

## 〔報告要旨〕

# 株主の意図を把握するシグナルの探求

川 路 耕 司

本報告は、今年度、日本学術振興会の特別研究員（DC 2）採択申請において提出した研究計画書の一部である。

## 1 先行研究

株主は、会社の債務について、出資した財産の限度で責任を負う。この株主の有限責任制度は、リスクは高くとも社会に有用な企業活動を促進する機能を有する。つまり、株式会社とは、そもそもリスクのある経営を行うことが肯定されている存在である。この経営リスクが会社の債務超過といった形で顕在化する場面として、過小資本における会社債権者保護という問題が従来提示されてきた。

この問題についての議論は、森本滋と江頭憲治郎の論文を契機に盛んとなり、後藤元の論文にて一つの到達点を示された。自己資本の水準が問題の中核なのではなく、問題の本質は株主のインセンティブの歪みであり、過小資本はそれが顕在化するような状況に過ぎないという結論である。

この株主のインセンティブの歪みについての分析の一つとして、株主による会社への貸付が検討されている。株主が追加出資ではなく貸付という手法をとった場合、株主は当該貸付債権分については他の会社債権者と等しく扱われるため、株主のペイオフ期待値にて株主としてのものと会社債権者としてのものとが混在することになり、株主のインセンティブが歪むという検討である。この分野に関する理論の最高到達点を示したものとして、すでに学会の共有財産と

なっている後藤元（2007）.「株主有限責任制度の弊害と過小資本による株主の責任」 商事法務を挙げる。

## 2 問題点

第1の問題点は、株主がなぜ貸付を選ぶことがあり得るのか、あるいは出資を選ぶことがあり得るのかという形での分析がないことである。株主による貸付と出資の違いについて、株主のインセンティブという目線からの分析は、法と経済分析の分野で多数の説例をもって説明がなされてきた。ただし、そこでは、株主による会社への貸付が株主のペイオフ期待値に株主としてのものと債権者としてのものが混在することで、株主のインセンティブを歪める危険があるという説明に終始しており、貸付と出資のどちらを選ぶかは株主の自由な選択に委ねられているというのである。

第2の問題点は、会社債権者としては、この株主のインセンティブの歪みに関しての情報を得る機会がないということである。株主のインセンティブが歪む結果、会社債権者が害される危険があるというのは正しい。ただ、会社債権者は法人格否認の法理で救われる可能性があるが、訴訟コストがあることも考えると、会社債権者保護としては不十分である。

第1の問題点と第2の問題点は別個独立した問題であるが、共に株主のインセンティブの歪みという文脈から派生した問題であるため、いずれも検討したい。

## 3 解決方策

第1の問題点に対する解決方策は、株主にとっての貸付・出資の意味合いを分析することである。このような分析ができれば、株主による貸付により株主

のインセンティブが歪むと思われる場面においても、この歪みが顕在化するための何らかの条件を見いだすことができる。

第2の問題点に対する解決方策は、株主のインセンティブに関する何らかのシグナルを洗い出すことである。もし、会社に資金が注入されるタイミングで、会社債権者が株主のインセンティブに関する何らかのシグナルを読み取ることができれば、自衛の機会を得ることができる。

#### 4 研究目的、研究方法

株主にとっての貸付・出資の意味合いを分析すること及び、株主のインセンティブの歪みについて、そのシグナルとなるものは何かを把握することが研究目的である。この目的を達成するために、まず、株主にとっての貸付と出資について、その違いを明らかにする必要がある。さらに、株主のインセンティブのゆがみに関するシグナルを析出できた場合、このシグナルを会社債権者が利用できるような情報開示制度として、会社債権者に対する事前の説明手続等の具体的制度を考えることも課題となる。

そこで本研究では、まず、貸付と出資の違いについての分析には、税法をはじめとする国内法の諸制度による分析や、投下資本回収の可能性といった経済分析が必要になる。次に、インセンティブの歪みに関するシグナルの析出については、多数の倒産事例の分析を必要とする。さらに、シグナルを会社債権者に開示する制度としては、例えば、株主から会社への貸付の前に、会社から会社債権者に対する説明手続のような制度も考え得るのであり、その場合、組織再編等における債権者異議手続との違いや、社債権者集会との比較を通じて、あるべき手続の姿を明らかにする。

また、比較法として、ドイツ法やアメリカの各州法についても検討する。例えば、ドイツでは、債務超過の場合における企業清算義務が立法されている。

キャッシュフローさえあれば、貸借対照表は支払不能と直接関係ないということも踏まえると、ドイツの制度や議論を日本に直接輸入することはできないが、趣旨として傾聴に値するものはあるはずであり、検討を予定している。

