

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 5 月 30 日現在

機関番号：11301

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2015～2016

課題番号：15H06018

研究課題名（和文）支配株主の行為規制を支える社会的諸条件

研究課題名（英文）the Social Conditions Supporting the Action Regulation of the Controlling Shareholder

研究代表者

温 笑トウ（Wen, Xiaotong）

東北大学・法学研究科・准教授

研究者番号：80754548

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、支配株主の行為規制をめぐる、とくに支配株主との利益相反が問題となる不公正ファイナンスの場面を取り上げ、日本、アメリカ及び中国の現状規制とその背景にある諸社会条件を分析した。日本における支配株主の行為規制は、少数株主の自己救済を求めることを伝統とするアメリカと、国家や行政による審査・認可に委ねることを伝統とする中国の中間に位置付けられるが、いずれの面においてもうまく機能していない可能性があり、資本主義の本質と日本の現状法体制など観点からすると、救済手段の拡大とその前提となる開示情報の充実がより適切な解決方法ではないかと考える。その具体的な方法、本研究の各論文の中に議論されている。

研究成果の概要（英文）：In this research, we focused on the regulation of acts of control shareholders, especially the scenes of unfair finance where conflicts of interest with controlling shareholders became a problem, analyzed the current regulations in Japan, the United States and China and the various social conditions behind it. Regulation of the acts of the controlling shareholder in Japan is positioned between the United States that be traditionally seeking a solution to minority shareholder's self-relief and China that traditionally entrusts to the examination and approval by the administration, however it is not functioning well on the both of aspects as well. From the viewpoints of the essence of capitalism and the current situation of Japan's legal structure, we think that expanding the means of rescue and enriching disclosure information as its premise is a more appropriate solution, and its concrete method is also discussed in each paper of this research.

研究分野：商法

キーワード：支配株主 行為規制 不公正発行 新株発行 手取金の使途 開示規制

1. 研究開始当初の背景

日本国内では、平成 26 年会社法改正において、親子会社に関する規律の整備が課題とされ、親会社株主保護の観点からの多重代表訴訟制度の導入、少数派株主を締め出すキャッシュアウトの規制の整備、内部統制システムの整備がなされた。この改正を理論的に支えた学界における議論は、キャッシュアウトについては従来からの少数派株主の締め出しの議論の延長であり、親子会社関係については、主に多重代表訴訟が検討され。他方で、従来、議論の盛んであった支配株主の誠実義務といった子会社少数株主保護のための実体的規制・行為規制については、近時、注目が弱まり、会社法制の見直しに関する中間試案で一旦取り上げられたものの、企業集団による経営を不当に妨げるおそれがあるとして改正法では実現しなかった。だが、支配株主の行為規制が不要であることが積極的に論証されたわけでもない。

これに対して、国際的には、支配株主の行為規制を設ける国も存在する。例えば、日本の学界においてかつて多く参照されたドイツのコンツェルン法は、コンツェルン利益のために少数派株主の利益を犠牲にした支配株主に補償を求めるという形で子会社少数株主の利益保護を重視していた。2005 年中国会社法は、株主権の濫用の禁止規定（20 条）のほか、会社その他の利益を犠牲にした場合の支配株主の責任規定（21 条）を設けた。さらに中国では中国証券監督管理委員会（CSRC）が自らコーポレート・ガバナンス基準を策定し、また、CSRC が監督する証券取引所に自主規制をさせ、支配株主に行為規制を課している。中国の支配株主規制は、一方で 30% 株式保有でも規制が課されることがあり、他方で、具体的にどのような行為が規制されるのかがあいまいであることから、他の国で実施ないし考案されている規制よりも萎縮効果が大きい。これらの規制は、鄭百文事件や猴王事件といった親会社が子会社の資金・資産を流用するというスキャンダルを契機とするものであり、中国会社法の解釈論では、会社役員のみを対象とする責任規定を支配株主にも類推適用すべき等、支配株主に対してより厳格な態度で接するべきとの主張がなされている（邦語文献として朱大明「中国会社法における支配株主規制」ワーキングペーパー）。だが、一律の支配株主への行為規制は比較法的に過度に厳格ではないのかという問題が残されている。

このように、支配株主の行為規制について日本と海外（特にドイツ、中国）との間に差異がある。そこで、日本では本当に支配株主の規制は本当に不要であるか、このような差異をもたらす社会的諸条件はあるのか、興味深いところが多い。そこで、支配株主の行動

が問題となる特定な場面に着目して、日本、アメリカ及び中国がそれぞれどのような規制を行っているか、その背景とかかる規制の効果にどのような違いがあるか、本研究の出発点となった問題意識である。

