

---

# 会社法制に作用した企業金融理論

甲南大学会計大学院 准教授 家田 崇

---

## ① はじめに

「会社法」は、従来、商法の第2編「会社」として規定されていた条項を抽出し、会社に関する商法総則の条項を加えて、単行法規として平成17年（2005年）に制定されている。会社法の制定に至るまでの一連の立法作業は、会社法制の現代化と総称される<sup>1</sup>。会社法制の現代化によって、明治32年の商法の制定以来、商法の一部として規定されていたわが国の会社法制は、会社法を中心とした法体系へと転換されたことになる。

わが国では、証券取引に関連する法制度も、会社法制の一翼を担っている。なかでも、株式公開買付に関連する法制度は、いわゆる上場会社など有価証券報告の提出を必要とする株式会社の支配権移転を対象としており、会社法制としても位置づけられるであろう。わが国では、会社法制の現代化とほぼ時期に証券取引法の一連の改正がなされ、平成18年（2006年）に金融証券取引法という新たな名称が付されている。

会社法制の現代化と金融商品取引法に至る一連の法改正は、わが国における現行の会社法制の醸成過程として位置づけられる。この醸成過程の特徴として、企業金融理論、いわゆるコーポレート・ファイナンスの諸理論が積極的に法制度に取り込まれてきたことを指摘できよう。本稿では、会社法制に作用したと考えられる企業金融理論のなかから、①株主への資金返却と企業価値に関する理論、②オプション評価理論、③支配株式の取得方法に関する理論をとりあげ、これら企業金融理論の概要を照会するとともに、これらの理論が、わが国においてどのように会社法制に取り入れられてきたのかを検証する。

---

1 浅木慎一「会社法制定の検証のための視座」浅木慎一＝小林量＝中東正文＝今井克典編『検証会社法（浜田道代先生還暦記念）』1頁（信山社、2007年）では、会社法制定に至るまでのわが国の法制の変遷を時系列でたどり、会社法をいかなる視点で検証すべきか検討している。稲葉威雄「現代化立法としての会社法の位置づけ」稲葉威雄＝尾崎安央編『改正史から読み解く会社法の論点』1頁（中央経済社、2008年）では、昭和49年（1974年）から改正された会社法の根本改正から、会社法制の現代化にいたるまでの立法の経緯を検討し、会社法の問題点を指摘している。

## ② 株主への資金返却と企業価値をめぐる経済理論

### (1) 理論の概要

#### ①利益還元政策が企業価値に影響しないとする仮説

##### 1) 理論の枠組み

会社が獲得したキャッシュ・フローの一部は、利益配当または自己株式の取得を通じて株主に還元され、残部は内部留保として会社に蓄積される。会社が獲得したキャッシュ・フローをどれだけ、どのような方法で株主に還元するかは、利益還元政策の問題となる。

会社の配当還元政策と企業価値の関係を検討する出発点として、1961年にM. ミラーとF. モジリアニによって提示された仮説<sup>2</sup>がある。この仮説では、税や取引費用その他の市場の不完全性がない状況において利益還元政策は企業価値に何の変化ももたらさないことを示している。

利益還元政策が企業価値に影響しないという仮説は、理論的には以下のように説明される<sup>3</sup>。投資額も借入額もすでに決定している企業を想定する。この企業が、配当を増加させて株主への還元額を増加させたとしても、企業の投資計画を変更することなく実施できるのであれば、企業が獲得する将来キャッシュ・フローに影響はなく、企業価値も変わらない。投資額も借入政策も変更しないで、配当を増加させ株主への利益還元額を増やすには、追加的な資金を調達しなければならない<sup>4</sup>。この資金を新株の発行によって調達するためには、新たに発行する株式が払込価額に見合うだけの価値を有しなければならない。企業の資産、利益、投資機会といった企業の市場価値が変わらないにもかかわらず、既存株主に還元した利益の埋め合わせとして、新株を発行し資金調達する場合には、既存の株主から新規への株主への価値が移転されないかぎり、新規株主にとって魅力的な株式は発行されない。そこで、既存株主が受け取る現金配当の増加分に相当するだけのキャピタル・ロスが生じる価格で、新株が発行されることになる。

