

## 日本の新會社法による株式制度の改正

江頭憲治郎（東京大學）

권종호（건국대 법대/번역）

### I.はじめに

### II.種類株式

- 1.種類にできる事項
- 2.敵對的企業買収に對する防衛策
- 3.種類株主總會

### III.自己株式の取得・子會社による親會社株式の取得

- 1.企業組織再編行為との關係
- 2.自己株式取得に關し財源規制の及ぶ範圍

### IV.株式の公開買付けに關する改正

- 1.2005年改正
- 2.今後の問題

### I.머리말

### II.종류주식

- 1.종류로 할 수 있는 사항
- 2.적대적 기업매수에 대한 방어수단
- 3.종류주주총회

### III.자기주식의 취득·자회사에 의한 모회사주식의 취득

- 1.기업조직재편행위와의 관계
- 2.자기주식취득에 관해 재원규제가 미치는 범위

### IV.주식공개매수에 관한 개정

- 1.2005년 개정
- 2.금후의 과제

## 日本の新會社法による株式制度の改正

江頭憲治郎

（東京大學）

### I.はじめに

日本の新會社法は、2005年6月に國會で成立し、2006年5月中に施行される豫定である。施行のためには、政令・法務省令の制定が必要であるが、法務省令案が2005年11月29日に公表され、現在、各界に意見照會がなされている。この法務省令案は、大部なものである<sup>1</sup>。新會社法は、重要な部分を法務省令に委任しており、この法務省令案の公表によってようやく内容が明らかになった事項もある。

本日は、新會社法の中の「株式制度」について、とくに上場會社のような公開會社に關係する主要な改正點をお話したい。具體的には、II 種類株式、III 自己株式の取得・子會社による親會社株

式の取得の二項目である。なお、新會社法と直接は関係しないが、最近日本では、株式公開買付けの法制の改正があり、その後もその部分の改正が問題とされているので、その問題も最後に述べたい（IV）。

新會社法の株式制度の改正に関するポイントとしては、次の二点が注目点であると思われる。

その第一は、企業買収との関係である。とりわけ2005年に入ってから、日本では、敵對的企業買収が実際に起こるようになった。そこで、敵對的企業買収に對する防衛策が關心を集めており、とくに種類株式については、敵對的企業買収に對する防衛策という觀點から注目されている。本日の論點に關わるのは、主にこれである。

第二は、今日は、時間の関係であまりお話できないが（時間が余ればふれる）、新會社法は、有限會社制度を廢止し、同時に株式讓渡制限をした株式會社の制度を柔軟化することによって、實質的に有限會社制度を株式會社制度の中に吸収した。そのことによって、株式制度が多様化した。その結果がどのようなものかという點である。

## II. 種類株式

### 1. 種類にできる事項

新會社法においては、株式會社は、第108條1項に掲げられた9個の事項について、内容の異なる二以上の株式（「種類株式」）を發行できるものとしている。すなわち、①剰余金の配當（優先株式、トラッキング・ストック等。第108條1項1號）、②剰余財産の分配（第108條1項2號）、③議決權制限（第108條1項3號）、④讓渡制限（第108條1項4號）、⑤株主からの取得請求（「取得請求權付株式」。第108條1項5號）、⑥會社による強制取得（「取得條項付株式」。第108條1項6號）、⑦株主總會決議を経て行ふ會社による強制取得（「全部取得條項付種類株式」。第108條1項7號）、⑧拒否權付（第108條1項8號）、⑨種類株主總會により取締役・監査役を選任する（class-votingによる取締役・監査役選任株式。第108條1項9號）である。

①②③⑨は、現行法上も存在する種類株式である。④は、現行法上、株式の一部のみを讓渡制限株式にすることはできないと解されていた點を、自由化したものである。

⑤は、現行法上も種類株式として存在する「償還株式」のうちの義務償還株式といわれるものと、現行法上「種類」とは認められないが、種類株式に付隨的な屬性として付加できるものとされている「轉換權」（轉換豫約權付株式）とを合わせて一つにしたものである。すなわち⑤は、株主が會社に對し持株を取得するよう請求でき、會社がその取得の對價として別の種類の株式または現金・社債等を交付する形のもので、別の種類の株式を交付するものは現行法の「轉換株式」に相當し、現金・社債等を交付するものは「償還株式」に相當する。

⑥は、現行法における「償還株式」のうちの随意償還株式といわれるものと、強制轉換條項付株式とを合わせて一つにしたものである。現行法では、「轉換權」・「強制轉換條項」の有無のみが他と異なる株式は作れない（それは「種類」にできない）とされているのに對し、新會社法は、それも「種類」と認める形で、制度を自由化したわけである。

⑧は、現行法においては、種類株式に付隨的な屬性として、株主總會・取締役會の決議事項に對する「拒否權」を付與してもよいとされている點を改正し、「拒否權」の有無を株式の種類にできる（「拒否權」の有無だけが他と異なる株式を作れる）としたものである。

