

株式制度の想定外利用と従業員持株制度

加 藤 修

第一節 問題提起

第二節 株式制度における株式譲渡の想定された趣旨と想定外利用の可能性

第三節 株式譲渡価格固定型の従業員持株制度における関係者の真意

第四節 まとめ

第一節 問題提起

従業員持株制度は、当該株式の証券市場への上場の有無を問うことなく広く普及しており、社会的にも肯定的に受け入れられている。株式が証券市場に上場されている場合、取引日には、その株式について通常であれば売買が成立して、価格が決定し、公表される。従って、従業員持株制度から離脱しようとする場合に、投下資本回収の手順が開始されるけれども、株式について市場価格が存在すると、それを基準にして物事を処理すれば、関係者は異論をはさみにくく、しかも、納得し易いので、紛争の生ずる可能性は極めて少なくなる。

しかし、従業員持株制度において、閉鎖的な株式会社ということで、株式は証券市場に上場されておらず、市場価格というものが株式に付いていないと、従業員持株制度からの離脱に際しての投下資本回収額について、関係当事者間で協議がととのわないと紛争が生ずることとなる。関係当事者間で円満に協議をすることが出来なければ、最終的には、裁判に持ち込んで解決することとなる。そのような事態になる可能性があるとすれば、一つの予防策として、従業員持株制度において、離脱時にその持株を取得価格と同一の価格にて、取締役会の指定する者や従業員持株会に譲渡する旨の契約を関係当事者間で契約しておくことが考えられる。これで一件落着となれば良いけれども、事はさほど容易ではない。やはり紛争が生じる。

日刊新聞の発行を目的とする株式会社の株式の譲渡の制限に関する法律に由来して、新聞社とその従業員の間で、当該新聞社株式を取得する際に、その後には株式譲渡をする時にはその新聞社の役員及び従業員で構成された社内持株団体へ一株一〇〇円の譲渡価格で行うという約束のある株式譲渡価格固定型の従業員持株制度について、その合意の成立が争われた事件が最近生じている。従業員が退社後、その持株を社内持株会ではない者に一株一〇〇〇円という一〇倍の価格で売却したために紛争が生じたのである。この事件の第一審判決は、「日経新聞株式譲渡ルール第一審判決」⁽¹⁾との名称を付せられ、世間の注目を集めている。同判決によれば、右のような合意が成立しており、その合意の有効性を前提として社内持株会が一株一〇〇〇円で株主権を取得している旨が確認されている。

判例は、下級審において、後述する一例を除いて、一貫して株式譲渡価格固定型の従業員持株制度についての合意を有効と解し、平成七年四月二五日の最高裁判所判決も、当時存在した額面株式の券面額である一株五〇円の固定価格で取得した従業員持株制度上の株式について「退職に際しては、同制度に基づいて取得した株式を一株五〇円で取締役会の指定する者に譲渡する」旨の合意は、平成一七年改正前商法二〇四条一項の「株式ハ之ヲ

他人ニ譲渡スコトヲ得但シ定款ヲ以テ取締役会ノ承認ヲ要スルコトヲ妨グズ」(平成一七年成立「会社法」第二二七条と第二一条一七号対応)との規定に「違反するものではなく、公序良俗にも反しないから有効」であると判示した。⁽³⁾

右のような最高裁判所第三小法廷判決の存在、および、現実には、多くの株式譲渡価格固定型の従業員持株制度で、肅々と従業員退職時に固定価格で持株会に株式が戻され、次の現役従業員にその固定価格で再譲渡されるということが行われていることを考えると、いまさら、この点について問題を蒸し返す意義もないように解されるかもしれない。

しかし、従業員持株会に入会した後に、当該会社が成長し、どんどん大きくなり、一株あたりの純資産額も増大しているのに、退職時は、合意があるからといって、当該会社の成長や巨大化に対応した十分な配当を受領していないにもかかわらず、昔に決められた合意固定価格で強制的に譲渡を強いられることに違和感が生ずると主張されると、それにも一理あるようにも思われる。前出の「日経新聞株式譲渡ルール第一審判決」と名づけられた事例では、固定価格の一〇倍という当事者の主張が出ている。最近の報道によれば、朝日新聞とテレビ朝日の間で提携強化で合意がなされ、株式を持ち合うとのことであり、朝日新聞の社主が所有していた同社株式の発行済み株式総数の一一・八%にあたる三八万株をテレビ朝日が二三九億四千万円で取得したとのことである。⁽⁵⁾注目されるのはその株式譲渡価格である。テレビ朝日が朝日新聞社株を取得する価格(総額で二三九億四千万円)は、どのように決まったかの質問に対して、テレビ朝日社長は、「取得価格は一株六万三千円。様々な外部の第三者に評価してもらい、出た数字を絞り込み、(朝日新聞社社主の)村山家と合意した」と報道され、続けて、朝日新聞の社内価格との差は如何との質問に対して、朝日新聞社社長は、「新聞社として一株いくらと決めていない。事実として社内の持ち株会では一六〇〇円で取引されている。譲渡は相対での取引で、(価格に)会社として一