##### 2) 数値例による説明

具体的な数値例を示して説明をすすめる<sup>5</sup>。企業価値が現金1000と固定資産9000と投資プロジェクトの正味現在価値 (NPV) からなる株式会社を想定する。現金は投資プロジェクトを実施するために必要な資金であり、現金1000を投資してプロジェクトを実施すると1000+NPVの価値をもたらすとする。会社の資産はすべて株主資本によって構成されていると仮定し、企業価値はすべて株主に帰属することにする。この会社が保有する現金

2 M. H. Miller and F. Modigliani, "Dividend Policy, and the Valuation of Shares, Journal of Business 34 (October 1961), pp411-433, 利益還元政策と企業価値に関連する議論については、リチャード・ブリーリス・チュワート・マイヤース=フランクリン=アレン著『コーポレート・ファイナンス (上) (第8版)』藤井真理子=国枝繁喜訳 (日経BP社、2007年) 513-532頁参照。

3 仮説の理論的な説明については、ブリーリ=マイヤース=アレン・前掲 (3) 514-516頁参照。

4 会社の余剰資金を原資として配当が実施される場合についても、将来キャッシュフローの影響は与えないと考えられる。

5 数値例の設定については、ブリーリ=マイヤース=アレン・前掲 (3) 516-518頁に従っている。

1000を配当として株主に支払いつつ、企業価値を維持するには、投資プロジェクトの実施に必要な資金1000をあらたに調達しなければならない。

あらたな資金を新株発行に調達する場合に、一株いくらで何株を発行しなければならないのか、既存株式数を1000株、投資プロジェクトのNPVを2000として算出する。配当を実施する前の企業価値は12000であったことから、株価は一株12（＝12000÷1000）であった。1000の配当を実施することによって企業の資産が1000減少し11000になるので、株価は一株あたり11に低下する。1000株に対して1000の配当を実施することから、一株あたりの配当額は1となる。既存株主のキャピタル・ロスは配当額と一致する。新株は一株あたり11の価値がなければならない。1000の資金を一株あたり11で調達するには91株を発行しなければならない。資金調達後の企業価値は、12000であり、このうち11000は既存株主が保有する1000株に一株あたり11で帰属しており、残りの1000は新株主が保有する91株に一株11で帰属している。

## ②フリー・キャッシュ・フロー仮説とシグナリング仮説

会社の利益還元政策は企業価値にも株価にも影響しないというミラー＝モジリアニによる定理を基礎として、さらに2つの理論が自己株式取得による余剰資金の返却に関連して展開していく。第1の理論がフリー・キャッシュ・フロー仮説であり、第2の理論がシグナリング仮説である。これら2つの仮説はともに、自己株式取得を通じた余剰資金の返却が企業価値ないし株価に影響を及ぼすことがあるのであれば、そこには何らかの市場の不完全性、とりわけ情報の非対称が存在している可能性を指摘している<sup>6</sup>。

フリー・キャッシュ・フロー仮説では、企業内でキャッシュ・フローが生み出される一方で有望な投資案件が乏しい場合に、企業経営者の手元に資金を委ねておくことと経営者の裁量権が増大し、非効率な投資を行う危険性が高くなることを指摘している<sup>7</sup>。余剰資金を株主に返却することによって、フリー・キャッシュ・フローに関するエージェンシー問題は緩和されることとなり、自己株式取得はその手段として有用であると説かれている<sup>8</sup>。

一方、シグナリング仮説は、自己株式取得には自社株が真の価値に比べて不当に低いことをシグナリングする効果があることを指摘している。会社が自己株式の取得する場合に、経営者はインサイダー取引等の理由から当該自己株式の取得に応じることができない。その結果、自己株式の取得後には経営陣の持株比率が上昇し、業績不振に陥った際に生じる損失を負担する割合が高くなる。経営者の選好がリスク回避的であれば、自社の収益見通しが良好だという私的情報を持っている経営者でなければ自己株式取得には踏み切れないこととなり、シグナルとして機能する<sup>9</sup>。

6 柳川範之『法と企業行動の経済分析』（日本経済新聞社、2006）、213頁・

7 代表的な文献として、M. C. Jensen, “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review* 76 p35-44 (1986).

