

金庫株解禁の意義

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 明治大学法律研究所 公開日: 2009-02-10 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 三枝, 一雄 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/1305

【論 説】

金庫株解禁の意義

三 枝 一 雄

目 次

- 一 はじめに
- 二 金庫株解禁の目的
- 三 金庫株解禁の合目的性
- 四 インサイダー取引、相場操縦の防止
- 五 おわりに

一 はじめに

平成一三年六月二二日いわゆる金庫株の解禁等を内容とする「商法等の一部を改正する等の法律（平成一三年法律第七九号）」および「商法等の一部を改正する等の法律の施行に伴う関係法律の整備に関する法律（同年法律第八〇号）」

が成立し、同月二九日公布され、一〇月一日より施行された。

改正の要点は、大きくいって二点あるが、とくに議論があるのは、自己株式の取得および保有制限の見直し、いわゆる金庫株の解禁である。改正法は、自己株式の取得・保有に関し、旧法の原則禁止の立場を改め、これを原則自由とした。すなわち、(1)会社は、定時総会決議をもって、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、総数および取得価額の総額を定めれば、目的の如何を問わず(目的規制の撤廃)、自己株式を取得し(改正法二一〇条一項ノ三項)、(2)処分期間、数量等の制限なく保有し(保有期間・数量規制の撤廃)、(3)取締役会決議により消却し(同法二二二条)、(4)株式交換、株式分割および合併の際に発行する新株に代えて使用し(同法三五六条、三七四条ノ一九、四〇九条ノ二)、(5)取締役会決議により売却処分する(二二一条第一項)ことができることとした。ただし、自己株式の取得等に関わる弊害防止等のため、いくつかの制限を設定した。すなわち、(1)資本の空洞化防止・会社債権者保護のため、その取得の範囲は、配当可能利益並びに株主総会決議により減少した資本および法定準備金の範囲内に限る(取得財源規制)(同法二一〇条ノ二第一項)、とともにその実効性確保のため、取締役は、営業年度の終わりにおいて、資本の欠損が生じるおそれがあるときは、自己株式を買い受けることができず、自己株式の買受けをした営業年度の終わりにおいて欠損が生じたときは、注意義務を怠らなかつたことを証明できない限り、取締役は、その欠損額を上限として会社に対し填補責任を負うものとし(同条二項)(取締役の責任の強化)、(2)株主間の平等確保のため、自己株式の取得方法は、(a)市場価格のない株式の場合は、売主につき株主総会の特別決議による承認をえ、他の株主にも売主になる機会を与えた上でなければ、相対取引により取得することはできず(同法二一〇条二項、五項ノ七項)、(b)市場価格のある株式の場合は、原則として市場取引または公開買付けによることを要し、例外的に市場価格のない株式の場合と同様の手続きを踏めば、相対取引により取得することができるに過ぎないものとし(同法二一〇

条八項) (取得方法の制限)、また(3)会社支配の公正確保および株主間の平等確保のため、取得した自己株式の売却処分については、新株発行の場合と同様の手続きによるべきものとする(同条第二項)。ただし、(4)その会計処理上の疑点等の検討のため、取締役会決議による自己株式の売却処分は、平成一四年三月三十一日までは行うことがきない(附則五条第一項)などの制限を加えた。

この改正法については、巷間すでに多くの実務的解説が行われている⁽²⁾。しかし、今回の改正は、法制審議会に諮ることなく⁽³⁾、学界の十分な検討をへないまま、議員立法により短期間に行われたものであり、疑点が少なくない。とくに金庫株の解禁に関しては、諸外国の法制を参考にしたとのことであるが、わが国にそもそもその必要性があったのか、それにより改正の目的は果たされるのか、弊害防止策は十分かなど、その意義に関し根本的な点で疑義が晴れない。すでに施行されてしまっているものであり、いささか時期に遅れた抗弁の感がなくはないが、今後の運用および改革の方向を考えるに当たり、その問題点を明らかにしておくことは無駄ではない。本稿は、このような観点から、金庫株解禁の意義を検討するものである。

二 金庫株解禁の目的

金庫株の解禁は、何のために、どのような目的で行われたのであるが、当初は株価対策ということが強調された。

二〇〇〇年末を超えて株式市場は、持合株式の解消売り圧力から持続的な下落が続き、二〇〇一年末の株価水準次第では金融機関の保有株式に莫大な含み損が発生し、金融不安が再燃するのではないかという危機意識が広まり、経済界から金庫株解禁(自社株の取得・保有の自由化)を求める声が高まった。経団連は、二〇〇〇年十二月二十五日「金

庫株（及び自己株式取得）に関する論点整理」において、①機動的な企業再編の実現（金庫株の割当てが認められるようになれば、新株発行による配当負担の増加や株式価値の希釈化を生じさせずに、機動的な企業再編が可能となる）、②機動的ストック・オプションの実施、③株式市場の安定（株式の需給を安定させるため、持合い株式解消の際の一時的な受け皿として意義がある）、④敵対的買収に対する防衛（大株主や提携先が何らかの理由で株式を手放すことになったときに、一時的に会社が取得することが認められれば、敵対的買収を予め防ぐことができる）等を理由に、金庫株の解禁を改めて求めた。⁽⁶⁾

このような経済界の動きを受けて、政府・自民党は、当初株価対策という観点から金庫株解禁の方向を固めた。二〇〇一年一月一二日平沼赳夫経済産業相は、記者会見で株価安定対策として金庫株の解禁も検討の必要がある旨発言していたが、⁽⁷⁾同月一四日には、ギリシャ訪問中の森首相も、アテネ市内のホテルで同行記者団と懇談し、低迷する株価対策について、株式市場を活性化するためには、諸外国で取り入れているもので、「なるほど」と思うものがあれば採用するための研究をしていくことが大事だ、金庫株の話しも出ているし、そういうことも含めて自民党でも政調会長の下で議論していくことになると思うと述べ、⁽⁸⁾経団連などが要請している金庫株の解禁も含めて本格的に検討する考えを示した。また、同月一五日今井敬経団連会長も、記者会見で、外国人投資家からの日本の株式市場に対する信頼の揺らぎ、時価会計制度の導入に伴う株の持合いの解消が進んでいることなどから、株式の需給のバランスが緩んでおり、株価に悪影響を与えているとの認識を示した上、⁽⁹⁾自社株の購入・保有ができる金庫株制度の確立に向けて、関係各方面に働き掛けたいと思っていると述べた。また、同月一四日静養先のアメリカから帰国した自民党の当時の亀井静香政調会長も、株式の相場下落に対応する姿勢を示した。そして、同月一五日政調会長の下に「証券市場等活性化対策特命委員会」（委員長・相沢英之衆議院議員）を設置し、⁽¹⁰⁾さらに同月二二日自民党、公明党および保守党議員か

らなる「与党証券市場活性化対策プロジェクト・チーム」を発足させ、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等の検討を開始し、二月九日には、与党プロジェクト・チームによる「証券市場活性化対策中間報告」⁽¹¹⁾が公表された。そこにおいて、金庫株の解禁等を導入するための商法改正を通常国会において議員立法で行うことが明らかになれば、四月六日には、経済対策閣僚会議において、「緊急経済対策」が示され、政府としても金庫株の解禁等につき必要な検討を行うこととし、具体化に向け動き出した。たしかに、大幅な株価の低迷は、六〇〇兆円を超える国、地方自治体の長期債務残高、金融機関への信頼性の揺らぎ、構造改革の遅れなど日本経済の現状を反映したものと受け止めるべきであり、金庫株や等価交換制度もそうした状況を踏まえた上で検討すべき課題といえる。⁽¹²⁾

しかし、このような株価対策としての金庫株解禁論に対しては、様々の疑義が出された。①自社株を取得する余裕資金がある企業は限られるほか、自社株買いは実質的な減資に相当するため、自己資本に乏しい日本企業の中で自社株の取得が広がると思えない。⁽¹³⁾ ②自社株買いは潤沢な資金が要る。一部資金のある企業だけが救われるのでは、たとえ金庫株を解禁しても持ち合い株解消売りを止める決定打にはならない。⁽¹⁴⁾ ③実際に自社株買いが有効であったかどうかの基準は、理論的な価値より安い株価で自社株を買い戻すことができたかどうかであるが、その判断は経営者にとって難しい。また自社株取得が魅力的に映らない理由の一つとして株価に対する無関心が上げられる。この点から言って金庫株を解禁したからすぐに自社株を買う経営者がどれだけのるか疑問である。⁽¹⁵⁾ ④自己株を買い入れても企業価値そのものに影響を与えるわけではない。したがってコーポレートファイナンス理論から言えば、株価への影響は中立的である筈である。金庫株は、短期的には需給を向上させる点で効果があると考えられるものの、本質的な解決策ではない。過度な期待は禁物である。商法の改正によって金庫株を認めた場合でも果たしてこれを利用する企業があるかどうか、わが国の場合、自社株を購入する企業は数えるばかりで、資金を借入金などで調達することはほとんど

