

論説

金融商品取引法における支配株主の規制

——その範囲と責任を中心に——

東京大学特任教授

朱 大明

- I. はじめに
- II. 金融商品取引法における支配株主規制の意義
- III. 金融商品取引法における支配株主情報開示規制の現状と問題
- IV. 外国法の考察
- V. 金融商品取引法における支配株主規制の構築
- VI. おわりに

I. はじめに

2020年1月7日に東京証券取引所は「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」（以下では「第1期研究会」と略す）を設置した。「第1期研究会」の設置の趣旨は、「実質的な支配力を持つ株主（「支配的な株主」）を有する上場会社（「従属上場会社」）を巡る最近の事例が示唆する問題点、支配的な株主と従属上場会社の少数株主との間の利害調整の在り方、少数株主保護の枠組み等について議論を行う」（以下では

支配株主に関する問題を「支配株主問題」と略す）こととされている¹⁾。

「第1期研究会」は、2020年9月1日に「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」（以下では「中間整理」と略す）を公表した。

その後、さらに、東京証券取引所は、2023年1月6日に第2期の「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」（以下では「第2期研究会」と略す）を設置した。第2期研究会は2023年1月6日より審議を続けている（以下では、特に説明しない限り、第1期研究会と第2期研究会の総称を「研究会」と略す）。

研究会により公表された「中間整理」及び「研究会」の議事録等の資料では、支配株主問題に関連する事例が多数紹介された。それらの事例に基づき、支配株主問題に関して、(i) 実質的な支配力を持つ株主が情報開示規則に違反すること、(ii) 支配株主が株主権を濫用すること、といった概ね2種類の問題が日本の法律実務に存在することが分かった。(i)については、①情報開示規則違反の問題だけではなく、②支配株主の範囲をどこで線引きするかを重要な問題として検討しなければならない。また、(ii)については、さらに、①株主権（議決権）の違法行使及び②支配力の濫用の2つの問題に分けることが

1) 「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会の設置要綱」（<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004djvd.pdf>）を参照されたい。

できる²⁾。

(i) について、②は基本的には金融商品取引法の問題となるのに対して、①は会社法と金融商品取引法の両方に関連する問題である。いずれも日本ではあまり検討されていない。(ii) については、日本の会社法における伝統的な問題として古くから検討されており、豊富な議論が蓄積している³⁾。しかし、従来の日本会社法においては、「会社の経営者に対する規制」、いわゆる支配株主の間接規制が詳細に定められている一方、支配株主に対しての直接的な規制は存在してこなかった。このように、支配株主の規制に関する十分な立法がなされていないため、しばしば学者から批判を受けている⁴⁾。

本稿は、(i) に着目して検討したい。また、(i) は金融商品取引法と会社法に重なる部分もあるが、本稿は基本的に、上場会社を対象として金融商品取引法に基づき検討することにしたい。また、金融商品取引法において支配株主規制に関して「事前規制として支配株主の開示義務」と「どのように支配株主の権利行使を牽制する上場会社の法体制を制定すべきか」が重要な課題であるが、紙幅の関係で本稿の検討内容に取り上げないことにする。

Ⅱ. 金融商品取引法における支配株主規制の意義

1 金融商品取引法における支配株主規制の必要性

日本の立法状況を見れば、支配株主規制に関する立法論は1980年代から提唱されたが、結局、現在まで立法を実現するに至っていない。その最も重要な原因は、経済界の反対にあると考えられている⁵⁾。

経済界による反対の原因につき、主として2つの争点がある。第1に、立法の事実として、支配株主問題が存在するかという点である。第2に、支配株主規制の理論的根拠に関連する問題として、「企業のあるべき姿」をどのように理解すべきかという点である。

1点目について、公開されている「研究会」の資料によれば、日本の証券市場において、①支配株主が多数存在すること、②証券市場において支配株主による情報開示義務の違反や権利の濫用が様々な形で行われていることが報告されている。

2点目について、①支配株主（親会社）と非支配会社（子会社）を1つの団体として取り扱うべきか、それとも②支配株主と非支配会社の独立法人格を尊重して、子会社を単独の対象としてその利益の侵害状況を判断すべきか、ということが重要な争点となる。その問題を会社法上どのように理解すべきかは別として、金融商品取引法の分野においては、①の理論が存在することは考えがたい。会社

2) 「中間整理」では、「支配的な株主を有する上場会社の株主総会において、支配的な株主が会社提案に反対する議決権を行使することで独立社外取締役3名全員の再任議案が否決され、当該上場会社に社外取締役が不在となった事例」があったと示された。この事例は「議決権行使の濫用」に該当しうると考えられる。また、「中間整理」において「支配的な株主を有する上場会社における主力事業を支配的な株主のグループ会社に譲り渡すよう、支配的な株主から迫られたと上場会社が主張した事例」があったと示された。この事例は「支配力の濫用」に該当しうると考えられる。

3) 田代有嗣『親子会社法の研究』12頁以下（商事法務研究会，1968年）。

4) 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』6-9頁（有斐閣，1993年）、宮島司『企業結合法の理論』15頁（弘文堂，1989年）。上村達男『会社法は誰のためにあるのか』222頁（岩波書店，2021年）。

5) 例えば、平成26年会社法改正において、親会社が子会社との間の利益相反により子会社に不利益を与えた場合の親会社の責任を規定することが中間試案に提案されていたが、経済界の反対がこの規定が立法されなかった重要な原因であったと指摘されている（神田秀樹『平成26年会社法改正——会社実務における影響と判例の読み方』13頁（有斐閣，2015年））。

法に支配株主を規制する実体法としての規定が存在しないとしても、理論上、②の立場に立って、民法の権利濫用禁止等の一般原理を適用して支配株主の行為を規制することが自然である。

