

論
説

従業員持ち株会と従業員間の買戻し代金額についての特約

吉 岡 伸 一

はじめに

従業員持株制度は、従業員の財産形成、従業員の勤労意欲や愛社精神の高揚、安定株主の形成、株式の社外流出回避等を目的として、多くの企業で採用されている。もちろん、同制度にもデメリットはいろいろあることも指摘されているが、メリットのほうが大きいと理解されているようである。また、従業員持ち株会の法的性質としては、従来、その設立形態により、民法上の組合のもの、任意団体のもの、および権利能力なき社団法人であるものの三種類があるとされている。

ところで、同制度が公開会社、すなわち株式を上場している会社で採用されている場合には、株価の最低については市場価格で決められるので、株式の取引を市場価格で行うことにつき異論は見当たらないものの、当該会社の役員が当該会社の株式を購入するには、インサイダー取引と疑われないようにする必要があり、そのため

には従業員持ち株会等を通じてしか行えない状態である。しかし、従来型の持ち株会を通じて購入する場合には、購入日が固定してしまう結果、その時の価格が高いと分かっているも高い価格で購入せざるをえなかったり、低いと分かっているも低い価格でしか売却できなかつたりという不都合が指摘されることがまま生じている。そこで、現在は、信託方式の従業員持ち株会に検討ないし移行しつつある状況ではないかと思われる。

他方、同制度が非公開会社（中小企業等）において利用される場合、従業員に株式を購入してもらう際には、一般に、資産総額を株式数で除した時価で行うことは比較的少なく、旧額面価格等の固定価格で株式を取得させることが多いようである。ただし、この場合には、退職時あるいは死亡時には、元従業員が保有していた株式を取得価格と同額で会社あるいは持ち株会に自動的（事実上強制的）に譲渡する旨をあらかじめ特約しておき、元従業員が保有していた株式は、再び旧額面価格等で他の従業員に配分されていくという仕組みになっている。しかし、それでは、従業員が自社の株式を持って株価の上昇によるメリットを享受できないことになるが、会社が株式配当をある程度行うことにより株式を持つ従業員に利益を還元すれば、それなりのメリットがあるということになり、自社株を保有する従業員が一方的に損失を被ることはないことになる。そこで、この方式を利用した従業員持ち株会が相当広く行われているようである。

契約自由の原則からすれば、上記のような退職時等に株式譲渡価格を制限するという契約（以下「株式譲渡価格制限ルール」という。）も許されて当然であるが、このような契約は株式の譲渡時期、譲渡の相手方及び譲渡価格について株主の自由を制限するものであるため、会社法の諸規定に違反するものとして無効ではないかが問題となる。そこで、本稿では、この問題に絞って、判例・学説を研究し、検討することとした。

一 過去の下級審裁判例

次に見るように、多くの判例は、株式譲渡価格制限ルールを肯定している。

(1) 株式譲渡価格制限ルール肯定例

- ア 東京地判昭和二五年一〇月二五日下午民集一卷一〇号一六九七頁
- イ 東京地判昭和四八年二月二三日判時六九七号八七頁、判タ二九一号二三四頁
- ウ 東京地判昭和四九年九月一九日判時七七一号七九頁
- エ 神戸地判昭和五七年二月一九日判時一〇五二号一二五頁
- オ 東京高判昭和六二年一二月一〇日金法一一九九号三〇頁
- カ 京都地判平成元年二月三日判時一三二五号一四〇頁
- キ 神戸地判平成三年一月二八日判時一三八五号一二五頁、判タ七六三号二六六頁
- ク 名古屋高判平成三年五月三〇日判タ七七〇号二四二頁
- ケ 東京高判平成五年六月二九日判時一四六五号一四六頁、金商九三三二号二八頁
- コ 東京地判平成一〇年八月三一日判時一六八九号一四八頁
- サ 東京地判平成一九年七月三日判時一九九二号七六頁
- シ 大阪地判平成二〇年二月八日労働経済判例速報一九九八号三頁

たとえば、上記ケの裁判例では、次のように事実を認定したうえ、株式譲渡価格制限ルールについての妥当性を

検討している。

すなわち、1 本件規約によれば、控訴人持株会Yの会員は自己の有する持分をY以外の者には譲渡することができず(六条一項)、会員が死亡したとき又は会員資格を喪失したときはその持分は当然にYに移転し(同条二項)、その場合の一株に相当する持分の買取価額は配当還元方式により定め、右方式による価額が額面金額に満たないときは額面金額による(同条三項)ものとされていること、右規約の定めが本件契約の内容となっていることは、当事者間に争いがない。