できないのが現状である。⁽¹⁶⁾ ⑤ 自社株を買う資金はどうするのか、どれだけ自社株を取得するのかを認めるのか、取得した自社株はどうするのか、企業には株価対策をやる余裕などないはずである、最悪の場合には金融機関に新たな不良債権を、企業には売れない自社株と多額の借金を残すだけになるのではないか。⁽¹⁷⁾ ⑥ そもそも、株価が常に正しく評価されていると前提されるような完全情報の理論的な世界では、株式の価値に相当するキャッシュが企業から流出する一方で株式を保有するわけであるから、株価に与える影響は中立になる。すなわち、株価対策としてはあまり大きな効果は期待はできない。⁽¹⁸⁾ ⑦ 浮動株が少ない日本の株式市場で市場を通さない取引を促すような政策を導入するのは問題である。⁽¹⁹⁾ ⑧ 金庫株は、本来業績堅調な企業が他社株式への投資に代えて自己株式に投資し保有するものであるであり、これが株価低迷に喘ぐ企業の株価対策に振り向けられると急に危険かというのには誰の目にも明らかである。金庫株が漫然と持ち続けられた場合、その会社の株価が回復しない限り、逆に買い入れた株式は長期にわたって不良資産化し、会社の財務内容をさらに悪化させ、株価はもろろんのこと格付け等にも悪影響を及ぼすという悪循環に陥ることが懸念される。株価対策だけでは、企業の自主的な判断と責任において余剰資金を自己株消却に振り向ければ十分である。仮にこのような資金的余力のない企業にも自己株の取得を認めようというのであれば、本末転倒である。市場の問題は市場で解決すべきであり、受け皿作りという形で政府が介入したり、企業の財務体質の悪化を招きかねない金庫株構想によって解決すべき問題ではないし、また根本的な解決は不可能であろうなどの意見が相次いで出された。そして、政府部内からも、株価対策ということについては異論が出た。柳沢伯夫金融担当相および額賀福志郎経済財担当相は、金庫株解禁の検討には前向きな姿勢を見せたが、株価対策ではないとし、株価対策としての有効性に疑問を投げかけ、⁽²¹⁾ 自民党の加藤紘一元幹事長も、二〇〇一年一月一九日「企業が自社の株価操作をすると一般投資家が思ったら、逆効果もあり得る。私は慎重論だ」と述べた。⁽²²⁾

このような動きを受け、金庫株解禁の目的・趣旨として株価対策という観点は以後否定されるようになった。すでに早く、同月一六日経済同友会代表幹事小林陽太郎、副代表幹事・専務理事水口弘一、金融・資本市場委員会委員長三国陽夫連名の「『株価対策』についての意見」は、金庫株の解禁の目的は、企業戦略の選択肢を増やし、ひいては株式市場を活性化させることであつて、株価対策ではないとし、また、同年三月九日の自由民主党・公明党・保守党与党三党の「緊急経済対策」も、金庫株の解禁及びそれに伴う環境整備が取り上げられているが、それは株価対策というより、あくまでも証券市場等の活性化対策の一つに位置づけているに過ぎない。

しかし、政府の緊急経済対策公表後も金庫株解禁を株価対策と捉える見方はなお消えなかつた。同年四月六日社会民主党全国連合会幹事長淵上貞雄衆議院議員は、「政府『緊急経済対策』について（談話）」において、金庫株の解禁は、需給関係に直接訴え、改善を図ろうというものであるが、この手の対症療法的な手法が用をなさなかつたのは、日本経済の現在の有様が如実に物語っている。自由な価格形成を歪めることによつて投資家の見送り気分をつよめ、かえつて売買高が減少する可能性すら否定できないと疑問を投げかけている。⁽²³⁾国会でも野党議員は、金庫株解禁は株価対策の一環の中に位置づけられると受け止め質問している。⁽²⁴⁾これに対し、法案提案議員は、野党議員の質問に対し再三にわたつて、金庫株の解禁が株価対策であることを否定した。同年六月八日衆議院法務委員会において、法案提案者の一人である金子一義衆議院議員は、民主党の小泉敏明衆議院議員の金庫株解禁の株式需給対策としての有効性に関する質問に、「私、今回の改正の趣旨が需給対策として、株価対策だということを示し上げたつもりはないんです、念のため申し上げますと、需給というものは、結果として出てくるかも知れませんが、特に金融市場というものがこうやってできますと、経営者としては経営戦略上いろいろな形で使ってくる。その結果として需給というものが出てくる可能性もある。ただ、株式市場に対しては、需給という意味では、一時的にはそういうことがあり得ても、長期的には、あくま

でも株価というものはその企業の将来性、収益性、我が国の将来性にもかかってまいりますから、そういう意味では、これが本当に効果があるかというご質問ですけれども、それは効果があつたとしても、それは一時的なものにすぎないはずだ。あくまでも理論的には中立です。そういう立場で今回の法改正に臨んでおります」と答弁し⁽²⁵⁾、また、民主党の江崎洋一郎衆議院議員の金庫株解禁の狙いについての質問に、「与党がやりました緊急株価対策の中には、人為的に株を買い上げる株価対策というものは全く否定されたという経緯があつたということだけは、あえて申し上げさせていただきます」と答弁し⁽²⁶⁾、また民主党の中川正春衆議院議員の「もともと金庫株の解禁は持ち合い株を解消しなければいけないし、そういう形の中でこの議論が先ず出てきて、それから今回の形になつた」のではないかとこの質問に、「私たちもそこは随分議論いたしましたけれども、短期的な効果というのにはあり得ても、しかし、市場がどういふ指摘が先ほど来ありましたけれども、私たちは、これによって効果があるということがために法案を出したというつもりはありません」と答弁し⁽²⁷⁾、また、引き続き法案提出者の一人であり、金子議員との見解の違いを問われた相沢英之衆議院議員も、「いろいろな要素で株式市場活性化ということを考へているので、それが市場対策、株価対策といふふうには短絡してお考えいだだかないようにお願いしたいと思います」と答弁し⁽²⁸⁾、また同月一二日の衆議院法務委員会において、日野市朗議員の「これをやつて株式市場が活性化するとは思わない」との意見に応じ、「私も、これをやつたら株式市場が活性化するということは言えないと思つ」と述べている⁽²⁹⁾。そして、その後は用心深く「株価対策」といふ言葉は使われていない。経済団体連合会経済法規委員会・経済法専門部会長西川元啓氏は、同年六月一二日衆議院法務委員会において、次のように述べている。「まず、大競争時代におきまして、企業は競争力の向上を目指し、合併、株式交換など、組織再編を進めております。これら株式を対価と致します企業再編を行う際には、新株発行方式に

よる割り当てが原則とされており、広く金庫株による割り当てが認められることになり、新株発行によって配当負担が増加したり、株式価値が薄まったりすることなく、効率的な企業再編ができるようになるわけでございます。次に株式価値の向上と連動しつつ、働く者の意欲を高める上で極めて有効なストックオプションに金庫株を活用できるようになれば、一層機動的にストックオプションを実施することができるようになると期待されます。また、敵対的企業買収に対する防衛の観点からも金庫株は有効でございます。大株主や提携先から何らかの理由で株式を手放すこととなった場合などに、この株式を一時的に会社が取得することが認められれば、企業の解体をねらう敵対的企業買収を防ぎ、雇用を含め、企業をゴーイングコンサーンとして維持することができるようでございます。さらに、金庫株は、持ち合い株式解消の受け皿として市場の安定に資するとともに、今後、年金制度の整備とともに、企業年金への提出、運用につながることを期待されます⁽³⁰⁾と述べる。そこには「株価対策」という言葉はない。

しかし、株式の需給関係を調整し、また持合株式の解消売りの受け皿として利用することにより株式市場の安定に資するというのは、株価の低落著しい今日においては、株価の下落を防ぐということであり、それはまさに株価対策そのものである。社会民主党・市民連合の植田至紀衆議院議員も言うように⁽³¹⁾、現在の経済情勢において金庫株の解禁が低迷する株価に対して副次的にでも幾ばくかの効果をもたらすであろうことは事実であり、その意味で株価対策の中に位置づけられることを否定することはできないと思われる。

さまざまな紆余曲折を経たが、今回の金庫株解禁の目的は、公式には法案提案者により、①機動的企業再編の実現（合併、株式分割等の企業の組織再編に際して新株発行の発行に代えて、保有する自己株式を割り当て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希釈化を防ぎながら、機動的な組織再編ができるようになること）、②持合株式の解消売りの受け皿作り（株式の需給関係を調整し、また持合株式の解消売りの受け皿とし

て利用することにより、株式市場の安定に資すること、③敵対的企業買収対策（大株主や提携先が株式を放出するときに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企業買収を取得しようとする者に取得されることを防止できる）等により、経済構造改革を推進し、証券市場の活性化を図ることにありと説明されている。⁽³²⁾これは、先に述べた経済界の金庫株解禁要望の理由と同一である。

