

は し が き

本書は、「数字でわかる」をコンセプトにした、新しいタイプの会社法の学習書である。会社法の何が「数字でわかる」というのか、本書の狙いがどこにあるのか、といった点については、第1章で詳しく説明しているのでそれを参照されたいが、最も重要な点は、多数の当事者の利害が複雑に絡み合うことの多い会社法の問題を考えるうえでは、利害状況を明瞭に分析するために、数字を用いた議論が極めて有益となる、ということである。また、会社法は、会計学、経済学、および統計学といった、他の社会科学と深い関わりを持っている。そしていうまでもなく、これらの学問分野は、数字（あるいは数学）を利用する部分が極めて大きい。厳密な論理を展開するうえでは、それが必要不可欠だからである。本書は、会社法の理解にとって重要なこれらの関係諸科学の知識をわかりやすく伝えるということも、重要な目的としている。

本書は、基本的には、ロースクールや学部で会社法を学習中の人を主な読者として想定している。しかし、本書の多くの章では、従来の会社法学において曖昧にされていたところ、議論が十分に詰められていなかったところを浮き彫りにし、より緻密な分析を行うように試みている。また、株式や新株予約権の評価方法など、実務上も問題になることの多い論点について重点的に検討している他、今後の会社法学（特に立法論）において利用が拡大すると見込まれる統計学については、最新の統計手法の紹介を含めて詳しく解説している。このような点で、本書は、会社法の学習者にとどまらず、研究者や実務家、さらには、法律や自主規制の立案に携わる人にとっても、手に取る価値のあるものになっていると考える。

本書は、編者の他、本書の企画に賛同してくれた7名の研究者による共著である。各章は、最終的には、それぞれの担当者の責任において執筆されているが、執筆に際しては、著者全員で何度も会合を開き、各自が持ち寄った原稿を

はしがき

たたき台にして活発な議論を重ねた。そのようにして生まれた本書は、著者たちの共同研究の成果物であるといってもよい。

本書の執筆・編集に当たっては、企画の段階から一貫して、有斐閣書籍編集第1部の藤本依子さんと藤木雄さんにお世話になった。記して感謝申し上げる。

2013年3月

田 中 亘

目 次

第 1 章 数字で「わかる」とはどういうことか 1 ——本書の狙い

- I はじめに 1
- II 数字で「わかる」とはどういうことか (1)
 - 利害状況を明確化すること 1
 - 1 数字を用いた分析がなぜ重要か 1
 - 2 論点——業務提携のための新株発行における有利発行性の判断 2
 - 3 設 例 4
 - 4 高騰前の株価を基準に 1 株の払込金額を決める場合 5
 - 5 高騰後の株価を基準に 1 株の払込金額を決める場合 6
 - 6 ま と め 8
- III 数字で「わかる」とはどういうことか (2)
 - 望ましい法制度についての洞察を得ること 8
 - 1 規範的な分析 8
 - 2 規範的な分析をする際の判断基準——効率性について 9
- IV 関係諸科学への招待 11
- V おわりに 12

第 2 章 株式価値の評価 14

- I はじめに 14
- II さまざまな株式価値の評価方法 15
 - 1 ネットアセットアプローチ 15
 - 2 インカムアプローチ 16

目次

	<i>Column 2-1</i> 企業の配当政策	16
3	マーケットアプローチ	19
III	株式の評価をめぐる裁判例・学説の状況	20
1	裁判例の動向	20
2	学説上の有力説	23
IV	DCF方式による株式評価のプロセス	25
1	全体像	25
2	将来FCFの算定	28
3	割引率の設定——リスクがある場合	29
	<i>Column 2-2</i> マルチ・ファクター・モデル	34
	<i>Column 2-3</i> 非流動性ディスカウントとマイノリティ・ディスカウント	37

第3章 株式有限責任制度と債権者の保護 39

I	はじめに	39
II	株式有限責任制度の存在意義	40
1	主に上場企業に当てはまるもの	40
2	株式会社一般に当てはまるもの	41
	<i>Column 3-1</i> 合名会社と株式会社	42
III	株式有限責任制度の弊害	44
1	総説	44
	<i>Column 3-2</i> 個人の「無限責任」と破産免責	44
2	不法行為コストの外部化	45
3	資産代替	50
4	会社財産の株主への移転	54
IV	債権者による自衛	55
1	利率の引上げ	56
2	行為自体の直接的制限と再交渉権限の留保	57
3	株主による会社債務の保証	58

V	法律による債権者保護と学説による立法提言	59
1	分配可能額規制	59
	Column 3-3 資本制度と債権者保護	61
2	法人格否認の法理と取締役の対第三者責任	62
3	法的倒産手続と経営状態の悪化した場合の取締役の義務	62
4	不法行為コストの外部化への対処	65
VI	まとめ	68

第4章 取締役の善管注意義務・忠実義務 および株主代表訴訟 71

I	はじめに	71
II	取締役の善管注意義務・忠実義務の機能と問題点	71
1	善管注意義務と忠実義務——その意義はどこにあるか	71
2	設例と課題	73
3	単純な契約	74
4	条件付き契約	74
5	成果連動型契約	78
6	忠実義務・善管注意義務の機能	85
7	法的責任ルールの問題点——裁判所の能力の限界	88
	Column 4-1 裁判所の判断の誤りが取締役の行動に与える影響	89
8	法の戦略	90
III	株主代表訴訟の意義と問題点	93
1	株主代表訴訟の役割	93
2	代表訴訟の（潜在的な）問題点	94
3	実証研究とその評価	95
	Column 4-2 株主は代表訴訟をどう見ているか	98
IV	おわりに	98

