

平成22年5月25日現在

研究種目：基盤研究（B）
 研究期間：2007～2009
 課題番号：19330021
 研究課題名（和文） 信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討
 研究課題名（英文） Reconsideration of shareholder primacy paradigm
 with the trust theory model
 研究代表者
 行澤 一人（YUKIZAWA KAZUHITO）
 神戸大学・大学院法学研究科・教授
 研究者番号：30210587

研究成果の概要（和文）：行動科学における実証分析に基づく信頼理論モデルを手掛かりに、「企業価値の最大化」という株式会社の目的を「株主価値＝株式市場価値」の最大化として捉える近年の会社法学上の通説に挑戦し、むしろ会社を巡る多様な利害関係者の総体的な利益の全体を企業価値の実体として捉え、これら利害関係者による広範な投資・協力を促進するような法的判断枠組みを整えることこそが正しく責任ある態度あることを明らかにした。

研究成果の概要（英文）：We firstly explored the utility of the trust theory model based on the empirical analysis in behavioral science as the conceptual instrument for legal study of the corporation law. And with such theoretical findings, we challenged the scholarly common recognition in recent years that the purpose of the corporation as maximization of the enterprise value is equated with maximization of shareholder's value which can be counted as stock market value, and clarified that it is right and accountable attitude to provide the legal framework that could enhance more investment or cooperation by many stakeholders widely committed to the corporation, in understanding that integrity of whose benefits should be the very substance of the enterprise value itself.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	4,500,000	1,350,000	5,850,000
2008年度	2,600,000	780,000	3,380,000
2009年度	1,900,000	570,000	2,470,000
総計	9,000,000	2,700,000	11,700,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学、民事法学、商法

キーワード：株主主権、会社理論、信頼理論、買収防衛策、効率的市場仮説

1. 研究開始当初の背景

そもそも営利企業としての会社の最大の

目標は、当該会社の「企業価値の最大化」である。そして、会社は、株主によって所有さ

れた財産権の総体であるとする基本的な法的前提（株主主権論）に立つ限り、投資価値としての「株主価値の最大化」こそが、「企業価値の最大化」と合致するはずである。したがって、企業価値の最大化のために合理的な企業行動を選択すべき会社経営者は、敵対的企業買収の局面においては、原則として、株主価値を可能な限り高め得る行動を取るべき義務を負うはずである。そうであれば、敵対的企業買収を規律する唯一の合理的な基準は、株主による会社所有権＝支配権の自由な売買が資本市場のルールに基づく公正なものである限りは、これを極力当該市場に委ねるべきことであり、会社経営者が市場外の様々な要素によって煩わされて徒に資本市場に介入すべきではないと言える。

しかし、実際に、わが国において敵対的企業買収が現実のものとなってみると、必ずしもこれに関わる会社の行動及びこれに関わる判例や法律実務は、その様な前提通りには動かなかつた。特に、買収者が時価を十分上回る有利な価格で企業買収を提案しているにもかかわらず、買収価格に反映されない企業価値概念（例えば、企業文化や従業員の意思等）を主張してこれを阻止しようとする会社経営者の提案する買収防衛策を多数の株主が支持し、あるいは主要な取引先企業が取引関係の維持を重視して自己の所有する対象会社の株式の売却に応じないという現象も見られた。

そこで、そもそも会社とは誰のものであり、企業価値とは何なのかということについて、この関心が会社実務及び会社法学においてこれまでになく高まっていた。

2. 研究の目的

そこで本稿においては、下記のような問題を設定し、これを探求することを目的とした。

第一に、事実の問題として、なぜ企業は必ずしも株主主権アプローチに合致しないように見える行動をしばしば取るのか、ということである。それは、株主主権アプローチを支持する論者が言うように、会社経営者が自らの保身を図ろうとし、あるいは単に株主らが不合理に行動しているだけのことで、本来は誤謬として排除されるべきものなのだろうか？それとも、企業の合理性を資本市場の論理だけで説明しようとする株主主権アプローチの側に再考の余地があるのだろうか？

第二に、そのような現実の企業行動が「企業価値の最大化」という観点から見て合理的に説明可能なものであると一応仮定するとして、では、そのような現実の企業行動を、法的規範の観点から、会社法もしくは金融商品取引法において評価する枠組みをどのように構築すればよいのか？

3. 研究の方法

そのような設定された課題に対して、本研究では、まず下記のような個別的なレベルにおいて問題の解析を行い、最後にこれを総合して一定の方向性を導くという研究方法を採用した。

(1) 第一に、「会社理論」として知られる会社の所有・支配構造に関する理論学説の今日までの変遷をたどりつつ、株主主権アプローチの意義、根拠、これに対する異論を整理・概観し、その上で、アメリカの企業法分野で注目を集めつつある「信頼理論」の応用可能性を積極的に研究すること。

(2) 第二に、近年の我が国における敵対的企業買収を巡る買収防衛策の適法性に関する判例を整理し、その真のねらいを明らかにすること。

(3) 第三に、アメリカにおける近時の買収防衛策に関するデラウェア州判例法の発展を概観し、また、最近の株主主権論をめぐ

る学説を整理して、「アメリカ会社法＝株主主権」というパラダイムを批判的に検証すること。

(4) 第四に、近年の企業ファイナンス理論において注目を集める「企業価値＝株式価値」を算定するための諸計算式そのものが拠って立つ「効率的市場仮説」に着目し、同仮説自体が母国であるアメリカにおいて揺れ動いている実態を把握すること。

(5) 第五に、イギリス法もしくはEU法における企業のM&A規制の動向を分析し、アメリカ法における傾向との比較対照研究を行うこと。

4. 研究成果

(個別研究の成果)

