

中国会社法142条の立法論理と問題点

陳 克*
李 春 女**
訳

概要

2018年会社法142条の改正によって、自己株式取得事由が追加され、決定手続が簡易化され、自己株式取得資金の拡大がなされた。また、自己株式保有の上限が引き上げられ、保有期間も延長された。前記改正によって、上場会社の自己株式取得制度が調整され、特定の政策目的を達成することが期待される。本稿では、前記会社法改正の主な内容と目標を示し、続いて関連条文と立法解釈に基づき、立法における事実判断、価値判断、立法技術の3つの面から問題点を分析する。すなわち、「立法目標—価値判断—モデル選択」の順にそって、現会社法体系の下で、自己株式取得制度と法定資本制度、株主平等原則、支配権取引等との調和と対立について検討する。そして、自己株式取得手続の簡易化における決定権の帰属、財源制限、金庫株の位置付け等の実務上の問題について、筆者の見解を述べる。同時に、会社法142条で明示されなかった、法定事由を超えるあるいは回避する自己株式取得の効力、手続違反のある自己株式取得の効力、自己株式取得の手続規制、自己株式取得の関与者の責任規制、金庫株等の問題について論ずる。

【キーワード】：会社法142条、自己株式取得、金庫株、法定資本制度、株主平等原則、支配権

目次

- 一. はじめに
- 二. 会社法142条の改正内容と立法論理
 - (一) 法改正の目的と主な内容

(二) 立法論理－三要素

三. 事実判断－自己株式取得制度の問題点

- (一) 自己株式取得制度の機能整理
- (二) 自己株式取得事由追加の必要性
- (三) 調整すべき具体的問題

四. 価値判断－法律関係中の傾斜的保護の正当性

- (一) 法改正における「企業価値のため」についての比較考量
- (二) 「企業価値」という評価基準の機能
- (三) 「企業価値」基準についての均衡な認識
- (四) 法改正について価値判断の視点からの検討
- (五) 補充と強調

五. 立法技術－会社法上の他の制度との調和と対立

- (一) 「定款の定め、株主総会決議」という表現の意味
- (二) 自己株式取得の財源と法定資本制度
- (三) 自己株式取得と株主平等原則

六. 会社法142条に関わるその他の問題点

- (一) 法定事由を超えるあるいは回避する自己株式取得の効力
- (二) 手続規制違反の自己株式取得の効力
- (三) 自己株式取得の手続規制
- (四) 自己株式取得における関与者責任規制
- (五) 金庫株に関する問題

七. おわりに

訳者はしがき

本稿は、中国上海市高級人民法院の陳克 (Chen Ke) 法官が、自己株式取得規制に関する2018年の中国会社法改正を題材に執筆した論文であり、著者の許諾を得て、訳出したものである。

近年、中国では会社の資本規制緩和に重点をおいた会社法改正が行われた。今回の法改正もその流れに沿って行われたものである。筆者は、自己株式取得制度の法改正の背景、趣旨、内容について詳細に論じており、当該改正が会社法に及ぼす具体的問題点を指摘し、それぞれの改善策を提案している。また、会社法体系における当該制度の位置付け、会社法上の他の制度—法定資本制度、株主平等原則、支配権取引制度—との関係について検討している。さらに会社法142条で明示されていない、法定事由を超えた自己株式取得、手続違反のある自己株式取得の効力並びにそのような自己株式取得の関与者の責任について検討し、自己株式取得制度を改善するための追加立法や司法解釈およびソフトローによる規制の必要性について言及している。

本稿は、中国の自己株式取得制度のみならず、会社法の他の制度との関係についても検討しており、中国の会社法体系における当該制度の位置付けや会社資本制度に関する法動向の理解にも資する有益な論稿であるところから訳出に至った次第である。

一. はじめに

2018年10月26日、第十三期全国人大常委第六回会議において、会社法142条の改正が可決された¹。本改正は、自己株式取得制度に重大な影響を与える。自己株式取得とは、株式会社が、自ら発行し外部で流通されている株式を買い取る法律行為をいう²。香港株式会社自己株式取得規則に以下のような規定がある。すな

* 中国上海市高级人民法院法官

** 九州国際大学法学部准教授

1 最も早い改正法草案は、中国証券監督委員会（以下、「証監会」という。）が提出した『中華人民共和國会社法修正案（草案）』である。当該草案について、劉士余は、2018年10月22日、第十三期全国人民代表大会常務委員会第六回会議において、特別に説明を行った。

2 劉俊海『現代会社法』（法律出版社、2008）385頁。日本の「会社法」では、本稿の「株式会社が自ら発行した株式」のことを『自己の株式』、この『自己の株式』を発行会社が取得し、保有している場合、当該保有株式のことを『自己株式』としている（日本会社法113条4項参照）。従って、本論稿の「自己株式の取得」は、日本では『自己の株式の取得』（日本

わち、買付会社あるいは買付会社代表者が被買付株主に対して申し出た買付け、株式の買戻しあるいはその他株式取得を容易にする買付け、そして全部または一部のこのような買付けに類似する株式私有化計画、協議による取り決めあるいはその他の形式による再編計画もまた自己株式取得に含まれる³。

上記の定義には、買戻しが可能な株式、自己株式取得、金庫株⁴の3つの概念が関係している。その中で、会社が発行した買戻しが可能な株式について明記した海外の立法例がある。すなわち、会社は定款をもって、いつでも買戻すことが可能な株式を発行することができる。当該株式は優先株の1つであり、会社財務構造計画に重大な影響を与える⁵。また、当該株式は、買戻することができるだけでなく、剰余金分配請求権と残余財産分配請求権を有し⁶、普通株式より優越な権利を享受する「権益性株式」である。当該株式を有する株主は、会社に対して約定通り株式を買い取るよう求めることができ、買い取った株式には株式消却規定が適用される。しかし、自己株式取得の場合は異なる規定が置かれている。制度設定当時は、同じく保有を認めなかったが、その後、保有する株式を必要に応じて再譲渡することで、市場で少額の資金調達が可能であることから、金庫株制度が誕生した⁷。金庫株とは、会社が自ら購入し、保有している自己株式のことをいう。また、会計制度との関係で、金庫株の売却を“譲渡”ではなく“発行”とみなす立法⁸もあるが、それは税務会計処理および法律上の位置付けが複雑で経済的でもないからである。しかし、我が国では、自己株式を取得した後は消却せず、継続して保有することを認めている。“金庫株”、“買戻株式”両方とも自己株式取得

会社法第2編第2章第4節)の一場合となり、本論稿の「金庫株」が、日本の『自己株式』となる。(訳者コメント)

3 香港自己株式取得規則18条。

4 自己株式取得の結果としての金庫株について、友好的でない立法例が多い。例えば、イギリスでは2003年ようやく正式に立法手続に取り入れた。

5 Ellis, Ferran (罗培新訳)『会社金融法律原理』(北京大学出版社、2012)318頁。

6 Paul, Davie; Sarah, Worthington (罗培新ほか訳)『現代会社法原理[第9版](下)』(法律出版社、2016)850頁。

7 Paul, Davies; Sarah, Worthington (罗培新ほか訳)『現代会社法原理[第9版](上)』(法律出版社、2016)335頁。

8 米国標準会社法6.31節参照。

制度と密接に関連しており、自己株式取得の理由や過程であるため、両方とも自己株式取得制度の下で検討することができる。

19世紀の各国立法は自己株式取得について否定的なものが多かった。それは、自己株式取得は民事上の法律行為であり、会社が株式を取得し株主になると、義務主体としての会社と権利主体としての会社が混同し、会社の株式保有という事実が消滅することについて、理論上の説明が困難であることが理由である。また、資本維持原則および公平な取引秩序に反する等の可能性もあることを鑑み、伝統的な会社法においては、自己株式取得は厳格に禁止されていた。しかし、資本市場の発展とともに、自己株式取得が資本戦略と運営手段、買収防衛策、利益配当の代替手段として機能する点に注目するようになった。法制度は社会の要望に答える必要があり、自己株式取得についても厳格禁止から例外的に認めるようになった。2018年改正前会社法（以下、「旧会社法」という。）142条もこの理念を踏襲したものである。上記の観点は、法定資本制度の下で導かれた⁹ものであるが、その後資本維持原則による債権者保護が有効でなく、さらに会社の資金調達と経営および柔軟な資金運用に不利であることから、各国の立法において自己株式取得の規制緩和が行われ、今回の会社法142条の改正もこの流れにそったものである。

会社法142条の改正は、自己株式取得規制および会社資本に関する管理・監督を緩和し、会社が自主的、合理的に資産を運用し、資本と株主構成を調整することを可能とする。これは、2013年の資本登記制度改革の延長線上で行われたものである。当該改正は、近年我が国の株式市場の低迷が継続している背景と密接に関連している。立法者は当該改正によって会社のより柔軟な資金運用、株価の安定、さらに資本市場の発展の促進を期待している。しかし、1個の条文の改正によって、多元的目的を達成することが可能か、また問題解決型の法改正が現会社法体系において整合性を保つことが可能か、等が問題であ

9 Trevor v Whitworth (1887) 12 App Cas 409, HL.

る。

会社法における142条の位置付けから考えれば、関連する内容が多く、同条の改正は広範に影響を与えるため、当該制度の機能のみを強調し、問題点を棚上げすれば、公衆をミス誘導する可能性がある。本稿では、当該制度の立法趣旨、メリットとデメリットを論じながら、立法論理と関連問題を検討し、その後の法適用について意見を述べる。

本稿では、以下の順に検討する。まず法改正の主な内容をまとめる。次に自己株式取得の立法論理を分析する。その後、法改正における事実判断、価値判断、立法技術の3つの要素について論じる。最後に発生可能な問題点および立法で考慮できなかった問題点について検討する。

二. 会社法142条の改正内容と立法論理

本改正内容(表1参照)から分かるように、自己株式取得制度の内容は広範囲におよび、複雑である。その背後にある立法論理も検討するに値する。

*【表1】

旧会社法条文	会社法条文(改正後)
第142条 会社は、自己株式を取得してはならない。ただし、以下の場合を除く。	第142条 会社は、自己株式を取得してはならない。ただし、以下の場合を除く。
(一)会社の登記資本金を減少する場合	(一)会社の登記資本金を減少する場合
(二)当該会社の株式を保有する他の会社と合併する場合	(二)当該会社の株式を保有する他の会社と合併する場合
(三)株式を当該会社の従業員奨励として付与する場合	(三)従業員持株計画あるいは従業員奨励として株式を付与する場合
(四)会社の合併・分割に関する株主総会決議に反対する株主が、自己の有する株式を買い取ることを会社に請求する場合	(四)会社の合併・分割に関する株主総会決議に反対する株主が、自己の有する株式を買い取ることを会社に請求する場合

