が挙げられている。これは経済界がかねてから主張してきた要望等を整理したものである。

「自己株式取得および保有規制に関する問題点」内容の一部

- 一 規制緩和の必要性
(規制緩和の必要性)
- 一 現行の自己株式取得規制を次のような必要性の下に緩和すべきであるとの意見があるかどうか。
 - 1 株主への利益還元の充実
 - 2 従業員持株制度の運営の円滑化
 - 3 ストック・オプション制度の利用
 - 4 余剰資金のより適切な運用
 - 5 企業買収への対抗策
 - 6 株式需給の適正化
 - 7 株価の不当な低落への対応策
 - 8 株式相互持合い解消の受け皿

(注) 具体的な必要性がなくとも自己株式による弊害が認められない限度で自己株式取得規制を緩和すべきであるかどうかについては、なお検討する。

【規制緩和の必要性の各問に対する意見】

上記問題点について、賛成意見が多数あるいは賛成意見が反対を上回ったのは「2. 従業員持株制度の運営の円滑化」と「3. ストック・オプション制度の利用」であり、ほぼ同意見であったのは、「5. 企業買収への対応」である。

また反対意見が多かったのは「4. 余剰資金のより適切な運用」、「6. 株式需給の適正化」、「7. 株価の不当な低落への対応策」、「8. 株式相互持合い解消の受け皿」であった。「4」については、「自己株式は会社の資産運用の対象としてはリスク分配に適さない」という意見が多く、自己株式を投資対象として取得することは望ましくないと考えている。また「6」及び

13) 同上、3ページ。

「7」については両者共に株価操作に繋がると考えられ、特に、「7」においては、この問題は市場原理に委ねるべきであると主張するものが多く、何をもって「不当」というべきか曖昧であるとの指摘がなされた。「神奈川大学法学部」として出された意見表明によると、「公正な証券市場において価格が形成されている以上、その価格は公正適正なものと考えらるべきである¹⁴⁾」との意見を示している。

「1. 株主への利益還元の充実」については、反対意見がやや多かった。一般的には、自己株式の取得は、その結果として社外株式数が減少し、これにより一株当たりの利益等の株価指標の向上等により株価の上昇が期待され、株主へキャピタルゲインによる利益還元を行うことができる」と説明される。そのため、「株主への利益還元」は、後に企業における経営上の選択肢の1つとして、自己株式取得（自社株買い）を行うためのキーワードとなっていくのである。しかし、一部であるが株価操作のおそれや市場の公正を歪めるという理由が挙げられており、もしこれが株主のための利益還元というならば、取得後の自己株式の保有を認める必要はない、との指摘もなされている。

このように見ていくと「2. 従業員持株制度の運営の円滑化」「3. ストック・オプション制度の利用」及び「5. 企業買収への対応」については自己株式の取得及び保有を目的として今後緩和される可能性が高く、その他の項目については市場の公平性を歪める可能性が高いと考えられている。特に、「7. 株価の不当な低落への対応策」については、これに対する意見に「公正な証券市場において価格が形成されている以上、その価格は公正適正なものと考えらるべきである」との指摘があったが、この指摘は非常に重要であると考えられる。もし、自己株式の取得規制の緩和が株価の不当な低落への対応だとすれば、それは株価操作または、政策手段としての自己株式取得の規制緩和と捉えられても異論はないだろう。また、「6. 株式需給の適正化」は、バブル期における企業の過剰なエクイティ・ファイナンスの結果として必要となったものであると考えられ、これを自己株式取得の規制緩和の必要性と捉えることは不適切ではないだろうか。

今後自己株式の取得制限の緩和が行なわれる中で、「自己株式取得および保有規制に関する問題点」の「1」から「8」に挙げた項目はどのように影響されていくのだろうか。この取得制限の緩和については、以下に示す経済団体連合会の意見も重要となっていく。

【経済団体連合の意見】

経団連は「自己株式取得および保有規制に関する問題点」の「二 取得の事由」、「三 取得財源規制および数量規制」、「五 取得後の自己株式の取り扱い」及び「十二 株式の消却」について以下のように発言していた。

自己株式の取得には制限を加えず、取得の最高限度については配当可能限度額を目安とする

14) 同上、26ページ。

こと、その手続きについては定款に大枠を定め、実際の取得は株主総会の決議ではなく取締役会に委ねること、また取得した自己株式を保有するか処分するかについては会社の判断に委ねるべきであるとし、その理由を「今後、経済環境が激変することも予測される内外情勢のもとで、企業が弾力的な経営を行っていくためには取得の場合と同様、保有についても数量制限を設けるべきではない¹⁵⁾」としている。また消却に関しては、現行の利益消却の規定を廃止し、みなし配当課税が撤廃されることを主張しており、従来反対意見として挙がっていた、自己株式の取得による株価操作のおそれや市場の公正を歪めることについては、取得枠や配当可能限度額を目安とすることや、証券取引法に基づいた適正な運用をすることで払拭できるという意見を示している。

経済界としての主張はつまるところ、企業における自己株式の取得及び保有の自由化を求めるものであり、国際競争力の観点を視野に入れている。しかしながら、自己株式の取得及び保有の自由化は企業が直接株式市場に介入することとなるため、その自由化には慎重な検討が必要となってくるであろう。

このように経済界においては、企業が自己株式を経営の選択肢として活用できるよう、柔軟な対応をすべきことを積極的に求めており、以下に示す「自己株式取得および保有規制に関する問題点」に対する意見総論でも、経済界は取得制限の緩和について具体的意見を述べている。

