

論説

支配株主と少数派株主の エージェンシー問題に関する覚書

——社外取締役などにどこまで期待できるのか？——

東京大学准教授

加藤貴仁*

I. 支配株主と少数派株主のエージェンシー問題とは？

II. 2014 年会社法改正

III. 日本法における規制の概要

- 1 支配株主のインセンティブ構造
- 2 支配株主と上場会社の取引に関する規定
- 3 支配株主との取引によって従属会社の利益が害される場合とは？

IV. 社外・独立取締役などにどこまで期待できるのか？

V. 今後の課題

I. 支配株主と少数派株主のエージェンシー問題とは？

株式会社制度は、我が国を含む多くの国々において、経済活動を支える重要なインフラとして定着している。株式会社に関する制度には各国ごとに微妙な差異があるが、概ね、出資者から独立した法人格、出資者の有限责任、持分譲渡の自由、出資者によって選任された機関を中心とした経営、出資者による会社の「所有」(“ownership”)という特徴を共有しているといわれている。このような特徴を備える組織形態であるが故に、株式会社は経済活動を支えるインフラとして機能することができる。その一方で、株式会社の組織形態としてのメリットは、同時に、株主と経営者、株主間（特に支配株主と少数派株主）、株主と株主以外の会社利害関係人の間に、いわゆるエージェンシー問題を発生させる原因でもある¹⁾。

株式保有が分散されており支配株主が存在

* 本稿は、筆者が2016年8月19日にソウルで開催された国際シンポジウム(“Ownership & Governance of Business Group” held by The Korean Association of Comparative Private Law)の報告で用いた原稿に必要最小限の加筆修正を行ったものである。また、本稿はJSPS 科研費 16K03390 の助成を受けた研究成果の一部である。

1) REINIER KRAAKMAN ET AL., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH, 36-37 (2d ed. 2009). エージェンシー問題は、最も広く定義すると、A (エージェント) の意思決定によって、P (プリンシパル) が利益または不利益を受けたりする場合に発生する。この場合、P の利益を最大化させるよう行動するよう A を規律付けることが課題となる。株主と経営者の間では、株主が P、経営者が A に、支配株主と少数派株主の間では、支配株主が A、少数派株主が P に、株主と株主以外の会社利害関係人の間では、株主が A、株主以外の会社利害関係人が P となる。

なお、本稿は、「経営者」を、アメリカにおける取締役(“director”)と役員(“officer”)に相当する機関を指す用語として用いている。

しない会社では、経営者を株主利益最大化のために行動させるように規律付けることが必要となる。なぜなら、株主と経営者の間では利害関係が完全には一致しないため、経営者は株主利益最大化のために行動するとは限らないからである²⁾。また、集合行為問題などのため、個々の株主が経営者の行動を監視することは現実的な選択肢とはいえない場合が多い。これが株主-経営者のエージェンシー問題である。これに対して、支配株主が存在する会社では、株式保有が分散されている場合と比べて、株主-経営者のエージェンシー問題は深刻ではない。なぜなら、分散保有の株主と比べて、支配株主が経営者を監視することは容易だからである³⁾。しかし、支配株主が私的利益を追求する可能性がある⁴⁾。そのため、支配株主と少数派株主の利益も、や

はり、完全には一致しないのである。これが株主間のエージェンシー問題である⁵⁾。

ある株主が株式会社（以下、単に「会社」という）の総議決権の50%を超える割合を支配している場合、その株主は支配株主と呼ばれる。支配する議決権の数が総議決権の50%以下であっても、その株主が会社を支配していると評価できる事情があれば、その株主は支配株主である。支配株主によって支配されている会社は、従属会社と呼ばれている。支配株主は、自然人であることもあれば法人であることもある。支配株主である会社は親会社と呼ばれ、親会社が支配する会社は子会社と呼ばれている。2014年7月14日を基準とすると、東京証券取引所の上場会社の18.4%に支配株主が存在する⁶⁾。日本は、少なくともアメリカやイギリスと同程度に株式

2) 利害関係が一致しない理由として、経営者は、報酬という形で会社利益の一部しか享受することができないことや、会社に投じた人的資本について株主と異なり分散投資を行うことができないことなどを挙げることができる。

3) たとえば、支配株主が自然人であり会社経営に直接的に参加している場合には、支配株主は経営陣の一員として、他の経営者を監視することができる。

4) 私的利益とは、支配株主が従属会社に対する支配権を行使することによって、従属会社の株式価値が増加すること以外の理由で獲得することができる利益をいう。その典型例は支配株主が従属会社との取引によって得る利益である。

5) 以下の分析の便宜のために、ここで、株主間のエージェンシー問題の概要を確認しておく。Xが、発行済株式総数の51%に相当するY社株式を保有していたとしよう。そして、XがYに対して支配的な影響力を行使する方法には、①経営方針や経営組織の変革を通じてYの業績を改善させる、②YにXと取引させる、の2種類があると仮定する。

①の結果、Yの業績が向上したとする。この場合、Xは保有するY社株式の価値が向上することによって利益を得ることができる。ただし、Y社株式の価値が向上するのであるから、Yの他の株主も持株比率に応じて、Xの支配的影響力の行使によって生じたYの業績向上の恩恵を得ることができる。言い方を変えれば、XはYの業績を向上させることによって生じた利益を独占できない。

これに対して、②として、XがYに対して、市場価格100億円の資産を200億円で売却したとしよう。Yにとって当該資産の価値が市場価格と同額であるならば、Xは資産売却によって100億円を利得するが、Yは100億円の損を被ることになる。Yが100億円の損を被ったことは、Y社株式の価値を引き下げる要素となる。ただし、XはYの発行済株式総数の全部を保有しているわけではない。したがって、Y社株式の価値下落を通じて、XとYの他の株主が共同して、YがXとの取引で被った損失を負担することになる。言い方を変えれば、XはYと取引することによって、排他的に利得することができるが、それによってYが被った損失の負担をYの他の株主に押しつけることができるのである。

XがYの支配株主であるということは、Xは①か②を自由に選択できることを意味する。しかし、その選択が、Yの他の株主の利益と一致するとは限らない。たとえば、Yの他の株主にとっては、①が望ましい選択肢であった場合でも、②でなされる取引の規模や条件によっては、②が選択されることはあり得る。①と②について、Yの他の株主が望ましいと考える選択肢とXの実際の行動にズレが生じることが、株主間のエージェンシー問題が発生する原因である。

6) 東京証券取引所『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2015』8頁(2015)。本注の本文の支配株主は、東京証券取引所の定義に基づく支配株主を指す。具体的には、①親会社、並びに、②近親者や自己が議決権の過半数を所有する会社などと合わせて上場会社の議決権の過半数を占めている主要株主をいう（東京証券取引所・有価証券上場規程（以下「規程」という）2条42号の2、東京証券取引所・有価証券上場規程施行規則（以下「規程施行規則」という）3条の2）。親会社とは、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（以下「財務諸表等規則」という）8条3項に規定する親会社、すなわち、他の会社等（会社、指定法人、組合その他これらに