-	(五)上場会社の転換社債を株式に転換するために株式を発行する場合
-	(六)上場会社が企業価値および株主利益を保護するために必要である場合
②会社が前項1号から3号の事由で自己株式を取得する場合、株主総会決議によらなければならない。	②会社が前項1号、2号の事由で自己株式を取得する場合、株主総会決議によらなければならない。会社が、前項3号、5号、6号の事由で、自己株式を取得する場合、当該会社の定款の定めあるいは株主総会決議に基づき、3分の2以上の取締役が出席する取締役会決議をもって行うことができる。
会社が前項の規定に基づき、自己株式を取得した後、1号の事由の場合、取得日から10日以内に消却しなければならない。2号、4号の事由の場合、6ヶ月以内に譲渡あるいは消却しなければならない。	③会社が第1項の規定に基づき、自己株式を取得した後、1号の事由の場合、取得日から10日以内に消却しなければならない。2号、4号の事由の場合、6ヶ月以内に譲渡あるいは消却しなければならない。
③会社が第1項3号の規定に基づき取得した自己株式は、当該会社の発行済株式総額の100分の5を超えてはならない。自己株式取得の資金は、当該会社の税引後利益から支出しなければならない。取得した自己株式は、1年以内に従業員に譲渡しなければならない。	3号、5号、6号の事由の場合、当該会社が保有する自己株式総数は、当該会社の発行済株式総額の100分の10を超えてはならず、かつ3年以内に譲渡あるいは消却しなければならない。
	④上場会社が自己株式を取得する場合、『中華人民共和国証券法』の規定に基づき、情報開示をしなければならない。上場会社が第1項3号、5号、6号の規定に基づき、自己株式を取得する場合、公開集中取引によって行わなければならない。
④会社は、当該会社の株式を質権の目的物として引き受けてはならない。	⑤会社は、当該会社の株式を質権の目的物として引き受けてはならない。

(一) 法改正の目的と主な内容

今回の法改正は、我が国資本市場の基礎制度の改革において重要な措置であ

り、次のような3つの目的がある。①会社が適切な時期に自己株式を取得することを認め、上場会社が株主構成を調整し、リスク管理能力を上げ、上場会社全体の質と投資価値を高め、企業のガバナンス体系を構築すると同時に、ガバナンス能力の現代化を促進する¹⁰。②自己株式取得事由を増加し、会社が従業員持株制度と転換社債のために必要な株式を提供する。それによって、資本所有者と労働者が利益共同体となり、資本運営益を増やし、投資家への還元率を高める。また転換社債をより容易に株式に転換することで、資金調達のを広げ、会社の資本構造を改善する。③会社自身の経営範囲を広げる。上場会社が企業価値と株主利益を保護するための自己株式取得を認めることで、1株の純資産価値を高め、評価資産の基礎を固め、市場の安定を図り、資本市場全体の安定的な運営を促進する¹¹。証監会が主導した今回の法改正は、上場会社の自治を強化し、株式市場の士気を高めようとするものであり¹²、立法は明らかに会社に有利な方向へ傾いている。

会社法142条の改正は、主に台湾地区の証券取引法28条の2¹³、会社法168条を

10 劉士余『『中華人民共和國会社法修正案（草案）』に関する説明』、2018年10月22日、第十三期全國人民代表大會常務委員會第六回會議〔発言〕。

11 2018年10月28日夜、上海証券取引所の恒力株式会社が1株18元を超えない価格で株式を買い取るという自己株式取得案を公布した。総金額は10億元から20億元に至る。同日、多数の会社から取締役会会長あるいは大株主が自己株式取得を提案したという公告を出した。例えば、人福医药会長王学海、精工钢构会長方朝陽、浙江广厦会長張霞均が、このような提案を行った。同時に、吉鑫科技の大株主兼会長包士金、合锻智能の支配株主で実質支配人である严建文もまた同じ考えを持っていた。

12 2018年10月26日、証監会は、『証監会が会社法改正の決定を確実に実施し、上場会社の自己株式取得を支持し、法律によって規制する』と発表した。

13 台湾証券取引法28条の2 株式がすでに証券取引所に上場されている会社あるいは証券が店頭で取引されている会社は、左記のいずれかに該当する場合、3分の2以上の取締役が出席し、出席取締役の2分の1を超える取締役が賛成する取締役会決議をもって、証券集中取引市場あるいは店頭、また第43条の1第2項の規定に基づき自己株式を取得する場合、会社法167条1項の規定は適用されない。

一 従業員に株式を譲渡する。

二 株式転換に用いるため、新株予約権付社債、新株予約権付特別株式、転換社債、転換可能な特別株式あるいは新株予約権の発行を行う。

三 会社信用および株主利益を維持するために自己株式を取得し、当該株式を消却する。

② 前項の株式取得数の割合は、当該会社の発行済株式総数の100の10を超えてはならない。当該株式取得の総額は、剰余金、株式発行益および既存資本積立金の合計額を超えてはならない。

参考したものであり、以下の4つの面で改正された。第1、自己株式取得事由の修正と追加である。自己株式取得については、“自己株式取得を原則否定、例外的に認める”という立場から、“自己株式取得事由”を列挙して認める立場に変更した。また、改正前同条第1項1号、2号、4号の事由を残しておく他、同条3号を修正し、5号、6号を新設した。そのうち、第6号は自己株式取得事由についての包括的規定であり、本改正の核心的部分である。第2、自己株式取得の決定手続の簡易化である。減資、合併における自己株式取得は株主総会決議が必要である。反対株主の株式買取請求は株主権の行使であるため、合理的な提案であれば会社は買い取るべきである¹⁴（全人代の法解釈によって反対株主が株式買取請求をすれば、会社は当該株式を買い取るべきであることは明らかである。しかし、財源が明確でない中、株主総会決議なしで自己株式取得を認めることには異論もある¹⁵）。その他の事由については、定款や株主総会決議に基づき、3分の2以上の取締役が出席する取締役会決議をもって決めることができる。第3、「金庫株」の保有期間と保有数の上限を拡大した。会社が保有する金庫株の上限を発行済株式総数の10%まで引き上げ、保有期間を3年まで延長した¹⁶。第4、上場会社の自己株式取得について、情報開示義務と公開集中取引方式の採用を求める制度を新設した。本改正において、上場会社が自

- ③ 会社が第1項の規定に基づく株式取得の手続、価格、数量、方法、譲渡方法および申請すべき公告事項については、主務官庁の命令でそれを定める。
- ④ 会社が第1項に基づき取得した株式は、第3号の場合、当該株式取得日から6ヶ月以内に変更登記をしなければならい他、株式取得日から3年以内に当該株式を譲渡しなければならない。当該期間をこえて譲渡しない場合、会社の未発行株式とみなし、変更登記を行わなければならない。
- ⑤ 会社が第1項に基づき取得した自己株式に質権を設定してはならない。当該株式は譲渡する前は、株主権を享受することができない。
- ⑥ 会社が証券集中取引市場あるいは店頭取引において自己株式を取得した場合、当該会社と会社法369条の1の規定において関連する会社あるいは取締役、監査役、経理人、その本人および配偶者、未成年子女あるいは他人名義で保有する株式は、当該会社が自己株式を取得する期間内に、当該株式を売却することができない。
- ⑦ 第1項の取締役会決議および執行状況について、直近の株主総会において報告しなければならない。理由があって自己株式を取得していない場合も、また同じである。

14 安建主編『中華人民共和國会社法釈義』（法律出版社、2005）204頁参照。

15 刘俊海『現代証券法』（法律出版社、2011）188頁。

16 旧会社法142条4項参照。

己株式を取得する場合、証券法に基づき情報開示をしなければならず、上場会社が従業員持株、転換社債、企業価値および株主利益の保護という事由で自己株式を取得する場合、公開集中取引方式を採用しなければならないという規定を新設した。上記「第4」の内容は市場法に属するため、証券法分野で扱うべきであり¹⁷、本稿では主に第1、第2、第3事項について述べる。

(二) 立法論理 - 三要素

法教義学の背景において、裁判者の視点に注目し、会社法142条を正確に適用すべきである。裁判実務において、立法趣旨の「法律文言—法律解釈—法律適用」の3つの要素を貫くことは、法律で社会生活を解釈する過程である。立法は、民法法体系の中で、解決すべき問題（事実判断）に基づき、その背後にある民法倫理（価値判断）を発見し、立法技術によって、その価値判断を具体化、概念化、制度化することで、最終的に社会生活の民法的展開を実現するものである¹⁸。裁判者の法律運用は、立法過程の反射であり、法律を正確に理解し、精確に適用するには、当該法律の立法論理を理解しなければならない。

立法には、事実判断、価値判断、立法技術の3つの要素が含まれる。第1の要素は、事実判断である。これは、社会生活において、どのような利害関係の調整が必要か、現行法における調整手段の効果はあるか、また効果は十分かを明らかにするものである。例えば、自己株式取得は、企業価値と株主利益を調整する重要な手段であるにもかかわらず、旧会社法142条の自己株式取得事由が少ないため、会社資産の自由な運用を妨げており、資本構造や株主構成を効率的に調整することができず、企業価値を自主的に調整する体制の欠如をもたらしていることを、立法者が認識するようになった¹⁹。

17 詳細は、『上場会社買収管理弁法』、『上場会社自己株式取得実施細則』を参照。

18 Edgar, Bodenheimer (邓正来译)『法理学：法哲学と法方法』（中国政法大学出版社、2004）337頁、339頁参照。

19 『全国人民代表大会常務委員会「中華人民共和國会社法」改正に関する決定』、2018年10月26日第十三期全国人民代表大会常務委員会第六回会議で可決された。

第2の要素は、価値判断である。事実判断で発見した問題における利益対立を解決するため、当該利害関係を特定の価値判断によって妥当に整理する必要がある。その内、利害関係の調整ツールや方法が社会的価値判断に合うか否かという問題、すなわちある特定の民事主体間の利益対立を調整するためにどのような規制を設けるべきかが問題である²⁰。例えば、追加された自己株式取得事由と決定手続における株主全体と債権者間の対立、支配株主と少数株主間の対立等について、相応な法体制を構築しなければならない。

第3の要素は、立法技術である。立法者の価値判断に基づき、法律制定における適切な位置づけが必要である。法規制は、重複、煩雑さを避け、簡単明瞭である、また現行法体系の中で、その他の制度と整合性があり、法規範囲、法制度間に対立が生じてはいけぬ。今回の法改正は、自己株式取得の規制緩和に重点を置いており、2013年法改正の資本規制緩和の流れに沿ったものである。しかし、既存の法定資本制度とどう結び付くかは依然として解決すべき難題である。

上述した3つの要素は、裁判者に対しても重要であり、裁判者は相応な司法技術を有しなければならない。まずは法律範囲を調整し、紛争に結び付き、事件を処理する。つぎに法規範の類型認識を通じて、紛争解決の大前提を発見する。そして、法律適用が困難な場合、当該法規定の価値判断を正確に理解し、法学方法論によって、具体的な適用規範、適用方法等を分別し、抽出しなければならない。このように、裁判実務の本質は、立法者の立法における事実判断、価値判断、立法技術についての発見と伝達であり、更には拡張する過程である。上述した3つの要素は、具体的な法律適用においても存在し、その性質は立法過程と同じである。Hans Kelsen教授は、裁判実務は法律の一般規範に基づき、個別規範を創り出し、裁判は法規範の創造過程の一環として²¹、より上述した3つの要素に注目すべきであると述べている。