⑦は、まったく新しい類型で、會社が強制取得できる點は⑥と同じであるが、取得の際に株主總會決議が必要なものである。いわゆる「百パーセント減資」を、法定の倒産手續外において多數決で行いたいとの實務の要請から出たものであるが、新會社法は、これを種類株式の一類型とした。すなわち、新會社法は、「種類」と認められる事項を増やす形で、制度の自由化を行ったわけであ

る。しかし、⑧は、法制審議會では決定していなかった自由化であって、法務省が敵對的企業買収に對する防衛策の整備を求める經濟界に配慮して行った自由化ではないかと推測されている。

## 2. 敵對的企業買収に對する防衛策

### (1) ライツ・プラン（ポイズン・ピル）

新會社法の種類株式のうち、敵對的企業買収に對する防衛策という觀點から議論を呼んでいるのは、1の③⑦⑧である。

③は、現行法上も認められており、かつ、議決権制限を一定の條件に係らせる（たとえば、優先株式につき、優先配當が支拂われている間は議決権がないものとする）ことも可能と解されている。しかし、たとえば「議決権の20パーセント以上を取得した株主の議決権は制限される」といった條件の定め方については、「株主平等の原則」の點から有効性に疑いがあり、実際に行われた例はないと思われる。最近、日本でも、敵對的企業買収に對する防衛策として、「ライツ・プラン」

（いわゆる「ポイズン・ピル」）を導入する會社が出てきているが、それを株式で行うと有効性が疑われるので、新株豫約権を使うのがこれまでの通例であった2。

ところが、最近、法務省の立法擔當官が、議決権制限株式の「議決権行使の條件」（會社法108條2項3號口）として、「議決権の20パーセント以上を取得した株主の議決権は制限される」といった定め方も有効である旨を明言したので3、議論を呼んでいる。

日本では、「株主平等の原則」は、第一に、種類ごとのような法定の態様以外の株式の權利内容の差別化は認められず、第二に、少數株主権のような法定の態様以外の持株數に比例しない株主の權利の差別化は認められないことを意味する、と一般に解されてきた。したがって、前記の擔當官の見解は、第二の點に反する差別化であって、一般には認められないもののように思われる。

しかし、第二の點がまったく例外のない原則と認められてきたかということ、そうでもない。たとえば、現行法の下でも、定款による株式の譲渡制限につき、「持株數が一定數未滿の株主の株式譲渡は制限しない」旨の定款は、株式の譲渡制限の趣旨に照らして合理性があるから有効であるとする見解が有力である。そうだとすると、「議決権の20パーセント以上を取得した株主の議決権は制限される」といった定め方も、何らかの合理性が認められる限りで有効ということになろう。

日本では、「ライツ・プラン」は、株主共同の利益を確保・向上させるため必要性・相當性が認められる限りで有効であると解する見解が有力になっており4、議決権割合による議決権行使の差別化も、その要件を満たす限り有効と解される可能性が高い。

### (2) 拒否権付株式（黄金株）

現在、政治問題化しているのは、⑧である。⑧は、株主總會または取締役會の決議事項に關して種類株主に對し拒否権を認めるものなので、經營者自身またはその支持者に對して發行すれば、敵對的企業買収に對する強力な防衛策になり得るものである（いわゆる「黄金株」）。會社法上は、上場會社等が發行してはならないとは規定されていない。

東京證券取引所は、2005年11月22日に、「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（要綱試案）」を公表した5。その内容は、上場會社に對し、買収防衛策を導入した際にその開示を求めることのほかに、買収防衛策の内容として、透明性、流通市場への影響、株主権の尊重等を求めるものである。そして、後者の點に關し、「デットハンド型のライツ・プラン」と「拒否権付株式」を發行した會社は上場廢止になり得る6としている。

この「拒否権付株式」の發行が上場廢止事由になるという部分について、經團連と經濟産業省が強く反撥し、證券取引所の監督權限を有する金融擔當大臣も「會社法上認められたものを禁止すべきでない」と發言するなど、問題が政治問題化しているのが現状である。

東京証券取引所は、會社法が認めるか否かと上場會社として適當か否かとは異なり、米國等においても拒否權付株式發行會社の上場は認められていない、との認識を示しているが、新聞報道等によれば、經團連等は、既に拒否權付株式を發行している會社の新規上場は認められるべきであると主張している模様である。

### (3) 全株取得條項付株式

全株取得條項付株式（會社法108條1項7號・171條—173條）は、きわめてわかりにくい制度であるが、百パーセント減資を容易に行うという當初の目的より、現在は、普通株式のみを發行していた會社が、全株式を「ライツ・プラン」付の株式に切り替えるための制度として關心がもたれている。

## 3. 種類株主總會

種類株主總會については、會社法の制定により、二つの大きな改正があった。第一に、現行法は、種類株式發行會社が消滅會社となる合併等の際に、種類株主間の合併條件の不公正が生じ得るので、種類株主總會の承認を必要としている。しかし、これでは、各種類株主が合併等に對する拒否權を持ってしまうので、會社法では、定款の定めにより種類株主總會を不要とすることができ、種類株主總會を不要とした場合には、合併條件等に不満な株主に株式買取請求權を認めることでも足りるものとした（會社法322條）。

