HOKKAIDO UNIVERSITY

| | |
|---|---|
| Title | 少数支配構造のガバナンス問題と規制措置に関する研究 ： 複数議決権構造を中心として（１） ： 支配的株主の信認義務責任と2025年DGCL第144条改正 |
| Author(s) | 姜, 富超 |
| Citation | 北大法学論集, 77(3), 1-52 |
| Issue Date | 2026-09-28 |
| Doc URL | https://hdl.handle.net/2115/100483 |
| Type | departmental bulletin paper |
| File Information | 02_Jiang_lawreview_77_3.pdf |

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

論　　説

# 少数支配構造のガバナンス問題と規制措置に関する研究：複数議決権構造を中心として（1）※

―― 支配的株主の信認義務責任と2025年 DGCL 第144条改正 ――

姜　　富超

目　次

はじめに
一、支配的株主規制の理論的背景
二、判例法における支配的株主の信認義務責任
（一）支配的株主の信認義務と責任
（二）信認義務違反の責任の判断基準
（三）支配的株主の信認義務責任に関する判例法の発展
1、Weinberger v. UOP判決
2、Kahn v. Lynch判決
3、Kahn v. MFW判決
4、適用範囲の拡張と制限
三、2025年DGCL改正の背景と改正内容
（一）DGCLの2025年改正の背景

※ 本連載は北海道大学審査博士（法学）学位論文（2026年３月25日授与）「少数支配構造のガバナンス問題と規制措置に関する研究：複数議決権構造を中心として」に加筆・修正を施し、公表するものである。もっとも、同博士論文の第６章及び第７章は、近時のデラウェア州会社法における会社支配をめぐる規律の新たな展開を扱うものであり、その時宜性に鑑み、本稿は主として第７章を、次稿は第６章をそれぞれ基礎として加筆・修正したうえで、他の部分に先行して公表することとする。なお、執筆にあたり、文部科学省国費奨学金プログラムの助成を受けた。

（二）DGCL第144条の2025年改正
1、「支配的株主」の定義に関する改正
2、取締役・役員と会社との利害関係取引について
3、支配的株主による利害関係取引について
四、支配的株主規制の検討――米国法の議論と示唆
（一）支配的株主を規制する方向性
（二）誰を支配的株主として定義すべきか
1、問題の提起：2025年改正後のDGCL第144条に関わる解釈論の問題
2、2025年改正後のDGCL第144条の解釈に関する学説
3、小括
（三）支配的株主規制における独立取締役の役割
1、問題の提起
2、証券取引所による独立取締役の要求
3、小括
おわりに　（以上、本号）

## はじめに

現代のガバナンス理論において、所有集中型の株式会社では、支配的株主と少数株主との間の利益相反がコーポレートガバナンス上の重要なエージェンシー問題として位置づけられる。そこでは、支配的株主による少数株主の利益侵害をいかに防止・抑制するかが中心的課題となる。[1] この問題に対して、会社法制は支配的株主に対する監視監督や少数株主の権利強化又は事後的な司法審査による責任規制など複数のアプローチを通じて対応している。その中でも、支配的株主に対して一定の場合に信認義務責任を認めることは支配的株主と少数株主との利益相反を実体的に規律するための中心的手法として重要な意味を有する。

もっとも、近年のデラウェア法においては、支配的株主に対する規律の在り方が大きく揺れ動いている。従来のデラウェア判例法において、

[1] Kraakman R, Armour J, Davies P, Enriques L and Hansmann H, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (3rd edn, Oxford Univ Pr, Oxford, United Kingdom, 2017) pp 29–30.

株主は過半数の持株を保有する場合又は少数株主であっても会社の業務運営に対して実質的な支配力を有する場合に、支配的株主としての信認義務を負うものとされてきた。特に、支配的株主による利益相反的な合併取引においては、完全な公平性（entire fairness）の審査基準が適用され、当該支配的株主は取引の公正性を証明する責任を負う。[2] もっとも、近時の判例法において、支配的株主であるかどうかを認定する際に、従来から重視されてきた重要な議決権割合（significant voting power）又は相当な持株割合（substantial share ownership）という要素の重要性が弱められ、その結果として完全な公平性の審査基準は不確実性の伴う適用が拡大する恐れがあると指摘されている。[3] つまり、近時のデラウェア判例法においては、支配的株主の信認義務法理の適用範囲が拡張する方向にあったとみることができる。

その背景には、米国の会社法学において支配的株主が私的利益のために少数株主の利益を害し得ることが強く警戒されてきたことがある。[4] 支配的株主と少数株主とのエージェンシー問題への対応策として、デラウェア判例法は支配的株主に対する信認義務責任に強い規範的負荷を担わせてきたと言える。[5] このような負荷の強化は2024年のMatch Group判決による支配的株主の信認義務責任の適用範囲の拡張を通じて一段と明確化された。[6]

他方で、その適用範囲の拡大に対する実務上の懸念も高まることとなった。それを受けて、デラウェア州は2025年にDGCL第144条の改正によって支配的株主取引（controlling stockholder transaction）に関するセーフハーバー規定を整備した。改正後の第144条は支配的株主の定義を明文化するとともに、支配的株主取引について、一定の手続を満たす場合には衡平法上の救済又は損害賠償を免れ得る構造を採用してい

---

[2] Kahn v. Lynch Commc'n Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1113-17 (Del. 1994).

[3] "Controller Confusion: Realigning Controlling Stockholders and Controlled Boards"(2020) 133 Harvard Law Review 1706 at 1707,1712-1716.

[4] 以下の「一、支配的株主規制の理論的背景」を参照。

[5] Bainbridge SM,"A Course Correction for Controlling Shareholder Transactions" (2025) 49 Del. J. Corp. L. 525 at 529-536.

[6] In re Match Grp., Inc. Derivative Litig., 315 A.3d 446, 463-70 (Del. 2024).

る。[7] このように、近時のデラウェア法の動きは支配的株主責任の一方的強化としてではなく、判例法による厳格化と立法による再調整とが交錯する過程として把握することができる。

そこで本稿は、デラウェア州会社法における支配的株主の信認義務責任について、近時の判例法の展開と2025年のDGCL第144条改正を素材として、その新たな発展を考察する。以下では、まず、支配的株主規制の理論的背景について考察を行う。そして、判例法における支配的株主の信認義務責任の内容と判断基準を整理する。次に、2025年改正の背景を把握する上で、第144条の改正内容、とりわけ支配的株主の定義、支配的株主取引に関する規制の仕組みを考察する。最後に、米国法の検討を踏まえて、日本法への示唆として、支配的株主を規制する方向性、支配的株主の定義、及び証券自主規制において支配的株主に対する規制における独立取締役の役割という三つの問題を検討することとしたい。

## 一、支配的株主規制の理論的背景

現代のガバナンス理論において、コーポレートガバナンス体制の有効性は会社の所有構造に依存する。[8] 分散所有型の会社においては、所有と経営の分離に由来する株主と経営者との間のエージェンシー問題、いわば「縦のエージェンシー問題」が中心的課題となる。そこでは、経営者が自己の私的利益ではなく、株主利益のために行動することをいかに確保するかがコーポレートガバナンス上の核心となる。[9] これに対し、集中所有型の会社においては、少数株主が株式を有するものの、会社が実質的に支配的株主によって支配されている。それで、支配的株主は少数株主の代わりに会社の経営者を効果的に監視監督することができる一方、少数株主の利益を収奪する権力とインセンティブを有するため、支

[7] Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (2025).

[8] Bebchuk LA and Hamdani A,"The Elusive Quest for Global Governance Standards" (2009) 157 U. pa. L. rev. 1263 at 1280.

[9] Kraakman et al, n 1, pp 29-31.

配的株主と少数株主の間に利益の相反する問題も顕在化する。[10] 一般的に、学説においては、支配的株主と少数株主との間の利害関係がエージェンシー関係、両者間の利益相反問題が「横のエージェンシー問題」と定義され、支配的株主による非支配株主の利益の侵害を防止・阻止することは横のエージェンシー問題の核心と位置付けられている。[11]

もっとも、以上のような整理は主としてエージェンシー理論に基づいて実質的な支配者（分散所有構造における経営者又は所有集中構造における支配的株主）と非支配の株主との関係を把握するものである。[12] 現代のエージェンシー理論は、1970年代以降、JensenとMecklingをはじめとするシカゴ学派の研究者によって株式会社における所有と支配の分

---

[10] La Porta R, Lopez-de-Silanes F and Shleifer A,"Corporate Ownership around the World" (1999) 54 The Journal of Finance 471 at 511-513; Shleifer A and Vishny RW,"Large Shareholders and Corporate Control" (1986) 94 Journal of Political Economy 461 at 461; Bebchuk LA, Kraakman R and Triantis G,"Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights", *Concentrated corporate ownership* (University of Chicago Press, 2000) pp 295-314; Gilson R and Gordon J, "Controlling Controlling Shareholders" (2003) 152 University of Pennsylvania Law Review 785 at 785-786; Gilson RJ, "Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy" (2006) 119 Harv. L. Rev. 1641 at 1651.

[11] Gilson and Gordon, n 10 at 785; Kohler M, "Ownership Structure, Regulation and the Market for Corporate Control in the EU Banking Sector" (2012) 34 Eur. J.L. & Econ. 173 at 174-175; Enriques L and Volpin P, "Corporate Governance Reforms in Continental Europe" (2007) 21 Journal of Economic Perspectives 117 at 117. Kraakman et al, n 1, pp 29-30.

[12] より広義的に定義すれば、エージェンシー関係は会社の経済的な持ち分の全部を有していないものの会社の経営を支配できる者と経済的な持ち分の一部を有しながら会社の経営を支配できない者の間に成立する関係と定義することができる。Pacces A, *Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers* (Taylor and Francis, Hoboken, 2012) p 26. そのように広範的な定義からすると、支配権を有しない株主がプリンシパルで、株主であるかもしれない支配者（持ち株を有しない経営者又は支配的株主）がエージェントとなる。

離に伴うエージェンシー・コストを分析する理論枠組みとして体系化されたのである。[13] それで、支配的株主と少数株主との間のエージェンシー関係からすれば、いずれの者が自らの効用を高めたいし、利益の不一致性と情報の非対称性[14]が内在するため、監視監督の実施や利益の一致性の強化などによりエージェンシー・コストが必然的に生じるし、当該コストをゼロにすることはほぼ不可能であると考えられる。[15] ゆえに、エージェンシー・コストの抑制は自然にコーポレートガバナンスの方向性と

---

[13] Ross SA, “The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem” (1973) 63 The American Economic Review 134; Jensen MC and Meckling WH, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” (1976) 3 Journal of Financial Economics 305; Fama EF and Jensen MC, “Separation of Ownership and Control” (1983) 26 The Journal of Law and Economics 301. エージェンシー理論は1976年に Jensen と Meckling の論文によって本格的に確立されていたと言われている。この論文はコーポレート・ガバナンスの分野において最も多く引用されるものの一つと言われる。Cheffins BR, “What Jensen and Meckling Really Said About the Public Company” (2020), Research Handbook on Corporate Purpose and Personhood, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 29/2020, at 2-3, available at https://ssrn.com/abstract=3679405.

[14] 事業経営に関する情報を詳細に把握できるのは会社の中心にいる経営者であり、株主が会社の経営や経営者の行動を随時に知る由もないため、経営者と株主との間に情報の非対称性の問題が生じる。神田秀樹・小野傑・石田晋也編『コーポレート・ガバナンスの展望』（中央経済社 2011），107-108頁。支配的株主が存在する場合、情報の非対称性の問題は同様に生じる。

[15] Jensen & Meckling (1976) の定義では、エージェンシー・コストは (1) 監視監督のコスト (monitoring expenditures) (2) インセンティブ・コスト (bonding expenditures) 及び (3) 最適な意思決定とずれたことによる残余損失 (residual loss) という三つのコストから構成される。Jensen and Meckling, n 13 at 308. さらに、エージェンシー理論の発展とともに、エージェンシー・コストの定義も拡張されるようになった。例えば、Hwang JH and Hu B, “Private Benefits: Ownership Versus Control” (2009) 32 Journal of Financial Research 365 at 366. Pacces, n 12, p 17. Cronqvist H and Nilsson M, “Agency Costs of Controlling Minority Shareholders” (2003) 38 Journal of Financial and Quantitative Analysis 695 at 697.

なり、ガバナンス理論に大きな影響を及ぼした。21世紀初頭の十年に、米国の会社法学及び金融理論において、「法が重要である」理論[16]や支配権による利益収奪説[17]又は監督コスト説[18]などの学説が提唱され、支配的株主を私的利益の搾取と関連付け、支配的株主を消極的に見なしていることが多かった。

一方、前述した通り、支配的株主は経営者に対する監視監督の機能と少数株主から利益を収奪し得る危険性という、いわば「諸刃の剣」としての性格を有する。にもかかわらず、エージェンシー理論に依拠して支配的株主の役割を専ら少数株主に対する利益収奪の危険から捉えることは支配的株主の有する「諸刃の剣」としての性格の一側面を捉えるにとどまる。すなわち、支配的株主は少数株主に対して私的利益を収奪する危険を有するものの、必ずしも私的利益を追及するとは限らず、少数株主に代わって経営者を監視監督することもできる。エージェンシー理論

[16]「法が重要である」理論によれば、ある法域において支配的株主が存在するや否やは法による少数株主の保護が良いかどうかに密接な相関性を有し、英米のような法による少数株主の保護が良い法域において株式が分散所有される傾向があり、法による株主の保護が良くない法域において家族・政府によって支配されている会社の割合が比較的に高いと唱えられている。La Porta et al, n 10 at 491-497,511-513; Porta RL, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A and vishny robert w., "Law and Finance" (1998) 106 Journal of Political Economy 1113 at 1113-1117,1151-1152.