8 フリー・キャッシュ・フロー仮説については、柳川・前掲（6）213頁、久保田安彦「自己株式と平成改正バブル崩壊とファイナンス理論と規制の整理」稲葉威雄＝尾崎安史編『改正史から読み解く会社法の論点』173頁（中央経済社、2008年）、177-178頁参照。

9 シグナリング仮説の説明については、柳川・前掲（6）213-214頁。

## (2) 法制度に与えた影響

### ①自己株式取得規制の緩和

わが国の会社法制度においては、長らく自己株式の取得については消極的な立場を維持してきたが、バブル崩壊後の経済不況が長引くなか、景気対策のために証券市場の活性化が必要であるとの認識を背景に、平成4年(1992年)ころから自己株式取得規制の緩和に向けた動きが本格化している<sup>10</sup>。とりわけ、規制緩和の論拠として、株主への余剰資金返却の手段として自己株式の取得を活用することが論じられていた<sup>11</sup>。この主張はファイナンス理論の影響を強く受けたものであり、商法を中心に学界でも比較的早くから支持をあつめ、バブル崩壊後の経済状況の下では大きな説得力をもっていたことが指摘されている<sup>12</sup>。

このような規制緩和の議論を受け、平成6年(1994年)の商法改正<sup>13</sup>では、自己株式取得を原則禁止とする立場を維持しつつも、配当可能利益による株式の任意消却のための自己株式取得に関する手続規制を緩和している。具体的には利益償却のための自己株式取得を、定時株主総会の普通決議による承認に基づいて取締役に授権するかたち可能としている。ここで認められた自己株式の取得方法は、取引所取引・店頭売買取引または株式公開買付に限定されていたので、利益償却のための自己株式の取得がみとめられたのは上場会社と店頭登録会社に限られていた。

さらに、平成9年(1997年)には、「株式の消却手続に関する商法の特例に関する法律」(以下では消却特例法とよぶ)が制定され、自己株式の取得が緩和されている。消却特例法では上場会社等が行う利益償却目的での市場からの自己株式取得について、規制を緩和して定款授権に基づく取締役会決議での取得決定を許容した<sup>14</sup>。その後、平成10年(1998年)の消却特例法改正において、利益償却のための市場からの自己株式取得の財源が拡大され、資本準備金と利益準備金の合計額から資本金の4分の1を控除した額を限度として、資本準備金を原資とする自己株式取得が認められている。

消却特例法による自己株式取得の財源規制は平成14年(2002年)3月31日までの時限措置とされていたが、平成13年6月の商法改正から、平成15年(2003年)の商法改正において株主への資金返却に関する規制が緩和されることによって、会社法制にとりこまれていく<sup>15</sup>。まず、平成13年(2001年)6月の商法改正で法定準備金の減少手続が新設されており、法定準備金の減少額を、自己株式取得の財源として利用できるようになった。この改正では、法定準備金の減少額を利益配当の財源として利用することも許容されたことから、株主への会社資金の返却に関する財源規制が緩和されている。

10 久保田・前掲(8)174頁。

11 小林量「企業金融としての自己株式取得制度(一)(二)」民商92巻1号1頁、92巻2号189頁(1985)、神田秀樹「自己株式取得と企業金融(下)」商事1292号9頁(1992)、浜田道代「企業金融と多数決の限界」商事1398号30頁(1995)。

12 久保田・前掲(8)177頁。

13 平成9年の商法改正については、久保田・前掲(8)177頁参照。

14 平成9年の消却特例法については、久保田・前掲(8)181-182頁参照。

15 久保田・前掲(8)183-185頁参照。

平成13年6月の商法改正では、株主への資金返却の財源規制を緩和した一方で、定款によって自己株式決定を取締役会へ授権することを認めず、常に定時株主総会の決議を必要としていた。手続規制の側面においては、消却特例法よりも厳格な立場を商法がとっていたことになる。この厳格な立場も緩和されていく。まず、平成14年（2002年）の商法改正で、委員会等設置会社について定款の定めによって利益配当権限を取締役会に授権することが認められた。この規制緩和と整合性を取ることが考慮され、平成15年（2003年）の商法改正では、定款によって自己株式取得決定権限を取締役会に与えることが認められた。

## ②会社法における株主への余剰資金返却

会社法における余剰資金返却に関する条項は、一連の商法改正によって提示された枠組みを継承している<sup>16</sup>。会社法は、剰余金の配当および自己株式の取得の決定について、原則として株主総会の決議を必要としている（会社法156条1項、454条1項）。会計監査人設置会社であり、取締役の任期が1年を超えない会社であって、監査役設置会社又は委員会設置会社である場合には、自己株式の取得に関する事項、および剰余金の配当に関する事項を取締役会が決定できる旨を定款で規定できる（会社法459条1項1号、4号）。この定款の規定は、最終事業年度の係る掲載書類についての会計監査報告の内容に無限定適正意見が含まれており、かつ当該会計監査報告に係る監査役会・監査委員会の監査報告の内容として会計監査人の監査の方法・結果を相当でないと認める意見がない場合に限り効力が認められる（会社法459条2項、会社計算規則183条）。