第5章 会社法のための会計入門 101

- I はじめに 101
- II 貸借対照表・損益計算書とは何か 101
 - 1 貸借対照表とは何か 101
 - Column 5-1 「純資産」と「資本」 105
 - 2 損益計算書とは何か 105
- III 貸借対照表・損益計算書の作成方法——簿記のしくみ 107
 - 1 簿記とはなにか——「複式簿記」と仕訳 107
 - 2 簿記による貸借対照表・損益計算書の誘導 110
 - 3 自己株式・新株予約権の会計処理——純資産の会計 115
 - 4 発生主義会計と費用収益対応の原則 118
 - 5 時価評価 122
- IV 「分配可能額」の計算 124

第6章 募集株式の発行等と株主の利益 131

- I 新株発行の基本的なメカニズム 131
 - 1 株式の発行と株主の利益 131
 - 2 新株発行の価格と新旧株主間の利益移転 133
- II 有利発行規制との関係 135
 - 1 基本的な理解 135
 - 2 有利発行規制と市場価格 137
 - Column 6-1 買収者が自信過剰になっている場合は？ 144
 - Column 6-2 宮入バルブ事件 145
 - Column 6-3 株主利益と私的利益 147
 - Column 6-4 株式を対価とする公開買付けに関する産活法の特例 153
 - Column 6-5 より望ましい条件を得るための交渉と取締役の義務 155
 - Column 6-6 支配が移転する第三者割当てと株主総会決議 156

- Ⅲ 払込金額と「損害」 157
 - 1 損害をめぐる2つの考え方 157
 - 2 2つの考え方による違い 158
 - 3 いずれと考えるべきなのか？ 159

第7章 オプションと会社法 161

- I はじめに——オプションとは何か 161
 - 1 本章の構成 161
 - 2 オプションとは何か 161
- II オプションとしての新株予約権 163
 - 1 意義 163
 - 2 新株予約権の評価の重要性——有利発行の問題との関係で 164
 - 3 有利発行性の判断——かつての解釈論と新しい解釈論 165
 - 4 オプション評価の基礎理論——二項モデルの基本的な考え方 168
 - 5 オプション評価理論についての追加的説明 171
 - Column 7-1* 統計用語の基礎知識 172
 - Column 7-2* 二項モデルにおける安全利率の想定 174
 - 6 裁判例における新株予約権の評価の実際 180
- III オプションとしての新株予約権付社債 183
 - 1 意義 183
 - 2 新株予約権付社債の有利発行性の判断 183
- IV オプションとしての株式 185
 - 1 株式がオプションであること 185
 - 2 株式がオプションであることから得られる知見 186

第8章 友好的買収・組織再編と株式買取請求権 191

- I はじめに 191
 - Column 8-1* わが国における企業買収取引 191

目次

	<i>Column 8-2</i> 株主総会における多数決の濫用への対処法	195
II	株式買取請求権制度の概要	196
	1 反対株主の範囲	196
	<i>Column 8-3</i> 基準日後の株主と株式買取請求権	197
	2 株式買取請求権の行使	198
III	公正な価格の算定	198
	1 総説	198
	2 価格算定の基準日	200
	<i>Column 8-4</i> 価格算定の基準日をめぐる最高裁の判断とその射程	208
	3 「公正な価格」の算定方法——シナジー適正分配価格の場合	209
	<i>Column 8-5</i> 有力説の見解とMBOへの適用可能性	213
	4 「公正な価格」の算定方法——「ナカリセバ」価格の場合	214
	<i>Column 8-6</i> 株式買取請求権によるシナジーの分配は本当に望ましいか？	219
	<i>Column 8-7</i> 米国における株式買取請求権の利用状況	219

第9章 買収手法の強圧性ととりうる法の対処策 222

I	強圧性とはどういう問題か	222
	1 はじめに	222
	2 公開買付けとは何か	222
	3 3つのストーリー	226
	4 公開買付けの強圧性の問題とは	231
	5 落差が生じる類型	232
	<i>Column 9-1</i> 「強圧性」という用語のニュアンス	235
II	何が問題か	237
	1 株主利益と企業価値	237
	2 強圧性=悪？	240
III	対処方法	242
	1 総説	242

2	Bebchuk 教授の提案	243
3	株主総会決議による買収防衛策	244
4	セカンドチャンスの付与	245
5	二段階買収と株式買取請求権	246
6	全部買付義務	247
IV	ブルドックソース事件	248
第 10 章 実証分析入門 252		
I	実証分析の意義	252
II	相関関係と回帰分析	254
1	相 関 関 係	254
2	回 帰 分 析	256
3	OLS による推定	258
4	質的従属変数と MLE	259
III	仮 説 検 定	261
1	母集団と標本	261
2	仮 説 検 定	262
3	表の読み方	264
IV	法制度の評価	266
1	マッチング	268
2	IV (instrumental variable)	269
3	DD (differences-in-differences)	271
4	FE (fixed effects)	272
V	株価を使った実証分析の手法	274
1	イベント・スタディ	274
2	マーケットモデルを活用した反事実の構築	276
VI	おわりに	278
	事 項 索 引	281

凡 例

■法 令

会社法の条文は、他の法令との混同を避けるため必要な場合を除き、条文番号のみで引用している。それ以外の法令については、原則として、『六法全書』（有斐閣）巻末の法令名略語によった。