[17] 利益収奪説によれば、上場前に会社を支配している株主（「既存株主」）が会社の上場時に支配権を維持すればその後に行われうる支配権取引からより大きな割合のプレミアムを獲得することができる。支配権の私的利益が大きければ、上場後に支配権奪取の防止と支配プレミアムの追求のために、既存株主が支配的な構造を維持することを選択するだろうと主張されている。つまり、利益収奪説も支配権の取得が私的利益を追求するために行われるという前提に基づいて展開されていると言える。Bebchuk LA, "A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control" (1999) EFA 0285, 1999, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 260 at 1-6, available at https://ssrn.com/abstract=168990.

[18] 支配的株主はその支配の地位を維持するためには監視監督の役割の履行などにより様々なコストを負担しなければならず、このようなコストを負担して支配的株主としての役割を引き受けさせるためには、一定の私的利益の取得を認める必要があるとの主張である。Gilson, n 10 at 1650-1652.

は長らくコーポレート・ガバナンス研究における中心的理論枠組みとして大きな影響力を有してきた。[19] もっとも、近年の学説においては、自己利益追求、エージェンシー・コスト、監視・統制メカニズムを中心とするエージェンシー理論だけでは、企業組織を取り巻く外部・内部環境、所有構造、利害関係の多様化などを十分に説明できないところがあるという限界も指摘されている。[20] 実際、近年に、エージェンシー理論の枠組みを超えて、支配的株主が短期的な市場圧力に左右されずに長期的な経営方針を実現することを保障できることを強調する長期利益保障説[21]や、支配的株主が自分の事業戦略を適切に実施すれば市場平均を上回る収益が得られるという信念いわば独特なビジョンを有することを強調する支配的株主の独特なビジョン説[22]などの学説も提唱され、有力と考え

---

[19] Raelin JD and Bondy K, “Putting the Good Back in Good Corporate Governance: The Presence and Problems of Double-Layered Agency Theory” (2013) 21 Corporate Governance: An International Review 420 at 421; Pargendler M, “Controlling Shareholders in the Twenty-First Century: Complicating Corporate Governance beyond Agency Costs” (2020) 45 J. Corp. L. 953 at 956.

[20] Christopher J, “Corporate Governance — A Multi-Theoretical Approach to Recognizing the Wider Influencing Forces Impacting on Organizations” (2010) 21 Critical Perspectives on Accounting 683 at 683-686, 692-693. Pargendler, n 19 at 956.

[21] Jordan BD, Kim S and Liu MH, “Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure, and Dual-Class Share Structure” (2016) 41 Journal of Corporate Finance 304 at 305, 324-327; Lukomnik J and Quinn S, “Controlled Companies in the Standard and Poor’s 1500: A Ten Year Performance and Risk Review” (2012) Investor Responsibility Research Center Institute and Institutional Shareholder Services at 3, https://www.pii.law.harvard.edu/materials/7_Dual % 20Class % 20- % 20ISS % 20Report % 20 % 28dual % 20class % 29.pdf viewed 15 September 2025. 従来から内部者による支配のメリットいわば長期利益の保障を強調する見解として、Fischel DR, “Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock” (1987) 54 The University of Chicago Law Review 119 at 138.

[22] Goshen Z and Hamdani A, “Corporate Control and Idiosyncratic Vision” (2016) 125 Yale L. J. 560 at 577.

られる。

以上を踏まえて、支配的株主に対する法的規律は少数株主保護を重視するエージェンシー理論の発想と支配的株主の監視機能・長期利益保障・独特なビジョン実現の確保を評価する見解との緊張関係の中に、方向性が揺れている。このような評価の対立は支配的株主に対する信認義務責任法理の適用をどこまで拡張すべきかという問題に直結する。支配的株主に対する法的規律は少数株主保護の観点からその責任を一方的に拡張すれば足りるか、それとも支配的株主による利益収奪の危険を抑制しつつ、その監視機能および長期利益の保障・独特なビジョンの実現を過度に阻害しないほうがより合理的であるか。このような理論的緊張関係は近時のデラウェア法における支配的株主の信認義務責任の拡張とその後の再調整を理解するうえでも重要な視角を提供する。

## 二、判例法における支配的株主の信認義務責任

### （一）支配的株主の信認義務と責任

支配的株主は少数株主と信認関係にある。ある者が他人の財産をあたかも自己のものであるかのように管理・支配する権限を有する場合に、その者が受託者として他人との間に信認関係が成り立つ。[23] 支配的株主は会社に対する支配を通じて少数株主の財産も管理・支配しているため、少数株主の信認義務者（fiduciary）となり[24]、少数株主に対して信認義務を負うこととなる。[25] もっとも、支配的株主が負うべき信認義務の

[23] Wilmington Leasing, Inc. v. Parrish Leasing Co., L.P., No. CIV. A. 15202, 1996 WL 752364, at *14 (Del. Ch. Dec. 23, 1996). Sokol Holdings, Inc. v. Dorsey & Whitney, LLP, No. CIV.A. 3874-VCS, 2009 WL 2501542, at *3 (Del. Ch. Aug. 5, 2009).

[24] Thermopylae Capital Partners, L.P. v. Simbol, Inc., No. CV 10619-VCG, 2016 WL 368170, at *14 (Del. Ch. Jan. 29, 2016)

[25] Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 958 (Del. 1985), holding modified by Coster v. UIP Companies, Inc., 300 A.3d 656 (Del. 2023). In re Pattern Energy Group Inc. Stockholders Litig., No. CV 2020-0357-MTZ, 2021 WL 1812674, at *40 (Del. Ch. May 6, 2021).

範囲については、まずは取締役等の信認義務と異なり、支配的株主が自分の利益のために会社そのものを不正に利用しない限り、少数株主と同じく信認義務の束縛を受けずに自分の利益のために議決権等の株主権を自由に行使・処分する権利を有し、支配的株主が自分の利益のために会社そのものを不正に利用する場合に、少数株主の財産にもその支配力が及ぶため、少数株主に対して信認義務を負うとすべきとの判例法上のアプローチが存在する。[26] そして、学説上に、支配的株主が少数株主に対して常に信認義務を負うこととすべき、負う場合と負わない場合とを区別すべきではないと主張する意見もある。[27] 支配的株主に少数株主に対

[26] Gilbert v. Perlman, No. CV 2018-0453-SG, 2020 WL 2062285, at *1 (Del. Ch. Apr. 29, 2020).

[27] Bainbridge, n 5 at 526. また、支配的株主が少数株主に対する信認義務を負う場合、取締役等と同等内容の信認義務を負うかという問題に関しては、それを肯定する意見がある。例えば、Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., No. CIV. A. 8358, 1991 WL 111134, at *19 (Del. Ch. June 24, 1991), aff'd in part, rev'd in part sub nom. Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Del. 1993), decision modified on reargument, 636 A.2d 956 (Del. 1994), abrogated by Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110 (Del. 1994), (「株式所有に基づいて権力を取得した株主がその権力を行使して会社の行為を指図する場合、当該株主は会社の取締役と同じく注意義務及び忠実義務を負う。これに対し、過半数株主がそのような権力を行使しない場合には、一般的に特別の義務は課されない」) "Controller Confusion: Realigning Controlling Stockholders and Controlled Boards", n 3 at 1710. 一方、同等内容の信認義務を負うこととすべきではないとの主張もある。例えば、*Delaware Vice Chancellor J. Travis Laster Argues That Controlling Shareholders Have Surprisingly Limited Fiduciary Duties* (15 November 2023), https://www.law.nyu.edu/news/distinguished-juror-lecture-travis-laster-delaware viewed 27 November 2025.(「デラウェア法は支配的株主が取締役と同一の信認義務を負うものと位置づけている…しかし、実際に両者の義務内容は同一ではなく、その差異は大きい。究極的には、支配的株主が負うのは他者に損害を与えてはならないという義務にとどまる。したがって、支配的株主は信認関係に位置するものの、他者に対して最小限度の義務のみを負い、いわば最小限度の信認義務者である。」) また、Jens Dammann, "*The Controlling Shareholder's General Duty of Care: A Dogma That Should Be Abandoned*", 2015 U. Ill. L. Rev. 479, 506(2015) 支配的株主が少数株主に対し

する信認義務を負わせる政策上の理由としては、少数株主が支配的株主の意思に従わないと支配的株主から報復を受ける恐れがあるためである。[28] いずれにせよ、支配的株主によるフリーズアウトなどの関連者取引において支配的株主が少数株主に対して信認義務を負うことについては異論がないだろう。[29]

信認法の下で、信認義務の内容としては、一般的に注意義務と忠実義務に分けられる。[30] 支配的株主が取締役と同じく少数株主に対して注意義務と忠実義務を負うという意見があるが[31]、支配的株主を巻き込んだ判例において裁判所は主として支配的株主の機会的な行動から少数株主を保護するための忠実義務に焦点を当ててきた。[32]

### （二）信認義務違反の責任の判断基準

デラウェア州では、取締役の信認義務責任が問われる際に、取締役の行動を審査するにあたって、経営判断の原則（business judgment rule、「BJR」）、強化審査基準（enhanced scrutiny）、及び完全な公平性の基準（entire fairness）という三つの基準がある。[33]

まず、経営判断の原則の下では、経営者が行った経営判断は「十分な情報に基づき、誠意をもって、かつ、その行動が会社の最善の利益となると誠実に信じて行われた」と推定され、当該推定を覆す立証がなされ

---

て原則として注意義務を負わないとすべきと主張している.

[28] Bainbridge, n 5 at 552.

[29] Bainbridge, n 5 at 531–532. Americas Mining Corp. v. Theriault, 51 A.3d 1213, 1239 (Del. 2012).

[30] Claire A. Hill & Brett H. McDonnell, *Chapter 8: Fiduciary Duties: The Emerging Jurisprudence, in* Research Handbook On The Economics Of Corporate Law, 133 (2012).

[31] Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., No. CIV. A. 8358, 1991 WL 111134, at *19 (Del. Ch. June 24, 1991), aff'd in part, rev'd in part sub nom. Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Del. 1993), decision modified on reargument, 636 A.2d 956 (Del. 1994), abrogated by Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110 (Del. 1994). Dammann, n 27 at 481.

[32] Dammann, n 27 at 481–482 note 8 and accompanying text.

[33] Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp., 28 A.3d 442, 457 (Del. Ch. 2011).

ていない限り、裁判所もそれを尊重する。[34] 従って、経営判断に信認義務の違反があると原告株主が立証できない限り、裁判所は自らの判断をもって経営者の経営判断を代替させることはしない。[35] 一方、そのような立証ができた場合、立証責任が転換され、争われている取引が原告株主にとって「完全に公正」であると経営者は立証しなければならない。[36]

そして、強化審査基準の下では、裁判所がBJRの下での推定を堅持しなく、被告の経営者が行った経営判断は「その動機が私利的ではなく適切であったこと」及び「その行動が正当な目的のために合理的であったこと」と経営者が立証しなければならないと求められている。[37] 強化審査基準は経営者による経営判断が「利益相反の可能性がある、特定的、反復的、かつ容易に識別し得る場合」、すなわち、「たとえ独立かつ利害関係のない取締役の決定であっても、その意思決定の文脈にある現実が当該判断を微妙に損ない得るような場合」に適用される。[38] 例えば、Unocal事件[39]のように取締会が敵対的買収に対抗するための防御策を採用した場合、又はRevlon事件[40]のように会社の売却又は支配権移転を伴

---

[34] Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984). Maffei v. Palkon, 339 A.3d 705, 728 (Del. 2025).

[35] Welch EP, Saunders RS, Land AL, Voss JC and Turezyn AJ, *Folk on the Delaware General Corporation Law 2019: Fundamentals* (Wolters Kluwer Law & Business, New York, 2018) pp 165-166.

[36] Emerald Partners v. Berlin, 787 A.2d 85, 91 (Del. 2001).

[37] Mercier v. Inter-Tel (Del.), Inc., 929 A.2d 786, 810 (Del.Ch.2007).

[38] In re Trados Inc. Shareholder Litig., 73 A.3d 17, 43 (Del. Ch. 2013).

[39] Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 953-956 (Del. 1985)（取締役が買収防衛策を採用する場合、その買収防衛策に関して取締役会に「会社の政策及び効率性に対する危険」を信じる合理的根拠と、当該脅威との関係での防衛策の合理性を要求する）.

[40] Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 182-84 (Del. 1986)（会社の売却が問題となる局面において、取締役の役割が会社の防衛者から株主のために最良価格を得る競売人へと変化するとする）. Paramount Commc'ns Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34, 44-46 (Del. 1994)（支配権売却局面において、取締役は株主にとって合理的に取得可能な最良の価値をもたらす取引を合理的に追求する義務を負う。そして、強化審査基準の下では、取

う取引の場合に強化審査基準が典型的に適用される。それで、強化審査基準は経営判断の原則と完全な公平性の基準との間に位置づけられる「中間的な審査基準」とも呼ばれる。[41]

また、完全な公平性基準は最も立証のハードルの高い基準であり、適用されれば被告は係争取引が「完全に公正」であると立証しなければならない。[42] 当該基準の適用範囲について、従来からは支配的株主が存在するだけでは必ず適用されるわけではなく、支配的株主が自己取引などの利益相反取引に関与した場合に適用されることとなり、被告者の支配的株主が立証責任を負う。[43]

### （三）支配的株主の信認義務責任に関する判例法の発展

#### 1、Weinberger v. UOP 判決

Weinberger v. UOP事件は支配的株主が親子会社の合併を通じて少数株主を締め出す事件である。当該事件において焦点の一つとなるのは支配的株主の主導で行われた親子会社の合併取引が「完全に公正」であるや否やである。[44]

支配的株主は親子会社の合併のような自己取引を行う場合、少数株主に対する信認義務責任を免れるために当該取引が「完全に公正」であると立証しなければならない。[45] そして、係争取引が「完全に公正」であ

---

締役は十分な情報に基づき、かつ合理的に行動したことを立証しなければならない).

