

早稲田大学審査学位論文（博士）

スウェーデンにおける会社支配と企業統治

早稲田大学大学院法学研究科

尾 形 祥

目次

序章 支配株主による会社支配と企業統治～アメリカの議論とスウェーデン型会社支配の  
検討

第一節 支配株主による会社支配とその「効率性」

- 1 近時の実証研究からの問題提起
- 2 私的支配権益とエージェンシー・コスト
  - (1) 株主構造の三分区～CS 構造・DO 構造・CMS 構造～
  - (2) CMS 構造とエージェンシー・コスト削減問題

第二節 支配株主による私的支配権益の取得とその上限画定の動き

- 1 私的支配権益とエージェンシー問題
- 2 支配株主による私的支配権益獲得とその法的意義
- 3 私的支配権益の獲得の制限
  - (1) 支配株主が継続的な会社の事業活動から支配権益を獲得する場合
  - (2) 支配ブロックの売却
  - (3) 少数株主の締め出し
  - (4) まとめ

第三節 支配株主によるガバナンスの有効性～問題の所在

- 1 効率性からの評価の意義と問題点
- 2 非金銭的な私的支配権益

第四節 考察の範囲、方法および順序

## 第一章 スウェーデン型会社支配構造の形成過程とその法的問題

### 第一節 スウェーデンにおける株式会社の発生と会社法の制定

#### 1 17世紀初期の商事会社と18世紀のスウェーデン東インド会社設立

- (1) 17世紀におけるスウェーデンの商事会社とオランダ商人・オランダ資本
- (2) スウェーデンの重商主義政策と東インド会社の設立

#### 2 19世紀におけるスウェーデンの諸産業の発展とインフラの整備

- (1) 農業改革
- (2) 教育機関の整備
- (3) 製造業、輸出産業、海運業の発展

#### 3 1848年会社法の制定とその限界

### 第二節 民間商業銀行の設立とスウェーデンの産業革命

#### 1 民間商業銀行の設立

- (1) 貿易商館とスウェーデン国立銀行
- (2) Wallenberg一族の登場とSEB設立

#### 2 19世紀後半におけるスウェーデンの「産業革命」とGripenstedt財務大臣の政策

- (1) 19世紀後半におけるスウェーデンの「産業革命」
- (2) Gripenstedt財務大臣の政策

#### 3 民間商業銀行による事業会社支配

- (1) 資本需要の拡大と民間商業銀行の設立
- (2) 19世紀後半における金融危機と民間商業銀行による事業会社支配の形成

#### 4 1895年における会社法改正

### 第三節 スウェーデン型会社支配構造の確立とその法的問題点

#### 1 民間商業銀行による事業会社支配と1910年会社法

- (1) 民間商業銀行を中心とする会社支配構造の確立
- (2) 1910年会社法の主要な改正点

## 2 第一次世界大戦以降におけるスウェーデン型会社支配構造の強化

- (1) 第一次世界大戦期における外国人の株式所有の制限と会社支配権の集中化
- (2) Ivar Kreuger 帝国とその崩壊

## 3 スウェーデン型会社支配構造の確立

- (1) SKB と Custos AB のケース
- (2) SHB と AB Industrivärden のケース
- (3) SEB と Wallenberg 一族のケース

## 4 スウェーデンにおける会社支配の実態と特徴

- (1) スウェーデンとヨーロッパ諸国における会社支配の実態の比較
- (2) スウェーデンにおける株式所有と会社支配の実態
- (3) スウェーデンにおける株式所有と会社支配の特徴

## 5 スウェーデン型会社支配構造の法的問題点

- (1) 複数議決権株式の許容
- (2) 企業ピラミッド

## 6 小括

# 第二章 会社支配権の濫用を抑制するための法理～スウェーデン法とアングロ・サクソン法の比較～

## 第一節 スウェーデン型会社支配構造と会社支配権濫用抑制法理

### 1 スウェーデン型会社支配構造を支える法的メカニズム～議決権の異なる株式～

- (1) 株主平等原則と種類株式
- (2) 議決権の異なる株式
- (3) 会社支配の法的メカニズムをめぐる諸問題

### 2 会社支配権の濫用を抑制するための法理

- (1) 株主総会決議の無効・取消しの訴えとウルトラ・ヴァイレス

- (2) 少数派株主の保護規定
- (3) スウェーデン会社法上の会社債権者保護規定
- (4) 制裁規定

### 3 会社の強制的清算

- (1) Trustor 事件
- (2) Trustor 事件判決の評価～強制的清算が認容されるための6つの要件～

## 第二節 会社支配権濫用者に対する責任追及法理

### 1 スウェーデン会社法における損害賠償規定

### 2 スウェーデン会社法第29章第1条および第3条の会社支配権の濫用を抑制するための法理としての意義と限界

- (1) 加害行為と被害者
- (2) 帰責事由
- (3) 損害
- (4) 因果関係
- (5) まとめ

### 3 スウェーデン会社法第29章第1条および第3条の類推適用

- (1) SÄMÅ 事件の評価～スウェーデン会社法第29章の類推適用の根拠～
- (2) 影の取締役か事実上の取締役か
- (3) 「・・・としている者」～取締役資格との関係～
- (4) 「指揮または指図」
- (5) 「・・・に従って・・・行為するのを常としている」

### 4 スウェーデン法とイギリス法の比較により得られる示唆

### 5 小括

### 第三章 スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの法的問題

#### 第一節 スウェーデンにおける公開買付けの実態と公開買付法の制定

##### 1 スウェーデンにおける公開買付けの実態

- (1) スウェーデンの取引所と株式取引の歴史と実態
- (2) スウェーデンにおける公開買付けの歴史と実態

##### 2 スウェーデン公開買付法の制定

- (1) 公開買付けに関する自主規制（公開買付法制定前史）
- (2) スウェーデン公開買付法の制定と関連法規制間の調整
- (3) スウェーデン公開買付法とブレイクスルー・ルール

#### 第二節 公開買付指令におけるブレイクスルー・ルール

##### 1 公開買付指令におけるブレイクスルー・ルールの規定史

##### 2 EUにおけるブレイクスルー・ルールをめぐる議論の展開

- (1) EUにおける公開買付けをめぐる議論の萌芽
- (2) ハイ・レベル・グループ報告書におけるブレイクスルー・ルール
- (3) 妥協の産物としてのブレイクスルー・ルール

##### 3 ブレイクスルー・ルールの義務づけに対するスウェーデンの抵抗

#### 第三節 スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの任意導入とその法的問題

##### 1 スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの規定

##### 2 ブレイクスルー・ルールとスウェーデン会社法の規定の適用関係

##### 3 ブレイクスルー・ルールの適用対象

##### 4 ブレイクスルー・ルールの適用を理由とする株主間契約違反に基づく損害賠償請求の可否

##### 5 ブレイクスルー・ルールの適用に伴う経済的補償の問題

#### 第四節 小括

## 第四章 コーポレート・ガバナンス・コードによる会社支配権行使の適正化

### 第一節 スウェーデン会社法の下でのコーポレート・ガバナンス

- 1 スウェーデン会社法上の機関～株主総会、取締役会、業務執行取締役、会計監査役
- 2 株主総会による取締役および会計監査役の選任
- 3 取締役会および業務執行取締役
  - (1) 取締役会の義務および権限
  - (2) 対外的な業務執行～株式会社の代表
  - (3) 対内的な業務執行～業務執行取締役の義務および権限
  - (4) 業務執行の監督
- 4 スウェーデン会社法の下でのコーポレート・ガバナンスの特徴

### 第二節 スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードの目的と概要

- 1 2004年コードの目的と概要
- 2 コーポレート・ガバナンス委員会の設置と2008年コードの制定
  - (1) コーポレート・ガバナンス委員会の設置と2004年コードの改正
  - (2) 2008年コードの主要な改正点
- 3 2010年コードの制定と特徴
  - (1) 2013年コードの制定
  - (2) 2010年コードの概要と特徴

### 第三節 会社支配の効率化および適正化のための規制

- 1 指名委員会制度の導入の背景
- 2 指名委員会の設置と職務
  - (1) 指名委員会の設置と構成、指名委員の義務
  - (2) 指名委員会の職務
- 3 指名委員の選任方法と資格、指名委員会決議
  - (1) 指名委員の選任方法

- (2) 指名委員の独立性
- (3) 指名委員会決議の方法

#### **第四節 業務執行の効率化および適正化のための規制**

##### **1 取締役会の職務とその分担**

- (1) 取締役会の職務
- (2) 取締役会の職務の委任～取締役会内部の委員会

##### **2 取締役会議長の職務**

##### **3 取締役会の構成、取締役の資格および独立性**

- (1) 取締役会の構成
- (2) 取締役の資格
- (3) 取締役の独立性の判断基準
- (4) 主要株主からの独立性

##### **4 小括**

### **終章 総括と結論**

#### **第一節 支配株主の支配権行使のあり方について**

#### **第二節 支配株主による会社支配権行使の適正化について～わが国への示唆**

- 1 制定法、判例法理、自主規制による会社支配権行使の適正化
- 2 レピュテーションによる会社支配権行使の適正化

#### **収録参考文献一覧**

#### **収録論文初出一覧**



## 序章 支配株主による会社支配と企業統治～アメリカの議論とスウェーデン型会社支配の検討

支配株主による会社支配は、会社経営の「健全性」を維持しつつ、その「効率性」を高めることができるのであろうか。支配株主が自己の会社支配権を適正に行使する限り、取締役が適切に選任され、その下で健全かつ効率的な会社経営が実現される可能性が高まる。しかしながら、支配株主が自己の支配権を濫用し、会社あるいは少数派株主（さらには、その他の利害関係人）の利益を犠牲にした不当な利益獲得行動に奔走するのであれば、会社経営は不健全なものとなるだけでなく、きわめて非効率的なものとなるおそれがある<sup>1</sup>。かくして、会社支配権を掌握した支配株主が存在するいわゆるオーナー型の会社では、支配株主（多数派株主）が少数派株主の利益を侵奪するという利益相反問題が先鋭化しやすいことに鑑みれば、支配株主による会社支配は、健全かつ効率的な会社経営の実現を阻害する可能性が高く、ましてやオーナー型の会社が、創業者や支配一族といった支配株主の支配権を維持しつつ上場することは少数派株主保護の観点からもこれを認めるべきではないようにも思われる。

他方、わが国では、オーナー型の上場会社は少なくないところ、支配株主と少数派株主間の利益相反問題に対処しつつ、そうした会社の利点を活かした経営がなされるべきではないかとの指摘がある<sup>2</sup>。わが国では平成 26 年に会社法が改正され、「親会社等（自然人である者に限る）」として株式会社の経営を支配している者（平成 26 年会社法 2 条 4 号の 2 ロ）、例えば、株式会社の議決権の過半数を支配している者は社外取締役とはなることができないうこととされるなど、支配株主と少数派株主間の利益相反問題に一定程度対処しようとする立法の動向もみられる。しかしながら、支配株主が支配権を濫用し、少数派株主に損害を及ぼした場合における少数派株主保護のための立法や判例法理、あるいは支配株主

---

<sup>1</sup> See Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An international Comparison*, 59 J. FIN. 537, 541 (2004).

<sup>2</sup> 武井一浩=江頭憲治郎=斉藤惇=吉村典久=櫛笥隆亮=伊藤邦雄『企業法制改革論 II コーポレート・ガバナンス編』29-30 頁（中央経済社、2013）〔武井発言〕。

の支配権行使を適正化させるための事前規制が十分に整備されていないようにも思われる。

こうした支配株主による会社支配をめぐる法的諸問題は、欧米、とりわけアメリカにおけるいわゆる「法と経済学」の文脈の中でも議論されることが少なくない。支配株主による会社支配は会社経営の「効率性」を向上させ、会社のパフォーマンスを高めるのか否か。

「法と経済学」からの伝統的な答えは基本的には「否」であろう。支配株主に支払われる私的支配権益（支配プレミアム）の額が一定の範囲内にとどめられ、かつ、支配株主が効率的かつ効果的な監視を行うことによって会社の経営効率が向上し、その結果として非支配株主に利益がもたらされる限りにおいて、例外的に支配株主による会社支配は「効率的」になり得るとされるに過ぎない。

ところが、近時アメリカでは、この支配株主が支配する企業統治のあり方をめぐって新たな議論が生まれている<sup>3</sup>。支配株主による会社支配が一般的であるにもかかわらず支配株主による私的支配権益の取得額がごく小額にとどまっており、しかも企業業績が高い国が存在することが実証されたからである。その典型例がスウェーデンである。周知のように、スウェーデンでは支配株主（一族）による会社支配形態が一般的であるといわれる。そして、スウェーデンを対象とした近時の実証研究は、支配株主による会社支配が上に述べた伝統的な「法と経済学」の見地からの解と一致しない「効率性」をもたらすことを示したのである。そして、このような支配株主による支配構造が存在するにもかかわらず効率的であることのメカニズムを解明する努力が法学の分野でもなされているのが現状である。

このスウェーデンや見方によっては日本のように支配株主（一族）が存在し、しかも企業としては高業績を挙げているという国が存在する以上、企業統治のあり方における支配株

---

<sup>3</sup> 支配プレミアムをめぐる議論は、後述するような、Bebchuk 教授、Gilson 教授をはじめ、様々な研究がなされている。なお、私的支配権益に関する論文として、Michael J. Barclay Clifford G. Holderness & Jeffrey Pontiff, *Private benefits from block ownership and discounts on closed-end funds*, 33 J. FIN ECON. 263-91 (1993), エージェンシー問題に関する論文として、Cronqvist, Henrik, and Mattias Nilsson, *Agency costs of controlling minority shareholders*, 38:4, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 695-719 (2003); Cronqvist, Henrik, and Mattias Nilsson, *Why Agency Costs Explain Diversification Discounts*, 29 *Real Estate Economics* 85-126 (2001)が挙げられる

主問題は改めて重要な検討課題とならざるを得ない。株式が分散して保有され市場の規律により良い統治を実現するとの考え方の対極に支配株主が健全な経営をするという企業統治像があり、実証研究は、市場型規律とは違った企業統治（支配株主型規律）の可能性が示唆されているからである。そこで第一節では、支配株主による会社支配をめぐる最近のアメリカでの議論を参考にして、その問題点の所在を確認してみたいと思う。

## 第一節 支配株主による会社支配とその「効率性」

### 1 近時の実証研究からの問題提起

アメリカの法学界において有力に主張されている「法と経済学」の説明に従えば、「所有と経営の分離」が見られる大規模株式会社にあつてはいわゆる「エージェンシー・コスト (agency cost)」<sup>4</sup>が不可避免的に発生し、その削減が重要な経済的あるいは法的課題であるとされてきた。とくに特定の株主が会社を支配している株式会社では、少数派株主は支配株主が私的支配権益 (private benefits of control) の獲得を目指した行動をとることに伴うリスクに曝されるといわれ、支配株主が私的支配権益獲得に走れば、かかる会社は「非効率」経営となる可能性が高いとされてきた<sup>5</sup>。逆からいえば、支配株主がその私的支配権益

---

<sup>4</sup> 金森久雄=荒憲治郎=森口親司編『有斐閣経済辞典〔第5版〕』72頁（有斐閣、2013）によれば、エージェンシー・コストとは次のようなものである。「ある行為の遂行を他人に委ねる者を依頼人、委ねられる者を代理人と呼び、両者はエージェンシー関係にあるというが、こうした関係では依頼人と代理人の利害関心の違いから利害対立が発生して、依頼人の利益が損なわれることがある。そういう損失をエージェンシー・コストという。今日の大企業では資本提供者と経営者が依頼人・代理人関係にあるので、そこでのエージェンシー・コストが、資本コストに影響する要因として重視されるようになってきた」とされる。

<sup>5</sup> Dyck & Zingales, *supra* note 1, at 541によれば、「私的支配権益」とは、持分所有の割合に応じてすべての株主に共有される利益を除いた、会社支配権を有する者が排他的に享受することのできる利益の総称である。また、Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1663-64 (2006)は、「支配権益」を金銭的な支配権益と非金銭的な支配権益に分類している。前者は、会社から支配株主に支払われる（非支配株主が参加できない）不均衡な現実の財源である。たとえば、支配株主が大規模な持分を有している会社を優遇するという条件の付けられた会社間（親子会社間など）の取引を通じて達成される「トンネリング (tunneling)」が良く知られている。後者は、会社財産の現実の移転を伴わず、他の投資家の持つ会社の株式価値を不均衡に希釈化することはないというような精神的な要素を持つ権益をいう。具体的には、小規模な国の経済を大規模な会社が支配することにより、

の獲得を最小限にとどめ、その結果として少数派株主が「エージェンシー・コスト」を削減できた場合には、そのような経営形態は「効率的」であると評価されてきたともいわれる。これはきわめて例外的な場合と位置づけられてきたようである。このような支配株主が会社を支配する構造（以下では、「支配株主システム」と呼ぶ。）に対する「効率性および有効性」からの分析と評価は、これまでも多くなされており、たとえば、アメリカのように、株式が広範に分散し、多数の株主に保有されている株式会社 (*widely-held company*) が多数存在する国々<sup>6</sup>と、株式が特定の株主や家族などに集中的に所有 (*concentrated-ownership*) され会社支配権がその者らに集中している株式会社が多数存在する国々<sup>7</sup>との「二分法」的比較においてしばしば行われてきた<sup>8</sup>。そして、たとえば、Dartmouth 大学 La Porta 教授らによる分析によれば<sup>9</sup>、支配株主が多数存在する国々の法制は少数派株主保護が不十分であるという興味深いデータなどが提供されたこともあった<sup>10</sup>。この分析結果に従うならば、少数派株主保護が不十分な国々においては、支配株主は少数派株主の犠牲のもとに私的支配権益を追求するおそれが高く、支配株主がその支配権益

---

家族といった支配株主にとって望ましい社会的地位が提供され得るというものである。本論文においては、とくに断らない限り、「私的支配権益」という用語を前者の意味として扱う。後者の意味において「私的支配権益」を用いる場合には、「非金銭的な私的支配権益」として扱う。「私的支配権益」を法制度によって抑制できるのは前者のような少数株主から支配株主への利益移転がなされる場合である。

<sup>6</sup> 星明男「少数株主から支配株主への利益移転は抑止されるべきか—会社支配権市場の規律的効果とその誘引」*ジュリ* 1326号 131頁 (2007)によれば、「公開会社の株式は広く分散所有されているというイメージは、世界中の公開会社の株主構成を調べてみると普遍性を欠くものであることがわかる」とされ、英米のような株式分散所有構造を持つ国はむしろ例外とされている。

<sup>7</sup> このような国の例として、イタリア、メキシコ、韓国、スウェーデンなどが挙げられる。

<sup>8</sup> Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 59 J. FIN. 471-517 (1999).

<sup>9</sup> *Id.* at 480-511. アメリカ、香港、日本、ドイツ、スウェーデン、イタリア、ベルギー等についてのピラミッド所有構造に加え、各国の所有形態、たとえば、広範囲保有型、家族支配型、国家支配、金融機関による支配、法人支配など 30か国の所有構造が明らかにされている。

<sup>10</sup> *Id.* at 491. また、Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 *Journal of Political Economy* 1113-55 (1998)において、世界の 27か国が取り上げられ、少数者に対する法的保護が適切な 12か国と、そうでない 15か国に分類されている。

の獲得を現実に優先させた場合には、会社経営は非効率になり、加えて少数派株主は十分な保護もえられないという最悪の事態が発生することとなる。このような会社支配構造を「非効率」と呼ぶかはともかく、問題の多い支配構造であることは確かであろう。

それでは、支配株主システムは常にそのような危険を伴う「悪いシステム」とみるべきものなのであろうか。この点で、そのような支配株主システムをとる企業が多いとされるスウェーデンを素材にした最近の二つの実証研究が注目される。一つは、Toronto 大学の Alexander Dyck 教授と Chicago 大学の Luigi Zingales 教授による共同研究であり<sup>11</sup>、もう一つは World Bank の Tatiana Nenova 氏による研究である<sup>12</sup>。前者は、研究対象 5 カ国（メキシコ・イタリア・スウェーデンとアメリカ・イギリス）における「支配株式のプレミアム」に着目し、「支配ブロック取引」（支配権譲渡）がなされた例を取り上げ（393 例）<sup>13</sup>、そこで支払われた「支配プレミアム分」を測定することで支配株主がどれほど私的支配権益を独占しているかを検証・分析している。これに対して、後者は対象 21 カ国（合計 661 社）の支配株主が保有する支配株式の価格と普通株式の市場価格との乖離度（市場価値に占める支配ブロックの価値の割合）を測定してその私的支配権益の大きさを検証・分析している。いずれも、支配株主が私的支配権益を取得する割合は支配株式と非支配株式との間の価格における差異に反映されるとの仮説に基づいた調査・分析であるといえよう。その結論部分を表にしたものが下の表 1 である。

表 1 から明らかなように、たとえば Dyck 教授らが採用した支配株式に占める支配ブロックのプレミアムの割合を基準とした比較によれば、メキシコでは企業の株式価値の 34%、イタリアでは 37%であるのに対して、英米はともに 1%であり、前者が支配権益を支配株主が独占していることが明確に示される。そのなかで、株主構造ではむしろメキシコやイタ

---

<sup>11</sup> Dyck & Zingales, *supra* note 1, at 537-600.

<sup>12</sup> Tatiana Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: Across-country Analysis*, 68 J. FIN ECON. 325-51 tbl.3 (2003).

<sup>13</sup> この支配ブロックのプレミアムは、支配ブロックに対して支払われる各株式当たりの価格と当該支配ブロックの取引のアナウンスメントが行われた 2 日後の取引所における価格との相違として算定されている。

リアに近いと考えられるスウェーデンが7%という割合を表しており、むしろ英米に近接した数値を示していることが特徴的である。他方、Nenova氏が採用した市場価格との差異を基準にしても、それはメキシコでは企業の持分価格の36%、イタリアでは29%であるのに対して、アメリカでは2%、イギリスでは10%という数値を示しており、Dyck教授らの研究と同様の傾向が示されている。少なくともこの二つの研究を前提とする限りは、支配株主は他の少数株主の犠牲の上に私的な権益を独占しているとの伝統的な理解が実証されたともいえるであろう。しかし、Nenova氏の実証研究においても、スウェーデンが1%という英米型の数値を示していることが際立っている。スウェーデンは後に改めて取り上げるが、一部の支配株主家族が多くの大企業を支配する株主構造を有する国である。支配株主システムの国とってよいであろう。しかるに、英米よりもプレミアムの割合が低いとの実証研究に示されるように、スウェーデンにおいては、支配プレミアムが支配株主によって取得される割合がきわめて低い。こうした実証研究の結果が、支配株主システムをめぐる伝統的な「二分法」的理解に反省を強いることとなった点は既に述べたとおりである。とくに、「法と経済学」の研究者らにおいては、支配株主システムは常に「非効率的な」システムではなく、いわゆる会社のパフォーマンスを高めるような「効率的な」支配株主システムでもあり得ると認識されるに至った点は意義深い<sup>14</sup>。

---

<sup>14</sup> Gilson, *supra* note 5, at 1650-51.

