



|              |                                                                             |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| Title        | ウズベキスタンにおける自己株式の取得規制の検討                                                     |
| Author(s)    | エシコビロフ, サルドル                                                                |
| Citation     | 阪大法学. 2023, 73(4), p. 115-139                                               |
| Version Type | VoR                                                                         |
| URL          | <a href="https://doi.org/10.18910/93274">https://doi.org/10.18910/93274</a> |
| rights       |                                                                             |
| Note         |                                                                             |

*The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

# ウズベキスタンにおける自己株式の 取得規制の検討

エシコビロフ サルドル

- 1 背景及び本研究の必要性
- 2 資本市場の状況
- 3 資本市場規律の特徴及び変換
- 4 ウズベキスタンの会社法における自己株式取得規制及びその特徴
- 5 自己株式取得の便益及び経営者の動機
- 6 自己株式取得の弊害
- 7 ウズベキスタンの自己株式取得規制の特徴と対応の必要性

## 1 背景及び本研究の必要性

近年、ウズベキスタンでは資本市場のさらなる発展をはかるため、証券発行の増加や資本市場への個人ならびに法人投資家の参加の促進をはかる政府の動きが活発化し、大統領令あるいは政令による種々の実質的な対応が行われている。<sup>(1)</sup> 2017年以来、政府は経済面で国家の参入を制限しつつ国有企業に近代的な経営方式を導入し、民間セクターの優先的な役割の拡大及び保護についての総合対策を承認した。<sup>(2)</sup> また首相が主導するワーキンググループは3千近くの国有企業の活動を見直し、その効率化をはかるとともに民営化を含む総合的な対策を実施している。<sup>(3)</sup> このように相次ぐ大統領令や政令により民営化が進められる最大の理由は、2021年3月に公開された政令166号「2021年～2025年国有企業の管理及び経営改革について」に示された国有企業の現状分析についての以下のデータを見るとわかる。当該政令によると当時ウズベキスタン共和国には

2,692社の国有営利法人があり、そのうち1,133社が国営単一企業<sup>(4)</sup>、1,124社が有限責任会社<sup>(5)</sup>、241社が株式会社であり、これらの国有営利法人が国家のさまざまな経済部門で活動している。民間を含む全599社の株式会社の42%に国有持分が存在し、すべての発行済株式の84%が国に属しており、国民が所有する株式はわずか2%にすぎない。国有営利法人の45%から国家に配当が支払われているが、配当の90%は5つの大企業によりもたらされている。つまり、ほとんどの国有営利法人は非効率的であるといえる。そこで政府は国有営利法人の数を75%縮減することや20社以上の大規模な国有営利法人の株式をIPO（一次公募）及びSPO（二次公募）に出すこと、あるいは国有営利法人の監督役員会における独立監督員数を2025年までに30%まで増やすことなどの実施計画を公表した。これにより、2022年から2023年にかけて、証券取引所を通じた一次及び二次公募による23の大規模国有営利法人の民営化「ロードマップ」が承認された<sup>(7)</sup>。さらに、個人投資家の証券市場への参加を促すため、その配当について2022年4月1日から2024年12月31日まで所得税が免除され、ウズベキスタン共和国の非居住者である法人の所得には、ウズベキスタン共和国の居住者である法人と同様に、株式に基づいて計算される配当の5%の税率が適用されることになった<sup>(8)</sup>。以上のような政府の動きは企業所有構造に近い将来大きな変化を生じさせ、多くの国有持分が民間セクターにわたることで、流動性が乏しい証券市場の活性化が予測される。一方、民営化政策をスムーズに実施するためには会社法改正が必要であると思われる。

そこで本稿では、現状の自己株式取得規制の合理化を図り、規制を柔軟化することの是非を検討する。大規模な株式会社の創出による、国内及び国外市場における機関投資家ないし個人投資家の増加は、企業の投資対象としての魅力を高め、自己資本利益率の向上や利益配当の安定性、買収防衛策を含む安定保有先への株式譲渡などへの関心が高まると考えられる。国有企業の完全な民営化には国有企業同士での持ち合い解消が必要であり、国有企業のIPO及びSPOの前に国有企業の相互持合いを自己株式取得により解消することが求められる。特に、市場を通じての自己株式の取得及び売却が許容されることで株式市場に会社自身が流動性を与えることは、証券市場が発展段階にある市場の

活性化にポジティブな影響を与えると予測できる。<sup>(9)</sup> 自己株式の取得が株価操作への懸念や経営陣の私的利益につながる可能性を指摘されてきた国々でも現在需給調整目的で自己株式の取得が行われており、このことが短期的、長期的に株価へ影響することも論じられている。<sup>(10)</sup> 自己株式取得規制の改革により、上記のすべての効果をもたらすことが可能となる。自己株式の取得規制の緩和とあわせて、企業が保有する自己株式について従業員持株制やストックオプション制の導入、あるいは保有自己株式に新株発行規制を適用できるような制度の創設が必要である。会社法もそれらに適合するよう更新されなければならない。

## 2 資本市場の状況

### 2.1 証券市場の流通性及び国民の証券市場への関心

大手格付会社スタンダード&プアーズによればウズベキスタンの証券市場の規模は小さく、流動性の少ないフロンティアマーケットである。<sup>(11)</sup> 2017年末の上場企業<sup>(12)</sup>183社のうち過半の95社は、2016年8月29日から2018年3月29日の間に取引所を通じた株式の売買が行われなかった。また、同じく95社のうち78社では株価に変動がなかった。このように取引所を通じた株の売買は低調である。<sup>(13)</sup> 一般的にウズベキスタンの国民はリスクで手続きが複雑に見える証券投資よりも、外貨建てを含む預金を好むという傾向がある。国内証券市場は国内の投資家にとって魅力的でなく、高配当が得られる株はほとんど政府や国営企業によって所有されている。<sup>(14)</sup> 近年始まった政府の資本市場の発展プログラムには、資本市場開発の分野における国家の戦略的な計画システムがないこと、流通市場での証券の国内総生産に対する割合が0.3%と低いこと、証券取引所の取引の70%以上が国営企業による取引であること、株式市場の流動性が低く流通市場を発展させることが国家経済において必要不可欠であることなどが指摘されている。<sup>(15)</sup><sup>(16)</sup>

この背景として、金融商品の種類が十分ではなく、国家株式パッケージが「一株一口ット」原則に基づいて販売されていない点、及び事業体に市場を通じて資金を募る関心が低い点を指摘できる。また、長期的な財源をもつ大規模