20 王轶『民法原理と民法学方法』（法律出版社、2009）20頁、97頁参照。

21 Hans, Kelsen『法と国家の一般理論』（商務印書館、2013）207頁。

改正後の自己株式取得制度は、自己株式取得制度の供給不足という事実判断に対し、当該問題解決の方向を定めるといふ価値判断に従って、立法技術は問題解決の具体的な方法および既存制度との繋がりを明確にした。要するに、自己株式取得制度の供給不足という問題について、立法者は企業価値の安定を共通の価値判断とし、自己株式取得事由の追加、取得手続の簡易化、金庫株保有数の引き上げ、保有期限の延長などの規定を設けた。

自己株式取得について、制度を検討するのも1つの方法である。しかし、本稿は当該制度構築において、立法や今後の裁判実務を中心に、事実判断からはじめ、価値判断の妥当性を分析し、立法技術の道具性を明らかにすることを試みる。そして、当該法改正が、既存会社法制度と整合性があるか否か、過度なマイナスな効果をもたらすか否かについても合わせて検討する。

三. 事実判断—自己株式取得制度の問題点

既存の自己株式取得制度がその機能を果たしているか否かは、現（旧）規定と比較しながら判断しなければならない。

(一) 自己株式取得制度の機能整理

自己株式取得制度は、非正式的な減資を行うこと、他社との合併を実現し、反対株主の権利を保護すること、従業員持株を促進すること、外部投資家を取り込むこと、株主に利益を返還すること、市場に情報を開示し、融資選択を拡大すること、買収を抑制すること、株価の安定化を図ること等多様な役割を果たしている²²。旧会社法142条1項1号から4号までに規定されている4つの機能はいずれも自己株式取得の基本的な機能であり、社会的合意が形成されているため、2005年の法改正においてすでに認められている²³。会社法142条1項5

22 前掲注(5) Eilis, Ferran (罗培新訳)204頁～209頁参照。

23 前掲注(14) 安建主編 203頁～204頁参照。

号、6号の機能は、更に融資手段の拡大と企業価値の安定化を図る機能に分類することができる。前者は、会社の将来に不安がある場合、転換社債による資金調達を容易にするために、会社は一定数の金庫株を保有する必要がある。後者をまた積極型と防衛型の2種類に分類することができる。積極型とは自己株式取得を通じて情報を発信し、株価を安定させ、資本構造や株主構成を調整することをいう。防衛型とは、会社が敵対的買収者の取得可能な株式の数を減少させることあるいは物言う株主の株式を買い取ることをいう。

(二) 自己株式取得事由追加の必要性

今回の法改正において転換社債(142条1項5号)と企業価値および株主利益の保護(142条1項6号)が自己株式取得事由として新設された。しかし、この制度には両面性がある。例えば、会社は自己株式取得を通じて敵対的買収に対抗することが可能であるが、会社経営陣が自己株式取得制度を濫用する場合、支配権市場が不合理な経営者を選別することが妨害されるおそれがある。また、自己株式取得を通じて株式の市場価格を支えることが可能である一方、虚偽の株価を形成し、投資家が株価の判断を誤るおそれがある²⁴。ただし、これは法政策の問題であり、当該制度のメリットがデメリットを上回るよう、制度の弊害について措置を講じる必要がある。

2005年の会社法改正では、資本充実原則、資本維持原則に固執し、自己株式取得を厳しく規制した。旧会社法142条1項では自己株式取得事由を制限し、2項、3項では、財源規制を設けている(従業員持株のための資金は、税引後利益の5%を超えてはならず、減資・反対株主からの株式取得、合併等の場合の資金については明確な規定がない)。自己株式の保有期限についても厳格な規定を設けている(6ヵ月あるいは1年以内に譲渡あるいは消却することが求められる)。また反対株主の株式取得の場合を除き、株主総会の承認を要する。

24 自己株式取得が市場に介入し、虚偽な買収情報を提供することで、市場が株式の真価を反映できなくなる。

立法者は、自己株式取得の機能を理解し、旧会社法142条の厳しい規制²⁵について全面的な調整が必要であると判断した。

(三) 調整すべき具体的問題

今回の法改正の方向性は、自己株式取得と金庫株についての規制緩和である。取得事由は、会社資金調達拡大と企業価値の安定化を考慮しなければならない。また、取得事由の追加とともに取得方法の利便性と取得手続の簡易化および財源確保も同時に考慮する必要がある。取得手続の簡易化は、意思決定機関の変更、決議要件の緩和等について検討しなければならず、財源規制を排除し、金庫株の保有数の上限を引き上げ、保有期間を延長する必要がある。

四. 価値判断— 法律関係中の傾斜的保護の正当性

立法者は、自己株式取得に関する過剰な規制によって、企業統治の自主性が欠如し、資本管理が硬直になる根本的な原因が法定資本制度にあると認識している。そのため、自己株式取得制度の改正は、資本の管理監督を緩和した2013年会社法改正の流れに沿って行われたものである。自己株式取得制度の特徴に鑑み、「緩和」の目的について詳しく検討すべきである。

(一) 法改正における「企業価値のため」についての比較考量

会社法142条は、資本制度の緩和を会社資金運用の柔軟性と自由度を高める²⁶ということに具体化し、会社利益を向上させることが最終目的である。これは、同条1項6号に「上場会社が企業価値および株主利益を保護する」ことを自己株式取得事由として規定されていることから明らかである。同条2項では、定款の定めあるいは株主総会決議に基づき、「3分の2以上の取締役が出

25 邓锋『普通会社法』(中国人民大学出版社,2009)334頁参照。

26 林少华『英国現代会社法』(中国法制出版社,2015)653頁。

席する取締役会決議」をもって、「従業員持株、転換社債、企業価値および株主利益を保護する」ために自己株式を取得することができる」と定めている。当該規定によれば、取締役会は自己株式取得の決定機関であるが、同時に取締役会は会社の経営者として、会社との関係は株主利益を代表する株主総会より緊密である²⁷ことから、会社利益を強調している。

会社法142条1項6号の「企業価値および株主利益を保護するために」という記述の中に、「および」を用いて「と」、「ならびに」の意味を表していることに注目すべきである。接続詞として企業価値と株主利益を結び付けており、本改正の立法者が企業価値をその価値判断とし、企業価値が株主全体の利益を表していると認識していることがわかる。ただし、自己株式取得は資本制度と関連しており、会社自身（特に株主全体）と債権者、支配株主と非支配株主、この2種類の利害調整が問題²⁸となる。前者の関係において、会社利益と株主利益を一体化する価値判断は、狭義の範囲内で企業価値を理解するには適切である。後者の関係において、株主全体の利益に注目しているが、それは債権者と経営者と比べた場合のことであり、株主内部の利害調整からすれば、支配株主と非支配株主の異なる性質についての検討は不十分である。

他方で、「企業価値」とは何かについて2つの見解がある。1つは、会社が経済活動の主体としての市場価値であるという見解、もう1つは、企業価値をより具体的に衡量すべきであり、「普通株式の市場価値＋少数株主権利の市場価値－関連会社株主権の市場価値＋優先株の株主権の市場価値－現金、それと同等の価値がある物」などが含まれるという見解がある²⁹。後者の見解をとる場合でも、無形資産や組織形態が計算されなければ、結果に大きな影響を与え

27 李哲松（呉日煥訳）『韓国会社法』（中国政法大学出版社、2000）447頁～451頁参照。

28 Reinier, Kraakman: John, Armour; Paul, Davies; Luca, Enriques; Henry, Hansmann; Gerard, Hertig（罗培新訳）『会社法分析：比較と機能からのアプローチ [第2版]』（法律出版社、2012）35頁～37頁参照。

29 Sherry L. Jarrell; Roger A. Morin.（张宇谦ほか訳）『企業価値』（企業管理出版社、2002）32頁。

る³⁰。このように、「企業価値」の考察範囲と方法が非常に複雑であり、立法者が、正確な企業価値を把握することを裁判者に求めているというより、企業価値という規範的概念を通じて、自己株式取得の価値判断を緩和していると理解する方が合理的である。

(二)「企業価値」という評価基準の機能

新設された2つの自己株式取得事由に関して、以下の3つの問題点をあげることができる。第1の問題は、自己株式取得は、減資と剰余金分配と同様な効果があるにもかかわらず、過度な財源規制緩和をしながら、会社債権者に最低限の保護も与えないことは、当該自己株式取得の適法性が問題となる。会社が、会社利益（株主全体の利益）のために投機的な行動をとる場合、債権者の利益を害し、債権者と会社との間に利益対立が生じる。それによって今後の債権融資のコストが上昇すれば、会社資産全体の価値が低下するおそれがある³¹。第2の問題は、会社が買収防衛のために自己株式を取得する場合、背後に支配権争奪がある。支配権争奪は経営陣の効率性を確保し、非支配株主の利益を維持する機能がある。現経営陣が自己保身のために自己株式を取得する場合、支配権市場の機能が低下し、会社の経営効率が下がると、企業価値にマイナスな影響を与えるおそれがある³²。第3の問題は、会社経営陣が企業価値を追求するあるいは安定させる過程で、取引価格が市場価値を下回る場合、株式譲渡人が損する一方、株式譲受人が得する³³が、取引価格が市場価値を上回る場合、株式譲渡人と株式譲受人の立場は逆転する。特に、市場価値が会社の真の価値より低いことを理由に、会社が自己株式を取得する場合、株式譲渡人から株式譲受人へ富の移転が発生する。その結果、同じ種類の株式を保有する株主間に不

30 プレミアムを乗じた評価価値である。

31 前掲注(28) Reinier, Kraakman ほか(罗培新訳)119頁～121頁参照。

32 Roberta, Romano(罗培新訳)『会社法基礎』(法律出版社、2013)516頁。

33 株式価値は会社資産に基づくため、既存株主は、会社資産価値について保有する株式の割合以上の価値を享受する。

平等が生じ、対立を激化させるのみならず、その間の情報の非対称性によって企業価値に関するマイナスな評価がより深刻になる。

(三)「企業価値」基準についての均衡な認識

企業価値へ偏りは、①経営陣と株主、②会社（株主全体）と債権者、③支配株主と非支配株主、この3つの利益対立をもたらす可能性がある。自己株式取得による効果は直接株式譲受人に帰属する。支配株主は自己株式取得から生じる株価上昇の利益を享受するため、自己株式取得を主導する会社経営陣に対して支配を強める可能性がある。会社経営陣と株主利益の対立の背後には支配株主と非支配株主の利益対立が隠れているため、上記②、③の利益対立がより目立っている。