表 1 支配株主システムにおける私的権益を取得する割合<sup>15</sup>

	メキシコ	イタリア	スウェーデン	アメリカ	イギリス
支配ブロック のプレミアム	34%	37%	7%	1%	1%
市場価格 との相違	36%	29%	1%	2%	10%

## 2 私的支配権益とエージェンシー・コスト

上記の実証研究が示すような「効率的な」支配株主システムがなにゆえ存在するのか。「法と経済学」にとっては重大な論点と考えられるこの問題に対して伝統的な「エージェンシー・コスト」の観点から分析したものに、Harvard 大学の Lucian Bebchuk 教授らの「討議資料」がある<sup>16</sup>。以下では、まずその分析と主張とから見てみることにしたい。

### (1) 株主構造の三分区～CS 構造・DO 構造・CMS 構造～

同教授らは、会社の株主構造については従来と同じように、①英米のように株式が広範囲に保有されている「分散所有 (dispersed ownership, DO)」構造と②大規模なブロック保有者が会社の株式の過半数または大多数を所有している「支配構造 (controlled structure, CS)」とに分類する。しかし、先の実証研究の成果に応じるかたちで、第三の分類として、③会社に対して少額の出資しか行っていないにもかかわらず、ある株主が支配権を行使することが可能な株式所有構造である「支配少数株主構造 (controlling-minority structure, CMS)」<sup>17</sup>を想定する。この第三の構造である CMS 構造のもとでは、複数議決権、ピラミ

<sup>15</sup> 支配ブロックのプレミアムについて、Dyck & Zingales, *supra* note 1, at 551 tbl.2、市場価格との相違については、Nenova, *supra* note 12, at 334-35 tbl.3 から引用。

<sup>16</sup> Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman & George Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, 1-37 (Harvard Law School Olin Discussion Paper No249, 2000).

<sup>17</sup> 支配少数株主は、会社支配権を有する支配株主である点に注意を要する。キャッシュ・フローと議決権に差異を設けている国々においては、わずかな出資で支配権を獲得できる。

ッド構造、株式の相互保有等の法的メカニズムが採用され、これらを通じて、株式所有と会社支配の分離が生じるとされている。CMS 構造の特徴は、会社支配権市場から隔離されている限りにおいて、上述②の CS 構造と類似性を有し、他方、会社に対して少額の持分しか有さない者の手中に支配権が存在するという限りにおいては上述①の DO 構造と類似する。そして、CMS 構造における支配株主の経営に対する「インセンティブ」<sup>18</sup>問題が議論されることとなる<sup>19</sup>。要するに、CMS 構造においては CS 構造や DO 構造のように議決権株式を通じての会社支配力とキャッシュ・フロー量（出資額）とが必ずしも一致しないことから、支配株主は出資以上の支配力を享受できる点が問題となるのである。したがって、そのような株主構造のもとでは、本来備わるはずの危険資本に応じた株主の会社経営に対するインセンティブが歪められることとなり、CS 構造や DO 構造において期待される株主による合理的な意思決定が阻害されることになるのではないかという疑問が提示される。かかるインセンティブの歪みはエージェンシー・コストの増大に結びつくと思定される。そうであれば、コストの増加が必然である CMS 構造がなぜ採られるのか、経済合理的に説明されなければならないことになるわけである。

## (2) CMS 構造とエージェンシー・コスト削減問題

このように、支配少数株主構造（CMS 構造）を採る会社では、投資プロジェクトの選択、キャッシュを分配するかあるいは再投資するかについての投資政策の選択、会社規模の選択、および支配権の移転に関するエージェンシー・コストが増大すると考えられている<sup>20</sup>。なぜなら、CMS 構造のもとの支配株主＝経営者は、たとえば、経営者がほとんど持分を有していないため更迭される危険がある DO 構造とは異なって、委任状合戦にも敵対的企業買収にもさらされることはなく、また支配株主が固定されて株式保有を通じて自己の意思

---

したがって、こうした国々において、支配者はごく少数の株主で構成される場合が多い。本論文において単に「少数派株主」と呼称するのは、支配権を有していない株主を指すためである。

<sup>18</sup> 多額の出資者が会社支配に対してより関心を有するという「インセンティブ」である。

<sup>19</sup> Bebchuk et al., *supra* note 16, at 1.

<sup>20</sup> 柳明昌「差別的議決権の理論的検討—アメリカ法を中心として—」法学 67 卷 6 号 79 頁 (2003)。



決定を行うことができる CS 構造とも異なって、CMS 構造の支配株主はわずかな出資で会社支配が可能であるから、それらの要因がエージェンシー・コストの増大を引き起こすと考えられているのである。したがって、そのコストを削減する手段が次に問題とならざるを得ない。

この点について、Bebchuk 教授らは、前述したように、法制度によるコスト削減とレピュテーションによるコスト削減とを指摘する。すなわち、CMS 構造が支配的である国々においては、CS 構造に比べて支配株主が会社支配に対してより多くのインセンティブを有するということが成立しなくなると想定され、少数派株主を保護するための法的制度が必要となるというわけである。そのような法規範による制約原理が働かない場合には、これに代替するレピュテーション（社会的評判）などの抑制原理が必要となると考えられている。この点の説明を前掲の「討議資料」に従ってさらに詳しく見てみよう。

a. レピュテーションによるコスト削減効果

これまでも、エージェンシー・コストを制約する手段として「レピュテーション」が挙げられることがあった。それがとくに CMS 構造を採る場合には重要な意義を有し、支配株主は絶対的多数派でないことから、支配株主が健全な経営を行っているという社会的世評を生み出すことができない限り、コスト増が解消されず、このような企業は証券市場を利用することはできないと解されている。かかる不十分なレピュテーションの状況下で証券市場を利用しようとするとき、CMS 構造の支配株主は、予想されるエージェンシー・コストに対する対価を支払わなければならないとされる<sup>21</sup>。

レピュテーションがエージェンシー・コストの制約原理として機能しているか否かについても実証研究がある。たとえば、レピュテーションがエージェンシー・コストを制約するといわれる国として南アフリカ共和国が挙げられるが、Cape Town 大学の Graham Barr 教授らは、南アフリカ共和国を対象に調査を行い、より良い社会的評判を持つ南アフリカ

---

<sup>21</sup> Bebchuk et al., *supra* note, 16 at 13.

の支配株主は、CMS 構造にさほど利害関係を有していないとの結論を導き出している<sup>22</sup>。逆に、少数株主の利益を侵奪しているといったような社会的評判が立つと、CMS 構造を採用する会社の資本コストは急激に増加するともされる<sup>23</sup>。「良い社会的評判」が CMS 構造を促進するという傾向を示すということでもある。

CMS 構造において最も一般的な形態が家族型支配であることから、レピュテーションは家族型支配というものについての社会的評価にまで及ぶ<sup>24</sup>。家族支配型の支配構造（とくに CMS 構造）においては一般にピラミッド構造<sup>25</sup>や株式の相互保有が利用されている。そして、先の Barr 教授らの分析によれば、このようなピラミッド構造などを利用した家族型支配構造は、当初から形成されるのではなく、内部資本の調達および支配権の付与されていない株式の発行を通じて次第に発展するものであって、支配株主たる家族は私的支配権益の私的流用はしないであろうとの予測が成り立つし、また子孫の権益の継続的拡大を保障するためには企業の継続が重要であり、私的支配権益の私的流用をさほどしないであろうという予測もあり得るとされるのである。さらに、外国資本の流入に対する障壁が緩和されている国（南アフリカなど）においては、「良き社会的評判」を維持させるインセンティブは CMS 構造の支配株主に高まっているともされている<sup>26</sup>。このような実証研究が正しいとすれば、レピュテーションが高まれば、CMS 構造を持つ会社でも多額のエージェンシー・コストを費やすことなく、適切な投資政策や会社の規模の決定等を行うことが可能となる

---

<sup>22</sup> Graham Barr, Jos Gerson, & Brian Kantor, *Shareholders as agents and principals: The case of South Africa's corporate governance system, in A Comparison of the U.S., Japaa, and Europe*, 8 *Journal of applied corporate finance*, 18-31 (1995).

<sup>23</sup> Bebchuk et al., *supra* note 16, at 14.

<sup>24</sup> 後で詳しく述べるが、Gilson, *supra* note 5, at 1673 によれば、「家族支配の維持は、アメリカにおけるよりもアジアにおけるほうがより高い評価を受ける。したがって、アジアの支配株主は、家族の支配権を維持しようとする価値観を優先しようとするであろうし、大衆は、そうした価値観に同意する可能性があり、その結果、支配株主の形態は、欧米諸国における以上にアジアにおいてより長期にわたり継続するものと予測」されている。このように、支配株主が良き社会的評判を有している国もある。スウェーデンにおける家族支配もその中に含まれるであろう。

<sup>25</sup> ピラミッド構造の研究については、Daniel Wolfenzon, *A Theory of Pyramidal Ownership, 1-42* (Department of Economics, Harvard University, Working paper, 1999) 参照。

<sup>26</sup> Barr et al., *supra* note 22, at 18-31.

であろう。しかし、企業統治法制を考える上での問題は、そのレピュテーションという曖昧なものについての法規範的な意義付けとなるであろうと解されている。

b. 法規範によるエージェンシー・コスト削減効果

法規範によってエージェンシー・コストは削減することができるといわれる<sup>27</sup>。とくに、CMS 構造に要するエージェンシー・コストに対する潜在的な抑制原理としては、少数派株主に対して与えられる法的保護が指摘される<sup>28</sup>。前述したように、私的支配権益が拡大するにつれ、CMS 構造に必要とされるエージェンシー・コストは増大すると考えられる<sup>29</sup>。したがって、このような理解からは、法規範が緩和されている国においては CMS 構造に要するエージェンシー・コストは必然的に膨大なものとなるはずである。法規制が緩和された国でかかるエージェンシー・コストを回避・削減しようと欲するならば、CMS 構造は忌避されることになるであろう。しかし、現実とは逆である。会社法制度が緩和されている国々においてこそ CMS 構造が一般的な所有構造となっているとされる<sup>30</sup>。なぜか。Bebchuk 教授らは、エージェンシー・コストを相殺し、かつ、それを凌駕する「効率性の利益 (efficiency benefit)」を想定し、それが CMS 構造に存在するために支配株主は CMS 構造を支持するのではないかとされている。この「利益」が特定されれば、CMS 構造が法規範の緩い国に多く存在する理由がうまく説明されるかもしれない<sup>31</sup>。逆に、CMS 構造にエージェンシー・コストに見合った「効率性の利益」が存在しない場合にもなお CMS 構造は存在するのかわくもまた問題となるであろう。この点に関連して、Bebchuk 教授自身により 1999 年の時点において、なぜ CMS 構造が生じてきているのかについての分析が行われており、参考となる。そして、私的支配権益が膨大である場合に CMS 構造が採用されるとの結論が示されている<sup>32</sup>。すなわち、その膨大な私的支配権益に加えて「効率性の利益」がある限りにお

---

<sup>27</sup> *Id.* at 14.

<sup>28</sup> *Id.* at 14-15.

<sup>29</sup> *See Id.* at 14-15.

<sup>30</sup> *Id.* at 15.

<sup>31</sup> *See Id.* at 22.

<sup>32</sup> Lucian Bebchuk, *A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, 1-37 (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 7203, 1999).

いて、支配株主にとって CMS 構造は好ましいものとなるとされるのである。

この論文において Bebchuk 教授は、公開会社の筆頭株主が会社の支配権を固定化し続けるような所有構造を作り出すべきかどうかを判断する動機付けについての分析もしている<sup>33</sup>。その分析結果によれば、①私的支配権益が膨大で、それゆえに、支配権が十分に価値を有する場合においては、法制度上支配権を容易に手中に収める状態が維持されるときに、支配株主にとって支配権獲得・維持・固定化への試みが誘発されるとされる。たしかに、かかる状況下においては、筆頭株主たる大株主は、会社支配権を争う者が私的支配権益を獲得するという目的で会社支配権獲得のための行動をおこさないようにするために様々な方策を用いてこれを排除し、支配権を固定化し続けたいとの動機付けをもつであろうことは容易に想像することができる。問題はその方法であろう。さらに、Bebchuk 教授によれば、②私的支配権益が巨額である場合において、他の支配株主構造である CS 構造を選択すれば、会社の筆頭株主は、支配権の移転から得られる利益の大部分を獲得することが可能となるとされ、①と②の結果より、緩和された会社法制が巨額な私的支配権益の獲得を可能とする国においては、会社創業者は、その会社の株式が公開されるときに、自己の支配権を固定化し続ける選択をされるとされるのである。たしかに、CS 構造では支配力を獲得・維持するために多大な出費を要する。これに対して、CMS 構造では少額の出資で支配力を維持できるメリットがある。したがって、当該会社創業者が会社への出資を制限したいと望み、かつ、資本市場を利用したいとするとときに、かかる国では自己の支配権を固定化するために CMS 構造が採用されることになるとの結論は納得のいくところであろう<sup>34</sup>。

Bebchuk 教授は、別の「ワーキング・ペーパー」においてではあるが、株式が新規に公開された後の段階にも注目している<sup>35</sup>。会社が追加的外部資本を調達しなければならない場合に、支配株主が自己の支配権を固定化し続けるかどうかの選択をしなければならないの

---

<sup>33</sup> Bebchuk et al., *supra* note 16, at 1-37.

<sup>34</sup> *Id.* at 23.

<sup>35</sup> See Lucian Bebchuk, *Rent protection and evolution of ownership structure in publicly traded companies*, 1-37 (Harvard Law School, Working Paper, 1999).

は当然であろう。会社法制が緩和されている国であって、その結果として私的支配権益が巨額となる場合においては、支配株主は、支配権を放棄することはまずしないであろう。かりに採用した CMS 構造が巨額な税金およびエージェンシー・コストを要するものであるとしても、その構造を採用・維持することに努めるはずである。したがって、追加資本の調達においては、支配権を脅かさないようにする工夫として、たとえば無議決権株式（それを許す国においては）を発行するという方法が選択される。ともかくも、Bebchuk 教授によれば、私的支配権益が巨額になる国において、追加資金を資本市場から調達しようと試みる支配株主は、無議決権株式または差別的議決権株式を発行しようとする強力なインセンティブが働くであろうと結論づけられる<sup>36</sup>。

以上の分析から、私的支配権益が巨額である場合には、株式会社の創業段階と資本市場からの追加資本調達段階のいずれの局面においても、支配株主にとって、CMS 構造は好ましい株主構造であるということになるとされるのである。

#### c. まとめ

Bebchuk 教授の分析によれば、法規制の緩和された会社法制のもとにおいては、エージ

---

<sup>36</sup> Bebchuk et al., *supra* note 16, at 23. なお、Wolfenzon, *supra* note 25, at 1-2 によれば、ピラミッド構造は無議決権株式に比べると、キャッシュ・フローと支配権を分離する効果はより少ないとされるものの、支配株主は、私的支配権益を拡大するような投資を行うためにピラミッド構造を利用する。単純な例を挙げれば、ある支配株主が A 社の株式の 50% を直接所有し、A 社は B 社の株式を 50% 保有する。このことにより、この支配株主は、25% の持分だけで B 社の 50% を支配することが可能となるということである。わずかな出資で支配権を獲得するための手段としては、上述したような複数議決権株式を用いるほうがより直接的かつ効果的であるように思われる。しかし、ヨーロッパでは、複数議決権株式は会社法上ごく一部の国々を除いて禁止されているのが通例である。そこで、ヨーロッパの国の多くでは、このような複数議決権株式の利用上の制約を回避するためにピラミッド型保有構造が利用される。要するに、ピラミッド構造が利用される理由の一つは、わずかな出資でより多くの会社支配権を獲得するが可能となることにある。このような仕組みを利用することにより、私的支配権益が巨額であれば、支配株主には膨大な利益がもたらされることになる。ピラミッド構造は、支配権を獲得するために必要とされるキャッシュ・フローを極小化するために創り出されたものということができる。もっとも、複数議決権によっても会社支配権が増幅されているスウェーデンにおいては、ピラミッドの層が 2 から 3 層と薄いのが特徴である。他国の財閥型支配（たとえば、韓国など）に見られるような層の厚いピラミッド構造とは異なっている。したがって、スウェーデンにおけるピラミッド構造の利用目的は他の諸国のそれとは異なるのではないかと推察される。

エンジー・コストが増大する結果、支配株主が自ら負担するコストに見合った私的支配権益を獲得するために支配株主構造（CS 構造）や支配少数株主構造（CMS 構造）を採用することになる。この点については、特に異論はないであろう。しかし、十分に紹介しなかったが、支配株主による莫大な私的支配権益の獲得およびエージェンシー・コストの増大という危険性を孕んだ CMS 構造を厳格な規制に服せしめる国々が増えているとの報告がある<sup>37</sup>。そのような国ではエージェンシー・コストは全体として低減するはずであり、支配株主は自ら負担するコストも低減するので、上述の論法からすれば、支配株主はそのコストに見合った私的支配権益を獲得するために支配株主構造（CS 構造）や支配少数株主構造（CMS 構造）を採用することはないということにもなりそうである。厳格な法規制とは、要するに、支配株主が膨大な私的支配権益の獲得に走る危険を抑えることを意味する。しかし、現実問題として、法制度として支配株主にはそのような私的支配権益を全く取得できないとすることも行き過ぎであろう。なぜなら、大規模資本を保有する者が株式会社へ投資しなくなるおそれがあるからである。このように考えると、支配株主が私的支配権益を獲得することを認めつつも、同時にそれを一定範囲に限定するのが、適切な法規制である、ということとなるであろう。この点を、節を改めて検討してみたい。

## 第二節 支配株主による私的支配権益の取得とその上限画定の動き

### 1 私的支配権益とエージェンシー問題

(1) 「法と経済学」によれば、CMS 構造は莫大なエージェンシー・コストを要するにもかかわらず、支配株主にとって私的権益獲得のほかに「効率性の利益」を取得することができるメリットがあることから、その存在意義を有するとされるようである。しかしながら、少数派株主からすれば、そのようなエージェンシー・コストを支払うメリットはそもそも存在しない。支配株主による私的権益の独占を甘受する理由もない。むしろ少数派

---

<sup>37</sup> Bebhuk et al., *supra* note 16, at 23 によれば、台湾では、1997 年 5 月において相互保有の状態およびピラミッドの所有構造を開示することが立法によって義務づけられた、とある。

株主にとっては支配株主が獲得する私的支配権益を最小限にとどめることに関心が向くと考えられる。この点は、上述した適正な法規範のありようと合致しよう。この点で、支配権益の上限を画することで少数派株主と支配株主との間の利害調整を図るという観点からなされた Stanford 大学および Columbia 大学の Ronald J. Gilson 教授ほかの分析がある<sup>38</sup>。

(2) Gilson 教授らは、議論の前提として、支配株主システムの「効率性」が 2 つのエージェンシー問題の相互作用という文脈の中で議論されてきたことを確認される。第一のエージェンシー問題とは、所有と支配の分離により生ずるエージェンシー問題である。このエージェンシー問題を解決する手法として、独立取締役による監視と証券市場（特に敵対的企業買収の場合）を挙げるのが一般的である。しかし、この二つの手法には重大な限界があることが指摘されている。たとえば、独立取締役に依存する方法については、十分な対価を支払って監視のインセンティブを高めることによりその独立性が損なわれるおそれが高まるといわれる。もう一つの敵対的企業買収による手法は、非効率な経営者をもっと企業経営を効率化させる脅威として高く評価する向きもあるが<sup>39</sup> 40、それを成功させるために膨大なプレミアムの支払いを必要とする場合がありえ、その結果、巨額な取引コストを伴うおそれもあるといわれている。このように考えると、この意味でのエージェンシー問題に関する限り、支配株主にはその投資額に見合う監視へのインセンティブがあることか

---

<sup>38</sup> Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U PENN. L. REV. 785, 785-86 (2003).

<sup>39</sup> 星・前掲注 (6) 134 頁によれば、「会社の経営効率が低ければ、株式の市場価格が同業他社の水準あるいは市場全体と比べて低下するため、当該会社をよりよく経営できる経営陣に当該会社の経営による私的利益および現在の株価と経営改善後の株価との間のキャピタル・ゲインを求めて会社支配権を取得する誘引を与える」といわれる（規律型企業買収）。そして、「会社の現経営陣は（潜在的）買収者による経営刷新を恐れるため、規律型買収の脅威が会社の経営効率を株主に対して保障する」とされる（会社支配権市場の規律的效果）。なお、こうした企業買収の効果につき、たとえば、Randall Morck, Andrei Scream & Robert W. Vishny, *Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*, in *Corporate Takeovers: CAUSES AND CONSEQUENCES* 101, 101-102 (ALAN J. Auerbach ed., 1988)参照。

<sup>40</sup> たとえば、敵対的企業買収は、非効率的な企業を解体させるための効果的手段となりうるが、その際、公開買付けを行う者はさほど企業内部の情報を保有する必要はない。これとは対照的に、外部の者には入手できない事業に関する詳細で特有の知識を必要とする単一の事業の問題を解決するにはさほど効率性を有しない。

ら、公開会社の経営者をより適切に監視する可能性があるともいわれる。換言すると、支配株主システムは、広範囲な株式所有から必然的に生じるエージェンシー問題を解決する最善の解なのかもしれないとするのである<sup>41</sup>。

第二のエージェンシー問題とは、支配株主が私的支配権益を独占する可能性をめぐる支配株主と非支配株主との間に発生するものである。上述の第一のエージェンシー問題が支配株主システムで解決されたとしても、この第二のエージェンシー問題から生じるコストが全体として上回るならば、支配株主システムは最適解ではなくなるであろう。一般に、支配株主の持分が少なくなればなるほど、支配株主はその私的な支配権益を取得するインセンティブは高まるといわれる<sup>42</sup>。たしかにこの場合、支配株主は効果的に会社を経営するか、効果的に経営者を監視することにより、企業の生産性それ自体を高めることが可能である<sup>43</sup>。それは株主全体の利益ともなるが、同時に支配株主は自らの取り分以上の利益を獲得する危険も伴う。逆に、支配株主は複数議決権等を用いて持分の数倍の支配権を獲得することにより私的支配権益が十分に増大する場合において、生産性を減少させるような政策を採用しようとするインセンティブが生み出されるおそれもある、とされる。

以上述べた二つのエージェンシー問題の間には、相互関連性が存在すると考えられる。すなわち、一般株主の視点からすれば、これら二つのエージェンシー問題はトレード・オフの関係にあるということである。つまり、前者のエージェンシー・コストを削減させることからもたらされる利益が後者のエージェンシー・コストを超える場合に限り、一般株

---

<sup>41</sup> See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Manes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, 57 J. FIN. 1147 (2002); John J. McConnell & Henri Servaes, *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*, 27 J.FIN. ECON. 595 (1990); Randall Morck, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Management Ownership and Market Valuation*, 20 J. FIN. ECON. 293 (1988).