株主へ返却する資金の財源は、原則として分配可能剰余金額の範囲に限定される。法定準備金を剰余金に組入れることによって<sup>17</sup>、分配可能剰余金額を増加させることもできる。法定準備金を剰余金に組入れる場合には株主総会の普通決議による承認（会社法4481項・2項）と債権者異議手続が必要となる（会社法449条1項）。

## ③ オプション評価理論

### (1) 理論の概要

#### ①理論の枠組み

オプションとは、ある資産（原資産：underlying asset）を一定の価格（strike price 又は exercise）で一定の期間に購入又は売却できる権利をいう<sup>18</sup>。原資産を購入できる権利をコール・オプションといい、原資産を売却できる権利をプット・オプションという。オプショ

16 会社法における剰余金の配当については、小林量「剰余金の配当規制」浅木慎一＝小林量＝中東正文＝今井克典編『検証会社法（浜田道代先生還暦記念）』459頁（信山社、2007年）。

17 資本準備金を減少させる場合には減少額は「その他資本剰余金」に計上され、利益準備金を減少させる場合には減少額は「その他利益剰余金」に計上される（会社法計算規則50条1項2号、52条1項2号）。

18 オプションの概要については、リチャード・ブリーリースチュワート・マイヤース＝フランクリン・アレン『コーポレートファイナンス・下（第8版）』藤井真理子＝国枝繁喜監訳（日経BP社、2007）7-10頁、野口悠紀雄＝藤井真理子『金融工学』（ダイヤモンド社、2000）156-158頁の記述を参照した。

ンの権利保有者（以下では、オプション保有者とよぶ）は相手方にオプション手数料（option fee）を支払う。コール・オプションでは原資産を購入できる立場（買いポジション）にある者から、売らなければならない立場（売りポジション）にある者へオプション手数料が支払われる。プット・オプションでは、売りポジションに立つ者から買いポジションに立つ者にオプション手数料が支払われる。

オプション保有者は、権利を行使して利益を獲得できる場合にのみ権利行使をすればよい。コール・オプションの保有者は、権利行使価格が原資産の転売価格（通常は市場価格となる）より低額な場合に、オプションの権利を行使して原資産を低額で取得し、転売することによって利益を得る。プット・オプションの保有者は、原資産の調達価格が権利行使価格より高額な場合に、原資産を低額で調達し、オプションの権利を行使することによって相手方に原資産を高額で売りつけることができる。オプションの権利を行使して得られる利益がオプション手数料を上回るときに、オプション保有者はプラスの利得を獲得できる。このようにオプション保有者がプラスの利得を得られる状態をイン・ザ・マネーの状態と呼ばれる。

オプションの価値を算出するモデル（オプション評価モデル）は、1973年にF. ブラックとM. ショールズによって提示されている<sup>19</sup>。同年にR. マートンによって提示されたモデルではブラックとショールズのアプローチをより一般化させてオプションの価値を算出している<sup>20</sup>。

オプション評価モデルで用いられている手法は、オプションと同じペイ・オフを実現する複製資産を作出し、オプションと複製資産との間で裁定機会が生じないような価格を求めることである<sup>21</sup>。例えば、株式を原資産とするコール・オプションの保有者は、借り入れと原資産である株式の購入によって、コール・オプションと同じペイ・オフを示すポートフォリオ（複製ポートフォリオ）を作出することができる。もし、オプションと複製資産の価格が乖離しているならば、裁定機会が生じてしまうことになるので、オプションと複製資産は価格が一致しなければならないと考える。

## ②数値例による説明

コール・オプションを例に価格を算出するプロセスについて数値を用いて説明する<sup>22</sup>。ある株式について行使価額60、行使期間8ヶ月のコール・オプションを想定する。短期の無リスク金利は8ヶ月で1パーセントと想定する。簡略化のため権利行使期間となる8ヶ月後原資産となる株式の価格は45となるか80となるかのいずれかにしかならないとする。

コール・オプションの保有者のペイ・オフは、株価45のときは、0となり、株価80のときは20となる。25.46を借入れて原資産となる株式を4/7購入した場合に、1株を対象とし

19 F. Black and M. Scholes, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, 81 Journal of Political Economies, 635-654 (1973).