(3) 自己株式取得および保有規制に関する問題点 規制緩和に関する意見総論

以下は、諸団体の自己株式の取得及び規制緩和に関する総論的意見である。

【規制緩和への積極的意見】

規制緩和への積極的意見として、経済団体連合会は以下のように述べている。「自己株式の取得の緩和は、経済界にとって20数年来要望している、まさに歴史的ともいえる重要課題であるが、特に昨今における経済環境の変化や企業経営の国際化に対応して、是非とも早期に実現する必要がある。もとより経済界としても、単に規制緩和を要望するだけでなく、規制緩和に伴う弊害防止のために必要かつ十分な措置を講ずる必要があると考える¹⁶⁾」、その他「日本鉄鋼連盟」として出された意見表明では、「その必要性は単に従業員持株制度の推進にとどまらず、問題点に掲げられたその他のいずれの事項についても認められるところである¹⁷⁾」、また、「これらの問題点に掲げられた必要性の目的に対し、顕著な効果をもたらすことは期待できなくとも、経営の柔軟性に資することは疑いない。殊に経営活動が一層国際化するにつれ、諸外国との国際的調和の観点からも必要性が認められよう¹⁸⁾」と、経営の弾力性及び国際的調

15) 同上、133ページ。

16) 同上。

17) 同上、23ページ。

18) 同上。

規制緩和への積極的意見	規制緩和への消極的意見
<ul style="list-style-type: none"> ・従業員持株制度の円滑的な運営，株主利益にもつながる ・企業経営の国際的な対応にも不可欠である ・経営の柔軟性に資することは疑いない ・諸外国との国際的調和の観点からも必要性が認められる 	<ul style="list-style-type: none"> ・弊害が生ずるおそれを上回る緩和の必要性は認められない ・株式消却制度の改善によるべきである ・自己株式の取得及び保有の規制緩和として主張されていることは代替手段によって可能であり，その取得・保有と手段によって達成する必要性は切実でない ・危険を犯してまで，必要性の乏しい規制緩和をすべきではない。

出所：筆者作成

【図2】 自己株式取得および保有規制緩和に関する意見総論

和の観点からの意見が示された。（【図2】参照）

【規制緩和への消極的意見】

消極的意見には総じて，弊害が生ずるおそれのある緩和の必要性は認められないこと，また株式消却制度の改善によるべきであることを挙げるものが多い。

「日弁連」として出された意見表明では，「自己株式の取得及び保有の規制緩和として主張されていることは代替手段によって達成可能であるばかりでなく，わが国の現状ではそれを自己株式の取得・保有と手段によって達成する必要性がそれほど切実であるとは認められない。一方，規制緩和はわが国の証券取引とその規制緩和の現状を前提とする限り種々の弊害をもたらす必要がある。よって，あえてその危険を犯してまで，必要性の乏しい規制緩和をすべきではない¹⁹⁾」と，弊害を懸念する声をあげる。また「早稲田大学法学部教授」として出された意見表明では「問題点が例示する事由は，いずれも個別的には緩和を正当化するほどの理由たりえないと思われる，とした上で，原則禁止例外的取得の立場を維持しつつ，株主総会の決議がある場合のみを一定の条件の下に例外として追加すべきである²⁰⁾」と原則禁止例外的取得の立場を主張した。（【図2】参照）

以上から，自己株式取得規制緩和論の賛成意見において，1970年代と変わらず主張していることは，企業の弾力的な財務構成が可能となることであり，また新たな視点としては，企業経営の国際化及び諸外国との国際的調和の観点の主張である。同時に自己株式取得制限の規制緩和は株主の利益に繋がることを挙げており，ここからは，バブル期を境に株主利益を重視する経営へと転換していったことが推察できるであろう。一方で，規制緩和への消極的意見では，依然として緩和により弊害が生ずるおそれを慎重に検討している。

19) 同上，24ページ。

20) 同上，23ページ。

このように、自己株式の取得規制緩和はその弊害を懸念する消極的な意見も見られたが、1990年代のバブル崩壊を契機として進展していくのである。これは、バブル期における株式の過大発行で流通株式数が増大したことにより下落した株価を、自己株式の取得という方策をとることで株価を下支えしようとする緊急経済政策の始まりであるといえるであろう。皮肉なことに上記(2)で見た「規制緩和の必要性の各問に対する意見」で反対意見が多数を占めた「6. 株式需給の適正化」及び「7. 株価の不当な低落への対応策」が自己株式取得規制の緩和に大いに影響を与えることとなる。

3. 1994年(平成6年)商法改正とみなし配当課税

前節においてみてきた、1992年(平成4年)4月から審議が開始された自己株式取得規制緩和の議論は、以下に述べる平成6年6月に「商法及び有限会社の一部を改正する法律案」(1994年(平成6年)法律第66号)が参議員本会議において成立・公布(同年10月施行)されたことにより、終焉を遂げたと思われた。しかし、この法律案は一部規制を緩和したにすぎず、取得した自己株式の長期保有も認められていなかった。さらには、みなし配当課税制度が障害となり、自己株式を取得する企業は一部にとどまったのである。様々な問題点が存在するものの、この法律案は今まで厳格な姿勢を崩そうとしなかった商法が、歩み寄り形となった初めての法案であることには違いない。裏を返せば、厳格な姿勢を崩そうとしなかった商法でさえも、緩和を認めざるを得ない状況になったのではないのだろうか。この改正を契機とし、自己株式取得規制が徐々に緩和されていくのである。

