

令和 6 年 6 月 16 日現在

機関番号：32665

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2020～2023

課題番号：20K01410

研究課題名（和文）上場会社によるペイアウトとしての自己株式取得の現状と法的規制のあり方

研究課題名（英文）Current Recognition of Share Repurchase as Payouts by Listed Companies and Legal Regulations

研究代表者

宮崎 裕介（MIYAZAKI, Yusuke）

日本大学・法学部・教授

研究者番号：20585096

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,200,000 円

研究成果の概要（和文）：我が国においては、約20年前の商法改正によって、株式会社が自己株式を取得することが認められ、特に近年においては株式会社の資本政策の一環として、株主に対する還元として自己株式を取得することが多くみられるようになった。もっとも、株主に対する払戻（ペイアウト）という観点に立つと、その手段は自己株式取得に限られるものではなく、資本政策とは直接的な関連性はなくとも株式買取請求権も無関係ではない。このような状況に鑑みて、本研究においては、主として上場会社を念頭に、資本市場への影響なども考慮して、自己株式取得のみならず、株式会社による資本の回収について分析し、多くの論稿を発表した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究では、研究成果の概要でも述べたように、上場会社の自己株式取得を中心に、資本政策の一環として会社が株主にキャッシュフローを返還する必要性と背景を解き明かし、資本市場への影響も加味しつつ分析・検討することに注力した。研究成果としては、上述した上場会社の自己株式取得にとどまらず、直接には会社の資本政策には影響しないものの株式買取請求権等にも研究の幅を拡げ、多面的に研究を行い、多くの論稿を執筆した。また、資本市場への影響という観点からは、インサイダー取引についても研究を行い、インサイダー取引が会社に及ぼす影響についてもアメリカの状況を確認した上で、日本にどのような示唆が得られるか研究した。

研究成果の概要（英文）：In Japan, the Commercial Code was amended about 20 years ago to allow companies to repurchase their own shares. In recent years in particular, listed companies have acquired their own shares as part of their capital policy to return profits to shareholders. However, from the perspective of returning profits to shareholders, such measures are not limited to share repurchases, and even if not directly related to capital policy, the appraisal right is not irrelevant. From this perspective, I have analyzed not only share repurchases but also the return of capital by companies, mainly with regard to listed companies, in terms of their impact on the capital markets, and have published a number of papers on the subject.

研究分野：会社法、金融商品取引法

キーワード：ペイアウト 上場会社 子会社による親会社株式の取得 株式買取請求権 締出し 財政出動 金融緩和 無リスク資産

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

近年、多くの上場会社が、自己株式取得によるペイアウト（株主に対する現金の分配）を実施している。これは、ひとえに日本の上場企業の資本効率の悪さが諸外国と比べて際立っていたことの反省からの、言わば反作用的な動きである。その背景には、ROE(Return on Equity:自己資本利益率)や PRR(Price Book-value Ratio:株価純資産倍率)の低迷が続き、国内外の投資家にとって日本は魅力的な資本市場ではなく、バブル崩壊やリーマンショックを経た 30 年ほどの低調な日経平均株価が表すように、わが国の資本市場（証券市場）は構造的に非効率な株式市場へと陥っていた。この一つの打開策あるいは課題として掲げられたのが、投資家が投資した資金に対するリターンを高めることであり、そこで注目されたのが上場会社によるペイアウトとしての自己株式取得である。例えば、投資者は自らが投資する銘柄（企業）を選定する際に重要な考慮要素の一つとして位置付けている ROE は、単純に示せば企業の利益を発行済株式総数で除することにより算出される。短期的かつ効率的に ROE を高めるためには、不確実性のある利益を高めることより、分子となる発行済株式総数を減らすことが近道である。そのため、多くの上場会社において、規模（取得額）の大きい自己株式を積極的に実施する事例が散見されるようになった。

もっとも、この上場会社による自己株式取得は、無リスク資産である現金が社外に流出する、一度に流出する金銭の額が大きい、そしてその実施の判断は経営者が行える、という特徴を有している。すなわち、上場会社による自己株式取得は会社資産を過大に流出させ将来の事業遂行を困難とさせ、結果として企業価値を毀損するなどのリスクをもたらすこともある。特に、本研究を開始した当初は新型コロナウイルスが流行・蔓延した時期と重なるところ、その時、多くの企業が資金繰りに窮したことは記憶に新しいが、まさに ROE などの指標を向上させるために大型の自己株式取得を行ってしまった企業が上記のリスクに直面した。