上記により、金融商品取引法において支配株主を規制する必要性が認められ、また、その理論の構築について会社法より支障が少ないと考える（この点は後で詳しく説明する）。

もっとも、本質的には、支配株主問題、とくに金融商品取引法における支配株主問題をどのように解決するかは、法律上の課題であるだけでなく、法政策上の問題でもあるため、法政策としてどのように評価するかを検討すべきだと考える。

2 支配株主問題の本質から見た情報開示規制の限界

支配株主問題の本質は、1993年バーリとミーンズにより唱えられた「所有と経営の分離」の下に、支配株主が会社とその他の株主の利益を犠牲にして、自分の利益のためその有する権利・地位（支配力）を行使することがありうるため、「支配株主と会社との間」と「支配株主と少数株主との間」に利益相反の問題が生じることにある。この問題は、「構造的な利益相反」と呼ばれることもある⁶⁾。

しかし、情報開示規制において、支配株主が直接的に情報開示義務を負う場合を除いて、基本的には、情報開示の主体は会社であり、支配株主は主体ではない。したがって、会社が情報開示規則に違反したとしても、原則として、この会社の支配株主は責任を負わないこととなる。このような体制ないし法理論は、上記の「構造的な利益相反」を解決することができないといえる。むしろ、逆に、現行の金融商品取引法により構築された情報開示規制では、情報開示規則違反の責任につき開示主体ではない支配株主に対して責任を追及することができないため、証券市場にお

ける支配株主問題をもたらす要因の1つになる。

これによって、情報開示規制においては、情報開示規則に違反することは、形式上は開示主体となる会社の行為に違法があるに過ぎないものの、その根底に「構造的な利益相反」があるため、会社の行為を規制するとともに、支配株主の行為をも規制する必要があると考える。逆に言うと、現行の情報開示規則の規制範囲には支配株主が含まれていないため、情報開示規制の効果が大きく拘束されていると考える（この点に関しては、後で詳しく説明する。）。

3 金融商品取引法における支配株主規制の意義

金融商品取引法において支配株主規制を構築する意義について、①支配株主を規制することにより情報開示規則の効果を保障すること、②証券市場における少数株主の保護を図ること、③上場会社のコーポレートガバナンスに資すること、といった3点があると考えられる。

Ⅲ. 金融商品取引法における支配株主情報開示規制の現状と問題

1 支配株主の定義

「中間整理」において、「支配的な株主」という概念が使用されていることは注目に値する。「中間整理」における「支配的な株主」とは、議決権の過半数を有していないものの、実質的な支配力を持つ株主をいう。

「支配的な株主」と「支配株主」の違いは何か、さらに言えば、いかなる範囲において支配株主を定義づけるかについては、支配株主規制の効果に係る重要な問題として検討しなければならないと考える。

支配株主の定義に関して、一般的には、「出

6) 「研究会」により公表された「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」においては、「構造的な利益相反」という概念を使用して問題が整理された。

資・形式基準」と「支配力・実質基準」とがありうる。歴史的には、初期の会社法理論は、会社の支配力の淵源として資本多数決の原則に着目し、出資過半数の有無により支配株主の該当性を決定していたが、出資比率の分散化の進展を受け、議決権以外の役員の派遣・契約・融資等によっても会社を支配することが着目され、「支配力・実質基準」が主流となった⁷⁾。

金融商品取引法には、支配株主の定義が存在しないが、「主要株主」という概念がある。「主要株主」とは、上場会社の総議決権の20%以上の議決権を保有する者をいう（日本金融商品取引法29条の4第2項）。「主要株主」は必ずしも会社の支配力を有するというわけではなく、支配株主より大株主に近いものであると理解できよう。また、日本金融商品取引法において、関連する概念として「親銀行」という概念がある⁸⁾。日本金融商品取引法31条の4第3項によれば、「親銀行」とは、金融商品取引業者の総株主等の議決権の過半数を保有していることその他の当該金融商品取引業者と密接な関係を有する法人その他の団体として政令で定める要件に該当する者のうち、銀行、協同組織金融機関その他政令で定める金融機関に該当するものをいう。

また、東京証券取引所により制定された有価証券上場規程には、支配株主の定義が存在する⁹⁾。当該有価証券上場規程第2条第42号の2によれば、「支配株主」とは、親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者をいう。ここでいう「間接的に保有する」とは、当該主要株主が自己の計算において所有している議決権と当該主要株主の近親者（二親等内の親族をいう）が所有している議決権とを合わせて、上場会社の議決権の過半数を占めているもの、又は当該主要株主及び当該主要株主の近親者（二親等内の親族をいう）が、議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等及び当該会社等の子会社が所有している議決権とを合わせて、

上場会社の議決権の過半数を占めていることを意味する（有価証券上場規程施行規則第3条の2）。

金融商品取引法と異なり、日本会社法は「支配力・実質基準」も加味して親子会社を定義している（日本会社法2条3号・4号）。その親会社の定義は「親会社は株式会社の経営を支配している者」とされている。

上記により、金融商品取引法の分野であれ、会社法の分野であれ、日本法では、「支配力・実質基準」を採っていると見られる。具体的な内容を見れば、金融商品取引法の分野に存在する定義は会社法の規定より細かいが、「支配力・実質基準」の中身に関して、「支配の内容」や「支配の方式」といった「支配力・実質基準」の要素は必ずしも明確ではない。したがって、日本の金融商品取引法における現状を踏まえて、支配株主の定義、とりわけ、「支配力・実質基準」の中身を検討し明確にしなければならないと考える。

2 支配株主の情報開示規制

(1) 支配株主情報の開示規制の現状

支配株主の情報開示規制とは、証券市場の情報開示に関する支配株主の規制である。「中間整理」で公表された事例には、支配株主情報開示規制に問題があることが反映されている。