な機関投資家を資本市場に誘致する取組みの遅れ、市場インフラに提供されている最新の情報通信システムが不十分・非効率であることも見過ごせない。地域レベルでの資本市場インフラは完全に未発達であり、資本市場の分野では、時価総額を増やすための施策を積極的に推進し実行できる高度な専門家が不足している。業界に不均衡な規制や現代の市場要件と国際基準を満たしていない法令が数多く存在するなどの問題点が資本市場の発展施策についての大統領令6207番において示され、これらの問題が資本市場の巨大な可能性を利用し、投資を効果的に誘致することの妨害になっていると指摘された。

## 2.2 国家の資本市場への干渉と国有企業の存在感

資本市場では、国が規制当局及び主要株主として重要な役割を果たしている。国は、さまざまな証券を発行、所有、管理し、金融市場で仲介サービスを提供する国有企業及び銀行を通じて、資本市場に積極的に参加している。政府は、紛争解決の公平性にも責任を負い、権限のある機関を通じて市場関係を規制する。証券市場への直接的、間接的な政府のかかわりの強さは、市場原則よりも行政原則を優先していることを示している。ここで政府は、証券市場の関係法規を制定し営業ライセンスを発給する市場運営の管理監督者と、民営化企業の<sup>(17)</sup>大株主という2つの顔を持つ。

2023年1月時点のウズベキスタンの全株式会社数は629社であり、そのうち定款資本における出資の80.6%に国有持分が存在する。定款資本に国有持分がある株式会社数は222社（35.5%）であり、証券取引所の上場企業数は203社となっている。<sup>(18)</sup>株式の全発行数は2099回で、総計で164億4千6百万株が発行されている。所有者の92.8%が個人、7.2%が法人、97%が国内投資家、3%が外国人投資家である。ウズベキスタンの起業家は、株式会社より持分会社を多く利用する。それには、法規制により株式会社に要求される機関構造、開示規制、設立資本金額の大きさ、証券市場を通じて得られる投資者からの資金調達<sup>(19)</sup>の困難さが影響している。ただし、持分会社の出資者が50人を超える場合は、1年以内にその設立形態を株式会社ないし協同組合会社に変更しなければならない（有限責任及び追加責任会社法6・7項）。

## 2.3 株価及び企業の配当政策

ジェットロ報告によるとウズベキスタンの証券取引市場は流動性が低く、上場企業の株価は過小評価されている。株式の取引がされていないことが原因で、市場価格が株式の額面価値と同額に低評価される場合が多い。たとえば、JSC「Muborakneftgazmontaj」の株式が額面価値は5,000 UZS (US \$ 1未満)<sup>(19)</sup>で、2018年3月6日までは取引がなかったが、2018年3月6日の1回の取引の直後に、1株あたり12,900%急上昇して650,000 UZS (US \$ 79.6)になったことがある。また、同じくJSC「オハンガロンセメント」の株が証券取引所に提示された価格よりもはるかに高い価格で取引されたケースもあった。<sup>(20)</sup>

株式について、配当可能利益（純利益）が発生した場合、発行された株式の種類に応じて、定款に別段の定めがない限り、四半期、半年、9ヵ月の結果、及び（または）会計年度の結果に応じて利益配当を実施する決議をすることができる。上記期間の終了後3ヵ月以内に監督役員会が配当を行う株式の種類、配当額、配当の支払い方法について株主総会に勧告を行い、それに基づき株主総会が決議する。また、決算報告の信憑性について内部及び外部の監査報告がある場合、決算報告情報に基づき株主総会が決議する。<sup>(21)</sup>なお、配当額は監督役員会が勧告する額を超えてはならない（株式会社法50条）。一定の種類の優先株に対する配当は、特別に準備された会社の積立金の資金から支払うことができる。配当の支払日及び手順は、定款又は株主総会決議によって定められ、配当の決議がされた日から60日以内に支払われる。

現在、ウズベキスタンの株式会社の配当政策にはいくつかの懸念がある。<sup>(22)</sup>第1に、配当額の増加の問題がある。株式会社がIPOを実施する上で、または戦略的に外国投資の誘致を図る上で、配当政策が成功の前提条件として見られている。通常、ウズベキスタンの株式会社は年に一回、年次株主総会後に配当を行うが、IPOや外国投資の誘致のために配当額が無理に引き上げられる例が見られる。

第2に、有価証券の配当利回りが低い。パンデミックの影響もあって企業の収益性は一段と低下し、一部の企業の配当方針が下方修正された。もっとも、JSC「Kyzylkumcement」、JSC「Quartz」、JSC「Uzvtortsvetmet」などのコ

モディティ企業の株式は高いリターンを示している。

第3に、会社の大株主に有利になる資金<sup>(23)</sup>に対して配当利益を分配する慣行が普遍化している。

第4に、企業の内部規程において配当方針を定める慣行がある。これらの内部規定には、配当の支払いに充てられる純利益の最小シェアが定められている。さらに、配当方針が不安定であり、財務状況等を反映しておらず、外部の一般投資家には配当方針が予測しづらい点も懸念されている。

### 3. 資本市場規律の特徴及び変換

#### 3.1 法規制の種類及びその比率と大統領令の実務への影響

さてここで本題に入る前に、法規制について概観しておきたい。ウズベキスタンにおける法規制の制定権限者には国会、大統領、内閣、各省庁及び委員会、地方自治体などがあり、それらの機関が定める法規制の法的拘束力はその機関の管轄及びステータス、法令の種類及び制定日の影響を受ける。法規制が矛盾する場合には法的拘束力の強い方が適用される。同等の法的拘束力を持つ法規制が矛盾する場合には、後から制定された法規制が優先的に適用される。法規制を制定した省、庁、国家委員会及び組織が社会的関係の特定の分野を法的に規制する特別な権限を持っている場合、その機関が制定する法規制が同等の省、庁、国家委員会及び組織が制定する法令に対し優先的効力を持つ。現在、まだ十分に整理されていない事業分野での実務は、法令よりも下位規範に大きく依存していると考える。こうした下位規範への委任をどの程度認めてよいか、あるいは法令で定めていない事柄についての下位規範によって規制することがそもそも認められるのかといったことを検討する必要がある。

ウズベキスタンでは、大統領令がこれまでの法令改正の原動力及び起源になってきているといっても過言ではない。法令改正のきっかけとなるだけでなく、法令で定められていない規制及び手続きが大統領令によって整理されるケースも少なからずある。大統領令が法律よりも社会状況の変化に応じて迅速に対応する側面があるのは事実である。しかし、大統領令を含む下位法令が短期間で

