



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_abstract.pdf, 論文内容の要旨 https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/



学 位 論 文 内 容 の 要 旨

博士の専攻分野の名称： 博 士（法学）

氏名 姜 富超

学 位 論 文 題 名

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

本稿は少数支配株主が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可能とし、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複数議決権構造を中心として、少数支配構造において具体的にどのようなコーポレートガバナンス問題が存在するか、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との問題をめぐって検討を行うことを目的とする。

上記の問題意識を踏まえて、本稿は主に米国法並びに日本法と中国大陆・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、支配的な株主の信託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に関する検討を試みた。本稿の構成は以下の通りである。

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。まず、現代会社法上のコーポレートガバナンスの主流説と言われるエージェンシー理論は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たものである。当該理論に関して近年に批判的な意見が多くなったが、過去何十年にわたって会社法に極めて重大な影響を与えていた。この影響としては、主に株主利益優先主義を意味するエージェンシー・コスト理論と企業の定款・契約自治を大幅に推進した会社契約論である（第一章と第二章）。そして、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からすると、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少数支配構造の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、支配的な株主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が常に懐疑的に見られている。従って、21世紀初頭の十年において、米国での議論は、「法が重要である」理論や利益収奪説などの学説のように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ていた。その後、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に伴い、支配的な株主をより積極的に見る視点が多くなった。デラウェア州の判例法の発展と DGCL の 2025 年改正から見れば、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。少数支配構造に関するガバナンス措置に関して全体的に見れば、会社内部におけるモニタリング・システム、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などの規制措置があると考えられる（第三章）。

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、上場会社による議決権種類株式の利用については、米国、日本と中国の規制のアプローチに対する考察に基づいて、いずれの法域も米国の 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を規制していると言える。SEC 規則 19c-4 の主な立法目的は資本構造の再構成による複数議決権構造の導入に伴う既存株主の議決権に対する不当な侵害を禁止す

ることである。同規則が管轄権限の理由で無効とされていたが、その規則内容は米国の証券取引所の自主規制によってほぼ維持され、世界中の証券規制においても重大な影響を及ぼしている。そのうえで、東京・香港などの証券取引所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・上場について少数株主保護のガバナンス措置を具備した場合に限って条件付きで認めるが、IPO後に議決権の多い株式と無議決権株式を除く議決権の少ない株式の発行・上場を認めていない（第四章）。そして、一株一議決権原則の合理性について、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回避することを可能とする支配権メカニズムは数多くあるため、統一的体系的な規制がなければ、一株一議決権の機能に限界がある。一方、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が一定のレベルで「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。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（第五章）。また、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。近年、デラウェア州において、株主間契約の効力に関しては、判例法の発展とDGCLの2024年改正から異なる立場が示されていた。Moelis判決は取締役会の権限を不当に制限する契約条項がDGCLの141(a)を違反するため無効であると判じた。一方、その後DGCLの第122条第(18)項によってその立場が逆転された。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。DGCLの第122条第(18)項は慎重さが足りない法改正であることと統合して見れば、会社のガバナンス条項はできるだけ会社の定款を通じて設けることは合理的であるではないかと考える（第六章）。

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。まず、少数支配株主の信認義務違反責任について、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ぼず、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。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（第七章）。そして、少数支配株主の情報開示規制違反の責任について、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キ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（第八章）。

最後に、終章では、以上の考察と検討を総括し、今後の課題を展望した。