本研究では、かかるリスクを分析し、ペイアウトとしての自己株式取得のあるべき法的仕組みを探究することにより、わが国の自己株式取得規制に対して解釈論・立法論的提言を行うことを研究開始当初は企図していた。

2. 研究の目的

本研究では、上述した背景のもと、上場会社によるペイアウトとしての自己株式取得の現状がいかなるものであるか、そしてその法的規制はどうあるべきかを探究することを目的とした。その目的を細分化すると、第 1 は、上場会社による自己株式取得の現状がいかなるものであるかを分析することである。ただし、この目的を達成するためには、本研究の期間の約半分が新型コロナウイルスの流行に見舞われたことがあり、現状認識をするためには当初とは違う視点を持つ必要性も出てきた。すなわち、これは国内に限ったことではないが、新型コロナウイルスの流行により一部の業種においては事業活動を縮小（あるいは停止）せざるを得ない状況に陥り、場合によっては国等からの支援を受けて事業活動の継続を余儀なくされるケースも散見された。また、これは米国の例であるが、国からの補助金を得て事業の継続をした企業に対しては、一定期間の自己株式取得を自粛するよう半ば強制力のある要請を受けたケースもある。そのため、本研究においては、自己株式取得がもつ会社資産の社外流出というリスクという側面をより重視する必要性にも迫られた。

第 2 は、現状分析を踏まえた上で、上場会社に対する規律付けとして、自己株式取得規制が機能しているか、あるいは現状の法制度が最適なものであるかを評価・分析することである。上場会社に限ってみれば、ほぼ大半の企業は取締役会の決定により自己株式取得を機動的に実施することができるが、このような言わばフリーハンドに取締役会（会社経営陣）に自己株式取得の実施あるいは可否を委ねてしまうことに対して、現状の会社法の規制は規律付けとしてその役割を果たしているかを検討する必要がある。また、上場会社については、自己株式取得の方法は、主として証券取引所（多くは東京証券取引所）の立会市場において買い付ける方法、あるいは立会市場の時間外に行われる ToSTNeT 市場（取引）を利用して取得する方法のいずれかが選択されているが（その他、自社株公開買付けを用いることによって市場外で取得することも可能ではあるが、一部の例外を除いてほとんど用いられていない）、このような取得方法の多様化と法規制が整合的であるかを検討することも本研究の第 2 の目的に包含されるものである。

以上が、本研究の問題意識であり、目的でもある。

3. 研究の方法

本研究においては、上記目的を達成するために、上場会社のペイアウトとしての自己株式の現状把握をすることが第一に必要であったが、繰り返し述べたように新型コロナウイルスの流行により単に資本効率を高めるために自己株式取得を行うことが困難な時期がある程度あった。そのため、本研究では、まずは自己株式取得およびそれに関連する問題点についての検討することを最初の課題とした。自己株式取得は、かつては、資本の空洞化を招く等といった理由から一部の例外を除いて原則として禁止するという法規制の枠組みがとられており、それは上述した

商法改正により大幅に緩和されたが、子会社に自己株式を取得・保有させておくことは現行法下でも禁止されている（会社法 135 条）。これは、子会社に自己株式を取得させておく、（特に 100%子会社の場合は問題が先鋭化するが）資本の空洞化を招くとして、旧法で禁止されていた自己株式取得規制の趣旨がこの場面においてはなお現行法において重視されている。本研究では、この問題点について検討することで、改めて自己株式取得規制のあり方を再検討することとした。

また、自己株式取得は、無リスク資産の社外流出であり、会社の事業継続に影響を及ぼすものであり、（債権者保護を目的とするものではあるが）財源規制についての規定も会社法では定められている。もっとも、このような財源規制の埒外にある会社財産の株主への払戻しを認めるのが株式買取請求権である。この制度は、元来、組織再編行為等の会社の基礎的変更をもたらす場面において、それに反対する株主（締出しの場合は、自らの意思に反して株式を手放すことを余儀なくされる株主）に対して投下資本を回収する機会を与えるものであるが、財源規制の及ばない会社財産の社外への流出行為とも位置付けられる。その意味で、自己株式取得と制度趣旨や性格、あるいは規制方法は異なれども、経済的な実態（キャッシュフローの社外への流出）という意味では共通する部分も多々みられる。本研究では、このような株式買取請求権についても検討を行った。この研究に関連するものとして、締出しに係る諸問題も幾つか検討した。