支配株主の情報開示規制について、事前の規制と事後の規制がある。事前の規制は支配株主による権利の濫用を事前に予防するものであり、事後の規制において責任規定は最も重要である。

事前の規制には、「支配株主の情報を開示する」ことがある。「支配株主の情報を開示する」ことについて、日本の金融商品取引法は、主として、(i) 会社による情報開示、(ii) 支配株主による情報開示の2種類を定める。(i) について、①有価証券届出書、②有価証券報告書、③内部統制報告書、④臨

7) 朱大明『支配株主規制の研究——中国会社法を素材として』154頁（信山社、2012年）。

8) 日本金融商品取引法31条の4第3項。

9) 有価証券上場規程第2条第42号の2。

時報告書、⑤大量保有報告書、⑥公開買付報告書等が例として挙げられる。(ii)について、親会社等状況報告書がその典型的なものとなる。

情報開示規則違反の責任は、情報開示義務の主体により、(i)会社による情報開示、(ii)支配株主による情報開示の2種類の場合に分けられる。この2種類のうち、(i)がほとんどであり、(ii)は極めて少ない。(i)と(ii)のいずれについても、支配株主の行政責任が生じうるが、民事責任を追及できないこととなっている。

よって、日本の金融商品取引法における支配株主規制の重要な問題は、情報開示により生じる民事責任を支配株主に追及することが基本的にできないということである。

(2) 事前規制と事後規制の関係

「中間整理」には、支配株主規制に関して、上記(1)の(i)と(ii)に述べた「支配株主の情報開示を強化する」ことが法制度の改正方向として示されている。

しかし、事前の規制と事後の規制の関係について、事前の規制に違反した際に、行政責任又は刑事責任が生じうるが、刑事責任の適用は基本的に厳格である。そのため、証券市場において得られる巨大な経済的利益を念頭に置くと、民事責任を認めずして違法者に対する行政処罰だけで違法行為を有効に抑制することは期待できないと考える。そこで、支配株主情報開示の事後規制(民事責任)はやはり重要であり、事後規制を制定しない限り、支配株主の事前規制を増やしても、その制度の効果は限られると考える。

3 問題点

上記の通り、支配株主規制に関しては、主として、①支配株主の範囲をどのように決めるか、②支配株主の情報開示範囲をどのように決めるか、③情報開示違反に関して支配株主の民事責任を追及すべきか、といった3つの問題があると考えられる。その3つの中で、①と③はより重要なので、以下では①と③を中心に検討することにする。

IV. 外国法の考察

1 支配株主の範囲に関して

(1) 米国

a 定義

アメリカ証券法には、支配株主の定義が存在しない。参考にするため、アメリカの会社法における支配株主の定義を簡単にまとめる。

まず、「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」は、アメリカ法律協会(ALI)により公表されたものであり、アメリカの州法だけではなく、アメリカのモデル会社法にも大きな影響を与えていると言われている。「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」において定められた支配株主の定義によれば、単独で又は1人若しくは複数の他の者との合意・了解に従って、①会社の50%超の議決権を保有する、②その他の方法で、その者の株主としての地位に基づき、会社の管理・方針又は取引に支配力を有する、のいずれかに該当する場合は、支配株主とされる(第1.10条1項)。また、単独で又は1人若しくは複数の他の者との合意・了解に従って、会社の議決権の25%超を保有する者は、会社の管理・方針に支配力を有すると推定するとされている。

また、上場会社にとって重要な意義を持つデラウェア州会社法では、「支配」に関して定義が設けられている。この定義により、議決権付きの株式の20%以上を所有する者は、支配株主に該当すると推定されることとなる(デラウェア州会社法203条(c)(4))。

上記の「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」と「デラウェア州会社法」に定められた支配株主の定義が日本の会社法と同様に「支配力・実質基準」を採用していることは明らかである。

b 支配力の判断基準

支配株主は、当然会社に対する支配力を有する。この「支配力」について、2003年に起こった、支配株主の判断基準に関する有名な事件である *In re Cysive, Inc. Shareholders*

Litigation を例として挙げたい。当該事件において、デラウェア州衡平法裁判所 (Court of Chancery) は、支配株主を認定する際に、「議決権を有するか」及び「議決権に基づく経営の決定権を有するか」を強調して、「約36%の株式を有する者」が支配株主に該当すると判断した。すなわち、当該事件によれば、支配株主を認定する際に、「会社に対する支配力」は形式的に所有する株式だけではなく、実質的に所有する議決権を含む出資関係に基づき生じるものである。言い換えれば、会社に対する支配力には「出資関係」(株主の身分) が不可欠となる。

また、2018年の *In re Tesla Motors, Inc. Stockholder Litigation* の事件も重要な事件として注意に値する。当該事件において、裁判官は支配株主を認定する際に、持株比率は最も重要な判断要素ではない、会社に対する支配力は必ずしも出資関係に基づくものではなく、株主の身分と関係ない要素による支配力もある¹⁰⁾。ため、創業者であるイーロン・マスク氏は持株がなくても会社に対する支配力を有すると指摘した¹⁰⁾。

上記より、アメリカの判例において、支配株主の判断基準に関する「支配力・実質的基準」は、「出資関係が必要である」から「出資関係が必須ではない」に変わっているという傾向がある¹⁰⁾と考える。これにより、支配株主か否かを判断する際には、株主の身分がなくても、支配株主に該当する可能性があるということとなる。

(2) 中国法

a 定義

中国において、証券法には支配株主の定義が存在しない一方、会社法においては支配株主の定義が設けられている。証券法と会社法の関係につき、証券の発行と取引に関して証

券法は会社法の特別法であると解されている。したがって、証券法に定められていない支配株主の定義には会社法の規定を適用することとなる。また、証券市場の監督機関となる中国証券監督管理委員会は、証券市場の監督等に係る多くの規定を制定している。これらの規定は会社法に定められた定義を維持する前提のもとに、さらに支配株主の定義を詳細化していると見られる。