[41] Brauerman SB, "When Business Judgment Isn't Enough: The Impact of the Standard of Review on Deal Litigation Delaware Insider" (2014) 2014 Bus. L. Today 1 at 1.  In re Trados Inc. Shareholder Litig., 73 A.3d 17, 43-44 (Del. Ch. 2013).

[42] Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp., 28 A.3d 442, 459 (Del. Ch. 2011).

[43] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 710-711 (Del. 1983); In re Crimson Expl. Inc.Stockholder Litig., No. CIV.A. 8541-VCP, 2014 WL 5449419, at *12 (Del. Ch. Oct. 24, 2014); Americas Mining Corp. v. Theriault, 51 A.3d 1213, 1239 (Del. 2012).

[44] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 702-04 (Del. 1983).

[45] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983).

るかどうかは当該取引が公正な取引（fair dealing）かつ公正な価格（fair price）で行われていたという２つの要件を充足するかに関する立証によって判断される。「公正な取引」という要件が満たされているや否やは係争取引が「何時行われ、どのように開始され、計画され、交渉され、取締役会へと開示され、さらに取締役および株主からの承認がどのように獲得されたか」などの問題に基づいて判断される。「公正な価格」という要件が満たされているや否やは係争取引に関わる経済的・金融的側面、すなわち「資産、市場価値、収益、将来の見通し、会社株式の本質的または内在的価値に影響を与えるあらゆるその他の要素」に基づいて判断される。もっとも、完全な公平性基準の下では、公正な取引と公正な価格という二つの要件のいずれかが満たされればよいものではなく、完全な公平性が全体として充足されるかどうかが中心であるため、関わる全ての側面を全面的に考察しなければならないと強調されている。[46]

一方、Weinberger事件において、UOP社の50.5％の持株を有するSignal社がUOP社を完全に子会社化する親子会社の合併取引についてはその取引の発起から価格の確定、取引スケジュールの設定と推進、取引の交渉と承認のプロセス、関連情報の開示などの取引の諸要素まで支配的株主であるSignal社によって完全に主導されていた。[47] もっとも、Signal社の取締役である同時にUOP社の取締役でもあるArledgeとChitieaが作成した合併取引の実現可能性に関する調査報告書はUOP社と同社の株主にとっても重要であるにもかかわらず、完全にSignal社に利する方向に向けて作成され、その中にUOPのデータに基づいて１株あたり21ドルから24ドルの価格帯でUOPの少数株主を締め出すことがSignal社に利することすら明確に記載され、結局UOP社の独立取締役に開示されず、同社の取締役会でも議論されなかった。[48] ゆえに、裁判所は当該取引が「公正な取引」と言えないと判じた。[49]

---

[46] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983).

[47] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 711-12 (Del. 1983).

[48] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 705,707-709 (Del. 1983).

[49] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 712 (Del. 1983). Weinberger v. UOP判決において、もう一つの焦点は「公正な価格」に関する判断である。

同時に、裁判所はもしUOP社が社外取締役からなる独立の特別委員会を設置することを通じてアームズ・レングスの関係でSignal社と取引するならば、「公正な取引」になりうると強調している。すなわち、そのような親子会社の合併取引が「公正な取引」であるかどうかを判断するにあたって、関連者がアームズ・レングス原則に基づいてそれぞれの交渉能力を活用することを通じて取引を成立させた事実の有無が重要な要素であり、もし社外取締役からなる独立の交渉委員会を介して独立の第三者間で行われる取引と同様の条件で関連者取引を行ったならば、「公正な取引」という要件が充足する可能性が高くなるだろうと強調されている。[50]

### 2、Kahn v. Lynch 判決

Kahn v. Lynch事件では、Lynch社の43.3％の持株を有するAlcatel社はLynch社の経営管理を実際に支配していることでLynch社の支配的株主であると認定され、Lynch社の少数株主を締め出し同社を完全に子会社化することを目的とする親子会社の合併取引を行わせていた。当該取引において、子会社たるLynch社は独立委員会を設置していた。支配的株主のAlcatel社はLynch社の少数株主に対して一株当たりに15.5ドルの買付け価格をオファーし、独立委員会がこの買い付け価格を推奨せず、同社の取締役会も承認しない場合に、より低い価格で敵対的買収を行うと脅した。それを受けて、独立委員会がその価格での買付けを受けることを推奨し、取締役会も承認決議を出した。[51]

デラウェア最高裁判所はAlcatel社がLynch社の支配的株主として同社の少数株主に対して信認義務を負うと確認するうえで、そのような親子会社の合併取引において支配的株主が当該取引の完全公正性を立証する責任を負うというWeinberger判決に確立されていた完全な公平性基準を維持していた。[52]

---

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 712-15 (Del. 1983).

[50] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 709 n.7 (Del. 1983).

[51] Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1112-1115 (Del. 1994).

[52] Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1115 (Del. 1994).

それに、独立取締役からなる特別委員会が前述の合併取引を承認したことは支配的株主による完全な公平性の立証責任に与えうる影響に関しては、最高裁判所は衡平裁判所の指摘を踏まえて、Weinberger判決以降の判例法を考察するうえで、その特別委員会による承認があった場合に①立証責任が原告に転換され係争取引が不公正であったと原告による立証を求めるアプローチと②経営判断原則が適用されるアプローチという二つの判例法上のアプローチが存在すると考案していた。[53] 立証責任はともかく、いずれのアプローチも支配的株主の信認義務責任の司法判断基準をどのように設定すべきかという従来からの問題に関わるものである。ここで特別化された点としては、親子会社の合併による少数株主の締め出しの取引に関して、独立取締役からなる特別委員会が当該取引を承認したとの要素を考慮すると、支配的株主の信認義務責任の司法判断基準を完全な公平性基準に維持するか、それとも経営判断原則の基準に下げるかという問題である。

それに関して、最高裁判所はその①のアプローチを堅持するCitron v. DuPont判決[54]を援用し、親子会社の合併取引において支配的株主が少数

[53] Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1115-16 (Del. 1994).

[54] Citron v. DuPont 判決において、衡平裁判所は「完全な公平性基準」を堅持する理由を以下のように述べた。

親子会社の合併取引は少数株主による反対があるとしても、支配的株主が自ら提案できる。そして、当該取引が少数株主による承認が必要であるとされているとしても、支配的株主が自分の影響力を使って少数株主による議決権行使に微妙に影響を与えうる。しかし、支配的株主が存在しない場合に、このような微妙な影響がない。

少数株主による議決権行使に関して、支配的株主が無理強いをすることがなくても、少数株主は自分が取引を賛成しないと配当分配の停止や更なる低い価格で締め出されることなど支配的株主からの報復を受けることを恐れるかもしれない。少なくともその可能性と影響を完全に排除することができない。その結果、親子会社の合併取引が独立取締役による交渉を経たとしても、当該取引が利害衝突のない取引者の間にアームズ・レングスの立場での交渉を経た取引と近似しているかについて、いかなる裁判所も確信できない。この不確実性を考慮すると、親子会社の合併取引が少数株主による承認を経たとしても、情報開示の強化による少数株主に対する保護策のほかに、より厳格な「完全な公平

株主の利益を侵害するリスクが常にあるためより厳格な司法審査基準が必要であると強調し、上述の②経営判断原則の適用のアプローチがWeinberger判決と矛盾することを理由として①のアプローチを支持していた。[55] つまり、支配的株主による利益相反のある親子会社の合併取引において、完全な公平性基準が支配的株主の信認義務責任を判断するための唯一の基準とすべき、係争取引が少数株主にとって完全に公平であることを立証する責任はまず支配的株主に負わせるべきが、支配的株主が①独立取締役から構成される特別委員会が実際に適切に機能し係争取引を承認したことを立証できた場合、又は②少数株主が十分な情報に基づいて過半数の議決権をもって承認したことを立証できた場合、係争取引が不公平であったとの立証責任はまた少数株主に移転されることとなると判じた。[56]

特にその①に関して、独立委員会の設置だけでは足りず、支配的株主が係争取引の条件・条項を一方的に設けてはならないこと、及び独立委員会がアームズ・レングスの立場で支配的株主と交渉できる真の能力を有することという二つの条件を充足しなければならない。[57]

それで本事件では、Lynch社に独立委員会が設置されていたものの、支配的株主のAlcatel社からの脅しを受けて、着実に独立で、十分な情報に基づいて、かつアームズ・レングスの立場で関連者取引を行っていたとは言えないため、係争取引が完全に公平であることを立証する責任は依然としてAlcatel社が負い、原告に移転することに至らないと裁判所は判じた。[58]

---

性基準」に基づく司法審査も必要である。Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co., 584 A.2d 490, 502 (Del. Ch. 1990).

[55] Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1116-17 (Del. 1994).

[56] Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1116-17 (Del. 1994).

[57] Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994). このテストを最初に提唱した判例は Rabkin v. Olin 判決である。Rabkin v. Olin Corp., No. C.A. 7547, 1990 WL 47648, at *6 (Del. Ch. Apr. 17, 1990), aff'd, 586 A.2d 1202 (Del. 1990). Kahn v. Lynch 判決において、デラウェア州最高裁判所は Rabkin v. Olin 判決の立場を支持していた。

[58] Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1118-22 (Del. 1994).

### 3、Kahn v. MFW 判決

Kahn v. MFW事件では、MFW社の43.4％の持株を有するM&F社はMFW社の経営管理を実際に支配し同社の支配的株主であり、少数株主からすべての株式を買付けることで、MFW社の非公開化合併（going-private merger）を行っていた。M&F社は非公開化合併を提案した当初から、買付けの価格などの取引要素の提案のほかに、①当該取引がMFWの独立取締役からなる特別委員会によって交渉かつ承認されなければならないこと、及び②当該取引がM&F社と利害関係のない株主の過半数によって承認されなければならないことという株主保護のための２つの手続き要件も求めていた。それに従い、MFW社の非公開化合併は特別委員会の全会一致と少数株主の65.4％の賛成投票によって承認され、2011年12月に完成されていた。[59]

Kahn v. Lynch事件と異なり、本事件においては親子会社の合併取引が行われる際に①独立取締役からなる特別委員会による交渉・承認及び②少数株主の議決権の過半数による承認という二つの要件が同時に充足されたため、支配的株主の信認義務責任を判断するにあたって、どのような司法審査基準を採用すべきかという新しい問題が現れる。[60] 一方、Kahn v. Lynch事件では、親子会社の合併取引に関する支配的株主の信認義務責任が問われる際に完全な公平性基準が適用されるが、支配的株主は係争取引がその①又は②のいずれかを充足したと立証できれば、係争取引が不公平であったとの立証責任はまた少数株主に移転されることとなるとされていた。[61] その「①又は②」のアプローチと「①及び②」のアプローチに関する最も重大な相違点は親子会社の合併取引が行われる際に支配的株主が自らの支配力（議決権）の行使を放棄したかどうかという点である。このような相違点がどのような法的影響をもたらしたかは上述の新問題の核心である。[62]

デラウェア州最高裁判所は親子会社の合併取引に関して、①十分な権

[59] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 638-641,653 (Del. 2014).
[60] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 642 (Del. 2014).
[61] Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1116-17 (Del. 1994).
[62] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 642 (Del. 2014).

限と独立性を有するかつ注意義務を尽くす特別委員会が承認したこと、及び②少数株主が強制されることなく十分な情報に基づいて過半数の議決権をもって承認したことという二つの条件が取引提案の最初から満たされた（「ab initio要件」）場合、支配的株主の信認義務責任が問われる際に経営判断原則が司法審査基準となると判じた。この理由としては、以下の四つがあげられている。第一、親子会社の合併において、利害関係のない取締役会と株主の承認という二の少数株主保護措置が支配的株主による影響を受けて適切に機能できない恐れがあるため、会社法における最も厳格な司法審査基準としての完全な公平性基準は少数株主を保護するための補強措置として適用されている。しかしながら、その「①及び②」の措置が同時に採用され、支配者が取引交渉の結果と株主の承認を左右する支配力の行使を放棄した場合の合併取引はアームズ・レングスの立場で交渉された取引の属性を有するようになる。後者の取引は通常経営判断原則に基づいて審査される。第二、その「①及び②」の措置が同時に採用されていることは支配的株主の機会的な行動を強く制限し少数株主の利益を強力に保護することができる。第三、その「①及び②」の措置が同時に採用されている場合に経営判断原則の基準を適用することは、取締役と少数株主の取引決定を尊重できるし、取引の構造と手続きから少数株主の利益を事前に保護することを推進することもできる。第四､その「①及び②」のアプローチは完全な公平性基準と同じく、取引の公正価格を確保することを根本的な目的としている。[63]

結論として、最高裁判所は親子会社の合併取引に関して、「(ⅰ)支配的株主が取引の進行を特別委員会の承認と少数株主の過半数の承認に条件付けていること、(ⅱ)特別委員会が独立していること、(ⅲ)特別委員会が自らの顧問を自由に選任し、明確に拒否する権限を有していること、(ⅳ)特別委員会が公正な価格の交渉において注意義務を果たしていること、(ⅴ)少数株主の投票が十分な情報に基づいていること、(ⅵ)少数株主に対する強制がないこと」という六つの条件がすべて満足されている場合に限って経営判断原則の基準が適用されることとなると判じた。[64]

---

[63] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 644-645 (Del. 2014).

[64] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 645 (Del. 2014).