2 《証拠略》によれば、次の事実が認められる。

(一) 控訴人会社Z(旧商号A工業株式会社)は、ソース、ケチャップその他調味料の製造等を目的とし、発行済株式総数一万四〇〇〇株(一株の金額五〇〇円)、資本金七〇〇万円の株式会社であったが、昭和四三年に都内の中小ソース製造業者一社が集約化した際にその中核会社となり、同年中に三回の増資を行い、合計八万六〇〇〇株の新株発行を行い、右株式を集約化に参加した業者にそれぞれ営業実績等に応じて割り当て、各業者は株主として資本参加し、その結果Zの発行済株式総数は一〇万株、資本金は五〇〇万円となった。Zは昭和四四年一月一日に現商号に改め、昭和四五年三月にも二万五〇〇〇株の新株発行を行い、発行済株式総数は一十二万五〇〇〇株、資本金は六二五〇万円となった。また、昭和六二年四月五日には株式の譲渡につき取締役会の承認を要する旨の定めを設けた。

(二) 被控訴人Xは有限会社Dソース興業所(以下「Dソース」という。)の代表取締役であったが、右(一)の集約化に参加し、Zの増資に際し約五〇〇万円を出資し、Dソースの従業員と共にZに入社し、入社時から昭和六〇年二月二十五日までは取締役も務め、Yが設立されるまでの間に、Zの株式を一株五〇〇円の額面金額と同額の対価で、X本人の名義により二〇〇〇株、Dソースの名義を用いて一万二三七〇株取得しており、Zの代表取締役Bに次

ぐ大株主であった。

(三) Zの株式は元來流通性のあるものではなかったから、かねてから、会社の株式を有していた定年退職者や死亡した従業員の家族等がその売却を希望しても買受人を見つけるのに難渋していたという事情があったが、Zでは、昭和六二年四月ごろ、Zの従業員が会社の株式を取得する道を広げてその労働意欲を高めるとともに、Zの株式が会社関係者以外の者に移転することを防止し、あわせてZの株主のために株式の譲渡先を確保して投下資本の回収を保障する等の目的の下に、Zの代表取締役、役員等の発案により従業員持株制度を導入することとなった。そして、Zの代表取締役や総務、經理の事務担当者らが本件規約を作成し、従業員の中から經理責任者のM、N及びPが設立企画委員となって、右規約、設立趣意書及び入会申込書をZの従業員に配付してYへの入会を呼びかけた。Zでは、それまでに従業員中Xを含む三二名がZの株式をXと同様に額面金額で取得しており、その有する株式数の合計は五万〇二二〇株となっていたが、Yの設立は、Zの株式につき投下資本の回収を容易にするものとして従業員の多くから歓迎され、右三二名の全員がYに入会した。

(四) Xは、昭和六二年四月ごろY設立の企画を知り、同月一〇日Zに対し、Dソースの代表取締役として、Dソース名義となっていたZ株式一万二三七〇株について、Xが実質上の所有者であることを理由にXへの名義の変更を求め、その手続を経た上、同月二七日、従前からX名義であった二〇〇〇株と併せてXの有する全株式一万四三七〇株をもって、本件規約を承認してYに入会する旨の申込書を前記Mら設立企画委員に提出し、同年五月一日Yの設立とともにYとXとの間に本件契約が成立し、Xは本件株式をYの理事長に管理のため信託した（本件規約五条一項）。

そして、本件株券は、本件規約の定めに従い、XからY理事長を通じてZに預託され、ZからX宛にその預り証が発行された。

(五) 本件規約の三条によれば、Yの会員資格は、Z及びその関連会社の社員、役員及びその家族とされるが、Zの代表権を有する者及びその同族関係者とZの株式を一五パーセント以上所有するグループの構成員は除外する旨定められている。右一五パーセントの株式所有グループの構成員が会員資格を有しないとされたのは、Yが従業員の福祉等を目的とする任意団体であることから特定の者の支配を受けるようになるのは好ましくないと考えられたほか、会社の株式の一五パーセント以上を所有するグループに属する株主については相続税法上株式の価額の評価につき配当還元方式の適用が制限されるとの税理上の助言があったことによるものであった。