具体的には、中国の会社法216条2号は、(1) その出資額が有限責任会社の資本総額の50%以上を占める、(2) その保有する株式が株式会社の株式資本総額の50%以上を占める、(3) 出資額又は保有株式の比率が50%未満であっても、その出資額又は保有株式により有する議決権が株主総会の決議に重大な影響を与える、のいずれかに該当する場合は、支配株主に該当すると規定した¹¹⁾。この規定は、2005年の改正中国会社法により導入されたものである。

中国の証券法の分野において、中国証券監督管理委員会により制定された「上場会社定款ガイドライン」は、上記の会社法に定められた支配株主の定義をその文言通り規定した(上場会社定款ガイドライン192条)。

また、同じく中国証券監督管理委員会により制定された「上場会社買収管理方法」(2020年版)があり、同法においても支配株主の定義が設けられている(上場会社買収管理方法84条)。その規定によれば、投資者が下記のいずれかに該当する場合、支配株主に該当する。①投資者が上場会社の50%以上の株式を有する支配株主であるとき、②投資者が実質的に支配できる上場会社の議決権が30%を超えるとき、③投資者が上場会社の議決権を実質的に支配することによって会社董事会の過半数のメンバーの選任を決定することができるとき、④投資者が上場会社の議決権を

10) *Controller Confusion, Realigning Controlling Stockholders And Controlled Boards*, 133 HARV. L. REV. 1706, 1715 (2020).

11) 現行中国会社法216条2号は以下のとおりである。

支配株主とは、その出資額が有限責任会社の資本総額の50%以上を占める株主、又はその保有する株式が株式会社の株式資本総額の50%以上を占める株主並びに出資額又は保有株式の比率が50%未満であるが、その出資額又は保有株式により有する議決権が株主会(日本の有限会社の役員総会に相当)又は株主総会の決議に重大な影響を与えるのに十分な株主を指す。

実質的に支配することによって会社の株主総会の決議に対し重大な影響を与えるとき、⑤中国証券監督管理委員会が認めるその他の状況があるとき¹²⁾。

「上場会社買収管理方法」の支配株主の定義（上場会社買収管理方法 84 条）を中国会社法の規定（中国会社法 216 条 2 号）と比較すると、まず、中国会社法に定められた支配株主の定義では「支配力・実質基準」を採用している。この定義は証券法の分野にも適用される。次に、「上場会社買収管理方法」に定められた支配株主の定義は、会社法の規定より詳細なものである。具体的には、支配株主を判断する「支配力・実質基準」を、「30%を超える議決権の実質的支配」、「過半数の董事の人事決定権」、「総会決議に対する重大な影響力」という 3 つの場面に細分化して定めている。

b 実質的支配者

中国の会社法において、支配株主の概念と関連して、実質的支配者という重要な概念がある（中国会社法 216 条 3 号）。会社法の規定によれば、実質的支配者とは、会社の株主ではないが、投資関係、合意又はその他の手段によって会社の行為を実質的に支配できる者をいう。実質的支配者の概念には支配株主と異なり、出資関係が重視されず、会社に対する「支配力」が強調されている。実質的支配者は支配株主の延長線上にあり、支配株主に準じ、「関連関係」の地位を利用して、会社の利益を損なってはならないと規定されている（中国会社法 21 条）。

中国の証券法は、会社法と同様に、実質的支配者は情報開示、虚偽記載、インサイダー

取引等の制度で支配株主と殆ど同様に規制の対象となり、責任を負わなければならないとしている¹³⁾。

上記より、中国法において支配株主以外に、実質的支配者の概念が設けられ、会社に対する支配力を有する者の範囲は支配株主と実質的支配者により構成される。この点は中国法の重要な特徴となる。

c 支配株主と実質的支配者の適用

中国の証券法上の支配株主と実質的支配者の規制内容に関して、両者は共に情報開示規則及びインサイダー取引等の不公正取引の規制対象となり、ほぼ同じ規制が適用される。この 2 つの概念の運用について、支配株主の定義には「支配力・実質基準」が採用されているが、その基準に不明確な部分が存在する。実質的支配者の定義では、「実質的に会社を支配している」が重視されるため、その要件は支配株主の「支配力・実質基準」に近い。したがって、証券法の実務、特に監督機関の立場からは、本来理論上、「支配株主」と「実質的支配者」は別個の概念であるが、実際には「実質的支配者」を「支配株主」の不明確な部分を補填するものとして使用する傾向があると見られている。簡単に言えば、法律上の規制内容はほぼ同様であるが、判定の難しさからすれば、会社の支配者を判断する際に、「支配力・実質基準」を適用して支配株主に該当すると判定するより、「実質的支配者」だと判定することは明らかに容易なのである。そこで、証券市場において中国証券監督管理委員会は、支配株主より実質的支配者の概念を使うことが多くなってきていると見られる。

12) 2020 年「上場会社買収管理方法」84 条は以下のとおりである。

以下のいずれかの状況があれば、上場会社の支配権を有すると見なす。

- ① 投資者は上場会社の 50% 以上の株式を有する支配株主であること。
- ② 投資者は実質的に支配できる上場会社の議決権が 30% を超えること。
- ③ 投資者は上場会社の議決権を実質的に支配することによって会社董事会の過半数のメンバーの選任を決定することができること。
- ④ 投資者は上場会社の議決権を実質的に支配することによって会社の株主総会の決議に対し重大な影響を与えること。
- ⑤ 中国証券監督管理委員会が認めるその他の状況。