今回の法改正における価値判断は、企業価値と利害関係者保護のバランスを重視し、妥当な方向性を定めることである。主に次の3つを挙げることができる。1つ目は、株主と債権者間の関係である。すべての株主から株式の割合に応じて自己株式を取得する場合、事実上利益配当と同様な効果をもたらす。もし自己株式取得が按分比例ではない場合、株式を売却せず保有し続ける株主の権益は自己株式取得数に応じて増加する。どのような状況でも、自己株式取得によって会社の責任財産が減少することは同じであるため、債権者保護のために会社に余剰金があることあるいは当該株式取得後の支払能力を確保することが求められる³⁴。2つ目は、株主間関係である。会社法142条は株式会社のみ適用される。株主の数が多く、かつ資本市場において取引を行うことから、株主平等は問題にならないように見える。しかし情報の非対称性とインサイダー取引の可能性が存在する限り、株主間の平等を保つための措置は必要である。3つ目は、経営陣と株主間関係である。買収防衛のため自己株式を取得する場合、経営陣が、企業価値あるいは株主利益のためというのは名ばかりで、

34 Robert W. Hamilton (齐东祥ほか訳)『米国会社法〔第5版〕』(法律出版社、2008)438頁、448頁参照。

実際は自己保身のためである可能性もある。そこで、経営陣が株主の利益を犠牲にすることを防ぐための措置が必要になる³⁵。

上述したように、自己株式取得制度の価値判断において、自己株式取得の諸機能を生かす一方で、特定の利益対立主体間の保護のバランスを考慮し、相応な措置を構築しなければならない。

(四) 法改正について価値判断の視点からの検討

会社法142条が、自己株式取得を支持する立場であることは明らかである。また上場会社の自己株式取得は、すでに資本市場の基礎的制度であり、「企業価値を保護する」という旗を高く掲げている。そして自己株式取得制度の諸機能を肯定し、自己株式取得事由を追加する合理性を明確にした上、関連手続を定めて自己株式取得制度を整えた。

企業価値を保護すると同時に、自己株式取得制度に関わる利益対立の問題について、異なる自己株式取得類型および異なる自己株式処分の状況に鑑み、それぞれ適切な保護方法を考えるべきである。会社法142条1項1号、2号は減資、合併のための自己株式取得であり、債権者保護は会社法173条、177条が適用される。142条1項4号は、反対株主の株式買取請求権行使による自己株式取得である。上記の3つの場面は「典型的な自己株式取得」ではない。注目すべきなのは、法改正によって、修正・新設された3つの自己株式取得事由である。そして自己株式取得後、自己株式を消却する他、自己株式を譲渡する場合もあるが、その中で金庫株として会社が保有し続ける自己株式の問題も重視すべきである。立法者は、「企業価値」および「株主利益」基準を維持しながら、「株主全体の利益を代表する会社利益」を求めるものであるが、株主、債権者、会社従業員などを含む会社利害関係者の組織体としての会社利益と結び付いていない。そのため、債権者と株主の双方の利益を保護し、支配株主と非支配株主

35 前掲注 (28) Reinier, Kraakman ほか (罗培新訳)207頁。

を平等に取り扱い、経営陣の支配権移転への対抗を防ぐことに注目すべきである。その他、会社の自己株式取得手続の簡易化（同条2項）、自己株式取得財源の緩和（同条3項）、金庫株の上限の引き上げ、保有期間の延長もまた企業価値基準に基づいたものであり、当該規制緩和は会社に有利なものである。旧会社法142条3項から「株式取得資金は会社の税引後利益の範囲内で支出しなければならない」という文言が削除されたことは、自己株式取得に関する財源規制を放棄したことを意味する。自己株式取得の手続と金庫株に対しても、利害関係者間の保護を調和しながら、規制の程度を調整すべきであり、一気に緩和すべきではない。

（五）補充と強調

法をもって各主体間（会社と債権者、支配株主と非支配株主、株主と経営陣）の利益対立を調整する際、企業価値すなわち株主利益であることを強調しながら、会社（株主全体）と支配株主保護に偏ることは、実質的に国家権力をもって民事主体の社会関係に介入することである。そのため、十分かつ正当な理由があるか否かについて、立法者は論証責任を負う。言い換えれば、改正前の自己株式取得制度が政策目的を達成するには不十分であり、自己株式取得の制限緩和が、制限し続けることより効果が良いこと、かつ各種弊害についての対策が構築されていることを証明すべきである。しかし、今回の法改正における立法者の論証は十分とは言えない。さらに、関連する諸問題が意識的あるいは無意識に立法者によって見落とされている。

法改正の目的は、資本市場を安定させるための法的根拠を提供することであるのはいうまでもない。受益者は会社であり、直接的には会社の支配株主、経営陣である。ここでの価値判断は、多数者の認識している「株主、債権者、経営陣のバランス良い保護」という価値判断とは異なる。価値多元化という背景において、少数者のみが共有する価値判断に基づく結論が是か非かという問題ではない。しかしながら、やはり大多数者の共有する価値判断に基づいた結論

の方がより妥当であろう。それでも最近の少数者の価値判断が、長い目でみたときの多数者の価値判断を反映したものであると言い続けるならば、立法者はそれを論証しなければならない。

自己株式取得規制を緩和した後、特定の利害関係者間の利益対立を調整しなければならない。それでは、不平等な対応を受け入れることが可能な境界線はどこになるのか、発生可能は弊害をどう防ぐべきか、という問いについて、立法者は価値判断をする際、答えなければならない。もし政策目的のために、会社法体系の枠組みからはみ出すと、当該規制は妥当性を欠くのみならず、他の規範との対立を招くことになる。

五. 立法技術— 会社法上の他の制度との調和と対立

立法技術のレベルは、法律を制定するにおいていかに妥当な位置付けをし、価値判断の結論およびその附属要素を実現するかによって判断すべきである。法律は簡単明瞭で、裁判コストを下げると同時に法適用の利便性を高めるべきである³⁶。会社法142条（価値判断について異なる見解が多く、立法技術は立法者の価値判断を実現する手段であることから、立法方向に差があれば立法技術を議論する必要はなくなる）は、条文の文言のみをみる限り、自己株式取得制度と会社法上の他の制度を調和することで、妥当な価値判断の結論を導き出すことができるか否かは、立法技術の面で依然として検討が必要である。

（一）「定款の定め、株主総会決議」という表現の意味

自己株式取得の手続が複雑であれば、会社が迅速に市場の機会を把握できない³⁷ため、決定権限の変更は、手続を簡易化する本改正において重要である。

36 前掲注(20)王軼 194頁参照。

37 「会社法改正における自己株式取得に関する重要な修正、劉士余：市場予期を安定させる」(中国証券新聞、2018年10月23日)参照。

会社法142条2項では、会社が、従業員へのストックオプションの付与、転換社債、企業価値および株主利益を保護するために、自己株式を取得する場合、当該会社の定款の定めあるいは株主総会の決議に基づき、3分の2以上の取締役が出席する取締役会決議が必要である、と定めている。当該規定は、台湾証券取引法28条1項の規定を参考した上³⁸、「会社の定款の定めあるいは株主総会の決議」を追加したものであり、取締役会は総会決議に基づき自己株式取得を決定することができる。株主総会の地位を明確にすることは、剰余金分配、減資に関する制度と整合する。また、取締役会の決定権を定めることで、経営判断の効率性を高めるとともに、自己株式取得で求められる機動性にも配慮することができる。両者の結合は最善の解決方法である。

会社法142条に基づく株主総会決議による「授権」に注意すべきである。株主総会は会社の機関であり、株主総会の意思表示は会社の意思表示であるため、会社が取締役会に特定の事項について職務執行の資格付与であると理解するのが妥当である³⁹。取締役会は法人の機関として対外的な取引を行うわけではなく、ただ株主総会に代わって会社が自己株式を取得するか否かを決めるにすぎない。これは会社法108条における定款をもって「取締役会のその他の権限」を定めることができるという規定とは異なる。ここでいう「授権」とは、「自己株式取得」事項に関する包括的な授権ではなく、株式取得の価格、取得数、取得方法、譲渡方法等を詳細に決める権限である⁴⁰。具体的な方法は、取締役会が事業年度の財務や会計の取り決めにおいて、次年度の自己株式取得数、取得価額の上限、利用可能金額、授権期間等を記載した自己株式取得を提案し、授権の具体的な状況および期限等を明確にした上、株主総会の承認を得る。上場会社の株主総会は、審議議案の範囲内で、取締役会に授権⁴¹、取締役会は、

38 3分の2以上の取締役が出席し、出席取締役の2分の1を超える取締役の同意を要する取締役会決議が必要である。

39 我妻栄（于敏訳）『新訂民法総則』（中国法制出版社、2008）312頁。

40 柯芳枝「株式会社の自己株式取得に関する問題研究」『会社法特別研究』（台湾自刊1976）21頁～29頁参照。

41 『上海証券取引所上場会社自己株式取得実施細則』第33条3項、上場会社が株主総会決

株主総会決議の内容に基づき、自己株式を取得すべきである。このような手順を踏むことによって、経営陣の法的リスクを軽減することができ、また計画的にものこを進めることができる。その結果、自己株式取得の機動性を実現し、既存会社法体系において整合性を図ることができる。これは本改正における立法技術が妥当であることを表す。

しかし、実務において次の3つの問題を重視すべきである。第1、自己株式取得に関する決定権を取締役に付与する際、定款の定め（定款変更）による場合、出席株主の議決権の3分の2以上の同意が必要であるが、株主総会決議による場合、出席株主の議決権の過半数が必要である。権限付与の法的根拠が異なるため、前者は定款による権限分配であり（会社法108条、46条11項）、特定の職務権限の付与である。他方で、後者は会社の意思決定機関による特定事項についての授権であるため、必ず取締役会の決定権の範囲を、自己株式取得毎に、具体的な取得事項まで明らかにしなければならない。第2、自己株式取得において、取締役会の権限は定款の定めと株主総会の授権に基づく。しかし、実務上は証監会の裏書によって、上場会社の取締役会は権限を獲得することができる⁴²。ただし、会社の意思決定において、行政権による強制ではなく、株主総会の意思決定を尊重すべきである。さらに、「3分の2以上の取締役が出席する取締役会決議で決定する」ということは、3分の2以上の取締役が出席し、出席した取締役の過半数で決める、すなわち、3分の1を超える取締役さえ賛成すれば自己株式取得が決定される。もし取締役会が、株主意思による間接的な授権ではなく、行政権によって強制的に直接取締役会に自己株式取得決定権が付与される場合、同じく資本金に重大な影響を与える事項として、株主

議をもって取締役会に授権する際、株主総会に提出する議案および株主総会決議の中で、授権に関する具体的な状況と授権期限等の内容を明確にしなければならない。

42 会社法142条の改正後、資本市場ではすでに自己株式取得ブームがおきている。Windの統計によれば、『会社法』改正案が発表された10月26日から11月1日まで、1週間もない間に、A種類株式発行の193社が自己株式取得を実施あるいは自己株式取得関連の情報を発表した。そのうち、60社が自己株式取得を実施し、自己株式取得総数は約7.99億株、自己株式取得に用いられた資金総額は約64.32億元に達する。他にも、133社がこの期間に自己株式取得に関する情報を発表した。