そして、右規約三条は、Zの従業員等の会員資格を有する者はYの規約を承認の上、役員会に加入を申請し、入会しなればならないものと定めている。

(六) Yは、その後会員の希望に即して持株数を増やし会の規模を拡大するため、昭和六二年七月一〇日にZの関連会社が有していた一万七六〇〇株、同年十二月二日にZの代表取締役Bが有していた一万三四六〇株のZ株式をいずれも額面金額で譲り受け、それぞれの取得株式につき一株分の持分の対価を五〇〇円としてZ従業員の中から右株式に対する持分の取得を希望する者を募集し、その結果、新たに一五名の従業員が入会した。なお、Xは右のいずれの場合にも持分の取得を希望しなかった。

(七) 前記Iのとおり、本件規約ではYの会員が死亡し又は会員資格を喪失した場合にはその持分を配当還元方式により算定した価額（ただし、一株相当の持分の最低価額は額面金額）でYが買い受けることとされているが（六条二項、三項）、Zでは従来年間一株につき五〇円の利益配当を行ってきた（会員は自己の持分に相応する配当金をYから受領する（本件規約五条四項））。ので、結局、配当還元方式で算定した買受価額は額面金額と同額の五〇〇円となる。Yでは、これまでにXのほかSら六名が死亡し又は退社により会員資格を失い、右六名の有する持分につき一株相当分の価額を五〇〇円としてYへの譲渡の手續が行われたが、これについて不満を述べる

者はなかった。そして、本件規約七条においては、Yは会員資格喪失者等から買い受けた持分を速やかに買受価額と同額で会員に譲渡しなければならぬとされており、Yが買い受けた持分は、再びその会員中の希望者に同額で分配された。

(ハ) Xは前記のとおり平成元年二月二十八日にZを退職し、Yの会員資格を喪失したため、YからXに対し、同年三月二日付けで、Xの持分は一株相当分五〇〇円合計七一八万五〇〇〇円の対価でYに移転した旨の通知がなされた。

Xは、原審における本件尋問において、Yとの間で本件契約を締結する前には設立趣意書及び本件規約はXに配付されておらず、その内容は承知していなかった旨供述し、甲第六号証中にも同趣旨の記載があるが、右供述は《証拠略》に照らし採用できない。

3 Xは、本件契約はZの従業員に対しYへの入会を強制する本件規約三条に従い強制的に締結されたものである旨主張する。しかし、右三条の規定の内容は前記2の(五)のとおりであり、同規定はYの会員資格を有する者が入会しようとする場合に執らなければならない手続を定めたものであって、右会員資格を有する者は必ず入会しなければならない旨を定めたものではなく、Zの従業員に対しYへの入会を強制する趣旨の規定ではないと解すべきものと認められる。

そして、前記2の事実によれば、Xは、Y設立の趣旨及び本件規約の内容を承知した上、自らの意思によりYに入会することとし、本件契約を締結したものである。しかも、本件契約は、Z内の任意団体たるYとXとの間に交わされたものであって、商法の規定の適用が直接問題となる場合ではない上、本件全証拠によっても、Zが商法の規定の適用を回避するため、Yを設立しこれをZ従業員との間に介在させたというような特段の事情は認められず、また、その内容において、Xの持分の譲渡先を制限し、Yによる買受価額が前記のように定められて

いるとしても、Zの株式については元来自由な取引及び価額形成の市場があるわけではないこと、Zの従業員に対し取得の機会に恵まれないZの株式をYの保有株式に対する持分の形で取得する機会を与えるため、会員資格を喪失した者等からその持分の回収を図るということは特に不相当とはいえないこと、Zでは毎年株式の額面金額の一割の利益配当を行ってきており、XはYからこれを受領している上、本件株式を額面金額で取得しているのであるから、右利益配当はXの投下資本に対する配当として相当の水準のものとなつてゐることなどを併せ考慮すると、本件契約がX主張のようにXの利益を不当に侵害し民法九〇条に違反する無効のものとはいえないというべきである。」と判示している。

これらの裁判例につき整理された高松裁判官は、退職時株式譲渡契約が株主の投下資本の回収を不当に妨げるものか否かを判断するに当たつて考慮されてきたのは次の諸点であつたとされる（高松宏之『従業員持株制度をとる会社で、会社と持株従業員との間に交わされた、従業員が取得した株式はその従業員の退職時に取得価格（額面価格）と同一価格で会社の取締役会の指定する者に譲渡する旨の効力』判タ八二一号一八八頁。同判例解説は、上記の裁判例の判例解説である）。