■判 例

最大判昭和 45・6・24 民集 24 卷 6 号 625 頁（百選 2，商判 I-3）
= 最高裁判所大法廷昭和 45 年 6 月 24 日判決，最高裁判所民事判例集 24 卷 6 号 625 頁（江頭憲治郎 = 岩原紳作 = 紳作裕之 = 藤田友敬編『会社法判例百選〔第 2 版〕』〔有斐閣，2011〕事件番号 2，山下友信 = 神田秀樹『商法判例集〔第 5 版〕』〔有斐閣，2012〕事件番号 I-3）
東京高決平成 22・5・24 金判 1345 号 12 頁
= 東京高等裁判所平成 22 年 5 月 24 日決定，金融・商事判例 1345 号 12 頁
東京地決平成 20・3・14 判時 2001 号 11 頁
= 東京地方裁判所平成 20 年 3 月 14 日決定，判例時報 2001 号 11 頁

■雑 誌

民 集：大審院民事判例集・最高裁判所民事判例集
判 時：判例時報
判 タ：判例タイムズ
金 判：金融・商事判例
金 法：金融法務事情

■書 籍

江 頭：江頭憲治郎『株式会社法〔第 4 版〕』（有斐閣，2011）
神 田：神田秀樹『会社法〔第 15 版〕』（弘文堂，2013）
L Q：伊藤靖史 = 大杉謙一 = 田中亘 = 松井秀征『会社法〔第 2 版〕』（LEGAL QUEST）（有斐閣，2011）
会社法 VM：落合誠一編，中東正文 = 久保田安彦 = 田中亘 = 後藤元 = 得津晶著『会社法 Visual Materials』（有斐閣，2011）

■文献表記

本文・脚注中の「○○・後掲」は、各章末の参考文献欄に掲げた文献を指す。

編著者・著者紹介

編著者

田 中 亘 (たなか・わたる)
東京大学社会科学研究所准教授
[第1章・第4章・第7章 執筆]

著 者

飯 田 秀 総 (いいた・ひでふさ)
神戸大学大学院法学研究科准教授
[第9章 執筆]

久保田安彦 (くぼた・やすひこ)
大阪大学大学院法学研究科准教授
[第2章 執筆]

小 出 篤 (こいで・あつし)
学習院大学法学部・法科大学院教授
[第5章 執筆]

後 藤 元 (ごとう・げん)
東京大学大学院法学政治学研究科准教授
[第3章 執筆]

白 井 正 和 (しらい・まさかず)
東北大学大学院法学研究科准教授
[第8章 執筆]

松 中 学 (まつなか・まなぶ)
名古屋大学大学院法学研究科准教授
[第6章 執筆]

森 田 果 (もりた・はつる)
東北大学大学院法学研究科准教授
[第10章 執筆]

本書のコピー、スキャン、デジタル化等の無断複製は著作権法上での例外を除き禁じられています。本書を代行業者等の第三者に依頼してスキャンやデジタル化することは、たとえ個人や家庭内での利用でも著作権法違反です。

第1章

数字で「わかる」とはどういうことか——本書の狙い

I はじめに

『数字でわかる会社法』と題した本書の序論として、会社法の何が数字で「わかる」というのか、本書の狙いがどこにあるのか、といったことについて説明したい。数字で会社法が「わかる」というとき、それは主として次のようなことを念頭に置いている。1つは、何らかの会社法のルール（立法ないし法解釈）を採用した場合に、関係する人々の利害がどのように影響を受けるかを明確にできるということである。もう1つは、望ましい会社法のルールが何かについて、一定の洞察を得ることができるということである。本章のⅡとⅢでは、数字を用いた分析のこうした効用について説明する。最後にⅣでは、本書のもう1つの狙いである、会社法に関係する諸科学をわかりやすく紹介するという点について、説明する。

Ⅱ 数字で「わかる」とはどういうことか（1）

——利害状況を明確化すること

1 数字を用いた分析がなぜ重要か

数字を用いた分析の効用として、まず、利害状況を明確化する機能について説明しよう。会社法の問題を考えるうえでは、関係する当事者の利害状況を注意深く分析する必要がある。望ましい法制度が何かについてどのような立場をとるにせよ、少なくとも、特定の立法ないし法解釈をすると不利益を被る者がいるにもかかわらず、その者の不利益をまったく無視して立法や法解釈を提唱するとすれば、それは優れた法律論とはいいたくないことは同意してもらえらるう。

第1章 数字で「わかる」とはどういうことか

そのような利害状況を分析するうえで、数字を用いることの利点は大きい。会社法の問題は、往々にして、多数の当事者の利害が複雑に絡み合うため、文章だけで利害状況を分析しようとしても容易ではないことが多い。逆に、数字を用いれば、割合簡単に分析できてしまうのである。このことを、本書の後の章（第6章）でも取り上げる具体的な論点を例にとって説明しよう。

2 論点——業務提携のための新株発行における有利発行性の判断

会社法上、公開会社は、定款に規定した発行可能株式総数の範囲内であれば、取締役会の決議によって、募集株式の発行等（199条以下）をすることができるのが原則であるが、1株の払込金額が、募集株式の引受人にとって「特に有利」である場合は、既存株主の利益を保護するため、株主総会の特別決議による承認を要するものとしている（有利発行規制。201条1項・199条2項3項・309条2項5号）。