以下では、1994年(平成6年)の商法改正の内容とみなし配当課税の関係について見ていこう。

(1) 自己株式取得及び保有の拡大と利益消却目的の自己株式取得の拡大

1994年(平成6年)の商法改正により自己株式の取得規制が緩和された背景には、1992年(平成4年)春以降の急激な株価の下落及び経済の落ち込みの中で、政府の経済対策に自己株式の取得規制の見直しが持ち込まれたこと、またわが国と自己株式の取得規制のスキームを同じとするEC諸国の法制も緩和されたことにより、自己株式の取得の見直しに消極的であった学界の中からも一定の制限付きながら具体的な緩和の立法論が唱えられ始めたことが挙げられる²¹⁾。長年に渡る経済界の自己株式の取得規制緩和の要請は、経済の悪化を後押しとして実現へと向かっていった。

本改正では、自己株式の取得及び保有について原則的に禁止を維持しながら、例外的に自己

21) 吉戒修一「平成六年商法改正法の解説(1)」『商事法務』、第1361号、1994年、2ページ、5ページ。
大隈健一郎「自己株式取得規制の緩和について」『商事法務』、第1295号、1992年、2ページ。

株式を取得できる事由として新たに以下の4つが追加された。

使用人に譲渡するための取得（商法210条の2）

定時株主総会決議に基づく利益消却目的の取得（商法212条の2）

閉鎖会社の自己株式消却の特例（商法210条5号，204条の3の2の2から204条の5まで，210条の3）

有限会社の自己持分の取得（有限会社法19条，24条）

上記の新たな事由の中で注目すべきは、及びである。の使用人に譲渡するための取得は、主として従業員持株制度の運営の円滑化を狙うものであり、前節でも確認した「自己株式取得および保有規制に関する問題点」における規制緩和の必要性の1つが認められることとなった。また、の定時株主総会決議に基づく利益消却目的の取得については、現行の利益消却を緩和するものであり（旧商法では、資本減少と定款に基づく利益消却しか認めていなかったため）、その目的を限定していないため、広く使用することが可能となった。この自己株式の取得事由の緩和については弊害を防止するため、株主総会の決議を要すること、自己株式の取得総額を配当可能利益の範囲内に制限し、これに違反し会社に損害が生じた場合には取締役特別な損害賠償責任を負わせること、また株価操作及びインサイダー取引防止のため証券取引法の運用及び改正を行うこと等十分な措置が講じられた。

しかし、この改正は、については自己株式の保有期間が6ヶ月以内に限られていたため長期保有が認められず、またについては数量について規制は設けなかったものの、利益消却のための自己株式の取得には株主総会に基づく決議が必要である等の制限があったため、いくつかの課題が残されたのであった。

翌年1995年（平成7年）4月に政府は、「緊急円高・経済対策」の中で証券市場活性化のため「本年6月の株主総会に向け、株主に対する利益還元策として自己株式取得への積極的取り組みを要請する」と発表した。「株式の利益消却」とは、発行会社が配当可能利益（剰余金）を用いて自ら発行した株式（自己株式）を取得し消却することであり、消却した株式数だけ発行済み株式総数は減少する。そのため、政府は、利益消却が実施されればROE（自己資本利益率）やESP（一株当たり利益）が上昇すると共に株式への投資魅力が増加し、株式の供給調整効果も生むことになるであろうとの期待、さらには株主重視の経営を促し株式市場の活性化につながることを期待したのである。しかし、同年6月改正商法施行後初となる株主総会になるも、利益消却に関する決議は一件もなかった。そのため、みなし配当課税が利益消却実施への障害となっているという認識が強まったのである²²⁾。

22) 通産省が307社を対象実施したアンケート調査の結果は、自己株式を取得しなかった理由として「残存株主に対するみなし配当課税」（70.8%、重複回答可）「みなし配当課税に伴う発行会社の事務・コスト負担」（66.7%）を筆頭に挙げた。さらに株式利益消却時のみなし配当課税について、94.0%の企業が「撤廃しないし凍結すべき」と回答している。吉川満「株式の利益消却に係るみなし配当課

さらに政府は、同年6月に発表した「緊急円高・経済対策の具体化・補強を図るための諸施策」において「株式活性化の観点から自己株式の取得を促進するため、発行企業に対して自己株式取得への積極的取り組みを引き続き要請するとともに利益消却時におけるみなし配当課税を行わないこととする特別措置を講ずる」とし、また、同年9月における「経済対策 景気回復を確実にするために」において「自己株式の利益消却の場合のみなし配当課税の特例措置を講ずることとし、次期臨時国会に所要の法案を提案する」ことが決定された。これに伴い、第134回国会（臨時国会）において、最近における社会情勢にかんがみ、株式市場活性化の観点から上場会社等による利益をもってする株式の消却の場合のみなし配当課税の特例を盛り込んだ「租税特別措置法の一部を改正する法律案」が国会に提出され、11月に参議院本会議において可決・成立し、同月に平成7年法律第131号として公布され、同日から施行されたのである。

(2) 企業における自己株式の買入れ消却

このように、政府の追加景気対策の一環である「利益消却に伴うみなし配当課税停止措置」により、企業が自己株式の買入れ消却を行う環境が整備されることとなったが、実際企業はどのように動き始めたのであろうか。

