

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 27 年 6 月 4 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(B)

研究期間：2010～2014

課題番号：22330031

研究課題名(和文) 会社法と資本市場法の交錯 - 株士の属性と行動パターンによる類型的考察 -

研究課題名(英文) Regulation and Code of Conduct of Shareholders

研究代表者

神作 裕之(Kansaku, Hiroyuki)

東京大学・法学(政治学)研究科(研究院)・教授

研究者番号：70186162

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 5,900,000円

研究成果の概要(和文)：株士の行為を規律付けるべき根拠は株主権にある。利害関係者間取引等により支配株主への利益移転が生じ、少数派株主や子会社債権者が害されるおそれがある。そこで、支配株主は、原則として独立当事者間取引基準に基づき行動し、開示規制に従うべきである。例外的に、一定の要件の下で企業グループに属することによる利益等を主張できる場合があると解すべきである。投資目的の大株主については、株主権の不行使または不適切な行使がコーポレート・ガバナンスを脆弱化し、他方短期主義的行動等により投資先企業の企業価値を毀損するおそれがある。この問題については、法ではなくソフトローと資本市場による規律付けが有効である。

研究成果の概要(英文)：Major shareholders are to be regulated on the exercising of their shareholders' rights or influencing their invested company according to both corporate law and soft law. Controlling shareholders should conduct in related-party transactions in principle, according to the arm's length test and subject to the appropriate disclosure requirements, in order to protect minority shareholders and the creditors of its subsidiaries. Major investment shareholders should exercise their shareholders' rights appropriately, in order to enhance corporate governance of their invested company. On the other hand, investment shareholders should not impede the enhancement of corporate value from the mid-to-long term by engagement with the management and exercising of voting rights at shareholders' meetings. For these purposes, the strategy and conduct of institutional investors should be disclosed and evaluated in the markets according to soft law, such as Japan's Stewardship Code, not corporate law.

研究分野：商法

キーワード：結合企業 資本市場 持株会社 利益相反 会社法 金融商品取引法 監督法 ソフトロー

## 1. 研究開始当初の背景

株主の行動規範および責任は、従来から、支配従属関係にある会社間において議論されてきた。学説上は、支配株主の忠実義務等による対処が主張されてきた。しかし、支配株主の信託義務は判例上確立していない。なぜ、支配株主の信託義務を裁判所は採用しないのか、その原因を分析し、日本法の法体系に照らし、解釈論として限界があるのであれば、立法論を展開する必要がある。

他方、機関投資家の株式保有割合が増加している現在、事業支配目的のない投資目的の株主の行動規範についても、検討の対象に加えるべきである。機関投資家の行動が企業価値に大きな影響を与え得るからである。従来、株式会社においては、株主の脱個性化と匿名性が強調され、とくに日本の場合、株主平等原則という原則に支えられ、あるいは当該原則がドグマとして必要以上に強く機能し、株主の行動様式や投資活動のパターンに応じた行為義務や行動規範を論ずるという観点が乏しかったという問題があると考えられる。

そこで、株主の行動様式と投資活動のパターンに応じて、株主の行動規範について検討しようと考えたのが、本研究の背景である。事業目的をもつ支配株主（親会社等）が存在する場合には、親会社等をはじめ当該企業グループに属する会社（以下「グループ会社」という）との間の取引により、支配会社の少数派株主や従属会社の債権者ひいては資本市場に対する投資家の信頼が害されるおそれがある。これに対し、機関投資家については、株主権の行使を適切に行わず株主によるガバナンスが脆弱化する危険がある一方、投資家または投資家グループが会社に対し短期主義的な観点から企業価値の発展に資する戦略に反対するなど、企業価値に悪影響を及ぼす場合があり得る。すなわち、株主積極主義（アクティビズム）と呼ばれるファンドの活動に着目するとき、ファンドの行動が短期主義的な経営を誘発し、企業価値を損ない得るとの指摘がある。

そこで、機関投資家を含め大株主をその行動パターンにより類型化した上で、ソフトローを含む規律付けのあり方について検討するとともに、公開買付け規制の違反に対し会社法上の法的効果を付与する余地を探る必要があると考えられる。