保有構造が分散しているといわれることがある⁷⁾。しかし、上場会社に限ってみても、支配株主が存在する会社がかかなりの数、存在することに留意されるべきである。したがって、日本でも、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題を解決することが重要な政策課題となる。

2014年会社法改正に至った立法作業の当初の目的には、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題を解決するために新たな法制度を導入する必要があるか否かを検討することが含まれていた。立法作業の中では、支配株主に一定の義務を課す具体的な規定が提案された。しかし、立法作業の中で提案された様々な改正提案は、新たな法制度の導入に結びつくことはなかった。もちろん、2014年会社法改正が、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題の解決に全く寄与しなかったわけではない。2014年会社法改正によって、支配株主と従属会社の取引に関する開示規制が強化され、支配株主の関係者は社外取締役となることができなくなるとされた⁸⁾。

日本法には、支配株主が従属会社および少数派株主に対して何らかの義務を負うという会社法の明文規定は存在しないし、アメリカのように判例法において支配株主の信託義務(fiduciary duty)が確立しているわけでもない。2014年会社法改正の結果を踏まえると、日本法は、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題の解決に関して、貧弱な法制度しか有していないという印象がもたれるか

もしれない。しかし、現在の日本法の株式保有構造を踏まえると、以下の理由から、2014年会社法改正の立場を正当化することは可能であるように思われる。第1に、日本では上場会社の支配株主も上場会社である場合が多いし、支配株主が後述する pyramid holding を利用することも稀であるため、支配株主が少なくとも上場会社を搾取するインセンティブが強いとはいえない。第2に、東京証券取引所が開示規制という形ではあるが、上場会社と支配株主の取引について、厳格な規制を設けている。第3に、支配株主による従属会社の搾取が著しい場合には、会社法429条1項や民法709条によって従属会社または少数派株主が支配株主に損害賠償責任を追及できる可能性がある。

本稿の主張の要点は、支配株主を対象とした規制の合理性は支配株主のインセンティブ構造と関連するのであり、現在の日本法の枠組みは日本の現在の株式保有構造を前提とすれば合理的であると評価され得るということである。したがって、支配株主のインセンティブ構造が変化すれば、当然、現在の日本法の枠組みでは対処できない問題が生じるであろう。

以下ではまず、2014年会社法改正の立法作業を簡単に振り返る。その後、日本法の支配株主の特徴を紹介した上で、上場会社と支配株主の取引に関する会社法と東京証券取引所の上場規則の内容を概観する。最後に、今後の課題を述べる。なお、本稿では主に支配株主が上場会社を支配している場合を対象と

準ずる事業体(外国におけるこれらに相当するものを含む。)同1条3項5号)の財務および営業または事業の方針を決定する機関を支配している会社等のことをいう。財務諸表等規則における子会社とは、親会社によって支配されている会社等のことをいう。会社法の定義によれば、会社が財務および事業の方針の決定を支配している会社等(会社(外国会社を含む。)、組合(外国における組合に相当するものを含む。))その他これらに準ずる事業体。会社法施行規則2条3項2号)が子会社、株式会社の財務および事業の方針の決定を支配している会社等が親会社となる(会社法2条3号4号、会社法施行規則3条の2第1項2項)。財務および事業の方針の決定を支配しているか否かは会社法施行規則3条3項が定める基準に従って判断されるが、そこでは財務諸表等規則8条4項の定める判定基準が実質的にそのまま採用されているといわれている。江頭憲治郎編『会社法コンメンタール1——総則・設立(1)』27頁〔江頭憲治郎〕(商事法務、2008)。

7) 宮島英昭「日本企業の株式保有構造——歴史的進化と国際的特徴」商事2007号17頁、25頁(2013)。

8) 2014年会社法改正によって、新たに「親会社等」の定義規定が設けられ(会社法2条4号の2)、「親会社等」の関係者は社外取締役・社外監査役に就任できないことになった(会社法2条15号ハ～ホ・16号ハ～ホ)。「親会社等」には、親会社に加えて、株式会社の財務および事業の方針の決定を支配している法人以外の者が含まれる(会社法2条4号の2、会社法施行規則3条の2第2項)。

する。また、支配株主と従属会社の取引に関する規律に焦点を絞って検討を行う⁹⁾。支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題は、支配株主と従属会社の取引に限らず、支配株主が従属会社に影響力を行使する場合に生ずる可能性がある¹⁰⁾。しかし、支配株主と従属会社の取引では、支配株主は取引当事者として直接的な利益を得るという点で、支配株主と少数派株主の利益の対立が最も深刻となるように思われる。したがって、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題に関する検討を行う際に、支配株主と従属会社の取引の分析を欠かすことはできないのである。

II. 2014 年会社法改正

日本の会社法改正の立法手続きの多くは、法務大臣が法制審議会に諮問することによって始まる。2014 年会社法改正の立法作業は、2010 年の法務大臣による諮問（会社法制の見直しに関する諮問第 91 号）によって開始された。その中には、「会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点から、……親子会社に関する規律等を見直す必要があると思われる」との文言が含まれていた。具体的な検討作業は、法制審議会会社法制部会によって行われた。

法制審議会会社法制部会の役割は、会社法改正に向けた要綱案を作成することである。最終的な要綱は、法制審議会によって決定される。2014 年会社法改正では、要綱案の決定前に「会社法制の見直しに関する中間試案」（以下「中間試案」という）が公表された¹¹⁾。中間試案には、会社とその支配株主の取引によって会社が不利益を受けた場合、支配株主が会社に対してその不利益に相当する額を支払う義務を負う、という規定が含まれていた。会社が不利益を受けたか否かは、支配株主との取引がなかったと仮定した場合と比較して判断されるとされた。また、少数派株主は、株主代表訴訟によって支配株主の責任を追及することができるとされた¹²⁾。

中間試案に至る立法作業の中で、支配株主に従属会社に対する信認義務のような義務を課す旨の規定を会社法に設けることも議論された。しかし、裁判規範として曖昧であることを理由とした反対意見が強く、中間試案には採用されなかったようである。中間試案の立場は、支配株主と従属会社の取引の中で規制することに異論の無い取引を括りだして規制しようとするものである。言い方を変えれば、できるだけ客観的に適用範囲が明確な形で支配株主の義務を定めることが志向されたということである¹³⁾。このような立場は、支配株主の義務に関する規定の適用範囲が不

9) なお、支配株主が複数の従属会社を有している場合、共通の支配株主を有する従属会社が兄弟会社と呼ばれることがある。兄弟会社間の取引は支配株主と従属会社の取引に類似した問題を抱えている。ただし、支配株主と従属会社の取引に関する本稿の検討の多くは兄弟会社間の取引にあてはまると思われる。