## 5 特色と独創的な点

本研究の特色、独創的な点は、株主による貸付と出資の違いを明らかにすること及び、株主のインセンティブの歪みに関するシグナルを洗い出して、会社債権者保護の方策として、事前の説明手続を検討することで会社債権者の自衛を促す点にある。

先行研究と比較した場合、これまでは、株主にとって、会社へ資金を注入する方法として貸付と出資のいずれかを選択することは、株主の自由と考えられてきた。またこれまで、この株主のインセンティブのゆがみの問題は、江頭憲治郎（1980）、「会社法人格否認の法理」東京大学出版会や、倉部真由美（2007）、「倒産手続における債権の劣後化について」同志社法学58巻6号2191-2226頁、後藤元（2007）、「株主有限責任制度の弊害と過小資本による株主の責任」商事法務といった先行研究をみると、法人格否認の法理や内部債権（株主の対会社債権）の劣後化という形で、事後の法規制が議論されてきた。そのため、議論の内容はおのずと裁判を想定するものとなり、また、ファクターをいくら抽出しても最後は規範的判断によることになるため、関係当事者には事前の段階での予見可能性に乏しいという問題点があった。本研究は、事前、かつ、会社債権者による自衛を促すという、裁判を前提としない議論を目指すという点で新規性がある。

## 6 これまでの研究経過および得られた結果

私が以上の問題に取り組むきっかけとして、ある地裁の裁判例を分析したが、2014年8月に東北大学法科大学院法学研究科へ提出したリサーチペーパーである。

同リサーチペーパーは、東京地裁平成25年2月24日判タ1392号343頁についての分析を行ったものである。同裁判例で取り扱われた事件の概要は次の通りである。

コンサルティング業者が、資金繰りの悪いクライアント（会社）を完全子会社化し事業資金の貸付まで行ったが、ついに再建計画を諦め、自らの親会社にクライアントの全株式と貸金債権を譲渡した。譲渡後、クライアントは他の債権者への弁済を拒絶する一方で、株主への貸金返還は継続し、最終的に破産した。否認権行使との関係で支払い不能の時期が問題となっていた同裁判例では、この株式と債権の譲渡時に、クライアントは支払不能に陥っていたと判断された。

同リサーチペーパーでは、支払不能の算定期間についての経済分析を行ったが、この事案において顕在化している問題こそが、株主が会社に対して貸付を行った場合における株主のインセンティブの歪みそのものであった。すなわち、貸付を行った株主は、会社をして、他の債権者への弁済を拒ませつつ、再建可能性の見込めない事業を継続させ、その間に抜け駆ける的に貸付金の回収をはかったのである。

このリサーチペーパーの成果としては、会社の支配株主による会社への貸付がある場合、実際に株主のインセンティブが歪められ、会社債権者が害された（投下資本回収のために企業継続価値を損耗しながらも法人格を存続させ、抜け駆ける債権回収が図られた）という事案に直接触れることで、会社債権者を害する具体的方法をみることができたことにある。例えば、キャッシュフロー

を黒字にするという名目で経営規模を縮小しつつ、株主以外の債権者には弁済を拒否するという手法が取られると、株主以外の債権者は、即座に破産開始手続の申請をするのではなく、契約履行請求の民事訴訟を提起するため、その間に株主は抜け駆けの債権回収が可能となってしまうのである。ただし、この事案は特殊な事例であるため、一般的に会社の支配株主による会社への貸付がある場合にこのような手段がとられるわけではないということにも留意が必要である。つまり、経営規模を縮小して経営を安定させキャッシュフローを黒字にするというのは、企業再建型のプライベートエクイティ投資において一般的に用いられる選択であり、必ずしも抜け駆け的債権回収とセットで用いられるものではない。会社に金員を注入する場合、それが出資の形を取っても、貸付の形を取っても、会社債権者を害しない方策はとられうる。

私は、このリサーチペーパーの中で、裁判所の判断基準についての批判を行った。支払不能はあくまで会社の資金繰りの問題であるはずだが、裁判所は子会社から親会社へのクライアントの株式譲渡、すなわち同一グループ内でのクライアントの移動のタイミングを支払不能時期と判断したからである。ただ、株主の行動は、否認されるべき内容であるために、もし裁判所が判断する時期に支払不能であったというのであれば、会社の資金繰りに着目して、それ以前から既に支払不能状態にあったと認定すべきであったのではないかと考えたのである。

これらの成果から、翻って、投資者にとっての貸付と出資の違いは何かという疑問と株主のインセンティブがいつから歪んだのかに関するシグナルを洗いだせないかという問題意識が生じたのである。

(かわじ・こうじ 東北大学大学院博士後期課程)