## 2. 研究の目的

本研究は、株主の行動により問題が生じる場合として、支配・従属関係にある会社の集合体すなわち企業グループ間の問題から検討を開始し、さらに、機関投資家やいわゆるファンドのように、伝統的な支配株主の概念には必ずしも該当しない株主をも視野に入れ、会社法と資本市場法の交錯という観点から、株主の行動様式や投資活動に基づき類型化することにより、株主の義務・行為規範お

よびそれに関する新たな理論的枠組みを探索することを目的とする。学説は、株主が会社を支配するに足る株式を保有している場合には、支配株主の信託義務等を認めるべきことを主張し、会社ひいては他の株主の利益を害することを防止し、実際に利益を害した場合にはどのような救済方法を認めるべきが議論してきた。けれども、判例上、支配株主の忠実義務は確立しているとはいえない。従来、この問題に対する学説上の議論が、判例や実務に決定的な影響を与えることができなかつたのは、具体的な基準を提示し得なかつた点と適用の結果に具体的妥当性に欠ける面があったためであると考えられる。

そこで、本研究は、株主を類型化することにより、株主の行動規範をソフトローによる規律付けも含めて提示するとともに、具体的な基準を多少なりとも明確化することを目的とする。

事業支配目的がある場合には、利害関係者間取引による支配株主に対する利益移転が中心的な問題となる。これにより、少数派株主や従属会社の債権者が害される危険がある。この点について、現在の学説上もっとも有力な「独立当事者間基準」を基礎に、その深化に向けた検討を行った。

投資目的を有する者が支配株主になる場合については、その株主権が適切に行われるような行為規範を設定することが望ましい。株主によるコーポレートガバナンスの強化が企業価値の向上につながり得るからである。また、前述した短期主義的な企業戦略が採用されることにより企業価値が損なわれるおそれがあるという特殊な問題が生じることから、投資目的の大株主については事業支配目的をもつ株主とは区別して論じる必要がある。

資本市場法は、将来の投資家を含み参加者の匿名性をその特色としつつ開示規制および不公正取引に対する規制を中心とする。これに対し、会社法は、現在の投資家である株主・社債権者・新株予約権者を、組織法的・社員契約的・集团的観点から保護するものである。ところが、一方で、機関投資家が株主権を適切に行使していないのではないかとこの疑いが生じており、他方で、ヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドのように株主積極主義をとり経営者に株主権や事実上の影響力に基づき圧力をかける投資家が登場し、しかもトータル・リターン・エクイティ・スワップなどの手法を用い、企業価値の増大と必ずしも結び付かない投資戦略を採用するものすら現れている。市場のグローバル化は、とくに国際的に資本市場を利用している株式会社にとっては株主のグローバル化をもたらし、会社法による現在のガバナンスの枠組みでは、実効的な対応が困難になりつつある。株主権の行使については、機関投資家の投資戦略による面が大きく、他方、短期主義的なファンドの行動が企業価

値の向上にとってつねに否定的に働くわけでもない。機関投資家の行動規範については、会社法による規制には限界があり、ソフトローを用いた規律付けについても視野に入れる必要がある。

### 3. 研究の方法

本研究は、上述した問題意識に基づき、外国法とくに英米法とドイツ法を参考にしつつ、日本法の現状を分析する手法を採用した。

日本法上、支配株主の信認義務が判例上確立していないのには、消極的理由と積極的な理由の双方があると考えられる。消極的理由は、会社法および資本市場法の双方を貫く原理としての「株主平等原則」の存在である。

「株主平等原則」の機能については、その射程をめぐり、相当の議論の蓄積があるものの、資本市場法における「投資家の機会均等」という視点をも導入し、会社法と資本市場法の双方を視野に入れたアプローチはほとんど存在しない。このような観点からは、株式会社と資本市場とをめぐり歴史的考察と理論的考察が不可欠である。他方、積極的理由とは、株主の行動規範について提示されてきた基準が、いまだ不明確であるとともに、場合によっては具体的妥当性に欠ける面があると考えられることである。この点については、株主を類型化して考察することにより、従来よりも基準を適切化・明確化できるであろう。

検討を進めるに当たり、支配企業と従属会社の法規制についてかねてから強い問題意識をもっているドイツ法と、もっとも発展し洗練された資本市場を有する英米における資本市場法制を参考に、日本の実情に適した規制の枠組みを検討する。その際、とくに英国で発展したソフトローによる規律付けを射程に入れるものとする。