失効したり、改正されたりすることもあり、また、矛盾することもあるため、一般人や法律家による法令の運用が困難になる結果、安定的な法規制が阻害される。

ウズベキスタン共和国憲法94条は、ウズベキスタン共和国大統領に共和国の全域で拘束力を有する大統領令、決定及び命令を発する権限を付与している。大統領令、決定及び命令には法規的な性格を持つものとそうではないものがある。法規的な性格を持たない大統領規制には、人事に関する事項、国籍付与、政治的庇護権の付与、国家賞、軍事的褒章などの付与に関する事項があり、個人的性格を持つこうした非法規的規制も大統領令、決議及び命令の形態で採用される（以下、狭義の大統領令、決議及び命令を総称し、大統領令とする）。

大統領令の草案は法律の執行にあたって、大統領及び政権の幹部及び大統領諮問者による指名があった場合、さらに、国家機関及びその他組織のイニシアティブによりそれら機関に与えられたタスクを実行する場合に作成される。大統領政権の各部門は、独自に大統領令案を作成する権限を有する。この場合、関連する国家機関及びその他の機関との意見調整、司法省での法的鑑定が付随する。大統領の指名で成立する草案が大統領へ提出されるまでの期間は、草案の成立（2日）、関連する省庁、国家機関との意見調整及び司法省の鑑定（2日）、内閣での審議（2日）、大統領府での審議（2日）、の計8日間（特に期間を定められた場合を除く）である。

草案に対する関連省庁など国家機関との意見調整が公共サービス統一ポータルに掲載され、1日の公開審議が行われた後、残る1日で司法省の法的審査が実施される。ここで意見の相違があった場合には、大統領に対し正当性を記したコメントと意見相違表が提出されることになる。ところで、こうした短期間のうちに実質的意見調整や法的鑑定が適正に実施されるかどうかは疑問である。意見調整には既存法令との整合性ととも改正・廃止される法令の検討も含まれ、草案が大統領政権に提出されることになるが、これらを基にした大統領令は既存法令や実務とのすり合わせが十分でなく、法令の適用や法的安定性を大いに害する恐れがある。大統領令は、法令に矛盾することがないとしても、法令の運用に任せられた詳細な事項や法令で定められていないことについても自

由に規制することができるからである。

### 3.2 株式会社についての法規制の変遷と具体例の考察

それではウズベキスタンの株式会社の法規制はどのような変遷をたどってきたのであろうか。現在のウズベキスタンのコーポレートガバナンスに関する基本法である「株式会社及び株主の権利の保護に関する法」(株式会社法)は、1996年4月26日に制定された。同法は現在までに39回の改正を経ている。<sup>(24)</sup>しかし、いまだ株式会社についての規定は安定しているとはいえず、国際的なコーポレートガバナンス原則や会社管理・監督、投資環境の変化の影響を受け、今後も改正が頻発すると予測される。

株式会社法が大きく改正されたのは2014年である。その改正のきっかけになったのは、ウズベキスタン共和国議会及び上院の合同会議(2010年11月10日)においてウズベキスタン共和国の初代大統領カリモフが行った「民主改革のさらなる深化及び市民社会の進化」についての演説である。ここでは、旧株式会社法を批判的に見直す必要があり、コーポレートガバナンス及び監督機関の権限ならびに責任をより明確に定め、監督役員会、株主総会、会計監査機関の役割の強化が指示された。また、少数株主の保護を高め、すべての株主・潜在的な投資家が、会社活動に関する情報にアクセスしやすくすることが明示されていた。これにより旧株式会社法に上記内容の改革を実施に関する「アクションプログラム」<sup>(25)</sup>が出されるにいたり、政府による旧株式会社法の徹底的な検討が始まった。

ところで大統領令及び政令は、会社法の実務にどのような影響力を持ち、会社法をどのように改正してきたのかであろうか。まず、株式会社の設立の際に必要なとされる最低資本金については、当初株式会社法17条において40万米ドル以上と定められていたが、その後通貨政策の改善についての大統領令5177号<sup>(26)</sup>によって企業の資本金額をウズベキスタンの通貨で定めることとなり、2017年以降は当時の為替レートから16億スムと定められた。その後、2018年9月15日まで<sup>(27)</sup>に最低資本金額は4億スムまで引き下げられた。さらに2019年3月20日の株式会社法改正では最低資本金要件が削除され、設立者自身で判断するものと定

| 事業活動内容                | 最低資本金限度        |
|-----------------------|----------------|
| 銀行業                   | 1,000億スム以上     |
| マイクロクレジット組織           | 20億スム以上        |
| 質屋業                   | 5 億スム以上        |
| 保険業                   | タイプ別に区別        |
| エチルアルコール及びアルコール製品の生産業 | 最低賃金の10,000倍以上 |
| 宝くじ事業                 | 2 億スム以上        |
| アウトバウンド及びインバウンド観光事業   | 最低賃金の400倍以上    |

表1 最低資本金限度が定められている事業活動

められた<sup>(28)</sup>。一方、一定の事業活動については許可要件として、依然として最低資本金限度が定められている（表1）。

次に、株式会社法改革に関係する重要な大統領令 PF-4720号（株式会社における現代的なコーポレートガバナンス方法の実施について<sup>(29)</sup>）をみていく。この大統領令は、第1に旧部門ならびに機関を廃止した上で現代の国際標準及び市場経済の要求に合致した新しい機関を設置し、株式会社の管理構造を根本的に改正すること、第2に会社経営及び管理に従事する役員に対する監督における株主及び少数派株主の役割を増大し、株主及び少数派株主の権利及び利益の侵害があった場合の訴訟費用の支払を判決が出るまで延期し、訴訟に負けた側の負担とすること、第3に会社の業務執行機関を代表する者の選任を外国人経営者が参加可能な選考方法で実施すること、第4に2015年6月1日から株式会社の定款で国有持分があったとしても株式会社の名称において国家（Davlat）という文言を使わないこと<sup>(30)</sup>、第5に2015年から2018年まですべての株式会社が年間会計報告及び外部監査機関による国際標準に見合った監査を実施すること、第6に外国人経営者として選任された者について所得税及び他の課税を免除することなどを、新たな改正の重要方針として定めるものであった。

また当大統領令（PF-4720号）はその8章において、ドイツ及び他の先進国の経験をもとにして、2015年1月までに高度なコーポレートガバナンス手法の実施を推奨し、長期的成長戦略、内部監督制度及び執行機関と株主及び投資家

