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
Author(s)	姜, 富超
Degree Grantor	北海道大学
Degree Name	博士(法学)
Dissertation Number	甲第16700号
Issue Date	2026-03-25
DOI	https://doi.org/10.14943/doctoral.k16700
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/99545
Type	doctoral thesis
File Information	Jiang_Fuchao.pdf, 全文

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

博士論文

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

北海道大学法学研究科

法学政治学専攻　博士後期課程

姜　富超

目次

はじめに …… 1

第一部　少数支配構造のガバナンス問題と規制措置に関する総論的考察 …… 5

第一章　序論 …… 5
第一節 株式会社の所有構造 …… 5
第二節 少数支配構造を支える支配権強化メカニズム …… 5
第三節 コーポレートガバナンスの定義 …… 6
第四節 所有権構造とコーポレートガバナンスとの関係性 …… 9

第二章　分散所有構造とエージェンシー理論の提唱 …… 12
第一節 なぜ分散所有構造とエージェンシー理論の由来を考察するか …… 12
第二節 米国における株式所有の分散 …… 13
第三節 株式所有と支配の分離によるエージェンシー理論の提唱 …… 15
第一項　1970 年代までに縦型のエージェンシー問題の指摘 …… 15
第二項　支配権取引市場の理論 …… 17
第三項　1970 年代にエージェンシー理論の提唱 …… 19
第四節 会社法に対するエージェンシー理論の影響 …… 21
第一項　エージェンシー・コストの理論 …… 22
第二項　「契約の束としての企業」の理論 …… 25
第三項　エージェンシー理論から導かれたガバナンス措置 …… 25
第四項　エージェンシー理論に対する批判 …… 26

第三章　支配的な構造におけるガバナンス問題と規制措置に関する考察 …… 31
第一節 支配的な構造の普遍性に対する考察 …… 31
第二節 エージェンシー理論の支配的な構造への適用 …… 32
第一項　分散所有構造から支配的な構造へ …… 32
第二項　経済的な持ち分とエージェンシー・コストとの関係性 …… 34
第三項　少数支配株主と少数株主との利益相反によるエージェンシー・コスト …… 35
第三節 支配的な構造に関する理論の発展 …… 37
第一項　「法が重要である」理論 …… 37
第二項　利益収奪説 …… 39
第三項　監督コスト説と非経済的な私的利益の重視説 …… 40
第一款　監督コスト説 …… 40
第二款　支配による非経済的な私的利益の重視説 …… 42
第四項　会社の長期利益保障説 …… 44
第五項　支配者の独特なビジョン説 …… 45
第四節 少数支配株主に対する規制の仕方とガバナンス措置 …… 47
第一項　少数支配株主に対する規制の仕方 …… 47
第二項　少数支配構造に内在するガバナンス問題の特殊性 …… 50
第一款　少数支配構造の特殊性 …… 50
第二款　支配構造を採用すべきとの主張 …… 52

第三款　支配構造の支持説からの示唆 …… 53
第三項　少数支配構造の公開会社に関する実証研究 …… 53
第四項　少数支配構造におけるガバナンス措置に関する考察 …… 55
第一款　会社内部におけるモニタリング・システム…… 56
1.　株主による監視監督 ……57
2.　取締役会による監視監督 ……59
第二款　インセンティブ・システム …… 62
第三款　証券市場による規律 …… 63
1.　情報開示規制の強化 ……63
2.　支配権取引市場による規律……64

第二部　支配権配分に関する規制……66

第四章　公開会社における議決権配分の規制 ……66

第一節　支配権強化メカニズム…… 66
第一項　支配手段の多様化 …… 66
第二項　議決権強化メカニズム …… 68
第一款　議決権種類株式 …… 68
1.　複数議決権種類株式 ……68
2.　拒否権付き種類株式 ……69
第二款　契約による支配権のアレンジメント …… 70

第二節　米国における議決権種類株式に対する規制 …… 72
第一項　議決権種類株式の多様化 …… 72
第一款　19 世紀から 20 世紀 80 年代まで証券取引所による規制の実態…… 72
第二款　1980 年代半ばから 2000 年代まで証券取引所による規制の発展 …… 73
１、NYSE の一株一議決権規制の緩和の試み …… 73
２、SEC 規則 19c-4 の制定、無効化と証券取引所による自主規制の導入…… 76
第三款　2000 年代から 2020 年代までの規制緩和の拡大 …… 77
第二項　公開上場できる議決権種類株式の種類及びその場面 …… 78
第一款　SEC 規則 19c-4 の規定内容に関する考察…… 78
１、議決権種類株式の発行が禁止されるべき場合 …… 79
(1)　持株数ごとに議決権数の上限の設定（capped voting）……79
(2)　持株期間に応じる一株あたりの議決権の数に関する差別化設定（tenure voting or time-phased voting）……80
(3)　交換申込みによる株式転換に基づく既発行株式への議決権侵害（exchange offer）·82
(4)　株式配当による既発行株式の議決権侵害（high-vote stock distribution）……82
2、議決権種類株式の公開上場が認めうる場合…… 83
(1)　新規上場の場合における証券発行（IPO）……83
(2)　IPO 後における議決権の少ない証券の発行……84

(3)　善意な合併・買収を実現するための議決権の少ない証券の発行 ……85
第二款　NYSE、AMEX、NASDAQ の現行規制ルールに関する考察 …… 85
第三項　NYSE、AMEX、NASDAQ の審査基準…… 86
第三節　日本における議決権種類株式に対する規制 …… 87
第一項　日本における種類株式制度 …… 87
第二項　議決権配分の規制の緩和 …… 89
第一款　株式平等原則の解釈をめぐる論争 …… 89
第二款　一株一議決権原則の緩和 …… 90
第三項　東京証券取引所による議決権種類株式の上場規制 …… 91
第一款　公開上場できる議決権種類株式の類型 …… 92
第二款　議決権種類株式が公開上場できる場面 …… 93
第四項　東京証券取引所による上場審査の基準 …… 94
第四節　中国における議決権種類株式に対する規制 …… 99
第一項　中国に議決権種類株式制度の導入背景 …… 99
第一款「中国概念株式（China Concept Stocks）」の問題と対応 …… 99
第二款　香港に議決権種類株式の公開上場を承認へ ……101
第二項　香港における議決権種類株式の公開上場制度の構築 ……102
第一款　香港会社法における種類株式制度 ……102
第二款　香港証券取引所における議決権種類株式の公開上場 ……102
1.　HKEX による一株一議決権原則の重要性の強調……104
2.　議決権種類株式に関する上場できる場面と上場できるの種類……104
第三款　香港証券取引所の審査基準に関する考察 ……108
第五章　一株一議決権の緩和と制限…… 111
第一節　証券構造から見る一株一議決権の合理性とその機能の限界 ……111
第一項　一株一議決権からの乖離 ……111
第二項　証券構造から見る一株一議決権の合理性とその機能の限界……112
第三項　一株一議決権原則の貫徹を強制すべきか ……118
第二節　一株一議決権の緩和に対する制限 ……121
第一項　上場時に一株一議決権からの乖離に対する制限 ……122
第一款　支配権を維持するために必要な議決権の比率 ……122
第二款　会社資本総額に関する少数支配株主の最低持ち分 ……125
第三款　議決権の倍率に対する制限 ……126
第四款　議決権の多い株式が占める議決権の割合の上限 ……127
第五款　支配権に必要な議決権の比率と議決権の倍率と出資比率等の間の関係性……127
第六款　無議決権株式の発行に関する規制 ……130
第二項　上場後に議決権種類株式間の不平等性の拡大に対する制限 ……132
第三節　一株一議決権への回復：複数議決権構造の解消スキーム ……133
第一項　時間ベースのサンセット条項 ……134
第一款　時間ベースのサンセット条項の発効時間 ……135

第二款　株主決議によるサンセット時間の延長 ……136
第二項　イベントベースのサンセット条項 ……137
第一款　持ち株比率ベースのサンセット条項 ……137
第二款　持ち株の減少に基づくサンセット条項 ……138
第三款　死亡又は行為能力の喪失に基づくサンセット条項 ……140
第四款　会社からの離脱に基づくサンセット条項 ……141
第五款　株式譲渡に基づくサンセット条項 ……142

第六章　株主契約による支配権配分の規制 …… 143

第一節　支配権の分配に関する自由と制限 ……143

第二節　株主契約による支配権の分配 ……151
第一項　支配者による事前承認の条項 ……152
第二項　取締役会構成の条項 ……153
第三項　取締役会の委員会構成条項 ……157

第三節　判例法と DGCL の法改正 ……158
第一項　Abercrombie 事件の判決 ……158
第二項　Moelis 事件の判決 ……160
1.　事実概要 ……160
2.　法的分析 ……161

第四節　検討 ……168

第三部　少数支配株主に対する責任規制 …… 173

第七章　支配的な株主の信認義務責任 …… 173

第一節　2025 年法改正前の支配的な株主の定義 ……173

第二節　判例法における支配的な株主の信認義務責任 ……175
第一項　信認義務違反の責任の判断基準 ……175
第二項　支配的な株主の信認義務責任に関する判例法の発展 ……177
第一款　Weinberger v. UOP 判決 ……177
第二款　Kahn v. Lynch 判決 ……178
第三款　Kahn v. MFW 判決 ……180
第四款　適用範囲の拡張と制限 ……182

第三節　2025 年の DGCL 第 144 条の改正 ……184
第一項　2025 年改正前の DGCL 第 144 条 ……184
第二項　DGCL の 2025 年改正の背景 ……185
第三項　DGCL 第 144 条の 2025 年改正 ……186
第一款　「支配的な株主」の定義条項の新設 ……186
第二款　取締役・役員と会社との利害関係取引について ……187
第三款　支配的な株主による利害関係取引について ……187

第四節　証券取引所による独立取締役の要求……189

第八章　支配者の情報開示規制違反の責任 …… 192

第一節　Luckin の不実開示事件……192
第一項　Luckin グループの概要……192
第二項　Luckin 社の不実開示と粉飾決算の手法……193
第三項　Luckin 社の不実開示における創業者株主グループの役割……195
第四項　Luckin の不実開示に対する証券訴訟……195
第一款　米国証券取引委員会（SEC）による訴訟……195
第二款　投資者による証券集団訴訟……195

第二節　Luckin 社の不実開示事件が残った課題……196

第三節　米国証券法における支配者責任規定に対する考察……197
第一項　支配者の責任規定……197
第一款　1933 年証券法……198
第二款　1934 年証券取引法……198
第三款　1995 年私的証券訴訟改革法(PSLRA)……199
第二項　支配者の責任規定の立法目的……199
第一款　第 15 条と第 20(a)条の立法目的……199
第二款　当時のコモンロー上の問題点……200
第三項　代位責任理論に基づく支配者責任の追及……201
第四項　支配者責任の成立要件……203
第一款　「支配（control)」の定義……203
１、支配者責任規定における「支配」の広範性……203
２、支配者となりうる株主……204
第二款　支配者責任の成立に関して原告による一応の立証（prima facie）……206
１、多数派：条文の文理解釈に基づくアプローチ……206
２、少数派：立法目的に基づく拡張解釈のアプローチ……208
3、学説上の議論……209
第三款　支配者の注意義務と抗弁事由……211
１、第 15 条における注意義務と抗弁事由……211
２、第 20(a)条における注意義務と抗弁事由……213
第五項　支配者責任の分担……215
第一款　第 15 条と第 20(a)条における連帯責任（Joint and Several Liability）……215
第二款　PSLRA の 21(D) (f)における比例責任（Proportionate Liability）……215

終章 …… 217

第一節　総括……217

第二節　今後の課題……222

はじめに

複数議決権構造などの少数支配構造に内在するコーポレートガバナンス問題と規制措置の検討は現在世界中の会社法研究上に最も重要かつ激しく論争されている課題の一つとなっている。[1] この構造の下で、少数支配株主は絶対的な支配力を通じて長期安定の経営と自分の独特なビジョンの実現を行うことができる一方、少数支配株主と少数株主との間に構造的な利益相反のリスクも存在する。従って、少数支配株主と少数株主との利害関係をどのように調整すべきかは最も重要な問題となっている。それに関する規制のアプローチとしては少数支配株主への支配権配分に関する事前規制、支配的な株主に対する監視監督や少数株主の権利強化などのコーポレートガバナンス措置を通じて双方の利害相反に歯止めをかける事中規制、及び少数支配株主の法定義務を違反した場合の事後責任規制がある。

まず、極めて多く議論されている複数議決権構造を中心として、それをめぐる議論と規制の発展を踏まえておく。少数支配構造を構築するためには、多種多様な支配権強化メカニズムを利用することができる。とりわけ、複数議決権構造に関しては、最も利用されているのが議決権種類株式である。一方、議決権種類株式は少なくとも既に 120 年以上の歴史がある。[2] それに、上場会社による議決権種類株式の利用に関する論争は近々に開始されたものでもない。一世紀の前に、1925 年に米国の Dodge Brothers が公衆投資者に対して無議決権普通株を発行した事例もあったが、一株一議決権からの乖離が投資者保護に利しない懸念を生じさせ、論争を引き起こした。[3]その結果、1980 年代までに一株一議決権の原則は長い間に厳格的に適用されていた。[4] にもかかわらず、一株一議決権の原則からの乖離を可能とする支配権強化メカニズムは支配権を獲得又は維持するためのコストを削減できる効果を有するため、1980 年代の企業買収時代において議決権種類株式は敵対的買収の対抗策として広範に利用されるようになるとともに、複数議決権構造をめぐる論争が再び巻き起こっていた。

---

[1] John C. Coffee, Jr., “Dual Class Stock: The Shades of Sunset”, https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-the-shades-of-sunset/ viewed 13 December 2025; Gurrea-Martínez A, “Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate” (2021) 22 Eur Bus Org Law Rev 475 at 475, https://doi.org/10.1007/s40804-021-00212-4 viewed 11 December 2025; Battocletti V, Enriques L and Romano A, “Dual-Class Shares in the Age of Common Ownership” (2023) 48 J. Corp. L. 541 at 541.

[2] 最も古い事例としては、米国の International Silver Company が 1898 年に設立されてから 1902 年までに無議決権の普通株式を発行していたが、1902 年からはこの普通株式の二株につき一議決権が付与されるようになっていた。 Stevens WHS, “Stockholders’ Voting Rights and the Centralization of Voting Control” (1926) 40 The Quarterly Journal of Economics 353 at 355.

[3] Seligman J, “Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy” (1985) 54 Geo. Wash. L. Rev. 687 at 694–697.

[4] 第四章第二節第一項第一款を参照。

[5]当時、特に問題視されているのは、上場会社が資本構造の再構成で議決権種類株式を発行することは既存株主の議決権を不均等に侵害することである。これを受けて、SEC は当時制定した 19c-4 のルールは資本構造の再構成による複数議決権構造の構築に対する禁止及び議決権種類株式の公開上場を認めうる場合の明確を主な目的としていた。SEC 規則 19c-4 は結局無効とされていたが、どのような場合に議決権種類株式の公開上場が認められうるかという問題を明確したため、米国の証券取引所はそれを参考にして自主規制のルールを制定した。[6]それで、米国に複数議決権構造で公開上場した会社が多くなり、SEC 規則 19c-4 も世界中に複数議決権構造に対する規制の出発点となっていると言える。

新世紀に複数議決権構造の大勃興と世界中への普及は VC/PE が IT 企業への投資戦略（創業者株主による継続的な支配を求める戦略）と創業者株主が技術ビジョンを実現するために支配権を維持したいという需要に関わる。IT 産業などにおけるハイテク企業は事業成長において資金需要が高まり、VC/PE からエクイティファイナンスによる融資を受ける条件として創業者株主が VC/PE の投資が回収される前に IPO 後にも会社の経営に継続的に支配することが求められる。そして、創業者株主は IPO 後に外部資本市場からエクイティファイナンスによる融資を受けたいにもかかわらず、短期志向の市場圧力から経営を守り、自らの長期経営戦略と革新的な技術ビジョンを実施するために支配権を手放せたくない。[7]従って、複数議決権構造を支持する主な理由として、同構造はそのような広範に存在する需要性を満たすことができる同時に、創業者株主が支配権の喪失を懸念せずに短期的利益より長期的利益を重視して経営を行うことを確保できるため、会社が市場平均レベル以上の利益を生み出すことが期待できるからである。[8]　しかしながら、同構造の下では少数支配株主は僅かな経済的な持ち分で支配権を維持し、支配権の行使によって決定した会社行動から生じるリスクについてその支配権と比例以下のリスクだけを負担するため、少数支配株主と少数株主とのエージェンシー・コストが厳重化する恐れがあると批判する意見もあ

---

[5] Gordon JN, “Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice” (1988) 76 California Law Review 1 at 3–7.

[6] 第四章第二節第一項第二款を参照。

[7] Banerjee A, “Dual-Class Firms: A Systematic Literature Review” (2024) Empirical Economics Letters, 23(April Special Issue 3), 257-270 at 1, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4822951 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4822951 viewed 27 May 2025; Bruslerie H de L, “Multiple Class Shares and Double Voting Rights: Literature Review and Research Prospects” (2023) Finance Contrôle Stratégie at para.15, https://journals.openedition.org/fcs/11185 viewed 14 December 2025; Aggarwal D, Eldar O, Hochberg YV and Litov LP, “The Rise of Dual-Class Stock IPOs” (2022) 144 Journal of Financial Economics 122 at 125.

[8] Reddy BV, “Up the Hill and down Again: Constraining Dual-Class Shares” (2021) 80 Cambridge L.J. 515 at 516.　また、会社の長期歴保証説と支配者の独特なビジョン説については、第三章第三節第四項第五項を参照。

る。[9]

従って、1980 年代特に 2000 年から米国の資本市場における複数議決権構造の利用が再勃興して以来、複数議決権構造が次第に世界中の企業に普及することと伴い、世界各法域の立法機関から自主規制機関、市場参加者、研究者までは再び上述の複数議決権構造に関する従来からの功罪両面に直面しながら、複数議決権構造での公開上場を認めるべきか又は認めた場合にどのような規制措置を取るべきかなどの問題をめぐって論争を絶えずに続けている。そのような賛否両論があるにもかかわらず、日本、香港、中国大陸、シンガポール、英国などの各法域はハイテク企業の育成と自分の資本市場の競争力の向上を目指して、複数議決権構造での公開上場を認めない立場を次々と変更し、それを認める上場規則を改正した。一方、各証券取引所は当該構造の危険性を知りながら、緩和した立場への変更は「底辺への競争」となるしかないとも批判されている。[10]

そして、百年以上の歴史を経て現在に至って、上場会社による複数議決権構造の利用をめぐる論争は新しい段階に入っている。その一、上場会社による複数議決権構造の利用に関する規制のアプローチに関して、1980 年代の SEC 規則 19c-4 から東京証券取引所と香港証券取引所の上場規則の改正にまで、一貫にして取り扱われるのはどのような議決権種類株式がどんな場面での上場が認められるかという問題である。この問題は最終的に一株一議決権の原則をどこまで貫徹又は緩和できるかに関わるものである。一方、近年の研究によると、議決権種類株式のほかに、支配的な株主による事前承認条項や取締役会構成条項など株主契約上の契約条項を通じて経済的な持ち分と支配権との乖離を実現する例も多い。[11]一株一議決権原則の機能に限界があり、株主契約等に基づく複数議決権構造の複雑性と不透明性により、関わるコーポレートガバナンスと規制の問題は一層複雑化になる。

その二、米国の証券取引所が複数議決権構造での公開上場の審査基準に関して非常に寛容な態度を示していることと対照的に、東京と香港証券取引所は SEC 規則 19c-4 を超えて、同構造での上場に関して事前に数多くのコーポレートガバナンスの措置

---

[9] Eg. Bebchuk LA and Kastiel K, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock" (2017) Virginia Law Review, Volume 103, pp. 585-631, June 2017, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 905, Harvard Law School Program on Corporate Governance Discussion Paper 2017-6 at 602–604, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2954630 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2954630 viewed 15 January 2024. 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 297–301.また、少数支配株主と少数株主とのエージェンシー問題について、第三章第二節第三項と第四節第二項を参照。

[10] 第四章第二節第一項第三款を参照。

[11] Shobe G and Shobe J, "Contractual Control in Dual-Class Corporations" (2025) 42 Yale J. on Reg. 332 at 351; Shobe G and Shobe J, "The Dual-Class Spectrum" (2022) 39 Yale Journal on Regulation 1286 at 1306–1315.

の採用を求めている。一方、これらの措置と効果についてまだ共通認識に達していなく、学説上にも論争が続いている。

その三、少数支配株主に対する規制の問題は従来からの支配株主規制の課題にも属する。一方、近年、デラウェア会社法における支配的な株主に対する規制のアプローチは、支配的株主によるエージェンシー問題を極めて重視し、支配的な株主による利益相反取引に関する信認義務責任規制を拡張適用する傾向を示していた判例法から、2025 年改正のデラウェア州会社法が示している支配的な株主に対する過度な規制の立場を緩和する立場への転換が見られる。

その四、2020 年頃に複数議決権構造で米国に公開上場した中国の Luckin グループが不実開示を行った事例の影響を受けて支配的な株主はその不実開示に果たした役割と負うべき責任について注目されている。

上述した問題意識を踏まえて、本稿は、以下の通り構成される。

第一部では、総論として、少数支配構造におけるコーポレートガバナンス問題と規制措置に関わる米国での議論に対して理論的な考察を行う。少数支配構造と言えば、支配的な株主と少数株主とのエージェンシー問題が常に指摘される。本部においては、その問題を取り扱うエージェンシー理論の由来と発展、理論の内容、会社法に与えた影響、近年の批判する意見（第一章と第二章）及び少数支配構造におけるコーポレートガバナンスの規制措置への示唆（第三章）を考察するものとする。

第二部では、支配権配分の規制に関して議論する。まず、米国、日本及び中国の議決権種類株式に関する法規制を考察するうえで（第四章）、一株一議決権原則の合理性と機能の限界及び当該原則の緩和に対する制限を検討する（第五章）。そして、近年、デラウェア州において株主契約等による支配権の配分について判例法の発展と DGCL の 2025 年改正から示される異なる立場を考察し、支配権の分配に関する自由と制限への示唆を検討する（第六章）。

第三部では、少数支配株主に対する責任規制を議論する。まず、デラウェア州における支配的な株主の信認義務責任に関する判例法の発展と DGCL の 2025 年改正を考察するうえで、少数支配構造のコーポレートガバナンスへの示唆を検討する（第七章）。そして、2020 年頃に複数議決権構造で公開上場した Luckin グループが行った不実開示事件に少数支配株主の責任について、米国証券法における支配者責任規定を考察し、少数支配株主による情報開示規制違反の責任規制を検討する（第八章）。

最後に、終章では、上記の考察と検討を総括し、今後の課題を展望する。

第一部　少数支配構造のガバナンス問題と規制措置に関する総論的考察

第一章　序論

第一節　株式会社の所有構造

株式会社の所有構造については、一般的に、株式が分散所有され株主による所有と経営者による支配との分離が生じていた分散所有構造（Dispersed Ownership Structure）、大株主が過半数あるいは相当数の株式を所有することで会社を支配している支配構造（Controlling Ownership Structure）、及び会社に対する経済的な持ち分と支配権との乖離を通して株主が少数の経済的な持ち分だけを保有することで会社を支配することを可能とする少数支配構造（Controlling Minority Ownership Structure）に分けられる。[12]

本稿においては、株式会社の所有構造について、上述した三分法を取る。そのうえ、一株一議決権の原則（比例性原則）の下で過半数以上の株式の所有によって会社を支配する株主を支配株主と定義し、議決権種類株式や株主契約などの支配権強化メカニズムの利用を通じて経済的な持ち分との比例性を超える支配権を有することによって会社を支配している株主を少数支配株主と定義する。また、支配株主と少数支配株主を支配的な株主、支配構造と少数支配構造を支配的な構造と総称する。そして、支配的な構造において、支配的な株主の以外の株主を少数株主と称する。

第二節　少数支配構造を支える支配権強化メカニズム

支配権強化メカニズム（「Control-Enhancing Mechanisms」、CEMs）とは、特定の株主等が会社における経済的な持ち分（キャッシュフロー権）と比例する以上の不均衡な支配権を行使することを可能にする支配の構造又は契約的・定款的な取り決めである。CEMs による効果としては、経済的な持ち分と支配権との非比例性によって支配的な株主が支配権を維持するためのコストを削減できるため僅かな経済的な持ち分で支配権を維持し続けられる一方、株主の間に支配力の分配に不平等な取扱いをもたらし、支配的な株主と少数株主との間に利害の乖離が生じうるという問題もある。[13]

---

[12] Bebchuk et al, n 9, p 295.
[13] *E.g.* Lin Y-H, “Revisiting Corporate Control-Enhancing Mechanisms” in Vasudev PM and Watson S

CEMs の種類については、主として議決権種類株式や優先株式の発行、議決権拘束契約、議決権信託、ピラミッド構造、又は相互株式持ち合いなどが存在するが[14]、EU が 2004 年に公開会社の買収取引を規制することを目的とする EU 公開買付指令[15]を制定する際に複数議決権種類株式の利用が買収活動を阻害する効果があると懸念されていたこと[16]を背景にして、EU 各国に運用されていた CEMs を調査対象として行われた調査の報告書によれば、CEMs は（1）議決権強化メカニズム（①複数議決権種類株式、②特別な経済利益権利を有しない無議決権、③無議決権優先株式、④ピラミッド構造）、（2）支配権固定化のメカニズム（⑤特別決定権つき株式・拒否権付き株式、⑥預託証券、⑦議決権数の上限の設定、⑧持株の上限の設定、⑨特別多数決を要求する条項、⑩黄金株）、（3）そのほか（⑪株式有限責任組合、⑫相互株式持ち合い、⑬株主契約）という三つのグループで、計 13 種類がある。[17]　この 13 種類の CEMs は完全列挙ではないが、本稿においては主として議決権に関わる CEMs を考察する。

第三節　コーポレートガバナンスの定義

現代株式会社についてのコーポ―レートガバナンスは学術研究から政策制定および実務応用にわたって恒常的かつ謎めいた議論となっている。恒常というのは、「コーポ―レートガバナンス」という言葉が 1972 年に初めて現れたと考案されているが[18]、それが実際に取り扱うものは従来からなじみのある会社法問題を新しい方式で解釈するものであり、ある程度で会社法の全体がその言葉に包含されうるし[19]、20 世紀の初めからは株式の分散所有による所有と支配との分離をめぐる議論・エージェンシー理論の提唱・独立取締役の設置・株主権力の強化・ステークホルダー利益保護・情報開示規制などの問題に関する議論が現在においても依然として進行し続けていると言えるからである。謎めいたというのは、コーポ―レートガバナンスが学際的な研究課題であり、法学のみならず、経済学や経営学又は倫理学などの幅広い領域に多面的なアプローチが錯綜するし、その目的論（なぜ企業を統治する必要があるのか）、方法論（いかなる方法で企業を統治するか）及び主権論（企業が誰のものであるか）

(eds), *Global Capital Markets* (Edward Elgar Publishing Ltd., 2017) pp 95, 102; Saggese S, Sarto F and Cuccurullo C, "Evolution of the Debate on Control Enhancing Mechanisms: A Systematic Review and Bibliometric Analysis" (2016) 18 International Journal of Management Reviews 417 at 417; Institutional Shareholder Services, Shearman & Sterling LLP and European Corporate Governance Institute, "Report on the Proportionality Principle in the European Union" (18 May 2007) at 8,10,15,146.

[14] Lin, n 13, p 102; Venezze FC, "The Costs of Control-Enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatisation of State-Owned Firms in Europe" (2014) 15 Eur. Bus. Org. L. Rev. 499 at 508; Adams R and Ferreira D, "One Share-One Vote: The Empirical Evidence" (2008) 12 Review of Finance 51 at 54–55; Bebchuk et al, n 9, p 295.

[15] 2004/25 EC of 21 April 2004, OJ L 142/12.

[16] ULF BERNITZ and WOLF-GEORG RINGE (eds), *Company Law and Economic Protectionism: New Challenges to European Integration* (Oxford University Press, Oxford ; New York, 2010) pp 191–193.

[17] Institutional Shareholder Services et al, n 13 at 10–12.

[18] Pargendler M, "The Corporate Governance Obsession" (2016) 42 J. Corp. L. 359 at 373.

[19] Pargendler, "The Corporate Governance Obsession", n 18 at 363, n.12.

のいずれかのアプローチからも多面的に議論されているうえに[20]、法規制上においても、資本構造・インセンティブ・モニタリング・権限の分配・権利義務の内容などの多面的な手段によってガバナンス理論が機能するから、その各側面を一つの枠組みに網羅した結果、「コーポレートガバナンス」は捉えきれない概念的パッチワークのようなものとなっていると言えるからである。[21] にもかかわらず、コーポ―レートガバナンスは複雑かつ重要な課題であるからこそ、長年かつ広範的な議論が欠かせなくなり、またそのように続けられてきたのであると言えるだろう。

上述した複雑性と多様性を踏まえて、コーポ―レートガバナンスに関してはスタンダードとしての定義をすることが難しい。[22] コーポレートガバナンスに関する「良き実践（Good Practice）」を世界的に推進することを目標とする OECD（経済協力開発機構）が国際的なベンチマークとして発表した「G20/OECD コーポレートガバナンス原則（Principles）」においては、「コーポレートガバナンスは、会社の経営者、取締役会、株主及びそのほかのステークホルダーとの間に存在する一連の関係性を包含し、会社の経営、目的の設定、目的達成の手段、ならびに業績に対する監視が行われる構造および制度を提供する」ものであると定義しているが[23]、学説上に、コーポ―レートガバナンスを内部的ガバナンスと外部的ガバナンスとを分けて定義する見解もある。内部的ガバナンスというのは、支配的な株主と少数株主、または株主と経営陣との間の特定の権力の分配とそのバランスについて、取締役や支配的な株主の信認義務、関連者取引規制、経営陣へのインセンティブなどの規制手段によって利害関係を規律する一連のアレンジメントである。外部的ガバナンスとは、会社と第三者との関係について会社の目的や支配権取引市場、ゲートキーパー、ステークホルダー、プロキシ・アドバイザー、格付機関、メディア、倫理、文化などによって規律する一連の仕組みである。[24]

---

[20] 菊澤研宗,「比較コーポレート・ガバナンス論」(有斐閣, 2004), 1–2 頁.

[21] Bartlett R and Talley E, “Law and Corporate Governance” , *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* (Elsevier, 2017) vol 1, p 178.

[22] Clarke T, *Corporate Governance: A Survey* (Cambridge University Press, 2021) p 1.

[23] OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023* (OECD, 2023) p 6. 類似的に、日本においては、コーポレートガバナンスを「何らかの目的を達成するために（企業統治の目的問題）、何らかの方法を駆使して（企業統治の方法問題）、利害関係者の誰かが（企業統治の主権問題）企業を監視し、規律を与えること」と定義する見解もある。菊澤, n 20, pp 1–2.また、公開会社のコーポレートガバナンスは、会社が誰のものであるか、経営機構としての組織の在り方と行動の在り方、及び経営者の効率性・誠実性の確保、社会的責任の確保などの問題を論じるものであるとも定義されている。江頭憲治郎,「コーポレート・ガバナンスの課題」(1999) 43(2) 銀行法務 21, 5–7 頁.

[24] Anidjar L, “Corporate Law and Governance Pluralism” (2022) 35 Can. J. L. & Jurisprudence 283 at 298–299. 類似的に、OECD, *Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective* (OECD, 2001) p 90. 対照的に、「監査法人、法律事務所、コンサルティング会社、信用格付機関などの他の民間セクターのゲートキーパー」による規制の仕組みを内部的ガバナンスに包含させる見解もある。Pargendler, “The Corporate Governance Obsession”, n 18 at 369, n. 46.

従って、最も広範的に、例えば、コーポレートガバナンスとは、会社を指揮・支配システム[25]又は「会社が実際にどのように運営されるかに影響を与えるあらゆる事象」である[26]と定義する見解から見れば、広義のコーポレート・ガバナンスは内部的ガバナンスと外部的ガバナンスの両方を包含していると言える。[27] 一方、コーポレート・ガバナンスに関する研究の大半は、主としては内部的ガバナンスに焦点を当てており、つまり、株主と取締役会及び経営者間の権力の分配とそのバランスに関わるものである。[28] それで、狭義的に言えば、コーポレート・ガバナンスは株式会社の機関の設置とその均衡に関わるものであり、OECD の定義がそれに当たるといえよう。

本稿においては、主としては、支配権強化メカニズムを採用する公開会社において、支配的な株主や少数株主及び取締役等との間の利害関係をどのように調整すべきかというコーポレートガバナンスの方法論に集中して論じたいため、内部的ガバナンスに拘らずに、コーポ―レートガバナンスというのを、会社における株主、取締役会、経営者、及び債権者等の他の利害関係者（ステークホルダー）などとの間の利害関係を調整する理論であると概して定義することにする。

そして、会社をガバナンスする仕組みとしては、規制方法とガバナンス方法があり、規制方法とはインサイダー取引の禁止などのような外部の規制機関から課される規則および基準を通じて規制を行う仕組みであり、ガバナンス方法とは、取締役の独立性要件や株主の議決権の強化などのように会社の意思決定プロセスに影響を及ぼすことを通じて会社内部における権力の適切な分配と均衡を実現することを目的とする仕組みである。[29] また、情報開示はエージェンシー・コストの抑制において不可欠な重要な役割を果たしている。情報開示は規制方法の下での規制対象に関して必要な情報を提供することでその規制と執行を促す。同時に、ガバナンス体制の条件に関する強制情報開示は株主が適切な介入を評価することを可能とし、株主の決議が求

---

[25] Cadbury, A., “Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance” (Reprinted, Gee & Co. Ltd., London, 1992) p 14, para. 2.5.

[26] Macey JR (ed), *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken* (Princeton University Press, Princeton, NJ, 2008) p 2. 類似的に、日本において、企業が社会に何らかの影響を与える場合にその影響を軽減するための対応策をコーポレートガバナンスに広く定義する意見もある。吉田直, 競争的コーポレート・ガバナンスと会社法 (中央経済グループパブリッシング, Tōkyō, 2001) p 3. また、エージェンシー・コストに集中して、株主が会社における取引コストとエージェンシーコストを最小限に抑えるためのプロセスをコーポレートガバナンスと定義する意見もある。Macey JR, “Institutional Investors and Corporate Monitoring: A Demand-Side Perspective” (1997) 18 Managerial and Decision Economics 601 at 602.

[27] Pargendler, “The Corporate Governance Obsession”, n 18 at 362.

[28] Pargendler, “The Corporate Governance Obsession”, n 18 at 362.

[29] Pargendler, “The Corporate Governance Obsession”, n 18 at 370; 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 31–32. KRAAKMAN 等によれば、別の分類方法としては「エージェント拘束型」戦略と「プリンシパル権限付与型」戦略に分類することができる。

められる取引に関する詳細な強制情報開示は株主決議の質を高めることを確保し、受託者としての経営者に関する情報の開示は経営者に対する評判と効果的な監視を公的に結び付ける機能を果たすことから見れば、情報開示はガバナンス方法に対して機能補完の役割を担う。[30]

本稿においては、少数支配構造に関するガバナンス措置について、まず、第一部第三章第四節において、会社内部におけるモニタリング・システム（株主による監視監督と取締役会による監視監督）、少数支配株主と少数株主との利害関係の一致性を高めるインセンティブ・システム、情報開示規制及び支配権取引市場による規律に関して総論的に考察する。そして、第二部において支配権の配分に関する規制（公開会社における議決権配分の規制、一株一議決権の緩和と制限、株主契約による支配権配分の規制等）と第三部において少数支配株主に対する責任規制（少数支配株主の信認義務責任、支配的な株主の情報開示規制違反の責任）を検討するものとする。

第四節　所有権構造とコーポレートガバナンスとの関係性

公開会社の所有権構造とコーポレートガバナンスとの関係性については、理論上、支配的な株主の有無によって異なり、言わば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ものである。[31]　現代会社法においては、分散所有構造の場合に株主と経営者との間のエージェンシー問題（縦型のエージェンシー問題）が主な問題とされる一方、支配的な構造の場合に会社の支配的な株主と少数株主との間のエージェンシー問題（平型のエージェンシー問題）という二つのエージェンシー問題が主な問題となる。[32]　前者の場合、会社の所有と経営が分離され、会社の株主と雇われた経営者との間の利害が対立するため、経営者が自分の私的利益ではなく、会社・株主の利益のために行動することを確保することは核心である。　後者の場合、会社の支配的な株主と非支配株主との間の利害が対立するため、非支配株主の利益が支配的な株主によって収奪されないようにすることは核心である。[33]

その縦型のエージェンシー・問題をめぐる議論はアメリカに起源し、20 世紀 30

---

[30] Kraakman et al, n 29, pp 38–39.
[31] Bebchuk LA and Hamdani A, “The Elusive Quest for Global Governance Standards” (2009) 157 U. pa. L. rev. 1263 at 1280.
[32] 縦型のエージェンシー問題と平型のエージェンシー問題のほかに、第三種類のエージェンシー問題が存在すると主張する意見もある。例えば、会社が債権者の利益を横領したり、労働者の利益を侵害したり、消費者を誤誘導したりする場合に、会社自体（特に株主を含む）と企業が契約する債権者、従業員、顧客などの他の利益関係者との間に、利害の対立も存在しうる。そのほかに、会社が契約していない関係者に対してコストを課す所謂「外部性」という状況も可能である。その場合においても、エージェンシー問題が存在し、会社がこれらの利益関係者に対して機会主義的な行動をとらないようにすることが核心であると主張されている。Kraakman et al, n 29, pp 29–31.
[33] Kraakman et al, n 29, pp 29–30.

年代までに遡られる。そして、1990 年代までに、この問題に関する研究は主として英米における株式会社の所有と経営との分離という現象の下で、エージェンシー理論に頼って、経営者の機会的な行為や怠慢及びそれが株主に及ぼしうる悪影響を如何に抑えられるかという問題に焦点を当てていた。

1990 年代に入り、世界的に見れば上場会社の所有と支配の分離が常態ではなく、数多くの優秀な上場会社が支配的な株主を有すると理論上に認識されるようになる。[34] それに関して、学説上、支配的な株主が存在する場合、分散所有構造の会社における経営者が市場によって監視監督されることと比べて、支配的な株主は経営者を監視監督するインセンティブと効率的な手段を有するため、より効果的な監視監督を行うことができると説かれている。[35] 一方、同時に、支配的な株主と少数株主の利益の乖離から平型のエージェンシー問題も生じうるし、支配的な株主の機会的行動をどのように規制すべきかは問題となる。[36]

特に、少数支配構造の上場会社においては、支配権強化メカニズムによって株主のキャッシュフロー権と支配権が乖離した結果、少数支配株主が支配権取引市場から隔離されているという側面が支配構造と類似すると同時に、少数支配株主が会社に関わるごく一部の経済利益しかを保有しない内部者であるという側面も内部者たる経営者が僅かな経済利益を保有することが特徴とされる分散所有構造と類似する。そのため、少数支配構造は分散所有構造と支配構造の両方が有するそれぞれのエージェンシー問題を結合し、更なる危険性を作り出せられると理論上に主張されている。[37] それで、支配権強化メカニズムが利用される場合においては、支配的な株主と少数株主間の利害対立が厳重化し、これをめぐるガバナンス問題を如何に規制すべきかは問題となっている。

上述したように、その三つの所有構造のいずれに関わるコーポレートガバナンス問題についても、エージェンシー理論に基づいて規制措置に関する議論が展開されているものである。そして、エージェンシー理論は最初に分散所有構造におけるガバナンス問題を取り扱うために提唱され、その後に支配構造、さらに少数支配構造へと拡張適用されたものである。また、少数支配構造には分散所有構造と支配構造におけるそれぞれのエージェンシー問題が包含されている。

そういう視点からすると、分散所有構造と支配構造におけるエージェンシー問題を対応するために発展されてきたガバナンス措置は少数支配構造にも適用する余地

---

[34] Cheffins BR, “The Rise and Fall (?) Of the Bearle-Means Corporation Essays and Articles” (2018) 42 Seattle U. L. Rev. 445 at 459–461.
[35] Gilson RJ, “Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy” (2006) 119 Harv. L. Rev. 1641 at 1651.
[36] Gilson, n 35 at 1651; Bebchuk and Hamdani, n 31 at 1281–1282.
[37] Bebchuk et al, n 9, p 295.

があるように見える。しかしながら、それらのガバナンス措置を理論づけるものとするエージェンシー理論はそもそもどういう理論なのか、また分散所有構造における所有と支配との分離に由来すると言われている同理論が少数支配構造への適用性がどこから導かされていたのかは必ず明確とは言えない。もっとも、近年ではエージェンシー理論について批判の意見が相次いて提唱され、同理論の有用性とその限界について疑問視されるようになっている。

以上を踏まえて、続いて、第二章では、分散所有構造とエージェンシー理論の提唱について考察を行う。そして、第三章では、支配的な構造におけるガバナンス理論の発展、少数支配構造におけるガバナンス問題の特殊性と規制措置に関して考察を行う。

第二章　分散所有構造とエージェンシー理論の提唱

第一節　なぜ分散所有構造とエージェンシー理論の由来を考察するか

コーポレートガバナンス問題と言えば、エージェンシー・コストが決まり文句として言及されてしまうだろう。これを根拠づけるエージェンシー理論は最初に分散所有構造における所有と経営の分離による利害の対立という経済的現象に立脚し提唱されたものであるが、前述したいずれの所有構造についても核心的な理論であると位置づけられている。

また、少数支配構造に関して最も重要な特徴としては、少数支配株主が会社に関わるごく一部の経済的な持ち分の所有と支配権の固定化である。内部支配者（支配的な株主又は経営者）が僅かの経済的な持ち分で会社を支配している点において少数支配構造は分散所有構造との類似性を有する。例えば、議決権の倍率が 20 倍である場合に支配的な株主が僅か 4.76%の経済的な持ち分だけで会社に対する支配を維持し続けられる。[38] Bebchuk and Kastiel (2017)の調査によると、複数議決権構造の利用を通じて、支配的な株主が平均として 11.6%の持株で、極端として 0.4%（Comcast Corporation）、1.8%（Ford Motor Company）の持株で会社を支配していると分かる。[39] 分散所有構造における経営者と関係者による持株率については、米国の場合に平均として 9%（2015 年から 2021 年まで）[40]、7.83%（1987 年から 2005 年まで）で[41]、日本の場合に（2004 年から 2019 年まで）平均として取締役が 7.54%、CEO が 5.64%である[42]と分かる。

そして、支配権の固定化という点について、少数支配構造と支配構造とは相変わらずであると言うまでもない。それに、分散所有構造の場合でもスタッガード・ボード（Staggered Board）とポイズンピルを組み合わせることで、取締役の同意がなけれ

---

[38] 第五章第一節第一項を参照。

[39] Bebchuk LA and Kastiel K, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock” (2017) 103 Va. L. Rev. 585 at 608–609.

[40] Lewellen JW and Lewellen K, “The Ownership Structure of U.S. Corporations” (2022) SSRN Journal at 1–2, https://www.ssrn.com/abstract=4173466 viewed 1 August 2025.

[41] Hwang JH and Hu B, “Private Benefits: Ownership Versus Control” (2009) 32 Journal of Financial Research 365 at 371–372.

[42] Haque H, Kabir MdN, Abedin SH, Miah MD and Sharma P, “Insider Ownership and Default Risk: What Does the Data Reveal about Japanese Firms?” (2024) 26 China Accounting and Finance Review 354 at 364.

ば会社を買収することがほぼ不可能となる。[43] このような支配権の固定化という属性から見ても少数支配構造と分散所有構造と共通するところが大きい。

ゆえに、分散所有構造と少数支配構造との共通点から見れば、少数支配構造に関わるコーポレートガバナンスの問題を検討する前には、現代会社法の発展に主要な舞台とされていた分散所有構造におけるエージェンシー理論の発祥・発展と会社法に対する影響を考察する必要がある。

従って、本章では、米国おいて株式所有と経営の分離がなぜ起こったか、エージェンシー理論の提唱がその分離とどのように関係づけられていたかなどの問題をめぐって、分散所有構造の進展を考察するうえで、エージェンシー理論の提唱・理論内容・有用性及び近年の学説上の批判を考察する。

第二節　米国における株式所有の分散

米国では、株式所有と経営の分離は産業革命と市場経済発展とともに長い歴史を経て、少数株主の数の増加と持ち株をほとんど有しない経営者の台頭という二つの進展の結合を通じて漸次的に引き起こしたのである。

歴史的に見れば、株式の所有と支配の分離が 20 世紀の初期に米国に現れたと見られるが、その基盤を築いた発展が 19 世紀末期に始まっていたのである。[44] 19 世紀までに、事業を経営する典型的な企業組織は主に個人団体の財産に基づいて事業活動を組織しその個人団体が自ら経営するのが一般的であり、事業の規模が大きくなかったし、所有と支配も一致していた。しかし、経済発展とともに、事業の規模が拡張し、事業活動を組織するにあたっては、工場制度と近代的な大企業が利用され、投資者の数や投資者が拠出した財産の額が膨大に増加し、企業に対する支配も経営者に移行されるようになって行った。それで、近代的な株式会社という企業組織が数多く利用されるようになり、会社に対する支配も個人団体による支配から経営陣による支配へと移行する傾向が強まっていた。[45]

---

[43] Faleye O, "Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment" (2007) 83 Journal of Financial Economics 501 at 511.

[44] "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 SSRN: https://ssrn.com/abstract=1532922 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1532922.

[45] Berle AA and Means GC, *The Modern Corporation and Private Property* (2009 10th print, Transaction Publishers, New Brunswick, N.J, 1933) pp 4–5. 例えば、当時、鉄道・鋼鉄・鉱業・化学・石油産業などの資本集約型産業においては大規模な家族企業グループ（Carnegie、Vanderbilt、Rockefeller、DuPont 等）が形成されていたが、それらの企業グループの支配者たる創業者の退任

20 世紀に入ると、それらの会社は公開資本市場において大衆投資者から資本の供給を受けていることが特徴的となっていた。また、Berle と Means の研究によれば、当時のアメリカの資本市場において、会社の規模にかかわらず株式がかなり数の株主によって分散所有されていた。[46]それとともに、会社の財産とそれに対する支配権が株主ではなく会社の経営者の手に置かれていた。例えば、1930 年初めの 200 大会社が呈している支配の形態に対する考察によれば、44%の会社が経営者による支配、21%の会社が法的手段に基づく支配、23%の会社が少数持株による支配、5%の会社が多数持株による支配、6%の会社が私的所有、1%の会社が財産管理人による支配であることが分かる。[47] それによって、株式会社に対する支配は株主の所有権から分離され経営者によって行使されることとなり、いわば所有者（元々は拠出した財産の所有者、つまり株主）と支配者（会社の経営者）の分離が生じている。[48]

とはいえ、当時はその所有と支配との分離が完全に完成したと言えず[49]、TNEC の検証調査によれば、1939 年において最も規模が大きい 200 社の非金融会社のうち、支配的な株主が存在する会社が 118 社を超え主流であると結論づけられていた。[50] しかし、1940 年代から 1950 年代にかけて、ピラミッド構造などを採用する大規模な企業グループについてその独占力や政治的影響力が強いという点が望ましくないと社会的に認識されるようになったため、会社所有の集中を排除する目的とした 1935 年の公益事業持株会社法（Public Utility Holding Company Act of 1935）と法人間配当課税法（Revenue Act of 1935）及び 1940 年の投資会社法（Investment Company Act of 1940）

に伴う後継者問題が生じた。それで、J.P. Morgan を中心とする投資銀行はニューヨーク中央鉄道のような大企業の支配株式を分散させることに成功し、家族による支配に対する批判を軽減するとともに、取締役会の席を確保することで欧州の投資家の利益保護に重要な役割も果たした。"Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between 'Lumpers' and 'Splitters'", n 44 at 24–26; Morck R, *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers* (University of Chicago Press, Chicago, 2007) pp 616–617.

[46] Berle and Means, n 45, pp 47–65. 例えば、最も規模が大きい 200 社のうち、情報が取得できた 144 社の株主名簿から見れば、5 千人未満の株主を有する会社が 20 社で、2 万人以上の株主を有する会社が 71 社である。そして、それらの会社の総資産の 50%以上は 5 万人以上の株主を有する会社によって所有されている Berle and Means, n 45, pp 49–51. また、アメリカ電話電信などの巨大な株式会社の株主名簿を見てみると、主要株主が 1929 年において会社の発行済み株式の 1%未満の株式しかを有していなかった。それらの会社において、所有権全体の重要な部分を有する単一の個人株主は存在していない。それのみならず、20 大株主が保有する株式が全体に占める割合を合算して見ても、極微であり、例えばアメリカスチールの場合はその合算した割合が 5.1%にすぎない。そして、残りの株式は、20 大株主以外に数が何十万以上の零細株主によって所有され、その個々の零細株主の持株比率を個人レベルで見れば取るに足りないほどである。そのような現象は、前述した巨大な株式会社だけでなく、ほかの数多くの株式会社においても見られる。Berle and Means, n 45, pp 47-49,52.

[47] Berle and Means, n 45, p 109.

[48] Berle and Means, n 45, pp 66–111.

[49] Larner RJ, "Ownership and Control in the 200 Largest Nonfinancial Corporations, 1929 and 1963" (1966) 56 The American Economic Review 777 at 786–787; Berle and Means, n 45, p 302.

[50] Gordon RA and Institution B, *Business Leadership in the Large Corporation* (Brookings institution, 1945) pp 39–43.

という一連の法規制が採用されていた。それで、株式の分散所有がさらに促され、支配的な株主を有する大型企業グループが分解されるようになっていた。[51] その影響を受けて、支配的な株主の持株が次第に分散されるようになり、支配的な構造の会社が分散所有構造の会社への転換が徐々に進んだ結果、1960 年代になってからは、経営者が会社を実質的に支配する分散所有構造の会社は米国産業界の主流となり[52]、「経営者資本主義」（Managerialism）が完全に確立されるようになった。[53]

第三節　株式所有と支配の分離によるエージェンシー理論の提唱

第一項　1970 年代までに縦型のエージェンシー問題の指摘

株式所有と支配の分離と伴い、株主と会社を実質的に支配している経営者との間に利害の対立が重視されるようになる。実際に、遅くとも 17 世紀の末期において、東インド会社（British East India Company）や英国銀行会社（Bank of England）などの会社では株主の数が既に数百名に上り、会社の経営が主として数名の大株主によって支配されていた。[54] それについて、当時の大型会社において所有と経営支配の分離がある程度で生じていたと言える。そして、アダム・スミスは「国富論」（1776 年）に株式会社における株主と経営者との利益の分離が生じること及びそれによる利益追求の乖離が会社経営に望ましくない経済結果をもたらす恐れがあることを指摘していた。[55]

特に、19 世紀から特に 20 世紀に入ると、米国においては、上述したように、株

---

[51] 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. 現在の米国資本市場において、ピラミッド構造を採用する会社がないことは歴史的発展によるものでも偶然の産物でもなく、大恐慌の時代に起こした深刻な問題の影響を受けていることから 1930 年代から 1940 年代にかけての意図的な政策選択の結果であると結論付けられている。Kandel et al, at 784.

[52] Larner RJ, *Management Control and the Large Corporation* (Dunellen, New York, NY, 1970) pp 16–17. Larner の調査によれば、1963 年において米国の上位 500 社のうち、72 社は少数支配構造で、377 社は経営者支配による分散所有構造であると分かった。英国の場合に、1950 年頃でも大企業の多くは支配集中型であったが、分散所有構造の会社が産業界の主流となっていたのは 1970 年代になってからである。Cheffins BR, *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed* (New, Oxford Univ Pr, Oxford ; New York, 2009) pp 13-16,305,320-321.

[53] Larner, n 49 at 786–787.

[54] Davies KG, "Joint-Stock Investment in the Later Seventeenth Century" (1952) 4 The Economic History Review 283 at 296–297.

[55] アダム・スミスは「国富論」（1776 年）において「このような株式会社の取締役は…自己の資本ではなく他人の資本を管理する立場にある以上、…自らの資本を監督するような切実な警戒心をもって他人の資本を監視することは到底期待できない。…従って、このような会社の事業運営においては、程度の差はあれ、常に怠慢と浪費が蔓延することになる」と指摘していた。Smith A, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations(1977 Ed. 1776)* (Univ of Chicago Pr, Chicago) pp 989–990.

式が分散所有され、会社の所有と支配との分離がかなり進んでいる大規模な公開会社の増加は注目を集める経済現象となっていた。それと伴って、経営者の機会的な行動の問題に関して研究者の関心が高まり、1920 年代までに Louis D. Brandeis を始めとする研究者は膨大な研究成果を積み重ね[56]、株式所有の分散と所有と支配との分離という新しい経済現象の発展をめぐって、このような経済現象が何を意味するのか、いかなる影響を及ぼしうるか、さらにそれ自体が問題であるか否かについて議論を行った。[57]

それらの議論を踏まえて、Berle と Means は 1930 年代の大型株式会社に対して行った考察に基づいて株式会社における株式所有の分散及び所有と支配との分離が生じたことを確認し、その分離の下では株主が会社の資産に対して経済利益を有するがその資産の運用について左右することがない一方、資産の運用に関する決定権限を有する経営者が自らの行動により生じうる不利益を負担することがほとんどないというリスクを強調し[58]、「所有者が支配者と同一である場合に支配者が所有者の利益のために経営を行う仮説が所有と支配と分離する場合にも依然として成立するや否やは、支配者と所有者との利益が合致する度合い及び支配者の権力にかけられる監督・制限の状況によって決められる」という株主と経営者との利益の乖離（つまり、「エージェンシー問題」）を指摘した。[59]

このエージェンシー問題の対応策として、Berle と Means が提唱したのは取締役会と上級役員を一体化とする経営者[60]に対して信託の場合の受託者と類似する信認義務の適用[61]、情報開示規制とそれを違反した場合に損害賠償責任の適用[62]、インサイダー取引規制[63]などによって経営者の無限的な権力を制限することである。一

---

[56] 例えば、20 世紀の初期に、著名な弁護士の Louis D. Brandeis やジャーナリストの Walter Lippmann 又は経済学者の Thorstein Veblen などの研究者が共に株式会社の所有と支配との分離について非常に卓越した成果を残した。Veblen VT and Veblen T, *The Theory of Business Enterprise* (Book Jungle, Melbourne, 2007); Brandeis LD, *Other People's Money And How The Bankers Use It* (Kessinger Publishing, S.l., 2010); Lippmann W, Leuchtenburg WE and Sitaraman G, *Drift and Mastery: An Attempt to Diagnose the Current Unrest* (University of Wisconsin Press, Madison, Wisconsin, 2015).

[57] Wells H, "The Birth of Corporate Governance" (2010) 33 Seattle UL Rev. 1247 at 1255–1256.

[58] Berle and Means, n 45, pp 8–9.

[59] Berle and Means, n 45, pp 112–116. Berle と Means の論述では、「エージェンシー問題」という言葉が使われていなく、「株主と経営者との利益の乖離」が使われていた。実質的な意味の違いがないため、本稿においてはそれを「エージェンシー問題」とする。

[60] Berle と Means の議論によれば、経営者は取締役会と上級役員から構成される。そして、法には経営者が一定の行動基準に沿って行動すべきと求めており、1930 年代までのコモンローから発展してきた主な規範としては経営者の注意義務と経営者の忠実義務及び経営者の合理的な慎重さという三つがある。それらの規範に関する議論においては、取締役会と上級役員が区別されていないまま「経営者」という代称が使われていた。Berle and Means, n 45, pp 196–197. それのみならず、Berle と Means の議論において、取締役会と上級役員から構成される経営者は法によって作られた機関であると視されている。Berle and Means, n 45, p 207.

[61] Berle and Means, n 45, pp 241–242.

[62] Berle and Means, n 45, pp 278–285.

[63] Berle and Means, n 45, pp 286–290.

方、現代株式会社法において、会社内部の特定権力の分配と均衡による内部的ガバナンスは重要な措置として位置付けられているが[64]、Berle と Means は当時そのような内部的ガバナンス措置については言及していなかった。[65] それは当時の経営者資本主義の時代において、取締役と上級役員が同じ陣営に属し、取締役会による監視監督の機能はまだ確保されていなかったからである。

Berle と Means が縦型のエージェンシー問題を提唱していた経営者資本主義の時代において、経営者が自ら自分の後継者を選出したり自分の報酬を過度に高額に設定したりすることができるのみならず、大型企業の強い影響力を通じて市場活動や非市場活動に自らの意思で影響を与えることもできる[66]。一方、経営者の権限があまりにも巨大すぎて、それを制約できる競争市場や会社内部における政治的制約も存在せず[67]、責任も曖昧なままになってしまう[68]。ゆえに、当時の経営者が「無責任な寡占者」と呼ばれていた。[69]

当時において経営者の巨大な権限や株主に対する責任の不十分又は制約体制の不足などの既述した問題を踏まえて、委任状勧誘規則の制定によって株主民主主義を促進しようとする改革などが試みられていたが[70]、事実上全能の経営者と無力な株主という状況が相変わらずであった。[71] にもかかわらず、理論上に 60 年代半ばの支配権取引市場の理論と 70 年代のエージェンシー理論の提唱からはそれらの問題が真剣に取り扱われるようになっていた。[72]

第二項　支配権取引市場の理論

1965 年 Manne は「合併と会社支配の市場」という論文において、支配権取引市

---

[64] Courchene TJ, “Corporate Governance as Ideology Symposium: Corporate Governance in Transition” (1996) 26 Can. Bus. L.J. 202 at 202.

[65] 類似的な意見としては「Berle と Means は、会社内部における権力のバランスの変更を通じて抑制と均衡を主張していなかった」と主張されている。 Pargendler, “The Corporate Governance Obsession”, n 18 at 370–371.

[66] Mason ES, *The Corporation in Modern Society* (Printing 1964. Reprint 2014, Harvard University Press, s.l, 1959) p 4; Manning B, “Review of The American Stockholder” (1958) 67 The Yale Law Journal 1477 at 1483–1484.

[67] Manne HG, “The Myth of Corporate Responsibility or Will the Real Ralph Nader Please Stand Up Speech” (1970) 26 Bus. Law. 533 at 533–534.

[68] Mason, n 66, p 4.

[69] Kaysen C, “The Social Significance of the Modern Corporation” (1957) 47 The American Economic Review 311 at 316.

[70] 株主と経営者との分離について、議会及び SEC は、株主が会社を支配する権力を有効に行使するためには、議決権の行使のための十分な情報が開示されていることが必要であるとの見解を採用したように見える。Karjala DS, “Federalism Full Disclosure and the National Markets in the Interpretation of Federal Securities Law” (1985) 80 Nw. U. L. Rev. 1473 at 1491–1492.

[71] Manning, n 66 at 1485.

[72] Pacces A, *Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers* (Taylor and Francis, Hoboken, 2013) p 3; Cheffins BR, “The Trajectory of (Corporate Law) Scholarship” (2004) 63 The Cambridge Law Journal 456 at 481–482.

場の理論を提唱していた。同理論によれば、会社に対する支配権が貴重な資産で、会社の経営効率が株式市場における株価との間に高い正の相関関係を有し、支配権の取引が数多く行われたのは支配権取引市場が機能した結果であると説かれている。言い換えれば、会社が経営非効率の経営者によって経営される場合に株価が低下することとなる。これに関して、経営の非効率による株価の低下を意識しかつ自らが関与すれば経営業績が改善できるし株価が上がる余地もあると信じている市場における買収者は買収を通じて支配権を取得した後に経営非効率の現経営者を解任し経営効率性のある後任者に置き換えることにする。つまり、支配権取引市場は非効率の会社経営者を追い出す機能を有する。従って、会社の現経営者は敵対的買収によって追い出されることとならないように効率性のある経営を追求すると動機づけられる。それで、支配権取引市場は経営者の行動を監視監督し経営者と株主との利害関係を一致させるメカニズムとして位置付けられている。[73]

支配権取引市場の理論は、敵対的買収や合併の自由度を高める法制度（たとえば反買収防衛策の規制など）が資本市場の効率化やコーポレート・ガバナンスの向上につながることを理論的に根拠づけた。同理論が提唱されてからは、分散所有構造の公開会社について、買収者が公開買付けによって目的会社の支配権を取得して元経営者を交替させることを通じて目的会社の経営効率を向上させることは株主と経営者とのエージェンシー・コストを抑えるのに欠かせない仕組みであると理論や実証研究によって裏付けられている。[74]　最も重要なのは、公開買付けによる支配権取引を通じて、買収者と目的会社の結合によりシナジーが生み出され、両社の合計市場価値が向上され、買収後における利益性も期待できるため[75]、市場効率性の

[73] Manne HG, “Mergers and the Market for Corporate Control” (1965) 73 Journal of Political Economy 110 at 112–113. 具体的に言うと、ある会社がもし他の経営者によって達成できるほどの利益が出ていなければ、その意味ではその会社が不適切に管理され、その株価は同じ業界内の他の会社の株式や市場全体と比較して低下する。それで、株価あるいは経営非効率を反映した部分は、株価に内在する潜在的な資本収益額を測る指標でもあり、より効率的な経営があれば達成できるであろう水準と比較して株価が低ければ低いほど、成功の買収による支配権の取得と非効率的な経営から会社を再活性化することを通じて得られる潜在的な利益が莫大であるため、その会社をより効率的に経営できると信じる者にとっては同社の支配権を取得することが魅力的になり、そのような支配権を目的とする買収とそれに伴う経営者の交替が行いやすくなる。返って、支配権取引市場は、少数株主に対して、会社経営における少数株主の利害に相応する権力と保護を提供している。

[74] Jensen MC, “Takeovers: Their Causes and Consequences” (1988) 2 The Journal of Economic Perspectives 21; Scharfstein D, “The Disciplinary Role of Takeovers” (1988) 55 The Review of Economic Studies 185; Easterbrook FH and Fischel DR, *The Economic Structure of Corporate Law* (Reprint, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1996) pp 171–174.

[75] Jensen MC and Ruback RS, “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence” (1983) 11 Journal of Financial Economics 5 at 5–50.

改善が促されうる。ゆえに、従来からは、敵対的買収は経営者を規律する最も有効な手段の一つと主張する意見もある。[76]

第三項　1970 年代にエージェンシー理論の提唱

1970 年代に入ると、米国において経済競争の激化やウォーターゲート事件及びペンシルバニア中央鉄道会社の倒産などの影響を受けて、米国は長期にわたる深刻な経済不況は戦後に主流理論として長く存在し続けてきた経営者資本主義に対する社会的な反省を引き起こし、投資者資本主義（Investor Capitalism）への転換を促した。[77]　その改革のアプローチとして、組織経済学[78]の研究者は新古典派経済学においてブラックボックスとして特徴づけられてきた企業（生産関数としての企業）をミクロ分析的なレベルで理解し企業における参加者の間の利害関係をどのように調整すべきかなどを分析しようとするために取引コスト理論[79]とエージェンシー理論を提唱した。[80]　エージェンシー理論は、主として Jensen と Meckling 及び Fama 等のシカゴ学派の学者によって提唱されていたのである。[81]　続いては、同理論の内容について考

---

[76] Shleifer A and Vishny RW, “Value Maximization and the Acquisition Process” (1988) 2 Journal of Economic Perspectives 7 at 11–12.

[77] Khurana R, *From Higher Aims to Hired Hands: The Social Transformation of American Business Schools and the Unfulfilled Promise of Management As a Profession* (Princeton Univ Pr, Princeton, N.J. Woodstock, 2010) pp 297–305. 出見世信之, 企業統治問題の経営学的研究 (文眞堂, 東京, 1997) p 90.

[78] 新古典経済学の下では、人間は「完全合理的な経済人」と仮定されるが、組織経済学の下では、人間は「限定合理的」であり機会的な行動をとる恐れがあると仮定され、そのような機会的な行動による経済的非効率が様々な制度によって抑制することができ、コーポレートガバナンスはその制度の一種であると主張されている。それに関するレビューについては、菊澤, 前掲注 20, 3–6 頁.

[79] 取引コスト理論については、最初に 1937 年に Coase の「企業の本質論」によって提唱されていた。Coase RH, “The Nature of the Firm” (1937) 4 Economica 386.　しかし、当時の経済理論界は企業の内部に何が起こっているかについてあまりにも関心がなく、その論文発表後の 40 年ほど間ほとんど注目を集めていなかった。Tingle BC, “The Most Important Theory in Corporate Law Is Useless: Agency Cost Theory Explains Anything and Predicts Nothing” (2024) 21 Berkeley Bus. L.J. 1 at 4.　1970 年代に入ってからは、Jensen & Meckling(1976)や Easterbrook & Fischel(1996)などを経て、「契約の束としての企業」の理論までに発展した。

[80] Romano R, “After the Revolution in Corporate Law General Article” (2005) 55 J. Legal Educ. 342 at 347; Cheffins, “The Trajectory of (Corporate Law) Scholarship”, n 72 at 481–482; Khurana, n 77, pp 314–317.

[81] 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) SSRN Journal at 2–3, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3679405 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3679405 viewed 10 July 2025.　また、Josh Bendickson 等は「Berle と Means の研究にもかかわらず、体系的なエージェンシー理論は登場したのが 1970 年代から 1980

察する。

まず、エージェンシー関係が社会関係における最も普遍的なものの一つであり、いずれの意思決定領域において、エージェントがプリンシパルのためにプリンシパルを代表してまたはプリンシパルの代わりに行動する場合にエージェンシー関係が成立し、経営者と株主との間にもエージェンシー関係が存在すると説かれている。[82]

そして、エージェンシー関係というのは「ある人（プリンシパル）が自分の目的のために他の人（エージェント）に意思決定権限を委譲して特定のサービスを提供させることを主な内容とする契約のこと」であると定義され、企業が株主（プリンシパル）と経営者（エージェント）の関係性によって特徴づけられる契約の束（nexus of contracts）[83]であると捉えられている。[84]

また、株主と経営者の間のエージェンシー関係においては、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[85]が内在するため、エージェンシー・コストが必然的に生じる。そのうえ、当該エージェンシー・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。[86] それで、上述したように定義されているエージェンシー・コストの広範性（特にその（3））からすると、ゼロコストで経営者が株主の観点から最適な意思決定を行うことを保証することは一般的に不可能であると言える。

さらに、株式会社の所有構造がエージェンシー・コストに与えうる影響について

年代にかけてであり、Jensen と Meckling (1976) および Fama と Jensen (1983) によって発展させられた」。Bendickson J, Muldoon J, Liguori EW and Davis PE, “Agency Theory: Background and Epistemology” (2016) 22 Journal of Management History 437 at 443. そのほかの関連文献について、Tingle, n 79 at 5, n.5.

[82] Ross, n 81 at 134,138.

[83] 企業が「契約の束（nexus of contracts）」であるという見解はエージェンシー・理論の重要な内容として会社法の発展に巨大な影響を与えていた。それについては、本章第四節を参照。

[84] Jensen and Meckling, n 81 at 308.

[85] 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。神田秀樹と静正樹, コーポレート・ガバナンスの展望 (中央経済グループパブリッシング, 2011), 107–108 頁.

[86] Jensen and Meckling, n 81 at 308. 具体的に言うと、そのエージェンシーコストには（1）プリンシパルがエージェントの機会的な行動を監視監督するためのコスト、（2）エージェントの利益がプリンシパルとの一致性を確保させるためにエージェントに対してインセンティブを付与することに費やしたコスト（インセンティブ・コスト）、及び（3）エージェントが実際に行った意思決定とプリンシパルの福祉の最大化を可能とする理想的な意思決定との間に生じうる乖離によってプリンシパルが享受する見込みのある利益の減少いわば残余損失という三つのコストが含まれている。

は、同理論によれば、経営者が会社の株式を 100%所有している場合に、経営者株主は自身の効用を最大化するように経営を行い、これによる金銭的利益と非金銭的利益のすべては経営者株主によって享有することとなる。一方、経営者株主がその一部の株式を外部の投資者に譲渡した場合、非金銭的便益が依然として経営者株主によって独自享有されるが、これを追求する会社行動に費やされていたコストについては、経営者株主がただその一部しか負担しなくなるゆえに、経営者株主と外部株主の間に利益の乖離が生じる。それによってエージェンシー・コストが生み出されるようになる。なお、経営者株主の持ち分割合が減るにつれて、エージェンシー・コストも高くなる。[87]

最後に、主な結論としては、(1) 株主と経営者との間において構造的な利益の不一致性と情報の非対称性が存在し経営者が株主の利益を犠牲にして自らの利益を追求する恐れがあるものの、株主が経営者に対して適切なインセンティブを設定し、経営者の不適切な行為を抑制するためのモニタリング・コストを負担することで、経営者による株主利益からの乖離を制限することができる；[88] (2) その (1) に費やしたエージェンシー・コストの水準は法制度上の規制ルールの定めと契約上の条項の工夫などに依存する；(3) 株式会社という制度はエージェンシー・コストなどの欠点が伴うとしても、市場や制度による制約の下で、法制度と契約の進化を通じて、多くの場合に優れた制度であると実証されていたからこそ、広く採用され続けてきたのである。[89] さらに、Fama & Jensen (1983) によれば、公開会社などの企業組織において所有と支配の分離によって生じた利益はエージェンシー・コストを超えるならば分散所有構造の存在に関する合理性が説明できると説かれている。[90]

第四節　会社法に対するエージェンシー理論の影響

現代会社法の学問的起源が米国にあり、そこから英国さらにその他の法域へ広まったと言われる。[91] Berle と Means が 1930 年代に縦型のエージェンシー問題を提唱してからは、事実上全能の経営者と無力な株主という不均衡を改善するために、株主提案権のルールの制定[92]や経営者の会社に対する信認義務の強化[93]又は「株主民主主

---

87 Jensen and Meckling, n 81 at 312–313.　経営者株主の持ち分割合とエージェンシー・コストの関係性について、本章第三節第二項の部分を参照。
88 Jensen and Meckling, n 81 at 307.
89 Jensen and Meckling, n 81 at 357.
90 Fama EF and Jensen MC, “Separation of Ownership and Control” (1983) 26 Journal of Law and Economics 301 at 301–302, 309.
91 Gindis D and Micheler E, “Institutional Theory for Corporate Law: An Invitation” (2024) 24 Journal of Corporate Law Studies 399 at 402.
92 例えば、株主による株主総会での議決権の行使を強化するために、1942 年に Rule X-14A-7 として Rule 14a-8 を設けた。17 C.F.R. § 240.14a-8.　比較法研究センター, “株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書” (法務省, 2016) at 12–13.
93 Loft, Inc. v. Guth, 23 Del.Ch. 138 (Del.Ch. 1938)

義」の活発化[94]などの試みがあったが、大きな進展を遂げたとは言えず、1960 年代までに米国の会社法研究は長らく「停滞」していると言われていた。[95]

1970 年代に入ると、Jensen と Meckling（1976）を代表とするエージェンシー理論は新しい統括的な理論として現代会社法に斬新な理論的枠組みを提供することことができるようになり、会社法研究に関わる「革命」を引き起こした。[96] その後の 40 年ほどにわたり、同理論は会社法とコーポレートガバナンス研究における支配的な理論となり[97]、現代会社法における株主と経営者の利害関係の調整に関する議論も当該理論の枠組みを使って展開されていたという[98]。数十年の議論を経て、エージェンシー理論の内容がかなり定着し、その中からは（1）エージェンシー・コストの理論と（2）「契約の束としての企業」の理論という二分枝の理論が発展され、会社法に対して重大な影響を与えていた。

第一項　エージェンシー・コストの理論

エージェンシー理論の下では、株式所有と経営支配との分離が資本提供とサービス提供との分業として位置付けられ、株主がプリンシパルとして自ら拠出した資本の管理運用を経営者に委任し、経営者がこの委任を受けてエージェントとして経営管理のサービスを提供することで、エージェンシー関係が成立する。[99]

ここで、まずエージェンシー理論上に取り扱われるエージェンシー関係（「経済的エージェンシー」と称す）を法律関係としてのエージェンシー関係（「法的エージェンシー」と称す）と区別しなければならない。経済的エージェンシーは、Jensen と Meckling（1976）によれば、二つの市場主体の間に意思決定権限の委譲と特定サービスの提供を内容とする契約である[100]とより広範的に定義されている。一方、法的エージェンシーについては、「代理とは、ある者（本人）が他の者（代理人）に対して、代理人が本人の支配・監督のもと、本人のために行為することへの（本人による）容

---

94 Caplin MM, “Shareholder Nominations of Directors: A Program for Fair Corporate Suffrage” (1953) 39 Virginia Law Review 141 at 141–161.

95 Manning B, “The Shareholder’s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker” (1962) 72 The Yale Law Journal 223 at 245, n. 37; Romano R, “Metapolitics and Corporate Law Reform” (1984) 36 Stanford Law Review 923 at 923「会社法は…研究的に魅力の乏しい分野となっていた」.

96 Manning, n 95 at 6–7; Cheffins, “The Trajectory of (Corporate Law) Scholarship”, n 72 at 493; Romano R, *From Corporate Law to Corporate*, PREFACE (2nd edn, LexisNexis/Matthew Bender, New Providence, NJ, 2010).

97 Goshen Z and Squire R, “Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance Essay” (2017) 117 Colum. L. Rev. 767 at 769; Denozza F and Stabilini A, “Principals vs Principals: The Twilight of the Agency Theory Corporate and Financial Markets Law” (2017) 3 Italian L.J. 511 at 511; Gindis and Micheler, n 91 at 399–400.

98 Goshen and Squire, n 97 at 775,794; Gilson R, “From Corporate Law to Corporate Governance” (2018) Oxford Handbook of Corporate Law and Governance, (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe (Eds.), Oxford University Press), at 5.

99 Pacces, n 72, p 3.

100 Jensen and Meckling, n 81 at 308.

認を表明し、かつ、（代理人の方でも）代理人がそのように行為することの容認、もしくは何らかの形で同意を表明するときに生じる信認関係（fiduciary relationship）である」とより厳格的に定義されている。[101] つまり、エージェンシー・コストが生じうる経済的エージェンシー関係であっても、必ずしも法的エージェンシー関係が成立するとは限らない。例えば、英国法の下では経営者が会社のエージェントであり株主のエージェントではないと明確にされ[102]、経営者と株主との間に法的エージェンシー関係がない。しかし、経済的エージェンシー関係の観点から見れば、経営者が私的利益を追求することは株主に対してエージェンシー・コストを課すこととなり[103]、経営者と株主との間に経済的エージェンシー関係が存在すると言えるだろう。

また、本稿に論じられているエージェンシー関係の問題点としては、経営者が会社の経営管理の任務を遂行する際に生じうる株主との利益相反である。この利益相反を利用できる余地が情報非対称性の度合いによって左右されている。情報の非対称性が許されれば、経営者が逆選択とモラールハザードを行う恐れがある。会社の経営管理を行う権限を経営者への委任は情報非対称性の発生及びコーポレートガバナンスにおいて経営者が逆選択とモラールハザードを行うことを可能にする源泉であると言える。[104]

そして、エージェンシー・コストについては、既述した通り、それが経営者と株主の間における情報の非対称性と利益相反から生じ、監視監督のコストとインセンティブ・コスト及び残余損失で構成される。経営者行動の性質から見れば、エージェンシー・コストは主に（1）経営者による窃取（stealing）と（2）経営者の怠慢（shirking）という二つの源泉に由来する。窃取というのは会社の資源・価値を経営者へ移転させる策略で、怠慢というのは経営者が株主価値以外の目標を追求することを指す。[105] それで、エージェンシー・コストは、経営者の僭越行為（過度に高額な報酬、自己取引など）によるコストと経営怠慢によるコストの合計額であると見なすことができる。経済学の文献では通常その二つの源泉に由来するコストを区別せずに一括に「エージェンシー・コスト」として取り扱われる。しかしながら、米国の会社法制はその二つのコストを同等的に規制しているわけではない。経営者による経営怠慢（shirking）や錯誤（mistakes without fraud or conflict of interest）又は優れいない経営決定（bad business decisions）が企業価値を損なうが、詐欺や利益相反がなければ、経営者の責任をセー

---

[101] § 1.01Agency Defined, Restatement (Third) Of Agency § 1.01 (2006). 和訳については、樋口範雄等,『現代の代理法―アメリカと日本』 (弘文堂, 2014), 284 頁を参照.