「経営判断原則の下では、裁判所は合併取引の実質的公平性を審査することを差し控え、当該合併の条件が極めて異質で少数株主にとって公平であると考える善意かつ合理的な人もいない場合を除き、合併に対する異議申立てを却下しなければならない」。[65] このような取り扱いは上述のWeinberger判決とKahn v. Lynch判決と矛盾することなく、むしろ整合性がある。それで、親子会社の合併取引に関して、その「①又は②」のアプローチの場合、支配的株主の信認義務責任を判断する際に適用される基準は依然として完全な公平性基準であり、支配的株主が当該条件の充足を立証できたときに立証責任が原告に転換される。つまり、訴訟の前にその「①及び②」のアプローチに従って少数株主保護措置を備えていた場合を除き、支配的株主によるバイアウトにおける支配的株主の信認義務責任を判断するにあたって完全な公平性基準は依然として適用されつつある。[66]

本事件においては、上述の条件が満たされたため、経営判断原則の基準が適用されることとなる。それで、当該取引が少数株主にとって有利であると信じる合理的な人がいないとは言えないゆえに、支配的株主に対する訴えが却下されることとなる。[67]

### 4、適用範囲の拡張と制限

上述した通り、Kahn v. MFW事件に関する州最高裁の判決は会社の支配的株主が少数株主を締め出すことを目的とする親子会社の合併（具体的に非公開化合併）という取引場面での支配的株主の信認義務責任を判じたものである。Weinberger事件とKahn v. Lynch事件も親子会社の合併に関わる判決である。一方、Kahn v. Lynch判決後のKahn v. Tremont事件において、デラウェア州最高裁判所はWeinberger判決を援用しつつ、「支配的株主による自己取引（「self-dealing」）が争われる場合に完全な公平性が実質的な法的基準となり、被告が立証責任を負う」

[65] In re MFW Shareholders Litig., 67 A.3d 496, 500 (Del. Ch. 2013), aff'd sub nom. Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).

[66] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 646 (Del. 2014).

[67] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 654 (Del. 2014).

と判じた。[68] この判示はWeinberger判決に由来する完全公平性審査の適用範囲を親子会社の合併取引に限定せず、非合併型の自己取引にも及ぶと読むことができる。[69] そして、Kahn v. MFW判決の後、Bainbridgeの考察によれば、デラウェア州衡平裁判所は数多くの判例を通じて当該判決の適用範囲を親子会社の合併から支配的株主によるほかの種類の利益相反取引まで拡張したと考案されている。[70] もっとも、Match Group 事件の判決において、デラウェア州最高裁判所はKahn v. MFW判決の適用範囲をフリーズアウト合併に限定せず、支配的株主による非比例的利益の配分が伴う利益相反取引であれば、完全な公平性審査が推定的に適用されることを明確化した。[71]

しかしながら、Kahn v. MFW判決から見れば、州最高裁は「支配的株主とその子会社間の合併に関する審査基準はどのようなものとすべきか」[72]、「完全な公平性基準が支配者による合併の場面に利害関係のない取締役会と株主の承認という二重の法定保護措置の代替措置として適用される」[73]と繰り返して強調し、同判決は非公開化合併に限定して判じられたものであると読める。学説上に、Kahn v. MFW判決は非公開化合併において支配的株主の特有の不当インセンティブとこれにより助長された無益な訴訟を是正するための特別な仕組みであり、同判決のルールを支配的株主と会社との間のあらゆる取引に適用させることがそもそも想定されていないため、同判決を非公開化合併に限定して適用すべきと主張されている。[74] Kahn v. MFW判決の適用範囲について、2025年に

---

[68] Kahn v. Tremont Corp., 694 A.2d 422, 428 (Del. 1997).

[69] 学説上に、それに関する考察について：Greco RB, "A Corporate Governance Solution to the Inefficiencies of Entire Fairness" (2024) 79 The Business Lawyer 993 at 998-999.

[70] Bainbridge, n 5 at 584, n.324.

[71] In re Match Group, Inc. Derivative Litig., 315 A.3d 446, 451-52 (Del. 2024).

[72] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 642 (Del. 2014).

[73] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 644 (Del. 2014).

[74] Hamermesh LA, Jacobs JB and Strine LEJr, "Optimizing the World's Leading Corporate Law: A Twenty-Year Retrospective and Look Ahead" (2022) 77 Bus. Law. 321 at 339.

DGCL第144条の改正は学説と類似する立場を取っていた。続いては、2025年DGCL改正の背景と改正内容を考察する。

## 三、2025年 DGCL 改正の背景と改正内容

### （一）DGCL の2025年改正の背景

既述した通り、米国においてエージェンシー理論を中心とする会社法理論は支配的株主が存在する場合に支配権の取得を私的利益の追求と結び付け、横のエージェンシー問題を決まり文句とするほど強調し、長い間に支配的株主の存在を消極的に見ることが多い。特に、近年、デラウェア州の一連の判例は裁判所が支配的株主を有する会社の行動に対して常に懐疑的な態度を呈している。[75]

2025年DGCL改正前に、DGCLにおいて支配的株主に関する一般的な定義条項が設けられていなかったが、判例法では50％超の議決権を基準とする出資・形式基準と実質的な支配力に基づく支配力・実質基準が採用され、特にこの支配力・実質基準の下で支配的株主に該当するかに関する判断は裁判所の裁量に委ねられていた。[76] 一方、デラウェア州法の下では、一旦支配的株主として認定されると、少数株主に対して信認義務を負うこととなり、利益相反取引等について支配的株主が信認義務責任を免れるために当該取引が完全に公正であると立証しなければならないという厳格な司法審査基準が適用される。[77] このような制度の下では、50％未満の議決権を有する株主が支配的株主と認定されやすくなるほど、当該株主に対する重い責任の追及も容易になる。

もっとも、近年、上述の制度は拡張傾向にある。DGCL第144条の2025年改正に先立ち、デラウェア判例法において支配的株主の認定範囲及びその信認義務責任法理の適用範囲が拡張してきたと指摘されている。具

---

[75] Fisch JE and Solomon SD, “Control and Its Discontents” (2025) 173 U. Pa. L. Rev. 641 at 641-646; Bainbridge, n 5 at 534.

[76] 本稿の三、（二）の1を参照。

[77] Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., 535 A.2d 1334, 1344 (Del. 1987). また、本稿の二を参照。

体的に言えば、判例法上の拡張は以下の三つの側面に現れている。第一に、50％超の議決権保有の有無という形式的判断基準と異なり、50％未満の議決権保有の場合に裁判所が支配権の有無を判断するにあたっては実質的な支配力に照らしてケースバイケースで柔軟に判断を行うようになった。第二に、厳格な司法審査を要する「支配的株主に関わる取引」の範囲が従来の締め出し合併取引から支配的株主に関わる広範な取引へと拡張され、支配的株主がそのような取引において非按分的利益を受けるならば支配的株主の信認義務責任が適用するようになった。第三に、MFW判決に確立された手続的要件が締め出し合併取引を超えて支配的株主が関わる一般取引にも拡張適用されるようになった（いわゆる「MFW creep」）。[78]

上述した判例法上の拡張傾向に対し、実務界は強い懸念を示した。その象徴として当時大きな注目を集めたのがTornetta v. Musk事件である。2024年にTornetta v. Musk判決においては、Muskがテスラ社の21.9％の株式を有するものの、同氏が「スーパースターCEO」として会社に対する強い影響力を有することを理由として少なくとも本件報酬プランの承認に関してテスラ社を実質的に支配している支配的株主であると裁判所は認定した。それに、裁判所はMuskの高額な報酬プランが支配的株主による利益相反取引に該当するため、Muskが当該取引が完全に公正であると立証する責任を負うが、Muskがこの完全な公正性に関する立証ができなかったことを理由として当該報酬プランが無効であると判じた。[79] その後、2024年6月に、前述の無効とされていたMuskに対する高額な報酬プランに関する事後承認が株主総会において約77％の賛成投票をもって決議されていた。[80] そして、テスラ社は報酬プランを

[78] Fisch JE and Davidoff Solomon S, “Contract Rights and Control” (2025) U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 25-04, 27 University of Pennsylvania Journal of Business Law, Volume 27 (2026), European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 844/2025 at 109-113, available at https://papers.ssrn.com/abstract=5218520.

[79] Tornetta v. Musk, 310 A.3d 430, 445-446, 497-513, 544-548 (Del. Ch. 2024). Tornetta v. Musk, 326 A.3d 1203, 1212 (Del. Ch. 2024).

[80] Tesla, Inc., Current Report (Form 8-K) (June 13, 2024), https://www.sec.

事後承認した当該決議をもって衡平裁判所にTornetta v. Musk判決を覆すことを申請したが、結局裁判所は審理手続きの制約等を理由に申請を却下し前判決を維持していた。[81] こうした一連の判断は企業実務に衝撃を与えた。その影響を受けて、デラウェア州に登記されている会社が同州から撤退するという“DExit”の動きが現れている。[82]

以上を背景として、デラウェア州議会は2025年2月に法改正案（Senate Bill 21、「S.B. 21」）を提出し、2025年3月25日にDGCL第144条を含む一連の条文を改正した。[83] 続いて、DGCL第144条の2025年改正の内容について考察を行う。

### （二）DGCL 第144条の2025年改正

#### 1、「支配的株主」の定義に関する改正

1）2025年法改正前における支配的株主の定義

米国の公開会社にとって優位性のあるデラウェア州においては、DGCLは2025年に改正される前に、第144条に支配的株主の定義が設けられていなかったが[84]、第203(c)(4)条は会社の発行済み議決権株式の20％以上を有する者が会社に対する支配権を有すると推定されると定義している[85]。しかしながら、第203(c)条の条文の冒頭にはその定義が「本

---

gov/Archives/edgar/data/1318605/000110465924071439/tm2413800d31_8k.htm viewed 30 May 2026.

[81] Tornetta v. Musk, 326 A.3d 1203, 1212 (Del. Ch. 2024), judgment entered, (Del. Ch. 2024).

[82] Bainbridge SM, “DExit Drivers: Is Delaware’s Dominance Threatened?” (2024) at 823-827, available at https://papers.ssrn.com/abstract=4909689; Jetley G and Mulford N, “DExit: Reincorporation Data Seem to Support the Hype”, https://corpgov.law.harvard.edu/2025/09/23/dexit-reincorporation-data-seem-to-support-the-hype/ viewed 3 December 2025.

[83] S.B. 21, 153rd Gen. Assemb. § 1 (Del. 2025), S.S. 1 for S.B. 21, 153rd Gen. Assemb., § 1 (Del. 2025).

[84] Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (effective Aug. 1, 2010 – Mar. 24, 2025).

[85] *1995 Del SB 175* (Unreported, Enacted, June 23, 1995). Del. Code Ann. tit. 8, § 203(c)(4)(2024). see also *id.* (same text in effect in 2024 and unchanged through 2025).

条のみに適用する」と限定されること及び同条文が企業買収の規制を目的としていることなどの要素[86]から考えれば、同条における20％の支配基準は限定性があると考える。

一方、従来からの判例法においては出資・形式基準と支配力・実質基準の両方から構成されるテストによって行われる。具体的に言えば、株主が①会社の議決権の50％超を有している場合、または②50％未満の議決権をしか所有していないものの、会社の事業運営に対する実質的な支配を行使している場合のいずれかを満たせば、会社に対する支配権を有するとされている。[87] もっとも、事実上の支配の有無をめぐる判断については、近年のデラウェア州裁判所において、支配的株主による自己取引に対する司法上の警戒感を背景として、支配的株主の概念を拡張する傾向が見られる。すなわち、裁判所は議決権の割合それ自体にとどまらず、議決権以外の支配に関する要素（例えば支配を実現し得る潜在的能力やスーパースターCEOの影響力など）を強調することで、過半数以上の議決権を有しない者についても支配権の所有を認定しうる方向へと展開してきた。[88] 従来の判例では、過半数以上の議決権を有する場合がもちろん過半数の議決権を有しないものの会社の行動や意思決定に対して「実質的な支配と統制」を及ぼしている者も支配権を有するという過去から堅持されていた「実際の支配と統制」の基準は[89]、実際の支配が存在しないものの株主が会社を支配したがるならば「株式の議決権と管理的権限の組み合わせを有している」ことを通じて会社に対する支配を

---

[86] Del. Code Ann. tit. 8, §203(2025) “Business combinations with interested stockholders”, §203(c)“As used in this section only”. これに関する判例の解釈について、Amadeus Glob. Travel Distribution, S.A. v. Orbitz, LLC, 302 F. Supp. 2d 329, 335 (D. Del. 2004).

[87] In re KKR Fin. Holdings, LLC S'holder Litig., 101 A.3d 980, 991 (Del. Ch. 2014) (citing Kahn v. Lynch Commc'n Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1113-14 (Del. 1994)). In re Crimson Expl. Inc.Stockholder Litig., No. CIV.A. 8541-VCP, 2014 WL 5449419, at *10 (Del. Ch. Oct. 24, 2014).

[88] Bainbridge, n 5 at 536-542.

[89] Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp., Del.Supr., 569 A.2d 53, 70 (1989).

実現しうる場合に支配権が存在するという「望めば支配できる」の基準へ[90]、さらに「スーパースター CEO」としての地位や影響力を支配権の存在を基礎づける中核的な根拠とする広範的な基準[91]へと進展してきた。

特に実質基準に関して、ここでの議論と関連する問題としては、過半数に至らない一定の割合の議決権を有する場合に当該割合の議決権が支配権の存否に関する判断においてはどのような影響力を有するかということである。判例法上に、裁判所は支配権の存否を判断する際に所有される議決権が考慮される複数の要素の単なる一つに過ぎないし[92]、50％により近い比率によって支配権を有すると認定される可能性が実質高まると示されていないと強調していた。[93] にもかかわらず、過半数の議決権を有しない少数株主が支配権を有するかを判じる諸判例に対する考察に基づいてみれば、議決権付き株式の35％以上を有する株主が存在する19件の事例のうち、そのような株主が支配的株主と認定されていたのが13件で、約68％を占めている。一方、議決権の所有比率が35％未満と25％以上35％未満のそれぞれ18件と 6 件の事例をサンプルとする調査結果によれば、そのような少数株主が支配的株主と認定されていた件数がただ約33％を占めるに過ぎない。つまり、議決権付き株式の35％以下を有する株主と比べて、35％以上を有する株主は支配的株主と認定される率が 2 倍以上高いであった。[94]

---

[90] In re Cysive, Inc. S'holders Litig., 836 A.2d 531, 553 (Del. Ch. 2003).