と間の効果的な相互作用メカニズムを構築することとし、①株式会社の活動規模ならびに特性を考慮した上での標準的な組織構造の実装化、②株式会社の活動の透明性を高め国際基準に則った監査及び財務報告の公開を考慮したコーポレートガバナンスコードの策定を検討するよう国家競争委員会及び関連省庁に指示することになった。本大統領令をきっかけに始まったコーポレートガバナンスコードの策定には、国家競争委員会ならびに関連省庁のほか、ドイツ財務省及び INDECON コンサルティング会社、世界銀行及びアジア開発銀行の専門家、EU ビジネススクールの代表らが参加した。コーポレートガバナンスコードは、株式会社の経営効率の改善及びコーポレートガバナンスシステムの改善に関する委員会（2016年2月2日）No.02-02/1-187のプロトコルによって承認された。同コードは推奨的な性質のものであり、株式会社が自発的にそれに従い、誠実で透明なビジネス行動へのコミットメントを示すものとなっている。また同コードの範囲は、一般条項、経営の透明性の確保、効果的な内部統制システムの実施、株主の権利及び正当な利益の行使確保、長期的な開発戦略及びタスク決定、執行機関と株主及び投資家と間の効果的な相互作用のためのメカニズムの導入、利益相反、典型的な組織構造の導入、国際監査及び財務報告基準に基づく情報公開、コードの推奨事項の実装の監視など多岐にわたる。コードの適用対象は株式会社であり、公開会社か非公開会社かは問われない。コードには法的拘束力がなく、英国スチュワードシップ・コードの基本的な考え方を参考に comply or explain（遵守せよ、さもなければ説明せよ）のアプローチが採用されている。

株式会社の経営活動や管理構造に関する情報の透明性は、株主やステークホルダーだけではなく投資家にとっても非常に重要である。現在関連情報については、企業活動や経営決定に関するコーポレート情報ポータル（<http://open-info.uz/ru/>）や各企業のウェブサイトにて公開することが義務付けられている。企業のウェブサイトに掲載する開示義務の内容は政令176号の付属資料1により明確に定められており、その中には会社の利益相反者リスト、コーポレートガバナンスに関する内部規制、株主総会によって承認されたコーポレートガバナンスコード（コードを有する場合）、会社経営、監督機関の決定などが含ま

れている。この結果、法令や政令が定める株式会社形態による事業運営に要求される情報公開、資本金の外資割合が15%以上でなければならないとする要求もあいまって、2015年に1100社であった株式会社は、2016年にはその多くが事業活動の終了を余儀なくされ、半減した。こうした制度改革は大統領令を端緒に法令に反映され、達成される場合が多い。法改正に相当な手続的時間がかかる場合があることを考えると、大統領令や政令による機敏な対応も否定し難い。

#### 4 ウズベキスタンの会社法における自己株式取得規制及びその特徴

##### 4.1 自己株式取得制度の概要及び手続

ウズベキスタン株式会社法37条1項に会社は発行済株式の一部を株主総会及び監督役員会の決議をもって取得することができるとの規定があり、当該条文から自己株式の取得が一般的に許容されていることがわかる。しかし、実務では自己株式の取得がほとんど実施されておらず、学界においても検討されてこなかった。このため、自己株式取得の規制の是非に関してウズベキスタンの会社法には手掛かりとなる情報を見つけることができない。そこで、日本法及びロシア法に関する学説を参照する。

日本では、自己株式の取得は「自社株買い」とも呼ばれ、株式会社が自らの資金を使って発行した株式を買い戻すことをいう。またこうして取得した、会社が保有している株式を自己株式という<sup>(33)</sup>。会社法上、自己株式の取得は他人から取得する場合に限り認められており、会社が会社自身に対して株式を交付することにより自己株式を取得すること（自己株式の原始取得）はできない<sup>(34)</sup>。

ロシアの自己株式取得規制の制度的検討を行ったカピロフは、自己株式取得の概念を広義・狭義の2つに分けている<sup>(35)</sup>。広義の自己株式の取得には、会社により取得されるすべての方法による自己株式の取得が含まれる（一般民事的及び特殊の方法による取得）。一般民事的な方法による取得とは、民法の一般規制に基づき会社に取得される自己株式のことである<sup>(36)</sup>。これに対して取得される株式が会社及び株主または債権者の利益を害する恐れがある場合には、会社法が定める特別手続きに基づき実施されなければならない（特殊の取得方法）。

またカピロフによれば特殊の取得方法は、株主の合意が必要とされる自己株式の取得と株主の合意の有無にかかわらず実施できる自己株式の取得に分けられる。前者には自己株式の有償取得、非公開会社の株主による第三者への株式の売却に関する会社の優先的購入権が行使された場合の自己株式の取得、株式買取請求権が行使された場合の会社による自己株式の取得、吸収合併消滅会社からの自己株式の承継取得などが含まれる。後者には、株式会社の創業者が資本金の払込義務を履行しない場合の株式の所有権の会社への移転、非公開会社から株主が除名された場合の株式の会社への譲渡の場合がある。カピロフが行った上記の自己株式取得分類の分析はロシア法を念頭に行われたものであるがウズベキスタンにおいても同様の分類は可能であると考えられる。

会社がどのような場合において自己株式を取得することができるのかについての各国の法規制は多様であり、用いられる取得方法も異なる。ウズベキスタン株式会社法37条12項には、「会社が発行済株式について買取条件付で取引をすること、または発行した株式を信託管理に付すことはできない」との規制があり、株式会社には日本の会社法155条で許容されているような取得条項付株式の取得事由発生（155条1号）、取得請求権付株式の取得請求（同条4号）、全部取得条項付種類株式の全部取得決議（同条5号）等の自己株式の取得類型がない。<sup>(39)</sup> 許容される取得方法について、日本を含むコーポレートガバナンスや資本市場が発達した国々では、企業が自己株式を取得するため、公開買付、オークション市場における買付、特定株主からの買取といった3つの主要な方法が規定されている。ウズベキスタン及びロシアでは、このうち特定株主からの買取のみが許容されており、株主還元の方法として自己株式取得を利用しづらい。証券市場を通じて会社が自己株式を取得することができないため、株主との相対取引による方法しか利用できない。そのため経営者や会社側の意向による自己株式の取得ではなく、株主の意向により買取請求事由が発生した場合等に行われる自己株式の取得が一般的になっているのである。

#### 4.2 自己株式取得に関する決議

自己株式の取得決議を行う機関には、株主総会ならびに監督役員会がある。

発行済株式総数の減少を目的とした自己株式の取得を実施する場合には、資本金の減少を伴うため、株主総会で決議を行う必要がある。この場合、取得された株式は消却される（株式会社法37条1項）。ウズベキスタンでは、依然額面株式制度が用いられているため、取得した自己株式を消却することは資本金の減少を伴うことになり、その決議は株主総会によってなされる。株式の消却以外の目的で自己株式を取得できるのは、売却目的での取得であり、この場合には発行済株式総数への影響がないため、定款の定めにより監督役員会に決議権限を委譲することができる（株式会社法37条）。ただし、自己株式を売却目的で保留できるのは1年間に限られており、会社はその期間内に自己株式を売却できなかった場合には、株主総会の決議で自己株式を消却し、資本金を減少する手続きを取らなければならない。