[102] §170(3), Companies Act 2006 of UK,「取締役が会社に対して負う義務に関しては…コモン・ロー上の規則および衡平法上の原則」が適用すると定める。また、判例については、Percival v Wright, 1902 WL 12676 は「会社の取締役は個々の株主の受託者ではない」、 Peskin v Anderson, 2000 WL 1841707 は「取締役は株主に対して信認義務を負わない」と判じた。

[103] Cheffins BR, *Company Law: Theory, Structure, and Operation* (Oxford University Press, Oxford : New York, 1997) p 45.

[104] Pacces, n 72, p 27.

[105] Roe MJ, “Corporate Law’s Limits” (2002) 31 The Journal of Legal Studies 233 at 235.

フハーバーする経営判断原則を覆すことは極めて困難である。[106]

それで、上述したエージェンシー問題に基づき、主に以下の二つの結論が導かれる。(1)、コーポレートガバナンスの究極的な目的は、会社資産に対する残余請求権の総和（すなわち企業価値）たる株主価値を最大化にすることを保証することによってエージェンシー問題を抑制することである。(2)、その目的を実現するためには、経営者の逆選択とモラルハザードを抑制することを目的として彼らの経営管理の権限に対する規律が不可欠である。根本的に言うと、エージェンシー理論に基づくコーポレートガバナンスは主として経営者の不正行為から株主利益を保護することである。[107]

もっとも、エージェンシー理論は企業を「契約の束」として取り扱うから、契約自由の論理からすると、株主と経営者の間の情報の非対称性と利益の相反については第一義的に契約の定めによって解決すべきだと考えられる。一方、その情報の非対称性と利益の相反という問題を解決することを目指す契約条項を事前にいくら詳細に契約に織り込んでも締結後に現れうる経営者の利益相反行為などから生じる恐れのあるすべての危険性を防ぐことは現実的には不可能であり、いわば経営者と株主との契約には不完備契約の問題がある。[108]　不完備契約の下では、限定合理性のためインセンティブの一致性の実現がほぼ不可能であり、機会的な行動の恐れがあるため単なる契約の約定に頼ることは危険性が高い。ゆえに、柔軟性のある契約を備える企業組織はこの下での経営管理の権限が行使されることによってそれらの問題を対応できる。[109]　そのとき、企業という組織自体の運営は企業の存在を根拠づける契約の不完備性を補う機能を担うこととなっていると言えよう。しかし、その契約の補充が合理的ではない場合、不完備契約の問題が解決されたとは限らない。ゆえに、契約による解決が完全かつ有効であれば、法によって関与する必要性が少ない。[110]　不完備契約の問題が残っているからこそ、法規制などによるコーポレートガバナンスを行う必要性が生じる。[111]　一方、法規制による関与が必要であるとき、法が一連の契約上の取り決めとされる会社をどこまで干渉できるかは更なる問題となる。

---

106 Roe, n 105 at 235,242.
107 Pacces, n 72, p 27.
108 Jensen and Meckling, n 81 at 308,309, n. 10; Hart O and Moore J, “Incomplete Contracts and Renegotiation” (1988) 56 Econometrica 755 at 755–756; それに関する日本語文献でのまとめについては神田ほか前掲注 85, 107–108 頁を参照.
109 Williamson OE, “Strategizing, Economizing, and Economic Organization” (1991) 12 Strategic Management Journal 75 at 79.
110 Pacces, n 72, p 6.
111 Pacces, n 72, p 54; Zingales L, “Corporate Governance. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law” (1998) SSRN Journal at 6–7, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=46906 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.46906 viewed 6 September 2025.

第二項　　「契約の束としての企業」の理論

Easterbrook と Fischel（1991）はエージェンシー理論に基づき「契約の束としての企業」という枠組みを採り、会社法のルール体系は、主として株主と経営者との間で生じる交渉・監督コストを節約するための標準的な契約条項の集合であると主張し、エージェンシー・コストを座標軸として会社法における補完的ルール(Background Terms)と強行法規(Mandatory Terms)及び契約条項の変更（Changes in Terms）の最適性を検討した。そのうえで、会社法のルールは大多数の事業者が選んだであろう条項を提供する一方で、一定の場合を除き、事業者が明示的にカスタマイズした内容の条項を定めていればそれに従えばよいとすべきであると主張している。[112] その理由としては以下のように主張されている。コーポレートガバナンスに関する契約条項は会社の参加者間の市場取引においてその価値が株価に反映され、同条項が有益であるかどうかが市場で検証されたのであり、誤った条項を採用した会社について利益性が欠くため資本調達ができなくなる。このような市場メカニズム[113]は機能するため定款自治に任せても問題ないが、参加者たちが選択した条項の価値が株価に反映されず、株主利益に対して系統的に有害でかつ市場で補正できない場合に限って、強行法規による干渉を正当化する必要性がある生じる。[114]　特に、情報開示規制[115]、第三者に及ぶ外部性を防止する分野（環境規制、安全基準、消費者保護等）[116]、既存株主を不当に害する恐れのある条項の事後改定（買収防衛策の導入等）[117]などの場合には強行法規が適用する余地がある[118]。

第三項　　エージェンシー理論から導かれたガバナンス措置

エージェンシー・理論が提唱されてからは、経営者と株主との利益を一致させるメカニズムとして既に提唱されていた支配権取引市場の理論と急速的に融合した。[119]

これらの理論に基づいて、株主と経営者との利害関係を調整するガバナンス措置としては、概ね（1）経営者パフォーマンスに対する監視監督（モニタリング・システム）と（2）経営者に対する経済的インセンティブの付与（インセンティブ・シス

---

[112] Easterbrook FH and Fischel DR, *The Economic Structure of Corporate Law* (Reprint, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1996) p 12,14-15,34,236.
[113] 公開市場で取引される株式の株価が専門的投資家によって決定されるもので、その株価は、会社法や契約の良し悪しの影響を反映している。Easterbrook and Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, n 112, pp 18–19.
[114] Easterbrook and Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, n 112, p 17,21.
[115] Easterbrook and Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, n 112, pp 25–26.
[116] Easterbrook and Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, n 112, pp 22–24.
[117] Easterbrook and Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, n 112, p 26.
[118] Easterbrook and Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, n 112, p 22.
[119] Gindis and Micheler, n 91 at 402.

テム）[120]と（3）証券市場による規律（情報開示の強化と株価によるシグナル）[121]及び（4）と支配権取引市場による規律[122]という四つのメカニズムに焦点を当てている。（1）については会計ルールの厳格化、内部統制システムの構築及び専門的な取締役会の設置によって行われる。(2）については、経営者への報酬を自社株やストックオプションで支払うことにより、経営者と株主の利益の一致性をできるだけ確保することによって行われる。(3）と（4）については、株価に会社の本質的価値を反映させ、非効率な現経営者が支配の奪われる脅威に晒され、効率な経営をもたらせる買収者に取って代わられる資本市場によって行われる。[123]

さらに、エージェンシー理論に基づく推論として広く受け止められているものとしては、(1)経営者に対して株主の権力の強化が会社の経営向上につながること、(2)より独立的なメンバーから構成される取締役会が経営者を効果的に監視し、経営を改善することができること、(3) 経営者と株主の利益を一致させることがより良い経営をもたらすこと、(4) 会社の支配権取引市場がエージェンシー・コストを抑制する重要なメカニズムであること、(5) すべての企業においてエージェンシー関係が存在するため、あらゆる企業に横断的に適用可能な「良き実践（good practice)」が存在すること、(6)経営者が利己主義で企業の利益より自己の利益を優先する行動をとること、という六つの仮設が存在している。[124]　そのいずれの仮設はコーポレートガバナンス上に当然の前提として運用されていると言えるだろう。

第四項　　エージェンシー理論に対する批判

分散所有構造を主な議論の舞台とするエージェンシー理論は現代会社法の発展に極めて重大な影響を及ぼし、そのもとで、大半のコーポレートガバナンス措置が同理論に基づいて提唱されるようになっていた。特に、取締役、株主などの会社参加者間の利害関係を調整するルールのうち、エージェンシー・コストの最小化によって株主利益の最大化を実現することを可能とするルールは法規制の発展と競争において学説上に広く支持され、実務上に広く採用されるようになっていた。[125]

---

[120] Jensen and Meckling, n 81 at 308.（経営者に対するインセンティブの設定と株主による経営者に対するモニタリング)。菊澤, 前掲注 20, pp 42–43. (エージェンシー問題が提唱されて以来、経営者と株主との利害関係を一致させることを可能とする論理的な方法としては、（1）株主が何らかのメカニズムによって経営者をモニタリングする方法（モニタリング・システム）と（2）株主が何らかのメカニズムによって経営者が株主と共有する利益のために自己統治を行うことを確保する方法（インセンティブ・システム）と考案され発展してきた。).

[121] Mahoney PG, “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems” (1995) 62 The University of Chicago Law Review 1047.

[122] Bebchuk and Hamdani, n 31 at 1282; Scharfstein, n 74.

[123] Khurana, n 77, p 318.

[124] Tingle, n 79 at 15,31,37,44,48,55.

[125] Kershaw D and Kershaw D, *Company Law in Context: Text and Materials* (Second Edition, Second

一方、近年にエージェンシー理論に対して批判の意見が高まり、同理論が既に黄昏期に入っているや会社法研究上に最も無用な理論であるなど学説上に強烈な批判も現れている。[126] この部分においては、その批判の意見を考察し簡潔にまとめておく。

まず、エージェンシー理論は Jensen & Meckling（1976）のモデルに基づいて本格的に確立されていたもので、同モデルについては、それが部分均衡モデルで数多くの仮定条件が付いているのみならず[127]、複雑な資本構造及びビジネスの実状況を過度に単純化したこと、単一的に株主価値優先主義を堅持すること、経営者の動機を利己的要因のみと仮定すること、株主と利害関係の多様性を無視することなどの問題があるため、根本的な欠陥を有すると言われている。[128]

また、同理論においては、株主がエージェントたる経営者のプリンシパルとして位置付けられているが、法的関係から見ればその位置付けが合理的ではない。なぜなら、法的に言えば、取締役が株主の支配に服するエージェントではなく、株主が所有しているのが株式という権利で会社を所有しているわけでもなく、株主が公開会社における唯一の残余財産請求権者ではないからである。[129]エージェンシー理論の下で、株主をプリンシパルとするのは当然に株主の利益を一義的に優先することを導く。それで、同理論には株主の利益のためにエージェンシー・コストを可能な限り抑えるという暗黙の目標が含まれている。[130] 従って、当該理論に基づき、会社法の中心的な経済課題は経営者が株主の利益に対して忠実であることを確保することによりエージェンシー・コストを削減することであり、公開会社の主要な目的あるいはあるべき目的は株主の富を最大化することであると解されている。[131] 株主第一主義（Shareholder Primacy）は、経営者が債権者や従業員などのステークホルダーの利益を害する方法を通じて株主の富を最大化しようとしたり、自社株の買取や経費削減な

Edition, Oxford University Press, Oxford, New York, 2012) pp 171–188; Kraakman et al, n 29; Brealey R, Myers S and Allen F, *Principles of Corporate Finance* (13th edn, McGraw-Hill Education, New York, NY, 2019); Pacces, n 72; Easterbrook and Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, n 113; Bainbridge SM, *Corporation Law and Economics* (Foundation Pr, New York, N.Y, 2002).

126 Hardman J, *The Limits and Logic of Agency Theory in Company Law* (Routledge, Abingdon, Oxon UK ; New York, NY, 2024) Part I The Limits of Agency Theory in Company Law; Tingle, n 79; Heaton JB, "Corporate Governance and the Cult of Agency" (2019) 64 Vill. L. Rev. 201; Denozza and Stabilini, n 97; Eechambadi K, "The Dual Class Voting Structure, Associated Agency Issues, and a Path Forward Student Notes" (2016) 13 N.Y.U. J.L. & Bus. 503; Clarke T, "The Impact of Financialisation on International Corporate Governance: The Role of Agency Theory and Maximising Shareholder Value Analysis" (2014) 8 Law & Fin. Mkt. Rev. 39.

127 Tingle, n 79 at 12.

128 Clarke, n 126 at 42.

129 Stout L, "The Toxic Side Effects of Shareholder Primacy" (2013) 161 University of Pennsylvania Law Review 2003 at 2006; Heaton, n 126 at 204.（「株主はプリンシパルではない…株主が所有するのは株式であり…会社そのものやその資産ではない」）

130 Tingle, n 79 at 6.

131 Blair MM and Stout LA, "A Team Production Theory of Corporate Law" (1999) 85 Virginia Law Review at 248–249.

どによって単に株価を上昇させることを目的とする短期主義行動を取ったりすると動機づけ、株主を含む利害関係者の長期利益を害する結果をもたらす恐れがある。[132] ゆえに、学説上、株主利益優先主義がコーポレートガバナンスの問題に対しては「毒性のある治療法」であり、この時代の実状況と合わないため、堅持されるべきではないと強く批判されている。[133]　もっとも、誰をプリンシパルとするという問題は経営者が誰に対して信認義務を負うという問題にもかかわる。デラウェア州の会社法では、取締役は会社及びその株主に対して信認義務を負うとされている。[134]一方、英国法の下では経営者が会社のエージェントであり株主のエージェントではないと明確にされ、取締役は株主に対して信認義務を負わないとされている。[135]　米国の学説上に、プリンシパルを株主から会社そのものへと再定義し、取締役会の地位を株主のエージェントから自律的な受託者へと再定義すべきと主張する意見もある。[136]

そして、エージェンシー・コストの定義が曖昧すぎることである。Jensen & Meckling（1976）が提唱したエージェンシー・コストの算定方法には「残余損失」というような極めて曖昧的な要素が含まれているため、エージェンシー問題との関係性が明確ではない結果が現れた場合、その結果が合理的に見えそうなときにはエージェンシー問題の解決によるものであると解釈しうるし、その結果が合理的ではないと思われるときには「残余損失」のせいにすることで解釈することもできるから、エージェンシー理論は結局万能理論となっている。[137]なお、同理論については、エージェントたる経営者を雇うのに必ずコストがかかること及び経営者が利己主義で機会的な行動を行うのが予想できることという側面から見れば自明の理を論述しているに過ぎないとも言われている。[138]

もっとも、エージェンシー理論から得た示唆の有効性については、近年学説上に疑われるようになっている。同理論に基づいて多数のコーポレートガバナンスの措置が提唱され、採用されていた。しかし、エージェンシー理論の立場を振り返って見れば、公開会社の抱えるエージェンシー問題に関して急進的なガバナンス改革が必要で

---

132 Stout, n 129 at 2019–2021.

133 Stout, n 129 at 2022–2023; そのほかの文献について、Sjåfjell B, Johnston A, Anker-Sørensen L and Millon D, “Shareholder Primacy: The Main Barrier to Sustainable Companies” in Sjåfjell B and Richardson BJ (eds), *Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities* (Cambridge University Press, Cambridge, 2015); Clarke, n 126 at 44.

134 Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985). Loft, Inc. v. Guth, 23 Del. Ch. 138, 2 A.2d 225 (1938), determination sustained, 23 Del. Ch. 255, 5 A.2d 503 (1939).

135 前掲注 102 を参照。

136 Lan LL and Heracleous L, “Rethinking Agency Theory: The View from Law” (2010) 35 The Academy of Management Review 294 at 294,307.

137 Heaton, n 126 at 202–203; Stephen A. Ross, Finance Vernengo Matias, Caldentey EPerez and Rosser Jr BJ, *The New Palgrave Dictionary of Economics* (Palgrave Macmillan UK, London, 2020) p 21.　Ross は エージェンシー理論については、反証しにくいという問題があり、いかなる現象も「エージェンシー・コスト」の射程外にあるようには見えず、その概念は分析ツールというより時々呪文のように使われていることさえあると批判している。

138 Tingle, n 79 at 10.

あるというような意見は Jensen & Meckling（1976）が本来から主張していたものではない。逆に、Jensen & Meckling（1976）が従来から主張していたのは、市場がエージェンシー問題を抑制するインセンティブを提供できるため、むしろ市場による規律の結果が最適なものであるというものである。[139]　最も、同理論の推論として広く受け止められている上述した六つの仮設に基づくガバナンス措置の有効性については、実証研究によって検証された結果、その六つの仮設は正しいとは言えないと結論付けられていた。それで、エージェンシー理論の有効性に疑問が投げかけられている。[140]

なお、主流説とされるエージェンシー理論であるが、近年、学説上に同理論が現実社会の発展や世界各国のコーポレート・ガバナンス制度における複雑の利害関係を十分に捉えきれないところがあると説かれている。[141]　例えば、ヨーロッパにおいて、敵対的買収における取締役会の中立性を求めるルールの普及を目的とする欧州議会及び理事会による買収入札に関する指令案について、最初にドイツは積極的に支持する態度を示したが、1999 年に英国企業 Vodafone による伝統的ドイツ通信企業 Mannesmann の画期的な買収の影響を受けて、その後、反対する態度に変更した。それは社会における経済ナショナリズムが会社の所有構造や株主権利保護などに関するコーポレートガバナンスにおいて重要な役割を果たしているからである。一方、エージェンシー理論だけでは、そのような経済ナショナリズムによる影響については説明することができない。[142]

エージェンシー理論については、膨大な批判の意見があるにもかかわらず、それを覆すことができ新たなコーポレートガバナンスの措置を示唆することができる新理論が構築されていたとは言えない。[143]　一方、シカゴ学派のエージェンシー理論の集大成者としての Easterbrook と Fischel は、新自由主義の下での定款自治と市

---

[139] 前節第三項を参照。また、Cheffins, “What Jensen and Meckling Really Said About the Public Company”, n 81 at 10; Bendickson et al, n 81 at 444.
[140] Tingle, n 79 at 31,36,42-43,47-48,54-55,59-60.
[141] Pargendler M, “Controlling Shareholders in the Twenty-First Century: Complicating Corporate Governance beyond Agency Costs” (2019) 45 J. Corp. L. [xi] at 956.
[142] Pargendler M, “The Grip of Nationalism on Corporate Law” (2019) European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 437/2019 at 12, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3144451 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3144451 viewed 31 July 2025.
[143] エージェンシー理論の以外に、提唱されていた理論としては：Gindis and Micheler, n 91; Anderson R, “A Property Theory of Corporate Law” (2020) Columbia Business Law Review, Vol. 2020, No. 1, 2020, Pepperdine University Legal Studies Research Paper No. 2020/28, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3421009 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3421009 viewed 15 September 2025; Blair MM and Stout LA, “A Team Production Theory of Corporate Law”, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=425500 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.425500 viewed 15 September 2025; Hillman AJ, Cannella AA and Paetzold RL, “The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change” (2000) 37 Journal of Management Studies 235; Donaldson T and Preston LE, “The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications” (1995) 20 The Academy of Management Review 65; Donaldson L and Davis JH, “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns” (1991) 16 Australian Journal of Management 49.

場本位の立場を堅持し、「会社法の経済構造」という著作において、会社法が大いに定款自治・契約自由に委ねることができる理論的枠組みを構築しようと試み、エージェンシー・コストの削減を基準にして支配権取引や敵対的買収防衛策又は情報開示又は株主による議決権の行使などの措置を検討した。[144] その下で、Easterbrook と Fischel（1991）は会社における株主、経営者、従業員、債権者などの関係者の間の取り決めが契約と実定法（positive law）に依存し、会社法や企業のエンティティとしての地位に依存しないと主張している。[145] 30 年ほど立って、会社法の主流説はすでにその見解から距離を置いて新しい方向で理論構築を模索しているが、未だにエージェンシー問題から焦点を移していなく、エージェンシー・コストに対する削減効果が依然として会社法の規則を評価できる真に重要な唯一の評価基準として会社法が同基準に基づいて評価されるべきと主張されている。[146] 従って、同理論に基づくコーポレートガバナンスの措置はその有効性を疑う意見も唱えられているものの、各国の現行会社法制度に適用されつつある措置である。従って、本稿においては、エージェンシー理論の有効性とそれに対する批判を踏まえながら、それらの措置が少数支配構造の公開会社に適用される場合にどうなるかを検討したいと思う。

[144] Easterbrook and Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, n 113. 例えば、第 3・4・5・6・7・11 章を参照。羅培新、張建偉「会社法のコースの定理――訳者序文に代えて」, in Frank Easterbrook, Daniel R. Fischel (著),「会社法の経済構造（中国語訳版第二版）」, 5–6 (2014).
[145] Easterbrook and Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, n 113, p 12.
[146] 英国のコーポレート・ガバナンス・コード（2024）、スチュワードシップ・コード（2026）又はワッツ・コーポレート・ガバナンス原則（2018）などのソフトローの制定は現在の主流説の現れであると主張されている。Gindis and Micheler, n 91 at 406–407.

第三章 支配的な構造におけるガバナンス問題と規制措置に関する考察

第一節　支配的な構造の普遍性に対する考察

前述した通り、米国においては従来の縦型のエージェンシー問題をめぐる議論が多かったであるが、1980 年代に入り、経営者支配型の株式会社の普遍性について疑問を呈する研究が数多く現れ、株式所有集中型の会社に関する研究が多くなった。[147] 例えば、1984 年の当時に株式の分散所有が特徴づけられる米国の上場会社の中でさえ、50%以上の株式を有する株主が存在する会社は 650 社があり、10%以上の株式を有する非経営者株主が存在する会社は全体上場会社の約 20%を占めているという。[148] また、1999 年、La Porta 等が 27 の法域における大型企業の最終的な支配株主を特定するために行った実証研究によれば、株式の分散所有は世界的に見れば普遍性が乏しく、英米以外の地域においては支配的な株主を有する大型企業が非常に多いことが分かった。[149]

そして、Villalonga 等が 1994 年から 2000 年までのフォーチュン 500 会社のうち 515 社に関する 3006 社の企業年次観察値をサンプルとして行った実証研究によれば、創業者一族がサンプル会社の約 40%において大株主、役員または取締役として存在しており、平均として 15.3%の株式と 18.8%の議決権を保有している。また、創業者一族が経済的な持ち分との比例性を超える支配権の維持を実現するメカニズムについては、最も多く利用されているのが取締役会における不均衡な代表権で、次いで主として複数議決権構造、議決権拘束契約、ピラミッド構造である。[150]

また、21 世紀に入り、米国の資本市場において、支配的な株主を有する公開会社の数は増えていた。2002 年に S&P1500 総合指数に含まれる公開会社のうち、支配的な株主を有するのが 87 社であったが、2012 年においては 114 社に増加した。このうち 79 社は議決権種類株式による複数資本構造で支配されていたが、35 社は単一種類の議決権株式の所有によって支配されていた。2015 年には 105 社に留まり、S&P1500

---

147 Demsetz H, “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm” (1983) 26 The Journal of Law & Economics 375; Demsetz H and Lehn K, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences” (1985) 93 Journal of Political Economy 1155; Shleifer A and Vishny RW, “Large Shareholders and Corporate Control” (1986) 94 Journal of Political Economy 461; Holderness CG and Sheehan DP, “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis” (1988) 20 Journal of Financial Economics 317; La Porta R, Lopez-de-Silanes F and Shleifer A, “Corporate Ownership around the World” (1999) 54 The Journal of Finance 471.

148 Holderness and Sheehan, n 147 at 317,319.

149 La Porta et al, “Corporate Ownership around the World”, n 147 at 471–474.

150 Villalonga B and Amit R, “How Are U.S. Family Firms Controlled?” (2009) 22 Rev. Financ. Stud. 3047 at 3049.

に含まれる会社全体の 7%を占めていた。[151] 特に、1980 年から 2024 年にかけて、複数議決権構造で新規上場した会社の総数は 923 社があり、同期間に新規上場した会社の総数（9253 社）の約 10%を占めている。[152] 技術業界における新規上場の複数議決権構造の採用率は、2006 年の 2.1%から 2024 年には約 43%に上昇した。[153]

なお、近年、機関投資家による株式所有の集中が進んできた。2015 年から 2021 年までの公開会社をサンプルとして行った調査に基づき、平均的に見れば、上位 1 位の機関投資家は 11%、上位 3 位の機関投資家は 23%、上位 10 位の機関投資家は 40%の持株を有している。対照的に、会社の内部関係者による持ち分比率が平均として 9%である。[154]

第二節　エージェンシー理論の支配的な構造への適用

第一項　分散所有構造から支配的な構造へ

まず、なぜ支配的な構造においてエージェンシー問題が存在しうるかに関する学説をまとめておく。外部投資者が公開企業に対して投資を行う際に、分散所有構造や支配的な構造を問わず、会社の意思決定を影響することができる内部者による機会的な行動と私的利益の追求というリスクが顕著する。ただし、それで保護が要する外部投資者をそのリスクに晒させられる内部者の地位は所有構造ごとに異なる。[155]

分散所有構造においては、株主による集団行動問題とフリーライダー問題があるため、株主が経営者（取締役と役員等）を監視監督する効果が限定的である。[156] 従って、そのような構造では、縦型のエージェンシー問題が中心課題となり、経営者の行動に対する規制を通じてエージェンシー・コストを抑制するのは重要となる。

その一方、支配的な株主が存在する場合、Berle と Means が提唱した分離とは異なる所有と支配との分離が生じる。そのとき、少数株主が持ち株を有するものの、会社が実に支配的な株主によって支配されている。支配的な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、支配的な株主が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いわば支配的な株主と少数株主の間

---

[151] Governance THLSF on C, “Controlled Companies in the S&P 1500: Performance and Risk Review”, https://corpgov.law.harvard.edu/2012/10/25/controlled-companies-in-the-sp-1500-performance-and-risk-review/ viewed 1 August 2025; Kamonjoh E, “Controlled Companies in the Standard & Poor’s 1500, A Follow-up Review of Performance & Risk” (2016) at 15,24.
[152] Ritter JR, “Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs through 2024” (2024) University of Florida, https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Dual-Class.pdf viewed 14 September 2025.
[153] Ritter, n 152.
[154] Lewellen and Lewellen, n 40 at 1–2.
[155] Bebchuk and Hamdani, n 31 at 1281.
[156] Easterbrook and Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, n 113, pp 66–67.

の利害相反も存在する。[157] つまり、支配的な株主のコーポレートガバナンスにおける役割については、経営者に対する監視監督の機能と少数株主に対する利益の収奪という両方とも備え、「諸刃の剣」の属性を有する。 学説上、支配的な株主と少数株主との間の利害関係をエージェンシー関係とし、それにより両者間において平型のエージェンシー問題が生じると説かれている。[158]

そして、何ゆえ支配的な株主と少数株主との間にエージェンシー関係が成立しうるかについて、学説においては、支配的な株主の規制を議論する際に、支配的な株主と少数株主との間に平型のエージェンシー問題があり、それによるエージェンシー・コストを抑えることは支配的な株主の規制に関する当然の前提として位置付けられている。[159] しかし、法律関係から見れば、そもそも平型のエージェンシー関係が存在しうるかについては疑惑に思う。

Jensen & Meckling（1976）のモデルを振り返って見ると、同モデルにおいては、外部投資者が保有しているエクイティ証券がすべて無議決権株式であることが前提条件とされていたうえで、経営者の経済的な持ち分が 100%である場合とその一部を外部投資者に売却した場合における経営者の行動を比較することを通じて、外部エクイティ資本がエージェンシー・コストに及ぼす影響に関して分析を行ったのである。[160] つまり、当該モデルにおいて、経営者の経済的な持ち分が 100%である場合、経営者が純粋に自分の利益のために会社を経営することであるから、エージェンシー問題が生じない。そして、経営者がそのすべての経済的な持ち分を無議決権株式の形で外部投資者に売却した場合、経営者の経済的な持ち分が 0%であるとしても、経営者が会社を支配しているため、所有と経営支配の完全分離が生じ、縦型のエージェンシー問題が生じうる。また、経営者が自らの一部（例えば 10%）の経済的な持ち分を外部投資者に売却した場合、支配的な株主と少数株主間との間の平型のエージェンシー問題が生じうる。

要するに、コーポレートガバナンスにおけるエージェンシー関係について、その

---

157 前掲注 35 と 36 を参照。

158 Gilson R and Gordon J, “Controlling Controlling Shareholders” (2003) 152 University of Pennsylvania Law Review 785 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.

159 例えば、大株主はその存在が縦型のエージェンシー問題を緩和することができるが、少数株主の利益を犠牲して機会的な行動をする場合、平型のエージェンシー問題を引き起こす恐れもあるというような論述がよく見られる。Sutton C, Veliyath R, Pieper TM, Hair JF and Caylor M, “Secondary Agency Conflicts: A Synthesis and Proposed Measurement Model” (2018) 51 Long Range Planning 720 at 722. Gilson and Gordon, n 158 at 785; Kohler, n 158 at 174–175; Enriques and Volpin, n 158 at 117.

160 Jensen MC and Meckling WH, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” (1976) 3 Journal of Financial Economics 305 at 312–316.

基本形としては経営者と株主とのエージェンシー関係であるが、より広範的に言えば、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ものを広義なエージェンシー関係と定義することができる。このようにすれば、会社の経営を実際に支配している経営者が一株の持株も有しないというような縦型のエージェンシー関係が顕著なときと比べて、経営者の持株比率が増加することにつれて、経営者がその持株に基づく支配力も次第に強まって支配的な株主としての地位に近づくなる。経営者が同時に支配的な株主となる場合、少数株主が出資金を提供したことの引き換えに将来に向けて会社の経営が生じうる不確実な利益から配当を受ける権利しかを受け取っていなく、この配当が由来する経営利益の実現は少数株主のいずれに委ねられているわけでもなく、支配的な株主兼経営者に委ねられていることとなる。それによって、支配的な株主と少数株主との間に平型のエージェンシー関係が成立するのである。[161]　ゆえに、平型のエージェンシー関係から生じうるエージェンシー・コストをどのように抑制すべきかは支配的な構造における核心的な課題となる。[162] この抑制力を提供できる要素として、まず提唱されたのが経済的な持ち分の所有の確保である。

第二項　　経済的な持ち分とエージェンシー・コストとの関係性

株式会社の所有構造とエージェンシー・コストとの関係性については、経営者株主の持ち分割合が減るにつれて、会社経営の利益配当から受けられる分配も減少するから、経営者株主が会社の資源を私的便益に振り向けようとするインセンティブが強まるようになる。それに対して、少数株主がより多くの資源を投入することを通じて経営者株主の行動を監視監督しなければならないため、エージェンシー・コストも高くなる。つまり、経営者株主の経済的な持ち分の割合が減少するにつれて、エージェンシー・コストが増加した結果、証券市場における会社の融資や経営者株主による株式の譲渡のハードルが高くなる一方である。[163]　逆に言えば、経営者株主が有する経済的な持ち分は彼による機会的な行動や経営怠慢を行うインセンティブをけん制することができる力と言えるため、経営者株主の経済的な持ち分を増加させることで経営者株主によるモラルハザードいわばエージェンシー・コストを抑えることができると期待されている。

---

[161] Pacces, n 72, 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な株主）がエージェントとなる。

[162] Kraakman R, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (3rd edn, Oxford university press, Oxford, United Kingdom, 2017) pp 29–31.

[163] Jensen and Meckling, n 81 at 312–313.

会社の資本構造に関する契約は不完全契約[164]であるから、当該エージェンシー・コストをどう調整すればよいかという問題は構造的な利害相反にある支配的な株主と少数株主による契約の補充を通じて解決すると期待することが難しいと考えられる。[165] それに、少数株主権利保護の制度が適切に機能していない場合、平型のエージェンシー・コストが高止まりする恐れがある。ゆえに、当該コストを抑制するためには、内部者株主が非常に大きな割合の経済的な持ち分を保有させる重要性が一層高まる。[166]

それで、エージェンシー理論は多数の経済的な持ち分の所有に基づく支配構造の合理性について説明することができる。しかし、僅か一部の経済的な持ち分しか保有していない少数支配構造の場合、キャッシュフロー権の保有自体が支配的な株主による私的利益の獲得を防ぐための適切なインセンティブを提供することができないのみならず、支配権の固定化によって支配的な株主と少数株主間のエージェンシー・コストも大きいであるため、少数支配構造はそもそも存在しないはずであると考えうる。[167]一方、La Porta 等の実証研究によれば、英米以外の地域においては支配的な株主を有する大型企業は非常に多く、これらの企業はピラミッド構造や複数議決権などの利用を通じて支配的な株主が自ら有する経済的な持ち分との比例性を遥かに超えた支配権を有することがよく見られる。[168] それで、少数支配構造の場合においては、エージェンシー・コストだけに頼ってその構造が存在する合理性について説明が通じないところがあり[169]、同構造によりエージェンシー・コストを超える何らかの形での利益が存在するはずであろう。なお、支配的な株主と少数株主との間に生じうるエージェンシー・コストとはいったいどういうものなのか、続いてはその問題に関して考察を行う。

第三項　少数支配株主と少数株主との利益相反によるエージェンシー・コスト

Jensen & Meckling（1976）の定義では、エージェンシー・コストは監視監督のコストとインセンティブ・コスト及び残余損失で構成される。にもかかわらず、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

---

164 「金融契約が本質的に不完全である……最初に記述することが困難または不可能な重要な将来変数」がある。Aghion P and Bolton P, “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting” (1992) 59 The Review of Economic Studies 473 at 473.

165 Goshen Z and Hamdani A, “Corporate Control and Idiosyncratic Vision” (2015) 125 Yale L. J. 560 at 583.

166 Bebchuk LA, “A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control” (1999) EFA 0285, 1999, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 260 at 28, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=168990 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.168990 viewed 23 June 2025.

167 Bebchuk, n 166 at 31–32.

168 La Porta et al, “Corporate Ownership around the World”, n 147 at 471–474.

169 Bebchuk, n 166 at 31–32.

り、その具体的な構成要素としては、支配者による私的利益の抽出[170]、経営効率の低下による損失[171]、エージェンシー問題による会社の市場価値のディスカウント[172]、融資コストの上昇[173]、支配権の固定化による買収機会喪失のコスト[174]、モニタリングコスト、情報開示のコスト[175]などが含まれる。それを踏まえて、少数支配株主と少数株主との利益相反から少数株主や会社において生じうるあらゆる損失や不利益がエージェンシー・コストに含まれうるだろう。そうだとすれば、エージェンシー・コストは単なる利益相反の危険性を量的にあらわす指標ではないかと考える。

また、その支配的な株主によって抽出される私的利益については、金銭的私的利益と非金銭的私的利益が含まれる。金銭的私的利益というのは、例えば高額な給与や会社資源の不正流用など金銭的価値で評価できる利益で、支配的な株主は会社の利益から自らの経済的な持ち分と不均衡な配当を受け取ることや少数株主を不当に締め出すこと又は支配権の処分対価から私的利益の抽出という三つの方法で私的利益を獲得できる。[176]　非金銭的私的利益というのは、例えば大株主になる誇りやビジネスネットワークの一員になること又は高い社会的地位に伴う認知・名誉・威信を享受することなど金銭的価値で評価できない私的利益のことである。非金銭的私的利益は容易に測定することができるものではない。[177]

特に、少数支配構造においては、少数支配株主の経済的な持ち分が減少するにつれて、少数支配株主がそのモラルハザードによるコストを次第に多く外部化できるようになり、結果としてはエージェンシー・コストが急激に増加する可能性があると示されている。[178]

例えば、支配的な株主を有する会社は二つの投資プロジェクトを考察していずれかに投資するのを選択できる場合を考えてみよう。支配的な株主が有する経済的な持ち分がαとする。プロジェクトXは、すべての株主が享受できる経済的な持ち分S_Xと、支配株的な株主だけが享受できる私的利益B_Xを含む総価値V_Xを生み出すことができる。同時に、プロジェクトYは、すべての株主が享受できる経済的な持ち分S_Yと、支

[170] Hwang JH and Hu B, “Private Benefits: Ownership Versus Control” (2009) 32 Journal of Financial Research 365 at 366.
[171] Pacces, n 72, p 17.
[172] Cronqvist H and Nilsson M, “Agency Costs of Controlling Minority Shareholders” (2003) 38 Journal of Financial and Quantitative Analysis 695.
[173] Pacces, n 72, p 17.
[174] Cronqvist and Nilsson, n 172 at 697.
[175] Enriques L and Gilotta S, “Disclosure and Financial Market Regulation” (2014) Chapter in The Oxford Handbook on Financial Regulation, edited by Eilís Ferran, Niamh Moloney, and Jennifer Payne, (Oxford University Press)., European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 252/2014, Oxford Legal Studies Research Paper No. 68/2014 at 7–8, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2423768 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2423768 viewed 12 September 2025.
[176] Hwang and Hu, n 170 at 366; Gilson and Gordon, n 158 at 786.
[177] Hwang and Hu, n 170 at 366; Jensen and Meckling, n 81 at 312.
[178] Bebchuk et al, n 9, p 301.

配的な株主だけが享受できる私的利益B_Yを含む総価値V_Yを生み出すことができる。ただし、$B_X > B_Y$であると仮定する。支配的な株主は、次の条件が満たされる場合にのみプロジェクトXを選択する。

$$\alpha(V_x - B_x) + B_x > \alpha(V_y - B_y) + B_y$$

したがって、αの次第で、支配的な株主は、より低い企業価値Vを有するがより大きな私的利益Bを提供することができるプロジェクトを選択するだろう。さらに、αが減少するにつれて、YとXの間の企業価値の差異は支配権に関わる私的利益のB_xとB_yの差異と比べれば、支配的な株主の投資判断にとっての重要性を失っていくと考えられる。[179]

にもかかわらず、少数支配構造におけるエージェンシー・コストが実際に急激に増加するかどうかは、会社の所有構造と支配権に関わる私的利益という牽引力のほかに、少数支配株主の行動に対する制約が存在するか否かに依存することになる。[180] Bebchuk 等の主張では、少数支配株主が社会的な評判を重視することと法規制が存在することはその制約に当たり、エージェンシー・コストを抑制することに役割を果たしている。[181]

第三節　支配的な構造に関する理論の発展

第一項　「法が重要である」理論

米国において、La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer & Vishny などの金融学者（「LLSV」）は 1990 年代からは研究対象国における株主保護の法制度が会社の所有構造や株式価値又は資本市場発展などの指標との相関性を実証研究した。[182]

特に、株主保護の法制度と会社の所有構造との関係性について、LLSV は主として 49 か国における 6 つの株主権利保護ルールをファクターとしてコーディングし、「反取締役権利指数」（「元 ADRI」）を策定することで定量化の分析を行った。[183]　同研究によれば、英米などのコーモンロー法域において株主権利保護に関する法制度は

[179] Bebchuk et al, n 9, pp 301–302.
[180] Bebchuk et al, n 9, p 301.
[181] Bebchuk et al, n 9, pp 305–306.
[182] それらの研究成果に関するレビューについては、La Porta R, Lopez-de-Silanes F and Shleifer A, "The Economic Consequences of Legal Origins" (2008) 46 Journal of Economic Literature 285.
[183] Porta RL, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A and vishny　robert w., "Law and Finance" (1998) 106 Journal of Political Economy 1113 at 1122-1125,1130-1134,1151-1152.1998 年において 49 カ国を対象として策定された元 ADRI は 2008 年に La Porta 等によって 72 カ国に拡張・改訂された。それについては、Djankov S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F and Shleifer A, "The Law and Economics of Self-Dealing" (2008) 88 Journal of Financial Economics 430.

フランスなどの大陸法域と比べてより良好的に備えている（前者を「法による株主の保護が良い法域」と称する）。[184] そして、ある法域において支配的な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である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。[185] さらに、支配的な株主はピラミッド構造や複数議決権などを利用することを通じて自ら有する経済的な持ち分を遥かに超えた支配権を維持していると強調されている。[186]

LLSV の理論が発表されてからはコーポレートガバナンスに極めて重要な影響を及ぼした。[187] にもかかわらず、同理論を根拠づけるデーターに関してはデータ集計の不完全性やデータのコーディング手法に重大な誤りの存在などの問題があるため、会社の所有構造が株主保護の法制度との相関性があるという結論の信頼性が疑問視されている。例えば、株主権利保護を目的とする法規制に関する LLSV の調査において、主に各国の会社法と倒産法における条文だけがコーディングされ、証券取引所の自主規制や情報開示規制又は M&A に関する法規制などが除外されていた。[188] また、Spamann 等は、元 ADRI を支えたデータにおいては強いかつ体系的な測定誤差（Measurement Error）があると指摘し、この誤差を修正して再コーディングすると、コモンロー法域と大陸法域の間でかつて LLSV が示したような統計的に有意な差異が示されていなかった。[189]

そのように、ADRI をめぐるコーディングの問題[190]や Index の構成要素の選定の

---

[184] La Porta et al, “The Economic Consequences of Legal Origins”, n 182 at 285–286.
[185] La Porta et al, “Corporate Ownership around the World”, n 147 at 491–497; Porta et al, n 183 at 1113–1117.
[186] La Porta et al, “Corporate Ownership around the World”, n 147 at 471–474.
[187] 例えば、世界銀行の Doing Business プロジェクトは 2005 年にから LLSV の理論を踏まえて株主権利保護の指標を導入した。World Bank, *Doing Business in 2005: Removing Obstacles to Growth* (The World Bank, 2004) pp 49–57. 2019 年 5 月に少数株主に関する指標を用いて各国に対する点数付けを行うためのデータ収集とこの内容については、Bank IB for R and D/ TW, *Doing Business 2019: Training for Reform* (16th edn, World Bank, Washington, DC, 2018). 世界銀行 Doing Business プロジェクトは、世界各国におけるコーポレートガバナンスの改革、特に少数株主保護を促すのに重要な役割を果たしている。それについて、Pargendler M, “The Rise of International Corporate Law” (2020) 98 Wash. U. L. Rev. 1765 at 1788–1793.
[188] Porta et al, n 183 at 1120–1121.
[189] La Porta 等が 2005 年に変数の定義を修正することを通じて、元 ADRI が有する誤差を一部修正したものの、その相関関係の推論を妨げる内生性の問題に関する懸念も強化された。Spamann H, “On the Insignificance and/or Endogeneity of La Porta et al.’s ‘Anti-Director Rights Index’ under Consistent Coding” (2006) Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 7, ECGI - Law Working Paper No. 67/2006 at 1–2, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=894301 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.894301 viewed 29 July 2025.
[190] 例えば、ある法域の会社法上あくまで任意にすぎない株主権利については 1 点をつけることに対して、ほかの法域の会社法に明文化されていないものの裁判所によって明確に認められて

問題[191]などによる ADRI の信頼性に関しては、20 年以上にわたり議論され続けてきた。その中、「法が重要である」理論の研究者たちはコーディングの改善や Index の構成要素の拡張などを通じて、ADRI をアップデートさせたり、新しいい株主権利保護指数に置き換えさせたりした。[192]

しかし、株式会社の所有構造を分析する際に「法が重要である」という要素だけを考慮してその相関性の有無を判断するのは「一斑を見て全豹を知る」ではないかと懸念されるだろう。なぜかというと、少数株主保護の法制度が共に優れている米国とスウェーデンにおける主流な会社所有の構造が異なることから見れば、株主権利の法的保護は会社の所有構造の選択に影響を与えうる唯一の要因ではない可能性があるからである。[193]　言い換えれば、「法が重要である」の理論は、実質的な法的権利のみに対して狭く焦点を当てて、法律と法的制度がより広範な社会関係を創り出すことができるということを見落としている。[194]　このような広範な社会関係が返って会社の所有構造の構成に影響を及ぼし得る。

第二項　　利益収奪説

Bebchuk の利益収奪説（レント保護説）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た。同理論によれば、株式会社が上場しようとするとき、既存株主が分散構造か支配的な構造かのいずれかを選択することに直面するが、この選択は、支配権から生じうる私的利益がどの程度大きいかによって大いに影響される。もしその私的利益が大きいである場合には、支配権の価値が極めて高いと意味し、分散所有構造がより効率的であるとしても同構造の下で支配権がほかの株主によって奪取されうる。それで、分散所有構造で公開上場した後、支配権が奪取されたら、その効率性が保証されないのみならず、元来の既存株主もこのときの支配的な株主によって搾取される恐れがある。逆に、既存株主が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。ゆえに、支配権の私的利益が大きい場合、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選択するだろうと考えら

いる株主権利については 0 点を付けるというようなコーディングの問題が存在する。Pacces, n 72, p 57.

[191] ADRI は前述した 6 つの反取締役権利に基づいて構成されているが、会社法の視点から見れば、そもそも当該反取締役権利が投資家保護の主要な手段として認められているかは疑問視されている。Coffee JCJr, “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control” (2001) 111 Yale L.J. 1 at 4, n. 6.

[192] Djankov et al, n 183.　La Porta R, Lopez-De-Silanes F and Shleifer A, “What Works in Securities Laws?” (2006) 61 The Journal of Finance 1.それによって、元 ADRI は情報開示指標と反当事者間取引指数に置き換えられていた。Siems M and Deakin S, “Comparative Law and Finance: Past, Present, and Future Research” (2010) 166 Journal of Institutional and Theoretical Economics 120 at 128–130.

[193] Pacces, n 72, p 64.

[194] Coffee, n 191 at 60.

れる。[195]

それで、支配権から得られる利益の規模を勘案するうえで、既存株主が支配的な構造を選択することは、既存株主にとっては望ましいことである場合に、既存株主が支配権を維持するために負担しなければならないリスクとコストを支配権強化メカニズムの利用によって削減できるため、支配権強化メカニズムの利用による効率性の損害があるとしても、既存株主は少数支配構造の利用を選択するだろうと説かれている。[196]

第三項　　監督コスト説と非経済的な私的利益の重視説

21 世紀初頭の十年において「法が重要である」理論と平型のエージェンシー・コストに関する学説を代表とする議論が盛んに行われている中、当時支配的な株主の存在が消極的に見なされていることが多い。Gilson 教授が支配的な株主の制度と支配による私的利益を再定義することを通じて、支配的な構造の存在に関わる監督コスト説と支配による非経済的な私的利益の重視説を提唱し、より積極的な側面を指摘した。監督コスト説とは、株主が経営者に対する監視監督を行うには、支配権の獲得のコストと支配的な株主として監督機能の履行に関するコストがかかるため、支配的な株主による経営者に対する効率的な監視監督と会社の優れたパフォーマンスの実現を奨励するために、一般株主の利益の一部をその必要なコストとして見なして、支配株主が私的利益を追求することを許容する見解である（以下、「監督コスト説」）。　また、非経済的な私的利益の重視説というのは、少数株主保護の法制度が適切に機能している法域において、支配的な株主が収奪できる私的利益が厳格的に制限されているはずであるが、支配的な株主は監督機能にかかるコストを負担しながら支配権を維持し続けるのが社会的地位や社会的影響力などの支配による非経済的な私的利益を重視しているからであるとの見解である。[197]

第一款　監督コスト説

Gilson 教授が提唱した監督コスト説は、支配的な株主をその存在から生じうる利益とコストのトレードオフによるものと見なしている。[198]　支配的な株主の役割は、公開会社における二つのエージェンシー問題が交差するところに機能する。[199]まず、その縦型のエージェンシー問題においては、零細株主が集団行動問題と合理的無関心の問題のため経営者の行動を監視監督するインセンティブが弱く[200]、独立取締役や敵

---

[195] Bebchuk, n 166 at 2-5,5-6.
[196] Bebchuk, n 166 at 6,32.
[197] Gilson, n 35 at 1650-1652,1663-1664. 特に、監督コスト説について、Gilson and Gordon, n 158 at 785–786.
[198] Gilson, n 35 at 1650–1652.
[199] Gilson, n 35 at 1650.
[200] Nelson JD, “The Separation of Ownership and Conscience” (2022) 48 J. Corp. L. 577 at 588.

対的買収による経営者に対する監視監督には重大な限界がある[201]。一方、支配的な株主は十分な持株により会社における経済利益が大きいしその利益を守るために経営者を監視監督するインセンティブが強いため、支配的な株主による経営者に対する監視監督は、株主と経営者とのエージェンシー問題の厳重性を軽減することができ、前述したメカニズムと比べれば、より効果的な監視監督メカニズムである[202]。ゆえに、支配的な株主の存在は少数株主保護の法制度が良くないことにより生じた結果ではなく、縦型のエージェンシー問題の厳重性を緩和するための監視監督の代替手段であると説かれている。[203]

また、支配的な株主による監視監督という機能の履行で縦型のエージェンシー・コストが削減されることとなると同時に、支配的な株主と少数株主の間には支配の私的利益（private benefits of control）[204]の収奪を巡る対立が生じ、平型のエージェンシー・コストが生み出される。　つまり、株主と経営者との間のエージェンシー・コストを緩和するための代替手段としての支配的な株主の現れはかえって支配的な株主と少数株主との間のエージェンシー・コストを生じさせるようになる。具体的に言うと、支配的な株主が自らによる効率的な会社経営又は経営者に対する効果的な監視監督を通じて会社の経営効率性を高めることで縦型のエージェンシー・コストが削減されるとともに、経営改善により経営利益の上昇も生じた。支配的な株主による経営改善から生じた利益については、支配的な株主が自らの経済的な持ち分の割合に基づいて享有するが、支配力の行使を通じて獲得した私的利益については支配的な株主が独占することとなるだろう。一方、支配的な株主はその支配の地位を維持するためには監視監督を行うのに必要なコスト、自分の流動性に加われた制約によるコスト、支配株の保有で投資分散不足によるコストなどを負担しなければならない。従って、支配的な株主がなぜこれらのコストを負担しながら監視監督の役割を履行するかというと、それは支配力の行使によって獲得できる私的利益がそのコストを超えて支配的な株主としての役割を負担するようとアピールするからである。ゆえに、支配的な株主としての役割を履行させるためには、一定規模の私的利益の収奪を許容する必要があるように見える。また、少数株主の立場から見れば、少数株主は縦型のエージェンシーコストの削減によって享受できる利益が支配株主の私的利益の収奪によって少数株主に被せた不利益を上回る限りでは、少数株主は支配的な株主の存在を選好するこ

---

[201] 例えば、独立取締役による監視監督のインセンティブを高めるために彼らに十分な報酬を支払うことによって行われることはその独立性を損なうこととなるではないかという懸念がある。また、敵対的買収は外部から情報が取りやすい会社の場合に非効率な経営者を交替させる脅威として経営者に対する監視監督の効果が高いと評価しうるが、情報が取りがたい会社の場合にその効果が限定的であり、また、買収を行うために必要なコストも高い。Gilson, n 35 at 1650–1651.

[202] Gilson, n 35 at 1651.

[203] Gilson, n 35 at 1651.

[204] 支配の私的利益というのは、支配株主が取得できるが少数株主が取得できない利益を指し、金銭的な利益と非金銭的な利益が含まれる。Gilson, n 35 at 1651, 1663–1664.　Kohler, n 158 at 174–175.

ととなるだろう。[205]　それに、支配的な株主は自ら有する経済的な持ち分が少なければなるほど、会社経営の効率性との利益関係性が薄くなる一方で支配の私的利益を収奪するインセンティブが強まるゆえ、少数支配構造の場合に支配の私的利益が十分に高いときに会社経営の効率性を低下させる戦略を採用するインセンティブが強い。[206]にもかかわらず、前述したトレードオフが成立する以上、少数支配株主が存在しうると考えられる。

第二款　支配による非経済的な私的利益の重視説

既述した通り、会社の所有構造に関する契約は不完全性があり、株主間の利害調整を完全に株主間による契約の補充に委ねることを通じて行うのは足りない。そして、法規制はその不完全契約の補填において重要な役割を担っている。「法が重要である理論」は、株主保護の良い法規制が支配的な株主による少数株主利益の収奪を制限することができるという点に立脚して、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る[207]という論調を導いたと考える。ただ、そのような論調は、なぜ同じく少数株主保護の法制度が良い法域としての米国とスウェーデンにおいてそれぞれの主流とされる所有構造が異なるだろうという問題を答えることができない。つまり、少数株主保護の法制度のよい法域としてのスウェーデンでは、支配的な株主が収奪できる私的利益が厳格的に制限されているにもかかわらず、支配的な構造を採用する会社が多く、なぜ支配的な株主が依然として支配権を維持し続けるだろうという問題が現れる。[208]　この問題に関して、Gilson が提唱したのは支配による非経済的な私的利益の重視説である。

具体的に言うと、それは、株主保護の良い法制度は支配の経済的な私的利益の規模を小さく抑えるとしても、支配力から生じうる非経済的な私的利益に対してはほとんど影響を及ばないからである。[209]　Gilson は「支配の私的利益」というものが既存の多くの文献の分析中心でありながらそれが具体的にどういう意味かが定義されていなかったと強調し、支配の私的利益を経済的な私的利益と非経済的な私的利益から構成されるものと定義する。経済的な私的利益というのは、支配的な株主に対して非比例的に分配される会社からの資源、いわば支配的な株主の経済的な持ち分との比例性を超える会社の資源を支配的な株主に対して分配する場合の経済利益である。その典型例は支配的な株主に有利な関連者間取引である。また、非経済的な私的利益というのは「会社から支配株主への資源の移転がない、少数株主が有する株式の価値を非比例的に希薄化させることもないという属性を有する心理的な利益又はその他の形態の利益のことである」。会社グループを支配することで得られる社会的地位や社会

[205] Gilson, n 35 at 1651–1652.
[206] Gilson, n 35 at 1651.
[207] Porta et al, n 183 at 1113.
[208] Gilson, n 35 at 1660–1664.
[209] Gilson, n 35 at 1663.

的影響力はその典型例である。[210]

つまり、少数株主保護の法制度が良い法域において、経済的な私的利益の収奪が厳格的に制限されているにもかかわらず、支配的な株主が支配権を維持するために多額のコストを負担することを甘受したのはその非経済的な私的利益を重視しているからである。[211] 例えば、経済規模が比較的に小さいスウェーデンにおいては、その経済活動に影響を与えられるほどの企業グループを支配できれば、スウェーデンの社会における多大な社会的及び政治的な影響力を獲得できると意味する。その半面、米国のような経済規模の大きい国においては、同じレベルの企業グループを支配することを通じて類似的な影響力を獲得するのがより難しいである。それはスウェーデンと米国が同じく少数株主保護の法制度が良い法域でありながらも、異なる会社所有構造を発展してきた原因だと主張されている。[212]

そのうえ、非経済的な私的利益を重視する支配的な株主が現れることはマクロ経済に影響を及ぼし得る。この影響は会社の制度が既存の産業技術などの外部市場環境に適合するや否やによって異なる。会社の制度が市場環境に適合する場合、支配的な株主の存在は経営の安定性を確保することができ、効率性をも高める。反面、会社の制度が市場環境に適合しない場合、支配的な株主の存在は、市場環境の変化に対応するための措置を取らせるという市場からの圧力を遮断するのみならず、支配的な株主がそのような対応措置を取ることを怠ったときに外部から対応措置を強制させる市場メカニズムもないため、マクロ経済に悪影響を与えうる。ゆえに、後者の場合、支配的な構造から分散所有構造へと転換させ、市場圧力による監視監督を復帰させることが経営効率を高められると主張されている。[213] それについては、経済高度成長期に企業が株式相互保有による塹壕を構築したがバブル崩壊後にそれを打開することにした日本の経験はその一例であると考えられる。[214]

まとめて言うと、Gilson は、(1) まず少数株主保護のよい法制度が支配的な株主による経済的な私的利益の収奪額を支配的な株主の監視監督によって得られる効率性の向上額よりも小さい金額にまで厳格的に制限することができ、より効率的な支配的な構造を支えられるという監督コスト説を主張する。[215] (2) また、米国とスウェーデンのように法制度が同じく良い法域においても、会社に関する主流な所有構造が収斂性を示さず、分散所有構造と支配的な構造がそれぞれの主流な所有構造となって

---

[210] Gilson, n 35 at 1663–1664.
[211] Gilson, n 35 at 1664–1665.
[212]なお、米国社会に影響力を及ぼしやすいメディア業界においても支配的な株主を有するメディア会社も少なくない。Gilson, n 35 at 1665–1667.
[213] Gilson, n 35 at 1667–1770.
[214] 宮島英昭「ポスト持合いにお ける 2 つの課題―新たな長期株主とブロック株主」宍戸善一＝後藤元編『コーポレートガバナ ンス改革の提言―価値向上・経済活性化への道筋』23-28 頁（商事法務、2016）。
[215] Gilson, n 35 at 1652–1657.

いる。それはスウェーデンのような法域において、支配による経済的な私的利益ではなく、非経済的な私的利益が大いに追求されるからであるという支配による非経済的な私的利益の重視説が主張されている。[216] （3）さらに、Gilson は少数株主保護の法制度が良い法域において支配的な構造と分散所有構造のいずれも存在しうるが、分散所有構造がより適応性を有し、支配的な構造が市場変化への適応性に乏しく[217]、マクロ経済に悪影響を及ぼし得ると考え、長期にわたる支配的な構造の存在の合理性について懐疑的に見ている。[218]

上述した（1）については良き法制度によるエージェンシー・コストの削減が会社経営の効率性の向上を意味するというエージェンシー理論に基づいて展開されているといえよう。にもかかわらず、(2）の場合、支配的な株主が支配による非経済的な私的利益を追求するために支配権を維持することは支配による経済的な私的利益の追求を構造的な前提とするエージェンシー理論によって解釈される範囲から離脱していると思われる。さらに、(3）の場合、良き法域において、会社内部には支配的な株主がトンネリング（Tunneling）による少数株主の利益の収奪や任務懈怠などの不当な行為がなく、単に会社の市場変化への適応性が乏しいことでマクロ経済に悪影響を及ぼしうることについての議論も、主に会社内部の利害関係を取り扱うエージェンシー理論を超えていると考える。それを踏まえて、Gilson 教授はコーポレートガバナンスの主流説とされるエージェンシー理論を超えて、支配的な構造を分析する新しい枠組みを提供したと言える。

第四項　　会社の長期利益保障説

分散所有構造の会社において、経営者が常に外部市場からのプレッシャーに直面している。情報の非対称性が存在する資本市場において（経営者が外部投資者の知らない情報を持っている場合)、経営者は会社の内部状況を反映する情報をスムーズに資本市場に伝えるために、高い負債・資本比率又は株式の買い戻しなどのコストがかかるシグナル措置（signaling devices）を採用しなければならない。また、敵対的買収による支配権の移転を生じさせないようにするため、経営者が外部の投資者を説得するための資源投入も会社の投資決定に影響を与える。そのような影響を受けて、経営者は、投資しようとするプロジェクトの価値が高いかつその価値に関する情報を資本市場に伝達することが難しいプロジェクトよりも、資本市場によく「一見分かる」プロジェクトに対して投資を行うことがありうる。しかし、複数議決権構造の会社ではそのような余計なコストが生じないと考えられるため、経営陣が長期的な経営利益を

---

216 Gilson, n 35 at 1657–1667.

217 例えば創業者の後継者の管理能力の衰退で会社自らが市場変化への適応措置を取ることが遅かった場合が考えられる。支配的な株主である創業者の後継者が管理能力が衰退したことはマクロ経済に与えうる影響について：Gilson, n 35 at 1667–1669.を参照。

218 Gilson, n 35 at 1667–1770.

図り会社を持続的に運営することができる。[219]

言い換えれば、少数支配構造は支配者が外部の干渉を最小限に抑え、長期的なビジネスプランの実行に集中して会社を運営することを可能とするため、会社の持続可能な事業発展の可能性を保障することができる。[220] 投資者が巨大な投資リスクの存在を知りながら思い切って投資を行ったのは、支配権を有する経営者株主が資本市場からの短期的な利益追求のプレッシャーに左右されず、長期的な経営計画に集中して会社を運営することが市場レベル以上の利益を生み出せられると信じるため経営者株主に大きな賭けをかけていたのである。[221]

第五項　　支配者の独特なビジョン説

利益収奪説と監督コスト説を批判するうえで、Goshen 教授等は支配者の独特なビジョン説を提唱した。なぜ利益収奪説と監督コスト説は説得力がないというと、これらの仮説の下では、その世界のほとんどの支配的な株主が少数株主の利益を犠牲にして私的利益を追求するため支配権を獲得した機会主義者であるという論調に対して疑う余地があるし、支配的な株主がある程度で投資家の利益を犠牲にして私的利益を追求することを許容することに関して法的にそれを認める理由が十分にあるとは言えないからである。[222] また、それらの学説は米国のような少数株主保護の法制度が良い法域において支配構造や少数支配構造を有する公開会社の数も多いことについて説明できず、会社法の方向性についても有限性のあるガイダンスしかを提供していない。[223]

そのうえ、Goshen 教授等は創業者にとっての支配権の重要性を強調し、会社法における支配的な株主のポジティブの役割を認めるべきと主張する。[224] なぜなら、創業者株主は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からである。[225]

---

[219] Fischel DR, “Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock” (1987) 54 The University of Chicago Law Review 119 at 138.
[220] 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.
[221] Bussey J, “Why Do Investors Buy Dual-Class Shares?” Wall Street Journal, 18 August 2011, http://online.wsj.com/article/SB10001424053111904292504576484971843643158.html viewed 25 December 2023.
[222] Goshen and Hamdani, n 165 at 565.
[223] Goshen and Hamdani, n 165 at 568-569,570-571.
[224] Goshen and Hamdani, n 165 at 594.
[225] Goshen and Hamdani, n 165 at 577. また、Goshen 教授等の分析の枠組みでは、創業者の独特なビジョンは、事業概念自体や、それを実行するために独特な能力を有する信念にかかわるものであり、非対称情報と意見の相違の源泉となるため、監督、調査、または開示の強化によって克服できないものであると想定されている。Goshen and Hamdani, n 165 at 578–579.

独特なビジョンというのは、創業者株主が有するある種類のビジネス・アイデアである。その具体的な形に拘らず、新製品の発明などでありうるし、必ずしもイノベーションや新たな発明であることも求めなく、創業者のビジョン・アイデア・事業計画・主観的価値・あるいは潜在価値とも呼ばれる[226]。最も重要なのは創業者株主が市場平均を上回る収益が得られると自ら信じている計画やアイデアを持っていれば、独特なビジョンが存在する。この独特なビジョンについては、(1) 創業者株主以外の者によって観察または検証されにくい属性・要素が存在し、(2) 創業者株主が期待する市場平均を上回る金銭的収益が反映されており、そのビジョンの実行によって経営事業が成功できれば、当該収益が創業者株主と投資者の間に按分比例で分配されるという二つの特徴がある。[227]

なぜ（1）の特徴があるかというと、それは独特なビジョンに関する情報を外部者と共有するとその価値が毀損される恐れがあったり、アイデアの実現可能性に関する不確実性や異なる意見があったりするかもしれないからである。また、そのものが創業者ごとの経験・経営才能・知識・性格・直感などによって影響されうるため、定量化することは困難である。それに、創業者株主の独自の経営才能は独特なビジョンとは異なる。外部者がその経営才能の発揮によって生み出されると期待できる収益を十分に評価できない場合、独特なビジョンの源となり得る一方、当該経営才能の期待価値について創業者株主と外部者が一致できる評価に至れれば、合意に至った場合、当該経営才能を独特なビジョンとみなされなくなる。そのような非公開性を有するから、創業者株主の独特なビジョンは、情報の非対称性と意見の相違の源泉となり、監視監督や調査検証又は情報開示によってそれらの問題を克服するのもあり得ない。換言すれば、そのビジネス・アイデアを目的物とする競売が全ての事実が均等開示される形で行われれば、創業者株主がその独特なビジョンのゆえに外部投資者よりも高い価格で入札することができる。[228]

また、(2) の特徴については、支配による不当な利益の収奪及び支配による非金銭的私的利益の獲得とも異なる。Goshen 教授等によれば、支配による経済的な私的利益というのは、支配株主に対して非比例的に分配される会社からの経済資源である。[229] 支配による非経済的な私的利益とは、支配的な株主が自らのビジネス・アイデアを実現することで得られる個人的満足、栄耀、名誉、社会的地位、社会的影響力などの価値で、そのすべてが支配的な株主によって享有される。[230]

創業者株主と外部投資者の間に利害の対立があるからエージェンシー問題が存在する。情報の非対称性と意見の相違はさらにそのエージェンシー・コストを高める。

---

[226] Goshen and Hamdani, n 165 at 57 n. 54.
[227] Goshen and Hamdani, n 165 at 567,577.
[228] Goshen and Hamdani, n 165 at 579.
[229] Gilson, n 35 at 1663–1664.
[230] Gilson, n 35 at 1663–1664; Goshen and Hamdani, n 165 at 566 n. 16.

それで、独特なビジョンと情報の非対称性と意見の相違及びエージェンシーコストの間に構造的な対立関係があるため、創業者株主と外部投資者のいずれも会社に対する支配権を獲得しようとする志向を有する。[231]

創業者株主が支配権を重視するのは、支配権の保有によって自ら適切と考える方法で自分の独特なビジョンを外部投資者による途中の疑念や異議によって干渉されないように実行する能力を確保することを通じて、市場レベルを上回る収益を生み出すと信じる事業戦略を追求したいためである。[232]　一方、外部投資者が創業者株主の行動に歯止めをかけることができる支配力を確保したいのは、この支配力によって創業者株主の独特なビジョンの実現が干渉・中断される恐れがあるとしても、可能な限りそれによってエージェンシーコストを抑えたいからである。[233]　創業者株主と投資者の間の契約は不完全性があるのみならず、両者間に構造的な利益相反があるため、契約の補充によって独特なビジョンの追求自由の十分確保とエージェンシー・コストの完全抑制が実現することがほぼ不可能であろう。従って、両者間においては二つの目標をめぐってそれぞれが受け入れ可能な妥協点に合意せざるを得ない。[234]

従って、会社の所有構造を、創業者株主と外部投資者が上述した構造的な対立関係にある二つの目標をバランスした妥協点に基づいて採用したキャッシュフロー権と支配権の組み合わせであると定義することができる。[235]　いずれの所有構造は特定のキャッシュフロー権と支配権の組み合わせを代表し、それぞれの下での独特なビジョンとエージェンシー・コストがバランス化された結果を定める契約である。[236]　以上を踏まえて、Goshen 教授らは会社法が少数株主の権利保護を重視すべきのみならず、支配的な株主の独特なビジョンを追求する権利も認めべき、当該二つの目標の均衡化を実現すべきだと主張している。[237]

第四節　少数支配株主に対する規制の仕方とガバナンス措置

第一項　少数支配株主に対する規制の仕方

本項においては、まず前節に既述した支配権に関する理論の発展と整理を踏まえて、少数支配株主に対する規制の仕方について検討を行う。

既述した通り、分散所有構造の公開会社が資本市場の主流と取り扱われていた米

[231] Goshen and Hamdani, n 165 at 581–583.
[232] Goshen and Hamdani, n 165 at 577–579.
[233] Goshen and Hamdani, n 165 at 565–566.
[234] Goshen and Hamdani, n 165 at 583.
[235] Goshen and Hamdani, n 165 at 569.
[236] Goshen and Hamdani, n 165 at 586–587.
[237] Goshen and Hamdani, n 165 at 594.

国においては、その構造を主なモデルとするエージェンシー理論が主流説として長く発展してきた。1980 年代に米国企業が日本やドイツの企業と比べて効率性が劣るという経済の実状による影響を受けて、米国の学者はコーポレートガバナンス改革案を提示できるドイツの銀行主導モデルと日本の相互株式持ち合いに関して研究を行ったが、1990 年代に米国経済の回復とともに、英米的な特徴と視される分散所有構造をモデルとするコーポレートガバナンス理論は世界銀行/OECD などの推進によって新興市場へと普及させられるようになった。[238] それに、「法が重要である」という理論の提唱は英米における分散所有構造の企業モデルは制度的に優れているという論調を強めていたと言えるだろう。そのような背景の下で、学説上に支配的な構造の公開会社が広範的に存在すると認知されるようになったとき、支配的な構造は当然に支配的な株主による私的利益の搾取と関連付けられ、21 世紀初頭の十年において消極に見なされていることが多かった。そのような背景の下で利益収奪説や監督コスト説が提唱されていたのである。

一方、実務において、支配的な株主がスクイーズアウト合併を通じて少数株主の利益を侵害する事案も少なくなかった。例えば、デラウェア裁判所は支配的な株主による少数株主の利益に対する侵害を規制するために、そのような取引について完全公正性テストを満たすことを求めていた。[239] 特に 40 年ほどの発展を経て、支配的な株主に対する規制については、デラウェア州裁判所は支配的な株主と認定できる主体の範囲をますます拡張することなどによって平型のエージェンシー・コストとその抑制が非常に重視されているという傾向性を示していた。平型のエージェンシー・コストとその抑制を強調すぎたことに基づく法規制ではないかという懸念も生じ、“DExit”の動きも現れていた。[240]

その反面、支配的な構造を私的利益の搾取と関連付ける理論はスウェーデンのような私的利益の搾取を法的に制限している法域において支配的な構造の公開会社が多いことについて説明できないところがあるため、支配によって非経済的な私的利益を獲得できることを重視するために支配権を維持し続けたのであるという非経済的な私的利益の重視説が提唱されていた。同説は支配権の理論づけに関する議論を新しい方向性を示し、その後支配による長期利益保証説や支配者の独特なビジョン説も提唱されていた。それによって、平型のエージェンシー問題がありうるにもかかわらず、エージェンシー・コストの抑制を理由に支配的な株主の経営自由を過度に干渉することは合理性が欠くことになるかもしれないという点も導かれる。その点から見れば、現在の学説上において、支配的な構造に関して単なる平型のエージェンシー・コスト

---

[238] Pargendler, “The Corporate Governance Obsession”, n 18 at 367; Rock E, “America’s Shifting Fascination with Comparative Corporate Governance” (1996) Washington University Law Quarterly at 367–368.

[239] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983). 詳細は第七章を参照。

[240] 第七章第三節第二項を参照。

の問題が重視されているわけではなく、従来のエージェンシー理論を超えて長期利益や独特なビジョンという側面も重視されるようになり、特にデラウェア州が 2025 年に会社法を改正したことと伴い、支配的な構造に対する規制のアプローチはある程度調整されていたと言えるだろう。

上述したことをもとにして、支配株主であれ、少数支配株主であれ、少数株主との間に平型のエージェンシー問題がありうるとともに、支配株主や少数支配株主は非経済的私的利益・会社の長期利益・自らの独特なビジョンを実現することで市場平均レベル以上の利益を生み出すことも期待できる。しかしながら、少数支配構造は支配構造とは異なるところがあり、少数支配構造の特殊性に焦点を当ててみれば、少数支配株主が僅かな経済利益の保有と支配権の固定化を具備するため、経営の自由度と平型のエージェンシー・コストの両方が共に更なる高くなる。その場合、少数支配株主に対する規制は支配株主と区別してさらに厳しくする必要性が生じるだろうか。

世界中に複数議決権構造での公開上場がますます広く認められるようになっていたことはある程度少数支配株主による経営の自由を尊重していると言えよう。それで、問題となるのは、少数支配株主が平型のエージェンシー・コストを高める行動を取ろうとするときどのように歯止めをかけるか、又はそのような行動を取ったら被害を受けた少数株主の利益をどのように回復させるべきかということである。

続いては、上述したことを踏まえて、少数支配構造のガバナンス措置に関して考察を行う。

第二項　　少数支配構造に内在するガバナンス問題の特殊性

第一款　　少数支配構造の特殊性

分散所有構造においては、外部投資者がそのほとんどの経済的な持ち分を有する一方、内部経営者が固定報酬やストックオプションなどを通じて僅かな一部のキャッシュフローしかを保有していない。[241]　また、議決権も分散所有されているため、いずれの株主が単独で内部経営者の行動を干渉することが難しい。ゆえに、敵対的買収や委任状闘争を通じて支配権を争奪することがありうる。支配権の争奪可能性はコーポレートガバナンスにおいて重要な意味を持つ。活発な支配権取引市場が存在する場合、内部経営者が効率的な経営を行えないときに交替させられる脅威に晒されるため、内部経営者に対するモニタリング効果が存在する。[242]　支配権取引市場によるモニタリングの強度が期差任期取締役会（Staggered Board）やポイズンピルなどの防衛措置の設置によって制限されうるものの、そのモニタリングの効果はある程度存在している。つまり、実質支配者たる内部経営者のための「塹壕」（Entrenchment、いわば支配地位の固定化）[243]が存在しなく、実質支配者が経営不振や公衆株主の利益に反する行動を取ることは、資本市場で行われうる敵対的買収などの市場からのプレッシャーによって制限されている。[244]　一方、支配権の争奪可能性が高いほど、内部経営者の支配的な地位が弱まり、縦型のエージェンシー・コストが低くなると同時に、内部経営者が自らの独特なビジョンを追求する自由も制限されるようになる。[245]

また、支配構造においては、支配権が支配株主に集中され、市場からの外的プレッシャーが規律できないが、支配株主が会社における出資割合も高く、それに相応する経済的利益も大きいであるため、会社の利益の最大化のために行動する経済的インセンティブを有する。[246] 従って、支配株主の決定によって行わせた会社の行動に関して、その利益の大部分が支配株主によって享受すると同時に、リスクの大部分も支配株主によって負担することとなり、[247]　いわば「身銭を切る」（skin in the game）の効果がある。それに、支配権に関する争奪の不可能性は支配的な株主が自らの独特なビジョンを追求する自由を最大限に確保できる一方、少数株主の権利を収奪する能力

---

241 Goshen and Hamdani, n 165 at 587–588.
242 Bebchuk and Hamdani, n 31 at 1282.
243 支配者のための「塹壕」というのは、支配者が市場による規制から隔離されることを指す。会社の経営業績が低迷する場合に、複数議決権種類株式のスキームがなければ、支配者による会社に対する支配が資本市場で行われうる敵対的買収などの市場のプレッシャーによって制限されるはずであるが、複数議決権種類株式のスキームの採用のため、会社の支配者がその資本市場からの外的プレッシャーを恐れることなく会社を経営することができるためである。
Bebchuk and Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, n 39 at 602.
244 Bebchuk and Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, n 39 at 602.
245 Goshen and Hamdani, n 165 at 589.
246 Bebchuk and Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, n 39 at 602.
247 Bebchuk and Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, n 39 at 602.