<sup>42</sup> Gilson, *supra* note 5, at 1651.

<sup>43</sup> この見解は、所有と支配の分離によって、企業価値が減少するという実証結果と矛盾するものではない。これについては、Stijin Claessens, Simeon Djankov & Larry H.P. Lang, *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, 58 J.FIN. ECON. 81 (2000); Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, *Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 10240, 2004)参照。



主にとって支配株主システムを許容することができるのであるとする<sup>44</sup>。

(3) Gilson 教授らは、以上の前提にたったうえで、世界各国の会社支配の態様に関する実証研究へと向かう。そして、その結果に基づき会社支配とコーポレート・ガバナンスの関係が論じられる<sup>45</sup>。ここでも、Gilson 教授らは先に述べた Bebchuk 教授らの分析と同様に、会社支配構造の二分法では各国の会社支配の態様を正確に位置づけることは困難であると結論づけている。この二分法に変わるものとして Bebchuk 教授らが三分法を採用したのに対して、Gilson 教授らは、世界の国々を「良き法 (good law) を持つ国」と「悪しき法 (bad law) を持つ国」に分類した。つまり、前者は、コーポレート・ガバナンスあるいは会社法制が十分に機能しており、支配株主以外の一般株主ないしは少数株主に対する保護が十分な国を意味し、後者はそうでない国を意味する。換言すると、「良き法を持つ国」とは、支配株主が享受できる私的支配権益が適切な経営者の監視による生産性の拡大がもたらす利益の枠内にとどまる国であるとされ、そのような結果をもたらすべく「良き法」として実質的な基準が明確化され、その基準を実施するための効果的なエンフォースメント手続が提供されているとされるのである。その具体例として、企業集団を規制するヨーロッパ大陸諸国の法<sup>46</sup>、司法によって確立された信認義務の理論など個々の判例法を通じて合衆国のような法制が例示される<sup>47</sup>。そして、支配株主による私的支配権益獲得を抑制する基準は、立法や判例といったフォーマルな法規則により形成される場合もあれば、イギリスの私的規制機関を通じた規制のようにインフォーマルな規範によっても達成されるとされ、こうした規律とその他の社会制度との相互作用が法規制の実効性に影響を及ぼし得るとされるのである。たとえば、社会規範と実効性のあるエンフォースメント手続とが結びつくことにより、重要な規制の基準がいっそう明確化され<sup>48</sup>、かつ、開示手続がこうした規

---

<sup>44</sup> Gilson, *supra* note 5, at 1651-52.

<sup>45</sup> *Id.* at 1644.

<sup>46</sup> *See, e.g., Groups Of COMPANIES IN THE EEC* (Eddy Wymeers ed., 1993).

<sup>47</sup> *See, e.g., Hollinger Int'l, Inc. v. Black*, 844 A. 2d 1022 (Del Ch. 2004).

<sup>48</sup> *See* John C. Coffee, Jr., *Do Norms Matter? A Cross-Country Examination*, 149 U. PA. L. REV. 2151 (2001). *See also*, Rafael La Porta Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Trust in Large Organizations*, 87

制の実効性の向上を補足的に手助けするとされる<sup>49</sup>。すなわち、支配株主システムは、膨大なエージェンシー・コストを伴うものであり、支配株主はそのコストに見合うだけの私的支配権益を獲得しようと支配権を行使するおそれがあるため、かかる私的支配権益の取得を最小限にとどめる規範が存在しなければならず、それが実効性を有する限りにおいて、支配株主システムは「効率的」であり、同時に非支配株主もまた支配株主システムを許容するとされるのである<sup>50</sup>。

(4) それでは、私的支配権益が具体的にどのように支配株主によって獲得され、それを上述したような法理がいかに私的支配権益の取得価額に上限を与えるというのであろうか。先に触れた Gilson 教授と Columbia 大学の Jeffrey N. Gordon 教授とは、「支配株主を支配するもの (Controlling Controlling Shareholders)」と題する 2003 年の論文において、支配プレミアムの獲得により失われる非支配株主の利益と支配株主による経営者の監視が監視コストを削減することによって得られる非支配株主の利益を比較し、支配株主システムが「効率的な」ものとして許容できるか否かを、まさに「効率性」の観点から評価されている<sup>51</sup>。以下では、その分析を検討してみよう。

## 2 支配株主による私的支配権益獲得とその法的意義

先に触れた CS 構造においては、支配株主がその私的権益を獲得するメカニズムは比較的容易に理解することができる。アメリカにおけるかつての支配プレミアム論争において、支配株主が有する支配ブロックが生み出すプレミアムの意味が議論されたことはよく知られている<sup>52</sup>。平等であるエクイティーが一定量を超えて支配ブロックとなる時、支配プレミアムが発生する。CS 構造においては、支配株主が当該支配ブロックの売却によって他の

---

AM. ECON. REV. 333, 336-37 (1997).

<sup>49</sup> Dyck & Zingales, *supra* note 1, at 537, 577, 582, 586. なお加藤貴仁「議決権・支配権に関する種類株式の規制方法」商事 1777 号 8 頁以下 (2006)。

<sup>50</sup> Gilson, *supra* note 5, at 1653.

<sup>51</sup> See Gilson et al., *supra* note 38, at 785-843.

<sup>52</sup> *Id.* at 787.

株主が得る利益以上の経済的利益を取得したことに對して、少数派株主がその分配を求めたことが議論の発端である<sup>53</sup> <sup>54</sup>。支配株主はこのような形でその支配權益を私的に獲得することができるが、これ以外にも、Gilson 教授らによれば、それも含めて次のような私的支配權益の取得方法があるとされる<sup>55</sup>。

すなわち、第一の方法は、支配株主が非支配株式の価格にプレミアムを付した価格で支配ブロックを売却することにより私的支配權益を獲得する方法である。支配權の売却は、単純に、私的支配權益と結合したキャッシュ・フローを支配株主に提供する<sup>56</sup>。

第二の方法は、支配株主がその継続的な会社の事業活動から支配權益を引き出す方法である。たとえば、支配株主が年金等のサービスの提供という名目で自己に對して過度な支払いを行わせるように、支配株主はこの「トンネリング (tunneling)」<sup>57</sup>と呼ばれる自らに有利な契約を会社と締結することを通じて利益を獲得することができる。

第三の方法は、少数者を締め出すことによって獲得する方法である。公開会社においては、非支配株式の価値は支配株主の私的權益によってディスカウントされていると考えられている。したがって、そのディスカウントされた価格で少数株主を締め出せば、支配株主は将来の私的權益を伴うプレミアムを獲得することが可能となる<sup>58</sup>。

---

<sup>53</sup> 長浜洋一「支配的株主の取引と少数株主の保護—「支配」と株主平等の原則—」私法 31 号 138 頁 (1969)。会社の支配を欲する者にとっては、その目的を達成するのに必要にして充分な株式の数である支配株式の価値は、単純な株式の単位価額を同数倍したもの以上となるのである。

<sup>54</sup> 支配權の売却についてはわが国においても数多くの検討がなされている。北沢正啓「アメリカ会社法における支配株式の売却」末延三次先生還曆記念『英米私法論集』95 頁以下 (東京大学出版会、1963)、長浜洋一「支配株式譲渡人の責任」早法 44 卷 1=2 号 75 頁以下 (1969)、長浜・前掲注 (51)、三枝一雄「支配株主と信認義務—支配權濫用抑制のための一つの理論—」法律論叢 44 卷 2=3 号 137 頁 (1970)、前田雅弘「支配株式の譲渡と株式売却の機会均等」法学論叢 115 卷 4 号 64 頁以下・第 6 号 57 卷 57 頁以下 (1984) 等を参照されたい。

<sup>55</sup> Gilson et al., *supra* note 38, at 787.

<sup>56</sup> *Id.* at 787.

<sup>57</sup> See Simon Johnson et al., *Tunneling*, AM. ECON. REV., May 2000, at 22.

<sup>58</sup> Gilson et al., *supra* note 38, at 787.

### 3 私的支配権益の獲得の制限

以上のいずれかの方法により支配株主がその私的支配権益を獲得したとき、当然のこととして支配株主と非支配株主との間には不平等が生じている。こうした不平等は果たして許容されるものなのであろうか。Gilson 教授らは、私的利益の獲得方法ごとに場合に分けて検討している。

#### (1) 支配株主が継続的な会社の事業活動から支配権益を獲得する場合

Gilson 教授らによれば、この支配権益取得の方法には2つの類型があるとされる。

第一に、会社の事業および戦略的な決定を通じての取得である。たとえば、支配従属関係のある二つの会社において支配株主である親会社が子会社にその収益金の大部分を配当金として支払わせ、子会社がその収益を再投資する機会を失ったという例である。そのような事例のリーディング・ケースである *Sinclair Oil Corp. v. Levien* 事件<sup>59</sup>において、従属会社の少数派株主は、その従属会社の配当政策は支配株主（親会社）を有利に扱うものであると主張して争った。会社の収益の大部分を配当金として支払うことにより当該会社は支配株主を有利に扱い、支配株主はその配当金を子会社以外の別の魅力的な投資機会に振り向けたというのである。子会社がその配当分を自らに再投資したら得られたであろう利益が損なわれたということであるが、裁判所は、この問題は本質的には経営判断の問題であるとしてその少数派株主の主張を斥けた。

第二に、従属会社との直接取引を通じての取得である。たとえば、不公正な価格で取引をすることにより従属会社の価値を支配会社（支配株主）に移転すること（unfair transfer

---

<sup>59</sup> 280 A.2d 717 (Del. 1971). 青木英夫「支配株主の信認義務（二・完）—イギリス法・アメリカ法を中心として—コンツェルン関係における大株主の責任（10）—（2）—」独協38号16頁以下（1994）において詳細な検討がなされている。本件は以下のような事例である。被告 Sinclair 社はその97%子会社である Sinven 社に会社の収益の大部分を配当金として支払させたが、支配株主である Sinclair 社は、Sinven 社以外の他の複数の子会社の拡大のために上記の配当金を使用した。これに対し、Sinven 社の少数株主は、配当金を Sinclair 社と同様に取得したが、被支配会社がその収益を再投資する機会を喪失するという不利益をもたらすものであり、本件配当政策は、信認義務に反すると主張した。これに対して、デラウェア州衡平法裁判所は、配当金は Sinclair 社とその他の少数株主に平等に支払われたことを理由に、たとえ Sinclair 社の利益を増進するためになされたとしても、本件配当政策は自己取引に当たらないと判示した。

pricing) や従属会社の資産を支配株主の債務の担保として用いることなどが挙げられる<sup>60</sup>。

このようなケースに対する伝統的な判例法理は「公正性の基準」である<sup>61</sup>。

Gilson 教授らは、これらの経営判断原則や公正性の基準の意義を、これらによって少数派株主に一定の利益をもたらすことができるものである限りで、逆に支配株主が私的支配権益を取得することを許容する法理でもあると理解されているようである<sup>62</sup>。たしかに、これら法理にはそのような支配権益の獲得を「許容する」法理たる面がないとはいえ、その評価自体にとくに異論はない。むしろ問題は、支配株主が獲得することが許容される私的支配権益の「量」である。それを支配株主自身が決定することには問題があるであろう。そこで、たとえば従属会社が公開会社である場合を想定してみると、その会社の企業価値は公表された業績等を通じて市場価格としてより客観的に形成されるものである。このように形成された企業価値は、支配株主にとっても、市場からのシグナルとして従属会社それ自身の経営に役立たせることができる。もとより、少数派株主にとっても、比較的小額のコストで監視活動を行うことが可能となる<sup>63</sup>。このような市場価値を利用することが示唆される。

いずれにしても、会社を経営することから獲得される私的支配権益には限界があるといえるであろう。とくに巨額の価値を移転する行為は、アメリカ法上、厳格な司法審査に服せしめられるので、通常は、支配株主は自身が提供するもの以上に少数派株主から利益を奪うことはできないと解されている。Gilson 教授らによれば、このケースにおける私的支配権益の獲得水準は、以下にみるその他の獲得方法のいわば基準値となる、ともされるの

---

<sup>60</sup> Gilson et al., *supra* note 38, at 790.

<sup>61</sup> *Chisin v. Gluck*, 282 A. 2d 188(Del. Ch. 1971)によれば、「公正性の基準」を適切に用いるためには、まず支配的受託者の自己取引が成立していなければならないとする。柴田和史「大株主の忠実義務と連結納税制度」田村諄之輔先生古稀記念『企業結合法の現代的課題と展開』86頁(商事法務、2002)参照。

<sup>62</sup> Gilson et al., *supra* note 38, at 791.

<sup>63</sup> See Katherine Schipper & Abbie Smith, *A comparison of Equity Carve-outs and Seasoned Equity Offerings: Share Price Effects and Corporate Restructuring*, 15 J. FIN. ECON 153, 182 (1986).

である<sup>64</sup>。

## (2) 支配ブロックの売却

この方法に係るアメリカの裁判所の基本的態度は、会社に有利な機会を支配株主自身の個人的利益のために利用したり支配株式を売却して個人的利得をしたりする行為は信認義務違反となるというものである。リーディング・ケースである *Perlman v. Feldman* 事件判決<sup>65</sup>で裁判所は、支配株主は少数派株主が共有することのできないプレミアム付きの価格で

---

<sup>64</sup> Gilson et al., *supra* note 38, at 792.

<sup>65</sup> 219 F.2d 173 (2d Cir. 1955). Feldman は鉄鋼会社の Newport Steel Corporation (以下、Newport 社) の取締役会会長であり、かつ社長であったが、同人が所有する Newport 社の株式数は、その家族および友人が所有する Newport 社の株式数は、その家族および友人の保有する持株数と合算すると、同社の社外株式総数の 37% に達していた。残り 63% の株式は、数千の株主によって分散所有され、店頭市場において取引されており、それらの株主は自己の代表を取締役に送り込むことはせず、Feldman が実際に会社を支配する支配株主であった。Newport 社は常時かろうじて収支をつなぐという状況にあり、当時の鉄鋼不足という背景がなければ同業他社との競争は困難な状況にあった。そのような折、1950 年に朝鮮戦争が勃発し、鉄鋼が著しく不足し、鉄鋼供給源を確保しようとする鉄鋼完成品メーカー 16 社のシンジケートは、鉄鋼生産会社の支配権獲得を目的として、デラウェア州に Wilport Company (以下、Wilport 社) を設立した。Wilport 社は Feldman と交渉し、Newport 社の社外株式の 37% を取得した (1 株 20 ドル、店頭取引価額 12 ドル、帳簿価格 17.03 ドル)。株式取得による Newport 社の支配を直ちに獲得するため、Wilport 社は、株主となる前に、Feldman とその余の全取締役を辞任させ、Wilport 社の指図人を後任者に選任させた。その後、新経営陣のもとで、その製品を市場価格により上記の 16 社に供給した。

Newport 社の株主である Perlman は Feldman およびその他の株式譲渡人に対して株主代表訴訟を提起した。Perlman の主張は概ね以下のとおりである。

「Newport 社の製品の販売先および販売量を決定する権限は会社の資産であり、Feldman らが株式の対価として受領した金額の一部は、会社支配の権限を Wilport 社に移転することの対価である。本訴訟は、かかる対価部分を会社に代わって回復することにある。しかしながら、会社に回復を認めると、Wilport 社が、間接的に持株数に応じて株式取得対価の払い戻しを受けることになる。そこで、Wilport 社以外の株主に対して、上述した対価部分に対する 37% を直接支払うように求める」というものであった。

第一審である連邦地方裁判所 (129 F. Supp. 162) において、原告は敗訴した。その理由は、取締役および支配株主として会社を支配する権限には、製品の販売および割当てを決定する権限が含まれるが、それは会社の資産ではなく支配株式に不可分的に付着している権利にほかならず、その所有者にとっての利益である。そして、支配株主は詐欺や会社財産略取 (looting) の予見がない限り、自己に最も有利な価額で支配株式を売却することができる、という。

第二審である第二巡回区控訴裁判所 (219 F. 2d. 173) は、原判決を破棄・自判した。Perlman は、会社の取締役および支配株主として会社および少数株主に対して信認義務を負っている。その責任は会社の有形財産に対して相当な注意をするだけにとどまらず、会社に不利益を及ぼすおそれのあるいかなる取引においても、もっぱら会社の利益のために潔白な業務判断を尽くすことも含まれる。さらにこれと同一の原則が多数派株主にも当て

支配ブロックを売却することはできないと結論づけた<sup>66</sup>。しかし、この判例法理は1990年代になって大きく変更された。すなわち、1990年のデラウェア州衡平法裁判所<sup>67</sup>は、原則として株主は自己の所有する株式を自由に売却する権利を有し、誠実に行動する場合には、株主は他の株主との関係において何ら義務を有しないと判示したのである。

また、1994年のアメリカ法律協会（ALI）のコーポレート・ガバナンス原則 5.16 条<sup>68</sup>も「支配株主はプレミアムの付いた価格で支配株式を売却することができる」という一般原則は次の2つの場合には制限を受けるとして、①支配株主が開示することなしに支配権の売却が予想される場合において非支配株主から株式を獲得する場合と、②支配株式の買受人が従属会社を経営することから得られる違法なレベルでの私的権益を引き出す可能性が高いことが明らかである場合を挙げる。すなわち、これらに該当する場合には支配株式の譲渡は認められないことになる。そして、このように支配ブロックの譲渡が許されない場合について、①は、インサイダー取引に該当する可能性があり、そのような行為が制限されるのは当然であるともいえる。また、②についても、そのような利得行為が許されるはずがないともいえる。むしろ、逆に原則として、支配株主は非支配株主が共有できないプレミアムの付いた価格で支配ブロックを売却することができる点とされている点が重要であろう。この態度変更の理由について Gilson 教授らは次のように説明している。「支配株主が従属会社から得られる私的支配権益を制限することができさえすれば、支配株主が従属会

---

はまる、とする。その理由は、多数派株主はその資格において取締役を選任し、かつ支配することができるからである。この信認義務ゆえに、Feldman らはその株式の売却による会社に対する損害発生のおそれがないことの挙証責任を負うが、その証明はなされなかった。それは、Newport 社には、販売価格を引き上げなくても、製品に対する高度の需要により利益を上げる方法があったからである。裁判所は、①Newport 社が将来の製品の供給の確約に対して前払い金の支払いを要求するという資金調達方式（Feldman プラン）を利用できたこと、②Newport 社は、鉄鋼の供給不足が解消されたときに有利に競争できる地域内で得意先を獲得するため、供給不足の時期を利用できたはずであるということを経由として、「会社の製品を求めるとに何らかの形で多額のプレミアムを要する供給不足の市況期においては、信認義務者はこのプレミアムに相当する価額を私的に取得してはならない」と判示した。

<sup>66</sup> *Id.* at 178.

<sup>67</sup> *Harris v. Carter*, 582 A.2d 222, 234 (Del Ch. 1990).

<sup>68</sup> PRINCIPLES OF CORP. GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS § 5.16 (1994).

社を経営することから得られる私的支配権益のキャッシュ・フローの正味現在価値を反映する価格でその支配ブロックを売却するという権利を認めることに、非支配株主も同意するであろう。支配権の買受人としても、買った支配権益の価値をさらに増大させることができない場合には、私的支配権益を反映した高い価格で従属会社の支配ブロックを獲得しようとは思わないであろう。従属会社を経営することから得られる私的支配権益の総額は、かかる状況のもとで適用される法規範によって上限が画されれば、非支配株主は従属会社の価値が増大したことから得られる増加価値を支配株主と共有することになるのである」<sup>69</sup>。要するに、支配株主がプレミアムを独占することができるのは、支配株主が過度にそれを獲得しないための何らかのシステムがあることが前提になっているということである。そうだとすれば、Gilson 教授らが「支配ブロックの売却による私的権益の取得を規律する法規範は、会社を営することから得られる私的権益のレベルを規律する法規範と適合している。支配ブロックを売却した後に現行の法規範が侵害されると信じる合理的な理由が存在する場合を除いて、支配ブロックの譲渡をより制限する規範を適用する理由はない」とされることにも納得がいくのである<sup>70</sup>。

### (3) 少数派株主の締め出し

リーディング・ケースである *Weinberger v. UOP, Inc* 事件<sup>71</sup>において、デラウェア州裁判

---

<sup>69</sup> Gilson et al., *supra* note 38, at 795.

<sup>70</sup> *Id.* at 796.

<sup>71</sup> 457 A. 2d 701 (Del. 1983). Signal Company (以下、Signal 社) は、UOP 社の株式を 50.5%取得し、同社を子会社化した。その3年後、Signal 社はその有する余剰資金の使い道として、UOP 社株式の残りの 49.5%を獲得することを決定し、同社は、完全子会社を設立して現金 (1株 21ドル) を対価とする三角合併を行うこととした。Signal Company は株式の対価として 1株当たり 24ドルを全額払い込む準備をしていたけれども、UOP の取締役会は 1株あたり 21ドルを受領すること、すなわち、UOP 株式の市場価格に対してほぼ 50%のプレミアムに同意した。なお、UOP 社の株主総会決議には、①UOP 社の少数株主の過半数の賛成が得られること、かつその賛成票に Signal 社の賛成票を加えたものが、UOP 社の総社外株式の 3分の2以上となることという条件が付されていた。これら①、②の条件が満たされ、合併が成立した。これに対して、UOP 社の少数株主は、本件合併に反対し、その取消しと損害賠償を求めてクラスアクションを提起した。

原審であるデラウェア衡平法裁判所は、本件合併条件は、原告およびその他の少数株主にとって公正なものであると判示した。これに対してデラウェア州最高裁判所は、本件少数株主の締め出しの取引を、公正な取引条件に関して強力な司法審査を必要とする主要な



所は、少数派株主を締め出すことを目的とする取引を利益相反取引の一つとして扱った<sup>72</sup>。すなわち、裁判所は、当該取引の「公正性 (fairness)」を問題とし、それが「公正な取引 (fair dealing)」と「公正な価格 (fair price)」から構成されると理解し、①親会社側に私益を図らない義務を認めただうえで、②独立当事者間取引 (arm's length transaction) となるようなプロセスが存在する必要性を強調した。このように、公正な交渉過程の存在をも要求することによって、締め出し価格の公正性を確保しようとしたのであろう。換言すると、その交渉過程が裁判所により公正と判断される限りで、その価格は「公正価格」とされ、締め出しが適法と判断されるということである<sup>73</sup>。この判例法理をどのように評価すればよいであろうか。Gilson 教授らの結論は、この場面での私的支配権益獲得制限規範は複雑で、しかも制限の方に傾いたものであるとされる。その理由として、上記二つの方法と違って締め出しの場合には、少数派株主は社外に放逐されてしまっているため、締め出し後に増加した会社利益に対して少数派株主は参加することができない点が挙げられている。少数派株主保護がより厚くなされる必要性が高いとするのかもしれない。さらに、支配株主が安価に締め出しを実行するために従属会社の株価を低くする行動にでる危険があり、その場合は、少数派株主を保護するために、前述の *Sinclair* 事件の判例法理と同様に、利益相反取引に係る厳格なルールが適用されるものとされている<sup>74</sup>。

#### (4) まとめ

---

自己取引の状況に該当するものとして扱った。

<sup>72</sup> Gilson et al., *supra* note 38, at 795 によれば、「①UOP の株主に対して支払われる価格が低額となればなるほど、Signal 社はより利益を拡大してきたこと、かつ、②Signal 社は、同社から派遣された UOP の取締役により実施された実行可能性調査に基づき、UOP 社の少数株主の犠牲のもとで利得を獲得してきたことを考慮すると、当該取引は、*Sinclair* 事件において自己取引に対して厳格な司法審査が引き起こされたという状況と大差はなかった」とされる。

<sup>73</sup> 星・前掲注 (6) 139 頁。もっとも、「公正価格」内容をめぐる判例法は混乱している。たとえば、*Cavaler Oil Corp. V. Harnett*, 564 A. 2d 1137 (Del. 1989)によれば、デラウェア一般会社法 262 条の株式買取請求手続の目的は「会社そのものの価値を測ることであって、特定の株主の手にある特定の株式の価値を測定することではない」と判示し、マイノリティ・ディスカウント適用を否定するというプロ・ラタ法理 (pro rata doctrine) を採用した。

<sup>74</sup> Gilson et al., *supra* note 38, at 804.