こうした有利発行性が裁判で争われた著名な事件として、ソニー・アイワ事件がある（東京高判昭和48・7・27¹⁾。以下、「本件」ないし「本判決」という）。本件では、ある上場会社（A）が第三者（Y）と業務提携をする目的で、Yに割り当てて新株の発行（第三者割当増資）をしたが、Aの取締役会が発行の決議をする時点で、すでに、両社が業務提携するであろうという見通しは株式市場に流れており、Aの株価は高騰していた。それでも、Aの取締役会は、高騰前の低い株価を基準にして1株の払込金額を決め（決議時の株価のおよそ半額）、株主総会の承認を得ることなく新株発行を行った。Aの株主の1人が、Yに対して、改正前商法280条の11（会社法212条1項1号に相当）の責任を追及したが、裁判所は、1株の払込金額が著しく不公正であったとはいえないとして、請求を棄却した。

学説上は、結論において本判決を支持する立場（以下、これを「有力説」という）と、決議時における（業務提携の見通しを受けて高騰した）株価を基準に1株の払込金額を決めなければ有利発行になると解すべきだとして反対する立場（以下、「反対説」という）がある。これら学説については、会社法判例百選の解

1) 判時715号100頁（百選96、商判I-50）。

II 数字で「わかる」とはどういうことか (1)

説の中で、次のように要約・論評されている (百選 197 頁 [仮屋広郷])。

「本件第三者割当は、業務提携を目的としていたことに鑑みれば、本件における株価高騰は、A が Y の傘下に入ると、技術の相互補完性、資金的テコ入れ等により A の業績が向上するという、いわゆるシナジー (相乗効果²⁾) を見越したものであったと考えられる (中略)。

ここで注意すべきは、①高騰した価格からシナジーを反映した部分を除いた部分が Y の払込金額とされれば (= 本判決のルール)、A に生じるシナジーは、既存株主と新株主である Y との間で、新株発行後の持株割合に比例して配分されることになり、[これに対して、] ②シナジー含みの高騰した価格が Y の払込金額とされれば (= 反対説のルール)、Y がシナジーの恩恵を受ける割合は小さくなる (極論ではあるが、仮に 100% シナジーが反映されているような場合には、Y は何の恩恵も受けない)、という点である」。

仮屋教授はこのように述べて、高騰前の株価を基準に払込金額を決めても通常は公正であるとする有力説の立場³⁾は「合理性があるように思う」と評している。

けれども、法律学習者がこの記述⁴⁾だけを読んで、その趣旨を正確に理解することは難しいであろう。なぜ、高騰前の株価を基準に 1 株の払込金額を決めると、シナジーが「持株割合に比例して」配分されることになるのか、また、なぜそれが「通常は公正である」といえるのか。あるいはまた、高騰後の株価を 1 株の払込金額とすると、「Y は何の [シナジーの] 恩恵も受けない」ことになるのはなぜか。

一般に、法律学習者向けの文献 (教科書・教材) は、字数の制約が厳しく (百選の場合、どんなに込みいった判例であっても、見開き 2 頁、字数でいうと 4800 字しか書けない!)、書き手が「この記述ではたぶん読者は理解できないだろうな」とわかっているにもかかわらず、どうにもならない場合もあるのである。その場合、法律学習者は教科書・教材だけに頼るのではなく、そこでなされている引用等を手がかりに、より高度な文献に当たる必要がある⁴⁾。とはいえ、そうした高度な文献

2) 業務提携や企業の結合・買収によって生まれる企業価値の増大分をシナジーという。LQ 353 頁 [田中亘] 参照。

3) 代表的な文献として、江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』(有斐閣、1995) 228 頁。

4) ただし、ここでの問題についていえば、より高度な文献 (江頭・前掲注 3) 227 頁)

第1章 数字で「わかる」とはどういうことか

は、学習者向けに書かれたものではないため、読んでみても必ずしも理解できないということもありうる。学習者向けにかみ砕いた説明をしてくれる文献があればいちばん望ましいであろう。そして、本書は、数字を用いることで、そうした「かみ砕いた説明」をすることを目指しているのである。そこで次に、ここでの論点を、数字を用いた設例によって分析してみよう。

3 設 例

【設例】 Aは、もしもYと業務提携しない場合、その株主価値⁵⁾は6000円であるとする。また、発行済株式総数は100株であるとする。Aは、Yから3000円の払込みを受けて新株を発行し、Yと業務提携をすると、その株主価値は12000円になるとする。こうした業務提携の見通しは、Aが新株発行の決議をする前から、すでに株式市場に流れており、株価は高騰しているとする。

もしも株式市場における株価が、Aの株主価値を合理的に予測して形成されていくとすれば、株価が高騰する前（業務提携の見通しが市場に流れる前）のAの株価は、1株60円であったはずである（以下では、高騰前の株価は実際に1株60円であったことを前提にする）。そしてAが、Yから3000円の資金調達を受けると、その株主価値は、従前の株主価値と調達資金額の合計である9000円でなく、12000円になるとされているが、その差額3000円が、AとYの業務提携による（技術的・営業的補完性や資金面の助成等により生じる）シナジーに相当する。

を読んででもなお、得心の行かない人が多いのではないかと思う。シナジーが新株発行後の持株割合に応じて配分されることが通常は不公正といえないという説明の仕方が、やや舌足らずに思われるからである。その点は、本文で後述する。