20 R. C. Merton, Theory of Option Pricing. 4 Bell Journal of Economics Management and Science, 141-183 (1973).

21 野口=藤原・前掲 (18) 174頁。

22 数値例は、ブリーリ=マイヤース・前掲 (18) 33-36頁で設定されている例を用いている。

たコール・オプションと同じペイ・オフとなる。まず、株価45のときは、株式の価値は $45 \times 4/7 = 25.71$ となり、返済額は利息を含めて、 $26.46 \times 1.01 = 25.71$ となることから、ペイ・オフは0となる。一方、株価80のときは、株式の価値は $80 \times 4/7 = 45.71$ となり、返済額は利息を含めて25.71となることから、ペイ・オフは20となる。

オプションの複製資産を作成する際には、どれだけの額を借り入れてどれだけの株式を購入するのかを算出しなければならない。1単位のコール・オプションを複製するのに必要な株式の単位数は、オプション・デルタとよばれる。オプション・デルタの算出方法は、オプション価格の想定変動幅を原資産たる株価の変動幅で除することによって算出することができる。オプション価格の変動幅は、株価の変動幅によって決定されることから、オプションの価格算定においては、株価の変動幅が重要なパラメータとなる。

ブラック・ショールズによって提示されたオプションの価格を算出する式（ブラック・ショールズ公式）は、オプション発行時における原資産の株価、権利行使価格、権利行使期間、株価の変動幅、金利の要素から、オプションの時価を算出できることを示している<sup>23</sup>。

## (2) 法制度に与えた影響

わが国の会社法制では平成13年11月の商法改正において新株予約権の制度が創設されている。新株予約権制度の規定にはオプション評価理論によって、オプションの客観的価値が算出できるとする考え方が影響している<sup>24</sup>。

会社法における新株予約権制度も、平成13年11月の商法改正によって導入された枠組みを基本的に継承している。会社法では、新株予約権がコール・オプションであることを定義規定で明確に示している（会社法2条21号）。新株予約権の内容として、権利行使価額、行使期間を定めなければならない（会社法236条1項2号・3号・4号）。オプションの価値を算出する際に必要となる数値が新株予約権の内容として定められることになる。また、新株予約権の払込価額（会社法238条1項3号）がオプションとしての公正な価格を下回る場合には、新株予約権の有利発行に該当する（238条3項）。公開会社において第三者に新株予約権を有利発行する場合には、株主総会の特別決議が必要となる（会社法240条1項）。新株予約権の有利発行に関する規定は、オプション評価モデルによって新株予約権の価値が算出できることが前提となっている。

23 ブラック・ショールズの公式については、ブリーリ＝マイヤース＝アレン・前掲（18）46－50頁、野口＝藤原・前掲（18）198－204頁。

24 新株予約権制度が創設された背景については、家田崇「種類株式・新株予約権に関する会社法制の史的展開」浅木慎一＝小林量＝中東正文＝今井克典編『検証会社法（浜田道代先生還暦記念）』319頁（信山社、2007年）、355－357頁。

## 4 支配株式の取得方法に関する理論

### (1) 理論の概要

#### ①分析の枠組

株式会社の支配権は、議決権の一定割合を行使できる株式（以下、支配株式とよぶ）を取得することによって獲得できる。会社支配権を取得できる株式の取得は、支配株式の取得規制として法的な規制の対象とされている。法的な規制は、支配株式の取得に公開買付を強制する方法（強制公開買付規制）によって実施される。

強制公開買付規制は、機会均等ルールとよばれる理論に基づく。この機会均等ルールは、1960年代のアメリカで W.Andrews によって法理論として提唱された<sup>25</sup>。ほぼ時期を同じくして、英国では1968年にシティ・による自主規制（シティ・コード）として強制公開買付規制を実施している。わが国においても、平成2年（1990年）の証券取引法改正の際に、支配株式の取得に関する強制公開買付制度が創設されている。