- ① 従業員と会社の双方の利益を図るといふ従業員持株制度の目的
 - ② 利益配当の実績
 - ③ 株式の取得価格
 - ④ 定款による譲渡制限が付されており、譲渡強制は投下資本回収の側面を有すること
 - ⑤ 非上場株式について個別的に価格を算定することが困難であること
 - ⑥ 当該株主が、制度を理解した上で、自由意思で株式を取得するに至つたこと
- この基準は、最近の裁判例にも当てはまるものと解される。

なお、譲渡ルール等に合理性があれば有効であるが、当該持株の理事会における決定が合理的でないとした、ス 札幌地判平成一四年二月一五日労働八三七号六六頁があるが、この裁判例は、基準としては上記基準を認めており、これと異なる判断基準を示したのではない。

(2) 株式譲渡価格制限ルール否定例

株式譲渡価格制限ルールを否定するとされる裁判例が次の二つの裁判例である。

セ 大阪高決昭和五八年一〇月二七日判時一一〇六号一三九頁、判タ五一五号一五五頁

ソ 東京地判平成四年四月一七日判時一四五一号一五七頁、判タ八〇六号一六九頁、金商九一五号三三三頁

しかし、セの裁判例の事案は、株式を持つ従業員が旧商法二九四条の検査役の選任を求めたのに対して、議決権の行使は株式信託契約によって持ち株会の理事にその行使権があるとする持ち株会との争いであったところ、その信託契約の効力を無効としたものである。つまり、従業員持ち株会の規定の一部を否定したものの、株式譲渡ルールそのものには言及していないものであり、株式譲渡価格制限ルールを否定したものではない。

また、ソの裁判例は、従業員株主が株式を取得した際にはその内容を了知していなかったから本件特約は成立しておらず、また、株主の投下資本の回収を著しく制限する不合理な契約であり公序良俗に反するため無効であると判示したものであり、事実上、唯一の否定裁判例である。しかし、同判決は、上記ケの裁判例（控訴審）により取り消されているので、現実はその判断内容が生かされたわけではない。

したがって、以上のことから、下級審裁判例は、株式譲渡価格制限ルールを肯定していると言ってよいであろう。

二 最三小判平成七年四月二十五日

最高裁が従業員持ち株会の株式譲渡価格制限ルールにつき、最初に判示したものは最三小判平成七年四月二十五日(集民一七五号九一頁)である。同判決は、次のように判示している。すなわち、「右事実関係によると、(一) Y は、その定款によって株式の譲渡制限を規定している株式会社であるところ、昭和四三年ころ、従業員に Y の株式を取得させることにより、従業員の財産形成とともに、会社との一体感を強めてその発展に寄与させることを目的として、いわゆる従業員持株制度を導入した、(二) X は、いずれも Y の従業員であったが、昭和四三年ころから昭和五四年七月三日にかけて、右制度の趣旨、内容を了解した上で Y の株式を額面額で取得し、その際、Y との間で、退職に際しては、同制度に基づいて取得した株式を額面額で取締役会の指定する者に譲渡する旨の合意(以下「本件合意」という)をした、(三) 昭和六一年五月三日、Y の全従業員約四〇名中営業担当の二三名の従業員のうち、X を含む一二名が退職したが、Y は、右の一斉退職等に伴う混乱等のため、取締役会において、X らの有する株式の譲受人を直ちには指定せず、昭和六三年七月一日に譲受人として E を指定し、同人は、買受けの意思を明らかにした上、同月二〇日から二二日にかけてその代金額を供託した、(四) Y は、昭和四三年度以降、当初はおおむね一五ないし三〇パーセント、昭和五六年度から昭和六〇年度は八パーセントの割合による株式配当を行っていた(昭和六一年度は株式配当をしていないが、これは右の一斉退職等に伴って営業上壊滅的な打撃を受けたためである)、というのである。

右事実関係及び原審の説示するところに照らせば、本件合意は、商法二〇四条一項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り、Y の取締役会が、本件合意に基づく譲受人として E を指定し、同人が買受け

の意思を明らかにしたことにより、XらはYの株式を喪失したとして、株券の発行を求めるXらの請求を棄却すべきものとした原審の判断は、正当として是認することができる。原判決に所論の違法はなく、論旨は採用することができない。」

したがって、この最判も、従来の裁判例と同様の考え方にのっとったものであると判断できよう。

ただし、この判決に対しては、藤原俊雄『会社と従業員間の持株譲渡の合意の効力』判タ九四八号一三三頁があり、「本件合意は有効としても、買受人指定の通知が退職後二年も経っている……（中略）……本件で結局従業員から株を買い取ったのは代表取締役Aの息子のEであること等の事情に照らすと、一概にもっと早期に譲受人の指定ができなかったとはいいがたく、判決がY社における右の混乱を不可抗力とみているとすれば軽率である。……（中略）……本件約定は商法二〇四条一項本文に端的に示される株式会社法上の公序良俗に反するものとして無効と解すべきである。」と述べており、これら判例の考え方と真つ向から対立した判断をしている。