とインセンティブを与え、平型のエージェンシー問題を厳重化する恐れもある。[248]

そして、少数支配構造においては、少数支配株主による支配的な地位の固定化とより低い経済的な持ち分（low equity holdings）という二つの要素の結合がガバナンスに厳重な歪みを生み出す。なぜなら、支配的な地位の固定化は少数支配株主を支配権取引市場による規律から隔離し、低い経済的な持ち分は少数支配株主による機会的な行動を誘発するためである。[249]

複数議決権構造の下では、少数支配株主はわずかな一部の経済的な持ち分を所有しているため、自らの行動が会社の価値に与える損失についても極めて小さな部分しか負担しない。その反面、支配的な株主が決定した会社の行動から生み出された私的利益は逆に完全に自分によって享受する。したがって、歪んだ経営により支配的な株主の出資割合に相応する不利益がその支配によって生み出された私的利益を超えない限り、支配的な株主はその私的利益を追求し、その不適切な経営を是正したり経営不振を改善したりするインセンティブが小さいと考えられる。しかも、その支配的な株主は市場による規律から完全に隔離されており、他の公衆株主の利益に反する行動を歯止めるためのメカニズムも存在しない。その結果、複数議決権構造が代表する少数支配構造は、コーポレートガバナンスに様々な歪みをもたらす。[250]　例えば、支配的な株主は、より適任の外部候補者ではなく、自らと親しい関係を有する家族のメンバーを役員として任命したり、会社に非効率的な利益相反取引を行わせたり、会社のビジネスチャンスを奪ったり、株主全体が損失を負担する一方で支配的な株主の私的利益を追求したりすることが考えられる。[251]

また、分散所有構造と支配構造と比べると、複数議決権構造が代表する少数支配構造においては、支配的な株主の支配地位の固定化と低い株式保有率という二つの要素の結合は、「経営的エージェンシー・コスト」と「支配的・エージェンシー・コスト」[252]を両方ともに高めるため[253]、支配的な株主が独特なビジョンを追求する自由が一番高いである一方、エージェンシー・コストも最も高いと考えられる。[254]

従って、支配的な株主が自分の独特なビジョンを追求する自由を確保したいこと、

---

[248] Goshen and Hamdani, n 165 at 591.
[249] Bebchuk and Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, n 39 at 602–604.
[250] Bebchuk LA and Kastiel K, “The Perils of Small-Minority Controllers” (2018) 107 Geo. L.J. 1453 at 1459,1466-1468.
[251] Bebchuk and Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, n 39 at 603.
[252] Goshen 教授等によれば、エージェンシー・コストは一般的に二種類に分けられる。株式所有分散型の会社の場合では、経営陣が株主利益を収奪することから生じる「経営的エージェンシー・コスト」が主な問題で、株式所有集中型の会社の場合では、支配株主がほかの株主の利益を収奪することから生じる「支配的エージェンシー・コスト」が主な問題である。Goshen and Hamdani, n 165.
[253] Goshen and Hamdani, n 165 at 590–591.
[254] Goshen and Hamdani, n 165 at 593.

と外部投資者が高いエージェンシー・コストから自分の利益を保護したいことという二のインセンティブの乖離があるため、支配的な株主と外部投資者の間に根本的な利害対立が生じる。[255]　なお、これらの利害関係の相反の下で、創業者株主と外部投資者の間に契約の定めを通じて利害を調整することが難しくなる。外部投資者をエージェンシー・コストから完全に保護することと、創業者株主に独特なビジョンを追求する自由を完全に確保することは両立できない。ゆえに、この二つの目標をバランスの整えた形で実現できるように当事者間の利害調整を行わなければならない。[256]

上述したことに基づいて、学説上に、少数株主の利益の保護の必要性を認めるとともに、支配的な株主が自分の特異なビジョンを追求する自由を確保する重要性を強調し、少数株主の利益の保護と支配的な株主の独特なビジョンの保護の平衡を実現するための法的措置を講じなければならないと主張されている。[257]　それで、その三つの所有構造を比較して、エージェンシー・コストや独特なビジョンの追求自由などの要素を総合的に考慮し、支配構造を支持する意見が唱えられている。

第二款　　支配構造を採用すべきとの主張

支配構造を支持する理由としては、主として以下の三点がある。外部投資者の視点から見れば、創業者株主に支配権と経済的な持ち分を束ねさせることは情報の非対称性とエージェンシー・コストを抑制することができる。具体的に言うと、第一に、創業者株主の持ち株にある経済的利益が市場リスクに晒される次第によって（いわば内部者株主による経済投資の量によって）、情報の非対称性や意見の相違性が存在する創業者株主の独特なビジョンに関しては、その市場価値は異なる評価付けが行われる。第二に、創業者株主による相当な経済投資は、外部投資者との利益一致性が強いと示すため、エージェンシー・コストを抑制することができる。第三に、創業者株主に支配権と経済的な持ち分を束ねさせることは、彼らの支配株の流動性を低くし、経営事業から迅速に撤退する能力を制限することとなる。これによるロックイン効果は、創業者株主が事業経営に投入するエネルギーを確保することによって、平型のエージェンシーコストを抑制することができる。[258]

確かに、内部者株主が会社に多額な経済投資を行ったとしても、コストの高い経営失策を犯す恐れがないわけではない。しかしながら、分散所有構造と少数支配構造における内部支配者による経済投資の量を比べれば、支配構造の下での支配株主が自らの経済利益を考慮し可能な限り前述の経営失策を避けるための強いインセンティ

[255] Goshen and Hamdani, n 165 at 569.
[256] Goshen and Hamdani, n 165 at 583.
[257] Goshen and Hamdani, n 165 at 594.
[258] Goshen and Hamdani, n 165 at 592–593.

ブを有していると言えるだろう。[259]

要約すると、分散所有構造においては、争奪可能性のある支配権は内部経営者が独特なビジョンを追求する自由を制約する。支配構造の下では、支配株主が争奪可能性のほぼない支配権を保有することによって長期にわたり自分及び外部投資者のために独特なビジョンを追求する自由を有し、少数支配構造ほどの高いエージェンシー・コストが生じないはずである。同時に、それによるロックイン効果はかえって支配株主に経営コストと監視監督のコストを負担させざるを得なくなる。一方、支配株主による大規模な経済投資は外部投資者を縦型のエージェンシー・コストから保護するものの、その代わりに平型のエージェンシー・コストを生み出すことになる。ただし、支配株主の独自ビジョン追求の自由度を大規模な経済投資と紐付けることにより、支配構造は内部株主が外部投資者の権利を搾取するインセンティブを弱めさせることで平型のエージェンシー・コストを緩和しうる。[260]

第三款　　支配構造の支持説からの示唆

上述したように、従来のエージェンシー理論に基づく枠組みを超えて、支配的な株主の問題が生じる原点である資本構造からすると、分散所有構造と少数支配構造と比べれば、支配構造はエージェンシー・コストの抑制と独特なビジョンの実現を確保するための経営自由とのバランスを整えたアプローチとして合理性と選好性を有するという学説上に主張されている。

しかしながら、実務において多種多様なメカニズムによって構築・運用されている少数支配構造を一律に禁止することがあり得ないが、この見解からの示唆としては、支配的な株主が有する経済的な持ち分と支配権との乖離の幅をできるだけ一定の範囲に抑えることは合理性があるということであろう。

第三項　少数支配構造の公開会社に関する実証研究

少数支配構造の公開会社におけるコーポレートガバナンスについては、米国の複数議決権構造の会社をサンプルとする実証研究が多い。まず、少数支配構造におけるエージェンシー・コストの実在性は、支配権による私的利益の抽出が存在するとの実証研究の結果によって証明されている。Hong (2013)の研究によれば、複数議決権構造の会社に対する国際財務報告基準（IFRS）の強制適用が行われた後には、議決権プレミアムが平均 8%減少したとわかった。それについては、IFRS の強制適用は、支配権による私的利益の抽出を制限する効果を有し、少数株主の利益を保護できると主張さ

[259] Goshen and Hamdani, n 165 at 593.
[260] Goshen and Hamdani, n 165 at 593–594.

れている。[261]

また、少数支配構造が企業業績に与えうる影響については、喜ばしい側面があれば憂うべき側面もある。例えば、Cao et al.(2020)の研究によれば、米国において複数議決権構造とイノベーションとの間に正の因果関係があると示されていた。それは、複数議決権株式は、経営者の長期利益志向の戦略に基づく経営を保護し、ハイテク産業や革新が難しい産業や外部からの買収脅威が高い企業又は外部によるエクイティファイナンスに大きく依存している会社に対してイノベーションを促進する効果を与えているからであると主張されている。[262] その反面、S&P コンポジット 1500 指数における支配的な構造を有する公開会社を対象として 2002 年から 2012 年までの 10 年間にわたる業績とリスクに関する実証研究の結果によれば、支配構造の会社は、2012 年 8 月 31 日を終了時点とする 3 年、5 年、10 年の各期間において、複数議決権構造及び分散所有構造の会社の業績を上回った。複数議決権構造の会社は 1 年間という短期間における業績から見れば分散所有構造と支配構造の会社と比べて業績がより優れているが、長期間における業績から見れば逆に劣ることとなる。例えば、複数議決権構造の会社の総株主リターンの 10 年間にわたる平均値は 7.52%であったのに対し、分散所有構造が 9.76%、支配構造が 14.26%であったことがわかる。[263] また、同研究に関わる 2016 年の追跡研究は 2012 年から 2015 年までの状況を調査した結果、米国においては、複数議決権構造の会社は長期的に見れば幅広い財務指標において会社のパフォーマンスが優れずより大きな財務リスクを有すると認識され、少数株主に授与された権利も分散所有構造の会社より少ない傾向がある。[264]

そして、支配的な株主の経済的な持ち分と支配権との乖離の程度は企業価値との関係性を有する。例えば、Gompers et al.(2010)の実証研究によれば、内部者の経済的な持ち分と支配権の乖離が企業価値との関係性を有し、企業価値が内部者の経済的な持ち分と正比例し、支配権と反比例し、さらに、企業価値が経済的な持ち分と支配権との乖離の程度と反比例すると分かる。[265] また、Ronald et al.(2009)の研究結果によると、経済的な持ち分との比例性を超えた支配権を有する内部者株主は、外部株主の損失を代償により多くの私的利益を獲得するとわかる。具体的には、内部者株主の支配権と経済的な持ち分の乖離が大きくなればなるほど、外部株主が会社の価値に対してより大きな割引で評価したり、CEO がより多くの報酬を受け取ったり、経営陣が買収や大規模な資本支出などの非効率的な経営戦略を実施したりすることが多い。つ

---

[261] Hong HA, "Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards Decrease the Voting Premium for Dual-Class Shares?" (2013) 88 The Accounting Review 1289 at 1289.
[262] Cao X, Leng T, Goh J and Malatesta P, "The Innovation Effect of Dual-Class Shares: New Evidence from US Firms" (2020) 91 Economic Modelling 347 at 347.
[263] Lukomnik and Quinn, n 220 at 3.
[264] Edward Kamonjoh, "Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Follow-up Review of Performance & Risk" (2016) ISS at 82.
[265] Gompers PA, Ishii J and Metrick A, "Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States" (2010) 23 Rev. Financ. Stud. 1051 at 1084–1085.

まり、内部者株主に対して過度な支配権を付与することは、内部者株主による私的利益の追求を促進させるとともに、外部株主の評価による会社の市場価値の低下という結果をもたらせる。[266]

さらに、少数支配構造はコーポレートガバナンスに歪みをもたらせる。Baran と Forst (2015)が 2000 年から 2012 年までの米国の複数議決権構造の会社をサンプルとして行った実証研究の結果によれば、内部者による過度の支配は取締役の経験と独立性及び取締役の在任期間と負の相関関係を有すると示されていた。[267] Li と Xaiats (2018)が、1996 年から 2006 年までの複数議決権構造の会社をサンプルとして行った実証研究の結果によれば、複数議決権構造の会社は単層構造の会社よりも株主権利条項を多く採用する傾向がある一方で、取締役会および取締役会委員会の独立性も低いと示されていた。[268] それに、複数議決権構造においては、支配者地位の固定化の程度が高まるにつれて、同社の価値により大きな割引が適用され、支配的な株主が CEO を兼任する場合、支配株主が取締役や取締役の会長である場合と比べれば、その割引の効果がより顕著であると示されている。[269] なお、複数議決権構造における支配権と経済的な持ち分との乖離が内部経営者の報酬に関する情報開示のレベルの低下と関連づけられている。[270]

以上の実証研究を踏まえて、少数支配構造におけるコーポレートガバナンス問題に関しては、支配的な株主の経営自由を尊重する一方、支配権による私的利益の抽出に対する規制、一株一議決権の原則からの乖離に対する制限、取締役の独立性の強化、支配者地位の固定化に対する打開策又は情報開示規制の強化などの政策の重要性が示されている。

第四項　　少数支配構造におけるガバナンス措置に関する考察

株式会社の所有構造とそれによるガバナンス問題という構造的な共通性から見れば、少数支配構造に関わるコーポレートガバナンスの措置を検討する際には、分散所有構造と支配構造におけるガバナンス問題から派生した措置が少数支配構造に適用する余地が存在し、それらを考察する必要がある。すでに第二節と第三節にて述べた通り、分散所有構造における株主と経営者との利害関係を調整するメカニズムとしてはモニタリング・システム、インセンティブ・システム、情報開示規制の強化、支

[266] Masulis RW, Wang C and Xie F, “Agency Problems at Dual-Class Companies” (2009) 64 The Journal of Finance 1697 at 1722.
[267] Baran L and Forst A, “Disproportionate Insider Control and Board of Director Characteristics” (2015) 35 Journal of Corporate Finance 62 at 62.
[268] Li T and Zaiats N, “Corporate Governance and Firm Value at Dual Class Firms” (2018) 36 Review of Financial Economics 47 at 47.
[269] Baulkaran V, “Management Entrenchment and the Valuation Discount of Dual Class Firms” (2014) 54 The Quarterly Review of Economics and Finance 70 at 70.
[270] Tinaikar S, “Voluntary Disclosure and Ownership Structure: An Analysis of Dual Class Firms” (2014) 18 J Manag Gov 373.

配権取引市場による規律などがあるが、支配構造における支配株主と少数株主との利害関係を調整するメカニズムとしては、一株一議決権原則の堅持、支配株主の少数株主に対する信認義務などがある。

第一款　　会社内部におけるモニタリング・システム

モニタリング・システムについては、誰がどのような方式で有権者を監視監督するかという問題が中心課題であるが、会社の意思決定と実行及びそれに対する監視監督の権限をどのように会社の主な参加者としての株主、取締役及び役員等の間に分配するという会社権力の分配に関わる。

株式会社における権力分配のシステムについて、Fama & Jensen（1983）はこのシステムを(1)残余請求権（リスク負担機能）と、(2)意思決定プロセスにおける提案・承認・実施・監督という四つの権利に関わる参加者間の配分（意思決定機能）に分ける。[271] そして、企業の意思決定機能については、その提案と実施に関する権利が「経営決定権限」、その承認と監督に関する権利が「支配決定権限」に属し、共に企業の意思決定システムを構成する。[272] 法人組織としての株式会社がいかなる行動をしようとしても、その行動に関する意思決定は原則として提案、承認、実施、監督という四つのプロセスを経なければならない。それで、会社の権力分配のシステムは誰が提案、誰に承認、誰が実施、誰に監督、誰がリスク負担に関する取り決めによって決められる。

会社権力の分配は会社法と定款によって決められる。分散所有構造を典型的な規制対象とする米国各州の会社法の下では、取締役が会社の意思決定プロセスにおいて主役と位置付けられ、会社の事業経営を左右できるほとんどの決定権限を自ら行使したりもしくは役員等に委任したりすることができる。[273] 例えば、デラウェア会社法第 141 条によると、原則として会社は取締役会によって又はその指揮の下に運営されるものとされている。[274] 一方、株主の権利については、ほとんどの会社法上に、株主は取締役会が行いうる行動のうちごく少数の事項に対してのみ承認するや否やを議決権の行使によって決定できるに過ぎず、自ら会社の行動を発動する権限を有していない。[275] 例えば、デラウェア会社法によれば、株主の権利は年ごとに株主総会において議決権の行使によって取締役選任をすること[276]、取締役会の提案による定款変

---

[271] その（1）については、純現金流量がマイナスとなるリスクが内在するため、リスク負担機能に属する。Fama and Jensen, n 90 at 302–304.
[272] Fama and Jensen, n 90 at 303–304.
[273] Bainbridge SM, *The New Corporate Governance in Theory and Practice* (Oxford university press, New York, 2008) p 4.
[274] Del. Code Ann. tit. 8, § 141 (2025).　Model Bus. Corp. Act § 8.01(b) (Am. Bar Ass'n 2020).
[275] Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, n 273, p 4.
[276] Del. Code Ann. tit. 8, § 211 (2025).

更[277]やほかの会社との合併[278]や会社の全部又はそれに近いほどの資産の売却[279]又は会社の解散[280]に関しては議決権の行使によって同意又は拒否することなどの限定事項に限られている。つまり、会社の経営においては、取締役会は最も重要な統括的な意思決定者として法的にも位置付けられ[281]、その細分化した事項に関する意思決定とその実行を役員等にさらに委任することができるため[282]、会社の意思決定機能は主として取締役会とそれによる指揮の下での役員等によって担われている。これは取締役会中心主義に基づく経営構造である。米国において、従来からは取締役会中心主義は株式会社の運営の核心であり、支配的な株主が存在する場合にも取締役会の中心地位を変更してはならないと位置付けられている。[283]

このような構造の下で、取締役会はまず意思決定機能を有し、そして役員等の経営執行と細分化した事項に関する意思決定などを監視監督する機能も負う[284]。そして、株主は上述のような株主総会の限定事項について意思決定権限を有し、同時に会社の日常経営執行について直接に参与する権限を有しないが、議決権の行使に基づく取締役等の選任と解任や株主の帳簿・記録開示請求権[285]などを通じて監視監督の権限も有する。

1. 株主による監視監督

会社の意思決定とその執行を監視監督する役割が果たすことができるとまず期待できるのは株主であろう。なぜなら、資金を拠出して会社の経営を委任し、その経営の結果から最も直接的な影響を受けるのが株主であるからである。

取締役会は会社の中心的な機関として位置付けられているが、下記 2. に述べたように、取締役会を構成する取締役の選任と解任及びほかの会社の重要事項は株主の議決権の行使によって決定されることであるため、株主の議決権自体は監視監督機能を実現するための最も重要な権利の一つであると言えるだろう。

しかしながら、既述した通り、株主は法的に限定的な事項に対する議決権を有するにすぎず、取締役や経営者を介さずに直接的に会社の経営を関与・実行することは

---

277 Del. Code Ann. tit. 8, § 242 (2025).
278 Del. Code Ann. tit. 8, § 251 (2025).
279 Del. Code Ann. tit. 8, § 271 (2025).
280 Del. Code Ann. tit. 8, § 275 (2025).
281 既述した通り、米国において 20 世紀の初期から公開会社における所有と支配の分離とそれをめぐる理論は会社法に対して巨大な影響を及ぼした。一方、分散所有構造を各州会社法の主な規制対象とする規制の方向性はかえってその所有と支配との分離を強化した。Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, n 273, p 4.
282 Del. Code Ann. tit. 8, § 141 (2025).
283 第六章第一節を参照。
284 本款の 2 を参照。
285 Del. Code Ann. tit. 8, § 220 (2025).

株式会社の集中経営の原則に違反するから許されない。[286]

それに、株主が議決権などの権利の行使によって行う監視監督については、証券市場における零細株主が集団行動の問題を有するため、零細株主が内部支配者に対する監視監督に関しては実際に合理的無関心であると言われている。[287]その株主による合理的無関心の問題を対応する方法については、大株主による監視監督[288]や機関投資家による監視監督[289]が提唱されている。しかしながら、株主が大量的な持株を有するのはコストがかかるから、それによる利益が同コストを超えない限り、株主が自主的に大株主となることをしないだろう。また、機関投資家による監視監督の有効性については、近年の研究によれば、年金基金や保険会社の場合は積極的に評価しうるが、ヘッジファンドの場合は消極的な影響が見られる。[290]

それにしても、少数支配構造において、少数支配株主が多数の議決権や株主契約の支配条項などで取締役の選任と解任を支配することで会社の経営を間接的に実際支配することによって少数支配株主と経営者がほぼ一体化と言えるかもしれないほど密接な関係を有することとなる。この場合に、少数支配株主による経営者に対する監視監督は未だしも、少数支配株主と経営者が機会的な行動をしようとするときに、少数株主が如何に少数支配株主と経営者を監視監督することは最も顕著な問題とな

---

[286] Kraakman et al, n 29, p 3.2.3, Chapter 7.

[287] 言わば、零細株主にはフリーライダーの問題がある。株主と経営者とのエージェンシー問題が生じるから、経営者が株主の利益のために行動することを確保するには多大なエージェンシー・コストがかかる。もしいずれの零細株主が経営者の行動を監視監督するために資源を投入すれば、全ての株主が利益を得る。しかし、個々の零細株主は所有利益が小さすぎて経営陣の活動を監視・監督することから生じうる共同利益のうち自ら享受できる分が自分の個人所有利益を超える場合、その監視・監督のために資源を投入する十分なインセンティブを有しがたく、あらゆる株主が会社の経営成果についてフリーライダーになろうとすることとなる。　つまり、株式が分散所有されている会社において、株主が経営者の機会的な行動を監視監督するための資源を自ら投入したくなく、ほかの株主による監視監督から生み出された利益をただで享受したかった結果、いずれの株主も監視監督のための資源を投入しなかったことで、株主と経営者とのエージェンシー問題が改善されなかったままとなる。Grossman SJ and Hart OD, “Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation” (1980) 11 The Bell Journal of Economics 42 at 42,59.

[288] 株主による大量的な持株・キャッシュフロー権の保有は株主の集団行動の問題を克服することができる。Black B, “Shareholder Passivity Reexamined” (1990) 89 Michigan Law Review 520 at 524, https://repository.law.umich.edu/mlr/vol89/iss3/4.　また、株主が有する持株とそれに相応する経済利益が増大することにつれて、株主が経営者を監視監督するインセンティブも強まると論証されている。Jensen and Meckling, n 81; Shleifer and Vishny, n 147 at 575–591.

[289] 機関投資家による監視監督の有効性については、理論上において意見が分けている。Hill JG, “Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes Symposium: Berle IX: Investor Time Horizons” (2017) 41 Seattle U. L. Rev. 497; Coffee JC and Palia D, “The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance” (2015) Columbia Law and Economics Working Paper No. 521, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2656325 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2656325 viewed 9 September 2025; Coffee JC, “Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor” (1991) 91 Columbia Law Review 1277.

[290] それに関するレビューについては、Anidjar, n 24 at 301–302.

るだろう。確かに、少数株主は機会的な行動の事後に信任義務違反などの責任の追究訴訟を提起できることは一定の抑止力を有する。しかしながら、少数支配構造の下で、少数株主は多数の経済的な持ち分を有するにもかかわらず、株主にとって最も重要な意思決定権としての議決権が構造的に無力に設定されているため、少数支配株主と経営者による機会的な行動を事前に歯止めをかけられる手段が分散所有構造の場合よりも少ない。例えば、敵対的買収や委任状勧誘による規律が期待できなくなっている。もちろん、少数株主は少数支配株主と経営者を監視監督するインセンティブが集団行動問題やフリーライダー問題で結果として依然に弱いかもしれないが、少数株主による監視監督を制度的に可能とする仕組みの構築はまず重要であると言えよう。これについては、株主権利の強化という立脚点からして、(1) 少数株主の議決権を過小に希薄化してはならないこと、(2) 一定の重要事項に関してあらゆる種類の株主が一株一議決権のベースで決議すること、(3) 取締役会における少数株主の代表権の強化などの措置が考えられる。

その他に、少数支配株主が機会的な行動をしないようにさせるために少数支配株主に会社又は/及び少数株主に対する信認義務及びそれを違反した場合に損害賠償責任を負わせることを通じて少数支配株主の行動をけん制するという支配的な株主の信認義務違反責任のアプローチは支配的な株主の行動を規制するのに重要な役割を果たしている。これについては第七章にてデラウェア州の最近の動向を踏まえて議論を行う。

2. 取締役会による監視監督

監督型取締役会の理論はエージェンシー・コストの抑制に立脚し、主流説となり、世界各国のコーポレートガバナンスに大きな影響を与えていた。また、監督型取締役会における独立取締役の役割も大いに期待されるようになってきた。ただ、少数支配構造を採用する上場会社において過半数の独立取締役が構成する取締役会の設置について、学説上に支持する意見が多いが、それを求める証券取引所はまだ少ない。

取締役会が経営者を監視監督する機関としての役割を果たそうとすべきとの理論は従来からのものではなく、遅くとも 1970 年代に入ってからエージェンシー理論の提唱とともに分散所有構造を規制対象とする理論として広く受けられるようになっていたのである。

20 世紀初頭から 50 年代までに経営者資本主義が普及した時代に[291]、零細株主のフリーライドの問題で株主による取締役の選任が純粋に理論上の権限となり、取

[291] 経営者資本主義の時代におけるコーポレートガバナンスについて、詳細は Cheffins BR,

締役会も主に CEO が指名した関係者で構成されるため取締役と上級役員がほぼ同じ陣営に属するとなっている[292]。いずれの取締役も CEO の決定や権限に異議を唱える傾向が極めて低いため、取締役会が監視監督としての機関と言うより、会社経営に関わる計画と実行に核心的な地位を占める CEO 等の経営者を信頼し補佐する機関、いわゆる助言型取締役会（advising board）であった。[293]

特に、1970 年代に入ると、経営者による粉飾決算や経営者による株主利益の軽視など株主の利益を侵害する行動が頻発したことは、取締役会による監視監督機能の不足が問題化され、取締役の独立性が重要視されるようになっていた。[294] 従って、70 年代に監督型取締役会の理論の提唱によって、公開会社は「取締役会によって経営される」という従来の理論が捨てられ、執行役員によって経営され、独立取締役が多数を占める取締役会が経営者による経営管理を監視するという新たなモデルが構築され、主流説となっていた。[295]

監督型取締役会の理論はなぜ主流説となり、またコーポレートガバナンスの実務に広範的に採用されるようになったかというと、エージェンシー理論によれば、それはエージェンシー・コストの抑制と繋がるからである。例えば、Fama & Jensen（1983）は会社内部の意思決定プロセスにおけるモニタリングを通じてエージェンシー・コストを抑制することができ、効果的な意思決定システムは、支配決定権限が経営決定権限からある程度分離されているものであると主張している。[296] その主な理由としては、株式会社においては、意思決定に役立つ特定の情報が企業内部の多くの経営者に分散されているため、その特定の情報を把握している経営者に経営決定権限を委任することがより効率的である一方、それによって生じたエージェンシー問題は経営決定権限と支配決定権限との分離によって抑制できると主張されている。[297] また、その権限分離の実現を可能とする体制は主としては階層のある意思決定システムである。同システムは会計や予算編成制度、意思決定行動に対する監視・制約、経営パフォーマンスと連動する報酬などによって支えられ、企業の下位部門による提案を上位部門による承認・監督の対象とするという役割の分担によってエージェンシー問題を抑制することができる。[298] また、株式会社においては、同システムの頂点にあるのが取締役会であり、取締役会が重要な意思決定を承認し、その執行と効果を監視監督し、

"Corporate Governance since the Managerial Capitalism Era" (2015) 89 Business History Review 717 at 719–724.

[292] 株主が受動的な受益者にすぎず、実際の支配権を有する経営者が自らの後継者を選出することができる。Mason, n 66, p 1959.

[293] 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 1511–1514.

[294] Gordon, "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005", n 293 at 1469.

[295] Dent G, "The Revolution in Corporate Governance, The Monitoring Board, and The Director's Duty of Care" (1981) Faculty Publications at 623.

[296] Fama and Jensen, n 90 at 304–305.

[297] Fama and Jensen, n 90 at 322–323.

[298] Fama and Jensen, n 90 at 310.

重要な意思決定者を選任、解任、報償することとなっている。内部取締役としての上級役員と独立取締役としての外部専門家から構成される取締役会は、上級部門に位置する経営決定権限者と支配決定権限者との癒着を困難にし、会社における重要性の高い意思決定事項をめぐる経営決定権限と支配決定権限を分離するメカニズムである。[299] つまり、企業所有と支配の分離の下では、経営者によるエージェンシー・コストを抑えるために、企業の意思決定プロセスにおける経営決定権限と支配決定権限との分離を導き、取締役会は支配決定権限を主導するようになり、経営者に対する監視監督の機能を有するようになっていたのである。

Fama & Jensen（1983）は主に所有と支配が分離する大型株式会社を理論の舞台として論じたのである。そのような理論の影響を受けて、1970 年代から 2010 年代にかけて、取締役会による監視監督の機能の強化、公開会社に対して取締役会における監査委員会等の設置、社外取締役の独立性の強化、内部統制の構築、取締役の監督責任の明確化などに関する法改正が行われ、取締役会による経営者に対する監視監督の制度は充実されるようになっている。[300]

上述した沿革を踏まえて、会社経営管理に関する権力の分配については、取締役会が会社の経営管理に関する統括的な意思決定権限を有するが、会社経営に関する具体的な事項に関わる意思決定権限とその実行を経営者に再委任するすることができ[301]、実際にも取締役会権限の多くを他の機関や上級経営者に委任するのが一般的である[302]。この権限の委任については、取締役会は取締役会における報酬委員会などの専門委員会に対して権限を委任することができると同時に、会社の日常経営管理に関する権限を各種の執行役員に委任し、当該執行役員はさらに下位の従業員に権限を委任することができる。[303] その場合、取締役会はその機関や経営者の行動を監視監督する義務を負うこととなる。[304] 既述した通り、支配的な株主が存在する場合においても、そのような取締役中心主義に基づく会社権力の分配システムは制度的に維持されている。

取締役会がその監視監督の機能を適切に発揮することを確保するためには、法規制上において（1）株主による権利の行使（取締役の選任・解任、株主提案権制度、

---

299 Fama and Jensen, n 90 at 323.
300 1950 年から 2005 年までに米国法における社外取締役に関する制度の発展については、Gordon, “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005”, n 293.
301 Del. Code Ann. tit. 8, § 141 (2025). Model Bus. Corp. Act § 8.01(b) (Am. Bar Ass’n 2020).
302 Bartlett and Talley, n 21, p 200.
303 Bartlett and Talley, n 21, pp 200–201.
304 Model Bus. Corp. Act § 8.01(b) (Am. Bar Ass’n 2020). 定款で別途の定めがある場合を除き、原則として会社のあらゆる権限は取締役会によって行使されるか又は取締役会の指揮のもとで（経営者によって）行使されるものとし、会社の事業と業務は取締役会によって管理されるか又は取締役会の指示のもとで管理され、かつ、取締役会による監視監督を受けるものとする。In re Caremark Intern. Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (1996).

機関投資家によるコーポレートガバナンスへの参加、プロキシ・アドバイザー、株主代表訴訟など）、（2）取締役会の組織内における委員会の設置、（3）取締役の独立性の強化、（4）内部統制システムの構築義務、（5）取締役の信認義務（6）情報開示規制（7）外部のゲートキーパーによる監視監督、（8）支配権取引市場による規律など関連する制度が設けられている。[305]

少数支配構造の場合、会社の主な参加者は少数支配株主、少数株主、取締役、役員等から構成され、少数支配株主が経営者（取締役と役員等を含む）を監視監督することができるし、取締役が役員等に対して監視監督することも上述のような法規制によって確保されている。問題となるのは、その場合に少数支配株主が取締役の選任と解任を支配しているため、支配的な株主がこれによって経営者（取締役と役員等を含む）に対して支配的影響力を及ぼしうる。それで、取締役は実然としてその監視監督の機能を履行できるか、もし適切に履行できない場合に誰が取締役の行動を監視監督するかということである。

このような役割を担うことがまず期待できるのは少数株主である。上述の 1. で述べたように、少数株主の議決権などの株主権利を強化することが一つのアプローチとして考えられるが、零細株主の集団行動やフリーライダー問題もある。

そして、1970 年代以来、独立取締役は取締役会の監視監督の機能を強化する措置として位置付けられている。現在、分散所有構造の上場会社において独立取締役及び独立取締役からなる各専門委員会の強制設置が求められている。しかし、支配的な株主が存在する場合、そのような法的要求は適用しなくなることは重大な問題点として取り上げられている。一方、例えば、デラウェア会社法において、支配的な株主に関わる関連者取引について、裁判所は支配的な株主の信認義務責任を判断するにあたって、独立取締役が当該関連者取引において果たした役割を重要な要件として位置付けている。　従って、複数議決権構造のような少数支配構造において、独立取締役の役割を強化することが少数株主の利益保護に役立つと考える。もっと根本的に言えば、取締役役会において一部の独立取締役を選任・解任する権限を少数株主に委ねることも一つのアプローチとして考えうるであろう。[306]

第二款　　インセンティブ・システム

分散所有構造の場合に、経営者がほとんどのキャッシュフロー権を有していないから、株主の経済利益と乖離する機会的な行動をとる恐れがあるため、経営者と株主の経済利益の一致性を高め、経営者の報酬を会社の業績と連動させることを可能とす

---

[305] Kraakman et al, n 29, pp 29-47,49-77; Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, n 273, pp 155–200.
[306] 第七章第四節を参照。

るストックオプションなどによって経営者がちゃんとした経営を行うようなインセンティブを付与することを通じてエージェンシー・コストを抑えることが講じられている。[307]

一方、少数支配構造の下では、支配的な株主が議決権種類株式や議決権拘束契約などのツールを利用した結果として僅かなキャッシュフロー権を有することとなっていたため、支配的な株主と大多数のキャッシュフロー権を有する少数株主との経済利益の一致性を高めるには、議決権とキャッシュフロー権との分離又はその分離の程度を事前又は事後的に制限することが考えられる。株主の議決権に集中してみれば、それは一株一議決権の原則に関わる。同原則については、第二部において議論する。

第三款　　証券市場による規律

1. 情報開示規制の強化

エージェンシー問題はプリンシパルとエージェントとの間の情報非対称性に起源する。「情報の非対称性が存在する限り、エージェンシー・コストは常に存在する」。そして、エージェンシー問題を打開する対策として、一つは上述したような措置を通じてプリンシパルとエージェントとの間の利害一致性を高めることで、もう一つはその情報の非対称性を打破する対策である。[308]情報開示の強化は内部株主と経営者の機会的な行動を監視監督するコストを削減できるし、強制情報開示の目的も内部株主と外部投資者とのエージェンシー問題を対処するためであると言われている。[309]

それで、少数支配構造におけるエージェンシー問題について、誰が何を開示しなければならないかという情報開示規制ルールの明確化が必要となり、この情報開示規制を違反した場合に如何なる責任を負わせるべきかという問題も検討する必要性が生じる。

本稿において、特に複数議決権構造における少数支配株主たる創業者の指揮の下で不実開示が行われた場合に当該少数支配株主の情報開示規制違反の責任をどのように規制すべきかという問題をめぐって議論する。これについては、第八章においてLuckinの不実開示事件を踏まえて検討を行う。

---

[307] 神田ほか, 前掲注 85, 110–111 頁.

[308] Wang H, “Information Asymmetry and Agency Problems in the Financial Market” (2024) 32 Highlights in Business, Economics and Management 62 at 63–65.

[309] Mahoney PG, “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems” (1995) 62 The University of Chicago Law Review 1047 at 1048–1049.

2. 支配権取引市場による規律

既述した通り、支配権取引市場の理論が提唱されてからは、エージェンシー理論と融合し、縦型のエージェンシー・コストを軽減するための重要な制度として視されてきた。

分散型所有構造においては、公開会社に対する支配権は外部投資家によって争奪される可能性が存在し、外部投資家が現支配経営者者の意思に反して敵対的買収によって支配権を奪取することがありうる。それで、支配権取引市場において経営非効率の目的会社に対して行われた買収はもちろん、潜在的に行われうる買収の脅威だけでも経営者を規律することができる。従って、支配権取引の市場は敵対的な買収を恐れる経営者を会社経営に関してより注意深く取り組むように行動させることを通じて、エージェンシー・コストを減少させうる。[310] つまり、支配権取引市場は外部からの監視監督としてエージェンシー・コストを抑制する役割を果たしている。

しかしながら、支配的な株主が存在する場合、会社に対する支配権が同株主に固定化され、外部投資者が支配的な株主の意思に反してその支配権を争奪しようとしてもできず、当該株主との交渉を通じてのみ支配権取引が可能となる。[311] 従って、敵対的買収による支配権の争奪可能性と現実性から生じうる脅威が内部支配者たる支配的な株主に対する規律が機能できなくなり、同株主が機会的な行動を取る「客観的な自由度」（必ずそのような行動を取るとは限らないが、そのような行動を取りたければ自分の行動が阻害される懸念がないのことを意味する）が高まり、それによる少数株主に対する利益の侵害のリスクも高くなる。実証研究によれば、少数支配株主が存在する会社は、他の会社と比較して買収される可能性が約 50%低いと示されている。[312]

ゆえに、複数議決権構造などの支配権強化メカニズムを通じて会社に対する支配権を固定化することは支配権取引市場からの内部支配者に対する規律・プレッシャーを遮断することとなる。支配構造の下で、支配株主がこのような固定化した支配権を有するが、「身銭を切る」の効果が支配株主による機会的な行動をある程度でけん制できる。しかし、少数支配構造の下では、少数支配株主が固定化した支配権を有しながら、その「身銭を切る」の効果による規律をあまりにも限定的に受けている。確かに、少数支配構造は内部支配者が独特なビジョンを追求する自由を最大限に保護して

---

310 *E.g.* Guthrie G and Hobbs C, "How Managerial Ownership and the Market for Corporate Control Can Improve Investment Timing" (2021) 128 Journal of Banking & Finance 106154; Scharfstein D, "The Disciplinary Role of Takeovers" (1988) 55 The Review of Economic Studies 185; Jensen MC, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers" (1986) 76 The American Economic Review 323.

311 Bebchuk, n 166 at 4.

312 Cronqvist H and Nilsson M, "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders" (2003) 38 The Journal of Financial and Quantitative Analysis 695 at 697.

いる。一方、少数支配株主によるエージェンシー問題からすれば、独特なビジョンの追求自由を如何に尊重しても、内部支配者が支配権を完全に永遠に維持し続けることを可能とする支配権の固定化は独特なビジョンの追求自由の保護との相当性がないだろうと考えられる。ゆえに、少数支配株主による独特なビジョンの追求自由を保護しながら、その完全に永遠な支配権の固定化を打開することを可能とする制度の構築が必要である。このような制度は主として少数支配構造を解消するサンセット条項と考えられる。これについては第五章の第三節にて検討を行う。

第二部　支配権配分に関する規制

第四章　公開会社における議決権配分の規制

第一節　支配権強化メカニズム

第一項　支配手段の多様化

会社に対する支配の方法と状況は様々であるが、従来から主としては、(1) ほぼ完全な持株による支配、(2) 過半数の持株による支配、(3) 過半数に至らない持株とほかの法的手段による支配、(4) 少数の持株による支配、(5) 経営者による支配という五つの支配の類型がある。[313]　一般的には、一株一議決権原則の下で、会社に対する支配力が株主の出資と比例性を有し、資本多数決の下で過半数の出資を行った株主が支配株主となる。従って、通常は出資・形式基準に基づいて支配権の存否について判断されている。[314]　その（1）と（2）は資本多数決の下で出資・形式基準に基づく支配である。そして、企業規模の拡大に伴い、資本多数決の下で会社に対する支配権を維持するために膨大な資金を投下しなければならないため、支配権のコストが高くなる。従って、そのコストを抑えるために、過半数の持株を通じなく支配権を維持できる法的メカニズムが利用されるようになり、主としては、ピラミッド・ストラクチャーや議決権種類株式又は議決権信託などがある。[315]　そのような（3）の法的メカニズムの下では、持株で所有する経済的な持ち分と支配権との乖離が生じ、議決権が株式所有と支配との接続点になり、過半数の議決権をコントロールできる者が支配権を有することとなる。[316]　それに、法的メカニズムによる支配は、ごく僅かの経済的な持ち分と伴うが、過半数以上の株式を有する場合と等しい支配力を有する。[317]

上述した（1）と（2）と（3）のいずれも株式の所有や議決権などの法的地位に基づくもので、法的手段に基づく支配と定義づけられている。究極的に言えば、そのように法的手段に頼って獲得できた支配権は主として過半数の議決権による支配力に依存している。[318]

一方、上述した法的手段に基づく支配のほかに、過半数以上の議決権を有せずに「一定の持株や経営への参与又は外部環境などによって確保されていた戦略的地位

---

313 Berle and Means, n 45, pp 66–67.
314 朱大明, 支配株主規制の研究 ―中国会社法を素材として (信山社, 2012),154 頁.
315 Berle and Means, n 45, pp 68–74.
316 Institute AL, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* (Amer Law Inst, St. Paul, Minn.: American Law Institute Publ, 1994) p 14, 1.10(a).
317 Berle and Means, n 45, p 74.
318 Berle and Means, n 45, p 74.

に依存する」事実上の支配（factual control/actual control）もありうる。事実上の支配は法的手段に基づく支配と異なり、その状態がより不安定で、偶発的要素や変動の影響を受けやすく、明確に定義されていない。しかしながら、事実上の支配が確立された途端に、その実在性が薄いわけではなく、長期間にわたって維持され続けられる。[319] 事実上の支配に関する典型例としては、例えば、株式の所有が分散されている場合、いずれの株主が過半数の株式・議決権を有しないが、相対的に一定割合以上の株式を有する大株主が株主総会においてほかの零細株主から委任状を集めて取締役の選任を左右できる議決権の多数を制すれば、少数の持株による支配ができる。一方、会社の経営者が大株主との間に敵対的な関係に立つ場合、少数の持株による支配は厳重な制約が加えられることとなる。[320] もう一つの例としては、経営者による支配である。例えば、巨大株式会社において、株式の所有が非常に広範に分散され、いずれの株主だけが経営者の行動を左右できず又はそのために委任状勧誘を通じて議決権を集めてもコストが高すぎるため集められないゆえ、経営者は実際に会社を支配することとなる。[321] 経営者による支配は、前述したような法的手段に基づくものではないが、株式所有が広く分散されているとき、比較的に安全である。ただし、経営不況の場合、数多くの株主による連携行動や合併などを通じて経営者を追い出すこともありうる。[322] また、もう一つの支配メカニズムとしては、株主契約等基づく支配条項である。例えば、アリババグループのように、アリババ・パートナーと呼ばれる支配者らは同社の過半数の議決権を有していないが、取締役会の過半数のメンバーを指名する契約上の権利等を通じて支配権を維持している。[323]

支配権は会社という法人としての意思決定において、会社の戦略方針の策定と資源配分の決定などを究極的に決定することができる権力である。その支配権を裏付ける力として、法的手段による支配力と事実上の地位による支配力とがありうるが、議決権はその法的手段による支配力においてもっとも欠かせない要素であり、株主が主として議決権の行使によって会社のガバナンスに参与しているのである。本稿においては主として法的手段に基づく支配特に上述の（3）に集中して議論を行う。法的手段に基づく支配の中で、(3）のような過半数の持株がなく法的手段に基づく支配は従来の支配権と経済的な持ち分との比例性原則の下で支配権を維持するために必須な

---

[319] Berle and Means, n 45, pp 74–75. 法的支配と事実上の支配との区分について、Handy & Harman v. Burnet, 284 U.S. 136, 140 (1931). また、事実上支配に関する歴史的考察について、Bainbridge SM, “A Course Correction for Controlling Shareholder Transactions” (2025) 49 Del. J. Corp. L. 525 at 537–542.

[320] Berle and Means, n 45, pp 75–76.

[321] Berle and Means, n 45, pp 78–80.

[322] Berle and Means, n 45, pp 82–83.

[323] *Alibaba Group Holding Limited, Amendment No. 6 to Form F-1: Registration Statement Under the Securities Act of 1933 (SEC File No. 333-195736) (Filed Aug. 26, 2014)*, DESCRIPTION OF SHARE CAPITAL, ALIBABA PARTNERSHIP, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000119312514333674/d709111df1a.htm viewed 30 October 2025.

過半数の持ち分を要しなくなることで、半数以下の経済的な持ち分で支配権を維持できるという意味で支配権が強化されるようになる。

第二項　　議決権強化メカニズム

第一款 議決権種類株式

株主の経済的な持ち分と議決権との乖離を可能とするもっとも典型的なメカニズムとしては議決権種類株式である。議決権種類株式の中には、複数議決権種類株式、無議決権種類株式、拒否権付き種類株式などがある。

1. 複数議決権種類株式

複数議決権種類株式（Dual-class/Multi-class Stocks Structure）というのは、同等の出資金額の下で株式の種類ごとに異なる数の議決権を付与する種類株式である。[324] 例をもって説明すると、会社が通常議決権の異なる株式を二種類以上発行し、一株につき一議決権を有する A 種類株式（以下「議決権の少ない株式」と称する、無議決権株式でも可能）を一般投資者に対して発行するが、一株につき一つ以上（例えば十個）の議決権を有する B 種類株式（以下「議決権の多い株式」と称する[325]）を創業者株主（通常経営者でもある）に対して発行することで、会社が公開上場した後でも B 種類株式は公開取引されなく創業者株主によって保有され、創業者株主がこれによって会社に対する支配を維持し続けるのである。

また、無議決権株式について、その中には優先権益なき無議決権株式と優先権益つき無議決権株式が含まれる。優先権益なき無議決権株式というのは、議決権を有しないが議決権の欠如を補償するための優先配当権益などのキャッシュフロー権も付与されない株式であり、優先権益つき無議決権株式というのは、議決権を有しないが議決権の欠如を補償するために優先配当権益などのキャッシュフロー権が付与されている株式である。[326]　優先権益なき無議決権株式の典型例は無議決権普通株式で、優先権益つき無議決権株式の典型例は無議決権の優先株式と考えられる。

例えば、Snap は 2017 年に無議決権のクラス A 普通株式を公開上場した。Snap の資本構造の下では、クラス A 普通株式、クラス B 普通株式、及びクラス C 普通株式の保有者の権利は、議決権、転換権、および譲渡権に関する点を除き、同一であるが、クラス B 普通株式の一株当たりに一つの議決権が付与され、一株のクラス A 普通株

---

[324] Institutional Shareholder Services et al, n 13 at 10.

[325] 議決権が少ない又は議決権が多い株式というのは相対的な概念であることを注意されたい。例えば、無議決権株式と一株一議決権の普通株式が発行される場合、普通株式が議決権の多い株式であるが、一株一議決権の普通株式と一株十議決権の種類株式が発行される場合、普通株式が議決権の少ない株式であると考えられる。

[326] Institutional Shareholder Services et al, n 13 at 10.

式に転換されうる。クラス C 普通株式の一株当たりに十の議決権が付与され、一株のクラス B 普通株式に転換されうる。クラス C 普通株式は、Snap の創業者（取締役と執行役員）によって保有されており、総議決権数の約 88.5%を代表している。[327] また、伊藤園が 2007 年に発行した第 1 種優先株式がその典型例である。伊藤園第 1 種優先株式においては、普通株式の株主に対する剰余金の配当を行うと決定されれば、その配当の前に第 1 種優先株式の株主に対して定款で定めた条件に基づいて算出した額の剰余金の配当を行うとされ、第 1 種優先株主は原則として株主総会の決議事項に関して議決権を有しないが、過去 2 年間に優先配当が行わなかった場合に議決権が復活するとされている。[328]

2. 拒否権付き種類株式

議決権付き種類株式の株主はその議決権行使によって会社の決議事項を可決又は否決することを通じて会社に対する支配権に影響を及ぼしている。そのうえ、拒否権付き種類株主は議決権付き種類株主によって可決される決議事項に対して拒否権の行使によってそれを否決することを通じて会社の経営管理の方向性を左右しているのである。[329] 拒否権付き種類株式は、何者がどんな事項に対して拒否権を有するかに基づいて具体的な権利内容が異なりうる。EU の CEMs に関する報告書に列挙されていた①特定の者を取締役候補者として指名する権利や取締役を直接的に任命する権利若しくは株主総会の決議事項に対する拒否権などを種類株式の権利内容としてこの種類の株式を有する株主の持ち株比率に関わらずその決定権または拒否権を行使することができる特別決定権つき株式、及び②政府当局の利益のために発行される黄金株はここでいう拒否権付き種類株式と考えられる。[330] 続いては、黄金株を拒否権付き種類株式の典型例として取り上げる。

黄金株とは、会社の定款に関わる特定の変更に対して拒否権を行使することができる株式であり特に民営化された旧国営企業に関して国家が同企業に関わる重要な決定（例えば買収の阻止、議決権の制限、及び／又は経営判断に対する拒否権）に対して継続的な支配的権限を保持することを可能にする種類株式や法的要求である。[331] 黄金株は従来特にヨーロッパにおける各国の国営企業の私有化に伴い、法律や定款の

---

[327] *Snap Inc, Prospectus [Registration No. 333-215866]*, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517068848/d270216d424b4.htm viewed 18 September 2025.

[328] 株式会社伊藤園第 1 種優先株式新規上場銘柄概要 (平成 19 年 9 月 3 日), https://www.jpx.co.jp/equities/products/preferred-stocks/issues/tvdivq0000007usm-att/25935g.pdf viewed 18 September 2025.

[329] 日本会社法 108 条 1 項 8 号はそういうロジックを採用している。

[330] Institutional Shareholder Services et al, n 13 at 11–12.

[331] Backer LC, "The Private Law of Public Law: Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds, and the Public Law Element in Private Choice of Law" (2008) Tulane Law Review, Vol. 82, No. 1 at 5, n. 12, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1135798b viewed 19 September 2025; Institutional Shareholder Services et al, n 13 at 12.

要求により当該会社が政府等に対して黄金株を発行し、民営化の後の会社経営について政府による支配権を維持させ続けることを可能とし、外資が自国の産業を介入することを政府から直接的に法律によって規制するという直接的な外資規制を代替する措置として使われている。[332]

通常、黄金株の発行と引き換えに会社に払い込まれた出資金額が少額で、黄金株主が会社から剰余金の配当を受ける権利もないとされている。例えば、US スチールと日本製鉄の買収案件は、安全保障を理由に米国政府によって数ヶ月間保留されていたが、米国政府が US スチールの経営に関する重要な事項について「黄金株」たる拒否権を行使できることを条件として承認されていた。それで、米国政府は「黄金株」の所有を通じて US スチールの独立取締役 1 名を選任する権利を有し、会社の名称と本社の変更、生産拠点の移転、競合企業の重要な買収などの事項に関しては米国大統領又はその指定者による同意が必要であるようになる。また、その「黄金株」については、米国政府に対しては同社への投資が求められず、株式が付与されなく、配当も行われないとされている。[333]　また、日本において、国際石油開発帝石は 2004 年に東京証券取引所に上場する際に旧石油公団に対して同社の経営上における取締役の選任や重要な資産の処分又は定款変更などの事項に関して拒否権付きの甲種類株式を一株発行した事例もある。旧石油公団が 2005 年に解散した後、その一株の黄金株は日本政府（経済産業大臣）によって保有されている。[334]　それで、黄金株に利用を通じて会社においてキャッシュフロー権と支配権の乖離が生じている。

そのほかに、政府などの公的機関ではない主体による黄金株の保有に関する例としては、米国のナスダックに上場している中国の自動運転会社 WeRide は、会社の授権資本において 1 株あたりの額面価格が US$0.00001 である黄金株を 50 株までに発行することができ、それが同社の創業者（CEO と CTO）に対してしか発行できず、いずれの黄金株が 720 万個の議決権を有し、配当を受ける権利がないと会社の定款上にしている。[335]

第二款　契約による支配権のアレンジメント

既述したように、議決権種類株式を通して支配権を獲得する場合に、過半数以上

---

[332] 上田純子,「EU「黄金株」事件・再考」 (2012) 1 EUIJ-Kyushu review , 3 頁.

[333] *Nippon Steel Corporation and U. S. Steel Finalize Historic Partnership* (18 June 2025), https://www.nipponsteel.com/common/secure/en/news/20250618_100.pdf viewed 20 September 2025; Sarah Bauerle Danzman, "Did Trump Effectively Nationalize US Steel with His 'Golden Share'?", https://www.atlanticcouncil.org/blogs/new-atlanticist/did-trump-effectively-nationalize-us-steel-with-his-golden-share/ viewed 20 September 2025.

[334] 太田洋＝松尾拓也,『種類株式ハンドブック』 (商事法務, 2017) , 436–441 頁.

[335] *Seventh Amended and Restated Memorandum and Articles of Association of Weride Inc. (Adopted by A Special Resolution Passed on October 29, 2022)*, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1867729/000119312524186293/d343706dex31.htm viewed 20 September 2025.

の経済的な持ち分を保持することが必要であるとは限らないが、原則として議決権の過半数を保持しなければならない。一方、議決権の過半数を有していなくても、契約上の定めによって会社に対する支配権を獲得することもできる。公開会社の内部者株主が取得しうる契約上の支配権としては、取締役の指名権、取締役会における委員会のメンバーの指名権及び会社の重大事項に対する拒否権などがある。[336]

取締役の指名権を例として取り上げて見れば、例えば、2019 年に IPO した Dynatrace 社の目論見書によれば、内部者株主たる Thoma Bravo が発行済み普通株式の少なくとも 30%を所有する限り、取締役会と各委員会の首席及び取締役会の過半数を指名する権利を有するとされていた。[337] また、2015 年に IPO した GoDaddy において 9 名の取締役で構成される取締役会が設置されているが、同社の株主契約によれば、IPO 前の機関投資家株主としての KKR や Silver Lake 及び Parsons の取締役を指名する権利について、KKR や Silver Lake が同社の発行済み株式総数の 10%超を所有している限り、取締役会に 2 名の取締役を指名する権利を有し、Parsons が同社の発行済み株式総数の 5%超を所有している限り、取締役会に 1 名の取締役を指名する権利を有するとされ、GoDaddy は、上述した株主によって指名された候補者を同社の委任状及び推奨候補者リストに列挙させ、その選任を支持し、「合理的な最善の努力を尽くして、当該候補者が取締役会に選任されるようにする」と約束していた。各株主当事者も、互いの指名候補者に対して議決権の行使によって支持することを約束していた。[338]

---

[336] Shobe and Shobe, "Contractual Control in Dual-Class Corporations", n 11 at 351.

[337] *Dynatrace, Inc., Prospectus (Form 424B4, Registration No. 333-232558)* (31 July 2019) at 52,119, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1773383/000119312519210943/d668054d424b4.htm viewed 25 September 2025.

[338] *GoDaddy Inc. (Form: 8-K)　(Stockholder Agreement by and among Godaddy Inc., Desert Newco, LLC and　the Other Parties Named Herein,Dated as of March 31, 2015*）, https://content.edgar-online.com/ExternalLink/EDGAR/0001193125-15-120133.html?hash=dfc058dd2b06539288ba23ba195a1abc9b6744d8c6c8c673a50be930ba3f8b34&dest=D903539DEX32_HTM#D903539DEX32_HTM viewed 25 September 2025; Rauterberg G, "The Separation of Voting and Control: The Role of Contract in Corporate Governance" (2021) 38 Yale J. on Reg. 1124 at 1135–1136.

第二節　米国における議決権種類株式に対する規制

第一項　議決権種類株式の多様化

種類株式の「種類」の創設については、日本のような会社法において種類株式の内容として定められる事項を限定的に列挙するものに関してのみ株式の「種類」として定めうるという限定列挙のスタンスと異なり、米国では会社法において株式の内容として定められる事項に関する定款自治が大幅に認められている。[339]　議決権が異なる取り扱いについては、会社の発行済み株式のうち少なくとも一種類又は一組以上の株式がすべての議決権を有することや種類株主が種類株主総会での議決権を有することなどの法的な求めを除き[340]、現代に各州の会社法は株主の議決権に関する差別的取扱いに対してほとんど制限を設けていない。[341]　実務においては、議決権種類株式というと、議決権付きの優先株式、無議決権優先株式、議決権制限株式、種類株主による取締役の選任・解任に関する議決権種類株式、種類株主の拒否権、株式所有数に従う議決権数の最大限の設定（capped voting）、株式所有期間に従う一株あたりの議決権の数に関する差別化設定（tenure voting or time-phased voting）などがある。一方、議決権の異なる種類株式の発行について、各州法に制限がほとんどないが、その株式が上場する場合、各証券取引所の自主規制によって規制されている。[342]

第一款　19 世紀から 20 世紀 80 年代まで証券取引所による規制の実態

歴史的な考察から見れば、英米には一株一議決権は従来からの原則的なルールではない。17 世紀から 19 世紀の半ばまでに、企業の議決権の構造に関しては、主に①一株一議決権や②株主の一人につき一議決権及び③株主の一人につき議決権数の最大限の定款定めという三つの制度が見られた。[343] 19 世紀に米国の各州が一般会社法を制定する際に議決権に関する各州の条文規定もそのような多様性を呈していた。19 世紀の末に持株数と議決権の数との比例性に対する法的制限（上述の②と③）が撤廃されるようになり、一株一議決権が主流とされるようになる。[344]　そして、20 世紀に入り、米国のほとんどの会社が一株一議決権を採用していたが、それと乖離する定款自治の自由が許されるゆえ、家族企業が支配権を維持するために議決権種類株式（主

---

339 松尾健一, 株主間の公平と定款自治 (有斐閣, 2010) 98 頁.　Del. Code Ann. tit. 8, § 151 (2025). Model Bus. Corp. Act § 6.01.

340 Hamilton R and Freer R, *The Law of Corporations in a Nutshell* (6th edition, West Academic Publishing, St. Paul, Minn, 2010) p 13.4. Model Business Corporation Act (2025), 6.01(b), 6.03.

341 Model Business Corporation Act (2025), 6.01, 7.21(a). General Corporation Law of Delaware §212(a).

342 加藤貴仁, 株主間の議決権配分―一株一議決権原則の機能と限界 (商事法務, 2007) 27 頁.

343 Ghezzi FCG, Mosca C and Passador ML, "Rereading the 'One Share One Vote Principle': Is It Also a Matter of Competition?" (2022) University of Chicago Business Law Review, 2022, vol. 1, no. 1, 157-194, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4067796 at 161; Ratner D, "Government of Business Corporations Critical Reflections on the Rule of One Share One Vote" (1970) 56 Cornell Law Review 1 at 4–5.

344 Ratner, n 343 at 7–8.

に無議決権株式）を発行するケースがますます増加した。[345] しかし、そのような傾向が 1920 年代に一変した。

1925 年、株式会社 Dodge Brothers はニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場し、公衆投資者に対して合計で 1 億 3000 万ドル相当の債券、優先株式及び無議決権普通株を発行したが、投資銀行が 225 万ドル相当の議決権付き普通株式だけで Dodge Brothers 社を支配していたため、公衆投資者より大きな抗議を招いていた。[346] その抗議に応え、NYSE が 1926 年 1 月に、将来的には証券の上場申請を審査する際に議決権による支配に関する事項について十分な注意を払うべきという新しい立場を示した。[347] そして、1940 年に NYSE が無議決権株式の上場を正式的に禁止し、1980 年代までにわずかの例外を除き[348]NYSE における議決権種類株式の公開上場の禁止が維持されていた。[349]

その一方、1986 年までに、議決権種類株式の公開上場に関して、米国の三大証券取引所の政策は異なっていた。まず、NASDAQ は議決権種類株式の公開上場を禁止するルールが存在していなかった。[350] そして、AMEX は議決権倍率が 10 : 1 を超えないことなどの条件を満たす Wang Laboratories による複数議決権構造での上場を認めていた。[351] また、NYSE は一株一議決権に基づく株式の上場しかを認めていなかった。[352]

第二款　1980 年代半ばから 2000 年代まで証券取引所による規制の発展

１、NYSE の一株一議決権規制の緩和の試み

1980 年代に入り、米国の資本市場において敵対的買収が盛んに行われ、会社の経営陣がその支配権を手に入れるための防衛策をいろいろ試してみたが、当時レバレッジド・バイアウト（Leveraged Buyout）による非公開化と株式の議決権に差別を設ける議決権種類株式の発行が主な防衛策として利用されていた。[353] また、公衆株主から株式の大部分を購入する必要があるレバレッジド・バイアウトと比べて、議決権種類株式のほうがコスト節約であるため、議決権種類株式の発行が再び潮流となった。

---

345 *Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective* ProfessorBainbridge.com, https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html viewed 27 December 2023.　Stevens, n 2 at 355.
346 Seligman, n 3 at 694–697.
347 Seligman, n 3 at 597.
348 例えば、1956 年に Ford Motor 社が複数議決権構造で NYSE に公開上場した。Seligman, n 3 at 697–700.
349 Bainbridge SM, “The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4” (1991) 69 Washington University Law Quarterly 565 at 569.
350 Fischel, n 219 at 126.
351 Seligman, n 3 at 704–705, n.90.
352 New York Stock Exchange Listed Company Manual§301.00（1983）
353 Bainbridge, “The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4”, n 349 at 571.

354

そのほか、1984 年までに、前述したように、NYSE は一株一議決権の原則を維持していたが、AMEX と NASDAQ は議決権種類株式の公開発行に関して緩和的な立場を取っているため、ますます数多くの新興企業が AMEX と NASDAQ に上場するようになり、三大証券取引所の間において競争が激しくなった。[355]

その影響を受けて、NYSE での上場会社の数の減少を恐れるため、NYSE はこれまでに堅持してきた一株一議決権原則の変更に迫られていた。そして、1986 年に、NYSE は SEC に対して NYSE における議決権種類株式の公開発行に関する上場基準の規制緩和の承認を求めていた。[356]

NYSE は複数議決権構造に対する規制を緩和しようとする理由としては、「①AMEX、NASDAQ との競争の観点から、NYSE の厳格な基準は競争上の不利益をもたらすこと、②敵対的企業買収防衛策として Dual Class Recapitalization を行うことに対する NYSE 上場企業の需要が増加したこと、 ③ NYSE が発行者による資金調達、企業買収、資本構成の選択に関して柔軟性を与えることを望んでいること、④1926 年当時と比べ、投資環境と規制の環境が変化したこと」などが挙げられている。[357]

過去何十年にわたって一株一議決権の原則が上場基準の一つとして有益なルールであると疑う由がないし、理想的に今後もその原則を堅持すべきである一方、上述のような現実から見れば、証券取引所間の競争の激化や急速に変化しつつある現実において、その理想的なルールを維持することが益々難しくなり、現実の状況と需要に応じる一株一議決権原則を緩和する必要があるという考えを NYSE は示すうえで、以下の条件を満たした場合、上場会社による議決権の異なる種類株式の発行を認めようとしていた。まず、既存株主の一株当たりの議決権が同一である（上場）会社は資本構造の再構成や議決権構造の変更を通じて議決権の異なる種類株式を発行しようとする場合に関しては、①議決権の異なる株式を発行する取引が当該提案に関して議

354 Bainbridge, “The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4”, n 349 at 571–572.
355 加藤, 前掲注 342, 107 頁.
356 Self-Regulatory Organizations; Proposed Rule Change by New York Stock Exchange, Inc. Relating to Amendments to the Exchange’s Voting Rights Listing Standards for Domestic Companies, Securities Exchange Act Release No. 34-23724, 36 S.E.C. Docket 1016, 51 Fed. Reg. 37529 (Oct. 17, 1986) [hereinafter “Securities Exchange Act Release No. 34-23724”]. Self-Regulatory Organizations; Proposed Rule Change; New York Stock Exchange, Inc., Securities Exchange Act Release No. 34-23803, 36 S.E.C. Docket 1260, 51 Fed. Reg. 41715 (Nov. 13, 1986) [hereinafter “Securities Exchange Act Release No. 34-23803”].
357 加藤, 前掲注 342, 108 頁. 特に、その④について、NYSE は 1933 年以来広範かつ厳格な情報開示規制が設けられてきたこと、取締役会において少なくとも 2 名の独立取締役を設置する上場会社が多くなっていること、上場会社に独立取締役で構成された監査委員会を設置することを各証券取引所が求めていること、機関投資家としての株主が多くなりコーポレートガバナンスに関する関心が高まることを踏まえて 1986 年頃の投資環境と規制の環境に大きな変化が生じたことを強調していた。これについて、Securities Exchange Act Release No. 34-23724

決権を有する全株式の 3 分の 2 の賛成を得ていること、②過半数の独立取締役（独立取締役が取締役会の過半数に満たない場合にすべての独立取締役）が承認したこと、③議決権の倍率が 10 倍を超えないこと、④会社が発行しているその二種類の普通株式の一株当たりの権利内容が議決権の差異を除き実質に同一であることという四つの条件を満たしなければならない。そして、会社が新規上場しようとするときに上場予定の議決権種類株式が既に発行されている場合、公衆投資者が上場予定の株式に投資するかどうかが自ら決定できるため、その①と②を同時に具備することを求めない。また、資産のスピンオフにおいて普通株式の株主に対して議決権の異なる株式を按分比例で分配する場合に、株主の議決権が侵害されないため、その①と②を同時に具備することも求めない。[358]

当時の NYSE の提案から見れば、NYSE は上場会社の資本構造の再構成による複数議決権構造の導入を認める余地を開こうとしていた。しかしながら、NYSE が提案した複数議決権構造での公開上場に関する基準改正の必要性と妥当性については、例えば①NYSE が求める承認要件が株主の利益を十分に保護できるか、どのような株主保護策が必要であるか、②その承認について利害関係や持ち株比率などの要素を考えれば具体的にどのような株主が議決権を持つとすべきか、③株主の承認を得るために単純過半数以上の賛成が十分であるか、④複数議決権構造の存続が株主や独立取締役によって定期的な決議によって決定されるべきか、⑤いずれの種類の普通株式の有する最低議決権比率を維持することを義務付けるべきか、議決権倍率が 10 倍を超えないこととすべきか、一定の事項に関して一株一議決権の下での決議を求めるべきか、⑥どのような情報開示規制を設けるべきかなどの疑問が生じ、SEC からは更なる広範な意見募集を求めていた。[359]

それで、NYSE による上場基準の規制緩和の提案を受けて、SEC が公聴会を開き、一連の議論を行ったうえに、NYSE と AMEX 及び NASDAQ という三大証券取引所に対して議決権種類株式の公開発行に関する統一のルールを採用するようと要求したが、三大証券取引所が最低限の合意にも至らなかったことを受けて、SEC は関連する問題の重要性と難しさを考慮して、結局 NYSE の提案を承認せずに、議決権種類株式の公開発行に関して三大証券取引所に統一的に適用する SEC 規則 19c-4 を自ら提案した。[360] そして、1988 年 7 月、一年間の審議を経て、SEC は正式的に規則 19c-4 を公布した。[361]

---

[358] Securities Exchange Act Release No. 34-23724

[359] Securities Exchange Act Release No. 34-23803.

[360] Bainbridge, “The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4”, n 349 at 576–578.

[361] Voting Rights Listing Standards; Disenfranchisement R., Release No. 25891 (S.E.C. Release No. July 7, 1988).

２、SEC 規則 19c-4 の制定、無効化と証券取引所による自主規制の導入

1988 年、SEC は 1934 年証券取引所法に基づいて規則 19c-4 を公布した。その SEC 規則 19c-4 の内容は主として、（ア）各取引所と証券取引業協会は、既発行株式の議決権を侵害する証券の上場を認めてはならないこと、(イ)議決権数上限の設定、株式所有期間に応じて議決権数の差別設定、交換申込みによる議決権侵害及び株式配当による議決権侵害という四つの事項は既発行株式の議決権を侵害する効果を持つため、それによる上場を禁止すべきこと、（ウ）新規上場、議決権の少ない証券の発行、州会社法に基づく個別取り扱いなどは既発行株式の議決権を侵害する効果を有しないと推定できるため、それによる上場を例外として認めうることである。[362]

しかし、SEC 規則 19c-4 が公布された後、Business Roundatable はコーポレートファイナンスの規制は主に州法の管轄事項であり、SEC には会社の議決権の実質的な内容に影響を与える規則を制定する権限がないと主張し、D.C.巡回裁判所に規則 19c-4 の有効性のレビューを申請した。D.C.巡回裁判所は、規則 19c-が SEC の規制権限を超えていると判断し、同規則が効力を有しないと判決を出した。[363]

SEC は証券取引所法第 19 条(c)による授権規定に基づいて規則 19c-4 を制定したのである。証券取引所法第 19 条(c)によれば、SEC の行動が同法の目的を促進することができる場合に、これによる取引所の規則の修正が許されるとされている。しかし、D.C.巡回裁判所から見れば、会社の議決権に対する規制が証券取引所法のいかなる目的を促進することができないため、規則 19c-4 を無効にしたのである。[364]

SEC 規則 19c-4 が 1990 年に無効にされた後、SEC は自主規制機関(SROs)の規則制定に対して非公式な影響力をかけることを通じて（Bainbridge 教授はそれを「目くばせ（“ raised eyebrow“）」と呼んでいる）、米国の主な証券取引所である NYSE、AMEX、NASDAQ に対し、実質的に規則 19c-4 を参考にして議決権種類株式に関して立場が実質的に同様なポリシーに基づくルールを制定させていた。[365]

その規制緩和を受けて、1991 年から 2000 年までの 10 年間において、複数議決権構造で NYSE、AMEX、NASDAQ に新規上場した会社数が 345 社で、1981 年から 1990 年までの 10 年間の 102 社と比べると、約 240％の増加であった。[366]　特に、2004 年に創業者に議決権の多い株式を保有させつつ、公衆投資者に対して議決権の少ない

---

362 17 CFR § 240.19c-4. Voting Rights Listing Standards; Disenfranchisement R., Release No. 25891 (S.E.C. Release No. July 7, 1988).
363 The Business Roundtable v. S.E.C, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990)
364 Bainbridge SM, “The Scope of the SEC’s Authority Over Shareholder Voting Rights” (2007) UCLA School of Law Research Paper No. 07-16 at 9, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=985707 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.985707 viewed 29 December 2023.
365 Bainbridge, “The Scope of the SEC’s Authority Over Shareholder Voting Rights”, n 364 at 10, n. 29.
366 Ritter JR, *Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2022,* https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Dual-Class.pdf.

株式を発行することで公開上場した google 社の事例の影響を受けて、上場会社による議決権種類株式の発行をめぐる論争が続く中、TMT 企業やメディア企業を中心に、議決権種類株式の発行で公開上場する潮流はますます世界中に広がっていた。

第三款　2000 年代から 2020 年代までの規制緩和の拡大

2000 年代から各国の証券取引所の統合や合併などが多くなり、各証券取引所間の競争が激しくなる一方、議決権種類株式の発行での公開上場をまだ認めていない東京証券取引所は、一株一議決権の原則を貫徹するか、それとも規制競争に加入し議決権種類株式の公開発行を認めるかという政策決定を迫られていた。[367]　東京証券取引所は 2006 年に「上場制度総合整備プログラム」を策定し、一連の議論を経て、2008 年に「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」の発表と有価証券上場規程の改正を行って、日本における議決権種類株式の公開発行に関する制度を構築した。

また、2013 年に「同種類の株式につき同様な権利を有する」という原則を堅持する香港証券取引所は、Alibaba グループによる複数議決権構造での公開上場の申請を受け入れなかったが、2014 年 Alibaba グループが同構造で NYSE に公開上場した事例の影響を受けて、2015 年から複数議決権構造での公開上場に関する制度の構築を検討することを再開し、2018 年に上場規則を改正し、複数議決権構造での公開上場を認めるようになった。[368]　同時期に、シンガポール証券取引所も同じ改革を行っていた。[369]

その後、2019 年に、中国本土において、「科創板」が開設され、議決権種類株式の公開上場も認められるようになり[370]、2021 年にロンドン証券取引所も議決権種類株式の公開上場を許す上場規則の改正を行っていた。[371]

上述した通り、世界中の各証券取引所は相次いで複数議決権構造での公開上場を認めるようにし、議決権種類株式に対する規制を緩和してきた。しかしながら、各証券取引所は自分の競争力を確保するために、平型のエージェンシー問題の厳重性を高めうる複数議決権構造での公開上場を認める規制緩和は底辺への競争であると従来からは批判されている。[372]　一方、複数議決権構造での公開上場をめぐる論争が絶え

---

[367] 酒井太郎,「日本における議決権種類株式 (Class Shares on Voting Rights) の上場」(2017) 21 世紀商法論壇 第 17 回国際学術会議, 清華大学, 12 頁.
[368] 本章第四節第二項を参照。
[369] Singapore Exchange, “SGX Launches Rules for Listing of Dual Class Shares Companies” (26 June 2018).
[370] 本章第四節第三項を参照。
[371] Financial Conduct Authority, “Primary Market Effectiveness Review: Feedback and Final Changes to the Listing Rules(PS21/22)” (December 2021), https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf viewed 8 December 2025.
[372] CFA Institute, “Dual-Class Shares: The Good, the Bad, and the Ugly” (1 August 2018) at 3; Karmel R,

ずに続いている中、議決権種類株式を公開発行する会社の数が益々増加している。それで、論争の争点は複数議決権構造での公開上場を認めるべきかという問題から議決権種類株式の公開発行をどのように規制すべきかという問題にまで発展してきた。続いて、その証券取引所による規制の模範とされている SEC 規則 19c-4 に対して考察を行う。

第二項　公開上場できる議決権種類株式の種類及びその場面

第一款　SEC 規則 19c-4 の規定内容に関する考察

SEC 規則 19c-4 が無効であると裁判所は判じたのは、上述したように、同規則の規定内容が違法であることによる無効ではなく、米国の連邦と州の管轄事項の分配によるもので、その規定内容自体は依然として米国ひいては世界各国の証券取引所の自主規制ルールのモデルとされ巨大な影響を及ぼした。この SEC 規則 19c-4 の内容概要は主に以下のようである。

SEC 規則 19c-4 の（a）によれば、米国の会社が、1934 年証券取引所法の 12 条に基づいて登録・発行された普通株式やいかなるエクイティ証券が有する議決権を無効にしたり、制限したり、一株につきの議決権の数を差別的に減少させたりすることを可能とする証券の発行やいかなる会社の行為を行う場合、各取引所はこの普通株式やエクイティ証券の新規上場又は上場の継続を認めてはならない。SEC 規則 19c-4 の（b）は、証券取引業協会の取引規則に関する規定で、（a）と同様な規定が設けられている。

そして、SEC 規則 19c-4 の（c）の下では、（a）（b）の適用において既登録・発行株式の議決権を無効にしたり、制限したり、一株当たりの議決権を差別的に減少させたりする効果を有すると視され、禁止されるべき事項として、（1）持株の数に応じる議決権数の上限の設定（capped voting）、（2）持株期間に応じて一株あたりの議決権の数に関する差別化設定（tenure voting or time-phased voting）、（3）交換申込みによって既登録・発行株式と引き換えに交付される株式の一株あたりの議決権の数が既登録・発行株式よりも多い又は少ない場合におけるその交付される予定の株式の発行（exchange offer）、（4）株式配当を行う場合に株主に分配される予定の証券が一株あたりに有する議決権の数が既登録・発行株式より多い場合におけるその証券の発行（high-vote stock distribution）という四つの禁止事項が定められていた。

さらに、SEC 規則 19c-4 の（d）の下では、（a）（b）の適用において既登録・発行株式の議決権を無効にしたり、制限したり、一株当たりの議決権の数を差別的に減

"The Future of Corporate Governance Listing Requirements" (2001) 54 SMU Law Review 325 at 331–332.