我々は、まず以下に示すような個別研究に基づく所見を得た。

(1) まず、「信頼理論モデル」と、そこから導かれる「チームプロダクション理論」による「経営者主導モデル (management primacy model)」が企業価値の最大化のためには、より適合的なモデルとなり得ること。

(2) 我が国におけるM&Aを巡る判例法においては、「株主価値の最大化＝企業価値の最大化」という等式が必ずしも常に成り立つわけではないという前提が、暗黙のうちに承認されている可能性が大きいこと。

(3) わが国で一般的に信じられている「アメリカ会社法のスタンスは原理主義的な株主主権論である」という見方は必ずしも正確ではなく、むしろ現在のアメリカ会社法の議論状況は、会社経営者の広範な裁量権と株主主権の限界を前提としつつ、両者のいずれにどの程度の力点を置くかという点で、むしろ複雑化・複線化していること。

(4) アメリカにおけるM&Aを巡る判例法は、少なくとも効率的市場仮説を「正しい」理論として受容しているというよりも、投資家保護という政策判断を実行するため、必要

に応じて、かつ必要な範囲で、説明原理として利用しているに過ぎないという評価が可能であること。

(5) ①イギリスにおいては、企業買収の合理性判断に関する株主の決定に対して、中立義務を負う取締役会の株主に対する意見表明が重要な役割を果たしており、その際に、取締役会はシェアホルダーである株主利益のみならず、他のステークホルダーの利益にも配慮して「会社全体の利益」のために行動すべき義務を負っているのであって、その限りで決して原理的な株主主権アプローチが貫徹されているわけではないこと、②EU法における資本市場規制、とりわけ公開買付規制における近年の動向として、全部買付義務や Squeeze-out に対する Sell-out の存在により、公開買付けの諾否について、純投資を目的とする株主は買付価格の高低のみに着目することができるものの、会社支配権の移転が公開買付けの買付価格の高低のみによって決まることが社会的に望ましくない場合もあることが認識されつつあること。

(総合的研究成果)

以上に基づく総合的な研究の果実として、我々は、下記のような見解を取りまとめた。

(1) 信頼理論を中心とする社会科学的実証研究からすれば、「会社は、株主のみならず、従業員、債権者などの様々なステークホルダーから構成され、その各ステークホルダーの貢献によって企業は新しい価値を創造する」という命題こそが正しいこと、及び、そのような視点からすると、必ずしも株主主権アプローチに合致しないように見える企業行動にも「企業価値の最大化」という観点から見て十分な経済合理性があること。

(2) そうであれば、①このような企業価値概念を、できる限り、会社法・金商法上の

法的評価の基準としても取り込むことができるようにすべきこと、②その法的調整弁としては取締役等会社経営者の会社に対する注意義務規範において捉え、その裁量的判断を尊重する方向性が規範的判断としては正しいこと（信頼理論モデル）。

5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計 6 件）

- ① 神戸大学企業立法研究会（近藤光男、志谷匡史、川口恭宏、伊勢田道仁、吉井敦子、行澤一人、加藤貴仁）「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討（Ⅰ）」旬刊商事法務、査読無、1866 号 4-10 頁（2009 年）
- ② 神戸大学企業立法研究会（近藤光男、志谷匡史、川口恭宏、伊勢田道仁、吉井敦子、行澤一人、加藤貴仁）「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討（Ⅱ）」旬刊商事法務、査読無、1867 号 31-37 頁（2009 年）
- ③ 神戸大学企業立法研究会（近藤光男、志谷匡史、川口恭宏、伊勢田道仁、吉井敦子、行澤一人、加藤貴仁）「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討（Ⅲ）」旬刊商事法務、査読無、1868 号 32-37 頁（2009 年）
- ④ 神戸大学企業立法研究会（近藤光男、志谷匡史、川口恭宏、伊勢田道仁、吉井敦子、行澤一人、加藤貴仁）「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討（Ⅳ）」旬刊商事法務、査読無、1869 号 41-48 頁（2009 年）
- ⑤ 神戸大学企業立法研究会（近藤光男、志谷匡史、川口恭宏、伊勢田道仁、吉井敦子、行澤一人、加藤貴仁）「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討（Ⅴ）」旬刊商事法務、査読無、1870 号 39-44 頁（2009 年）
- ⑥ 神戸大学企業立法研究会（近藤光男、志谷匡史、川口恭宏、伊勢田道仁、吉井敦子、行澤一人、加藤貴仁）「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討（Ⅵ）」旬刊商事法務、査読無、1871 号 52-58 頁（2009 年）

6. 研究組織

(1) 研究代表者

行澤 一人 (YUKIZAWA KAZUHITO)
神戸大学・大学院法学研究科・教授
研究者番号：30210587

(2) 研究分担者

近藤 光男 (KONDO MITSUO)
神戸大学・大学院法学研究科・教授
研究者番号：40114483

志谷 匡史 (SHITANI MAZASHI)
神戸大学・大学院法学研究科・教授
研究者番号：60206092

川口 恭宏 (KAWAGUCHI YASUHIRO)
同志社大学・法学部・教授
研究者番号：70195064

伊勢田 道仁 (ISEDA MITIHITO)
関西学院大学・法学部・教授
研究者番号：20232366

吉井 敦子 (YOSHII ATSUKO)
大阪市立大学・大学院法学研究科・教授
研究者番号：60268571

加藤 貴仁 (KATO TAKAHITO)
東京大学・大学院法学政治学研究科・准教授
研究者番号：30334296