自己株式の取得決議において決議機関は、①取得される株式の種類及び種類ごとの数、②取得価格、③対価の支払方法及び支払期限、④取得期間を定めなければならない。定款に別段の定めがない限り、支払方法は金銭でなければならない。取得期間は10日以上でなければならない。取得価格については、普通株の場合、市場株価に従って決定されることになる。

自己株式の取得決議において取得の対象とされた種類の株式の所有者である各株主には、株式の売却する機会が与えられる（株主平等原則）。会社に対して取得請求の申込みがされた株式の総数が、会社が取得すると定めた株式の数を上回る場合、会社は按分比例の方式により株式を買い取らなければならない（株式会社法37条6項）。会社は、遅くとも取得期間の10日前までに取得する種類の株式の所有者である各株主に、自己株式取得の決議内容についてメディア及び会社の公式ウェブサイトで公表する必要がある。優先株式の取得は、定款の定める取得価額によって実施される。

取得された自己株式には議決権がない。議決権以外の共益権も認められない。自益権についても、配当請求権、残余財産請求権が否定される。会社による自己株式の取得は、法令に特段の定めがない限り、会社自身によって、または証券市場の専門家を通じて実施される（株式会社法37条11項）。

自己株式取得の規制を目的・趣旨別で考えた場合、取得規制、処分規制、保

有規制の3種がある。取得規制について、ウズベキスタン株式会社法における自己株式の取得は、剰余金の処分（株主に対する会社財産分配）の性質よりも、資本金減少の性質を帯びる。なぜなら、財源規制に関し、分配可能額の算定の基礎となるのは剰余金だけでなく、準備金も含まれるからである。会社法では、<sup>(40)</sup>会社が普通株を取得する時点で、会社の純資産額がその定款資本金額、準備金額及び定款が定める発行済優先株の清算金額の額面金額に対する超過分を下回る場合、または株式取得の結果としてこれらの額を下回る場合には自己株を取得できない（株式会社法38条3項）。上述の通り株式会社については2019年まで最低資本金額が法令により定められていたものの、現在その要件は撤廃され、<sup>(41)</sup>国家の許可が必要とされる事業活動についての最低資本金限度額が定められている。会社が株主総会の決議により資本金減少を伴う自己株式の取得を実施する場合には、債権者の利害に影響を及ぼすため、当決定は採択された日から30日以内に債権者に報告し、債権者異議手続をとることが必要となる（株式会社法20条）。

なお、①会社の資本金の総額が完全に払い込まれる前、②普通株を取得する時点で、会社に倒産兆候がある場合又はその兆候が株式を取得する結果として起こる場合、③株式会社法40条及び41条に基づいて買取事由が発生した場合に株主から買取りの請求が出された株式をすべて買い上げるまでは、会社は発行済株式の取得をすることができない。

会社は自己株式を取得することにより、流通している株式の額面総額が法令で定める最低資本額より低くなる場合には、発行済株式の総数を減らす目的で発行済株式の一部取得の方法によって会社資本金を減少する決議を採択することができない（株式会社法37条2項）。

## 5 自己株式取得の便益及び経営者の動機

法制度において自己株式取得が許容されている程度や実施方法により、自己株式を取得する会社経営者の動機は異なりうる。証券市場を通じての取得が許容されていないウズベキスタンでは、自己株式の取得の便益について現状でど

の程度期待できるのか、主に日本での議論を参照しつつ検討する。

第1の論点は、発行会社が自己株式の取得を通じ、現在の市場株価がその株式の本源的価値と比べて過小評価されているとの「シグナル」を株式市場に伝達することについてである（以下、シグナル効果という）。株価が当該会社の真実の価値に比べて不当に低い場合に自己株式の取得を公表することは、株価を真実の価値に近づける効果を持つ。ここでは市場と企業経営者との間の情報格差のために過小評価されている株価に対し、自己株式の取得を通じて市場に有効なシグナルを送ることで株価水準の是正効果がうまれる。

もっとも、経営者には、情報非対称性を利用して自己株式取得によって利益を得るインセンティブが生じうる。つまり株主及び投資者は、会社側が自己株式取得について開示する一定の情報しか知らないのに対し、情報を発信する側にあり、しかも会社経営に関する情報も知っている経営者が、この情報の非対称性を通じて利益を得ようとするインセンティブを持つということである。特に経営者の自社株持株比率が高い会社では、当該経営者が自社株の過小評価を認知しているとき、インサイダー取引の規制の範囲内で自己株式を取得して株価の過小評価を是正することで、大きな収益を得られる。このような場合、自社株を買い増すことも考慮に入りそうであるが、これについてはインサイダー取引規制の一環である短期売買差益規制（取引情報16条（b））に触れる可能性があるため現実的ではない。<sup>(42)</sup>ウズベキスタン会社法では、上場企業による自己株式の取得について取得目的の制限がないことから、シグナル効果が期待できると考えられる。自己株式取得は株主総会及び監督役員会の決議が必要になるため、経営者はこれらの決議をうながすことになる。

第2の論点は、株主総会の決議による資本金の減少についてである。たとえば各決算期の終了後に、株主総会の承認のため提出される年次貸借対照表及び監査役の監査において純資産の額が資本金を下回る場合、会社は資本金額を純資産額を超えない金額まで減少させる必要がある（ウズベキスタン株式会社法32条6項）。この場合、自己株式を取得し、消却する方法が発行済株式の額面価額を減少させる方法よりも実施手続面、期間面の両面で優位であると考えられる。

第3の論点は、配当可能利益により自己株式を取得して消却することで、一株当たりの利益（EPS）が上昇するという点である。余剰キャッシュフローを持ち、適切な投資プロジェクトを持たない場合は、当該余剰資金を使って自己株式を消却すれば、EPSやROEの低下を避けることができる。余剰キャッシュフローが株主に返還されることにより、株主はより有利な対象に投資することができ、全体としての資金の効率的な利用が達成される。

第4の論点は、自己株式取得前の株主資本利益率が、処分しようとする運用資産の税抜き利回りを上回っている場合、または調達しようとする税引き負債利子率を上回っている場合に、ROEが上昇するという点である。また第5の論点として、自己株式の消却により、会社はその収益力や成長力に応じて負債と自己資本のバランスを変更することができるという点を挙げることができる。この場合、財務戦略の面からは、適切なバランスが求められる。なお上記3、4、5の論点で示した効果は、上場会社の発行済株式数を減らすことで得られるから、いずれの国においても期待できると考えられる。

