

機関番号：12601

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2009～2010

課題番号：21730082

研究課題名（和文） 株主利益の多様化・株式保有構造の複雑化を巡る法的問題の検討

研究課題名（英文） The Analysis of Legal Problems Caused By Diversification of Shareholders' Interests and Complexity of Shareholdings.

研究代表者

加藤 貴仁（KATO TAKAHITO）

東京大学・大学院法学政治学研究科・准教授

研究者番号：30334296

研究成果の概要（和文）：「株主利益」の多様性が問題となる具体的例として、有価証券報告書等の虚偽記載等を行った上場会社の投資家に対する責任と企業結合法制について、現在の日本法の状況を包括的に調査分析した。前者については、上場会社の責任が、損害填補又は違法行為抑止の観点から正当化されるための条件を明らかにした。後者については、アメリカ、イギリス、フランス、ドイツの企業結合法制の現状について調査研究を行った。

研究成果の概要（英文）：As concrete examples of legal problems caused by diversification of shareholders' interests, I analyzed the liability of listed companies which disclosed fraudulent information and regulations of company groups. About the former, I found the conditions for the liability of listed company to effectively function either as the way of compensating the damages of investors or that of deterring the fraudulent disclosure. About the latter, I researched recent environments of regulations of company groups in US, UK, Germany and France.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2010年度	900,000	270,000	1,170,000
年度			
年度			
年度			
総計	2,000,000	600,000	2,600,000

研究分野：民事法学

科研費の分科・細目：社会科学・民事法学

キーワード：商法

1. 研究開始当初の背景

伝統的な会社法学において、「株主利益」の多様性は、大株主対少数派株主もしくは種類株主間の利害対立という観点から分析されてきた。しかし、金融技術の発展により、「株主利益」の多様性を、このような伝統的な枠組みで分析することの限界が明らかになりつつあるように思われる。また、金融技

術の発展の結果、株主利益と会社利益の関係は希薄化した。その理由として、株主利益の多様化と株式保有構造の複雑化による投資家の匿名性の向上を挙げることができる。このような状況において、株主利益最大化原則が会社法における根本原則として意味を持つか否かは、単一の「株主利益」の内容を確定し、規範的な意味を付与できるか否かによ

って決まるように思われる。この問題は、以前にも、取引先や銀行が株主となり、取引先又は銀行としての利益を優先させる行動をとるという形で存在した。

また、応募者は、『株主間の議決権配分—一株—議決権原則の機能と限界—』(2007年)において、株主利益をCash FlowとControlに対する権利に分類し、株主間におけるControlに対する権利の配分について分析を行った。そこでは、双方の権利の相関関係を論証したが、Cash Flowに対する権利については、株主を会社利益の唯一の残余権者と仮定していた。本研究の最終的な目的は、従前の応募者の研究成果に、種類株式の利用に限定されないCash Flowに対する権利の多様化という新たな視点を加え、「株主利益」の内容を再検討することにある。

2. 研究の目的

(1) 先進国の資本市場において、金融技術の発展にともなう株主利益の多様化・株式保有構造の複雑化がどの程度生じているかを明らかにすることである。具体的な法制度・政策の提言を行うための前提作業として、問題の現状を把握することが目的となる。

(2) 金融技術の発展に対する先進国の規制を調査検討する。検討対象としては、諸外国の会社法と証券法・銀行法・保険法などの金融規制を取り上げる予定である。特に、金融規制が機関投資家のインセンティブに与えた影響を検討し、機関投資家を中心として生じた株主利益の多様化・株式保有構造の複雑化の発生メカニズムを解明することが目的となる。

(3) 「株主利益」の再確定の可能性とその具体的な方法について解釈論・立法論的提言を行う。株主利益最大化原則が経営判断に際しての取締役会の行為規範となりうるか否か、株主提案権を初めとする少数株主権や株主総会決議を巡る法制度の合理性を再検討する。