三 金庫株解禁の合目的性

上記のような目的で金庫株の解禁が行われたのであるが、それによりこれら目的が果たされるのか、とくに持合株式の解消売りの受け皿たりうるか、敵対的企業買収対策として機能しうるのかについては、その合目的性につき疑問が消えない。

1 株式の需給関係の調整・株式持合解消売りの受け皿作り

たしかに、わが国の企業の多くは、持合株式を急ぎ売却処分しなければならない状況に追い込まれている。経済のグローバルスタンダード化が急速に進展する中海外企業との激烈な競争に勝つ抜くため、一層経営の効率化を計らなければならぬが、それには企業の手持ち資金の最大限の活用が必要であり、生き残りを計る企業として株式持合により巨額の資金を凍結しておく余裕はない。また、売買目的有価証券および満期保有目的債権については二〇〇一年三月期から、その他の有価証券（持合株式を含む）については二〇〇二年三月期決算からその評価には時価法が適

用され、税効果適用後の評価差額が貸借対照表の資本の部に直接計上されることとなったが、この時価会計基準によるときは、株価変動により評価損益は当該株式保有会社の貸借対照表に反映され、したがって持合株式の株価が下落すれば貸借対照表上の純資産額とリンクした指標が低下することとなる。先にも述べたように、わが国の株価は、昨年来大幅な下落となっている⁽³³⁾のであり、時価会計基準を採用したときは、持合株式保有企業、とくに金融機関では巨額の評価損が生じ⁽³⁴⁾、これが二〇〇二年三月期決算で一気に表面化し、剰余金を減らし、自己資本比率の低下を惹起し、一層の金融不安を引き起こすのではないかと危惧が広まりつつある。そして、このような圧力の下わが国企業は、昨年来持合株式の売却に走り⁽³⁵⁾、それが株価下落の一因となったといわれている⁽³⁶⁾。それゆえに持ち合い株式解消の受け皿作りの必要があるといわれてきた。たしかに、金庫株の解禁は、少なくとも短期的には、またその限りにおいて、持合解消売りに伴う需給バランスの面から株価下落圧力を緩和することに役立つものと考えられる。なぜなら、特定の目的を有せず、ただ漠然と将来何らかの目的に自己株式を利用したいと考える企業による自己株式の取得を可能とするがゆえに、株式市場における新規購入を創出することにはなるからである。

しかし、そもそも資金の効率的運用という点からして、取締役の責任を生じさせないで、そのような漠然とした自社株の購入が許されるか疑問である。のみならず、それが許されるとしても、それは株価下落防止という目的とは直接的に何の関係もないのであり、その購入需要は、あくまでも副次的なものにすぎない。また金庫株の解禁により、このような需要を創出すべき政策的必要性も見当たらない。金庫株の解禁、すなわち自己株式取得に関する目的規制の撤廃それ自体は、少なくとも直接的には株式市場における新規購入余力を創出する効果を持たないと考えられる。まして、取得した金庫株の取得費用相当額が取得後に会社資本の控除項目となる場合には、自己株式取得による自己資本比率低下が格下げの材料となることは明白である。それに、先の株価対策論批判もいうように、赤字体質の企業に

とり自己株取得の財源の確保は決して容易ではない。借り入れ金で賄うにしても、不良債権処理に追われる金融機関は、不良債権化の恐れのある新規貸し出しには慎重になるであろうし、また運良く融資を得ても、株価が回復しない限り、買入れた自己株式が不良資産化し、会社の財務内容をさらに悪化させ、株価やその格付けに悪影響を及ぼす恐れもある。金庫株が解禁されてもその恩典を受けられるのは自己株式取得資金を有する一部優良企業に限られ、財務体質に不安のある多数の企業は、自己株式取得を実行することは難しい状況にある。金庫株の解禁自体が持合株式解消の動きの拡大による株式市況の不安定化対策として独自に意味を有することはあまりないと考えられる。⁽³⁷⁾ それに、金庫株の取得価額は配当可能利益から控除されるのであり、金庫株が株式消却以上に株式持合の解消に役立つかも疑問である。⁽³⁸⁾ この面では、金庫株の解禁は、あまり期待できないというほかない。

2 敵対的企業買収対策

つぎに、金庫株の解禁が敵対的企業買収対策となりうるかである。

たしかに、金庫株の解禁による自己株式の取得が事実上敵対的企業買収対策となりうる側面を有することは否定できない。買収対象会社による自己株式の取得は、買収対象株式を減少させることによって、敵対的企業買収を実行しつつある者に対し、それ以上の株式の取得を困難ないし不可能にし、買収を失敗させるだけでなく、将来の敵対的企業買収の発生を未然に防止することを可能とする。また、借入金を原資として自己株式取得を行うことによつて負債比率を大きくすることにより、買収対象としての魅力を減少させることも可能である。さらに、買収者から自己株式を買戻すことは、買収者に買収コストを回収させ、さらには差額利潤を与え、もつて買収を断念させるとともに、買

取が成功に至らなかつた場合にも会社の経営の不安定化要因を除去することを可能とする。

そこで、かつての判例および学説の中には、商法二一〇条違反の自己株式取得であっても、企業防衛のための自己株式取得は許されるとするものがあつた。三井鉱山事件の第一審判決は、傍論においてではあるが、「株主が反社会的利益追求の目的のため（たとえば、会社に不利な契約を締結させ、あるいは会社の機密を奪取するといったような目的のもとに）会社の株式を買い占め、これによって会社の経営を支配し、会社の経営陣のみならず他の一般株主、債権者、従業員、取引先等の関係者に重大な損害を与える危険が高く、かつこれが差し迫っている状況下で、右株主の野望をくじき、会社の受ける重大な損害を回避するために必要な対抗策としての自己株式の取得は、会社の発行済株式総数に占める割合、これの取得によって被る会社の損害の程度等を勘案したうえ、なお相当なものとして許容される余地が全くないとはいえない」とする見解を示した。また一部学説は、商法二一〇条違反の自己株式取得であっても、現実に会社・株主に対する重大な損害が差し迫っており、それから会社・株主を守るには自己株式取得以外の方法が皆無であり、取締役が会社・株主の利益のために、したがって取締役は自己の地位や利益を図る目的で行動したのではなく、自己株式取得を行ったような場合には、例外的に取締役は会社に対し損害賠償責任を負わなくてもよいとする見解を提示した。⁽³⁹⁾しかし、これに対しては、①そのような見解を認めると商法二一〇条の実効性は大きく減殺されるおそれがある。そのような場合を肯定するのであれば正面から二一〇条違反がない場合があり得るかという解釈論を検討すべきである。⁽⁴⁰⁾②元来自己株式取得は会社支配権に当然結びつくから会社の利益のためとはいつても会社経営者の利益のためとの間の判定がしにくい。⁽⁴¹⁾それゆゑに会社の利益となるか否かの判断を取締役に委ねることは適切でないし、また仮に会社の利益のためであつたとしても取締役の経営判断として違法行為をなし得るとも考えにくい。⁽⁴²⁾③資本の原理を貫いている以上買占めに対する防戦買ひにも許容の根拠を見出し得ないし、さらにこれを許

容すると、買い占め株式を法外な価格で会社に買い取らせる行為を助長するおそれがある。⁽⁴³⁾ ④株式の多数を握った者が経営についての發言権を持つというのが株式会社制度である。⁽⁴⁴⁾ ⑤自己株式取得を利益配当と同じ扱いをする以上当然株主平等の原則が被つてくるのであり、特定の買収者から株式を買い戻すことは、株式会社の基本原理たる株主平等の原則に反するのではないかなど⁽⁴⁶⁾の批判が加えられた。旧法下においては、「仮に個別的に判断して会社や会社関係者の重大な損害の回避のためにやむをえない事情があると認められるような場合」、たとえばいわゆる仕手筋が株式を買い集め、放置すれば当該会社、株主および従業員等の会社関係者に多大な損害を与える危険性が強く、しかもそれが差し迫っている状況下であっても、自己株式の取得は旧商法二一〇条に違反し、許されない⁽⁴⁷⁾というのが判例および多数学説⁽⁴⁸⁾の立場であつた。

ところが、改正法は、自己株式の取得につき目的規制を排除したのであり、この改正法下においては、敵対的企業買収対策目的の自己株式取得も、少なくとも商法二一〇条違反ではないこととなつた。しかし、それにしても、改正法は、自己株式の取得・保有を全面的に会社経営者の恣意に委ねるものではない。改正法下においても、会社経営者は、善管注意義務（商法二五四条三項、民法六四四条）・忠実義務（商法二五四条ノ三）を負つてるのであり、これらの義務に反するような自己株式取得を行えないのは当然である。そこで、改正法下でも、敵対的企業買収対策としての自己株式取得は、商法二一〇条違反とならないにせよ、さらに取締役の注意義務・忠実義務に反することはないかが問題となりうる。このことにつき、改正法後つぎのような見解が示されている。第一は、①自己株式取得の時期が敵対的企業買収の具体的実行の開始後の場合には、現経営陣の地位保全のためと判断され、取締役の注意義務違反を訴求され易くなる。また、②敵対的企業買収の具体的実行前の自己株式取得の場合も、取締役の責任が問題となる可能性がある。たとえば、それが取締役の経営判断として合理的かが代表訴訟における「経営判断原則に照らして判