13) 例えば、虚偽記載において支配株主と実質的支配者が責任追及の対象に含まれること（中国証券法 85 条）、インサイダー取引において支配株主と実質的支配者が規制の対象に含まれることが中国の証券法で定められた（中国証券法 51 条）。

d 2023 年会社法改正草案

2023 年 9 月 1 日公表の全国人民代表大会常務委員会で審議された中国会社法改正の 3 回目草案（以下では「3 回目の草案」と略す）においては、支配株主の定義がそのまま維持されているが、実質的支配者の定義は改正された。

「3 回目の草案」265 条 1 項 3 号によれば、実質的支配者とは、投資関係、合意又はその他の手段によって会社の行為を実質的に支配できる者をいう。すなわち、現行中国会社法の規定と比較すると、株主の身分がなくても実質的支配者に該当しうることから、実質的支配者の範囲は拡張された。

(3) 小括

上記により、支配株主の判断基準について、日本法は中国、アメリカのデラウェアと同様に「支配力・実質基準」を採っているが、「支配力・実質基準」の中身に関して中国法とアメリカ法では「出資関係がない者」も規制する対象となることから、日本の支配株主の範囲は中国とアメリカのデラウェアより狭いということが明らかである。

2 支配株主の情報開示に対する責任に関して

(1) 米国

a 支配者の責任

アメリカ証券法において、「支配者の責任」(Controlling Person Liability) という制度に通じて、支配株主に会社の情報開示に対して民事責任を負わせることとしている。

「支配者の責任」は、主として 1933 年アメリカ証券法 15 条と 1934 年アメリカ証券取引法 20 条 (a) により構成されている。

1993 年アメリカ証券法 11 条に基づき、取締役は取締役の地位に応じた法定義務 (Affirmative Obligations imposed by Law) を負わなければならないことから、取締役が目論見書に署名してこの法定義務に違反すれば、損

害賠償責任を負わなければならない。

「支配者の責任」とは、支配者は発行市場と取引市場における情報開示規則違反により生じる民事責任を負うべき者に連帯して損害賠償責任を負うことをいう。「支配者の責任」の立法目的は、会社の支配者が名目上の取締役役が目論見書に署名させることによって、11 条に定められた取締役の民事責任を回避するというものを防止することにある¹⁴⁾。

「支配者の責任」の範囲は、1995 年のアメリカ私的証券訴訟改革法 (PSLRA) にしたがって被支配者との連帯責任から割合的責任に改正された。この改正により「支配者の責任」の範囲については、私的証券訴訟改革法 21 条 D (f) を適用することとなる。割合的責任は、被支配者の損害賠償責任の一定割合のみに対して賠償責任を負うことを意味する。

b 立法の背景

アメリカ法「支配者の責任」の立法背景には、1933 年証券法の立法以前に、会社の支配者が経営者等をコントロールし、情報開示規則に違反することにより投資者の利益の侵害が多発していたという事情がある。

そのような状況を厳しく抑制するために、証券法において、どのように支配者の責任を追及するかについて、重要な内容の 1 つとして、様々な法理論から検討されていた。例えば、支配株主の情報開示規則違反の行為を不法行為と取扱うことは一番分かりやすいが、実際には、具体的な違法行為は発行者により実施され、支配者は自ら違法行為を実施していない（形式上）ため、行為者と損害の効果の間に不法行為責任に要求される因果関係が存在しないため、不法行為により支配者の責任を追及することができない¹⁵⁾。また、民法の代理理論によって、支配株主の情報開示規則違反により生じる民事責任を追及としても、支配株主と違法者である発行者の関係を代理関係として取扱うことは難しい¹⁶⁾。いずれにしても、理論上、会社法において有

14) Fletcher' s Report, in: S. Rep. No. 47, 73d Cong., 1st Sess. 5-6 (1933), p. 5.

15) Restatement (Second) of Torts, section 314, 324A.

16) William O. Douglas, *Directors Who do Not Direct*, 47 HARV. L. REV. 1305 (1934).

限責任原則と独立法人格の基本原則があり、それを超えて、不法行為であれ、代理行為であれ、会社の支配株主に情報開示規則違反により生じる損害賠償責任を負わせることは困難である。

そのような状況のもとに、1933年アメリカ証券法15条が導入され、会社の支配者は被支配者と同様の責任を負わなければならないと定められた。しかし、1993年アメリカ証券法15条が実施された後、その適用はあまりに広汎で厳しすぎると批判されたため、翌年成立した証券法の改正によって被告による責任免除の抗弁事由が認められた。さらに、1934年に成立したアメリカ証券取引法においても、15条の内容と類似した20条が設けられた。これによって、アメリカでは、1933年証券法15条と1934年証券取引法20条の導入により、「支配者の責任」が確立され、会社の支配者に発行者との連帯責任を負わせることによって支配者を厳しく規制することとなった。現在まで、「支配者の責任」は、アメリカ証券市場における支配株主の規律上、重要な役割を果たしている。

○ 1933年証券法15条と1934年証券取引法20条の関係

上記により、1933年アメリカ証券法15条と1934年アメリカ証券取引法20条の内容は似ているため、どのようにこの2つの条文を解釈するかが問題となっている。具体的には、例えば、1933年アメリカ証券法15条と1934年アメリカ証券取引法20条において、最も重要な内容となる責任主体の判断基準につき、15条は「株式等の方法により支配をする者」としたのに対し、20条は「直接又は間接的に支配する者」と定めた。両者は微妙に異なる。アメリカ法の実務では、どのように15条と20条に定められた支配者を区別

すべきかが重要な問題としてしばしば指摘されている。

このような状況のもとに、アメリカ法では、責任主体となる支配者の判断基準について、支配者の範囲を明確に定めるより、柔軟な概念だと解釈する方が制度機能の発揮に有益であると理解されている¹⁷⁾。そのため、これ以上に明確に定めることをしていない。

