

平成 22 年 5 月 14 日現在

研究種目：若手研究（B）  
 研究期間：2008～2009  
 課題番号：20730053  
 研究課題名（和文）株式所有構造と法制度——private benefitの観点から

研究課題名（英文）Stock Ownership and Legal System—from the perspective of private benefit.

研究代表者

得津 晶（TOKUTSU AKIRA）  
 北海道大学・大学院法学研究科・准教授  
 研究者番号：30376389

研究成果の概要（和文）：法制度によって株式所有構造（法人株主、個人株主、金融機関保有など）が影響を受けているという発想の下、支配株主や取引先株主が会社から有利な取引条件を引き出すことが規制されていないことによる private benefit により、その分、少数派株主にとって魅力がなくなるというデメリットがあるものの、これらの株主は、通常の株主と異なり会社経営陣へのモニタリングも期待できるというメリットがあるので、一律に規制することは難しいことを、ドイツ、近時のアメリカの比較からも裏付けた。

研究成果の概要（英文）：Under the idea that stock ownership structure depends on legal rules, this research was implemented. Controlling shareholders and business partners' shareholders gain "private benefit" because they are not prohibited business favorable terms with hold companies. Private benefit impairs the other shareholders (e.g., minority shareholders), and it is demerit that company cannot be funded on favorable conditions from minority shareholders because of the existence of private benefit. But, there is merit too, because shareholders who get private benefit often possess good monitoring faculties to managers. Because "private benefit" has both merit and demerit, my research does not recommend establishing unified legal regulation against private benefit.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	1,300,000	390,000	1,690,000
2009年度	1,000,000	300,000	1,300,000
年度			
年度			
年度			
総計	2,300,000	690,000	2,990,000

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：株式所有構造、私的利益、会社法、商法

### 1. 研究開始当初の背景

申請時は日本における敵対的買収時代の本格的到来期であり、対抗策としての株式持

合いの再強化に再び注目が集まっている一方で、会社法上の株式持合規制については規制導入以降、学界の関心は薄れており、現在の学問水準に照らしての再検討が求められ、

他方、広く株式所有構造については、特に、アメリカを中心としたファイナンス分野による株式所有構造と法制度の関係についての実証分析の結果が日本の法学界にも流入し始めていたが、そこでの著名な La Porta et al.(LLSV)の研究は日本を分散型と認定しており法人株主の問題が指摘される日本国内での言説とは齟齬があった。

そこで、日本の株式所有構造の実態について近時のファイナンスの業績も踏まえた上で、日本国内での言説が正確か否かの再検討が必要な状態にあった。

また、LLSV の実証分析は、少数派株主保護法制が進むほど株式所有の分散化が進むことを示しているが、それ以外にも、近時の法と経済学の成果により、少数派株主保護法制には、支配株主の少数派株主からの搾取（所得移転）を抑えることにより、株式の残余権・キャッシュフロー受領権限（剰余金分配請求権限など）と会社の支配権・議決権との乖離が少なくなり、このことによって経済的に効率的な、すなわち、社会的効用を最大化するようなインセンティブのある会社支配につながるという理論的な帰結が示されていた。

そこからは、株式を少数派株主にとっても魅力的な金融商品とするために、また、会社支配に適切なインセンティブを確保するために、適切な少数派株主保護法制の構築が望まれ、株式相互保有規制もこの観点から評価・再検討の必要があった。

この研究テーマの具体的手法として private benefit のあり方という観点が抽出された。少数派株主保護法制は支配株主による搾取を抑止するものであるが、この搾取とは、理論的には、株主が株式の投資商品の成果としてのキャッシュフロー以外から得ることのできる利益であり、private benefit（私的利益）と表現することができる。このように private benefit という理論的視角を採用することによって、支配株主に限らず、取引先株主（取引関係継続の利益）や経営者（経営者という地位にあることの精神的便益）にも共通する問題であることが判明し、直感的には、private benefit の完全な禁止は現実的な選択肢ではないのではないかという危惧が発生する。そこで、どの程度の private benefit が望ましいのかを株主利益にとどまらず、社会全体の効率性の観点から考えるという本研究独自の新たな視野が発生した。

そして、この観点の応用に、従来のメインバンク論が説くところの、メインバンクが株主の地位と取引先の地位とを併存することの問題点も、株式持合や取引先株主の問題と同様の private benefit の会社法的評価の問題に集約することができ、本研究の視角は非常に発展可能性の大きいものであった。