- 5) ある会社の「株主価値」（株主全体に帰属する価値）とは、企業価値（第2章で説明するとおり、会社が生み出す将来キャッシュフローの割引現在価値と定義できる）から金融（有利子）負債を差し引いたものである。第2章、特にIV1を参照。
- 6) この設例（本書で後に出てくる多くの設例も同じ）では、計算を簡単にするため、あえて小さな数字を用いている。もっと現実的な数値を用いても、分析の本質に変わりはない。

4 高騰前の株価を基準に1株の払込金額を決める場合

まず、1株の払込金額を高騰前の株価である60円にした場合、Aの既存株主とYがそれぞれどれだけの利益を得るのか、とりわけ、シナジーが両者にどのように配分されるかを考えてみる。

実際に計算してみよう。Yは1株60円で3000円の払込みをするから、Yが発行を受けるべきAの株式数は、 $3000/60=50$ (株)となる。すると、新株発行後のAの株式は、Aの既存株主とYとが、2:1の割合(100株と50株)で保有する。発行後のAの株主価値は12000円であり、そのうちAの既存株主に帰属する分は、 $12000 \times (100/150) = 8000$ (円)である。株価が高騰する前は、Aの株主価値は6000円であったから、Aの既存株主は、業務提携により $8000 - 6000 = 2000$ (円)の利益を得たことになる。他方、発行後のAの株主価値のうちYに帰属する株主価値は、 $12000 \times (50/150) = 4000$ (円)である。Yは払込金額3000円と引き換えにこの価値を得たのであるから、Yの利益は $4000 - 3000 = 1000$ (円)となる。すなわち、業務提携によるシナジー3000円は、Aの既存株主とYとの間で、2:1の割合、つまり、「新株発行後の持株割合に比例して」(百選197頁[仮屋])配分されることになる。

もっとも、「シナジーが新株発行後の持株割合に比例して配分される」ということは、それ自体は、Yがたくさん新株の発行を受けるほどたくさんシナジーの配分を受けられるという、当然のことをいっているに過ぎない。なぜそこから、払込金額が「通常は公正である」という主張が出てくるのか、納得できない人もいるのではないか。

実は、ここでのポイントは、シナジーが「新株発行後の持株割合」に応じて配分されることにとどまらず、シナジーが既存株主と引受人との間で、それぞれが従前に把握していた価値の比率に応じて配分されることにあると考えられる(その意味では、従来の学説の説明の仕方には、やや舌足らずな面があったように思われる)。Aの株主価値は、業務提携のシナジーを反映する前は6000円であり、それが、Aの既存株主が従前把握していた価値である。他方、Yが従前把握していた価値は、YがAに払い込んだ金額、つまり3000円である。高騰前の株価を1株の払込金額として新株を発行すれば、発行後の持株割合は、Aの既存株主とYのそれぞれが従前把握していた価値の割合($6000 : 3000 = 2 : 1$)

第1章 数字で「わかる」とはどういうことか

と等しくなり、業務提携のシナジーもまた、その割合に応じて配分されることになるのである。

このような配分割合が、なぜ有力説によって「通常は公正である」と考えられているのかについては、業務提携の目的でAがYに新株発行をするという行為は、「Aの既存株主とYとが、それぞれ、Aの事業全部と金銭とを出資しあって、合弁企業を設立する」という行為と経済実質的には同じであるという事実⁷⁾に思いをいたせば、理解できるであろう。もしもAの既存株主とYとが、それぞれ6000円と3000円の金銭出資をしたとすれば、両者の持株割合を2:1にすることが、通常は公正だといえるだろう。Aの既存株主が6000円の金銭でなく、それだけの価値を持つ事業を出資した場合も、やはり、出資額に応じて持株割合を決めるのが、通常は公正である——あるいは少なくとも、そのように決めることが引受人に「特に有利」(199条3項)であるとか、「著しく不公正」(212条1項1号)であるとまではいえないだろう、というのが、有力説の考え方である⁸⁾。

5 高騰後の株価を基準に1株の払込金額を決める場合

これに対し、仮に決議時の(業務提携の見通しを受けて高騰した)株価を1株の払込金額にする場合はどうなるであろうか。この場合、Aの既存株主とYがそれぞれどれだけの利益を得るかは、決議の時点までにAの株価がいくらまで高騰するかに依存する。そして、株価がいくらまで高騰するかは、株式市場(そこで株式取引をする投資家)が、AのYに対する新株発行が行われる可能性がどれだけあると予測しているかに依存して決まる。ここでは、問題点を明確

7) どちらの行為も、その結果として、Aの事業全部とYが払い込んだ金銭を所有する会社が存在して、その株式をAの既存株主とYが保有するという状態が実現する。

8) 本文に述べた発想は、合併をすることを、各当事会社の株主がそれぞれの会社の事業全部を出資して合弁企業を設立することに見立てて、各当事会社の従前の株価の比率に基づいて合併比率を決めることが公正であると論じる、米国由来の学説(神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準——アメリカ法」鴻常夫先生還暦記念『八十年代商事法の諸相』(有斐閣、1985)331頁、353-354頁参照)に負っている。高騰前の株価を基準に1株の払込金額を決めれば通常は公正と認められるとする有力説は、合併を念頭に置いて展開されてきた学説の議論を、新株発行の場面に応用したものである。

II 数字で「わかる」とはどういうことか (1)

にするために、決議の時点までに、株式市場は、「A が（決議時における株価を1株の払込金額として）Y に新株発行をすることは確実である」と予測して、株価を形成すると仮定しよう。⁹⁾ その場合、業務提携のシナジーはすべて A の既存株主に配分され、Y は利益を得られないという結果になる。

