

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成24年 5月31日現在

機関番号：14401

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009～2011

課題番号：21530086

研究課題名（和文） 上場会社のファイナンス規制の柔軟化をめぐる会社法と証券市場規制の交錯

研究課題名（英文） The Interaction between Company Law and Securities Regulations on Deregulation of Financial Regulations of Listing Corporations

研究代表者

吉本 健一（YOSHIMOTO KENICHI）

大阪大学・大学院高等司法研究科・教授

研究者番号：80031863

研究成果の概要（和文）：平成時代の商法改正や会社法制定によって、株式会社のファイナンス規制は大幅に緩和されたが、それが株式会社のガバナンス構造や証券市場の効率性に与える影響は過小評価されてはならない。とくにエクイティ型金融商品の過度の柔軟化は、証券市場の機能を低下させるおそれがある。他方、親子会社上場や社債発行における財務制限条項に関する規制のあり方については、今後よりいっそうきめ細かな実証分析が必要である。

研究成果の概要（英文）：After many amendments of Japanese Commercial Code and the enforcement of Japanese Company Law in the age of Heisei, huge deregulation of financial dimension of public corporations seems to worsen governance functions of them and effectiveness of security markets. At the first, deregulation of equities financial securities lowered the efficiency of security markets. On the other hand, it is necessary more effective data research on parent-subsidary listing and covenants clauses of debts securities.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2010年度	1,300,000	390,000	1,690,000
2011年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	3,000,000	900,000	3,900,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学・民事法学

キーワード：エクイティ・ファイナンス、自己株式取得、種類株式、新株予約権、親子上場、財務制限条項

1. 研究開始当初の背景

平成2（1990）年のバブル経済の崩壊にともない、わが国は長期経済不況の幕開けを迎えたが、それは会社法制の変革期の幕開けで

もあった。とりわけ企業金融をめぐる法改正は、過去に例をみないほど頻繁に行われ、また改正の規模も大きいものであった。そうした改正はおおよそ規制を緩和する方向にあ

り、より具体的には、種類株式制度の改正および新株予約権制度の創設によって、会社のエクイティ・ファイナンス手段が多様化され、投資家から会社への資金の流れが後押しされた。また同時に、自己株式に係る規制も緩和され、余剰資金の返却方法の多様化を通じて、会社から投資家（株主）への資金の流れも促されることになった。

そこで強調されたのは、もっぱら資金受領者たる会社の自由度を高めるという観点、あるいは調達資金の運用者としての経営者の裁量権を拡げるという観点であり、それがベンチャー企業の育成はもとより、「証券市場（資本市場）の活性化」にも資すると考えられた。企業金融をめぐる平成改正は、経済政策実現のためのツールとしての会社法制の位置づけが先鋭化していく過程であると同時に、会社法制の内容いかんが証券市場のあり方に大きな影響を及ぼすことが広く認識されていく過程でもあったといえる。

たしかに、こうした企業金融をめぐる平成改正は、エクイティ型金融商品の設計に係るイノベーション、あるいは会社資金の効率的な利用を期待したものであり、近時の経済のグローバル化およびファイナンス手法の発展の下で、一定の合理性が認められる。しかしながら、そのような自由化・柔軟化は、他方で会社のガバナンス構造にも重大な影響を与える結果、特定の利害関係者に著しい不利益をもたらし、証券市場や社会全体にも看過できない問題を生じさせている可能性がある。

問題の根本は、したがって、会社法が定める個別の制度の合理的解釈というよりも、むしろ会社法のファイナンス規制全体に通底する基本政策のあり方およびファイナンス手法の合理化と適正な規制のあり方を探ることにある。

2. 研究の目的

本研究は、以上のような問題意識から、会社法のファイナンス規制のあり方に関し、会社法的組織法原理と証券市場規制の市場法原理との交錯という視点から、エクイティ型ファイナンス規制およびデット型ファイナンス規制の柔軟化ならびに自己株式取得規制の柔軟化を対象に、それらの自由化・柔軟化がどのような目的を持っていたか、それがどのような効果をもたらしたか、またそれがどのような不都合を生じさせているか、これを解決するためにはどのような規制が望ましいか、などを分析し検討するための基本的な理論枠組みを探求することを目的とする。

そしてその際、経済学的知見を利用して、従来必ずしも十分でなかった情報効率性の視点を取り入れつつ、新たな理論的展開を探

ることを目指している。

3. 研究の方法

本研究の方法論的特徴は、第1に、ファイナンス規制のあり方を、組織法原理と市場法原理の交錯局面としてとらえるというアプローチを採用した点にある。第2は、会社法上のファイナンス規制のあり方に焦点を当てつつも、それが証券市場の情報効率性にどのような影響を与えるかという視点も取り入れて検討した点である。

本研究の具体的な研究方法は、研究組織メンバーが個人的に担当する分野の研究を進めるのみならず、経済学研究者の参加を適宜仰ぎながら研究会を組織し、毎年合宿研究会を開催するという方式を採った。