支配株式の取得規制に関する経済分析<sup>26</sup>では、強制公開買付制度の有無によって、効率的な企業買収が抑制されないか、あるいは非効率的な買収が生じないかを分析している<sup>27</sup>。分析に際して、企業価値は、株式総価値と私的価値から構成されていると仮定する。株式総価値は、一株あたりの株価（市場価格）に発行済株式総数を乗じて算出される価値であり、株主に持株比率に応じて帰属する。株式総価値を超える企業価値は、私的価値となり、この私的価値は支配株式の保有者にのみ帰属する。買収者が支配株式を取得することによって、株式総価値と私的利益の合計額としての企業価値が増加する場合に、効率的な買収となる。その逆に株式総価値と私的利益との合計額が減少する支配株式の取得は非効率的な買収となる。買収によって、株式総価値あるいは私的利益のいずれが増加したとしても、他方が一方の増加額以上に減少するのであれば、合計額は買収前の企業価値を下回り、非効率的な買収と位置づけられる。反対に、株式総価値あるいは私的利益の一方が減少したとしても、他方の増加分が減少額を上回るのであれば、効率的な買収となる。最も極端な例としては、株式総価値を低下させる買収であったとしても、私的利益の増加額がその低下分を上回る場合には、効率的な買収となる。

経済分析では、特定の株主が会社の支配株式を保有している状況を想定し、強制公開買付制度がある状況とない状況の双方についてどのような買収者が支配株式を取得できるのかを、検討している。支配株式を取得できる買収者は少なくとも、①支配株主より株式総

25 William. D. Andrews, The Stockholder's Right to Equal Opportunity in The Sale of Shares, 78 Harverd Law Review, 505- (1965).

26 Marcel Kahan, Sales of Corporate Control, 9 Journal of Law Economics & Organization 368-379 (1993); Lucian A. Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, 109 Quarterly Journal of Economics 957-993 (1994).

27 家田崇「支配株式の取得規制と敵対的企業買収への防御策（2・完）」名古屋商科大学総合経営・経営情報論集49巻1号21頁（2004）、21-25頁では、Bebchuk, supra note (26) で提示されているモデル式を照会している。



価値を増加できる買収者、②支配株主より多くの私的利益を獲得できる買収者、のいずれかに該当しなければならない。株式総価値および私的利益の双方を支配株主より増加できる買収者は、当然に支配株式を取得できる。また、買収者は、株式総価値の増加または減少部分については持株比率に応じて他の株主と同様に享受するが、私的利益の変動分は買収者のみに帰属する。買収者の利得は、他の株主の利得と異なっている。

### ②強制公開買付がない状況

強制公開買付規制がない状況<sup>28</sup>では、買収者は支配株主からのみ株式を取得すればよい。この場合、株式総価値のうち支配株主の持株比率に相当する価額と支配株主の私的利益に相当する価額との合計額を超える価額を支配株主に対価として支払えば支配株式を取得できる。

買収者は、買収後に株式総価値が減少したとしても、持株比率に応じた部分のみを負担すればよく、私的利益の増加分でその減少分を埋め合わせることができる。買収者自身に帰属する株式価値減少額（＝株式総価値の低下額×買収者の持株比率）を超える私的利益の増加があれば、買収を実行できる。これと逆に、買収者が獲得できる私的利益の額が支配株主の私的利益よりも少額であったとしても、買収者自身に帰属する株式価値増加額によって私的利益の減少額を補填できるのであれば、買収を実行できる。

強制公開買付規制がない状況では、企業価値を減少させる買収が実行されうる。具体的にいうと、買収後の株式総価値の減少額が私的利益の増加額を上回る買収が実行される。買収者は私的利益の増加額をすべて享受できる一方で、買収後の株式総価値減少額については持株比率に応じた部分のみを負担すればよいからである。

また、強制公開買付規制がなく支配株式の取得が自由に認められているとしても、私的利益の減少額が買収後の株式総価値の増加額を上回る買収は、全体としての企業価値を高める買収であるにもかかわらず実施されない。買収者は、私的利益の減少額の全てを負担しなければならない一方で、株式総価値増加に伴う利益は、持株比率に応じて他の株主と分配しなければならないからである。

### ③強制公開買付規制が存在する状況

強制公開買付が存在する状況<sup>29</sup>では、買収者は支配株主からのみ株式を取得することはできず、全ての株主から均一の条件で株式を取得しなければならない。支配株主が株式の全てを売却しない限り買収は成立しないことから、買収者は、支配株主にとっての一株あたりの価格を公開買付価格として提示し、売却を希望する全ての株主から株式を買いとる必要がある。支配株主にとっての一株あたりの価値には私的利益も反映されている。