第二に、現行法では、種類株主總會の決議事項は、ある種類の株主に損害を及ぼすおそれがある場合の處理のほか、クラス・ボートイングによる取締役・監査役の選任、および種類株主の拒否權（1⑧⑨参照）のみであるのに對し、會社法では、定款で定めればその他の事項も決議できることとされている（會社法321條）。

問題は、定款で種類株主總會の決議事項と定め得る事項に、どのような事項があるかという点である。定款自治とはいえ、株主總會・取締役會の權限を排して種類株主總會が會社の意思を決定できる事項には、當然、「種類株主の利害に密接な關係がある」事項という、法律上の限定がつくと解されよう。

定款で種類株主總會の決議事項と定め得る事項の例として、一つ考えられるのは、讓渡制限種類株式の讓渡承認の權限を、株主總會または取締役會ではなく、當該種類株主の種類株主總會の權限とすることである（會社法139條1項但書）。それ以外の事項としては、たとえばトラッキング・ストックの株主に對し、當該トラッキング・ストックの對象である子會社の取締役等の選任權限を付與することであろう。

## III. 自己株式の取得・子會社による親會社株式の取得

### 1. 企業組織再編行為との關係

自己株式の取得については、日本は、2001年改正（議員立法）により、取得事由に關する制約を撤廢し、配當可能利益の範圍内であれば、自己株式の取得を自由にした。したがって、その後も解釋論として残されていたのは、合併等の企業組織再編行為による自己株式の發生を認めてよいか否かという点であった。新會社法は、學說上争いのあった点につき規定を設け、明確化した。

從來、もっとも争いがあったのは、合併前に合併の存續會社（A）が消滅會社（B）の株式を保有していた場合に、Aが有するB株式に對し合併新株（A株式）を割り當てることが可能か否かであった。Aが自己株式を原始的に大量取得することになるという理由で、學說上は否定説が多かったが、實務には、それを認める處理をするものも多く、2000年の商法改正の際に、その割當てを禁ずる條文案が、經濟界の反對で葬られたこともあった。會社法において、ようやくその割當てを禁ずる規定が作られた（會社法749條1項3號・753條1項7號）。

會社分割（吸収分割）において、承繼會社（A）が分割會社（B）に對し新株を發行し、Bが分割手續中において當該新株をBの株主に對して利益配當として分配する場合7（會社法758條8號ロ）に、Bの株主であるAがその株式を取得することも、實質は、前記の合併の場合に類似するが、これは禁じられていない（會社法155條13號、會社規則28條2號）。

子會社による親會社株式の取得は、原則として禁じられているので（會社法135條1項）、子會社が企業組織再編行為に際して親會社株式を取得できるか否かも、解釋上の争點であった。會社法は、子會社が承繼會社、第三者が分割會社となる會社分割（吸収分割）により子會社が親會社株式を取得することを許容している（會社法135條2項3號）。親會社株式を分割対象資産から除外することは不可能ではないから、この結論には反對もあろうが、子會社株式を對價とする取得であれば、親會社資産が事実上空洞化する懸念はないという理由であろう。

子會社が分割會社、親會社が承繼會社となる會社分割（吸収分割）により子會社が親會社株式を取得することができるかも、學說上争いがあった點であるが、會社法は、これを認めている（會社法135條2項5號、會社規則24條1號）。實務上のニーズの強い會社分割形態だからであろう。

## 2. 自己株式取得に關し財源規制の及ぶ範圍

自己株式取得に關し、現行法上、解釋論・立法論の両面において争いがあるのが、自己株式取得に關する財源規制（配當可能利益を限度とする規制）の及ぶ範圍である。

一つは、やはり企業組織再編行為に關係する問題であって、たとえば、會社分割（吸収分割）により承繼會社（A）が分割會社（B）の有するA株式を取得する場合に、一般の自己株式取得の財源規制が課されるか否かである。これについては、會社法は、規制を課していない（會社法461條1項参照）。その理由は、Aにおいて債權者保護手續が行われるからである（會社法799條1項2號）。

二つ目は、反對株主の株式買取請求に應じて會社が自己株式を取得する場合について、現行法上財源規制が課されていないが、立法論としてそれでよいかが問題であった。會社法は、反對株主の株式買取請求權を、企業組織再編行為の場合（會社法469條・785條・797條・806條）とそれ以外の場合（會社法116條）とに區別し、前者については財源規制を課さないが、後者については課すことにしている（會社法464條1項）。前者は、經營の必要上、利益配當財源がなくても行わざるを得ない場合があるが、後者にはそのような必要性は認められないということである。もっとも、後者の場合も、反對株主が株式買取請求をすることは可能であり、會社の業務執行者に責任が生ずる（無過失を立證しての免責は可能）ことになる。