わが国の上場企業はバブル経済期に過剰なエクイティ・ファイナンスを行い、資本効率を著しく悪化させた。1994年（平成6年）における日本の株主資本利益率（ROE）は米国の8分の1であったと言われている。日本生命保険の西岡忠夫常務は当時の状況について、「日本経済新聞（1995年7月28日）」の記事で以下のように示している。「日本企業はROEの分子である利益については懸命な改善努力こそ続けてきたが、分母の株主資本はなおざりにしてきた」と指摘した上で、「投資したいのはROEを大切にして効率よく利益を生み出す企業。自社株買いは利益の絶対額重視から資本効率重視の経営へ意識の転換を促すだろう」と今後の自社株買いへの期待を示した。また、当時の野村総合研究所の渡辺茂財務調査室長も「日本経済新聞（1996年7月1日）」及び「日本経済新聞（同年7月27日）」の記事において、「日本企業が利益の絶対額から資本効率重視の経営へ転換するきっかけとなる」、自社株買いの本当の効果は「資産を有効活用することの重要性が認識され、それが本質的な経営効率の改善に結果的につながるかどうか」との意見を示した。

一方で、自社株買いを実施しない企業もあった。当時の旭化成工業社長弓倉礼一氏は「株主に報いるのは高収益事業に再投資し、会社の収益力を強くすることのほうが肝心だと思う²³⁾」と発言し、また当事の荏原の藤村宏幸社長は、「それも（自社株買い）ひとつの選択肢だが、事業成長によってROEを高める余地がある以上、自社株買いは実施しない。あくまで高収益

税の凍結」『商事法務』、第1406号、1995年、3ページ。

23) 日本経済新聞、1995年7月27日。

事業に重点投資することでROEを高めることが企業の本分だと考えている²⁴⁾」と意見を示している。

このように、企業間においてみなし配当課税の凍結に対する考え方は、株式数を意図的に減らしROEを高める方法を選択する企業と、余剰資金は資金を再投資に向けるという企業に2極化した。実際、過剰なエクイティ・ファイナンスを行い資本効率を著しく悪化させた企業にとっては、資本効率化経営の手段としての自社株の買入れ消却は非常に有効であり、一般的には以下のようなメリットが期待できる²⁵⁾。自己資本利益率(ROE)、一株当たり利益(EPS)などを高めることができ、また余剰資金を株主に戻すことで効率経営を通じて株主に報いることができるとともに、発行済株式数の減少による株式の需要改善も期待できる、遊休資金を利用した消却の実施により、会社をスリム化し筋肉質の経営を実施することができる、株式数のコントロールを通じ増配のためのベースを築くことができる。

しかし、このようなメリットが挙げられるものの、自社株の買入れ消却は、過剰な資本を減らすための政策的導入に過ぎず、先に示した高収益事業に再投資しROEを高めることが事業の本分である、という考え方は適切であると考ええる。

このような企業間の考え方のずれが生じたものの、上記に示した効率経営の観点から、1995年(平成7年)10月店頭公開企業アムウェイを初めとして、アサヒビール、トヨタ自動車等経団連関連企業が自己株式の取得に乗り出した。しかし、1994年(平成6年)商法改正では、自己株式の取得には株主総会決議を得るという厳格な要件が課されていたため、みなし配当が凍結された後においても自己株式取得を発表した企業は23社にとどまっていた(自己株式消却を発表した企業のうち1社は株主総会の決議を見送っている)²⁶⁾。

4. 1997年(平成9年)及び1998年(平成10年)商法改正 ストック・オプション制度の導入と株式消却特例法

(1) 1997年(平成9年)ストック・オプション制度導入とその背景

では、このような中どのように自己株式の取得が活性化していったのであろうか。その契機となったのは、ストック・オプション制度である。

当時、経済界では、アメリカ経済の大きな起爆剤となったストック・オプション制度に関心が高まっていた。従来、わが国の商法の下では、ストック・オプション制度を導入するために必要な自社株式を手当する方法として、新株の有利発行及び自社株式の取得があったが、新株の有利発行については株主総会の特別決議の効力が6か月に制限されており、自社株式の取得

24) 日本経済新聞、1995年9月5日。

25) 日本経済新聞、1995年7月6日、日本経済新聞1995年7月27日。

26) 保岡興治「ストック・オプション制度に係る商法改正の経緯と意義」『商事法務』、第1458号、1997年、2ページ。

についてもストック・オプション目的での自己株式取得は認められておらず、また自己株式の消却期間が6か月に制限されていたことから、法制度上、わが国の会社が新株引受権方式によるストック・オプション制度を導入することは実質的に困難な状況にあった。

これに対し、前述のとおり、商法を改正しストック・オプション制度の導入を可能とすべきであるとする経済界からの要望は古くから行われていた²⁷⁾。平成6年の商法改正の折にも、経済界からはストック・オプション目的での自己株式取得の規制緩和が要望されていたが、時期尚早のことからその導入は見送られていた²⁸⁾。しかし、一部の企業に対し以下のような措置が講じられたのである。1995年(平成7年)11月、特定新規事業実施円滑化臨時措置法(以下「新規事業法」という。)の改正により、ベンチャー企業の人材の確保を円滑に行うため、商法の特例措置として特定の株式未公開企業に限り、新株の有利発行に関する株主総会の特別決議の効力を6ヶ月から10年に延長することが認められた。そのため、これらの企業については新株引受権を付与する方法によるストック・オプション制度の導入が可能となったのである。

しかし、ストック・オプションの付与は、新規事業法の認定を受けたベンチャー企業に限られていたため、その後の改正により対象会社は追加されたが、株式を公開している一般の企業は対象とされていなかった。そのため、公開企業等では本来資金調達手段である分離型新株予約権付社債を利用した擬似ストック・オプション付与(ワンラント方式²⁹⁾、大株主拋出方式³⁰⁾)が行われていたのである。