断されることになる」、という。⁽⁴⁹⁾ 第二は、第一の見解と同様、場合を二つに分け、①敵対的企業買収の試みが具体的に為された場合に、会社経営陣がもっぱら自己の地位の保全を目的として自己株式の取得を実施するのであれば、取締役の会社に対する忠実義務・善管注意義務違反の問題が生じる場合がありうるが、②会社が自らの長期的な観点から、敵対的企業買収の脅威にさらされることが会社にとって必ずしも利益とならないと判断し、かかる判断に基づいて、敵対的企業買収をいわば一般的に予防するために、会社が自己株式を取得することは、商法上特に問題はないとする。⁽⁵⁰⁾

第三は、自己株式の取得を三つの局面に分け、つぎのようについて。①敵対的企業買収が具体的に実行された場合にこれを阻止するために発動される局面（短期的・戦術的対応の局面）においては、グリーンメジャーやもっぱら短期的な会社転売利益獲得のために行われる敵対的企業買収に対抗して行われる場合は、その自己株式取得は、経営判断として正当化されるが、それ以外の場合は、現経営陣の地位保全のために過ぎず善管注意義務違反を構成する。これに対し、②敵対的企業買収が具体的には実行されていない場合に予防的にそれが行われるリスクを極小化するために行われる局面（長期的・戦略的対応の局面）では、借入れを原資として自己株式取得を実行し負債比率を高めれば買収対策としての魅力が減少するし、浮動株が減れば長い目で見て敵対的企業買収の脅威も減少するので、長期的・戦略的な観点からは、敵対的企業買収対策として金庫株の解禁は有効である。自己株式取得自体は株価上昇につながり、ひいては株主の利益となるから、この局面では、自己株式取得の発動が取締役の善管注意義務違反を構成する場合はあまりないであろう。さらに、③敵対的企業買収が実行されたが成功までには至らなかつた場合に、経営の不安定化要因除去の目的でかかる敵対的株主を排除するために当該株主から株式を引き取る手段として実行される局面（事後的「解決」としての局面）では、株主平等の原則との関係から、少なくとも現在のわが国商法の下では、この目的のために自己株式取得を実行するためには、原則としてすべての株主に売付けの機会を与えるセルフ・テNDER・

オプファー (Self Tender Offer) の方法による必要があるところ、多数株主が予定買入額を超えて売り付けてきた場合には、現行証券取引法上按分比例で買い付けざるを得ないため、「手打ち」対象となった敵対的企業買収者が保有する全株を発行会社は保証することができないことになるのであり、金庫株解禁による自己株式取得に対する目的規制の撤廃が、この局面で敵対的企業買収対策政策として機能する場合はあまりない。金庫株解禁による自己株式取得に対する目的規制の撤廃が敵対的企業買収対策として機能し得るのは、右②の場合であろう、という。⁽⁵⁾ 第四は、商法の規制に従った自己株式・自己持分の買受けであっても、経営者と株主との間に支配権の帰属をめぐる争いがある場合に、後者が過半数議決権を取得することを阻止する目的で前者が会社の名で市場において株式を買い漁ることは、取締役の善管注意義務・忠実義務違反に当たり、取締役の責任(商二六条一項五号、有三〇条ノ二第一項第三号)・行為の差止め(商二七二条、有三二条ノ二)等の原因になりうるとする。⁽⁵⁾

これら見解によれば、敵対的企業買収対策としての自己株式取得は、少なくとも、もっぱら対象会社取締役の地位保全を目的とするものであるときは、取締役の義務違反となるのであり、それが許されるには、他に正当な目的があり自己保身の目的のものではないことを立証しなければならないことになる。ちなみに、アメリカでは、買収対象会社の経営者が会社経営に関する権限を基礎に自己の利益の追求を唯一または主要な目的として行為した場合を除き、敵対的企業買収に対し対抗措置(新株発行)をとることを認めているが、かかる対抗措置の妥当性ないし合理性に関しては厳しい枠をはめている。経営者の利益衝突の観点および対抗措置の合理性の観点等から、その対抗措置は、裁判所により客観的な司法審査を受けなければならないとされた上、その司法審査において会社は、その対抗措置の達成が会社にとり必要であり、そして相当なものであったこと、すなわち、①買収者による株式所有のために、会社の経営方針・政策等に対し損害ないし不利益が及ぶ危険が存在すると取締役が信じ、かつ、取締役がそう信じるにつき合

理的な根拠を有していたこと、および②その対抗措置が生じた危険との関係で合理的であったことを立証しなければならぬとされている。⁽⁵³⁾しかし、対象会社取締役には常に自己保身の動機がある⁽⁵⁴⁾のであり、当該の自己株式取得が経営者の自己保身のためでなく、他の正当な目的のためのものであるということを経明するのは必ずしも容易ではない。

そもそも株主権を尊重する資本の原理からすれば、誰が経営者として適任かを最終的に決定するのは、企業資本の出資者であり、企業危険の最終負担者である株主であつて、経営者ではない。この考え方からすれば、現経営陣の保身を目的とする自己株式取得は、その取得時期いかに関係なく、許されないということになるはずである。これに対し、先の第三の見解は、敵対的企業買収実行以前の予防的な自己株式取得は、株式の時価を引き上げ、株主の利益となるから許されるとする。しかし、敵対的企業買収の具体的危険が差し迫つてもいないのに、もっぱら将来の経営の不安を除去する目的で、自己株式取得を予め行うことは、一時的に株価の引き上げとなるとしても、会社資金を二重の危険に曝すだけでなく、その効率的運用を阻害するのであり、必ずしも株主の利益になるとは言い切れない。また、敵対的企業買収中断後の買収者からの自己株式取得は、自己株式取得を利益配当（払い戻し）と実質的に同視する同視する改正法下においては、株主平等の原則違反の問題が生じる余地がある。

いずれにせよ、自己株式取得が取締役の義務違反、責任を生じさせるおそれがある以上、それが敵対的企業買収への対抗措置として機能する場面は実際上かなり限られたものとなると思われる。

結局、今回の金庫株解禁は、株価対策、持合株式解消売りの受け皿作り、あるいは敵対的企業買収対策という面では、それほど大きな効果は期待できない。企業の効率的再編、ストック・オプションおよび企業年金への活用の中で、ある程度の意義が認められるに過ぎないと考えられる。

四 インサイダー取引、相場操縦の防止

1 インサイダー取引・相場操縦防止策

しかし、それにしても金庫株の解禁が認められるには、金庫株解禁に必然的に伴う弊害防止、とくにインサイダー取引および相場操縦の防止が前提である。

国会でも野党から厳しく追及されたが、改正法は、このことにつき次ぎのような対応策を盛り込んだ。(1)インサイダー取引規制については、従来から証券取引法において、会社または会社関係者が所定の「重要事実」を知った場合には、その事実が公表された後でなければ会社の株式の売買をしてはならないとしてきた(証券法一六六条一項)が、今回証券取引法を改正し、今回の商法改正により認められる自己株式の取得を「重要事実」に追加する(同条二項二)とともに、保有する自己株式の処分も「重要事実」の対象とした(同項ホ)。

他方(2)相場操縦規制については、証券取引全般を対象とした現行の相場操縦禁止規定(証券法一五九条)に加えて、自己株式の取得または処分の際に一定の要件を遵守すべき旨を定める規定を新設するとともに、遵守すべき要件の具体的内容に関しては、アメリカの相場操縦のセーフ・ハーバールール(SEC規則10b-18)を参考に、相場操縦とされる恐れのない取引の態様を類型化したもの(日本版セーフ・ハーバールール)を内閣府令で定めることとした(証券法一六二条の二)。そして後日定められた「上場等株券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」によれば、相場操縦としないためには、①一日に複数の証券会社を通じて買い付けを行わない、②証

券取引所の取引終了予定時刻の直前三〇分間以外の時間に取引する、③買付委託等に関する注文は指し値により行い、かつ直近価格を上回る価格による注文は反復継続して行わず、注文時の高値を上回る注文を行ってなはならず、また買付の注文は前日の終値以下の価格で行わなければならない、④一日に買付注文のできる自己株数量（立合売買に係るものは除く）は、(イ)直前四週間の一日平均売買高の二五%以内か、(ロ)市場出来高が少ない銘柄を考慮し、売買単位が一、〇〇〇株の会社の場合、直前六ヶ月の月間平均売買株数が(a)二〇万株未満、(b)二〇万株以上四〇万株未満、(c)四〇万株以上で区分し、原則として一日当たりの買付限度は、順に三、〇〇〇株まで、五、〇〇〇株まで、一万株までとされ、さらに発行会社による買付は、自己名義で行うことが義務付けられた。また、取引公正確保の観点から適当と認められる「その他の取引方法」として、①前日の終値以下の価格で指値により買付注文を行うこと、②買付価格および買い付ける株数等について事前に公表を行うこと、③株主間の公平が確保される方法によること、④当該買付日においては当該買付方法に限るが、事前公表した場合に予定買付株数に達しない場合は本則に従った買付を認める等が容認された。