支配株主が私的支配権益を獲得する 3 つの類型、①会社の事業活動を通じての獲得、②支配ブロックの売却、③少数派株主の締め出しについて、これらに関するデラウェア州裁判所の裁判例を参考にすると、支配株主の信認義務違反の責任追及により少数派株主の利益は保護されることになる。しかし、Gilson 教授らの分析によれば、①から③の場合に適用される基準の厳格さに差が認められるとされる。ただ、いずれの場合にも共通するのは、支配株主が獲得できる私的支配権益には一定の上限が設けられているということである。また、非支配株主が一定の利益に与えることができる限りにおいて、支配株主による私的支配権益の取得それ自体は許容されているということが最も重要である。そのような私的支配権益を取得できる理由として、そうすることによって支配株主は「効率的」な監視を行うインセンティブが与えられ、その結果、会社の経営効率性向上につながって少数派株主にとっても利益となるからであると説明される。

### 第三節 支配株主によるガバナンスの有効性～問題の所在

#### 1 効率性からの評価の意義と問題点

伝統的な「法と経済学」の知見によれば、支配株主システムにおいては、上述したように、監視コストと私的支配権益獲得との間にある種のトレード・オフの関係が成り立つと説明される。一定の枠内であるとしても支配株主に私的支配権益の獲得を認めないとすると、支配株主による監視インセンティブは低下し、全体としての監視コストは高まることになるとされる。Gilson 教授らによれば、支配株主にとっては、現在の支配権を放棄してしまうと、その後の支配権の獲得者は当然に私的支配権益を奪取するであろうから、現在の支配権を放棄することはしないであろうとされ、そして、このようにその支配権を維持した場合においては、支配株主自身が私的支配権益の獲得に向かいその支配権を濫用するリスクがあるとされる。その際に、「非効率的な支配株主システム」であれば、①支配株式の価値は少数派株主が保有する株式の価値よりも著しく増大し、②私的支配権益として獲得した分だけ支配株主が払戻しを受けたのと同じになるので、支配株主はその持分保有量

を相対的に減少させることが可能となり、支配の割合と持分の割合の差異が拡大することになる。これとは対照的に、先に述べたような法規範が適切に機能している「効率的な支配株主システム」であれば、支配株主により獲得される私的支配権益は一定範囲にとどめられ、その支出分も経営者の監視コストの削減によってもたらされた利益によって相殺されると解される。このメカニズムがあることから「効率的な支配株主システム」といわれるのであろう。すなわち、③支配株式の価値が少数派株式の価値を超えているとしても、両者の差額は「非効率的な支配株主システム」よりもより小さいと考えられるので、「良いシステム」となり得るということである<sup>75</sup>。

このように、Gilson 教授らの「効率的な支配株主システム」についての説明は明快である。その論文では、私的支配権益、監視コストないしはエージェンシー・コストとの均衡関係において「効率的な支配株主による監視」が行われているか否かで各国のシステムの区分がなされ、①支配株主による効率的な経営監視が行われている諸国を「良き法を持つ国」、②そうでない国を「悪しき法を持つ国」との呼称が与えられている<sup>76</sup>。しかしながら、私見によれば、支配株主による私的支配権益が一定の範囲内に抑えられて少数派株主が救済される結果となることと<sup>77</sup>、そのような権益獲得が認められているから支配株主は「効率的な会社経営」または「効率的な会社経営の監視」をする、と単純に結び付けてよいのかどうか、疑問を感じる。たとえば「支配株主システム」において、支配株主が一定水準以上に自己の私的支配権益を含む経済的利益を実現することができるのであれば、その会社経営の支配権それ自体を放棄することを選択するかもしれないからである。また、効率的な経営でなくても長い時間をかけて会社を喰い物にしつづけられるということもあるので

---

<sup>75</sup> Gilson, *supra* note 5, at 1654.

<sup>76</sup> *Id.* at 1644. たとえば、アメリカにおいては、判例法理が支配株主システムを効率的なものにしているとするのである。

<sup>77</sup> 龍田節「株主総会における議決権ないし多数決の濫用」末川先生古稀記念『権利の濫用中』133頁（有斐閣、1962）によれば、「株式買取請求制度は、反対株主の利益保護に大きな役割を果たし、予防的機能も大きい、株主として居残りつつ保障を求めることはできないため、不公正な決議そのものを除去して利害のひずみを是正する法規範が必要である」とされる。

はないか。このように考えると、支配株主の個人的な経済的利得と効率的経営・効率的監視の実現とは次元が違う問題ではなかろうか。「支配株主システム」が機能していることを経済的効率性という観点だけから評価・説明しようとするから、このような論理になっているのではないかと思われる。そもそも当該会社の持続的発展可能性に向けたインセンティブを「効率性」だけで測ることができるのであろうか疑問である。容易に思いつく問いは、前述したように、会社を永続させることを考えたとき、支配株主＝経営者は、健全性を優先させた「非効率」な決定をすることがあるのではないかということである<sup>78</sup>。そのような非効率的な決定は法的に許されないことなのであろうか。また、「効率性」からの説明では、支配株主が私的支配権益を小額しか取得しなえないにもかかわらず支配株主システムを採用する経済合理性は何かという問いへの解答に苦勞するのではないかと思われる。なぜなら、前述したように、支配株主システムを維持するには支配株主自身一定程度の出資・コスト負担を必要とし、獲得できる私的支配権益との間に常にバランスがとらなければならないと考えられるが、現実にそのバランスがとれるのか疑問であるからである。適切な法規範あるいは判例法理などによって、私的支配権益が一定の範囲にとどめられることは、非支配株主ないしはステイクホルダーにとっては利益をもたらすけれども、支配株主システムに必要な膨大なエージェンシー・コストおよび監視コストを支配株主は負担せざるを得ないのである<sup>79</sup>。先に述べた「効率性の利益」がプラスされることは、その負担を引き受けることの一つの理由付けであろうが、とくに CMS 構造を採用する経済的利益は何かについて改めて検討する必要があるように思われる。

## 2 非金銭的な私的支配権益

Gilson 教授らの分析は以上の疑問に対してもまた一つの答えを提供している。すなわち、私的支配権益が最小にとどめられる国々において支配株主システムが存在する理由として、

---

<sup>78</sup> 岩井克人『会社はだれのものか』89頁以下（平凡社、2005）参照。

<sup>79</sup> See Bebchuk et al., *supra* note 16, at 13.

「非金銭的な私的支配権益 (non-pecuniary private benefits of control)」があるからであるという。その際、注目されたのは、支配株主が存在しながら経営パフォーマンスの高いスウェーデン型会社支配である。スウェーデンも、アメリカと同様に効率的な支配株主システムが存在する「良き法」を持つ国とされているのは言うまでもない。Gilson 教授らは、「両国では、ともに適切な法により金銭的な私的支配権益が一定額に制約されている点において共通点が存在する。適切な法を持つ国々においては、支配的地位から生じるコストが、非金銭的な私的支配権益により補償される。したがって、アメリカとスウェーデンの株式保有の相違は、そのような非金銭的な権益に左右されているのであろう」<sup>80</sup>とされるのである。

もっとも、両国の共通点が「非金銭的な私的支配権益」による補償というにしては、詳細に検討すると、共通しているとは言いがたい面も少なくない。たとえばマクロ経済規模が比較的小さいスウェーデンにおいては、Wallenberg 家のような社会的・経済的影響力を有する大家族が国家に匹敵するような役割を果たしているのに対して、マクロ経済規模が大きいアメリカにあっては、スウェーデンのこのような国家経済に影響を与えるような家族支配型企業は存在しない。たとえば、Warren Buffett も Bill Gates も、たしかに売上高などにおいて米国経済に貢献しているとしても、スウェーデンの Wallenberg 家のような国家に匹敵するような役割を果たしているとはいえないであろう。このように考えただけでも、アメリカ企業における「非金銭的な私的支配権益」は一般的にわずかにとどまり、かかる「非金銭的な私的支配権益」が期待されない場合には支配株主とその相続人らは当該支配ブロックを分散させる可能性があるともいわれる。すなわち、アメリカでは、CS 構造は、簡単に DO 構造に転化する可能性があるのである。マイクロソフト社とでも、アメリカの株式市場においてはその放出された支配株式を一般株主等が吸収したならば、その場合は、その株主構造は DO 構造になり得るのである。これに対して、現時点では、スウェーデンの家族型支配企業構造が大きく変化するようには思われない。

---

<sup>80</sup> Gilson, *supra* note 5, at 1665-66.

加えて、「非金銭的な私的支配権益」が支配株主の経済的要求等を満足させる一方で、支配株主をして効率的な会社経営あるいは経営の監視をなさしめるという説明については、先に触れた疑問がここでもまた妥当しよう。すなわち、経済的欲求等の充足と経営・経営監視の効率性の実現とは次元が違うのではないかという疑問である。とくに、この「非金銭的な私的支配権益」という概念それ自体が支配的地位につくことによって得られる社会的地位などを含むきわめて広範囲なものであり、実体がよくわからない点でも問題がある。こうした漠然とした概念に依拠して説明せざるを得ないということもまた、一定の明確性を有する基準である「効率性」の観点からのみ会社支配について議論することの限界であるように思われる。むしろ、ここで着目すべき点は、「非金銭的な私的支配権益」の背後にある「社会的地位」および「そうした地位から導出される支配株主としての役割あるいは責任」という要素それ自体ではなかろうか。Bebchuk 教授の分析にも登場した「レピュテーション」と呼ばれるものも、経済的権益と結び付けて理解するよりも、よりストレートに、それ自体に価値があるものと理解する方がよいのではないかと思われる。この社会的地位あるいは名誉といったものは、常に金銭評価できるものではないからである。しかし、支配株主にとって「無形の利益」をもたらすこともあり得ることは確かである。これらはまた、「重大な社会的地位にある者としての社会的責任」を支配株主に対して要請することもあるであろう。こうした諸要素は、支配株主に社会的役割を意識した会社経営のガバナンス機能を営ませるようにさせる源泉ともなり得るであろう。Gilson 教授らは、支配株主による経営監視を「市場指向的な技術に代わるガバナンスの選択肢」の一つとして捉えているが<sup>81</sup>、そのように解するのであればこそ、支配株主による経営監視を「効率性」の観点からのみ把握するのではなく、会社経営の「健全性」を確保するためのコーポレート・ガバナンスという側面、さらには、企業の社会的責任（CSR）論から導かれる企業の「持続的発展」という視点をも取り込んだうえで、支配株主による経営監視が議論されるべきで

---

<sup>81</sup> Gilson, *supra* note 5, at 1651.

はなかろうかと考える<sup>82</sup>。私見では、「良いガバナンス」の評価基準（Gilson 教授らがいう「良い法」）とは、効率性だけでなく、むしろ企業の持続的成長のもとで会社の経営パフォーマンスを高める法制度を持つことであると理解することが重要であるように思われる。その点でスウェーデンは格好の素材を提供してくれているのである。そこで、本論文では支配一族の下で会社経営が適切に行われている会社が多数確認されているスウェーデンに主眼を置き、支配株主による会社支配の効率化と適正化に資すると考えられる同国の規制の検討を通じて、わが国における支配株主による会社支配ないしはコーポレート・ガバナンスをめぐる法的諸問題についての示唆を得たいと考える。

#### 第四節 考察の範囲、方法および順序

本論文では、第一章においてスウェーデンにおける会社支配構造がいかなる歴史的背景の下に生成あるいは発展してきたのかについての検討を行う。同時に、同国の会社支配構造の形成には、スウェーデン会社法あるいはその他の関連法規の制定がどのように関係しているのかについても検討を加える。スウェーデンにおける会社支配構造の形成過程を踏まえた上で、現在のスウェーデンにおける会社支配の実態とその特徴を確認したい。スウェーデンの会社法制度は支配株主が自己の会社支配権を強化することを許容しているが、かかる法制度は同国の株式所有や会社支配の実態に適合するように形成されたものであるからである<sup>83</sup>。スウェーデンの会社支配の実態を明確にするため、スウェーデンと他のヨーロッパ諸国とを比較検討する。

第二章以下では、支配株主の会社支配権が強化されたスウェーデンの会社支配構造を可能とする会社法上の制度とそれを用いることによる会社支配権の濫用をめぐりいかなる法的問題が存在するのかを明らかにする。その上で、かかる会社支配権濫用を抑制するため

---

<sup>82</sup> 奥島孝康「サステナビリティ会社法序説—CG と CSR の交錯と協働—」奥島孝康（監修・著）『企業の統治と社会的責任』15 頁以下（金融財政事情研究会、2007）。

<sup>83</sup> 拙稿「スウェーデン型会社支配構造の形成過程とその法的問題—株式会社法と銀行法の改正を踏まえて—」早稲田法学会誌 60 巻 1 号 55 頁以下（2009）初出（本論文第一章）参照。

に、スウェーデンにおいていかなる法制度ないしは法理論が整備されているのかについて検討する。具体的には、第二章においてスウェーデン会社法上の規制と判例法理、第三章においてスウェーデン公開買付法の規制、第四章においてスウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードの規制を取り上げる。

会社支配権の濫用を抑制し、その行使の適正化させることに資すると考えられる法理の検討を通じて、わが国において支配株主による会社支配が効率的かつ健全に行われるためにいかなる法規制が必要であるのかについての示唆を得たいと考える。

とくに、わが国では、公開会社が複数議決権株式を発行することは会社法上許容されていないものの、単元株式を用いることで複数議決権株式を利用する場合と同様の効果を持つ dual-class 株式構造を用いる会社が散見される。また、わが国では、持株会社の下に企業グループや親子会社関係が形成されることも少なくない。これらの会社では、スウェーデンにおけるのと同様な会社支配をめぐる法的問題が惹起される可能性がある。そこで、終章では、会社支配権行使の濫用の抑制とその適正化に資すると考えらるスウェーデンの規制や判例法理を参考にしつつ、わが国においていかなる法規制や判例法理の整備が必要かについて検討する。また、こうした法規制や判例法理に加えて、企業に対する社会的評判といったレピュテーションが支配株主の会社支配権行使の適正化にいかなる役割を果たすのかについても考察する。



## 第一章 スウェーデン型会社支配構造の形成過程とその法的問題

本章では、スウェーデン会社法と銀行法の改正を踏まえつつ、スウェーデン型会社支配構造の形成過程とその法的問題について検討する。スウェーデンにおいては、Wallenberg一族など、大規模民間商業銀行の創業者一族やその民間商業銀行の取締役が持株会社の支配株主となり、その持株会社を通じて国内の多くの重要な事業会社を支配している（本論文では、これを「スウェーデン型会社支配構造」と呼ぶ。）。このスウェーデン型会社支配構造は、複数議決権、企業ピラミッド、株式の相互保有などの会社支配権を少数の支配株主に集中させる法的メカニズムによって維持・強化されてきた。これらのメカニズムは、1848年にスウェーデンで会社法が初めて制定されたときから認められたものであり、現行法においてもなお許容されているものである。しかし、かかる法的メカニズムは、会社支配権濫用の危険と隣り合わせであることも自明のことである<sup>84</sup>。それにもかかわらず、スウェーデンでは、そのような濫用例があったという話はあまり聞かれない。そのためか、これら法的メカニズムを廃止すべきであるという立法論もあまりなされていないようである。むしろ支配株主がスウェーデンの事業会社の業績とガバナンスを向上させているという指摘すらある<sup>85</sup>。それはなぜか。

スウェーデン型会社支配構造はまた、大規模な民間商業銀行を中心としたものであるという特徴を有する。もっとも、そのスウェーデンの民間商業銀行をめぐっては、19世紀後半以降、度重なる金融危機や国内外の経済情勢の変化に伴って、様々な規制が考案・実施されてきた。その一例は、1934年銀行法である。同法は、銀行による事業会社株式の直接保有を禁止した。それにもかかわらず、大規模な民間商業銀行を中心とした企業支配構造が構築されたのは、この銀行法の規制を回避するために、銀行やその支配株主が新設のあるいは既存の持株会社に自己の所有する事業会社株式を譲渡し、持株会社の支配株主として事業会社に対する支配権を維持したからである。その意味では、今日のスウェーデン型

---

<sup>84</sup> Dyck & Zingales, *supra* note 1, at 541.

<sup>85</sup> Gilson, *supra* note 5, at 1641, 1650-51. *See also*, La Porta et al., *supra* note 8, at 471-517.

会社支配構造の確立過程を考える上では、スウェーデンの銀行法制も視野に入れておく必要があると考えられる。

本章では、スウェーデン型会社支配構造の形成過程を、1940年代までを対象に考察する。この時期に、今日の Wallenberg 一族などの有力な創業者一族が民間商業銀行を通じてスウェーデン型会社支配構造を構築させたと考えられるからである。そのようなスウェーデン型会社支配構造を生み出した当時の社会的・経済的要因は何であったのかを探ってみたい。

## 第一節 スウェーデンにおける株式会社の発生と株式会社法の制定

### 1 17世紀初期の商事会社と18世紀のスウェーデン東インド会社設立

スウェーデンにおいて初めて会社法 (Aktiebolagslagen, ABL) が制定されたのは 1848 年のことであった<sup>86</sup>。スウェーデンにおいて株式会社形態が普及したのはそれ以降のことである<sup>87</sup>。それ以前のスウェーデンにおける商事会社の状況はどうであったのか。本節では、17 世紀以降の状況を概観する。というのも、17 世紀は、スウェーデン国内における企業家の行動を活発化させた時期に当たり、また 18 世紀はスウェーデンに東インド会社が設立され、富の蓄積に大いに貢献した時期であるからである。会社法制定前史として、この二つの時期をまず概観しておきたい。

#### (1) 17 世紀におけるスウェーデンの商事会社とオランダ商人・オランダ資本

この時期の特徴は、スウェーデンとオランダとの政治的、財政的、商業的結びつきの強さであった。それもオランダ優位の関係であった。そのような関係が構築された理由の第一は、周知の通り、17 世紀初頭、スウェーデンは、バルト海地方において優位な地位を占めていたデンマークと同地方の覇権をめぐり、三十年戦争 (1618 年～1648 年) を戦ったことにある<sup>88</sup>。対デンマークということで、スウェーデンとオランダの両国は軍事的・外交的

---

<sup>86</sup> Carl Hemström, *Swedish Company Legislation Over Six Decades – A Brief Outline*, 45 *Scandinavian Studies in Law* 193, 193 (2003).

<sup>87</sup> TORSTEN SANDSTRÖM, *SVENSK AKTIEBOLAGSRÄTT* 47 (4th ed. 2012).