2. 研究の目的

本研究は、国内外で課題となっている上場会社の支配株主の行為規制がいかなる場合に必要とされ、また不要とされるのか、その社会的諸条件を明らかにする

ことを目標にする。特に、①日本の平成 26 年会社法改正において支配株主の行為規制が不要と判断された原因を分析し、その比較素材として、②支配株主の行為規制を近時導入した中国法・取引所規則を分析し、一律規制が過剰規制となっていないかという観点も踏まえて、形成原因を分析する。分析対象として、会社法・証券法等のハードローに加え、取引所規則等のソフトローによる規制に着目する。取引所規則等は、自生的な自主規制ではなく、監督官庁の関与の下に策定されている点を重視し、法律、行政処分と並ぶ国家による規制手段の 1 つと位置付け、かかる規制手段の意義・機能から、支配株主行為規制において取引所規則がどのような役割を果たしているかを分析する。

本研究課題の目的は、上場会社を対象を限定し、支配株主の行為規制がいかなる場合に必要とされ、また不要とされるのか、社会的諸条件を明らかにすることである。具体的には以下の 2 点を明らかにする。①まず、日本法において支配株主の行為規制を導入する必要はないのかを再検討する。ここでは法律に加え、取引所規則、コーポレートガバナンス・コードをも対象に加える。そして、仮に日本で支配株主行為規制が不要であるとすればそれはなぜなのか、の分析を進める点に本研究の新規性がある。現段階では、分散型の株式所有構造、日本の株式市場における名声の存在、証券市場の成熟性と新規参入の少なさ等が影響しているのではないかと考えている。

次いで、②中国法においてなぜ支配株主規制が必要とされたのかを明らかにしたい。現段階では、鄭百文事件・猴王事件等のスキャンダルの存在、その背後にある国有株とその放出等が影響していると考えている。そして、現実の事件は横領ないし無償の財産供与という利益相反の極端な事件であることから、現行の一律規制に対して、親子会社間取引といった正のシナジーを生む取引をも委縮させるものになっていることを指摘する。より効率的・合理的な規制の代替案として、日本法の利益供与同様の無償取引と、シナジー発生の可能性がある有償契約などを区別し、

類型ごとに審査基準を変えるという提案を考えている。以上の2つの課題に取り組むことで、支配株主の行為規制が有用／不要となる社会的諸条件の析出を目指す。

本研究のテーマは支配株主の行為規制という既に、多くの業績が存在する分野を対象とするものであるが、支配株主規制の単純な賛否ではなく、どのような社会的条件であれば有用であるのかを示す点で新規性がある。本研究は、中国会社法が日本法を参考に立法したにも関わらず、支配株主規制の分野において現実に機能するルールに大きな差が生じた原因に迫るものであり、一般化すれば、法の移植 (transplant) において、現実に法が果たす機能が社会的諸条件によってどのように変容するかという一大テーマについて新たな知見の提供が期待できる。

本研究の特色は、応募者が、日本・中国の両国の大学で研究・教育に従事した経験を踏まえて、両国法のエキスパートとして日中両国比較を行う点に特色がある。さらに、中国の支配株主規制は、会社法よりも取引所規制が厳格である点に特色があることから、その分析には、これまでに応募者が行った取引所規則による規制の意義・機能・限界についての包括的研究から得られた視座が活用できる。このことは、取引所規則という手段による規制を日本が行う可能性と取引所規則というソフトローが機能する諸条件との2つの課題に新たな知見の提供が期待できる。

3. 研究の方法

(1)平成 27 年度は、日本法については、平成 26 年改正会社法が支配株主の行為規制を導入しなかった理論的根拠と社会的な背景について分析する。前者は、結合企業法において子会社少数株主保護から親会社株主保護へと問題意識が変容した点に着目して分析し、後者は、近時の親子上場の実証分析をヒントに支配株主の存在が子会社のパフォーマンスにどのような影響を与えるのかを分析する。他方、中国法については、会社法・取引所規則による支配株主規制導入の契機といわれている一連のスキャンダル (支配株主による濫用事例) を生んだ社会的背景の分析を行う。平成 28 年度は、日本法については、法律ではない取引所規則等による支配株主の行為規制の可能性を検討する。また、中国法については、現行規制の問題点 (過剰規制である点) を指摘しつつ、特殊な国有株・株式所有構造が支配株主規制の導入にどのような影響を与えたのかを分析する。そして両国の分析を比較して、支配株主規制が必要・不要となる社会的諸条件を抽出する。