このような状況の中、1997年(平成9年)3月28日に閣議決定された規制緩和推進計画では、ストック・オプション制度の一般的導入につき、「特定新規事業に関する新株有利発行制度の運用実態調査を行い、調査結果を踏まえて、ストック・オプション制度のあり方等について検討に着手し、平成9年度中に結論を得て、改正法を経て平成10年度中の早期に導入する」ことが示されていた。しかし、ストック・オプション制度は、有能な人材確保に資し、取締役や従業員に業績向上のためのインセンティブを与え、株主重視の経営を促進するだけでなく、企業の活性化、ひいては株式市場の活性化にも大きな効果を期待することができるものであり、この制度の実現は緊急の課題であると考えられ、できるだけ早期に実現を図るべきであると判断された。そして政府の計画を1年前倒しして、議員立法により商法改正が行なわれたのである。

27) 同上, 2ページ。

28) 吉戒修一「平成六年商法改正法の解説 [1]」『商事法務』, 第1361号, 1994年, 4ページ。

29) 公開企業(ソニー等)の一部では、会社がワンラント債を発行し、金融機関に引受を依頼し、新株引受権証券(ワンラント部分)のみを買い戻し、役員又は従業員に報酬の一部として支給する方法をとっていた。これをワンラント方式という。

30) 大株主が直接保有している持株又は持ち株会社を通じて保有している持株を従業員又は役員に特別報酬として付与する方法であり、付与する時の株式の価格を、付与時の時価よりも低くすることにより、従業員又は役員に経済的利益を与えることができる。

以上のような経過を経て、商法を改正する法律案として初めて議員立法という形で「商法等の一部を改正する法律」（1997年（平成9年）5月21日公布，法律第56号）として国会に提出され成立し、ストック・オプション制度の導入が決定されたのである。また、同時に同じく議員立法として、利益による自己株式消却の手続きの簡素化を内容とする「株式の消却手続きによる商法の特例に関する法律」（同年5月21日公布，法律第55号）（以後、株式消却特例法）が成立した。この理由について、「両法律案は、会社をめぐる最近の社会経済情勢等にかんがみ、ストック・オプション制度を整備することにより、株式会社の取締役及び使用人の意欲や士気を高め、かつ、優秀な人材確保の有効な手段として、企業の業績向上や国際競争力の増大に資するとともに、自己の株式の消却に関する手続きを緩和することにより、資本市場の効率化、活性化を図り、もって国民経済の健全な発展に寄与するためのものである」と第140回国会法務委員会第8号で報告されている³¹⁾。

これにより、一定の要件の下に取締役又は使用人に権利行使期間を長期的に定めることができる新株引受権方式のストック・オプション制度が新設されるとともに、取締役又は使用人（自社の従業員等に限る）に譲渡するための自己株式取得について、消却期間が10年に延長されたことから、自己株式を取得する方法によるストック・オプションの導入が可能となったのである。

また、改正前の商法では利益処分が株主総会の権限であることから、自己株式の利益消却は定時株主総会の決議が必要とされていたが、株式消却特例法により一定の要件の下で取締役会議に基づいて自己株式取得・消却を行なうことができることとなった。この法律の提案者は、この消却手続きの簡素化により「自己株式の消却は、株主資本利益率（ROE）の改善による投資対象として株式の魅力向上、株式市場の需給の改善（タイト化）、株式持合いの解消の受け皿となること等の効果により、資本市場の効率化と活性化に大きな効果が見込まれる。また、余剰資金のある成熟産業から需要旺盛な新規産業への資金流入を円滑化するという経済構造改革への効果も期待される³²⁾」との説明を行なっている。

その後、同年10月には取締役又は使用人に対する新株の引受権の付与の規定が新設され、自己株式を市場から取得してストック・オプションの対象とする自己株式方式に加え、資金力の少ないベンチャー企業等の人材確保にも資することが期待され、資金調達を要しない新株引受権を活用する新株引受権方式のストック・オプション制度が導入されることとなった。この改正により、ストック・オプション制度は株主の利益と役員及び従業員等の利益を一致させ、株主重視の経営が一層定着するのに資することを目的として企業において定着するようになっていった。

31) 第140回国会法務委員会第8号 <http://kokkai.ndl.go.jp/SENTAKU/sangiin/140/1080/14005131080008a.html> (2010.1.9アクセス)。

32) 同上，6ページ。

(2) 1998年(平成10年)商法改正 議員立法による自己株式消却枠の拡大

ここまで見てきたように、1990年度以降、自己株式の取得はわが国における経済対策の一環として、また企業の資本効率化経営の手段として注目されるようになっていったのである。これに伴い、1998年(平成10年)商法改正においても自己株式の消却手段として以下の改正が盛り込まれた。

前述したように、自己株式を取得し消却する目的は、バブル期における大量のエクイティ・ファイナンスで増加した発行済み株式数を減少させることにより、1株当たりの利益(EPS)及び株主資本利益率(ROE)を向上させること、また株式市場の需給を改善することであり、ひいては日本経済を活性化させることであると考えられる。そして、その消却原資は、資本金及び定款に基づく利益消却、定時株主決議に基づく利益消却とされてきたが、ここに新たに注目されたのが資本準備金である。