少させたりする効果を有しないと視され、例外としてその上場を認めうる事項は、(1)新規上場の場合における証券発行（IPO）、（2）登録募集における議決権の少ない証券の発行（subsequent low-vote securities issuance）、（3）誠実な合併・買収を実現するための場合における議決権の少ない証券の発行（low-vote securities issuance in a bona fide merger or acquisition）、（4）州会社法に基づく株主の議決権の効力の個別取り扱い（corporate action pursuant to state law）という四つの事項が定められていた。[373]

SEC 規則 19c-4 は一株一議決権の原則を厳格な適用を保障するルールではないが、米国会社による議決権種類株式の発行に対してかなり制限をかけている。[374] その規則の定めから見れば、規制の対象とされたのは主として既登録・発行株式の議決権を希釈する恐れのある会社資本構造の変更である。一方、新規上場の場合に議決権の少ない株式の発行は既登録・発行株式の議決権を希釈するリスクが少ないため、禁止の対象とされていなかった。[375]

もっとも、SEC 規則 19c-4 はなぜ上記のような規制ルールを設けていたか。また、議決権種類株式の公開発行に関して、いかなる原理・基準に基づいて合理的な規制ルールを設けるべきかなどの問題を検討するには、続いて、SEC 規則 19c-4 に定められていた事項を逐次的に考察する必要がある。

１、議決権種類株式の発行が禁止されるべき場合

(1) 持株数ごとに議決権数の上限の設定（capped voting）

Capped voting 又は Limited Voting というのは、株主が有する株式の数に応じて議決権の数に上限を設けることであり、株主が有する株式の数が一定の基準を超える場合、株主がその基準内の株式の数に相応しい議決権を有するが、その基準を超える数の株式につき議決権が認められないという仕組みである。その一定の基準は通常発行済み株式総数の 10％から 20％までと設定される。例えば株主はその持ち株割合が 30％の場合、基準数が 10％と設定され、その 10％の株式につき議決権を行使することができるが、基準数を超えた 20％の株式につき議決権を行使することができない。[376]

会社は定款変更によって、株主が有する既発行株式の数に応じて議決権の数に上

---

[373] 条文の和訳として、加藤, 前掲注 342,104–105 頁を参照。
[374] Bainbridge, “The Scope of the SEC’s Authority Over Shareholder Voting Rights”, n 364 at 9.
[375] Voting Rights Listing Standards; Disenfranchisement R., Release No. 25891 (S.E.C. Release No. July 7, 1988).
[376] Adrian JM, “SEC Rule 19c-4: Furthering the Purposes of the Exchange Act of Federal Encroachment on Corporate Governance Note” (1989) 24 New Eng. L. Rev. 589 at 601, n.86. そのほかの例としては、例えば、いずれの株主も議決権総数又は登録資本金の 3％を超えて議決権を行使することができないとの定款規定が考えられる。Institutional Shareholder Services et al, n 13 at 11–12.

限を設けることは株主の利益を侵害することとなるのは明白であると考えられる。

持株数ごとに議決権数の上限の設定の条項はヨーロッパにおいても利用されている。その典型例としては、スイスの保険会社バロイズの定款に従来設けられていた議決権の 2%の上限が 2024 年 4 月に株主総会の決議によって撤廃される事例である。従来、バロイズの定款の第 5 条においては、いずれの者が登録資本の 2%を超える株式の保有に基づく議決権を有する株主として登記することができない、かつ、この制限を超えた場合には、超えた範囲で議決権を有する株主としての承認を求める請求は拒否されるとされていた。2024 年 4 月の株主総会において、当該「2%の議決権制限が過去の遺物であり、現代のコーポレートガバナンスの原則に反し、すべての株主がその会社における持株比率に応じた議決権を行使する権利を有するとすべきである」を理由に、2%の議決権制限が撤廃され、一株一議決権の原則が採用された。[377]

(2) 持株期間に応じる一株あたりの議決権の数に関する差別化設定（tenure voting or time-phased voting）

Tenure voting や time-phased voting 又は忠実株（「Loyalty Shares」[378]というのは、所定の期間（例えば 2 年間）を経て株式を持続的に保有し続けてきた株主に対して、一株一議決権を超えて一株当たりにより多くの議決権が付与され、当該株式がその株主によって譲渡された時に一株一議決権に回復されることとなるという制度である。株式を長期かつ持続的に保有し続けてきたことで一株当たりにより多くの議決権が付与された株主は、自らが有する経済的な持ち分との比例性を超えた数の議決権を有するから、複数議決権種類株式と同じく、経済的な持ち分と議決権との乖離が生じている。[379]

なぜそのようなスキームは既存株主を不当な損害を与える恐れがあるかというと、それは米国当時の実務における利用方法と関わる。まず、その差別又は制約を設けることに関する定款改正及び株主総会による定款改正の承認が必要である。それで、その定款改正の承認日を基準日として、基準日の前に株式を取得しかつ一定の期間（通常は 4 年間）に連続して保有する場合、又は基準日の後に株式を取得しかつ一定の期間に連続して保有する場合にのみ、その保有する株式は一株当たりに複数の議決

---

377 *Shareholder Proposals of zCapital Dated 21 February 2024 (Agenda Item 6.1: Removal of Restrictions on Registration and Voting Rights)*, https://www.baloise.com/dam/jcr:7d018848-b8a6-425f-b5ab-7b209d57c936/Shareholder%20proposals%20on%20agenda%20item%206%20(amendments%20to%20the%20Articles%20of%20Association).pdf viewed 20 September 2025.

378 忠実株は特別な種類の株式ではなく、議決権に関わる特別条項が加われた普通株式であると主張されている。Becht M, “Loyalty Voting Structures: A Better Dual Class?” (2024) European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 769/2024, HKU Jockey Club Enterprise Sustainability Global Research Institute - Archive at 6, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4817862 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4817862 viewed 20 May 2025.

379 Reddy BV, *Founders without Limits: Dual-Class Stock and the Premium Tier of the London Stock Exchange* (Cambridge University Press, Cambridge, 2021) p 137.

権を有するが、株主が株式を取得してから連続で一定の期間が経過するまでの間、その株主は保有する株式の一株当たりに一つの議決権しか有しないと取り扱われる。そして、定款改正後に株主はその一株当たりに複数の議決権有する株式を譲渡することができるが、その株式を家族メンバーや信託の以外の第三者に譲渡したとたんに一株当たりの議決権が一株一議決権に戻されるとの定款の定めが通常設けられている。[380]

上場会社の公衆株主による株式の売買譲渡が頻々に行われると想定できるため、そのような仕組みによって、公衆株主がその株式を譲渡すればするほど株式の議決権が株式を長期間に保有続ける経営陣に集中し、さらに固定化することとなり、敵対的買収による脅威は極めて稀なこととなる。[381]

忠実株はヨーロッパにおいても利用されている。その典型例としては、現行フランス商法第 L22-10-46 条において、公開会社の株主は①「同一の株主名義での 2 年以上前からの記名登録が証明された全額払込済のすべての株式について」、②その①の条件を満たす株主に対して二倍の議決権を付与するという定款の定めが設けられていない場合を除き、当該株主対しては二倍の議決権が付与されることとなる。[382] また、米国において、ニューヨーク証券取引所に上場している J.M. Smucker 社の定款においては、普通株式の各株主は、株主総会における取締役の選任解任などの普通議案については一株一議決権であるが、会社の解散・清算などの特定の事項については、過去四年間にわたって同一の実質株主として継続して普通株式を保有し続けてきた株主は一株当たりに十議決権を有するとされていたが[383]、2022 年の定款改正において、35 年以上に存在し続けてきた忠実株の制度について NYSE や議決権行使助言会社（Institutional Shareholder Services）が懸念の意見を発表したことを踏まえて同社は上述した忠実株に関わる定款規定を削除し、一株一議決権に戻った。[384]

---

[380] Gordon, “Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice”, n 5 at 42.

[381] Gordon, “Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice”, n 5 at 42; Bainbridge, “The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4”, n 349 at 573–574.

[382] 加藤徹, 小西みも恵, 笹川敏彦, 出口哲也, “<翻訳>フランス会社法・補遺（7）” (2023) 74 法と政治 225(781) at 234. フランスの二倍議決権制度の概要について、横沢恭平, “複数議決権制度に関する一考察 -フランスにおける 2 倍議決権制度を参考に” (2018) 49 法学研究論集 141 at 150–152; 小倉健裕, “フランス法における複数議決権株式” (2025) 59 亜細亜法学 62; 松井智予, “海外金融法の動向 フランス 2018 年フランス金融法の動向 : フランスの複数議決権株式制度が日本において注目を集める” (2019) 金融法研究 = Journal of the law of finance 163.

[383] THE J. M. SMUCKER COMPANY, *Prospectus Filed Pursuant to Rule 424(b)(2)* (23 September 2021).

[384] THE J. M. SMUCKER COMPANY, *2022 Proxy Statement and Notice of Annual Meeting of Shareholders* (7 July 2022), https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/91419/000119312522188985/d202327ddef14a.htm viewed 21 September 2025.

(3) 交換申込みによる株式転換に基づく既発行株式への議決権侵害（exchange offer）

会社が複数議決権構造の構築を目的として資本構造を再構成する際に、大株主に対しては議決権の多い株式を保有させ、多数の経済的な持ち分を有する大衆投資者に対しては議決権の少ない株式を保有させることで従来の資本構造と比べて経済的な持ち分と支配権との乖離が大きくなり、会社に対する支配権も大株主に固定化することとなる。このような資本構造の再構成はほとんど①交換申込みによる株式転換に基づく既発行株式への議決権侵害（Recapitalization by Exchange Offer）と②株式配当による既発行株式への議決権侵害（High-Vote Stock Distribution）によって行われる。[385]

なぜ会社が交換申込みによる資本の再構成（recapitalization by exchange offer）を行うことは既発行株式の議決権を侵害する恐れがあるかというと、それは以下のような資本の再構成のプロセスから見れば分かる。

交換申込みによる資本の再構成を行うためには、まず、この資本再構成に関する定款改正については、一株当たりに一つ以上の議決権を有する新しい種類の議決権の多い株式の発行を認める定款変更とこれに関する承認を行わなければならない。それに、この議決権の多い株式は受けられる配当率が既発行株式より低く（一般的に 10%引き）、第三者への譲渡につき自動的に議決権の少ない株式に転換されるという譲渡事件に基づくサンセット条項が付いている。そして、その新しい議決権の多い株式の発行に関する定款改正・授権が承認されると、会社は株主に対して既発行の株式を議決権の多い株式へと 1:1 の比率で転換するようとの申込を行う。その後、既発行株式株主はその申込に対して承諾するや否やを決定し、承諾した株主に対しては彼の既発行株式と引き換えに議決権の多い株式が交付されこととなる。それで、経営陣に議決権の多い株式を保有させることを通じて経営陣の支配的地位を固めることができる。なぜなら、すべての大衆株主がその転換申込に承諾しないならば、経営陣がわずかな出資で（議決権の倍率が 10 倍である場合に 9.09%の経済的な持ち分で）会社を支配することができるし、公衆株主がその転換申込に承諾しても交付される議決権の多い株式を譲渡すると議決権が段々経営陣の方に集中するからである。[386] その結果、大衆株主が有する議決権は自らの経済的な持ち分との乖離が生じ、結局弱められていた。

(4) 株式配当による既発行株式の議決権侵害（high-vote stock distribution）

株式配当による資本構造の再構成（recapitalization by high-vote stock distribution）においては、まず、会社が一株あたりに複数の議決権（例えば 10 個）を有する種類株式を新しく発行することができるとの授権に関する定款改正及び株主総会による

[385] Bauguess SW, Slovin MB and Sushka ME, “The Consequences of Recontracting Shareholder Control Rights at Closely Held Firms” (2006) at 6.
[386] Gordon, “Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice”, n 5 at 40–41.

定款改正の承認が必要である。そして、その承認が行われた後に、会社は既発行株式の株主に対して通常 1：1 の比率でその新しく発行した議決権の多い株式を配当として配分する。また、その議決権の多い株式に譲渡制限も加えられ、家族メンバーや信託の以外の第三者に譲渡されたとたんに一株当たりの議決権が一株一議決権に戻されるとの定款の定めも設けられている。[387]

既発行株式の株主の全員に対して同じ比率で議決権の多い株式を配当として配分するため、株式配当自身は既発行株式の議決権を害するとは言えない。しかし、その議決権の多い株式に転換条項が付いているため、公衆株主によってその配当として取得されていた議決権の多い株式は株式市場に譲渡すればするほど、株式の議決権が次第にその議決権の多い株式を保有続ける経営陣に集中し、さらに固定することとなる。それは、敵対的買収の強い防衛策とも考えられる。[388]

2、議決権種類株式の公開上場が認めうる場合

(1) 新規上場の場合における証券発行（IPO）

新規上場の場合に公衆投資者に対して議決権の少ない株式を公開発行することは議決権種類株式の公開発行・上場の主なアプローチである。SEC は、新規上場における議決の少ない株式の発行が既存株主の議決権を侵害することではないと判断し、新規上場における議決権種類株式の発行を認めていた。しかしながら、SEC はなぜそのような結論付けを行ったかというと、それは SEC 規則 19c-4 の立法目的に関わる。SEC 規則 19c-4 は制限しようとするのは会社の既存の大衆投資者である「普通株式株主の 1 株当たりの議決権を無効化したり、制限したり、又は不平等に減少したりする効果を有する証券の発行又は他の会社行為」である。[389] 上述の 1、の（1）～（4）の場合の下で会社に投資している大衆投資者が多いし、既存の大衆投資者の利益保護の立場からすると、大衆投資者の議決権を侵害する証券の発行等は許すべきではない。

一方、IPO が完了する前までに、議決権の少ない株式の発行によって議決権が実質的または潜在的に侵害される大衆投資者はまだ存在していない。それに、大衆投資者は IPO において十分な情報開示に基づいて購入しようとする株式に個別及び集合的な議決権に関する制限が付加されていることを十分に認識した上で当該種類の株式を取得したのであるため、議決権の少ない株式の発行がこれらの大衆投資者にとっては議決権を侵害する行動とは言えない。つまり、IPO における議決権の少ない株式

---

[387] Bauguess et al, n 385 at 6; Gordon, “Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice”, n 5 at 41.
[388] Gordon, “Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice”, n 5 at 41–42.
[389] Securities and Exchange Commission, “Exchange Act Release No. 25891” (1988) Federal Register / Vol. 53, No. 133 at 26376.

の発行は上述の立法目的を違反することではないと推定している。[390]

また、議決権株式の新規上場を認めることは、創業者株主が支配権を失うことなく資本市場に株式融資することを可能にする。その一方、資本市場に上場する株式に議決権が制限されることの代価として、一株あたりの価値が低くなるため、新規上場の会社は資本融資のコストの増加に直面する。そのほか、議決権株式の新規上場を認めることも敵対的買収に対して有力な防衛手段を提供することで、外部市場のプレッシャーによる経営への干渉から経営陣の長期経営戦略を保護する一方、経営陣に対する監督コストの増加も問題となりうる。[391]

(2) IPO 後における議決権の少ない証券の発行

IPO 後における議決権の少ない証券の発行（Subsequent Low-Vote Securities Issuance）というのは、既に上場している会社は既に公開上場している株式と同種類の株式を追加発行すること、又は既に公開上場している株式より議決権の少ない種類株式を公開発行することを指す。この典型例としては、既に一株一議決権の普通株式を公開上場している上場会社は、当該種類の普通株式を追加発行すること、又は当該普通株式のほかに一株あたりに一つ以下の議決権を有する新たな種類の株式を公開発行することの場合を想定できる。[392]　議決権の少ない株式を発行することで資金調達を行う場合、当該種類の議決権の少ない株式の発行は議決権の多い株式の発行で既発行株式の議決権を不均衡に侵害するような恐れがなく、SEC 規則 19c-4 の立法目的に違反しないことを理由にして、SEC は上述の IPO 後における議決権の少ない証券の公開発行を認めていたのである。[393]

ただし、例えば、既に一株一議決権の普通株式を公開上場している上場会社は IPO 後に一株あたりに一つ以下の議決権を有する新たな種類の株式を公開発行した後に、また再び一株一議決権の普通株式を追加発行することができるかという問題について、SEC はこのような追加発行は必ずしも一株あたりに一つ以下の議決権を有する種類株式の議決権を不均衡に侵害するとは限らないと強調し、自主規制機関によるケースバイケースでの判断に委ねると結論を留保した。[394]

そのほかに、IPO 後に議決権の少ない株式の発行は議決権の多い株式の発行で既発行株式の議決権を不均衡に侵害するような恐れがないと言えるにもかかわらず、議決権の少ない株式の発行は依然として既発行株式の議決権を希薄化する効果を有する。また、上場している議決権種類株式のほかに、無議決権などの議決権の少ない株

390 Securities and Exchange Commission, n 389 at 26383.
391 Ashton DC, “Revisiting Dual-Class Stock” (1994) 68 St. John’s L. Rev. 863 at 884.
392 Securities and Exchange Commission, n 389 at 26383.
393 Securities and Exchange Commission, n 389 at 26383.
394 Securities and Exchange Commission, n 389 at 26383.

式を極めて大量的に発行することを認めると、少数支配株主の経済的な持ち分と支配権との乖離の程度も大幅に拡大することとなり、平型のエージェンシー問題の厳重性も加重化する恐れがあるではないかと考える。それに関して、第五章第二節第六款で検討を行う。

(3) 善意な合併・買収を実現するための議決権の少ない証券の発行

善意の合併･買収を実現するために議決権の少ない証券の発行（low-vote securities issuance in a bona fide merger or acquisition）が認められるというのは、SEC は善意の合併･買収を実現するために発行される議決権の少ない株式が既発行株式の一株あたりの議決権の数を超えない限り、SEC 規則 19c-4 の立法目的に適合することを推定しているからである。特に、その「善意」と言える例としては、議決権の少ない株式の有する配当権や取締役の選任に関わる権利が買収対象の会社の資産又は業績に基づいて設定するというように取り決められている場合における合併・買収は善意、かつ SEC 規則 19c-4 の立法目的に適合すると言えると SEC は取り上げている。[395]

また、議決権が異なる種類株式を発行する会社と一株につき一議決権の株式のみを発行する会社との間の合併･買収は、誠実善意の目的で行われることを確保するために SEC による審査が必要であると SEC は強調している。特に、一株につき一議決権の株式のみを発行する大型会社を、議決権が異なる種類株式を発行している SPV(Special Purpose Vehicle)に吸収合併すること又は不公正な取引で行われる合併は、既発行株式の議決権を不均等に減少させる恐れがあるため、SEC 規則 19Ｃ－4 の規制対象とされる既発行株式の議決権への侵害となりうる。ただし、合併・買収取引を行う両会社の間の議決権に関する比例性が維持されている場合、当該取引を行ってはならないと推定されるわけではない。なぜなら、そのような場合において、株主の取引前の議決権の割合が取引後にも同じく維持されているならば、既存株主の議決権を不均衡に侵害することがないという SEC 規則 19c-4 の立法目的と合致するからである。[396]

第二款　NYSE、AMEX、NASDAQ の現行規制ルールに関する考察

現在、NYSE、AMEX、NASDAQ の上場規定では、議決権の異なる種類株式の発行に関するポリシーはほぼ同じであり、それらの規定はすべて SEC 規則 19c-4 の定めに基づいて柔軟化を行ったものである。したがって、各取引所は、規則 19c-4 に認められていた議決権種類株式の発行や上場会社の行動だけでなく、その新しいポリシ

395 Securities and Exchange Commission, n 389 at 26383–26484.
396 Securities and Exchange Commission, n 389 at 26384 n.94.

ーに抵触しない他の行動や発行も認めうる。[397]

そのほか、NYSE は無議決権株式に関してより詳細な規定を設けている。その NYSE 上場会社マニュアルの 313.00 項の（B）によると、無議決権株式をすでに発行している会社がそのほかに議決権を有する株式又は無議決権株式を上場することは認められるが、上場された無議決権株式の株主には、以下の保護措置を提供しなければならない：(1) いずれかの種類の無議決権株式が、その上場時の上場基準を満たす必要があり、無議決権株式が有する権利は、議決権を除き、同社の議決権のある株式と実質的に同様でなければならない。(2) 上場された無議決権株式の株主は、株主総会における議決権がないが、上場会社に議決権を有する株主に一般に送付されるすべての通知やプロキシ資料を、無議決権株式の株主にも送付しなければならない。[398]

そして、NYSE、AMEX、NASDAQ のいずれも、議決権種類株式の発行前に証券取引所との協議を要求し、上述した議決権ポリシーに違反した発行は上場廃止事由となりうる。[399]

第三項　NYSE、AMEX、NASDAQ の審査基準

議決権種類株式の上場に関する審査基準について、NYSE、AMEX、NASDAQ の現行規制には一般的な規定だけを設けて、議決権種類株式の上場に関するポリシーを柔軟的に解釈し、資本市場や上場会社の状況とニーズを確認しながら時代状況とともに審査を行うとの定めにとどまる。[400]つまり、議決権種類株式の上場に関する審査は、証券取引所の判断に委ねられている。

また、NYSE、AMEX、NASDAQ は、会社が議決権種類株式の上場に関するポリシーに反する可能性のある行動を取る前、それについて取引所の担当者にできるだけ早く伝えること又はその関連する資料を提出し事前のレビューを受けることが極めて重要であると強調している。[401]　つまり、規範の面において、米国の証券取引所はかなり柔軟対応な立場が示し、その審査基準の具体的な内容についてはケースごとに検討されることとなる。

---

[397] NYSE Listed Company Manual, 313.00, Voting Rights. NYSE American Company Guide, Sec. 122. COMMON VOTING RIGHTS. The Nasdaq Stock Market LLC Rules, Rule 5640.
[398] NYSE Listed Company Manual, 313.00(B).
[399] NYSE Listed Company Manual, 313.00, Voting Rights. NYSE American Company Guide, Sec. 122. COMMON VOTING RIGHTS. The Nasdaq Stock Market LLC Rules, Rule 5640.
[400] NYSE Listed Company Manual, 313.00, Voting Rights. NYSE American Company Guide, Sec. 122. COMMON VOTING RIGHTS. The Nasdaq Stock Market LLC Rules, Rule 5640.
[401] NYSE Listed Company Manual, 313.00, Voting Rights. NYSE American Company Guide, Sec. 122. COMMON VOTING RIGHTS. The Nasdaq Stock Market LLC Rules, Rule 5640.

第三節　日本における議決権種類株式に対する規制

第一項　日本における種類株式制度

日本の種類株式制度は、明治 32 年の商法から平成 17 年制定会社法までに、長い歴史にわたって、会社の資金調達の多様化のニーズと実務に応えて、多数の法改正を通じて拡充してきたのである。それとともない、種類株式の内容として会社が定款で定めうる事項も漸次増設されていた。日本の種類株式に関する規定の沿革から見れば、株式の権利内容として定款で定めうることに関しては従来おおむね二つの規制が設けられ、すなわち、第一に、種類株式の権利内容として定款で定めることができる事項は法律に限定的に列挙する規制と、第二に、会社が発行できる種類株式の権利内容及び発行可能総数をあらかじめ定款で定めておくと要する規制であった。[402]　そして、昭和時代から平成時代までの数回の大きな改正によって、その二つの規制が緩和された。具体的に言うと、種類株式の権利内容として定款で定めることができる事項を多様化するとともに、種類株式の発行手続きに関する定款での定めも簡素化し、会社が種類株式を発行する自由度が大きく拡充されていた。[403]

日本の会社法の下では、「普通株式」の定義に関する規定が設けられていない。数種類の株式が発行される場合、標準的な権利内容から構成される株式を「普通株式」と呼ぶのが従来の考え方である。[404]学説上、会社法 107 条と 108 条に基づく定款の定めが設けられていない場合、会社法のデフォルト・ルールによって定められる権利内容を有する株式を「普通株式」と定義する意見がある一方[405]、会社が 108 条の定めに基づいて、権利内容を異にする数種類の株式を発行する場合、会社の全部の株式を種類株式と観念できるので、いずれかの種類の株式を「普通株式」と定義する必要がないとの主張もある。[406]　ここでは、何も制限や付加条項もなく標準的な内容から構成される株式を「普通株式」であるとの立場を取る。

会社法上のデフォルト・ルールとして、株主が剰余金配当請求権、残余財産分配請求権及び株主総会における議決権を有する。[407]　また、株主の剰余金配当請求権と残余財産分配請求権という二つの権利を定款での定めで全部排除することは許されないため、株主が少なくともその二つの権利のいずれかを有することが法的に保障さ

---

402 谷川寧彦, 「会社法における種類株式設計の柔軟化とそのコスト」 (2009) 68 商学研究科紀要, 2 頁.
403 谷川寧彦, 前掲注 402, 3–4 頁.
404 神田秀樹, 『会社法第 23 版』(弘文堂, 2021), 79 頁.
405 神田, 前掲注 404, 79 頁.
406 相澤哲＝郡谷大輔＝葉玉匡美,『論点解説 新・会社法―千問の道標』(商事法務, 2006), 54–55 頁.
407 会社法第 105 条 1 項

れている。[408]

普通株式のほかに、会社が発行することができる株式は会社法の第 107 条と第 108 条に限定列挙されている。第 107 条によれば、株式会社が発行する全部の株式の内容として、(1) 譲渡制限、(2) 取得請求権、(3) 取得条項を定款で定めることができる。その三つの事項のうち、いずれかだけを会社の全部の株式の内容として定めうるが、いずれの二つ又は三つの事項を組み合わせて会社の全部の株式の内容として定めることもできる。つまり、第 107 条の事項を株式の内容として定める場合、会社の全部の株式について均一に定めなければならず、会社の一部の株式だけに関してほかの部分の株式の内容と異なる条項を設ける場合は第 108 条による種類株式の利用となる。[409]

第 108 条 1 項によれば、種類株式の内容として会社が定款で定めうる事項は、(1) 剰余金の配当、(2) 残余財産の分配、(3) 議決権制限条項、(4) 株式の譲渡制限条項、(5) 取得請求権付き条項、(6) 一部の株式に関する取得条項、(7) 全部取得条項、(8) 種類株主の拒否権、(9) 非公開会社における種類株主総会による取締役と監査役の選任及び解任という九つの事項である (会社法第 108 条 1 号～9 号)。また、第 108 条 2 項によれば、株式会社は、内容の異なる二以上の種類の株式を発行する場合には、種類株式の内容及び発行可能総数を定款で定めなければならない。

上述した事項のうち、いずれかだけを株式の内容として定めうるし、二つ以上の事項を任意に組み合わせて株式の内容として定めることもできるため、権利内容が異なった種類株式の「種類」の数は実際に無数にあると考えられる。[410] その一方、会社法第 108 条 1 項に定められている種類株式の権利内容として定めうる事項に関して、その株式の権利内容の定め方に制約を課すべきではないかという問題も指摘されている。[411]

通説によると、株式会社は株式の内容が異なる種類株式を発行することができる事項は、上述したように第 108 条に定められている事項に限定され、それ以外の事項につき株式の内容を違える株式を発行することは許されないと解されている。[412]

---

408 会社法第 105 条 2 項

409 酒巻俊雄＝龍田節編集代表,『逐条解説会社法〈第 2 巻〉株式 1 第 104 条~第 187 条』(中央経済社, 2008)〔松尾〕45–46 頁; 相澤ほか, 前掲注 406, 53 頁.

410 酒井太郎, 前掲注 367, 2 頁.

411 酒巻ほか, 前掲注 409, 松尾, 66 頁.

412 相澤ほか, 前掲注 406, 55 頁. 江頭憲治郎,『株式会社法 第 7 版』(有斐閣, 2017), 138 頁.

第二項　議決権配分の規制の緩和

第一款　株式平等原則の解釈をめぐる論争

会社法制定前までに、株式平等原則に関する明文規定がないが、解釈論において「正義公平」などの価値から導かれ、強行規範として位置づけられていた。[413]　当時、その原則の第一の意味は、各株式の権利内容が原則的に同一であるべきことであり、第二の意味は各株式の権利内容が同一である限り株主の持ち株数に応じて平等に取り扱われるべきことである。[414]　つまり、種類株式は株式平等原則の例外と位置付けていた。[415]

しかし、平成 17 年制定会社では、上述の第二の意味での株式平等原則が第 109 条 1 項に明文化され、株式の「種類」いわば株式の内容の設計に関しては同条の株式平等原則の適用がないとされている。[416]

確かに、会社法制定前の商法では、種類株式が強行規範の株式平等原則の例外と位置付けられれば、法律に明確な規定がなければ、定款の定めによって株式の内容を設けることが違法のリスクがあるため、実務上の多様なニーズに柔軟に対応することは難しいと考えられる。[417]

その一方、会社法第 109 条 1 項に明文化された株式平等原則が株式の種類に対する適用がないとすれば、いかなる株式の「種類」を創設することは許されるかという問題がありうる。学説上、同条の株式平等原則は従来の第二の意味での原則を明文化したものであるが、従来の第一の意味での原則は株式の内容の差別化に対する制約として機能する解釈論上の規範が依然存在し[418]、会社法の下では株式の権利内容に不合理的な差別を自由に設けることが許されると解されておらず、株式の「種類」を創設するには、株式の内容に関する差別が必要であること（必要性のテスト）、およびその差別化の必要性に照らしてその差別化が不相当なものではないこと（相当性のテスト）という二つの条件による事前制約が重要である。[419] しかも、従来のように会社法第 109 条 1 項の株式平等原則を「違反すると無効である」という硬直な強行規範として解釈すれば、株式の「種類」の創設に強い事前制約をかけることとなり、実務上合理性のある株式の「種類」の創設に対して柔軟な対応も必要であるため、完全に合理性のない株式内容の設計や会社法の基本原則に違反する定款の定めに限って無効

---

413 山下友信編『会社法コンメンタール第 3 巻 株式(1)』(商事法務, 2013),〔上村〕, 140 頁.
414 神田, 前掲注 404, 75 頁.
415 山下, 前掲注 413,〔山下〕, 76 頁.
416 相澤ほか, 前掲注 406, 108 頁.
417 吉川純,「エクイティ・ファイナンスの新展開(12 完)今後の課題と展望」(2000) 1559 旬刊商事法務, 91-94 頁.
418 山下, 前掲注 413,〔山下〕,77-78 頁.
419 野村修也,「株式の多様化とその制約原理」(2006) 1775 旬刊商事法務, 33 頁.

であると解すべきとの主張[420]が有力である。しかしながら、株式の権利内容の設計にあたって、その必要性のテストと相当性のテストを満たすかどうかをどのような基準で判断するかはまた問題となる。それについては、ケースバイケースで判断されることとなるではないかと考えられる。

第二款　一株一議決権原則の緩和

日本において、一株一議決権の原則が会社法第 308 条 1 項に定められている。従来、一株一議決権原則は株式平等原則の具体的な表れと解され[421]、法が特別な定めがある場合を除き、定款での定めによって一株あたりの議決権の数を異にすることが許されないと強行規定として明文化されていた[422]。

その一株一議決権原則を根拠づける理論として、株式会社の資本団体としての特質の観点からすると、株主は株式会社に対して出資を行ったことの引き換えに会社から利益の配当や残余財産の分配を受ける権利しかを有しなく、議決権は、それらの経済的権利を保護するために与えられたものであるため、議決権の数は出資金額に比例することを会社法上確保するのはより公平的である。[423]　また、株主の残余権者性からすると、株主が会社利益の残余権者であるため、会社の利益を向上させるように議決権を行使するインセンティブを有し、そのインセンティブによる議決権行使を確保するためには、議決権の数を残余権の量と比例させることは望ましいと考えられている。[424]

その反面、一株一議決権の原則は、出資比例以上の数の議決権を特定の株主に付与したり、特定の株主がそれによって会社に対する支配権を固定化したり、出資と比例しない議決権を濫用したりすることを制約する機能を有すると考えられる。[425]

その一方、従来、一株一議決権の原則は絶対的なものではなく、政策的な理由に

---

420 山下, 前掲注 413, 78-79 頁.

421 酒巻ほか, 前掲注 409,〔森本〕, 34 頁. 菱田政宏,「株式の種類・出資・権益（二）」(1971) 20 關西大學法學論集 410, 418 頁.　その一方、会社法の下では、株主平等原則が種類株式の内容の設計に及ばないとされているため、「同一の出資には同一の議決権」というが会社法第 109 条 1 項に根拠づけられるといえない意見もあるが（加藤, 前掲注 342, 71 頁.）、前述した通り、不文の株主平等原則に規制されることは依然として解釈しうる。

422 明治 23 年旧商法の 204 条と明治 32 年商法 162 条において、一株一議決権の原則に関する内容が同じく、原則的に一株あたりに一議決権が付与されるが、定款での定めによって最高議決権（capped voting）が許される。また、昭和 25 年商法改正で、定款の定めによって一株以上の株主の議決権を制限した。その詳細について、加藤, 前掲注 342, 11–18 頁. 会社法は、それを受け継いだうえで、単元株式制度の場合における一単元につき一議決権も許容している。

423 岩原紳作編,『会社法コンメンタール第 7 巻 機関(1)』(商事法務, 2013), 131–132 頁.

424 岩原, 前掲注 423, 133 頁.

425 木村芳彦,「公開会社における議決権コントロールの柔軟化に関する一考察―証券取引所によるコーポレート・ガバナンス関与の今日的意義―」(2005), 12 頁.

基づいて認められているものにすぎないという意見もある。[426]　種類株式制度が積極的に利用できるようにするという立法政策の下では、株式平等原則の適用が柔軟化され、株式の一内容としての議決権に関する一株一議決権の原則が依然に硬直な強行規定として適用されれば、議決権に関して異なる取り扱いが合理性のあるものも利用できなくなる恐れが存在する。[427]　それを踏まえて、議決権に関して異なる内容の株式を創設・発行するには、上述した必要性のテストと相当性のテストによって判断することは有益であると思う。

また、一株一議決権の原則の例外として認められるのは、相互保有株式（第 308 条 1 項の括弧書き）と自己株式（第 308 条 2 項）のほかに、議決権に関する種類株式として、(1) 議決権制限株式（108 条 1 項 3 号)、(2) 拒否権付き株式（108 条 1 項 8 号)、(3) 非公開会社における種類株主総会による取締役と監査役の選任及び解任に関する種類株式（108 条 1 項 9 号)、及び (4) 単元株式制度による複数議決権種類株式のスキーム（188 条、308 条 1 項但書）などである。

なお、108 条 1 項 3 号の議決権制限株式には、①完全無議決権株式、②特定の事項についてのみ議決権を有する株式、及び③特定の事項についてのみ議決権を有しない株式が含まれる。[428]　また、同規定の文言から見れば、議決権について差異を設けることが認められるのは株主総会における特定の決議事項に関して議決権の有無に限り、一株につき 0.5 又は 2 以上の議決権を付与することは許されないと解されている。[429] しかし、単元株式制度の導入とともない、一単元の株式につき一つだけの議決権を付与すると法定されているため[430]、種類株式発行会社において、種類株式ごとに単元株式数について差異を設けることが定款で定めうるため、事実上複数議決権種類株式のスキームを作り出すことができる。[431]　例えば、東京証券取引所に上場しているサイバーダイン社はそのようなスキームを通じて創業者株主の山海氏が 36%の持ち株比率で約 85%の支配権を有する。[432]

第三項　東京証券取引所による議決権種類株式の上場規制

日本における議決権種類株式の上場制度は、2006 年に東京証券取引所による「上場制度総合整備プログラム」から発足し、「種類株式の上場整備に向けた実務者懇談会」とその一連の議論の成果として纏めた「議決権種類株式の上場制度に関する報告

---

426 鈴木隆元, 「アメリカにおける一株一議決権原則(二・完)」(1992) 131 法学論叢, 84 頁.
427 山下, 前掲注 413, 82 頁.
428 酒巻ほか, 前掲注 409,「松尾」, 79 頁.
429 江頭, 前掲注 412, 146 頁.　神田, 前掲注 404, 88–89 頁.
430 日本会社法第 308 条 1 項但書.
431 日本会社法第 188 条 3 項.
432 CYBERDYNE 株式会社, 2024 年 3 月期第２四半期報告書 (IFRS), 6 頁 https://www.cyberdyne.jp/wp_uploads/2023/11/20231114_qr.pdf (last visited Jan 7, 2024).

書」の発表を経て、2008 年 4 月に、「議決権種類株式の上場に関する制度の整備について」との要綱を発表し、同年 7 月にその要綱に対するフィードバックを考慮して有価証券上場規定を改正し、2014 年に「上場審査等に関するガイドライン」を修正することなどで構築されたのである。[433]

議決権種類株式の上場に関して、東京証券取引所は以下のような基本立場を示している。まず、議決権種類株式の発行は会社に対する支配権を維持するために必要である経済的な持ち分を低くすることを可能とすると同時にコーポレートガバナンスに歪みをもたらすリスクが高いであるため、常に好ましいものとは限らない。しかし、法律的には種類株式の設計の自由が認められており、多種多様な資金調達のニーズも存在することを考慮して、そのような議決権種類株式の発行が投資者に対してより多様な投資選択を提供することを可能にするから、議決権の少ない株式の上場などの株主の権利を尊重したスキームだけを認めうる。さらに、議決権種類株式の健全な利用を確保するために、個々の上場ケースの積み上げを踏まえながら、それぞれの上場申請ごとに慎重な判断を行っていく必要がある。[434]　続いて、東京証券取引所の現行規制の下では、いかなる類型の議決権種類株式が公開上場することは認められるか、又はいかなる場面においてその上場が許すかについて考察を行う。

第一款　公開上場できる議決権種類株式の類型

既述した通り、会社法上の議決権に関する種類株式としては、①議決権完全付き株式、②完全無議決権株式と③特定の事項についてのみ議決権を有する株式及び④特定の事項についてのみ議決権を有しない株式を総称する議決権制限株式（108 条 1 項 3 号）、⑤拒否権付き株式（108 条 1 項 8 号）、⑥非公開会社における種類株主総会による取締役と監査役の選任及び解任に関する種類株式（108 条 1 項 9 号）、及び⑦単元株式制度による複数議決権株式（議決権の多い株式と議決権の少ない株式を含む、188 条、308 条 1 項但書）などである。

しかし、日本において、投資者に分かりやすい点と投資者保護の観点から上場できる議決権の種類株式も制限されている。[435]　東京証券取引所の有価証券上場規程の下では、①議決権付株式を 1 種類のみ発行している場合における当該議決権付株式、②複数種類の議決権付株式を発行している場合における議決権の少ない株式、③無議決権株式という 3 種類の議決権種類株式の上場が認められている。[436]

ここで注意すべきのは、議決権の少ない株式と議決権の多い株式という概念の定義である。東京証券取引所によれば、議決権の少ない株式というのは、株主総会の決

---

433 澤口実,戸嶋浩二,「議決権種類株式の上場」(2014)1470 ジュリスト, 35-37 頁.
434 東京証券取引所,『2023 新規上場ガイドブック（プライム市場編）』, 82 頁.
435 東京証券取引所, 前掲注 434, 82 頁.
436 東京証券取引所有価証券上場規程 205 条 10 号

議事項としての取締役の選解任その他重要な事項に関して株主が一つの議決権を行使するために保有しなければならない経済的な持ち分がほかの種類株式より高いという種類の株式を指す。議決権の少ない株式以外の議決権付株式は議決権の多い株式と定義されている。[437]例えば、単元株式制度の利用で、一つの議決権を行使することができる単元に関しては、A 種類株式の下で一単元を 10 株とする一方、B 種類株式の下で一単元を 100 株とすれば、一単元の株式が一つの議決権を有すると会社法上（188 条、308 条 1 項但書）にされているから、B 種類株式を有する株主が一つの議決権を行使するために 100 株を保有しなければならないため、A 種類株式の場合と比べれば、B 種類株式の一単元の株式が代表する経済的な持ち分が多い。それで、全体として、A 種類株式が有する議決権総数は B 種類株式が有する議決権総数の 10 倍となる。ゆえに、A 種類株式は議決権の多い株式、B 種類株式は議決権が少ない株式と定義することができる。

当該規程の定めを設ける前に、議決権の行使に一定の条件を加える議決権制限プラン（米国の capped voting stock に相当する）が、会社法 109 条第 1 項の株式平等原則に違反することや、同条第 2 項に定める非公開会社に限って認められる議決権に関する「属人的定め」に該当するおそれがあるなどの懸念があるため、議決権種類株式の上場制度の構築を検討する際に、議決権制限プランは上場できる株式の検討対象とされていなかった。[438] また、三つの種類以上の議決権株式を発行上場する場合、各種の議決権種類株式に対する価値評価が難しくなり、さらなる慎重な検討が要することとして、上場できる株式の検討対象を二種類以内の議決権種類株式に限定した。[439]

第二款　議決権種類株式が公開上場できる場面

その議決権種類株式が上場できる場面については、新規上場の場合と既上場会社による新規発行の場合に応じて分けられている。新規上場の場合において、議決権付きの普通株式だけの上場、無議決権株式だけの上場、無議決権株式と議決権付きの普通株式との同時上場、及び議決権の少ない株式だけの上場が認められ、議決権の多い株式の上場及び議決権の少ない株式とほかの種類の議決権種類株式との同時上場が認められない。既上場会社による新規発行の場合において、無議決権株式だけを追加上場することが認められ、議決権の多い株式及び議決権の少ない株式を追加で上場することが認められない。[440] 既上場会社が上場している株式のほかに議決権の多い株式を上場することを認めなかったのは、それが当該上場会社の株式をすでに保有している公衆投資者の利益を侵害するとなるためである。[441] また、議決権付きの普通株

[437] 東京証券取引所, 前掲注 434, 93 頁.
[438] 東京証券取引所,「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」(2008), 8 頁.
[439] 東京証券取引所, 前掲注 438, 11 頁.
[440] 東京証券取引所有価証券上場規程 205 条 10 号と 302 条。
[441] 東京証券取引所, 前掲注 438, 11 頁.

式と無議決権株式との同時上場（同時新規上場と既上場の普通株式のほかに無議決権株式の追加上場）を除き、同一の会社が複数種類の議決権株式を上場することは認められていなかった。[442]　つまり、既上場会社が既に議決権付きの株式を発行しているため、この議決権付きの種類株式のほかに、無議決権株式を追加上場することができるが、議決権の少ない株式を追加上場することが許されていない。その理由としては、東京証券取引所によれば、それは銘柄間違いが生じやすいとの混乱を避けるためである。[443]

前節第二項において考案された通り、SEC は 19c-4 のルールを制定する際に、IPO 後における議決権の少ない株式の発行は既存株式の議決権を不均等に侵害する恐れがないため、認めうるとの立場を示した。しかしながら、東京証券取引所は「銘柄間違いが生じやすいとの混乱を避けるため」ということを理由にして既上場会社による議決権の少ない株式の追加上場を認めないとの立場を取った。それは実に無議決権株式の発行を除き、複数議決権構造を支える定款作成・改正は IPO の前に完成しておくべきと求めている。なぜなら、例えば、一単元に 10 株の議決権付き株式という一種類をしか発行していない会社が上場した後に、一単元に 100 株の議決権の少ない株式を発行し追加上場することができない。それは複数種類の議決権種類株式の同時上場に該当するためである。また、①複数議決権構造で既に一単元に 100 株の議決権の少ない株式を公開上場し、一単元に 10 株の議決権の多い株式を創業者株主に保有させている上場会社が一単元に 100 株の議決権の少ない株式を追加発行するするができるが、②上述の二種類の株式のほかに新たに一単元に 200 株の議決権の少ない株式を追加上場することができない。その①が許されるのは、①の場合が複数種類の議決権種類株式の同時上場に該当しないためであり、それの②が許されないのは、②の場合が複数種類の議決権種類株式の同時上場に該当するためである。複数種類の議決権種類株式の同時上場に該当すれば、銘柄間違いが生じやすいという混乱が生じる恐れがあるため認めるべきではないというのは東京証券取引所の立場である。しかし、それは十分に合理的とは言えず、単なる一時的保守的な政策立場ではないかと思われる。にもかかわらず、東京証券取引所の立場は、その後に複数議決権構造での公開上場を認めた香港証券取引所と中国大陸の証券取引所に影響を及ぼしたのように見える。それについて、第三節で検討を行う。

第四項　東京証券取引所による上場審査の基準

議決権種類株式の上場の申請にあたって、東京証券取引所による上場審査は形式基準の審査と実質基準の審査に分けられる。

形式基準については、主に有価証券上場規程第 211 条に定められ、特に議決権種

[442] 東京証券取引所, 前掲注 434, 82 頁.
[443] 東京証券取引所, 前掲注 434, 82 頁.

類株式に対して加重した要件を設けていないが、適用する形式基準が会社に関するものか又は銘柄に関するものかによって異なり、銘柄に関する基準の場合、上場を申請する各銘柄が単独でかかる基準を満たす必要がある一方、会社に関する基準の場合、同時上場を申請する普通株と共にかかる基準を満たせば足りるとの仕組みが設けられている。[444] その銘柄に関する形式基準は株主人数や流通株式数や株券の様式又は単元株式数などの要素から構成され、会社に関する形式基準は時価総額や事業継続年数や純資産額又は利益の額などの要素から構成される。[445]

実質基準については、主に有価証券上場規程第 213 条に定められ、上場会社として必要とされる（1）会社の継続性及び収益性、（2）企業経営の健全性、（3）コーポレートガバナンス及び内部管理体制の有効性、（4）企業内容等の開示の適正性、及び（5）その他公益又は投資者保護の観点から必要と認める事項という五つの適格要件で構成されているものである。[446]

その実質基準の枠組みについて、普通株式上場の場合と議決権種類株式上場の場合は相違がないが、議決権種類株式の上場に関する審査は、普通株式の上場審査の場合の実質基準のほかに、前述の（5）その他公益又は投資者保護の観点から必要と認める事項として上場審査等に関するガイドラインⅡ６.(4)に掲げられている項目に適合するかどうかに基づいて行う。[447] つまり、会社が無議決権株式又は議決権の少ない株式の上場を申請することにあたって、東京証券取引所はその上場を申請される株式又は会社の状況に関して以下のすべての項目に適合するかどうかを審査する。

1. 議決権の多い株式等[448]を発行する必要性とその相当性

複数議決権構造での公開上場について、東京証券取引所は当該構造での公開上場に関する必要性のテストと相当性のテストを採用している。その必要性のテストは議決権の多い株式等の利用が株主共同の利益の保護の観点から見れば必要や否やに立脚して判断される。そして、その相当性のテストは議決権種類株式の構造が前述の必要性に照らして相当である措置として認められるかによって判断される。[449]

まず、必要性のテストについては、特定の者に対して議決権の多い株式を保有させ続けることが必要であるかという問題をめぐって、例えば当該特定者が会社の事業プランの遂行上に「必要不可欠な属人的な能力」を有し、その者が会社の経営に関与

444 宇都宮純子,「東証解説 新しい議決権種類株式の上場制度の概要」(2008)1191 旬刊経理情報 34, 37–38 頁.
445 東京証券取引所, 前掲注 434, 21–22 頁. その解説について、宇都宮, 前掲注 444, 37–38 頁.
446 東京証券取引所, 前掲注 434, 49–51 頁.
447 東京証券取引所, 前掲注 434, 82–83 頁.
448 無議決権株式を発行している場合の議決権付株式及び議決権の多い株式を含む。東京証券取引所、上場審査等に関するガイドラインⅡ６.(4)の a。
449 東京証券取引所、上場審査等に関するガイドラインⅡ６.(4)の a.

し続けることを確保することが株主共同の利益につながるため、当該特定者に一株一議決権の普通株式を保有させるだけでは会社の経営に関与し続けない恐れがある一方、議決権の多い株式を保有させ続ければその者が会社の経営に関与し続けることが確保されるようになり、後者の場合に株主共同の利益の保護の観点からすると特定の者に対して議決権の多い株式を保有させ続けることが必要であると認められることである。[450]

また、相当性のテストについて、議決権種類株式の構造を利用する必要性に照らして議決権の多い株式等を有する株主を不当に利するものではなく相当なものであると認めることができるかどうかの判断は、（ａ）必要性が消滅した場合に議決権種類株式の構造の解消条項の定め、（ｂ）極めて小さい出資割合による支配を防止するためのサンセット条項又はブレークスルー条項の定め、及び（ｃ）譲渡等により議決権の多い株式を議決権の少ない株式に転換する条項の定め等の事項の有無に基づいて行われる。[451]

その（ａ）必要性が消滅した場合に議決権種類株式のスキームの解消条項というのは、独特な才能を有する創業者が取締役を退任し経営に関与しなくなった場合など議決権の多い株式等を引き続き利用する必要性が消滅した場合には、議決権種類株式のスキームが無条件に継続することを防止するためにそのスキームの解消策又はそのスキームを継続させるかどうかを「株主に問う株主意思確認手続き」等の対策のことを指す。東京証券取引所の立場からすると、議決権種類株式のスキームの必要性が消滅した場合に、当該スキームが無条件に継続することが望ましくないと考え、当該スキームを解消するか又は株主意思確認手続きによって継続するかのいずれも適切な対策と考えられるが、定款等において事前に適切に規定されていることが求められている。[452]

その（ｂ）の下でのサンセット条項というのは、一定の基準を満たせば、議決権種類株式のスキームを解消させる定款の定めである。そして、ブレークスルー条項というのは、一定比率以上の株式を保有する株主が現れた場合にそのスキームを解消させる定款の定めである。サンセット条項とブレークスルー条項のいずれも、極めて小さい出資割合による支配を防止するために求められている対策である。一方、その「極めて小さい出資割合」、「一定の基準」、「一定の割合」というのが具体的にどのようなものなのかについては、東京証券取引所が明確しておらず、その必要性の条件と支配株主の状況などに基づいてケースバイケースで判断すると強調している。[453]

---

[450] 東京証券取引所, 前掲注 434, 84–85 頁.
[451] 東京証券取引所、上場審査等に関するガイドラインII６.(4)の a.　東京証券取引所, 前掲注 434, 85–86 頁.
[452] 東京証券取引所, 前掲注 434, 85 頁.
[453] 東京証券取引所, 前掲注 434, 86 頁.

その（ｃ）譲渡等により議決権の多い株式を議決権の少ない株式に転換する条項というのは、公衆投資者は、創業者や特定の経営者等による経営が会社により多額な利益をもたらすことができると信じて議決権の少ない株式に対する投資を行ったのであり、その上場されていない議決権の多い株式が創業者や特定の経営者等から第三者に譲渡されると、公衆投資者がその投資を行う前提が失うこととなり、その議決権種類株式のスキームを元のまま継続させると公衆投資者にとって極めて不公平なことであるため、そのような譲渡等が行われる場合に議決権の多い株式を議決権の少ない株式に転換させる旨を定款等に適切に定めることが原則として要求されているものである。[454]

2. 適切な目的で議決権の多い株式等を利用すること

議決権の多い株式等が買収防衛的効果を有するため、新規上場を申請する会社の取締役等の地位の保全や買収防衛策とする措置を主要な目的として議決権の多い株式等を導入する場合は、適切な目的で議決権の多い株式等を利用すること言えないため、その新規上場の申請は認めないとの規制立場を東京証券取引所が示している。[455]

3. ほかに求められているガバナンス措置

上述の 1－2 のほかに、東京証券取引所は、適切な情報開示[456]、議決権の多い株式等の株主が新規上場申請者の取締役等でない場合の要求[457]、種類株主間の利害調整方策（定款での種類株主総会の定め）[458]、会社と支配者等の間の利益相反取引における少数株主の利益の保護[459]、無議決権剰余金配当優先株式又は議決権の少ない剰余金

---

[454] 東京証券取引所, 前掲注 434, 86 頁.

[455] 東京証券取引所、上場審査等に関するガイドラインII 6 .(4)の b. 東京証券取引所, 前掲注 434, 87 頁.

[456] 議決権の多い株式等の利用に関する利用目的、必要性とそのスキームが、新規上場申請書類のうち企業内容の開示に係るものにおいて適切に記載されていることが求められる。東京証券取引所、上場審査等に関するガイドラインII 6 .(4)の c. 東京証券取引所, 前掲注 434, 87 頁.

[457] 議決権の多い株式等の株主が新規上場申請者の取締役等でない場合に、（ａ）議決権の多い株式等の利用が必要性のテストを満たし、かつ、新規上場の情報開示書類に適切に記載されていること、及び（ｂ）「新規上場を申請する会社が所属する企業グループが、議決権の多い株式等の株主（法人）の企業グループとの間に、原則として、事業内容の関連性、人的関係及び取引関係がない」という二つの要件を満たしなければならない。東京証券取引所、上場審査等に関するガイドラインII 6 .(4)の d.　東京証券取引所, 前掲注 434, 88–89 頁.

[458] 異なる種類の株主の間で利害対立が生じた場合に、株主の利益が不当に害されないための保護の方策を備えることが求められている。東京証券取引所、上場審査等に関するガイドラインII ６.(4)の e. 東京証券取引所, 前掲注 434, 90 頁.

[459] 該新規上場申請者が（ａ）親会社、（ｂ）支配株主（親会社を除く）及びその近親者、（ｃ）　前（ｂ）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までに掲げる者との取引などを行う際に、少数株主の保護の方策をとることができる見込みがあると求められている。東京証券取引所、上場審査等に関するガイドラインII 6 .(4)の f. 東京証券取引所, 前掲注 434, 91 頁.

配当優先株式を新規上場する場合に剰余金配当を行うに足りる利益を計上する見込みがあること[460]、その他株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと認められる状況にないこと[461]という六つのガバナンス措置も求めている。

[460] 株式当該新規上場申請者が剰余金配当に関して優先的内容を有している場合には、原則として、基準事業年度の末日後２年間の予想利益及び基準事業年度の末日における分配可能額が良好であると認められ、当該内国株券の発行者が当該内国株券に係る剰余金配当を行うに足りる利益を計上する見込みがあることと求められている。東京証券取引所、上場審査等に関するガイドラインII６.(4)の g.　東京証券取引所, 前掲注 434, 92 頁.

[461] これがキャッチーオール条項である。上記の 1－7 の事項のほかに、東京証券取引所は「その発行目的やコーポレート・ガバナンスの形態等を勘案し、議決権の少ない株式等の株主の権利を尊重したものであるかといった観点から議決権種類株式のスキームを総合的に検討する」と強調している。東京証券取引所, 前掲注 434, 92 頁.

第四節　中国における議決権種類株式に対する規制

第一項　中国に議決権種類株式制度の導入背景

第一款「中国概念株式（China Concept Stocks）」の問題と対応

既述した通り、1980 年代以降特に 21 世紀になってからは、複数議決権構造での公開上場が米国において勃興するようになっていた。太平洋の彼方中国大陸において、21 世紀初ごろから、中国法における種類株式制度の未確立と米国におけるハイテク企業による議決権種類株式の利用の復興を背景として、主に中国において事業を展開するいわゆる「中国概念株式（China Concept Stocks）」[462]発行会社が複数議決権種類株式のスキームで米国の証券取引所に上場する事例が増えていた。[463]　その反面、クロスボーダー上場に関する規制の不完備のうえ、「中国概念株発行会社」は長年にわたって、粉飾決算やコーポレートガバナンスのレベルの低下などの問題で、批判されていた。[464]　特に、近年、複数議決権種類株式のスキームで NASDAQ に上場したラッキン・コーヒー（Luckin Coffee Inc.）[465]などの事件の影響を受けて、米国は、2020 年に「外国企業説明責任法（HFCAA）」という法律を可決し、中国概念株式の上場及び上場地位の維持に関する審査基準を引き締めていた。　同法（特に第二条）によると、アメリカに上場する外国会社について、米国公開会社会計監督委員会（PCAOB）による会計監査が実施できないことは 3 年連続であった場合、当該外国会社の証券を国立証券取引所や店頭取引などでの取引は禁止されていると定めている。それに基づき、米国証券取引委員会（SEC）は 2022 年 3 月から 2023 年 1 月までに、会計監査が実施

---

462 そのような、主に中国における事業を展開する会社が、ニューヨーク証券取引所など海外の証券取引所に上場する株式は、「中国概念株式（China Concept Stocks）」と呼ばれている。*See* Beladi H, Hu M, Li S and Yang J, "Dual-Class Share Structure on the Dividend Payout Policy: Evidence from China Concepts Stocks" (2022) 82 International Review of Financial Analysis 1 at 3.　1990 年 9 月から 2023 年 2 月にかけて、主に中国における事業を展開し、アメリカの三大証券取引所（ニューヨーク証券取引所、ナスダック及びアメリカン証券取引所）に上場した会社は 554 社があり、2023 年 2 月 28 日において、まだ 270 社が上場の状態を維持している。iFinD Information, アメリカに上場する中国概念株式に関するデーター.

463 2023 年 2 月末に、米国の三大証券取引所市場における中国概念株式の時価総額ランキング上位 100 社のうち、84 社がそのような複数議決権種類株式のスキームを採用し、84%を占めている。See Kang SY and Ling T, "Exploring China's Dual-Class Equity Structure: Investor Protection Measures and Policy Implications" (2023) Peking University School of Transnational Law Research Paper, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 734/2023 at 13, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4506660 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4506660 viewed 19 November 2023.

464 韓洪霊, 陳帥弟, & 陳漢文, 瑞幸事件与中概股危機——基本誘因、監管反応及期望差距, 財会月刊 3, 2 (2020).

465 中国コーヒーチェーン店のラッキン・コーヒー（Luckin Coffee Inc.）が創業してから僅か一年半で NASDAQ に複数議決権種類株式のスキームで上場したが、2020 年初ごろに空売り投資家の Muddy Waters Capital によって粉飾決算を行ったことはさらけ出され、資本市場で巨大な騒ぎを起こした。*See* SEC.gov, *Luckin Coffee Agrees to Pay $180 Million Penalty to Settle Accounting Fraud Charges*, https://www.sec.gov/news/press-release/2020-319 (last visited Jan 9, 2024).

できなかったことを理由として、中国概念株式発行会社のうちの 174 社を上場廃止に関する警告リストに追加した。[466] その中には、アリババや JD など複数議決権種類株式のスキームを採用し、中国の TMT 業界を代表する会社も含まれている。2023 年 2 月末に、アメリカの三大証券取引所市場における中国概念株発行会社の時価総額ランキング上位 100 社のうち、84 社がそのような複数議決権構造を採用し、84%を占めている。[467]

ゆえに、それらの中国概念株発行会社は、未来の上場廃止のリスクに関して、どう対応すべきかは中国大陸にとっては極めて重要な課題となる。[468] 従前からは、中国本土の資本市場において、上場会社による複数議決権構造の利用が禁止されていたため、それらの複数議決権構造を採用している中国概念株発行会社が中国本土の資本市場を利用することを可能にするには、議決権種類株式制度や証券取引所の上場基準を整備する必要性が高まるようになっている。それを背景にして、大陸に近隣する香港は 2013 年にアリババグループの公開上場とすり違ったことをきっかけに複数議決権構造での公開上場に関して議論を行い、大陸に先立って関連ルールを制定した。

また、中国大陸において、2018 年 6 月に中国預託証券（「China Depositary Receipt」）の導入[469]、2019 年に上海証券取引所「科創板」の開設[470]によって、複数議決権種類株式のスキームでの上場が可能となっている。そして、2020 年 5 月に深セン証券取引所の創業板に関する上場規則の改正[471]、2021 年 9 月に北京証券取引所の設立[472]、2023

---

466 SEC, *Conclusive List of Issuers Identified under the HFCAA*, https://www.sec.gov/rules-regulations/holding-foreign-companies-accountable-act viewed 18 December 2025.

467 Kang and Ling, n 463 at 13.

468 現実から見れば、それらの会社が、米国の証券取引所での上場を廃止して、中国本土の資本市場に再び上場するか、又は、米国の証券取引所での上場をできるだけ維持しながら、香港などの資本市場に重複上場するしかないように見える。

469 《証監会関于開展創新企業境内発行股票或存託憑証試点若干意見》（国弁発〔2018〕21 号），《存託憑証発行与交易管理弁法(試行) 》（中国証券監督管理委員会令第 143 号）。それによって、オフショアの SPV で複数議決権種類株式のスキームを採用している中国概念株式発行会社が中国預託証券（「China Depositary Receipt」）の形で中国本土の証券取引所に上場することが認められるようになる。

470 《関于在上海証券交易所設立科創板併試点注冊制的実施意見》（証監会公告〔2019〕2 号），《科創板首次公開発行股票注冊管理弁法（試行）》（中国証券監督管理委員会令第 153 号），《科創板上市公司持続監管弁法（試行）》（中国証券監督管理委員会令第 154 号）. 2019 年 1 月に、中国証券監督管理委員会 が「上海証券取引所における科創板の設立と試験的な登録制を実施することに関する意見」を公布し、議決権種類株式の公開上場を許す科創板の構築を始めた。そして、同年の 3 月から、上海証券取引所は所「上海証券取引所科創板株式上場規則」や「上海証券取引所科創板株式発行上場審査規則」などの上場規程を策定し、議決権種類株式の公開上場に関して具体的な規定を設けた。「科創板」の開設を通じて、中国本土の法律に基づく複数議決権種類株式のスキームの採用又は議決権の少ない株式の上場が認められるようになる。

471 《深圳証券交易所創業板股票上市規則（2020 年修訂）》（深証上〔2020〕500 号）

472 《北京証券交易所上市公司証券発行注冊管理弁法(試行)》（中国証券監督管理委員会令第 188 号），《北京証券交易所上市公司持続監管弁法(試行)》中国証券監督管理委員会令第 189 号），《北京証券交易所股票上市規則（試行）》（北証公告〔2021〕13 号）.

年に上海証券取引所株式上場規則と深セン証券取引所株式上場規則の改正[473]などの制度整備を通じて、中国大陸の三大証券取引所において複数議決権種類株式のスキームでの公開上場が認められるようになっている。

以上を経て、中国大陸における議決権種類株式とその上場に関する法制度が構築されていた。同時に、議決権種類株式の上場に関しては、中国大陸の三大証券取引所の上場規則はほぼ同一であり、いずれも香港証券取引所（HKEX）の上場規則による高度な影響を受けている[474]。続いては、香港における議決権種類株式の公開上場の発展について考察する。

第二款　香港に議決権種類株式の公開上場を承認へ

香港の会社法の下では、株式会社による種類株式の発行に関して広範な定款自治の自由が認められ[475]、一株一議決権から乖離する議決権種類株式の発行も許される[476]。一方、HKEX が上場規則に第 8A 章を設ける前までのかなりの期間にわたって公開会社による議決権種類株式の上場が厳しく制限されていた。[477]　HKEX のこの厳しい立場を動揺させたのはアリババグループの公開上場であった。2013 年に創業者の馬雲氏をはじめとする経営陣（アリババ・パートナーと呼ばれる）がアリババグループの取締役会の過半数のメンバーを指名する権利を有するなどのスキーム[478]によって同グループに対する支配権を維持するままで HKEX に上場しようと試みたが、HKEX は同社が所有構造が一株一議決権の原則を違反すると懸念するためその上場を拒んだ結果、アリババグループは 2014 年に米国のニューヨーク証券取引所に上場した。[479]　HKEX はアリババが自らの証券取引所での上場を拒んだ半面、HKEX にとっては同上場を受け入れた場合に同所の 2013 年の総利益の約 3 パーセントに相当する予想利益を失ったことなどの影響を受けて[480]、その後 2014 年に HKEX は複数議決権構造

---

473 《上海証券交易所股票上市規則（2023 年 2 月修訂)》（上証発〔2023〕31 号）,《深圳証券交易所股票上市規則（2023 年 8 月修訂)》（深証上〔2023〕701 号）.

474 呉尚軒, 証券市場変革下的双層股権上市規制路径構造, 21 経済法学評論 174, 176 (2021).

475 Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, s 178,179,180.

476 Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, s 179,180, 588(4).

477 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule 8.11; HKEX, GEM Listing Rules, Rule 11.25. 同規則により、HKEX が認める場合などの例外的なケースを除き株式の議決権がその経済利益と合理的な関係を有しない株式の上場は許されないとされている。一方、2014 年 8 月までにそのような HKEX が認めた例外に基づく株式の上場は一例もなかった。HKEx, “Concept Paper on Weighted Voting Rights” (August 2014) at 25.

478 これらのスキームについて、*Alibaba Group Holding Limited, Amendment No. 6 to Form F-1: Registration Statement Under the Securities Act of 1933 (SEC File No. 333-195736) (Filed Aug. 26, 2014),* n 323.　Lin LY-H and Mehaffy T, “Open Sesame: The Myth of Alibaba’s Extreme Corporate Governance and Control” (2016) 10 Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law 437 at 451–459.

479 Lin and Mehaffy, n 478 at 441–443.

480 Davies PJ, “Alibaba Abandons $60bn Hong Kong Listing” Financial Times, 25 September 2013, https://www.ft.com/content/525f4bc2-25ae-11e3-aee8-00144feab7de viewed 31 October 2025.

の上場要件をめぐる制度改革議論を開始し[481]、最終的に 2018 年に上場規則に第 8A 章を設けたのである[482]。第 8A 章は中国大陸の制度構築の際に直接な参考となり、従って、両法域における複数議決権構造の上場に関する条件とガバナンス措置が高度な類似性を呈している。ゆえに、ここでは主として香港証券取引所の上場規則に対して考察を行う。

第二項　香港における議決権種類株式の公開上場制度の構築

第一款　香港会社法における種類株式制度

香港の現行会社法は 2014 年 3 月 3 日から施行される新会社条例（New Companies Ordinance）である。　同法の下では、株式会社が発行できる種類株式については、英国や米国のように株式の内容として定められる事項に関して会社法が広範な定款自治の自由を認める定款自治のスタンスが取られている。まず。同法第 178 条は株式に付与された権利がすべての点で均一であると認めることができる株式を一つの種類の株式とし、株式の発行後の 12 ヶ月間にわたり単なる配当に関して権利が異なることだけを理由にして権利内容が異なる株式であると主張することができないと定義している。[483] そして、株式会社は異なる種類の株式、例えば、(a)優先権や劣後権などの特定権利を有する株式、(b)配当権や議決権などの権利関するあらゆる制限を有する株式、(c)償還条項付の株式などの種類の株式を発行することができる。[484] また、議決権種類株式に関しては、議決権付き種類株式や無議決権種類株式を発行することができるが[485]、株主の議決権の行使によって決議を行う株主総会においては原則として一株一議決権であり、定款であらかじめそれと異なる定めを設ける場合は定款の定めに従うとされている。[486]　つまり、定款での定めによって一株あたりに一つ以上又は以下の数の議決権を付与する、いわば一株一議決権からの乖離が許される。

第二款　香港証券取引所における議決権種類株式の公開上場

既述した通り、香港証券取引所において議決権種類株式の公開上場を可能にしたことは 2018 年に HKEX が上場規則に第 8A 章を設けることを通じて行われたのである。第 8A 章を設ける前に、HKEX は 30 年ほどにわたり、一株一議決権の原則を厳

---

481 HKEx, n 477.
482 HKEX, “Consultation Conclusions: A Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors” (April 2018). HKEX, Main Board Listing Rules, Rule 8A
483 Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, s 178. 同条の定めは英国現行会社法の第 629 条と同じである。Companies Act 2006 of UK, S. 629.
484 Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, s 178(1)(2); Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, Division 4 of Part 5; Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, S78, Companies (Model Articles) Notice, Schedule 1 Model Articles for Public Companies Limited by Shares, article 61.
485 Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, s 178(1)(2).
486 Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, s 588(3).

格に堅守していた。[487]それは主として、①株主の議決権と経済利益との比例性を保つことでより多くの経済投資を行った株主にその経済利益を保護するためにそれと相当する議決権が付与されることが公平であること、②会社に対する支配権を獲得しようとする株主がより多くの経済投資を行わなければならないことが返って支配株主と少数株主の利害一致性を強化することができること、③経営非効率の経営陣を監視監督・解任する力を確保することが重要であること、④投資者保護が証券市場規制の核心であることなどの側面からすると、一株一議決権の原則は「株主に対する公正かつ平等な待遇」を確保するためのルール、裏から言うと投資者の利益を保護するための重要なツールとして長く位置づけられてきたためである。[488]

21 初期からの経済成長期において、アリババグループを代表とする中国の TMT 企業の多くが複数議決権構造を採用し、当該構造での公開上場を 80 年代から再び認めた米国の証券取引所に上場するのは市場慣例となっていた。一方、一株一議決権の原則を厳格に堅守している香港証券取引所にとって、アリババグループのような優秀な企業が自らの取引所に上場できないことは多大な損失をもたらすだけでなく、香港の金融中心の地位を損なう恐れもある。そのため、香港の国際的金融中心としての競争力を確保することは HKEX が一株一議決権の原則を長く厳格に堅守してきた立場を緩和する動機付けとなる。[489]　従って、HKEX は、2014 年に市場諮問書を公開し、四年ほどにわたる数回の議論を経て、複数議決権構造での上場に関してより厳格な条件を求める上場規則第 8A 章を制定し、同章に定めた条件を満たした会社が複数議決権構造で HKEX に公開上場することを認めるようになっていたのである。[490]

HKEX による 8A 章及び関連する規則の制定は、米国の証券取引所と東京証券取引所が複数議決権構造での公開上場を認めた後に、一株一議決権の原則の維持の必要性と新興経済の分野における複数議決権構造での上場の需要性とのバランスを取ろうとし、同構造での公開上場に関する厳格な条件と少数株主の利益の保護を確保するためのガバナンス措置の両方も重視する大きな法改正である。同改正によって、複数議決権構造（加重議決権構造、WVR とも言われている）で HKEX に上場することが可能となると同時に、HKEX は WVR 構造によるエージェンシー問題を懸念し、少数株主の利益を保護するガバナンス措置の整備も重視している。同法において、HKEX に複数議決権構造で新規上場の場合（第 8A 章）と既に複数議決権構造で米国などの証券取引所に上場している会社が HKEX に二重上場する場合（第 19C 章）におけるぞれぞれの条件とガバナンス措置が定められている。第 8A 章の下では、①序章、②総則、③複数議決権構造での上場を申請できる資格基準、④認められる加重議決権構

487 それ以前の沿革について HKEx, n 477 at 25–28.
488 HKEx, n 477 at 18–20.
489 HKEx, n 477 at 29–39.
490 HKEX, “Consultation Conclusions: A Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors”, n 482. HKEX, Main Board Listing Rules, Chapter 8A

造（「WVR」）、⑤株式譲渡と新株発行等に関する制限、⑥継続的な義務、⑦コーポレートガバナンス、⑧情報開示、⑨承諾、⑩定款等の組織文書というように、計 44 ヵ条の規定が設けられている。

ここでは、主として（1）HKEX による一株一議決権原則の重要性の強調、（2）HKEX に公開上場できる議決権種類株式の類型、（3）HKEX に議決権種類株式を公開上場できる場面という三つの問題を取り上げて考察を行う。

1. HKEX による一株一議決権原則の重要性の強調

第 8A 章の序章においては、一株一議決権原則は支配株主と少数株主との利害一致性を高め、支配株主が経営非効率の経営陣を監視監督・解任することを確保できるため、投資家保護の重要なツールであり、株主権利の強化と株主間の利害関係の調整に最適な方法であり続けると HKEX は強調している一方、本章に定めた条件とガバナンス措置の採用を満たした会社に関しては、一株一議決権原則からの逸脱も認める。[491]

2. 議決権種類株式に関する上場できる場面と上場できるの種類

この部分において主としては、①誰（上場申請者）が②どのような WVR 構造で③如何なる議決権種類株式を HKEX に上場できるかという問題をめぐって考察を行うが、HKEX の上場規則の主な仕組みとしては、その①に関して上場申請者が HKEX とほかの適格の証券取引所に上場していなく初めて HKEX への上場を申請しようとする新規上場申請者と既にほかの適格の証券取引所に上場している会社が HKEX へ二重上場を申請しようとする二重上場申請者という二者だけによる上場申請が認められる；その②に関して新規上場申請者と二重上場申請者のそれぞれにおいて認められる WVR 構造が異なり、新規上場申請者の場合は株主総会の一定の決議事項に限って株主が一株当たりに一つ以上の議決権を有する権利を特定の一種類の株式の権利内容として設けることだけが許され、契約条項の定めを通じて取締役会を支配するメカニズムによる WVR 構造が認められない；その③に関して議決権の少ない株式（通常一株一議決権の普通株式）の上場が許され、無議決権種類株式の上場が認められない可能性が高い（無議決権の優先株式を除く）という制度構成である。

（1） WVR 構造での上場を申請できる者

HKEX は新規上場申請者のみによる WVR 構造での上場申請を審査するとしている。[492] その主な理由としては、①既に HKEX に上場している非 WVR 構造の会社

[491] HKEX, Main Board Listing Rules, Introduction of Chapter 8A.
[492] HKEX, Main Board Listing Rules, Rule 8A.05. その例外としては、HKEX, Main Board Listing Rules, Rule 8A.45, 言わば二重上場の場合である.

に資本構造の変更による WVR 構造の導入を認めると、この導入により、証券市場における既存株主が保有する株式の相対価値及び議決権の相対の地位は同導入の前と比べてよりも低下させられ、既存株主の権益が不公正に減少・制限される恐れがあること；②一方、新規上場の場合、上場予定の株式の割当てができる前に、証券市場における一般投資家がまだ既存株主になっていないし、そのときに導入された WVR 構造が一般投資家の権益を不公正に減少・制限するリスクがないのみならず、一般投資家がその割当てを引き受けることは WVR 構造の存在と関連するリスクを十分に把握したうえで行われることであることという二点があげられている。[493]

HKEX は WVR 構造での上場申請について新規上場申請者に限って認める立場（8A.05）を取っているとしても、一株一議決権の構造で既上場の会社が 8A.05 のルールを回避する措置を講じたことで WVR 構造を導入するリスクを完全に排除することができないだろう。例えば、既上場の会社は①自ら有する資産や事業を特定の非公開会社に譲渡して当該非公開会社に WVR 構造を導入して新規に上場させたり、②自らの資産や事業をスピンオフして子会社化したうえで、この子会社に WVR 構造を導入して新規に上場させたり、③既に WVR 構造を導入している非上場会社によって逆さ合併されたり、④既上場の会社が一旦非上場化して WVR 構造を導入してから再上場したりする方法がありうる。[494]

それを踏まえて、第 8A.05 条の規定を意図的に回避するための措置を通じて上場申請を行った場合、HKEX は当該場申請を拒否する裁量権を留保すると同条の注記に定めている。[495] これが第 8A.05 条を回避しようとする試みを防止するために設けられる一般的な回避防止規定として位置付けられている。[496] しかしながら、上述の①～④のような取引は第 8A.05 条の当該新規上場の要求を回避するための措置に当たるかどうかは取引所による主観的な判断に委ねるしかないため、その回避の防止を必ずしも確保できるわけでもない。[497]

一方、8A.05 の注記の文言から見れば、8A.05 を回避するための措置を講じた WVR 構造での上場申請について、HKEX が一切事情を考慮せずにその申請を完全に

---

493 HKEX, “Consultation Conclusions to Concept Paper on Weighted Voting Rights” (2015) at 28–29 para. 106, 107, 111.
494 HKEx, n 477 at 45 para. 151.
495 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule 8A.05, note.
496 HKEX, “Consultation Conclusions: A Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors”, n 482 at 30–31 para.136. また、WVR 構造に関するいかなる同法の規定又は要件を回避する又は遵守しないことは香港「証券及び先物（株式市場上場）規則」（「Securities and Futures (Stock Market Listing) Rules」、略して「SMLR」）を違反する行為になりうるため、証券先物委員会（「Securities and Futures Commission」、略して「SFC」)が SMLR に基づいて直接的に関与しうる。HKEX, “Rule Chapters Consultation Paper [The Consultation Paper on a Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors Published on 23 February 2018]” (February 2018) at 12–13 para.20.
497 HKEx, n 477 at 46 para. 152.

