

平成22年 5月12日現在

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2007～2010

課題番号：19530073

研究課題名（和文） 中小企業の資金調達とステイクホルダーとの利益調整の研究

研究課題名（英文） Research on the stakeholders and the finance of the SMEs

研究代表者

松原 正至（MATSUBARA SHOJI）

広島大学・大学院社会科学部・教授

研究者番号：10252892

研究成果の概要（和文）：中小企業の資金調達に際して、いわゆるステイクホルダーの利益はどこまで保護されるべきかということの研究した。とりわけ銀行という債権者と一般のステイクホルダーは分離して考察すべきこと、また、株主以外のステイクホルダーの利益についても会社の価値の最大化という文脈では取締役会が考慮しなければならない要素の一つであることが比較法的にも明らかであることが理解できた。

研究成果の概要（英文）：In this research, the scope of protection of stakeholders and how to protect them are explained. In the financing of SMEs, because the role of banks are crucial, when we research of stakeholders in SMEs we must think the protection of banks and the others separately. The board of directors must think the profit of the stakeholders when they believe doing so is worthy for the company in the US and the UK.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2008年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2009年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	2,800,000	840,000	3,640,000

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：商法

1. 研究開始当初の背景

私は平成16年度から18年度にかけて基盤研究(C)(2)「起業社会に対応した中小企業法制・会計政策の研究」というテーマで科学研究費補助金をいただいて研究を行ってきた。この研究では、中小企業の会計の精度向上にはリレーションシップバンキングが重

要であること、英国の会社法制の改革が中小規模の会社の現実を想定したものであること等を確認し、中小企業の会計政策について一定の示唆を得た。本研究はここでの成果をさらに一歩進めて、起業した後の中小企業が会社法・金融商品取引法などの法律および中小企業に適応した会計基準を用いていかに

機動的・戦略的に資金調達が可能であるか、また、その資金調達手段は、既存株主や債権者さらにはさまざまな利害関係者からなるステイクホルダーの利益とどのようにバランスを保っていくべきかということについて研究が進められるべきと考えたものである。

加えて、このような着想に至った背景にはさらに、これまでの研究成果のほか、平成18年から施行されているわが国の会社法において、種類株式や新株予約権という方法で、これまでになかった資金調達手段が認められることになったこと、また、同年に成立した金融商品取引法においても、例えば、私募による資金調達が広く認められるようになったことなど、中小企業をとりまく法制度が隙的に変化したことも大きな要因となっている。

2. 研究の目的

株式会社の資金調達においては会社法上、株式を中心とした規整が置かれており、会社法学においてもこの分野の研究成果は膨大である。これに対して、中小企業の資金調達の実際は株式によるものではなく、銀行借入れ等の間接金融に依ることが多く、その場合には特定の債権者との間の契約関係に依るため、制度的な規整等があまり存在せず、研究も蓄積されていない。特定の債権者として認識するなら、個々の契約が力関係による濫用的なものか否かという点に法が介入すればよいだけのようにも思われるが、果たしてそうであるか。場合によっては会社の命運を左右する存在でもあるこれら債権者については、株主に対する規整とは違う形であっても、何らかの保護等が必要ではなからうか。そこで本研究では特に、資金調達の場面において、会社をとりまく種々の利害関係者（ステイクホルダー）について、その利害のバランスをどのように調整するのかということを中心にすることを目的とした。

より具体的には、特に中小企業への法制度を意識的に構築しようとしている英国法と、会社法をリードしている米国のデラウェア州法を参考にしつつ、ステイクホルダーの保護をどのように考えるのかということについて研究を行うこととし、中小企業の資金調達の状況において、

- ・いかなるステイクホルダーが存在するか
 - ・保護の必要性はどの程度あるのか
 - ・立法政策としていかなる提言が可能か
- ということを明らかにすることを目的とした。

3. 研究の方法

法律学の調査・研究は主として文献に依ることが多い。米国文献のようにインターネット経由で取得できる場合もあるが、英国文献の場合には未だに電子媒体での提供は少なく、また、わが国においても英国同様である。したがって、最新の情報については特に文献を収集する必要がある、それに応じて研究を進めるという方法をとらざるを得ない。