第6の論点は、過大に発行された株式を買入消却することにより、株式の需給が調整されるという点である。これにより浮動株の吸収及び株主構成の改善を図ることができる。近年日本では持合い解消に伴う放出株式の吸収のケースをはじめとして、株式市場が供給過剰の状態になっているときに、発行会社が自己株式取得という形で株式の需要者になることで市場株価の下落を回避する、需給調整が議論されている。<sup>(43)</sup>ウズベキスタンの証券市場は流動性が低く浮動株を多く抱える企業も少ないことから、需給調整目的で自己株式の取得が実施されることはほとんどないと考えられるものの、株主構成（資本構成）の変更目的でこれが実施される場合がありうる。会社の資本構成の変化は、株式資本の構造の変化として理解できる。たとえば会社は、特定の種類の優先株式を保有する株主に、株式の売却を提案するが、当該提案に特定カテゴリー（タイプ）の株式の株主全員が応じた場合、取得された株式が将来的に消却されるのであれば株式資本の構造は変化する。

第7の論点は、持合企業の保有する自己株式を買入れ消却することで、相互保有の解除ができる点である。第8の論点は、自己株式が消却されると発行済

株式数が減少するため、一株当たりの配当金を一定とした場合には配当負担が減少する。第9の論点は、企業買収の対価として会社が所有する金庫株を自己株式を用い株式交換による M & A を成立させるという点である。

第10の論点は、一定期間に一定株式数を一定株価で買い付けた自己株式は、必要時に役職員に対してインセンティブとなるストックオプションに使用できるという点である。

第11の論点は、相場暴落時の緊急措置である。ブラック・マンデー（1987年10月19日）の相場暴落時に多くの会社が自己株買いプログラムを発表、市場の崩壊が回避されたことは記憶に新しい。<sup>(44)</sup>

第12の論点は、上場廃止を目的に会社が発行済株式数を減少する自己株式の取得プログラムの実施についてである。上場廃止を実施する会社が少ないことからこの方法は広く使用されているとはいえない。<sup>(45)</sup>

第13の論点は、敵対的買収の防衛策としての自己株式の取得の活用である。カピロフは、敵対的買収に対する防衛策として自己株式の取得が他の方法より優れている点として、①会社が自己株式の取得により発行済株式総数を減らし、流通市場で買収可能な株式の購入を不可能にできる、②自己株式の取得により敵対的買収の手掛かりになりうるマーケットメーカーへの入手を防止できる、③自己株式の取得で会社が財源を使い果たし、それによって買収者が買収後に借入金の担保として使用することができる財産を減らすことができる、といった諸点を挙げている。<sup>(46)</sup>

## 6 自己株式取得の弊害

自己株式の取得は、会社の債権者、株主、及び（または）証券市場における一般投資家の権利及び正当な利益を侵害することがある。すなわち会社が株式を取得した結果、会社の義務を果たす能力が低下し、会社の債権者の利益が侵害される可能性がある。また会社による自己株式の取得は、株主の権利侵害をともしう可能性がある。さらに、特定の株主からの株式取得は、株主平等の原則に違反する可能性がある。さらに、公開会社に証券市場で株式を取得する権

利が付与される場合、インサイダー情報の悪用や操作により、証券市場における投資家の正当な利益が侵害されるといったリスクもある。

これについてパラディーノは、自己株式取得にともなう弊害について3つを明らかにしている。その第1は、株価操作の可能性である。短期的な買戻しの主な効果は、公開市場で取引可能な株式数を減らすことであり、それは残存株主の1株あたりの持ち株比率が上がることを意味する。商品の売れ行きも、顧客満足度も、生産プロセスの効率も、実質的に向上していかないにもかかわらず、株数が減ることで株価が上昇するのである。自己株式取得が頻繁に行われている近年においては、企業経営者の意図的な株価操作に対するチェックが必要となる。自己株式取得がなければEPS予想を大きく下回った企業ほど、自己株式取得が行われる確率が高くなるという研究もある<sup>(48)</sup>。

その第2は、長期投資や従業員報酬の改善など、企業利益の他の使途に対する機会費用である。自己株式取得は株式を保有している人にしか利益をもたらさず、富と所有の不平等をもたらす。自己株式取得による株式価値の向上は、富裕層にとって不釣り合いな利益を提供するということである。自己株式取得の増加は、長期的な企業投資の減少と関連している。企業が自己株式取得に費やした資金を従業員の報酬に振り向ければ、賃金の上昇により低所得者層を貧困から救えるかもしれない。

その第3は、自己株式取得の最大の原動力となるのは、自己株式取得の逆インセンティブであるということである。経営陣や他のインサイダーは、株式により報酬を得ることで個人的な動機を会社の成果に結びつけようとする。このため株式で報酬を受ける役員やその他のインサイダーに、株式を売却する逆インセンティブが働くという点に留意する必要がある<sup>(49)</sup>。自己株式取得が実際に実施される時点を知っているのは、企業内部の人間だけである。情報開示は事後的に行われる。企業幹部は大量の自社株式を保有しており、彼らの報酬はしばしば企業の一株当たり利益（EPS）指標の上昇に連動することが多い。そのため、役員は株価の上昇によって利益を得ることができるよう、自己株式取得のタイミングを計る個人的なインセンティブが生じる。自己株式取得を実行するかどうか、いつ実行するかは決定が、その人の報酬に影響を与える可能性があ

ということである。実際の自己株式取得の実行は、企業内部の経営陣や財務専門家に任せられ、自己株式取得の時期や金額に関する取締役会の監視はない。取締役会は、自己株式取得が事前に承認された限度額内に収まる限り、自己株式取得のタイミングや金額に関する監督を行わない。取締役が最善の「経営判断」<sup>(50)</sup>をもってプログラムを承認している限りは、取締役会の監視は必要ない。

## 7 ウズベキスタンの自己株式取得規制の特徴と対応の必要性

### 7.1 ウズベキスタンの自己株式取得規制の特徴

ウズベキスタンにおける自己株式の取得規制を定める株式会社法では、自己株式取得の条件や手続きを定める規則は、非公開会社と公開会社で同じであると考えられる。しかし株式会社に様々な方法で発行済株式を取得することが可能である以上、適切な方法で取得することの許容性は、会社が公開会社であるかそうでないかに依存する。

資本減少を目的とする取得以外の取得目的について、法規制は、発行済み株式の取得目的の範囲を制限しない。したがって、会社は自己株式を取得する特定の目的を示す必要性はない。もっとも、そのような目的の範囲は、他の状況によって制限される場合がある。ウズベキスタンの企業は証券市場を通じた自己株式の取得ができないため、目的の範囲はどうしても狭まる。法令は、会社が自己株式を取得する目的の範囲を制限してはいないものの、いくつかの具体的な目標を示している。たとえば、会社は一般の従業員及び経営者報酬プログラムの枠組みにおいて、自己株式を取得する場合がある。ウズベキスタン法が強く影響を受けるロシア連邦株式会社法の第35条2項によれば、会社の定款には純利益から会社の従業員のために会社の自己株式を取得するための特別基金の設立を規定することができる。この基金は、従業員間での分配のために、会社の株主によって売却される株式の購入にのみ使用される。ウズベキスタンでも同様に定款規定により基金の設立が可能である（株式会社法32条4項）。しかし、両国において従業員持株制度を奨励する目的で基金により既存株主から会社が自己株式を買取ったとしても、保有期間の制限があるために機動的な運用