拒否すると定められているわけではなく、HKEX がその拒否する裁量権を留保すると定められているわけであるため、合理的な理由があれば拒否されない余地があるではないかと考えられる。問題となるのは、この「合理的な理由」とは何かである。既述した通り、8A.05 のように WVR 構造での上場申請について新規上場申請者に限って認めるのは主として資本構造の再編によって WVR 構造を導入することが既存株主たる一般投資家の利益を不公正に減少・制限することを防止するためである。ゆえに、根本的な問題は上述の①～④のような取引が一般投資家の利益を不公正に減少・制限する恐れがあるかという点である。

HKEX の規則制定資料からすると、8A.05 の制定に関わる市場諮問において、例えば 75%以上の株主議決権による承認や 10%の少数株主に当該取引を阻止できる権限を付与するなどのような少数株主の利益を保護する措置が予め整えられていれば、上述の②と④によって WVR 構造を導入してまた上場することを認めても問題ないと主張する意見もあった。[498] にもかかわらず、HKEX はそれらの取引による WVR 構造の導入・上場に関して拒否する裁量権を留保するというケースバイケースの立場を維持している。

WVR 構造での上場を申請できる者に関する資格要件について、上述した新規上場申請者の要件のほかに、WVR 構造での上場に関する「適格性と適合性」の要件（8A.04）や上場時の時価総額の要件（8A.06）などの要件も求められている。また、8A.05 の新規上場の要求の例外として、既にほかの特定の証券取引所に WVR 構造で上場している海外発行者は少なくとも二つの会計年度にわたってコンプライアンスに関して良好な実績を有し一定の時価総額の基準などの条件を満たせば、HKEX に二重上場することができる。[499]それのみならず、WVR 構造で HKEX に二重上場する場合に、「適格性と適合性」の要件（19C.02）や上場時の時価総額の要件（19C.05）などの要件を満たすことも求められている。[500]

（2） 上場申請ができる WVR 構造

広義的に言うと、WVR 構造もしくは複数議決権構造に関しては、会社における経済利益との比例性を超えるほどの支配権を創り出すことが最もな特徴で、これを構築するには既述の多種多様な支配権強化メカニズムを利用することができ、議決権の力の強化を軸にする議決権の多い種類株式の発行（議決権種類株式に基づく WVR）はもちろん、取締役会の過半数以上のメンバーを指定できる権限を株主契約上の定めを通じて少数の経済利益をしか有しない株主に付与すること（契約条項に基づく WVR、これを代表として「株式に基づかない WVR」と称する）によって実現するこ

498 HKEX, “Consultation Conclusions to Concept Paper on Weighted Voting Rights”, n 493 at 28 para. 109.
499 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule 8A.45, 8A.46, 19C.04.
500 HKEX, “Guide for New Listing Applicants” (August 2025) at 2.2-2, para.5.

ともできる。

一方、8A 章の下で、新規上場申請ができる WVR 構造は議決権種類株式の発行に基づく構造に限る。具体的に言えば、WVR 構造で HKEX への上場申請に関して、認められる WVR 構造は、①8A.24 に定めるすべての株主に適用する一株一議決権の法定事項を除き、②加重議決権を発行者のある一つの種類の株式に付与しなければならず、これによって当該種類の株主に対して株主総会の決議事項に限って強化された議決権の力を付与しなければならず、及び③加重議決権が付与された種類の株式の権利内容に関して議決権の力を除いてほかのあらゆる側面は発行者が上場した普通株式の権利内容と同等でなければならないという三つの条件を充足する必要があると 8A.07 が求めている。[501]

その反面、取締役会の過半数のメンバーの指定権利条項をはじめとする株式に基づかない WVR で既にほかの特定の証券取引所に上場している海外発行者は少なくとも二つの会計年度にわたってコンプライアンスに関して良好な実績を有し一定の時価総額の基準などの条件を満たしたうえで、HKEX に二重上場することができる。[502]

（3） 公開上場できる議決権種類株式

公開上場できる議決権種類株式については、まず、WVR 構造での上場申請者は加重議決権株式の上場を求めてはならないとされている。[503]そして、例えば、普通株が無議決権普通株式であるような場合は WVR 構造での上場申請者がガバナンス規範に著しく適合しない資本構造を採用していると見なされうるため、HKEX は当該上場申請を拒否する権利を留保すると強調している。[504] 従って、無議決権普通株式の上場申請は認められない可能性が高いと考えられる。なお、無議決権の優先株式の上場が HKEX に認められている。[505]

（4） 中国大陸において公開上場できる議決権種類株式

議決権種類株式の上場に関しては、中国会社法（2023 年改正）の第 144 条の第

---

501 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule 8A.07.
502 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule 8A.45, 8A.46, 19C.04. 特に、8A.46 によれば、HKEX に二重上場する発行者に対して、8A.07 が適用しないこととなる。Mayer Brown, “Hong Kong Initial Public Offerings – An Issuer’s Guide” (2024) at 50.
503 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule 8A.08.
504 HKEX, “Guide for New Listing Applicants”, n 500 at 2.2-3 para.7.
505 *HKEX Listing Decision HKEX-LD7-3, Whether an issue of convertible non-voting redeemable preference shares should be treated as an issue of equity or debt instruments October 1999 (Updated in September 2009*; HKEX, *Equity Securities*, https://www.hkex.com.hk/Global/Exchange/FAQ/Products/Securities/Equity-Securites?sc_lang=en viewed 1 November 2025.

二款によれば、公開発行する会社は普通株式より一株につき議決権が多い又は少ない株式を発行してはならず、公開発行する前に既に発行された議決権種類株式がこの限りではないとされている。また、上海、深セン及び北京証券取引所のいずれも、会社が新規上場する前に差別的な議決権の構造を導入する場合は株主総会に出席した株主の有する議決権の 3 分の 2 以上の同意を得なければならず、新規上場する前に同構造を導入しなかった場合は上場後にいかなる方法によっても同構造を設定してはならないと定められている。[506] そして、議決権種類株式間の差異について、会社の定款に定める議決権の差異を除き、普通株式と特別議決権株式が有するほかのいずれの権益は完全に同一でなければならないとされている。[507] また、会社が普通株式より一株につき議決権が多い又は少ない株式を発行する場合、監査役又は監査等委員会のメンバーの選任及び解任について当該種類株式と普通株式は、一株当たりの議決権の数が同じでなければならないと定められている。[508]

第三款　香港証券取引所の審査基準に関する考察

香港証券取引所は上場規則において複数議決権構造での上場を認めるルールとして第 8A 章を設け、そのうち 46 ヵ条の上場要件を定めている。序章（8A.01）と定義条項（8A.02）を除き、上場要件に関しては、まず、総則において、会社が第 8A 章に定められている要件を遵守しなかった場合に HKEX は複数議決権構造での上場申請の不承認、不遵守の是正措置の求め、同構造の下での証券取引の停止措置又は上場地位の廃止などの措置を取る裁量権を有するとされている。[509] それに基づき、会社は同章に定めている条件を満たしたうえで複数議決権構造での上場申請が承認されうるし、この構造で成功に上場した後に同章に定めている要件を継続的に遵守しなければならない。

そして、複数議決権構造での上場を申請できる資格基準について、複数議決権構造での上場を申請しようとする会社は当該構造に基づく上場の適格性及び適合性（Both Eligible and Suitable）を立証しなければならない。[510] この「適格性及び適合性」の判断基準に関しては、HKEX は主として①上場申請者が革新的会社（Innovative Company）であること、②高度な事業成長の実績とそれが継続する見込みを証明できること、③議決権の多い株式を有する株主が自らの技能や知識などを通じて会社の事業成長に実質的に大きな貢献を寄与してきたこと（単に申請者の取締役であるという

---

506 上海証券交易所股票上市規則（2025 年 4 月修訂）4.6.2；上海証券交易所科創板股票上市規則(2025 年 4 月修訂) 4.5.2；深圳証券交易所股票上市規則(2025 年修訂)4.6.1；深圳証券交易所創業板股票上市規則(2025 年修訂)4.4.1；北京証券交易所股票上市規則(2025 修訂)4.4.1.

507 上海証券交易所股票上市規則（2025 年 4 月修訂）4.6.5；上海証券交易所科創板股票上市規則(2025 年 4 月修訂) 4.5.5；深圳証券交易所股票上市規則(2025 年修訂)4.6.2；深圳証券交易所創業板股票上市規則(2025 年修訂)4.4.2；北京証券交易所股票上市規則(2025 修訂)4.4.2.

508 中国会社法（2023 年改正）の第 144 条の第三款

509 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.03.

510 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.04.

事実だけでは不十分である）、④議決権の多い株式を有する株主が申請者の事業の成長に実質的に貢献してきた者で当該事業経営に関して積極的な経営者としての役割を有しかつ上場申請時において申請者の取締役でもある[511]こと、⑤会社が上場を申請する前に既に適格の機関投資家から投資を受けており、上場後の 6 か月間にわたってその機関投資家が自らの投資の 50%以上を保持することなどの五つの要素を満たしたかに基づいて判断を行うが、当該五つの要素が限定列挙ではなく、申請者に対する評価に当たって全ての関連状況を考慮するとも強調している。[512]そのうえ、上場申請者は上場時の時価総額の基準を満たしなければならない。[513]

また、複数議決権構造での上場申請が新規上場に限ること[514]、上場申請ができる複数議決権構造[515]、議決権の倍率[516]、議決権の多い株式が占める議決権割合の上限と経済的な持ち分の下限[517]、上場後に議決権の多い株式が占める議決権割合を引き上げることの禁止と権利条項の変更の禁止[518]、議決権の多い株式の普通株式への転換を 1:1 の比率で行う[519]ことなどに関する上場要件が設けられている。

そして、複数議決権構造での上場に関する継続要件も定められている。[520]それについて以下のサンセット条項の部分において考察を行う。

また、コーポレートガバナンスに関する要件として、HKEX は少数株主の提案権の確保[521]、一株一議決権の法定事項[522]、取締役会における独立取締役の役割の強化[523]、コーポレートガバナンス委員会の設置[524]、コンプライアンス・アドバイザーの設置[525]などが求めている。

加重議決権株主以外の株主（「非加重議決権株主」）が発行会社の株主総会決議において投票できる議決権のうち少なくとも 10%以上の議決権を有することを発行会社は確保しなければならない[526]と同時に、非加重議決権株主が臨時株主総会を招集し、総会会議の議題・議案を提案する権利を確保するために、この提案に必要な最低持株比率を一株一議決権のベースで 10%を超えないように設定しなければならない

511 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.11.
512 HKEX, “Guide for New Listing Applicants”, n 500 at 2.2-1～2.2-6.
513 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.06.
514 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.05.
515 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.07~08.
516 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.10.
517 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.09; 8A.12.
518 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.13~16.
519 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.21.
520 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.17~22.
521 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.23.
522 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.24.
523 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.26-29.
524 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.30~32.
525 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.33~34.
526 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.09.

と求められている[527]。そして、法定一株一議決権の事項も定められている。複数議決権構造で上場する会社が①上場会社の定款その他の基本規程の変更、②いずれかの種類株式に付随する権利の変更、③非業務執行の独立取締役の選任又は解任、④会計監査人の選任又は解任、⑤自主的清算という五つの事項に関して株主総会で決議するにあたってはいずれの種類株式も一株一議決権のベースで議決権を投票しなければならないという一株一議決権原則に基づく法定決議事項が定めている。[528]当該法定事項を設置する目的は、非加重議決権株主の同意を経ずに単なる加重議決権株主による総会決議の可決から非加重議決権株主に対する利益の侵害を防止するためであり、非加重議決権株主に対して加重議決権株式の権利を剥奪または制約する権利を与えるものではない。また、特定の種類株式に付与された加重議決権は、原則として当該種類株式の保有者の同意を経たうえでこそ変更することができると HKEX は強調する。[529]

[527] HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.23.
[528] HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.24.
[529] HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.24, note.

第五章　一株一議決権の緩和と制限

第一節　証券構造から見る一株一議決権の合理性とその機能の限界

第一項　一株一議決権からの乖離

既述した通り、議決権種類株式の危険性は経済的な持ち分によって裏付けられていない過大な議決権が与えられている点に現れる。それに関しては、以下の設例で見れば分かる。

例えば、株式会社ABCはA種類議決権株式とB種類議決権株式を発行することができる。そのA種類株式が一株につき一議決権を有し、B種類株式が一株につきX（$X>1$）の議決権を有し、それ以外の権利は同じとする。会社の発行済み株式総数はY^tとし、B種類株式の発行済み株式総数はY^cで、A種類株式の発行済み株式総数は$Y^t - Y^c$となる。また、B種類株式が有する議決権の割合をY^vとする。したがって：

$$Y^v = \frac{(Y^c \times X)}{[Y^c \times X + (Y^t - Y^c) \times 1]}$$

$X = 1$の場合、B種類株式に支配権を取得させるためには、$Y^v > (1 - Y^v)$、つまり、$Y^v > 0.5$。

しかし、$X>1$の場合：

シナリオ①：$Y^v \geq \frac{1}{3}, \frac{(Y^c \times X)}{[Y^c \times X + (Y^t - Y^c) \times 1]} \geq \frac{1}{3}$

したがって、$\frac{Y^c}{Y^t} \geq \frac{1}{(2X+1)}$

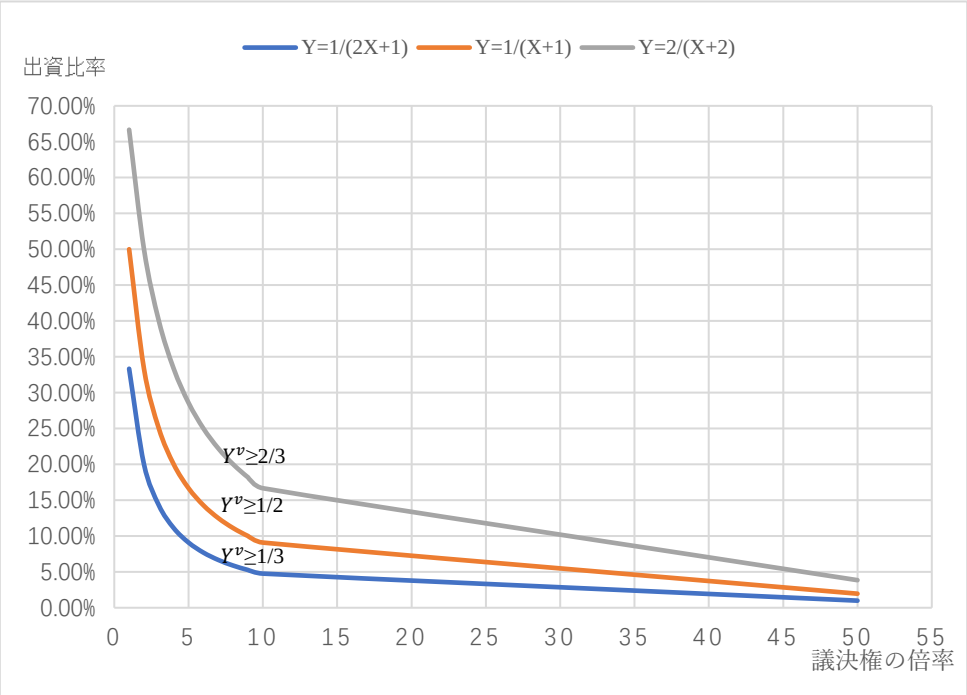
シナリオ②：$Y^v \geq \frac{1}{2}, \frac{(Y^c \times X)}{[Y^c \times X + (Y^t - Y^c) \times 1]} \geq \frac{1}{2}$

したがって、$\frac{Y^c}{Y^t} \geq \frac{1}{(X+1)}$

シナリオ③：$Y^v \geq \frac{2}{3}, \frac{(Y^c \times X)}{[Y^c \times X + (Y^t - Y^c) \times 1]} \geq \frac{2}{3}$

したがって、$\frac{Y^c}{Y^t} \geq \frac{2}{(X+2)}$

$\frac{Y^c}{Y^t}$を Yとし、以上を整理すると、以下のグラフが分かる。



議決権の倍率と出資比率の関係[530]

つまり、議決権の多い株式の一株当たりの議決権の数が議決権の少ない株式の一株当たりの議決権の数に対する倍率（以下「議決権の倍率」と称す）が高ければ、議決権の多い株式を有する株主が会社に対する支配を維持し続けることは容易になる。

しかしながら、経済的な持ち分と議決権との分離により、具体的にどのような危険性を生み出すかというと、続いては、公開買付けにおいて証券構造がこの買付けの結果に与えうる影響について考察を行う。

第二項　証券構造から見る一株一議決権の合理性とその機能の限界

株式所有権は、会社から配当などの経済的利益の分配を受ける権利（「キャッシュフロー権」又は「経済的な持ち分」）とコーポレートガバナンスに参与する権利（「議決権」）という二つの権利の集合体である。[531]　従って、会社の所有構造はキャッシュフロー権と議決権から構成されるものであると言える。ある時点においては、会社の所有構造を構成するキャッシュフロー権と議決権は「固定サイズのパイ」として捉

[530] 類似な計算について、東京証券取引所, n 438 at 10. 白蕓, 差異化表決權結構下的「創始人—投資者天平」——兼評科創板中的差異化表決權結構, 金融法苑 (2020), 120 頁を参照.
[531] Yermack D, “Shareholder Voting and Corporate Governance” (2010) 2 Annu. Rev. Financ. Econ. 103 at 110.

えることができ、その分配は外部投資者と内部者株主の間の「ゼロサム・ゲーム」であると考えられる。[532]

このような証券構造による「ゼロサム・ゲーム」が支配権分配の効率性に対して影響を及ぼしている。それを検討する論文の代表として Grossman＆Hart（1988）[533]と Burkart＆Lee（2008）[534]などの文献がある。Grossman と Hart（1988）は主として分散所有構造の会社を議論の舞台にして支配権市場を会社の支配権の分配メカニズムとするうえで、株式の議決権とキャッシュフロー権との組み合わせ方いわば証券構造が支配権市場における支配権の分配に対していかなる影響を与えうるかについて、ゲーム理論による分析を通じて、一株一議決権が支配権の分配における最適性を論じたものである。[535] Burkart＆Lee（2008）はそのうえで、単一入札者の敵対的買収における買収に関するフリーライダーの問題や情報の非対称性と証券構造の影響力、支配的な株主を有する公開会社の支配権を契約譲渡する場合における一株一議決権の最適性問題などを議論した。[536]　ここでは主に支配的な株主を有する公開会社の支配権を契約譲渡する場合を取り上げて一株一議決権の最適性問題を考察する。

支配的な株主が存在する公開会社における支配権の譲渡については、分散所有の会社の場合と異なり、支配権が既存の支配的な株主から買収者への移転は既存の支配的な株主の同意を経なければ実現できない。その同意が得られるや否やは既存の支配株主の利益が満たされる次第であるから、効率性の問題もありうる。

支配的な株主を有する公開会社の支配権の譲渡に関する効率性の問題を最初に集中して取り扱った代表的な文献としては Kahan（1993）や Bebchuk（1994）などがある。[537]　Kahan（1993）は支配権取引に売却される株式の割合の重要性を特に考慮し、私的交渉規則（private negotiation rule）と公開買付規則（tender offer rule）の相対的な効率を分析することを通じて、両規則ともがその取引に売却される株式の割合が高いほど効率的に機能すると結論付けた。[538]また Bebchuk（1994）は支配株主を有する公開会社の支配権の譲渡における市場原則（Market Rule）[539]と平等機

---

[532] Goshen and Hamdani, n 165 at 587.
[533] Grossman SJ and Hart OD, “One Share-One Vote and the Market for Corporate Control” (1988) 20 Journal of Financial Economics 175; その論文に関する日本語文献としては、中村竜哉, “一株一議決権と単純な多数決ルールの最適性について” (1994) 45 商学討究 235.
[534] Burkart M and Lee S, “One Share - One Vote: The Theory” (2008) 12 Review of Finance 1.
[535] Grossman and Hart, n 533 at 175–178.
[536] Burkart and Lee, n 534 at 6–24.
[537] Kahan M, “Sales of Corporate Control” (1993) 9 Journal of Law, Economics, & Organization 368; Bebchuk LA, “Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control” (1994) 109 The Quarterly Journal of Economics 957.
[538] Kahan, n 537 at 377–378.
[539] Bebchuk, n 537 at 959.

会原則（equal opportunity rule）[540]から生じうる支配権譲渡の効率性と非効率性を分析した。特に、議決権については、市場原則の機能を補完する議決権構造として、支配権の移転に関して少数株主の決議による承認が必要とされるアレンジメントは、少数株主が既存支配株主のY^IやZ^I及び買収者のY^RやZ^Rを把握していれば、非効率性の支配権取引（例えば、$Y^R < Y^I$かつ$Z^R > Z^I$の場合）[541]を承認しないことを通じて支配権取引の効率性を確保することが期待できると議論されていたが、[542] しかしながら、それらの先行研究は公開会社の支配権の譲渡に関する効率性と証券構造の関係性については議論なされていなかった。

以上の研究を踏まえて、Burkart と Lee（2008）その取引の効率性と証券構造の関係性について以下のモデルで議論を行った。

例えば：上場会社Xはが議決権付き株式と無議決権株式という二種類の株式を発行し、発行済み株式総数がnである。そのうち、議決権付き株式がn_vで（$1 \leq n_v \leq n$）、残りの（$n - n_v$）が無議決権株式である。$n_v = n$の場合、一株一議決権に基づく構造となる。現内部経営者（支配的な株主を含む）が支配権を維持する場合に、株主は１株当たりにx^Iの証券利益を獲得できる。その一方、買収者が支配権を取得した場合に、１株当たりにx^Bの証券利益を生み出すことができるとする。X会社の議決権付き株式n_vについて、支配的な株主 I がそのα割合（$\alpha > 0.5$）を所有し、残りの$(1-\alpha)\, n_v$の議決権付き株式と$(n - n_v)$の無議決権株式は少数株主の間で分散所有されている。外部の買収者 B が支配株主 I からX会社の支配権を取得しようとしている。B と I が互いの保留価格（reservation prices）、すなわちx^B、x^I、Z^B、Z^Iを知っていると仮定する。したがって、I と B は、支配権取引が相互に有益である場合にこそ、その取引に合意しうる。つまり、その場合は B と I の間に支配権争奪戦(control contest)が行われるように似ており、支配権の価値をより高く評価する参加者が最終的に支配権を獲得又は保持することができる。[543]

支配権移転が効率的であるための条件は、次式が成立する場合である：

$$x^B + (Z^B/n) \geq x^I + (Z^I/n) \qquad \text{条件（1）}$$

ここで、支配株の価値については、現在の支配的な株主 I にとっては$\alpha n_v x^I + Z^I$で、買収者 B にとっては$\alpha n_v x^B + Z^B$である。取引コストを無視して、買収者 B の保

[540] Bebchuk, n 537 at 960.
[541] 会社が内部経営者又は敵対的買収者によって経営されている場合における会社の市場価値をそれぞれY^IとY^Rとし、私的利益 をそれぞれZ^IとZ^Rとする。
[542] Bebchuk, n 537 at 981.
[543] Burkart and Lee, n 534 at 6-7,16.

留価格が支配的な株主 I の保留価格を上回れば、支配権譲渡取引が両者にとって有益であると考えられる。つまり：

$$x^B + (Z^B/\alpha n_v) \geq x^I + (Z^I/\alpha n_v) \qquad \text{条件（2）}$$

買収者は支配的な株主との合意に基づく価格で支配株を取得した後、残りの議決権付き株式および無議決権株式を購入するかどうかの選択権を有する。ただ、少数株主はフリーライダー行動により、証券利益x^Bを下回る価格で自らの株式を売却しないと想定できる。したがって、買収者はその残った部分の株式を購入しようとしても利益が得られないし、それを購入しないほうが理性的な選択であると考えられる。[544]

その条件（1）と条件（2）を比較してみれば、条件（2）の下で支配的な株主と買収者の私的利益は議決権付き株式のαに関わるが、条件（1）の下では当該取引の社会的効率性がαに関わらない。分散所有構造の会社をめぐって複数の買収者による支配権争奪戦においては一株一議決権が効率的な支配権取引を確保することができる。[545]しかしながら、支配株の譲渡による支配権取引においてはもはやそうとは限らない。定款がすべての株式に議決権を付与している場合でも、支配株の存在により、すべての少数株式は事実上の無議決権株式となる。その結果、$\alpha = 1$でない限り、$n_v = n$ の場合でも条件（2）と条件（1）は乖離する。[546]　例えば、$x^B > x^I$ かつ$Z^B < Z^I$の場合、条件（1）が成立できるとき、条件（2）が成立しない可能性がある。

その結果、支配株は最終的にはより効率的な市場参加者によって所有されない可能性がある。仮に B がより大きな証券価値x^Bを生み出せるが（$x^B > x^I$）、比較的小さな私的利益しか享受しない場合（$Z^B < Z^I$）を考える。α が十分に小さいとき、B の保留価格$x^B + (Z^B/\alpha n_v)$は I の保留価格$x^I + (Z^I/\alpha n_v)$を下回る可能性がある。その理由は、I が僅か少数の株式を所有することで支配権を確保でき、各株式に対して高い支配プレミアムを評価しているためである。結局、I が要求する支配株の対価は B の保留価格を超えるほどとなるため、その支配権取引が社会的な最適性からしてみれば望ましいであるにもかかわらず失敗に終わる恐れがある。なぜなら、条件（1）を満たし、$x^B + (Z^B/n) \geqslant x^I + (Z^I/n)$が成立しても、条件（2）が成立しなく、$x^B + (Z^B/\alpha n_v) < x^I + (Z^I/\alpha n_v)$となる恐れがあるからである。また、$x^B < x^I$ かつ$Z^B > Z^I$の場合、α が十分に小さいであれば、条件（2）が成立しうるが、価値毀損型の支配権取引となる。[547]

---

544 Burkart and Lee, n 534 at 16.
545 Grossman and Hart, n 533 at 182-190,191-194; Burkart and Lee, n 534 at 12–14.
546 Burkart and Lee, n 534 at 16.
547 Burkart and Lee, n 534 at 17.

なぜそのような非効率性が生じるかというと、それは支配権争奪戦の場合における議決権株主が無議決権株主の利益を無視したことと同じく、I と B が支配権取引による少数株主への影響を内部化しなかったからである。そのような場合、少数株主が協調して I または B に対し効率的な意思決定を促す補償を行うことができれば、この非効率性は回避することが可能となる。[548]

支配権争奪戦の場合と同様に、議決権付き株式の割合[549]が小さいほど、非効率性が生じる可能性が高くなる。支配株主が保有すべき株式数を増加させることは、1株当たりの支配プレミアムを減少させ、保留価格に埋め込まれた私的利益の影響を希釈することにより保留価格と会社価値との間の潜在的乖離を縮小させる。したがって、所与の α において、一株一議決権は、価値増加的な買収提案の失敗と価値減少的な買収提案の成功のいずれも最小化することが期待でき、第二最適な支配配分をもたらせる。[550]　最適は$\alpha = 1$かつ$n_v = n$（つまり一株一議決権）とする場合である。

それで、支配的な株主を有する会社において、支配的な株主の私的最適性からすると、できる限りより少ない議決権株式で支配権を維持しながら、その支配株以外の株式を分散する又は議決権種類株式を発行することで、市場にできるだけ多くの株式（キャッシュフロー権）を放出することは支配プレミアムを高め、支配株を売却するときにより多くの余剰を引き出すことができる。しかし、そのような証券構造においては非効率的な支配権配分や買収活動の減少のリスクを高められる。それに対して、一株一議決権は支配権の効率的な配分と社会全体の厚生を促進することができる。それゆえ、社会的な最適性からすれば、一株一議決権は最適な証券構造である。[551]

対照的に、分散所有構造の会社における最適証券構造については、分散所有構造の会社をめぐって複数の買収者による支配権争奪戦において一株一議決権に基づく構造は効率的な支配権取引を確保することができ、社会的最適性を有する。[552]　一方、その一株一議決権の証券構造は常に株主利益の最大化を確保しているいわば株主の私的最適性を有するとは限らない。[553]　また、支配権取引市場において目的会社に対する買収者が一人しか存在しない場合、情報の非対称性があるとき、フリーライダー問題が依然として存在し、一株一議決権原則が支配権取引の一部を阻害する恐れがある。逆に、一株一議決権原則から乖離する無議決権株式などの議決権

[548] Burkart and Lee, n 534 at 17.
[549] 本章第二節第五款に示した通り、支配権を維持するために必要である議決権付き株式の割合 α は議決権の倍率にも関わる。
[550] Burkart and Lee, n 534 at 17.
[551] Burkart and Lee, n 534 at 17–18.
[552] Grossman and Hart, n 533 at 182-190,191-194.
[553] Grossman and Hart, n 533 at 180; Burkart and Lee, n 534 at 12–14.

の少ない株式が資本構造に占める割合を増やすことによって、会社経営を改善できる買収を促進することもできる。[554]　なぜなら、無議決権株式などの議決権の少ない株式の発行を通じて、議決権の倍率を拡大し、支配権を維持するために必要である議決権が対応する経済的な持ち分が小さくなり、支配権を獲得・維持するために負担しなければならないコストも減少することとなるからである。

[554] At C, Burkart M and Lee S, “Security-Voting Structure and Bidder Screening” (2011) 20 Journal of Financial Intermediation 458 at 459–460; Burkart and Lee, n 534 at 11–12.

第三項　一株一議決権原則の貫徹を強制すべきか

支配権をめぐって市場参加者による奪い合いが行われる場合において、一株一議決権の証券構造が社会的最適性を有するため、それを強行規定として位置付けるべきであると示唆できるように見える。一方、一株一議決権からの逸脱が株主の利益に利するし、資金調達を低コストで行うことを可能とするため、その逸脱を法による干渉を行う理由が不十分であるとも言える。[555]

また、実務においては、キャッシュフロー権と支配権との乖離を可能とする支配権強化メカニズムは議決権種類株式に拘らず多種多様なスキームが存在する。例えば、2023 年改正に第 144 条を設ける前の中国の会社法の下では、上場会社がほとんど一株一議決権の普通株式をしか発行できないため[556]、一株一議決権の乖離が制限されているように見える。しかし、中国の資本市場において、従来から種類株式を発行できない上場会社は、融資契約を利用し関わる経済的権利と支配者権利を契約の約款でカスタムメイトする例は数多く存在する。その典型例としては、上場会社は目的会社を買収する際に目的会社の元株主と締結する「業績に関する承諾の契約」である。その「業績に関する承諾の契約」に、ターゲット会社の元株主である承諾者がその株式を買収者に譲渡したが、目標業績を決める基準日が到来するまでの期間において、承諾者が依然としてターゲット会社に対する支配的権利を維持しながらターゲット会社を引き続き運営・管理し、買収者がそれに協力義務を負い、不正な手段でターゲット会社の経営を妨げたり、約定した目標業績の達成を阻害したりすることは許されないと約定される。[557]　しかしながら、その契約の約定によってターゲット会社の株式に関する経済的権利と支配的権利の分離が生じ、深刻なエージェンシー・コストが生み出され、多数の訴訟争議の発端となっている。[558]　つまり、上場会社が一株一議決権の普通株式をしか発行できない場合でも、契約上の定めによってキャッシュフロー権と支配権との乖離を実現するができるのみならず、この乖離の程度に対して制限をかけることも難しいことである。もっとも、米

---

[555] Grossman and Hart, n 533 at 200. ただし、資本再構成を通じて一株一議決権から逸脱する証券構造の採用はその限りではないとも強調されていた。Grossman and Hart, n 533 at 200–201.

[556] 2023 年改正前の中国会社法では、株式会社の株式の発行について、普通株の発行を原則としており、会社法に定められていない他の種類の株式の発行について、国務院が会社法の授権的な規定に基づき別途定めることができるとされていた。中国 2023 年改正前会社法 131 条を参照。

[557] 「上場会社の重要資産再編に関する管理法」第 35 条。具体的に言うと、買収者である上場会社がターゲット会社を買収する際に、ターゲット会社の株主から支配権を持つ株式を取得したことに引き換えに、ターゲット会社の株主に対して現金や上場会社の株式を買収対価として交付すると同時に、ターゲット会社の株主は承諾者として、ターゲット会社が将来（例えば買収後の三年間）の業績が約定した目標業績を達成しなかった場合に上場会社に対して現金で補償を行うことを約定するという仕組みである。詳細は呉悠然, “重大資産重組中的業績承諾補償協議” (2022) 78 月旦民商法雑誌 135 at 138,143.

[558] 呉悠然, n 557 at 135–138.

国において複数議決権構造による一株一議決権との乖離の程度を株主契約等の契約を通じてさらに拡大する例が大量に存在する。これに関する考察は第六章において展開する。

また、キャッシュフロー権と支配権との乖離を可能とするもう一つの例としては、例えば一株一議決権に基づき単なる普通株式を発行している目的会社 A に対して、外部買収者Xが A 社の支配権を取得しようとしている。具体的な方法としては、同買収者が新たにファンドCを新設して、そのファンドCを通じて A 社の既存株主から A 社の株式を譲り受け、それと引き換えに、A 社の株式の一株ごとに(1)少額の現金の支払いと(2)新設のファンドCの持ち分を対価として交付される場合、目的会社 A からの配当金は新設ファンドCを通じて元株主（新設ファンドの LP）に還元するが、新設ファンドCによって取得した株式の議決権から構成される A 社の支配権が買収者X（新設ファンドの GP）によって行使される。そのような仕組みによって、目的会社 A の議決権と経済利益が分離され、あたかも配当権のない単純議決権株と議決権のない単純配当株という複数種類株式が発行されている場合と同じである。[559] 中国において、2023 年会社法改正前に種類株式制度がまだ確立されていない時代に、このようなをストラクチャーを通じてキャッシュフロー権と支配権との乖離を行う上場会社は数多くある。しかしながら、十分な規制がないため、そのような上場会社に関しては支配権の認定が難しくなること、情報開示が不十分であること及び高レバレッジの買収が頻発することなどの問題がある。[560]

一株一議決権を強制的に貫徹することは会社の資金調達および投資決定に歪みをもたらしたり、会社のキャッシュフロー権と議決権を分離する他の手段に頼ることを誘発したりするため、その規制の効果が望ましくないと考えられる。具体的に言うと、（1）キャッシュフロー権と議決権の比例性を強制維持することは株主が所定の議決権比率を維持するために相当額な経済的な持ち分を保持せざるを得ないことを意味し、この相当額な経済的な持ち分を維持するのに必要なコストを負担できない株主が支配権を手放せなければならないこと、及び（2）厳格な一株一議決権の原則の下では、支配権を重視する起業家が支配権争奪戦を恐れるため公開証券市場で資本調達するインセンティブが損なわれる恐れがあることなどの側面から考えれば、一株一議決権を強制的に貫徹することは逆効果を招く恐れもある。また、一株一議決権を強制的に貫徹しようとすれば、キャッシュフロー権と議決権の乖離が議決権種類株式のほかに、ピラミッド構造、相互持株構造、ストックオプション、エンプティ・ボーティング、貸し株などのファイナンスツールを通じて実現できるため、一株一議決権原則だけでなく、キャッシュフロー権と議決権の乖離を可能とするあらゆる制度やファイナンスツールを全面的に禁止しなければならない。さもな

[559] Grossman and Hart, n 533 at 198.
[560] 徐棟良,譚和, “深市公司大股東有限合夥架構実践及監管建” (2021) 証券市場導報 74, 77–79 頁.

ければ、株主が一株一議決権より隠蔽性が高く不安定な方法でその分離を実現することを促すことになり、逆効果を招くしかないだろう。[561]　それゆえ、一株一議決権原則の強制貫徹はほぼ実現不可能であろうと考えられる。

従って、キャッシュフロー権と議決権の乖離に対する規制は、その乖離を可能とする議決権種類株式やファイナンスツールが利用される具体的な場面と関連する問題点を逐次に検討するしかない。例えば、典型的な商事主体間の契約としての「業績に関する承諾の契約」等の契約は、契約法のルールによる解釈が必要である一方、商法の視点から、そのような経済的権利と支配的権利の分配について、会社融資の効率性と経営陣・株主間の利害調整をどのようにバランスすべきかは重要な課題であり、日本のような種類株式制度がそれに関して有益な参考であると主張する意見がある。[562]　特に、「業績に関する承諾の契約」の場合、日本のような議決権制限株式やトラッキングストックの採用及び議決権制限株式の発行総数が発行済み株式総数に対する割合の制限[563]などが問題の解決に役立つと思う。

種類株式制度の下で議決権種類株式によって一株一議決権から乖離する程度は議決権の倍率のルールなどによって制限されているが[564]、株主契約等によって一株一議決権から乖離する場合に乖離の程度についてはそのような制限を受けない[565]。キャッシュフロー権と支配権と乖離する点において、定款と株主契約等が株主権の「権利の束」を構成するのに類似的な機能を果たしているにもかかわらず、定款における種類株式に関する定めと契約上の定めは同等的な制限を受けず、種類株式に対して加えた法規制上の制限は株主契約等を通じて容易に回避することができる。従って、種類株式に対して一株一議決権の原則を強制的に貫徹させても、株主契約などの支配権強化メカニズムに対して類似的な制限を加えなければ、一株一議決権の原則が容易に回避されることとなる。また、キャッシュフロー権と支配権と乖離する程度がエージェンシー・コストと有する関係性からすれば、株主契約等の内容が定款で定めることもできる場合に、株主契約等によるキャッシュフロー権と議決権との乖離を行うことに対して法的制限を加え、できるだけ定款での定めを通じてそのような乖離を設けることだけを認めると法的に求めれば、同乖離から生じうるエージェンシー・コストを抑えることが期待できるではないかと思われる。

---

561 Burkart and Lee, n 534 at 30–34.
562 梁爽, “会社法から見る「VAM（Valuation Adjustment Mechanism）契約」の有効性について(その 2)” (2019) 65(2) 六甲台論集. 法学政治学篇 53, 56–57 頁.
563 日本会社法第 115 条
564 本章第二節を参照。
565 例えば、第六章を参照。

第二節　一株一議決権の緩和に対する制限

第一部において既述した通り、一株一議決権原則の下では支配株主が自ら支配権を維持するためにこれと相当するキャッシュフロー権を保有しなければならず、大量的な経済利益の保有が返って支配株主による私的利益の追求を抑制するインセンティブを提供している。一方、少数支配構造の下では、少数支配株主が支配権を維持しながら、これと相当するキャッシュフロー権を保有していない。結果としては、少数支配株主は支配権の行使を通じて会社に如何なる行動をさせる場合でも、当該会社の行動から生じうる損失について僅か一部をしか負担しないこととなるため、会社と少数株主の利益を侵害する恐れがあるにもかかわらず、自分だけが享受できる私的利益を追求するかもしれない。それに、少数支配株主が保有するキャッシュフローが少なければ、私的利益を追求するリスクが高くなる。

一株一議決権原則の機能に限界があり、同原則を強行規定として貫徹することに関して十分な妥当性が欠くと前節には示唆されている。一方、上述したような少数支配株主と少数株主との間のエージェンシー・コストを考えると、一株一議決権からの逸脱を無制限に許すことも妥当ではないと考えうる。特に、実証研究によれば、複数議決権構造の会社が上場した後に、支配的な株主の議決権と経済的な持分との乖離の幅が拡大することは、当該会社の評価価値の減少と関連付けられている。[566]　ゆえに、一株一議決権の緩和を認めるとしても、少数支配株主が私的利益を追求するリスクを抑制するためには、少数支配株主の支配権とキャッシュフロー権と乖離する幅を一定の範囲に抑える必要性が生じる。

また、前節既述した通り、議決権種類株式の発行に基づく支配構造の下で、少数支配株主が自らの支配権を維持するために保有しなければならない経済的な持ち分は支配権に必要な議決権の比率、議決権の倍率、出資比率及び会社のキャッシュフローの総量などの要素によって決められる。

従って、少数支配株主による私的利益の追求のリスクを抑制するには、少数支配株主が保有するキャッシュフローの量が過度に少ないとならないようにする方法として、①少数支配株主が保有しなければならないキャッシュフローの最低量を法的に求めること（会社資本総額に関する少数支配株主の最低持ち分）、②一株あたりに議決権の多い株式が有する議決権の数が議決権の少ない株式の有する議決権の数に対する倍率（「議決権の倍率」）に制限を加えること、③議決権の多い株式が保有できる議決権の割合に上限を加えること（裏から言うと、議決権の少ない株式が少なくとも一定割合以上の議決権を有することを確保しなければならないこと）、④複数議決権

566 Cremers M, Lauterbach B and Pajuste A, “The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation” (2022) European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 550/2018 at 31, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3062895 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3062895 viewed 17 November 2025.

構造で上場した後に、少数支配株主の支配権とキャッシュフロー権と乖離する幅を拡大する行動に対して歯止めをかけることなどの措置を取るのが考えられる。

第一項　上場時に一株一議決権からの乖離に対する制限

上述した①～④の措置のうち、①会社資本総額に関する少数支配株主の最低持ち分、②議決権の倍率、③議決権の多い株式が占める議決権の割合の上限という三つは会社が複数議決権構造で上場する際に求めることができる制限である。

第一款　支配権を維持するために必要な議決権の比率

これらの問題を検討するには、第一に確定しなければならないのは株主が会社に対する支配権を維持するために必要な議決権の割合である。支配権の様態がその支配の手段によって多様性を呈している。第一部に既述した通り、支配は概ね法的手段に基づく支配と事実上の支配に分けられる。　また、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。[567] いずれにせよ、これらの分類は主として法定の議決権の割合を満たすや否やを区分基準として二分したものである。

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[568]、一株一議決権原則からの乖離が認められるようになると伴い、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。[569]　一方、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。[570]

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。[571]　支配力・実質基準の下では、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。[572]　特に、過半数以上の議決権を有しないが、株主契約などに定められる支配権利条項に基づいて支配力を備えれば支配

---

567 朱大明, “支配株主の範囲とそれに応じる規制の構築” (2023) 96 法學研究: 法律・政治・社会 433, 439–440 頁.

568 朱大明, 前掲注 567, 440 頁.

569 Institute, n 316, 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。

570 本款 2 と 3 において中国大陸と香港の規定を参照。

571 Berle and Means, n 45, pp 66-67,74-75.

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

権を有すると考えられる。例えば、アリババグループの公開上場において、同社が一株一議決権の普通株式をしか発行していないが、アリババ・パートナーと呼ばれる経営陣がアリババグループの取締役会の過半数のメンバーを指名することを可能とする契約上の権利等を通じて支配権を維持している。[573]そのような契約上の指名権が議決権に基づく取締役の選任権と類似する機能と支配力を有している。ただ、類似の契約権利条項が支配権の存在を支えるための十分な支配力を備えているかを判断するたびに、支配力・実質基準に照らして事項ごとに逐次判断しなければならない。

1、米国

DGCL の 2025 年改正の前に、DGCL において支配的な株主の定義が設けられていなかったが、判例法上に 50%以上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な株主と認定できるとされている。[574]DGCL は 2025 年改正で第 144 条に 50%以上の議決権を有する者、株主契約等によって取締役の選任を支配できる者及び総議決権の三分の一以上のを有しかつ会社の経営権を有する者を支配的な株主として新しく定義した。[575]

2、中国大陸

また、中国大陸においては、50%以上の出資に基づいて支配力を有するという形式基準と出資比率が 50%未満でも株主総会の決議に対して重大な影響力を有すること又は投資契約等を通じて会社の行動を実際に支配できることに基づく実質支配の基準の両方も会社法に備えている。[576]さらに、「上場会社買収管理規則」において、投資家は、①50%以上の持株を有すること、②30%以上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。[577] その①と②は形式基準に基づくもので、③～⑤は実質基準に基づくケースであると考えられる。

3、香港

---

573 *Alibaba Group Holding Limited, Amendment No. 6 to Form F-1: Registration Statement Under the Securities Act of 1933 (SEC File No. 333-195736) (Filed Aug. 26, 2014),* n 323 DESCRIPTION OF SHARE CAPITAL, ALIBABA PARTNERSHIP.

574 第七章第一節を参照。

575 Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (e) (2) (2025)

576 中国会社法（2023 年改正）第 265 条.

577 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）第 84 条.

香港会社法において、支配株主という概念が定義されていないが[578]、親企業と重要な支配者の定義が設けられている。親企業（Parent Undertakings）については、例えば、A 企業が B 企業を支配している場合又は A 企業の財務諸表に適用される会計基準からすると、A 企業が B 企業の親企業である場合、A 企業は B 企業の親企業であると定義されている。[579]　それに、A 企業が B 企業を支配しているというのは、A 企業が B 企業の活動から利益を得るために B 企業の財務及び営業上の方針を決定する権限を有することをいう。[580]　A 企業は、①B 企業における議決権の過半数を保有している場合、②B 企業の他の構成員との合意により B 企業における議決権の過半数を行使する権限を有する場合、③B 企業の取締役会の過半数のメンバーを任命・解任する権利を有する場合、④B 企業の取締役会の会議において過半数の議決権を行使する権限を有する場合のいずれかに該当すれば、B 企業を支配していると推定される。[581]　また、2018 年の法改正により、ある主体が会社に対して重大な支配力(significant control)を有する場合、その主体が登記義務者となり、重大な支配者として登記を行わなければならないと規定されている。[582]　ここでいう「重大な支配力」とは、当該主体が①直接的又は間接的にその会社の発行済株式の 25%以上を保有する場合、②直接的又は間接的にその会社における議決権の 25%以上を保有する場合、③直接的又は間接的にその会社の取締役会の過半数のメンバーを任命・解任する権利を有する場合、④その会社に対して重大な影響力又は支配力を行使する権利を有し又は現に行使している場合などの一又は二以上の条件に該当すれば、当該主体はその会社に対して重大な支配力を有するとされている。[583]　類似的に、米国の法律協会の見解によれば、単独で又は他者との取り決めや合意に基づいて 25%以上の議決権を有する者はその会社の経営や方針に対して支配的な影響力を行使しているものと推定できる。[584]それのみならず、香港証券取引所の上場規則においては支配株主の定義が定められている。その下で、支配株主とは、ある者が単独又は共同で、発行者の株主総会において、①30%以上の議決権（又は公開買付コードに確定されるその他の割合を含む）を行使できるまたはその行使を支配できる権利を有する者、又は②発行者の取締役会の過半数のメンバーを支配できるのいずれかに該当すれば支配株主であると定義されている。

---

[578] Lin H, “Comparison of Legal Regulations of Controlling Shareholders Abusing Influence Between the Company Laws of China, Japan and Hong Kong” (2021) 2021 International Conference on Public Relations and Social Sciences (ICPRSS 2021) 381 at 381.

[579] Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, Schedule 1 Parent Undertakings and Subsidiary Undertakings, 2 Parent undertaking,(1). ここでいう「Undertakings」は法人団体、パートナーシップ又は営利又は非営利を問わず商取引又は事業を行う非法人団体であると定義されている。Schedule 1, 1 Interpretation.

[580] Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, Schedule 1, 2 Parent undertaking,(2).

[581] Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, Schedule 1, 2 Parent undertaking,(3).

[582] Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, s 653C.

[583] Companies Ordinance (Cap. 622) of Hong Kong, s 653E; Schedule 5A, 1 Significant control over applicable company.

[584] Institute, n 316, p 141.10(b).

585

以上を整理すると、第一に、出資・形式基準の下では、持株・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持株・議決権の割合は一般的に 50%と設定され、非上場会社と比べれば上場会社の株式所有がより分散的であるという特徴を考えれば、上場会社を支配できる持株・議決権の割合は 30%と設定される。また、25%以上の議決権を有する者は会社に対して支配的影響力又は重大な支配力を有すると位置づけられている。そして、第二に、支配力・実質基準の下では、法定形式基準（50%又は 30%）に至らない一定の割合の持株・議決権を保有する場合、支配権の有無を判断する際にその持株・議決権の割合が考慮されるべき要素の一つであるにすぎず、ほかの支配手段や実際状況などの要素を総合して支配力・実質基準に照らしてケースバイケースで判断する必要がある。

第二款　会社資本総額に関する少数支配株主の最低持ち分

複数議決権構造の下で、少数支配株主が保有しなければならないキャッシュフローの最低量を法的に求めるルールは香港証券取引所の上場規則に設けられている。第 8A.12 条によれば、新規上場のときにおいて、加重議決権株式を有する株主らは同社の発行済株式資本（「total issued share capital」）の少なくとも 10%を共同で実質的に保有しなければならないと求められている。同時に、新規上場の申請会社が上場するときに想定される時価総額が HK$80 億以上であり、10%以上のキャッシュフローが非常に膨大な金額となるような場合であれば、HKEX は 10%よりも低い最低持ち分比率の設定が適切であると認定できるときにそれを認める余地があると強調されている。[586]

類似的に、上海と深センの証券取引所は、議決権の多い株式を有する株主が当該上場会社において有する合計権益が同社においてすべての発行済みの議決権付き株式(が代表する総権益)の 10%以上に達しなければならないと求めている。[587]　一方、北京証券取引所はそのような規定を設けていない。

香港と上海・深センのルールを比較してみると、少数支配株主による最低キャッシュフローの所有割合をなぜ 10%と設定したのかという問題が生じる。[588]これにつ

585 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule 1.01, 19A.14.
586 HKEX, Main Board Listing Rules, 8A.12.
587 上海証券交易所股票上市規則（2025 年 4 月修訂）4.6.3 第二款；上海証券交易所科創板股票上市規則(2025 年 4 月修訂) 4.5.3 第二款；深圳証券交易所股票上市規則(2025 年修訂) 4.6.3 第二款；深圳証券交易所創業板股票上市規則(2025 年修訂) 4.4.3 第二款；北京証券交易所股票上市規則(2025 修訂)4.4.2.
588 もう一つの問題としては、この 10%を計算するために分母とされる総キャッシュフローの確定基準が異なるではないかと考える。

いて以下で検討する。

第三款　議決権の倍率に対する制限

議決権の倍率というのは、会社が複数種類の議決権株式を発行している場合、議決権の多い株式の一株当たりの議決権の数が議決権の少ない株式の一株当たりの議決権の数に対する倍率である。[589]　議決権の倍率が高ければ、キャッシュフロー権と議決権の乖離の程度が高まり、議決権の多い株式を有する株主にとっては支配権を維持するために必要となるキャッシュフローの量が少なくなり、会社に対する支配を維持し続けることは容易になる。従って、議決権の倍率が大きければ大きいほど、支配的な株主の支配地位の固定化のリスクが高くなり、支配的な株主と少数株主との間のエージェンシー・コストが高まる恐れがある。

米国においてはその議決権の倍率とその出資割合に関して法的な制限が設けられていない。Bebchuk 教授等が米国 2017 年のラッセル 3000 指数における複数議決権構造の会社（122 社）をサンプルとして行った調査によれば、43%の会社が 10 倍の議決権倍率を採用し、8%の会社が 10 倍より高いものを採用し、19%の会社が無議決権株式を利用している。[590]　学説上において特に議決権の倍率に対して制限を課するべきと主張する見解が多い。[591]　日本において、議決権の倍率に関する法的な制限も設けられていないが、CYBERDYNE 株式会社が単元株式数に関して 10 倍の差を設けて上場することは認められていた。[592]　また、議決権の倍率は上場審査等に関するガイドライン II６.(4) a の(a)～(c)の相当性審査の事項とされていないが、学説上、例えば 10 倍を超える議決権の倍率で上場申請の場合、東京証券取引所はその相当性に基づいて審査を行うことがありうると主張されている。[593]　また、上海と深センの証券取引所と香港証券取引所は議決権の倍率が 10 倍を超えてはならないという 10 倍ルールを設けている。[594]　一方、学説上に、議決権の倍率の制限に関しては、議決権に

---

589 Fisch JE and Davidoff Solomon S, “Dual Class Stock” (2023) U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper at 2.

590 Bebchuk and Kastiel, “The Perils of Small-Minority Controllers”, n 250 at 1479.

591 Bebchuk and Kastiel, “The Perils of Small-Minority Controllers”, n 250 at 1505–1506; Borrus A, Davis G, Mahoney J and Bertsch K, “Petition to NYSE on Multiclass Sunset Provisions”, https://corpgov.law.harvard.edu/2018/11/02/petition-to-nyse-on-multiclass-sunset-provisions/ viewed 18 December 2025.

592 *CYBERDYNE 株式会社、新規上場申請のための有価証券報告書 (Iの部)* at 68, https://www.jpx.co.jp/listing/stocks/new/nlsgeu000005l4l-att/12KringlePharma-1s.pdf viewed 10 January 2024.　CYBERDYNE 株式会社の事例では、普通株式の単元株式数を 100 株とされ、山海氏が有する B 種類株式の単元株式数が 10 株とされている。

593 白井正和,「有価証券上場規程の具体的検討(7)議決権種類株式の上場」(2020)日本取引所金融商品取引法研究会, 12 頁.（2019 年 12 月 27 日（https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000004u27m-att/20191227_1.pdf，2024-01-10 最終閲覧）

594 上海証券交易所股票上市規則（2025 年 4 月修訂）4.6.4 第二款；上海証券交易所科創板股票上市規則(2025 年 4 月修訂) 4.5.4 第二款；深圳証券交易所股票上市規則(2025 年修訂) 4.6.4 第二

10 倍以上の差を設けることが許すべきではなく、少なくとも 20%の出資比率が支配株主と普通株式の乖離を制限しうると期待できるため、議決権の倍率を 4 倍以内に控えなければならないと主張する意見もある。[595]

第四款　議決権の多い株式が占める議決権の割合の上限

中国大陸の証券取引所と香港証券取引所は、会社は議決権の多い株式以外の株式が少なくとも 10%以上の議決権を有することを確保しなければならないと求めている。議決権の多い株式が保有できる議決権の割合は 90%を超えてはならないとされている。[596]　それは主として少数株主がコーポレートガバナンスに関与する権利を確保するために設けられるルールである同時に、一株一議決権から乖離できる幅を制限する機能も有する。

第五款　支配権に必要な議決権の比率と議決権の倍率と出資比率等の間の関係性

以上を踏まえて、ここでは支配権を維持するために必要な議決権の比率を 50%、30%、25%にそれぞれに設定して、支配権に必要な議決権の比率、議決権の倍率、出資比率及び会社資本総額に関する少数支配株主の最低持ち分という四つの要素の相互関係性を第一項の設例を用いて検討する。前節の第一項の設例の下で続けると、支配権に必要な議決権の比率Y^vを 50%、30%、25%にそれぞれ設定し、議決権の倍率を 1 から 50 にまでとし、それぞれの場合において議決権の多い株式を有する株主は出資・形式基準に基づいて支配権を取得するためには、以下の函数[597]に基づいて計算される出資比率Y以上に相当する出資を行わなければならない。

①　：$Y^v \geq 50\%$、$\frac{(Y^c \times X)}{[Y^c \times X + (Y^t - Y^c) \times 1]} \geq 50\%$、したがって、$\frac{Y^c}{Y^t} \geq \frac{1}{(X+1)}$

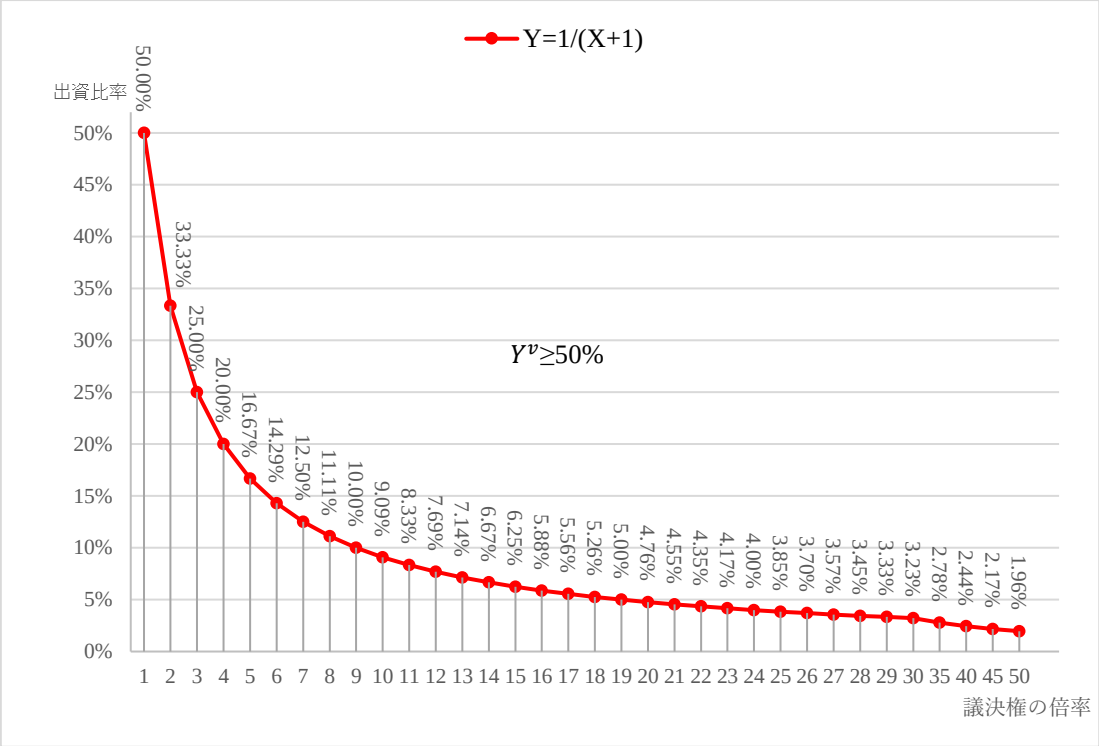
$\frac{Y^c}{Y^t}$をYとし、$Y^v \geq 50\%$が成立するために、Yの最小値が以下の赤い線で示されている。

款；深圳証券交易所創業板股票上市規則(2025 年修訂) 4.4.4.　HKEX, Main Board Listing Rules, 8A.10.

[595] Allaire Y, “The Case for Dual-Class of Shares” (2018) SSRN Journal at 20, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3318447 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3318447.

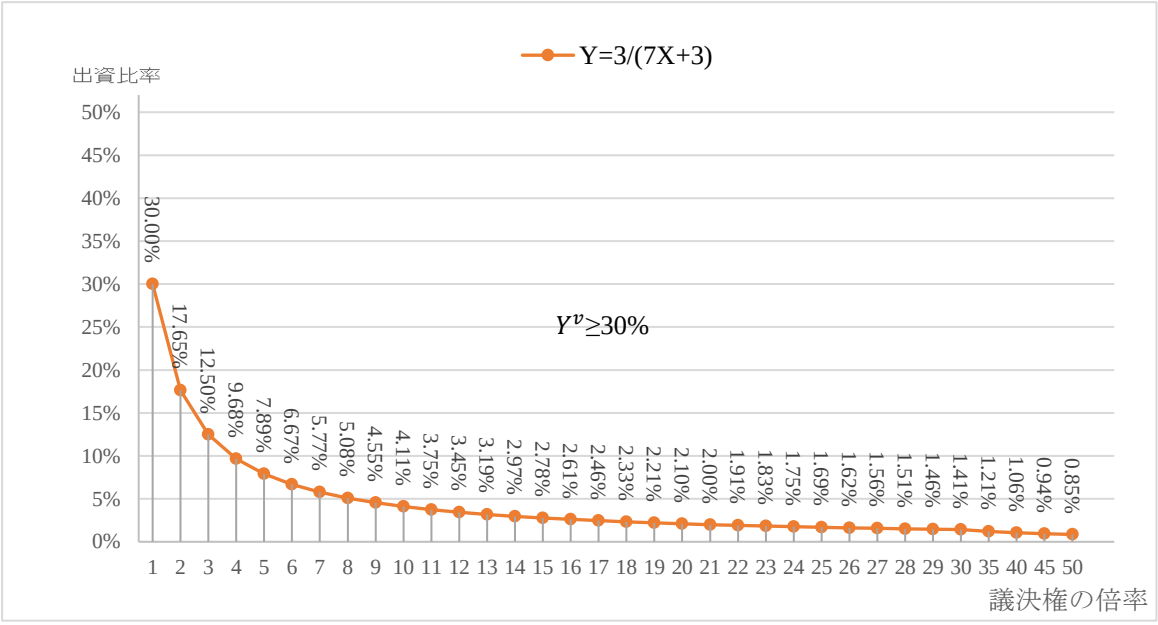
[596] 上海証券交易所股票上市規則（2025 年 4 月修訂）4.6.7；上海証券交易所科創板股票上市規則(2025 年 4 月修訂) 4.5.7；深圳証券交易所股票上市規則(2025 年修訂) 4.6.6；深圳証券交易所創業板股票上市規則(2025 年修訂) 4.4.6；北京証券交易所股票上市規則(2025 修訂)4.4.9. HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.09.

[597] Bebchuk 教授等は設例で類似の計算を行った. *See* Bebchuk and Kastiel, “The Perils of Small-Minority Controllers”, n 250 at 1478.



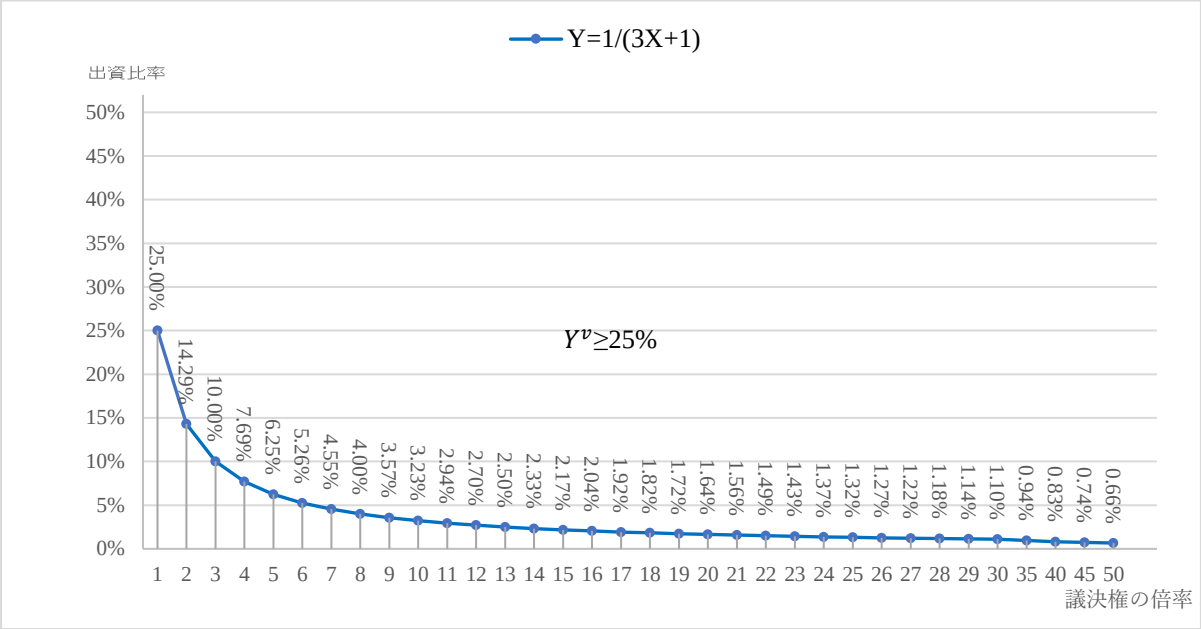
② ：$Y^v \geq 30\%$、$\frac{(Y^c \times X)}{[Y^c \times X+(Y^t-Y^c)\times 1]} \geq 30\%$、したがって、$\frac{Y^c}{Y^t} \geq \frac{3}{(7X+3)}$

$\frac{Y^c}{Y^t}$をYとし、$Y^v \geq 30\%$が成立するために、Yの最小値が以下のオレンジ色の線で示されている。



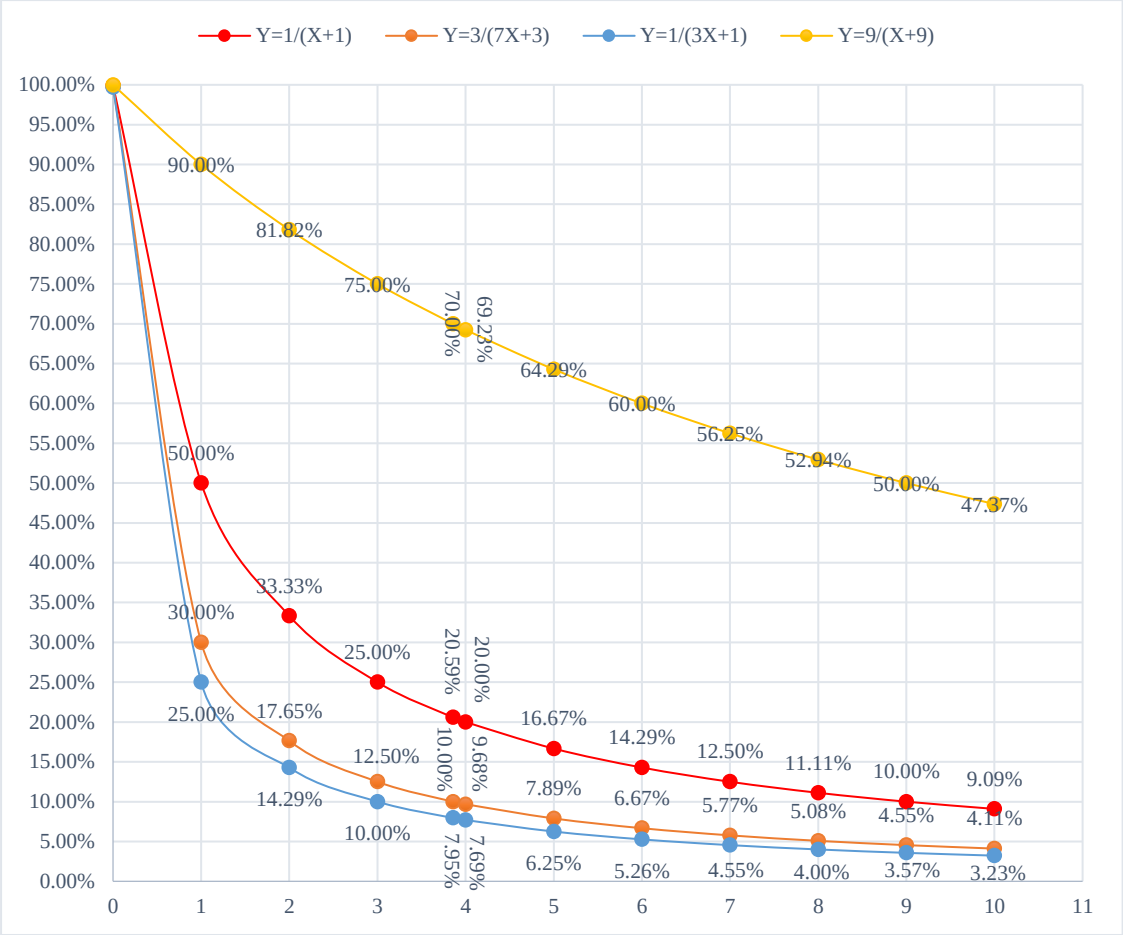
③ ：$Y^v \geq 25\%$、$\frac{(Y^c \times X)}{[Y^c \times X+(Y^t-Y^c)\times 1]} \geq 25\%$、したがって、$\frac{Y^c}{Y^t} \geq \frac{1}{(3X+1)}$

$\frac{Y^c}{Y^t}$をYとし、$Y^v \geq 25\%$が成立するために、Yの最小値が以下の青色線で示されている。



以上を踏まえて、まず、支配権に必要な議決権の比率Y^vを 50%と設定する場合、50%以上の議決権を有する者に対して少なくとも同社の資本総額の 10%の持ち分を有するという条件を追加すると、議決権の倍率が 9 倍にまでしか設定できないため、結果的には議決権倍率の 10 倍の制限を超えない。そして、Y^vを 30%とすると、同社の資本総額の 10%の以上の持ち分を有しなければならないとさらに求めると、議決権の倍率が 3.85 倍にまでしか設定できない。同様に、Y^vを 25%とすると、同社の資本総額の 10%の以上の持ち分を有しなければならないとさらに求めると、議決権の倍率が 3 倍にまでしか設定できない。なお、議決権の倍率を 10 倍とするうえで、同社の資本総額の 10%の以上を有するとすると、議決権の多い株式を保有する株主が有することとなる議決権の割合は必ず 50%を超える。また、Y^vを 50%とし、その 10 倍ルールと 10%ルールの上に、議決権の多い株式が保有できる議決権の割合は 90%を超えてはならないという条件[598]を加えると、議決権の多い株主が保有できる持ち分は次のようなる：$1/(x+1) \leq Y \leq 9/(x+9)$ $(x \in (0,10],\ y \in (0,1])$。この不等式が成立できる範囲は以下のグラフに示されている黄色い線以下かつ赤い線以上の部分である。

[598] つまり、議決権の少ない株式が少なくとも 10%以上の議決権を有することを確保しなければならない。HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.09.



第六款　無議決権株式の発行に関する規制

無議決権の優先株式又は無議決権の普通株式が発行される場合、この発行と伴い、資本総額に対する無議決権株式の占める割合が増加すればするほど、議決権付き種類株式が有する経済的な持ち分が希薄化されるようになる一方、議決権比率に影響しないため、一株一議決権原則からの乖離を拡張する効果がある。シンプルなケースでいえば、会社が一株一議決権の普通株式のほかに無議決権の優先株式のみを発行する場合、無議決権の優先株式の経済的な持ち分が資本総額の 50%超を占めると、一株一議決権の普通株式が半数以下の経済的な持ち分を有する一方、すべての議決権を有するため、結果としては複数議決権構造と類似する効果が生じ、普通株主が半数以下の経済的な持ち分で会社を完全に支配することとなる。

前述の設例で、株式会社ABCは、一株につき一議決権を有する A 種類株式と一株につき X（$X>1$）の議決権を有する B 種類株式のほかに、C 種類の無議決権株式を発行することができ、それらの種類株式の権利内容について議決権を除き他の権利が同じで、会社の発行済み株式総数は$Y^{t\prime}$とし、B 種類株式の発行済み株式総数はY^{c}で、C 種類株式の発行済み株式総数Y^{n}、A 種類株式の発行済み株式総数は$Y^{t\prime}-Y^{c}-Y^{n}$となる。また、B 種類株式が有する議決権の割合をY^{v}とする。それで、例えば、B 種類

株主が 50%以上の議決権を確保するために：

$$Y^v \geq 50\%、\ \frac{(Y^c \times X)}{[Y^c \times X + (Y^{t\prime} - Y^c - Y^n) \times 1]} \geq 50\%$$

$$したがって、\frac{Y^c}{Y^{t\prime}} \geq \frac{1-\frac{Y^n}{Y^{t\prime}}}{(X+1)}$$

$\frac{Y^c}{Y^{t\prime}}$をY′とし、単なる A 種類株式と B 種類株式を発行しているABC社の同じ場合のYと比較すると、$\frac{1-\frac{Y^n}{Y^{t\prime}}}{(X+1)} \leq \frac{1}{(X+1)}$であるため、$Y' \leq Y$となる。つまり、無議決権株式が発行される場合と発行されない場合に、B 種類株主は同じ 50%の議決権を支配するには、それぞれの場合に所有しなければならない経済的な持ち分が異なり、前者の場合に必要である経済的な持ち分が後者の場合より少なく、無議決権株式の発行が一株一議決権から乖離する幅を拡張した。

2017 年に、米国の Snap という会社は公開上場前にすでに一株一議決権の普通株式と一株十議決権の株式を発行しているが、そのほかに無議決権株式を NYSE に公開上場した。[599] その事例は、大きな議論を招き、公衆株主の利益保護の観点から SEC と米国の証券取引所は無議決権の公開上場を禁止すべきと批判の意見が高まる一方である。[600]

日本において、無議決権株式を含む議決権種類株式の発行について、発行限度規制が存在する。会社法 115 条によれば、議決権制限株式の数が発行済株式の総数の２分の１を超えないと要求し、2 分の 1 を超えたときは、株式会社は、直ちに、議決権制限株式の数を発行済株式の総数の２分の１以下にするための必要な措置をとらなければならないと定められている。また、ヨーロッパにおいて、無議決権株式の発行限度は、会社の資本金の 25%（フランス）、33%（ベルギー及びエストニアでは）、40%（ギリシャ）、50%（ドイツとルクセンブルク及びスペイン）と設定されている。[601]

[599] *Snap Inc. Class A Common Stock Prospectus, Registration No. 333-215866*, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517068848/d270216d424b4.htm viewed 10 January 2024.
[600] Bertsch K, “Snap and the Rise of No-Vote Common Shares”, https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/26/snap-and-the-rise-of-no-vote-common-shares/ viewed 10 January 2024.
[601] Institutional Shareholder Services et al, n 13 at 27.

第二項　上場後に議決権種類株式間の不平等性の拡大に対する制限

香港証券取引所と中国大陸の証券取引所は、複数議決権構造で上場した会社が上場後に議決権種類株式間の不平等性を拡大する措置を取ることを制限するルールを設けている。まず、会社が複数議決権構造で上場した後に、上場時に確定されていた議決権の多い株式が総議決権数に対する割合（「上場時における少数支配株主の議決権割合」）を引き上げてはならない。[602]　同時に、もしその割合は上場した後に引き下げたことがあれば、当該引き下げた割合（以下、その二つの割合を「固定割合」と称する）より低くなった割合を再び引き上げてはならないとされている[603]。また、そのような会社は議決権の多い株式に関する新株発行や株式配当又は株式分割等について、証券取引所の事前承認を得たかつ前述の固定割合を引き上げることがないときに限って許されるとされている。[604]　そして、自己株式の取得などを通じて発行済み株式数を減少させようとする場合、もしこの減少が議決権の多い株式の議決権が占める割合を引き上げる恐れがあるときに、議決権の多い株式を有する株主はその割合が上昇しないように株式転換などによって議決権の多い株式の議決権を比例的に減少しなければならないと求められるいる。[605]　最後に、上場後に、そのような会社は議決権の多い株式が有する議決権を増加することを目的として種類株式の権利条項を変更してはならない。ただし、議決権の多い株式が有する権利を減少するために種類株式の権利条項を変更しようとするときに、あらゆる法的条件を満たすうえで証券取引所による事前承認を得た場合に限って行いうるとされている。[606]

---

602 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.13.　上海証券交易所股票上市規則（2025 年 4 月修訂）4.6.6；上海証券交易所科創板股票上市規則(2025 年 4 月修訂) 4.5.6；深圳証券交易所股票上市規則(2025 年修訂) 4.6.5；深圳証券交易所創業板股票上市規則(2025 年修訂) 4.4.5；北京証券交易所股票上市規則(2025 修訂)4.4.3.

603 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.13, note.

604 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.14.

605 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.15. 上海証券交易所股票上市規則（2025 年 4 月修訂）4.6.6 第二款；上海証券交易所科創板股票上市規則(2025 年 4 月修訂) 4.5.6 第二款；深圳証券交易所股票上市規則(2025 年修訂) 4.6.5 第二款；深圳証券交易所創業板股票上市規則(2025 年修訂) 4.4.5 第二款；北京証券交易所股票上市規則(2025 修訂)4.4.3 第二款.

606 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.16.