また、わが国における立法動向等の調査・研究には、研究会等に参加するという方法をとるとともに、米国についての調査・研究はインターネットによる商法データベースを活用することにした。さらに英国については、2000年から2001年にかけての在外研究時に滞在したリーズメトロポリタン大学の Tim Birtwistle教授の協力を得ることとした。当該大学はヨーロッパ最大のビジネススクールであり、会社法関係について資料が豊富に蓄積されているとともに、Birtwistle教授の専門がヨーロッパ通商政策・会社法であることから、中小企業の資金調達について精通しているからである。

各年度における研究方法は以下の通りである。

(1) 2007年度

2007年度においては、主として、わが国の中小企業の資金調達およびステイクホルダー論についての調査・研究を行った。主として文献収集とその分析を中心に進めた。

(2) 2008年度

2008年度は2007年度に得られた成果をもとに、米国法との比較検討の必要性が高まったため、主として、前半に米国、後半に英国の制度との比較検討を行った。具体的には、①ステイクホルダーとの利害対立が顕著となる中小企業法制について、米国のLLPやLLCにおいて何が問題となりうるかを検証し、特に重要な判例について紹介した。②2009年2月にロンドンに8日間滞在することにより、DBERR等の政府機関での資料収集やBirtwistle教授の紹介による研究会への参加を通じて調査・研究を進めた。

(3) 2009年度

最終年度となる2009年度は、2007年度および2008年度にて得られた成果をもとに、当初の計画通り、わが国および米国ならびに英国の状況についてのフォローアップを行った。そして、これらの結果を踏まえて、わが国の会社法制が、中小企業の資金調達とステイクホルダーとの利益バランスをどう定めるべきかについて、一定の示唆を得た。

4. 研究成果

以下に記述する研究成果の概要については、説明の便宜上、米国、英国、そしてわが国の法制に関する検討の成果の順に述べることとする。

(1) 米国法制

① 判例の検討

米国における中小企業は、特に近年ではLLCによって営まれることが多く、したがってLLC法の分析が必要となる。しかしながら、LLC法はその成立が新しく、どのようにステイクホルダーの利益調整を行うかということについては判例に依るしかない状況である。そこで、代表的な判例と思われるものを調査し、その概要が以下である。

・ *Haley v. Talcott*, 864 A.2d 86 (Del. Ch. 2004).

これはデラウェア州においてLLCの解散命令の要件が示された事例であり、本判決では、LLC法 18-802 条に定める解散命令を出すにあたって、会社法 273 条が比較対象としてふさわしいかどうか、また、そうであるとしても、LLC法の基礎は契約法であるから、当事者の契約に基づいた退出方法をとるべきとすべきか、について検討している。そして、当事者同士がデッドロック状態にあり、契約にも定めがない場合には、裁判所は解散命令を出せることを明らかにした。

・ *Tzolis v. Wolff*, 10 N.Y.3d 100 (N.Y. 2008).

これは、ニューヨーク州LLCのメンバーに派生訴訟の権利を認めた事例である。ニューヨーク州法ではメンバーに派生訴訟の権利を認める明文規定が存在していないために争われたが、他に救済の方法がない場面において、派生訴訟を認めないことはむしろ立法意思に反するとして認められた。

② 会社法の検討

1980年代のアメリカでは、LBOなどの敵対的企業買収が盛んになり、買収の対象となった会社は買収後に多額の負債や利払い等を背負ったため、工場閉鎖や雇用削減を強いられ、それによって地域社会に深刻な影響を与えた。このことから、会社経営者は株主の利益の最大化のみを考慮すべきとの考え方に反省が加えられ、取締役は業務の遂行に当たって、株主だけでなく他のステイクホルダーの利益も考慮すべきであるという気運が高まった。加えて、企業買収に対する防衛策を取締役が採用することを容易にすることを意図した立法化の要請が高まってきた。