これによれば、支配者の範囲をどのように定義するかは別としても、支配株主の範囲にできるだけ多くの場面を包括するべきだという立法の理念は、日本にとって参考になると考える。

d 「支配者の責任」の理論的根拠

アメリカでは、支配株主の情報開示規則の違反により生じる民事責任は、「詐欺」によるものであると解されている。「詐欺」であるという理解のもと、支配株主がその株式を有する会社に対する「支配力」を用いて、積極的に情報開示規則の違反行為に関与する場合は、非支配者と連帯して民事責任を負うこととなるため、その責任の属性は不法行為に帰属すると考える。

また、少数株主による支配株主の責任追及について、会社法で定められた支配株主信託義務という重要な理論がある。アメリカの証券法において「支配株主の権利濫用」を「詐欺」として規制することは、アメリカの州法で認められている支配株主の信託義務を証券法に導入したということである。つまり、「支配者の責任」は、会社法における「信託義務理論」を理論的根拠として証券法に定められたものである。

また、会社法の分野にある「信託義務理論」は、デラウェア州モデル¹⁸⁾とマサチューセッツ州モデル¹⁹⁾に分けられる²⁰⁾が、どちらでも立証責任が転換され、被告は立証し

17) H.R. Rep. 73-1383, at 13, 26 (1934).

18) デラウェア州のモデルは、閉鎖会社にパートナー間の信託義務を適用するという理論を否定している。デラウェア州のモデルでは、閉鎖会社だけではなく、上場会社にも会社モニター規則 (corporate monitor) を適用すべきであると解されている。また、支配株主はその他の株主と同じように会社モニター規則を守らなければならないと解される。支配株主は会社の支配権を有し会社の経営に干渉することができるため、支配株主のみに会社に対する信託義務を負わせるべきであることが唱えられている (朱大明「アメリカ会社法からみた支配株主信託義務の本義とその移植の可能性」原題「美国公司法视角下控制股东信义义务的本义与移植的可行性」比較法研究2017年5号, 54頁 (2017年))。

ない限り責任を負わなければならない。一方で、証券法の分野において、「支配者の責任」の立証責任は被告にある。これによって、結果的には、「信認義務理論」と「支配者の責任」に違いはない。

(2) 中国

支配株主の情報開示規則違反に対する責任

a

中国証券法では、情報開示により生じる民事責任について、発行市場と取引市場を区別していないため、支配株主及び実質的支配者は、発行者と連帯して投資者に対して損害賠償責任を負わなければならないと明文で定められている（中国証券法 85 条）。

具体的には、中国証券法 85 条によれば、①情報開示義務者が規定通りに情報を開示しないこと、②公告した証券発行に係る文書、定期報告書、臨時報告書及びその他の情報開示資料に虚偽記載又は重大な遺漏があること、③誤解を生じさせる記述があることの内いずれかがある際に、これにより証券取引において投資者に損失を被らせた場合、発行者の支配株主は、実質的支配者、取締役、監査役、高級管理職及びその他の直接責任者、並びに保証推薦人、元引受証券会社及びその直接責任者は、発行者とともに連帯賠償責任を負わなければならない。但し、自らに過失がないことを証明できる場合はこの限りではないとされている。

この規定によれば、中国証券法において、支配株主及び実質的支配者は情報開示規則の違反に対して発行者等に連帯して損害賠償責任を負わなければならない。この責任は過失責任であって、2019 年中国証券法の改正によれば立証責任の転換であり、支配株主及び実質的支配者は自ら過失がないことを証明で

きない場合は投資者に対し損害賠償責任を負うということとなる。

さらに、立証責任転換の改正に加えて、2019 年中国証券法の改正により証券集団訴訟が導入されたため、情報開示規則の違反による支配株主及び実質的支配者の民事責任は大幅に強化されたと思われる。

b 責任の性質

中国の実務では、上場会社の株主構造が比較的集中しており、支配株主又は実質的支配者が存在することが多いため、情報開示規則違反の行為は支配株主又は実質的支配者の意思を反映し、支配株主又は実質的支配者によって計画され実施されることが極めて多いと言われている。このような状況のもとに、不法行為の加害者が不法行為責任を負うことと同様に、支配株主又は実質的支配者に損害を被った投資者に対する虚偽記載の民事損害賠償責任を負わせることは妥当であろうと思われる。そのため、中国証券法において、情報開示規則違反に対して、支配株主の負う民事責任の属性は不法行為責任であると考えられている。

中国の会社法において、支配株主問題に対応し、支配株主とその意を受けた会社経営者の横暴を抑制するため、20 条と 21 条を中心に相当に完備された制度体系が構築された。中国会社法の支配株主規制の内容について、支配株主に対しては、株主権行使に関する法令・定款遵守義務、権利濫用禁止義務が定められ（20 条 1 項）、会社・会社経営者に対する影響力の不正行使禁止義務が定められた（21 条 1 項）。また、これらの義務に違反した場合は、損害賠償義務が課せられることとなった（20 条 2 項、21 条 2 項）。支配株主が会社経営者に対する影響力（関連関係の地位）

19) マサチューセッツ州のモデルは、閉鎖会社における支配株主は少数株主を圧迫するという問題を解決するために創設されたものであり、閉鎖会社はパートナーシップに類似する組織であるため、その株主の間にパートナーシップにおけるパートナーと同じように（partnership-like fiduciary duty）相互に高度の信認義務（enhanced fiduciary duties）を負うべきであると唱えられている。マサチューセッツ州のモデルにおいて、支配株主が信認義務に違反するかを判断する基準には、①平等機会規則（equal opportunity）、②合法的商業目的規則（rebuttable legitimate business purpose test）、③合理的な期待原則（reasonable expectation）、がある。