そのことは、次のようにして明らかにできる。上記の仮定のもとでは、決議の時点においてすでに、A の株価は、「A が Y に新株発行をした後に実現する（1株当たりの）株主価値」と同額まで高騰しているはずである。その株価（=1株の払込金額=新株発行後の1株あたりの株主価値）を p 円としよう。そして、1株の払込金額を p 円とした場合に、Y に対して発行される株式数を q 株とする。すると、次の2つの等式が成立する。

$$3000/p = q \quad \dots (1)$$

$$p(100+q) = 12000 \quad \dots (2)$$

Y は1株 p 円で3000円をAに払い込み、 q 株の発行を受けるのだから、(1)の等式が成立していなければならない。また、(2)は、新株発行後のAの株主価値が12000円、1株当たりの株主価値が p 円で、発行済株式総数が $(100+q)$ 株になることを表している。この2つの等式から（連立方程式を解くと）、 $p=90$ （円）、 $q=33$ （株）となる。¹⁰⁾

この場合、Y は3000円の払込みと引き換えに3000円相当のA株式を手に入れることになり、¹¹⁾ その利益は0円である。他方、Aの既存株主に生じる利

9) この仮定のもとでは、決議の時までに新株発行の情報はAの株価に完全に織り込まれることになり、実際にAが新株発行の決議をして公表しても、さらには実際に新株発行をしても、Aの株価はそれ以上変動しないことになる。もちろん、現実には、決議の時点では株式市場は新株発行をそこまで確実に予測していないことも多いであろう。その場合、決議時のAの株価は、新株発行後のAの（1株当たりの）株主価値と同水準まで高騰することはなく、その結果、Yは業務提携のシナジーの一部を享受することができることになる。ここでは、有力説の問題意識（高騰後の株価を基準にするとYはシナジーの配分を受けられない恐れがある）が何なのかを明確にするために、あえてこのような（人によっては「極論」と感じられるかも知れない）仮定を置いている。

10) 小数点未満を四捨五入している。厳密には、 $q=33\frac{1}{3}$ である。

11) $90 \times 33\frac{1}{3} = 3000$ （円）。

第1章 数字で「わかる」とはどういうことか

益は、 $90 \times 100 - 6000 = 3000$ (円) であって、業務提携のシナジー 3000 円はすべて A の既存株主に配分されることになる。この条件は、むしろ A の既存株主に「特に有利」であるといえるかもしれない。少なくとも、この条件よりも Y に有利な条件で発行すれば直ちに有利発行になるとまでいうことは、難しいのではなからうか。1 株の払込金額は高騰前の株価を基準に決めればよいとする有力説の考え方は、以上のような考慮に基づいているのである。

6 ま と め

本章では、結論において有力説と反対説のいずれをとるべきかについて論じることはしない。以上の分析を前提にしても、業務提携のシナジーをどのように配分するかは、A の取締役会でなく、A の株主に決めさせるべきだとして、反対説を支持するという議論もありうる場所である。この点については、第 6 章でさらに詳しい議論が展開されるであろう。ここで強調したいことは、この問題を考えるうえでは、高騰前あるいは高騰後の株価を 1 株の払込金額とすることにより、A の既存株主と Y の利害は、それぞれどのように変わるかを分析する必要があるということである。さもなければ、関係する当事者の利害状況に注意を払わずに法解釈をすることになり、不適切な法律論であると評されることになろう。数字を用いた分析により、利害状況の明確な分析が可能となるのである。

Ⅲ 数字で「わかる」とはどういうことか (2)

—望ましい法制度についての洞察を得ること

1 規範的な分析

Ⅱでは、法律論(立法論であれ、解釈論であれ)をする際に、関係する当事者の利害状況を明確に分析するために、数字による分析が有用であると論じた。このような目的での数字の利用は、法律論をどのような判断基準に基づいて行うか——ある立法なり法解釈が「望ましい」かどうかを、どのようにして判断するか——に関わりなく、有用であると考えられる。法律論をどういう判断基準に基づいて行うにしても、その前提として、関係する当事者の利害状況を注

意深く分析することは必要であると考えられるためである¹²⁾。

しかし、本書の各章の分析では、単に利害状況を分析するだけでなく、一定の規範的な主張（法は「こうあるべきだ」という主張）をするために、数字による分析を行っている場合がある。たとえば、第4章Ⅱで取締役の忠実義務の意義を論じる場合のように、特定の法制度の存在意義——ある法制度を有することは、それを有しない場合と比べてどういう点で「望ましい」か——を明らかにするために、数字による分析をすることがある。また、第3章Ⅲで株主有限責任の「弊害」を論じているように、特定の法制度の問題点を明らかにするために、数字による分析をしている場合もある。

2 規範的な分析をする際の判断基準——効率性について

このような規範的な議論をするにあたっては、ある法制度が「望ましい」とか、あるいはそれに「問題点」があるとかいう場合、どういう判断基準に即してそういっているのが問題になる。本書の各章の分析では、そうした規範的な議論を——必ずしも明示的でなく、また、常にそれによっているとも限らないが——、効率性 (efficiency)¹³⁾ という基準によって行っている場合が多い¹⁴⁾。効率性という評価基準は、法制度の望ましさを、それが人々にもたらす便益（利

