

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 16 日現在

機関番号：14501

研究種目：基盤研究(B)

研究期間：2011～2013

課題番号：23330027

研究課題名(和文) 株式市場価格が持つ法的意義と機能の探求～会社法・金商法を中心に

研究課題名(英文) Study of the legal aspects and function of the equity market price-mainly in the corporate and security laws

研究代表者

行澤 一人(Yukizawa, Kazuhito)

神戸大学・法学(政治学)研究科(研究院)・教授

研究者番号：30210587

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 9,300,000円、(間接経費) 2,790,000円

研究成果の概要(和文)：株式市場によって形成される市場価格それ自体が、企業価値に基礎を有しつつ、それとは別個の財産権としての意義を有する「株式価値」の内実を構成し、それゆえに市場価格こそが市場において取引する種々の当事者の公正な利害調整点としての一義的意味を持つという説明原理が十分に成り立ち得ることを確認した。そして、利益相反や違法行為等により市場価格の公正機能が阻害される場合には、市場価格からかい離することを主張する当事者に比較的厳格な主張立証責任を課す一方、市場価格の正当性を主張する側には違法性を疑うべき要素を積極的に除去することを求めることで適切に対処すべきであると解するに至った。

研究成果の概要(英文)：We have come to believe the effectiveness of the explanation that the equity market price is in itself the content of the stock value as the independent property from, while basically founded on, the corporate value, and therefore the market price should be the the fair adjustment point for all kinds of entities in the market.

In the case that the fair function of the market price might be inhibited by the reason of conflicts of interests or illegal actions, we have come to believe it appropriate that the entity who insists of departure from the market price should be comparatively heavy burdened in proof of doing so, and the other hand the entity who insists of the legitimacy of the market price should be asked for getting rid of the dubious factors as much as he/she could.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：民事法学

キーワード：株式市場価格 企業価値 公正な価格

### 1. 研究開始当初の背景

研究開始当初(平成23年)は、株式買取請求権や全部取得条項付種類株式の取得に係る公正価格の意義について重要な判例が相次いで出され、一応、判例法理のようなものが固まりつつあったものの、未だ流動的であるという状況であった。各研究者や実務家において、これらの判例を整合的あるいは批判的に説明しようとする努力が蓄積されつつあったものの、そこでは、上場株式の市場価格には本来どのような法的意義があるのかという根本的な問題を問うような研究はほとんど見られなかった。

### 2. 研究の目的

本研究では、主として、上場株式の市場価格が問題とされる種々の法的論点を洗い出して総合的に研究し、我が国の会社・金商法制において市場価格はどのような法的意義を有するものと捉えられ、かつ実際にそれがどのように機能しているのかということをもより良く説明し得る説明原理を発見しようとしたのである。

### 3. 研究の方法

我が国における判例研究を総合的に行い、種々の文献資料を渉猟するとともに、経済学や会計学等の隣接研究にも積極的に応接した。また、アメリカ法を中心として、最新の文献資料を渉猟しつつ、比較法研究を行った。

### 4. 研究成果

#### (1) 問題の所在

近年、経済のグローバル化の進展、少子化や市場の成熟に伴う国内市場の縮小等に伴い、日本の企業は熾烈な価格競争に晒されるようになってきている。かかる競争を勝ち抜くために、今や日本の企業も積極的に種々のM&A手法を活用した企業再編を行い、経営資源の選択と集中によって企業価値そのものを高めようとする傾向が強まっている。とりわけ、最近では、上場企業がMBO(マネージメントバイアウト)によって非公開化する事例が顕著になってきた。その意図としては、短期的な収益を求めがちなアクティビスト株主の影響を排除するため、敵対的買収に対する抜本的な防衛策とするため、さらには金融商品取引所の自主規制による情報開示規制の強化によって上昇する上場維持コストを回避するため、等の理由が挙げられることが多い。あるいは、上場を維持しながら短期的な利益指標を求める敵対的企業買収圧力に対処するためには、種々の防衛策が考案され、実際に積極的に利用されている。