さらに(3)自己株式に関するディスクロージャー規制について、従来自己株式取得の透明性を高め投資者を保護するため、自己株式取得の総数、価額総額、取得の進捗状況等につき、発行会社は自己株式取得に関する決議後三ヶ月ごとに「自己株券買付状況報告書」が提出すべきものとしてきた（改正前証取法二四条の六）が、今回の商法改正により金庫株が解禁され、取得目的を問わず株主総会の定時総会決議により自己株式取得を行うことができるようになったことを踏まえ、同報告書を自己株式取得に関する定時株主総会決議後、次期定時総会まで一ヶ月ごとに提出すべきものとする等ディスクロージャー規定の整備を行った（改正証取法二四条の六）。

2 監視機構

このように、今回の改正により、インサイダー取引および相場操縦につき、かなりきめ細かな対応策が採られることとなったといふことができる。しかし、違反行為をどれほど明確にしても、これを常時監視し、違反行為を認められた場合にその責任を厳しく追求することのできるシステム、機構が十分でなければ実効は期待できない。今回の法改正の過程でもっとも懸念されたのはこの点である。

二〇〇一年六月八日の衆議院法務委員会において、自民党田村憲久衆議院議員は、「今回の法改正で、とにかく不正な取引等々が行われることをやはり一番防止していかなきゃならぬわけでありませけれども、ある意味では、インサイダー取引の規制に関しましても、相場操縦に関しましても、起り得る事象というものは、これは限定といえますか、自己株式を取得、保有した状況のもとにおいて起り得る可能性というものがあるわけでございますから、対象としては監視しやすいのかな、しっかりした監視さえすれば不正はみつけれやすいのかなというふうな気もいたすわけでありませけれども、いずれにいたしましても、これは監督するところがしっかりとそういうような体制を整えていただかなければならないであろうと思うわけですが、やはり人員の問題というのが非常に不安があります。」⁽⁵⁶⁾

と、また民主党小泉俊明議員は、「今お話いただきましたように、相場操縦、インサイダー取引に関しまして、内閣府令および証券取引法百六十六条の改正、またディスクロージャーの点、確かに法整備はされているわけですよ、しかし、そうなりますと、これでこの不正を防止するための施策がまず現実的に実効性を持っているのかどうかということが一番重要だと思います。もしこの不正行為を防止する実効性が不十分であるならば、弊害だけが大きくなりまし

て、年度の改正の合理性は全くなくなるわけですよね。」とした上、「今お答えいただきましたように、インサイダー取引、私が調べましたところによりますと、平成十年、十一年、十二年の三年間でたった七件なんです。相場操縦に關しましては、な何と、平成五年からことしまでの九年間でたった四件ですよ。これで現実的に不正行為を防止する実効性はあるとお考えですか」「実効性はないと私は思っています。これがあるとこののであれば、その認識自体が事実誤認であると僕は思います。それで、またアメリカのSECの刑事手続きの件数、これは本場にこちらで調べましたのでお話ししますが、ここ四年間で三百九件ですよ。何で日本とアメリカでこんなに告発の件数が違うのですか」「今の不正行為の防止の体制が極めて不十分である、これをこのままにして、今回のような株価操縦、インサイダーがやりやすい法改正をすることはやはり合理性にかける、そう思うわけでありませう」と、また民主党の江崎洋一郎議員は、「特に証券取引等監視委員会、市場の番人でございますが、この点につきお伺いしますが、不正取引に係る規制の遵守を徹底させるという意味では大変重要な役割を担うわけでございます。この体制強化ということが、先ほど小泉委員のお話にもありましたが、問題ではないかと私は考えています。証券取引等監視委員会がこれまで行った実績、インサイダー取引規制の告発、あるいは相場操縦規制の告発の実績ということにつきましては、先ほど小泉委員の質問の中にございましたので省かせていただきますが、消却特例法のもとで自己株式取得企業の数が増加したと思われる。証券取引等監視委員会では、そうした外部の環境の変化というものが実際にあるわけでございますが、この現状の中で、相場操縦のおそれのある案件について適切な対応というものが図られているかどうか、また自己評価についてお伺いしたいと思います。そして、ここに、これは金融庁が出された資料でございますが、アメリカと日本の証券取引等監視委員会の組織体制というものの比較があるわけでございますが、二〇〇一年度で見ますと、陣容を簡単に比較してみましても、米国のSECの三二八五人に對しまして、日本の証券取引等監視委員会は二百六十五人。あ

くまで法的な役割という部分もあるうかとは思いますが、証券市場の規模あるいはいわゆる株式の発行量等々、そういった銘柄数も含めて、この十分の一以下の人数で果たして適切な監視というものが行われているのかどうか。現状、金庫株解禁以前の問題としても大変懸念される状況ではないかかと思ひます。こういった意味で、要員数のみならず、専門家、やはり金融のいろいろな相場操縦あるいは犯罪につきましては、金融の中身を、実態取引をかなりはあくして理解している人でないと、なかなかこの摘発というものは難しいと思ひます。また、会計、税務の専門スタッフの数というものでも非常に心配されるわけございまして、今の、非常に残念ながらいまだ十分でない体制の中で、金庫株の解禁が耐えうるものなのか。また、今後要員の充実というものが課題と認識しているのであれば、アメリカの体制イコール日本の体制とは思ひませんが、しかしながら、日本の市場に見合つた適正人員というのがあると思ひますが、果たしてどういう展望をお持ちなのか、お伺ひしたいと思ひます。」と、また日本共産党の木島日出夫議員は、証券取引等監視委員会の充実強化に努めていきたいという法案提案者の答弁を受けて、「決意表明だけじゃ全然だめですよ。そんなもんでこれを認めていったら、やはり立法不作為問われますよ。……ルールをしつかり作ること、もう一つの大事な勘どころは、それが実効あるかどうかの取り締まりの体制、アメリカでいえばSEC、日本でいへば証券取引等監視委員会がどういう体制を持つかということだと思ひます。……今、率直に言つて、政府・与党は行革を進めていますね。公務員の数の四分の一を切り捨てる。そういう流れの中で、幾らこの法務委員会で証券取引等監視委員会の職員をふやしたいというような希望の表明が提案者から出されたつて、これは政府の行革基本計画の根幹にかかわる問題ですから、それは変えるんだという確証がなければ、それは絵に描いたもちになる。逆に言うて、だまされたことになつてしまふ。そんな言葉を信じて、ああ結構ですよといつて通したら全然ふえなかつたなんといふことになれば、やはり立法府の責任が問われる」と、⁽⁵⁹⁾それぞれ現在の証券取引等監視委員会の体制・これまでの活

勤実績等から見て、監視システム・機構に大きな不安・疑問があると指摘した。

また、同月一二日の衆議院法務委員会においても、社会民主党・市民連合植田至紀議員は、「やはり日本の証券取引等監視委員会、日本版SECとしてのこの委員会は、やはり弱体だろう。これは頭数だけ申し上げれば、アメリカの場合、スタッフが三千人以上おりますし、弁護士が二千人、会計士が六百人おる。一方で、日本の場合は百名台にすぎない。これは何も金庫株を今回解禁するから改めてやらなければならなくなるということではないかもしれませんが、少なくとも、今回も今回いたっている内閣府令の内容等々を見ましても、米国と同じような、そういう制度を参考にして制度を導入するのであれば、法の施行に当たって、日本版SECのやはり強化充実ということもやっつけていかなければならぬだろうな。いきなり三千人とは言いませんけれども、……当座五百人ぐらいを目標にそういう委員会を構築する、そういう決意ぐらいいはあつていいのではないかと、危惧の念を表明した。また、当日出席した参考人上村達男早稲田大学法学部教授は、「まさに、証券市場が信頼に値するシステムを備え、かつ株式会社におけるガバナンスシステムが充実した経営牽制制度を有し、その意味において企業法制に関する法的総合力が高まることを前提に、具体的な制度が一定の抑制のきいたものになっていくことで、金庫株は利用可能な制度となるのであります。会社制度の運用に経験豊富な欧州においていまだ制限的な法制が堅持されていること、証券市場の発達したアメリカにおいて、厳格な市場規制と相まって金庫株に対して比較的緩やかな対応がされてきたことは、この間の事情を物語るものであります。……法案は、証券市場に関する法律問題についても一定の対応がなされることを前提にしておりますが、相場操縦に関するセーフ・ハーバー・ルールとは、本来は、荒海のような厳格な相場操縦規制から免れるための安全港・すなわちセーフ・ハーバーを求めるルールでありますので、日本のように瀬戸内海でセーフ・ハーバー・ルールをつくりましてもその意味に乏しく、問われるべきは証券市場規制における公正取引規制自体の実効性にあ