さらに、ファイナンス理論の観点からは、自己株式取得をするという発表（アナウンス）は、当該企業自信が自社の株式が割安であることを市場に伝達するという機能（アナウンスメント効果）を有すると言われている。これは、つまるところ、証券市場においては当該企業の株価にも影響を与えるものである。そのため、自己株式取得にはインサイダー取引が行われる危険性も潜在的にある。そこで、本研究においては、インサイダー取引規制についての研究も追加的に行った。

4. 研究成果

本研究においては、研究目的でも述べたように多様な観点（証券市場との関係、経営者〔取締役〕の裁量、株主の意思の確認、ファイナンス理論、アメリカを対象とした比較法研究等）から、自己株式取得を中心に、関連する諸問題についても広く検討した。自己株式取得についてはもちろんのこと（論文 ）、キャッシュフローの社外への流出という意味で同じ経済的な影響をもたらす株式買取請求権や少数株主の締出しについても積極的に論文を公表した（論文 ）。また自己株式取得は、特に上場会社についてみると証券市場に対する影響を無視することができないため金融商品取引法の各種制度についての研究（論文 ）およびインサイダー取引についても検討を行った（論文 ）。株式会社のファイナンス政策（施策）については株主の意思をいかにして確認するかも問題となるが、この観点からの研究も行いいくつかの論文を公表した（論文 、書籍 ）。それ以外にも、周辺領域や総論的な研究にも従事し（論文 ）研究期間中は積極的に研究成果を発信した。

〔補遺〕主な発表論文等

〔雑誌論文〕（計 14 件）

宮崎裕介、先行の株主総会決議の瑕疵と事後的な治癒の可否、ジュリスト、査読無し、1594 号、2024、129-132

宮崎裕介、従業員の過労死と名目的代表取締役の対第三者責任、ジュリスト、査読無し、1593 号、2024、99-102

宮崎裕介、非公開会社において株主総会決議を欠く場合の新株発行の効力、旬刊商事法務、査読無し、2345 号、2023、66-71

宮崎裕介、役員報酬の記載に係る虚偽記載有価証券報告書提出罪についての覚書、月報司法書士、招待あり、621 号、2023、56-63

宮崎裕介、取締役の未払報酬額の有価証券報告書への記載の要否、令和 4 年度重要判例解説、招待あり、ジュリスト臨時増刊 1583 号、2023、93-94

宮崎裕介、少数株主の締出しを目的とする株式併合の当否、金融・商事判例、査読無し、1658 号、2023、8-12

宮崎裕介、特別支配株主となるための議決権保有要件と新株発行不存在、ジュリスト、査読無し、1580 号、2023、122-125

宮崎裕介、堪航能力担保義務：国内海上運送の過失責任化を踏まえた公法規制との関係を中心に、法律時報、招待あり、94 巻 12 号、2022、23-28

宮崎裕介他、商法（判例回顧と展望 2021）、法律時報、招待あり、94 巻 7 号、2022、108-139

宮崎裕介、組織再編行為・締出しに際する株式買取請求権、法学教室、招待あり、493 号、2021、36-40

宮崎裕介、100%子会社による親会社株式の取得と親会社取締役の責任、会社法判例百選〔第 4 版〕、招待あり、別冊ジュリスト 254 号、2021、42-43

宮崎裕介他、商法（判例回顧と展望 2020）、法律時報、招待あり、93 巻 6 号、2021、107-137

宮崎裕介、インサイダー取引と会社の損害についての若干の考察：アメリカの裁判例を素材

に、神戸学院法学、招待あり、49 巻 3 = 4 号、2021 , 701-723

宮崎裕介他、商法（判例回顧と展望 2019）法律時報、招待あり、92 巻 6 号、2020、112-141

〔書籍〕（計 3 件）

宮崎裕介他、中央経済社、判例法理 株主総会決議取消訴訟、2024、558(37-39, 58-62, 71-75, 78-80, 112-114, 151-153, 158-160, 221-224, 269-272, 280-284, 297-301, 307-309, 332-334, 351-354, 364-366, 415-418, 475-478, 512-514, 535-550)

宮崎裕介他、法律文化社、スタンダード商法 会社法〔第 2 版〕、2022、333(213-246)

宮崎裕介他、法律文化社、スタンダード商法 金融商品取引法、2021、213(113-124)

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計14件（うち査読付論文 0件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 2件）