10) 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』23-24 頁（有斐閣、1995）。たとえば、従属会社が発見した新規事業の機会を支配株主が自ら利用したり、兄弟会社に利用させたりすることが問題となることがある。この問題は、いわゆる会社機会侵害の法理として検討されてきた問題である。加藤貴仁「グループ企業の規制方法に関する一考察（4）」法協 130 巻 4 号 894 頁、895-896 頁（2013）。

11) 法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案」（2011 年 12 月）。

12) 中間試案・前掲注 11)13-14 頁。なお、中間試案では、「親会社」および「その有する議決権の割合等に鑑み、親会社と同等の影響力を有すると考えられる自然人」の責任という形で立法提案がなされている。

13) 中間試案に至る経緯について、法制審議会会社法制部会「法制審議会会社法制部会第 17 回議事録」41-42 頁〔藤田友敬発言〕（2012 年 2 月 22 日）（「規制することに余り異論のない子会社の搾取のようなかなり極端な状況を想定し、それをどういう形で捉えるかということ、いろいろな案が出されてきたわけです。支配株主の忠実義務とかいった諸外国でよく見られるアプローチもあったのですが、曖昧で裁判規範としてはマネージできない、運用できないという意見が強く、それでは、利益相反取引型の規制なら何とかなるだろうかということ、まず、そちら側に舵が切られました。その上で、中原幹事が言われたことと関係しますが、どんな取引を対象にするかということの絞り込みをする必要があり、それがある程度客観的にできないような基準は困ると言われたために工夫がなされていった。最初は『著しく不公正な取引条件』といった要件も候補だったのですが、それは曖昧だからということをやめて、いわゆるナカリセバ基準、つまり何もしなかった場合よりもひどい結果となるときといった比較的客観的な要件で足切りをすることとした。決して理論的とは思えないし、諸外国にも

明確であると、支配株主と従属会社の間で行われる取引全体を萎縮させるという実務家の懸念に配慮したものと思われる。このような懸念は、日本の株主代表訴訟の特殊性を考慮すると、納得できるものである。日本法では、株主代表訴訟の提起および訴訟の係属に関する株主の権限が強く、裁判所の許可がなくとも株主代表訴訟を提起できるし、裁判所が強制的に株主代表訴訟を終了させる手段も乏しいからである¹⁴⁾。支配株主の義務に関する規定は、濫用的な訴訟 (frivolous suits) を誘引する可能性があった。

中間試案後は、支配株主が従属会社に対して責任を負う場合を可能な限り明確化するために、複数回にわたり検討が行われた¹⁵⁾。しかし、従属会社にとって利益になるような取引まで規制対象とされるのではないかと、との企業実務家の懸念を払拭するには至らず、支配株主の責任を定める規定は採用されなかった。また、支配株主の従属会社に対する責任に関する規定を新設しないとしても、支配株主が従属会社との取引に関して不法行為責任を負う場合に、少数派株主が不法行為責任を株主代表訴訟によって追及できるとする代替案も検討された。しかし、この案も、採用されなかった。その理由としては、先に述べた株主代表訴訟の構造的な問題があったように思われる¹⁶⁾。

結局、要綱案では、支配株主と少数派株主

のエージェンシー問題に関しては、開示規制を強化することのみが提案された¹⁷⁾。なお、要綱案では、支配株主の関係者は社外取締役になることができないとすべきことも提案された¹⁸⁾。このような提案がなされた理由として、支配株主の関係者は会社と支配株主の利益が対立する場合に実効的な監督を期待できないことが挙げられた¹⁹⁾。

Ⅲ. 日本法における規制の概要

1 支配株主のインセンティブ構造

2014 年会社法改正は、従属会社に対する支配株主の責任を定める規定を新設することを断念し、支配株主と従属会社の取引に関する開示規制を強化することとどまった。この結果は、比較法的に見ると、日本では、支配株主と少数派株主のエージェンシー問題を解決するための規制が不十分であるという評価につながるかもしれない。しかし、2014 年会社法改正において支配株主の責任に関する規定を新設することが断念された背景には、日本では支配株主が少なくとも上場会社を搾取している事例は非常に限られているため、立法により対処すべき差し迫った必要性が存在しないという認識が有力であった可能性がある²⁰⁾。立法作業に参加した実務家は、自らの経験に基づき、このような認識を持つに

例のないような独特な基準のただけでも、主として客観的な運用の可能性ということからこれが採用された。』。

14) 加藤貴仁「会社法改正と企業統治——株主代表訴訟を題材にして」田中亘＝中林真幸編『企業統治の法と経済——比較制度分析の視点で見るガバナンス』331 頁、337 頁 (有斐閣, 2015)。

15) 法制審議会会社法制部会は中間試案に対するパブリック・コメント手続きの終了後に再開されたが、第 17 回会議 (2012 年 2 月 22 日)、第 20 回会議 (2012 年 5 月 16 日)、第 22 回会議 (2012 年 7 月 4 日)、第 23 回会議 (2012 年 7 月 18 日) において子会社の少数派株主の保護について検討が行われている。

16) 加藤・前掲注 14)349 頁。

17) 法制審議会会社法制部会「会社法制の見直しに関する要綱案」14 頁 (第 1 の後注) (2012 年 8 月 1 日) (以下「要綱案」という)。

18) 要綱案・前掲注 17)5-6 頁。

19) 岩原紳作『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説 [1] 商事 1975 号 4 頁、13 頁 (2012)。支配株主の関係者を社外取締役から除外するという提案は、支配株主と少数派株主のエージェンシー問題の解決に寄与すると思われる。しかし、この提案は、この点を主たる目的としているというよりは、コーポレート・ガバナンスの強化という一般的な観点から、社外取締役の独立性を強化するために提案されたものであったように思われる。

20) たとえば、日本経済団体連合会は、「親会社は、子会社が利益をあげて株式価値を増大させることを望んでおり、親子会社の利害は原則として一致するものである。新たな規定を必要と考える理由として挙げられている、親会社は『子会社の利益を犠牲にして自己の利益を図ろうとするおそれがある』という、実態から乖離した前提に基づく見直しは行うべきではない。」として、中間試案に反対する。日本経済団体連合会『会社法制の見直しに関する中間試案』に対する意見 11 頁 (2012 年 1 月 24 日)。ただし、支配株主と少数派株主のエージェンシー

至ったのであろう。そして、少なくとも当時の状況では、このような認識はそれなりの実証的および理論的な根拠を有していたように思われる。たとえば、2011年に公表された実証研究は、親会社と子会社が双方とも上場会社である場合について、子会社は必ずしも不利益を受けているわけではないことを示している²¹⁾。そして、理論的な根拠として、以下に述べる通り、日本の支配株主のインセンティブ構造の特徴を挙げることができるように思われる。