三 最三小判平成二二年二月一七日

株式譲渡価格制限ルールにつき、新たに最三小判平成二二年二月一七日（判時二〇三八号一四四頁、判タ二二九四号七六頁、金法一八六八号四五頁、金商一三二二二号三〇頁、同一三二七号四九頁）が出された。

(1) 事案の概要

△事件の概要▽

本件は、〔1〕 X₁が、X₂からY₁新聞社の株式四〇〇株（以下「本件株式」という。）を譲り受けたと主張して、Yらとの間で、X₁が本件株式を有する株主であることの確認等を求める第一事件と、

(2) Y₂ (持ち株会) が、Y₂ と X₂ の間における本件株式の買戻し合意に基づき本件株式を取得したと主張して、X₂ との間で、Y₂ が本件株式を有する株主であることの確認等を求める第二事件と、

(3) X₂ が、Y₁ 社に対し、本件株式につき X₂ から X₁ への名義書換等を求める第三事件が併合されたものである。

△事実関係の概要▽

(1) Y₁ 社は、日刊新聞の発行を目的とする株式会社である。Y₁ 社は、定款によって、株券を発行しない旨及び株式の譲渡には取締役会の承認を要する旨規定するとともに、日刊新聞紙の発行を目的とする株式会社の株式の譲渡の制限等に関する法律 (以下「日刊新聞法」という。) 一条に基づき、Y₁ 社の株式 (以下「Y₁ 株式」という。) の譲受人は同社の事業に関係ある者に限ると規定している。

Y₂ は、Y₁ 社の株主である役員及び従業員によって構成される権利能力なき社団である。

X₂ は、いずれも、Y₁ 社の従業員であった者である。

(2) Y₁ 社は、Y₁ 株式の保有資格を原則として現役の従業員又は役員 (以下「従業員等」という。) に限定し、従業員等が退職又は死亡により株主資格を失ったときなどには現役の従業員等に当該株式を引き継がせることを内容とする社員株主制度を採用している。

Y₂ は、譲渡制限を受ける Y₁ 株式の円滑な運用を行うことを目的として設立されたいわゆる持ち株会であり、上記社員株主制度を前提に、遅くとも昭和三四年ころまでには、Y₂ が従業員等に Y₁ 株式を譲渡する際の価格を額面額である一株一〇〇円とし、株主が退職や死亡により Y₁ 株式の保有資格を失ったとき又は個人的理由によりこれを売却する必要があるときは、Y₂ が額面額でこれを買戻すという内容のルール (以下「本件株式譲渡ルール」) が成立していた。

(3) X₂ は、本件株式譲渡ルールの存在及び内容を認識した上、昭和三九年から同六三年にかけて六回にわたり、

Y₂から本件株式を含むY₁株式合計二七四〇株を一株一〇〇円で買受け、上記各売買に際し、Y₂との間で、本件株式譲渡ルールに従う旨の合意（以下「本件合意」という。）をした。

(4) X₂は、平成一七年九月二十九日、X₁に対し、本件株式を一株一〇〇円で売り渡した。X₂は、同日、Y₁社に対し、書面をもって、X₁に対する本件株式譲渡につき承認を請求したが、Y₁社は、同年一〇月一日、これを承認しない旨回答した。X₂は、同年一月一日、Y₁社に対し、株式譲渡先指定請求書をもって、本件株式につき譲渡の相手方を指定するよう請求した。

(5) Y₂は、平成一七年一月四日、X₂に対し、上記(4)の株式譲渡先指定請求書の提出をもって、X₂の本件株式を売却する確定的な意思が明らかになったとして、Y₂が本件合意に基づき本件株式を譲り受けた旨通知した上、同月七日、Y₁社に対し、本件株式譲渡につき承認を請求したところ、Y₁社はこれを承認した。

(6) 第一審判決（東京地判平成一九年一〇月二十五日判時一九八八号一三一頁、判タ一二五四号八六頁、金商一三二二号三七頁）は、第三事件に係る訴えのうち、X₂において、X₁が本件株式を有する株主であることの確認を求める訴えは、確認の利益を欠く不適法なものであるとして却下し、その余の第三事件に係る請求及び第一事件に係る請求は、いずれも理由がないとして棄却し、第二事件に係る請求は、いずれも理由があるとして認容した。