20) アメリカ法において、マサチューセッツ州モデルとデラウェア州モデルの違いについて、主として以下 3 点の違いがある。①マサチューセッツ州のモデルとデラウェア州の適用対象が異なる。②マサチューセッツ州のモデルとデラウェア州のモデルの適用範囲は一致ではない。③マサチューセッツ州のモデルとデラウェア州のモデルの内容は一致していない（朱・前掲注 18）51 頁）。

を不正に行使し、会社に損害をもたらした場合、損害賠償責任を負わなければならない(21条2項)。また、実質的支配者は、支配株主と同様に、会社・会社経営者に対する関連関係の地位(影響力)を利用して会社の利益を損なってはならず、この規定に違反し、会社に損害をもたらした場合は、賠償責任を負わなければならない(21条1項)。ここでいう関連関係の地位とは、支配株主がその議決権をもとに会社・会社経営者に対し有する強力な影響力・支配力をいう。支配株主が自ら派遣した者を株主総会で会社経営者として選任し、当該会社経営者を意のままに指図する場合の、会社と支配株主の関係がこれに該当する²¹⁾。これらの会社法に定められた支配株主規制は不法行為責任であると解されている。

上記により、情報開示規則違反に対して、支配株主が負う民事責任が不法行為責任の一種に属すると取扱うことは、会社法に定められた支配株主規制と同様となり、その意味で、証券法の規定は会社法の規定及び民法の不法行為法一般規定の特則²²⁾と位置付けられる。

これにより、証券法に定められた支配株主の責任に関して、その具体的な判断にあたっては実体法としての会社法に定められた支配株主規制を合わせて適用する必要があると考える。

○ 集団訴訟による責任の加重

2019年中国証券法の改正により、証券集団訴訟制度(class action)が新しく導入された。証券集団訴訟とは、投資者が虚偽の記載等の証券に係る民事賠償請求訴訟を提起する場合において、訴訟の目的物が同一の種類であり、かつ当事者の一方の人数が多いときに、法令に従い代表者を選任して、その代表者により提起される損害賠償訴訟をいう。中国の証券集団訴訟は、普通の証券集団訴訟と

特別の証券集団訴訟に分けられる。特別の証券集団訴訟とは、投資者保護センターが、50名以上の投資者の委託を受けて、代表者として提起する損害賠償訴訟をいう。また、注意しなければならないのは、特別の証券集団訴訟はオプトアウト規則(opt-out)を適用するとされている。普通の証券集団訴訟と特別の証券集団訴訟の最も重要な区別は2つある。第1に、“黙示参加，明示退出”(オプトアウト)を適用するかという点にある。すなわち、普通の証券集団訴訟において、原告には“黙示退出，明示加入”(オプトイン)を適用するのに対し、特別の証券集団訴訟において、原告には“黙示参加，明示退出”(オプトアウト)を適用する。第2に、特別の証券集団訴訟の発動は特定される者でなければならない。つまり、“黙示参加，明示退出”(オプトアウト)を適用する特別の証券集団訴訟は、誰でも訴訟を発動することができるというわけではなく、その提訴権者は証券法に定める投資者保護機構に限定された。具体的な手続きについては、投資者保護機構は50名以上の適格投資者の授權を得たという前提の下、全ての適格投資者を代表して特別の証券集団訴訟を提起することができることとされている。特別の証券集団訴訟の提訴権者を限定したのは、投資者保護機構にアメリカという原告弁護士を代替させることによって、アメリカ法上の濫訴や多くの和解といった欠点を避けることを期待しているためである。

このように、中国証券法に新たに定められた証券集団訴訟は、支配株主の負う民事損害賠償金額を大幅に引き上げる²³⁾ため、支配株主を厳しく規制する機能があると考えられる。

(3) 小括

アメリカ証券法と中国証券法において、支配株主の情報開示規則違反に対して損害賠償責任を負わせる点は同じである。両国の制度

21) 中国会社法216条1項4号。

22) 中国の民法典1165条は行為者は自らの過失により他人の民事權益を損なった場合は、損害賠償責任を負わなければならないと定めた。この規定は民法の不法行為法一般規定となる。

23) 例えば、「飛樂音響株式会社事件の普通集団訴訟」では、裁判所は上場企業が315人の投資家に1.2億元を賠償するよう判決した。また、「五洋株式会社事件の普通集団訴訟」では、損害賠償額は7.1億元と判決された。さらに、「康美医薬株式会社事件の特別集団訴訟」において、被告には24.95億元の損害賠償責任が課された。

は、同じ証券市場において支配株主の違法行為を厳しく規制するために導入されたものであるものの、立法の事実は異なる。アメリカでは、取締役が支配株主にコントロールされるため、支配者に被支配者との連帯責任を負わせることとされた。中国では、支配株主が自ら違法行為を行うため、支配株主に連帯責任を負わせるというわけである。2019年中国証券法改正により発行市場と取引市場を区別せずに支配株主の過失責任に関して立証責任を転換したため、中国の法制度はより厳格である。

V. 金融商品取引法における支配株主規制の構築

1 支配株主範囲の線引き

支配株主の範囲は、理論上は、① 50%以上の株式を有する者、② 50%以上の株式を有しないが、その支配している株主の所有する株式（間接保有）を合わせて50%以上を有する者、③ 50%以下の株式を有し、契約等により会社に対する支配力を有する者、④ 直接に株式を有しないが、間接的に50%以上の株式を有する者、⑤ 株式を有しないが、契約等により会社に対する支配力を有する者、の5つの類型に分けられる。

この「理論上の支配株主の範囲」について、出資関係の有無によって2種類に分けることができる。(i)「出資関係がある」ものは、①～③である。(ii)「出資関係がない」ものは、⑤となる。④は、直接な出資関係がないものの、間接的に支配の対象の株式を保有するという点から、その会社に対する支配力はやはり出資に基づくものであるということができ、(i)に帰属させることもできるが、「出資関係がない」を絶対的な基準として考えるのであれば、(ii)に帰属すべきである。