支配株主は、上場会社との取引などによって利益を得ることができる。少数派株主は、このような利益の分配を受けることができないが、上場会社から財産が流出することによって損害を被る。その一方で、支配株主は上場会社の株式を多数保有しているのだから、上場会社が損害を被れば、支配株主も保有する株式価値の下落という損害を被る。しかし、支配株主は上場会社の発行済株式全部を保有しているわけではないから、上場会社が被った損害の一部しか負担しない。支配株主が保有する上場会社の株式の数が小さければ小さいほど、上場会社の企業価値が下落することによって支配株主が被る損害も小さくなり、少数派株主が被る損害が大きくなる。

上場会社を支配するためには、上場会社の株式をある程度は保有しなければならない。上場会社が1種類しか株式を発行していない場合、一株一議決権のもとでは、たとえば、総議決権の51%を支配するということは、

上場会社が生み出すキャッシュフローに対する権利の51%を保有すること、すなわち、上場会社の事業活動のリスクの51%を負担するということである。しかし、議決権の割合とキャッシュフローに対する権利の割合の均衡関係を崩すことは難しいことではない。たとえば、支配株主Xは、Y会社の発行済株式総数の51%を保有し、Y会社が上場会社Zの発行済株式総数の51%を保有していたとしよう。この場合、XはYの支配を通じてZの総議決権の51%を支配しているにも関わらず、Zの事業活動のリスクの約26%しか負担していない。XとZの間に複数の会社が介在すれば、XはZの事業活動のリスクのごく一部しか負担せずに、Zを支配することができる。いわゆる **pyramid holding** である。

Pyramid holding を利用する上場会社の支配株主は、上場会社を搾取するインセンティブを有している。**Pyramid holding** を利用することによって上場会社が被る損害の大部分を他の株主に負担させつつ、上場会社との取引から独占的な利益を得ることができるからである。仮に支配株主が **pyramid holding** を利用することが一般的であったならば、支配株主と少数派株主のエージェンシー問題の解決は差し迫った政策課題となったであろう。しかし、日本では **pyramid holding** は一般的に利用されているわけではないようである。東京証券取引所が開設する市場の上場会社の支配株主の約半数は、他の上場会社である²²⁾。そして、上場会社である支配株主の

問題は、従属会社が上場会社の場合だけでなく閉鎖会社の場合にも生じる可能性がある。そして、以下に述べる通り、閉鎖会社の方が支配株主と少数派株主のエージェンシー問題は深刻であるといえるのかもしれない。従属会社が上場会社である場合、支配株主と従属会社の関係に不満を持つ少数派株主は従属会社株式を市場で売却することが容易である。また、従属会社の株式には市場価格が存在するため、支配株主が従属会社に不利な条件の取引を押しつけているなど支配株主と少数派株主のエージェンシー問題が深刻であれば、そのことを反映して従属会社の株価は下落する。支配株主は従属会社の株式を大量に保有しているので、その株価が下落することによって損失を被る。このように、従属会社が上場会社である場合には従属会社株式の市場価格を通じて、支配株主の行動が規律される可能性がある。加藤貴仁「グループ企業の規制方法に関する一考察(3)」法協 129 巻 10 号 2203 頁、2272-2273 頁 (2012)。これに対して、閉鎖会社の場合には従属会社株式の市場価格を通じた規律が存在しない。ただし、本文で以下に述べる通り、閉鎖会社においても **pyramid holding** が使われることは稀で、支配株主が従属会社の取締役役に就任することが多いという事情が存在すれば、閉鎖会社についても支配株主と少数派株主のエージェンシー問題は新たな法制度の導入を正当化するほど深刻ではないといえるのかもしれない。

21) 宮島英昭ほか「親子上場の経済分析——利益相反問題は本当に深刻なのか」宮島英昭編著『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』332-333 頁 (東洋経済新報社、2011)。

22) 東京証券取引所・前掲注 6) 9 頁図表 9。上場会社の親会社の多くが上場会社である理由として、① 1996 年 1 月 1 日までは親会社等が東証上場会社であることが子会社の新規上場の要件とされていたこと、② 有価証券上場規程において非上場の親会社等についても上場会社類似の開示を行うことが求められているなど非上場の親会社

株式保有構造は分散している場合が多いといわれている²³⁾。マザーズやJASDAQでは個人が支配株主となる事例が多くなるが、この場合もpyramid holdingのような複雑な株式保有形態が利用されることは稀なようである²⁴⁾。

株式保有が分散している上場会社が別の上場会社の支配株主となる場合でも、支配株主が上場会社を搾取する理論的な可能性があることは間違いない。しかし、支配株主のインセンティブ構造という点で、支配株主も上場会社である場合と支配株主が自然人または閉鎖会社である場合は大きく異なる。なぜなら、支配株主が上場会社である場合、支配株主である上場会社のレベルで経営者と株主のエージェンシー問題が存在するからである。

支配株主と少数派株主のエージェンシー問題を分析する際に、支配株主は自己利益の最大化のために行動すると想定されるであろう。しかし、支配株主が上場会社である場合には、支配株主である上場会社の経営者と株主のエージェンシー問題が存在する。そのため、支配株主である上場会社の経営者が、株主利益最大化のために行動しない可能性がある。言い方を変えれば、支配株主が自然人または閉鎖会社である場合と比べて、支配株主である上場会社の経営者は従属会社である上場会社を搾取するインセンティブが小さいように思われる。従属会社を搾取しても、支配株主である上場会社の経営者は直接的に利得するわけではないからである。

また、pyramid holding が利用されてい

くとも、自然人である支配株主が上場会社を搾取する理論的な可能性があることは間違いない。しかし、自然人が支配株主である場合は、上場会社の取締役役に就任している場合が多いように思われる。そして、支配株主が自然人で従属会社の取締役である場合、支配株主は取締役として義務・責任を負う。すなわち、支配株主は取締役として会社に対して注意義務および忠実義務を負い（会社法330条・355条、民法644条）、任務を怠った場合には会社および第三者に対して損害賠償責任を負う（会社法423条・429条1項）。また、日本の会社法は、取締役と会社の取引について、事前に取締役会の承認を必要とする規定（会社法356条・365条）および事後的な損害賠償責任の特則（会社法423条3項・428条）を有している。これらの規定は、取締役である支配株主と会社の取引にも適用される。したがって、自然人である支配株主が取締役でもある場合には、取締役に対する規律を通じて、支配株主が上場会社を搾取することが規制される。

2 支配株主と上場会社の取引に関する規定

支配株主は、従属会社の取締役ではない場合であっても、事実上の取締役として取締役と同様の責任を負う可能性がある²⁵⁾。その他の場合、支配株主は会社および少数派株主に対して少なくとも会社法に基づく義務を負わない²⁶⁾。しかし、支配株主と従属会社の

等にとっては子会社を上場させることの負担が重いこと、が挙げられている。東京証券取引所『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2011』10頁（2011）。

