

利益供与禁止規定と 株式持合い

～株主のインセンティブ構造の観点から～

神戸大学大学院法学研究科
加藤貴仁

1 利益供与禁止規定と株式持合い

- －1 共通点
- －2 総会屋と株式持合いに関する規制
- －3 株主のインセンティブ構造と会社法

2 株主のインセンティブの純化

- －1 利益供与禁止規定と株主のインセンティブ構造
- －2 利益供与禁止規定の適用範囲
- －3 株主のインセンティブの純化と他の規定との関係

3 株主のインセンティブ構造と(法)規制

- －1 株主のインセンティブの純化と動機付け交渉
- －2 純投資目的以外の株主権行使を規制することの意義
- －3 まとめ～株式持合規制への示唆～

1. 利益供与禁止規定と株式持合い

— 1 共通点

● 株主等に対する利益供与の問題

➤ 総会屋による株式保有

- 株主権の行使・不行使に対する対価要求の手段

➤ 利益供与の定義(会社120条1項)

- ① 株式会社 or 子会社の計算
- ② 株主の権利の行使との関連性
- ③ 財産上の利益の供与

● 株式持合いの問題

➤ 取引先による株式保有

- 純投資以外に株式保有目的あり
- Ex. 事業提携 取引関係維持

➤ 株式保有の意義

- 議決権行使
- リスクの共有

－ 1 共通点

● 利益供与と株式持合いの共通点

➤ 手段としての株式保有

- 利益供与： 総会屋による株式保有
- 株式持合い： 取引先による株式保有
- 株式の保有目的： Not 株式価値向上

➤ 純投資株主との利害関係の不一致

- 純投資株主： 会社法が想定する方法による利得を目的
- 総会屋・取引先： 会社法が想定する方法以外による利得を目的
- 会社法が想定する株主利益： 株価・剰余金の配当など

➤ 経営者との癒着の可能性

- 総会屋による株式保有： 株主総会の形骸化
- 取引先による株式保有： 敵対的企業買収防衛措置

－2 総会屋と株式持合いに関する規制

● 規制目的の共通性

- ・ 純投資以外の目的による株主権行使の制限

● 総会屋と株式持合いの規制上の差異

➤ 総会屋による株式保有

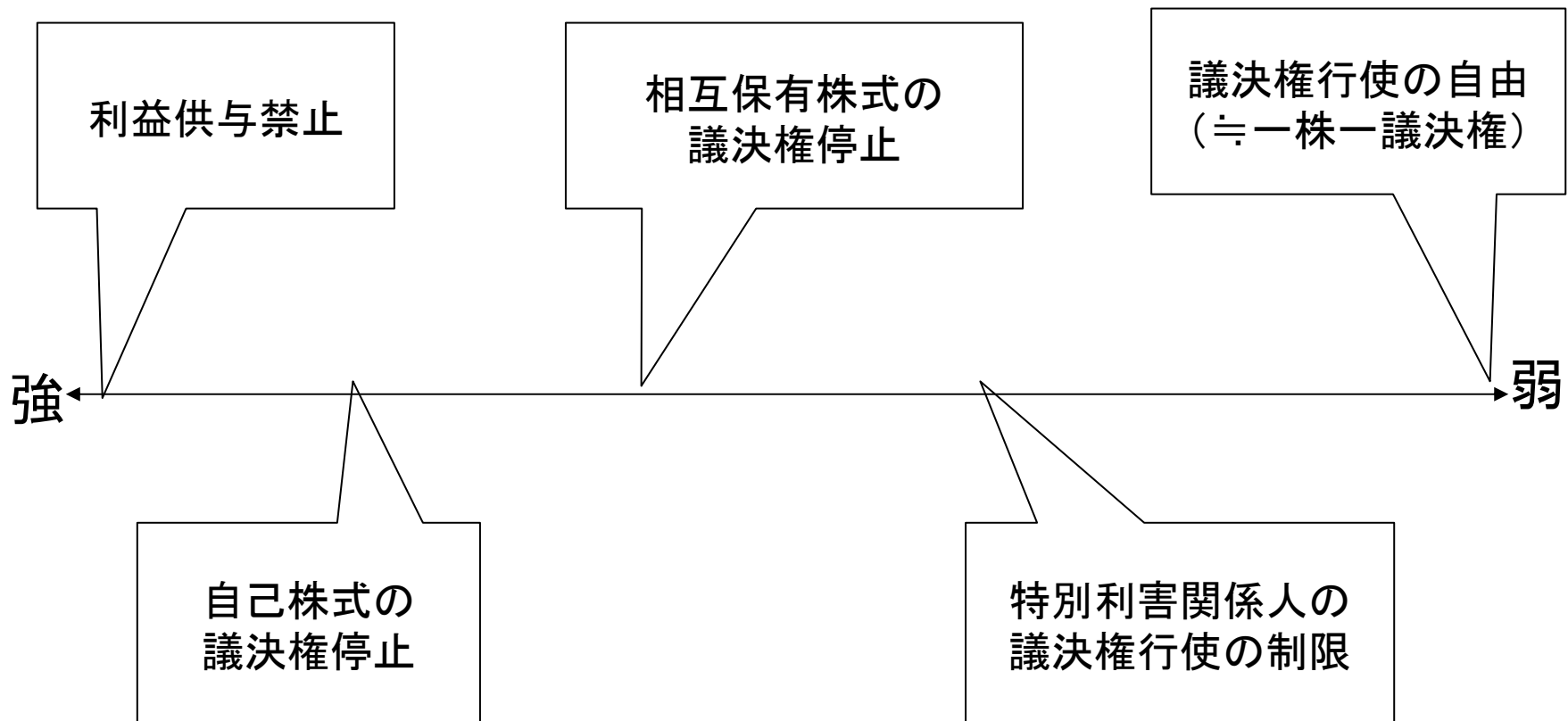
- ・ 利益供与の禁止(会社120条1項)など
- ・ 会社による、株主権の行使・不行使の対価の支払禁止