3. 研究の方法

(1) 「株主利益」の多様性が問題となる具体的な例として、有価証券報告書等の虚偽記載等を行った上場会社の投資家に対する責任と企業結合法制について、現在の日本法の状況を包括的に調査分析した。

(2) 当初は、Empty Votingなど金融技術の発展により生じた「株主利益の多様性」自体を正面から研究する予定であった。しかし、リーマン・ショック後、一時的にデリバティブ市場が機能不全に陥ったため、金融技術を利用した株主利益の多様化の手法も消滅してしまった。しかし、金融技術の多様化により発生する問題を規制する方法については、ある程度の研究の蓄積があったので、その調

査研究を行った。そして、これらの調査研究を、大株主と少数派株主の利害対立という伝統的な課題(企業結合法の問題)と投資家の投資スパン(株式の取得時期・取得期間の差異)により株主利益の多様性という比較的新しい問題(有価証券報告書等の虚偽記載等を行った上場会社の投資家に対する責任の問題)に応用することを試みた。

(3) 有価証券報告書等の虚偽記載等を行った上場会社の投資家に対する責任について、西武鉄道事件やライブドア事件を初めとする我が国の裁判例の分析を行った。その際、株主利益の多様性の観点から、投資家が虚偽記載等の影響を受ける経路が多様であることに着目し、上場会社の責任が損害填補又は違法行為抑止の観点から効率的な制度となるために条件を探求した。以上の分析と並行して、アメリカの証券クラスアクションに関する調査研究を行った。

(4) 企業結合法制については、法制審議会会社法制部会で検討課題とされた事項(多重代表訴訟、子会社の重要事項への親会社株主の関与、親会社又は支配株主の子会社又は被支配会社の少数派株主・債権者に対する責任)に関して、アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスの法制について研究を行った。

4. 研究成果

(1) 平成21年度は、上場会社が有価証券報告書等の虚偽記載等を行った場合に、上場会社自身が、株主又は投資家に対して損害賠償責任を負うか否かを、具体的な題材として検討を行った。このよう場合、株主間又は投資家間で利害衝突が生じるため、単一の「株主利益」又は「投資家」を想定することが非常に困難となる。虚偽記載の影響という観点から、投資家の属性は6つ(投資家①～投資家⑥)に分類される。投資家①とは、不実開示後に株式を取得し、不実開示発覚から発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結までに株式を処分した投資家を指す。投資家②とは、不実開示後に株式を取得し、発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結時点で株式を保有していた投資家を指す。投資家③とは、不実開示後に株式を取得し、不実開示発覚前に株式を処分した投資家を指す。投資家④とは、不実開示前から株式を保有し、不実開示発覚から発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結までに株式を処分した投資家を指す。投資家⑤とは、不実開示前から株式を保有し、発行会社の民事責任を追及する訴訟の口頭弁論終結時点で株式を保有していた投資家を指す。投資家⑥とは、不実開示前から株式を保有し、不実開示発覚前に株式を処分した投資家を指す(なお、これ以外に不実開示発覚後に株式を取得した投資家⑦とでもいうべき投資家が