23) 宮島ほか・前掲注21)296-297頁。

24) 東京証券取引所によれば、親会社以外の支配株主は、いわゆるオーナーなどの個人が一般的であると説明する。東京証券取引所・前掲注6)8頁（注16）。

25) 神作裕之「親子会社とグループ経営」江頭憲治郎編『株式会社法大系』79頁注53（有斐閣、2013）。ただし、我が国では法人が取締役となることはできないため（会社法331条1項1号）、法人である支配株主を事実上の取締役と解することは無理がある。高橋英治「会社法における企業結合規制の現状と課題（下）」商事2037号36頁、36頁（2014）。ただし、支配株主である親会社の代表取締役を従属会社である子会社の事実上の取締役と解することができる場合、会社法350条により親会社も子会社に損害賠償責任を負うと解することができるとする見解が主張されている。高橋・同37頁。

26) なお、支配株主である親会社が備えるべき内部統制システム（会社法348条3項4号など）の内容には、親会社から子会社に対する侵害行為の予防が含まれるとする見解がある。高橋英治「会社法における企業結合規制の現状と課題（上）」商事2036号16頁、19頁（2014）。その理由として、親会社の子会社の取締役による子会社に対する義務違反に加担することは、債権侵害の不法行為（民法709条）となることが挙げられている。

取引は、関連当事者との取引として、従属会社の個別注記表に記載される事項である（会社計算規則112条1項）²⁷⁾。このことは、2014年会社法改正以前から変わっていない。また、2014年会社法改正以前から、支配株主との取引で取引条件が通例的ではないものについて、監査役は取締役の義務違反の有無を監視し検証すると考えられていた（2015年改正前監査役監査基準23条1項4号）。2014年会社法改正の意義は、従属会社の取締役に対して、事業報告において、取締役（取締役会設置会社では取締役会）が個別注記表に記載される支配株主との取引に関して従属会社の利益を害さないように留意した事項などを記載することが義務づけられたことである（会社法施行規則118条5号）²⁸⁾。監査役は事業報告の内容を監査するが、監査報告において支配株主との取引に関する事項について意見を述べなければならない（会社法施行規則129条1項6号）。監査等委員会設置会社の監査等委員および指名委員会等設置会社の監査委員も同様である（会社法施行規則130条の2第1項2号・131条1項2号）。

2014年会社法改正は支配株主との取引について従属会社に開示義務を課すに過ぎないが、その内容に照らせば、会社法の立場は、開示すればどのような条件でも支配株主と取引してよいというものではないことは明らかであるように思われる。特に、従属会社の取締役（取締役会設置会社では取締役会）に、支配株主との取引が従属会社の利益を害さないかどうかについての判断およびその理由を

個別注記表に記載することを求めたことが重要と思われる。2014年会社法改正の立法作業では、従属会社との取引に関する支配株主の責任が検討された。これに対して、関連当事者との取引に関する個別注記表の記載は、支配株主との取引に際して、従属会社の取締役は従属会社および少数派株主の利益を守るために尽力する義務を負っているということを確認したのである。

従属会社の取締役がこのような義務を負っていることは、2014年会社法改正によって初めて認められたわけではない。一般的に、取締役は株主利益最大化のために尽力する義務を会社に対して負っていると解されている²⁹⁾。このように解すべき根拠は、株主は会社の生み出す経済的利益に対する残余権者であるため、会社が実質的な倒産状態にない限り株主利益最大化は企業価値の最大化と同義である点に求められる³⁰⁾。支配株主と従属会社の取引において、従属会社の企業価値の最大化と同義であるのはその少数派株主の利益の最大化である。なぜなら、支配株主は、従属会社との取引に際して、取引相手としての地位と従属会社の株主としての地位の双方を有しているからである。したがって、支配株主と従属会社の取引において、取締役が会社に対して負っている一般的な義務は、従属会社および少数派株主の利益最大化のために尽力する義務となる。少なくとも、2014年会社法改正の前後を通して、従属会社の取締役が従属会社および少数派株主の利益を守るために尽力する義務を負っていることは明

27) 関連当事者との取引を個別注記表に注記することを求められる会社は、公開会社および会計監査人設置会社に限られる（会社計算規則98条2項1号）。注記されるのは関連当事者との取引のうち重要なものに限られる。関連当事者には、支配株主だけではなく、子会社、支配株主である親会社の子会社（いわゆる兄弟会社）、関連会社（子会社ではないが、会社が財務および事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができる会社等。会社計算規則2条3項18号）、主要株主（総議決権の10%以上の議決権を保有する株主）などが含まれる（会社計算規則112条4項）。

28) 具体的には、以下の3点を記載することが求められる。①当該取引をするに当たり当該株式会社の利益を害さないように留意した事項（当該事項がない場合にあっては、その旨）、②当該取引が当該株式会社の利益を害さないかどうかについての当該株式会社の取締役（取締役会設置会社では取締役会。③において同じ。）の判断及びその理由、③社外取締役を置く株式会社において、②の取締役の判断が社外取締役の意見と異なる場合には、その意見。

29) 落合誠一「企業法の目的」岩村正彦ほか編『岩波講座・現代の法7 企業と法』3頁、23-25頁（岩波書店、1998）。

30) 残余権者であるということの意味は、債権者に対して予め契約で定められた条件に従って経済的利益の分配が行われた後に残った利益から、株主に対する分配が行われるということである。

らかであるように思われる。

従属会社の取締役が、従属会社および少数派株主の利益を守るために尽力する義務を会社に対して負っていることは、以下に挙げるような東京証券取引所の上場規則においても前提とされ、その内容がより具体化されているように思われる。なお、以下の規制は、支配株主と上場会社の間で行われる M&A を含む支配株主と上場会社の取引一般に適用される。

第 1 に、支配株主が存在する上場会社は、「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」を策定し、開示することを求められる³¹⁾。第 2 に、支配株主との取引が重要である場合には、上場会社の業務執行を決定する機関がその取引の実施を決定する際に、それが少数株主にとって不利益なものでないことに関し、支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うことが求められる（有価証券上場規程 441 条の 2 第 1 項）³²⁾。第 3 に、支配株主との取引が重要である場合には、必要かつ十分な情報開示が求められる（有価証券上場規程 441 条の 2 第 2 項）。開示が求められる事項の中には、「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」との適合状況や公正性を担保するための措置および利益相反を回避するための措置に関する事項が含まれる³³⁾。

東京証券取引所によれば、「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」の具体的な記載内容は主に 2 種類のアプローチに分けられるようである³⁴⁾。一つは取引条件に関する方針を記載するアプローチであり、もう一つは支配株主

との取引を行う際における手続きに言及するアプローチである。取引条件に関する方針の記載としては、いわゆる独立当事者間取引と同様の条件で行う旨が記載される場合が多いようである³⁵⁾。手続きに関する記載の例としては、親会社から独立した社外役員や外部専門家の意見を取得することが挙げられるが、単に取締役会が取引内容・条件の妥当性等に関して審議するとしか記載していない例も見られるようである³⁶⁾。なお、「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」として、たとえば、取引の規模が大きいなど一定の場合に少数派株主の過半数の賛成を得るといった事項を記載することは一般的ではないようである。