<sup>88</sup> 百瀬宏『北方現代史』43 頁 (山川出版、第 2 版、2000)。

に協力関係を構築したのである。第二の理由として、当時、スウェーデン産の銅、鉄、タール、そして、ピッチといったステープル商品がオランダのアムステルダム市場に供給されており、ストックホルムとアムステルダム間に商品流通網が形成され、両国は既に商業的に結びついていたことである<sup>89</sup>。その物流網はオランダ商人が支配していたことから、自ずとオランダ優位となった。そして、第三に、当時スウェーデンは慢性的な現金不足に悩まされていたことである。その結果、オランダがスウェーデンに対する資金供給を行い、スウェーデンに対する最大の債権者となったのである。このように、当時の軍事・外交、そして商業的連携の必要性は両国をさらに密接に結びつけ、同時に、オランダ資本やオランダ商人がスウェーデンに流入した。とくにオランダ人企業家集団の中には、スウェーデン国王からスウェーデン製品の販売権を独占するという内容の排他的契約さえ獲得した者も現れた<sup>90</sup>。

このようなオランダ人企業家の中に、トリップ家やド・イエール家があった。このうち、トリップ家は、ドイツの後背地とオランダ海岸の間の重要な商業拠点であったドルトレヒトの鉄商人であったが、1590年代からスペイン、イングランド、ドイツ、そしてスウェーデンで生産された鉄を販売してきた。17世紀に入り、アムステルダムが鉄の主要な市場になると、トリップ家はアムステルダムに移住し、同地で鉄事業を営んだ<sup>91</sup>。1648年に至り、トリップ家は、スウェーデン国内にスウェーデン国王の特許状を得て商事会社 (handelskompanierna) である「Tjärnu-handelskompaniet (タール会社)」を設立した。17世紀のスウェーデンにおいては、このトリップ家の「タール会社」のような特許に基づく商事会社がいくつか存在していたが、換言すると、商事会社がスウェーデン国内において設立され、かつ、事業活動を営むためには、スウェーデン国王の許可が必要とされたということであり、タール会社の設立は、オランダ商人資本とスウェーデン王室との結びつ

---

<sup>89</sup> レオス・ミュラー (玉木俊明、根本聡、入江幸二訳) 『近世スウェーデンの貿易と商人—köpman och köpmannafamiljer i det tidigmoderna Sverige』17頁 (嵯峨野書院、2006)。

<sup>90</sup> ミュラー・前掲注 (89) 16頁。

<sup>91</sup> ミュラー・前掲注 (89) 17頁。

きの強さを示す一例ともいえるであろう<sup>92</sup>。また 17 世紀におけるスウェーデンの有力な商  
事会社がオランダ人などの外国人企業家により設立されていたことも注目される。もう一  
例を挙げると、前述したド・イエール家の場合である。「スウェーデン産業の父」と呼ばれ  
るルイ・ド・イエールは、もともと現在のベルギーにあるリエージュ出身であったが、1615  
年にアムステルダムに移住し、鉄および軍事産業に従事した。そして、その 3 年後の 1618  
年において、彼はスウェーデン国王に貸付金の仲介を行う見返りとして、スウェーデン国  
王からスウェーデン国内で製鉄集落を運営する権利を与えられた<sup>93</sup>。このことから明らか  
なように、17 世紀におけるスウェーデン国王の特許状は、特定の者に対して、スウェーデ  
ン国内で一定の営業活動を行う権利を付与するという内容のものであった。17 世紀初頭の  
有力なオランダ人企業家は、上記のようなスウェーデン国王との人的結びつきを背景にし  
て、たとえばスウェーデン国内においてステーブル製品の事業を行う権利を付与され、そ  
うした製品をアムステルダムの市場に持ち込むことで、巨額な富を獲得したのである。

17 世紀初頭におけるスウェーデンの商事会社のほとんどが海外の企業家が営む会社であ  
ったことからすれば、その実態は外資による「搾取」であったともいえるかもしれない。  
しかし、見方を変えると、スウェーデン産商品がオランダ商人の手を通じて西欧経済内部  
へもたらされたことも事実であった。

## (2) スウェーデンの重商主義政策と東インド会社の設立

1648 年、三十年戦争が終結した後に締結されたウェストファリア条約により、オランダ  
資本のスウェーデンに対する影響力は弱体化した<sup>94</sup>。なぜなら、同条約により、スウェーデ  
ンがデンマークに代わり西ポンメルンやブレーメンなどのバルト海沿岸諸都市を獲得し、

---

<sup>92</sup> See SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 43. また、1888 年には商事会社として、Srtora-Enso 社  
の前身である Stora Kopparbergs Bergslags kompani が設立された。1984 年に同社は  
Stora 社に商号を変更した。1998 年に Srtora 社とフィンランドの Enso 社が合併して現在  
の Srtora-Enso 社となった。See StoraEnso, <http://www.storaenso.com/Pages/default.aspx>  
(last visited Jan. 15, 2015).

<sup>93</sup> 谷澤毅『北欧商業都市の形成 世界経済の形成とハンザ商業』174 頁 (知泉書館、2011)、  
ミュラー・前掲注 (89) 19 頁。

<sup>94</sup> 百瀬・前掲注 (88) 45-46 頁。

スウェーデンは、バルト海沿岸諸国間のパワーバランスを伝統的に重視する外交政策を掲げるオランダと外交面で対立するようになったからである。とくに 1650 年以降は、スウェーデン自身が重商主義政策を展開した。その結果、スウェーデン経済に対するオランダの影響力はさらに削減されていった<sup>95</sup>。スウェーデン国内におけるオランダ人の商事会社も次第に衰退した。そのような状況のもとに、1731 年にスウェーデン東インド会社 (Ost indiska kompaniet, Swedish East India Company, SEIC) が設立された。

SEIC は、スウェーデン国王による設立の特許状により設立された特許会社であった。同社の設立時期は、17 世紀初頭に設立されたイギリス東インド会社 (East India Company) やオランダ東インド会社 (Oost Indische Compagnie) など他の西欧諸国の対東アジア貿易会社に比べると、著しく遅い<sup>96</sup>。そのため、SEIC の貿易対象地は、専ら中国の広東に限定されてしまい、同地に在外商館を築いたものの海外領土も交易所も存在しなかった。このことは、結果としてのことかもしれないが、スウェーデンが植民地拡大という領土的野心を達成するために SEIC を利用したわけではなかったとの評価もあり得るところである<sup>97</sup>。また SEIC は、国家が主導権を掌握していなかった点で、フランスの東インド会社やデンマークのアジア会社とも異なっていた。もう一つの SEIC の特徴は、その設立当初、フランドル、イギリス、そして、スコットランドといった外国資本の出資が多数を占めていたことである<sup>98</sup>。たしかに、SEIC の特許状には、①SEIC の船舶はスウェーデン商船の旗を用い、国王の署名した船舶証明書が供与されること、②当該特許状に従い、船舶はスウェーデン国内の原材料と資源を用いて、スウェーデンで建造するのが望ましいとされること、③会社の重役はスウェーデン人またはスウェーデンに帰化した者で、かつ、スウェーデンに居住する者でなければならないことなどが強調されていた<sup>99</sup>。しかしながら、実際には、経験

---

<sup>95</sup> ミュラー・前掲注 (89) 23-24 頁。

<sup>96</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 43.

<sup>97</sup> ミュラー・前掲注 (89) 185 頁参照。

<sup>98</sup> ミュラー・前掲注 (89) 184 頁。

<sup>99</sup> CHRISTIAN KONINCKX, THE FIRST AND SECOND CHARTERS OF THE SWEDISH EAST INDIA COMPANY (1731-1766). A CONTRIBUTION TO THE MARITIME, ECONOMIC AND SOCIAL HISTORY OF NORTH -WESTERN EUROPE IN ITS RELATIONSHIP WITH THE FAR

豊富な外国人が総支配人、重役（おそらくは帰化した者であろう）、乗組員として雇用されており、従業員に占めるスコットランド人やフランダース人の割合は高かったといわれる<sup>100</sup>。

このような事実からすれば、SEICの実態は、外国資本による、外国人経営者による、スウェーデンの特許会社であったといえるかもしれない。たしかに設立当初はそのようなものであったことは明らかである。しかし、1750年以降、その資本構成や組織は大きく変容した。スウェーデン商人がSEIC内部における持分割合を上昇させていったのである。また乗組員および総支配人に占めるスウェーデン人の割合も増大した<sup>101</sup>。このようなSEICにおけるスウェーデン的色彩の濃化は、SEIC自身の取引によって獲得された利益がスウェーデン国内にとどまり、それが再投資された結果であったと考えられる。たとえばSEICの船舶は、建造数は少なかったものの、ほとんどすべてがスウェーデン、とくにストックホルムの造船所で建造されたものであったように、取引の活性化はスウェーデンの造船業を活性化させた。このようにして、SEICの発展とともに、物的資源、人的資本および様々なノウハウがスウェーデン国内に集積されることとなったと考えられるのである<sup>102</sup>。その意味では、スウェーデンにおける資本とノウハウの蓄積においてSEICの果たした役割は過小に評価することはできないように思われる。

SEICの事業内容をさらに詳しくみておこう。SEICは上述したように、広東との茶貿易を主な事業活動の内容としていた。しかし、それによって獲得された商品（茶など）は、スウェーデン国内市場が未成熟であったため国内で取引されることはほとんどなかった。そこで、SEICは、広東貿易によってヨーロッパに搬入した茶などの商品を国内消費に回すことなく、イギリスやスコットランドを中心とする他の西欧諸国に持ち込んだ。18世紀初頭のイギリスはヨーロッパ最大の茶の消費国であり、そのイギリスの茶市場はイギリス東インド会社の独占下にあった。品薄と高関税も背景として、イギリスの茶は高価なもの

---

EAST 44-45 (Van Ghemment Publishing Company 1980).

<sup>100</sup> ミュラー・前掲注（89）216頁。

<sup>101</sup> ミュラー・前掲注（89）216頁。

<sup>102</sup> ミュラー・前掲注（89）217頁参照。

なっていたため、廉価な茶の密輸も横行していたといわれるが、その多くはスウェーデンから輸入されたものであったのである<sup>103</sup>。その中に SEIC の茶が含まれていたことは言うまでもない。こうして、SEIC はイギリス等に対する茶の再輸出（密輸）を通じて巨額な利益の獲得に成功を取めたのである。しかし、その後、イギリスが茶の輸入量を増加させ、税率を引き下げたことを原因として、1874 年以降イギリス国内の茶の価格は急落し SEIC の利益率は下降し、1813 年、SEIC は崩壊した<sup>104</sup>。

SEIC の事業活動のスウェーデン経済にもたらした全体的な評価は難しいが、少なくとも、19 世紀におけるスウェーデンの工業化にとって重要な経済的役割を果たしたと考えてよいであろう。なぜなら、SEIC はスウェーデン国内に富をもたらし、スウェーデンを国際的な経済ネットワークに不完全ながらも組み込ませたからである。また、SEIC が、茶貿易という一定の事業目的とはいえ、様々な出資者から資金を結集することができたという点は注目されてよい。これをもってスウェーデンにおける株式会社制度の萌芽と呼ぶには躊躇があるが、小規模資本を結集して事業活動を営む経験をしたことは、後の株式会社制度の発展と全く無関係ということとはできないように思われる。

## 2 19 世紀におけるスウェーデンの諸産業の発展とインフラの整備

会社法制定前史として、次に、19 世紀のスウェーデンの経済状況を見ておこう。この 19 世紀後半の工業化による資本蓄積が現在のスウェーデン型会社支配構造を生み出した根源であると考えられるからである。19 世紀初頭におけるスウェーデン産業は、一部で SEIC（東インド会社）などの活動があったにもかかわらず、全体としては未成熟であり、その主要産業は農業であった。具体的には、農民の割合は人口のおよそ 8 割を占めており、国民全体の生産水準は他の西欧諸国と比較して低いものであったとされている<sup>105</sup>。しかし、19 世

---

<sup>103</sup> ミュラー・前掲注（89）212 頁参照。

<sup>104</sup> ミュラー・前掲注（89）208 頁。

<sup>105</sup> Eli Filip Heckscher, *An economic history of Sweden*, 95 Harvard Economic Studies, 130,141-42 (1954)によれば、スウェーデンの人口に占める農民の割合は、1760 年において

紀後半に至り、スウェーデンでも工業化が始まった。その本格的始動は 1870 年代から 1880 年代にかけてであったとされているが<sup>106</sup>、スウェーデンの産業構造の変化はすでに 19 世紀の初頭から始まっていたようである。というのも、政府による農業改革と教育制度改革、技術変革が 19 世紀初頭から始まっており、これが背景となって工業化が推進されたと考えられるからである。最後に述べた 19 世紀におけるスウェーデンの技術革新に関して、「スウェーデンおよびフィンランドにおける産業競争—原材料からハイテク産業に至るまで」と題されたストックホルム商科大学 (Handelshögskolan i Stockholm) の Magnus Blomström 教授とコペンハーゲン商科大学 (Handelshøjskolen i København) Ari Kokko 教授の「討議資料」<sup>107</sup>のなかで興味深い研究がなされている。以下では、この討議資料をもとに 19 世紀後半におけるスウェーデンの工業化を生み出したスウェーデンの諸改革をみてみよう。

#### (1) 農業改革

19 世紀前半のスウェーデンにおける産業改革の第一は、農業部門であった。18 世紀に至るまでのスウェーデンの農業は、旧式の生産技術に依拠してきており、収穫量が全人口に対する食糧供給を満たすことはまれであったとされる<sup>108</sup>。先に述べた Blomström 教授と Kokko 教授の分析によれば、土地所有構造の改革が農業改革の第一歩であったとされる。スウェーデンでは、伝統的に、一族が保有するすべての農地が一括されたうえでいくつかの農地に分筆され、それらが公平に一族に分配されて所有されるという農地所有構造であったとされる。異なる価値をもつ複数の農地を農村に属する全ての一族間で公平に分配す

---

は約 78.6%を占めておりこの割合は、100 年以上にわたり大きな変動はなく、1870 年においては 72.4%を占めていたとされる。See also, ANGUS MADISSON, PHASES OF CAPITALIST DEVELOPMENT 212 (Oxford University Press 1982).

<sup>106</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 48.

<sup>107</sup> Magnus Blomström & Ari Kokko, *From Natural Resources to High-tech Production: The Evolution of Industrial Competitiveness in Sweden and Finland*, 4 (CERS Discussion Papers No.3804, 2003).

<sup>108</sup> *Id.* at 4. See also, LENNART JÖRBERG, SWEDENS DEVELOPMENT FROM POVERTY TO AFFLUENCE 1750-1790 102 (Steven Koblik ed., University of Minnesota Press 1975).



るこの仕組みの結果、同一所有者の農地が散在することとなり、モザイク模様のような農地所有形態が出現した。しかしながら、このように細分化され分散した土地所有形態は、農業生産性の面で非効率性をもたらすことは自明であり、技術革新の普及を遅らせた。また、新たな技術の採用を含む全ての生産に係る決定が全農村構成員の間で調整されなければなかったこともあり、このような旧習を改めない限り、農業改革は実現不可能であると考えられた。その改革は、土地の再分配（農地改革）から始まった。それにより、個々の農家は、多数の分裂したそれぞれは小さな面積の農地ではなく、より大規模な区画の農地を取得することとなった。同時に、新たな生産技術も積極的に導入された。このような改革の結果、スウェーデン国内の農業生産量は著しく増大したとされる<sup>109</sup>。

この 19 世紀のスウェーデンにおける農業生産量の拡大は、スウェーデンの人口増加と経済生活の相対的安定化をもたらし、労働力と資本の余剰を生み出した。余剰労働力は都市労働者として吸収されることとなり、後の工業化を支え、また余剰資本は産業化の基盤に組み込まれた。すなわち、こうした人的・物的資本が農業以外の諸産業に取り込まれることにより、19 世紀におけるそうした農業以外の産業を営む企業が増加・発展するに至ったと考えられるのである。

## (2) 教育改革

諸産業に要求される知識と技術力を涵養するために、教育制度の整備と拡充が必要とされた。次の課題は教育改革であった。先に述べた Blomström 教授と Kokko 教授の分析によれば、19 世紀のスウェーデンにおいては教育水準、すなわち人的資本の水準の向上が意識され、その目的を達成するために「公教育」と技術訓練が国家や私的機関によってなされるようになったと指摘される<sup>110</sup>。この「公教育」の頂点に位置するものが大学であった。とくに、伝統あるウプサラ大学 (Uppsala universitet、1477 年創設) やルンド大学 (Lund universitet、1666 年創設) といった古くから存在する大学が 19 世紀になり規模を拡大し、

---

<sup>109</sup> Blomström et al., *supra* note 107, at 5.

<sup>110</sup> *Id.* at 5.

国民の教育水準向上や研究レベルの向上に貢献した。とりわけ、研究・教育面では、技術革新という国策に従い従来以上に自然科学を重視するようになった。一方、技術教育の面では、そのための機関がストックホルムやイエーテボリに創設された。そして、それら技術者養成機関（専門学校）は、1820年代においてスウェーデン初の技術系大学に改組され、現在に至っている。19世紀の終わりに至るまでのスウェーデンの技術革新の多くは、これらの教育・研究機関によって教育を受けた人々によってなされたのである<sup>111</sup>。これ以外に、政府は、「読み書き計算」という基本的な技量を国民全員に与えるために、1842年に、教育法を制定し、義務教育制度を法定した<sup>112</sup>。

こうした国家による公教育の充実に加えて、民間セクターにおいても職業訓練のための機関が設立されていった。たとえば、既に18世紀半ばにおいて創設されていたスウェーデン製鉄業者協会（Jernkontoret, 1747年創設）<sup>113</sup>、また19世紀初頭にストックホルムのGöta運河の水門と鉄橋建設のために創設されたMotala Verkstadがいわば「訓練センター」としても機能した<sup>114</sup>。

19世紀における教育改革は、企業の構成要素たるスウェーデン国民全般の技術と教育レベルを向上させ、後のスウェーデン企業の発展の要因となったと評価することができるであろう。とくに熟練労働者の供給の増大は、スウェーデンを優位な地位に置く根源と捉えられており、その認識はすでに19世紀において広く共有されていたといえよう。

### (3) 製造業、輸出産業、海運業の発展

a. 製造業。Blomström教授とKokko教授は、スウェーデンにおける製造業の未発達状況、すなわち手工業（manufaktur）が支配的であったことが逆に工業化を促進したと指摘している<sup>115</sup>。スウェーデンにおける製造業は、19世紀以前より、革製品、織物、靴、簡素な道

---

<sup>111</sup> See *Id.* at 5.

<sup>112</sup> *Id.* at 5.

<sup>113</sup> See, e.g., Göran Ryden, *Skill and Technical Change in the Swedish Iron Industry, 1750-1860*, 39 *Technology and Culture* 383, 393 (1998).

<sup>114</sup> Blomström et al., *supra* note 107, at 5.

<sup>115</sup> *Id.* at 6.

具類については、農村の副業として営まれてきた。しかるに、前述したように、19世紀以降における人口増大、農業生産の拡大、国民の収入増による需要拡大を受けて、こうした手工芸品もその製造量が増大し、かつ、専門化していった<sup>116</sup>。スウェーデンのある地域においては、商人がそのような手工芸製品にかかる全村の製品を一括発注した例もあったといわれる。ここにおいて、商人を通じた手工芸品の販売ルートが確立し、農村と都市とを結ぶスウェーデン国内経済ネットワークが新たに生み出されたと考えられる。産業革命後において大規模生産された商品は、19世紀初頭においてようやく確立したこのような新たな販売ルートを通じて国民に供給されたと考えられる。製造業が農村部の手工業にとどまっていたために、このような新たな販売ルートの形成・拡充を阻害する旧習・旧弊、旧勢力がなかったということなのであろう。

b. 輸出産業。18世紀末から19世紀初頭にかけてスウェーデンにおいては、輸出産業が著しく拡大した。スウェーデンは、すでに17世紀以降、銅、鉄、タールなどの産業が発達していた<sup>117</sup>。とりわけ、17世紀中頃以降のスウェーデン輸出品の約3分の2は鉄が占めており、そのおよそ半分がイギリスに輸出されていたという。当時の主たる交易先がイギリスであったことは、イギリスの諸制度がスウェーデンに与えた影響を考えるうえで重要であると考えられるが、その後イギリスにおいて産業革命が進展すると、とくに1790年代から1820年代にかけて、イギリス国内での鉄生産量が増大したため、スウェーデンからのイギリスへの鉄輸出量は減少した。そこで、スウェーデンからの鉄は、アメリカ合衆国に向けて輸出されることとなった。イギリスに対する鉄の輸出量の減少額は、対アメリカ鉄貿易による利益額により埋め合わされたのである。

c. 海運業。いわゆるナポレオン戦争を終結させ、ウィーン体制を成立させた1815年ウィーン議定書の発効により、スウェーデンはデンマークからノルウェーを獲得した。その結果、スウェーデンにおける海運業からの利益が劇的に増大した。この時期、スウェーデン

---

<sup>116</sup> *Id.* at 6.

<sup>117</sup> *Id.* at 6.

とノルウェー両国は世界で第三位の商船隊を創設したが、それはノルウェー獲得のおかげであり、ノルウェー商船の比率が4分の3を占めていたことからそうやってよいであろう<sup>118</sup>。

### 3 1848 年会社法の制定とその限界

1848 年会社法制定前のスウェーデンの経済状況を見た限りでは、この時期においてすでに、小規模産業の発展により、個々の企業に対する莫大な事業資本の需要が生じていたと考えられる。以前よりスウェーデンにおいては「商事会社」といった会社形態が存在していたことは既に述べた。しかし、それは基本的に特許会社であり、その会社の資金調達方法は、創業者一族といった限られた集団からの投資、銀行からの借入れ、内部留保利益による再投資といった方法に限定されていたとされている<sup>119</sup>。その意味では、19 世紀に入り経済が著しく発展するに伴い、これらの資金調達手段によっては個々の企業の資本需要を満足させることに限界が生じてきた。会社所有者である株主の個人責任を制限し（有限責任）、零細資金を結集する株式会社という仕組みに対する需要が 19 世紀半ばのスウェーデンにおいて著しく拡大したのは、ある意味当然であったといえよう<sup>120</sup>。そうした社会的・経済的理由から、1848 年にスウェーデン初の会社法が制定された（1848 年会社法、Aktiebolagslagen, ABL）。比較法的に見ても、この会社法制定は相当に早い時期のものであったといえる。当時のヨーロッパの会社法立法との比較検討も必要であろうかと思うが、この 1848 年会社法は、当時のフランス法に範をとって制定されたとされる<sup>121</sup>。当時のスウェーデンにおいて、株式会社の持つ長所として、小規模資本の結集機能のほか、株式所有と議決権（支配権）とが結合している点が意識されていたようである<sup>122</sup>。株式、すなわち議決権を支配することによってその会社全体を支配することができるメカニズムは、創業者一族を魅了したと想像される。会社の完全支配は、支配株主となることだけで実現する

---

<sup>118</sup> ミュラー・前掲注（89）57 頁参照。

<sup>119</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 47.

<sup>120</sup> *See Id.* at 47.

<sup>121</sup> GÖRAN INGER, SVENSK RÄTTSHISTORIA, §4.6 221 (3rd ed. 1997).

<sup>122</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 47.

のである。とくに 1848 年会社法において複数議決権株式<sup>123</sup>の発行が許容されたことは決定的であった。この複数議決権というメカニズムを利用すれば、支配株式数量はさらに少なくてすむからである<sup>124</sup>。

ところで、この 1848 年会社法は、会社を設立するにはスウェーデン国王の許可を必要とした、許可主義 (koncessionsystemet) 会社法であった。すなわち、同法第 1 条によれば、「スウェーデン国王は、定款が本法に適合するかどうかを検査し、かつ、当該会社の事業活動の範囲および性質を考慮して、株主の義務の履行、法令等を義務的に遵守させるための監視またはその他の事項について、特定の定めが必要とされなければならないかどうかを検査する」とされていたのである。設立が認められるかどうかの判断基準は、個々の会社によって異なっていたといわれる。設立の許可は、全く国王の裁量であったようである。特別な条件の下で設立が許可されることも可能とされていた<sup>125</sup>。このような会社法上の株式会社設立の仕組みは、それ以前の、特許会社制度の名残のようにも思われ、この許可制のゆえに、円滑な株式会社設立が阻害され、諸産業に対する十分な資本提供がなされなかったともいわれる<sup>126</sup>。実質的には特許会社制度との違いはさほどなかったのかもしれない。会社法における許可主義の廃止は、1895 年の会社法の大改正によるのであり、その間の約 50 年間は、株式会社の設立は国王の裁量のもとに置かれたのである。

## 第二節 民間商業銀行の設立とスウェーデンの産業革命

スウェーデンの会社法の形成とその変容は、国内における経済的・政治的發展と密接な相互関連性を有する。Lund 大学の Torsten Sandström 博士によれば、スウェーデンにお

---

<sup>123</sup> 1848 年にスウェーデンで初めて会社法が制定された当時から認められていた。2007 年 2 月から 3 月にかけてウプサラ大学において Daniel Stattin 教授のもとで行ったリサーチにおいても、スウェーデンでは一株一議決権は単に原則にすぎず、複数議決権制度は所与のものとして 1848 年会社法に導入されたとのことであった。

<sup>124</sup> 拙稿「支配株主による会社支配と企業統治—アメリカの議論とスウェーデン型会社支配の検討—」早稲田法学会誌 58 巻 2 号 211 頁 (2008) 初出 (本論文序章 23 頁)。

<sup>125</sup> 1848 års aktiebolagslag, Prop 1847/48:56.