強制的公開買付規制が存在する状況では、効率的な買収が制限される。具体的には、買収者が支配株主よりも株式総価値を増加させるものの、少額の私的利益しか実現できない場合である。買収者は支配株主が享受している私的利益の額を含め、一株あたりの買取価

28 家田・前掲（27）22－24頁参照。

29 家田・前掲（27）24－25頁参照。

格を提示し、売却を希望する全ての株主から株式を買いとらなければならないからである。

一方、強制公開買付規制が存在する状況では、非効率的な買収が実行されることはない。買収者が提示する公開買付価格には、支配株主が享受している私的利益の額も含まれることから、株式総価値を株式数で除した値を上回る。このような買取価格で全ての株主から株式を買いとらなければならないので、買取後の企業価値は買取前を上回る。

#### ④数値例による説明

具体的な数値例を用いて説明する。発行済株式総数100株の株式会社を想定する。一株あたりの株価（市場価格）は1として、株式総価値は100とする。発行済株式総数のうち75株は支配株主が保有しており、支配株主が享受している私的利益の額は25とする。この株式会社の企業価値は、株式総価値100と私的利益25の合計125となる。

買収者が支配株式取得を通じて、この株式会社を買収することを計画する。強制公開買付規制がない状況では、買収者は支配株主に100以上で75株を買いとることを提案し、支配株主がこの提案に応じれば買収が実行される。この場合、買収者の買取後の持株比率は0.75となる。一方、強制公開買付規制が存在する状況では支配株主にとっての一株あたりの価値を買付価格として株式公開買付を実施し、売却を希望する全ての株主から株式を買いとらなければならない。支配株主にとっての一株あたりの価値は $100/75=1.34$ となる。買収者は買付価格1.34で株式公開買付を実施し、全ての株主から合計134で株式を買いとらなければ買収を実行できない。

まず、強制公開買付規制がある状況で効率的な買収が制限される例について説明する。具体的にいうと、買収者は株式総価値を100から120に増加させるが私的利益は12しか享受しない場合である。この場合、買取後の企業価値（株式総価値120と私的利益12との合計132）は買取前の企業価値（株式総価値120と私的利益25との合計125）を上回るので、効率的な買収となる。強制公開買付規制がない状況に、買収者が支配株式取得に必要な費用は100であり、買収者の利得は株式総価値（120）に買収者の持株比率（0.75）をかけた数値（90）と私的利益（12）の合計（102）となる。買収者に帰属する企業価値が支配株式の取得に必要な費用（100）を上回るので買収が実行される。これに対して、強制公開買付規制がある状況では、買収者が支配株式取得に必要な費用は134（ $1.34 \times 100$ ）となる。買収者に帰属する利益は株式総価値（120）と私的利益（12）との合計額（132）となるが、これは支配株式の取得に必要な費用（134）を下回ることから、買収は実行されない。

次に、強制公開買付規制が存在する状況で非効率的な買収が制限される例について説明する。具体的には、買収者は株式総価値を90に減少させるが、33の私的利益を得る場合である。この場合、買取後の企業価値（株式総価値90と私的利益33との合計123）は買取前の企業価値（株式総価値120と私的利益25との合計125）を下回るので、非効率的な買収となる。強制公開買付規制がない状況では、買取後に買収者に帰属する企業価値は、株式総価値（90）に買収者の持株比率（0.75）をかけた値（67.5）と私的利益（33）との合計（100.5）となる。買収者に帰属する企業価値（100.5）は支配株式取得に必要な費用（100）を上回るので、このような買収は非効率的であるにもかかわらず実行される。一方、強制

公開買付規制が存在する状況では、買収者に帰属する価値は株式総価値（90）と私的利益（33）との合計額（133）となるが、これは支配株式取得に必要な費用（134）を下回るの  
で、買収は実行されない。

## （2）法制度に与えた影響

わが国においては、平成2年の証券取引法改正の際に、支配株式の取得に関する強制公開買付制度が導入されている<sup>30</sup>。わが国で導入された強制公開買付制度には①市場取引による支配株式取得は規制の対象外としている点、②部分的な公開買付を許容している点の特徴がある。