[91] Tornetta v. Musk, 310 A.3d 430, 445-46, 506-08, 511 (Del. Ch. 2024).

[92] In re GGP, Inc. Stockholder Litig., No. CV 2018-0267-JRS, 2021 WL 2102326, at *21 (Del. Ch. May 25, 2021), aff'd in part, rev'd in part and remanded, 282 A.3d 37 (Del. 2022).

[93] Voigt v. Metcalf, No. CV 2018-0828-JTL, 2020 WL 614999, at *17 (Del. Ch. Feb. 10, 2020). In re Crimson Expl. Inc.Stockholder Litig., No. CIV.A. 8541-VCP, 2014 WL 5449419, at *10 (Del. Ch. Oct. 24, 2014).

[94] Chuff CB, Cline JJ, Greenberg MM and Bartholomew TB, *Controlling Stockholder or Member Status under Delaware Law — A Table of Key Decisions* (2021) at 3-4, accompanying table, available at: https://www.americanbar.org/groups/litigation/resources/newsletters/business-torts-unfair-competition/controlling-stockholder-member-status-delaware-law, or https://www.troutman.com/wp-content/uploads/2025/03/chuff-et-al.pdf

2）「支配的株主」の定義条項の新設

DGCLの2025年改正で、「支配的株主」の定義条項が新しく設けられていた。同条文の定めからすると、従来からの判例法上に過半数議決権の形式基準と実際に支配力を有するという実質基準のアプローチが維持されているように見えるが、「支配的株主」は以下のように三分法をもって定義されている。

支配的株主というのは、その者の関連会社および関係者とともに、a. 取締役の選任又は取締役会におけるすべての取締役が有する総投票権数の過半数を有する取締役の選任について会社の発行済みで議決権を有する株式の過半数議決権を所有または支配する者、b. 契約等により自己の裁量で選定した候補者を取締役会構成員の過半数又は取締役会における全ての取締役が有する総投票権の過半数を行使できる取締役として選任させる権利を有する者、若しくは c. 取締役の選任又は取締役会におけるすべての取締役が有する総投票権数の過半数を有する取締役の選任について会社の発行済みで議決権を有する株式の総議決権の三分の一以上を有し、かつ会社に対する経営権を有することにより上記 a. と機能的に同等的な権限を有する者を指す。[95]

そして、改正後の第144条において、「支配的株主」のほかに、「支配グループ」の定義も設けている。「支配グループ」というのは、支配的株主ではない 2 人以上の間に契約や合意を通じて支配的株主を構成したグループである。[96]

もっとも、いかなる者も、改正後の第144条(e)(2)の基準を満たさない限り、支配的株主とはみなされないとも規定されている。[97]

それで、従来から過半数議決権に基づく支配的株主という形式基準が維持されている同時に、実質基準の下での支配的株主は株主契約等に定める株主権利の行使を通じて取締役会の構成を支配できる者と三分の一以上の議決権を有しかつ会社に対する経営権を有する者に限定され、そ

---

viewed 30 May 2026.

[95] Del. Code Ann. tit. 8, § 144(e)(2)(2025).

[96] Del. Code Ann. tit. 8, § 144(e)(1)(2025).

[97] Del. Code Ann. tit. 8, § 144(d)(4)(2025).

のｂとｃに該当しない株主が以前に支配的株主と認定されうるが、現在の定義条項の下では支配的株主と認定できなくなるように読める。

### 2、取締役・役員と会社との利害関係取引について

1）2025年改正前のDGCL第144条

伝統的に、コモンローにおいては取締役・役員と会社との利害関係取引が無効であると取り扱われていた。[98] 2025年に改正される前のDGCL第144条は取締役及び役員との利害関係を有する特定の取引の効力性に関してセーフハーバー保護を提供する規定である。改正前の第144条によれば、同条の適用範囲は取締役・役員と会社との取引、及び取締役・役員と利害関係を有する組織と会社との取引に限定され、支配的株主と会社との取引が含まれていなかった。[99] そして、この二つの類型の利害関係取引のいずれかに該当する取引について、①取締役会又は委員会が取締役・役員による十分な情報開示に基づいて利害関係のない取締役の過半数の賛成投票をもって当該取引を誠実に承認した、又は②議決権を有する株主が取締役・役員による十分な情報開示に基づいて議決権の行使をもって当該取引を誠実に承認した、又は③当該取引が取締役会・委員会又は株主によって承認された時点において会社にとって公正であったという三つの条件のいずれかを満たした場合、単に利害関係取引に該当することを理由にして当該取引を無効にすることはできない。[100] 改正前の第144条の立法目的は同条のセーフハーバー条件を満たす利害関係取引の効力性をコモンローに基づく当然無効性からカーブアウトするためだけで、同条のセーフハーバー条件を満たす利害関係取引が有効となるわけでもなく、単に取締役・役員の利害関係のみを理由として当該取引を無効とすることを防止するためであって[101]、当該利害関係取引に関

---

[98] Rohrbacher B, Zeberkiewicz JM and Uebler TA, “Finding Safe Harbor: Clarifying the Limited Application of Section 144” (2008) 33 Del. J. Corp. L. 719 at 719,722-724. In re Cox Commun., Inc. Shareholders Litig., 879 A.2d 604, 614-15 (Del. Ch. 2005).

[99] Del. Code Ann. tit. 8, § 144(a)(2024).

[100] Del. Code Ann. tit. 8, § 144(a)(1)(2)(3)(2024).

[101] Rohrbacher et al, n 98 at 719-720,734-736. Benihana of Tokyo, Inc. v.

して取締役・役員の信認義務責任を免除するものでもない。利害関係取引に関する取締役・役員の信認義務責任の有無はコモンロー上の司法審査によって判断される。[102] つまり、取締役・役員による利害関係取引は改正前の第144条に定めるセーフハーバー条件を満たした場合、その利害関係だけで無効とはならず、当該取引に関する取締役・役員の信認義務責任はコモンローに基づいて判断されることとなり、同条がこれに関してそれ以上関与しない。一方、当該取引が同条のセーフハーバー条件を満たしていない場合、取引が無効であるや否や及び取締役・役員の信認義務責任の有無は両方もコモンローに基づいて判断されることとなる。[103]

2）2025年改正後のDGCL第144条

上述した通り、改正前の第144条は取締役・役員と会社との利害関係取引の効力性に関してセーフハーバーを提供する規定であり、取締役・役員の信認義務責任についてセーフハーバーを提供する規定ではない。しかしながら、改正後の第144条(a)によると、そのような利害関係取引はセーフハーバー条件を満たした場合、取締役・役員の損害賠償等の責任が生じないとされている。[104]

**3、支配的株主による利害関係取引について**

既述した通り、2025年改正前のDGCL第144条は支配的株主と会社との利害関係取引を取り扱う規定ではなかったが、2025年改正後の第144条は支配的株主による非公開化取引とそれ以外の支配的株主による利害関係取引とを分けて、それぞれのセーフハーバー条件を設けるようになっている。

---

Benihana, Inc., 891 A.2d 150, 185 (Del. Ch. 2005), aff'd, 906 A.2d 114 (Del. 2006).

[102] In re Cox Commun., Inc. Shareholders Litig., 879 A.2d 604, 614-615 (Del. Ch. 2005).

[103] Rohrbacher et al, n 98 at 721.

[104] Del. Code Ann. tit. 8, § 144(a)(2025).

まず、支配的株主による利害関係取引（非公開化取引を除く）については、①取締役会が明示的に当該取引を交渉（又は交渉を監視監督）すると拒否する権限を授権した特別委員会のすべての構成員に対して当該取引に関する重要な事実が開示され、取締役会により当該取引について利害関係のない取締役であると判断された２名以上の取締役から構成される当該特別委員会に在任する利害関係のない取締役の過半数によって誠実かつ重過失なく承認された場合、又は②当該取引が利害関係のない株主による承認又は追認を条件としており、かつ、利害関係のない株主が強制を受けずに十分な情報に基づいて投じた議決権の過半数により追認または承認した場合、又は③当該取引が会社と株主によって公正である場合という三つの条件のいずれかを満たしたならば、支配的株主や取締役・役員等による信認義務違反を理由とする衡平法上の救済や損害賠償責任が生じないとされている。[105]

そして、支配的株主による非公開化取引については、上記の①及び②を同時に満たした場合、又は③だけを満たした場合、いずれの場合においても、支配的株主や取締役・役員等による信認義務違反を理由とする衡平法上の救済や損害賠償責任が生じないと規定されている。[106]

改正後の第144条(b)(c)の規定を前述の判例法の立場と比べて見れば、支配的株主による利害関係取引（非公開化取引を除く）については、改正後の第144条(b)は判例法における「①又は②」のアプローチ、Hamermesh等の学説と類似する立場を取っていると同時に[107]、条文解釈の柔軟性を確保するためのキャッチオール条項規定も設けている。支配的株主による非公開化取引については、改正後の第144条(c)はKahn v. MFW判決における「①及び②」のアプローチと相当する立場を取るうえで、キャッチオール条項規定も設けている。

そして、Kahn v. MFW判決はその「①及び②」のアプローチに関し

[105] Del. Code Ann. tit. 8, § 144(b)(2025).

[106] Del. Code Ann. tit. 8, § 144(c)(2025).

[107] S.B. 21, 153rd Gen. Assemb. § 1 (Del. 2025), S.S. 1 for S.B. 21, 153rd Gen. Assemb., § 1 (Del. 2025). Hamermesh 等の見解に関しては、前掲注74及び本文を参照。

て「①及び②」の措置が合併取引提案の最初から採用されていなければならないという「ab initio要件」も要求しているが[108]、改正後の第144条(c)はこのような「ab initio要件」を設けていない。「ab initio要件」が課されないならば、支配的株主はその「①及び②」の措置を採用する前に、実質的な交渉を行うことが可能となる。[109] そのほか、Match Group判決において、州最高裁は取締役会における特別委員会のすべてのメンバーが独立取締役でなければならないと求めている。[110] 改正後の第144条は2名以上の独立取締役（厳密には「利害関係のない取締役」）から構成される特別委員会による関連者取引の承認において独立取締役の過半数の賛成を必要としている。[111]

さらに、支配的株主又は支配グループの構成員である者は、「a. 会社または他の株主に対する忠実義務違反、b. 誠実に基づかない作為または不作為あるいは故意の不正行為または故意の法律違反を伴う作為または不作為、c. 不正な個人的利益を得たいかなる取引」という三つの場合を除き、単にその支配的な地位を理由として会社またはその株主に対して信認義務違反による金銭的損害賠償の責任を負うことはないとされている。[112]

また、上述の判例法の発展から見れば、支配的株主による利益相反取引において独立取締役からなる特別委員会の設置は支配的株主が信認義

---

[108] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 644 (Del. 2014).「ab initio要件」の趣旨は、「支配的株主に対し、実質的な経済条件に関する交渉が開始される前に、自らの支配力を行使して交渉結果を左右し得る地位を放棄・制限させること、及び支配的株主及び特別委員会の双方が保護措置による規律の下で交渉することを求める点にある」Flood v. Synutra Intl., Inc., 195 A.3d 754, 763 (Del. 2018).

[109] Bainbridge, n 5 at 599-600.

[110] In re Match Group, Inc. Derivative Litig., 315 A.3d 446, 452 (Del. 2024).

[111] Del. Code Ann. tit. 8, § 144(b)(1), (c)(1)(2025); S.S. 1 for S.B. 21, 153rd Gen. Assemb., Synopsis to § 1 (Del. 2025). 当初提出されたS.B. 21の下では、特別委員会の過半数のメンバーが独立取締役であると求めていたが、S.S.1はその要求を高めた。

[112] Del. Code Ann. tit. 8, § 144(d)(5)(2025).

務責任を免れることを可能とする条件の一つに過ぎない。つまり、特別委員会の設置は最善慣行（best practice）であるが、法によって義務付けられていることではない。[113]

## 四、支配的株主規制の検討——米国法の議論と示唆

### （一）支配的株主を規制する方向性

日本法において、支配株主に対する責任規制の立法論は1980年代から検討され続けてきて、数多くの成果ができあがった。[114] 一方、日本法においては、支配株主に対する責任規制はまだ設けられていない。学説上に従来からは、親会社と子会社の取締役の共同不法行為に基づく取締役責任の拡張論、支配株主を会社の事実上の取締役として取締役の責任規制を支配株主に類推適用させると主張する事実上の取締役説、ドイツ法を参考にした株主の誠実義務説及びアメリカ法を参考にした支配株主の信認義務説などの諸説が提唱されている。[115]

もっとも、平成26年の会社法改正で支配株主たる親会社が子会社との利益相反取引によって子会社に損害を与えた場合における親会社の損害賠償責任を定める「親会社等の責任」規定が「会社法制の見直しに関する中間試案」に提案されていたが[116]、経済界からの多数の反対意見で、結局その規定が法にならなかった。[117] 経済界の反対意見の一つとしては日本において支配株主たる親会社による子会社と少数株主の利益への侵害という支配株主問題を立法事実の前提とすることに関して疑問がある

---

[113] In re Tesla Motors, Inc. Stockholder Litig., 298 A.3d 667, 709 (Del. 2023).