この背景には、最近の金融システムの動揺と株式市場の低迷等により景気停滞色が強まっていることが挙げられ、このまま株式市場の低迷が続けば、わが国の経済は深刻な状況に陥ることが懸念される状況であった。そして、1998年(平成10年)1月27日経団連の「自己株式消却に関する緊急要望」を受け、2月20日に発表された自民党・緊急経済対策(第4次)において、公開会社につき取締役会の決議により、資本の欠損に備えるための法定準備金を超える資本準備金を財源として自己株式の取得及び消却ができるよう、2000年(平成12年)3月までの時限立法として議員立法で商法の改正を図ることが盛り込まれた(後に、2002年(平成14年)3月31日まで延長)。これに基づき、「株式の消却の手続きに関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律(以下、「改正消却特例法」という。)」が1998年3月に公布され、同時に施行された。

この法案は株式の消却につき利益を要しないため、業績が低迷している会社であり、かつ、過去の大量のエクイティ・ファイナンスによって発行済株式数が多く、資本準備金の蓄積が大きい企業にとって救済措置となるが、以下のような反対意見も多い。この改正消却特例法に対し、「自社株買いは産・官一体の株価維持工作(PKO)になり下がった³³⁾」、「自社株消却自体は否定しない。資本準備金を取り崩すのが由々しい問題なのだ。利益も含み益も潤沢な会社がなぜ準備金に手をつけるのか³⁴⁾」と、実質的減資であり、企業社会の土台をもろくする資本準備金の取り崩しには反対であるという手厳しい意見も挙がった。

しかし、このような対策を講じたものの、1998年(平成10年)10月、株価はバブル崩壊後の最安値を更新し一旦持ち直したが、再び株価は急落した。そして、このような中、2000年(平成12年)に経団連が「わが国では、企業が経営の安定を図る等の目的で相互に株式を持ち合うことが行われてきたが、保有する株式の評価についての時価主義の導入、株価急落による含み

33) 「だれのための自社株消却か」『週刊東洋経済』第5502号、1998年、34ページ。

34) 同上。

益の減少等により持ち合いの解消が進みつつある。そのため、株式の需給関係を調整するための手段として株式の消却のための自己株式の取得に限らず、広く自己株式の取得を認めるべきである³⁵⁾」と金庫株解禁に向けた商法改正を要望したことを契機に、2001年（平成13）6月の商法改正（金庫株解禁等に係る改正）により、長年原則禁止とされていた自己株式の取得を一定の条件のもとで自由に行えるものとし、取得した自己株式の保有を認めたのである。このため2001年（平成13年）商法改正は株価対策が全面に押し出されることとなった。

長年に渡り、自己株式の取得による 資本の空洞化（会社債権者保護）、株主間の公平性の確保、不公平な株式取引の禁止（会社による株価操作の禁止）、会社支配権を巡る不公正な取引防止を理由として自己株式の取得を原則禁止にしてきた商法であったが、最終的にこのような改正に至ったのである。

次節では株式制度等に大きな変革を与え、自己株式の取得及び保有規制が抜本的に見直されるものとなった金庫株の解禁等の導入背景及び内容について詳しく見ていこう。

5. 2001年（平成13年）商法改正 金庫株の解禁

(1) 金庫株解禁に至るまでに経緯

2001年（平成13年）には大きな商法改正は2つあったが、その1つが金庫株の解禁であった。

わが国の金庫株解禁の当時における企業法制を取り巻く状況は以下のものであった³⁶⁾。東西冷戦の終結後、企業間の国際的な競争が激化し、各企業はその競争力を向上させるため最大限の努力を傾力している状況にあり、各企業が競争力を回復しその業績の向上を図ることが、わが国の景気回復にもつながると考えられていた。従って政府のみならず各党においてもこれをサポートするために最大限の支援措置を講じることが求められたのである。

このような状況の下、2001年（平成13年）1月15日、自民党の政府調査会の下に「証券市場等活性化対策特命委員会」（委員長・相沢英之）が設けられるとともに、同月22日には自民党、公明党及び保守党の議員から構成される「与党証券市場等活性化対策プロジェクト・チーム」が発足し、いずれも株価対策等を中心とする証券市場の活性化のための方策の検討を開始した。一方で、政府においては、同年1月法務省内でプロジェクト・チームを発足させ、秋の臨時国会に法案を提出することを目指していた。しかし、2月9日、与党によるプロジェクト・チームは「証券市場等活性化対策中間報告」を公表し、同時に金庫株解禁等に関する商法改正を開会中の第151回通常国会において行うことを盛り込んでいた。そして、後の4月6日には経済

35) 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かかる改正商法の解説（上）」『商事法務』第1607号、2001年、6ページ。

36) 相沢英之・金子一義・長勢甚遠・根本匠・谷口隆義・漆原良夫・小池百合子『一問一答 金庫株解禁に伴う商法改正』商事法務研究会、2001年、はしがき～3ページ。

対策閣僚会議において緊急経済対策が決定され、政府は自己株式の取得目的に関する規制を撤廃するとともに自己株式の保有を一定の規制の下で認めることについて必要な検討を行った。

そこで与党3党は法務省の協力を得て検討を行ない、2001年（平成13年）5月18日、「商法等の一部を改正する法律案」（衆法第26号）及び「商法等の一部を改正する等の方律施行に伴う関係法律の整備に関する法律案」（衆法第27号）を提出し、国会における審議の結果両方立案は6月22日に可決され、「商法等の一部を改正する法律案」（法律第79号）及び「商法等の一部を改正する等の方律施行に伴う関係法律の整備に関する法律案」（法律第80号）として成立し、いずれも6月29日に公布されたのである。同時に金融庁のバックアップにより、金庫株を解禁するに当たってわが国の公正性・健全性が損なわれることのないよう、相場操縦防止関係・インサイダー取引関係・ディスクロージャー関係について証券取引法が改正された。会社法も、この2001年（平成13年）を引き継いだ上で規制を合理化している³⁷⁾。