(2)平成 28 年度は、ソフトローの可能性と規制不要の社会的諸条件の抽出。日本法におい

て支配株主の行為規制が本当に不要なのか、以下の2点を踏まえて、再検討を行う。①近時の文献は、親会社株主の株主権縮減からの保護の観点を重視しているが、望ましい親子会社法制は、株主利益のみを考えるとしても、子会社少数株主の利益と親会社株主の利益の合計の最大化を基準とすべきものである。また、②従来は、法律による規制のみを対象にしていたが、取引所規則、コーポレートガバナンス・コード等を手段とする規制の可能性も検討する必要がある。このため、日本私法学会、信託法学会、法と経済学会等に参加し、同分野研究者との意見交換を継続して行うことで親子会社規制の最先端の知見を獲得する。再検討の結果、それでも支配株主の行為規制が不要であるとなれば、その帰結はどのような制度・社会的諸条件に依存しているのかという分析を行う。

さらに、中国法については、規制導入の社会的諸条件の抽出と代替規制提案成果を踏まえ、中国の特殊な国有株および株式所有構造が会社法・証券取引所規則によるルールにどのような影響を与えるのかを分析することで、規制導入の社会的諸条件を特定する。また、並行して、現行規制が、財産の無償処分や担保の無償提供といった典型的な支配株主の濫用事例以外にも広く及ぶことから、日本法が重視した親子会社間のシナジーのある取引が抑止されているという問題を指摘する。

4. 研究成果

(1)平成 27 年度の成果として、支配株主の行為規制との関係で、従前の議論の蓄積のある結合企業法制の一部は、必ずしも近時の問題の解決にはつながらないことを発見した。近時、日本で発生している問題として、子会社や関連会社を高値で取得することで、親会社の資産を第三者に流出させる行為が多いことに着目した。特に、新株発行等の資金調達を先行させ、そこで獲得した資金を子会社株式の取得等の形を通じて経営者及びその関係者に還流させるいわゆる「不公正ファイナンス」に着目し、諸国がこの問題をどのように対処しているか、その背景になる諸社会条件について調査した。

まず、日本の場合、昭和 25 年の商法改正により株主総会の権限が縮小され、授權資本制度の導入に伴う取締役の新株発行権限の拡大によって、資金調達の機動性が図られている。経営者とその経営者をコントロールする支配株主の権限の拡大と同時に、少数株主には、新株発行の差止請求権というものが与えられたが、当該差止請求権の行使は、支配権の維持などの著しく不当な目的が存在する場合に限ると解釈されているため、上記の

ような不公正ファイナンスに必ずしも十分に対応できない。この問題に対して、東証は、「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル―事例と解説―」を公表し、市場に共通の規範をより強く意識して行動するように提唱したが、しかし、プリンシプルの場合は、法令や上場規則とは違って、仮にそれに反する行動がとられていても、プリンシプルのみを根拠に上場会社に対して措置等を講じることができない。また、たとえ上場基準に取り入れてルール化しても、上場廃止を予期している中での実施ならルール自体が効かなくなるといった実効性の問題が生じる。さらに、大株主と少数株主の関係は、私的関係に属するため、基本的に会社法によって調節が図られ、取引所規制が及ばないことになると考える。取引所の自主規制の限界が表れている。

他方、アメリカでは、差止による救済は、コモンロー上の救済では不十分である場合、多岐にわたり認められている。支配株主の目的を達成するための不公正ファイナンスについて、場合によって株主に不公正発行を理由とする差止請求が認められていることから、判例法により一定の規制をかけていることが調査でわかった。さらに、中国の現状を調査したところ、日本とは反対に、中国は授權資本制を導入していないため、新株発行の権限は基本的に株主総会を通じて大株主が握っており、大株主による発行権限の濫用を抑止するために、上場会社の場合、新株の発行にあたり行政機関による認可を受ける必要があり、新株発行の適正性が行政機関及び取引所により審査されるプロセスがある。審査手続きを通じて不公正ファイナンスのような事件の発生を抑止している。

しかし、中国具体的に、以下の解釈論を提唱した。不公正発行の差止制度は、アメリカの差止命令の制度にならって導入されたものであるが、アメリカでは、差止による救済は、コモンロー上の救済では不十分である場合、多岐にわたり認められているのに対して、日本では、不公正発行の解釈に基づく正当な差止事由がなければならない。しかし、不公正発行と何か、その定義は必ずしも明確ではないので、これまで具体例を挙げる形で説明されることが多い。立法当時の趣旨からすれば、資金調達を目的とする新株発行や株主総会決議に基づく新株発行が差止の対象として想定されていない可能性があるが、これらを不公正発行から排除する法的・学說的根拠はなく、現在日本の資本市場が直面する問題を解消するために、むしろこれらの新株発行も場合によって不公正発行として、差止めを認める余地があり、これにより支配株主が関与する利益相反的な新株発行も当該差止の規制の対象となることを提言した。

(2)平成 28 年度は、平成 27 年度の成果に踏まえて、現実の不公正ファイナンスの場面にお

いて、少数派株主側に情報がなく、立証活動も困難であるが、日本の現行規制は、この問題に十分に対処できておらず、現行法規の問題点を指摘した。そのうえ、資金調達の使途の開示を通じて、支配株主による不公正発行の防止の重要性を指摘し、かかる開示規制の問題は、アメリカと中国ではどのように対処しているかを調査した。