<sup>126</sup> Hemström, *supra* note 86, at 193. 株式会社設立に国王の許可が必要とされたのは、有限責任を享受する株主による株式会社の濫用に対する警戒感が強かったからであろう。

ける会社法の発展は、市場の拡大と産業の発展の両方に関係しているとされる<sup>127</sup>。前節で見たように、スウェーデンでは19世紀半ばに不十分ながらも会社法が制定された。そのようにして生み出されたスウェーデンの株式会社がどのように発展していったのか。その部分が本節の対象である。まず、その資金調達の部分から検討してみよう。容易に想像できるように、当時のスウェーデンの資本市場は未成熟であり、銀行等からのいわゆる間接金融に依存していた。銀行はスウェーデンの「産業革命」を支えたといわれる。その銀行をめぐるスウェーデンの法制度を検討するならば、そこに実は、スウェーデン型会社支配構造を生み出す基礎を発見することができる。この点を以下で検討したいと思う。

## 1 民間商業銀行の設立

19世紀半ばのスウェーデンにおいては、農業生産の拡大や商業インフラの整備といった様々な要因に基づき諸産業がさらなる発展を遂げており、それらの産業に資金を注入するためのバンキングシステムの構築は、当時のスウェーデンにとって必要不可欠のことであった。この資金需要に応える形で19世紀半ばから民間商業銀行の設立件数が増加し始めたが、それ以前の時期、諸産業からの資金需要はどのように満たされていたのか。この点をまず明らかにしておこう。

### (1) 貿易商館とスウェーデン国立銀行

a. 貿易商館と初期の貸付銀行。スウェーデンではすでに18世紀において、莫大な資金を有する商人がストックホルムやイエーテボリなどの大都市に「貿易商館 (Merchant House)」を建設し、たとえばノーランド北部の製鉄所や製材所に資金を供給していたことが知られている。貿易商館は、そのような資金提供の見返りとして、そこで製造された鉄や材木の販売経路を独占し、海外にそれらを輸出することで巨額な富を獲得したといわれる<sup>128</sup>。他方において、有力な貿易商館のなかには、諸産業に対して直接的に投資を行うだけでなく、

---

<sup>127</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 37.

<sup>128</sup> LARS MAGNUSSON, AN ECONOMIC HISTORY OF SWEDEN 98-99 (Routledge 2000).

南部ノーランドなどに在住する比較的小規模な商人にその稼働資本の大部分を提供するものもいたようである。このように、18世紀のスウェーデンにおいては、製鉄業や製材業といった主要産業を営む企業だけでなく、地方商人も含め、大規模な貿易商館を中心とした金融ネットワークが形成されていたと考えられるのである。この貿易商館を中心とした金融ネットワークは、19世紀の半ばに至るまで稼働したとされる。もっとも、貿易商館の資金提供は、産業への資金提供としてみると、製鉄業や製材所など限られた産業に限定されており、19世紀半ば以降に登場した近代的な民間商業銀行が行った与信業務と比較すると、その規模・範囲は制限的であったといわざるを得ない<sup>129</sup>。貿易商館は、19世紀後半になつてようやく製鉄業や製材業以外の製造業にも莫大な投資を行うようになったが、資金提供者としての大規模な民間商業銀行は1850年代の終わりに至るまでスウェーデンには存在しなかった。当時の銀行業は、むしろ短期の担保貸しを行う「貸付銀行」であった。具体的には、19世紀前半に設立された Göteborgs diskontokompani (1802年設立)、Malmö diskont (1803年設立)、そして、Göta kanals diskont (1810年設立)である。これらの貸付銀行は、諸産業に対して長期的な投資を行うことはなく、またその全てが1817年までに閉鎖された<sup>130</sup>。

b. スウェーデン国立銀行。当時のスウェーデンにあつて、貿易商館以外に貸付業務を行っていたのは、1656年にスウェーデン国王の特許状を得て設立されたスウェーデン国立銀行 (Sveriges Riksbank) であった。しかし、スウェーデン国立銀行が銀行券の発行を独占し中央銀行としての地位を確立するのは1897年のことであり、この時期の同銀行は、主として銀行券の発行のほかに製鉄所等を営む企業に対する貸付業務のみを行っていた。しかも、その貸付けのほとんどが、巨大な設備投資への金融ではなく、不動産を担保とする「消費者金融」的なものに限定されていたといわれる<sup>131</sup>。

## (2) Wallenberg 一族の登場と SEB 設立

---

<sup>129</sup> See *Id.* at 99.

<sup>130</sup> *Id.* at 99.

<sup>131</sup> *Id.* at 99.

19世紀半ばに至り、スウェーデンにおいて諸産業に対する資金調達の実必要性が認識され始めると、民間商業銀行の設立件数が増大した。とくに1856年に、現在でも有力な支配一族であるWallenberg家の創始者André Oscar WallenbergがStockholms Enskilda Bank (SEB)を設立した。彼は、もともと海軍将校であったが、退役後Loven & Co.貿易会社と協力して蒸気船業を営む傍ら、有力な民間投資家としても活動していた。当時の民間商業銀行の設立には、当然のこととして、スウェーデン国王からの特許状が必要とされていたが、SEBの設立特許状付与に直接関わった人物は時の財務大臣J. A. Gripenstedtであった。Gripenstedt財務大臣の政策については後に詳しく触れるが、A.O. WallenbergとGripenstedt財務大臣の関係はここで記しておく必要があるであろう。すなわち、二人の友人関係がSEBの設立に大きく寄与したと考えられるのである<sup>132</sup>。

かくしてSEBはスウェーデンにおける最初の近代的な民間商業銀行として広範な活動を展開し始めた。その事業活動を考えるうえで、いかにしてスウェーデン国内において休眠状態にある資金を結集し、それを流動化させたのであろうかが疑問となる。

まずSEBは、個人顧客からの有利子での借入れ(預金口座)だけでなく、政府が預金者の利益を保障するために積立てを義務づけていた資本準備金を引当てにした社債の発行という手法を用いた。とくに後者の手法は、違法とまではいえないものの法の精神に反するという批判が当時からあったようである<sup>133</sup>。また、SEBは、短期の資本移動を促進する銀行信用、当座預金口座、そして自己宛小切手など、当時のスウェーデンの金融機関にとって目新しい手法を多用したとされる<sup>134</sup>。

他方、SEBは自らが発行する「民間銀行券」を用いて地方銀行に資金を提供した。SEBからの融資を受けた地方銀行は、清算や突然の資金不足に備えてSEBに基金を積み立てたため、SEBと地方銀行とのネットワークが密に形成された。このように、SEBは、スウェーデンの地方銀行に対して資金を提供するという、本来中央銀行が持つ機能を有していた

---

<sup>132</sup> See *Id.* at 99.

<sup>133</sup> *Id.* at 100.

<sup>134</sup> *Id.* at 100.



と考えられる。この地方銀行への資金提供は、SEB の設立からスウェーデン国立銀行が中央銀行としての地位を確立するまでの数十年間維持された。SEB の果たした地方銀行に対する資金供給機能は、資本の流動性を高め、資金の循環に係る取引コストを削減することに資するという点において重要な経済的意義を有していたとされる<sup>135</sup>。従来、利用されることのなかった金銭やその他の財産を様々な事業に充てることが可能とされたからである。さらに、A.O. Wallenberg は長期信用を通じて多数の事業会社と自己の所有する銀行 (SEB) とを経済的に結び付けた。彼の目的は、スウェーデン国内の商業銀行による国内の主要な事業会社への資金提供を通じて外資の参入を防止し、外国人による国内の事業会社の支配を回避することにあつたと考えられている。いずれにしても、こうした SEB を中心とする金融システムの構想 (「商業銀行計画」) は、Gripensstedt 財務大臣の協力がなければ実現しなかつたであろうといわれる。そこで、次に、Gripensstedt 財務大臣の政策をみていこう。

## 2 19 世紀後半におけるスウェーデンの「産業革命」と Gripensstedt 財務大臣の政策

### (1) 19 世紀後半におけるスウェーデンの「産業革命」

1850 年代半ば以降、ヨーロッパでは、クリミア戦争に代表される域内における戦争が繰り返し引き起こされ、各国が軍備拡張政策を競い合うなか、諸産業が急成長したスウェーデンの輸出状況はさらに有利に展開していった。スウェーデンでは、すべに述べたように、19 世紀前半における諸産業の発展と人口増加を背景として、19 世紀後半には、国内には過剰で廉価な原料、エネルギー、さらには労働力が存在していたのである。スウェーデンの産業史としてみるならば、多くのスウェーデンの産業が確立されたのはまさにこの 19 世紀後半であった。具体的には、伐木、マッチ棒やパルプなどの木製品、鉄製品などの様々な商品が急激な勢いで国内外に供給された<sup>136</sup>。輸出の好調のおかげで、国内産業はいっそう発展した。このような 19 世紀後半の時代は、一般に「スウェーデン産業革命」の時代と呼

---

<sup>135</sup> *Id.* at 100.

<sup>136</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 37.

ばれている<sup>137</sup>。スウェーデンにおいて「産業革命」がもたらされた要因としては、第一に自由貿易体制への移行が挙げられる。そのほか、バンキングシステムの確立、営業の自由に関する立法があった。これら諸政策の実現には Gripenstedt 財務大臣が大きく寄与していた。

## (2) Gripenstedt 財務大臣の政策

当時の財務大臣 J. A. Gripenstedt は、スウェーデンの諸産業の発展に寄与した人物の一人である。彼は、1840 年に初めて国会議員に当選し、1844 年から 1866 年までいくつかの大臣を務め、そのほとんどの期間において財務大臣として重要な政策を実施に移した。とくに度重なる金融危機が発生した 19 世紀半ば以降、彼の政策の骨子は、次の諸点にあった。

①自由貿易政策、②政府主導の鉄道敷設、③民間商業銀行の設立である。

a. 自由貿易政策。Gripenstedt 財務大臣がまず提唱したのは、自由貿易主義への転向を図ることであった。1860 年にイギリスとフランスとの間で「コブデン条約（英仏通商条約）」が交わされ、国際的な自由貿易システムが確立されると、スウェーデンもこうしたシステムに参入することを余儀なくされた。スウェーデン国会でも、1850 年代以降、輸出入禁止品目をめぐり自由主義者と保護主義者の対立が先鋭化し、政局はきわめて不安定なものになっていた<sup>138</sup>。かかる状況の下で、スウェーデンを国際的な自由貿易システムに参加させることを可能としたのは、まさに時の財務大臣 Gripenstedt の政治力であったとされる。この点だけを強調するならば、Gripenstedt 財務大臣は自由主義者といえるが、彼は自由主義的政策を全ての局面において展開していたわけではなかった点に注意が要る。そのことは、下記に示す彼の第二の政策によく現れている。

b. 政府主導の鉄道敷設。Gripenstedt 財務大臣は、第二の政策はスウェーデン国内の鉄道網の敷設であったが、彼はこれを政府の関与と国の費用をもってなされるべきであると主

---

<sup>137</sup> Magnus and Ulf Jakobsson, *The Swedish model of corporate ownership and control in transition*, 7 (THE RESEARCH INSTITUTE OF INDUSTRIAL ECONOMICS Working Paper No.593, 2003).

<sup>138</sup> *Id.* at 7.

張したのである。スウェーデンにおいては、1850年代から鉄道事業は主要な政治課題となっていたが、事業家である Court Adolf Eugen は Vänern 湖沿岸の Örebro と Hult の間に最初の鉄道路線の建設を計画し、イギリスの John Ericsson と共同で鉄道敷設を実現しようとした。しかし、彼は十分な資金を獲得することができなかつたため、この計画は頓挫した。このことは、将来のスウェーデンの鉄道事業に対する資金調達に暗い影を落としたが、その後設置されたスウェーデン政府の「鉄道敷設についての調査委員会」は、多数の主要路線を敷設して、それを既存の比較的小規模な民間路線と結び付けることを提案した。いわば鉄道網の形成である。その提案を受けて、スウェーデンの事業家であった von Rosen は、イギリスの合弁企業と協力して大規模な鉄道路線を建築するよう求めた。しかし、この提案は Gripenstedt 財務大臣によって否定された<sup>139</sup>。Gripenstedt 財務大臣は、この von Rosen の計画によれば、スウェーデンの重要な公共セクターの一つである鉄道事業が外国資本に支配されることになるが、そのことを恐れたのである。スウェーデン政府は自ら鉄道網構築のための資金調達に乗り出した。具体的には、海外に向けて大量の国債を発行したのである。これに応えたのは、主としてドイツやフランスの銀行であった。1914年において、国債の合計額は、6億スウェーデンクローネ (SEK) に達した。そして、第一次世界大戦がスウェーデンに幸運をもたらした。第一次世界大戦においてこの国債の債権国であったドイツが敗れ、また同じく債権国であったフランスも大戦の影響で国内経済が疲弊したことで、スウェーデンは経済的にこれらの国々よりも優位な地位に立つこととなった。要するに、第一次世界大戦後の混乱のなかで、これらの国債のほとんどが事実上消滅したのである<sup>140</sup>。

c. 民間商業銀行の設立。Gripenstedt 財務大臣は、民間商業銀行の設立を政策の骨子に据えた。民間商業銀行設立に係る政府の当初の方針は、設立された民間商業銀行に対しては非介入路線を採るというものであった。ところが、1857年のクリミア戦争に起因する金融

---

<sup>139</sup> MAGNUSSON, *supra* note 128, at 75.

<sup>140</sup> *Id.* at 75.

危機に際して、政府は方針を転換した。すなわち、前述したように公的資金の投入を通じて、設立直後の民間商業銀行であり A.O. Wallenberg が設立した SEB を倒産の危機から救済したのである。その後、スウェーデンは繰り返し金融危機に直面したが、政府はその度に財政投融資を通じて民間商業銀行の救済を図った。他方で、Gripensstedt 財務大臣は、1864 年銀行法を制定した<sup>141</sup>。同法により、営業期間が無期限の民間商業銀行の設立がはじめて可能とされたことが重要である。重要な実例として、Skandinaviska Kreditbolaget を挙げることができる。この銀行は、フランスの Credit Mobilier 銀行に範をとって設立されたものであり、1864 年に多数の有力な資本家が協力して設立した国際的な信用機関であるとともに、その莫大な資産を背景に諸産業に対する直接投資を行った。こうした民間商業銀行の設立により、1864 年の銀行法制定後の 10 年間において、スウェーデン国内の株式市場は著しく発展した。そして、それに伴い、諸産業に対する民間商業銀行からの投資量も増加した<sup>142</sup>。そのような状況の下で、民間商業銀行が広範な事業に対して投資を行うための資金源として、通常の銀行のような預金口座や社債だけでは十分でなく、直接発行するエクイティーによる資金調達に対する需要が高まった。1886 年には、銀行法が改正され、株式会社形態をとる銀行の設立が可能とされた。ここにおいて、遊休資本を結集するための株式会社制度が活用されたのである。1886 年銀行法の制定以後、民間商業銀行の数は飛躍的に増大した<sup>143</sup>。

d. Wallenberg との協調関係。上述したように、Gripensstedt 財務大臣は、SEB の危機を救うなど、Wallenberg との結びつきの強さを示す行動をとっている。もっとも、銀行の救済は、スウェーデン経済全体の危機を救うためであったとも見ることができ、個人的なつながりだけに目を向けることは公正な評価でないともいえよう。ただ、Gripensstedt 財務大臣の政策の根底にあった、スウェーデン政府あるいはスウェーデンの金融機関が国内の主

---

<sup>141</sup> *Id.* at 75.

<sup>142</sup> LENNART SCHÖN, EN MODERN SVENSK EKONOMISK HISTORIA 166 (2007).

<sup>143</sup> OSKAR BROBERG, KONSTEN ATT SKAPA PENGAR: AKTIEBOLAGENS GENOMBROT OCH FINANSIELL MODERNISERING KRING SEKELSKIFTET 1900 68-69 (Grafikerna Liverna ed., Kungälv AB, 2006)(2006).

要な事業に対して資金を提供することと、同時に外資による国内事業の支配は排除されるべきであるとの考え方が、A.O. Wallenberg の「商業銀行計画」にも相当程度合致していた点は、ここに指摘しておいてよいであろう。Gripenstedt 財務大臣の諸政策に実際どれほど A.O. Wallenberg が関わったのかはなお検討を要することであるが、Gripenstedt 財務大臣の諸政策の実現過程において、Wallenberg 一族をはじめとする多くの支配株主一族が「民間商業銀行」を通じて現在のスウェーデン型会社支配構造の基礎を固めていったことは事実であり、同財務大臣の諸政策、とくに銀行政策をさらに詳細に検討する必要があると考える。そこで、以下では、19 世紀後半のスウェーデンにおけるバンキングシステムの確立と、商業銀行と事業会社とが結び付いていく経緯をみてみたい。

### 3 民間商業銀行による事業会社支配の形成

#### (1) 資本需要の拡大と民間商業銀行の設立

1860 年代以降、伐木、穀類、パルプ、紙、鉄鉱石などの輸出産業が拡大し、教育機関が拡充するとともに、様々な法制度の整備がなされていった。この時期、スウェーデンでは、男女の性別にかかわらずあらゆるスウェーデン人が事業を行う自由が認められたこと、森林所有権が一般に許容されたこと、海外における取引が自由化されたこと、といったように、経済的自由がスウェーデン国民に対して広く認められるようになった。経済の自由化により、スウェーデンは、急速な工業化の道を進んだ。とりわけ木材や鉄鉱石の西欧諸国に対する輸出により、原材料部門が急速に発展した<sup>144</sup>。

1870 年代以降のスウェーデンにおいては、輸出産業である製造業が発展し、これらに莫大な投資が集中した<sup>145</sup>。これらの事業を行う企業の多くは、資金調達方法として、専ら内部留保利益、企業間信用、短期信用債券の発行を用いた。機械製造業や建築業を営む企業

---

<sup>144</sup> Magnus et al., *supra* note 137, at 7.

<sup>145</sup> PETER HÖGFELDT, THE HISTORY AND POLITICS OF CORPORATE OWNERSHIP IN SWEDEN 523 (Randall K. Morck ed., The University Chicago Press 2005) (2005).

は短期の銀行貸付けを用いることがしばしばあったとされる<sup>146</sup>。既に述べたように、19世紀後半のスウェーデンにおいては、株式市場が十分に発展していなかったため、このような資金調達方法しか採り得なかったのである。当時のスウェーデンのように比較的貧しい国家の経済発展にとって、民間商業銀行を中心とするバンキングシステムは必要不可欠であったと考えられる<sup>147</sup>。

すでにみてきたように、1856年に設立されたSEBのほかに、1864年にはSkandinaviska Kreditbolaget (SKB、1938年にSkandinaviska Bankenに改称)が設立された。1880年代において、この2つの銀行は競争関係にあり、ベンチャー投資を行っていた地方銀行に莫大な資金を提供した(なお1972年に両行は合併し、現在のSkandinaviska Enskilda Bankenとなった)。この2つの銀行を含め、早くも1864年には、スウェーデン国内に44行の近代的な民間商業銀行が存在した。さらに、1871年にはLouis FraenckelによってStockholms Handelsbankが設立された(SHB、1919年にSvenska Handelsbankenに改称)<sup>148</sup>。このSHBは、1880年代に急速に発展し、その貸付額はSEBとSKBと同水準に達した。これらが19世紀後半のスウェーデンにおける「三大銀行」である。これらの民間商業銀行は、共通して、巨額な投資を通じて、産業革命期において資本需要の拡大した事業会社に対する関与度を高めた。民間商業銀行の隆盛の一方で、それまで諸産業の主たる資金源であった貿易商館(Merchant House)や民間の個人投資家は衰退した<sup>149</sup>。

## (2) 19世紀後半における金融危機と民間商業銀行による事業会社支配の形成

民間商業銀行と事業会社との結びつきを強めたもう一つの要因は、1870年代以降、繰り返し引き起こされた金融危機である。19世紀後半の金融危機の最大の原因は、1870年代における投機的な鉄道事業の拡大にあったと考えられる。他の西欧諸国におけるのと同様にスウェーデンにおいても産業の発展に伴い、鉄道事業も成長した。そして、この時期、鉄

---

<sup>146</sup> *Id.* at 523.

<sup>147</sup> *See Id.* at 523.

<sup>148</sup> Håkan Lindgren, *Banking Group Investments in Swedish Industry*, 4 (Uppsala Papers in Economic History. Research Report No. 15, 1987).

<sup>149</sup> Magnusson, *supra* note 128, at 170.

道業を営む株式会社への投資が急増した。民間商業銀行、商事会社だけでなく個人投資家も鉄道会社に対する投機に浮かれたのである<sup>150</sup>。この鉄道投機は、1878年から1879年にかけて金融危機を引き起こした。スウェーデン政府は、倒産のおそれのある多数の民間商業銀行に介入し、支援した。前述したように、SEB など大規模民間商業銀行を中心に救済がなされ、これらの民間商業銀行は金融危機を抜け出すことができたが、商事会社や個人投資家は支援されなかった<sup>151</sup>。このことが民間商業銀行を中心とした企業金融をいっそう促進したと考えられる。

金融危機を脱した民間商業銀行は、その後、諸産業に対する貸付けを行うようになるが、それにより民間商業銀行と事業会社とが密接に結び付くこととなった<sup>152</sup>。その際、民間商業銀行は、事業会社株式の取得を通じて、あるいは銀行が貸し付けた金銭債権の金融危機時における株式資本への転換といった手法を通じて、事業会社に対する大株主として関与することとなった。しかし、1880年代のスウェーデンにおいては、民間商業銀行が事業会社と結び付くことに対する危機感が蔓延していた。なぜなら、経済的影響を受けやすい産業部門や不動産部門と密接な関係を持つバンキングシステムを築いていたフランスやドイツでは銀行が相次いで倒産していたからである。たとえばフランスでは、1867年には *Crédit Mobilier*、1875年には *Commerz & Discontobank*、さらに1882年には *Union Générales* が倒産した<sup>153</sup>。こうしたヨーロッパにおける大規模な銀行の相次ぐ倒産と国内の金融危機を重く見たスウェーデンでは、1886年に銀行法が改正された。その主要な改正点は、投機的な投資活動に対する不信から銀行業務と証券業務を分離したことであり、それは預金者保護に重点を置くものであった。具体的には、同法は民間商業銀行が株式と不動産の取引業務を行うことを禁止した。もっとも、このように民間商業銀行は法律上原則として自己の計算で（直接に）株式と不動産を取得することができなくなったが、この原則には重要

---

<sup>150</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 47.