## IV. 株式の公開買付けに關する改正

### 1. 2005年改正

日本では、これまで、株式を取引所市場外で買い付けることにより有價證券報告書提出會社の發行済株式の三分の一を超える數を所有することとなる場合に、株式公開買付けの方法によることを義務づけてきた。この「取引所市場外」という要件との關係で、證券取引所の「立會外取引」がそれに当たるかという問題があった。

2005年の2月に、實際に、ライブドアがニッポン放送の株式を東京證券取引所の立會外取引で大量に取得する事件が起こった。この件につき、金融廳は、立會外取引も「取引所有價證券市場における取引」であるとして違法とせず、裁判所もそれを認めた<sup>8</sup>。しかし、解釋論としても學說の反對は強く、結局、2005年の通常國會において、「立會外取引」を「取引所有價證券市場における取引」から除外する改正がなされた<sup>9</sup>。

### 2. 今後の問題

日本では,株式公開買付けは,1990年代前半までは年間5件に満たなかったが,1997年頃から年間10件を超えるようになり,2004年には39件となった. 企業買収の方法の一つとして,株式公開買付けが定着したといえよう.

しかし,とくに敵對的な企業買収の方法として株式公開買付けが使われ始めると,制度の不備も目立つようになった. たとえば,敵對的な公開買付けが開始された後に,公開買付期間内の日を基準日とする株式の分割(一株を五株に分割する)を行う例が現れ,この場合に公開買付者が買付価格の下方修正をできるか否かが問題となった<sup>10</sup>.

こうした點から,今後も,日本では,公開買付制度の改正が避けられないと思われる. 現在主要な論點とされているのは,①買収對象會社側に意見表明を義務づけるべきか,②買収對象會社が防衛策をとった場合等に,公開買付者に公開買付けの撤回,買付條件の變更(買付価格の下方修正等を含む)等を認めるなど,制度の柔軟化をはかるべきか,③公開買付者が別途買付けを禁止される一方で,他の買収者が市場で株式を買い進めることを容認してよいか等である.

- 1 特集「會社法關係法務省令案」 商事法務1750號(2005) 参照.
- 2 新株豫約權は,一種の「債權」に過ぎないので,「株主平等の原則」は動かないと解されている.
- 3 葉玉區美「議決權制限株式を利用した買収防衛策」 商事法務1742號28頁(2005).
- 4 經濟産業省・法務省「企業價值・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(2005年5月27日付) 商事法務1733號26頁(2005).
- 5 下村昌作「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に関する要綱試案の公表」 商事法務1751號24頁(2005).
- 6 國有企業が民營化された場合等は,その例外とされている.
- 7 現行法には,承繼會社が新株を分割會社の株主に交付する,「人的分割」という手續があったが,會社法は,人的分割を廢止し,物的分割により新株を取得した分割會社がその新株を利益配當としてその株主に交付する手續とした.
- 8 東京高決平成17・3・23判例時報1899號56頁.
- 9 改正證券取引法27條の2第1項,平成17年7月8日金融廳告示53號. 谷口義幸「證券取引法の一部改正の概要—平成17年法律第76號の解説」 商事法務1739號59頁(2005).
- 10 金融廳は,その下方修正を認めた. 東京地決平成17・7・29商事法務1739號100頁.

## 일본의 신회사법에 의한 주식제도의 개정

江頭憲治郎(에가시라 겐지로우/東京大學)  
권종호(건국대 법대/번역)

### I. 머리말

일본의 신회사법은 2005년 6월에 국회를 통과하였고 2006년 5월중에 시행될 예정입니다. 시행을 위해서는 정령·법무성령의 제정이 필요한데, 법무성령안이 2005년 11월 29일 공포되어 현재 각계에 의견조회가 이루어지고 있습니다. 이 법무성령안은 반대합니다. 신회사법은 중요한 부분을 법무성령에 위임하고 있으며, 이 법무성령의 공포에 의해 그 내용이 분명

해진 사항도 있습니다.

오늘은 신회사법 중에서 주식제도에 관해 특히 상장회사와 같은 공개회사에 관련된 주요 개정사항에 관해 말씀을 드리도록 하겠습니다. 구체적으로는 II.종류주식, III.자기주식취득 및 자회사에 의한 모회사주식취득의 2가지입니다. 게다가 신회사법과는 직접적인 관계는 없지만 최근 일본에서는 주식공개매수제도의 개정이 있었고, 그 후에도 개정내용에 관해 문제가 되고 있기 때문에 그 문제에 관해서도 마지막으로 언급하도록 하겠습니다(IV).

신회사법의 주식제도개정에 관한 포인트로서는 다음의 2가지가 주목할 만하다고 생각됩니다.

첫째는 기업매수와의 관계입니다. 특히 2005년에 들어와서 일본에서는 적대적 기업매수가 실제로 일어나고 있습니다. 그래서 적대적 기업매수에 대한 방어수단이 관심을 모으고 있고, 특히 종류주식에 관해서는 적대적 기업매수에 대한 방어수단이라는 측면에서 주목을 받고 있습니다. 오늘 주로 언급하고자 하는 것은 이것입니다.