1. 著者名 宮崎裕介	4. 巻 1594
2. 論文標題 先行の株主総会決議の瑕疵と事後的な治癒の可否	5. 発行年 2024年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 129-132
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 宮崎裕介	4. 巻 1593
2. 論文標題 従業員の過労死と名目的代表取締役の対第三者責任	5. 発行年 2024年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 99-102
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 宮崎裕介	4. 巻 2345
2. 論文標題 非公開会社において株主総会決議を欠く場合の新株発行の効力	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 旬刊商事法務	6. 最初と最後の頁 66-71
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 宮崎裕介	4. 巻 621
2. 論文標題 役員報酬の記載に係る虚偽記載有価証券報告書提出罪についての覚書	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 月報司法書士	6. 最初と最後の頁 56-63
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1．著者名 宮崎裕介	4．巻 1583
2．論文標題 取締役の未払報酬額の有価証券報告書への記載の要否	5．発行年 2023年
3．雑誌名 令和4年度重要判例解説（ジュリスト臨時増刊）	6．最初と最後の頁 93-94
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 宮崎裕介	4．巻 1658
2．論文標題 少数株主の締出しを目的とする株式併合の当否	5．発行年 2023年
3．雑誌名 金融・商事判例	6．最初と最後の頁 8-12
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 宮崎裕介	4．巻 1580
2．論文標題 特別支配株主となるための議決権保有要件と新株発行不存在	5．発行年 2023年
3．雑誌名 ジュリスト	6．最初と最後の頁 122-125
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 宮崎裕介	4．巻 94巻12号
2．論文標題 堪航能力担保義務：国内海上運送の過失責任化を踏まえた公法規制との関係を中心に	5．発行年 2022年
3．雑誌名 法律時報	6．最初と最後の頁 23-28
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 宮崎裕介 = 南健悟 = 永江亘 = 藤林大地 = 松田真治	4．巻 94巻7号
2．論文標題 商法-判例回顧と展望2021	5．発行年 2022年
3．雑誌名 法律時報	6．最初と最後の頁 108-139
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 宮崎裕介	4．巻 493
2．論文標題 組織再編行為・締出しに際する株式買取請求権	5．発行年 2021年
3．雑誌名 法学教室	6．最初と最後の頁 36-40
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 宮崎裕介	4．巻 254号
2．論文標題 100%子会社による親会社株式の取得と親会社取締役の責任	5．発行年 2021年
3．雑誌名 会社法判例百選〔第4版〕（別冊ジュリスト）	6．最初と最後の頁 42-43
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 宮崎裕介	4．巻 49巻3・4号
2．論文標題 インサイダー取引と会社の損害についての若干の考察：アメリカの裁判例を素材に	5．発行年 2021年
3．雑誌名 神戸学院法学	6．最初と最後の頁 701 - 723
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1．著者名 宮崎裕介＝南健悟＝永江亘＝藤林大地＝松田真治	4．巻 93巻6号
2．論文標題 商法（判例回顧と展望2021）	5．発行年 2021年
3．雑誌名 法律時報	6．最初と最後の頁 107-137
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 宮崎裕介＝南健悟＝永江亘＝藤林大地＝松田真治	4．巻 92巻6号
2．論文標題 判例回顧と展望（2019，商法）	5．発行年 2020年
3．雑誌名 法律時報	6．最初と最後の頁 112-141
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計3件

1．著者名 近藤光男＝浅見隆行＝石田眞得＝伊勢田道仁＝加藤真朗＝神原浩＝坂野真一＝古川朋雄＝宮崎裕介	4．発行年 2024年
2．出版社 中央経済社	5．総ページ数 559
3．書名 判例法理 株主総会決議取消訴訟	

1．著者名 徳本 穰編、宮崎 裕介ほか著〔共著〕	4．発行年 2022年
2．出版社 法律文化社	5．総ページ数 356
3．書名 スタンダード商法 会社法 〔第2版〕	

1．著者名 徳本 穰 = 前越 俊之 = 柿崎 環 = 藤林 大地 = 松本 真輔 = 今川 嘉文 = 久保 寛展 = 宮崎 裕介 = 伊達 竜太郎 = 萬澤 陽子 = 河村 賢治	4．発行年 2021年
2．出版社 法律文化社	5．総ページ数 226
3．書名 スタンダード商法 金融商品取引法	

〔産業財産権〕

〔その他〕

Researchmap https://researchmap.jp/ymiyazaki 日本大学研究者ガイド https://researcher-web.nihon-u.ac.jp/search/detail?systemId=846bb6d3634ef359ae867042eaf5fdcb&lang=ja

6．研究組織			
	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考

7．科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8．本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------