<sup>151</sup> *Id.* at 47.

<sup>152</sup> Lindgren, *supra* note 148, at 4.

<sup>153</sup> *Id.* at 3-4.

な例外が存在した。民間商業銀行は、当該事業会社に対して有する金銭債権の担保として当該事業会社の株式または不動産を保有することは許容されていたのである<sup>154</sup>。上述したように、金融危機の結果、民間商業銀行は事業会社に対して救済資金として多額の金銭債権を保有することとなり、その担保として事業会社の株式を保有することで事業会社に対する関与度を強めた。当時、大規模な事業会社が他の事業会社の株式を買い占めることはまれであったこともあり、19世紀後半のスウェーデンでは、民間商業銀行を中心とした新たな会社支配構造がより広範に生じることとなった<sup>155</sup>。

#### 4 1895年における会社法改正

19世紀半ばから後半にかけて、スウェーデン企業はその数と経済的規模において拡大した<sup>156</sup>。1849年から1881年の期間には2048社の株式会社が設立され、それら株式会社の株式資本の合計額は15億SEKを超えた。1873年から1875年の3年間だけで500社を超える株式会社が設立され、そのうち300社以上が事業会社であった。それらの事業会社は、主として製材業、林業、金属産業、紡績業を営んでいた。それらの多くは、少なくとも75,000SEK以上の株式資本を有しており、50万SEK規模の株式資本を持つ会社も少なくなかった。1881年には、1264社の株式会社が設立され、株式資本は合計で4億5,500万SEKとなった<sup>157</sup>。当時の会社法が許可主義であったことからすれば、許可がほぼ有名無実化していたようにも思われる。たしかに、大規模企業から比較的小規模な企業に至るまで、その許可申請が拒否された例もまれではなかったが、1860年代以降、設立審査が形式化・簡素化したことにより、安易な会社設立を可及的に防止しようとする許可制の目的が失われ、会社設立手続は登録制と何ら変わるところがなくなったのである。1876年から1895

---

<sup>154</sup> *Id.* at 4.

<sup>155</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 48.

<sup>156</sup> *See, e.g.*, HÖGFELDT, *supra* note 145, at 523.これによれば、19世紀後半には、Atlas Copco社、L.M. Ericsson社、Alfa Laval社、ASEA社、AGA社、SKF社などの重要な事業会社が設立されたとされる。

<sup>157</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 48.



年の期間には、実に 2659 社もの株式会社が設立されたとされる<sup>158</sup>。このような株式会社数の増加により、設立許可主義は実態にそぐわなくなったのである。一方で、民間商業銀行と事業会社間で行なわれた（定款所定の額を超える）高額の事業取引が批判を受けるようになったことや、1870 年代後半に大企業が金融危機に直面したことを契機として、より包括的な会社法改革の必要性が産業界から強く主張された<sup>159</sup>。政府はこれに応え、1895 年に会社法を改正した。これが 1895 年会社法である。この改正法は、部分的にドイツ法に範をとるものであり、従来のフランス法モデルとは違った数多くの新たな規定を含むものであった<sup>160</sup>。金融危機の経験から、とくに清算や会社の解散に関する規定が導入されたが、それだけにとどまらず様々な重要な規定が新たに設けられた。以下では、とくに重要な改正点についてみていこう。

a. 設立許可主義から準則主義への変更。1895 年における会社法の改正点として最も重要なものは、許可制の廃止とこれに代わる「法律に基づいた会社設立制度」（準則主義、*normativsystemet*）の導入である<sup>161</sup>。「特許および登記・登録庁（*Patent- och regisreningsverket, PRV*）」<sup>162</sup>に対する登記を通じて会社設立を公示することで会社は成立する。経済的活動の自由を保障する別の立法もなされたことも相まって、その後、スウェーデンにおいては株式会社の数が急増することとなった。なお、銀行の設立については、株式会社形態を採る場合であっても銀行法の規定に服することとされていたので、1895 年会社法の設立規制緩和の恩恵は享受できなかった<sup>163</sup>。むしろ、1895 年会社法は株式会社形態を採る民間商業銀行を適用対象とはせず、民間商業銀行は銀行法の規定に服することが明らかにされた。

b. 設立規制の強化。1895 年会社法のもう一つの特徴は、設立が準則主義となった反面と

---

<sup>158</sup> *Id.* at 48.

<sup>159</sup> *Id.* at 48.

<sup>160</sup> INGER, *supra* note 121, at 221. 1895 年会社法の条文数は合計 81 条であった。

<sup>161</sup> *See Id.* at 221.

<sup>162</sup> 萩原金美『スウェーデン法律用語辞典』163 頁（中央大学出版部、2007）によれば、同庁は、特許その他の知的財産のみならず、株式会社の登記・登録を行うとされる。

<sup>163</sup> BROBERG, *supra* note 143, at 72.

して、設立に関する「強行法規」の数が増大した点である。たとえば、株式会社の発起人は、会社設立が適法になされるよう責任が法定され、会社の最低資本金（5000SEK）に関する規定や会社所有者の数は最低 5 名でなければならないという規定が設けられた。これらはすべて強行規定と解されたのである<sup>164</sup>。

c. 株主総会に係る改正。1895 年会社法の改正点として株主総会（*bolagsstämma*）に関する新规定が導入された点も、スウェーデン型会社支配構造の形成にとって重要な改正点であった。「産業革命」によってさらなる事業拡大を試みたスウェーデン企業は、資金調達のために第三者に対して大量の株式を発行した。このことは事業会社の株式所有の分散を意味したが、当時のスウェーデンにおいては創業者一族が多数派株主としての支配的地位を確保するという切実な需要が存在していた<sup>165</sup>。この資金調達ニーズと支配権維持のニーズを満たしていたのは旧法ですでに許容されていた複数議決権株式だった。これを保有する支配株主は、より少ない出資で株式会社の重要事項を決定することが可能となったのである。他方、瑕疵ある株主総会決議がなされた場合に備えて、株主総会決議取消しの訴え（*klander av stämmobeslut*）に関する規定や少数の支配株主による違法な決定に対する損害賠償責任に関する規定も新たに設けられた<sup>166</sup>。これらの規定は、支配株主による違法行為を是正・抑制しようとするものであり、支配株主の支配権維持策の拡張と濫用防止策の創設というバランスの上に立った立法であったと考えられる。

d. 取締役会決議に係る改正。1895 年会社法によって、取締役会（*aktiebolagsstyrelse*）の決議に関する規定が初めて導入された。同改正法 45 条 1 項は「取締役会の決議を要する場合には、当該決議は、定款に別段の定めがなければ多数決でこれを行う。ただし、意見が同数の場合には議長が最終的にこれを決定する」と規定した。この規定により、取締役会の決議を必要とする事項については、定款に別段の定めがない限り、多数決により決定することができることが明らかとされ、一定の経営上の決定について安定性がもたらされた

---

<sup>164</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 49.

<sup>165</sup> *Id.* at 49.

<sup>166</sup> *Id.* at 49.

167。また同条 2 項は、「取締役が、自己の個人的な権利行使が会社の利益に相反する場合には、当該取締役は当該決議に加わってはならない」と規定した。特別利害関係人の排除規定であるが、こうした規定が導入された背景には、19 世紀後半のスウェーデンにおいては、利益相反取引が増大していたという事実が存在していたように思われる。

e. 「ultra vires」規定の創設。さらに、定款で定められた額を超える高額な事業取引がしばしば行われていたことはすでに述べたが、1895 年会社法は、ウルトラ・ヴァイレス (kompetensöverskridande) の法理を取り入れ、定款所定外の行為を無効とする規定を置いた<sup>168</sup>。周知のとおり、ウルトラ・ヴァイレスの法理が生み出されたのは 1874 年のイギリスの *Riche v. Ashbury Railway Carriage and Iron company, Limited*, L.R. 9 Ex.判決であった。この法理によれば、会社は定款によって授権された能力のみを有し、定款所定の会社の目的の範囲外の行為は絶対的に無効とされる<sup>169</sup>。思うに、上述したような 19 世紀後半におけるスウェーデン国内の事業会社の取引実態に鑑み、取締役や代表取締役が自己の権限を逸脱し、会社に損害を及ぼすことを可及的に防止せんとする趣旨でスウェーデン会社法にもウルトラ・ヴァイレスの法理に関する規定が導入されたものと考えられる。また、会社に損害を及ぼすおそれのある取引が増加したことを受けて、取締役の損害賠償責任 (skadeståndsansvar) に関する規定が導入された<sup>170</sup>。

f. 改正法の性格。1895 年会社法が、従来のフランス法に加え、ドイツ法のみならずイギリス法の要素をも取り込んだ点はきわめて興味深く、参考になる。フランス・シビルロー、ジャーマン・シビルロー、アングロ・サクソン・ローから様々な要素を取り込み、自国に適合的な法制度を巧みに作り上げようとするスウェーデンの手法は、他国の法制度を吸収し、その緻密かつ詳細な分析を通じて自国の法制度を作り上げてきたわが国の歴史と類似

---

167 なお、現行の 2005 年スウェーデン会社法第 8 章第 21 条は、取締役会の決議を要する事項については、全ての取締役の過半数の賛成を得るか、定款で過半数よりも高い割合を定めた場合にはそれに従ってこれを決定するものと規定する。

168 SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 47.

169 加美和照『会社法取締役制度研究』4 頁 (中央大学出版部、2000)。

170 SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 49.

する。その意味で、欧米の法体系を土台にして生み出され、時として国内の状況に適合するように変容を遂げた日本法とスウェーデン法とを比較検討することは、比較法研究に新たな視座を生み出すといえる。比較法研究にとって最も重要なことは、変容後の法規範の今ある姿を単純に比較検討するというのではなく、むしろ、たとえば歴史、文化、社会、伝統、国民性、経済状況など法規範を形成する諸前提である様々な要素を限界まで考慮した上で、法規範の変容過程の比較検討を行い自国に適合的な法制度のアイデアを作り出すことであるとする。それを行わなければ、「現在その国に存在する法とは何であるか(法のアイデンティティ)」を特定することができず、その結果、各国間における法の比較が不十分なものとなり、それどころか時として外国法の誤った理解を招き、不適切な法制度を生み出すことにすらなりかねない。そのような視点から、次に、1910年に会社法が改正されるまでのスウェーデン国内の状況を概観したうえで、同法の主要な改正点についてみていくこととする。

### 第三節 スウェーデン型会社支配構造の確立とその法的問題点

#### 1 民間商業銀行による事業会社支配と1910年会社法

1890年代以降、紙・パルプ、電力、印刷、機械、化学の分野でスウェーデン産業が大きく発展し、資本需要もまた拡大したことは、繰り返し述べた。1895年会社法における準則主義の導入もあいまって、この時期の株式会社の数と規模は著しく増大したことも既に述べた<sup>171</sup>。そこで、以下では、その後の経済発展を1890年代から第一次世界大戦期までの時期にしぼって検討する。この時期にスウェーデン型会社支配構造における「低層型ピラミッド」の形成・確立が見られるのである。その契機となった1910年会社法を中心に、その前後の状況を見てみたい。

##### (1) 民間商業銀行を中心とする会社支配構造の確立

a. 民間商業銀行による事業会社株式支配。1900年以降における輸出産業の拡大を理由と

---

<sup>171</sup> *Id.* at 49.

して、銀行借入れにとどまらずエクイティー・ファイナンスが必要となった。かかる状況の下で、エクイティー市場の整備がスウェーデンにおいて切望され<sup>172</sup>、1900年代にはストックホルム証券取引所（現在の NASDAQ OMX Stockholm）において株式取引が開始された<sup>173</sup>。もっとも、このストックホルム証券取引所における株式取引を仲介したのは、民間商業銀行であった。スウェーデンでは、1909年の銀行法改正により、一般的な民間商業銀行とは別に、銀行業務と株式やその他の財産の取引業務に従事する民間の「特別投資銀行」の設立が可能とされていた点に注意が要る。この特別投資銀行は、株式取引だけでなく、株式会社の新設、合併、その他の企業再編に関与することを目的としたものであり、特別投資銀行もまた銀行法と政府による規制に服するものの、株式取引を目的に含む点で従来の銀行法制からすれば画期的な改正法であったように見える。しかしながら、1909年の銀行法改正がなされても、特別投資銀行が急増することはなかった<sup>174</sup>。なぜなら、民間商業銀行が事業会社への貸付に際して株式を担保として保有していたことや民間商業銀行は株式取引専門の会社を設立し、その会社に対して資金を提供したり取締役を派遣したりすることで事業会社の株式取引に関与することもしていたからである。具体例としては AB Providentia があるが、同社は Wallenberg 一族が支配する民間商業銀行である SEB と密接に結び付き、株式取引を行った<sup>175</sup>。特別投資銀行を設立する実務ニーズはとくになかったのである。

b. 銀行法の改正と子会社を通じての間接的企業支配体制の成立。有名無実化していたとはいえ、銀行業界は、株式取引を禁ずる厳格な銀行法の規制を緩和するためにロビー活動を行った。それを受けて 1911年に銀行法が改正された。すなわち、同改正法により、原則として、一定の要件を満たした民間商業銀行に株式取引が許容されたのである。その一定の

---

<sup>172</sup> HÖGFELDT, *supra* note 145, at 523.

<sup>173</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 49. なお、NASDAQ OMX の歴史については、同社のホームページ [http://www.nasdaqomxnordic.com/about\\_us/](http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us/) (last visited Jan, 15, 2015) 参照。See also, Lindgren, *supra* note 148, at 4.

<sup>174</sup> See Lindgren, *supra* note 148, at 4.

<sup>175</sup> *Id.* at 6.

要件とは、資産の1.5%に相当する額までという株式取得上限の設定であった。しかし、この規制は、民間商業銀行による事業会社株式保有規制としてはほとんど効果がなかったと考えられる。なぜなら、民間商業銀行は資金調達を行って自らの資産の額を増大させることで、事業会社株式の取得可能数の上限を高めることができたからである。また、民間商業銀行は、小額の株式資本を持つ子会社を設立し、その子会社に事業会社の株式を取得させることもできたからである。むしろ、後者の方法が利用された。このように、民間商業銀行は、子会社や場合によっては他の株式会社を利用して、1909年銀行法の事業会社の株式保有制限規制を巧妙にクリアすることができた。現に、そのようにして、民間商業銀行は事業会社の株式を「間接的に」保有し、多くの事業会社を支配した。このような事業会社の株式を保有するために設立された子会社たる株式会社の例としては、1914年5月にSEBとSKBの協力の下で設立されたAB Emissioninstitutetや、同年10月にSHBが設立したその子会社であるFinansaktiebolagetがあった<sup>176</sup>。

c. 商業銀行を介在させた「四層ピラミッド」から持株会社を介在させた「三層ピラミッド」へ。1910年代は、SEB、SKB、SHBの三大銀行や他の商業銀行がその子会社や株式取引を専門とする会社を通じて事業会社の株式取引に関与し、そうした事業会社に対する支配権を強化した時期であったといえる<sup>177</sup>。ここに、民間商業銀行を中心とする会社支配構造が生み出されたが、実は、そうした民間商業銀行を支配していたのはWallenberg家などの創業者一族であった。すなわち、この時期において、スウェーデン型会社支配構造の原型ともいべき①創業者一族が民間商業銀行を直接支配し、②その民間商業銀行が子会社や関連会社を支配し、③その子会社等を通じて事業会社（株式）を支配するという「四層ピラミッド」構造であった。しかし、1930年代になり、銀行による株式の取引・取得が再び禁じられることになると、商業銀行とその背後にいる創業者一族は、事業会社に対する支

---

<sup>176</sup> *Id.* at 7.

<sup>177</sup> *See Magnus et al., supra note 137, at 1-63.* 支配一族への会社支配権の集中は20世紀の初頭にはすでに観察されている。当時はグスタフ・ラバル (Gustaf de Laval)、アルフレッド・ノーベル (Alfred Nobel)、あるいはエリクソン (L. M. Ericsson) といった企業家の活躍によって新たな産業や重要な企業が多く生み出された時期でもあった。

配権を維持するために、「持株会社」を作り出し、それに対して銀行が保有する子会社株式と子会社が保有する事業会社株式の整理統合を行わせたのである。その結果、支配ピラミッドは外見上「三層」となった。すなわち、①創業者一族が持株会社を支配し、②持株会社が事業会社を支配するという構造である。しかし、実質的には、後に見るように、民間商業銀行による事業会社支配は続いている。そして、その民間商業銀行に対する創業者一族の支配も形を代えて続いている（詳細は後述）。

スウェーデン型会社支配構造はシンプルである。そのような支配構造が形成されていくプロセスは、後に詳しくみていくが、その前に、1910年における会社法の主要な改正点に言及しなければならないであろう。なぜなら、1910年の会社法の改正により、民間商業銀行やその創業者一族が、事業会社に対する支配を強めていく一方で、そのような支配株主らの権限濫用を防止する改正内容を含んでいたからである。やはり、支配株主の会社支配構造には、そのままでは危険を伴うことは、スウェーデンでも実際に問題となったことがあるのであり、また会社法立法者もその危険性を意識していたということである。

## (2) 1910年株式会社法の主要な改正点

a. 法改正の必要性。19世紀から20世紀への転換期のスウェーデンにおいて、株式会社に固有の問題が表面化してきた。具体的には、会社の取締役が自らの地位に基づいて会社の利益と相反する自己に有利な取引を行うケースが増加したのである。同様に、多数派支配株主が、株主総会における資本多数決を濫用し、会社の重要事項について自己に有利な決定を行うことがしばしばであった。かかる状況の下で、産業界を初めとする様々な分野から、株主による適切な意思決定に基づく健全な会社経営を実現すべく会社法を改正すべきであるとの要求がなされた<sup>178</sup>。1905年になり、裁判官、法務省の代表者、さらには大学教授などの有識者で構成される「株式会社委員会 (Aktiebolagskommittén)」が設置され、1895年会社法の見直しが行われることとなった。同委員会は、スウェーデン国内の株式会社をめぐる状況を分析するにとどまらず、他国の会社法とスウェーデンの1895年会社法と

---

<sup>178</sup> BROBERG, *supra* note 143, at 72.

を比較検討した。1908年において、同委員会は報告書を作成し、不健全な会社の事業から大衆をより厚く保護すること、取締役が自己の地位を利用して不適切な事業経営を行わないようにすること、そして、多数派株主から少数派株主に対して加えられる不当な圧力を除去することを主な内容とする会社法改正案を提示した<sup>179</sup>。この株式会社委員会改正提案は、法務省の「法律委員会」に送付された。法務省法律委員会は、株式会社委員会改正提案の立場を基本的に踏襲して新法案を作成し、それを1910年の国会に提出した。同法案をめぐっては若干の意見の対立があったものの、1910年の国会において意見調整がなされ、同年8月には会社法が改正された。これが1910年会社法である。1910年会社法は、1912年1月1日に効力が生じた<sup>180</sup>。以下では、1910年における会社法の主要な改正点をみていくこととする<sup>181</sup>。

b. 利益相反取引規制。同改正法において、取締役が自己の地位を利用した取引を行うことを規制するために、取締役の利益相反取引に関する規制が新設された。同法62条2項では、取締役が当該株式会社と取引する場合には、その取締役は当該取引に関する決議に加わってはならない、と規定された。また、会社と第三者が取引をする場合において取締役が会社の利益に相反するおそれのある重要な利益を有するときは、当該取締役はその決議に加わってはならない、とも規定された。さらに、会社から取締役に対してなされる贈与に関する取締役会決議にも、当該取締役は加わることができないと規定された。株式会社委員会の1908年報告書においては、このような規定を追加した理由を必ずしも明確にはしていない<sup>182</sup>。思うに、取締役による利益相反取引の数が実際に増加しており、取締役が利益相反取引を通じて会社の利益を犠牲にして自己の利益を獲得しようとする行動に対する産業

---

<sup>179</sup> *Id.* at 72.

<sup>180</sup> *Id.* at 72.

<sup>181</sup> *Id.* at 73によれば、19世紀から20世紀への転換期のスウェーデンにおいては株式取引量が著しく増加したことを理由として、株式に関する様々な規定が導入されたとされる。1910年会社法は定期的に株主名簿が作成・更新されることを会社に義務づけ、株主名簿を作成しなかった取締役に対して罰則を課した。また、「債務証書に関する法律 (Lag om skuldebrev, SkbrL)」に範をとり、株式の善意取得に関する規定が制定された。

<sup>182</sup> AL 1910 62§, Aktiebolagskommitténs betänkande 1908, s.48.



界や大衆の警戒感が高まっていたことを受け、従来の特別利害関係人の決議参加を排除するとの一般規定だけでは十分でないと判断されたための立法であったと思われる。

c. 少数株主保護規定。株式会社委員会の会社法改正提案は、少数株主の保護にも主眼を置いていた。一連の新たな規定が導入されることによって、少数株主の保護が強化された。たとえば、少なくとも株式資本の 5 分の 1 に相当する株式を有する株主には、取締役等に支払われる報酬額に不服のある場合に、裁判所に訴訟を提起する権利が与えられた<sup>183</sup>。スウェーデンでは会社支配権が固定化している企業が少なくないが、そのような企業においては多数派株主が自らの選任した取締役（支配株主が自らを取締役に選任することもある）に有利な報酬額を決定する危険がある<sup>184</sup>。会社法上、裁判所に最終的に適正な報酬額を決定する権限を残しておくことで、支配株主や多数派株主の選任した取締役に過度な報酬が支払われて、少数（派）株主が本来配当として取得できるはずであるところの利益が減少することを防止することを期待している<sup>185</sup>。

同様に、少なくとも株式資本の 5 分の 1 に相当する株式を有する株主は、その者の利益のために行動する「少数株主のための会計監査役（minoritetsrevisor）」を選任することができるものとされた<sup>186</sup>。この少数株主のために選任された会計監査役は、自らを選任した少数株主の利益を図りつつ、他の会計監査役と協力して通常の監査活動を行うものとされている<sup>187</sup>。とはいえ、少数株主のために選任された会計監査役が他の会計監査役とは異なる視点から監査活動を行うことによって、それぞれの会計監査役間に緊張関係が生まれることが期待されていたと考えられる。もとより、そのような会計監査役も会計監査役としての職務を遂行しなければならず、各会計監査役間の情報共有などが求められることはいうまでもない。

---

<sup>183</sup> BROBERG, *supra* note 143, at 72.

<sup>184</sup> 支配株主がその地位を利用し、会社や少数派株主を犠牲にして多額の報酬を得るといったいわゆる「トンネリング」については、Gilson et al., *supra* note 38, at 785, 787 参照。

<sup>185</sup> See BROBERG, *supra* note 143, at 73.