そして、1983年のペンシルバニア州以降、現在ではアメリカの33の州においてconstituency statuteが各州の会社法の中に規定されているとされる。これによって、取締役が買収提案などに対応する際、株主の利益だけでなくステイクホルダーの利益を考

慮することができることとなり、取締役の会社に対する信認義務が修正される結果となるから、信認義務修正法ともいわれる。

各州におけるconstituency statuteの多くは、裁判所の見解と同様に、株主の利益とステイクホルダーの利益が衝突する場合には株主の利益が優先して考慮されるという立場が前提とされている。しかし、いくつかの州では、株主の利益と関連付けることなく他のステイクホルダーの利益を考慮することが認められている。(ペンシルバニア州など)。

(2) 英国の検討

ビクトリア時代以来、取締役の義務は制定法ではなく判例法によって構築されてきた。イギリスの判例法の下では、取締役は、伝統的に、会社に対して受任者義務(fiduciary duty)と注意・スキル義務(duty of care and skill)を負うとされ、取締役は会社の利益のために行動しなければならないという原則が確立されていた。

ところが、イギリスの新会社法(2006年)では、取締役の一般的義務を明文化するに至った。そして、この新会社法では、従来まで新会社法 172 条において、会社の成功を推進するために、取締役は株主利益のみならず、従業員利益を始めさまざまな要素(ステイクホルダー利益)を考慮しなければならないと規定される。

第 172 条第 1 項：会社の成功を推進する義務

会社の取締役は、善意で、株主の全体の利益のため会社の成功を推進すると考えたやり方で行動しなければならない、そしてその際、(とりわけ) つぎのことを考慮しなければならない。

- (a) 意思決定により予想される長期的な結果
- (b) 会社の従業員の利益
- (c) 供給者、顧客その他の者と会社の事業関係を発展させる必要性
- (d) 会社事業の社会および環境に対するインパクト
- (e) 会社が高い水準の事業活動をしているとの評判を維持することが望ましいこと
- (f) 会社の株主を公平に扱う必要性

この条文をいかに解釈するかという点で学説は分かれているが、一般的には、株主の利益といつているが、これは無条件かつ短期的なものではなく、長期的な観点から、ステイクホルダーとの関係、社会・環境等へのインパクトおよび評判に注意を払って事業を構築されてこそ達成されるべきものとされている。この条文は制定されたばかりということもあって未だ解釈は定まっていなが、少なくとも「株主の利益」とされるものだけを考慮することはできないと解される。

(3)わが国の検討

①比較法的見地からの検討

アメリカにおいてもイギリスにおいても、ステイクホルダーの利益を考慮することは正当であると考えられている。特に、株主利益の最大化がある意味自明のこととされているアメリカにおいては、会社の収益や資産、および会社の事業との関わりから「合理的な範囲」について寄付等が認められることが指針として明らかにされている点と、敵対的買収の防衛といういわゆる「非常時」においてステイクホルダーの利益考慮が正当化されるとしている点が特徴的である。これに対してイギリスでは、未だ実務に定着しているとはいえないものの、「平時」からステイクホルダーの利益考慮が正当化されている。

わが国の場合、敵対的な買収の際にステイクホルダーの利益を考慮することが長期的にみて株主の利益の最大化に資するとして防衛を正当化しようとするのがよくみられる。しかしこの場合に、どのようなステイクホルダーの利益をどのように考慮しているのかについて全く明らかでなく、加えて、「長期的にみて」という漠然とした言い回しで何が株主の利益の最大化となるかということ自体が非常に曖昧であると言える。少なくとも、経営者が会社の方針として株主の利益最大化と考える方針を明確に述べるのが重要であると思われる。

平時におけるステイクホルダーの利益考慮に関しては、実態として、むしろわが国の方が以前から、アメリカやイギリスなどの明文規定がなくとも考慮しているのではないかと思わなくもない。ただし、イギリスのようにステイクホルダーの範囲を明確に定めている点は、経営者の恣意的なステイクホルダー論を排除し、客観的に義務違反を検討する上で非常に参考になるとと思われる。