第三節　一株一議決権への回復：複数議決権構造の解消スキーム

既述したように、議決権種類株式の発行によって、議決権の多い株式を有する株主が議決権の少ない株式又は会社の利益を犠牲にして私的な利益を追求することに関して、少数株主や支配権取引市場によって歯止めをかけることが難しいであるため、この高いエージェンシー・コストを生み出す複数議決権構造を解消させることを可能にするには、サンセット条項の導入を法規制上強制的に求めることは提案されている。[607]

サンセット条項とは、予め定められていた期日に又は特定の条件が成就した時に、議決権の多い株式が一株一議決権の普通株式に転換されることで複数議決権構造を解消させる方策である。[608]　米国において、サンセット条項の導入が証券取引所の規制上求められていない。近年、学説上、サンセット条項の導入及びサンセット条項に関する適切な定め方についてかなり議論されている。[609]　それを受けて、ラッセル 3000 指数における複数議決権構造の会社のうち、サンセット条項を採用する会社の割合は 2015 年の 30.9%から 68.1%に上昇した。[610]

そして、サンセット条項の種類について、統一な定義がないが、一般的に時間ベースのサンセット条項とイベントベースのサンセット条項に分けられる。[611]　Winden 等の実証研究においてサンプルとされる 2010 年から 2017 年までの米国の複数議決権構造の会社の 72 社が利用しているスンセット条項には、①時間ベースのサンセット条項、②持ち株比率ベースのサンセット条項、③持ち株の減少に基づくサンセット条項、④死亡又は行為能力の喪失に基づくサンセット条項、⑤会社からの離脱に基づくサンセット条項、⑥株式譲渡に基づくサンセット条項などの類型が存在する。[612]本稿においては、この②～⑥を総合してイベントベースのサンセット条項と称する。証券取引所の要求について、例えば、香港証券取引所の規定によれば、議決権の多い株式を有する株主（加重議決権の受益者）が①死亡した場合、②発行会社の取締役会の構成員ではなくなった場合、③取締役としての職務を遂行できなくなる状態にあると取引所が認めた場合、④関連規則に定める取締役の要件を満たさなくなったと取引所が認めた場合、⑤議決権の多い株式に付与された受益所有権若しくは経済的利益又は

---

607 Fisch JE and Davidoff Solomon S, “The Problem of Sunsets” (2019) Boston University Law Review, Vol. 99, p. 1057, 2019, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 19-04 at 1078, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3305319 viewed 17 November 2025.
608 Fisch and Davidoff Solomon, n 607 at 1078.
609 例えば、Fisch and Davidoff Solomon, n 607; Borrus et al, n 591; Winden AW, “Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures” (2018) 2018 Colum. Bus. L. Rev. 852.
610 Hodgson P and Mishra S, “Dual Class Share Structures: Is the Sun Setting Too Slowly?”, https://corpgov.law.harvard.edu/2022/12/19/dual-class-share-structures-is-the-sun-setting-too-slowly/ viewed 15 January 2024.
611 Fisch and Davidoff Solomon, n 607 at 1063.
612 Winden, n 609 at 869–870.

加重議決権に対する支配が他の者に移転した場合、⑥上場時に議決権の多い株式の実質的所有権を有する受益者が存続しなくなった場合のいずれかに該当すれば、議決権の多い株式による複数議決権構造を解消しなければならないとされている。[613]

第一項　時間ベースのサンセット条項

時間ベースのサンセット条項は、複数議決権構造で上場した会社が上場後に予め決められた期間が経過したときに、議決権の多い株式を一株一議決権の株式に転換させることを定款上に定める条項である。[614]　時間ベースのサンセット条項は複数議決権構造が会社の上場の当初において会社の価値を高める可能性があるものの、そのメリットが IPO 後に時間の経過とともになくなるという命題に基づいて提唱され、最も広範的な支持を得ているルールであると言われている。[615]　なぜ複数議決権構造のコストが時間とともに増加するというと、それは、支配的な株主の独特なビジョンや優れた能力が時間とともに衰えるし、支配的な株主の持ち株が上場の後に市場における譲渡とともに段々減少するからであると主張されている。それゆえ、会社が上場した時に、その支配的な株主が独特なビジョンや優れた能力を有することは、期限もなく制限もない複数議決権構造の存続を根拠づけることができない。[616]　米国の証券取引所はサンセット条項の導入を求めていないが、それらの論理に基づいて、時間ベースのサンセット条項の導入は学界及び実務界から強く要請されている。[617]　例えば、米国機関投資家評議会(「Council of Institutional Investors」、「CII」)は複数議決権構造で上場しようとする会社が時間ベースのサンセット条項を予め導入しなければならないというルールを上場規定に設けるようと 2018 年に NYSE に対して上場規定の改正を求める書簡を提出した。複数議決権構造で上場しようとする会社に関しては、「当該会社の定款又はこれに相当する文書において、同社の上場日から七年以内に当該複数議決権構造を一株一議決権（の構造）に自動的に転換させることを求める条項を定めなければならない。但し、各種類株式は種類ごとに一株一議決権のベースで発行済株式の過半数によって、さらに 7 年を超えない期間を延長することもできるものとする。」という条項を会社の定款に設けなければならないと CII は提案している。[618]　CII の提案によれば、時間ベースのサンセット条項の発効時間を IPO 後の 7 年を超えない時間とすべき、種類株主による決議によりさらに最大 7 年間を延長することも認め

---

613 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.17~22.
614 Bebchuk and Kastiel, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock", n 9 at 619.
615 Fisch and Davidoff Solomon, n 607 at 1079.
616 Bebchuk and Kastiel, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock", n 39 at 604–605.
617 CFA Institute, n 372 at 4–6.　Rick Fleming, *Dual-Class Shares: A Recipe for Disaster,* https://www.sec.gov/news/speech/fleming-dual-class-shares-recipe-disaster viewed 12 January 2024.
618 "Letter from Ash Williams, Chair, Council of Institutional Inv'rs, Ken Bertsch, Exec. Dir., Council of Institutional Inv'rs, & Jeff Mahoney, Gen. Counsel, Council of Institutional Inv'rs, to Elizabeth King, Chief Regulatory Officer, Intercontinental Exch. Inc.", 24 October 2018 at 1, https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2018/20181024%20NYSE%20Petition%20on%20Multiclass%20Sunsets%20FINAL.pdf viewed 19 November 2025.

られている。

第一款　時間ベースのサンセット条項の発効時間

まず、時間ベースのサンセット条項の発効時間に関しては、CII が 7 年以内の時点に設定すべきと提案しているが、実際にこのほかに様々な意見がある。

実証研究によれば、米国に複数議決権構造で上場した会社がそのサンセットの時間を上場後に 5 年から 28 年が経過した時点と設定する事例が見受けられる。[619]　また、Cremers 等が米国において 1980 年から 2019 年までの単層構造の会社及び複数議決権構造の会社をサンプルとする実証研究によれば、単層構造の会社であれ複数議決権構造の会社であれ、いずれも IPO 後に時間が経つにつれて会社の評価価値（トービンの Q）は減少する傾向を示している。最も、複数議決権構造の会社は相応する単層構造の会社と比べて、IPO 直後に平均的により高い価値と評価されているが、5 年後にこの平均評価価値のプレミアムがなくなり、IPO から 7 年後に比較的に低い平均評価価値となりつつである。[620]　具体的に言うと、複数議決権構造の会社において、創業者が IPO したときに経営者を務める場合、当該会社の最初の評価価値のプレミアムはより高く、特に、会社の経営に積極的関与している創業者株主が IPO のときに比較的若い場合にそのプレミアムは顕著に高いと見受けられる。それは市場プレッシャーからの隔離によって創業者株主の独特なビジョンと技能の発揮が保証されていることが主な要因である。[621]　一方、そのプレミアムは IPO 後に時間が経つにつれてなくなる原因としては、①創業者の独特なビジョンが実現されたため、複数議決権構造による支配権を維持する利点がなくなること、②支配的な株主が持株の譲渡により、議決権と経済的な持分との乖離の幅が拡大し、エージェンシー・コストが上昇したことという二つがある。[622]　それのみならず、IPO 後に時間が経つにつれて複数議決権構造のメリットがなくなることはその構造を解消する動機づけとはならず、支配的な株主は加重議決権と関連する私的利益を放棄することを避ける傾向を有する。[623]　以上を踏まえて、Cremers 等の実証研究によれば、平均的に見れば、議決権の少ない株式に投資する公衆株主は、会社が上場した後に少なくとも最初の 6 年間にわたって複数議決権構造から利益を得られる又は損害を受けない。従って、時間ベースのサンセット条項はその解消時間を上場後の 7 年以降の時点を設定すべきと主張されている。[624]

一方、学説上に、時間ベースのサンセット条項の強制導入を反対する意見もある。

---

619 Winden AW, “Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures” (2018) 2018 Colum. Bus. L. Rev. 852 at 870.
620 Cremers et al, n 566 at 15,31.
621 Cremers et al, n 566 at 31.
622 Cremers et al, n 566 at 31.
623 Cremers et al, n 566 at 32.
624 Cremers et al, n 566 at 32.

反対する理由は主としては：①現在の実務応用から見れば、時間ベースのサンセット条項を発効させる時間はIPO後の3年から20年までの時点と設定され、非常に多様性が呈されるのみならず、各会社が採用したサンセットの時間は各社や創業者の特性と関連していると見えず、むしろ創業者が自らの独特なビジョンを実現することを確保するために複数議決権構造を必要な期間にわたって維持すべきとの理論も係わらずに恣意的に設定したように見えるに過ぎないし、画一的なサンセット時間を強制することは合理性が欠くだけでなく、そのような構造が会社の価値を高められる期間を正確に予測できる適切なサンセット時間を合理的に設定することも難しいである。[625] ②予め定めていた時間において複数議決権構造を強制的に解消させるというスキームはその発効時間に支配権を失うこととなる支配的な株主が当該既定の時点に近づくにつれて過度にリスクの高い取引を行ったり、過度に保守的な意思決定を行ったり、自己取引をしたり、あるいは機会的な行動を取ったりするというようなモラールハザードの行動を誘発する恐れがある。[626]

第二款　株主決議によるサンセット時間の延長

上述したように、CIIの提案の下では、時間ベースのサンセット条項の発効時間は種類株主による決議によりさらに最大 7 年間を延長することができると提案されている。時間ベースのサンセット条項が発効すると、複数議決権構造が解消されることとなるが、そのような延長のスキームは少なくとも少数支配株主以外の少数株主に対して複数議決権構造を継続させるかと決定できるオプションを与えて、少数株主は当該構造が効率的であるや否やに関する判断に基づいて継続させるかどうかを決定し、もし同構造がまだ効率的である場合、当該構造を継続させたいならば、株主の決議により延長することが合理的に見える。[627]　しかしながら、複数議決権構造の下では、少数支配株主と少数株主との間に議決権配分のアンバランスがあり、当該構造が解消されると、少数株主が自らの経済的な持ち分と相応する議決権を獲得できるようになるため、少数株主にとっては常に利益を得られる。一方、当該構造が依然として効率的であるとしても、少数株主が当該構造の継続から得られる経済利益と当該構造が解消されれば得られる利益（支配利益と経済利益を含む）との利害相反の関係にいるため、株主決議によってその議決権構造を継続させるかどうかを合理的に決定することは期待できないではないかと考えられる。[628]

以上の理由を踏まえて、時間ベースのサンセット条項の統一設置を強制的に求める規制のアプローチは合理的ではないと近年学説上に主張されている。[629]　香港証券

---

625 Fisch and Davidoff Solomon, n 607 at 1080–1082.
626 Fisch and Davidoff Solomon, n 607 at 1083–1084.
627 Fisch and Davidoff Solomon, n 607 at 1084.
628 Fisch and Davidoff Solomon, n 607 at 1084–1085.
629 Fisch and Davidoff Solomon, n 607 at 1094; Sharfman BS, “The Undesirability of Mandatory Time-

取引所は複数議決権構造での上場を認める第 8A 章を制定する際に、時間ベースのサンセット条項を設けるべきという市場参加者からの意見を受けていたが、上場会社に対する支配権を将来の任意の時点にて変動させることが会社又は株主の最善の利益に沿わないことがあり得るし、将来の所定時間ごとに当該構造を段階的に更新・変動することを求める場合も当該所定時間が近づくにつれて株主及び潜在的投資家に対して過度の不確実性を生じさせる恐れがあるなどを理由にして、時間ベースのサンセット条項の設置を求める規定を設けていなかった。[630]　東京証券取引所も時間ベースのサンセット条項の設置を求めていない。逆に、学説上に、時間ベースのサンセット条項より、イベントベースのサンセット条項の設置を支持する意見が多い。[631]

第二項　イベントベースのサンセット条項

第一款　持ち株比率ベースのサンセット条項

持ち株比率ベースのサンセット条項は、支配的な株主が有する議決権の多い株式が発行済み株式総数に占める割合が予め定められた基準を下回った場合にそのすべての議決権の多い株式を一株一議決権の株式に転換することを求める条項である。それは主として、支配的な株主が議決権の多い株式を公開市場で売却するに先立って議決権の少ない株式に転換すること又は従業員報酬や資金調達のために会社が議決権の少ない株式を追加発行することによって議決権の多い株式の希薄化をもたらせる。[632]

しかしながら、そのようなサンセット条項を発効させる基準とする経済的な持ち分の割合をどのように設定すれば合理的であるかは問題となる。第一部に既述した通り、エージェンシー理論によれば、内部者株主の持ち分割合が減るにつれて、エージェンシー・コストも高くなる。[633]　従って、支配的な株主の支配権を支える議決権と経済的な持ち分との乖離の幅が大きくなればなるほど、エージェンシー問題の厳重性が高まる一方である。ゆえに、支配的な株主の経済的な持ち分比率をできるだけ高めに維持することを要求することで、支配株主と普通株主との間に経済的利益の一致を

Based Sunsets in Dual Class Share Structures: A Reply to Bebchuk and Kastiel", https://papers.ssrn.com/abstract=3368476 viewed 20 November 2025; Zohar Goshen, "Against Mandatory Sunset for Dual Class Firms", https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/against-mandatory-sunset-for-dual-class-firms/ viewed 20 November 2025; Reddy BV, "UP THE HILL AND DOWN AGAIN: CONSTRAINING DUAL-CLASS SHARES" (2021) 80 The Cambridge Law Journal 515 at 533–538.

630 HKEX, "Consultation Conclusions: A Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors", n 482 at 41–42.

631 Fisch and Davidoff Solomon, n 607 at 1086–1091; Winden, n 609; Reddy BV, "UP THE HILL AND DOWN AGAIN: CONSTRAINING DUAL-CLASS SHARES" (2021) 80 The Cambridge Law Journal 515; Sharfman BS, "The Undesirability of Mandatory Time-Based Sunsets in Dual Class Share Structures: A Reply to Bebchuk and Kastiel" (2019) 93 Southern California Law Review Postscript PS1 at 1–10.

632 Winden, n 609 at 872.

633 Jensen and Meckling, n 81 at 312–313.　経営者株主の持ち分割合とエージェンシー・コストの関係性について、本章第三節第二項の部分を参照。

一定の程度に確保し、エージェンシー・コストを抑えることが期待しうる。[634] 一方、支配株主がその予め定められた基準を超える経済的な持ち分を有し続ける限り、支配権を期間長く維持することができる。従って、この支配権を維持するためにどのぐらいの経済的な持ち分が必要であるかという問題に関わる。第二部で既述したように、議決権の倍率が 10 倍である場合、支配株主が 9.09%の出資比率だけで会社を支配することができる。また、Bebchuk 教授等が行った調査によると、その条項を導入した米国の複数議決権構造の会社の中に、ほとんどの会社が 10%を超えない出資比率をサンセットの基準として定款で定めている。[635]上海証券取引所と香港証券取引所も特別議決権株式を有する株主が 10%以上の出資比率を維持しなければならないと求める。[636] そのほかに、東京証券取引所は、複数議決権構造をサンセットさせる具体的な数値基準を定めていないが、「極めて小さい出資割合で会社を支配する状況が生じた場合」に複数議決権構造を解消させる定款条項を設けなければならないと求めている。[637] つまり、東証は持ち株比率ベースのサンセット条項を発効させる基準を明確な数値基準と定めず、各社が当該構造を採用する必要性と支配的な株主の状況を踏まえてケースごとに解消基準を設定すべきという立場を取っている。

以上を踏まえて、持ち株比率ベースのサンセット条項を発効させる基準を支配的な株主による経済的持ち分が 10%を下回るときに設定することは理論に根拠づけられる合理性に基づくものではなく、10%の基準を採用する一部の会社を代表とする市場慣行に基づいて設定されたものであるように見える。そうだとすれば、東京証券取引所のように具体的な数値基準を定めずに「極めて小さい出資割合」という概念を用いてサンセットの基準を複数議決権構造の必要性と支配的な株主の状況を踏まえながらケースバイケースに設定することを求めることは合理的であるではないかと思われる。

第二款　持ち株の減少に基づくサンセット条項

持ち株の減少に基づくサンセット条項は、議決権の多い株式が占める割合ではなく、当該種類株式の発行済みの数の減少幅に基づいて複数議決権構造を解消させる条項である。その中には、①議決権の多い株式の発行済み数が予め設定された数を下回った場合に複数議決権構造を解消させる条項、及び②支配的な株主が当初保有していた株式の一定割合以上を売却した場合に複数議決権構造を解消させる条項という二種類がある。そのような条項の下では、従業員報酬や資金調達のために会社が議決権の少ない株式を追加発行する場合、支配的な株主が依然として議決権の希薄化を免れないが、自ら議決権の多い株式を予め定めた基準を超えて売却しない限り、単なる議

634 Bebchuk and Kastiel, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock", n 39 at 620.
635 Bebchuk and Kastiel, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock", n 39 at 620–621; Winden, n 609 at 872–873.
636 本章第二節第一項第二款を参照。
637 「上場審査等に関するガイドライン」のIII ６.（４）a.の（b）. 東京証券取引所, n 434, p 86.

決権の少ない株式の追加発行だけでは複数議決権構造が解消することとならない。[638] つまり、持ち株比率ベースのサンセット条項と比べて、持ち株の減少に基づくサンセット条項の下では、複数議決権構造が解消するや否やは従業員報酬や資金調達のために行われる議決権の少ない株式の追加発行を考慮しなくなり、支配的な株主による持株の状況に集中して判断されることとなる。しかしながら、支配的な株主がどのぐらいの持株を減少したらそのサンセット条項が発効するかについては、実際に客観的な基準が存在していない。[639]　従って、持ち株比率ベースのサンセット条項の場合と同じであるように、サンセットをどのように設定すればよいかは問題となる。

既述した通り、持ち株比率ベースのサンセット条項と持ち株の減少に基づくサンセット条項を代表とする希薄化に基づくサンセット条項は、支配的な株主の支配権と経済的な持ち分との乖離が過度に拡大化することをけん制し、エージェンシー・コストを抑制する効果が期待できる。一方、そのようなサンセット条項が容易に発効できるようにすると、会社価値の向上をもたらせる新株発行や合理的な株式の売却などを阻害し、逆効果をもたらす恐れもある。[640]

従って、学説上に、希薄化に基づくサンセット条項の発効条件はその希薄化を生じる具体的な場面と相応する利益とリスクを踏まえて設定すべきと主張されている。具体的に言うと、会社の事業成長又は創業者の独特なビジョンを実現するために会社による株式の追加発行によって支配的な株主の持ち分が希薄化される場合はそれによりポジティブな利益をもたらすと期待できるならば、複数議決権構造をサンセットさせて、支配的な株主の支配権を喪失させるべきではない。一方、支配的な株主が自らの持ち分を換金化することで会社に対する投資のリスクを分散化することを目的として持株を売却する場合は支配的な株主がその独特なビジョンを実現するために払っている努力の水準が低くなると示唆するため、この努力が十分に払われていると反映できる持株が不足となる点をサンセット条項の発効条件とするのが適切であると唱えられている。[641]　創業者株主が自らの独特なビジョンを実現するために議決権の多い株式の保有によって支配権を維持し続けることが必要と言いながら、自らの持株を売却し続けることはその独特なビジョンの真実性とそれを実現するために十分な努力を払っていることに関して疑問を投げるしかないだろうと考えられる。それにしても、「持株が不足となる点」を如何に量化することは最もな問題となる。ゆえに、明確な数値基準を定義するより、東京証券取引所のように「極めて小さい出資割合」という概念を用いてサンセットの基準をケースバイケースで設定することを求めるアプローチは合理的であると思われる。それに、支配的な株主がどのように持ち分を

638 Winden, n 609 at 873–874.
639 Winden, n 609 at 874–875.
640 Winden, n 609 at 922–923.
641 Winden, n 609 at 923–924.

減少しているかを明確に情報開示すると要求することも重要である。

第三款　死亡又は行為能力の喪失に基づくサンセット条項

このようなサンセット条項の下では、議決権の多い株式を有する株主が死亡した又は行為能力を喪失した場合、当該株主が保有してきた議決権の多い株式が自動的に議決権の少ない株式へ転換されることとなる。これによって創業者株主が死亡又は行為能力を喪失した場合に会社の複数議決権構造が全般的に解消することがありうるが、ほとんどの場合は死亡した又は行為能力を喪失した株主が保有してきた株式だけが転換され、ほかの株主がそのような事件がなければ議決権の多い株式を保有し続けられる。[642]

死亡又は行為能力の喪失に基づくサンセット条項の目的は、複数議決権構造の下での創業者株主の支配権が独特なビジョン・技能等を有する当該株主から離脱して世代を超えてこのような独特なビジョン・技能等を有しない子孫へと継承されることを防止するためである。[643]　それは理論上に根拠づけられている。創業者株主による経営実績と比べて、創業者株主の家族後継者が会社の経営を承継する場合における会社の業績が劣後することは広範的な研究によって実証されている。[644]

複数議決権構造の会社においては、創業者株主が死亡した又は行為能力を喪失した場合に、当該株主が自らの独特なビジョンを実現できなくなり、この独特なビジョンを実現するために構築されてきた複数議決権構造は維持され続けることを根拠づけるすべての理由がなくなるならば解消すべきと考えられる。従った、あらゆる複数議決権構造の会社の定款において、創業者株主の死亡又は行為能力の喪失に基づくサンセット条項を定めなければならないと求めるべきであるが、複数の創業者株主がいる場合、すべての創業者株主が死亡した又は行為能力を喪失した場合を除き、先に死亡した又は行為能力を喪失した創業者株主が有する議決権の多い株式がそのままほかの健在する創業者株主に譲渡されることも認めうる。[645]

証券取引所のルールとしては、支配株主が死亡した又は障碍者になったなどの場合に、そのすべての議決権の多い株式を一株一議決権の株式に転換すると香港と中国

---

642 Winden, n 609 at 875-876,944.
643 Winden, n 609 at 924–925.
644 Chow YP, “Business Founders and Performance of Family Firms: Evidence from Developing Countries in Asia” (2021) 15 Journal of Asia Business Studies 217; Ahrens J-P, Calabrò A, Huybrechts J and Woywode M, “The Enigma of the Family Successor–Firm Performance Relationship: A Methodological Reflection and Reconciliation Attempt” (2019) 43 Entrepreneurship Theory and Practice 437; Bennedsen M, Nielsen KM, Perez-Gonzalez F and Wolfenzon D, “Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance*” (2007) 122 Q J Econ 647 at 669–670; Cucculelli M and Micucci G, “Family Succession and Firm Performance: Evidence from Italian Family Firms” (2008) 14 Journal of Corporate Finance 17.
645 Winden, n 609 at 924.

大陸の証券取引所等は求めている。[646]　一方、東京証券取引所は、相続の発生が議決権の多い株式を議決権の少ない株式へと転換するサンセット条項のトリガーイベントの例外として限定的に認めうるという立場を示している。学説上に、投資者は、議決権の多い株式が特別の経営能力等を有する特定の経営者によって有されているということを前提に、議決権の少ない株式に対する投資を行ったため、議決権の多い株式が譲渡されれば場合はもちろん、議決権の多い株式を有する株主が死亡した場合もサンセット条項のトリガーイベントとしたほうが妥当であると主張されている。[647]

また、そのような創業者株主の死亡又は行為能力の喪失というイベントが発生しなければ、支配株主は残りの生涯に存分に支配権を有し私的利益を追求することができるため、サンセット条項によるエージェンシー・コストのコントロールも確率に頼ることとなる。例えば、まだ若い創業者株主にとって、そのようなイベントベースのサンセット条項は、30 年ぐらいの長い期間にわたり支配を維持することを許すこととなるため、Viacom Inc.の Sumner Redstone 氏のような事例[648]の再発生は否定できないものであると考えられる。[649]

第四款　会社からの離脱に基づくサンセット条項

このようなサンセット条項の下では、議決権の多い株式を保有している創業者株主が会社を経営していなくなる場合、この議決権の多い株式が議決権の低い株式に転換されることとなる。[650]死亡又は行為能力の喪失に基づくサンセット条項と類似することとして、創業者株主が会社から離脱して取締役や役員としての会社経営に対する積極的な関与が行われなくなった場合に、当該株主の独特なビジョンを実現するために構築されてきた複数議決権構造は維持され続ける根拠もなくなると考えられる。それゆえ、あらゆる複数議決権構造の会社の定款において、このようなサンセット条項

---

646 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.17.　上海証券交易所股票上市規則（2025 年 4 月修訂）4.6.9；上海証券交易所科創板股票上市規則(2025 年 4 月修訂) 4.5.9；深圳証券交易所股票上市規則(2025 年修訂) 4.6.8；深圳証券交易所創業板股票上市規則(2025 年修訂) 4.4.8；北京証券交易所股票上市規則(2025 修訂)4.4.8.

647 東京証券取引所, n 434, p 95.白井正和, 前掲注 593, 11–12 頁.　また、類似的に、創業者株主が議決権の多い株式を有する複数議決権構造での上場を認めうる条件の一つとしては、当該創業者株主が会社の発展、経営の成長などに特別な貢献を提供することができ、かつ上場前と上場後において会社の取締役を継続的に担任する又は当該会社の支配的な株主を継続的に支配すると中国大陸の証券取引所は求めている。上海証券交易所股票上市規則（2025 年 4 月修訂）4.6.3；上海証券交易所科創板股票上市規則(2025 年 4 月修訂) 4.5.3；深圳証券交易所股票上市規則(2025 年修訂) 4.6.3；深圳証券交易所創業板股票上市規則(2025 年修訂) 4.4.3.

648 Solomon SD, “Lessons From the Viacom Dispute” The New York Times, 22 August 2016, https://www.nytimes.com/2016/08/23/business/dealbook/lessons-from-the-viacom-dispute.html viewed 12 January 2024. See also Bebchuk and Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, n 39 at 587–589.

649 Bebchuk and Kastiel, “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, n 39 at 587, 619.

650 Winden, n 609 at 875.

を定めなければならないと求めるべきである。[651]

第五款　株式譲渡に基づくサンセット条項

このようなサンセット条項の下では、議決権の多い株式を保有している株主が当該株式を他者に譲渡した場合、これらの株式が自動的に議決権の低い株式に転換されることとなる。[652]　数多くの証券取引所も支配的な株主が議決権の多い株式を第三者に譲渡した場合にその譲渡される議決権の多い株式が一株一議決権の株式に転換されると求める。[653]

既述した通り、創業者株主の独特なビジョンの実現を確保するために当該株主による議決権の多い株式の保有を認めていたのである。従って、議決権の多い株式を他者に譲渡することは元来の目的と整合しない。それに、投資者が他者ではなく創業者株主の独特なビジョン・技能等を重視することで投資を行ったのである。ゆえに、そのような目的と整合しない他者への議決権の多い株式の譲渡が行われると、自動的に議決権の少ない株式に転換されると求めるべきと考えられる。[654]

また、その譲渡の譲り受け者としての「他者」の範囲を線引きすることに関しては、創業者株主の家族のメンバーを含むかは異なる取り扱いがあるが[655]、上述した目的性と整合しない譲渡である限り、創業者株主の家族のメンバーだけでなく当該株主が完全に所有しているものではない主体もその「他者」から除外すべきではない。[656]

---

651 Winden, n 609 at 926–927.
652 Winden, n 609 at 880–881.
653 東京証券取引所の「上場審査等に関するガイドライン」のIII ６.（４）a.の（ｃ）. HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.18.　上海証券交易所股票上市規則（2025 年 4 月修訂）4.6.9；上海証券交易所科創板股票上市規則(2025 年 4 月修訂) 4.5.9；深圳証券交易所股票上市規則(2025 年修訂) 4.6.8；深圳証券交易所創業板股票上市規則(2025 年修訂) 4.4.8；北京証券交易所股票上市規則(2025 修訂)4.4.8.
654 Winden, n 609 at 927–928.
655 Winden, n 609 at 880–881.
656 Winden, n 609 at 927–928.

第六章　株主契約による支配権配分の規制

米国においては、従来、株主間契約を通して会社のコーポレートガバナンスを取り決めることは主として非公開会社において行われていると認識されてきた。[657]　だが、近年になってからは株主契約が支配権強化メカニズムとして公開会社にも広く利用されていると実証研究によって明らかにされ[658]、特に 2024 年にデラウェア裁判所が判じた Moelis 事件とその影響を受けたデラウェア州一般会社法の改正と伴い、株主契約による支配権のアレンジメントは研究の焦点を集める新しい会社支配の形態となっている。[659]

公開会社の内部者株主がどのような契約上の権利を利用して会社に対する支配権を獲得できるかを考察する前に、まず米国会社法上に会社の権力の配分に関するデフォルト・ルールを整理しておく必要がある。

第一節　支配権の分配に関する自由と制限

デラウェア州法の下では、契約の自由が極めて重視され、公共政策上の利益を保護する必要性が十分に示されていない限り当事者間の取り決めを基本的に干渉しないという契約自由重視のアプローチを基本な立場として取られている。[660]　既述したとおり、エージェンシー理論は会社を「契約の束」と位置づけ、会社法の発展に非常に大きな影響を及ぼした。従って、契約自由の重視のアプローチも会社法へと拡張適

---

[657] Ventoruzzo M, “Why Shareholders’ Agreements Are Not Used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in Search of an Explanation” (2013) Bocconi Legal Studies Research Paper, Penn State Law Research Paper No. 42-2013, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2246005 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2246005 viewed 24 September 2025; Bulloch SN, “Shareholder Agreements in Closely Held Corporations: Is Sterilization an Issue” (1986) 59 Temp. LQ 61 at 62.

[658] 例えば、Shobe と Shobe（2022）の実証研究によれば、2000 年から 2020 年にかけて、研究対象となる 364 社の単層構造の上場会社のうち、IPO 時に取締役会の議席の過半数を支配できる権利を内部者株主に与えた会社が 252 社で約 70%を占めている。つまり、それらの内部者株主が同社のキャッシュフロー権の 50%未満しか所有していない場合、結果としては複数議決権構造における支配権とキャッシュフロー権との乖離と類似する属性が示されている。Shobe and Shobe, “The Dual-Class Spectrum”, n 11 at 1305–1306.

[659] Rauterberg, n 338; Shobe and Shobe, “The Dual-Class Spectrum”, n 11; Fisch J, “Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering” (2022) 99 Washington University Law Review 913;Shaner M, “Corporate Resiliency and Relevancy in the Private Ordering Era” (2022) 2022 Columbia Business Law Review 804; Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11. Rauterberg（2021）の調査によれば、2013 年から 2018 年までに上場した 901 社のうち、株主間契約を締結した又は今でも株主間契約に拘束されていると IPO 時にそのような情報を開示した会社の数が 55%を占め、IPO 時に株主間契約に拘束されていると開示した会社の数が 15%を占めると分かる。Rauterberg, n 338 at 1149.

[660]Ascension Ins. Holdings, LLC v. Underwood, No. CV 9897-VCG, 2015 WL 356002, at *4 (Del. Ch. Jan. 28, 2015). Libeau v. Fox, 880 A.2d 1049, 1056 (Del. Ch.), judgment entered, (Del. Ch. 2005), aff'd in part, rev'd in part, 892 A.2d 1068 (Del. 2006). NACCO Indus., Inc. v. Applica Inc., 997 A.2d 1, 35 (Del. Ch. 2009).

用され、デラウェア州裁判所も会社法における契約主義的分析を擁護している。[661]

それで、デラウェア州の会社法は、会社契約の当事者である経営者と株主に対して比較的に緩やかな法規制による制約と取締役の不正行為に対する裁判所の審査による監督をかけているが、それらの当事者間の相互関係の構築に関して広範な定款自治の自由を認め、米国において最も柔軟性のある授権法（Enabling Statute）たる会社法であると位置付けられている。[662]

会社の参加者間の相互関係の構築に関して契約自由が重視されているが、会社の支配権の分配については、取締役会が会社の経営管理に関する統括的な意思決定機関と位置づけられ[663]、いわば取締役会中心主義[664]が採用されている。株主は取締役の選任・解任や会社に関する重要な変更もしくは取引などの事項に関する承認権・議決権[665]、株式を自由に譲渡する権利[666]及び直接訴訟（Direct Suit）や派生訴訟（Derivative Suit）を提起できる訴訟権という三つの類型の権利を限定的に有する。[667] 株主は株主権利の行使によってコーポレートガバナンスに重大な影響を及ぼしうるが、会社の経営に関する広範かつ多い事項について議決権による決議を行うことが当然にできるわけではない。通常、会社の経営事項のほとんどは取締役会又は経営者に委ねられ、株主が直接的に関与できるのは、取締役の選任、定款の変更、及び合併承認といった限定事項に限られる。[668] 一方、デラウェア州法の下で、取締役会中心主義というコーポレートガバナンスの構造が採用されていると同時に、会社の定款と株主契約を通

---

[661] Manesh M, “The Corporate Contract and the Internal Affairs Doctrine” (2021) 71 Am. U. L. Rev. 501 at 531–534; *Salzberg v Sciabacucchi* (2020) 227 A. 3d 102 at 116,135（「会社定款が株主間の契約とみなされる」と判決が確認する）; Shaner MW, “Interpreting Organizational Contracts and the Private Ordering of Public Company Governance” (2019) 60 Wm. & Mary L. Rev. 985 at 1010; Fisch JE, “Governance by Contract: The Implications for Corporate Bylaws” (2018) 106 Calif. L. Rev. 373 at 380.

[662] Jones Apparel Grp., Inc. v. Maxwell Shoe Co., 883 A.2d 837, 845 (Del. Ch. 2004). Shintom Co. v. Audiovox Corp., 888 A.2d 225, 227 (Del. 2005). Nathan C, Farrell D, Smilan L, Kyrouz M and FitzSimons T, “Designating Delaware as the Exclusive Jurisdiction for Intra-Corporate Disputes”, note 12 and accompanying text., https://corpgov.law.harvard.edu/2010/05/11/designating-delaware-as-the-exclusive-jurisdiction-for-intra-corporate-disputes/ viewed 13 October 2025.

[663] Del. Code Ann. tit. 8, § 141 (2025). 特に 141 条(a)によれば、「すべての株式会社の事業及び事務は…取締役会により、又はその指揮の下で管理されなければならない」とされている。

[664] Bainbridge SM, “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance” (2002) 97 Nw. U. L. Rev. 547 at 550–552, 561–563.

[665] Del. Code Ann. tit. 8, § 141(k), 251 (2025)

[666] Del. Code Ann. tit. 8, § 202 (2025).

[667] Thompson RB, “Preemption and Federalism in Corporate Governance: Protecting Shareholder Rights to Vote, Sell, and Sue” (1999) 62 Law and Contemporary Problems 215 at 216–218; Allen WT, Kraakman R and Khanna VS, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* (Aspen Publishing, New York, 2021) p 190 6.1 INTRODUCTION: SHAREHOLDER VOTING IN THE NEW CORPORATE GOVERNANCE. Williams Companies S'holder Litig., No. CV 2020-0707-KSJM, 2021 WL 754593, at *20 (Del. Ch. Feb. 26, 2021), judgment entered sub nom. The Williams Companies S'holder Litig. (Del. Ch. 2021).

[668] Thompson, n 667 at 216.

じて会社の経営事項に対する支配権の分配を取り決める自由も認められている。[669]

公開会社の内部者株主は主として（1）定款における定め（2）付属契約を通じて支配権を獲得している。付属契約というのは、最も一般的なのが株主契約で、そのほかには指名契約や取締役指名契約や議決権拘束契約又は投資者権利契約などがある。[670]

デラウェア州の会社法において会社の支配権の分配に関する契約自由は、まずその定款における株主権利の設定自由に現れる。株主の権利は定款に設けられている株式の保有及び定款上における株主権に関する特別な定めによって設定される。株式は州法及び会社の定款・細則にて定められる個々の権利から構成される株主権利の束であると定義される。[671]　株主権利の中で、株主が取締役の選任・解任と一定の重要な事項に関する承認などのコーポレートガバナンス事項に直接的に参与することを可能とする核心的なメカニズムは議決権の分配と議決権の行使である。前者の典型例は複数議決権構造において発行される議決権種類株式であり、後者の典型例は委任状闘争の場合における議決権の委任行使であると考えられる。いずれによっても会社に対する支配権を獲得できる。議決権の分配に関しては、前節で既述した通り、DGCL の下で、議決権をめぐる株式権利内容の設計について株式発行の授権を求める要件を除き何らかの制限を加えているわけではなく[672]、完全に近いほどの定款自治の自由が認められている。また、会社の定款上における株主権に関する特別な定めを通じて会社に対する支配力を獲得する典型例としては、例えば、Integral Ad Science 社が 2021 年にナスダックに公開上場した後、同社の資本構造においては単なる一種類の普通株式が発行され[673]、株式の権利内容に関して差別的な取り扱いを設ける定めが設けられていない。一方、同社の定款の下では、Vista 氏が発行済み株式の少なくとも 35%を実質所有する限り、取締役会の議長を指名する権利を有すると定めれている。それによって、Vista 氏が 50%以上の持ち分を保有していない場合であっても、相当な持ち分割合を保有する限り、同社に対して相当な支配力を維持し続けられる。[674]　その特別な定めの下では、いずれの株主が 35%以上の持ち分を保有すれば当該指名権を有することとなるわけではなく、株式の権利内容としての均等性を有しない。

669 Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a), 218(c)(d) (2025)
670 Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 351–352.
671 Bamford v. Penfold, L.P., No. CV 2019-0005-JTL, 2020 WL 967942, at *23 (Del. Ch. Feb. 28, 2020)
672 Del. Code Ann. tit. 8, § 151 (2025)
673 *Form S-1/A, Registration No. 333-256770(Integral Ad Science Holding Corp.) (Filed with the Sec. & Exch. Comm’n June 25, 2021) (Accession No. 0001193125-21-199888).* at 10-14,114, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1842718/000119312521199427/d35256ds1a.htm viewed 13 October 2025.
674 *Form S-1/A, Registration No. 333-256770(Integral Ad Science Holding Corp.) (Filed with the Sec. & Exch. Comm’n June 25, 2021) (Accession No. 0001193125-21-199888).*, n 673 at 56.

そして、デラウェア州の会社法において会社の支配権の分配に関する契約自由は株主契約を始めとする付属契約における株主権利の設定の自由にも現れる。[675]それについて、株主と株式との所有関係からすると、株式が株主によって所有されている財産であり[676]、株主はその株式に関わる諸権利を行使したり、行使しないしたりする自由も有する。[677] また、DGCL の下では、株主の間に株主が自らの議決権をどのように行使するかについて契約で定めることが認められている。例えば、DGCL 第 218 条(c)は、2 名以上の株主の間に自らの議決権の行使に関する書面の合意が達されていた場合、自らが保有する株式について、当該株主らは合意により定められたとおり、又は合意した方法に沿って、もしくは合意した手続に従って決定される方法により、議決権を行使することができると定める。それに、第 218 条(d)の下では、本条は株主間の議決権行使に関する合意について、それ自体が違法でない限り、無効であるとみなすものではないとも強調されている。

既述した通り、会社の支配権の分配に関する契約自由は定款における株主権利の設定自由と付属契約における株主権利の設定自由という二つの側面に現れることができる。しかしながら、株主権利（特に議決権）に対して与えうる制限という視点からすると、会社が発行する種類株式の一株当たりに有する議決権に対して制限や資格の要求を加えることは定款上の定めを通じて設けなければならないと DGCL が求め[678]、株主が議決権をどのように行使するかに関する議決権行使の制限・条件は定款上の定めを通じて設けることができない[679]。一方、議決権行使の制限・条件は株主契約を通じて定めることができると DGCL が認め[680]、株主の契約自由に属すると考えられるからである。つまり、議決権に対して制限・条件を設ける自由度に関して、定款（細則を含む）を通じて設けられる制限・条件と比べれば、株主契約を通じて議決権を制限する自由度が高いと DGCL が確認していると言える。[681]

言い換えれば、デラウェア州会社法は、株主が株主間契約によって、自らの権利に対して会社の定款や細則よりも強い制約を設けることができることを示している。契約条項の内容が、株主個人や特定の株主集団が行うことのできる行為に関わるものである限り、そのような合意が株主間契約の形でなされる場合、法はむしろ私的自治の余地を広く認めている。それを踏まえて、株主らが自らの株主権をどのように行使

---

[675]この点に関する議論は Rich 事件の判決においてより簡潔的に論じられている。ここでは、その議論の枠組みを参照すること。New Enter. Assocs. 14, L.P. v. Rich, 295 A.3d 520, 570-574 (Del. Ch. 2023)

[676] Del. Code Ann. tit. 8, § 159 (2020).

[677] New Enter. Assocs. 14, L.P. v. Rich, 295 A.3d 520, 570 (Del. Ch. 2023)

[678] Del. Code Ann. tit. 8, § 102(a)(4), 150 (2020). see also *id*. (same text in effect in 2020 and unchanged through 2025).

[679] New Enter. Assocs. 14, L.P. v. Rich, 295 A.3d 520, 571 (Del. Ch. 2023)

[680] Del. Code Ann. tit. 8, § 218(c)(d) (2020). see also *id*. (same text in effect in 2020 and unchanged through 2025).

[681] New Enter. Assocs. 14, L.P. v. Rich, 295 A.3d 520, 571 (Del. Ch. 2023)

するかについて合意した場合においては、デラウェア法の契約自由重視の立場は最も鮮明で顕著であると言われている。というのも、そのような場合では、株主が自らの私有財産である株主権利をどのように行使するかについて、当事者間で自由に取り決めているからである。[682]

定款における株主権利の設定と付属契約における株主権利の設定に関して異なる自由度を認めるのは定款の改正と付属契約の改正において必要とされる承認・同意（Consent）の程度が異なるからである。[683]

まず、投資者が会社の IPO により株式を取得した場合は、投資者が同社の定款と定款細則及び株式発行契約などの条項に同意したうえで株式を取得して株主となっていたのであるため、株主から払われていた同意の水準は「交渉不能な契約」を「承諾」した当事者による同意の水準に類似する。[684]　この場合、投資者がそれらの条項に加入するか加入しないかを選択できるが、当該条項の内容について改正を求める又は承認する権利がない。

そして、会社の定款改正については株主による承認が求められる。その株主による承認は株主総会での多数決から得た決議を支持していた多数派株主による現実の同意を株主全体としての擬制的同意とすることで行われるのである。[685]　DGCL の下では、株式の発行と引き換えに出資者から出資金が払い込まれた後に会社の定款を改正しようとする場合、取締役会がその改正案を提案して、その妥当性を明言するうえで、当該改正案を株主総会による承認に向けて提出し、株主総会が当該改正案の可否を多数決で決議する。[686] それで、出資後の定款改正について取締役会と株主総会の双方による承認が求め、株主総会による承認は過半数以上の議決権によって支持される決議に基づいて行われるため、当該改正案が株主総会に承認された後に、その承認を反対した株主も改正後の定款によって拘束されることとなる。[687]

また、出資後における定款細則[688]の改正については、定款細則の採択、改正又は

---

682 New Enter. Assocs. 14, L.P. v. Rich, 295 A.3d 520, 570 (Del. Ch. 2023)

683 Winship V, “Shareholder Litigation by Contract” (2016) 96 B.U. L. Rev. 485 at 495–497.

684 Hershkoff H and Kahan M, “Forum-Selection Provisions in Corporate ‘Contracts’” (2017) 93 WASHINGTON LAW REVIEW 265 at 282.　同論文は、主に会社の定款または定款細則における「フォーラム選択条項（Forum Selection Clause）」の有効性についてデラウェア州会社法の下での契約自由と制限の問題を議論するものであるが、その議論の枠組みが通用性を有するため、ここで参照すること。また、New Enter. Assocs. 14, L.P. v. Rich, 295 A.3d 520, 571–72 (Del. Ch. 2023).

685 Hershkoff and Kahan, n 684 at 284.

686 Del. Code Ann. tit. 8, § 242(b) (2023).

687 同様な見解としては、Winship, n 683 at 496. New Enter. Assocs. 14, L.P. v. Rich, 295 A.3d 520, 572 (Del. Ch. 2023)

688 ここでは、「定款細則」という言葉は単なる「bylaw」を指し、「定款」又は「charter」又は

廃止の権限は、原則として議決権を有する株主に帰属するが、定款での定めを通じて当該権限を取締役に共有させることができる。[689]そのような権限共有に関する定款での定めが設けられていれば、取締役会や株主総会のいずれも定款細則を採択、改正又は廃止することができることとなり[690]、例えば取締役会は自ら定款細則を改正した場合、株主総会による承認がなくても株主達は取締役会が一方的に改正した定款細則によって拘束されることとなる。[691]　株主は取締役会による承認がなくても株主総会において定款細則の改正について承認するや否やの議決権を形式的に有するが、株主が定款細則の改正案を総会による決議に向けて提案するのに著しく法的な制約がかかられているため、取締役による定款細則の改正の権限と比べて、株主による定款細則の改正の権限がより限定的である。[692]　取締役と株主の間に利益相反が存在する場合、取締役が株主による承認を経ずに一方的に定款細則を改正したならば、当該改正について株主のための擬制的同意が存在すると解釈することができない。にもかかわらず、株主らは SEC 規則 14a-8 の下での株主提案権制度や株主総会において取締役選任に関して投票しない（“Withhold” Votes）などを通じて取締役による一方的な定款細則の改正を是正・調整することができる。株主らがこれらの是正・調整の措置を講じる機会が現実的に存在するものの結果的に講じなかった場合、当該株主は、取締役による一方的な定款細則の改正について消極的に黙諾・承認したとみなすことができよう。[693]

上述した会社としての意思の形成プロセスからすると、会社の意思決定を支える会社法制度は、通常の商事契約のような契約当事者双方が自己の利益のために自由に

「Certificate of Incorporation」を指し、(「定款（細則を含む）」）というのは「charter」と「bylaw」の両方を含む。それ以外の場合には、「定款」という言葉が広範的な概念として「charter」や「bylaw」などの会社の組織文書（株主契約等を除く）を指す。

[689] Del. Code Ann. tit. 8, § 109 (2025).　特に、§ 109(a)の後半によれば、「その権限が取締役…に付与された場合であっても、株主…の定款を採択、改正または廃止する権限が剥奪されるものではなく、またその権限が制限されるものではない」。

[690] Jeffries B, “The Plaintiffs’ Lawyer’s Transaction Tax: The New Cost of Doing Business in Public Company Deals” (2014) 11 Berkeley Bus. L. J. 55 at 96 (「定款細則は株主の承認なしに取締役会によって一方的に採択または改正できる」).

[691] Boilermakers Loc. 154 Ret. Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d 934, 939–40 (Del. Ch.), judgment entered sub nom. Boilermakers Loc. 154 Ret. Fund & Key W. Police & Fire Pension Fund v. Chevron Corp. (Del. Ch. 2013),「(i) DGCL§109(a)条に沿って、取締役会が定款細則を一方的に採択・修正する権限を有すると定款は認める。(ii) DGCL §109(b)条は、定款細則が会社の事業やその事務の執行及び株主の権利や権力を規律・調整することを認める。(iii) 取締役会が採択した定款細則は株主を拘束する」.

[692]　株主がその改正案を総会の議題・議案として提案するには、SEC 規則 14a-8 に従って提案するか、それとも費用の自己負担で提案するかのいずれかによって行うことができるが、取締役会がその提案に関して株主総会の招集を拒むなどを通じて株主の行動を阻害することができる。Lipton A, “Manufactured Consent: The Problem of Arbitration Clauses in Corporate Charters and Bylaws” (2016) 104 Georgetown Law Journal 583, 2016, Tulane Public Law Research Paper No. 15-17 at 607–608, https://papers.ssrn.com/abstract=2572014 viewed 14 October 2025.

[693] Hershkoff and Kahan, n 684 at 284–285.

交渉することを認める契約法の仕組みとは大きな差異が存在する。[694]　一方、株主が株主契約を締結する場合には、商事契約の場合との類似性を有し、契約法において通常に想定される水準の当事者同意・承認が呈されることとなり、結果としては株主は株主契約を通じて権利分配の自由度をより高めることが可能となる。[695]

デラウェア州会社法制の下で従来からは会社の定款細則と定款及び DGCL は会社と株主との間の柔軟な契約を構成する重要な部分であると位置づけられている。[696] それのみならず、当該会社契約の構成要素は上位から下位へ向けて(i)DGCL、(ii)定款、及び(iii)定款細則の順に沿って会社契約の階層構造を形成し、「下位にあるいずれの構成要素は上位の構成要素に適合しなければならず、定款と矛盾する定款細則は無効であり、DGCL に矛盾する定款細則または定款の定めも同様に無効となる」とされている。[697]　さらに、Vertin 事件の判決において、裁判所は株主契約をも会社契約の構成要素とすることで会社契約の階層構造を拡張した。同判決によれば、会社契約の構成要素は上位から下位へ向けて(i)DGCL、(ii)定款、(iii)定款細則及び(iv) ストックオプション計画や株式報酬計画又は株主間契約などの契約的合意の順に沿って会社契約の階層構造を構成している。従って、会社行為の法的適合性を評価するにあたって、裁判所は当該行為が会社契約の階層構造にある諸要素を違反しているかを審査しなければならない。[698]

株主契約において株主権利の分配に関する契約自由と制限については、上述したことをまとめて言うと、まず株主が自らの株主権をどのように行使するかについて株主契約などの付属契約で合意することができる契約自由を有する一方、会社契約の階層構造にもある付属契約はその上位にある会社契約の構成要素を違反してはならない。それを踏まえて、問題となるのは会社の支配権の分配に関わる付属契約においてどのような条項は定款細則・定款・DGCL を違反しうるかということである。

DGCL の 141(a)に確立されている取締役会中心主義がデラウェア州会社法制の核心的な基礎であり、支配的な株主が存在する場合でも変わりないと位置づけられ[699]、それは単なる市場の選好によって作られたものではなく、会社法における強行性を有

---

694 Lipton, n 692 at 604.
695 New Enter. Assocs. 14, L.P. v. Rich, 295 A.3d 520, 572 (Del. Ch. 2023)
696 Boilermakers Loc. 154 Ret. Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d 934, 940 (Del. Ch.), judgment entered sub nom. Boilermakers Loc. 154 Ret. Fund & Key W. Police & Fire Pension Fund v. Chevron Corp. (Del. Ch. 2013)
697 Sinchareonkul v. Fahnemann, No. CV 10543-VCL, 2015 WL 292314, at *6 (Del. Ch. Jan. 22, 2015)
698 Quadrant Structured Prods. Co., Ltd. v. Vertin, No. CIV.A. 6990-VCL, 2014 WL 5465535, at *3 (Del. Ch. Oct. 28, 2014)
699 Hollinger Inc. v. Hollinger Int'l, Inc., 858 A.2d 342, 387 (Del. Ch. 2004). In re CNX Gas Corp. S'holders Litig., 4 A.3d 397, 415–16 (Del. Ch. 2010). Fox v. CDX Holdings, Inc., No. CV 8031-VCL, 2015 WL 4571398, at *23–24 (Del. Ch. July 28, 2015), aff'd, 141 A.3d 1037 (Del. 2016).

するルールによって構築された制度であると強調されている。[700]　従来からは、Abercrombie 事件の判決は「デラウェア州会社法が取締役に課した法的権限と義務について特定の株主が剥奪しようとする」契約上の取り決めは無効であると判じていた。[701]　それで、上述の問題はさらに、(1) 付属契約において会社の支配権の分配に関わる条項はどのようなものがあるか、(2) それらの条項の効力性を判断することを可能とする具体的な基準はどのようなルールであるかという二つの問題に分けられる。続いては、この二つの問題について考察する。

[700] Smith DG, Wright MG and Hintze MK, "Private Ordering with Shareholder Bylaws" (2011) Fordham Law Review, Vol. 80, p. 125, 2011 at 128, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1797066 viewed 15 October 2025.
[701] *Abercrombie v Davies* (1956) 123 A. 2d 893 at 899–900.

第二節　株主契約による支配権の分配

既述した通り、公開会社の内部者株主は定款のほかに付属契約を通じて支配権をも獲得することができる。それらの契約上の支配権としては、取締役の指名権、取締役会における委員会のメンバーの指名権及び会社の重大事項に対する拒否権などが考案されている。[702]　株主契約における各種の権利条項を通じて、公開会社に対する支配権とキャッシュフロー権との分離を実現することができる

具体的に、例えば Moelis 事件においては、株主契約の下では、（1）M&C 社の取締役会は 18 種類の事項・行動をする前に支配者の Moelis 氏の事前書面同意を得なければならない（「支配者による事前承認の条項」）；（2）取締役会は Moelis 氏が取締役会の過半数メンバーを選任できることを保証する（「取締役会構成の条項」)、そのうち、①取締役会は取締役会の規模を 11 席以下に維持する義務を負う(「取締役会規模の条項」)、②Moelis 氏は取締役会の過半数に相当する数の被指定者を指定する権利を有する(「支配者による指定権条項」)、③取締役会は Moelis 氏が指定した被指定者を取締役選挙における候補者として指名しなければならない(「取締役候補者に関する指名条項」)、④取締役選挙において Moelis 氏が指定した被指定者が取締役に選ばれるように株主が賛成投票するようと取締役会は推薦しなければならない(「取締役に関する推薦条項」)、⑤M&C 社は Moelis 氏による被指定者が取締役として選任され続けるようと合理的な努力を払わなければならない(「M&C 社による努力保証の条項」)、⑥取締役会において Moelis 氏による被指定者が退任したことで空いているポジションを Moelis 氏が新しく指定した被指定者をもって補充しなければならない(「取締役会の空席補充の条項」、①―⑥は総称して「取締役会構成の条項」)；（3）取締役会は各委員会を設置する際に、Moelis 氏側に属する取締役の数が取締役会の全体に占める比率と同じく同氏による被指定者を各委員会のメンバーとして任命しなければならない（委員会構成条項）などの広範な権利が Moelis 氏に付与されている。

それで、株主契約における支配権の分配を通じて、支配的な株主が取締役会レベルのコーポレートガバナンスに直接参加する権利を獲得できるようになり[703]、公開会社における取締役会中心主義に基づくコーポレートガバナンスの基本構造を変更していたほどに至っていると言える。[704]

従来、公開会社の内部支配者にとっては、議決権種類株式の所有による支配的な株主の地位だけに基づいて取締役会または執行役員に委任される会社日々の意思決定事項を干渉することが難しいであるが、内部者株主が契約による支配権のアレンジメントを通じてそれらの事項に干渉することができ、それによって内部者株主の支配

---

[702] Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 351.
[703] Rauterberg, n 338 at 1150–1152.
[704] Shaner, n 659 at 827–828.

力は議決権種類株式の所有による支配の場合と比べれば会社の経営に関する更なる細かい事項に及び、よりも強大な支配力を取得しているということを理由として、議決権種類株式と議決権拘束契約などの契約は支配権を獲得・維持することにおいて相互に代替的な手段であると主張されていた。[705]　しかしながら、Shobe と Shobe（2025）の実証研究によれば、2000 年から 2021 年までに上場したすべての会社のうち、複数議決権構造を採用した会社が 284 社である。そして、複数議決権構造及び株主間契約による支配権の強化を採用している会社が 73 社で、284 社の約 25%を占めている。[706]　つまり、数多くの上場会社においては、複数議決権構造と株主契約が組み合わせて利用されることで支配的な株主の支配力を確保しているのである。それは、複数議決権構造における少数支配株主は議決権の多い種類株式の所有による支配的な株主の地位だけに基づいて支配できない事項に関して契約上の支配権によって支配できるようになり、支配力をさらに強化することができるからである。[707]

第一項　支配者による事前承認の条項

DGCL の第 141(a)条においては、定款に別段の定めがある場合を除き、会社の「事業と事務」は取締役会によって又はその指揮の下で運営されるものとされている。それで、会社の負債、合弁事業、役員の選任と解任、配当の宣言などの事項は一般的に取締役会の専管事項とされ、株主はそれらの事項に関しては直接的に干渉することができない。しかしながら、Shobe と Shobe（2025）の実証研究によれば、複数議決権構造において、議決権の多い株式を有することを通じて株主総会レベルの決議事項を十分に支配している少数支配株主は株主契約上に設けられている拒否権を通じて取締役会レベルの決議事項に対しても支配力を及ぼしている。そのような契約上の否決権が存在する会社が研究対象のサンプルの約 6%を占めている。[708]

例えば、Deltek 社の投資者権利契約の下では、例えば、同社が他の者との合併、同社の資産の実質全部又は 1000 万ドル以上の資産の売却・譲渡・処分、発行済普通株式の 1%以上を有する株主・役員・執行役・従業員との取引、同社の事業範囲と性質の変更、1000 万ドルを超える負債、5000 万ドルを超える資産の購入、配当の決定、株式の募集・発行・転換などの事項が発生する場合には、内部者株主たる New Mountain Funds の事前の書面による同意が必要となり、この同意がない限り、同社は、上述した事項を含む特定の行為を行うことはできないとされている。[709]

---

[705] Shobe and Shobe, “The Dual-Class Spectrum”, n 11 at 1315–1316; Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 335.
[706] Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 349–351.
[707] Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 336.
[708] Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 361.
[709] *Deltek, Inc., Registration Statement on Form S-1* (8 May 2007) at 97–98, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1029299/000119312507106301/ds1.htm viewed 27 September 2025.

Shobe と Shobe（2025）の実証研究によれば、複数議決権構造においては、少数支配株主は契約上の拒否権を利用することを通じて、議決権の多い株式に基づく支配力の範囲を超えて、取締役会レベルの経営管理事項にまで自らの支配力を拡大・延長している。複数議決権構造の下でサンセット条項が設けられている場合では、議決権の多い株式に基づく支配権が解消される可能性が未だしも存在する一方、契約上の拒否権については有効期限の制限がない。ゆえに、複数議決権構造が解消されたとしても、少数支配株主は契約上の拒否権に基づく不均衡な支配力を依然として長く有し続けられる。[710]

第二項　取締役会構成の条項

ニューヨーク証券取引所に上場する会社は独立取締役から構成される指名委員会を設置しなければならならず、指名委員会は次回の株主総会のために取締役候補者を選定するかまたはその選定の建議を取締役会に提出しなければならない。[711]　ナスダックも類似的に、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取締役候補者を選出または推薦すると義務付けている。[712]　つまり、上場会社において、取締役の候補者の指名は原則として指名委員会又は取締役会によって選出される。そのほかに、株主は Advance Notice Bylaws や定款で設けられている Proxy Access 又は Proxy Contest を通じて自ら指名する取締役候補者を株主総会に推薦することができるが、いずれの手続きに関しても制限がかけられている。[713]

従って、契約上の取締役候補者の指名権を有しない株主は、法律や会社の定款に基づいて前述の方法で取締役の候補者を推薦することは制限を受け、取締役候補者を指名できない株主は、結局取締役会の指名委員会や取締役会が推薦した取締役候補者

---

710 Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 363–364.

711 LISTED COMPANY MANUAL § 303A.04(a), (b)(i), N.Y. STOCK EXCH.

712 Nasdaq Listing Rule IM-5605-6（e）

713 Advance Notice Bylaws というのは「次回定時総会に取 締役の選任議案等の提案を行う前に corporate secretary に通知することを義 務づけ，通知すべき期間に制限を設けている」という制度であるが、その制限につては：今泉邦子, “アメリカ法における定款による敵対的買収防衛 (5・完)” (2020) 44 南山法学 109, 126 頁; 米国において Proxy Access に関する立法の発展について：森啓悟, *米国のコーポレート・ガバナンスに関する株主権の考察 -株主提案権，取締役の選任・指名権，Say on Pay を対象として-* (早稲田大学 先端社会科学研究所, 2024) ,70–74 頁; SEC は 2021 年 11 月に 1934 年証券取引法に基づく Rule14a-19 を採択した。Rule 14a-19 によれば、ユニバーサル・プロキシカード には、経営者側と株主側が各自に推薦するすべての取締役候補者を、次回の株主総会の選任対象として記載しなければならず、自らの取締役候補を推薦する株主には、取締役選挙に議決権を有する株式の 最低 67%の議決権を保有する株主 に対して勧誘を行わなければならないなど一定の条件を満たす必要がある。U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Fact Sheet: Universal Proxy Rules for Director Elections”, https://www.sec.gov/files/34-93596-fact-sheet.pdf; 福本葵, “米国の Universal Proxy(ユニバーサル・プロキシー)の導入” (2023) 証研レポート 40; 株主による取締役候補者の推薦方法について：Hamermesh LA, “Director Nominations” (2014) 39 Delaware Journal of Corporate Law 117.

に対して賛成するや否やについて議決権を行使することによって意見を表すしかない。その結果としては、契約上の取締役候補者の指名権がなければ、どの候補者が取締役として選任されるかを議決権で左右できる支配的な株主であっても、指名委員会や取締役会が誰を取締役の候補者とするかについて直接的に干渉する権限がないため、指名委員会や取締役会が必ずしも支配的な株主が最も期待している者を候補者として推薦するとは限らず、支配的な株主は取締役の指名と選任に関しては不完全な支配権を有しているに過ぎないこととなる。ゆえに、契約上の取締役候補者の指名権は、支配的な株主の議決権による支配力を補強し、取締会に対する支配力を強力に維持することを保証する役割を果たし得る。[714]

例えば、loanDepot は 2021 年 2 月に複数議決権構造で NYSE に A 種類普通株式を公開上場した。loanDepot の資本構造によれば、A 種類普通株式と B 種類普通株式は一株一議決権であるが、内部者株主に保有されている C 種類普通株式と D 種類普通株式は一株五議決権である。それに、B 種類普通株式と C 種類普通株式は経済的利益を有しないとされている。また、IPO から 5 年後にすべての C 種類普通株式と D 種類普通株式が A 種類普通株式と B 種類普通株式に転換され、複数議決権構造が解消されるようにされていた。C 種類普通株式が総議決権数の 61.9%を占め、D 種類普通株式が総議決権数の 37.7%を占める。[715] さらに、IPO 後に取締役会が 5 名の取締役から構成されるが、同社が内部者株主との間に締結した株主契約によれば、内部者株主たる Parthenon が 15%以上の議決権を有する場合に 2 名の取締役の候補者を指名する権利を有し、5%以上の議決権を有する場合に 1 名の取締役の候補者を指名する権利を有すると同時に、内部者株主たる Hsieh が 5%以上の議決権を有する場合に少なくとも 2 名の取締役の候補者を指名する権利を有し、同社がこれらの候補者の選任を支援し一定の措置を講じて関連する委任状に候補者を記載することに同意するとされているが、その株主契約の有効期間が定められていない。[716] また、Moelis 社のケースを取り上げて見ると、Moelis 社が 2014 年に複数議決権構造で公開上場し、当時に創業者株主の Moelis 氏が一株一議決権の A 種類普通株式の 2,309,093 株（ESOP に対応する株式で、Moelis 氏がそれらの株式の議決権だけを保有し、すべての経済利益が ESOP に帰属する）と一株十議決権の B 種類普通株式の 36,158,698 株を共に有することで総議決権の 96.8%の議決権を有していた。[717]そのほかに、株主契約の定めによれば、Moelis 氏が本社の 4,458,445 株以上の株式を継続的に有するなどの条件を

[714] Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 357–358.
[715] *loanDepot, Inc. Prospectus (Form 424B4, File No. 333-252024)* (11 February 2021) at preface,22-23,70-71,80, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1831631/000119312521043511/d814714d424b4.htm viewed 26 September 2025.
[716] *loanDepot, Inc. Prospectus (Form 424B4, File No. 333-252024)*, n 715 at 170–171.
[717] *Moelis & Co., Prospectus (Form 424B4, Registration No. 333-194306)* (22 April 2014) at preface, 10-12,98, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1596967/000104746914003908/a2219707z424b4.htm viewed 26 September 2025.

満たせば、取締役会の過半数のメンバーを指名する権利を有するとされていた。[718] それで、10 年後、Moelis 氏がただ約 450 万株で 37%の議決権、会社全体キャッシュフロー権の 5.77%を有するにもかかわらず、同社の取締役会を強力的に支配できる。[719]

loanDepot と Moelis の例から見れば、まず、複数議決権構造に対してたとえ 5 年間のサンセット条項が付加され、同構造がそれによって解消された後も、内部者株主が所定の議決権を有する以上、契約上の取締役候補者の指名権を通じて取締役会に対する支配権の期間を無制限に延長することができる。また、loanDepot 社のように、内部者株主が総議決権数の 99.6%から 20%にまで減って過半数以上の議決権を有しないようになっていても株主間契約を通じて過大な支配力を維持することができ、支配権とキャッシュフロー権との乖離を契約上の支配権を通じてさらに拡大することができる。[720]

一方、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%以上が単一の支配的な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。[721]

従って、総議決権の 50%以上を有する単一の支配的な株主が存在する上場会社が「被支配会社」に該当するため、当該会社は、取締役会の過半数が独立取締役で構成されることや、取締役の候補者が指名委員会によって指名されるか又は取締役会による選出のために指名委員会によって推薦されるかのいずれかに従うなどの要件を満たさないようにするかもしれない。[722] それで、被支配会社がそれらの要件に従わないとすれば、取締役の候補者の推薦と選任は会社の定款と株主契約に大いに依存することとなる。

問題となるのは、Moelis の例のように、最初に公開上場したときに被支配会社に

---

[718] *Stockholders Agreement (Moelis & Company and Moelis & Company Partner Holdings LP et al. Apr. 15, 2014), Ex. 10.1, Moelis & Co. Form 424B4.* at 2，10-11, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1596967/000110465914029215/a14-10912_1ex10d1.htm viewed 26 September 2025.

[719] *Proxy Statement (Schedule 14A), Moelis & Company (Definitive Proxy Statement), Filed under § 14(a) of Exchange Act(on File with SEC).* (23 April 2025) at 60, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1596967/000119312525091660/d910871ddef14a.htm viewed 26 September 2025. また、Moelis 社のケースに関するまとめについて：Shobe and Shobe, "Contractual Control in Dual-Class Corporations", n 11 at 355–356.

[720] Shobe and Shobe, "Contractual Control in Dual-Class Corporations", n 11 at 355–356.

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

[722] 例えば、*loanDepot, Inc. Prospectus (Form 424B4, File No. 333-252024),* n 715 at 65.

該当し、取締役会の構成を支配することを可能とする契約上の取締役候補者の指名権も定められていたが、支配的な株主が有する議決権の割合が 50%を割れていたことと伴い会社が被支配会社に該当しないようになった場合、その契約上の取締役候補者の指名権が依然として存在し続けており、そのとき、契約上の指名権と被支配会社に該当しない場合に証券取引所が求めている取締役会の独立性の強化との要求はどのように処理するかということである。Moelis 社の場合は、その契約上の指名権を保留しながら、証券取引所の要求を遵守するとのアプローチを取っている。[723] しかしながら、そのような契約上の取り決めは執行されていなくても、取締役会の法定権限を侵害する恐れがあるかという問題が依然として残っている。

以上を踏まえて、契約上の指名権又は過半数以上の議決権による支配力のいずれだけを有する株主は、取締役会の構成に大きな影響力を与えうるが、取締役の候補者の指名と選出の全過程に対して完全に支配できるとは限らない。一方、その両方による支配力を有する株主は、自分にとって望ましい候補者を指名して当該指名に対して自らの議決権によって承認することで、取締役の候補者の指名と選出の全過程に対して効果的に支配することができる。[724]

そのほかに、株主契約において、取締役会の欠員補充や取締役会の規模制限又は取締役会における委員会のメンバーの指名権に関する取り決めを設けることもありうる。

Shobe と Shobe（2025）の実証研究によれば、複数議決権構造を採用した会社が 284 社のうち、取締役会の欠員補充に関わる条項が株主契約に設けられているのが 18 社で、約 6%を占めている。取締役会の欠員補充の条項というのは、内部者株主が指名した取締役が退任した場合、会社は当該内部者株主が新たに指定した者をもって欠員を補充したり、「商業的に合理的な行動を講じて」取締役会に欠員補充をさせたりしなければならないという契約上の義務付けである。そのような条項の下では、取締役会は内部者株主が新たに指定した者をもって直接的に空いているポジションを埋めると求められているから、単に株主総会における取締役の選任決議に向けてその候補者を推薦することができる指名権と異なる。さもなければ、内部者株主が自ら指名した取締役が取締役会を退任した後、その空いているポジションが自分の陣営に属しない者によって埋められたら、当該内部者株主が次回の株主総会においてその失ったポジションを奪い取るしかないこととなるから、取締役会の欠員補充の条項は欠員が現れた場合に当該内部者株主の支配力を保護する役割を果たしている。[725]

これと関連して、契約上の取締役候補者の指名権を有する内部者株主は会社に対

---

[723] *Proxy Statement (Schedule 14A), Moelis & Company (Definitive Proxy Statement), Filed under § 14(a) of Exchange Act(on File with SEC).*, n 719 at 23–24.
[724] Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 358.
[725] Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 359.

して取締役会の規模を拡大しないように求める取締役会の規模制限条項も存在する。これは、取締役会の規模が拡大されれば、拡大する前に固定人数の候補者を指名できる内部者株主が指名した取締役は拡大した取締役会における影響力が希薄化される恐れがあるためである。[726]

第三項　取締役会の委員会構成条項

また、株主契約においては、取締役会を構成する取締役を指名する権利に加えて、内部者株主は自ら指名した取締役のいずれかを各委員会に務めさせるか又は委員会の首席に務めさせるかを決められる権利として取締役会における委員会のメンバーの指名権を定める条項もある。そのような条項を採用している会社がサンプルの約7%を占めている。[727]

例えば、Ryan Specialty 社の場合に、法規制が許される範囲で、Ryan Parties は取締役会の候補者 1 名以上を指名する権利を有する限り、その指名した取締役のうち 1 名を各委員会のメンバーに務めさせる権利も有すると契約上に定められている。[728] また、Kayak Software 社の場合、A 種類株主は報酬委員会のメンバーを 2 名指定する権利を有すると投資者権利契約に定められている。[729]

以上を踏まえて、複数議決権構造において、取締役の指名権や取締役会における委員会のメンバーの指名権又は会社の重大事項に対する拒否権などの契約上の支配権も設けられていれば、少数支配株主は議決権の多い株式に基づく支配力に加えて、契約上の支配権をもって取締役会レベルの決議事項にまで支配力を及ぼすようになるのみならず、少数支配株主による実質的な支配を無期限的に延長すること及び支配権とキャッシュフロー権との乖離の程度を無制限に拡大することも可能となる。その結果としては、少数支配株主と少数株主とのエージェンシー・コストが恐ろしい程度までに上昇する恐れがあると考えられる。

---

[726] Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 359.
[727] Shobe and Shobe, “Contractual Control in Dual-Class Corporations”, n 11 at 360.
[728] *Ryan Specialty Group Holdings, Inc., Prospectus (Form 424B4)* (21 July 2021) at 175, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1849253/000119312521223004/d146849d424b4.htm viewed 27 September 2025.
[729] *KAYAK SOFTWARE CORPORATION, Registration Statement (Form S-1/A), Amendment No. 8, SEC File No. 333-170640 (Nov. 23, 2011)* (23 November 2011) at 73, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1312928/000119312511320954/d117777ds1a.htm viewed 27 September 2025.

第三節　判例法と DGCL の法改正

第一項　Abercrombie 事件の判決[730]

DGCL の 141(a)に対する解釈アプローチの基礎を固めていたのは Abercrombie 判決であり、取締役会の権限を制限する契約上の取り決めが有効であるか無効であるかを取り扱う判例は一般的に Abercrombie 判決で確立された判断基準に基づいて展開されている。[731]　Abercrombie 判決の概要は以下のようである。

1947 年に American Independent Oil Company （「A 社」）が設立した後に 15 名のメンバーから構成される取締役会を設置している。同時に、A 社の設立直後に 10 人の株主全員によって締結された株主契約（組織契約と称される）により、各株主が 5000 株の保有株式ごとに 1 名の取締役会構成メンバーを指定する権利を有するようになり、各株主に持株数に応じた数の取締役を指名する権利が与えられていた。また、「取締役が辞任した場合、取締役会の全会一致の同意により、辞任する取締役は後任者を指定することが認められている」。従って、A 社の設立以来、取締役会は常に各株主が持ち株比率に応じて選任された取締役から構成されていた。[732]

1950 年に、A 社の発行済み株式の過半数を共同で保有している Davies 等の 6 人の株主は Vandeveer 等の 8 人の指定代理人と「代理人契約」と呼ばれる 2 番目の株主契約を締結した。Vandeveer 等の 8 人の指定代理人は同時に Davies 等の 6 人の株主達によって指定された取締役でもある。[733]

代理人契約の目的は、当該契約の当事者たる株主らが自ら指名した取締役をそれぞれの代理人として任命し議決権行使も代理人兼取締役に委任することを通じて、8 人の取締役が投票において株主の共同利益のために一致行動することを確保することである。当該契約の下では、各当事者が A 社の取締役会の規模及び各株主が選任できる取締役の人数と常に一致する数の代理人の規模を維持し、各株主が自らの保有する A 社の株式を代理人に預託し当該契約の期間中に代理人がそれらの株式が有する議決権を唯一かつ排他的に行使することを可能とするうえで、株主による決議が求められる事項については、代理人はそれらの議決権を常に一体化の方向に行使すると求められている。具体的な行使方法としては、当該 8 人の代理人の中で 7 人が合意を形成した場合に代理人の全員はその合意した通りに投票したり、7 人の合意が得られない場合に代理人の全員は本契約に定められた手続きに従い選任

730　Abercrombie v. Davies, 35 Del. Ch. 599, 123 A.2d 893 (1956)
731　*W Palm Beach Firefighters v Moelis & Co* (2024) 311 A. 3d 809 at 31 citation 42.
732　*Abercrombie v Davies* (1956) 123 A. 2d 893, 894–895.
733　*Abercrombie v Davies* (1956) 123 A. 2d 893, 895.