ります。また、インサイダー取引規制にしましても、バブル崩壊直前の昭和六三年に極めてのんびりとした発想でつくられたインサイダー取引規制のあり方を根本から見直し、真に実効性のあるルールを新たに構築することこそが必要であります。私見によりますと、金融システム改革は完全に一とんざしており、金融サービス法論議も、英国の二〇〇〇年金融サービス法に学ぶという議論はどこからも出ておらず、とりわけ相対型の不公正取引規制はないに等しく、現状は、率直に申しまして、新しいことをやると不祥事になりやすいシステムと評しても過言でないように思われます。⁽⁶⁰⁾と現行監視システムの不備を指摘し、さらに「六十三年にできた取引規制というのは、全部形式犯で書くこととした。インサイダーとは何か、重要事実とは何か、公表とは何か、全部形式的に書いて、ここに入っていれば違法だけれども、入っていないければ違法じゃない。こうやったわけです。ですから、例えば、二社に伝達して十二時間たったから公表だと書いてありますけれども、みんな知っていても十二時間たっていないければ公表じゃない。そうすると会社のインサイダーだけが不利になる。他方、二社に伝達して十二時間たつどころか、新聞のネタにもなっていない。だから、みんなが知らない。みんなが知らないけれども、十二時間たてば公表だということになると、今度は逆に、インサイダーはみんなが知らないのにやれる。要するに、最初は六ヶ月五十万円という非常に軽い犯罪にしようとしたために、非常に形式的に、赤信号だから渡っちゃいけないみたいな法律にしようとした。そのことが問題の根本にかかわる問題があるわけでして、……やはりもうちょっとインサイダー取引につきましても、そもそもなぜいけないのかといことから含めて、本格的な、根本的な作り直しが必要だと私は痛感している」と具体的にインサイダー取引規制の根本的問題点を指摘した。

これら議員や参考人の証券取引等監視委員会に対する疑念に対し、法案提案者や政府関係者は、さまざまに答弁した。二〇〇一年六月八日衆議院法務委員会において、五味博文政府参考人（金融庁証券取引等監視委員会事務局長）は、

「私どもは、今後、もちろん金庫株のことだけに限りませんが、関係当局の理解を求めまして、有効な監視活動が行えるような必要な人員確保、人員の拡充ということを求めて、その実現を図ってまいりたいと思います。なおまた、頭数だけそろえればいいというものではございませんので、これまで蓄積されております監視に関しますノウハウ、情報、こういったものを大いに活用する、あるいは民間から専門家を登用するといったような努力をこれまでしておりますが、こうした形で監視能力というものを高めていく、あるいは電算システムを導入して情報の分析を行います。事務の効率化というようなことも図っていく、こうした量、質両面で体制の整備を図っていく考えでございます。」⁽⁶²⁾

と監視機能充実の決意の表明を行い、「外部環境の変化に対応した取り組みという先ず第一点でございますが、この点に関しましては、限られた陣容でございますけれども、その時々マーケットのトピックを担っているような案件につきましては注意深く監視の目を光らせるといっています。……マーケットというのは非常に早く動くものでございまして、状況の変化が激しいわけでございますので、これに適切に対応するということを常に心がけております。特に日常監視という部分では、得意な値動きをする株、こういったようなものについて常時監視をいたしまして、取引の大口を分析し、必要があれば証券会社から売買取引を行った者の指名や属性を聴取するといったようなことで、その先の検査あるいは捜査が必要かどうかというようなことを常に注意深く開明しております。また、そうした結果、違法行為が発見されますれば、厳正に対応するということをしております。」⁽⁶³⁾とその活動実績を明らかにし、「アメリカのSECとの比較がございましたが、先生がおっしゃいますとおり、守備範囲が大変に違いますので、人数だけを単純に比べることは困難でございます。私どもといたしましては、犯則事件の捜査並びに取引の公正の確保のための検査、あるいは、日常の市場監視でございます取引審査、こうしたものを限られた陣容の中でできるだけ効率的に図るといふことで対応しております。」としつつも、「現在、監視委員会の陣容で行っております特別調査あるいは検査、

取引審査、こうしたもので実際のところ手いっぱいという状態でありますので、金庫株の解禁に伴いさまざまな弊害防止のための措置が講ぜられましたけれども、その実効性を担保するという意味では、ご指摘のとおり、監視委員会の任務が極めて重要でございまして、この新たなワークロードというものにどう対応するかということになりますと、まずもって大切なのは人員の拡充であります。この点につきましては、関係当局の理解を得られるようにこれから具体化してまいりたいと考えております。」と、陣容不足を認めた。法案提案者の一人である相沢英之議員は、「証券取引等監視委員会の問題に關しましては、予算とかあるいは行革の関係がありまして、事務局の立場としてはなかなか言いにくいことだと思っております。確かに、金庫株の解禁問題とも関連いたしましたして、やはり体制の充実を図っていかなきやならない。特に人員であります。そのことについては、私も去年金融再生委員長をやっておりますし、痛感している問題でありますから、これからもバックアップしてやっていきたいと思っております。」と充実の必要性を認めるが、「アメリカのSECと日本の証券取引等監視委員会と違う点は、SECの場合は、証券の企画、指導等、そういう行政もあわせてやっております。それを日本の場合には金融庁が持つておることです。その点の違いがある。それから、もちろん株式の数も、上場銘柄もアメリカが五割増しという状況でありますし、それから、金額の点その他についても大きな差違がありますから、直に三〇〇対二百何十という比較にならぬと思ひます。」と、アメリカのSECとの違いを強調する。

しかし、法案提案者や関係官庁の役人から証券取引等監視委員会の強化の必要性を認め、その充実強化に努めるといふ決意をどんなに表明されても、証券取引等監視委員会の監視機能の実効性が確実に確保されない限り、あるいはその具体化の道筋が示されない限り、金庫株の解禁は、インサイダー取引や相場操縦の危険を増大させるのであり、金庫株の解禁には監視機能強化の具体的裏付けが前提であることに変わりはない。そこで、つぎに証券取引等監視委員

会の組織、活動を振り返る必要がある。

証券取引等監視委員会（以下「監視委員会」という）は、証券取引および金融先物取引の公正を図り、証券市場および金融先物市場に対する投資者の信頼を保持する目的で、一九九二年（平成四年）七月二〇日に発足した機関である。その職務の重点は、(1)ルール違反への厳正な対応、(2)証券会社等の検査、(3)効果的な市場監視、(4)情報化・国際化への対応等にある。監視委員会は、委員長および二人の委員で構成される合議制の機関とされている。そして、その事務を処理するため、事務局がおかれる。事務局は、事務局長および次長の下に総務検査課および特別調査課の二課で構成される。その定員は、二〇〇一年度予算において証券取引検査官九人、インターネット審査官二人および情報公開担当課長補佐一人の増員が認められ、計一二二人となっている。総務検査課は、検査官室、取引審査および総括の三部門に分かれる。①検査官室は、証券取引等の公正確保の観点から証券会社等の検査を行い、②取引審査部は、証券取引等の公正確保のために日常的な市場監視を行い、③総括部門は、証券取引等監視委員会全体の調整部門であり、監視委員会の会議の運営や内閣総理大臣、金融庁長官等に対する勧告・建議に係る事務などを行う。(2)特別調査課は、取引の公正を害する犯則事件の調査を行う。さらに地方においては、財務省財務局長、財務支局長および内閣府沖繩総合事務局長（以下「財務局長等」という）の下に、監視委員会が所掌する事務を専門に担当する組織である証券取引等監視官（部門）が設置されている。その定員は、二〇〇一年度予算で証券取引検査官四人および証券取引審査官一人の増員が認められ、計一四三人となっている。検査および取引審査については監視委員会の委任を受けて、犯則事件の調査については監視委員会の指揮監督を受けて、財務局長等がそれぞれこれを行う。そして、監視委員会は、(1)検査または犯則事件の調査を行った場合において必要があると認めるときは、その結果に基づき、証券取引等の公正を確保するため行うべき行政処分その他の措置について、内閣総理大臣および金融庁長官に勧告し（勧告）、勧告に基づ

いて執つた措置について報告を求め、また(2)検査または犯則事件の調査の結果に基づき、必要があると認めるときは、証券取引等の公正を確保するため必要と認められる施策について、内閣総理大臣および金融庁長官に建議し、(3)犯則事件の調査により犯則の心証を得たときは、告発を行い、(4)毎年、その事務の処理状況の公表を行う権限を有する。