3 支配株主との取引によって従属会社の利益が害される場合は？

従属会社の取締役が、従属会社および少数派株主の利益を守るために尽力する義務を会社に対し負っていることは明らかである。それでは、従属会社の取締役が支配株主との取引が従属会社の利益を害さないかどうかを判断する際に、どのような基準に依拠すればよいのであろうか。2014 年会社法改正の立法作業の過程で検討された支配株主の責任に関しても、どのような場合に従属会社が不利益を被ったとして支配株主が責任を負うべきかについて様々な見解が主張された。

2014 年会社法改正の立法作業では、従属会社が不利益を被ったか否かを、取引の条件のほか以下のような事情を考慮して判断する

31) 「支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」は、上場会社が東京証券取引所に提出を求められるコーポレート・ガバナンスに関する報告書（以下「コーポレート・ガバナンス報告書」という）の記載事項の一つとされている（有価証券上場規程 419 条、有価証券上場規程施行規則 415 条 1 項 (1) など）。

32) 支配株主との取引が重要である場合とは、上場会社の業務執行を決定する機関がその取引の実施を決定することが適時開示規制の対象となる場合を指す。

33) 東京証券取引所上場部編『東京証券取引所 会社情報適時開示ハンドブック（2015 年 6 月版）』255 頁（2015）など。

34) 東京証券取引所・前掲注 6)13 頁。

35) 東証は、「支配株主との取引については他の取引先と同様に契約条件や市場価格等を参考に公正妥当な取引を行い、少数株主の利害を損なうこととなるような取引を行わない方針を示している例が多い」と説明する。東京証券取引所・前掲注 6) 13 頁。

36) 東京証券取引所・前掲注 6)13 頁。なお、後者について東証は、「親会社の影響を受けた取締役会に公正な判断が可能なのかという点については、より一層の説明が期待される」と指摘している。

という案が検討された³⁷⁾。

ア 株式会社による当該取引の条件に関する検討および交渉の態様

イ 株式会社と親会社等の間における当該取引以外の取引の条件

ウ 株式会社が親会社およびその子会社から成る企業集団に属することによって享受する利益

エ その他一切の事情

このような考慮要素を明示して従属会社が不利益を被ったか否かを判断する立法案を提案した理由として、中間試案においては「不利益の有無および程度は、当該取引の条件のほか、当該株式会社と当該親会社の間における当該取引以外の取引の条件その他一切の事情を考慮して判断されるものとする」とされていたことに対して、中間試案に対するパブリック・コメントにおいて、基準が不明確でありグループ経営による子会社の利益が十分考慮されないおそれがあるとの意見が出されたことが挙げられている³⁸⁾。

考慮要素ア～エの中で特に注目に値するのは、考慮要素イとウである。考慮要素イとウは、従属会社が支配株主との取引で不利益を

被ったか否かを個々の取引の損得以外の要素を考慮して判断することを認めているからである³⁹⁾。

これまでの我が国の学説では、支配株主と従属会社のあるべき取引条件は、独立当事者間取引の基準であると解する見解が一般的であったといわれている⁴⁰⁾。独立当事者間取引の基準は、「会社の独立した (independent) 受託者 (fiduciary) による、相手方との間に一定の距離を置いた取引 (at arm's length bargain) であっても、そのような取引がなされるであろうか」と定式化されている⁴¹⁾。独立当事者間取引の基準をあるべき取引条件と考える根拠は、「少数派株主が存在する限り、子会社は『経済的に独立している会社と同様に運営されねばならない』」ことである⁴²⁾。したがって、従属会社の取締役には、「企業グループ全体の利益のために会社の利益を犠牲にしたとの抗弁は認められない」ことになる⁴³⁾。

従属会社の取締役が支配株主との取引が従属会社の不利益になるか否かを判断する際に、独立当事者間取引の基準は一定の指針を与えてくれる⁴⁴⁾。学説では、2014 年会社法

37) ア～エは、法制審議会会社法制部会第 17 回会議 (2012 年 2 月 22 日) に事務当局から提出された部会資料 18「親子会社に関する規律に関する個別論点の検討 (1)」7 頁 (第 2 の 1 (1) ③) (以下「部会資料 18」という) において初めて提案された。

38) 部会資料 18・前掲注 37)7 頁。

39) 前掲注 11)、12) とその本文で紹介した立法提案に対する評価であるが、中間試案の「立法化は、グループ利益の追求を容認するものとしてとらえられ運用される可能性があると考えられる。これは、従来、各会社の取締役は自らの所属する会社の利益……を追及すべきことを前提としてきたわが国会社法のパラダイムシフトを生じさせる……ものであるといえよう」と指摘する見解として、船津浩司「グループ利益の追求と『親会社の責任』規定——中間試案が示す会社法のパラダイムシフトの可能性——」商事 1959 号 4 頁, 9 頁 (2012) がある。

40) 船津浩司「適正な企業グループ内取引とは何か～今あるルールを探るための思考実験～」ビジネス法務 14 巻 9 号 112 頁, 113 頁 (2014)。これに対して、現行法の解釈論として、親子会社間の取引において親会社が子会社に対して責任を負うか否かを判断する際に、考慮要素ウを考慮することに肯定的な見解として、松井秀征「親会社の子会社に対する責任」落合誠一ほか編『会社法制見直しの視点』105 頁, 113 頁 (商事法務, 2012) がある。

41) 江頭・前掲注 10)37-38 頁。

42) 江頭・前掲注 10)39 頁。

43) 江頭憲治郎『株式会社法 (第 6 版)』444 頁 (有斐閣, 2015)。

44) ただし、以下のような限界があることに留意されるべきである。加藤・前掲注 20)62-64 頁。第 1 に、支配株主と従属会社の取引の中には、市場において比較の対象にできる取引を探すことが困難なものなど独立当事者間取引の基準の適用が困難な類型が存在する。第 2 に、独立当事者間取引の基準の内容は不明瞭であるため、同基準に適合すると評価される取引の範囲を適切に画することが困難である。たとえば、独立当事者間取引の基準は、独立当事者間であればそもそも取引が行われなかったか否かを判断する基準としては有用であるが、取引の条件が妥当であるか否かを判断する基準としては限界がある。この問題は、比較の対象にできる取引が存在する場合にも存在する。なぜなら、独立当事者間であっても、個々の当事者間の交渉力には差異があるし、情報の非対称性が存在するからである。支配株主と従属会社の取引において、どの程度の交渉力の差異や情報の非対称性を想定するかによって、取引条件の妥当性の判断は大きく異なる。第 3 に、独立当事者間取引の基準では、特定

改正以降も、特段の立法のない限り、独立当事者間取引の基準を出発点として、従属会社の取締役は個々の取引ごとに支配株主との取引が従属会社に不利益をもたらすか否かを判断すべきと解する見解が有力である⁴⁵⁾。従属会社の取締役には従属会社および少数派株主の利益を守るために尽力する義務があると解する立場と、独立当事者間取引の基準の根拠である従属会社は「経済的に独立している会社と同様に運営されねばならない」という理念には整合性がある。いずれにおいても、支配株主が存在するか否かによって、取締役の義務は変わらないと考えられているからである⁴⁶⁾。