## 2. 研究の目的

本研究における課題は以下の2つであった。

### (1) 現在の日本の上場会社における private benefit の存在・程度の実証的調査

日本の株式市場においてどのように private benefit が存在するのかについて調査を行う。従来の文献と異なり、支配株主以外の private benefit にも着目するため、取引先としての地位などの広い範囲が対象となる。だが、このような広範な私的利益概念では、会社のキャッシュフローのみから導かれる客観的価値と現実の株価との乖離によって私的利益を計測することになるが、前者の計測は現実には困難であるため、私的利益を様々に類型化し、その類型ごとに私的利益を分析していくアプローチを採用する。この類型化アプローチは「どのような私的利益を法で規制すべきか」という実際に望ましい法規整への提言に直結することができ、従来の法律学とのリンクがとりやすいことが期待される。

### (2) 理論的に望ましい private benefit 範囲の画定

第二の課題は、理論的に望ましい private benefit をどのように画定するのかである。(1)から、日本の私的利益として問題になる場面にはどのような類型があるのかを考えていく。

## 3. 研究の方法

本研究は(1)実証分析と(2)理論的研究の2種類を行った。

### (1) 実証分析

本研究の初期においては従来の実証分析の資料を渉猟することからはじめた。ここでは、ファイナンス・実証分析の法律学の応用に関する資料のみならず、ファイナンスの基礎文献を収集することから始めた。その際に、ややファイナンス文献が手薄な勤務校図書館のみならず、東京大学法学部・経済学部図書館所蔵の文献も参照したほか、SSRN など国外のインターネット上のウェブサイト上の working paper ほか、e-journal も活用し、ファイル等に分類整理した。

そのほか、ファイナンス・実証分析に関して CARF(東京大学金融教育センター)、RIETI(経済産業研究所)等のセミナー、研究会に出席し、ファイナンス分野の最先端の議論の取り込みに努めた。

### (2) 理論研究

研究の初期段階においては、一方ではファ

ファイナンスの成果を法学内部でも応用する議論の蓄積のあるアメリカ法学者による文献を収集し、他方で、法学におけるファイナンスの受容という観点からは未発達ながらもユニバーサルバンクシステムの是非について日本のメインバンクシステム同様、問題が共有され、広く議論が蓄積されているドイツ法学の文献を渉猟した。メインバンクシステム、ユニバーサルバンクシステムも、株主たる地位と他の法的地位（債権者としての地位など）が併存することと捉える本研究の問題関心からは共通項が多く、比較研究に大いに参考になった。

#### 4. 研究成果

##### (1) 株式持合規制の分析

本研究の最大の成果は、株式所有構造と法制度の関係の中でも、日本の株式所有構造に特有の株式持ち合いについて主に法理論面の研究を進め、成果を論文として公表・完結させた点にある（雑誌論文③④⑧⑨）。本研究では、日本法の歴史的経緯の分析、ドイツ法の歴史的経緯の紹介と分析から始めた。その中で、日独の規制の趣旨を理論的に分析すれば、持合株式規制という条文上は小さな問題が、少数派株主保護という文脈の中に再構成され、少数派株主保護の問題は、株式所有構造をいかにデザインしていくかという問題であるという大きなストーリーを描き出すことに成功した。具体的には、株式持合においては、具体的に株式を保有しているという場面だけではなく、取引先関係等の株主として以外の地位に立つ者が株主を兼務することで、株主に議決権を認めた法律が予定していた経済的地位とは異なる状況に株主が置かれ、それにより法律が期待していた株主の会社利害関係人の価値の総和の最大化のインセンティブが歪み、多数派株主が歪んだ状態で会社支配権を行使すれば少数派株主及びその他の利害関係人が害されることを問題とし、実証研究はこの問題意識を支えていると指摘した。

この問題意識を延長すると、近時、アメリカで議論されている、株主が経済的帰属をデリバティブ商品等によって回避しつつも議決権を維持することを問題視する empty voting ないし new vote buying の問題も同列に論ずべき事柄として発展させることができた。また、会社法以外の独占禁止法・銀行法における株式保有規制も同列に論じられるかどうかを問題提起し、日本で現実に起きている紛争において政策目的による株式取得をどのように考えるべきかの問題提起も行った。

また、当該問題意識を広く一般に普及するために第 72 回私法学会で報告し（報告⑤）、

専門家向けに発信するとともに、学部生向け教材に成果を反映し（論文②）、さらにより広く社会一般向けのものも公表し（論文①）、社会への啓蒙・還元を図った。

##### (2) private benefit 規制の方向性

他方、株式持合規制研究及び empty voting の研究を通じて、private benefit が発生する場面の多くでは、private benefit によるインセンティブの歪みが問題となる一方で、専門家によるモニタリング能力によって株式所有構造が分散している場合の free ride problem の克服に有用であるとのメリットもあり、常にこのトレード＝オフがあることから、画一的にどちらかを優先することは困難であるとの結論に達した（報告②）。