➤ 株式持合い

- ・ 相互保有株式の議決権行使停止(会社308条1項括弧書)
- ・ But. 取引先等による一方的な株式保有に制限なし

一2 利益供与と株式持合いの規制上の差異

○ 他の類似する規制との関係



－3 株主のインセンティブ構造と会社法

● 会社法の立場

- 純投資目的での株主権行使を想定
 - 株主の残余権者性の重視？
 - 株主のインセンティブの純化
- 純投資目的以外での株主権行使の制限
 - 規制手法・強度は多様

● 本報告の趣旨

- 利益供与禁止規定を題材に純投資目的以外の株主権行使を制限することの意義の分析を試みる

2. 株主のインセンティブの純化

ー1 利益供与禁止規定と株主のインセンティブ構造

● 制度趣旨

➤ 総会屋対策（≡ 総会屋の資金源の根絶）

- But. 「総会屋」の定義困難

➤ 財産上の利益の供与対象者を限定せず

➤ 会社運営の公正性 & 健全性確保のための一般規定としての位置付け

- Cf. 相当な対価関係の存在は免責事由？

ー1 利益供与禁止規定と株主のインセンティブ構造

● 利益供与禁止規定とインセンティブ構造

➤ 総会屋問題の一般化

- 株主権を利用した私的利益追求行為
- 総会屋以外の株主にも広く該当する問題

➤ 「会社運営の公正性 & 健全性確保」とは？

- 株式価値向上のための株主権行使
- 株主と他の関係者としての地位の独立性の確保

➤ 利益供与禁止規定の意義

- 株主としてのインセンティブ構造の純化
- 純投資目的での株主権行使を誘導？

－2 利益供与禁止規定の適用範囲

● 問題

- 総会屋対策以外の適用範囲は？
 - 従業員持株制度
 - 株主優待制度
 - 親子会社間の取引
 - 議決権行使促進のための粗品提供
 - Stand Still Agreement (Cf. ブルドックソース事件)
 - 株式持合い(取引先株主と経営者の馴れ合い)