IV. 社外・独立取締役はどこまで期待できるのか？

会社法の開示規制および東京証券取引所の上場規則は、上場会社が支配株主と取引する際に、支配株主に自制を促すだけでなく、上場会社側の交渉力を高める役割を果たすこ

とも期待されているように思われる。日本では、支配株主と従属会社が取引をする際に、少数派株主の過半数の承認を得るという実務はM&Aを除き一般的ではない⁴⁷⁾。結局、会社法の開示規制および東京証券取引所の上場規則は、従属会社の取締役が会社および少数派株主の利益を守るために尽力する義務を負っていることを前提とし、この点に関して取締役が職務を果たすことを後押しすることを目的としているように思われる。しかし、取締役が従属会社および少数派株主の利益のために職務を果たす際に、支配株主が従属会社の取締役を選任できることが障害となる可能性がある⁴⁸⁾。従属会社の取締役が、選任権限を有する支配株主からの影響力の行使に対抗することは困難である。このような状況は、日本の上場会社において社外・独立取締役の数が増加することによって改善するのだろうか。以下では、この点を検討してみたい。

2014年会社法改正によって支配株主の関係者は、会社法の定める社外取締役・社外監

の取引の公正さに焦点があわせられるため、支配株主と従属会社の間（特に親子会社間）に存在する複雑な関係が考慮されない。

45) 神作・前掲注25)88-89頁、船津・前掲注40)115頁。なお、2014年会社法改正の立法作業で検討されていた案では、「不利益取引」（当該取引がなかった場合と比較して株式会社に〔著しく〕不利益となるような条件の取引）のみが規制対象とされていた。法制審議会会社法制部会第22回会議（2012年7月4日）の部会資料25「会社法制の見直しに関する要綱案の作成に向けた検討（2）」3頁。支配株主が従属会社から原価割れの条件で製品を取得することは、従属会社にとって「不利益取引」となる可能性があるが、取引条件が原価以上であれば「不利益取引」に該当しないと思われる。船津・前掲注39)5頁。しかし、原価以上であっても、独立当事者間取引の基準に従えば従属会社が不利益を被ったと評価されることがある。たとえば、従属会社は支配株主に原価100万円の製品を101万円で譲渡したが、第三者に同じ製品を110万円で売却することができたといえる場合、従属会社は支配株主との取引によって不利益を被ったと評価される可能性がある。

46) 独立当事者間取引の基準に従えば、従属会社の取締役が支配株主との取引が従属会社に不利益をもたらすか判断する際に、考慮要素ウを考慮することは許されないことになる。ただし、考慮要素イについては、独立当事者間でも継続的な取引関係が存在する場合があることを踏まえると、考慮することが全く許されないとすべきか検討する余地があるように思われる。たとえば、実務では、親会社が画期的新製品を開発するために、将来の損失補償の約束をすることなく、子会社に当分の間だけ子会社にとって不利な取引を親会社との間で行うように求めることが行われることがあるようである。高橋英治「現代日本における企業結合と企業結合法」商事2075号64頁、75頁（2015）。このような取引は、考慮要素イによって正当化できるのか、それとも考慮要素ウによって初めて正当化できるのかが問題となり得るように思われる。

47) M&Aでは、いわゆるMOM (majority of minority) 条項が利用されることがある。MOM条項とは、MBOまたは親会社による子会社の非公開化を行うための条件の一種であり、その内容は、実質的には、対象会社の株主の中で買収者側と共通の利害関係を有さない者の過半数（場合によってはそれ以上）が賛成する場合に限り取引を行うというものである。具体的には、MBOまたは親会社による子会社の非公開化の手段として公開買付けが行われる場合に、買付予定株式数の下限（金商法27の13第4項1号）として、買収者側と共通の利害関係を有さない株主の過半数が応募しなければ達成できない数を定めることが、MOM条項に相当する。白井正和ほか『M&Aにおける第三者委員会の理論と実務』30頁（商事法務、2015）、森・濱田松本法律事務所編『M&A法大系』764頁（有斐閣、2015）。

48) 松井・前掲注40)116頁。

査役になることができなくなった。また、支配株主の関係者は、東京証券取引所の上場規則の定める独立役員になることもできない。独立役員とは、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役または社外監査役をいう（東京証券取引所所有価証券上場規程 436 条の 2 第 1 項）⁴⁹⁾。したがって、社外取締役または独立役員の定義を満たすものは、支配株主から一定程度は独立しているといえるように思われる。したがって、我が国では、支配株主との取引において従属会社および少数派株主の利益を守るために、社外取締役・社外監査役・独立役員（以下「社外取締役など」という）が重要な役割を果たすことが期待されている⁵⁰⁾。しかし、社外取締役などを選任するのは、他の取締役と同じく、支配株主である。選任権限を持っている支配株主に対して社外取締役などが反対の立場に立つことは、難しいように思われる。

支配株主が社外取締役などを選任できることは、日本に特有の問題ではない。たとえば、アメリカでも同じである。しかし、アメリカでは、支配株主が従属会社と取引をする際に、従属会社の独立取締役が支配株主との取引を承認していることが、少数派株主が支

配株主の信認義務違反を追及する訴訟において、支配株主に有利な事情として考慮される⁵¹⁾。独立取締役であっても支配株主が選任権限を持つことに変わりはないのであるから、独立取締役の承認を支配株主に有利な事情として考慮することは合理的ではないように見える。しかし、アメリカでは、支配株主は従属会社および少数派株主に信認義務を負うという判例法理が確立している。この判例法理は、独立取締役の支配株主に対する地位を強化する役割を果たしているように思われる。なぜなら、独立取締役の意見を無視して取引を強行することにより、事後的に信認義務違反に基づく損害賠償責任を課される可能性が増加するからである。したがって、支配株主が、事後的に信認義務違反に問われないよう、独立取締役の意見を尊重することを期待できる。その結果、支配株主が従属会社に不利な条件を押しつけることを差し控えるようになり、支配株主と従属会社の取引が独立当事者間の取引に近づくことになる⁵²⁾。

これに対して日本法では、支配株主が従属会社および少数派株主に何らかの義務を負うことを定める会社法の規定は存在しないし、判例法理も存在しない⁵³⁾。このような状況

49) 上場会社は、独立役員を 1 名以上確保しなければならない。独立役員と評価される社外監査役を確保すれば上場規則を遵守したことになるが、取締役である独立役員を少なくとも 1 名以上確保するよう努めなければならないとされている（東京証券取引所所有価証券上場規程 445 条の 4）。

50) 江頭・前掲注 43)445 頁。支配株主との取引が従属会社の利益を害さないかどうかについて取締役（取締役会設置会社では取締役会）の判断と社外取締役の意見が異なる場合には、事業報告において社外取締役の意見を記載することが要求されている（会社法施行規則 118 条 5 号ハ）。このことから、社外取締役などが支配株主との取引において従属会社および少数派株主の利益を守るために重要な役割を果たすことを期待されていることがわかれる。