### 4. 研究成果

(1) 株主の属性および行動様式の類型化により、会社法と資本市場法の双方の観点から適切な規律のあり方を考えた結果、株主に一定の行為規範を課す根拠は、議決権を中心とする株主権にあることから、株主権行使を中心とする株主の行動パターンに着目した類型化が有用である。株主の行動パターンと問題状況は、株主の株式保有目的により異なるため、保有目的に着目した類型化を行った。

事業支配目的を有する場合には、株主権とりわけ議決権を背景とする支配力を行使することにより、支配株主と少数派株主・子会社債権者との間に生じる利益衝突が中心的な問題となる。それに対し、投資目的の場合には、株主権の行使を適切に行わないというコーポレートガバナンス上の問題が生じ、経営陣に対する十分なコントロールがなされなかったり、短期主義的行動の結果、企業価値の中長期的な向上に結び付かず、場合によっては企業価値を毀損する行動がとられたりするおそれがある。

事業支配目的については、さらに持株会社や親子会社形態のような完全な支配を目的とする強い支配と、系列や相互保有のような緩やかな支配の場合とに典型的に区分される。これに対し、投資目的の場合については、中長期的な保有による企業価値の向上により収益を目指す場合と、株価の変動や裁定取引により収益を目指す場合とに典型的に区別することができる。

(2) 支配株主は、議決権に基づく事業支配力により、利害関係者間における取引などを通じて利益移転を行い、少数派株主や子会社債権者を害する行動をとる可能性がある。メンバー企業間の直接取引やメンバー企業による他のメンバー企業の第三者に対する債務の保証等の間接取引を通じて、これらの利益移転が生じ得る。とくに事業支配目的がある場合には、グループ間取引はグループ組成の目的の1つであることから、頻繁に行われる可能性が高く、事業上の判断とオーバーラップし、企業グループの発展を阻害しないように、規律のあり方について十分に慎重に検討する必要がある。この問題に対しては、開示規制および利害関係者間取引に係る実体的規制によるべきである。実体的規制としては、支配会社は、グループ会社との間で不正な条件によって取引をすることにより当該子会社に損害を与えてはならないという一般的・抽象的な法規範が解釈論としても定立されるべきである。この規範の実質的根拠は、議決権を後ろ盾として会社等の財務および事業の方針の決定を支配していることに求められる。そのような支配力を有する親会社は、親子会社間の取引を通じて子会社に不当な不利益を与えるべきではなく、場合によっては取引自体を差し控えるべきであると考えられる。では、その具体的基準は何か。基本的にはいわゆる「独立当事者間取引」であるべきである。「独立当事者間取引」基準には、さらに2つのアプローチがあり得る。第1は、利害関係のない者が同様の状況の下で当事者であった場合であれば成立したであろう取引条件と比較して、関連当事者をそれよりも有利に取扱うことを禁じるものである。このルールは、「市場条件 (market terms)」すなわち市場における公正価格でなされたかどうかという基準であるといえる。第2に、会社法上の規制の根拠である事業支配の関係だけがなかった場合を想定し、その他の事実上および法的条件は同一であると仮定して公正かどうかを判断する基準が考えられる。すなわち、支配・従属関係がなくても経済的従属関係にある当事者間であれば、結局のところ経済的に支配している企業からの圧力に従わざるをえないとしたら、それは「不利益」とは判断しないという考え方である。これら2つのアプローチを適切に組み合わせ、ある具体的な取引や行為について、市場性の有無・程度、業種、慣行等に鑑み、柔軟かつ適切な基準を洗練させていくべき

であると考えられる。

ところが、企業グループに上記2つのタイプのいずれの「独立当事者間取引」基準を適用することが困難または不適切な場合が存在する。企業グループ以外ではそもそも考えられない種類の取引や、親子会社の間に支配・従属関係が存在しないときには通常生じない複雑な関係が存在する場合である。このように、「独立当事者間取引」基準として比較すべき市場取引が存在しないときは、与信基準を含む条項やその他の状況に関して、当該取引が公正誠実になされたかどうかを基準とするのが望ましいと考えられる。ここにいう「公正誠実」基準の下では、具体的には、