総会決議を要する減資、剰余金分配⁴³等、類似制度間の整合性が欠くことは問題である。第3、授權された取締役会は、内部情報を利用し、簡易化された自己株式取得手続を通じて、高く売り出し安く買い取ることで、会社が市場から利益を吸いあげることができる。ただし、これは会社本来の目的ではない。もし、投資利益を得られなかった場合、会社資産の減少によって、債務履行能力が低下し、債権者が不利益を被ることになる。つまり、立法技術は債権者利益と資本市場における投資家の利益を無視し、上場会社の保護に偏っている。適切な措置として、自己株式取得の条件、手続を厳格に適用し、情報開示を義務付け、株価の安定性を確保した後は速やかに自己株式取得を中止させることが考えられる。市場が安定した後、会社は取得した株式を法定期限内に段階的に譲渡し、保有比率を下げ⁴⁴、会社が自己株式取得の名目で市場を操縦することを避けなければならない。

(二) 自己株式取得の財源と法定資本制度

自己株式取得と減資、剰余金分配の関係を整理する必要がある。すなわち、自己株式取得は、減資と剰余金分配の両制度下の特別制度なのか、あるいは両制度と並列した独立した制度なのかを明らかにする必要がある。前者であれば、上位制度の規定に拘束されるべきであるが、後者であれば独自の規定を設けることが可能である。ここでは、会社法142条1項2号、4号に定めた合併、反対株主の株式買取請求の場面は議論せず、減資（1号）、従業員持株（3号）、転換社債（5号）、企業価値および株主利益を保護するため（6号）に自己株式を取得する場合についてのみ検討する。

会社法142条1項3号、5号、6号による自己株式取得の場合、立法者は自己株式取得の割合の上限を引き上げ、自己株式取得の財源規制を削除する一方

43 会社法99条および会社法解釈四第14条、15条で、「分配方法を具体的に明記した株主総会決議」は株主の利益分配請求権行使の必要要件であると明確に定めている。また会社法103条2項でも減資は株主総会決議を経なければならないと定めている。

44 張勇健「自己株式取得制度の改善と司法対応」『法律適用』2019年第1期 64頁～70頁参照。

で、取得株式の数をもって株式取得金額を制限しようとする。また、「自己株式取得の資金は税引後利益から支出する」という規定を削除し、上記3種類の自己株式取得について、独自の規定を設けようとする。同時に新たに改正された『深圳証券取引所上場会社自己株式取得実施細則』、『上海証券取引所上場会社自己株式取得実施細則』(以下、「自己株式取得細則」という)14条において、上場会社が自己株式取得に利用可能な資金について定められている。すなわち当該自己株式取得細則には、自己資金、優先株発行、社債発行によって調達した資金、普通株発行によって調達した資金、特定事業向けの募集資金の余分の資金と適法に永久補充流動資金に変更した募集資金、金融機関の融資、その他適法な資金⁴⁵などが含まれると明記されている。つまり、自己株式取得に利用可能な資金は、負債、自己資金、株式発行に⁴⁶よる資金がある。そのうち、株式増資だけが資本規制と無関係である。自己資本とは自己流動資金をいうが、自己株式取得のための支出によって会社の債務履行能力に影響を与える場合の債権者保護を考慮していない。また負債による自己株式取得の場合、会社法上も上場会社の自己株式取得に関する規定上も、取得資金の範囲についての制限規定がないため、借金にレバレッジを加えて株式を取得するとか、借金して株式取得を強行する等の場面が発生するおそれがある。

自己株式取得数を発行済株式総数の10%まで引き上げ、さらに株式取得の財源規制を廃止することによって、自己株式取得財源と資本金との関係が完全に断れたが、債権者保護のための債務履行能力声明のような制度は整備されてない。これは、現資本維持原則に重大な影響を与え、会社制度全般に危害を加えるおそれがある。しかし、幸いに自己株式取得細則はすでにこの問題に注目し、現金による自己株式取得は剰余金の配当とみなすということに言及している。

45 『上海証券取引所上場会社自己株式取得実施細則』14条にも同じ規定がある。

46 会社が新株発行をもって自己株式を取得する場合、通常は自己株式取得終了後に新株を発行する。新株発行は、資金調達と同時に、株主構成と資本構造を調整する効果がある。もしこのような自己株式取得が合法でかつ実施可能であれば、本稿で検討する際、一旦発行価格等の要素は考慮しない。

自己株式取得の実際の状況に目をむけると、取得後の株式は消却あるいは譲渡される可能性が高い。前者は純粋な減資であり、後者は取得した株式を再度売り出すことである。もし「分配」を会社の直接あるいは間接的な資金移転あるいはその他の財産の移転、またはその他会社債務を獲得する方法であると理解する場合、自己株式取得は剰余金分配であると考えべきである。アメリカ会社法上も自己株式取得は剰余金分配の1種である⁴⁷。

会社法142条1項1号の減資に、会社法177条の規定が適用されるのは疑う余地がない。最高人民法院、証監会も同じ見解である⁴⁸。近年行われた2回の会社法改正の重心が資本規制の緩和であっても、法定資本金制度は依然として我が国会社法の核心的な制度であることを否定することはできない⁴⁹。そのゆえ、自己株式取得を剰余金分配とし当該制度の下で検討するというアプローチも可能である。自己株式取得の財源を「分配可能な利益」に制限する立法例もあれば、自己株式取得のための新株発行による資金調達を認める立法例もある⁵⁰。前者は、会社の債務履行を保障した後、分配可能利益のうち未分配の資金であるため、債権者と直接な関係はなく、会社に処分権がある。後者は、会社が既存資産とは別に、特定用途のために増資した会社資産である。両方とも会社全体の責任財産を自己株式取得前のレベルに保たせており、会社の債務履行能力が低下していないため、債権者が反対する余地はない。イギリス会社法では、自己株式取得後に株式が消却され、会社の株式資本の減少がなされる場合、その減少額は、資本償還準備金に組み込み、会社総資産を自己株式取得前のレベルに保つと定めている⁵¹。

我が国会社法下では以下の対策が考えられる。会社法142条に上記3種類の

47 デラウェア州会社法160条。米国標準会社法D章6.40節(e)。

48 (2010)民提字第79号。

49 2013年の法改正において、定款で定めた資本金を、会社責任財産確定の根拠とした。定款は公示すれば、当該定款に記載された出資方法、期限、金額は会社利害関係者に法的拘束力を有する。会社設立時に登記資本範囲を固定しており、取締役会が会社経営において決定するように授權しているわけではないため、依然として法定資本制度の範疇にある。

50 2006年英国会社法687条(2)および692条(2)。

51 2006年英国会社法733条(4)。

自己株式取得の財源規定がないものの、体系的解釈を通じて自己株式取得を剰余金分配の規定下におき、会社法166条で「利益—以前年度の損失—法定積立金—任意積立金」を剰余金分配とする規定を参考すべきである。しかし、この方法は資本規制を緩和し、資金調達を活発化するという本改正の目的に反する。実務において、法定資本金以外の方法で債権者保護を図ることを考慮すれば、原則自己株式取得前後の債務履行能力の確保を強調する他、事実上債務履行能力声明を認めること⁵²は、法定資本金制度に反することではない。残念ながら今回の法改正は、自己株式取得規制を緩和する一方で、十分な債権者保護を図ることができず、自己株式取得と現行の法定資本制度との整合性を保つことができなかった。この立法技術の欠陥が他の立法を通じて補なわれることを期待する。少なくとも対外的に自己株式取得の用途を開示し、消却のために取得する場合、その用途を変更することはできない、また将来譲渡するために自己株式を取得する場合、最初から意図を表明し、かつ情報開示をしなければ譲渡することができないようにする必要はある。自己株式取得の用途を開示することで、会社の用途変更行為を規制し、「でたらめ」な自己株式取得を防止する⁵³ことが可能である。そのほか、142条1項5号は、転換社債のために新設されたもので、このような立法例は多くない。これについて、以下のような問題が生じる可能性がある。1つ目は、転換社債に付する転換権は形成権であり、権利行使をすれば財務状況如何に関係なく会社は株式を交付しなければならない。そのため、会社は株価が高くても随時自己株式を取得しなければならない。そのため、柔軟な対応ができない。2つ目は、「転換社債」に対応するために、会社が予め株式を取得・保有する場合、その後株価が持続的に低迷し、転換権を行使する者がいなくても、会社は権利行使期間中当該自己株式を保有し続けなければ

52 前掲注(7) Davies, Paul; Worthington, Sarah (罗培新ほか訳)338頁。

53 上海証券取引所上場会社自己株式取得実施細則第36条1項 上場会社の自己株式取得案は、以下の内容を含むべきである：……9号 自己株式取得後に法律に基づき株式消却あるいは株式譲渡する場合に関する取り決め。第41条 上場会社の自己株式取得案を開示した後、十分かつ正当な理由がない限り、変更あるいは終止してはいけない。……

ならない。これによって、会社は、経營業績の悪化と株価下落の二重の損失を被る。上記の状況における自己株式取得は、資本維持においても他の債権者保護においても問題である。

(三) 自己株式取得と株主平等原則

会社法142条は、より自由に自己株式を取得できるように、立法技術上会社が弾力的な措置を取る空間を残しており、会社経営陣が経済情勢の変化に応じて適切なリスク管理をすることを期待している。そのため、「上場会社が企業価値および株主利益を保護するために必要」である場合という表現を用いている。この表現は一般条項の形式⁵⁴で自己株式取得事項の範囲について包括的に規定している。これは本改正の核心である。企業価値から株主利益、さらに資本民主主義を通じて資本多数決を尊重し、会社の多数派株主すなわち支配株主の利益を実現することは、株主平等の原則に反するおそれがある。

立法技術において、一般条項の中に「企業価値」および「株主利益の保護」という抽象的な規範概念をおくと、会社利益が現株主の利益および会社債権者利益、もっといえばより広範な公衆利益を超えやすくなる⁵⁵。また、「および」という接続詞を用いることは企業価値と株主利益を同等に扱うという意味であり、表面的には妥当性を欠くように思われないものの、前述したように株主利益は支配株主およびそれに支配される経営陣によって代表されやすく、また概念を企業価値に入れ替えられやすい。これによって自己株式を取得し、特定の第三者に譲渡することによって特定の株主を排除する効果をもたらし⁵⁶、段階的な企業買収取引を通じて、事実上の合併と同じ効果をもたらすことは、実質的に会社法173条の合併規定を回避することになる⁵⁷。また、支配株主が有利な

54 包括的条項の意義は立法技術にある。それは普遍性を有し、多くの事案に適用され、同一法律効果をもたらすことが可能である。

55 前掲注(5) Eilis, Ferran (罗培新訳) 217頁参照。

56 縮出型買収という。

57 株主総会決議を経て、通知・公告の後、債権者は合理的な期間内に償還あるいは担保の提供を求めることができる。

情報を利用し、自らの支配下にある会社に自己株式を取得させ、それを特定の買収者に譲渡させることで、支配権移転の目的を達成することができる。このように、支配株主は同条を利用し、縮成型自己株式取得、差別的自己株式取得を通じて、支配株主と非支配株主間の利益対立を強めるのみならず、支配権取引が経営陣に対して有する監督機能を形骸化するおそれがある。