上述のアメリカ法によれば、支配株主の範

囲に①から⑤までが全て含まれる。中国法の定義によれば、支配株主と実質の支配者を合わせて考えれば、①から⑤までの内容を全てカバーすることができる。具体的には、中国法では①、②及び③は支配株主に該当し、④と⑤は実質の支配者に該当するという事となる²⁴⁾。

日本法の状況は、「支配力・実質基準」は「出資関係がある」ことを要求しているため、①から③は支配株主の範囲に含まれるものの、④と⑤は支配株主の定義に含まれないこととなる。

また、「研究会」において検討対象とされる「支配的な株主」という概念の範囲からすれば、②と③は「支配的な株主」に該当するので、現行の日本会社法で採用される「支配力・実質基準」でカバーされる範囲を超えていない。その意味では、「支配的な株主」は支配株主の範囲を広げることはなく、金融商品取引法の分野で「支配力・実質基準」を強調するものにすぎない。

上記によれば、日本法では、④と⑤をどのように規制するかが問題となる。④と⑤の規制については、以下の2つのアプローチがある。(i)「支配力・実質基準」から「出資関係がある」ことを削除することによって、支配株主の範囲を広げて④と⑤を支配株主として規制する。(ii) 支配株主と別に、中国法に定められた「実質的支配者」のような概念を設けて、④と⑤を規制する。

金融商品取引法は会社法と異なり、情報開示を中心に規制するため、規制の対象となる支配株主の範囲を広げることは、情報開示の効果保障及び支配株主規制の抑制力向上によってコーポレートガバナンスを改善することにも重要な意義があると考えられる。

また、その規制方法について、日本の現状からすれば、(i)が適切であると考えられる。まず、(i)は支配株主と別個に法律の概念を制定する必要がないため、立法のコストが比較的低い。次に、①から⑤までの内容を全

24) 支配株主の分類について、多くの議論がある。一例として、「研究会」第1回会議においては、以下の分類方法が主張された。すなわち、①株主総会決議を支配し得る過半数を有する株主、②継続的に株主総会を支配している者、③支配契約などの契約に基づき会社を支配する者、という3種類の分類方法があると主張された（「研究会」第1回会議の議事概要の神作裕之教授の発言）。

て規制する前提のもとで、(i) であれ、(ii) であれ、「支配力・実質基準」が不明確な点は変わらないため、①から⑤までの内容を支配株主の範囲にまとめて規制することは比較的に分かりやすい。

2 支配株主の情報開示に対する責任

支配株主が情報開示により生じる民事責任を負うか否かは、情報開示の効果や上場会社のコーポレートガバナンスに係る重要な問題である。この点について、アメリカと中国が支配株主に民事責任を負わせるのに対して、日本の場合は、支配株主は民事責任を負わない。この点は、日本法とアメリカ法及び中国法とで最も大きな違いとなる。

日本の金融商品取引法において、情報開示規則違反による民事責任（虚偽記載の民事責任）の対象は、原則として会社の役員及び公認会計士に限定される。このような法制度には、主として以下の2つの問題がある。①違法行為を行うことにより、実際に利益を獲得した者の責任を追及しなければ不公平が生じる。②会社に投資者の損害を賠償させることは、その本質は会社利益分配（会社が株主に賠償する）になるため、実効性が欠ける。

しかし、金融商品取引法において、法政策として、そこまで支配株主を厳しく規制する必要があるかは問題となる。この点は判例の状況を検討する必要があると考える。但し、支配株主の情報開示に対する民事責任を認めることにより、事前に厳しく支配株主を抑制する機能はより重要であると考え。その意味で、現実的にどこまで規制する必要があるかは別として、事前の予防手段として、1で検討した①から⑤までの全対象を規制する意義があると考え。

また、情報開示は会社の義務であり、独立法人格原則の下で、支配株主が責任を負う理論的根拠については、日本会社法の分野に存在する事実上取締役の法理を法解釈により金融商品取引法の分野に適用することが便利かつ有効な方法であると考え。すなわち、金融商品取引法において、「支配株主の情報開

示規則違反により生じる民事責任」を不法行為による責任として取扱う。そして、その理論構成について、日本会社法の分野において判例の法理として事実上取締役の法理が存在するが、その適用範囲は非常に狭いため、その事実上取締役の法理を拡張解釈して、情報開示規則違反に適用し、支配株主を事実上取締役として取り扱うことで、支配株主に民事責任を負わせるというロジックをとることは支障がないと考える。

また、日本では、情報開示の責任主体に支配株主を含めるとしても、特別の定めがなければ民事訴訟の一般規則に従い、原告が立証責任を負う。そうすると、制度上、支配株主の責任を追及することができるとしても、実際には、証券市場の監督機関となる金融庁による行政処罰がなければ、その責任追及訴訟の提起は困難となると考えられる。この問題については、原告が立証責任を負うとしても、制度上支配株主の民事責任を認めることは、支配株主を規制する道を開くことができるため、極めて重要な意義があると考え。

VI. おわりに

日本において、会社法上支配株主規制が立法されていないことの最も重要な原因は立法事実が欠けることだと言われている。しかし、「研究会」は証券市場において支配株主問題が存在することを指摘した。この問題の本質は、「構造的な利益相反」が存在することにある。この問題を解決するには、会社法のほかに、金融商品取引法において、支配株主規制を定める必要があると考え。これは、情報開示規則の実効性保障とコーポレートガバナンスの改善において重要な意義があると考え。

また、支配株主規制を構築する具体的なアプローチについて、「支配株主の範囲を広げること」と「支配株主に情報開示規則違反により生じる民事責任を負わせること」は重要であるため、立法すべきであると考え。

(しゅ・だいめい / ZHU Daming)