事業活動に補完性が認められるなどバランスのとれた企業グループであること、グループ全体の経営方針が決定されておりメンバー企業がそれに順応していること、補償または関連メンバー企業間の負担が均衡していることを条件に、子会社の存立が危険にさらされない限りにおいて、企業グループに属することによる利益など「独立当事者間取引」基準の下では考慮されないグループ企業に特有の事情を考慮し、たとえば企業グループに属することによる利益等を考慮することが可能になると解すべきである。

なお、純粋持株会社に「独立当事者間取引」基準を適用する場合には、グループ会社との取引を行う必要性が低いことに鑑み、純粋持株会社とグループ会社との間の一般的な取引は基本的に公正基準価格による「独立当事者間基準」によるべきであろう。グループ会社から純粋持株会社への資産の移転は、できる限り、剰余金配当または自己株式の取得など、透明性の高い形式によることが望ましいと考えられる。結合企業関係の単純化と透明性という純粋持株会社形態のメリットを確保するために、そのように解することが望ましいと思われる。他方、上述した「公正誠実」基準によるべき取引関係も少なくないであろう。

相互持合については、利害得失の双方があり得ることから、コーポレートガバナンス・コードなどによる開示を中心としたソフトロー上の規律付けに委ねることが望ましい。

(3)これに対し、投資目的の場合には、中長期的な保有による企業価値の向上により収益を目指す場合と、株価の変動や裁定取引により収益を目指す場合とに類型化すべきである。前者の場合には、株主権を適切に行使せず、コーポレートガバナンスが脆弱化するおそれがある。経営者とのエンゲージメントを含め、ソフトローにより対応すべきである。後者の場合には、短期主義的な観点から、不相当な剰余金配当や自己株式取得を行わせたりするなどした上で、最終的には当該会社から離脱するケースが問題となる。さらに、経営陣に働きかけて、新規分野への進出に反対し、それをやめるように働きかけることにより、長期的な企業価値の向上の可能性を奪

うことも考えられる。機関投資家によるこのような行為は、株主総会決議などを要する場合には、特別利害関係人の議決権行使により著しく不当な内容の決議がなされたことにより決議取消訴訟を提起するなど、現行会社法の下でも救済を受ける余地もあるが、会社法に基づき実効性のある救済を求めることは困難である場合も多いであろう。他方、そもそも投資家の意見の方が、企業価値の向上という観点から正しい場合もあり得る。この種の問題については、会社法による一律の対応をすることには限界と弊害がある。そこで、機関投資家については、ソフトローおよび市場の規律に期待するとともに、とくに、機関投資家の行動についての透明性を確保することが重要である。機関投資家についての市場の発展を図る必要がある。2014年に策定されたスチュワードシップ・コードと、2015年に策定されたコーポレートガバナンス・コードは、プリンシプル・ベース・アプローチを採用しつつ、「コンプライ・オア・エクスプレイン」ルールを採用しており、市場に各機関投資家の行動について開示させるとともに、市場においてそれについて評価することが期待される。このようなソフトロー・アプローチについて、本研究では、その利害得失と課題を分析した。

(4)公開買付け規制におけるいわゆる3分の1ルールと全部勧誘・買付義務の違反に対しては、これらの規制が実効性を確保することが容易でない類型であることから、基本的に株式に基づく権利の消滅・停止という会社法上の効果を付与することが望ましい。公開買付け規制は、少数株主に対し部分的または全面的に退出する機会を与えるものであり、少数株主保護の機能を営み得るという意味において私的利益に深く関係する。公開買付規制のエンフォースメントを強化し、私的利益にも深く関係する規制を遵守させるという観点から、日本でも立法論として導入すべきである。もっとも、日本法の場合は、ドイツ法における義務的公開買付規制と異なり、事前的な規制として構成されているため、公開買付けによらずに超過して取得した時点において同規定の違反が生じ、もはや当該違反を治癒する余地がないという構造になっている。全部取得義務の場合も同様である。そのような日本法の特徴を踏まえつつ、会社法上の法的効果について検討する場合には、制限される株主権の観点からの検討が不可欠である。具体的には、株主権を制限される対象となる株式は何か、制限される株主権は何か、権利行使が妨げられる期間についてエンフォースメントの実効性との間でバランスのとれた制約である必要がある。