には不向きである。そこで基金は、複雑な手続きや登記手続きが必要となる新株発行による従業員持株制やストックオプション制度に充てられることになる。

子会社からの株式の取得、あるいは特定の株主からの取得に関しても、特定の株主が不当に優遇されることを防ぐための対策が取られていない点は問題である。ウズベキスタンでは株主総会の特別決議による自己株式の取得決議は必要とされず、株式を売却する株主を除く、過半数をもって可決される通常決議でこれを実施できる。取得された自己株式の保有期間が1年であるという点については、これを延長もしくは無制限にすべきであろう。また株式の対価を金銭以外の方法でも実施できるよう現在の法規制を緩和すべきであると考えられる。

## 7.2 対応の必要性

最後に、現行の自己株式取得規制に求められる対応についてまとめ、本稿の結論としたい。ウズベキスタンの自己株式に関する現行法は、政府の国有企業の民営化及び株式市場の流動性を高める政策が行われていることからすれば、改善の必要性がもっとも高い条文の一つであると考えられる。第1に、財源規制及び数量規制の明確化が必要である。数量規制に関しては、株式会社法37条2項に流通している株式の額面価格の総額は、法律が定める最低資本金額を下回る場合に会社が自己株式を取得することができないとの定めがあるが、最低資本金額が撤廃されている現在、当該規制の必要性は疑わしい。また、財源規制に関して、決まった財源が自己株式の取得に充てられるとの規定がない。株式会社法38条3項に定める普通株を取得する時点で、会社の純資産額がその定款資本金額、準備金額及び定款が定める発行済優先株の清算金額の額面金額に対する超過分を下回る場合、または株式取得の結果としてこれらの額を下回る場合には自己株を取得できない。資本維持の原則に十分適応するには財源規制を分配可能額に限定されるべきであると考えられる。カピロフは会社が取得する権利を有する株式数の問題について、その解決策として会社が公開会社であるかどうかによって異なるアプローチをとるべきであると主張するが、この点は妥当である。公開会社に関しては、証券取引所で株式を購入する機会が与え

られていない場合に限り、既存の量的制限を維持する必要がある。証券市場での自己株式の取得が認められる場合には、発行済株式の購入プログラムを有効に機能させるために、取得できる自己株式数の上限を引き上げる必要がある。非公開会社に関しては、量的制限を緩和すべきであり、定款に法定のデフォルトの額よりも大きい金額の自己株式を取得することを許可する条項を含める権利が与えられるべきである。<sup>(52)</sup>

第2に、企業による自己株式の選択的取得の場合、株主の利益を侵害するリスクが最も高くなる。他方で、このような自己株式の取得が禁止されると、従業員のインセンティブプログラムの妨げにもなる。株主の利益が侵害されるリスクは、会社が自己株式の選択的取得を許可された場合、取得の対象となる株式の完全なリストを作成すること、または株主総会の特別決議を得る必要性を規定する規則を導入することによって軽減することができると考えられる。<sup>(53)</sup>

第3に、証券市場での発行済み株式の取得など企業が自己株式を取得する方法は、株価の操作だけでなく、インサイダー取引のリスクと関連している。ただし、これらのリスクは、自己株式の取得及び売却する過程におけるインサイダー情報の悪用や相場操縦に対抗するための法令を制定することにより削減することができると思われる。

第4に、企業が株式を取得する方法が多ければ多いほど、解決可能な課題の範囲が広がり、効果的な解決が可能となる。株式会社の競争力を高めるため、上述したリスクを回避することのできる必要な保護メカニズムを伴う市場の取引による自己株式を取得する権利を与えることがウズベキスタンの法制度に望まれる。

- (1) 近年の資本市場の活性化政策や国有企業の民営化推進についての大統領令及び政令については、PF-6207号、PF-101号、PF-6096号、PQ-90号、政令446号、政令166号などがある（名称は省略し司法省での登録番号にとどめる）。
- (2) ウズベキスタン共和国政令「2021年～2025年国有企業の管理及び経営改革ストラテジーについて」政令166号付録1の2項（2021年3月29日）。
- (3) 「国有企業改革の加速と国有資産民営化対策」についての大統領令 PF-6096号 1項（2020年10月27日）。当該大統領令について、組織変更が実施される大手国

## 論 説

有企業のリストが付録1、企業管理及び財務監査が導入され経営効率が向上される企業のリストが付録2、民営化する前には投資魅力の改善準備措置を行うことにより公開売却される62社の国有企業リストが付録3、国有持分が完全に公開取引による民営化される479社の国有企業リストが付録4として承認された。

- (4) 単一企業体は、財産所有者から提供される財産に対し所有権を有しない営利団体である。単一企業体の財産は、経営管理権又は運用管理権に基づき単一企業体に帰属し、不可分であり、単一企業体の被雇用者間での分配も含め、その出資額（持分、出資分）に応じて分配することができない。単一企業体の形態で設立することができるのは、国及び地方自治体の企業のみである。単一企業体は、その名において、財産権及び属人的非財産権を取得及び行使し、義務を負い、裁判において原告及び被告となる（ウズベキスタン共和国民法70条、定款資本に国有持分がある企業の効率的な管理及び国有財産の必要なレベルでの会計処理を確保するための措置についての政令215号の付録1）。2022年11月8日に公表された大統領令415号により単一企業の企業形態が2023年3月1日をもって廃止されることとなった。既存の単一企業は2025年3月1日までの組織変更を要求される。
- (5) 日本の合同会社と同じ仕組みで設立される営利法人。
- (6) 前掲注(2)政令166号付録1参照。
- (7) 「証券取引所における大規模国有企業の株式の一次及び二次公募について」政令446号参照。
- (8) 「効率的な資本市場支援メカニズムを実施するための追加措置について」大統領令 PQ-90号（2022年1月17日）。
- (9) 田中教授は、「発行会社が自己株式の取得により自社株に流動性を提供ことは株の流動性に正または負の影響を及ぼしうが、近年のデータを用いた研究では流動性提供仮説を支持する結果が得られているようだ」と述べている。田中亘「自己株式規制の過去・現在・未来―需給調整のための自己株式取得を真剣に考える」吉本健一先生古稀記念『企業金融・資本市場の法規整』（商事法務、2020年）78-81頁参照。
- (10) 田中・前掲注(9)87-88頁参照。
- (11) 国際的な投資アナリストによる非営利組織 CFA Institute によれば、フロンティアマーケットの特徴は、経済成長、ハイリターン、他市場との相関関係の低さ、値動きが緩いことなどであるとされる。
- (12) 2022年の上場企業数は111社に減少しているが、株式の取引数及び取引金額は2017年の0.3trln スムから4.8trln スムに上昇している。
- (13) 日本貿易振興機構（ジェトロ）タシケント事務所報告「ウズベキスタンの証券市場」（2018年7月）。