- 規制範囲が広すぎるのではないか？

- 違法な利益供与の範囲の限定(モリテックス事件)
 - ① 株主の権利行使に影響を及ぼすおそれのない正当な目的
 - ② 供与額が社会通念上許容される範囲

－2 利益供与禁止規定の適用範囲

- 利益供与禁止規定の適用可能範囲
 - 株主－会社の関係の全ての側面
 - 株式取得・売却に関する意思決定
 - 株主権行使に関する意思決定
 - 利益供与禁止規定を広範囲に適用することの影響
 - 合理的な取引の制限
 - 株主のインセンティブの純化
 - 本報告の立場
 - 利益供与禁止規定の適用が理論的に可能な場面を題材にして、株主のインセンティブを純化することの意義を検討

－3 株主のインセンティブの純化と 他の規定との関係

● 社外役員の独立性

➤ 社外取締役・社外監査役の意義

- 経営者から独立した監督機関
- 社外役員候補者の選任方法の重要性
- 大株主による指名権？

➤ 社外取締役・社外監査役のインセンティブ

- 出身母体との関係によって歪む可能性有り
- Ex. 銀行、取引先、投資ファンド

➤ 株主のインセンティブの純化の意義

- 社外役員と出身母体の独立性の確保

－3 株主のインセンティブの純化と 他の規定との関係

● 契約関係への影響

➤ 取引先株主のインセンティブ

- 取引先としての利益 > 株主としての利益
- 株主権を梃子とした交渉の可能性
(再交渉を含む)

➤ 株主のインセンティブの純化の意義

- 純投資株主の利益保護
- 株式市場と他の市場の独立性の向上
⇒ 市場競争の強化？

－3 株主のインセンティブの純化と 他の規定との関係

● 契約関係が存在しない場合～その1

➤ 蛇の目ミシン事件

- 「会社から見て好ましくないと判断される株主が議決権等の株主の権利を行使することを回避する目的で、当該株主から株式を譲り受けるための対価を何人かに供与する行為は、...『株主ノ権利ノ行使ニ関シ』利益を供与する行為というべきである」

➤ Stand Still Agreementの有効性への疑念

－3 株主のインセンティブの純化と 他の規定との関係

● 契約関係が存在しない場合～その2

➤ 純投資株主間の利害調整

- 会社法： 定款による事前調整 or 種類株主総会・株式買取請求権による事後調整を想定
- 会社法の限界の補完の可能性？
 - ✓ Ex. Schreiber v. Carney

➤ 純投資株主とそれ以外の株主との利害調整

- Ex. 取引先株主・銀行との共同関係の構築

3. 株主のインセンティブ構造と(法)規制

ー1 株主のインセンティブの純化と 動機付け交渉

●株主のインセンティブ構造の純化の意義

- 「株主利益」の簡易化・抽象化
 - リスクマネー拠出者としての「株主」
 - 利害調整の基準としての「株主利益」の確定

- 株主構成と経営組織との遮断
 - 株主が株主総会・少数株主権以外の手段によって経営陣と交渉することを抑止
 - 役員と出身母体(株主)の関係によって役員のインセンティブが歪むことの緩和