切関知しない。今回もそのような対応だ」と報道されている。⁽⁶⁾ 社内持株会内の相対譲渡価格一六〇〇円で、社主と外部者との譲渡価格六万三千円を割り算すると、約三九・四倍との数字が出てくる。同じ株式でこれだけ価格が相違すると違和感を持つ向きも出現しよう。

最高裁判例に至るまでの一貫した判例の流れの中で、一つだけ異なるものがある旨を前述したが、その判例は、結果的には株式譲渡価格固定型となる従業員持株制度に関する当事者間の契約について、本論において、「本件契約が有効に成立したとは認めがたいといわざるを得ない」と判断しつつも、続けて、「しかし、仮にこの点をひとまず措くとしても」とことわり、傍論として、「本件契約において定められている共有持分の強制譲渡の対価の算定方式は、被告会社のように配当性向が低く、株式の価値のうちキャピタルゲインが極めて大きい場合には、キャピタルゲインの取得について何らの考慮も払っていない点において、株主の投下資本の回収を著しく制限する不合理なものといわざるをえず、公序良俗に反し無効というべきである」と判示している。⁽⁷⁾

学説においても、右のような公序良俗違反説は有力である。すなわち、株式譲渡価格固定型の従業員持株制度は、会社の当期利益の相当部分が利益配当として株主に分配されない時には、従業員持株制度によって株式取得した当該従業員からその者が本来受けるはずの重要な利益を奪うものであり、不合理なものとして公序良俗に反し無効であって、従業員がそのことについて了承していてもそれは経済的弱者の足元をみて取りつけたものである⁽⁸⁾とか、あるいは、従業員持株制度が真に従業員の財産形成や勤労意欲昂揚に役立つ従業員の利益のための制度であるなら、投下資本回収の意味を有するキャピタルゲインも取得できるものでなければならぬ⁽⁹⁾として右の学説が補強される。更に、同じ傾向として、「契約による株式の譲渡制限は、投下資本回収の機会を不当に奪ってはならないという商法の理想と矛盾しない限り有効である」⁽¹⁰⁾とか、「従業員持株制度が従業員福祉の制度である以上、株式保有期間の留保利益をまったく反映しない売買価格の定めを有効とすることには疑問がある」⁽¹¹⁾と主張

される。

確かに、株式制度本来の趣旨を十二分に踏まえ、株式譲渡につき本来想定された趣旨をそのまま実現しなければならぬとの前提に立つならば、右に紹介した、有力な公序良俗違反無効説が妥当することとなる。しかし、株式制度および株式への投下資本回収の手段としての株式譲渡について、関係当事者間で合意があり、その合意が関係当事者に不利益でないならば、それらの仕組が本来想定した形とは相違した形で利用されても不都合はなく、契約自由の範囲内とも解される。そこで、以下において、株式制度における株式譲渡の想定された趣旨と想定外利用の可能性があることを論述し、そのことが、株式譲渡価格固定型の従業員持株制度における関係者の真意と調和することを説明したい。その結果、結論としては、株式譲渡価格固定型の従業員持株制度は公序良俗に反することなく有効であり、前出の最高裁判所の平成七年四月二五日第三小法廷判決に代表される諸判例の一貫した理解が妥当なものであるとの結末に到達したいと考える。

- (1) 東京地裁・平成一九年一〇月二五日判決・判例タイムズ一二五四号八六頁以下（二〇〇八年）。
- (2) 判例については、前田雅弘・会社判例百選（六版）三六頁（一九九八年）に明解に説明されている。
- (3) 最高裁第三小法廷・平成七年四月二五日判決・最高裁判所裁判集民事一七五号九一頁以下。
- (4) 本文のこの裁判については、控訴がなされた。東京高裁は、平成二〇年四月二四日判決により、「株主資格を事業関係者に限り、価格を一株百円に固定する日経の株式譲渡ルールには相応の合理性がある」と判断し、そのようなルールは「公序良俗に反するとはいえない」く、「譲渡ルールは定款に定めなければ認められない」との原告主張については、「ルールは当事者間の契約に委ねられるべき」として退けた旨が報道されている（日本経済新聞・平成二〇年四月二五日朝刊一四版一頁、四二頁）。
- (5) 朝日新聞・平成二〇年六月七日朝刊一四版一頁。
- (6) 朝日新聞・前注(5)と同日付朝刊一四版一二頁。