X₂は、これを不服として、控訴した。

(2) 控訴審判決の概要

控訴審判決（東京高判平成二〇年四月二四日金法一八六八号四九頁、金商一三二二号三五頁）も次のように述べて、X₂からの請求を棄却した。すなわち、遅くとも、昭和三四年には、Y₂（共栄会）とY₂から本件株式の譲渡を受け

る Y_1 の役員・従業員との間で行われる本件株式の売買に関しては、本件株式譲渡ルールが確立されており、 X_2 と Y_2 との間には、 X_2 が昭和三九年から昭和六三年までにかけて六回にわたり Y_2 から本件株式の譲渡を受けた際に、 X_2 が退職、死亡などにより株主資格を失ったとき又は X_2 が個人的な理由で本件株式を売却する必要が生じたときは、 Y_2 が一株一〇〇円で買い戻すとの合意が成立しているというべきであり、 X_2 において、平成一七年一月一日、 Y_1 に対し、書面をもって、本件株式について株式譲渡先指定請求をした時点で、 X_2 の本件株式売却の意思が確定的なものとなり、停止条件が成就し、 Y_2 と X_2 の間において本件株式についての売買の効力が生じたというべきであり、他方、 X_2 と X_1 との間の本件株式の譲渡については、旧商法二〇四条ノ二第七項の譲渡承認擬制の適用がないこととなり、 Y_1 に対する関係では効力が生じないものというべきである旨判示した。

さらに、次のような X_1 らの主張についても、それぞれ採用できないと斥けた。

(1) 本件株式についての本件株式譲渡ルールは、定款に定めなければ認められず、これに従う旨の合意は許されない。

↓↓↓ Y_2 と Y_2 から本件株式の譲渡を受ける者との間で、一定の条件が満たされたときに本件株式を売主が買い戻す合意をし、その際の売買価格を一定額と定めることは、日刊新聞法一条、旧商法二〇四条一項の規制の適用外であって、当事者間の自由(契約自由)に委ねられているものというべきである。

(2) X_2 が Y_2 から本件株式を取得した期間においては、本件株式譲渡ルールは Y_2 会則に定められていなかった。

↓↓↓ しかし、昭和三四年には本件株式譲渡ルールが Y_2 昭和三五年会則においておおむね文書化され、確立していたと認められることは原判決認定のとおりであり、原判決のこの点の認定は是認することができる。

(3) X_2 が Y_2 から本件株式を取得した期間においては、本件株式譲渡ルールについて、 Y_1 の社員に対する周知徹底が図られておらず、 Y_1 の社員は同ルールを認識していなかったものであるから、かかるルールを前提として、

X_2 と Y_2 との間に、本件株式譲渡ルールに定める事由が発生したときは、 X_2 が所有する本件株式を Y_2 が取得する合意があったとする原判決の認定は誤っている。

↓ ↓ ↓
しかし、 X_2 が Y_2 から本件株式を取得した期間において、本件株式譲渡ルールについて、 Y_1 の社員等に対する周知徹底が図られており、 X_2 においても本件株式譲渡ルールを認識していたと推認すべきことは、原判決に認定のとおりである。

(4) 本件株式譲渡ルールは、株主に対し、取引の相手方を Y_2 に限定するのみならず、その取引価格を常に一株一〇〇円に固定するものであり、株式会社の本質に反するものである。

↓ ↓ ↓
しかし、 Y_1 は、日刊新聞の発行を目的とする株式会社であり、日刊新聞法に基づいて、 Y_1 の株式譲受人は Y_1 の事業に関係ある者に限ると定め、社員株主制度を採用していること、本件株式は、昭和三九年以降、簿価純資産方式で算出した価格が一株一〇〇円を優に上回っており、その時々の価格を念頭に本件株式を譲渡すると、 Y_2 を通じた社員株主制度は維持できなかったことが明らかであること、譲渡価格のみならず取得価格も固定されておらず、必ずしも投下資本の回収を否定するものとはいえぬことなどの点を総合考慮すると、上記のとおり本件株式の一株当たりの価格を固定する本件株式譲渡ルールには相応の合理性があり、これが株式会社の本質に反し公序良俗に反するとはいえない。そして、本件株式譲渡ルールについて他に公序良俗違反とすべき特段の事情も認められない本件においては、同ルールが無効であるといふことはできないといふべきである。