さらに言えば、上場会社が「企業価値および株主利益」のために資本市場において自己株式を取得あるいは売却する際、非支配的な投資家株主との間で株価に対する期待値が相反する場合、当該会社の株主との対立は明らかであり、共同の企業価値および株主利益を論ずることはできない。上場会社は、取引の差額が利益となり、それが企業価値および株主利益を「保護」することになるが、この「差額」はまさに株主の損失である可能性もなくはない。

以上のように、自己株式取得制度と会社の権限分配、資本維持、株主平等原則などの制度間の整合性を図る必要がある。これは今後の立法と裁判実務によって改善する必要がある。また、この問題は最終的には会社法体系の中で解決すべきである。

六、会社法142条に関わるその他の問題点

会社法142条の価値判断および用いた立法技術から分かるように、自己株式取得の機能を重視し、過度に取得手続を簡易化することは、会社法制度に衝撃を与え、裁判実務において多数の難題が生じる可能性がある。特に142条で責任規定を設けていないことについて、重視し対策を考えなければならない。支配株主、経営陣の役割、義務、責任等への注目、該当する民事主体の救済制度についての議論を通じて、142条の規定内容を整備する。

(一) 法定事由を超えるあるいは回避する自己株式取得の効力

会社法142条1項の6つの自己株式取得事由は、株主の持分、資産と株主構

成に重大な変化をもたらす。同条3項は、自己株式取得の株式数の上限および保有期限について明確に定めている。これは自己株式保有会社の資産、株主構成についての強行規制である。また、同条5項で、自己株式の質入禁止を明記することも法定事由を超えた自己株式取得の弊害を防止する⁵⁸ためである。上記規定は会社が重大な事件に直面した場合に守るべき基本行為モデルであり、強行規定である。民事主体は個人の意思で法律で認められていない内容を代替することはできない⁵⁹、それは直ちに自己株式取得の効力を否定する結果をもたらす⁶⁰。

実務上、自己株式保有数に関する規制を回避するため、会社が子会社あるいは他人名義で自己株式を取得する可能性もある。それは、自己株式取得事由を回避する外、同条3項、4項を回避することである。もう1つは、支配権の維持である。経営者が会社における支配的地位を維持するため、会社法103条で定めた「会社が保有する自己株式は議決権を有しない」規定を回避することがその目的である。上記規定はすべて禁止規定であり、原則法律を回避するために実施した法律行為の効力については、当該条文の事実構成およびそれに関する規範に基づき解釈すべきである⁶¹。

規制回避方法として、1つ目は、子会社による親会社の株式取得が多い。会社法142条1項が、自己株式取得事由について列举方式をとっていることを考えれば、規制目的は、「一定の事由」のある場合に限定して自己株式取得の効力を認めることである。したがって、当該規定を回避することが、法律文言上問題がない場合でも趣旨に反する場合がある。法律で明確に禁止していない場合、当該禁止規定の解釈を通じて、当該行為を阻止し⁶²、無効とすべきである。同条3項、4項の回避も同様に理解すべきである。

58 前掲注(15) 刘俊海 189頁。

59 Werner, Flume (迟颖訳)『法律行為論』(法律出版社、2014)658頁。

60 Jeffrey N. Gordon (黄辉訳)「会社法の強行的構造」『商事法論集』第12巻260頁～315頁。

61 前掲注(59) Werner, Flume (迟颖訳)413頁参照。

62 Max, Kaser (田土永訳)『ローマ私法』(法律出版社、2018)129頁。

規制回避方法の2つ目は、1つ目の状況を除くその他の場面である。この回避については幾つかの問題を検討しなければならない。①子会社の保有する親会社の株式の議決権行使を認めることは、子会社が親会社の意思に従って議決権を行使することによって、決議の公正性が害されるおそれがある。したがって、議決権と他の株主権を区別し、否定すべきである。その他の共益権と自益権については、子会社が独立した主体として、その他の株主（完全親会社でない場合）および債権者保護の必要があるため、制限すべきではない⁶³。②「議決権のない決議」が軽微な瑕疵であるか否か、決議の結果に実質的な影響を与えるか否かは、会社法解釈四第4条の結果論の観点から決議の効力の有無を判断することであって、自己株式取得の効力の有無を判断することではない。③他の問題の審査で否定的な結論が出たとしても、会社法解釈四第6条の趣旨に基づき、相手方が善意であるか否かを判断することになる（後述）。このように、上記の行為が多数の法規回避におよぶため、具体的に当該行為における意思の効力を明らかにすべきであり、抽象的に全体の認定を行うべきではない。

他方で、上記回避行為は会社法21条の関連取引とも関係する可能性がある。その中で、「関係者」、「名義貸与者」、「子会社」は、会社法216条4項の関連関係に収めることができ、さらに会社法21条も関わって、関連取引によって会社に損害を与えた場合、損害賠償責任を負わなければならない。

（二）手続規制違反の自己株式取得の効力

会社法142条2項は、コーポレートガバナンスの視点から自己株式取得の決定方法について定めたものであり、資本事項に関する、重大な利害関係の状況における手続規制である⁶⁴。当該規定は、株主の決定権を強化することによって自己株式取得を阻止し、非支配株主を保護する⁶⁵一方で、会社の法律関係の

63 法律行為の効力判断に関する基本原則に従う。

64 会社法が重大な利害関係に関する手続規制であり、如何なる実質的な改正もその動機が疑わしい。

65 前掲注(28) Reinier, Kraakman ほか(罗培新訳)96頁～97頁参照。

安定性を考慮したものである。そのため、会社法22条2項、会社法解釈四第2条では、「訴え提起時に株主である者に決議取消権」を付与すると定めている。

その中でより重要なのは、自己株式取得決議に手続違反があり、かつ支配株主から取得する場合あるいは支配株主に譲渡する場合、支配株主が善意の第三者に当てはまらなければ、会社法解釈四第6条の「決議が無効あるいは取消しの場合、会社が当該決議に基づく善意の第三者との法律関係はその影響を受けない」という規定が適用されないという問題である。しかし、これによって当然に自己株式取得を無効であると判断することはできない。それは、「会社が当該決議に基づき形成された善意の第三者との法律関係はその影響を受けない」という文言は、いくつかの場面に分類して理解しなければならないからである⁶⁶。

ここでは、決議の内容が内部性、外部性、あるいは両方を兼ねている場合、当該決議に基づき発生した法律行為を3つの場面に分けて検討する。

第1場面は、会社内部の法律行為に関する決議である場合、両者の効力は連動して処理する。会社法解釈四第6条で定めている「善意の相手方と形成した民事法律関係」とは、「会社以外の相手方」と生じた法律関係をいう⁶⁷。決議の内容が会社内部に関わる事項のみである場合、当該規定の適用範囲ではない。民法総則134条2項に基づき、決議は独立な民事法律行為であるが、当該決議によって生じた会社内部の法律行為は、会社経営に関連する。例えば、定款変更、乗用金分配、人事任免、競業避止等のような、会社内部の法律行為は決議を基礎とするあるいは前提とする、さらに一体となる場合がある⁶⁸。決議が会社内部の法律行為の要件であり、当該要件を満たさなければ、当該法律行為は無効とすべきである。このような対応は、その他の会社の利害関係者の利益に直接損害を与えることもなければ、法律関係の安定性も問題にならない。このような場面では、決議と会社内部法律行為を連動して処理すべきである。例えば、

66 最高人民法院民事審判第二法廷編著『最高人民法院会社法解釈四と適用』（人民法院出版社、2017）162頁参照。

67 前掲注（66） 最高人民法院民事審判第二法廷編著148頁。

68 前掲注（27） 李哲松（吳日煥訳）114頁～115頁参照。

会社法解釈四第14条では、株主の剰余金分配請求権は、具体的な分配案を明記した有効な決議を条件とすると定められている。また指導判例10号（李建軍による上海佳動力環保科技有限会社の決議取消訴訟事例）⁶⁹の判旨において、裁判所は総経理の解任決議について、手続を審査するにすぎないと明示していることから、会社人事任免と任免決議を一体化して処理していることがわかる⁷⁰。

第2場面は、会社外部の法律行為に関する決議である場合、例えば、会社が他の民事主体と締結する融資契約、資産売買契約など、単純な会社外部取引にかかわる事柄は⁷¹、会社法解釈四第6条に基づき対応すべきである⁷²。このような会社の法律行為において、相手方の善意の考察が重点であり、会社が決議に基づき善意の相手方と形成した法律関係は有効であると判断すべきである。または、取引相手方の意思表示次第で、効力認定は後回しすべきである。

第3場面は、内部性と外部性を兼ねる会社の法律行為である場合、多くは重大な会社構造変更にかかわるものであるため、法律関係の安定性を重視し、会社行為の効力を安易に否定すべきではない。例えば、増資、減資、自己株式取得、新株発行など資本制度に関連する会社行為、有限会社の株式会社への組織変更等、ガバナンスにおける株主総会と取締役会の権限分配、支配株主等、会社の3つの代理問題に関する変更は簡単に元に戻すことはできない。上記のような会社法律行為は、組織法的性質を有するため、当該行為の効力を否定すれば、当該法律関係の安定性を害し、外部に負な影響を与え、会社行為によって他の利害関係者の利益を害するおそれがある⁷³。自己株式取得事由を超える株式取得の場合、承認決議後、自己株式取得前であれば、当該決議も自己株式取

69 最高人民法院審判委員會審查・決定 2012年9月18日公布。

70 判旨は、会社の決議取消の訴訟において、会議の招集手続、決議方法が法律、行政法規あるいは定款に反するか否か、決議内容が定款に反するか否かを審査すべきであり、上記規定に違反しない場合、決議が依拠する事実が真実であるか否か、理由が成立するか否かは、司法審査の範疇ではないと判示した。

71 会社が決議に基づき、会社以外の第三者と行われた各種取引行為。

72 民法総則85条の最後の文言が背景にある。

73 Brian R. Cheffins (林华伟等訳)『会社法：理論、構造と運用』（法律出版社、2001）265頁～267頁参照。

得もその両方の効力は否定されるべきである。ただし、当該承認決議後、すでに自己株式を取得し会社名義で登記した場合、または当該株式がすでに譲渡され、会社の株主構成に変化が生じた場合、その変化を安易に元に戻すべきではない。この場合、決議効力を否定すると同時に、自己株式取得行為と当該株式の譲渡行為を区別して対応し、無効と判断すべきではない。

他方で、第2、第3場面は、会社の法律行為を否定するわけではないが、会社行為を主導した経営陣、支配株主、実質支配人に対して損害賠償を請求することで、会社全体の利益と会社法律行為の相手方の期待利益とのバランスをとることができる。

(三) 自己株式取得の手続規制

自己株式取得は、会社利益の最大化を実現するために、会社の経営陣が主導する。我が国の株式会社は、法律と証監会規則の両方によって規制されている⁷⁴。会社法142条が改正された後、証監会は当該問題について詳細な規則を設けている。当該規則は自己株式取得手順の基本に関するものであり、自己株式取得手順のみならず実体の合法性を判断する重要な根拠であり、関係者の民事責任を追及する主な手掛かりである⁷⁵。