[114] 例えば、高橋英治，『企業結合法制の将来像』（中央経済社，2008）；江頭憲治郎，『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣，1995）；舩津浩司，『「グループ経営」の義務と責任』（商事法務，2010）。

[115] 舩津，前掲注114、83-91頁。

[116] 法務省法制審議会会社法制部会「部会資料23 親子会社に関する規律に関する残された論点の検討」（第20回会議、平成24年５月16日）５－７頁、https://www.moj.go.jp/content/000098296.pdf（2025年１月13日最終閲覧）。

[117] 法務省法制審議会会社法制部会「第23回会議（平成24年７月18日開催）」https://www.moj.go.jp/shingi1/shingi04900145.html（2025年１月13日最終閲覧）。

ことである。[118] すなわち、日本においては、支配的株主に対する会社法上の責任規制を設けるべきかについては、なお見解が分かれている。

本稿で考察してきたデラウェア州会社法の展開は日本法に対して直ちに支配的株主の信認義務責任を導入すべきことを示すものではない。現在の段階では、デラウェア州判例法の発展とDGCL第144条の改正から得られる支配的株主の規制の方向性に関する示唆として、むしろ重要なのは支配的株主の存在が少数株主の利益の侵害という危険を伴う一方で、常に少数株主利益を害するものとしてのみ把握されるべきではなく、支配的株主に対する責任規制も一方的に強化すれば足りるものではないという点である。

実際に、伝統的に株式会社の所有分散と経営者支配によって特徴づけられる米国の分散所有構造と異なり[119]、日本を含む東アジアの法域においては、支配的株主又は大株主が存在する所有集中型の上場会社が数多

---

[118] 経済界の反対意見のもう一つとしては企業グループにおいて支配株主たる親会社と子会社の間に子会社の経営はグループの「全体の最適」のために行われるべきという点である。朱大明・行岡睦彦,「控制股東濫用影響力的法律規制——以中日公司法的比較為視角」(2019) 13 清華法学 68, 80-82頁。

[119] 米国では、19世紀末から20世紀初頭にかけて株式の分散所有の基盤が形成され、1930年代以降、ピラミッド型企業グループに対する規制や法人間配当課税の強化等を通じて所有集中の解体が進んだ。その結果、1960年代には、分散所有の下で経営者が実質的支配を担う「経営者資本主義」が米国大企業の主流的な構造となった。John C. Coffee "Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between 'Lumpers' and 'Splitters'" (2010) Columbia Law and Economics Working Paper No. 363, ECGI - Law Working Paper No. 144/2010 at 24-25, available at https://ssrn.com/abstract=1532922. Kandel E, Kosenko K, Morck R and Yafeh Y, "The Great Pyramids of America: A Revised History of U.S. Business Groups, Corporate Ownership, and Regulation, 1926-1950" (2019) 40 Strategic Management Journal 781 at 783-784. Larner RJ, *Management Control and the Large Corporation* (Dunellen, New York, NY, 1970) pp 16-17. Larner RJ, "Ownership and Control in the 200 Largest Nonfinancial Corporations, 1929 and 1963" (1966) 56 The American Economic Review 777 at 786-787.

くある。[120] もっとも、支配的株主の存在は直ちに少数株主利益の侵害の実在性を意味するものではない。支配的株主が長期的な企業価値の向上に関心を有し、経営陣に対する継続的な監督を行う場合には、企業価値に積極的な影響を及ぼすことができるため、支配的株主及び少数株主の双方がその利益を享受し得る。[121]

他方で、支配的株主の存在が少数株主の利益を侵害する危険を内包することも否定できない。近年、日本においては、上場会社において支配的株主と少数株主との間に構造的な利益相反が生じ得ることが改めて問題視されている。東京証券取引所も支配株主又は実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社について少数株主保護が適切に機能していないと考えられる事例が散見されることを指摘している。[122] ゆえに、支配的株主規制の方向性としては、私的利益の追求を抑止しつつ、支配的株主の監督機能や長期的経営機能を過度に萎縮させないように設計すべきと考えられる。

もっとも、この課題は会社法上の責任法理、証券取引所規則、コーポレートガバナンス・コード、情報開示規制、独立取締役及び特別委員会

---

[120] van Essen M, van Oosterhout JH and Carney M, “Corporate Boards and the Performance of Asian Firms: A Meta-Analysis” (2012) 29 Asia Pac J Manag 873 at 873,876-877.

[121] van Essen et al, n 120 at 877; Heugens PPMAR, van Essen M and (Hans) van Oosterhout J, “Meta-Analyzing Ownership Concentration and Firm Performance in Asia: Towards a More Fine-Grained Understanding” (2009) 26 Asia Pac J Manag 481 at 481,506; Kang HC, Anderson RM, Eom KS and Kang SK, “Controlling Shareholders’ Value, Long-Run Firm Value and Short-Term Performance” (2017) 43 Journal of Corporate Finance 340 at 340-353; Hu Y and Izumida S, “Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data” (2008) 16 Corporate Governance: An International Review 342 at 342-358.

[122] 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・株式会社東京証券取引所，「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」（2020年９月１日）４－５頁，https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004x9ug.pdf（2025年３月２日最終閲覧）。

制度など多様な制度領域に関わるものであり、本稿においては主として以下の二つの問題に集中して議論する。第一に、2025年改正後のDGCL第144条における支配的株主の定義規定をめぐる米国法上の学説上の議論を素材として、誰を支配的株主として定義すべきかを議論する。第二に、日本会社法上、支配的株主に対する責任規制がなお明文化されていないことを踏まえ、証券取引所規則やコーポレートガバナンス・コードなどを介したソフトローに基づく規律、とりわけ独立取締役及び特別委員会を通じた少数株主保護の在り方を検討する。

### （二）誰を支配的株主として定義すべきか

理論上に会社に対する支配権は出資・形式基準に基づく支配と支配力・実質基準に基づく支配にも分けられている。[123]

まず、出資・形式基準の下では、持ち株による議決権の所有だけに頼って会社に対して支配権を維持することを必要とする議決権の割合を満たせば支配権を有するとされている。伝統的には資本多数決の原則の下で直接又は間接的に過半数以上の出資を行えば支配権を有するとされているが[124]、一株一議決権原則からの乖離が認められるようになるに伴い、過半数以上の議決権を有することで支配権を有することとなる。[125]

そして、事実上の支配は一定割合の持ち株や経営への参与又は重要な外部環境の整備などを通じて戦略的地位の確保によって確立される支配であり、少数の持株による支配（例えば少数株主の委任状勧誘による支配力の取得）と経営者による支配を含む。[126] 支配力・実質基準の下では、

---

[123] 朱大明，「支配株主の範囲とそれに応じる規制の構築」96（1）『法學研究：法律・政治・社会』433，439-440頁（2023年）。

[124] 朱，前掲注123，440頁。

[125] American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*（Amer Law Inst, St. Paul, Minn.: American Law Institute Publ, 1994）p 141.10(a)．株主が自ら直接的に過半数以上の議決権を有する場合はもちろん、持ち株会社等を通じて過半数以上の議決権を間接的に有する場合も支配権を有すると考えられる。また、支配権に必要な議決権の割合は30％以上と設定する立場もある。後掲注148と149を参照。

[126] Berle AA and Means GC, *The Modern Corporation and Private Property*

支配権の存在を立証するには会社の行動を実質的に支配していると証明しなければならない。[127]

2025年改正の前に、判例法上に50％超の議決権を有する者と50％未満の議決権を有しかつ会社の事業運営に対する実質的な支配を行使できる者は支配的株主と認定できるとされている。[128] 一方、2025年にDGCL第144条の改正において支配的株主の定義規定を新しく設けたが、解釈の問題が依然として残されている。

### 1、問題の提起：2025年改正後の DGCL 第144条に関わる解釈論の問題

2025改正後のDGCL第144条(e)(2)において、支配的株主は三つの類型に分類され、すなわち、第一に取締役選任について会社の議決権の過半数を所有又は支配する者、第二に契約その他により自己の裁量で選定した候補者を取締役会の構成員の過半数又は取締役会における議決権の過半数を有する取締役として選任させる権利（「取締役会の過半数を選任させる権利」）を有する者、第三に少なくとも三分の一以上の議決権を所有又は支配しかつ会社の業務及び事務に対して経営的支配（managerial authority）を行使し得ることにより議決権の過半数を所有又は支配する株主と機能的に同等の権限を有する者という三つのカテゴリーに限定列挙されている。[129] 従って直ちに問題となるのはこのような限定列挙は、従来の判例法上に支配的株主として認定されうる者のうちいかなる者を新たな第144条(e)(2)に定める支配的株主の定義から排除したかという点である。学説上に、DGCL第144条(e)(2)における支配的株主に関する定義の定め方は少なくとも二つの問題があると唱えられている。

第一に問題となるのは、議決権が三分の一に満たないにもかかわらず、創業者・経営者としての地位、現在あるいは過去の経営関与や経営陣と

---

(2009 10th print, Transaction Publishers, New Brunswick, N.J, 1933) pp 66-67,74-75.

[127] Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp., 569 A.2d 53, 70 (Del. 1989).

[128] 本稿の三、（二）の１の１）を参照。

[129] Del. Code Ann. tit. 8, § 144(e)(2)(2025).

の関係などの要素に基づく影響力を通じて、会社の意思決定に実質的影響を及ぼす株主（「創業者型株主」と称する）をどのように位置づけるかという点である。[130]

2025年のDGCL第144条改正の背景には、近時のデラウェア判例法において支配的株主の認定範囲及びその信認義務責任法理の適用範囲が拡張してきたこととその拡張に対する実務上の懸念があった。[131] そのような懸念の中で、とりわけ顕在化したのはMuskのように三分の一未満の議決権しか有しないにもかかわらず、創業者型株主・経営者としての地位・影響力を通じて会社を実質的に左右し得る株主を支配的株主として扱うべきかという問題であった。Tornetta v. Musk事件において創業者株主のMuskが21.9％の議決権と「スーパースター CEO」の影響力をもって争点となる報酬プランの承認に関して支配的株主として認定されていた。[132] これに対して、Oracle事件において、EllisonがOracleの創業者株主でおよそ四分の一の議決権を有し、同社のCEOを長く務めた後の現在においてCTOとして依然に強い影響力を有しているにもかかわらず、裁判所はEllisonがOracle又は当該合併取引を実際に支配していないと認

---

[130] Rock E and Kahan M, “What Newly Amended DGCL § 144 Says (and Does Not Say) about Controlling Stockholder Transactions”, https://corpgov.law.harvard.edu/2025/06/05/what-newly-amended-dgcl-§144-says-and-does-not-say-about-controlling-stockholder-transactions/ viewed 3 May 2026. Kahan & Rock の設例では、創業者株主が28％の持株を有し会社の取締役や役員等を務めないが、過去に会社の経営に関与したことや現経営陣との関係などを通じて、会社に対して実質的な支配力を有する。また Tornetta v. Musk 事件においては、Musk がテスラ社の21.9％の議決権を有すると同時に、「スーパースター CEO」として会社に対する絶大な影響力を有するため、少なくとも本件報酬プランの承認に関して実質的な支配権を有すると裁判所が認定していた。Tornetta v. Musk, 310 A.3d 430, 445-46 (Del. Ch. 2024). この二つの設例においては創業者株主が三分の一未満の議決権を有するが会社の経営に対して強い影響力を有している。ここでは、これらを総称して「創業者型株主」と呼ぶ。

[131] Fisch and Davidoff Solomon, n 78 at 108-113.

[132] Tornetta v. Musk, 310 A.3d 430, 445-446, 497-513 (Del. Ch. 2024).

定した。[133] このように支配的株主に該当するかに関する判断が個別事案ごとに行う枠組みは柔軟性を有する一方で、類似する事案において異なる判断をもたらし得るため、支配的株主の該当性判断についての事前予測可能性を低下させる恐れもある。したがって、2025年の第144条改正が少なくとも三分の一以上の議決権保有を支配的株主の認定要件の一つとし、より明確で予測可能な線引きを設けようとする立法的対応として位置づけられる。[134]

もっとも、改正後第144条(e)(2)の文言上、Muskのような創業者型株主は取締役会の過半数を選任させる契約上その他の権利を有しない限り、同条(e)(2)に定める支配的株主の定義を満たさないことになる。すなわち、議決権が三分の一に満たない株主はたとえ創業者としての地位、経営者としての影響力、取締役・経営陣との関係等を通じて会社の経営を事実上左右し得る場合であっても、少なくとも第144条(e)(2)の文言上は同条に定める支配的株主には該当しないことになる。前述したように、そこで問題となるのは、三分の一未満の議決権しか有しないにもかかわらず、その議決権比率と会社内外における影響力を通じて会社の経営を実質的に左右し得る創業者型株主が利益相反取引を行う場合又は行わせる場合、いかなる審査基準又は責任法理によって当該株主を規律すべきかという点である。

第二に問題となるのは、改正後第144条(e)(2)(b)が「取締役会の過半数を選任させる権利」を契約規定に基づく支配の核心的な要素とするが、株主契約において「取締役会の過半数を選任させる権利」が設けられていないとしても、株主がDGCL第122条(18)に基づいて会社の重要事項について広範な承認権、拒否権、又は直接的に経営関与権力を取得する場合にその株主をどのように位置づけるかという点である。[135]

改正後第144条(e)(2)(b)は契約規定に基づく支配を支配的株主の定義に取り込んでいるものの、その中心が「取締役会の過半数を選任させる権利」に置かれている。しかし、DGCL第122条(18)に基づく契約上

[133] In re Oracle Corp. Derivative Litig., 2023 Del. Ch. LEXIS 114, *6.

[134] Fisch and Davidoff Solomon, n 78 at 110,116.

[135] Fisch and Davidoff Solomon, n 78 at 116-122.