12) この点は、あるいは異論があるかも知れない。法の「望ましさ」は、その法が人々の利害にどのように影響を与えるか（法の「帰結」）とは無関係に判断すべきだ、と考える人もいるかもしれない。その立場によれば、本書で展開する数字による分析は、まったく無用ということになる。しかし、筆者は、少なくとも会社法の問題についていえば、そのような徹底した反帰結主義的な立場は、人々の支持を得られないだろうと考えている。

13) 効率性の意味について詳しくは、田中亘「取締役の社外活動に関する規制の構造(2)」法学協会雑誌 117 巻 10 号 (2000) 1425 頁, 1504-1513 頁参照。

14) たとえば、第9章で飯田准教授は、公開買付けの「強圧性」と呼ばれる現象について、それが何らかの法的対処を検討するに値する「問題」であると考えられる理由の1つを、企業価値を低下させる買収が強圧性によって実現する可能性がある点に求めている（第9章Ⅱ1の「第2」の理由）。これは、効率性を基準にした規範的分析といってよい（「企業価値」とは、要は会社が生み出す便益のことである）。しかし、飯田教授はそれと並んで、株主利益が害されることそれ自体も問題とされており（同じく「第1」の理由）、これは、効率性とは異なる評価基準を使っていると解される（強圧的な買収が行われてもそれによって企業価値が低下しない場合は、株主が不利益を受けた分だけ買収者の利益が増えるので、効率性の観点からはそれ自体を問題にするには当たらない）。

第1章 数字で「わかる」とはどういうことか

益)の大きさによって判断しようとするものである。もしも法制度が、人々に便益だけでなく費用(損失)ももたらす場合は、便益から費用を差し引いたもの(ネットの便益)の大きさによって、その望ましさを評価することになる。この基準によれば、たとえば、忠実義務の意義は、それが会社と取締役との間の価値ある(費用を上回る便益を生む)関係の形成を可能とする点に求められることになるし(第4章)、株主有限責任制度の「弊害」は、主として、過度にリスクであって費用を上回る便益を生まない事業を行うインセンティブを株主に与えてしまう点に求められることになる(第3章)。

このような判断基準を受け入れる限り、法制度の望ましさはネットの便益の大きさによって評価されることになるから、便益と費用とを明示的に数値化した(数字を用いた)分析が有用であることは明らかであろう。ただ、効率性という基準を用いることに対しては、法制度の望ましさを効率性だけで判定することができるのか、もっと別の、正義とか公正といった判断要素も(あるいはそれこそが)重要なのではないかと、といった反論があるかも知れない。それについてどう答えるかは、本書の執筆陣の間でも見解が分かれるところだと思うので、ここで本書の立場はこうだと明示することはしない。筆者(本章の執筆者である田中)自身は、こと自分の研究領域である商法その他の私法の分野に関する限り、法制度の望ましさは、効率性だけで判断すべきであり、それ以外のどんな判断要素も交えるべきではないのではないかと真剣に考えるようになっている。それは、1つには、一般には正義・公正の観点から要求されると考えられているさまざまな法規範は、実は、その法規範を広く社会に普及させれば効率性を増進するということから正当化することができるのではないかと考えているためである。¹⁵⁾もう1つには、もしも効率性以外の(正義とか公正といった)判断要素により正当化できる法規範があるとすると、それは、非効率な

15) たとえば、詐欺や強迫が禁じられるのは、詐欺や強迫の実行やその防止のために費やされる努力は社会的な浪費であること、および、詐欺や強迫のゆえに結ばれる契約は当事者相互の利益になるものではないためその履行を法が促す根拠がないこと、という、もっぱら効率性の観点から正当化できる(シャベル・後掲337-378頁、385-386頁参照)。法が横領を禁じることも、同様に、効率性の観点から説明できる(田中・後掲231-237頁参照)。会社法の「正義」とは「富の最大化」(本文に述べた効率性とほぼ同じと考えてよい)を図ることにあると論じるものとして、草野・後掲第1章も参照。

(費用を上回る便益を生まない) 行為であっても法が人々に義務づけることが正当化される場面があるということになるが、そのような場面が、筆者には思いつかないためである。

もっとも、本書における規範的な分析を読むうえでは、筆者の見方に賛同してもらわない必要はない。効率性が、法制度を評価するための唯一の基準であるという見方は受け入れられなくても、法制度を評価するさまざまな判断要素のうちの1つになりうるという見方を受け入れる限り、効率性を基準にした規範的な分析には一定の意義が認められるはずである。もしも読者が後者の見方に立つのであれば、効率性を基準にした規範的な分析の結論が、正義や公正といった他の判断要素を加えた場合にどのように変わりうるかを——「正義」や「公正」とは具体的には何を意味するのかという点も含めて——考察してみてもよいであろう。

IV 関係諸科学への招待

本書のもう1つの狙いとして、経済学（特にファイナンス理論）、統計学、会計学（簿記）といった、会社法に關係する諸科学を紹介することも挙げられる。

本章では、法律論をするにあたって、關係する当事者の利害状況を分析することの重要性を強調したが、そのためには、經濟主体がどのように行動し、その結果としてどのような社会の状態が實現するかに関する分析手法を發展させている經濟学は、大いに参考になる學問分野である。また、經濟学でも特にファイナンス理論は、株式価値（第2章）やオプション価値の評価（第7章）に関する理論を發展させている。これらの理論は、株式や新株予約権の価値評価が争われる裁判例で現実に利用されており、その意味で、こうした理論の少なくとも基礎を知っていることは、会社法の実務をする上でも不可欠のものとなりつつある。