存在する。しかし、投資家⑦は投資家①～⑥の地位を承継しているに過ぎない。そのため、本稿の分析との関係では投資家⑦を別に取り上げる必要はないと思われる。

具体的には、西武鉄道事件やライブドア事件を初めとする裁判例の収集と分析に加えて、この問題について、アメリカ法を中心に理論的・実証的な研究業績の収集を行った。アメリカ法の分析からは、上場会社自身の損害賠償責任は、虚偽記載等の抑止と損害を被った投資家の救済の双方において、その実効性に疑問が付されていることを明らかにすることができた。また、有価証券報告書等の虚偽記載等によって損害を被る投資家と利益を得ることができる投資家が存在すること、上場会社が損害賠償責任を負担することによって有価証券報告書の虚偽記載等によって損害を被った投資家がさらなる損害を被ることを明らかにすることができた。すなわち、流通市場において不実開示を行った発行会社に対して損害賠償責任を追及することができるのは、投資家①と投資家②である。したがって、投資家④と投資家⑤は、投資家①と投資家②と同じく株価下落という損害を被っているにも関わらず、損害賠償請求できないことになる。そして、投資家①と投資家②が追及可能な発行会社の損害賠償責任を最終的に負担するのは、不実開示発覚時の株主である投資家①、投資家②、投資家④、投資家⑤となる。しかし、投資家①と投資家②は損害賠償責任を追及する主体であるので、最終的には、発行会社が投資家①と投資家②に損害賠償責任を履行することによって生じる株式価値の減少額を上回る損害賠償を得ることができる。そのため、発行会社の損害賠償責任の負担者とはいえなくなる。すなわち、発行会社の損害賠償責任は投資家④と投資家⑤によって負担されることになる。また、発行会社が損害賠償責任を履行することによって、会社の経営が揺らぐ場合には、損害賠償責任の一部を債権者も負担することになる。

以上の成果を踏まえて、日本法において、有価証券報告書等の虚偽記載等の抑止と損害を被った投資家の救済の手段として、上場会社の損害賠償責任を利用することの是非について理論的な検討を行った。そして、経済学者と民法学者が参加する研究会において、本研究の成果を報告することを通じて、平成 22 年度の研究に有用な示唆を得ることができた。また、民法 709 条の特則を定める金融商品取引法（旧証券取引法）の規定の解釈が問題になった最高裁判例を題材にして、本研究の成果の具体的な法解釈に反映させることを試みた。その成果は、既に公表済みである。

(2) 平成 22 年度は、平成 22 年度に法制審

議会会社法制部会における検討が開始されたことを受けて、株主利益の多様化・株式保有構造の複雑化の観点から、法制審議会会社法制部会で取り上げられた検討事項について比較法研究を行った。具体的には、①親会社の株主による子会社の役員等に対する株主代表訴訟（以下「多重代表訴訟」という。）、②子会社の株主又は債権者による支配会社又はその役員等に対する代表訴訟（以下「支配会社等に対する株主等代表訴訟」という。）、③親会社株主による子会社の株主総会への関与の在り方をめぐるそれぞれの問題点について、アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスの状況を調査を行った。①については、各国において多重代表訴訟が認められるか否かは通常の株主代表訴訟の構造と密接に関連していることを明らかにした。特に、我が国のように株主代表訴訟の提起又は続行について原告株主の意思決定を重視する法制が採用されている場合には、多重代表訴訟の導入には慎重な態度が必要であることを示すことができた。②については、支配株主による濫用行為を規制する方法として、事前規制を重視するか事後規制を重視するかで各国の対応が大きく異なること、そのような差異の原因の 1 つとしてコーポレートガバナンスにおいて裁判所が果たすべき期待についての考え方の差異があることを明らかにした。また、この問題は各国において非上場会社の問題として議論される場合が多く、我が国で問題とされている上場子会社の場合とは問題状況が異なることを示すことができた。③については、各国において縮減された株主権の復元の手段として議論されているが、結合企業におけるコーポレート・ガバナンスを改善する手段として効果的か否かといった観点からの議論が乏しいことを明らかにした。本研究の成果は、所属機関の紀要に掲載予定である。

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 1 件）

- ① 加藤貴仁、証券取引法（平成 16 年法律第 97 号による改正前のもの）17 条に定める損害賠償責任の責任主体は同法にいう発行者等に限られるか、法学協会雑誌、査読無、127 巻 5 号、717-737 頁、2010 年

6. 研究組織

(1) 研究代表者

加藤 貴仁 (KATO TAKAHITO)

東京大学・大学院法学政治学研究科・

准教授
研究者番号：30334296

(2)研究分担者
なし

(3)連携研究者
なし