の支配は必ずしも取締役会の構成を支配する形をとるとは限らない。むしろ、取締役会の構成を支配しなくても、特定の会社行為を強制・禁止し、又は取締役会の裁量を実質的に左右するような権限を通じて支配を維持しうる。換言すれば、第144条(e)(2)のｂに定める契約規定に基づく支配的株主の定義は契約規定に基づく支配的株主のあらゆる類型を包含しきれないところがある。[136] したがって、このような契約上の権限を有する株主は取締役会の過半数を選任させる権利を有しない限り、第144条(e)(2)(b)に定める支配的株主の定義を満たさない。また、議決権が三分の一に満たない場合には、第144条(e)(2)(c)に定める支配的株主にも該当しないことになる。結果としては、株主契約を通じて会社の重要事項について広範な承認権、拒否権又は直接的な経営関与権を取得し、実質的には会社の意思決定を左右し得る株主が利益相反取引を行う場合、当該株主に対していかなる審査基準又は責任法理を適用すべきかが問題となる。

学説上、改正後第144条(e)(2)は従来のデラウェア判例法において採られてきた実質的支配力を支えうる諸要素を総合的に考慮してケースバイケースで支配的株主該当性を判断するアプローチを置き換えたものとして評価されている。すなわち、同条は支配的な株主の範囲について法定の線引きを設けることにより、従来の個別事案ごとに支配的株主該当性を判断するに伴う不確実性を低減しようとするものと理解される。[137] 他方、上述した三分の一未満の議決権を有する創業者型株主や「取締役会の過半数を選任させる権利」を有しないものの契約上の支配権を有する株主が利益相反取引を行う場合に当該株主に対していかなる審査基準又は責任法理を適用すべきかに関して改正後第144条がどこまで対応し得るのかは改正後の解釈論における重要問題となる。その問題に関しては、学説上に主として第一の問題点をめぐって論争が行われ、なお意見が分かれている。

---

[136] Fisch and Davidoff Solomon, n 78 at 118-120,122.

[137] Fisch and Davidoff Solomon, n 78 at 115-116.

## 2、2025年改正後の DGCL 第144条の解釈に関する学説

1）Kahan & Rockのセーフハーバー限定説

KahanとRockは改正後第144条を従来のコモン・ロー上のルールを全面的に置き換える規定ではなく、一定の要件を満たす取引に法的確実性を与えるセーフ・ハーバー規定（safe harbor provision）として理解している。そのうえで、セーフ・ハーバーはその条件を満たす場合に法的保護を与えるにとどまり、条件を満たさない場合に直ちに従来のコモン・ロー上の法理が排除されることを意味するものではないと主張している。[138]

改正後第144条(b)及び(c)は支配的株主取引（controlling stockholder transaction）が一定の要件を満たす場合に、支配的株主又は支配グループの構成員等の信認義務違反に基づく衡平法上の救済又は損害賠償の対象とならないことを定める規定である。そして、同条(e)は「本条の目的上」（for purposes of this section）、支配的株主（controlling stockholder）を定義している。さらに、同条(d)(4)は「いかなる者も、同条(e)(2)の基準を満たさない限り、支配的株主とみなされない」と定めている。

もっとも、KahanとRockの理解によれば、同条(d)(4)に用いられている「支配的株主」という用語も同条(e)において「本条の目的上」の下で定義された支配的株主を意味する。したがって、同条(d)(4)は第144条上のセーフ・ハーバーの保護対象が同条(e)(2)の法定定義を満たす者に限られることを確認する規定にとどまる。このため、第144条(e)(2)の定義はデラウェア会社法全体又はデラウェア・コモン・ロー全体における支配的株主の概念を一般的・排他的に定義するものではなく、第144条上のセーフ・ハーバーの適用対象を画するための限定的な定義規定として解される。[139]

この理解からすれば、第144条(b)及び(c)の保護は第144条(e)(2)の定

---

[138] Rock E and Kahan M, “What Newly Amended DGCL §144 Says（and Does Not Say）about Controlling Stockholder Transactions”, https://corpgov.law.harvard.edu/2025/06/05/what-newly-amended-dgcl-§144-says-and-does-not-say-about-controlling-stockholder-transactions/ viewed 3 May 2026.

[139] Rock and Kahan, n 138.

義を満たす支配的株主、すなわち法定の支配的株主（statutory controller）に限られる。第144条(e)(2)に該当しない者は同条(b)又は(c)のセーフ・ハーバーを利用できない。しかし、そのことから直ちに当該者がコモン・ロー上の支配的株主として扱われる余地が否定されるわけではない。むしろ、KahanとRockによれば、第144条は法定定義から外れるものの、事実上会社を支配している者が関与する利益相反取引については何も定めていないゆえに、そのような者に関する信認義務責任はなお従来のコモン・ローに委ねられることになる。[140]

以上の解釈からすれば、改正後第144条の下で、法定の支配的株主とコモン・ロー上の支配的株主とが区別されるようになる。前者は第144条(e)(2)の定義を満たすため、同条(b)又は(c)のセーフ・ハーバー規定によって保護されうる。これに対し、後者は同条の法定定義から外れるためセーフ・ハーバー規定を利用できないが、会社に対する実質的支配が認められる限り、従来のコモン・ロー上の支配的株主として処理される余地が残る。そのような解釈によって、Muskのような創業者型株主が第144条(e)(2)に定義される支配的株主に該当しないとしても、コモン・ロー上の支配的株主として、従来のコモン・ローにおける支配的株主の信認義務責任法理によって規制される余地が残る。しかし、そのような二分法の解釈の下では、Muskのような創業者型株主に対する規律は実質的には第144条の改正前と大きく変わらないのではないかという疑問が生じる。

2）Mirvisの包括的セーフハーバー説

MirvisはKahanとRockのセーフハーバー限定説が第144条の文言、体系及び立法目的に反するものとして批判する。Mirvisの理解によれば、改正後第144条は単に一定の法定の支配的株主にセーフハーバー保護を提供するにとどまるものではなく、支配的株主の該当性及びその責任排除について包括的な制度（「comprehensive liability exculpation scheme」）を設けるものである。したがって、第144条(e)(2)に該当しない者をなおコモン・ロー上の支配的株主として扱うKahanとRockの解釈は採り

[140] Rock and Kahan, n 138.

得ないと解される。[141] 具体的に言うと、Mirvisは以下のように反論を展開している。

第一に、Mirvisは第144条(d)(4)の文言を重視する。同条はある者が第144条(e)(2)の基準を満たさない限り、支配的株主とみなされないと規定している。Mirvisによれば、この規定は「本条の目的上」（for purposes of this section）という限定を付されておらず、むしろ支配的株主の該当性に関する一般的かつ排他的な判断基準を設けるものとして読まれるべきである。[142]

確かに、第144条(d)(4)に用いられている「支配的株主」という用語は①総括的な言葉としての支配的株主を意味するか、それとも②第144条(e)(2)に定義されている支配的株主を意味するかが明確にされていない。前述した通り、KahanとRockは当然に②の解釈し方を採用した。しかし、②の解釈し方の下では、第144条(d)(4)は単に第144条(e)(2)に定めている内容を再確認することとなるのではないかという問題が生じる。これに対し、Mirvisは②のように解すると、第144条(d)(4)は第144条(e)(2)の無意味な重複となってしまうと批判する。すなわち、条文中の各文言には独立の意味が与えられるべきであり、第144条(d)(4)は支配的株主の定義を排他的に定める規定として読むべきである。[143] この点について、Mirvisの解釈は文言解釈に加えて、条文全体の整合性を重視する体系的解釈に基づくものといえる。

第二に、MirvisはS.B. 21の立法説明を重視する。同説明は第144条を支配的株主が負う信認義務に関する包括的な責任免除制度として位置づけている。さらに、支配的株主又は支配グループに該当しない株主についてセーフハーバーが設けられていない理由はそのような株主が会社又は他の株主に対して信認義務を負わないからであると解されている。[144]

---

[141] Mirvis TN, “SB 21’s § 144 and Controlling Stockholders: Back to the Future?”, https://corpgov.law.harvard.edu/2025/11/05/sb-21s-§-144-and-controlling-stockholders-back-to-the-future/ viewed 4 May 2026.

[142] Mirvis, n 141.

[143] Mirvis, n 141.

[144] S.S. 1 for S.B. 21, 153rd Gen. Assemb., Synopsis to § 1 (Del. 2025).

Mirvisはこの立法説明を根拠として第144条が支配的株主該当性及びその責任排除について包括的な制度を設けたものと解すべきであると主張し、同条(e)(2)のほかにコモン・ロー上の支配的株主という類型を存続させる解釈は立法目的に反すると唱えている。[145]

第三に、MirvisはKahanとRockの解釈が制度上不合理な帰結をもたらすと指摘する。すなわち、三分の一以上の議決権を有し、第144条(e)(2)に該当する支配的株主は第144条(b)又は(c)のセーフハーバーを利用し得る。これに対し、三分の一未満の議決権しか有しないにもかかわらず、事実関係に基づいてコモン・ロー上の支配的株主とされる者はそのセーフハーバーの保護から排除され、かえってコモン・ロー上の完全な公平性審査などより厳格な規律に服することになる。このように、より低い持株比率の者に対してより重い規律を課す結果は第144条の体系及び予測可能性確保という目的と整合しないと批判される。[146]

第四に、Mirvisは三分の一未満の議決権を有し問題のある株主を規制するために、コモン・ロー上の支配的株主という類型を復活させる必要がないと主張する。なぜなら、そのような株主との取引については、取締役会が当該取引を承認すること自体がなお取締役の信認義務上の判断として司法審査の対象となり得るし、当該株主が取締役の信認義務違反に関与した場合には信認義務違反の幇助責任（aiding and abetting liability）によって対応する余地があるからである。ゆえに、少数株主保護のために、あえて第144条(e)(2)のほかにコモン・ロー上の支配的株主を残す必要はないとの主張である。[147]

以上からすれば、Mirvisの見解は改正後の第144条を単に一定の支配的株主にセーフハーバーを提供する限定的規定としてではなく、第144条(e)(2)を支配的株主に関する排他的定義の規定として位置づけ、その定義を満たす支配的株主又は支配グループについて、第144条(b)及び(c)によりセーフハーバー制度を設けるものと読む立場である。

---

[145] Mirvis, n 141.

[146] Mirvis, n 141.

[147] Mirvis, n 141.

### 3、小括

まず、DGCL第144条をめぐる解釈論の問題に関しては、当該改正が近年のデラウェア判例法における支配的株主の信認義務責任法理の拡張傾向に対する実務上の懸念を背景としていたことを踏まえると、Mirvisの解釈は同改正の立法目的により整合的であると言えよう。すなわち、三分の一未満の議決権しか有しないものの、創業者又は経営者として強い影響力を有する株主については、第144条(e)(2)の定義を満たさない限り、支配的株主としての信認義務責任を負わないと解することが同条による明確性及び予測可能性の確保という趣旨に合致する。もっとも、このように第144条(e)(2)を排他的定義の規定として理解する場合にも、なお問題が残る。とりわけ、DGCL第122条（18）に基づき、株主契約によって取締役会の過半数を選任させる権利を有しないまま、会社の重要事項について広範な承認権や拒否権又は直接的に経営に関与する権利を取得する株主をどのように扱うべきかはなお十分に明確されていない。したがって、Mirvisの解釈論を採るならば、このような株主は第144条(e)(2)上の支配的株主に該当せず、支配的株主としての信認義務責任も負わないことになる。それで、利益相反取引を行った場合でも第144条(b)又は(c)に定めるセーフハーバーを利用することができないことも言うまでもない。ただし、上述したように、その場合は取締役の信認義務違反の幇助責任が問題となり得る。とは言え、このような解釈論を採る場合には、なお検討すべき問題が残る。すなわち、第144条(e)(2)の定義を満たす者については、支配的株主としての信認義務責任法理によって直接に規律される一方で、同定義を満たさないものの、実質的に会社を支配する者については、取締役の信認義務違反に対する幇助責任を通じて間接的に規律されることになる。両者はいずれも会社に対する支配権を有する点で機能的に類似し得るにもかかわらず、異なるアプローチで規制される規範的意味を認めるべきか、また、その区別による実益がどこまで残されるのかはなお検討を要する課題である。

そして、支配的株主をいかに定義すべきかという問題に関しては、近時のデラウェア判例法の展開、2025年のDGCL第144条改正、及び同改正後の学説上の議論を踏まえると、改正後第144条は支配的株主の類型を明確に列挙することを通じて支配的株主の定義に明確な法定基準を導

入しようとする点で重要な意義を有する。しかしながら、中国大陸[148]や香港法[149]における支配的株主の定義の範囲と比べれば、第144条(e)(2)に定める支配的株主の範囲は相対的に限定的であると見える。近年のデラウェア判例法における支配的株主の信認義務責任法理の拡張適用及びそれに対する実務上の懸念に対応するために第144条(e)(2)の定義規定を新しく設けたことからすれば、同条は支配的株主の定義を過度に広く設けることを抑制しようとする性格を有すると考えられる。そのため、改正後第144条(e)(2)における支配的株主の定義は明確性と予測可能性を高める一方で、実質的支配を包含する柔軟性を低下させるおそれも伴う。ゆえに、同条における支配的株主の定義は判例法上の拡張傾向及びそれに伴う実務上の懸念に対応するために設けられた政策的な線引きとして理解することができるだろう。もっとも、そのような政策的線引きが少数株主保護と取引の予測可能性との均衡という観点からどこまで妥当であるかはなお今後の運用を通じて検証されるべき問題である。特に、同条の定義から外れるものの、契約上の権利又は事実上の影響力を通じて会社を実質的に支配し得る者をどのように処理するかについては、今後のデラウェア裁判所の判断及び学説上の議論を注視する必要がある。

### （三）支配的株主規制における独立取締役の役割

#### 1、問題の提起

デラウェア州会社法の新展開から得られるもう一つの示唆は支配的株主に対する責任規制は利益相反取引を単なる事後的責任追及の問題とし

---

148 中国会社法（2023年改正）第265条. また、上場会社買収管理規則（2025年改正）（中国証券監督管理委員会令第227号）の第84条において、投資家は、①50％超の持株を有すること、②30％超の議決権を実質的に支配できること、③議決権を実質的に支配することにより会社の取締役会の過半数のメンバーの選任を決定できること、④実質的に支配できる議決権に基づいて株主総会の決議に重大な影響を及ぼしうること、⑤CSRCが認めるその他の場合のいずれかを満たせば、支配権を有するとされている。

149 Companies Ordinance（Cap. 622）of Hong Kong, Schedule 1 Parent Undertakings and Subsidiary Undertakings, 2 Parent undertaking,(1),(2),(3). HKEX, Main Board Listing Rules, Rule 1.01, 19A.14.