以上で述べてきたことは、いわゆる大規模公開会社に当てはまる議論であり、いわゆる中小企業に対してそのまま妥当するものではない。まず、株主利益の最大化ということ自体、中小企業（ここでは非上場会社と同義にとらえる。）の場合には通常、支配株主とそれ以外の少数派株主が存在しているのであって、「株主利益」とはいつでも、当然に支配株主の利益であるわけではなく、もちろん少数派の利益であるはずもないから、その考え方自体が現実とは乖離している。しかも、株主と経営者が同一である場合も多く、その場合にはこの考え方自体がおかしいものとなる。

また、ステイクホルダーの利益考慮はもとも株主利益の最大化に対する制約として正当化されるものとして考えられてきた発想である。そうであるなら、中小企業におけるステイクホルダー論は別の出発点がなけ

れば説得力に欠けるものとなる。しかし中小企業こそ、株主と経営者が近い関係にあるから、会社の存在のためにはまずステイクホルダーの利益を考慮することが重要であると思われる。例えば、銀行や従業員等がこれに該当するであろう。ただ、たとえステイクホルダーの利益考慮を正面から正当化すべきとしても、ステイクホルダーこそ一律ではなく、考慮すべき程度には差があると思われる。これを恣意的にならないようにし、また、後に経営者が責任を問われた際に、その責任を減免できるようにするためには、ある程度の立法措置が必要とも思われる。その際にはイギリスの制度が参考になると思われるが、ステイクホルダーに立法で順位づけをするのは無理がある。少なくとも、方向性として、経営者がどのようなステイクホルダーの利益を考慮しているかが理解できるような制度とすべきかとも考えるが、この点についてはさらなる検討が必要である。

②判例の検討

ステイクホルダーの利益保護として、有価証券虚偽記載を原因とするいわゆるライブドア株式一般投資家集団訴訟第一審判決（東京地判平成21年5月21日判時2047号36頁）が重要な位置づけを締めている。この事件は中小企業ではないものの、さまざまな利害関係人がどのように保護され、また、会社関係者はどのような場合にどのような責任を負担するのかという点について詳細な検討が加えられており、その論点は次の通りである。

- ・有価証券報告書の重要事項について虚偽記載が認められるべき場合と当該報告書を提出した株式会社、同社の取締役、監査役並びに同社の監査を受嘱していた監査法人および公認会計士等の損害賠償責任の有無

- ・東京証券取引所の規則に基づく適時開示において虚偽公表が認められるべき場合と当該公表をした株式会社、同社の取締役、監査役並びに同社の監査を受嘱していた監査法人および公認会計士等の損害賠償責任の有無

- ・有価証券報告書の虚偽記載および東京証券取引所の適時開示における虚偽公表が認められる株式会社の株式を取得した者の損害が認められる場合と損害額の算定方法

この判例の評釈を行うことにより、会社法だけでなく、金融商品取引法によるステイクホルダーの保護を考察でき、直接金融の場面、特にいわゆる資本市場を利用する場合のプレイヤーの個々の義務と責任が明確にできた。他方、機関投資家等のプロに対する損害賠償額と一般投資家等のステイクホルダーの損害賠償額との間にかなりの差異があることが明らかになり、また、理論的に説明できていない点が今後の課題となる。

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3件)

- ① 松原正至、ニューヨーク州LLCのメンバーに派生訴訟の権利を認めた事例、商事法務、査読無、1897号、2010年、51-54
- ② 松原正至、有価証券報告書の虚偽記載による損害賠償請求が認容された事例、判例時報、査読無、2066号、2010年、194-202
- ③ 松原正至、デラウェア州におけるLLCの解散を命じる判決の要件、商事法務、査読無、1855号、2009年、46-50

[図書] (計1件)

- ① 松原正至、他、成文堂、現代民事法改革の動向Ⅲ、2009年、378

6. 研究組織

(1) 研究代表者

松原 正至 (MATSUBARA SHOJI)
広島大学・大学院社会科学部研究科・教授
研究者番号：10252892

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：