以上のように、 X らの主張をすべて否定したため、 X らが上告した。

(3) 上告審判決の概要

上告審判決(判時二〇三八号一四四頁、判タ一二九四号七六頁、金法一八六八号四五頁、金商一二二二二号三〇頁、同一三一七号四九頁)も原審を支持し、次のように述べた。すなわち、「前記事実関係によれば、 Y_1 は、日刊新聞の発行を目的とする株式会社であつて、定款で株式の譲渡制限を規定するとともに、日刊新聞法一条に基づき、 Y_1 株式の譲受人を同社の事業に係る者に限ると規定し、 Y_1 株式の保有資格を原則として現役の従業員等に限定する社員株主制度を採用しているものである。 Y_2 における本件株式譲渡ルールは、 Y_1 が上記社員株主制度を維持することを前提に、これにより譲渡制限を受ける Y_1 株式を Y_2 を通じて円滑に現役の従業員等に承継させるため、株主が個人的理由により Y_1 株式を売却する必要が生じたときには Y_2 が額面額でこれを買い戻すこととしたものであつて、その内容に合理性がないとはいえない。また、 Y_1 は非公開会社であるから、もともと Y_1 株式には市場性がなく、本件株式譲渡ルールは、株主である従業員等が Y_2 に Y_1 株式を譲渡する際の価格のみならず、従業員等が Y_2 から Y_1 株式を取得する際の価格も額面額とするものであつたから、本件株式譲渡ルールに従い Y_1 株式を取得しようとする者としては、将来の譲渡価格が取得価格を下回ることによる損失を被るおそれもない反面、およそ将来の譲渡益を期待し得る状況にもなかつたといふことができる。そして、 X_2 は、上記のような本件株式譲渡ルールの内容を認識した上、自由意思により被告 Y_2 から額面額で本件株式を買い受け、本件株式譲渡ルールに従う旨の本件合意をしたものであつて、 Y_1 の従業員等が Y_1 株式を取得することを事実上強制されていたというような事情はうかがわれな

い。さらに、 Y_1 が、多額の利益を計上しながら特段の事情もないのに一切配当を行うことなくこれをすべて会社内部に留保していたというような事情も見当たらない。

以上によれば、本件株式譲渡ルールに従う旨の本件合意は、会社法一〇七条及び一二七条の規定に反するものではなく、公序良俗にも反しないから有効といふべきである。これと同旨の原審の判断は、正当として是認すること

ができる。原判決に所論の違法はなく、論旨は採用することができない。」と判示した。

四 検 討

(1) 株式譲渡の自由を制限する合意の有効性に関する学説

ア・合理的理由必要説——会社またはこれに準ずる主体（独立性を有しない持ち株会や会社代表者等）が当事者である場合は、会社法一〇七条及び一二七条の脱法手段となるから原則として無効であるが、例外的に、株主の投下資本の回収を不当に妨げない合理的なものであるときなどには有効とする見解（大隅健一郎・今井宏『会社法論（上）』第三版）四三四頁、前田雅弘『契約による株式の譲渡制限』法学論叢一二二巻一八頁等）

この説の多くは、配当性向が一〇〇パーセント近くなければ、このような価格の決定方法に合理性はないという。イ・契約自由原則説——会社等と株主との間の合意であつても基本的には契約自由の原則が妥当するが、投下資本の回収を不当に妨げるなど株式投資の本質に反する契約は公序良俗に反して無効であるとする見解（河本一郎ほか『座談会・従業員持株制度をめぐる諸問題（三・完）』民商報雑誌九八巻三三二頁）「森本発言」、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』判タ五〇一六頁）

両者の違いは、「合理的理由」の有無にあると思われる。判例は、先述のように契約自由原則説を採用しているものと考えられるが、学説の多くは合理的理由必要説をとっており、際立った違いを見せている。現在、判例と学説がこれほど対立するものはそれほど多くないものと思われる。

(2) 平成二十一年最判に関する判例批評

平成二十一年最判に關しても、鳥山恭一「日本経済新聞社の社員持株制度と最高裁判決」金商一三二二号一頁は、「しかし、譲渡の価格を取得価格に固定する約定はキャピタル・ゲインの取得を否定するものであり、株主の地位にはやはり相容れないと考えられる。」と述べているし、弥永真生「日刊新聞紙を發刊する新聞社における従業員持株制度における合意の有効性」ジュリ一三七四号二二頁も「取得価格が固定されていることのみで譲渡価格を一定額とすることに十分な合理性があるとは思われない」と述べ、学説は判例に批判的である。