①まず、アメリカに関しては、調達資金の使途について不実な記載が問題とされた裁判例を収集し、そこで採用されている裁判法理を研究した。その結果、アメリカでは、手取金の使途について、具体的な支出案の記載は不要であるため、その内容が比較的簡潔的なものである。実務では「一般的な企業目的」という広義な表現がよく使われており、また手取金について具体的な使用計画が立てられていないまま新株発行が実施されることも許されている。その代わりに、手取金の必要性や使途の合理性は、「手取金の使途」の開示項目よりもむしろ「リスク・ファクター」や「MD&C」の開示項目で議論されていることが分かった。

②それに対し、中国では、上場会社による新株発行は、独立した第三者である証券監督管理委員会の審査と承認を受ける必要がある。その審査の対象の一つとして、新株発行の目的となるプロジェクトの実行可能性や将来の収益力が求められており、また手取金の使途の範囲についても厳しい制限が課されている。そのため、証券監督管理委員会の要求に満たすために、発行会社は、不適切な陳述や不確かな情報を開示したり、現実でないプロジェクトを作り上げたり、結局、実際の状況にマッチできず、最終的に使途の変更が余儀なくされるケースが多いことで、制度の不備があることが分かった。

上記調査結果に踏まえて、以下の示唆を得られた。すなわち、手取金の使途は、使途の内容とその金額のみを記載すればよくて、詳細な内容とその合理性の開示を厳格に求めるのではなく、支配株主が関与した点等を含めて、かかる新株発行プロジェクトの実施により、財政状態及び経営成績にいかなる影響を与えるかを分析するとともに、新株発行やプロジェクトの実施をしない場合、いかなるリスクまたは悪影響があるかの情報を開示することによって、支配株主の不正な目的による新株発行への関与を抑止することを防ぐことはより効果的である。

(3)まとめ

本研究は、支配株主の行為規制をめぐり、とくに支配株主との利益相反が問題となる不公正ファイナンスの場面を取り上げ、日本、アメリカ及び中国の現状規制とその背景にある諸社会条件を分析した。結論として、日

本における支配株主の行為規制は、少数株主の自己救済により求めることを伝統とするアメリカと、国家や行政による審査・認可に委ねることを伝統とする中国の中間に位置付けられることができる。すなわち、日本は、資本主義国家として、資金調達機の機動性が優先されると同時に、少数株主が支配株主の機会主義的な行動から自分を守るための救済手段が不十分であり、アメリカから導入された制度がうまく機能していないところがある。そのため、その不足の部分金融商品取引所の自主規制で補填することが期待され、これは、中国でとられている審査・認可制度に類似する部分がある。しかしながら、金融商品取引所が自主規制機関としての限界があり、うまくチェック機能が果たせない場合がある。少数株主による自己救済手段が不足し、かつ第三者によるチェック機能も十分に機能しない日本の現状では、むしろアメリカや中国よりも支配株主の行為規制が必要であり、逆に言えば、支配株主の行為規制は不要とするならば、少数株主の自己救済手段を拡大するか、第三者によるチェック機能を強化するかのどちらかを選ばなければならないが、資本主義の本質と社会コストの低減、及び日本の現状法体制からすると、救済手段の拡大とその前提となる開示情報の充実がより適切な解決方法ではないかと考える。その具体的な方法、本研究の各論文の中にも議論されている。

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2件)

- ① 温笑とう 「手取金の使途に関する新株発行規制の在り方」法学 81 卷 1-23 頁 (2017年) 査読無
- ② 温笑とう 「不公正発行と不公正ファイナンス」法学 80 号 115-142 頁(2016年) 査読無

[学会発表] (計4件)

- ① 温笑とう 「株主総会と取締役会の権限分配」中日会社法研究会 2017年3月4日 (北京・中国)
- ② 温笑とう 「日本における敵対的買収の現状」中日会社法研究 2016年7月29日(東京大学・東京)
- ③ 温笑とう 「上場の確実性と非上場会社の株式の公正なる発行価額」2016年5月9日 (東京大学・東京)
- ④ 温笑とう 「新株発行と調達資金の使途」

日本証券業協会研究員会合 2016年7月28日 (日本証券業協会・東京)

[図書] (計0件)

[産業財産権]

○出願状況 (計0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

○取得状況 (計0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

[その他]
ホームページ等 なし

6. 研究組織

(1)研究代表者

温 笑とう (Wen Xiaotong)
東北大学・法学研究科・准教授
研究者番号：80754548

(2)研究分担者

なし ()
研究者番号：

(3)連携研究者 ()

なし
研究者番号：

(4)研究協力者 ()

なし