둘째는 오늘은 시간관계로 그다지 많은 시간을 할애할 수 없지만 신회사법은 유한회사제도를 폐지하고 동시에 주식양도를 제한하고 있는 주식회사제도의 자유도를 제고함으로써 실질적으로 유한회사제도를 주식회사제도로 흡수하였습니다. 그것에 의해 주식제도가 다양화되었습니다. 그 결과가 어떠한 것인가라는 점에 관해서도 간단히 언급하기로 하겠습니다.

## II. 종류주식

### 1. 종류로 할 수 있는 사항

신회사법에서는 주식회사의 경우 제108조 1항에서 언급하고 있는 9개 사항에 관해 내용이 다른 2 이상의 주식(종류주식)을 발행할 수 있도록 하고 있습니다. 즉

- ① 잉여금의 배당(우선주식, 트랙킹스톡 등, 1호)
- ② 잔여재산의 분배(2호)
- ③ 의결권제한(3호)
- ④ 양도제한(4호)
- ⑤ 주주로부터의 취득청구(취득청구권부주식, 5호)
- ⑥ 회사에 의한 강제취득(취득조항부주식, 6호)
- ⑦ 주주총회결의를 거쳐 행하는 회사에 의한 강제취득(전부취득조항부종류주식, 7호)
- ⑧ 거부권부(8호)
- ⑨ 종류주주총회에 의해 이사·감사를 선임하는 것(class-voting에 의한 이사·감사선임주식)입니다.

①②③⑨는 현행법상에도 존재하는 종류주식입니다. ④는 현행법상 주식의 일부만을 양도제한주식으로 할 수는 없다고 해석되고 있었던 점을 입법적으로 자유화한 것입니다.

⑤는 현행법상도 종류주식으로 존재하는 상환주식 중 「의무상환주식」이라는 것과 현행법상 「종류」로는 인정되지 않지만 종류주식에 부수적인 속성으로서 부가할 수 있는 것으로 해석되고 있는 「전환권」(전환예약권부주식)을 합쳐서 하나로 만든 것입니다. 즉 ⑤는 주주가 회사에 대해 자신소유의 주식을 취득하도록 청구할 수 있고, 회사가 그 취득의 대가로서 다른 종류의 주식 또는 현금·사채 등을 교부하는 형태의 것(주식)을 말하는데, 취득대가로서 다른 종류의 주식을 교부하는 것은 현행법상의 「전환주식」에 상당하고, 현금이나 사채 등을 교부하는 것은 「상환주식」에 상당합니다.

⑥은 현행법상의 「상환주식」 중 임의상환주식이라고 하는 것과 강제전환조항부주식을 합쳐 하나의 주식으로 만든 것입니다. 현행법에서는 전환권·강제전환조항의 유무(有無)만이

다른 주식은 만들 수 없다(「종류주식」으로 할 수 없다)고 해석되고 있던 것에 대해 신회사법은 이러한 것도 종류로 인정하는 형태로 제도를 자유화한 것입니다.

⑧은 현행법에서는 종류주식에 부수하는 속성으로서 주주총회·이사회의 결의사항에 대한 거부권을 부여할 수 있도록 되어 있던 것을 개정하여 거부권의 유무를 주식의 종류로 할 수 있도록(거부권의 유무만이 다른 것과 다른 주식을 만들 수 있도록) 한 것입니다.

⑦은 전혀 새로운 유형으로서 회사가 강제로 취득할 수 있는 점은 ⑥과 같지만 취득시에 주주총회결의가 필요한 것입니다. 이른바 「100% 감자」를 법정의 도산절차외에서 다수결로 행하고 싶다는 실무계의 요청을 받아들여 신회사법은 이것을 종류주식의 한 유형으로 한 것입니다.

즉 신회사법은 「종류」로 인정되는 사항을 증가시키는 형태로 제도의 자유화를 도모한 것입니다. 그러나 ⑧은 법제심의회에서는 결정되지 않았던 사항이고, 법무성이 적대적 기업매수에 대한 방어수단의 정비를 요구하는 경제계를 배려해서 행한 것으로 추측됩니다.

## 2. 적대적 기업매수에 대한 방어수단

### (1) 라이트플랜(포이즌 필)

신회사법의 종류주식 중 적대적 기업매수에 대한 방어수단이라는 관점에서 논의를 불러일으켰던 것은 ③⑦⑧입니다.