- (14) 日本貿易振興機構・前掲注(13) 2 頁参照。
- (15) 2023年末までに証券の流通総額を国内総生産 5 %にするための対策が練られている。
- (16) 大統領令 PF6207「証券市場のさらなる発展措置について」付録 1「2021～2023年間における資本市場の発展プログラム」(2021年 4 月13日)。
- (17) Otabek Narziev, State Role And Securities Market Development In Uzbekistan, *The American Journal of Political Science Law and Criminology*, June 18, 2021, pp. 20-33.
- (18) タシケント証券市場2022年前半報告 (<https://www.uzse.uz/analytics/>) 参照。
- (19) Join-stock company. ウズベキスタンの株式会社の英語名称の前に JSC が付される。
- (20) 日本貿易振興機構・前掲注(13) 2 頁参照。
- (21) 中間配当については2014年の新株式会社が設定されるまで監督役委員会の決議によって実施できたが、新株式会社法において監督役員会には配当に関する勧告及び金額の決定権だけが委ねられ、決定権は株主総会決議よるものとされた。
- (22) A.Temirov & S.Makhmudov, Analysis of the dividend policy trends of corporate structure of the Republik of Uzbekistan, *Jurnal.tsue.uz* 2020, vol.4. (<https://tsue.scienceweb.uz/index.php/archive/article/view/4049>)
- (23) 利益を事業活動などに対する再投資として分配すること、及び慈善活動や社会的な目的を達成するための基金に対して分配することも含まれる。
- (24) 旧法(1996年 4 月制定)が20回、新法(2014年 5 月制定)が19回改正されている (<http://www.lex.uz>)。
- (25) ウズベキスタン共和国議会235-II 番決定(2010年12月30日) (<http://lex.uz/docs/-2780400>)。
- (26) 大統領令5177号(2017年 2 月 9 日)。
- (27) [https://www.norma.uz/novoe\\_v\\_zakonodatelstve/minimalnyy\\_ustavnik\\_akcionernogo\\_obshchestva\\_snizitsya\\_v\\_4\\_raza](https://www.norma.uz/novoe_v_zakonodatelstve/minimalnyy_ustavnik_akcionernogo_obshchestva_snizitsya_v_4_raza).
- (28) 国内のビジネス環境を改善するための追加措置の採択に関連する改正法531号(2019年 3 月20日)。
- (29) 大統領令4720号「株式会社における現代的なコーポレートガバナンス方法の実施について」(2015年 4 月24日)。
- (30) 国有持分が存在する株式会社の名称から国家(Davlat)という文言を削除する方針がとられたのは、外国人投資家に対し、国有持分が存在すると経営機関の決議に国家代表者の拒否権が実施できる、あるいは国家代表者の許可なしで決議できない事項が存在するという誤解を与え、投資を控えるという事態を避けるため

である。

- (31) INDECON コンサルティング会社 (<https://indecon.de/en/project/uzbekistan-state-property-management-economic-reform/>) 参照。
- (32) オタホノフ (О т а х о н о в Ф . Х .) 「ウズベキスタンにおけるコーポレートガバナンス (ゴールデンストック及び監督役員会の活動)」最高経済裁判所官報 (2015年10月) 参照。
- (33) 田中亘『会社法〔第4版〕』(東京大学出版会、2023年) 440頁参照。
- (34) 川村正幸＝仮屋広郷＝酒井太郎『詳説 会社法』(中央経済社、2016年)、137-138頁参照。
- (35) カピロフ「企業による発行済株式の取得に関する法的規制」博士論文 (Lomonosov、モスクワ国立大学、2019年) 11頁。
- (36) これには贈与、相続伝などの方法により無償で自己株式を取得する場合であり、債権者の利益が害されることはないと考えられている。
- (37) ロシア株式会社法40条、ウズベキスタンの会社法6条によれば、非公開会社は、定款において、株式の第三者(株主以外の者)への売却に際し、株主及び会社に優先的な買取権を付与することを定めることができる。
- (38) カピロフ・前掲注(35)12頁。
- (39) 依然としてウズベキスタンで株式会社が種類株式として発行できるのは、株式会社法21条により優先株式のみであり、この優先株式を所有する株主には最優先順位で配当金を受け取る権利ならびに株式会社の清算の際に株式に出資した資金を最優先順位で受け取る権利が与えられる。優先株式の所有者は、会社に利益があるかどうかにかかわらず、一定の配当金を受け取る権利を有する。
- (40) 会社の準備金は、損失の補填、社債の償還、優先株の配当の支払い、自己株式の取得のために使用することができる。準備金をこれら以外の目的に使用することはできない(株式会社法32条)。
- (41) 国内のビジネス環境を改善するための追加措置の採択に関連する改正法531号(2019年3月20日)。
- (42) 李秀宓「自己株式の取得における開示制度」愛知大学法学部法経論集184号(2010年3月) 13頁。
- (43) 田中・前掲注(9) 57頁以下参照。
- (44) 村松洋平「自己株式の利益消却の実務〔上〕」商事法務1995号4頁。
- (45) カピロフ・前掲注(35)36頁。
- (46) カピロフ・前掲注(35)37-38頁。
- (47) Palladino, L., *The \$1 Trillion Question: New Approaches to Regulating Stock Buybacks*, Yale Journal on Regulation Bulletin, 36, 89-105 (2018).

- (48) Lisa J. Dettling et al., Recent Trends in Wealth-Holding by Race and Ethnicity: Evidence From the Survey of Consumer Finances (Sep.27, 2017). (<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/recent-trends-in-wealth-holding-by-race-and-ethnicity-evidence-from-the-survey-of-consumer-finances-20170927>.)
- (49) Palladino, *supra* note 48, pp. 95-96.
- (50) Commissioner Robert J. Jackson Jr., Speech at the Center for American Progress: Stock Buybacks and Corporate Cashouts (June 11, 2018). (<https://www.sec.gov/news/speech/speech-jackson-061118>.)
- (51) カピロフ・前掲注(35)215-216頁。
- (52) カピロフ・前掲注(35)216頁。
- (53) カピロフ・前掲注(35)214頁。