51) アメリカ法（デラウェア州判例法）では、支配株主の信認義務違反が争われる場合、従属会社との取引の条件が公正であることについて支配株主が立証責任を負う。しかし、取引について従属会社の独立社外取締役の承認を得た場合、公正さの立証責任は信認義務違反を主張する原告側に移るとされている。加藤・前掲注 20)59-60 頁。

52) 加藤・前掲注 20)61 頁。

53) 日本でも、支配株主が従属会社を買収する場合、その対価は公正でなければならないと思われる。なぜなら、会社法によって、少数派株主が従属会社に対して公正な価格で株式を買い取ることを請求できることが認められているからである（会社法 785 条 1 項など）。これらの規定の存在は、支配株主との M&A において、従属会社の取締役が少数派株主のために支配株主と交渉する義務を負うとの解釈の根拠の一つとなる。しかし、取締役が少数派株主のために義務を負うからといって、支配株主に少数派株主に対する何らかの義務を課す必要性がなくなるとはいえないように思われる。少数派株主に対する義務によって支配株主の行動が規律されていない場合、支配株主と従属会社の取締役との間で意味のある交渉が行われるのか疑問がある。支配株主の義務を考える際には、MBO の対象会社の取締役に課されている公正価値移転義務（東京高判平成 25 年 4 月 17 日判時 2190 号 96 頁）が参考になる。ただし、MBO の買収者側に参加する取締役と従属会社と取引する支配株主は、少数派株主と利益相反関係にあるという点では共通するが、このことのみから同じ内容の義務を負うと解することには慎重でなければならない。松井・前掲注 40)120 頁。MBO の買収者側に参加する取締役も、株主によって取締役に選任され

の中で、従属会社の社外取締役などは支配株主に対峙しなければならないのである。確かに、会社法の開示規制や東京証券取引所の上場規則は、支配株主の行動を牽制する役割を果たすであろう。このような規制が、従属会社の社外取締役などが支配株主に対峙する際に、彼らまたは彼女らをどの程度助けているか検証される必要がある。少なくとも、これらの規制は、アメリカ法における信認義務と異なり、支配株主の行動を直接的に規律するものではないことに留意すべきである。現在の日本法は、社外取締役などの個人的な資質に過度に依存している状況ともいえるように思われる⁵⁴⁾。

V. 今後の課題

現在の日本の株式保有構造を前提とすると、支配株主に直接的な義務を課すことなく、開示規制と証券取引所の上場規則によって支配株主と少数派株主のエージェンシー問題の解決を目指すという立場は、それなりの合理性があるように思われる。特に、支配株主が上場会社で、かつ、その株式保有構造が分散している場合が多いという状況は、日本の株式保有構造の特徴の一つであるように思われる。このような状況の下では、支配株主のレベルでの経営者と株主のエージェンシー問題が存在するので、支配株主が従属会社を

搾取するインセンティブは支配株主が自然人の場合よりも小さいように思われる。

しかし、支配株主が上場会社である場合が多いという状況は、永続するとは限らない。特に、近年、支配株主である上場会社が従属会社を非公開化する事例が数多く見られる。その一方で、新興市場では個人が支配株主として株式公開後も経営に関与する例が見られる。このような傾向が続けば、いずれ、支配株主が存在する上場会社の中で、支配株主も上場会社である場合の占める割合が大きく変動する可能性がある。

株式保有構造が変化し支配株主のインセンティブ構造も一般的に変化した場合には、会社法の開示規制や東京証券取引所の上場規則では、支配株主と少数派株主のエージェンシー問題を解決する手段として不十分と評価される時代が到来するかもしれない。支配株主と少数派株主の利益が対立する場合に常に少数派株主の承認を要求することは、支配株主の権利を大幅に縮減するため、支配株主の存在によって従属会社の企業価値が増加することも期待できなくなる⁵⁵⁾。したがって、日本法のように社外取締役などが一定の役割を果たすことに期待せざるをえない。しかし、社外取締役などが自らの選任権限を有する支配株主に、従属会社およびその少数派株主の利益のために対峙することは容易ではない。そのため、法制度により、社外取締役な

た以上、株主利益最大化のために尽力する義務を負うといいやすい。これに対して、支配株主は少数派株主によって選任されたわけではなく、自己利益追求のために支配株主となったのである。支配株主が自己利益を追求することによって従属会社の企業価値が増加すれば、少数派株主も利益を得る。支配株主の行動を規律しすぎると、前掲注2)～5)とそれらの本文で述べたように支配株主の存在によって株主と経営者のエージェンシー問題が解決されるという便益も生じなくなってしまうし、そもそも支配株主となろうとする者が減少するであろう。

54) 従属会社の少数派株主は、支配株主との取引において従属会社の利益を十分に守ることが出来なかった従属会社の取締役に対して、従属会社に対する任務懈怠責任を追及する株主代表訴訟を提起することができる。しかし、従属会社の取締役を被告とする株主代表訴訟には、以下のような限界があることを指摘できる。加藤・前掲注14)347-348頁。第1に、支配株主が従属会社にとって一方的に不利な条件の取引を子会社に押しつけることを、従属会社の取締役を被告とする株主代表訴訟によって抑止することは困難である。なぜなら、そのような取引を拒む取締役を支配株主は交代させることができるからである。第2に、支配株主と従属会社の経営者としては資力に大きな差異がある。したがって、支配株主に損害賠償請求することができた方が、従属会社並びにその少数派株主が被った損害は填補されやすいといえる。言い方を変えれば、支配株主に請求できた方が、従属会社の少数派株主が勝訴判決から期待できる経済的利益が大きくなるということである。また、支配株主の責任を通じた違法行為抑止機能が機能するためには、その責任が訴訟で追及される一定程度の可能性があることが必要となる。従属会社の取締役しか被告にできない場合には、勝訴判決から期待できる賠償額が低い場合、訴訟提起のインセンティブが弱い可能性がある。ただし、このような限界を踏まえた上で、現行法は従属会社の少数派株主の利益を十分に保護していると評価する見解もある。松井・前掲注40)122-123頁。

55) 前掲注53)。

どの支配株主に対する地位を強化する必要がある。このような法制度による援助が効果的か否かを絶えず検証していくことが、今後の課題となる⁵⁶⁾。

(かとう・たかひと)

56) 社外取締役などの支配株主に対する地位を法的に強化する方策としては、社外取締役などの選任に少数派株主の承認を求めることが考えられる。イギリスでは最近、このような方向で上場規則の改正が行われたようである。See Financial Conduct Authority, *Policy Statement 14/8: Response to CP13/15 – Enhancing the effectiveness of the Listing Regime* (May 2014). イギリスの最近の上場制度の改正についての詳細な検討は、今後の課題としたい。