そこで、研究メンバーは、日頃必要な図書や資料等の収集を図り、パソコン等の研究ツールを使って個人研究を進めてきた。毎年1回合宿研究会を行い、1年間の研究成果を発表し、その成果の共有を図りつつ、さらに今後の研究の方向性を探ることとした。2009年度は新潟大学において、2010年度は広島修道大学において、2011年度は沖縄国際大学において、それぞれ合宿研究会を開催した。なお、2010年度は、メンバーの1人である久保田准教授がカナダ留学中であったため、とくにアメリカ法およびカナダ法の現状と研究資料収集も兼ねて、カナダのブリテッシュ・コロンビア大学においても合宿研究会を開催した。

4. 研究成果

本研究の総括的な研究成果としては、2人の経済学者（谷川寧彦早稲田大学教授および齋藤卓爾京都産業大学准教授）の参加を得て、法学者と経済学者の対話を通じて、株式会社のファイナンス規制のあり方に関する研究のための基本的な枠組みや視点が得られたことである。従来法学の世界では、他の社会科学との交流が少なく、他の学問分野との交流を通じて得られる幅広い視野や異次元の視点に欠ける恨みがあったが、本研究では、毎年の合宿研究会において、このような交流をベースに非常に刺激的な議論を展開することができた。何よりも仮説に基づいた実証データ分析を加味することにより、法規制の意義に関する種々の仮説の客観的合理性が鋭く検討され、新たな法的議論のための共通基盤が形成されたと評価しうる。このことはまた、具体的な研究成果を超えた何よりも貴重な成果として、メンバーの今後の研究生活においても豊富な収穫を与えてくれるものと期待できる。

そして、本研究における具体的な研究内容

およびその成果として、以下の4点が挙げられる。

第1に、企業金融をめぐる平成の会社法改正を取り上げ、それがどのような背景事情の下で実現したのか、改正にあたってどのようなアクターがどのように行動したのかを考察した。この結果、明らかにされたのは、企業金融をめぐる平成改正の原動力として、①長期経済不況から脱却するには「証券市場の活性化」が必要であり、そうした経済政策実現のためのツールとして会社法制を利用したいという経済界と政界の思惑が合致したこと、②規制緩和は経済学上の理論に基づいて正当化されるところ、そうした経済学上の理論に商法学者が賛同—実際には消極的な賛同も少なくなかったが—したこと、③規制の不均衡を解消するために規制を整理したいという商法学者の欲求があったこと、が認められることである。一般的に上記①が強調されることも少なくないが、①は平成以前から観察されたものであるから、むしろ平成改正の特徴は②③にあるといえる。そのことをアクターに着目して言い換えれば、平成改正の中心的なアクターは、平成以前の改正の場合と変わらず経済界・政界と商法学者であったが、過去に何度も経済界が要望しながら未実現であった規制緩和を導いたのは、商法学者の考え方・行動の変化であったという評価が可能である。

第2に、本研究では、上記のような企業金融をめぐる平成改正—より一般化すれば会社法のパラダイム・シフト—の意義を積極的に評価しながらも、資本市場との関係性に着目した批判的検討も加えた。より具体的に、自己株式取得規制が緩和された結果、上場会社の経営者が自己株式の取得を通じて会社の株主構成を制御しようとする危険が大きくなったこと、その危険は募集株式発行規制に典型にみられるような会社支配問題に対する会社法の機能不全によって増幅されること、この結果、株価の動向に示される市場の評価を考慮しようとする経営者のインセンティブが弱められ、効率的な資源配分という資本市場の機能発揮が阻害される危険があることを指摘した。また、種類株式発行とコール・オプション発行の自由化は、エクイティ型金融商品設計の柔軟化を実現し、商品設計のイノベーションを導きうる反面、金融商品の内容の複雑化をもたらして、投資者の情報収集・分析コストを増加させるだけでなく、有利発行規制をはじめとする会社法上の規制の機能発揮を阻害し、投資者のリスクをも増加させる結果、証券市場の流動性、ひいては証券市場の情報効率性にも悪影響を及ぼしうるといった問題提起を行った。

第3に、デット型金融商品である社債の財務制限条項の有効性に関する実証研究を行

った。この結果、格付けの影響をコントロールしても、財務制限条項が付加されている場合には、付加されていない場合と比べて、社債の最終利回りが低いこと（仮にクーポンが同じであれば発行価格が高いこと）が明らかにされた。そのことは、証券市場が財務制限条項の有効性を積極的に評価していることを示唆する。ただし、その程度は、財務制限条項の種類などによって大きく異なるところ、それがどのような意味を持つかを明らかにするためには、分析方法をさらに精緻化する必要があると考えられる。

第4に、わが国において特徴的にみられる親子会社上場に関するソフトローを含めた法的規制のあり方について検討した。確かに子会社少数株主の利益保護の観点からは、まったく自由化しても問題はないとは言いきれないとしても、どのような規制であれば上場による効率性を阻害することなく、少数株主の保護を図ることができるか、実証分析を含めて慎重な検討が必要である。