そこで、個別の会社ごとに定款自治による対応が考えられるわけだが、現在の日本法の問題点は、定款にどのような規定を設けても株主多数決（特別多数決）で変更されうることにより、少数派株主保護の定款規定がコミットメントとして機能しない点に求められるとし、アメリカの empty voting の議論から示唆を受けて、新規上場（IPO）時以外では変更できない定款規定の作出や、もしくは証券市場毎に少数派株主保護の程度が異なる上場規則を作成させ証券市場間の競争（日本においては現実的ではないかもしれないが）による解決策を提示した。

##### (3) 法学方法論への還元

本研究の主眼である法学にファイナンス的成果を導入するという点については、その準備作業として、規範的主張を扱う法律学と記述的研究でしかない経済学・ファイナンスとが本質的に相容れないものではないかという方法二元論の根本的問題に遭遇した。まず、事実状態が法規範に与える影響の代表例として、会計慣行と会社法の計算規定の関係を近時の裁判例の評釈として検討し、成果を公表した。さらに、一般的・包括的な考察を目指し、かつての法解釈論争の位置づけを再度行うことを目的として整理した成果を公表した。この作業のために、専攻分野以外の研究会（比較法学会、信託法学会等）にも参加し、方法二元論に対する理論的対応という観点からさまざまな知見を得た。とりわけかつて有力に論じられたものの現在では一部基礎法学分野でしか取り扱われていない法とフィクション論が、法の経済分析やファイナンス成果の法律学への導入の観点から非常に重要な役割を果たしうることを指摘できたのは大きな成果であった（論文⑤）。

#### 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 18 件)

- ① 得津晶、からっぽ、高等法政教育研究センターニュース j-mail、査読無、31 号、2010 年、3-3 頁
- ② 得津晶、親会社株式の取得禁止規制と株式相互保有規制、会社法の争点(有斐閣)、査読無、2009 年、72-73 頁
- ③ 得津晶、持合株式の法的地位(5・完) - 株主たる地位と他の法的地位の併存 - 法学協会雑誌、査読無、126 巻 10 号、2009 年、2027(31)-2075(79)頁
- ④ 得津晶、持合株式の法的地位(4) - 株主たる地位と他の法的地位の併存 - 法学協会雑誌、査読無、126 巻 9 号、2009 年、1836(94)-1895(153)頁
- ⑤ 得津晶、民商の壁 - 商法学者から見た法解釈論争、新世代法政策学研究、査読無、2 号、2009 年、233-276 頁
- ⑥ 得津晶、持合株式の法的地位、私法、査読無、71 号、2009 年、246-253 頁、312-310 頁
- ⑦ 得津晶、負け犬の遠吠え - 新世代法政策学の必要性または不要性 - 新世代法政策学研究、査読無、1 号(創刊号)、2009 年、341-373 頁
- ⑧ 得津晶、持合株式の法的地位(3) - 株主たる地位と他の法的地位の併存 - 法学協会雑誌、査読無、125 巻 9 号、2008 年、2061(147)-2122(208)頁
- ⑨ 得津晶、持合株式の法的地位(2) - 株主たる地位と他の法的地位の併存 - 法学協会雑誌、査読無、125 巻 8 号、2008 年、1753(71)-1801(119)頁

〔学会発表〕(計 13 件)

- ① 得津晶、「取引先株主と取引先債権者の兼務(連続性):銀行の株式保有を中心に」、2009 年 11 月 16 日、RIETI 企業法研究会、経済産業研究所
- ② 得津晶、「Empty Voting を巡る近時の議論状況 - New Vote Buying はいかなる意味で新しいか?」2009 年 10 月 22 日、法学会、北海道大学
- ③ 得津晶、「再生型 M&A における株式の評価 - 締出しの場面を中心に」2009 年 10 月 2 日、裁判所主催倒産法研究会報告、札幌地方裁判所
- ④ 得津晶、「会社法 445 条削除論」2009 年 9 月 18 日、法の経済分析 WS 報告、立教大学
- ⑤ 得津晶、「持合株式の法的地位」2008 年 10 月 12 日、第 72 回(2008 年度)日本私法学会個別報告、名古屋大学

## 6. 研究組織

### (1)研究代表者

得津 晶 (TOKUTSU AKIRA)

北海道大学・大学院法学研究科・准教授

研究者番号: 30376389

(2)研究分担者 なし

(3)連携研究者 なし