された仲裁人が決定した通りに投票したりすることが規定されている（「議決権行使条項」）。[734]

さらに、当該契約の下で、当事者たる株主である同時に取締役でもある Davies は A 社の経営事項に関して代理人たちが議決権行使条項に従って決定した通りに投票・行動すること、Davies 以外の法人株主は自ら指名した自然人の取締役をその決定した通りに投票・行動を行わせるよう最大限の努力を払うこと、及び各株主が指名した取締役がその決定した通りに行動しなければ当該取締役を解任することなども約束されていた（「議決権行使条項に基づく決定に従う行動条項」）。[735]

Seitz 裁判官は DGCL の 141(a)の定めによれば、少なくとも一定の分野における会社の経営方針に関する決定権限が株主等ではなく取締役に付与され、デラウェア州の「会社法は、重要な経営方針に関する決定権限を取締役会から完全に奪うような株主の行動や契約を認めていない」と強調した。[736]

代理人契約により、取締役の行動は当該株主たちとその代表者が事前に決定した手続に従わせると約定されていた。代理人を兼任する取締役は取締役としての立場で当該契約に従って事前に決定されたとおりに行動する場合、取締役会の専管事項に関して自身の最善の判断に反する行動をなす恐れがあるとしても、その事前に定められた方向で投票・行動する義務を負うこととなる。当該契約の当事者株主の Davies が同社の取締役でありながら、契約上の取り決めに従って代理人達又は仲裁人の決定した通りに投票・行動する義務を負う。Davies 以外の法人株主によって指定された取締役はその決定の通りに投票・行動する義務を直接的に負うわけではないが、その決定の通りに従わなければ株主によって解任される圧力に直面している。ゆえに、そのような決定に従う義務や従わなければ解任される圧力は「経営方針に関する取締役の意思決定の自由を実質的に制限する傾向があるため、取締役会に提出される事項について取締役は自らの最善の判断をすべきという各取締役の義務を違反し、さらに、代理人たる取締役が自らの最善の判断に反する場合でも、本契約下での決定を遵守しなければならないとの義務を優先履行する可能性がある」。[737]

結論としては、Seitz 裁判官は「現行の州法が定める組織形態たる会社が利用される限り、本裁判所は、経営事項に関して取締役が最善の判断をすべきとの義務を取締役から実質的に剥奪する効果を有する契約を法的に承認することはできない」、「デラウェア州会社法が取締役に課した法的権限と義務について特定の株主

[734] *Abercrombie v Davies* (1956) 123 A. 2d 893, 896–897.
[735] *Abercrombie v Davies* (1956) 123 A. 2d 893, 897–898.
[736] *Abercrombie v Davies* (1956) 123 A. 2d 893, 898.
[737] *Abercrombie v Davies* (1956) 123 A. 2d 893, 899–900.

が剥奪しようとする」契約上の取り決めは無効であると強調し[738]、本件の代理人契約における「取締役の独立した判断義務を著しく侵害する条項、取締役の行動が外部者によって左右されることを認める条項、そして取締役会の支配権をマジョリティーからマイノリティーへ移行させる結果をもたらす可能性のある条項に基づいて」、当該契約が無効であると判じた。[739]

第二項　Moelis 事件の判決[740]

1. 事実概要[741]

本件の少数支配者たる Moelis 氏は 2007 年に投資銀行を設立してからは大きな成功を収めたうえで、2014 年に上場主体 Moelis & Company（「M&C 社」）の新設とグループの再編を通じて、M&C 社の株式公開により資金調達を決断した。それで、2014 年 4 月 16 日に、M&C 社は複数議決権構造で公開上場した。IPO では一株一議決権の A 種類普通株のみが公開され、B 種類普通株が Moelis 氏の実質的に支配している関連主体によって保有されている。この B 種類普通株については、Moelis 氏が直接又は間接に 4,458,445 株又は 5%以上の A 種類普通株（転換株式を含む）を保有し続けるなどの要件（「B 種株の条件 1」）を満たせば、B 種類普通株の一株当たりに十議決権が付与される。

2014 年 4 月 15 日、A 種株が公開される前日に、M&C 社と Moelis 氏等の間に株主契約が締結され、IPO において開示されていた。株主契約の有効期限については、Moelis 氏が 2,229,222 株以上の A 種株（転換株式を含む）を保有し続けられる限り（「B 種株の条件 2」）、この株主契約が有効であるとされている。株主契約の下では、（1）支配者による事前承認の条項、（2）取締役会構成の条項（そのうち、①取締役会規模の条項、②支配者による指定権条項、③取締役候補者に関する指名条項、④取締役に関する推薦条項、⑤M&C 社による努力保証の条項、⑥取締役会の空席補充の条項という六つの条項が含まれ、①—⑥を総称して「取締役会構成の条項」と称する）、（3）委員会構成条項などの取り決めによって広範な権利が支配者の Moelis 氏に付与されている。

2014 年に Moelis 社が IPO した直後、Moelis 氏は発行済み議決権の 96.8%を支配

---

738 *Abercrombie v Davies* (1956) 123 A. 2d 893, 899–900.
739 *Abercrombie v Davies* (1956) 123 A. 2d 893, 900–901.
740 *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas, Bolton Taylor D, Wales David, DiTomo John P, Gilbert Miranda N, Savitt William, Reddy Anitha and Berger Getzel); その判例に関する判例研究について、飯田秀総, "米国会社・証取法判例研究(No.455)株主間契約が無効とされた事例[W. Palm Beach Firefighters' Pension Fund v. Moelis & Co., 311 A.3d 809 (Del.Ch. 2024)]" (2025) 旬刊商事法務 = Commercial law review 114.
741 *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 14–24.

していた。「IPO 以降、Moelis 氏は株式を売却し、議決権は減少した。2021 年 2 月、彼の議決権は 50%を下回り、これによりニューヨーク証券取引所の規則に基づく「支配会社」としての資格を失った。会社は非支配会社向けの規則に沿って、取締役会と委員会の構成を変更した。Moelis 氏は依然として取締役会の過半数を指名する権利を有するが、2021 年、2022 年、2023 年には非支配会社向け規則を遵守するためにこの権利を行使しなかった」。現在（裁判当時）、Moelis 氏は発行済み株式の約 6.5%を所有し、B 種株の条件 1 は引き続き満たされている。Moelis 氏が会社の B 種株を全て実質所有しているため、40.4%の議決権を有している。

原告は 2014 年に A 種株を取得したことで株主となり、2023 年 3 月に（1）支配者による事前承認の条項、（2）取締役会構成の条項、および（3）委員会構成条項などのすべての係争条項が DGCL 第 141 条(a)項に違反し、委員会構成条項が第 141 条(c)項にも違反したことを理由にすべての係争条項が無効であると主張し、訴訟を提起した。

2. 法的分析[742]

取締役会の権限に対する制限が DGCL や定款によらずに設けられることは DGCL 第 141 条(a)項によって禁じられている。しかし、ある契約上の条項が第 141 条(a)項に違反するや否やについて如何に判断すべきかは必ずしも明確であるとは言えない。それに、デラウェア州の判例においては DGCL 第 141 条(a)項を違反した条項規定の効力を分析した膨大な先例が存在し、会社と外部者との取引関係を取り決める商事契約と、会社の内部におけるコーポレートガバナンスを規律する内部規定とが分けられて検討されている。デラウェア裁判所はそれらの先例に対する考察に基づいて、ある契約上の条項が第 141 条(a)項に違反するや否やを判断する際には、二段階の審査が必要である。①まず、第一段階の審査においては、裁判所は当該条項が会社の内部におけるコーポレートガバナンスを規律する内部規定（以下「内部ガバナンス規定」と略称）に該当するかどうかを判断しなければならない。該当しない場合は、審査が終了することとなる。②そして、当該条項が内部ガバナンス規定に該当する場合は、裁判所は Abercrombie テストを適用させて、その条項が第 141 条(a)項を違反する取締役会の権限に対する不当制限に当たるかを判断しなければならない。

（1） 第一段階の審査: 係争条項が内部規定に該当するか？

従来 DGCL が会社内部における事務問題を扱う法であると位置づけられているため、第 141 条(a)項も会社の内部ガバナンス事項に焦点を当てている。ゆえに、取締役会が会社の権力を行使することを可能とし法的に授与された権限を制限する内部

[742] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 24-30,80.

ガバナンス規定はもちろん、そのような制限を図ろうとする商事契約における外部規定に対しても第 141 条(a)項によって規制される余地がある。それで、ある外部規定が内部ガバナンス規定に該当するかどうかをどう判断すべきかについて、裁判所は以下の七つの要素による判断枠組みを示した。[743]

要素①：内部ガバナンス契約が常に DGCL における特定の条文を法的根拠とする場合が多いことである。例えば、株主間契約が DGCL の 218 条(c)および(d)項、株式発行契約が 152 条、CEO 雇用契約が 142 条を根拠としている。判例はこれらを社内関係者間の契約として取り扱っている。[744]　本事件において、株主契約は Moelis 氏が自ら営んだ事業を再編して公開会社として運営し続けることを実現するために締結したものであり、明らかに会社の内部事務を規制しているし、係争事項がもともと定款に入れるべきものであり単に Moelis 氏によって株主契約に移行されていたにすぎない。[745]

要素②：会社と締結している商事契約では、契約の相手方が通常サプライヤーや顧客などであるが、内部ガバナンス契約では、契約の相手方が役員や取締役又は株主などのコーポレートガバナンスに参与する内部関係者である可能性が高いである。[746]本事件において、当該株主契約の当事者は会社、Moelis 氏および彼の 3 つの関連会社だけである。[747]

要素③：社内関係者が会社の権力を行使することを可能とする条件を具体化することは係争条項の特徴である。それについて、他の関係者の決定の次第によって取締役の行動が左右されるというように取締役の行動能力を制限する条項がその一例である。[748]　本事件において、係争条項は社内の関係者が会社権力をどのように行使するかを授権することについて定めようとする。事前承認要件は取締役会の行動を制約する。取締役会構成条項と委員会構成条項は取締役会または会社の行動を義務付ける。指名要件と努力要件を除いて、係争条項はすべて取締役会を拘束しようとするものである。[749]

---

[743] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 81–86.
[744] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 86.
[745] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 95.
[746] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 86.
[747] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 96.
[748] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 87.
[749] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 96.

要素④：供給契約のような商事契約においては、明確な対価の交換が存在する一方、ガバナンス契約の目的は対価の交換ではなく支配権の分配にあり、ガバナンス契約ではそのような商業的交換を容易に見出すことが難しいことである（対価の交換がないわけではない）。[750]　本事件において、株主契約の下では、明白な基礎となる商業的取引は存在しない。株主契約の目的は、Moelis 氏に支配権を分配することであり、Moelis 社が Moelis 氏に授与した広範な権利につながることができる明白な基礎となる商業的取引が存在しない。[751]

要素⑤：権限制限条項と商業目的との関係性から見れば、与信契約におけるネガティブ・コベナンツを代表とする商事契約における取締役会の権限を制限する条項は基礎となる商業取引を保護することを目的とするが、ガバナンス契約において権限制限条項を設ける目的はそのガバナンス権利のためである。[752]　本事件において、基礎となる商業的取引が存在しないため、株主契約におけるガバナンスに関する取り決めは商業的取引のために構築されたためではなく、ただガバナンス権利と制約の網を確立しているのである。[753]

要素⑥：契約の条項を違反した場合の救済方法から見れば、商事契約の場合は主として損害賠償責任によって救済が提供されるが、ガバナンス契約の場合は主としてガバナンス権利に関する行動差止め又は行動強制命令が救済として提供される。[754]本事件において、係争条項に対する救済措置としては差し止め命令と強行執行命令であると考えられる。[755]

要素⑦：契約の存続期間から見れば、商事契約の場合は有限期間又は解除可能であることが多いが、ガバナンス契約の場合は存続期間に制限がなかったり、契約の解除に制限を加えたりする傾向がある。[756]　本事件において、株主契約の第 5.1 条の規定により、本契約の全当事者の相互の合意があった場合や B 種株の条件 2 が満たさない場合などに限って株主契約の解除が可能であるから、取締役会が株主契約を終了

---

[750] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 87.
[751] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 96.
[752] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 88.
[753] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 97.
[754] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 88.
[755] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 100.
[756] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 88–89.

させる能力が全くないほど制限されている。[757]

係争条項に関する明確な目的は Moelis 氏による支配の確保である。以上の理由に基づいて、係争条項は典型的な内部ガバナンス条項に該当し、内部ガバナンス契約ではなく別個の契約に記載されているとしても、141 条(a)項の対象となる。[758]

（2） 第二段階の審査: 係争条項が取締役会の権限を不当に制限しているか

前述した通り、係争条項が内部ガバナンス規定に該当する場合、裁判所は Abercrombie テストを適用することとなる。[759]この時、裁判所は当該条項が「経営事項について自己の最善の判断をするという取締役の義務を実質的に剥奪する効果」を有するか、または「経営方針に関する取締役の意思決定の自由を実質的に制限する傾向」があるかを評価しなければならない。[760]

判例に対する考察に基づいて DGCL の 141(a)に違反する可能性のある条項としては、(1)「取締役会は〜すべきものとする」又は「取締役会は〜してはならない」など条項の定めによって、取締役会又は個々の取締役を拘束することを意図するものとしての「直接的に取締役会レベルでの制限」、(2) ある事項が取締役会の決定が必要で場合に、当該事項に関して「会社は〜すべきものとする」又は「会社は〜してはならない」など条項の定めによって、会社を拘束することを意図するものとしての「直接的に会社レベルでの制限」、(3) 取締役会又は取締役が特定の行動を取った又は取らなかった場合に、当該取締役会又は取締役に対して過重なサンクションを課すことを意図するものとしての「間接的に取締役会レベルでの制限」、(4) 取締役会の決定が要する行動について会社がその行動を取った又は取らなかった場合に、会社に対して過重なサンクションを課すことを意図するものとしての「間接的に会社レベルでの制限」などの類型がある。[761]

その (1) については、取締役会が特定の行動を取ってはならない、または取らなければならないと明記した条項や個々の取締役の行動を拘束する条項は直接的に取締役会レベルでの制限に該当するため、判例では一貫として無効であるとされていた。その (2) については、取締役会が会社の契約解除権を行使することができるのはその行使が取締役の信認義務履行に必要であると外部弁護士から認定されている場合に限る（Bally's と ACE 事件）などのような「直接的に会社レベルでの制限」条

[757] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 97–100.
[758] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 100–101.
[759] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 89.
[760] *Abercrombie v Davies* (1956) 123 A. 2d 893, 899–900.
[761] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 26–30.

項も無効とされてきた。その（3）と（4）の間接的な制限については、Abercrombie の事件のように、取締役が投票条項に「従わなければ解任される」という条項規定が間接的な制限であるが、取締役に対する直接制限と同等に機能するため、その間接的な制限も無効とされうる。[762]

① 支配者による事前承認の条項

本事件の株主契約に設けられている支配者による事前承認の条項は、B 種株の条件 1 が満たされている限り、Moelis 氏の事前承認がなければ、取締役会は 2,000 万ドルを超える負債・投資をはじめとする 18 種類の事項・行動をしてはならないと求めているため、取締役会の行動能力に対する明示的かつ直接的な制限であると認定できる。それに、支配者による事前承認の条項はあまりにも包括的で、Moelis 氏の会社経営に対する支配権を大幅に拡張し、取締役が Moelis 氏の承認する範囲でしか行動できなくなり諮問機関になってしまう。ゆえに、同条項は、ほぼすべての「経営事項に関して取締役が最善の判断を行使すべきとの義務を取締役から実質的に剥奪する効果を有する」ため、Abercrombie テストの下で無効であると認定できる。[763]

② 取締役会構成の条項
(ア)取締役に関する推薦条項

取締役による株主に対する推薦の義務については、DGCL の 251(b)・251(c)及び判例法は、会社が行えようとする合併の適切性に関して取締役が株主に対する忠実義務に基づいて株主の最善の利益のために株主に対して誠実で率直な推薦をしなければならないと求めている。そのような推薦の義務は取締役候補に関する取締役会による推薦にも同様に適用される。[764]

推薦条項の下では、取締役が Moelis 氏による指定候補者に関してどう思うかに関わらず、取締役会が株主総会による取締役の選挙に向けてそれらの指定候補者を「取締役会が推薦する候補者リスト」に入れると義務付けられる。そのため、取締役が誰を取締役とするかという経営事項について自らの最善の判断を行使する責務が大幅に奪われることとなる。ゆえに、当該推薦条項は Abercrombie テスト、第 141 条(a)項に違反することで無効であると認定できる。[765]

---

[762] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 90–91.
[763] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 101–110.
[764] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 110–113.
[765] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 113–114.

(イ)取締役会の空席補充の条項

取締役会において取締役の退任により空席が生じたとき、これを補充できる権限（補充する候補者を選定する権限も含む）は、定款の規定によれば、取締役会にしか行使できないとされているが、取締役会の空席補充の条項を通じて、取締役会はその空席補充の事項に関して自らの判断を行使することが制限され、Moelis 氏が指定した補充者を任命しなければならない。それによって、取締役が誰を取締役とするかという経営事項について自らの最善の判断を行使する責務が大幅に奪われることとなり、第 141 条(a)項に基づく取締役会の権限も制限されることとなる。それで、取締役会の空席補充の条項は Abercrombie テスト、第 141 条(a)項に違反することで無効であると認定できる。[766]

(ウ)取締役会の規模制限条項

取締役会の規模制限条項の下では、Moelis 氏による承認がない限り、同社が 11 席を超えない取締役会を維持するよう最善の努力を尽くすべきと義務付けられている。しかしながら、取締役会が 11 席を超える取締役会の規模を拡大したい場合に、取締役が取締役会の規模をどのように設定すればよいかという経営事項について自らの最善の判断を行使する責務が大幅に奪われることになるため、取締役会の規模制限条項は Abercrombie テスト、第 141 条(a)項に違反することで無効であると認定できる。[767]

(エ)支配者による指定権条項

支配者による指定権条項は、Moelis 氏が取締役として選出される可能性のある者を指定することを可能にする権利で、単独では、Moelis 氏に特定の者を取締役候補者として提案する能力を与えるだけであり、取締役会や会社が Moelis 氏の指名した者に関してどのような行動をしなければならないかは他の取締役会構成の条項によって決められることである。ゆえに、単独で見れば、支配者による指定権条項は第 141 条(a)項に違反する可能性のある取締役会に対する制約を課していないと言える。[768]

(オ)取締役候補者に関する指名条項

取締役候補者に関する指名条項の下では、同社は Moelis 氏が指名した者を取締役として選出できるようにするために指名し、取締役の候補者リストに含めることと

[766] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 114–116.
[767] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 116–119.
[768] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 119.

義務付けられている。「取締役の候補者を指名するとは、その候補者が選挙に立候補できるようにすることを意味する。候補者を推薦するとは、その候補者を支持することを意味する」のである。「候補者リストに関して推薦を行うことができるのは取締役会だけであるが、候補者を指名することは、取締役会の独占的に有する権力ではなく、株主にも候補者を指名する権利がある。」「株主には候補者を指名する権利があるため、彼らはその権利の行使について会社と正当に交渉することができる」。ゆえに、当該条項は「第 141 条(a)項の下での取締役会の特権を妨げる可能性があるが、会社は第 141 条(a)項に違反することなく、株主が提案する候補者を指名することに同意できる。」ゆえに、当該条項は無効ではない。[769]

(カ)M&C 社による努力保証の条項

M&C 社による努力保証の条項の下では、M&C 社は Moelis 氏による被指定者が取締役として選任され続けるようと合理的な努力を払わなければならないと求められている。努力保証の条項は、「株主総会で Moelis 氏による指定候補者を検討し選任することができるようにするため、例えば会社の委任状に当該指定候補者を追加したり、会社の委任状説明書にそれらに関する情報を含めたりする事務的措置を講ずることを正当に会社に義務付けることである。取締役会が当該指定候補者の選任に反対する状況においてさえ、これらの行為は、会社法第 141 条(a)に基づく取締役会の権限に対する実質的な侵害とはならない。」ゆえに、努力保証の条項が有効である。[770]

③ 委員会構成条項

DGCL の第 141 条(a)及び(c)並びに同社の定款細則によれば、取締役会は誰を委員会に務めさせるかを決定する権限を有する。しかしながら、「Moelis 氏によって指定される比例的な数の被指定者を各委員会に務めさせることを取締役会に義務付けることにより、委員会構成条項は取締役会による裁量・行動を特定の方向に向けて強制させることとなる」。Moelis 氏による承認がなければ、取締役会は Moelis 氏が指定した被指定者のいずれを排除する委員会を設置することはできない。ゆえに、委員会構成条項は、誰を委員会に務めさせるかとの決定事項について、取締役が自らの最善の判断を行使する責務は実質的に奪われることになり、Abercrombie テストと第 141 条(a)項に違反するため、無効である。[771]

---

[769] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 119–120.
[770] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 121.
[771] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 121–124.

第四節　検討

コーポレートガバナンスに関与する契約条項の効力性について、Moelis 事件の判決は 1956 年の Abercrombie 事件から数十年にわたる判例法を考察したうえで、取締役会中心主義のガバナンス構造を維持すべきとの判断を堅持し、取締役会の機能を不当に制限したガバナンス条項は無効であると判じ[772]、そのような契約条項の効力性を判断するための枠組みを構築したと言える。従って、Moelis 判決の中に議論されていた各種類の株主権利条項が実務において常に利用されているものであるため、Moelis 判決の影響でそれらの条項が無効となるリスクが高くなる。[773]　Laster 判事が Moelis 判決の結論の部分に強調した通り、「市場慣行が法令と衝突する場合に法令が優先する」。[774]　ゆえに、遡及効のある立法がない限り、単なる法改正を行うとしても、Moelis 判決の前に締結されていた類似契約の効力性は不安定な状態に追い込まれる恐れがある。[775]

その影響を受けて、デラウェア州弁護士協会は Moelis 判決の後にまもなく S.B. 313 法案を提案していた。[776]　そして、2024 年 7 月 17 日に、S.B.313 法案が DGCL の重要な改正として州知事に署名され法制化されることによって、DGCL の第 122 条に第(18)項が追加されていた。[777]　当該法改正を通じて、Moelis 判決に確立されたルールが覆されるようになる、強烈的な批判と論争を引き起こした。

新設されていた DGCL の第 122 条第(18)項によれば、第 141 条(a)項の規定に関わらず、いずれの会社は、定款に定めがあるか否かを問わず、現在の株主や将来の株主又は株式の実質的所有者との間に、以下の種類の契約条項を設ける権限を有するとされるようになる：「(イ)　契約において規定される行為について会社が行うことを制限し又は禁止すること、(ロ)　会社が契約に規定される行為を行う前に、1 名以上の者若しくは機関の承認又は同意を要求すること（当該の者又は機関は、取締役会、1 名以上の現在若しくは将来の取締役、株主又は当該会社の株式の実質的所有者を含む）、(ハ)　当該会社又は 1 名以上の者若しくは機関が（当該の者又は機関には、取締役会、1 名以上の現在若しくは将来の取締役、株主又は当該法人の株式の実質的所有

---

[772] その数十年にわたる判例法に関する考察について、*West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 30–80.
[773] Lebovitch M, "Soap Opera Summer: Five Predictions about Delaware Law's Response to New DGCL 122(18) Columns" (2025) 15 Harv. Bus. L. Rev. 283 at 288.
[774] *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v Moelis & Co, CA No 2023-0309-JTL (Del Ch Feb 23, 2024)* (Unreported, Curry Thomas et al) 132.
[775] Lebovitch, n 773 at 288.
[776] *Remember the Board's in Charge (Unless Otherwise Properly Agreed) – The Moelis Mess | Law Bulletins | Taft Law*, https://www.taftlaw.com/news-events/law-bulletins/remember-the-boards-in-charge-unless-otherwise-properly-agreed-the-moelis-mess/ viewed 18 October 2025; Lebovitch, n 773 at 288–289.
[777] *Senate Bill 313 [AN ACT TO AMEND TITLE 8 OF THE DELAWARE CODE RELATING TO THE GENERAL CORPORATION LAW]* (17 July 2024), https://legis.delaware.gov/BillDetail/141480 viewed 18 October 2025.

者が含まれる)、契約において規定された行為を行い、又は行わないことを約束すること」; この条文規定を適用する目的に限り、「いずれの特定の行為に関してかかる契約に設けられる制限、禁止又は誓約（Covenant）は、当該行為を行う権限又は権能が取締役会（又は 1 名以上の取締役）に付与されていると本法または定款に定められていることを理由として、本法又は定款に反するものとみなされてはならない」とされている。[778]

Moelis 判決において裁判所は、事前承認条項を代表とする争点となる諸契約条項が第 141 条(a)に違反するため無効であるとされていたが、それらの条項を法が認める範囲で会社の定款に記載すれば第 141 条(a)に違反することなく有効となると想定できると強調していた。[779]　しかし、支配権の分配に関してその権利内容を定める手段としての定款と株主契約について、なぜそれぞれの効力に関する差別的な取り扱いが取られているかというと、Laster 判事はそれが「独立の法的意義の法理」（「Doctrine of Independent Legal Significance」）によることであると判じた。[780]　学説上において、定款と株主契約との区分は修正の手続きとコーポレートガバナンスの透明性という二つの側面から行われている。修正の手続きからすると、定款に設けられている株主権利の IPO 後の変更は株主総会での多数決が必要である定款修正案を通じて行われなければならないため株主の利益保護がより確保されていると言えるが、株主契約については当事者がそれを修正する契約自由を有するから株主による多数決が求められていない。[781]　そして、コーポレートガバナンスの透明性からすると、コーポレートガバナンスに関わる条項が定款で定める場合に会社登録規制と情報開示規制により公開開示されるが、株主契約で定める場合にそのような透明性が欠如する。[782]

定款と株主契約のそれぞれに設けられるコーポレートガバナンス条項の効力を差別的に取り扱う Moelis 判決と異なり、DGCL の第 122 条に新設された第(18)項は上

---

[778] Del. Code Ann. tit. 8, § 122 (18) (2024). see also *id*. (same text in effect in 2024 and unchanged through 2025).

[779] *W Palm Beach Firefighters v Moelis & Co* (2024) 311 A. 3d 809, 10–13.

[780] *W Palm Beach Firefighters v Moelis & Co* (2024) 311 A. 3d 809, 13.　「独立の法的意義の法理」というのは、「DGCL の一つの規定に基づいて行われた行動は法的に独立するものであり、その有効性は、それ以外の規定…の要件に依存せず、同規定に問われることもない」ことであるとデラウェア州最高裁が定義していた。Orzeck v. Englehart, 195 A.2d 375, 378 (Del. 1963).　すなわち、デラウェア州裁判所は、ある取引が DGCL のいずれかの規定に適合すれば有効であると認定でき、DGCL のほかの規定を違反するとのことを理由として当該取引を無効とはしない。Bigler CS and Rohrbacher B, "Form or Substance? The Past, Present, and Future of the Doctrine of Independent Legal Significance" (2007) 63 Bus. Law. 1 at 1–2.

[781] Del. Code Ann. tit. 8, § 242(b) (1) (2023).Shobe G, Shobe J and Clayton WW, "Moelis and Private Equity in the Public Market" (2025) Yale J. Reg., forthcoming , European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 861/2025, BYU Law Research Paper No. 25-18 at 13, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=5160684 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5160684 viewed 5 October 2025; Rauterberg, n 338 at 1132.

[782] Fisch J, "Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering" (2022) 99 Washington University Law Review 913 at 946.

述した(イ) (ロ) (ハ)のガバナンス事項を契約で定めることを認めるようにする。それのみならず、第(18)項に列挙されている(イ) (ロ) (ハ)のガバナンス事項は限定列挙ではない。[783]

DGCL の第 122 条第(18)項は強烈的な批判と論争をもたらした。DGCL の第 122 条第(18)項の法改正の支持者は主として Moelis 判決による市場慣行に対する不当な干渉、Moelis 判決によって生じた不確実性、デラウェア州を企業登録の優先地と可能にする法的な地位の確保などの面に立脚し、その法改正を擁護している。具体的に言うと、支持者は Moelis 判決によってその効力が疑われるようになる株主契約の諸類似条項が従来から契約自由に属し定款の代わりに株主契約で定めることが市場慣行として認められてきたが[784]、Moelis 判決がそのような諸類似契約条項の効力性に関して不確定性をもたらし、市場慣行としての市場実践に混乱と不確実性を生じさせる恐れがあり[785]、デラウェア州に登録している会社が同州の経済に重要な貢献を与えているため、法改正を通じてデラウェア州を企業登録の優先地と可能にする法的な地位の確保する必要がある[786]と主張している。

一方、DGCL の第 122 条第(18)項の法改正を反対する者は主として以下のように反論を行った。まず、Moelis 判決に取り扱われる契約条項が典型的な市場慣行ではなく、特に上場会社の場合においてそのような契約が典型ではない。[787]　そして、DGCL の第 122 条第(18)項の定めが広範すぎるため、Moelis 判決の範囲を遥かに超え、更なる不確実性を生じさせ、「Moelis 事件に問題とされていた株主契約に内在する深い法的不確実性を解決することができない」。[788]　また、同改正はデラウェア州の会社法制の基盤と位置付けられてきた取締役会中心主義を弱体化させ、株主間のエージェン

[783] S.B. 313, 152d Gen. Assemb. (Del. 2024) (enacted July 17, 2024) (Original Synopsis).
[784] Mccormick KSJ, "LETTER FROM CHANCELLOR KATHALEEN ST. JUDE MCCORMICK TO THE DELAWARE STATE BAR ASSOCIATION EXECUTIVE COMMITTEE (Apr. 12, 2024)" (2024) at 5.
[785] Mccormick, n 784 at 5–6; *Del. Needs To Urgently Pass Post-Moelis Corporate Law Bill* (29 May 2024), https://www.law360.com/articles/1841709/del-needs-to-urgently-pass-post-moelis-corporate-law-bill viewed 19 October 2025.
[786] Petrowich S, *Corporation Law Updates Pass General Assembly amid Mixed Reception from Law Professionals* (24 June 2024) Delaware Public Media, https://www.delawarepublic.org/politics-government/2024-06-24/corporation-law-updates-pass-general-assembly-amid-mixed-reception-from-law-professionals viewed 19 October 2025.　デラウェア州に会社を登録する業務から生じた税金と手数料は州の最大の財源収入源であると言われている。
[787] Talley E, Rauterberg G and Sanga S, "Letter in Opposition to the Proposed Amendment to the DGCL", https://corpgov.law.harvard.edu/2024/06/07/letter-in-opposition-to-the-proposed-amendment-to-the-dgcl/ viewed 19 October 2025.
[788] Rauterberg G and Sanga S, "Proposed Amendments to DGCL on Stockholder Contracting Would Create More Problems Than They Purportedly Solve", https://corpgov.law.harvard.edu/2024/04/05/proposed-amendments-to-dgcl-on-stockholder-contracting-would-create-more-problems-than-they-purportedly-solve/ viewed 19 October 2025; Jill E. Fisch, Anat Alon-Beck, "Does the Moelis Decision Warrant a Quick Legislative Fix?", https://clsbluesky.law.columbia.edu/2024/06/10/does-the-moelis-decision-warrant-a-quick-legislative-fix/ viewed 18 October 2025.

シー問題の厳重性を高める。[789]　もっとも、同改正は 1960 年代以来から最も広範的的な法修正であるが、「多様な視点からの有意義な審議や意見の募集を排除した速度で行われていた」ため、Moelis 判決に対する過剰反応であり、慎重で熟慮された法改正ではない。[790]

まず、争点の中心となる問題として Moelis 判決に取り扱われる契約条項が従来からの市場慣行であるや否やについては、2010 年から 2021 年までの 1362 件の IPO をサンプルとして Shobe と Shobe（2025）が行った実証研究によれば：Moelis 判決に無効とされていた支配者の事前承認が広範に求める条項が市場実務においては比較的に稀なもので、同判決に無効とされていなかった取締役候補者に関する指名条項や支配者による指定権条項がより一般的なものであると同時に、Moelis 事件に利用されていた契約上の支配権分配の条項が市場実務における一般状況と比べれば最もアグレッシブなものであるため、Moelis 事件は典型的な市場慣行を代表することができない。[791]

そして、Moelis 判決の影響については、Shobe と Shobe（2025）の実証研究によれば、契約条項によって分配される支配権（事前承認権など）の大半は機関投資家（PE）によって所有され、IPO 後の数年にわたる株式の売り出しに伴い解消されるようになっていたため、Moelis 判決による影響を受けるのがその僅か一部にすぎず、Moelis 判決の影響はより限定的である。[792]　しかしながら、DGCL の第 122 条第(18)項の法改正はその適用範囲がより限定的である Moelis 判決を覆すだけでなく、同判決による影響を受ける範囲を遥かに超えて包括的かつ不確定的な条文の定めを設けることを通じて取締役会の権限行使を制限するほとんどの契約条項の効力性を認めることとする。[793]　同条文の定めを一見すると、この条項の下では、コーポレート・ガバナンスに関するすべての内容を変更することを可能とするあらゆる契約を会社が締結することができると解釈されうる。しかし、例えば、取締役がたとえ故意的不法行為や信認義務の違反など悪意の行為をしたとしても会社が当該取締役に対して訴訟による救済を求めることを放棄すると予めに契約に約束することや取締役会がその意思決定権限のすべてを単独の個人に委任することなどに関しては同条文が認めるわけがないと考えられる。[794]

また、DGCL の第 122 条第(18)項の法改正の緊急性について、S.B. 313 のセクター6 の下では、2024 年 8 月 1 日までに提訴されていた又は進行している訴訟事件に対して DGCL の第 122 条第(18)項が適用しないとされているが、Shobe と Shobe（2025）

[789] Jill E. Fisch, Anat Alon-Beck, n 788.
[790] Mccormick, n 784 at 5.
[791] Shobe et al, n 781 at 1,4,18.
[792] Shobe et al, n 781 at 1,4,18.
[793] Shobe et al, n 781 at 6.
[794] Rauterberg and Sanga, n 788.

の実証研究によれば、Moelis 判決の後から同期日までに株主契約の効力を争う訴訟が大量的に提起されることがないため、同法改正に関する緊急性が確実であるかは疑問を禁じないと反論されている。[795]

それで、なぜデラウェア州はそのような慎重さが足りない法改正を行ったかというと、それは主として機関投資家（PE）が株主契約の実務応用に関する主要な受益者として自らの利益を保護する目的で、同改正を実現させようとロビー活動を行ったことに起因するものであると Shobe と Shobe（2025）が強調している。[796]

以上を総合してみると、契約による支配権分配の条項は概ね取締役会の構成に関わる条項と取締役会の決定権限を制限する事前承認条項に分けられる。前者の下で、株主が自ら希望する者を取締役に務めさせる権限が会社法のデフォルト・ルール下での権限の範囲を遥かに超えるように設定されるとしても、同指定された者が取締役会のメンバーとして任命された以上、すべての株主に対して信認義務を負うこととなり、いずれの株主だけに対して有利な行動を取った場合にほかの株主により信認義務違反の責任が追及されうる。一方、Moelis 判決に無効とされていたアグレッシブな事前承認条項のような条項がなければ会社の経営に関する取締役の決定がいずれの株主による直接的な干渉を受けず信認義務による抑止力をも受けるが、類似な条項が設けられていた場合、同条項から授権された株主が事前承認権を通じて会社の経営を自分の利益に合致する方向に向けて運営させることと可能とし、ほかの株主に対する責任を免れることもできる。なお、事前承認条項は特定の株主による事前承認が必要である事項の数からすると、限定事項に関する事前承認条項と広範な事項に関する事前承認条項にさらに分けられ、後者が市場実務において比較的稀なものである。従って、契約上の支配権分配の条項のうち、各種類の条項があるのみならず、各条項が取締役会中心主義のコーポレートガバナンス構造を歪む程度について差が存在し、これによる有害性のレベルも異なり、取締役会の構成に関わる条項は比較的に有害性が低い。ゆえに、契約上の支配権分配の条項を規制する目的で法改正を行いたいならば、各条項の種類、利用頻度及びその有害性を総合的に十分に考察するうえで、Moelis 判決の影響を受ける条項のうち最も保護したい株主の契約上の権利条項に集中して法的に類似権利条項の設定と効力性を認めればよいではないかと学説上に主張されている。[797]

[795] Shobe et al, n 781 at 5,43.
[796] Shobe et al, n 781 at 48.
[797] Shobe et al, n 781 at 44–45.

第三部　少数支配株主に対する責任規制

第七章　支配的な株主の信認義務責任

——デラウェア州会社法の最近動向を踏まえて

第一節　2025 年法改正前の支配的な株主の定義

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 条に支配的な株主の定義が設けられていなかったが[798]、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[799]。しかしながら、第 203(c)条の条文の冒頭にはその定義が「本条のみに適用する」と限定されること及び同条文が企業買収の規制と目的としていることなどの要素[800]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、支配的な株主であるや否やに関する判断は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%以上を有している場合、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。[801] ただ、その事実上の支配の有無を巡る判断については、近年デラウェア州裁判所は支配的な株主による自己取引に対する懸念と慎重が高まる一方で、支配の定義を拡張し、議決権以外の支配に関する要素（例えば支配を実現できる可能性やスーパースターCEO の影響力）を強調することで、過半数以上の議決権を有しない者であっても支配者と認定する傾向性が見られる。[802]　従来の判例では、過半数以上の議決権を有する場合は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」を有する者が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」の基準が[803]、実際の支配が存在しないが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が実現できる場合に支配が存在するという「望めば支配できる」

---

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

799 *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).

800 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).

801 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)

802 Bainbridge, “A Course Correction for Controlling Shareholder Transactions”, n 319 at 536–542.

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

の基準へ[804]、さらに「スーパースターCEO」が存在すればその者を支配者として扱うという広範的な基準[805]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[806]、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。[807] 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な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な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、支配的な株主と認定される率が 2 倍以上高いであった。[808]

[804] In re Cysive, Inc. S'holders Litig., 836 A.2d 531, 553 (Del. Ch. 2003).
[805] Richard J. Tornetta v. Elon Musk, et al., C.A. No. 2018-0408-KSJM, 310 A.3d 430 (Del. Ch. Jan. 30, 2024).
[806] 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).
[807] 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).
[808] 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.

第二節　判例法における支配的な株主の信認義務責任

第一項　信認義務違反の責任の判断基準

支配的な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。[809]　支配的な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、少数株主の受託者となり[810]、少数株主に対して信認義務を負うこととなる。[811]　それにしても、支配的な株主が負うべき信認義務の範囲については、まずは取締役等の信認義務と異なり、支配的な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・処分する権利を有する;そして支配的な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」もその支配力に及ばれるため、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一方[812];学説上に、支配的な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。[813]　支配的な株主が少数株主に対する

---

[809] 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).

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

[811] 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).

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

[813] Bainbridge, "A Course Correction for Controlling Shareholder Transactions", n 319 at 526. また、支配的な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), ("when a shareholder, who achieves power through the ownership of stock, exercises that power by directing the actions of the corporation, he assumes the duties of care and loyalty of a director of the corporation. When, on the other hand, a majority shareholder takes no such action, generally no special duty will be imposed.")　"Controller Confusion: Realigning Controlling Stockholders and Controlled Boards" (2020) 133 Harvard Law Review 1706 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.（"Delaware posits that a controlling stockholder owes the same fiduciary duties as directors. That sounds plausible. Both are corporate fiduciaries. Why wouldn't they owe the same duties? But it turns out not to be true—and not by a long shot. At bottom, all a controller owes is a duty of non harm. A controller is thus a barebones fiduciary, owing the minimum duty that one can owe to another and still have the relationship termed 'fiduciary'."）.Dammann J, "The Controlling Shareholder's General Duty of Care: A Dogma That Should Be Abandoned" (2015) 2015 U. Ill. L. Rev. 479 at 506.支配的な株主が少数株主に対して注意義務を負わないとすべきと主張している.

信認義務を負わせる政策上の理由としては、少数株主が支配的な株主の意思に従わないと支配的な株主から報復を受ける恐れがあるためである。[814]

いずれにせよ、支配的な株主によるフリーズアウトなどの関連者取引において、支配的な株主が少数株主に対して信認義務を負うことは異論がない。[815]

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。[816]支配的な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[817]、支配的な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な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。[818]

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。[819]

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いない限り、裁判所もそれを尊重する。[820]　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。[821]　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。[822]

そして、強化審査基準の下では、裁判所は 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

---

814 Bainbridge, “A Course Correction for Controlling Shareholder Transactions”, n 319 at 552.
815 Bainbridge, “A Course Correction for Controlling Shareholder Transactions”, n 319 at 531–532. Americas Mining Corp. v. Theriault, 51 A.3d 1213, 1239 (Del. 2012).
816 Hill CA and McDonnell BH, “Chapter 8: Fiduciary Duties: The Emerging Jurisprudence” , *Research Handbook on the Economics of Corporate Law* (Edward Elgar Publishing, 2012) p 133.
817 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 813 at 481.
818 Dammann, n 813 note 8 and accompanying text. .
819 Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp., 28 A.3d 442, 457 (Del. Ch. 2011)
820 Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984), overruled by Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000). Maffei v. Palkon, 339 A.3d 705, 728 (Del. 2025).
821 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.
822 Emerald Partners v. Berlin, 787 A.2d 85, 91 (Del. 2001)

いと求められている。[823] 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、その意思決定のコンテスト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。[824] 例えば、Unocal 事件のような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 事件のような会社の売却やキャシューアウト取引の場合に強化審査基準が最も頻繁に適用される。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。[825]

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争点取引が「完全に公正」であると立証しなければならない。[826] 当該基準は利益相反取引がある場合に適用されることとなるが[827]、支配的な株主が存在するだけでは必ず適用されるわけではなく、支配的な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、被告者の支配的な株主が立証責任を負う。[828]

第二項　支配的な株主の信認義務責任に関する判例法の発展

第一款　Weinberger v. UOP 判決

Weinberger v. UOP 事件は支配的な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な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。[829]

支配的な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。[830] そして、争点取引が「完全に公正」であ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、争点取引が「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

---

823 Mercier v. Inter–Tel (Del.), Inc., 929 A.2d 786, 810 (Del.Ch.2007)
824 In re Trados Inc. Shareholder Litig., 73 A.3d 17, 43 (Del. Ch. 2013)
825 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).
826 Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp., 28 A.3d 442, 459 (Del. Ch. 2011).
827 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983)
828 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).
829 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 702–04 (Del. 1983)
830 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983)

や否やは、争点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。最も、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。[831]

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にまで支配的な株主である Signal 社によって完全に主導されていた。[832] 最も、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 社に有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 社に有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、同社の取締役会の会議にも議論されていなかった。[833] 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。[834]

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、もし完全な独立取締役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」という要件の充足確率が高くなる。[835]

第二款　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 社の支配的な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

831 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983)
832 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 711–12 (Del. 1983)
833 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 705,707-709 (Del. 1983)
834 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。Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 712-15 (Del. 1983).
835 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 709 n.7. (Del. 1983)

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。支配的な株主の 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。[836]

デラウェア最高裁判所は、Alcatel 社が Lynch 社の支配的な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な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。[837]

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な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争点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。[838]　立証責任はともかく、いずれのアプローチも支配的な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、支配的な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[839]を援用し、親子会社の合併取引において支配的な株主が少数株主の利益を侵害す

---

836 Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1112-1115 (Del. 1994)
837 Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1115 (Del. 1994)
838 Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1115–16 (Del. 1994)
839 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、支配的な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、支配的な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、支配的な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、支配的な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な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

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。[840]　つまり、支配的な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な株主の信任義務責任を判断するための唯一の基準とすべき、争点取引が少数株主にとって完全に公平であると立証責任はまず支配的な株主に負わせるべきが、支配的な株主が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することで争点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による承認があったことを立証できた場合、争点取引が不公平であったとの立証責任がまた少数株主に移転されることとなると判じた。[841]

特にその①に関して、独立委員会の設置だけでは足りず、支配的な株主が争点取引の条件・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な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。[842]

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、支配的な株主の 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、争点取引が完全に公平であると立証する責任が依然として 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。[843]

第三款　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な株主であり、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

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)

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

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

[842] 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。

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

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 社の非公開会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。[844]

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、支配的な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。[845]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な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、支配的な株主は争点取引がその①又は②のいずれかを充足したと立証できれば、争点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。[846] 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な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。[847]

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、支配的な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つの少数株主保護措置が支配的な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な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

844 Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 638-641,653 (Del. 2014).
845 Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 642 (Del. 2014)
846 Kahn v. Lynch Commun. Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1116–17 (Del. 1994)
847 Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 642 (Del. 2014)

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。[848]

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)支配的な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。[849] 「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」。[850] 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、支配的な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、支配的な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、支配的な株主によるバイアウトにおける支配的な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。[851]

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、支配的な株主に対する訴えが却下されることとなる。[852]

第四款　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な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な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 判決後に、Kahn v. Tremont 事件において、州最高裁判所は Weinberger 判決を援用するうえで「支配的な株主による自己取引（self-dealing）が争われる場合に完全な公平

[848] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 644-645 (Del. 2014)
[849] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 645 (Del. 2014)
[850] 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)
[851] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 646 (Del. 2014)
[852] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 654 (Del. 2014)

性が実質的な法的基準となり、被告が立証責任を負う」[853]と Weinberger 判決の適用範囲を広く認めるように読めると考える。[854]　そして、Kahn v. MFW 判決の後、Bainbridge 教授の考察によれば、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な株主による利益相反取引まで拡張した。[855]　特に、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 判決の適用範囲を支配的な株主によるあらゆる利益相反取引まで拡張した。[856]

しかしながら、Kahn v. MFW 判決から見れば、州最高裁は「支配的な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」[857]、「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」[858]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な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な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図れていないため、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。[859]　2025 年に DGCL 第 144 条の改正は学説と類似する立場を取っていた。

---

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

854 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.

855 Bainbridge, “A Course Correction for Controlling Shareholder Transactions”, n 319 at 584, n.324.

856 In re Match Group, Inc. Derivative Litig., 315 A.3d 446, 451–52 (Del. 2024)

857 “This appeal presents a question of first impression: what should be the standard of review for a merger between a controlling stockholder and its subsidiary”, Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 642 (Del. 2014).

858 “entire fairness …is applied in the controller merger context as a substitute for the dual statutory protections of disinterested board and stockholder approval”, Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 644 (Del. 2014).

859 Hamermesh LA, Jacobs JB and Strine LEJr, “Optimizing the World’s Leading Corporate Law: A Twenty-Year Retrospective and Look Ahead” (2021) 77 Bus. Law. 321 at 339.

第三節　2025 年の DGCL 第 144 条の改正

第一項　2025 年改正前の DGCL 第 144 条

伝統的に、コモンローにおいて、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。[860]　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、支配的な株主と会社との取引が含まれていなかった。[861]　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。[862]　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[863]、当該利害関係取引に関して取締役・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に司法審査によるものである。[864]　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、こ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。[865]

---

860 Rohbacher 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. In re Cox Commun., Inc. Shareholders Litig., 879 A.2d 604, 614–15 (Del. Ch. 2005) (“the common law principle that interested transactions … were entirely invalid”).

861 Del. Code Ann. tit. 8, § 144(a) (2024)

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

863 Rohbacher et al, n 860 at 719–720. Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc., 891 A.2d 150, 185 (Del. Ch. 2005), aff'd, 906 A.2d 114 (Del. 2006)(“Satisfying the requirements of § 144 only means that the BFC Transaction is not void or voidable solely because of the conflict of interest.”)

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

865 Rohbacher et al, n 860 at 721.

第二項　DGCL の 2025 年改正の背景

第一部で既述した通り、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な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、平型のエージェンシー問題を決まり文句とするほど強調し、長い間に支配的な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な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。[866]

また、本章第一節に既述した通り、2025 年 DGCL 改正前に、DGCL では支配株主の定義が設けられていなかったが、判例法において 50%以上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な株主と認定されやすくなる。一方、デラウェア州法の下では、支配的な株主であると認定される株主が少数株主に対して信認義務を負うこととなる。[867]　それに、支配的な株主による利益相反取引が行われた場合に、支配的な株主が信認義務責任を免れるために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。このような司法傾向の下で、株主が支配的な株主と認定されるハードルが低くなり、支配的な株主と認定される株主が重い責任を負うことも容易になる。

DGCL の 2025 年改正を後押しする一つの特別な要因は、テスラのマスク氏と少数株主との間の訴訟に関する 2024 年判決である。　Tornetta v. Musk 判決にいては、マスク氏はテスラ社の 21.9%の持株を有すると同時に、「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、テスラ社を実質的に支配していると認定される。それに、裁判所は、マスク氏の高額な報酬プランが支配的な株主による利益相反取引に該当するため、マスク氏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、マスク氏がこの完全な公正性に関する立証ができなかったこと理由として当該報酬プランが無効であると判じた。[868]　その後、2024 年 6 月に、前述の無効とされていたマスク氏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。[869]　そして、テスラ社は報酬プランを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。

---

[866] Fisch JE and Solomon SD, “Control and Its Discontents” (2024) 173 U. Pa. L. Rev. 641 at 641–646; Bainbridge, “A Course Correction for Controlling Shareholder Transactions”, n 319 at 534.

[867] Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., 535 A.2d 1334, 1344 (Del. 1987).　また、前節第二項を参照。

[868] Tornetta v. Musk, 310 A.3d 430 (Del. Ch. 2024).
In January 2024, the court issued a post-trial opinion finding that the award was subject to review under the entire fairness standard, the defendants bore the burden of proving entire fairness, they failed to meet their burden, and the plaintiff is entitled to rescission.
Tornetta v. Musk, 326 A.3d 1203, 1212 (Del. Ch. 2024), judgment entered, (Del. Ch. 2024)

[869] Tesla, Inc., Current Report (Form 8-K) (June 13, 2024), https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1318605/000110465924071439/tm2413800d31_8k.htm

[870] それらの影響を受けて、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。[871]

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）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。[872]

第三項　DGCL 第 144 条の 2025 年改正

第一款　「支配的な株主」の定義条項の新設

DGCL の 2025 年改正で、「支配的な株主」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、「支配的な株主」は以下のように三分法をもって定義されている。

支配的な株主というのは、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.契約等に定める株主権利の行使によって確定される候補者を取締役会の過半数の取締役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に選任させることを実現する権利を有する者、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。[873]

そして、改正後の第 144 条において、「支配的な株主」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、支配的な株主ではない２人以上の間に契約や合意を通じて支配的な株主を構成したグループである。[874]

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、支配的な株主とはみなされないと規定されている。[875]

---

[870] Tornetta v. Musk, 326 A.3d 1203, 1212 (Del. Ch. 2024), judgment entered, (Del. Ch. 2024)
[871] Bainbridge SM, “DExit Drivers: Is Delaware’s Dominance Threatened?” (2024) at 823–827, https://papers.ssrn.com/abstract=4909689 viewed 13 September 2025; 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.
[872] S.B. 21, 153rd Gen. Assemb. § 1 (Del. 2025).
[873] Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (e) (2) (2025)
[874] Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (e) (1) (2025)
[875] Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (d) (4) (2025)

それで、従来から過半数議決権に基づく支配的な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な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、そのbとcに該当しない株主が以前に支配的な株主と認定されうるが、現在の定義条項の下で支配的な株主と認定できなくなるように読める。

第二款　取締役・役員と会社との利害関係取引について

本節の第一項に既述した通り、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。[876]

第三款　支配的な株主による利害関係取引について

DGCLの2025年改正で、改正後の第144条は、支配的な株主による非公開化取引とそれ以外の支配的な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定めている。

まず、支配的な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、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、支配的な株主や取締役・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を生じないとされている。[877]

そして、支配的な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、配的な株主や取締役・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を生じないと規定されている。[878]

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、支配的な

[876] Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (a) (2025)
[877] Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (b) (2025)
[878] Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (c) (2025)

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[879]、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。支配的な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[880]、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」が求めないならば、支配的な株主は、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。[881] 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が[882]、改正後の第 144 条ではその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る。[883]

さらに、支配的な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。[884]

また、上述の判例法の発展から見れば、支配的な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な株主が信認義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。[885]

---

879 S.B. 21, 153rd Gen. Assemb. § 1 (Del. 2025).

880 Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 644 (Del. 2014). “the purpose of the words “ ab initio,” and other formulations like it in the MFW decisions, require the controller to self-disable before the start of substantive economic negotiations, and to have both the controller and Special Committee bargain under the pressures exerted on both of them by these protections.” Flood v. Synutra Intl., Inc., 195 A.3d 754, 763 (Del. 2018)

881 Bainbridge, “A Course Correction for Controlling Shareholder Transactions”, n 319 at 599–600.

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

883 “Under new § 144(c), a controlling stockholder transaction that constitutes a “going private transaction” may be entitled to the statutory safe harbor protection if it is negotiated and approved or recommended, as applicable, by a committee consisting of a majority of disinterested directors and approved or ratified by a vote of a majority of the votes cast by the disinterested stockholders entitled to vote thereon.” S.B. 21, 153rd Gen. Assemb. § 1, SYNOPSIS (Del. 2025).

884 Del. Code Ann. tit. 8, § 144 (d) (5) (2025)

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

第四節　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。現代会社法の形成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。[886]

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。[887]　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。[888]　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。[889]　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性を保持しなければならないと求められている。[890]

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第 5600 条によれば、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

---

886 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 SSRN: https://ssrn.com/abstract=1856698 viewed 25 November 2025.

887 Gordon, “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005”, n 293 at 1515–1520.

888 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, http://www.ssrn.com/abstract=391363 viewed 25 November 2025; 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.

889 15 USC §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

890 15 U.S. Code § 78j-1, SEC Rule 10A-3.

成する必要があり[891]、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[892]、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[893]、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[894]。

独立取締役の選任と解任はあくまで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[895]、その解任も選任の場合と同じである（期差任期取締役会と累積投票の場合を除き、解任する理由が要しない）とされている[896]。従って、支配的な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な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な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な株主の意向に従う傾向があるではないか、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ではないかと批判する意見もある。[897]

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%以上が単一の支配的な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。[898]　支配的な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は合理的な規制のアプローチであるかと疑うしかない。

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

---

891 Nasdaq Listing Rule IM-5605-1.
892 Nasdaq Listing Rule IM-5605-3.
893 Nasdaq Listing Rule IM-5605-5（d）.
894 Nasdaq Listing Rule IM-5605-6（e）.
895 Del. Code Ann. tit. 8, § 216 (2025).
896 Del. Code Ann. tit. 8, § 141 (k) (2025).
897 Bebchuk LA and Hamdani A, “Independent Directors and Controlling Shareholders” (2017) 165 U. Pa. L. Rev. 1271 at 1274.
898 NYSE Listed Company Manual Section 303A。NASDAQ Corporate Governance Requirements 5615.

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と求めるようになっていた。その①のアプローチというのは、プライム市場上場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。[899] しかしながら、独立取締役の選任・解任が支配的な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。[900]

また、香港証券取引所は、特に複数議決権構造の上場会社の取締役会構成に関して、更なる強化した条件を求めている。複数議決権構造で香港証券取引所に上場する場合、取締役会において非業務執行の独立取締役の役割の強化[901]、非業務執行の独立取締役が過半数を占める指名委員会の設置[902]、及び完全独立の取締役のみで構成されるコーポレートガバナンス委員会の設置[903]が求められている。にもかかわらず、独立取締役を含める取締役の選任と解任は一般的にも株主総会の決議によって行われる。[904]

ゆえに、学説上に、支配的な株主が存在する場合に、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、支配的な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、支配的な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。[905]

支配的な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、少数支配株主の無敵な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、少数支配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・解任について少数株主が決定できるとしたほうが合理的であるではないかと考える。

---

899 東京証券取引所、コーポレートガバナンス・コード（2021）４－８③.

900 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?” (2016) 11 東京大学法科大学院ローレビュー = The University of Tokyo law review 222, 232–233 頁.

901 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.26.

902 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.27&28.

903 HKEX, Main Board Listing Rules, Rule, 8A.31.

904 HKEX, Articles of Association (May 2025), article 88, available at https://www.hkexgroup.com/-/media/HKEX-Group-Site/ssd/Corporate-Governance/Documents/hkex_articles.pdf

905 Bebchuk and Hamdani, n 897 at 1290–1292.

第八章　支配者の情報開示規制違反の責任

第一節　Luckin の不実開示事件

第一項　Luckin グループの概要

Luckin グループ（「Luckin 社」）は事業が中国で運営するコーヒーチエーンで、2017 年 6 月に中国の北京に設立され、その後ベンチャーキャピタルから融資を受けて、巨額なキャッシュバーニングによって急速的に業務規模を拡張し、設立後 2 年未満で 2019 年 5 月 17 日に米国のナスダックに公開上場した[906]。

同時に、IPO において議決権種類株式の発行と株式分割によって Luckin 社が複数議決権構造を構築した。議決権の多い B 種類株式の所有によって、起業者株主で取締役会長でも務める陸氏の有する議決権の割合が 30.02%、陸氏の姉妹である王氏が 12.19%、共同起業者株主で CEO 兼取締役の銭氏が 19.35%、陸氏とかなり密接の関係を有する Centurium Capital と Joy Capital がそれぞれ 11.70%、6.64%で（以下、陸氏と王氏と銭氏を「起業者株主」、起業者株主と Centurium Capital と Joy Capital を「創業者グループ」と称する）、つまり、Luckin 社の創業者グループは IPO 後において議決権 B 種類株式の所有を通じて合計 79.9%の議決権を有していた。[907]

Luckin 社の創業者グループのメンバーは特に UCAR グループ（「UCAR 社」）の株主と経営陣とかなり重なっている。Luckin の起業者株主の陸氏、当時 CEO 兼取締役の銭氏、当時 COO 兼取締役の劉氏及び数多くの従業員たちはもともと UCAR 社の経営陣・従業員であった。[908]　また、Luckin 社の大株主で陸氏等とかなり親近の関係を有する Centurium Capital と Joy Capital も従来 UCAR 社の大株主であった。[909]　Luckin 社の事業は UCAR 社の大量の資源を使用したため、UCAR 社からインキュベーションしたプロジェクトと言える。

UCAR 社は主にカーレンタルなどの事業を営む企業グループであり、2007 年に陸氏によって起業されかつ実質的に支配されつづけた一方、陸氏の主導で重資産かつ高負債型のビジネスモデルで巨額なキャッシュバーニングを通じて急速な規模拡張が続けた結果、UCAR 社グループの財務状況は極めて深刻な状況に落ち込んでいた。[910]

---

906 *Luckin Coffee Inc., Registration Statement on Form F-1/A (Amendment)* (6 May 2019), https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1767582/000104746919002872/a2238583zf-1a.htm viewed 1 December 2025.

907 *Luckin Coffee Inc., Registration Statement on Form F-1/A (Amendment)*, n 906 at 145–148.

908 *CAR Inc. Listing Documents(08/09/2014)* at 164–173, https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2014/0908/ltn20140908021.pdf viewed 18 January 2025.

909 *瑞幸謎題：2020 造假第一股全調査*, http://weekly.caixin.com/2020-04-17/101543853.html viewed 10 November 2024.

910 瑞幸走向全面崩盤 如何收場, http://weekly.caixin.com/2020-05-23/101557826.html viewed 28 November 2024.

それを背景にして、高いキャッシュフローを生み出すことができるビジネスを立ち上げたいため、陸氏等は様々なプロジェクトを試したが、2017 年に当時 UCAR 社の CEO の銭氏によって設立された Luckin 社がその中から生き残って成長してきた企業である。

なお、陸氏の主導で UCAR 社は EV 自動車事業へと進出したいため[911]、2018 年 12 に既に債務超過状態に落ちた自動車製造会社の北京 Borgward の 67%の持ち分を譲り受けた。[912]　持分譲渡契約の債務履行で、陸氏等は 2020 年 1 月 15 日の前までに買収対価の残りの 27.8 億元（約 588 億円、以下「残余対価」と称す）を払わなければならないため、膨大な資金が緊急に必要となっていた。[913]

第二項　Luckin 社の不実開示と粉飾決算の手法

IPO の後、Luckin 社は驚異的な成長率を示す財務情報を開示し続けた。[914]　そのような業績が急成長する中、6.5 億ドル超の融資を行った IPO から一年もたっていないうちに、Luckin 社は 2020 年 1 月 10 日に二次公募を実施し、さらに総額 4 億 4860 万ドル超の融資を行った。[915]

その直後、2020 年 1 月 31 日に空売り投資家の Muddy Waters Research が Luckin 社の粉飾決算を行ったことを示す匿名の研究レポートを入手して公開にし、資本市場で巨大な騒ぎを起こした。[916]

結局、2020 年 4 月 2 日に Luckin 社は粉飾決算の存在を認め、「COO 兼取締役の劉氏と若干名の従業員が、2019 年第 2 四半期から特定の不正行為、架空取引の捏造を行い、2019 年第 2 四半期から第 4 四半期までの架空取引によって約 22 億元（3 億ドル）の合計販売額が捏造され、この期間における営業費用も架空取引によって大幅に過大評価されていた」と公告した。[917]

それについて、中国市場監督総局は調査を行い、2019 年 4 月から 12 月までの間、

---

911 *瑞幸謎題：2020 造假第一股全調査*, n 909.

912 北汽福田汽車股份有限公司 関于公開掛牌転譲北京宝沃汽車有限公司 67%股権的進展公告, (2018)

913 北汽福田汽車股份有限公司 関于公開掛牌転譲北京宝沃汽車有限公司 67%股権的進展公告, (2019).

914 例えば、2019 年第 2 四半期の業績に関しては、ネット収益が前年同期比で 698%以上急増し、総営業費用も前年同期比で 243.9%増加した。これについて、Luckin Coffee Inc., Report on Form 6-K (Aug. 14, 2019) (Ex. 99.1) Luckin Coffee Inc., Report on Form 6-K (Nov. 13, 2019) (Ex. 99.1) を参照。

915 *Luckin Coffee Inc., Prospectus（Form 424B4）* (10 January 2020), https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1767582/000104746920000183/a2240425z424b4.htm viewed 29 November 2024.

916 "Luckin Coffee: Fraud + Fundamentally Broken Business", https://cdn.gmtresearch.com/public-ckfinder/Short-sellers/Unknown%20author/Luckin%20Coffee_Anonymous.pdf viewed 22 January 2025.

917 *Luckin Coffee Announces Formation of Independent Special Committee and Provides Certain Information Related to Ongoing Internal Investigation（6-K Report）* (2 April 2020), https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1767582/000110465920042189/a20-14831_1ex99d1.htm viewed 29 November 2024.

Luckin 中国と Luckin 北京は多数の関連企業の協力によって、2019 年度の関連商品の売上高、コスト、利益率などの主要なマーケティング指標に関する水増し粉飾を行っていたことを確認した。[918]　Luckin 社の粉飾決算の規模に関して、中国財政部は 2020 年 5 月 6 日から、Luckin 中国と Luckin 北京の会計状況及び 23 の関連企業と金融機関との会計データを調査した結果、概ね Luckin 社の内部調査の結果と一致していた。[919]

具体的な手法に関して、Luckin 中国と Luckin 北京は社内外の協力を通じて、「個人や企業による架空注文の作成」や「システムの API による企業顧客取引の偽造」などの手段を使用して、収入を過大に開示した。例えば、架空の取引の実施、銀行取引詳細の偽造、虚偽のデータベースの作成、クーポンの使用記録の偽造などによって、合計で約 1 億 2300 万件のバウチャー販売記録が捏造された。同時に、Luckin 中国と Luckin 北京は多くの第三者企業と架空の取引を行い、原材料や宅配サービスや労務のアウトソーシング又は広告サービスなどを購入する取引の捏造を通じて、経営費用を過大に開示して、業績利益データを調整した。それによる資金の循環で、売上高が大幅に過大開示され、虚偽の業績を作り出し、消費者や一般の人々を欺いたり誤導したりした。[920]

つまり、Luckin 社の粉飾決算は主に関連会社との架空取引によって純収益と経営費用に対する水増しを通じて行われていた。しかも、その架空取引の実行は陸氏や UCAR 社又は UCAR 社の従業員などの関連当事者と密接な関連性がある第三者を通じて行われたため、その粉飾決算に関して陸氏や UCAR 社又はその関連当事者による参加・協力が不可欠である。[921]

そのため、2020 年 9 月 22 日、中国市場監督総局は Luckin 中国と Luckin 北京及び 43 社の企業が反不正競争法第 8 条に違反し、虚偽広告行為を構成すると認定し、それらの 45 社に対して合計 6100 万元の罰金を決定し、行政処罰決定書を出した。[922]

---

[918] *市場監管總局:責令瑞幸公司停止違法行為，並罰款人民幣 200 萬元,21 經濟網* (12 October 2020), https://www.21jingji.com/article/20201012/herald/4eae123833e256ac548bd3288a2af9bf.html viewed 28 December 2024.

[919] 2019 年 4 月から 2019 年末までの期間に、Luckin 社はクーポン販売事業の架空取引を通じてそれに関する売上高に 22.46 億元が水増しされ、純収益に 21.09 億元（従来開示した純収益の 51.5 億元の 41.16%を占める）、費用に 12.11 億元、純利益に 9.08 億元がが捏造された。財政部完成對瑞幸咖啡公司境内運營主體會計資訊品質檢查 (31 July 2020), https://jdjc.mof.gov.cn/gongzuodongtai/202007/t20200731_3560072.htm viewed 28 December 2024.

[920] *市場監管總局:責令瑞幸公司停止違法行為，並罰款人民幣 200 萬元,21 經濟網*, n 918.

[921] 2020 年 7 月 1 日に、Luckin 社は内部調査の最終結果を公告した。また、ウォール・ストリート・ジャーナルの調査について、Yang J, “Behind the Fall of China’s Luckin Coffee: A Network of Fake Buyers and a Fictitious Employee” Wall Street Journal, 28 May 2020, https://www.wsj.com/articles/behind-the-fall-of-chinas-luckin-coffee-a-network-of-fake-buyers-and-a-fictitious-employee-11590682336 viewed 28 December 2024.

[922] 市場監管總局對瑞幸咖啡（中國）有限公司、瑞幸咖啡（北京）有限公司等公司不正當競爭行為作出行政處罰,新華網, http://www.xinhuanet.com/politics/2020-09/22/c_1126524841.htm viewed 28 December 2024.

第三項　Luckin 社の不実開示における創業者株主グループの役割

Luckin 社は 2020 年 5 月 12 日に、前述の架空取引の捏造について CEO 兼取締役の銭氏と COO 兼取締役の劉氏及びと若干名の従業員等が架空取引の捏造に直接に参加したことに関する証拠が取締役会に提示されたため、銭氏と劉氏のそれぞれ CEO と COO の職務を解任させたと公告した。そして、特別委員会が内部調査で把握した証拠及び陸氏が内部調査への協力度合いを評価した結果に基づいて、かつ取締役会の多数の取締役からの要請で取締役会は起業者株主で取締役会長でも務める陸氏を取締役および取締役会長としての解任を提案した。[923]　しかし、陸氏がその不実開示において如何なる役割を果たしたかに関して、Luckin 社の公告はただ陸氏がその内部調査について十分に協力しなかったとの結論にとどまり、その詳細を明確にしなかった。[924]　それは、陸氏は特別委員会に携帯電話やパソコンを提出せず、その内部調査に協力しなかったため、[925]特別委員会が更なる証拠を引き出すことができなかったからである。

陸氏が粉飾決算に関与したことを始終認めなかったが、中国政府機関による連合調査において、陸氏が Luckin 社の粉飾決算の計画と実行に関して指令を出したと証明できる電子メールのデータが取得されたと報じられた。[926]

第四項　Luckin の不実開示に対する証券訴訟

第一款　米国証券取引委員会（SEC）による訴訟

2020 年 12 月 16 日、米国証券取引委員会（SEC）はニューヨーク南部地区連邦地方裁判所において Luckin 社等が 1933 年証券法の第 17 条(a)および 1934 年証券取引所法の第 10 条(b)およびその規則 10b-5 に基づく詐欺防止規定に違反したこと、及び取引所法の第 13 条(a)および第 13 条(b)(2)、ならびに規則 12b-20 および 13a-16 に違反したことを理由に差し止め命令の申請と民事制裁金の請求を目的とする訴訟を提訴した。同日、被告の Luckin 社は、上述の主張を認めることも否定することもなく、永続的な差し止め命令及び 1 億 8000 万ドルの罰金を支払うことを含む和解に合意した。

第二款　投資者による証券集団訴訟

Luckin 社の不実開示が暴れた後、Martin COHEN をはじめとする投資者達は

---

923 *Luckin 社の 2020 年 6 月 26 日の公告を参照*, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1767582/000110465920077484/a20-23516_1ex99d1.htm viewed 24 December 2025.

924 *Luckin Announces the Substantial Completion of the Internal Investigation* (1 July 2020), https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1767582/000110465920079446/a20-23914_1ex99d1.htm viewed 16 December 2025.

925 *瑞幸造假自查出結果：陸正耀"沒事" 虛增收入為 21.2 億元*, http://www.caixin.com/2020-07-01/101574479.html viewed 4 December 2024.

926 瑞幸董事長陸正耀參與造假證據浮出 国内難脱罪, http://www.caixin.com/2020-06-06/101563906.html viewed 28 December 2024.

Luckin 社（Luckin Coffee Inc.）、同社の起業者で元取締役会会長の陸氏と共同創業者で元 CEO 兼取締役の銭氏と元 COO 兼取締役の劉氏及び元 CFO の Schakel 氏（以下「経営陣被告」と称す）及び取締役被告（Luckin 社において取締役を兼任した Centurium Capital の黎氏及び Joy Capital の劉氏等）を被告として、1933 年証券法の第 11 条と第 12 条（a）（2）及び 1934 年証券取引所法の第 10 条(b)とその規則 10b-5 に基づく損害賠償の請求のほかに、1933 年証券法の第 15 条と 1934 年証券取引所法の第 20 条(a)に基づく支配者による損害賠償も請求した。[927]

2021 年 9 月 21 日、Luckin 社は同社による 1 億 8750 万ドルの和解金で、2019 年 5 月 17 日から 2020 年 7 月 15 日までの間に Luckin 社の ADS を購入したこと原告等とそれにより生じる損害賠償請求を完全に解決するための拘束力のある条件合意書（“条件合意書”）に署名し、同年 10 月 25 日に裁判所に承認された。[928]

第二節　Luckin 社の不実開示事件が残った課題

Luckin 社が行った不実開示のプロセスを見ると、陸氏を中心とする起業者株主は、流動性危機を解消するために、粉飾決算を通じて株価を迅速に引き上げて株式の担保等による換金を行う動機が充足し、それに基づいて不実開示を主導した。一方、機関投資家株主の Centurium と Joy が起業者株主との癒着により、その不実開示に関して、十分な監視監督をしていなかった。また、陸氏が実質的に支配する UCAR グループ傘下の子会社と関連会社がその粉飾決算の実行に関与し、不実開示を幇助した。

上述したように、その不実開示において、Luckin 社が完全に起業者株主に操られるダミーと言える一方、情報開示規制違反の賠償責任が Luckin 社による和解金の支払いで終結された。その結果、帰責性のある創業者グループが投資家に多大な損失を与えたにもかかわらず、それと相応する責任を負わなかった反面、その賠償責任は Luckin 社と全株主が負担することとなった。それのみならず、Luckin の不実開示事件は、米国 SEC による中系企業（「China Concept Stock」）への信頼危機を引き起こし、その悪影響はさらにアメリカに上場しているすべての中系企業の上場廃止の問題までに発展した。

また、不実開示が暴れた後、Luckin 社の定款には複数議決権構造を解消することを可能とするサンセット条項がないため、創業者グループの支配地位に対して大きな影響を及ぼしていなかった。陸氏等は融資担保物としての B 種類株式が株価の暴落で債権者によって A 種類株式に転換され公開市場で売却されたことで Luckin 社に対する支配権を失ったが[929]、結局機関投資家株主の Centurium が担保株式の買入や増資

---

[927] In Re Luckin Coffee Inc. Securities Litigation, 1:20-Cv-01293, (S.D.N.Y. Sep 24, 2020) ECF No. 150 173-176,248-255.

[928] Stipulation and Agreement of Settlement Dated October 20, 2021, in In Re Luckin Coffee Inc. Securities Litigation, No. 1:20-Cv-01293-JPC-JLC (S.D.N.Y. Oct. 20, 2021) at 1-42. *Russell Grant Crumpler et al v Haode Investment Inc (In Liquidation)* [2022] IN THE HIGH COURT OF JUSTICE (COMMERCIAL DIVISION) BVIHC (COM) 2020/0055 and 0056 (17 January 2022) at 6.

[929] *In the matter of Primus Investments Fund LP & Mayer Investments Fund LP [2020] CIFsd 24* (Unreported, GCCI (FSD), 16 June 2020) at 4–5.

によって支配権を入手した。[930]その支配権が移転されるプロセスにおいて、陸氏が内部調査に協力しないのみならず、支配権を維持しようとする目的で恣意に取締役の選任と解任をし、内部統制に混乱を生じさせようと手段を尽くしていた。[931]支配権強化メカニズムの下で、支配株主が議決権や支配的影響力を不当に行使することによって私的利益を追求するインセンティブと実行行為の実際性と厳重性が伺える。

Luckin 社の不実開示事件が残した課題として、支配的な株主が会社や役員従業員等を通じて不実開示を行った場合、不実な情報に信頼して投資を行った投資者が被った損失について、支配的な株主の責任をどのように追求すべきかとの問題を検討する必要がある。

特にその場合における支配的な株主の責任規定の要件をどのように構築すれば妥当であるかは問題となる。例えば、Luckin 社の資本構造から見ると、陸氏と王氏が議決権の約 36%を保有し、陸氏自身も取締役会会長を務めている。また、陸氏の共同起業者である銭氏は議決権の 16.6%を保有し、取締役および CEO を務めている。そのほかに、陸氏とかなり親近な関係を有する機関投資家株主の Centurium と Joy がそれぞれ 11.70%、6.64%の議決権を有する。その場合、支配株主若しくは実質的な支配者はどのように認定すべきかという問題がある。また、不実開示が暴れた後、陸氏や機関投資家株主の Centurium と Joy は粉飾決算について知らなかったと公然に宣言した。しかしながら、創業者グループは内部のメンバーが相互親近な関係を有し、全体として超多数の議決権によって絶対的な支配力を有するという客観的な状況を無視して単に「粉飾決算について知らなかった」ことでいかなる責任を負わないとの主張が認められるかという問題を検討しなければならない。

第三節　米国証券法における支配者責任規定に対する考察

第一項　支配者の責任規定

米国法における不実開示に関する支配者責任の条文については 1933 年証券法の第 15 条と 1934 証券取引法の第 20(a)が設けられている。1933 年証券法の第 15 条は同法の第 11 条と第 12 条が定める一次違反者（Primary　Violators）の責任の成立を前提とする二次違反者（Secondary　Violators）たる支配者の責任を定める規定である。1934 年証券取引法の第 20(a)条も二次違反者たる支配者の責任に関する規定であるが、その前提とされる一次違反者の責任の成立を根拠づける条文は「同法のいずれかの規定又はそれに基づいて制定された規則」と広くされ、同法の第 10(b)条と SEC 規則の 10b-5 ルールがその主な根拠である。以下では上述した規定をまとめておく。

---

[930] *Russell Grant Crumpler et al v Haode Investment Inc (In Liquidation)* [2022] IN THE HIGH COURT OF JUSTICE (COMMERCIAL DIVISION) BVIHC (COM) 2020/0055 and 0056 (17 January 2022) 10. *Luckin Coffee Inc., Annual Report (Form 20-F) (For the Fiscal Year Ended December 31, 2021), SEC File No. 001-38896.* (14 April 2022) at 124, https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0001767582/000110465922045671/lk-20211231x20f.htm viewed 16 December 2025.

[931] 陸正耀管理層和股東對峙 瑞幸退市後何去何從？, http://www.caixin.com/2020-07-01/101574050.html viewed 4 December 2024.