- 株式市場と他の市場との遮断
 - 市場競争の促進？

－1 株主のインセンティブの純化と 動機付け交渉

● 株主のインセンティブの純化の限界

➤ 「株主利益」≡ 個々の株主の利益

- 個々の株主の利益を無視することの口実として利用される可能性

➤ 株式保有を通じた利害調整手段の剥奪

- 動機付け交渉の手段の限定
 - ✓ 取引先株主の交渉手段の限定
 - ✓ 株主との連携の阻害

➤ 株主のインセンティブ構造を純化することの限界

- Ex. Empty Voting

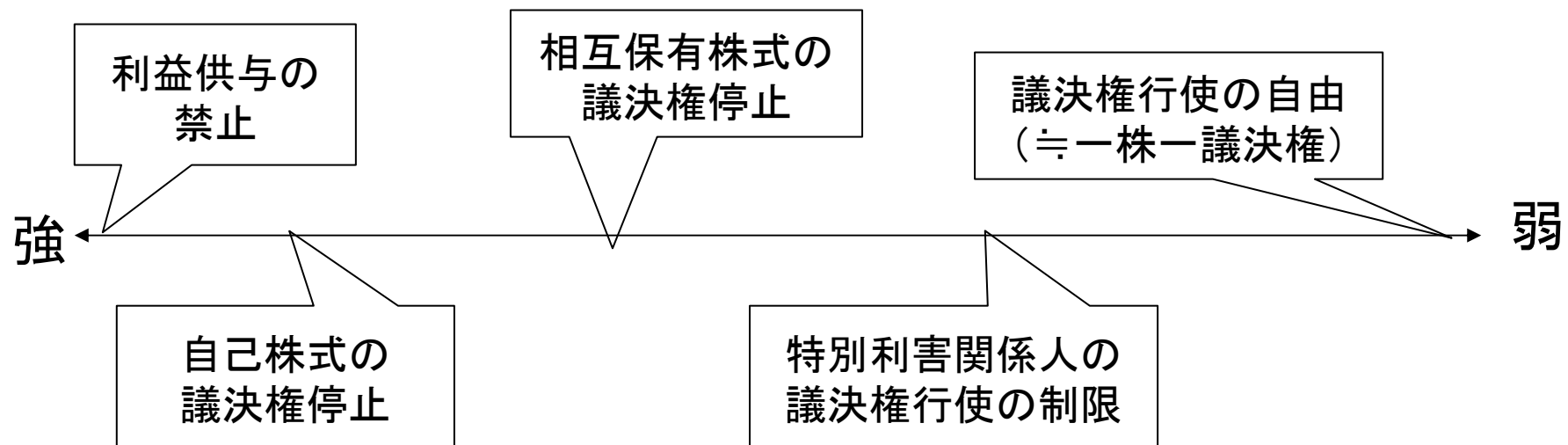
－2 純投資目的以外の株主権行使を 規制することの意義

- 株主を純投資目的へ誘導する必要性
 - 株式市場の価格形成機能の確保
 - リスクマネー供給手段の確保
 - But. 株主のインセンティブを完全に純化する必要があるのか？

- 「株主権」に対する需要
 - 議決権
 - 取引関係維持のための手段として利用可能
 - 残余権者としての地位
 - 取引関係に不利な行動をとらないことのコミットメントとして利用可能
 - But. 株式保有以外に契約によって作出することが困難？

－2 純投資目的以外の株主権行使を 規制することの意義

● 規制手法の多様性



- 利益供与禁止規定を広範囲に適用することに合理性なし
- But.純投資目的の株主保護のためには株主のインセンティブの純化がある程度は必要
- 最適な規制の組合せを探求する必要あり
 - 開示規制のみという判断もありうる

－3 まとめ

～株式持合規制への示唆～

- 交渉の手段としての株式保有
 - 純投資目的以外の株式保有は正当化できないか？
 - 純投資目的の株主の利益をどの程度守るべきか？
 - 投資目的によって株主の区別することが公平か？

- 株式持合いの現状
 - 動機付け交渉の手段として合理的な場合は存在するか？
 - ① 債権者－株主の連携の手段
 - ② 債権者－経営者の連携の手段
 - ③ 債権者の交渉力確保の手段
 - ④ 債権者以外の者による純投資目的以外の株式保有

－3 まとめ

～株式持合規制への示唆～

- 純投資株主の優遇による対処
 - 手段としての株式保有の規制のあり方
 - 動機付け交渉の結果の担保の手段としての意義
 - 純投資株主の利益保護はどの程度必要か？
 - 純投資株主自身の判断に委ねるべきでは？
 - 純投資株主の意思決定の尊重
 - 株式保有目的・取引関係の有無・株式取得の経緯等を基準に「純投資株主」を抽出
 - 手段としての株式保有を導入時に純投資株主のみから構成される株主総会決議を要求
 - 純投資株主による議決権行使差止請求・決議取消制度等

－3 まとめ

～株式持合規制への示唆～

● 株式持合規制と株主平等原則

➤ 株主平等原則と取引先株主

- 「株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない」(会社109条1項)
- 株式保有目的・取引関係の有無による差別は不可能か？
- 取引先株主の方が純投資株主よりも会社の事業活動に貢献しているのではないか？

➤ 株主平等原則の位置づけ

- 株主平等原則の適用範囲を限定する見解が有力
- 手段としての株式保有が株主の私的利益追求行為の温床であることの実証研究が存在するか？
- 純投資株主優遇には合理的な目的あり