会社法はこのような企業戦略のための法的枠組みとして複数のメニューを予定しているが、特に会社法の関心は、これらのM&Aの過程において公正な手続きが確保されることであり、とりわけ利益相反もしくは不当な利益移転が予想される場合は、これによ

て不利益を被りかねない株主に公正な利益機会を提供することである。そして、当該株主の公正な利益は、その株主が保有する株式価値を「公正な価格」に基づいて評価することになるが、上場会社の場合は、この「公正な価格」は主として金融商品取引所において形成される市場価格を参照することによって判断されることが一般的である。そして、近年の企業再編の増加に伴い、自己の公正な利益が侵害されたと主張する株主によって「公正な価格」が争われる訴訟ケースも増え、この論点に関する判例も形成されてきている。

この点、江頭教授は、最近の論稿において、注目すべき分析を行っている(江頭憲治郎「裁判における株価の算定 日米比較を交えて」司法研修所論集122号(2012年)36頁以下)。すなわち、江頭教授は、上記のような種々の文脈において「公正な価格」を判断する際、日本の裁判所は、第一に「市場価格を極めて重視」していること、第二に、それは日本の市場がセミストロングの効率市場仮説に適うものであると信じ、市場価格が企業価値を原則として反映していると考えているからである、と結論づけている(以下、本稿では、かかる評価命題を江頭テーゼ1、2として表記する)。

#### (2) 江頭テーゼの検証

江頭テーゼの妥当性は、第一に日本の判例の評価としてそのような観察は正しいのかどうかという側面(観察の妥当性)と、第二にそのような判例の見解は妥当であるかどうかという側面(内容の妥当性)において検証されるべきである。

第一の観測の妥当性について、我々はおおむねこれを受け入れることができると考える。ただし、最近までのものを含めて判例の動向を仔細に検討するとき、確かに裁判所は公正価格を判断する過程において市場価格を出発点としながら、かなり作務的な操作を施す場合があることを認めざるを得ず(神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務1879号(2009年)4頁・13頁参照)、その裁量判断の領域をどこまで江頭テーゼ2に関連してマーケットモデルで説明できるのかということは必ずしも明らかではない。むしろ、裁判所の裁量的判断の中には投資者としての株主保護あるいは市場に対する投資者の信頼保護という金商法上の政策目的が潜在している可能性がある。

第二の内容の妥当性についてみると、そもそも江頭教授は、判例の見解に鋭く批判的である。江頭教授は、そもそもセミストロングの効率的市場仮説について懐疑的であり、日本の裁判所は、特にアメリカと比較しても、取引所市場で形成される市場価格が企業価値をおおむね正しく反映しているという命題に過度に依存していると評価する。その判断の根底には、公正な価格とは当該株式が有すべき企業価値を適切に評価したものであ

るべきであり、市場価格をその評価指標として当てにしすぎるのは良くないという判断があるようである。

確かに、美人投票論で有名なケインズの市場観、あるいは行動経済学的知見によれば、そもそも株式市場価格が企業のファンダメンタルズに基づいて形成されるものであるという命題はほとんど成り立たないものと解されるし、仮にそうだとした場合も情報効率性という点において日本の市場がセミストロングであり、市場価格は企業価値に関するあらゆる情報を効率的に映し出したものかどうかは自明とは言えないであろう。

この点、近年の実証研究によると、日本の市場は、長期的にはおおむねファンダメンタルズと相関的に動いているといえるが、短期的にはこの限りではなく、バブルの存在が伺われると指摘する論者があり（伊藤邦雄「企業価値評価」(日経ゼミナール、2007年)305頁) また日本の株式市場の情報効率性について、長期においては効率的市場仮説が成立するものの、短期では成立せず非効率性が残存することを示す論者がある（釜江廣志「日本の証券・金融市場の効率性」(有斐閣、1999年)235頁。この実証研究は、1986年9月から1999年までの間の、現物と先物の日経平均株価の月次データを比較することによって同時期の株式市場の効率性を検証したものである)。さらに、最近では、非公開型MBO取引において、「企業の一部は大規模な会計操作を行い、そのことによって実際の株価を下げていることがわかった。これは、アンダーバリューが意図的に作り出されていることを意味する。」(齋藤隆「日本の非公開化MBOにおける買収プレミアムと経営者行動」<http://www.rieti.go.jp/jp/projects/fcga/2011/columns2/12.html>(2013年11月22日))という実証研究も示されており、M&A市場における市場価格が利益相反によって歪められている場合があることを示唆している。