③은 현행법상도 인정되고 있고, 의결권제한을 일정의 조건에 연계시키는 것(예를 들면 우선주식에 관해 우선배당이 이루어지고 있는 동안은 의결권이 없는 것으로 한다)도 가능하다고 보고 있습니다. 그러나 예를 들면 의결권의 20% 이상을 취득한 주주의 의결권은 제한된다는 식의 조건을 붙이는 것에 대해서는 주주평등의 원칙과의 관계에서 유효성에 의문이 있고, 실제로 행해진 예는 없다고 생각됩니다. 최근 일본에서도 적대적 기업매수에 대한 방어수단으로서 라이트플랜(포이즌 필)을 도입하는 회사가 나타나고 있습니다만 그것을 주식으로 만들면 유효성에 문제의 소지가 있기 때문에 신주예약권을 사용하는 것이 지금까지의 통례였습니다.<sup>1)</sup>

그런데 최근 법무성의 입법담당관이 의결권제한주식의 「의결권행사의 조건」(회사법 108조 2항 3호 口)으로서 「의결권의 20% 이상을 취득한 주주의 의결권은 제한된다」는 식의 정함도 유효하다는 취지를 언명하였기 때문에 논란을 불러일으키고 있습니다.

일본에서는 주주평등의 원칙은 (i) 첫째로 법정 태양 이외의 주식의 권리내용에 대한 차별화는 인정되지 아니하고, (ii) 둘째로 소수주주권과 같은 법정 태양 이외의, 지주수에 비례하지 아니하는 주주의 권리차별화는 인정되지 않는 것을 의미하는 것으로 일반적으로 이해되어 왔습니다. 그러나 위의 담당관의 견해는 (ii)에 반하는 차별화이고, 일반적으로는 인정되지 않은 것으로 생각됩니다.

그러나 (ii)가 전혀 예외 없는 원칙으로 인정되어 왔는가 하면 그런 것도 아닙니다. 예를 들면 현행법하에서도 정관에 의한 주식양도제한에 관해 「지주수가 일정수 미만의 주주의 주식양도는 제한되지 않는다」는 취지의 정관은 주식양도제한의 취지에 비추어 합리성이 있기 때문에 유효하다고 하는 견해가 유력합니다. 그렇다고 하면 「의결권의 20% 이상을 취득한 주주의 의결권은 제한된다」고 하는 정함도 뭔가 합리성이 인정되면 그 한에서는 유효하게 될 것입니다.

일본에서는, 라이트플랜은 주주공동의 이익을 확보·향상시키기 위해 필요성·상당성이 인정되는 한 유효하다고 해석하는 견해가 유력하고, 의결권비율에 의한 의결권행사의 차별화도 그 요건을 채우는 한 유효하다고 해석될 가능성이 높습니다.

## (2) 거부권부주식(황금주)

현재 정치문제화하고 있는 것은 ⑧입니다. ⑧은 주주총회 또는 이사회결의사항에 관해 종류주주에 대해 거부권을 인정한 것이기 때문에 경영자 자신 또는 그 지지자에 대해 발행하면 적대적 기업매수에 대한 강력한 방어수단이 될 수 있는 것입니다(이른바 황금주). 회사법은 상장회사 등이 발행해서는 아니되는 것으로 규정하고 있지는 않습니다.

동경증권거래소는 2005년 11월 22일에 「매수방어수단의 도입에 관한 상장제도의 정비 등에 관하여(요강시안)」를 공표하였습니다. 그 내용은 상장회사에 대해 매수방어수단을 도입할 시에 그 내용을 공시할 것을 요구하는 외에 방어수단의 내용으로서 투명성, 유통시장에 대한 영향, 주주권의 존중 등을 요구한 것입니다. 그리고 후자의 점에 관해 「deadhand형의 라이트플랜」과 거부권부주식을 발행한 회사는 상장을 폐지할 수 있도록 하고 있습니다.

이 거부권부주식의 발행이 상장폐지사유가 된다는 것에 관해 경단련과 경제산업성이 강하게 반발하고, 증권거래소의 감독권한을 갖고 있는 금융담당대신도 「회사법상 인정되는 것을 금지하여서는 아니된다」고 발언하는 등 문제가 정치화하고 있습니다.

동경증권거래소는 회사법상의 인정여부와 상장회사로서 적당한가 아닌가는 다른 이야기이고, 미국 등에 있어서도 거부권부주식발행회사의 상장은 인정하지 않는다는 인식을 보이고 있지만, 신문보도 등에 의하면 경단련 등은 이미 거부권부주식을 발행하고 있는 회사의 신규상장은 인정하여야 할 것이라고 주장하고 있는 모양입니다.

## (3) 전부취득조항부주식

전부취득조항부주식(회사법 제108조 제1항 제7호, 제171조~제173조)은 매우 이해하기 어려운 제도인데, 100%감자를 쉽게 할 수 있도록 한다는 당초의 목적보다 현재는 보통주식만을 발행하고 있던 회사가 전주식을 라이트플랜부의 주식으로 전환하기 위한 제도로서 관심이 모아지고 있습니다.

## 3. 종류주주총회

종류주주총회에 관해서는 신회사법에 의해 2개의 커다란 개정이 있었습니다. 첫째로 현행법은 종류주식발행회사가 소멸회사가 되는 합병 등의 시에 종류주주간의 합병조건의 불공정이 발생할 수 있기 때문에 종류주주총회의 승인을 얻도록 하고 있습니다. 그러나 그렇게 되면 각 종류주주가 합병 등에 대해 거부권을 가지게 되기 때문에 회사법에서는 정관의 정함에 의해 종류주주총회를 불필요한 것으로 할 수 있도록 하고, 종류주주총회가 불필요한 것으로 한 경우에는 합병조건 등에 불만인 주주에게 주식매수청구권을 인정하도록 하였습니다.