特に「上場会社が企業価値および株主利益を保護するために必要」な自己株式取得は、他の自己株式取得とその取得条件、取得期限、数量要件、取得後の対応等において大きく異なるため、より複雑である⁷⁶。ここでは、上海証券取引所が新たに公布した自己株式取得細則⁷⁷に基づき、以下の14の手順にそって検討する。

74 邓锋「物権的株主間紛争解決方案—『会社法』司法解释（三）』分析」『法律科学』2015年第1期179頁。

75 Richard M. Cyert; James G. March (李强訳)『企業行為論』(中国人民大学出版社、2008)151頁～153頁参照。

76 当該場面と減資、従業員持株計画あるいはインセンティブ報酬、転換社債と組み合わせで実施することで、自己株式取得をより複雑にする。

77 上証法 [2019] 4号文。

1. 提案権を有する者が上場会社の取締役会に自己株式取得を提案する→
2. 提案を受けた後、上場会社は取締役会を招集し審議の上、自己株式取得案と取締役会決議を同時に公告する→3. 自己株式取得提案が取締役会で承認された後、速やかに外部に開示すると同時に、取締役会決議、独立取締役の意見およびその他関連する資料も開示する→4. 自己株式取得案を開示した後5営業日以内、自己株式取得決議公告前の取引日に登記された大株主上位10人と譲渡制限のない株主上位10人の名称および持株数、持分比率を開示する→5. 上場会社は、取締役会決議によって自己株式取得案を最終的に決定した後、自己株式取得報告書を開示する。→6. 自己株式取得期間中、上場会社は最初の自己株式取得時、株式保有を1%増加する時、毎月の最初の3取引日の各時点に、自己株式取得状況を公告する→7. 自己株式取得の期限満了あるいは自己株式取得の実施が終了した場合、自己株式取得を止め、2取引日以内に自己株式取得の結果および株式変動を公告する→8. 上場会社は取得した自己株式を、開示された用途にしたがって、法律に基づき譲渡あるいは消却する→9. 取得した自己株式を消却する場合、取引所に自己株式消却を申請し、公告する→10. 自己株式の譲渡を決めた場合、自己株式取得の結果および株式変動を公告する→11. 上場会社が集中競合方式で自己株式を譲渡する場合、取締役会の承認が必要であり、また初回譲渡日の15取引日前に事前開示をしなければならない→12. 上場会社が集中競合方式で自己株式を譲渡する期間内において、初回譲渡時、総株式資本の1%を売却する時、毎月の最初の3取引日の各時点に、進展状況を公告する→13. 譲渡期限の満了あるいは譲渡計画の終了した場合、譲渡行為を止め、その結果および株式変動を公告する→14. 取得した自己株式を開示された用途とおりに譲渡せず、関連規定に基づき3年間の保有期間満了前に消却する場合、株主総会による自己株式消却の承認後、会社法の規定に基づき対応すべきである⁷⁸。

78 前掲注(17)『実施細則』第三章の実施手続と情報開示規定、第29条から52条に基づいて整理する。

自己株式取得細則2条2項では、「企業価値および株主利益の保護に必要」な場合を、具体的に「会社株式の終値が、最近一期の1株当たりの純資産価値より低い場合、連続20取引日以内、株式の終値の下落率が累計して30%に達した場合など」と解釈している。当該細則には、上場会社の自己株式取得案に、「株式取得の目的、方法、価格範囲、取得株式の種類、用途、数と総株式資本に占める割合、支出予定資金総額、実施期限、自己株式取得後の株主構成の変化状況、取締役、監査役、高級管理職、支配株主、実質支配人が、自己株式取得の取締役会決議前の6ヶ月以内に行われた当該会社株式の売買状況および自己株式取得実施期間中の当該会社株式売買計画の有無についての説明、提案者、提案時間、提案者が提案前の6ヶ月以内における当該会社株式の売買状況および提案者が自己株式取得実施期間中の当該会社株式を売買する計画の有無についての説明（例えば適用）、自己株式取得後、法律に基づき消却あるいは譲渡する場合に関する措置、債権者保護措置、取締役会が当該自己株式取得関連事項を処理するに於ける具体的な権限（例えば適用）」などが定められている⁷⁹。同時に上場会社が集中競合方式で自己株式を売却し獲得した資金は、主たる業務に使用すべきであり、直接的あるいは間接的に新株の引受、申込あるいは株式およびその派生品、転換社債などの取引に用いてはいけない⁸⁰と強調している。自己株式取得細則は、基準がないものについても明確に解釈し、すべての場面において情報開示を求めている。それを4つの場面にまとめることができる。まずは「企業価値および株主利益を保護するために必要」な自己株式取得の詳細な適用条件を定める。つぎに、自己株式取得に関する決定、実施などにおける情報開示を強制する。さらに、上場会社の自己株式譲渡制限期間、譲渡手続、譲渡に関する事前開示、譲渡の進展についての情報開示、譲渡数等の詳細について厳しく定めている。最後に、上場会社の取締役、監査役、高級管理職、支配株主、実質支配人、自己株式取得提案者およびその一致行動

79 前掲注(17)『実施細則』36条。

80 前掲注(17)『実施細則』47条。

人などが自己株式取得実施期間中、直接あるいは間接的に会社株式を譲渡することを明確に禁止している。

以上のように、上記の4種類の情報開示場面および自己株式取得・譲渡に関する14の手順は、会社法142条の内容を確実に実施可能にするものであり、上場会社が株価を操縦し、利益をえることを防ぐための措置でもある。裁判実務もまた、会社および利害関係者が自己株式取得における行為基準になって、以下のように機能すべきである⁸¹。裁判実務は、上場会社が自己株式取得の条件、手続、方法、情報開示、取得した自己株式の譲渡などにおいて、当該細則に基づき自己株式取得に関する諸事項を処理するよう導くべきである。他方で、裁判実務は市場の各主体の義務について判断し、インサイダー取引、市場操縦、利益移転と証券詐欺等の違法行為について判断し、救済すべきである。

(四) 自己株式取得における関与者責任規制

自己株式取得事由を増加し、決定手続を簡易にすることは、取締役の経営裁量権の拡大を意味する。特に自己株式取得制度自体にインサイダー取引の誘因が潜んでいるため、権限拡大については責任追及等を通じて制度のバランスをとらなければならない。

自己株式取得において諸違法行為が存在しても、法律関係の安定性を考慮し安易に自己株式取得全体の効力を否定することはできない。以下の2つの場面が考えられる。第1の場面、法律規定に違反したとしても、取引の安全性を考慮し、取引効力を安易に否定することができない。会社法142条4項では、「第1項3号、5号、6号で定める事由」で自己株式を取得する場合、公開集中取引方式で行うべきであると定められている。そのため、内部者が内部情報を得て、会社に株式を譲渡した場合以外、その他の株式譲渡人は善意の第三者と推

81 「企業価値および株主利益を保護する」ために取得した自己株式は譲渡することができる。これに対して、投資家は上場会社が株価を操縦し、利益を調整し、防衛策を構築する可能性について不安視している。

定され、譲渡は有効とすべきである。第2の場面、取得した自己株式を譲渡する際、支配株主、取締役等が違法な手段で株式を取得した場合でも、公開集中取引による株式取得は、証券取引の公開透明の観点から、安易に取引効力を否定することはできない。

ただし、会社の支配株主、経営陣等は、自己株式取得制度の改正によって、裁量権が拡大された分、責任もより重くなる。どのように経営者の責任を定義するかが救済の主な方向である。これには2つの問題がある。第一、支配株主と非支配株主間の対立である。支配株主が会社を支配することで、事前の情報開示制度、決定権制限の規定は形骸化するので、事後の代理人制約制度に頼るほかない。支配株主が不公正は自己取引を行なった場合、会社法151条3項「その他の者が会社利益を害」するという規定、あるいは会社法21条の支配株主が関連関係を利用して会社に損害を与えた場合の損害賠償責任に関する規定の適用が考えられる。それは、支配株主が実際に会社を支配し、事実上影の取締役となるため、会社に対して「忠実勤勉」義務を負うべきであるという理論構成である⁸²。また、この「会社利益」は、株主、経営陣、従業員および債権者等の利害関係者全体の利益として広義的に解釈すべきである⁸³。第二、経営者と株主との対立である。具体的には経営者の任務懈怠あるいは利益移転、または支配権争いという形で現れる。経営者の任務懈怠について、会社法は取締役等経営陣に対して広範な注意義務（勤勉義務）を課しており、経営者は善良なる管理者として職務を執行すべきである。注意義務に反する行為に対して、善意である場合でも経営判断原則に基づき判断されなければならない。しかしながら、実際には経営判断原則の適用は、裁判官の能力範囲を超えており、高度は経営判断について裁判官が事後的に評価できるものではない。そして、基準が曖昧な事後規制は、経営陣がリスクを回避し、ハイリスクハイリターン of 事業に挑

82 通常、支配株主が直接会社経営に介入していなければ、裁判所が容易に影の取締役として認定することはない。

83 Margaret M. Blair (黄輝訳)「会社法の団体生産理論」『会社法論理』(法律出版社、2016)157頁～234頁。

戦しなくなる可能性がある⁸⁴。ただし、前述した（本稿「六の（三）」）自己株式取得制度に関連する手続規定に当てはめて、裁判官の主観的判断を客観的形式判断の軌道にのせた場合、ソフトローによって経営陣の義務を定め、義務違反のある者に対して責任を追及すること⁸⁵は、実現可能な選択肢であろう。

上記「第2の場面」において、悪意、利益対立、損害等の要件が具備すれば、経営陣の忠実義務規制が権利濫用を防ぐ道具の1つとなりうる。忠実義務違反には、利益相反取引、自己取引等利益移転の類型も含まれており、会社法21条、151条などが根拠となる。

上記の2つの場面で、株主全体の利益保護において、法律は事後的に補助する役割を果たし、経営陣の自己株式取得決定について、忠実勤勉義務をもって規制し、権利濫用者を抑制している。しかし、条文の記述が曖昧であるため、経営陣の自由裁量権が拡張され⁸⁶、違反行為の立証が困難である。それでも、今すぐ取締役の無過失責任を導入することは過激すぎるため、会社法解釈三第20条の方法で、主張者が合理的に疑問視できる証拠を提供した後は、立証責任を経営陣に転換する⁸⁷というやり方が、現段階で比較的簡単な対策であろう。

他方で、支配権取引が買収側と被買収会社の株主との間で行われるとしても、経営陣が自己株式取得および金庫株の譲渡を通じて、支配権の変動を阻止するあるいは支配権の移転方向を主導することは可能である。被買収会社の視点からすれば、支配権取引によって株価が上昇し、資産が増える可能性もある一方、経営者が自身の地位および福利を維持するために、上記の措置をとるおそれもある。一般的な事前救済として、経営陣が買収者と被買収会社株主との取引に介入することを防ぐことで、当該取引の決定において、株主と取締役と