- (7) 東京地裁・平成四年四月一七日判決・判例タイムズ八〇六号一六九頁以下(一九九三年)。
- (8) 神崎克郎「従業員持株制度における譲渡価格約定の有効性」判例タイムズ五〇一号六頁、七頁(一九八三年)。
- (9) 龍田節「従業員持株制度と株式の譲渡制限」(神戸地裁尼崎支部・昭和五七年二月一九日判例批評)商事法務一〇五五号一〇四頁(一九八五年)。前田雅弘・会社判例百選(七版)四七頁(二〇〇六年)、同「契約による株式の譲渡制限」法学論叢一二二巻一四一頁(一九八七年)も同旨。
- (10) 上柳克郎「株式の譲渡制限——定款による制限と契約による制限」大阪学院大学法学研究一五巻一・二号一六頁(一九八九年)。
- (11) 江頭憲治郎・株式会社法(第二版)二三四頁(二〇〇八年)。

第二節 株式制度における株式譲渡の想定された趣旨と想定外利用の可能性

株式会社においては、会社債権者に対応する責任財産は会社財産に限定されるため、株主が任意に退社して会社から出資の返還を受けることを原則として認めていないので、その株式の譲渡は原則自由の建前となっている⁽¹⁾(会社法一二七条)。従って、株式会社制度が定着するためには、株式を自由に売買出来る証券市場の整備が必要となる。そして、株式という、社団としての会社における社員⁽²⁾の地位を意味するものが、細分化された均等の割合的単位として構成されていることは、証券市場における投下資本の回収を容易にしている。株式の内容として譲渡制限が定められていても、株式を譲渡して投下資本を回収しようとする株主の株式譲渡それ自体は制限されておらず、会社側に先買権者の指定権があるというだけの話であって、株主が自分の思っている相手に株式譲渡が出来るとは限らないということであり、共同企業主である株主が当該企業から脱退する自由は絶対的に保障されている⁽³⁾。譲渡制限をその内容とする株式は、証券市場上場を許されず、その意味において、流動性を著しく欠

いてはいるが、最終的に、譲渡制限付き株式を有する株主は、共同企業から離脱してその投下資本を回収出来る。譲渡制限付き株式の場合、誰もが納得出来、また、納得せざるを得ない市場価格がないので、その売買価格については、株式会社と譲渡等承認請求者との「協議」によって定めるとなっており、「協議」が整わなければ、次善の策として裁判所の介入が予定されている（会社法一四四条）。従って、何らの強制もない自由な意思決定の下で、価格についての「協議」を整えれば、それに基づいて、共同企業からの離脱と投下資本の回収が行われることとなる。株式譲渡価格固定型の従業員持株制度においては、投下資本回収は、投資時における元本回収のみで満足をし、投下資本の増大部分、つまり、キャピタルゲインについてはそれを考慮しない旨の「協議」が整ったと解すれば、それはそれで法的には問題ないと解される。

右のような理解に対して、従業員持株制度における株式譲渡価格固定の約定は、附合約款的なものであり、相対の「協議」による個別的なものではなく、この約定を呑むのでなければそもそも従業員持株会に加入を許されず、従業員は経済的弱者として一方的に不利益で不当な内容の約定を強いられるので、株式譲渡価格固定の約定の有効性は認められないと反論される⁴。確かに、従業員持株会に入るか入らないか、あるいは、当該約定を呑むか呑まないかの選択があるだけで、個別的な「協議」自体はないけれども、株式譲渡価格固定の約定を丸呑みしても、従業員の負担する危険・不利益は、さほど多くはない。会社が無配に転落すれば、配当所得、つまり、インカムゲインは取得出来ないが、従業員持株会が存続し、機能している限り、元本は回収できる。最大の危険は、会社が倒産して、従業員として失職するのみならず、持株が無価値となることであるが、株式の無価値化は、あらゆる形態の株式投資に内在する共通の危険である。とはいうものの、従業員持株会に入ることにより、各人の持株数に応じて、会社の意思決定機関としての株主総会に関与する可能性を与えられるという利点がある。従業員は、会社や持株会との関係で、足元をみられ、搾取にあえぐ経済的弱者とは、この関係において解されない。