둘째로 현행법에서는 종류주주총회의 결의사항은 어떤 종류의 주주에게 손해를 끼칠 염려가 있는 경우 외에, class voting에 의한 이사·감사의 선임 및 종류주주의 거부권(⑧⑨ 참조)이 인정되는 경우만인데, 이에 대해 회사법에서는 정관으로 정하면 그 외의 사항에 관해서도 결의할 수 있도록 하였습니다(회사법 제321조).

문제는 정관으로 종류주주총회의 결의사항으로 정할 수 있는 사항에 어떠한 것이 있는가라는 점입니다. 정관자치라고 하지만 주주총회·이사회 권한을 배제하여 종류주주총회가 회사의 의사를 결정할 수 있는 사항에는 당연 「종류주주의 이해에 밀접한 관련이 있는」 사항이라는, 법률상의 제약이 따른다고 보아야 할 것입니다.

정관으로 종류주주총회의 결의사항으로 정할 수 있는 사항의 예로서 하나 생각할 수 있는 것은 양도제한종류주식의 양도승인권한을 주주총회 또는 이사회가 아니라 당해 종류주주의 종류주주총회의 권한으로 하는 것입니다(회사법 제139조 제1항 단서). 그것 이외의 사항으로서 예를 들면 트랙킹스톡의 주주에 대해 당해 트랙킹스톡의 대상인 자회사의 이사 등의

선임권한을 부여하는 것일 것입니다.

### III. 자기주식의 취득·자회사에 의한 모회사주식의 취득

#### 1. 기업조직재편행위와의 관계

자기주식취득에 관해서는 일본은 2001년 개정(의원입법)에 의해 취득사유에 관한 제약을 철폐하고, 배당가능이익의 범위 내라면 자기주식의 취득을 자유롭게 하였습니다. 따라서 그 후 해석론으로서 남겨진 문제는 합병 등의 기업조직재편행위에 의한 자기주식의 발생을 인정하여도 좋은가라는 점이었습니다. 신회사법은 학설상 다툼이 있었던 점에 관해 규정을 마련하여 그 문제를 명확히 하였습니다.

종래 가장 다툼이 많았던 것은 합병 전에 합병의 존속회사(A)가 소멸회사(B)의 주식을 보유하고 있었던 경우에 A가 소유하고 있는 B주식에 대해 합병신주(A주식)을 배정할 수 있는가이었습니다. A가 자기주식을 원시적으로 대량취득하게 된다는 이유로 학설상은 부정설이 많았습니다만 실제에는 그것을 인정하는 경우가 많았고, 2000년 상법개정시에 배정을 금지하는 조문안이 경제계의 반대로 폐지된 적이 있습니다. 그런데 회사법에서 드디어 그 배정을 금지하는 규정이 만들어졌습니다(회사법 제749조 제1항 제3호, 제753조 제1항 제7호).

회사분할(흡수분할)에 있어서 승계회사(A)가 분할회사(B)에 대해 신주를 발행하고, B가 분할절차 중에 당해신주를 B의 주주에 대해 이익배당으로서 분배하는 경우(회사법 제758조 제8호 口)에2) B의 주주인 A가 그 주식을 취득하는 것도 실질은 전기의 합병의 경우와 유사하지만 이것은 금지되고 있지 않습니다(회사법 제155조 제13호, 회사규칙 제28조 제2호).

자회사에 의한 모회사주식의 취득은 원칙적으로 금지되고 있기 때문에(회사법 제135조 제1항), 자회사가 기업조직재편에 즈음하여 모회사주식을 취득할 수 있는지도 해석상 쟁점이었습니다. 회사법은 자회사가 승계회사, 제3자가 분할회사로 되는 회사분할(흡수분할)에 의해 자회사가 모회사주식을 취득하는 것을 허용하고 있습니다(회사법 제135조 제2항 제3호). 모회사주식을 분할대상재산으로부터 제외하는 것은 불가능하지 않기 때문에 그 결론에 대해서는 반대도 있을 것이지만 자회사주식을 대가로 하는 취득이면 모회사자산이 사실상 공동화할 염려는 없다는 것이 그 이유일 것입니다.

자회사가 분할회사, 모회사가 승계회사로 되는 회사분할(흡수분할)에 의해 자회사가 모회사주식을 취득할 수 있는지도 학설상 다툼이 있었던 점이지만 회사법은 이것을 인정하고 있습니다(회사법 제135조 제2항 제5호, 회사규칙 제24조 제1호). 실무상의 니즈가 강한 회사분할형태이기 때문일 것입니다.