第一款　1933 年証券法

第 11 条（a）は、証券が新規公開発行するとき、登録届出書(registration statement)に重要な事実に関する虚偽記載又は不記載がある場合、発行会社や取締役等の役員等の責任に関する規定である。

また、第 12 条（a）（2）は、証券の売出又は発行が登録届出書ではなく目論見書や口頭での説明を通じて行われ、かつ、目論見書や口頭での説明において重要な事実に関する虚偽記載又は不記載がある場合、発行者又は売出者の責任に関する規定である。それに、Gustafson 事件の判決において、第 12（a）(2)条が発行者または支配的な株主による公開募集にのみ適用されると判じ、同条の適用範囲を証券の公開募集に限定した。[932]

第 15 条は上述した第 11 条と第 12 条が定める責任主体の責任の成立を前提とし、当該責任主体が如何なる者に支配されている場合、その支配者はその被支配者とともに連帯責任を負う。ただし、第 15 条において、支配者の抗弁事由を定め、つまり、支配者は当該被支配者の責任の成立を根拠づける事実の存在について知らず又はその存在を合理的に信じる理由がなかったことを立証できれば、第 15 条の支配者責任を免れる。

第二款　1934 年証券取引法

1934 年証券取引法第 10(b)条は証券詐欺を規制する権限を SEC に授与している。SEC は同規定の授権に基づいて SEC 規則の 10b-5 ルールを制定した。同規則によれば、いかなる者も、直接的あるいは間接的に、州間の通商の手段又は全米の証券取引所を使用して、如何なる証券の売却と購入に関して、(a) 詐欺を行うための装置、計画、または策略を使用すること、(b) 重要な事実について虚偽の陳述を行うこと、または事実を述べる際に状況に照らして誤解を招かないようにするために必要である重要な事実を省略すること、又は(c) いかなる人を欺罔する或いは詐欺する又はその恐れのある行為、慣習、または事業行為を行うことという三つのカテゴリーの行為をしてはならないと定められている。

その規定から見れば、1933 年証券法の第 11 条と第 12 条と異なり、その適用範囲を証券の公開募集に限定していない。それで、証券の公開募集のみならず、1933 年証券法の第 12 条（a）（2）の適用範囲から排除されていた証券の私募と法定発行者による証券の発行に関する不実開示の責任規制については、1934 年証券取引法の第 10(b)条と SEC 規則の 10b-5 ルールが根拠となる。

そして、1934 年証券取引法の第 20(a)条によれば、同法又はそれに基づいて制定された規則のいずれかの規定に基づく責任を負う者が如何なる者に直接又は間接的に支配されている場合、その支配者はその被支配者とともに連帯責任を負う。ただし、同条において、第 15 条と異なる文言で支配者の抗弁事由を定め、つまり、「当該支配者が善意で行動し、違法行為又は訴訟原因となる行為を直接または間接的に誘発しな

[932] *Gustafson v Alloyd Co, Inc, 513 US 561 (US,1995)* at 563–564.

かった」ことを立証できれば、その支配者責任を免れる。

上述した規定から見れば、第 15 条と第 20(a)条の条文の仕組みがほぼ同じく、支配者が負う責任が二次責任でその責任の範囲が被支配者と同等な範囲内での連帯責任であると同時に、支配者が抗弁の条件を満たせば責任が免れられる。また、条文の文言や適用範囲又は抗弁の基準などの点を除いて、裁判所はその二つの条文をほぼ同一的に解釈している。例えば、Titan Capital 事件において、裁判所は「第 15 条と第 20(a)条はと同一ではないが、支配者責任の分析が同じである」と強調した。[933] また、Texas Commerce Bank 事件において、「第 15 条と第 20(a)条は類似した規定であり、同様に解釈されるべきである」と確認した。[934] それは、当該二つの条文は同じ立法目的に基づいて制定されたからである。

第三款　1995 年私的証券訴訟改革法(PSLRA)

1933 年証券法と 1934 年証取法の重大改正の一つとして、連邦立法府は資本市場に従来存在し続けてきた証券訴訟の濫訴問題[935]に対処するため、1995 年に私的証券訴訟改革法（PSLRA）を制定した。

PSLRA が支配者責任規定に対する影響としては主に二つがある、つまり（1）PSLRA によって証券訴訟における訴答要件が強化されたことが支配者責任の成立と主張する原告による一応の立証（prima facie）に対して与えうる影響[936]、（2）支配者責任の下で、従来の連帯責任制度が比例責任制度に置き換えられたことである[937]。

その（1）について、第四項第二款で、（2）は第五項で検討する。

第二項　支配者の責任規定の立法目的

第一款　第 15 条と第 20(a)条の立法目的

1933 年証券法と 1934 年証券取引法を制定する過程で、連邦立法府は、法規制の効果を確保するために、証券詐欺を直接的に実行した者を支配する者の行為に対する規制も連邦証券規制に包含するべきだと判断した。それで、連邦立法府は一次違反者の責任が成立する場合において同者との支配関係を有する支配者の責任を定める規定として、当該第 15 条と第 20(a)条を設けていた。[938]

それについて、連邦立法府は 20(a)条の制定に関する立法記録から見れば、第 20(a)条の規定は「規制の対象となる者を支配する支配者が、善意で行動した場合を除き、支配される者と同程度に責任を負う」とするための目的を達成するため設けられてい

933 Hollinger v. Titan Capital Corp., 914 F.2d 1564, 1578 (9th Cir. 1990)
934 Paul F. Newton & Co. v. Texas Com. Bank, 630 F.2d 1111, 1115 (5th Cir. 1980). Pharo v. Smith, 621 F.2d 656, 673-674 (5th Cir. 1980)
935. H.R. CONF. REP. 104-369, 731.
936 15 USCA § 78u-4, (b)(1)(2)(3).
937 15 USCA § 78u-4, (f).
938 Carson LCI, “Liability of Controlling Persons under the Federal Securities Acts” (1996) 72 Notre Dame L. Rev. 263 at 265.

たのである。[939]　つまり、連邦立法府は、支配者責任規制の創設を通じて、支配者は証券法規制によって禁止される行為を名目的取締役や子会社又は代理人等にさせることで自らの責任を回避する可能性を抑制することを目的としている。[940]

しかし、依然として、連邦立法府はなぜコモンローの一般原理に基づく支配者の責任を処理するアプローチを採用せずに特別規定として第 15 条と第 20(a)条を設けたのか。続いて、それに関する考察を行う。

第二款　当時のコモンロー上の問題点

1933 年証券法が制定される前、不実開示が行われた証券を取得した投資者にとってコモンロー上の救済措置としては商品保証、購入契約の解除及び詐欺（deceit）という三つがありうるが、商品保証と購入契約の解除は発行会社の支配的な株主等の支配者に対して主張することができず、詐欺による損害賠償だけが考えられる。[941]しかし、それによって支配的な株主等の支配者に対して求償することには超えないほどの障害が多かった。

まず、賠償を求める投資者にとっては、コモンローにおける詐欺の要件を満たすことはほぼ不可能なことであった。[942]コモンロー上の基本ルールとして、「詐欺（deceit）」や「過失（negligence）」による不実開示（misrepresentation）に基づく損害賠償請求では、「故意（scienter）」「信頼（reliance）」「因果関係（causation）」などの要件が求められ、投資者にとって多大な負担となっていた。[943]1933 年に証券法が制定されてはじめて、「直接の関係性（privity）」や「信頼（reliance）」又は「因果関係（causation）」の要件を求めないとされ、投資者の地位が大幅に向上させられた。[944]

また、伝統的に、コモンローにおいて、取引の当事者が隠蔽やその他の行為によって取引の相手方による重要な情報の取得を故意に妨げなければ[945]、又は信認義務関係のような特別関係がなければ[946]、誠実な開示を行わなかったことからは不実開示（misrepresentation）に基づく責任を生じないとされていた。[947]　それで、支配関係（control relationship）は誠実な開示を行わなかったことにより不実開示（misrepresentation）に基づく責任を生じうる特別関係（special relationship）を構成しない可能性が高かった。ゆえに、支配的な株主等の支配者は投資者に対して当然に不

---

939 H.R. REP. 73-1383, 20 (1934).
940 Cox JD, Hillman RW, Langevoort DC and Lipton AM, *Securities Regulation: Cases and Materials* (10th edn, Aspen Opco Llc, 2021) p 736; *Laperriere v Vesta Ins Group, Inc, 526 F3d 715 (2008)* at 721–722.
941 Shulman H, "Civil Liability and the Securities Act" (1933) 43 The Yale Law Journal 227 at 230–233.
942 Douglas WO and Bates GE, "The Federal Securities Act of 1933" (1933) 43 Yale L. J. 171 at 174.
943 Douglas and Bates, n 942 at 174.
944 Shulman, n 941 at 248–249.
945 Restatement (First) of Torts § 550 (1938), Liability for Fraudulent Concealment.
946 Restatement (First) of Torts § 551 (a)(2) (1938), Liability for Nondisclosure.
947 Loss L, *Securities Regulation* (Little, Brown, 1961) vol 3, p 1435. Restatement (First) of Torts § 551(1) (1938), Liability for Nondisclosure.　Restatement (First) of Torts § 314 (1934), Duty to Act for Protection of Others.

実開示の責任を負うものではなかった。[948]

最も、コモンロー上の原則として、賠償責任は人が自ら行った不正行為に基づいて課されるべきことであり、他人の不正行為に基づいて自己に対して代位責任を負わせるべきではないと認められていた。ゆえに、不実開示に関して被告が自ら参加していなかったことを理由にして、投資者の賠償請求が否定されうる。[949]

例えば、当時の名目取締役の問題を例として説明すると、名目取締役が単に取締役会のメンバーとして名前を貸しているが、会社の経営に関与したり、監督の義務を引き受けたりすることもなく、不実開示に関する準備、承認、発行にも関与しなかった場合、当該名目取締役は投資者に対して賠償責任を負わないとするのが裁判所の基本立場であった。[950] 1927 年の Parker 事件において、裁判所は「いずれかの取締役がその不実開示に実際に関与しなかった又はそれを知らなかった場合に、不実開示に基づいて証券の取引を行った取引者は当該取締役に対して詐欺や虚偽記載等に基づく賠償を請求することができない。取締役は自らの行為または不作為に対してしか責任を負わなく、単にその取締役の地位にいるだけで責任を負わせるわけではない」と強調した。[951] そのようなコモンローの立場こそ、責任をしっかり履行しない名目取締役に依存する規制システムの危険性と不信頼性、及びそれを変更する必要性を連邦立法府に認識させたのである。[952]

1930 年代の大恐慌、不実開示の氾濫及び支配的な株主等の支配者による証券詐欺の連発という時代背景に、連邦立法府は上述した障害を乗り越えようとする改革案として、第 15 条と第 20(a)条の規定を設けた。それによって、株主や取締役又は役員等の支配者が会社に不実開示を行わせた場合における支配者と被支配者との関係を代位責任の前提となる特別関係に包含させ、コモンロー上の代位責任の適用範囲を拡張した。[953]

第三項　代位責任理論に基づく支配者責任の追及

前述したように、第 15 条と第 20(a)条はコモンロー上の代位責任の適用範囲を拡張して制定した規定であり、当該条文に基づく支配者責任が本質的に代位責任でもある。

代位責任（Vicarious Liability）[954]というのは、他人が行った不法行為について、自己に何らかの帰責原因もなく課せられる責任で、代位者にとっては厳格責任（Strict

---

948 *Laperriere v Vesta Ins Group, Inc, 526 F3d 715 (2008)* at 722.
949 Shulman, n 941 at 240.
950 Shulman, n 941 at 240.
951 *Sugarland Industries v Parker, 293 S W 609 (Tex Civ App 1927)* at 612.　類似のケースについて、Shulman, n 941240, note 48&49 を参照.
952 *S. REP.No. 73-47, at 5-6 (1933).*
953 *Laperriere v Vesta Ins Group, Inc, 526 F3d 715 (2008)* at 722-723.
954 英米法上に、Vicarious Liability のほかに、derivative liability や indirect liability というターミノロジーもあるが、証券訴訟において、基本的に同義語として取り扱われている。それについて、StarLink Logistics Inc. v. ACC, LLC, 2022 WL 17724143 (M.D.Tenn., 2022)の注 11 を参照。

Liability）である。[955]この責任は、人が自らのフォルトに対してのみ責任を負い、そのようなフォルトがない場合には他人の不法行為に関する責任を負わないという通常の原則の重要な例外である。代位責任の最も一般的な形態は、「雇用者責任（Respondeat Superior）」である。[956]

第 15 条と第 20(a)条に定める支配者責任はなぜ代位責任であるというと、それは支配者の責任が支配者自体による証券法の違反に基づくものではなく、被支配者との関係に基づいて被支配者による証券法の違反行為から派生して、支配者に負わせるものだからである。[957]　もし被支配者の責任が成立しないとする場合、そもそも支配者の責任も生じない。[958]

また、証券法規制の違反に関する支配者の代位責任を追及することができるアプローチについて、大多数の巡回裁判所は第 20(a)条がその責任者となりうる者の範囲を縮小することではなく拡張することを目的とし、同規定が従来のコモンロー上のエージェンシー原則等に基づく支配者の責任を追及するアプローチを排除するために設けられたものではない。つまり、第 10(b)条および規則 10b–5 等の証券法規制が違反された場合、エージェンシー原則等のコモンロー上のルールが適用する余地が存在し、それによって、支配者責任が追及されうる。[959]

それで、従来、連邦証券法規制の下で支配者責任を追及するには、二つのアプローチが存在し、いわゆる、(1) コモンロー上のエージェンシー原則に基づいて支配者の代位責任を追及するアプローチ、及び（2）証取法第 20(a)条に基づいて支配者の代位責任を追及するアプローチである。[960]　(1) については、言わば Respondeat Superior 原則に基づくアプローチで、エージェンシー関係の存在がその前提となり、主に従業員による証券法規制の違反により使用者である会社の責任が追及されるケースである。なお、その場合、被告である会社が証取法第 20(a)条の信義誠実の原則（Good faith defense）に基づいて抗弁することができない。[961]

そして、(2) については、主に会社の支配的な株主や取締役等がダミー企業を組織することによって不実開示を行わせ連邦証券法規制を回避することを防ぐために[962]、通常のコモン・ロー上のエージェンシー関係の範囲に含まれないそのような支配的な株主や取締役等に対して特別法定責任を追及するものである[963]。

---

[955] Dobbs DB, *Law of Torts* (1 edition, West Academic Publishing, 2008) pp 905–906.
[956] Dobbs, n 955, pp 905–906.　Restatement (Third) of Torts § 13 Vicarious Liability (2000).　Dobbs, n 955, pp 905–906.
[957] *Laperriere v Vesta Ins Group, Inc, 526 F3d 715 (2008)* at 725-726.
[958] Cameron v. Outdoor Resorts of Am., Inc., 611 F.2d 105, 107 (5th Cir. 1980)
[959] *In re Atlantic Financial Management, Inc, 784 F2d 29 (1986)* at 33–35.
[960] Marshall DA, "A Comparison of Control Person Liability and Respondeat Superior: Section 20 (a) of the Securities and Exchange Act" (1979) 15 Cal. WL Rev. 152 at 154.
[961] Loss L, *Fundamentals of Securities Regulation* (Wolters Kluwer Law and Business, 1983) p 1181.
[962] 1913-1970 United States. Congress. Senate. Committee on Banking and Currency, Hearings on S. Res. 84 and S. Res. 56 and S. Res. 97 : Part 15, National Securities Exchange Act 1934, Pages 6421-7409, 6571 (1934).
[963] 1913-1970 United States. Congress. Senate. Committee on Banking and Currency, Hearings on S. Res.

支配的な株主に対する規制の措置として、第 15 条と第 20(a)条において特別法定責任が設けられていたが、代位責任の性質により、支配者責任の要件に対して多大な影響を与えた。特に、原告がそれを根拠として支配者責任の成立を主張するためにはどのような立証責任を負うかについて、裁判所は意見が分かれている。

第四項　支配者責任の成立要件

第一款　「支配（control)」の定義

１、支配者責任規定における「支配」の広範性

第 15 条と第 20(a)条において、「支配（control)」という核心的な要素については極めて広範的な文言で定められている。第 15 条では、支配というのは「株式の保有やエージェンシー関係又はその他の方法を通じて、若しくは複数の他者との間での契約や合意に基づく株式の保有やエージェンシー関係又はその他の方法を通じて、いかなる者を支配する」場合を指す。また、第 20(a)条では、支配は単に「直接的に又は間接的に支配する」場合を指し、「直接」や「間接」が具体的に如何なる場面を指すかについて規定されていない。

なぜ連邦立法府がそのように定めたかというと、立法記録によると、第 20 条における「支配」という概念には、「事実上の支配」と「法的に強制可能な支配」[964]の両方共に含まれ、特に事実上の支配を裏付ける多くの方法を列挙することがかなり困難であり、支配を具体的に定義することが望ましくないと考えられているからである。また、事実上の支配を裏付ける方法として、株式の所有、リース、契約、およびエージェンシー関係などがありうる。[965]

SEC 規則においても、支配は、議決権を有する証券の所有や契約又はその他の方法を通じて、経営の権限又は他人による経営の方向性や方針を決定できる権限を直接的又は間接的に有することと定義されている。[966]

上述した規定と SEC 規則における支配に関する包括的かつ抽象的な定義の定め方について、各裁判所は、それらのルールはすべてのケースに適用できる支配の正確な定義を定めようとするものではなく、あくまで指針を提供することを目的としており、支配が実際に存在するや否やに関する判断はケースごとに具体的な状況に合わせて決められるべきと認識している。[967]

支配に関する定義が包括的かつ抽象的である一方、支配の様態と方法が多種多様であることにより、いったい誰がどのような状況において第 15 条と第 20(a)条におけ

---

84 and S. Res. 56 and S. Res. 97 : Part 15, National Securities Exchange Act 1934, Pages 6421-7409, 6639 (1934).

964 *E.g.* Handy & Harman v. Burnet, 284 U.S. 136, 140 (1931)

965 H.R. REP. 73-1383, 26 (1934).

966 17 C.F.R. § 230.405 Definitions of terms.

967 Laperriere v. Vesta Ins. Group, Inc., 526 F.3d 715 (2008) at 723.

る支配者を構成できるかという問題は裁判所による解釈に委ねるしかない。

当該規定を適用した判例から見れば、(1) 雇用者たる証券会社を被用者たる従業員を雇用・支配する場合の証券会社、(2) 会社の支配的な株主、(3) 従業員の行動を支配できる権限を有する CEO 等の役員、(4) 会社の経営に関与する又は影響力を有する取締役などは支配者となりうる。[968]

２、支配者となりうる株主

第 15 条と第 20(a)条における「支配」の定義から見れば、支配者であるや否やについての判断はその者の身分ではなくその者が有する権力に基づいて行われる。[969] 支配が権力の行使によって実現される。[970] 権力とは、「ある社会関係において、たとえ抵抗があっても権力者が自分の意志を実現できる可能性を指す」。[971] 会社において、その可能性を確保できるものとして、法や定款又は契約に基づく権力と事実上の影響力に基づく権力が考えられ、前者が法的に強制可能な支配（「法的支配」）、後者が事実上の支配である。[972] 上述したように、両者ともが第 15 条と第 20(a)条における「支配」に含まれている。[973]

まず、法的支配。会社運営の方向性が会社の意思決定のプロセスに対するコントロールによって決められるもので、そのプロセスが（1）提案（Initiation）と（2）承認（Ratification）と（3）実行（Implementation）及び（4）監視監督（Monitoring）という 4 つの段階から構成され、その法的支配は主に承認、実行及び監視監督とのプロセスにおける権力の行使によって達成される。[974] そのような権力を行使できるのは支配的な株主や取締役及び上級役員であり[975]、支配的な株主が取締役の選任・解任、重要事項に対する決議又は経営陣に対する監視監督を通じて最終的な支配権を有することとなる。[976]

伝統的に資本多数決の下で過半数の出資を行った株主が支配的な株主となるが、一株一議決権原則からの乖離が認められるようになると伴い、株式のキャッシュフローとコントロールの乖離が生じ、議決権が株式所有と支配との接続点になり、過半数の議決権を有する株主が支配的な株主となる。[977] デラウェア州判例法においては、株主が会社の議決権の 50%以上を有している場合に当該株主が支配株主であるとデラウェア州の最高裁判所が確認している。[978] そのような会社法上のデフォルト・ル

---

[968] Thomas Lee Hazen, *Hazen's Treatise on the Law of Securities Regulation* (Thomson Reuters, 2023) p § 12:202. Controlling Person Liability—What Constitutes Control? (on Westlaw).
[969] Carson, n 938 at 273.
[970] Etzioni A, *Modern Organizations* (Prentice-Hall, 1964) pp 59–61.
[971] Weber M, *Economy and Society: An Outline of Interpretive Sociology* (Univ of California Press, 1978) p 53.
[972] Carson, n 938 at 275–276.
[973] H.R. REP. 73-1383, 26 (1934).
[974] Fama and Jensen, n 90 at 301–304.
[975] Carson, n 938 at 281.
[976] Kraakman, n 162, pp 49–58.
[977] Institute, n 316, p 141.10(a).
[978] In re KKR Fin. Holdings, LLC S'holder Litig., 101 A.3d 980, 991 (Del. Ch. 2014) (citing Kahn v.

ールの下で、ある者が支配的な株主と開示される場合、その者が法的支配を有し、支配者責任規定における「支配者」と推定されうる。また、デフォルト・ルールからの乖離が許される場合があるため、実際にその支配権を有しない名目株主の場合のようにその名目株主による同推定の反証も許すべきである。[979]

そして、事実上の支配。過半数以上の議決権を有しない場合に支配力を有するかどうかを判断する際に、その者の権力を裏付ける要素の存在を特定して、それらの要素又は要素の結合が会社の経営と方針を指揮することをその者の意思に従わせるのに十分な資源を確保することができる場合はその者による事実上の支配が存在する。それらの要素には株式の持ち分や組織における地位や経済的影響力や商業的・個人間の関係又は業務管理権（working control）などがありうる。[980]　それが支配力を判断するための「支配力・実質基準」である。[981]

まず、少数株式の所有（例えば 22%）だけでは、所有者に一次違反者を指揮する権限を与えないから、支配者となるのに十分ではない。[982]　少数株式の所有のほかに、取締役を選任する権限を有する場合、例えば議決権の 30%を所有し、取締役会 9 人中の 3 人を選任する権利を有することだけでは支配を構成できないである一方[983]、24%の株式を有しかつ役員と取締役を務める株主は会社の日常的な管理に関与し会社のポリシーを指揮又は影響を与えるための必要な支配力を有するため支配者となる。[984]

また、取締役を務めるだけでは支配力を自動的に有するとは限らない。そのような取締役が支配力を有すると結論付けるには、会社の運営に実際に関与することや会社に対して何らかの影響力を有することと証明されなければならない。[985]

そのほか、株式の所有や職務の在任などの要素がなくても、親友を通じて会社の経営や方針に対して指揮する権力を行使できる者は支配者である。[986]

以上のように、法的支配や事実上の支配を構成するかと判断する際に、いずれも実際の支配力の有無が重視されている。支配の問題はあくまで事実認定の問題に属し、会社の議決権株式の過半数を有しているかがその一要素に過ぎず、根本的に会社の経営と方針を指揮する権力を実際に有するかによって決められることである。[987]

それで、Luckin 社の場合、起業者株主の陸氏が約 30%の議決権を有し、取締役会長を務め、実際に会社の経営と方針を指揮する権力を有するため、支配者と認定す

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)

979 Carson, n 938 at 283–284.

980 Carson, n 938 at 285–286.

981 朱, 前掲注 314, 154 頁.

982 In re Deutsche Telekom AG Securities Litigation, 2002 WL 244597 (S.D.N.Y.,2002), 6–7, In re Alstom SA, 406 F.Supp.2d 433 (S.D.N.Y., 2005), at 489.

983 *In re Flag Telecom Holdings, Ltd Securities Litigation, 352 FSupp2d 429 (SDNY,2005)* at 458–459.

984 *GA Thompson & Co, Inc v Partridge, 636 F2d 945 (1981)* at 958.

985 *Herm v Stafford, 663 F2d 669 (CA6 (Ky), 1981)* at 684.

986 *Securities and Exchange Commission v Franklin Atlas Corp, 154 FSupp 395 (DCNY 1957)* at 400–401.

987 Securities and Exchange Commission v. Franklin Atlas Corp., 154 F.Supp. 395 (D.C.N.Y. 1957) at 400.

ることが問題ないと思う。しかし、陸氏だけを支配者とし、帰責性のある創業者株主グループのほかのメンバーの位置づけをどうするかは問題となる。つまり、創業者株主グループのように、各株主が有する議決権は過半数に至らないが、そのグループが合計 79.9%の議決権を有する場合、そのグループが全体として支配的な株主と認定できるかという問題である。それについて、上述の支配力・実質基準に照らして、同グループが会社を指揮するのに必要な権力を有し、かつ共通の目的のために共同に行動するのであれば、支配グループとして認定することができる。[988] 従って、そのグループ全体が第 15 条と第 20(a)条の支配者と認定することができるが、そのグループの個々株主について、支配者責任規定の立法目的からして、株主がグループから離脱した又はメンバーとの関係が不協和で共同行動がなかったことが立証されなければその株主を支配者として推定することが無難である。[989]

第二款　支配者責任の成立に関して原告による一応の立証（prima facie）

上述したように、第 15 条と第 20(a)条は定めの文言が極めて広範的であるため、支配者責任の成立に関して原告はどのような一応の立証を行えば足りるという問題に関して、裁判所の立場は分かれている。主な争点として、支配者責任の成立に関する一応の立証において、原告は支配者が一次違反者（primary violator）を支配できる権力を有していたことを立証できれば十分なのか、それともその支配者が一次違反者の違法行為に関与したことがあることも立証しなければならないかという問題である。[990]

その問題の本質を言えば、支配の関する要件を可能な限り緩やかな方向に解釈しできるだけ支配者となりうる者に責任を負わせるか、それとも支配者が支配を有したことだけでなく一次違反者の違法行為に関与したことを代位責任の制限として求めるかという分岐点が中心である。

連邦控訴裁判所の大多数は、支配者責任規定の文理解釈に基づいて、原告が支配者の一次違反者に対する支配の存在を立証するだけでよいというアプローチを取っているが、一部の裁判所は、支配者責任規定の立法目的に基づいて拡張解釈して、支配の存在のほかに、一次違反者の違法行為に関して支配者による有責の関与の存在も立証する必要があるというアプローチを取っている。[991]

１、多数派：条文の文理解釈に基づくアプローチ

前述したように、立法記録から見れば、支配者責任規定の包括的かつ抽象的な定めについては判例による解釈が必要である。

証券法規制は投資者を保護するために設けられた規定であり、発行される証券の

---

988 Carson, n 938 at 278–279; *Adams v Kinder-Morgan, Inc, 340 F3d 1083 (CA10 (Colo), 2003)* at 1108.
989 Carson, n 938 at 279,287.
990 *Maher v Durango Metals, Inc, 144 F3d 1302 (1998)* at 1306.
991 Schippers M, “Culpable Participation and Controlling Person Liability: Why the Eighth Circuit Should Have Recognized the Implications of the Private Securities Litigation Reform Act on Pleading Requirements Comments and Casenotes” (2011) 80 U. Cin. L. Rev. 1005 at 1006.

性質を完全かつ公平に開示し、詐欺を防止することを立法目的とされ[992]、その目的を実現するためには民事責任規定を広範に解釈すべきであると裁判所は常に強調する。[993] そのような精神を堅持して、Myzel 事件において、第 2 巡回裁判所は、支配者であるや否やを判断する際にその者による直接的な管理がなくても間接的な支配又は影響力があるだけで支配者責任が成立するのに十分であると判じた。[994] また、Stern 事件において、原告は被告の支配者責任に関する一応の立証において、被告が積極的に会社の経営に関与しかつ不実開示の取引に対する実際の支配力を有したことを立証しなければならないと裁判所は判じた。[995]

以上を踏まえて、Metge v. Baehler 事件において、第 8 巡回裁判所は、二要件テストを策定した。それによると、原告は支配者責任の成立に関する一応の立証を行うためには : (1)支配者が会社の経営全般に実際に関与した（例えば、支配力を有していた）こと、及び(2)支配者が一次違反者の責任を根拠づける特定の取引または活動を支配する権限を有していたことを立証しなければならない。[996] なお、その(2)について、支配者がその支配の権限を実際に行使したことは求められていない。[997] 最も、裁判所は、第 15 条の文言において「支配者による帰責性のある関与」が定めず、支配者が善意でありかつ「支配者による帰責性のある関与」がなかったことに関する立証が支配者の抗弁事由に属すると主張し、原告による一応の立証の段階で「支配者による帰責性のある関与」に関する証明責任を原告に加わることが条文の文理解釈に反し、原告に不必要な負担を課すこととなるため、明確に否定した。[998]その後、大多数の巡回裁判所は第 8 巡回裁判所によって策定された二要件テストを適用している。[999]

そして、PSLRA が制定されてから 15 年後、2010 年の Lustgraaf 事件において、第三巡回裁判所は PSLRA による証券詐欺訴訟における訴答要件の強化が支配者責任の成立に関する一応の立証には適用する余地がないと判じた。[1000]

従来、支配者責任の成立に関する一応の立証については原告主張の基準(notice pleading standard)が採用されている。PSLRA の 21D 条(b)では、証券訴訟において、被告が「重要な事実を虚偽記載した」又は「誤解を招かないようにするために必要な重要な事実を省略した」と原告が主張する場合、各誤解を生じると主張する不実記載を特定し、なぜ誤解を生じたかとの理由など原告の主張を裏付けられる事実を具体的に陳述する必要があるという高度主張の基準(heightened pleading standard)が採用されている。[1001] 当該基準の下では、その必要な事実に関する具体的な陳述が欠けている場合、原告の申立は却下され、却下の申立がなされている間、証拠開示手続きも停止状

---

992 *Whittaker v Wall, 226 F2d 868 (1955)* at 870–871.
993 *Blackwell v Bentsen, 203 F2d 690 (1953)* at 694; *Securities and Exchange Commission v Gulf Intercontinental Finance Corp, 223 FSupp 987 (DCFla 1963)* at 996–997.
994 *Myzel v Fields, 386 F2d 718 (CAMinn 1967)* at 738.
995 *Stern v American Bankshares Corp, 429 FSupp 818 (1977)* at 824.
996 *Metge v Baehler, 762 F2d 621 (CA8 (Iowa), 1985)* at 631–632.
997 *Metge v Baehler, 762 F2d 621 (CA8 (Iowa), 1985)* 631–632.
998 *Metge v Baehler, 762 F2d 621 (CA8 (Iowa), 1985)* 631–632.
999 Cox et al, n 940, pp 739–740.
1000 *Lustgraaf v Behrens, 619 F3d 867 (2010)* at 875.
1001 15 USCA § 78u-4 (b)(1),(b)(2).

態となる。[1002]

Lustgraaf 事件において、裁判所は一次違反者による違法行為について高度主張の基準が適用するが、第 20(a)条の支配者責任の場合について、Stephenson 事件等[1003]の判決を引用するうえで、PSLRA の立法記録からして高度主張の基準が証券詐欺訴訟にのみ適用する反面、第 20(a)条に基づく賠償請求が 10b－5 に基づく証券詐欺に関する賠償請求と異なることを理由に、高度主張の基準を第 20(a)条への適用を否定した。[1004] それで、一応の立証の段階で「支配者による帰責性のある関与」に関する証明が求められず、支配者が支配力を有していたことだけが立証されれば十分であるとのアプローチを維持していた。[1005]

２、少数派：立法目的に基づく拡張解釈のアプローチ

前述したとおり、証券法の立法目的を実現するためにその民事責任規定を広範に解釈すべきと主張し、支配があるだけで支配者責任が成立しうるという意見があったが、立法記録からして単なる支配の存在だけを支配者責任の原因とする立法意図がなかったと批判の意見もあった。[1006] 1933 年証券法が制定された当初、第 15 条においては支配者責任を免れることを許す抗弁事由に関する定めが設けられていなかった。[1007] つまり、第 15 条が最初に制定された際には厳格責任であった。しかし、第 15 条が施行されたとたんに、「この条文が過激すぎるうえに、ビジネスを妨げている」と実務業界からはかなりな苦情が噴出した。[1008] それに対応するために、1934 年に、連邦立法府は第 15 条を改正し、支配者の代位責任の成立に関して「支配者が当該被支配者の責任の成立を根拠づける事実の存在について知らず又はその存在を合理的に信じる理由がなかった場合はこの限りではない」という支配者による抗弁事由に関する定めを設けた。[1009]同年、1934 年証取法が制定された際に、第 20(a)条において類似の抗弁事由も定めた。その経緯から見れば、支配者責任の成立要件には支配者が単なる支配を有するだけでは足りず、連邦立法府も厳格責任によって支配者を投資者の損失に対する賠償保証者とするアプローチを採用せず、支配者に合理的な注意義務を負わせると類似した効果を有する「受託者基準」のアプローチを採用した。[1010] つまり、その支配者責任の規定における「支配」という概念が広範的に定義されていたが、無制限に解釈できるわけではない。[1011]

[1002] 15 USCA § 78u-4 (b)(3).

[1003] *Stephenson v Deutsche Bank AG, 282 FSupp2d 1032 (DMinn,2003)*; *In re Initial Public Offering Securities Litigation, 241 FSupp2d 281 (SDNY,2003)*.

[1004] *Lustgraaf v Behrens, 619 F3d 867 (2010)* 875.

[1005] *Lustgraaf v Behrens, 619 F3d 867 (2010)* 875.

[1006] *S. 3420, 73d Cong., 2d Sess. § 208 (1934), 78 Cong.Rec. 8668,* (1934), https://www.govinfo.gov/app/details/GPO-CRECB-1934-pt8-v78 (last visited Jan 15, 2025).

[1007] Securities Act of 1933, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (1933).

[1008] 78 CONG. REC. 8668 (1934) (STATEMENT OF REP. FLETCHER).

[1009] 15 U.S.C. § 77o, as·amended by Act of June 6, 1934, https://tile.loc.gov/storage-services/service/ll/uscode/uscode1934-00101/uscode1934-001015002a/uscode1934-001015002a.pdf (last visited Jan 15, 2025).

[1010] S.Rep. No. 7347, at 5–6 (1933); H.R.Rep. No. 73–152, at 27 (1933); H.R.Rep. No. 73–85, at 5 (1933).

[1011] *Christoffel v E F Hutton & Co, Inc, 588 F2d 665 (CAAriz, 1978)* 668–669.

それを理由に、Metge 事件に確立された二要件テストの第二の要件に関して、少数の巡回裁判所はさらに「支配者による帰責性のある関与」を要求している。例えば、Hutton 事件において、第 9 巡回裁判所は支配者が何らかの形で被支配者の違法活動について関与したことを支配の要件とした。[1012]

第 2 巡回裁判所と第 3 巡回裁判所は共にそういう立場を取っている。まとめていうと、原告は支配者責任の成立に関する一応の立証を行うためには：(1) 支配者が被支配者の政策や意思決定に対して直接的又は間接的に影響を与えうること、及び(2) 支配者が被支配者による違法活動において有責の関与者（culpable participant）であったことを立証しなければならない。[1013] そして、原告による一応の立証において、その要件（2）に関して支配者による有責の関与が要件（1）と共に立証されていない限り、支配者による抗弁事由の主張の提出とそれが成立するや否やに関する議論を行う必要がない。[1014]

また、支配者が不作為である場合、その不作為が意図的に詐欺を助長したり詐欺の暴れを妨げたりすることが明らかである場合に限って支配者責任になりうるが、単なる不作為だけでは支配者責任にならない。[1015] つまり、支配者は一次違反者が詐欺的な行為を行っていることを知っていた、又は知るべきであったにもかかわらず、その違法行為を阻止するための措置を取らなかった場合に有責の関与者であると認定できる。[1016]

それで、「支配者による帰責性のある関与」という基準の下では、代位責任を負う支配者は一次違反者の違法行為に加入したか又は自らの意図的な不作為でその違法行為を助長したかのいずれを満たさなければならないと裁判所が要求している。[1017]

上述したように、「支配」の判断基準について様々な立場が存在するものの、各裁判所は支配者が故意に法を違反することを要件とする必要はないという点で一致し、なぜなら、さもなければ、支配者責任規定の立法目的が空洞化する恐れがあるからである。[1018]

3、学説上の議論

Lustgraaf 事件に裁判所が二要件テストを維持していた判決について、学説上、

[1012] *Christoffel v E F Hutton & Co, Inc, 588 F2d 665 (CAAriz, 1978)* 668–669.
[1013] *Lanza v Drexel & Co, 479 F2d 1277 (1973)* at 1299; *Rochez Bros, Inc v Rhoades, 527 F2d 880 (1975)* at 889–890; *Boguslavsky v Kaplan, 159 F3d 715 (CA2 (NY), 1998)* at 720; *Gordon v Burr, 506 F2d 1080 (CANY 1974)* at 1085.
[1014] *Gordon v Burr, 506 F2d 1080 (CANY 1974)* 1086; *Rochez Bros, Inc v Rhoades, 527 F2d 880 (1975)* 891; *Christoffel v E F Hutton & Co, Inc, 588 F2d 665 (CAAriz, 1978)* 668–669.
[1015] *Rochez Bros, Inc v Rhoades, 527 F2d 880 (1975)* 889; *Christoffel v E F Hutton & Co, Inc, 588 F2d 665 (CAAriz, 1978)* 669; *Sharp v Coopers & Lybrand, 649 F2d 175 (CA3 (Pa), 1981)* at 185 この事件において、裁判所は「支配者の不作為に基づいて代位責任を課すためには、原告はその不作為が意図的であり、詐欺を助長するために行われたことを証明しなければならない」と判じた.
[1016] *Gabriel Capital, LP v NatWest Finance, Inc, 122 FSupp2d 407 (SDNY, 2000)* at 428–429.
[1017] Cox et al, n 940, pp 741–742.
[1018] *Laperriere v Vesta Ins Group, Inc, 526 F3d 715 (2008)* 724–725.

PSLRA が制定されてからから 15 年後、裁判所が PSLRA の不当な訴訟の抑制という立法目的を考慮して同法制定される前の判例に基づかずに支配者責任の一応の立証要件に「支配者による帰責性のある関与」との要件を加えるべきと批判する意見がある。[1019] その説によれば、「支配者による帰責性のある関与」に関する立証のタイミングをさておき、支配者責任は、支配者が詐欺的な取引に帰責性のある関与をしていたか、それとも善意が欠如していた（例えば、一次違反者に対する監督監視システムを構築していなかった場合）かのいずれかから生じるものであるため、究極的に言えば、支配者が一次違反者の詐欺に参加していたことによって成立するものであるため、PSLRA の高度主張の基準が適用できる範囲に属している。[1020]また、高度主張の基準は、証券詐欺訴訟における一次違反者を不当な訴訟の被害から守っているし、代位責任を負う支配者にとっては同基準によって同等に守られるべきである。[1021] 一方、Lustgraaf 事件において、裁判所が高度主張の基準を第 20(a)条への適用を否定したことは不当な証券訴訟による和解金の支払いを支配者に押し付け続けることとなりうる。[1022]

その反面、少数裁判所がその二要件テストのほかに「支配者による帰責性のある関与」という要件の充足を求めることは、支配者に対する過大保護になると批判する意見もある。[1023]なぜかというと、(1) 原告による一応の立証において「支配者による帰責性のある関与」との立証を求めつつ、支配者が善意であると抗弁できれば責任を免れるという仕組みは支配者に対する二重保護となり、(2) 原告が支配者責任を主張する際に、PSLRA の高度主張の基準が原告による一次違反者に対する訴訟が根拠のない不当な訴訟ではないことを確保することを通じて PSLRA の不当な訴訟の抑制という立法目的が既に実現されているし、そのうえで、同立法目的を理由にして高度主張の基準をさらに一応の立証までに拡張させることは支配者に対する過大保護のほかなく合理性が乏しい結果をもたらせただけであるからである。[1024]

Luckin 社のような複数議決権構造を採用し、かつ支配者グループの各株主が比較的に分散的な持分を有する上場会社においては、大株主に関する情報開示があまりにも限定的であり、特に複雑なオフショア・ストラクチャーを通じて大株主と株主間の関係が大いに隠されたため、投資者が主に限定的な公開情報に基づいて訴訟を提起するしかない。その場合、高度主張の基準を採用すれば、投資者による支配者グループに対する責任の追及が実現不可能なこととなる。ゆえに、投資者が創業者グループに関して各株主の議決権の割合や会社における職務やグループのメンバー間の相互関係などに関する公開情報に基づいて創業者グループが支配者グループであると推定できることを一応に立証できれば、証拠開示手続きに進められると考えられる。もちろん、そのとき、創業者グループのメンバーがグループから離脱したことや共同行動に参与しなかったことを反証することが許さうる。ただし、そのような反証により当然に支配者責任を免れるわけではない。もしそのメンバーが監視監督の職務を負い

[1019] Schippers, n 991 at 1022–1024.
[1020] Schippers, n 991 at 1022–1023.
[1021] Schippers, n 991 at 1023.
[1022] Schippers, n 991 at 1023.
[1023] Melhus BA, “Control Person Liability: A Repudiation of Culpable Participation Note” (2011) 37 J. Corp. L. 929 at 946–947.
[1024] Melhus, n 1023 at 946–947.

ながらそれをちゃんと履行しなかったとき、自らの注意義務を違反したことで支配者責任が依然として成立しうる。支配者が負うべき注意義務の水準及び抗弁事由については、以下第三款で検討する。

第三款　支配者の注意義務と抗弁事由

原告が支配者責任の成立について一応の立証が認められたら、支配者は自らが一次違反者による違法行為について知らなかった又は知るのに合理的な理由もなかったこと（第 15 条）若しくは自らが善意でかつ同違法行為を誘発しなかったことを抗弁事由として立証する責任が支配者に転換されることとなる。[1025]　その抗弁事由に対する判断は支配者の注意義務の問題にかかわる。

証券法における民事責任規定が不実開示によって損害を被った投資者に対して損失補償との救済を提供することだけではなく、最も重要なのは違法者に対して民事責任を課すことによって情報開示規制の違反を抑止し、投資家に開示した情報の正確性と完全性を確保することである。しかしながら、支配者は自分の支配下の者が情報開示規制をしっかり遵守しているかどうかについて完全に無関心で、更に一次違反者による違法行為又はその可能性が発生したとたんに合理的に阻止する措置を講じないとすれば、前述の立法目的を実現することができなくなる一方である。[1026]　そのため、支配者は一次違反者による違法行為に関して注意義務（Duty of Care）を負う。

第 15 条と第 20(a)条の条文構造から見れば、支配者責任は立証責任が転換され、支配者にフォルトがあると推定されている。前述した通り、それは、監視監督の義務を履行しない名目取締役に対する懸念、言い換えれば、他人を利用して証券取引に関連する不正行為（Malfeasance）、過失行為（Misfeasance）、及び不作為（Nonfeasance）からの責任と責務を回避することに対する懸念を反映したのである。[1027]　それと関連して、第 15 条と第 20(a)における支配者の注意義務の基準がそれぞれ過失（Negligent）と重過失（Reckless）とされている。

１、第 15 条における注意義務と抗弁事由

第 15 条の下では、支配者の注意義務の基準が過失（Negligent）とされ[1028]、「支配者は被支配者の責任の成立を根拠づける事実の存在について知らず又はその存在を合理的に信じる理由がなかった」ことを立証できた場合に支配者としての代位責任を免れる。

過失（Negligent）を構成したや否やを判断するには、主に「合理的な人」（The Reasonable Person）又は「合理的な注意」（Reasonable Care）の基準が採用されている。

1025 *SEC v First Jersey Securities, Inc, 101 F3d 1450 (1996)* at 1473.
1026 Shulman, n 941 at 227.
1027 Carson, n 938 at 271–272.
1028 *Ernst & Ernst v Hochfelder, 425 US 185 (USIll, 1976)* at 208–209.

[1029]

なぜ過失を基準とするかというと、それは、1933 年証券法の焦点が発行市場における投資者に対するすべての重要な情報が積極的に提供されることにあり、支配者に対して比較的高い注意義務を課すことによって被支配者による完全な情報開示を確保するためである、それで、第１５条は第 11 条と第 12 条の責任基準とも一致している。[1030]

したがって、支配者は、被支配者による証券法違反を防止するために過失（Negligent）があった、言い換えれば同様又は類似の状況において合理的かつ慎重な人が用いるような注意を払うことを怠ったと判断される場合には、第 15 条の支配者責任を負うこととなる。[1031]

支配者がその責任を免れるためには、支配者が一次違反者による違法行為について有責の把握がない（no culpable knowledge）か、又は有責の把握がある場合その違法行為を阻止させるためにすべての事実と状況を考慮して合理的な行動（つまり過失のない努力）を行ったことを立証しなければならない。[1032]

最も、第 15 条の下では、その有責の把握がない場合には、支配者が一次違反者による違法行為について実際に知らなかったこと（no actual knowledge of violation）だけでなく、その違法行為の存在を把握するのに合理的な理由もなかったこと（no reasonable ground to believe）も含まれている。同条の立法目的からして、支配者による一次違反者の違法行為に関する把握・了解を「証券法違反の疑いを示唆する又は証券法違反の重大な可能性のある事実又は状況に対する把握・了解」まで拡張解釈すべきであり、さもなければ、支配者が監視監督に対して無関心で証券法違反の可能性がある状況や警告（red flags）を無視し、被支配者による違法行為についてほとんど何も知らなかったと主張することを助長することになり、支配者による監視監督の促進との立法目的を空洞化させるおそれがあると考えられる。[1033]

まとめというと、第 15 条の下では、支配者は被支配者による違法行為について注意義務を負い、被支配者が違法行為をしようとするとき又はしているとき、支配者がそれを知ったとたん又は当時の状況からして知るべきと推定できるときから過失のない努力でその違法行為を阻止させなければならず、さもなければ、支配者責任を免れることができない。また、もし支配者が被支配者による違法行為を知らなかった場合、支配者が過失のない努力で違法の警告（red flags）を見逃さず監視監督の義務を尽くしたにもかかわらず同違法行為を知らなかった場合にしか支配者責任を免れない。

Luckin 社の場合、創業者株主グループは、会社の業務全般に積極的に関与する支配者である。彼らは会社や従業員による情報開示規制の違反がないように、会社内部

[1029] Restatement (Second) of Torts § 283 (1965); Restatement (Third) of Torts: Phys. & Emot. Harm § 7 (2010).
[1030] Carson, n 938 at 292.
[1031] Carson, n 938 at 291–292.
[1032] Carson, n 938 at 292–293.
[1033] Carson, n 938 at 293–294.

統制システムを構築する義務のみならず、その実効性を確保するために監視監督する義務も負う。しかし、起業者株主の陸氏等がその監督監視義務を履行するどころか、直接又は間接的に不実開示に関与し、機関投資家株主の Centurium と Joy も監督監視義務をちゃんと履行したとは言えないだろう。もし彼らが登録届出書の承認や署名を行わなかったとすれば、Luckin 社が IPO や二次公募を完了することは不可能だったと言える。そのため、創業者株主グループは証券法第 15 条の違反に基づく損害賠償責任を負わせるべきだろうと考える。

２、第 20(a)条における注意義務と抗弁事由

第 15 条と微妙に異なり、第 20(a)条の抗弁事由については、「支配者が善意で行動し、かつ一次違反者による違法行為又は訴訟原因となる行為を直接または間接的に誘発しなかった」ことを立証できれば、支配者としての代位責任を免れると定められている。また、第 20(a)条の下では、支配者の注意義務の基準を重過失（Negligent）とする判例がある。[1034]

両条文の用語法からする主な違いについて、第 20 条(a)では、支配者が一次違反者による違法行為を誘発しなかったと証明しなければならないのに対し、第 15 条ではそのような求めがない。[1035]　つまり、第 20 条(a)の下では、支配者が（1）「善意」（Good Faith）で行動したこと、及び（2）一次違反者による違法行為を直接的又は間接的に誘発しなかったことを立証しなければならない。

前述したとおり、裁判所による解釈において、第 15 条と第 20(a)条は同じ立法目的に基づいてほぼ同一に取り扱われている。例えば、Metge v. Baehler 事件において、支配者責任の根拠となる条文が第 15 条であるが、その抗弁事由に関して裁判所は支配者が善意であることと「支配者による帰責性のある関与」がなかったこととの立証を求めている。[1036]　一方、学説において、両規定が基本的に同一の立法目的に基づいて解釈すべきであるが、発行市場の責任規定としての第 15 条と流通市場の責任規定としての第 20(a)条における支配者の注意義務の基準と抗弁事由がそれぞれの具体的な状況を考慮して設けるべきとの主張もある。[1037]

まず、注意義務の基準。学説によれば、第 20(a)条における支配者の注意義務の基準を重過失とすべき[1038]、その主な理由については：（1）第 15 条が発行市場の責任規定として同法 11 条と 12 条の責任の成立を前提とし、責任主体の範囲が限定的である反面、第 20(a)条が流通市場の責任規定としていかなる被支配者が 34 年証取法又はそれに基づいて制定された規則のいずれかの規定を違反した場合に支配者が代位責任を負いうると定め、同条の下では規制対象となりうる不正行為の範囲と責任主体の範囲が第 15 条と比べてかなり広範であること、（2）証券発行に関する正確かつ完全な情報開示が発行会社にとってかなり重要であり資本市場への信頼を確保することについても中心的な役割を果たす一方、流通市場における情報開示規制の対象にも含

1034 *GA Thompson & Co, Inc v Partridge, 636 F2d 945 (1981)* 960.
1035 Cox et al, n 940, pp 736–737.
1036 *Metge v Baehler, 762 F2d 621 (CA8 (Iowa), 1985)* 631–632.
1037 Carson, n 938 at 298–307.
1038 Cox et al, n 940, pp 741–742; Carson, n 938 at 298–299.

まれている発行会社と関係ない相場操縦（例えば仮装売買、馴合注文又は価格操作など）に対する規制が発行会社にとってそれほど重要ではないことなどを踏まえて、第15条の支配者に対して比較的高い注意義務（過失のない状態）を課し、第20(a)の支配者責任の出口を広めて注意義務の基準を重過失に設定したほうが適切であると主張されている。[1039]

そして、抗弁事由。その（1）「善意」（Good Faith）について、証券法に定義されていなく、判例法上に様々な解釈がある。例えば、「善意」を「帰責性のある関与の欠如」や「知らなかった」と同義にする立場があるし[1040]、「善意」を「故意の盲目がなかった」と解釈する判例もある[1041]。その言葉の基本的な意味からすると、「善意」（Good Faith）は「①信念や目的における誠実さ、②自らの義務や責務に対する忠実さ、③特定の取引や事業において合理的な商取引基準を遵守すること、④詐欺を行う意図や不当な利益を得ようとする意図がないこと」という要素から成る精神状態のことを指す。[1042]　それで、ある場合に善意とされるものが、別の場面では必ずしも善意を構成しない可能性があるため、「善意」の意味の多様性を重視して、その基準を柔軟な枠組みで適用すべきである。[1043]　それによって、情報開示違反の抑止を促進することができる。

また、その（2）支配者が一次違反者による違法行為を直接的又は間接的に誘発しなかったことについて、判例法において、一般的に、支配者が一次違反者による違法行為を誘発しなかった又はその違法行為に関与しなかったとの立証が求められる。[1044]　そのため、「支配者による帰責性のある関与」という基準を採用していない裁判所は、原告が支配者責任の成立に関する一応の立証を認めた後に、支配者が自らの善意および関与の欠如を肯定的抗弁（affirmative defenses）事由として主張できる。[1045]

一方、支配者による関与の欠如だけでは肯定的抗弁の成立を肯定できないとの立場を取る裁判所もある。例えば、Laperriere 事件において、裁判所は支配者が一次違反者による違法行為に関与していなかったことだけでは不十分で、その違法行為を阻止できなかったことについて重過失がなかったことを立証できればこそ第 20(a)条の支配者責任を免れる。[1046]

注意義務について、私的利益を追求するリスクが高い支配的な株主を有する会社の場合、その支配的な株主の注意義務を重過失に設定することが適切であるかについて疑問が生じる。例えば、Luckin 社のように、起業者とベンチャーキャピタルが構成する支配グループが絶対的な支配力を有する一方、起業者がベンチャーキャピタルとの癒着による内部監督監査と複数議決権構造による外部監督監視が共に不足している。また、前述したとおり、Luckin に関する情報開示は、発行市場のみならず、流通

1039 Carson, n 938 at 299–301.
1040 *Maher v Durango Metals, Inc, 144 F3d 1302 (1998)* 1304–1305.
1041 *In re Parmalat Securities Litigation, 594 FSupp2d 444 (2009)* at 457.
1042 Garner BA, *Black's Law Dictionary* (9th edn, West, 2009) p 789.
1043 *Handy & Harman v Burnet, 284 US 136 (US, 1931)* at 1314.
1044 *Federal Sav and Loan Ins Corp v Shearson-American Exp, Inc, 658 FSupp 1331 (DPuerto Rico,1987)* at 1343.
1045 Cox et al, n 940, pp 741–742.
1046 *Laperriere v Vesta Ins Group, Inc, 526 F3d 715 (2008)* 725–726.

市場にもかなり長期間（3 つの四半期）にわたり違法行為が続けられていた。最も、その情報開示規制違反に関して支配グループが重大な役割を果たしたことを考慮してみれば、流通取引の情報開示に関して第 20(a)条の支配者の注意義務の基準を第 15 条と同じように過失としたほうが妥当ではないかと思う。

また、支配者が故意で被支配者による違法行為に関与した場合、又は支配者が被支配者による違法行為を知った（若しくは知るべきだった）にもかかわらずそれを阻止しようもしなかった（言わば直接的に誘発した）場合は、善意と主張できず、第 20(a)条の支配者責任を免れないとの結論が当然に引き出せられる。

また、「間接的に誘発」の場合について、学説上、「間接的に誘発」を支配者が被支配者による違法行為の危険性と可能性に対して無関心である場合と解釈する見方が有力であると思われる。[1047] それで、支配者は被支配者による違法行為がないように監視監督する義務を負うにもかかわらず、被支配者による違法行為の危険性と可能性に対して無関心で、その危険性と可能性を防止するための合理的なモニタリング・システムを構築しなかった場合は「間接的に誘発」となりうる。そのとき、支配者は善意である（知らなかった）かもしれないが、過失があるため、支配者責任を免れない。それで、支配者による監視監督を促進し、情報開示規制違反の抑止が期待できると考えられる。

第五項　支配者責任の分担

第一款　第 15 条と第 20(a)条における連帯責任（Joint and Several Liability）

1933 年証券法の第 15 条と 1934 年証券取引法の第 20(a)に定める支配者責任が成立する場合、支配者はその被支配者とともに連帯責任（Joint and Several Liability）を負うとされている。

伝統的に、共同不法行為の一種としての代位責任の下では、その責任の負担が連帯責任であるとされていた。[1048] その連帯性がエージェンシー関係を代表とする特別関係において授与される代理権限に由来する。[1049] それで、連帯責任原則の下で、原告が連帯責任を負うすべての被告のいずれからは回復可能な損害賠償額の全額を回復することができる。[1050] 一方、原告の損害に対して一部のフォルトしかを負わずに、そのフォルトに比例しない多額な賠償若しくはその賠償額の全額を支払う義務と強いられる被告にとっては不公平であるという批判の意見もあった。[1051]

第二款　PSLRA の 21(D) (f)における比例責任（Proportionate Liability）

前述したように、アメリカの資本市場において、証券訴訟の濫訴に対して、無実

[1047] Carson, n 938 at 303–304.
[1048] Prosser WL, “Joint Torts and Several Liability” (1937) Calif. L. Rev. 413 at 429–431.
[1049] Prosser, n 1048 at 430.　Schumpert v. S. Ry., 65 S.C. 332, 43 S.E. 813, 1903 S.C. LEXIS 31.
[1050] Restatement (Third) of Torts: Prod. Liab. § 10 (1998), Comment b.
[1051] Twerski AD, “The Joint Tortfeasor Legislative Revolt: A Rational Response to the Critics Colloquy” (1988) 22 U.C. Davis L. Rev. 1125 at 1127–1129.

の当事者がしばしば和解金の支払いで訴訟を収めることとなっていた。[1052] 最も、伝統的な連帯責任の下では、1%の賠償責任をしか負わないと認められた被告が、原告に対して損害の 100%を支払わされる可能性があるということは現行の証券訴訟制度における極めて不公平な側面の一つとして批判されている。[1053]

その問題の解決策として、連邦立法府は 1995 年に PSLRA（私的証券訴訟改革法）の第 21(D)(f)条を制定し、違法者が悪意である場合を除き、従来の連帯責任制度を比例責任制度に置き換えた。[1054]

PSLRA の第 21(D)(f)条及び Laperriere 事件の判決によれば、当該規定が第 20(a)条に定める支配者責任にも適用するが[1055]、支配者責任の成立要件を変更せず、ただ支配者責任が成立した後の賠償責任の負担に対して影響を及ぼす。 つまり、PSLRA が制定される前に、第 20(a)条に基づいて支配者責任が成立すれば、PSLRA が制定される後にもその支配者責任が依然として成立する。[1056] ただし、前者の場合、支配者が一次違反者と共に連帯責任を負うが、後者の場合において、支配者が悪意で法を違反したと認定された場合にのみ、一次違反者と共に連帯責任を負い、支配者が自らの善意かつ誘発をしなかったことを立証できなかったとしても、支配者が悪意で法を違反したと認定されなかったのであれば、支配者が連帯責任を負わず比例責任だけを負うこととなる。[1057]

[1052] H.R. CONF. REP. 104-369, 731(Westlaw Doc. at 26).
[1053] H.R. CONF. REP. 104-369, 736-738(Westlaw Doc. at 30–31).
[1054] Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA)21(D)(f).
[1055] *Laperriere v Vesta Ins Group, Inc, 526 F3d 715 (2008)* 726–727.
[1056] Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA),21(D)(f)(1).
[1057] Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA),21(D)(f)(2).

終章

第一節　総括

本稿は主に米国法並びに日本法と中国大陸・香港法を素材として、複数議決権構造などの少数支配構造に内在するコーポレートガバナンス問題と規制措置に関して、そのような構造を問題視するエージェンシー理論に関する提唱・批判・発展及び規制措置への示唆などを総論的考察するうえで、議決権種類株式と株主契約等による支配権配分の規制、支配的な株主の信認義務責任と支配的な株主による情報開示規制違反責任という事後責任規制を検討した。

第一部では、主に米国での議論を踏まえて、少数支配構造のコーポレートガバナンス問題の規制の措置に関して総論的理論的な考察を行った。これによって次のことが明らかとなる。

まず、第一章と第二章では、コーポレートガバナンスに関する主流説と言われるエージェンシー理論の発祥、発展、批判について考察を行った。最初に経営者と株主とのエージェンシー関係を取り扱うために提唱されるエージェンシー理論の下では、株主利益の最大化と経営者に対する監視監督がコーポレートガバナンスの方向性として示されている。現代会社法上のコーポレートガバナンスの措置はほぼその方向性に沿って発展されてきたのであると言えよう。エージェンシー理論が会社法に与えたもう一つの影響としては、「契約の束としての企業」という会社契約論である。会社契約論の下で、市場が補正できない場合に限って会社法に強行規定を設ける必要があると主張されているから、契約自治が大幅に認められていた。一方、株主契約等によるコーポレートガバナンスへの関与が発達することと伴って、コーポレートガバナンスに新しいチャレンジをもたらした。そのほか、主流説と位置付けられてきたエージェンシー理論について、近年、株主利益優先主義に対する批判、エージェンシー・コストの定義に関する曖昧さ、当該理論に基づくガバナンス措置の有効性が実証研究によって裏付けられていないことなどの批判的な意見が多くなった。

そして、第三章では、支配的な構造のガバナンス問題と規制措置に関する学説の発展について考察を行った。エージェンシー関係を広く見れば、支配的な株主は自分の投資のみならず支配権を有しない少数株主からの投資が形成する会社財産を実質に経営支配しているところからすると、支配的な株主と少数株主との平型のエージェンシー関係が生じる。従って、平型のエージェンシー・コストを抑制するために、支配的な株主に対する監視監督と少数株主権利の強化は自然にガバナンスの方向性として示されている。エージェンシー理論の下で、支配権を有するエージェントが私的利益を追求するインセンティブを有することを理論の前提条件として位置付けられ

ているため、支配的な株主の行動を常に懐疑的に見ていることは同理論の先入観であると言えるかもしれない。従って、21 世紀初頭の十年において、米国での議論は、支配的な株主の存在を当然に私的利益の追求と関連付け、「法が重要である」理論や利益収奪説や監督コスト説などの学説もそのような立場に立ち支配的な株主を消極的に見ている。一方、支配による非経済的な私的利益の重視説や会社の長期利益保障説又は支配者の独特なビジョン説などの提唱と伴い、支配的な株主を会社のスチュワードシップと位置付ける視点が多くなった。実務においても、そのような支配的な株主に対する規制のアプローチの転換も見られる。デラウェア州の判例法上に、裁判所は従来からは常に支配的な株主の行動を審査し、長い間にわたって、支配的な株主と認定できる主体の範囲をますます拡張する傾向を示していたが、企業業界の反発を招き、“DExit”の動きも現れた結果、デラウェア州は支配的な株主に対する規制を緩和する DGCL 第 144 条の 2025 年改正に迫られていた。にもかかわらず、少数支配構造の下で、少数支配株主は経営自由が最も保証されている一方、モラルハザードのリスクも最も高いという客観的な両面性がある。少数支配株主による長期利益や独特なビジョンの追究を尊重することがまず重要である。なぜなら、会社の実質的な支配者の以外に、裁判所も含めて誰も会社の経営を十分に知る由もないことは想定できるからである。一方、信認義務責任を緩和するとしても、少数支配株主が機会的な行動を自主的に避けさせること、又は少数支配株主に対する監視監督を強化することを通じて彼らによる機会的な行動を憚らせる重要性が高いと考える。少数支配株主による機会的な行動に対する抑制力として、まず考えられるのは少数支配株主が一定基準以上の経済的な持ち分を有することを求めることで、「身銭の効果」を一定のレベルで確保することと考えられる。この「身銭の効果」からの示唆としては、一株一議決権の原則からの乖離を一定範囲内に制限することである。そして、少数株主権利を強化することで、少数株主による監視監督の機能を発揮させることも重要である。それについては、（1）少数株主の議決権を過小に希薄化してはならないこと、（2）一定の重要事項に関してあらゆる種類の株主が一株一議決権のベースで決議すること、（3）取締役会における少数株主の代表権の強化などの措置が考えられる。また、取締役会の監視監督の機能を発揮させるために、独立取締役の設置も重要である。そして、支配権取引市場が従来からは経営者を監視監督するのに重要な役割を果たしているが、少数支配構造の場合、少数支配株主の支配権の固定化で市場からの圧力が遮断されている。もちろんこれは少数支配株主による長期経営利益と独特なビジョンの追究を確保している。ただし、少数支配株主は会社を経営支配する能力が衰えた場合又は機会的な行動を取ることを示す兆しがある場合に、その支配権の固定化を解消させ、支配権取引市場による監視監督を回復させることも必要であろう。この点からの示唆としては、少数支配構造にサンセット条項であると考えられる。最後に、情報の非対称性がエージェンシー・コストの起源であると言えるから、情報開示の強化はエージェンシー・コストを抑制することに不可欠である。それで、少数支配株主が不実な情報開示を憚らせるためには支配者の情報開示規制違反の責任の強化は重要である。

第二部では、議決権種類株式と株主契約等による支配権配分に関する規制の在り方について検討を行った。

まず、第四章では、米国、日本及び香港の議決権種類株式に関する法規制について考察を行った。上場会社による議決権種類株式の利用については、いずれの法域もSEC 規則 19c-4 の立場を出発点として議決権種類株式の公開上場が認められる場面を明確にしたのである。会社による議決権種類株式の発行は、会社が議決権種類株式を発行しようとする時点を基準にして、①会社がまだ上場していない場合における議決権種類株式の非公開発行、②会社が新規上場しようとする場合における議決権種類株式の新規公開発行・上場及び③会社がすでに上場している場合における議決権種類株式の追加公開発行・上場という三つの場面に分けられる。①は基本的に会社法の規制に委ねられ、証券取引所の規制に当たらない。従って、検討する必要があるのは②と③である。その②と③の場合は、発行・上場される議決権種類株式が議決権の少ない株式であるか、無議決権株式であるか、又は議決権の多い株式であるかによって規制の状況も変わる。SEC 規則 19c-4 の立法目的は会社の既存の大衆投資者である「普通株式株主の１株当たりの議決権を無効化したり、制限したり、又は不平等に減少したりする効果を有する証券の発行又は他の会社行為」を禁止することである。[1058] 従って、③の下では、持株数ごとに議決権数の上限の設定と持株期間に応じる一株あたりの議決権の数に関する差別化設定と交換申込みによる株式転換に基づく既発行株式への議決権侵害及び株式配当による既発行株式の議決権侵害が禁止され、IPO 後における議決権の少ない証券の発行と善意な合併・買収を実現するための議決権の少ない証券の発行が認められている。そして、②の下では、新規上場の場合における議決権の少ない株式の公開発行・上場が認められている。それで、東京証券取引所、香港証券取引所及び中国大陸の証券取引所は、その②と同じ立場を取り、その③について、上場会社が資本構造の再構成で議決権種類株式を発行することは既存株主の議決権を不均等に侵害することを禁止する立場も取っているが、IPO 後に無議決権株式を除く議決権の少ない株式の発行・上場を認めていなく、上記の③と比べてより保守的な立場と取っている。以上はどのような議決権種類株式がどんな場面での上場が認められるかという問題に関する考察に基づいて得られる結論である。この問題のほかに、東京証券取引所は複数議決権構造での公開上場を利用できる条件として、必要性と相当性のテスト、構造解消条項の設置、種類株主総会、少数株主の保護策などのコーポレートガバナンスの措置も求めている。香港証券取引所は、二重上場の場合を除き、株主契約等による複数議決権構造での公開上場を認めていない。また、香港証券取引所は独立取締役の役割の強化などのコーポレートガバナンスの措置も求めている。

第五章では、一株一議決権原則の合理性と機能の限界及び当該原則の緩和に対する制限を検討した。支配権を目的とする公開買付けの場合と支配的な株主による支配

[1058] Securities and Exchange Commission, n 389 at 26376.

権の譲渡の場合に、証券構造が支配権取引の効率性に与える影響から見れば、一株一議決権の原則は社会的な最適性を有するが、株主の私的最適性を常に有するとは限らない。また、一株一議決権の原則を硬直に厳格に適用することを求めるとしても、この制限を回避することを可能とする支配権メカニズムは多種多様であり、統一的体系的な規制がなければ、単なる一株一議決権の原則に頼って規制を行うことは効果が限定的にすぎない。以上を理由にして、一株一議決権の原則を強行規定として厳格に適用する理論づけは不十分であると考えられる。一方、一株一議決権の原則の緩和を認めるとしても、少数支配株主が一定基準以上の経済的な持ち分を有することは一定のレベルで「身銭の効果」による規律を確保できること、少数株主による一定基準以上の議決権の保有は少数支配株主に対して監視監督の機能の発揮を可能とすることなどからすると、一株一議決権原則の緩和を一定範囲内に制限する必要がある。従って、次に問題となるのは、一株一議決権の原則をどこまで緩和することが認めうるかというのである。その緩和制限の方向性としては、経済的な持ち分と議決権との乖離に関する数量的な緩和の制限、事項的な緩和の制限及び時間的な緩和の制限に分けられる。その数量的な緩和の制限としては、①会社資本総額に関する少数支配株主の最低持ち分（例えば、香港：時価総額の 10%以上又は証券取引所が認めうる金額）、②議決権の倍率（10 倍とする例が多い。中国大陸・香港は 10 倍以内を要求）、③議決権の多い株式が占める議決権の割合の上限いわば議決権の少ない株式が有する議決権の最低割合の確保（例えば、香港：支配的な株主の議決権が 90%以下に要求）、④無議決権種類株式が占める割合の上限（例えば、日本：50%以下に要求）、⑤IPO 後に経済的な持ち分と議決権との乖離拡大の禁止などの措置が考えられる。その①～④に関する数値設定について、本稿は計算を通じて分析を試みたが、各法域に設定されるそれらの数値は金融学等に基づく客観的な合理性によって根拠づけられているものではなく、経験則に基づくものが多いように見える。また、事項的な緩和の制限と時間的な緩和の制限はサンセット条項によって行われている。時間ベースのサンセット条項は株主による機会的な行動を誘発するリスクが高いため、近年の学説上に批判される意見が多い。従って、各法域において事件ベースのサンセット条項の設置を求めることが多い。

第六章では、近年、デラウェア州において株主契約等による支配権の配分について判例法の発展と DGCL の 2024 年改正から示される異なる立場を考察し、支配権の分配に関する自由と制限への示唆を検討した。デラウェア州法の下では、取締役会中心主義というコーポレートガバナンスの構造が DGCL の 141(a)に確立されている一方、株主が自らの株主権をどのように行使するかに関する株主間の契約自由も DGCL の 218(c)(d)によって認められている。近年、問題と視されているのは取締役のコーポレートガバナンスにおける中心的な役割・取締役会の権限を制限する株主と会社との間に締結される縦型の株主間契約である。Moelis 判決において、裁判所は取締役会の権限内に属する事項に関して株主による事前承認を要するような契約条項が取締役会の権限を不当に制限し、DGCL の 141(a)を違反するため、無効であるとの立場を示

した。Moelis 判決は投資業界から強い批判と反発を招いた。それは、近年に米国の機関投資家が株主契約や株主権利条項などの契約条項を通じて上場会社のコーポレートガバナンスに関与する権利を創設することは市場慣行となるほど多いからである。その判決の影響を受けて、デラウェア州が S.B.313 法案を通じて DGCL の第 122 条に Moelis 判決に無効とされた株主による事前承認条項のような契約条項の効力を認める第(18)項を追加した。それによってさらに論争を巻き起こした。株主契約による支配権の配分は、議決権種類株式と同じように株主の経済的な持ち分と支配権の乖離を可能にし、複数議決権の構造を構築することもできる。しかしながら、株主契約による支配権の配分は不透明性が高く、経済的な持ち分と支配権との乖離の幅もさらに拡大することができる。それによって、支配的な株主が機会的な行動を取るリスクが否定できない。そのうえ、元々各種類の株主の間に中立かつ公正の立場に立って会社と株主の利益のために行動すべき取締役は類似のコーポレートガバナンス契約条項による制限を受けて支配的な株主寄りの立場を取らざるを得なくなり、自らの監視監督の機能も適切に発揮できない恐れもある。ゆえに、株主契約による支配権の配分の下では、支配的な株主と少数株主間のエージェンシー・コストが更なる厳重化する恐れがないとは言えない懸念が確かに存在している。株主契約等に基づく複数議決権構造を採用しているアリババグループの公開上場とすれ違った香港証券取引所は複数議決権構造での公開上場を認める制度を構築する際に、議決権種類株式に基づく複数議決権構造での公開上場を認めることにしたが、一定条件を満たす二重上場を除き株主契約等に基づく複数議決権構造での公開上場を認めない立場を維持していた。この立場の維持は株主契約等に基づく複数議決権構造での公開上場に関する危険性を否定できないことを懸念するためではないかと考える。デラウェア州の法改正に戻って、株主契約条項が取締役の権限を制限することの裏側は株主の支配力の拡張である。そのような制限を認めると、株主の拡張した支配力に対して監視監督と責任を強化する必要性も高まると考えられる。一方、デラウェア州の 2025 年会社法改正でさらに支配的な株主の信認義務違反責任を緩和する方向に行った。

第三部では、米国法を素材として、少数支配株主に対する責任規制を検討した。

2020 年頃に複数議決権構造で公開上場した Luckin グループが証券取引所の要求に従って会社内部のモニタリング・システムを構築したにもかかわらず、少数支配株主が強力な支配権を濫用し不当な私的利益を追求するために広範的な不実開示を行わせた事例から見れば、そのモニタリング・システムは少数支配株主の指揮の下での不当・違法行為に対して適切に機能できないリスクが高いと言える。少数支配株主が支配権を維持ながら資本市場から資金を調達することを可能とする複数議決権構造での公開上場を認めたことの自体は、少数支配株主の経営自由や独特なビジョンの実現を尊重する態度が示されている。一方、そのような構造で公開上場した後に、少数支配株主の無敵な支配力の濫用に対して会社のモニタリング・システムが適切に機能できない場合があるならば、少数支配株主に対する責任規制を強化する必要性が一層

高まる。

第七章では、デラウェア州における支配的な株主の信認義務責任に関する判例法の発展と DGCL の 2025 年改正に対する考察から見れば、デラウェア州は支配的な株主と認定されうる株主の範囲を制限し、支配的な株主による利害関係取引に関する責任規制も緩和したが、前者が少数支配株主の場合に影響を及ばず、後者が少数支配株主の信認義務違反責任について可能性のある出口を残している。例えば、特別委員会の独立取締役の選任・解任について少数支配株主が依然として支配的な決定力を有するため、特別委員会の意見だけでは不公平な利益相反取引を阻止することができない恐れがある。ゆえに、少数支配構造の上場会社における独立取締役のうち、一定数の独立取締役の選任・解任について少数株主が決定できるとしたほうが合理的であるではないかと考える。

第八章では、Luckin の不実開示事件を踏まえて米国証券法における支配者責任規定と判例法に対する考察から見れば、最も重要なのは無敵な支配力を有する少数支配株主に対して会社の情報開示に関して監視監督する義務を負わせるべきことと考えられる。なぜなら、会社に対する多数の支配権が少数支配株主に集中し、監視監督を行うのに最も効率的である少数支配株主が会社の情報開示規制を着実に遵守しているや否やに関して無関心であれば、情報の非対称性で少数株主や市場の仲介機関などが少数支配株主のように効率的な監視監督を行うことが難しいであるし、情報開示規制違反の抑止機能は十分に発揮できない恐れがあるからである。それに、少数支配株主の独特なビジョンや長期利益追求の自由を尊重することが重要であるが、情報開示規制の強化が情報の非対称性に起源するエージェンシー・コストを抑制するのに不可欠な規制手段であるため、少数支配株主を情報開示規制のゲートケーパーとして位置付け、情報開示規制違反の責任を厳格にすべきと考える。

第二節　今後の課題

最後に、本稿では残されていた課題について整理しておきたい。

まず、議決権種類株式の公開上場について、本稿において、どのような議決権種類株式がどんな場面での上場が認められるか、「一株一議決権」の原則をどこまで貫徹すべきかなどの問題を検討したが、議決権種類株式の発行で、種類株主間の利害関係が複雑化することと伴い、種類株主間の利害関係をどのようなガバナンス措置を通じてどのように調整すべきかという問題はまだ言及していない。例えば、東京証券取引所は種類株主総会の重要性を強調し、香港証券取引所は独立取締役の役割の適正発揮を強調している。従って、種類株主間の利害関係に関して、独立取締役の役割や種類株主総会又は株主の買取請求権など種類株主間の利害を調整することを目的とする制度に関する研究を今後の課題にしたい。

また、少数支配株主と少数株主とのエージェンシー問題を対応するために最も重要な制度の一つは情報開示の強化である。本稿において、少数支配株主による情報開示規制違反の責任規制を考察したが、少数支配株主に関する情報開示規制についてまだ言及していない。この問題についても今後に研究を続けたいと考える。