またこの改正に伴い、その後同年11月の商法改正によりストック・オプション制度についても、自己株式譲渡方式の規定は削除され新株引受権方式のみとなり、新株予約権制度が創設された。その新株予約権制度においては、従業員がその権利を行使した際、会社は新株発行もしくは自己株式の公布のいずれかを選択できるので、実質的には改正前の新株引受権付方式のストック・オプション及び自己株式譲渡方式のストック・オプションの両方と同じことが新株予約権の有利発行により行うことができるようになったのである。

このように、資本制度を大きく変えることとなった商法改正は、緊急経済対策として、そして法律の公布までわずか半年という速さで成立してしまうこととなった。

(2) 旧商法との改正法との比較

自己株式の取得及び保有制限の見直しにより、旧商法が原則として禁止している自己株式の取得及び保有等を以下のように認めることとした。

【自己株式の取得】

改正法による改正前の商法（以下「旧商法」という。）は、会社が自己株式を取得することを原則禁止とし、一定の目的による取得のみを例外的に認めていたが、改正法では、定時総会の決議をもって、配当可能利益並びに株主総会の決議により減少した資本及び法定準備金の範囲内で、次の定時総会の終結の時までに取得できる自己株式の種類、総数及び取得価額総額を定め、これに基づき自己株式を取得できるものとした。（商法210条）

【自己株式の保有】

旧商法は、会社は取得した自己株式を原則として相当の時期に処分すべきこととしていたが、改正法は、取得した自己株式について期間、数量等の制限なく保有することができることとし

37) 神田秀樹『会社法第9版』弘文堂、2007年、89ページ。

た。

【自己株式の処分】

旧商法は取得した自己株式の処分について特段の規制を設けていなかったが、改正法は保有する自己株式については取締役会の決議により消却し（商法212条）、また、合併等の際に発行する新株に加えて使用することができるほか（商法409条ノ二等）、取締役会の決議により処分することができることとし（商法211条1項）、取締役会の決議により処分をするときは新株発行等の規定を準用することとした（同条3項）。

【会計処理】

また自己株式の会計処理についても改正が行われた。具体的には、決算期に保有するすべての自己株式を貸借対照表における資産の部から資本の部（現純資産の部）の控除項目として表示できることにしたのである。自己株式の表示を資産の部に表示すべきか資本の控除項目として表示すべきかについては、自己株式の取得には、会社財産の払い戻しと実質的に同視できるという側面があること、自己株式を資産の部に表示するときには取得対価に相当する資産が流出しているにもかかわらず、見かけ上会社の資産総額が維持されることとなり、情報の受け手に対して誤解を与えるおそれがあることなどが指摘されていた³⁸⁾。

なお、わが国における自己株式の表示は、純資産の部からの控除項目とされているが、理論的には、「資本控除説」をとる考え方と「資産説」をとる考え方が対置されて現在に至っている。この論点は自己株式の実態を論じる上で重要であるため、機会を改めて論じたい。

本改正において、企業は一定の規定はあるものの、今後取得した自己株式について期間、数量等の制限なく保有することが可能となった。またこの改正に伴い株式消却特例法は廃止されることとなったため、自己株式の取得には取締役会の決議によらず、株主総会の決議が必要となった。しかし、2003年（平成15年）7月商法改正では、産業界の強い意向により、定款の定めがあれば、株主総会の決議によらず取締役会の決議だけで自己株式を取得できる旨の改正がなされた。結局の所、自己株式の取得は取締役会の決議による取得が可能となり、保有期間、数量等の制限も撤廃されたため、経済界のシナリオ通りの展開となった。

(3) 自己株式の取得を認めるべき必要性

改正法案によれば改正の理由は、「近年における経済情勢にかんがみ、経済の自由度を高め、経済構造改革を進める観点からいわゆる金庫株の解禁に関し商法等の規制の整備を行なうとともに、個人投資家の株式投資への算入を容易にするため、株式に係る純資産額規制を撤廃する等の必要がある」としており具体的には（イ）代用自己株式としての利用株式（ロ）需給関係

38) 『商事法務』第1607号、2001年、21ページ。

の調整 (ハ) 敵対的買収の対抗策が挙げられた。詳しくは以下の通りである。

(イ) 自己株式の取得及び保有を自由に認めることにより、合併、会社分割等の企業の組織再編に際して会社が新株の発行に変えて保有する自己株式を移転することが可能となり、新株発行に伴う配当負担の増加や既存株主の持株比率の低下を防ぎながら、機動的な組織再編ができる。

(ロ) 株式の相互持合い解消等のため、他の会社の保有する自己株式が市場に放出されるとき、発行会社がこれを取得することを認めることにより、市場における株式の需要関係を安定させることができる。

(ハ) 大株主や提携先が株式を放出するとき、会社が自己株式を取得することを認めることにより、これらの株式が敵対的買収をしようとする者に取得されるのを防止することができる。また、改正法案では指摘されていないが、一般的には自社株買いは発行済み株式数を減らし、一株利益や株主資本利益率 (ROE) 等各種財務指標を向上する効果も期待されるため、株主への利益還元につながるといわれる。

このような金庫株解禁についてのメリットが挙げられたが、注目すべきは、本稿でも繰り返し述べてきた自己株式取得による弊害についてである。これまでも、弊害に対する対策は講じられてきたが、改正法はこれについて、以下のように示している。