平成15年（2003年）2月8日に、ライブドア<sup>31</sup>がニッポン放送株式の35%を取得たことを明らかにした<sup>32</sup>。2月8日のライブドアによるニッポン放送株式927万株の取得は東京証券取引所の立会外取引システム ToSTNeT-1 を通じて実行されていた。この株式取得によって、ライブドアによる買付後の株式所有割合が3分の1を超えたにもかかわらず、強制公開買付規制の対象外とされた<sup>33</sup>。ToSTNeT-1 を利用したことから、当事の証券取引法の規定によると形式的には市場取引と該当すると解されたからである。金融庁はライブドアによる取引の実態が明らかになるとともに、強制公開買付規制に不備があったことをみとめており、平成15年の証券取引法では、立会外取引システムを通じて、買付後の株式所有割合が3分の1を超える株式の取得については、強制公開買付規制の対象とするように規定を改正している<sup>34</sup>。

これにくわえて、金融商品取引法における支配株式の取得規制では、買付後の持株比率が3分の2以上となる場合について、全部買付義務を課している（金融商品取引法27条13第4項）。

## ⑤ おわりに

本稿では、①株主に対する利益還元政策と企業価値に関する理論、②オプション評価理論、③支配株式の取得規制が企業買収に与える影響に関する理論を対象に、これらの理論の概要を把握し、会社法制にどのように取り入れられたのかを検証した。①の理論は、株主に対する会社の余剰資金返却に関する法制度、とりわけ自己株式取得に関する法規制の緩和に影響を与えたと考えられる。②の理論はわが国において新株予約権の制度が導入された論拠となったと考えられる。③の理論は、支配株式の取得に関する強制公開買付規制に関連している。これら3つの理論が相互に関連を持つ事柄で、今後、会社法制において

30 公開買付に関する証券取引法平成2年改正については、内藤純一「新しい公開買付制度（上）・（下）」商事1219号4頁、1220号5頁（1990年）参照。

31 正確には、ライブドアを代表とする集団でニッポン放送株式を取得している。

32 ライブドアによるニッポン放送の買収の経緯と、この買収が後に証券取引法制にどのように影響を及ぼしたのかについては、大崎貞和「ニッポン放送をめぐる経営支配権争奪と資本市場法制」資本市場クォーターリー2005年春号2005年）、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2005/2005spr02.pdf>（visited at 2009/02/01）

33 大崎・前掲（32）3頁。

34 大崎・前掲（32）頁。

検討しなければならない課題として、敵対的企業買収と買収防衛策の在り方があると考えられる。とりわけ、平成19年（2007年）には取得条項付新株予約権の株主割当とその取得を通じて、買収者である株主に会社資金を返却する機能を持つ買収防衛策が実施され、最高裁はこれを容認する司法判断を示している。強制公開買付規制は敵対的企業買収の手法を規制しており、新株予約権は買収防衛策の手法として頻繁に利用されている<sup>35</sup>。また、買収防衛策によって、買収者たる株主への会社資金返却を行うことを認めるべきかが検討すべき課題となるだろう<sup>36</sup>。検討に際しては、本稿がとりあげた企業金融理論が参考になると考えられるが、理論のメカニズム、射程をよく考慮にいれながら、具体的な問題のうち、企業金融理論を参考にすることによって解決できる問題とそうでない問題を峻別しなければならないと考える。

---

35 家田崇「新株予約権制度の導入と会社法制の再構築」稲葉威雄＝尾崎安央編『改正史から読み解く会社法の論点』231頁（中央経済社、2008年）、250－255頁では、新株予約権制度は、転換社債・新株引受権付社債などのように第三者に対してコール・オプションを発行する場合を想定して導入されたのであって、新株予約権の株主割当については、会社法に至るまでの一連の立法において十分に考察されていないことを指摘し検証している。

36 経済産業省の企業価値研究会（座長・神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授）は2008年6月30日に「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（以下、企業価値研究会2008年報告書とよぶ）を公表している。ここでは、買収者にたいして会社資金を返却することは望ましくないとする立場から、買収者に対する補償を行わない買収防衛策を適法とする解釈を試みている。企業価値研究会2008年報告書は商事1838号53頁（2008年）に掲載されている。田中亘「企業価値研究会『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』を読んで－デラウェアの影、そして影との戦い－」商事1851号4頁（2008年）企業価値研究会2008年報告書は、デラウェア州のもとの防衛策に関する法理及び実務をあるべき姿ととらえ、わが国でもその実現を目指す立場が顕著である点を指摘し、その立場とは異なる政策を採用する可能性について検討している。