84 会社全体の利益から考える場合、防御的経営がもたらす損失は、経営陣の不注意を予防することによる利益より高い可能性がある。

85 日本法上は妥当性と適法性義務と称する。取締役の業務執行制度、会社の損失とリスク管理に関する内部統制システムを通じて規制している。日本会社法施行規則98条。

86 会社法142条1項で新たに追加された3号、5号、6号における株式報酬、転換社債、企業価値および株主利益等の定義が明確でない。

87 最高人民法院民事審判第二法廷『最高人民法院会社法解釈（三）、清算紀要の理解と適用』（人民法院出版社、2011）318頁。

の間の代理関係を終了させるが、当該措置が失敗した場合、株主が支配権移転によって得られる潜在的な利益に影響を及ぼす⁸⁸。経営陣が特定の金庫株譲受人の株式取得資金を確保するため、会社が事前に内密に相当な融資あるいは契約条件を提供する、あるいはその他の権利を譲渡すれば、客観的に会社資産が減少し、会社利益、株主利益に損害を与えると同時に、その他の債権回収にも影響を与える。これについて、表面上は当該取締役等経営陣の忠実勤勉義務をもって規制することは可能である。ただし、自己取引や利益移転の場面以外、経営陣の複数の動機を規制するのは困難である⁸⁹。関連する法令法規を通じて、手続規範を構築する必要がある。例えば、情報開示の強化、会社関連部門への届出など、厳格な手続規制を通じて公平性を保つことは、忠実勤勉義務を果たしやすくする。債権者にとって、侵権法6条による救済は、債権が客体になりうるか否かという侵権法2条の議論が問題となるため、債権が発生する際、十分な条件を設け、事前に防止する方が望ましい。

(五) 金庫株に関する問題

会社が取得した自己株式を消却する前および譲渡する前までの自己株式を金庫株という。会社増資手続が煩雑であり、また株式を利用したインセンティブ報酬が必要であることから、現代会社制度下で「従業員金庫株」が誕生した。また株価を安定させるという会社の需要があつて、金庫株の機能は企業価値保護の目的等まで広げられ、遂に現代金庫株制度が誕生した⁹⁰。

金庫株制度には、債権者保護と株主平等の保護という2つの側面がある。1つ目は、自己株式取得制度の設計当初は、従業員持株制度のために新株を発行することによって、株式資本が膨張し、既存株主持分を希釈し、株主の経済的利益と持分利益に影響を及ぼす結果、企業統治がより困難になることを防止

88 前掲注(28) Reinier, Kraakman ほか(罗培新訳) 242頁参照。

89 Robert C. Clark(胡平等訳)『会社法則』(工商出版社,1999)519頁~520頁。

90 王文字『会社法論』(元照出版会社,2016)340頁~341頁参照。

するためであった。ただし、会社資本を安定させ、債務履行能力を保障するため、一般的に自己株式取得の資金を剰余金分配可能額あるいは旧会社法142条の規定のように、税引後利益の範囲内で支出することが求められており、それは妥当であった。しかし、今回の法改正において、「財源」規定が削除された。これについて、財源を拡張するかあるいは剰余金分配規制の下におくかの2つの方法があるが、体系的解釈によって後者を選ぶべきであり、資本規制を緩和する視点から考慮しても、イギリス法上の「債務履行能力声明」が限界である⁹¹。しかし、自己株式取得細則は、前者の立場に立つことを明らかにした⁹²。当該細則は自己株式取得の財源について厳格な制限を設けず、会社が融資によって調達した資金で自己株式を取得することすら認めている。それに伴う財務コストは上場会社経営の資金の流れに影響を与える可能性がある。また、融資コストは上場会社が金庫株を処分するにおいて、より短期的利益を追求するように働くおそれがある。それは、市場に投機家を増やすものであり、立法者が望むものではない。当該細則で、取締役は自己株式取得が会社の債務履行能力を損なわないと承諾すべきであると明記したことに注目すべきである。この規定は、「債務履行能力声明」に類似するものであるが、当該細則規定は、抽象的規定であり、効果は明らかでない、また下位の規制であるため⁹³、実効性については静観する必要がある。

2つ目は、今回の法改正で終始強調していた「株価相場保護機能」であり、それによって導き出された「企業価値および株主利益」を保護するための自己株式取得である。これについて、「企業価値の保護」が非支配株主に不当な損害を与えていないか注目しなければならず、単純に企業経営の安定性を図るべきではない。主に以下の4つに注目すべきである。①個人株主が支配権を獲得

91 2006年英国会社法714条。

92 前掲注(17)『実施細則』14条。

93 前掲注(17)『実施細則』6条 上場会社の取締役は、自己株式取得において、信義誠実で、勤勉で、責任を尽くし、上場会社およびその株主と債権者の利益を保護すべきである。取締役は、自己株式取得によって上場会社の債務履行能力と持続的経営能力が損なうことがないと承諾すべきである。

するあるいは譲渡するための道具になってはならない。企業価値も株主利益も株主全体の利益を表すものであって、個別株主の支配権利益を表すものであってはならない。②株主総会の授権事項として、取締役会決議において自己株式取得後に消却するのがあるいは会社が保有するのか、またそれに関連する手続を明確にしなければならない。③特定の株主から取得する場合、当該株主が特別利害関係者である場合、会社法21条、112条3項の規定が適用される。これは会社法上の利益相反取引制度に関連する。④被買収会社が防衛策として自己株式を取得する場合、取締役は善管注意義務・忠実義務に反し、企業買収を妨げてはならない。

他方で、142条4項は、証券法40条の概念を引用⁹⁴し、上場会社が一定の事由で自己株式を取得する際、「公開集中取引」方法を利用することを明記している。集中取引は価格形成メカニズムとして一般に集中価格競争取引⁹⁵、ブロック取引⁹⁶、相対取引⁹⁷の3種類を含む。自己株式取得細則では「集中価格競争取引、公開買付、あるいは証監会が同意したその他の方式」⁹⁸による自己株式取得を定めているが、これは自己株式の譲渡において、集中価格競争方式を強調したにすぎない⁹⁹。したがって、通常の自己株式取得あるいは譲渡は集中価格競争取引方法によるべきである。公開買付方式およびその他の方式による取引は、特定の相手との取引、非価格競争的取引であり、取引相手が特定証券への需要と供給について個別の要請があり、標準化できないため、集中価格競争取

94 証券法40条 証券が証券取引所で取引される場合、公開集中取引あるいは国務院証券監督管理機構が許可したその他の取引方法を利用すべきである

95 集中価格競争取引とは、不特定多数の売主と不特定多数の買主間において、最安値で売り注文を出した売主と最高値で買い注文を出した買主の間で成立する取引をいう。市場取引システム上、価格優先、時間優先の原則に基づき連続取引が行われる。

96 規定の最低金額に達する1個の証券売買申請は、売買双方の意思が一致し、取引所の確認を得て取引が成立する。

97 相対取引は国際的に利用される証券取引方法であり、上場会社の買収、重要な資産再編等の場合に利用される。我が国の株式分散改革が進み、上場会社の株式流通率が高くなる中で、相対取引は重要な取引方法になるであろう。

98 前掲注(17)『実施細則』14条。

99 前掲注(17)『実施細則』46条、……本章でいう譲渡とは、上場会社が前項規定に基づき、集中競売取引を通じて自己株式を譲渡する行為をいう。

引方式は適合しない。もし他の取引方式が必要な場合、証券法40条で規定した「国务院証券監督管理機構が批准したその他の方式」に基づき行われなければならない。その場合、特定の適用要件が必要となる。

上場会社が「企業価値および株主利益を保護する」ため、特に株価相場の安定を図るための自己株式取得は、短期的で非合理的は株式市場における株価下落のとき、株式の評価価格が普遍的に低いときに、自己株式取得を通じて計画的に株価を引き上げ、市場への資金流入を促進し、株価安定を支える効果がある。したがって、必ず価格競争取引で、価格優先、時間優先の原則に基づき、取引に入ってくる投資家の買い注文に順番をつけ、株格を上げる仕組みを利用し、市場にポジティブなサインを出すことで、取引市場の混乱を減少することができる。他方で、会社が自己株式を市場に放出することで市場に与える混乱は、普通株主による株式売却が市場に与える影響とは比べ物にならないし、企業価値および株主利益を保護することもできない。この問題について証監会も意識しており、上場会社が保有する自己株式の譲渡制限期間を設け、譲渡方法を詳細に制限し、他の投資家に不利益を与えることを防止する。詳細は自己株式取得細則の関連内容を確認する必要がある¹⁰⁰。当該細則は、取締役、監査役、高級管理職、支配株主、実質支配人等特殊な主体に対し、自己株式取得期間中の株式譲渡制限と情報開示義務を定めている。これは、「自己株式取得制度が、特定主体が株式を譲渡し、他の投資家から利益を吸い上げる行為を援護する道具」になるのではないかという市場の不安な声に対する応えである¹⁰¹。

100 前掲注(17)『実施細則』42条から52条参照。

101 第一、企業価値および株主利益を保護するために自己株式を取得する場合、最初に株式取得事項を開示する際、すでに株価に重大な影響を与える可能性を鑑みれば、上記特定主体の株式売却を制限する時期を最初に開示する時点に前倒しすべきである。

第二、自己株式取得実施期間中、株式を5%以上保有する大株主が株式を売却する際、開示義務を強化し、会社が最初の自己株式取得事項を開示する際、取締役、監査役、高級管理職、支配株主、実質支配人、提案人、5%以上の株式を保有する株主に対して株式を売却する計画があるか否かを尋ねた具体的な状況も併せて開示し、さらに回答に応じて株式売却のリスクについて十分に示す必要がある。

七. おわりに

会社法142条の改正は、法定資本制度を緩和するとともに、自己株式取得を通じて資本市場を安定させることが目的である。しかし問題解決型の法改正は会社法体系に衝撃を与える。自己株式取得に関する規定は広範囲に影響を及ぼし、問題も多いため、有利な面から立法目的を述べる一方で、不利な面については規制を設けなければならない。立法者は実務と結び付き、自己株式取得を認めると同時に、手続を簡易化し、取扱規範を具体化することで、企業価値の最大化を図る。

一部の学者は、法律の「形式理性は、一律で具体的かつ有効な運営方法によって議事進行（裁判構造）を支配し制限することができる」ことを強調するが¹⁰²、我が国の司法はドイツの最盛期に達しておらず、実証分析への固持や極端な教義化は思想体系の枯渇を招き、単純な知識体系に逆戻りすることになる。本稿は、当該条文の内容に注目するのみならず、法制定の背景にある本質的な問題も重視している。会社法142条の立法論理についての検討し、立法目的、自己株式取得事由、取得手続などについて分析した上、債権者、非支配株主の利益保護が不十分であること、関連取締役等の責任問題、違法な自己株式取得の法的効果などに関する規制の欠如を指摘した。本稿が、会社法142条の問題解決の一助となれば幸いである。

102 P. S. Atiyah; Robert S. Summers (金敏, 陈林林, 王笑红訳)『英米法における形式と実質—法律推理、法律理論と法律制度の比較研究』(中国政法大学出版社、2005) 22頁～23頁参照。