なお、本研究では、募集株式発行規制および自己株式取得規制のあり方に関する比較法的考察も行い、若干の点において従来の知見の反省を迫るアイデアを得ることができた。しかし、この分野について具体的な研究成果を提示できるまでには至っていない。この点は、現在までの研究の進捗状況を踏まえつつ、今後も引き続き検討を進めていきたいと考えている。

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22件）

① 吉本健一、株式払込みの無効と当該株式の効力、会社法の省察（中央経済社）所収、査読なし、(2012)154-168

② 松中学、官報による新株発行の公告と新株発行の無効原因、商事法務、査読なし、1954号(2012)117-122

③ 吉本健一、振替株式についての会社法172条1項に基づく価格決定の申立てを受けた会社が、申立人が株主であることを争った場合における個別株主通知の要否、私法判例リマックス44号、査読なし、(2012)90-93

④ 吉本健一、募集株式の発行に係る法規整、法学教室374号、査読なし、(2011)14-18

⑤ 久保田安彦、新株予約権の瑕疵とその連鎖、阪大法学、査読なし、(2011)187-230

⑥ 吉本健一、新株予約権の行使による株式発行の差止めおよび無効、現代企業法学の理論と動態（成文堂）所収、査読なし、(2011)

⑦ 末永敏和、社債等振替法128条1項所定の振替株式についての会社法172条1項に基

づく価格の決定の申立てを受けた会社が、裁判所における株式価格決定申立て事件の審理において、申立人が株主であることを争った場合における、社債等振替法 154 条 3 項所定の通知の要否、判例評論、査読なし、633 号 (2011) 185-188

⑧ 吉本健一、振替株式についての会社法 172 条 1 項に基づく価格決定の申立てと個別株主通知の要否、金融・商事判例、査読なし、1373 号 (2011) 2-6

⑨ 久保田安彦、新株予約権制度の効用と法的問題点、法学セミナー、査読なし、56 巻 3 号 (2011) 20-28

⑩ 松中学、市場価格が高騰している場合の有利発行の判断基準、商事法務、査読なし、1911 号 (2010) 27-35

⑪ 吉本健一、サンテレホン募集新株予約権発行差止仮処分命令申立事件、商事法務、査読なし、1893 号 (2010) 50-54

⑫ 久保田安彦、株式評価の基礎、法学教室、査読なし、362 号 (2010) 6-10

⑬ 久保田安彦、イギリス会社法における自己株式規制、国際商事法務、査読なし、38 巻 11 号 (2010) 1534-1541

⑭ 久保田安彦、資金需要者と会社法、中東正文＝松井秀征編・会社法の選択、査読なし、(2010) 648-756

⑮ 久保田安彦、モリテックス事件、M&A 判例の分析と展開 [2]、査読なし、(2010) 92-111

⑯ 久保田安彦、100%減資、法学教室、査読なし、356 号 (2010) 2-3

⑰ 久保田安彦、社債という金融商品と会社法・金融商品取引法、ビジネス法務、査読なし、10 巻 4 号 (2010) 50-58

⑱ 稲葉威雄、尾崎安央、松尾直彦、久保田安彦、会社法と金商法の交錯<座談会>、ビジネス法務、査読なし、10 巻 1 号 (2010) 10-25、10 巻 2 号 (2010) 56-73

⑲ 吉本健一、新株発行・自己株式の処分の無効事由・不存在事由、会社法の争点、査読なし、(2009) 86-87

⑳ 末永敏和、株式併合の意義・要件・手続、会社法の争点、査読なし、(2009) 74-75

㉑ 久保田安彦、転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債、会社法の争点、査読なし、(2009) 90-91

㉒ 吉本健一、新株予約権の行使条件の変更と当該権利行使に基づく新株発行の無効、金融・商事判例、査読なし、1327 号 (2009) 2-6

[学会発表] (計 1 件)

① 松中学、わが国における敵対的買収と防衛策に関する法ルールの形成について、日本私法学会、2011. 10. 9、神戸大学

6. 研究組織

(1) 研究代表者

吉本 健一 (YOSHIMOTO KENICHI)
大阪大学・大学院高等司法研究科・教授
研究者番号：80031863

(2) 研究分担者

末永 敏和 (SUENAGA TOSHIKAZU)
龍谷大学・大学院法務研究科・教授
研究者番号：30093909

久保田 安彦 (KUBOTA YASUHIKO)
大阪大学・大学院法学研究科・准教授
研究者番号：30298096

(3) 連携研究者

松中 学 (MATSUNAKA MANABU)
名古屋大学・大学院法学研究科・准教授
研究者番号：20518039

(4) 研究協力者

谷川 寧彦 (TANIGAWA YASUHIKO)
早稲田大学・商学部・教授
研究者番号：60163622

齋藤 卓爾 (SAITO TAKUJI)
京都産業大学・経済学部・准教授
研究者番号：60454469