監視委員会はこの陣容をもって活動するが、その活動状況をみると、まず(1)刑事告発に関しては、二〇〇〇年(平成一二年)七月一日から二〇〇一年(平成一三年)六月三〇日までの期間(以下「対象期間」という)において、内部者取引二件、相場操縦一件、風説の流布一件、大量保有報告書の不提出一件、合計五件につき、証券取引法違反の罪に該当するとして檢察官に告発を行い、その結果、監視委員会発足以来九年間に行つた告発は、内部者取引一三件、損失補填七件、風説の流布三件、相場操縦四件、有価証券報告書等の虚偽記載六件、偽計による取引二件および大量保有報告書の不提出一件、合計三六件である。(2)検査に関しては、対象期間に、国内証券会社八二社、外国証券会社一四社および、登録金融機関三社につき検査を計画し、証券会社九六社(国内証券会社八二社、監視委員会九社、財務局長等七三社)、外国証券会社一四社、登録金融機関三社(監視委員会二社、財務局長等一社)につき検査に着手し、前検査事務年度着手分を含め、検査が終了した九七社のうち六七社に対し問題点を指摘した。(3)勧告に関しては、対象期間中に、(イ)会社の法令違反行為(向い吞み及び吞行為(証券取法第三九条および第一二九条違反)等一三件)および(ロ)役職員の法令違反行為(①取引一任勘定取引の契約を締結する行為(証券取法第四二条第一項第五号違反)等六件につき勧告を行い、(4)取引審査に関しては、総計二六五件(監視委員会一四四件、財務局長等二二一件)につき審査を行った。その内訳は、価格形成に関するもの六二件、内部者取引に関するもの一九〇件、その他風説の流布等の観点からのもの一三件である。なお、(5)建議については、証券会社の検査等の結果建議を必要とする問題点は見つからなかったとして、これを行っていない。⁽⁶⁶⁾

以上のように、監視委員会は、少ない陣容をもって精力的に活動していることが窺える。

しかし、十分とはいえないのが現状である。国会の審議でもしばしば指摘されたが、刑事告発件数が、対象期間中僅か五件、発足以来九年間で三六件（年平均四件）というのは、個別的事情は多々あるにせよ、いかにも少ないという印象を拭えない。わが国企業の体質がそれほど健全であるとはにわかには信じがたいところである。ちなみに、アメリカのSECは、二〇〇〇年には証券取引法違反により司法および行政手続きで四億四五〇〇万ドルの違法な利益の吐き出しを命じ、総額四三〇〇万ドル以上の民事制裁を命じた。また最近五年間では、(1)民事差止訴訟 (Civil Injunctive Actions) 一九九六年一八〇件、一九九七年一八九件、一九九八年二二四件、一九九九年一九八件、二〇〇〇年二二三件、合計一〇〇四件（年平均二〇・八件）、(2)行政手続 (Administrative Proceedings) 一九九六年二二九件、一九九七年二八五件、一九九八年二四八件、一九九九年二九八件、二〇〇〇年二四四件、合計一三二四件（年平均二六一・八件）、(3)侮辱手続 (Contempt Proceedings) 一九九六年三二件、一九九七年一四件、一九九八年一五件、一九九九年二九件、二〇〇〇年三六件、合計一二六件（年平均二五・二件）、(4)調査報告 (Reports of Investigation) 一九九六年二件、一九九七年一件、一九九八年〇件、一九九九年〇件、二〇〇〇年〇件、合計三件（年平均〇・六件）、(5)以上執行活動 (Enforcement Actions Initiated) 年度合計 (Total) 一九九六年四五三件、一九九七年四八九件、一九九八年四七七件、一九九九年五二五件、二〇〇〇年五〇三件、総計三三九五件（年平均四七九・四件）の法の執行活動を行っている。⁽⁶⁷⁾ もちろん、五味博文政府参考人（金融庁証券取引等監視委員会事務局長）が指摘するように、日本の監視委員会とアメリカのSECとは所管業務に広狭の差があり、また上場銘柄数、株数、金額等の点で違いがあるのであり、単純な比較をすることはできない。しかし、それにしても活動状況の数値の違いは強烈である。両者の所管業務等の広狭等を考慮しても、わが国の監視委員会の活動の十分性につき疑念を抱くのは当然である。

このような違いが生じる根本的原因の一つは、国会の審議でも指摘されたように、その組織・陣容の違いにある。SECの第一の使命は、投資家を保護し、証券市場の完全性を維持することであるが、SECは、大統領に任命される四人の委員と一八の事務局により構成され、最大二、九〇〇人のスタッフがいる。本拠をワシントンに置き、全米に一一の地方事務所を有する。これに比べわが国の監視委員会は、先にも述べたように、委員三人の下に、事務局員一二二人、⁽⁶⁸⁾証券取引等監視官一四三人、合計二六五人のスタッフがいるだけである。その数は、SECの一〇分の一にも満たない。これでアメリカのSEC並みの監視を行うことは実際上困難というほかない。にもかかわらず、このような状況の中で金庫株を解禁することは、インサイダー取引および相場操縦の危険を高めるだけである。今回の金庫株の解禁は、この点で時期尚早というほかない。

五 おわりに

わが商法が従来の自己株式取得につき原則禁止の立場を維持してきたのは、これに伴う弊害の有効な防止措置を見出し得なかったからである。上村教授が国会で述べているように、株式会社の経験豊富な欧米諸国が自己株式取得につき厳しい立場を堅持するのは、広く投資家を証券市場に誘引するためには、インサイダー取引や相場操縦の危険を排除し、市場の健全性を確保することが不可欠であるとの認識があるからである。また、アメリカにおいては、厳しい証券市場規制を前提にはじめて自己株式取得を自由としているのである。証券市場の監視機構が十分でないわが国では、まだそのような前提条件が満たされていない。インサイダー取引や相場操縦を防止する機構が十分でなければ、証券市場の安定も得られない。企業再編、ストック・オプション・企業年金制度の活用の中で幾ばくかの機能が期待

できるにせよ、当面の株価の低落に慌て十分な審議を経ないまま、その前提条件を充足することなく、急遽導入された金庫株の解禁が将来に禍根を残さなければよいかと願うだけである。なお、金庫株の解禁に関する改正については、⁽⁶⁹⁾ 解釈論上の疑問点もあるが、本稿では、紙数の制約もあり、取り上げない。

注

- (1) 相沢英之ほか「金庫株解禁等に伴う商法改正」一頁―六頁(商事法務研究会、二〇〇一)。
- (2) 前掲注(1) 掲記の文献のほか、落合誠一ほか(座談会「金庫株解禁に伴う改正商法の問題点と実務対応」商事法務一六〇二号六頁以下(二〇〇一)、岸田雅雄「株式制度改革と金庫株」(中央経済、二〇〇一)、あさひ法律事務所「金庫株解禁と自己株式の取得・保有・処分」(中央経済社、二〇〇一)、吉田良夫ほか「Q&Aでわかる金庫株の仕組みと上手な使い方」ビジネス法務第一巻第八号一八頁以下(二〇〇一)。
- (3) この点につき、法案提案者の一人である自由民主党の金子一義衆議院議員は、二〇〇一年六月二日の衆議院法務委員会において、法制審議会の主要なメンバー(法制審議会会長前田庸、東京大学教授落合誠一、江頭憲治郎、岩原伸作、神田秀樹、京都大学教授森本滋、東京大学教授山下真一)から、要綱、改正案の骨子を基に意見を聴き、その了承を得たから、法制審議会の意見を聴かなかつたわけではないと弁明している。しかし、これら学者が法制審議会の有力メンバーであることは誰もが認めるところであるが、その意見は、あくまでもその個人的見解であり、審議会の意見そのものではない。審議会の外で聴取された意見を実質的な審議会意見として受け止めるのは審議会制度の趣旨に悖るものである。
- (4) 二〇〇一年六月二日の衆議院法務委員会において、民主党・無所属クラブ野田佳彦議員、民主党平岡秀夫議員、日野市朗議員、社会民主党・市民連合植田至紀議員らが、ごぞつて改正の緊急性につき疑義を呈している(衆議院法務委員会会議録一七号一〇頁、二二頁、二五頁、三三頁、三八頁)。
- (5) 諸外国の自己株式取得規制については、小林量「企業金融としての自己株式取得制限」民商九二巻一―二号(一九八五)、弥永真生「ヨーロッパ諸国における「金庫株」法制」商事法務一五八六号四頁・一五八七号一―四頁(二〇〇一)等参照。
- (6) 大和総研制度調査室「経団連の金庫株に関する論点整理」D I R 制度調査室情報二〇〇一年一月一―五日二頁。
- (7) 二〇〇一年一月一―三日付朝日新聞
- (8) 二〇〇一年一月一―五日付日本経済新聞