## 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7件)

1. 神作裕之「企業統治の現状と会社法改正」法の支配 176号(2015年1月)67-79頁、査読無し
2. 神作裕之「機関投資家のスチュワードシップ責任 - 受託者責任との比較」信託フォーラム2号(2014年9月)39-44頁、査読無し
3. 神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向 - スチュワードシップ・コードを中心として - 」商事法務 2030号(2014年4月15日)11-24頁、査読無し
4. 神作裕之「銀行持株会社における株主保護 - 「強度の源泉 (Source of Strength)」法理との関係 - 」金融法務研究会報告書(23)『金融規制の観点からみた銀行グループをめぐる法的課題』(2013年12月)24-42頁、査読無し
5. 神作裕之「取締役会の独立性と会社法」商事法務 2007号(2013年8月25日)48-58頁、査読無し
6. 神作裕之「コーポレート・ガバナンスと取締役会のあり方」(東京大学第44回比較法政シンポジウム『企業価値向上のためのコーポレートガバナンス—独立取締役への期待』商事法務 1993号(2013年3月15日)4-13頁、査読無し
7. 神作裕之「金融業務における利益相反 - 業法上の行為規範と民事法上の規律 - 」金融法務事情 1927号(2011年8月10日号)36-44頁、査読無し

〔学会発表〕(計2件)

1. 私法学会シンポジウム「株式保有構造と経営機構 日本企業のコーポレート・ガバナンス」藤田友敬 = 宮島英昭 = 田中亘 = 内田交謹 = 神作裕之、「取締役会の独立性と会社法」(2013年10月13日)京都産業大学(京都府、京都市)
2. 金融法学会シンポジウム「金融取引・金融業務と利益相反」浅田隆 = 神作裕之 = 道垣内弘人 = 森下哲朗 = 小出篤、「金融業務における利益相反 - 業法上の行為規範と民事法上の規律 - 」報告(2011年10月8日)京都キャンパスプラザ(京都府、京都市)

〔図書〕(計9件)

1. 神作裕之「グローバルな資本市場におけるソフトローと日本法への影響」長谷部泰男ほか編『岩波講座 現代法の動態 4 国際社会の変動と法』(岩波書店、2015年4月)67-94頁
2. Hiroyuki KANSAKU, Aufsichtrechtliche Regelungen der Vermögensverwaltung von Betriebsrenten in Japan – Auswirkungen der AIJ-Affäre, in Martin Gebauer/ Tamotsu Isomura/ Hiroyuki Kansaku/ Martin Nettesheim, *Alternde Gesellschaften im Recht*, Mohr Siebeck, 2015, SS. 33-58.
3. 神作裕之「利益相反管理体制整備義務と情

報遮断」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の潮流』(日本証券経済研究所、2015年2月)171-213頁

4. 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードと資本市場」神作裕之責任編集 = 資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言<2015年度版>』(財経詳報社、2015年1月)103-138頁

5. 神作裕之「金融コングロマリットにおけるグループ内取引に係る監督法上の規制」岩原紳作 = 山下友信 = 神田秀樹編『会社・金融・法【下巻】』(商事法務、2013年)407-444頁

6. 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』(有斐閣、2013年8月)57-105頁

7. Hiroyuki KANSAKU, Der Einfluss des deutschen und amerikanischen Rechts auf das japanische Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Harald Baum/ Moritz Bälz/ Karl Riesenhuber, *Rechtstransfer in Japan und Deutschland*, Carl Heymanns Verlag, 2013, SS.143-156.

8. 神作裕之「金融商品取引法の規定に違反した者による議決権行使の制限」前田重行先生古稀記念『企業法・金融法の新潮流』(商事法務、2013年)1-37頁

9. Hiroyuki KANSAKU, Private Ordering auf dem Finanz- und Kapitalmarkt, in Heinz-Dieter Assmann/ Tamotsu Isomur/ Hiroyuki Kansaku/ Zentaro Kitagawa/ Martin Nettesheim (Hrsg.), *Markt und Staat in einer globalisierten Wirtschaft*, Mohr Siebeck, 2010, SS. 145-167.

〔産業財産権〕

なし

6. 研究組織

(1)研究代表者

神作 裕之 (KANSAKU, Hiroyuki)  
東京大学・大学院法学政治学研究科・教授  
研究者番号：70186162

(2)研究分担者

なし

(3)連携研究者

なし