これらの弊害は自己株式の取得及び保有を禁止しなければ防止できないものではなく、自己株式取得及び保有を認めるべき必要性があるにもかかわらず、自己株式の取得及び保有を認めることにより弊害が生じるおそれがあるという理由で、これを原則禁止とすることは過剰な規制である、として具体的に以下の対応をしている³⁹⁾。

(イ) 会社債権者の保護については、自己株式の取得財源を配当可能限度額等の範囲内に限定した上、決算期に配当可能限度額が残らないおそれがあるときの取得を禁止する。(商法210条3項)

(ロ) 株主間の平等の確保については自己株式の取得方法を原則として市場における取引または公開買い付けによる。(証券取引法27条22の2以下)

(ハ) 会社支配の公正の確保については、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ことを防止するため、自己株式の処分に際し、新株発行の場合と同様の手続きによる。(商法211条3項)

(ニ) 株式取引の公正 (インサイダー取引及び株価操作等) については証券取引法の改正等により対応する。(証券取引法166条、166条の2)

改正法においては、金庫株解禁の弊害について上記のような理由づけがされたが、以下のような反論も見られる。

39) 『商事法務』第1607号、2001年、9ページ。

「かつて、自己株式取得の解禁が論じられる際、決まって言われていたのが、自己株式投資対象論である。すなわち、他の投資物件よりも自己株式が魅力的であれば、それについて投資（すなわち取得ならびに保有）を認めるべき、という議論である。この議論をさらに突き詰めれば、市場が低迷し自己株式が安値のときに大量に自己株式を取得し高くなれば処分するということになる。しかし、ここで見逃すことができないのは、大量に自己株式を取得すればどうなるか、という点であり、逆に大量に自己株式を放出すればどうなるか、という点である。自己株式取得の解禁は、会社自らが市場に介入するものであり、整備法案で対応が図られたものの、下手をすると相場操縦につながるといった危険を孕んでいる⁴⁰⁾」というものである。これは、自己株式の取得規制の緩和による弊害に対し法整備が図られたものの、企業の戦略次第では株価操縦につながるというリスクが生じることを示唆している。

また、江頭憲次郎は、「とくに上場株式会社につき、資本効率を高める等の財務戦略上の観点から自己株式の取得規制の緩和の有用性が説かれてきた（神田秀樹「自己株式取得と企業金融」商事法務1291号2頁、1292号7頁 [平成4年]、川北秀隆=田宮俊治「自己株式取得とその効果」商事法務1399号7頁 [平成7年]）。しかし、その意見は、株式消却のための自己株式取得の規制緩和（その目的のための規制緩和は、既に平成6年改正で実現していた）の根拠となり得ても、会社が取得株式をそのまま保有する形（金庫株）の規制緩和がなぜ必要かの根拠になりえないと思われる。自己株式は、会社の業績がよいと資産価値が増加し悪いと減少するものであるから、リスクの分散という投資（余剰資金の運用）の目的にはもっとも適さない投資物件である（二重の損失の危険）。金庫株を解禁した平成13年改正の推進者は、当時の経済状況からして、それが上場会社の『株式の持合』解消の受け皿になることを期待したと思われるが、金庫株の取得価額は株主への分配制限から控除されるので、金庫株が株式消却以上に株式持合い解消に役立つかは疑問である⁴¹⁾」と述べており、自己株式を消却せず、保有し続けることが必要であるかについて疑問を投げかけている。確かに、自己株式の保有は、株式交換によるM&Aや資金調達を可能にし、また市場で取引される株数を減らし1株あたりの実質的価値を高める効果もあるため、配当と並ぶ株主配分策と考えられる。しかしながら、大量の自己株式を消却しない以上自己株式の取得価額は分配制限から控除され、また、いずれ放出の懸念が生じるため、株主は不利益を被る可能性がある。

このように、金庫株の解禁は企業の財務戦略の自由度を高める一方、その選択如何によっては株式市場や株主に対して多大な影響を与える可能性があるといえるだろう。

40) 「金庫株解禁後の自己株式取得」『商事法務』第1595号、2001年、78ページ。

41) 江頭憲次郎著『株式会社法』有斐閣、2006年、235ページ。

結びにかえて

本稿では、2001年（平成13年）の金庫株解禁までのわが国の自己株式取得規制の緩和の背景について考察してきた。自己株式取得規制の緩和は、経済界が望んでいたものの、それにより起こる弊害を懸念する法曹界等諸団体の意見を尊重し、見送られてきたが、バブル崩壊後の経済状況の悪化から、国が主導となって株価対策を全面に押し出す形で進められていくことになった。それほどまでにわが国の経済はバブル経済崩壊後、深刻な状況に陥っていたことが想像できる。金庫株解禁に至るまで、大企業に有利となる資本効率化経営を円滑に進めるべく様々な法案がスピード可決していき、最終的に自己株式の取得・保有・消却及び処分は企業の責任者の経営に委ねられることとなった。しかしながら自己株式の取得は、企業の選択如何によっては、企業利益に何ら変化がないにもかかわらず ROE を高めることができ、また企業が直接株式市場に介入するため、その手法によって株価を操作できる、といった点において不安が残される。一方で、自己株式の取得は経営上の多様な選択肢を探ることができ、その手法を誤りなく活用することは、株価低迷が続く株式市場において株価を支えする効果を期待することができるだろう。企業は変化する経営環境の中で資本制度を大きく変えることとなった金庫株の解禁を活用し、単なる株価対策としてではなく、どのような財務戦略を実践していくことができるだろうか。この論点については今後の課題としたい。