また、關係する当事者の利害状況を知るうえで、実証的な研究は当然ながら重要である。本書の多くの章では、しばしば、簡単な設例を用いて利害状況を分析しているが、こうした分析から得られる結論は、あくまでも仮説の域を出ず、それが現実の利害状況をどこまで正確に反映しているかについては、究極

第1章 数字で「わかる」とはどういうことか

的には、実証的な研究を待たなければならない。わが国においても、近時は、会社法に関連する実証研究が経済学者らにより徐々に行われつつあるが、これを適切に理解するためには、統計学に関する最低限の知識が必要となる。本書では、今後の法律学にとって実証研究がますます重要になるという認識のもと、特に1章を割いて、統計学の基本的考え方および、現に実証研究で使用されるさまざまな統計手法について解説している（第10章）。

最後に、会計学ないし簿記の知識は、会社法の計算のルールを理解するうえで重要である。計算を苦手としている会社法の学習者は多いと思うが、私見では、それは簿記に関する基本的な知識なしに、会社法の教科書の（つまり文章による）説明だけで理解しようとするからである。実際に簿記の基本を学び、資産、負債、資本（ないし純資産）、収益および費用がどのように会計上記録されるかを知ると、難しく思えた計算のルールも割合簡単に理解できると筆者は考えている。簿記については、本書の第5章で解説している。

V おわりに

以上に説明したとおり、本書では、さまざまな形で数字を用いた分析を行っているのであるが、それらに通底しているのは、法律学においては、関係する当事者の利害状況を注意深く分析することが重要であるという認識である。読者が本書を通じて、これまで十分に理解していなかった（あるいはなんとなく理解したと思っていた）会社法の諸問題についてより深く理解することができ、それによって、より強い関心を持って会社法の学習に取り組めるようになることを願っている。

◆練習問題◆

II3~5では、業務提携を目的とする新株の発行に際して、①もしも1株の払込金額を、業務提携の見通しを受けて高騰する前の株価に等しく設定するとすれば、業務提携のシナジーは、既存株主と引受人との間で、それぞれが従前把握していた

16) たとえば、2009年日本私法学会の商法シンポジウムでは、会社法に関する実証研究が発表された（商事法務1874号（2009）4頁以下参照）。

価値の比率に応じて分配されること、および、②もしも1株の払込金額を、業務提携の見通しを受けて高騰した株価に等しく設定するとすれば、(業務提携の見通しが発行決議までに株価に完全に反映されていることを前提にすると)シナジーは既存株主のみに分配されることになることを、数字を用いた設例によって示した。しかし、これに対しては、たまたまこの設例における数値の設定の仕方によって、そのような結果になったのではないか、という疑問が生じるかもしれない。

上記①②が、数値の設定の仕方を問わず一般的に成り立つことを示すためには、数字の代わりに、文字を使う分析が必要になる。IIの設例で、業務提携をしない場合のAの株主価値をV円、その発行済株式の総数をm株、新株発行に際してYがAに払い込む金額をS円、Yに新株発行して業務提携をした場合に実現するAの株主価値をW円とした場合に、上記①②が成り立つことを示さない。

◇ヒント◇

ここで指摘したとおり、数字を用いた分析には、一般性に欠ける(分析の帰結が数値の設定の仕方に依存しているのではないかという疑問が常につきまとう)という欠点がある。これに対し、文字を用いた分析は、取っ付きにくさがあるかもしれないが、一般性のある帰結を導くことができる。本書は、取っ付きやすさを優先し、設例はすべて数字を用いたものになっているが、読者は、そこで示されている帰結が、文字を使っても成り立つかどうかを確かめてみるのもよいだろう。そのような実践をすることで、読者は、法の経済分析(法と経済学)と呼ばれる学問領域に足を踏み入れることになる。

■参考文献■

- 草野耕一『会社法の正義』(商事法務, 2011)
- シャベル, スティーブン(田中亘=飯田高訳)『法と経済学』(日本経済新聞出版社, 2010)
- 田中亘「忠実義務に関する一考察——機能に応じた義務の設計方針」小塚莊一郎=高橋美加編『落合誠一先生・還暦記念 商事法への提言』(商事法務, 2004) 225頁

数字でわかる会社法

Numerical Analysis of Corporate Law

2013年4月30日 初版第1刷発行

編著者	田中 亘
著者	飯田 秀 総 久保田 安彦 小出 篤 後藤 元 白井 正和 松中 学 森田 果
発行者	江草 貞治
発行所	株式会社 有斐閣

郵便番号 101-0051
東京都千代田区神田神保町 2-17
電話 (03)3264-1314 [編集]
(03)3265-6811 [営業]
<http://www.yuhikaku.co.jp/>

印刷・大日本法令印刷株式会社／製本・株式会社アトラス製本

© 2013, W. Tanaka, H. Iida, Y. Kubota, A. Koide, G. Goto,
M. Shirai, M. Matsunaka, H. Morita. Printed in Japan

落丁・乱丁本はお取替えいたします。

★定価はカバーに表示してあります。

ISBN 978-4-641-13638-0

JCOPY 本書の無断複写(コピー)は、著作権法上での例外を除き、禁じられています。複写される場合は、そのつど事前に、(社)出版者著作権管理機構(電話03-3513-6969, FAX03-3513-6979, e-mail:info@jcopy.or.jp)の許諾を得てください。