### (3) 提言

このように市場価格が企業価値を概ね反映するものであり、公正価格の指標として妥当であることを少なくとも短期的には疑わせない事実があるとすると、これを補充する原理として、一つは江頭教授が示唆されるように市場価格(時価)から大胆に離れて柔軟な態度で(DCF法の活用もその一つ)より企業価値に近接すると思われる公正価格を算出するということがあるだろう。

しかし、もう一つの可能性としては、投機をも含めて株式市場によって形成される市場価格(時価)それ自体が、企業価値に基礎を有しつつ、それとは別個の財産権としての意義を有する「株式価値」の内実を構成し、それゆえに市場価格(時価)こそが市場において取引する種々の当事者の公正な利害調整点としての一義的意味を持つと考える方向性がある(神崎克郎「第三者割当と公正な発行価格」商事法務1191号(1989年)8頁

(注八)参照)。もちろん、利益相反や相場操縦、偽計取引等の違法行為により、市場価格が歪められているような場合にも常に公正価格は市場価格(時価)によらなければならないということではないが、まず市場価格(時価)それ自体によることが合理的判断であるということを確認することで、そこから離れることを主張する当事者に比較的確格な立証責任を課すことになるように、反面において市場価格(時価)の正当性を主張する側において自己の違法性が疑われるような要素を積極的に除去すべき手続的措置を慎重に履践することを要求することになる。さらに、市場価格(時価)によらない理論価値を公正価格と判断する裁判所にも、裁量判断という名のブラックボックスが妥当する余地を狭め、可能な限り説得的で批判に耐え得るような根拠を市場に示す圧力になるとも考えられる。

## 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4件)

行澤一人・高銀実「最近のデラウェア州会社法におけるM&A買収提案に対する株主による予備的差止請求訴訟の動向～Del Monte ケースを中心に～」神戸法学雑誌33巻2号(2013年)113-131頁。

近藤光男「近時の裁判例から見た民事責任の課題と展望」ジュリスト1444号(2012年、有斐閣)34-40頁

行澤一人「全部取得条項付種類株式を利用した少数株主締出しと企業再編」法学教室378号(2012年、有斐閣)114-122頁

行澤一人「募集株式の有利発行と市場価格」法学教室374号(2011年、有斐閣)119-126頁

〔学会発表〕(計 件)

〔図書〕(計2件)

榎素寛・飯田秀総(共著)「会社関係者間の利害を調整するルールとは：会社法」柳川隆＝高橋裕＝大内伸哉編『エコノミー・スタディーズのすすめ - 社会を見通す法学と経済学の複眼思考』(有斐閣、2014年)55-84頁

飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素」(商事法務、2013年)(1-361頁)

〔産業財産権〕

出願状況(計 件)

名称:

発明者:

権利者:

種類:

番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

取得状況（計 件）

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
取得年月日：  
国内外の別：

〔その他〕  
ホームページ等

## 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, Masashi)  
神戸大学・大学院法学研究科・教授  
研究者番号：60206092

川口 恭弘 (KAWAGUCHI, Yasuhiro)  
同志社大学・法学部・教授  
研究者番号：70195064

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

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

榊 素寛 (SAKAKI, Motohiro)  
神戸大学・大学院法学研究科・准教授  
研究者番号：80313055

飯田秀総 (IIDA, Hidefusa)  
神戸大学・大学院法学研究科・准教授  
研究者番号：80436500

### (3) 連携研究者

( )

研究者番号：