- (9) 経団連くろりぶ。No.140 (2001年1月25日) <http://www.keidanren.or.jp/japanese/journal/CLIP/clhp0140/cl003.html>
- (10) <http://www.synapse.jp/k1planet/010116nikkei.htm> 1頁。
- (11) 商事法務1587号51頁 (2001)。
- (12) 2001年1月20日愛媛新聞社説。
- (13) 2001年12月4日 The Sankei Shimbun (Yellow Hiro's TOPIC#4-4c11頁) (<http://www.tkcitv.net/hk0304/4-4c-kinko.html>)
- (14) TOP-NEWS (2001年1月10日) 11頁。 <http://www.ytv.co.jp/wakeup/news/news0101/news01020.htm>
- (15) <http://www.fpsoken.co.jp/stock/cl-30.html> 1頁
- (16) <http://www.zephyr.dti.ne.jp/kaieda/speaks/010117.html>
- (17) JCATSニュース (2001年1月17日) 1頁
- (18) 真壁昭夫「村上龍、金融経済の専門家達に聞く」(メール編：第九九回目) 三頁以下 (<http://www.jinn.co.gen.co.jp/back/099m.html>)
- (19) 産経新聞インテックス (2001年1月19日) 1頁。 <http://www.sankei.co.jp/databox/paper/0101/19/paper/today/business..:/19kei003.ht>
- (20) 「スクランブル・スクランブル」商事法務1584号54頁 (2001)
- (21) 2001年1月16日 asahi.com (Yellow Hiro's TOPIC#4-4c7頁)
- (22) 2001年1月19日 asahi.com (Yellow Hiro's TOPIC#4-4c5頁) <http://www5.sdp.or.jp/central/timebeing/kinkyu0406.html> 11頁
- (23) 2001年6月8日衆議院法務委員会における社会民主党・市民連合植田至紀議員発言 (衆議院法務委員会会議録16号 一九九頁) (<http://www.shugiin.go.jp/itdb-main.nsf/kaijiroku/000415120010608016.htm>)
- (24) 衆議院法務委員会会議録16号 (2001年6月8日) 10頁。
- (25) 同会議録112頁。
- (26) 同会議録117頁。
- (27) 同会議録177頁。
- (28) 同会議録177頁～181頁。

- (29) 衆議院法務委員会議録一七号(二〇〇一年六月二二日)二五頁 (<http://www.shugin.go.jp/itdb-main.nsf/html/kaiginoku/000415120010612017.html>)
- (30) 同会議録三頁。
- (31) 前掲注(25)二九頁。
- (32) 相沢英之ほか・前掲注(1)七頁。
- (33) 二〇〇一年一〇月二二日から二六日の現在の週末平均株価は、一〇、七九五円である(日本経済新聞同年同月二七日期刊二二面)。
- (34) 最近の新聞報道によれば、二〇〇一年九月末の大手銀行の保有株式含み損は、みずほファイナンシャルグループ、三井住友銀行など四大銀行グループで六〇〇〇億〜一兆円規模であり、今期から時価会計が導入され、保有有価証券の含み損の約六割が配当原資である剰余金から差し引かれるため、大手銀行の剰余金は軒並み急減し、今期末に想定した最終利益を上げることができない場合、配当原資が不足する恐れがあるという(日本経済新聞二〇〇一年一〇月六日期刊)。
- (35) ニッセイ基礎研究所「株式持合」状況調査(九九年度版)の試算によると、全国の上場企業の時価総額に占める持合比率は、一九九七年度末には一五・〇三%であったが、一九九九年度末には一〇・〇五%に縮小した。二〇〇〇年度三月末の株式持合比率は一〇・五三%と九年連続の低下となり、調査開始以来の最低水準となり、低下幅も過去最大で持合解消の動きが加速している。また、安定保有比率(広義の持合比率)は、三四・七%(前年比二・一六ポイント減)となり、持合比率と同様過去最低の水準に低下したという(井上英昭「解消が加速する株式持合の状況」商事法務一五七五号一六頁△二〇〇一)。これに対し、大和総研は、これまでに発表された三月決算を見る限り思ったほど売却が進んでいない、そうした企業は株式市場が持ち直せば売却に動くと思料する。そして、持合株式の解消売りが二〇〇〇年度から三年間で九兆円に上ると予想しており、引き続き株価回復の圧迫要因となりそうだと見ている(二〇〇一年五月二八日)。読売@Money(二〇〇一年九月二八日)一頁以下。 <http://www.yomiri.co.jp/atmoney/m-guide/200010528mb01.htm>
- (36) 決算対策や持合株式解消売りは、近年二月、八月に突出する傾向にあるが、東京、大阪、名古屋の三市場の一、二部の投資主体別の売買動向を見ると、都市銀行などの銀行三業態は、今年二月に五、七〇八億円と月間過去最高額の株式を売り越した。これが三月に掛けての株価急落の大きな要因になったといわれている。読売@Money(二〇〇一年九月二八日一頁)
- (37) 以上につき、太田洋「金庫株」の解禁問題に関する論点整理(IV)「商事法務一五八九号一五頁〜一六頁(二〇〇一)参照。
- (38) 江頭憲治郎「株式会社・有限会社法」一七三頁注2(有斐閣二〇〇一)。

- (39) 近藤光男「企業防衛と取締役の責任」商事法務一二五一号八頁(一九九二)。
 (40) 神田秀樹・会社判例百選(第六版)四五頁(一九九八)。
 (41) 同「三井鉱山事件に関する理論的問題」商事法務一〇八二号七頁(一九八六)。
 (42) 河本一郎ほか「座談会」三井鉱山事件判決が提起した諸問題」商事法務一〇八五号二三頁(河本発言)(一九八六)。
 (43) 奥島孝康ほか「商法—概観と最重要判例紹介」法セミ八七五号五一頁。
 (44) 河本一郎ほか・前掲注(42)一六頁(龍田発言)(一九八六)。
 (45) 同・前掲注(44)一七頁。
 (46) 宮島司・昭和六一年度需要判例解説(ジュリ八八七号)九三頁(一九八七)。
 (47) 東京地判平三・四・一八判時一三九五号一四四頁、同昭六一・五・二九判時一一九四号三三頁、東京高判平一・七・三商事法務一一八八号三六頁、金商八二六号三頁、最判平五・九・九判時一四七四号一七頁。
 (48) 北沢正啓「会社法」(第六版)二二九頁(青林書院、二〇〇二)、近藤光男「最新会社法」(第二版)七九頁以下(中央経済社、二〇〇二)。
 (49) あさひ法律事務所編「平成一三年商法改正 金庫株解禁と自己株式の取得・保有・処分」三四頁(中央経済社、二〇〇二)。
 (50) 原田晃治ほか「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説(上)」商事法務一六〇七号一頁注三(二〇〇二)。
 (51) 太田洋「金庫株」の解禁問題に関する論点整理(V・完)商事法務一五九〇号三三頁(二〇〇二)。
 (52) 江頭憲治郎「株式会社・有限会社法」一七三頁注四(有斐閣、二〇〇二)。同旨、宮島司「いわゆる「金庫株」解禁に関する商法改正の概要と問題点」税経セミナー二〇〇一年一〇月号六頁。
 (53) アメリカにおける敵対的企業買収の法理については、徳本稜「敵対的企業買収の法理論」五一頁以下参照(九州大学出版会、二〇〇〇)。
 (54) 河本一郎ほか・前掲注(42)一五頁(中島発言)(一九八六)。
 (55) 二〇〇一年六月八日衆議院法務委員会における民主党小泉俊明、江崎洋一郎、中川正春、日本共産党木島日出夫議員の各質問(同委員会会議録一六号)、同月二二日同委員会における上村達男(早稲田大学法学部教授)、熊野剛雄(専修大学名誉教授)各参考人発言、社会民主党・市民連合植田至紀議員質問および意見、民主党・無所属クラブ野田佳彦、日本共産党瀬古由起子議員意見(同委員会会議録一七号)。
 (56) 前掲注(25)五頁

- (57) 同一頁～二頁。
- (58) 同一四頁。
- (59) 同一七頁。
- (60) 前掲注(29) 五頁。
- (61) 同一〇頁。
- (62) 前掲注(25) 五頁。
- (63) 同一四頁～一五頁。
- (64) 同一五頁。
- (65) 同一九頁。
- (66) 証券取引等監視委員会の組織については、金融庁証券取引等監視委員会編「証券取引等監視委員会の活動状況」(平成一三年度)(大蔵省印刷局 二〇〇一参照。
- (67) SEC 2000 Annual Report p.1. <http://www.sec.gov/about/annrep00.shtml>
- (68) 二〇〇一年二月二日金融庁は、来年度予算の財務省との復活折衝で現行の二二人から六一人増の一八三人の体制となることが認められたと報じられている(同日付読売新聞ほか)が、それでもSECに比しその体制はまだ十分でないといふほかない。
- (69) この点については、宮島司「いわゆる『金庫株』に関する商法改正の概要と問題点」税経セミナー四六巻一四号三頁(二〇〇一)、落合誠「ほか(座談会)『金庫株解禁等に伴う改正商法の問題点と実務対応』商事法務一六〇二号一頁(前田雅弘発言)二二〇〇一」が若干触れている。