従って、約定丸呑みにはちがいが無いが、それを「協議」が整ったと同視してよい。

残る問題は、投下資本の増大部分、つまり、キャピタルゲインに關与出来ない点である。譲渡制限を内容とする株式の譲渡について売買価格に關する「協議」が整わなければ、最終的には、裁判所が關与することになる。その際に、「裁判所は……譲渡等承認請求の時に於ける株式会社の資産状態その他一切の事情を考慮しなければならない。」と規定されている（会社法一四四条三項）。これは、会社の貸借対照表に基づき、会社財産の時価評価にも配慮して、キャピタルゲインも斟酌すべきことを意味する。有力説によれば、株式譲渡価格固定型の従業員持株制度とは、「従業員は何年たつてもキャピタル・ゲインを取得できない仕組である。取得価格を回収できる点では投下資本の回収とはいえるかもしれないが、貨幣価値の下落は考慮されず、實質的に投下資本の回収といえるかは疑問である。……キャピタル・ゲインも取得できるものでなければなるまい」⁽⁵⁾と主張される。

株式制度の本来予定された意味と株式譲渡に際して想定された趣旨を考えれば、株式を取得しようとする者は、配当所得、つまり、インカムゲインを期待し、投下資本回収に際しては、値上がり益、つまり、キャピタルゲイン獲得を想定している。その想定されたことをすべて求めるのが通常であろう。しかし、自由なる意思決定の下で、強制されることなく、想定されたものの一部を享受しないとの選択肢もあり得ると考える。経済的弱者として足元をみられ、追い詰められて、そのような選択を余儀なくせられるという訳ではないのだから、キャピタルゲイン放棄の約定は不当ではない。むしろ、株式譲渡価格固定型の従業員持株制度においては、関係者全員が、右のような想定の一部排除を予定しているのが真意であり、また、そのようにしないと全体的枠組の中で制度そのものが永続的に存続し得ないことを納得しているものと解される。そこで、以下において、その点に焦点をあわせて論述を進めたいと考える。

- (1) 宮島司・新会社法エッセンス(第二版) 一一七頁(二〇〇六年)。
- (2) 山本爲三郎・会社法の考え方(第六版) 七三頁(二〇〇六年)。
- (3) 倉澤康一郎・会社判例の基礎六八頁(一九八八年)。
- (4) 神崎克郎・前掲判例タイムズ五〇一七頁。
- (5) 龍田節・前掲商事法務一〇五五号一〇四頁。

第三節 株式譲渡価格固定型の従業員持株制度における関係者の真意

従業員は、その雇用先である株式会社からその労働の対価として賃金を受けとる外に、その株式会社に出資することにより、種々の前向きの効果を享受出来る。当該の株式会社にとっても利益がある。このような仕組を制度化したものが従業員持株制度である。この従業員持株制度とは、「従業員の財産形成、従業員の勤労意欲・経営参加意識の高揚、安定株主の形成等を目的として、会社がその従業員に何らかの便宜や経済的援助を与え、自社の株式を取得・保有させる制度」⁽¹⁾と明解に定義されている。そして、従業員持株制度の具体的な仕組については、各実施会社の必要に応じて決められ、その形態は様々と認識されている。⁽³⁾

株式譲渡価格固定型の従業員持株制度も、その様々な形態の一つと解される。この形態において、従業員は、自分の持株会における地位について、信託的受益者であったり、共同持分権者であったり、はたまた、直接的に株主そのものであったりとこれまた様々であり得る。⁽⁴⁾しかし、その権利は、最終的には株数で表示され、その量が決められることとなる。従って、従業員の持株会における地位の移転ということになると、結局は持株数移転が問題になり、ついつい通常の「自由な株式譲渡」と同一視してしまうこととなる。

しかし、株式譲渡価格固定型の従業員持株制度において、持株会における地位の移転は、通常の「自由な株式

「譲渡」とは相異していることを認識する必要がある。株式に市場性がないために固定価格が採用され、更に、株式に市場性がないため、移転先として、新たに持株会に加入する従業員に引き継いでもらわれないと投下資本の回収が出来ない。制度設計として、当初からキャピタルゲイン獲得は眼中になく、関係者の真意の中にも見出せない。その点に同意して制度に参加しているのだから、キャピタルゲインの取得に何らの考慮も払っていないことを理由に公序良俗に反するというのは、「自由な株式譲渡」のあるべき姿、つまり、その理念型にこだわりすぎる硬直した発想と解される。