てではなく、取引決定の独立性や少数株主の承認又は情報開示など複数の法的メカニズムを総合的に機能させることも重要であるという点である。とりわけ、日本会社法上に支配的株主に対する責任規制がまだ明文化されていないことを踏まえると、直ちに支配的株主の信認義務責任の法理を導入するのではなく、証券取引所規則やコーポレートガバナンス・コードなどを介するソフトローに基づく規律の役割を一層重視すべきと考えられる。

実際、近年の日本においても、支配的株主に対する規制はこの方向での検討が進みつつある。東京証券取引所は上場会社において支配的株主と少数株主との間に構造的利益相反が生じ得ることを踏まえ、2020年に「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」を設置し、支配的株主を有する上場会社における情報開示の強化、少数株主保護の枠組み、ガバナンスの向上、規律対象の範囲等について検討を行ってきた。[150] これは会社法上の明文責任規定を設けることなく、上場規則・ソフトローを通じて、支配的株主に関わる取引に対する事前的・構造的な監督を確保しようとするものと理解することができる。[151]

ここでは、証券取引所による独立取締役の要求がとりわけ重要な意味を持つ。支配的株主に関わる取引の監督を実効化するためには、独立取締役の人数や形式的独立性のみならず、その選任過程において少数株主の利益がどのように反映されるかを検討する必要がある。この問題は米国だけでなく日本法においても共通する課題である。

### 2、証券取引所による独立取締役の要求

従来、独立取締役が取締役会の監視監督機能を向上させるには不可欠な役割を果たすことができると期待され、独立取締役からなる取締役会

---

[150] 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・株式会社東京証券取引所，「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」（2020年９月１日），https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004x9ug.pdf（2025年３月２日最終閲覧）

[151] 例えば、東京証券取引所『コーポレートガバナンス・コード』（2021年６月11日）補充原則４－８③。その内容については、後掲注165および本文を参照。

は株主の利益を保護するための重要な措置として位置付けられている。現代会社法の発展に大いに貢献してきた数多くの法制改革も取締役の独立性を強化する方向で行われてきたのである。[152]

1970年代のPenn Central Railroad倒産などの事件は助言型取締役会から監督型取締役会への再概念化を推進した。[153] そして、2000年代のEnronなどの事件において取締役会の無機能化が注目され、それをきっかけに取締役の独立性の強化が益々重視されるようになってきた。[154] 特に、取締役会の組織内における委員会の設置と取締役の独立性について、2002年のサーベインズ・オクスリー法第301条の制定により、上場会社に監査委員会の設置が義務付けられ、これによって、証券取引所に公開上場しようとする会社が監査委員会を設置しなければならない。監査委員会というのは、「発行者の取締役会によって設置され、発行者の会計および財務報告プロセスならびに発行者の財務諸表の監査を監督する目的で設けられた委員会（または同等の機関）」であると定義されている。[155] また、監査委員会の各メンバーは規定された基準に従って独立

---

[152] Sharpe NF, “The Cosmetic Independence of Corporate Boards” (2011) Seattle University Law Review, Vol. 34, pp. 1435-1456, 2011, Illinois Program in Law, Behavior and Social Science Paper No. LBSS11-23, Illinois Public Law Research Paper No. 10-36 at 1444-1445, available at https://ssrn.com/abstract=1856698.

[153] Gordon JN, “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices” (2007) 59 Stanford Law Review 1465 at 1515-1520.

[154] Gordon JN, “Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley” (2003) 35 Conn. L. Rev. 1125 at 1125-1129; Gillan SL and Martin JD, “Corporate Governance Post-Enron: Effective Reforms, or Closing the Stable Door?” (2007) 13 Journal of Corporate Finance 929 at 930.

[155] 15 U.S. Code § 78c(a)(58). また、監査委員会の職務としては、「各発行人の監査委員会は、取締役会の委員会として、当該発行人が監査報告書の作成または発行または関連業務の目的で雇用するすべての公認会計士事務所の選任、報酬支払いおよび業務監督（財務報告に関する経営陣と監査人との意見の相違の解決を含む）を直接担当し、各公認会計士事務所は直接監査委員会に報告し

性を保持しなければならないと求められている。[156]

ニューヨーク証券取引所の「上場会社マニュアル」第303A条によれば、上場会社は監査委員会、指名委員会、報酬委員会という三つの委員会を設置しなければならず、上場後の90日までにそれらの委員会に半数以上の委員取締役は独立取締役でなければならず、上場後の一年までにそれらの委員会のメンバーはすべてが独立取締役でなければならないとされている。ナスダック証券取引所の上場規則によれば、取締役会はその過半数のメンバーが厳格な独立性基準を満たす独立取締役で構成される必要があり[157]、厳格な独立性基準を満足する少なくとも３名のメンバーから構成される監査委員会を設置しなければならず[158]、少なくとも２名からなる報酬委員会を設置しかつ各メンバーが厳格な独立性基準を満たす独立取締役でなければならず[159]、指名委員会の設置について柔軟性が認められ、取締役候補者が独立取締役のみで構成される指名委員会または取締役会の独立取締役の過半数によって選出または推薦されることが義務付けられている[160]。

独立取締役の選任と解任は通常株主総会の決議によることである。例えば、デラウェア会社法の下で、独立取締役の選任と解任は非独立取締役と区別されておらず、原則としては、その選任が株主総会において株主の議決権の行使（定足数が総議決権の過半数で、決議要件が相対多数である）によって決定され[161]、その解任についても選任の場合と同じく、株主総会の決議によって決定される（ただし、解任の決議は取締役の選任について議決権を有する発行済株式の過半数を有する株主によって決定され、期差任期取締役会と累積投票の場合を除き、解任理由を要しな

---

なければならない」、「各監査委員会は、その職務を遂行するために必要と判断する限り、独立した弁護士およびその他の顧問を雇う権限を有する」などの職務を負うとされている。15 U.S. Code § 78j-1

156 15 U.S. Code § 78j-1, SEC Rule 10A-3.

157 Nasdaq Listing Rule 5605(b)(1), IM-5605-1.

158 Nasdaq Listing Rule 5605(c)(2)(A), IM-5605-3&4.

159 Nasdaq Listing Rule 5605(d)(2)(A), IM-5605-6.

160 Nasdaq Listing Rule 5605(e)(1)(A)-(B), IM-5605-7.

161 Del. Code Ann. tit. 8, § 216 (2025).

い）とされている[162]。従って、支配的株主が存在する場合、独立取締役の選任と解任は最終的には支配的株主によって決定される。既述した通り、独立取締役は取締役会の監視監督機能を向上させることに期待できるという仮定に基づいて設置されるようになってきたのである。しかしながら、独立取締役が支配的株主によって選任される場合、取締役会の監視監督機能がどれだけ期待できるかは疑問視されるようになる。結局、独立取締役は支配的株主の意向に従う傾向があるのではないか、少なくとも少数株主を保護するインセンティブが十分であると言えないのではないかと批判する意見もある。[163]

にもかかわらず、ニューヨーク証券取引所とナスダックのいずれも取締役選任に関する議決権の50％超が支配的株主によって保有されている「被支配会社」については、監査委員会の強制設置を除き、取締役会の過半数が独立取締役であることや独立取締役からなる報酬委員会の設置又は独立取締役からなる指名委員会の設置に関する強制遵守を求めないこととし、それを遵守しない場合に規則S-K（コーポレートガバナンス）の項目407(a)に沿って情報開示しなければならないと求めている。[164]支配的株主が存在する場合、独立取締役に期待しうる役割について制限があると言っても、その制限を取り除いて独立取締役の地位をさらに強化するのではなく、直接的にこの地位を強化する目的とするルールの強制遵守を求めないことが合理的な規制のアプローチであるかについては疑問が残る。

日本において、東京証券取引所は2021年にコーポレートガバナンス・コードを改正し、支配株主を有する上場会社が取締役会の構成について、①取締役会に一定数以上の独立社外取締役を選任するアプローチと②取締役会に特別委員会を設置するアプローチのいずれかを選択するよう求めるようになった。その①のアプローチというのは、プライム市場上場

[162] Del. Code Ann. tit. 8, § 141 (k) (2025).

[163] Bebchuk LA and Hamdani A, “Independent Directors and Controlling Shareholders” (2017) 165 U. Pa. L. Rev. 1271 at 1274.

[164] NYSE Listed Company Manual Section 303A. NASDAQ Corporate Governance Requirements 5615.

会社は取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を過半数以上選任し、それ以外の場合において少なくとも３分の１以上を選任することである。その②のアプローチというのは、「支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべき」ことである。[165] しかしながら、独立取締役の選任・解任が支配的株主によって決定されることは米国と共通する問題である。[166]

ゆえに、学説上に、支配的株主が存在する場合、独立取締役による監視監督の機能の発揮を確保するために、少数株主による一部の独立取締役の選任と解任を可能とする、又は少数株主が実質的に影響を与えうる「強化された独立性」を有する取締役から構成される取締役会を設置すべきと主張されている。それで、少数株主に対して過半数以上の独立取締役を選任する権利を与えるわけではなく、支配的株主は依然として取締役会の過半数のメンバーを選任する権利を有し会社の経営を支配し続けられる。同時に、取締役会の一部のメンバーを選任する権利を少数株主に与えることを通じて、支配的株主と少数株主との利害相反に関して独立取締役による監視監督と少数株主の利益保護の機能の発揮が期待できる。[167]

支配的株主による長期経営利益と独特なビジョンの追求を尊重することがまず重要であるが、支配的株主の強い支配力とその支配権を濫用・悪用する場合の危険性を考えると、その経営の自由が外部者によって干渉されないようにすると同時に、支配的株主の機会的な行動を監視監督することができ少数株主の利益保護の強化ができる措置として、取締役会の独立取締役のうち、一定数の独立取締役の選任・解任について少数

---

[165] 東京証券取引所『コーポレートガバナンス・コード』（2021年６月11日）補充原則４－８③.

[166] 日本会社法第329条。加藤貴仁,「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？」11『東京大学法科大学院ローレビュー』222, 232-233頁（2016年）.

[167] Bebchuk and Hamdani, n 163 at 1290-1292; Ringe W-G, “Independent Directors: After the Crisis”, Oxford Legal Studies Research Paper No. 72/2013, at 22-26, available at https://papers.ssrn.com/abstract=2293394.

株主が決定できるとしたほうが合理的であると考えられる。

### 3、小括

以上の検討からすれば、支配的株主規制の核心は支配的株主の存在自体を問題視することではなく、その支配権の濫用を抑止し、利益相反取引における少数株主保護を実効化する点にあると考えられる。したがって、日本法においては、直ちに支配的株主の責任規定を明文化することが容易ではないのであれば、まずは証券取引所規則やコーポレートガバナンス・コードを介するソフトローに基づく規律を重視することが現実的である。とりわけ、独立取締役は支配的株主と少数株主との利益相反が生じ得る取引において、取引条件の公正性を審査し、取締役会の意思決定過程に少数株主保護の観点を反映させるための重要な制度的装置として位置づけられる。

もっとも、独立取締役の選任・解任が株主総会の決議に依存する以上、支配的株主が存在する会社では、独立取締役が少数株主保護のためにどこまで実効的に機能し得るかという問題が残る。今後は形式的な独立性や人数の確保にとどまらず、少数株主が一定数の独立取締役の選任・解任に実質的に関与し得る制度を検討することが支配的株主の正当な経営関与を尊重しつつ、利益相反取引に対する監視を強化するための重要な課題となる。

## おわりに

支配的株主の信認義務責任法理は支配的株主が私的利益のために支配力を濫用し、少数株主の利益を侵害することをいかに抑止するかという問題をめぐる事後的責任規制として発展してきた。しかし、その判例法の展開をみれば、同法理の制度的意義は事後的な司法審査による責任追究に尽きるものではない。とりわけ、Weinberger v. UOP判決における完全公平性基準、Kahn v. Lynch判決における独立の特別委員会又は少数株主による承認を通じた立証責任の転換、さらにKahn v. MFW判決における独立の特別委員会及び少数株主による二重の承認要件を通じて、支配的株主に対する責任規制は事後的な責任追及の枠組みにとどま

らず、利益相反取引の開始、交渉及び承認の過程における手続的保障を重視する事前・事中からの規律制度へと展開してきたとみることができる。Match Group判決及びTornetta v. Musk判決にみられる判例法上の拡張傾向及びこれをめぐる実務上の懸念を背景として2025年DGCL第144条改正による立法上の再調整を経て、第144条上の支配的株主の定義及び利益相反取引の類型ごとのセーフハーバーが整理され、信認義務違反を理由とする衡平法上の救済又は損害賠償の可否に関わるセーフハーバー要件が明文化された。

もっとも、この新展開の下でも、支配的株主の定義の範囲及び独立取締役の実質的独立性をめぐる問題はなお残されている。支配的株主による関連者取引における独立取締役又は特別委員会の役割を重視する以上、その独立性を誰が、いかなる手続を通じて確保するかも重要となる。また、契約上の権限を通じて会社の重要な意思決定に実質的影響を及ぼし得る株主を支配的株主としていかに位置づけるべきかは今後の検討課題である。特に、2024年のDGCL第122条（18）に基づく株主契約を通じて会社の重要事項に関する広範な承認権、拒否権又は経営への実質的関与を可能にする権限を取得し、会社の意思決定を左右しうる株主を第144条上の支配的株主としてどのように位置づけ、いかなる責任規制又は利益相反取引規制の対象とすべきかはなお明らかではない。株主契約による支配権配分及びその規制ならびにDGCL第122条（18）改正が会社法に及ぼす影響については次稿において検討することとしたい。