(3) 私 見

従業員持ち株会の組織があつても、公開会社の場合には、市場で株価が決められるため、市場価格で株式が売買されることになる。また、創業者だけが株式をもつ譲渡禁止特約のある株式会社では、そもそもこのような問題は起り得ない。したがつて、本件のような事例は、従業員などにも株式は持たせるものの、会社外部に株式が流出するのを回避したい非公開会社においてみられるものである。

しかし、非公開会社といつても、従業員持株制度を持つている会社はそれなりに優良な、かつ、収益力のある会社である。判例で上がつている事案においては、会社の株式時価は、おそらく元従業員が取得した時点の価格より時価算定していれば大きく値上がりしているため、株式を持つ元従業員からすれば、なぜその価値上昇分を享受できないのか、享受して当然ではないのか、というところから訴えを提起しているものと思われる。もし、会社の業績などが芳しくなく、時価算定した株式価格が低いものであるなら、このような訴訟は起り得ないからである。

他方、会社側（持株会を含む）からすれば、もともと創業者等が保有していた株式を手放し従業員に保有させることは、従業員の財産形成、従業員の勤労意欲や愛社精神の高揚等の目的はあるものの、最大のポイントは、株式

の社外流出回避であろう。そうすると、固有の資産を持たない従業員持ち株会の制度においては、株式の価格が安定していないと売買による損失があつた場合、それを埋める手立てが会社からの援助以外には実際には考えられない。また、株式価格が上昇した場合に、現存の従業員が買い取つてから元従業員に買い取り代金を渡すにしても、市場価格の形成されていない非公開会社のケースでは、価格算定に不服が出るのは当然予想される事態である。そのような理由から、取得価格ならびに売却価格を固定させておくこと、つまり株式譲渡価格制限ルールを採用することは、一定の合理的理由があるのではないかと思われる。もちろん、資産拠出をした持株従業員に、単に資金負担させるだけでは「不当」と判断されるであろうから、株式配当をそれなりに行うことによつて持株従業員にメリットを与えることは不可欠であると考えられる。そして、そのような仕組みをとっていれば、判例のように株式譲渡価格制限ルールを認容してよいと思われる。

ただ、最近では、株式公開することがそれほど難しくなくなつており、以前と比較して、公開する会社も増えてきているのが現状であろう。その場合は当然、株式は市場価格で売買されることになろうし、公開を予定している会社であれば時価算定するほうが望ましいものと言えよう。

平成二一年最判は、日刊新聞法が絡んだ特殊な事案であるが、持株会をもつ一般の非公開会社にとつての判例となる点で、非常に影響の高い判決と言える。

(4) おわりに

ところで、平成二一年最判は、株券不発行になつてからの事案である。従来の事案においては、株券を会社なし持ち株会が預かつていたところ、この事案においては、株券がなかつたのである。それによる影響について、少し検討してみたい。

先述したように、従来は、株券を会社ないし持ち株会が預かっていたため、元従業員株主が株式を他に売却しようとしても、有価証券である株券を保有していないために、株式譲渡ルールがあれば、持ち株会等に譲渡せざるを得なかったわけである。しかし、株券が発行されていない場合には、株式の譲渡は当事者の合意のみで行われ、これを会社に対抗する場合に株主名簿への記載が必要となるだけである。

平成二十一年最判の事案においては、社友Aが別の社友Bに対して株式を譲渡した例であった。したがって、社友Bも定款によって株式保有資格のある者であるから、社友Aと社友Bが本件株式を譲渡することにつき合意すれば当事者間でも契約は成立するうえ、社友Aは会社に対して、自己の株式を社友Bに対して譲渡をしたから承認してくれと申し出ることができ、また、承認してくれないなら会社が買い取るか買い取り先を指定してくれと請求もできる。しかも、この請求を会社が二週間放置していた場合には、社友Aから社友Bに対する本件株式の譲渡を会社が承認したものとみなされることになる。そうなったとき、この譲渡と、株式譲渡ルールによる持ち株会への譲渡（条件的に譲渡が成立するのか、元従業員に持ち株会への譲渡義務が発生するのかという点も問題となろう。）が二重譲渡の関係に立ち、問題が複雑になり、結果として、トラブルは避けがたくなるものと思料される（河本一郎『二重譲渡』を防ぐ制度作りの重要性——日刊新聞法に関する最高裁判決から考える——新聞研究六九四号二六頁参照）。トラブルを回避するには、株券を発行しておき持ち株会が預かっているのが一番良いようであるが、これもまた面倒な話である。