#### 2. 자기주식취득에 관해 채권규제가 미치는 범위

자기주식취득에 관해 현행법상 해석론·입법론의 양면에 있어서 다툼이 있는 것이 자기주식취득에 관한 채권규제(배당가능이익을 한도로 하는 규제)가 미치는 범위입니다.

첫째는 역시 기업조직재편행위에 관계하는 문제로서 예를 들면 회사분할(흡수분할)에 의해 승계회사(A)가 분할회사(B)가 소유하는 A주식을 취득하는 경우에 일반의 자기주식취득의 채권규제가 가해지는지의 여부입니다. 이것에 관해서는 회사법은 규제를 가하고 있지 않습니다(회사법 제461조 제1항 참조). 그 이유는 A에 있어서 채권자보호절차가 행해지고 있기 때문입니다(회사법 제799조 제1항 제2호).

둘째는 반대주주의 주식매수청구에 응하여 회사가 자기주식을 취득하는 경우에 관해 현행법상 채권규제가 가해지고 있지 않지만, 입법론으로서는 그것이 과연 바람직한 것인가는 문제

이었습니다. 회사법은 반대주주의 주식매수청구권을 기업조직재편행위의 경우(회사법 제 469조, 제785조, 제797조, 제806조)와 그것 이외의 경우(회사법 제116조)로 구별하고, 전자에 대해서는 재원규제를 가하지 않지만 후자에 대해서는 가하는 것으로 하고 있습니다(회사법 제464조 제1항). 전자는 경영의 필요상 이익배당재원이 없더라도 행하지 않을 수 없는 경우가 있지만 후자의 경우에는 그와 같은 필요성은 인정되지 않는다는 것입니다. 다만 후자의 경우에도 반대주주가 주식매수청구를 하는 것은 가능하고, 회사의 업무집행자에게 책임이 발생하게 됩니다(무과실을 입증하는 방법으로 면책은 가능).

#### IV. 주식공개매수에 관한 개정

##### 1. 2005년 개정

일본에서는 지금까지 주식을 거래소시장 외에서 매수하는 것에 의해 유가증권보고서제출회사의 발행주식의 3분의 1을 넘는 수를 소유하게 되는 경우에는 당해 주식매수는 주식공개매수의 방법에 의하도록 의무화하고 있었습니다. 이 「거래소시장외」라는 요건과의 관계에서 증권거래소의 「시간외거래」(立會外取引)가 이것에 해당하는지가 문제였습니다.

2005년 2월에 실제로 라이브도아가 일본방송의 주식을 동경증권거래소의 시간외거래에서 대량으로 취득하는 사건이 발생하였습니다. 이 사건에 관해 금융청은 시간외거래도 「거래소유가증권시장에 있어서의 거래」라고 하여 위법이 아니라고 하였고, 법원도 그것을 인정하였습니다. 그러나 이에 대해 학설의 반대는 강했고 결국 2005년 통상국회에서 「시간외거래」를 「거래소유가증권시장에 있어서의 거래」로부터 제외하는 개정이 이루어졌습니다.

##### 2. 금후의 과제

일본에서는 주식공개매수는 1990년대 전반까지는 연간 채 5건도 되지 않았지만 1997년경부터는 연간 10건을 넘게 되고, 2004년에는 39건이나 되었습니다. 기업매수의 한 방법으로서 주식공개매수가 정착하였다고 말할 수 있을 것입니다.

그러나 특히 적대적인 기업매수의 방법으로서 주식공개매수가 사용되기 시작하면서 제도의 불비가 두드러지게 되었습니다. 예를 들면 적대적 공개매수가 개시된 후 공개매수기간 내의 날을 기준일로 하는 주식의 분할(1주를 5주로 분할한다)을 행하는 사례가 있었고, 이 경우에 공개매수자가 매수가격을 인하하는 것이 가능한지가 문제되었습니다.<sup>3)</sup>

이러한 점에서 향후 일본에서는 공개매수제도의 개정이 피할 수 없을 것으로 생각됩니다. 현재 주요한 논점은 ① 공개매수대상회사측에 의견표명을 의무화할 것인가, ② 매수대상회사가 방어수단을 취한 경우 등에 공개매수자에게 공개매수의 철회, 매수조건의 변경(매수가격의 인하 등을 포함) 등을 인정하는 등 제도의 유연화를 도모하여야 할 것인가, ③ 공개매수자는 별도매수가 금지되는 데 반해 다른 매수자의 경우에는 시장에서 주식을 매수하는 것이 가능한데, 이것을 과연 용인하여야 할 것인가 등입니다.

1) 신주예약권은 일종의 채권에 지나지 않기 때문에 주주평등의 원칙은 적용되지 않는다고 해석되고 있다.

2) 현행법에는 승계회사가 신주를 분할회사의 주주에게 교부하는 「인적분할」이라는 절차가 있었지만 회사법은 인적분할을 폐지하고, 물적분할에 의해 신주를 취득한 분할회사가 그 신주를 이익배당으로서 주주에게 교부하는 절차로 바꾸었다.

3) 금융청은 매수가격을 인하하는 것을 인정하였다.