長年にわたり従業員持株会に加入していたのに、回収された投下資本は、投資時と同額ということになると、その間の貨幣価値の下落はどうするかの問題が生ずる。しかし、従業員持株会が、円滑に存続していれば、その間に配当所得、つまり、インカムゲインがあつて、貨幣価値下落の危険は回避されるし、会社の内容を了知している従業員としては、貨幣価値の下落に対応出来る持株会か否かを判断することが可能なことから、不加入の選択や、加入してもその数量を少なくしておく対応も出来るということで、従業員にとって不利とは解されない。

更に、従業員の会社に対する努力や貢献の結果、会社が成長し、その一株あたりの価値がどんどん増大する場合、従業員持株会に新規に加入しようとする者は、キャピタルゲインに配慮した時価で一株あたりの評価をしてその対価を支払うということになると、脱退する先輩社員の持株をそのまま引き継ぐことが出来なくなる。株式移転価格固定型であれば、循環的なやり取りが容易なため、その問題を回避出来る。そこに、従業員持株会の永続性を確保する知恵が認められ、関係者もその知恵に納得しているのだから、公序良俗違反と決めつける必要はない。

(1) 前田雅弘・前掲会社法判例百選(七版) 四六頁。

(2) 牛丸與志夫「従業員持株制度」特別講義商法Ⅰ一〇九頁（一九九五年）。

(3) 前田雅弘・前掲会社法判例百選（七版）四六頁。

(4) 牛丸與志夫・前掲特別講義商法Ⅰ一一〇頁、一一一頁参照。

(5) 東京高裁・平成五年六月二六日判決・判例時報一四六五号一四九頁（一九九三年）は、従業員持株会の「会員資格を喪失した者等からその持分の回収を図ることは特に不相当とはいえない」として、新旧会員間の循環的な継受は肯定的に解される。ちなみに、この東京高裁判決は、株式譲渡価格固定型の従業員持株制度を公序良俗違反と評価した前掲の東京地裁・平成四年四月一七日判決・判例タイムズ八〇六号一六九頁以下の控訴審判決で、原判決を取消している。

なお、株主資格を従業員と役員あるいはそれらと同視出来る人々に限定し、その人々の間でのみ株式移転が循環的になされれば、当該株式会社への外部からの干渉を排除することが可能であり、独立性を確保出来る（前出の「日経新聞株式譲渡ルール第一審判決」の控訴審判決に対する日経新聞「本社見解」・日本経済新聞・平成二〇年四月二五日朝刊一四版四二頁）。

第四節 まとめ

従業員持株制度は、その発現形態について実施会社の実情に応じて種々様々である。その中で、近年、株式譲渡価格固定型の従業員持株制度について、会社の実情に応じてキャピタルゲインを考慮すると固定価格の一〇倍が妥当であるとの主張がなされて法的紛争が生じている。更に、従業員の間で、相対取引される価格の約三九・四倍の価格で大株主と従業員以外の者との間で株価合意がなされ、そのことに違和感を持つ向きも登場している。学界の有力説や下級審判例において、株式譲渡価格を固定する従業員持株制度は、キャピタルゲインを考慮していないから、投下資本の回収を制限するので疑問であるとか、あるいは、公序良俗に反すると主張されている。

確かに、株式譲渡制度において予定された譲渡自由の原則、そして、仮に株式譲渡制限を付せられていても、自分の好む相手に譲渡出来ないだけで、企業からの離脱の自由は保障され、投下資本の回収が確保されることを考えると、従業員持株制度において、従業員の権利は、最終的には株数で表示され、その量が決められるため、種々な事情があっても、持株数移転ということで、ついつい通常の「自由なる株式譲渡」と同一次元で考え、インカムゲインのみならずキャピタルゲインにも配慮した、本来的に想定される「自由なる株式譲渡」による規律に傾いてしまう。

しかし、株式譲渡価格固定型の従業員持株制度においては、制度設計の当初からキャピタルゲイン獲得はその目的として予定されておらず、関係者の真意としては、それ以外の利益の享受で満足出来、株式制度の想定外利用も辞さないというものであり、その合意は、経済的弱者が足元を見られて強制されたものではない。また、右のような株式譲渡価格固定型で制度設計しておかないと、先輩従業員と後輩従業員との間における循環的株式移転が円滑に進まず、制度の永続性も確保不能となるとの認識も尊重しなくてはならない。このような次第で、株式譲渡価格固定型の従業員持株制度は公序良俗に反しないから有効であると判示している最高裁第三小法廷の平成七年四月二五日判決を頂点とする一連の判例の立場に賛同したい。

(平成二〇年八月三十一日稿)

〔付記〕

本稿については、平成二〇年慶應義塾学事振興資金による研究補助を受けた。記して感謝したい。