<sup>186</sup> *Id.* at 73.

<sup>187</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 277.

いかなる株主も、株式資本の 5 分の 1 を超える株式については、議決権を行使できないとする議決権の上限が定められたことも、注目すべき新规定である。このような規定は、ドイツ法にもあるが、資本多数決の濫用を防止し、少数派株主の保護を図る規定ということもできる<sup>188</sup>。

## 2 第一次世界大戦以降におけるスウェーデン型会社支配構造の強化

### (1) 第一次世界大戦期における外国人の株式所有の制限と会社支配権の集中化

a. 民間商業銀行による事業会社支配の強化。1914 年に戦端が開かれた第一次世界大戦では、スウェーデンは直接の戦場とはならなかった。しかし、スウェーデン政府は、第一次世界大戦の戦場となった他のヨーロッパ諸国と同様に、国内の重要産業を保護・育成し、それに対する統制を強化することを試みた。その一例が、外国人によるスウェーデン企業の株式所有を制限する立法である。前述した 1895 年会社法以後、スウェーデンの産業界は、外国人によるスウェーデン企業の株式所有に対する制限の必要性を強調していた<sup>189</sup>。こうした長年の産業界からの強い要請を受けて、スウェーデン政府はようやく、第一次世界大戦中の 1916 年に、国内産業の保護を目的とした「スウェーデン企業の株式を所有する外国人の権利を制限する法律 (en lag som begränsade utlänningarnas rätt att äga aktier i svenska företag)」(1916 年法) を制定した。これよりも前、すでに 19 世紀において、スウェーデンでは、外国人によるスウェーデン国内の不動産、天然資源、鉱山の「直接所有」は禁じられていた。ということは、外国人がスウェーデン企業の株式を所有することを通じてスウェーデン国内の不動産や天然資源を間接的に所有することは可能であったということである。上述の 1916 年法は、外国人によるこのような間接所有に制限を加えるものであった。すなわち、不動産や天然資源など重要な一定の事業を営むスウェーデン企業の株

---

<sup>188</sup> Jonas Agnblad, Erik Berglöf, Peter HÖGFELDT, and Helena Svancar, *The Control of Corporate Europe: Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control*. § 11, 239 (2002). なお、この規定は現在では廃止されている。See BROBERG, *supra* note 143, at 74.

<sup>189</sup> BROBERG, *supra* note 143, at 74.

式の総議決権の 20%を超えて株式を所有できないという制限を設けたのである<sup>190</sup>。逆にいえば、この法律によって放出されるに至るであろう不動産や天然資源などを扱う企業の株式の受け皿が問題となった。そこに、Wallenberg などの一族が登場することは容易に想像できることであろう。他方、スウェーデン国内では、三大銀行である SEB、SKB、SHB やその他の有力な銀行が、組織再編や企業買収を通じて、スウェーデン国内の事業会社をその支配下に収めつつあった。第一次世界大戦前後のスウェーデンにおいて行われた合併は、層の浅いピラミッド（前述した「三層ピラミッド」が典型的である）を形成する合併が多かったといわれる<sup>191</sup>。そして、1911 年銀行法により一定割合とはいえ民間商業銀行が事業会社株式を取得することが可能とされていたことや、ある事業会社による他の事業会社株式の取得に対して会社法上の制約が何ら存在しなかったこと<sup>192</sup>もあって、1910 年代前半のスウェーデンにおいては大規模民間商業銀行が事業会社の株式を所有するという構造が生み出された。

b. 民間商業銀行の支配株主。ストックホルム商科大学（Handelshögskolan i Stockholm）の Peter Högfeldt 教授が指摘するところによれば、1920 年前に存在した 15 家族のうちの 4 家族、すなわち Wallenberg 一族、Bonnier 一族、Johnson 一族、そして、Söderberg 一族は、大規模民間商業銀行を所有・支配していたとされる。すなわち、既に述べたように、多くの事業会社を支配していた大規模民間商業銀行を、これら四家族が支配していたのである。これらの四家族は、21 世紀に至ってもなおスウェーデン国内の民間商業銀行や事業会社に対して強力な支配権を行使し続けている<sup>193</sup>。しかしながら、このような一部ファミリーによるスウェーデン企業支配の歴史を眺めてみるならば、没落したファミリーも少なくないことがわかる。上記四家族のほか、後発のファミリー、たとえば 1920 年から 1965 年の間に会社を設立した 23 家族のうちの Rausing 一族などの 6 家族はなお今日において、

---

<sup>190</sup> *Id.* at 74.

<sup>191</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 50.

<sup>192</sup> *Id.* at 50.

<sup>193</sup> HÖGFELDT, *supra* note 145, at 532.

それらが所有する企業において重要な地位にあり、積極的に事業活動に関与しているものの、それ以外の Kempe/Carlgren 一族や Salen 一族などは当初の創業者精神を失い、企業に投資するための資金も枯渇したこともあって、現在では会社支配権を喪失しているとされる<sup>194</sup>。いずれにしても、同教授の指摘にあるように、より早い時期に会社支配権を確立した家族の方が、現在においてもなおスウェーデン企業の重要な所有者であり続けているのは興味深い現象である。

c. 1920 年代半ばの主要企業の支配株主。Högfelt 教授は、1920 年代半ばにおける従業員数で上位 25 社のスウェーデン国内の重要な事業会社に対する支配を強化した会社所有者が誰であったかを調査した<sup>195</sup>。それによれば、1920 年代において、SEB、SHB、SKB などの有力な民間商業銀行が当時のスウェーデンの重要企業の支配株主であったのである。

このことは「スウェーデン型会社支配構造」を特徴づけるものである。しかし、これらの民間商業銀行の他に、注目すべき人物がいる。それは Ivar Kreuger である。なぜ Kreuger に着目するのか。彼は 1920 年代に世界的に有力な企業によって構成される「大帝国」を建設し、スウェーデンの国内経済とスウェーデン型会社支配構造の確立に多大な影響を及ぼした人物であるが、現在、その一族支配企業は存在しない。すなわち、没落した創業者一族である。後に詳しくみるように、彼は様々な手法を利用し「大帝国」を築き上げたが、1920 年代後半における世界的な不況に伴い莫大な債務を負担することとなり、最終的に破産した。政府は、「Kreuger 帝国」の傘下にあった優良企業を Wallenberg 一族が所有する SEB やその他の有力な銀行に適切な価格で売却・処分するよう介入した。このことにより、大規模民間商業銀行を中心とするスウェーデン型会社支配構造がより強化されたのである。なぜ、現在も支配をし続けている創業者一族がある反面、Kreuger 一族は没落したのか。ここにスウェーデン型会社支配構造を支えている何かがあるのかもしれない。そこで、以下では、結果として現在のスウェーデン型会社支配構造の確立に重要な役割を果た

---

<sup>194</sup> *Id.* at 532.

<sup>195</sup> *Id.* at 533.

した Ivar Kreuger に焦点をあてて、1920 年代以降におけるスウェーデン型会社支配構造が完成されていくプロセスをみていこう。

## (2) Ivar Kreuger 帝国とその崩壊

1910 年代において、Ivar Kreuger は、建設業とマッチ棒製造業を営むことで巨額の資産を手中に収めていた。1917 年に、Kreuger は、スウェーデン国内の多数の小規模なマッチ工場を結集して、Svenska Tändsticks AB (STAB) を設立した。さらに同年、Kreuger は、もともと建築業を営んでいた Kreuger&Toll AB を持株会社とした。後に多数の株式会社を傘下に収めた Kreuger&Toll AB は、まさに「Kreuger 帝国」の核となる会社であった。Kreuger は、Skandinaviska Banken などの有力な民間商業銀行の主要な株主となり、逆にそうした民間商業銀行が Kreuger の支配する事業会社に出資をすることにより、Kreuger と民間商業銀行との間には密接な協力関係が構築された<sup>196</sup>。Kreuger は、後述するように、様々な種類の株式や債務証券を海外で投機的に発行することにより、Kreuger&Toll AB を中心とする世界的な「大帝国」を建設した。Kreuger はまた、Grängesberg 社、Ericsson 社、Svenska Cellulosa AB (SCAB)、Boliden 社といったスウェーデン国内の重要な事業会社の株式を大量に保有し、これらの会社に対する支配権を獲得した<sup>197</sup>。

それでは、Kreuger はいかにして「大帝国」を実現し得たのであろうか。Kreuger が会社支配と資金調達的手段として株式会社形態を利用したことは言うまでもない。1920 年代において、Kreuger は、スウェーデン会社法が許容する複数議決権株式を用いて、1 株につき 1 議決権を有する A 株式を自らが所有し、1000 株につき 1 議決権を有する B 株式をアメリカなどの海外市場で大量に発行した<sup>198</sup>。すでに述べたように、1916 年法によって、一

---

<sup>196</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 50.

<sup>197</sup> MAGNUSSON, *supra* note 128, at 167-68.

<sup>198</sup> HÖGFELDT, *supra* note 145, at 534. なお、1000 株式に 1 議決権を与えることは、わが国の単元株式制度に類似し、事実上複数議決権を許容する効果を持つ。わが国においては、これに対して何らの対応もとられておらず、会社支配権濫用の危険は払拭されていないといえる。その点につき、加藤・前掲注 (49) 5 頁、相澤哲=葉玉匡美=郡谷大輔『論点解説

定の重要産業を営むスウェーデン企業の株式につき外国人が所有することのできる量的規制があり、それは、総議決権の 20%に相当する量に制限されていた。この制限を回避し、会社支配権を自己に留保しつつ、巨額な資金の調達を可能とするために、**Kreuger** は、**Ericsson** 社や **SKF** 社が採用していた複数議決権株式を手にし、海外においては議決権の少ない B 株式を大量に発行したのである。**Kreuger** 帝国の傘下にある企業の株式は配当が高く、海外の投資家にとっても魅力的な商品となっていたらしい。このような B 株式にも引受け手があったのである。**Kreuger** は、かかるエクイティー・ファイナンスに加えて、所得税が免除され、かつ、利息額のディスカウントされた債務証券を大量に発行した。こうした資金調達方法を通じて、**Kreuger** 帝国は資金運用額で 1929 年まで世界第一位であったといわれている<sup>199</sup>。

**Kreuger** は、議決権の多い A 株式を所有することと **Kreuger** 帝国を構成する企業に株式を相互に保有させることを複合的に利用することで、企業支配権を維持・強化していった。かくして、自己の所有する会社に対する支配権とリーダーシップを強め、大帝國を築き上げた **Kreuger** は、自己の所有・支配するおよそ 100 社におけるほぼ全ての重要な経営 (ledning) 上の決定を一人で行ったといわれる。**Kreuger** は、複数の言語を操るスタッフを多数抱えていたが、十分な経営の洞察力を持ち、**Kreuger** の行動を抑制し得る才覚を持つ者はいなかったともいわれる<sup>200</sup>。まさにワンマンであった。しかし、**Kreuger** の投機的で独断的な資金調達方法は、結果として多額の債務をもたらした。その債務金額は、1920 年代における世界恐慌も重なってよりいっそう拡大した。没落の始まりである。**Kreuger** の所有する多数の会社が支払不能に陥ると、**Kreuger** は自らが所有する会社の貸借対照表と損益計算書に対して違法な帳簿操作を行った<sup>201</sup>。1932 年において、その粉飾決算が明るみに出ると、**Kreuger** 帝国の崩壊は現実のものとなった。**Kreuger** 帝国を構成する企業が

---

新・会社法』116 頁（商事法務、2006）参照。

<sup>199</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 51 によれば、1929 年に至るまで、**Kreuger** 帝国は今日の金銭価値で 300 億 SEK を超える資金を運用していたとされる。

<sup>200</sup> *Id.* at 51.

<sup>201</sup> MAGNUSSON, *supra* note 128, at 168.

発行した株式やその他の有価証券の価値は著しく下落した。最終的に、Kreuger 帝国の心臓部であった Kreuger&Toll AB は倒産した。Kreuger は、1932 年 3 月 12 日にパリの自宅アパートで自らに銃口を向けその引き金をひいた。こうして、Kreuger 帝国の劇的な幕切れが訪れたのである<sup>202</sup>。

### 3 スウェーデン型会社支配構造の確立

Kreuger 帝国の最終場面は、皮肉にも「ある者の死は、他の者のパン (den enes död, den andres bröd)」という諺がよく当てはまる。Kreuger 帝国の崩壊は、Wallenberg 一族などの有力な家族に利益をもたらしたからである。スウェーデン政府の介入の下で、Kreuger 帝国の破綻処理が行われ、有力な民間商業銀行は Kreuger 帝国を構成する企業に対して有していた巨額な債権の行使に代えて、Kreuger 帝国傘下のそれらの企業を適切な価格で取得することとなった。こうした民間商業銀行を支配していた Wallenberg 一族や Söderberg 一族などの創業者一族は、このようにして獲得した企業に対する支配権をより強固なものとしたのである<sup>203</sup>。他方で、Kreuger の所有する企業に対して投資を行っていた三大銀行の一つの SKB は、倒産の危機に瀕していた。1932 年 4 月に、スウェーデン政府は、SKB に対して 2 億 SEK を上回る額の財政支援を行った。こうした状況を重くみたスウェーデンにおいては、1932 年以降与党の座を得たスウェーデン社会民主党 (socialdemokratiska arbetarepartiet, SAP) の政策により、以後、民間商業銀行に対する様々な規制が強化されていった<sup>204</sup>。たとえば、アメリカのグラス・スティーガル法に範をとって制定された 1934 年銀行法は、民間商業銀行による事業会社のエクイティーの直接保有を原則として禁止した<sup>205</sup>。1934 年 1 月 1 日の時点で民間商業銀行が所有する事業会社の株式は、その 4 年後の 1938 年 1 月 1 日までに処分されなければならないという経過措置が設けられた。ただし、

---

<sup>202</sup> See Martin Holmen & Peter Högfeltdt, *Pyramidal Power*, mimeo, Uppsala University and Stockholm School of Economics, 8 (2004).

<sup>203</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 51.

<sup>204</sup> HÖGFELDT, *supra* note 145, at 527.

<sup>205</sup> Agnblad et al., *supra* note 188, at 242.

1938年1月1日以降においても、例外的に、当該銀行が、貸付債権の担保としての株式を所有することは許容された。しかし、民間商業銀行は、こうした例外規定に依拠するよりも、むしろ既存のあるいは新設された持株会社に対して資産を譲渡し、当該持株会社の株式を当該銀行の株主や取締役割り当てるという手法をとった<sup>206</sup>。この持株会社に譲渡される「資産」の中には、銀行が所有する事業会社株式が含まれたのは当然である。こうして、民間商業銀行の背後にいる株主（創業者一族であることが多い）や銀行の取締役が、銀行と持株会社を支配し、当該持株会社が多くの事業会社を支配するというスウェーデン特有の支配構造が完成したのである（「スウェーデン型会社支配構造」）。その過程を、典型的なスウェーデン型会社支配構造を持つ Custos AB、Industrivärden AB、Investor AB についてみてみよう。

#### (1) SKB と Custos AB のケース

1937年において、SKBは、新設された持株会社である Custos AB に自らが保有する事業会社の株式をすべて譲渡した。Custos AB は、設立当時、1株につき100議決権を有する議決権優先株式1,200株と、1株につき1議決権を有する普通株式122,800株とをそれぞれ発行していたが、1939年に Custos AB の株式が上場された際、その議決権優先株式はSKBの取締役によって保有された。要するに、SKBの取締役は株主総会で行使することのできる Custos AB の議決権のおよそ半分を有していることになり、Custos AB を事実上支配することができたのである。1945年に銀行検査委員会が行った調査によれば、Custos AB の一定量の議決権優先株式を取締役以外の者に譲渡しないという契約が、Custos AB の議決権優先株主（そのほとんどがSKBの取締役）とSKBの間で締結されていたという。こうして、SKB（厳密に言えば、その取締役ら）は、Custos AB に対する会社支配権を維持しつづけることができたのである。なお、1945年までに、Custos AB は、鉄鋼、紙、パルプなどの事業を営む Hellefors 社、Riddarhyttan 社、Vargön 社、ガラス製造業を営む

---

<sup>206</sup> Lindgren, *supra* note 148, at 12-13.



Oxelösund 社の株式を取得し、これらの事業会社を支配した<sup>207</sup>。また 1948 年以後に設立された会社については、議決権の相違は最大 10 までとするという 1944 年会社法の制限があるが、1948 年以前に設立された Custos AB には適用がなかった。そのため、この支配構造は永久に続くものとも思われたが、Custos AB は議決権優先株式を自主的に廃止した。その理由は不明である。とはいえ、1972 年に SKB が SEB に吸収合併されるまで、SKB の取締役は Custos の普通株式を所有することにより一定の影響力を及ぼし続けたことは確かである。

### (2) SHB と AB Industrivärden のケース

1943 年に、SHB は、その保有する事業会社の株式を AB Industrivärden にすべて譲渡した。SKB と Custos AB のケースと同様に、SHB の取締役は、1 株 100 議決権の議決権優先株式を所有し、AB Industrivärden を支配しつづけた。1945 年に、AB Industrivärden の株式はストックホルム証券取引所に上場された。AB Industrivärden は、製材業を営んでいた Bergvik & Ala AB やエネルギー産業を営む Hammarforsens Kraft AB の株式、その他にもノーランド地方の電力業や林業、鋳造業、金属業、手工業、織物業、そして、化学産業を営む会社の株式を所有している。SHB もまた、持株会社を用いて、スウェーデン国内の重要な事業会社を支配しているのである<sup>208</sup>。

### (3) SEB と Wallenberg 一族のケース

SEB の支配株主である Wallenberg 一族は、早くも 1916 年に持株会社である Investor AB を設立し、SEB 自身が所有する事業会社の株式のすべてを Investor AB に譲渡した。Wallenberg 一族の支配構造は、スウェーデン型会社支配構造の典型例であるとともに先駆的な例であると考えられる。大規模民間商業銀行である SEB とその支配株主である Wallenberg 一族は、まず非課税の Wallenberg 財団を設立し、その財団が持株会社 (Investor AB) を支配し、その持株会社が様々な事業会社を支配するという構造を有している。

---

<sup>207</sup> *Id.* at 13-14.

<sup>208</sup> *Id.* at 13-14.

Wallenberg 一族は、この会社支配構造においては、直接には大株主としては表に出てきていない。あくまでもこうした企業ピラミッドを通じて、同一族は、Atras Copco、Alfa-Laval、ASEA、Stora Koppaberg-Hofs、Wifstavarf、AstraZeneca などスウェーデンにおける重要な事業会社を支配していたのである<sup>209</sup>。その頂点に非課税の財団が位置することが特徴的である。なお、他方において、1946年に、SEBが、投資業務を行っていた AB Providentia とともに、持株会社である Förvaltnings AB Providentia を設立し (AB Providentia は解散)、自らが所有していた事業会社の株式すべてをこの新設の Förvaltnings AB Providentia に譲渡した例も参考になる。SEB 自身の株主に対しては、Förvaltnings AB Providentia の株式を優先的に購入する権利が与えられた。その結果、SEB の株主が Förvaltnings AB Providentia の株式の大部分を所有する仕組みが整ったため、SEB の株主に対して議決権優先株式を設ける必要はなくなり、すべての株式が同一の権利を有する普通株式とされたのである<sup>210</sup>。これは支配権維持のために複数議決権株式が使われなかった事例であるが、優先的に購入する権利ということである以上、その支配力を維持しようとするには資本的支出を伴わなければならないことに注意が要る。

#### 4 スウェーデンにおける会社支配の実態と特徴

以上みてきたように、三大銀行はともに、新設のあるいは既存の持株会社に自己の所有する事業会社の株式をすべて譲渡し、同時に銀行の株主や取締役に対して当該持株会社の株式を割り当てたり、複数議決権株式を利用したりした。要するに、典型的な「スウェーデン型会社支配構造」とは、大規模な民間商業銀行の創業者一族とその取締役が、三層からなる企業ピラミッドの中層に据えられた持株会社の支配株主となり、その持株会社を通じて国内の主要な事業会社を支配する構造であると特徴づけることができるであろう。

このように 1940 年代にスウェーデンにおいて確立した会社支配構造は、現在においても

---

<sup>209</sup> なお、現在、同一族が支配する企業は後述する表 4 を参照されたい。

<sup>210</sup> Lindgren, *supra* note 148, at 4.

なお維持されているのであろうか。以下では、他のヨーロッパ諸国とスウェーデンの会社支配に関する実証研究の分析やスウェーデン企業の株式所有に係るデータの検証を通じて、現在におけるスウェーデンの会社支配構造の実態とその特徴を明らかにしたい。

#### (1) スウェーデンとヨーロッパ諸国における会社支配の実態の比較

比較的近時のヨーロッパ諸国における会社支配の実態を把握する上で、Purdue 大学の Mara Faccio 教授と香港中文大学の郎咸平教授による研究<sup>211</sup>が参考となる。同研究は、西ヨーロッパ13か国（オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、ノルウェー、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、スイス、そして、イギリス）の上場会社 5,232 社についてそれらの最終の所有者を特定しており、多数のサンプルを用いて各国の実態をより精緻に比較検証していると考えられるからである。Faccio 教授らは、議決権の 20%以上に相当する株式を保有する株主を支配的所有者として定義し、かかる支配的所有者が存在しない会社を分散保有の会社に分類している。その上で、Faccio 教授らは、支配的所有者をさらに、①家族（個人またはいかなる取引所にも上場していない会社）、②政府、③分散保有の金融機関、④分散保有の事業会社（金融会社を除く）、⑤相互保有（ある会社が他の会社の議決権の 20%以上を支配し、かつ当該他の会社が当該会社の議決権の 20%以上を支配する場合、またはある会社が議決権の 20%以上に相当する自己株式を保有する場合）、⑥その他（慈善団体、議決権信託、従業員、協同組合または少数の外国人投資者など）の 6 種類に分類し、対象 13 か国における 6 種類の最終の所有者の割合をそれぞれ算出している。そのうち、フランス、ドイツ、イギリス、およびスウェーデンの 4 か国に対象国を限定すると、各国の最終所有者の割合は表 2 の通りとなる。

表 2 からは、議決権の 20%の閾値（以下、20%基準）の下では、イギリスでは分散保有が優位を占めるが、他の 3 か国においては、分散保有の割合を家族保有の割合が上回っており、ヨーロッパ大陸諸国では、家族保有がより一般的であることが看取され得る。この

---

<sup>211</sup> Mara Faccio & Larry H.P. Lang, *The ultimate ownership of Western European corporations*, 65 J. FIN. ECON. 365-95 (2002).

ことは、ヨーロッパ大陸諸国では会社支配権を掌握した家族等の大株主が存在する会社の数は少なくないという理解<sup>212</sup>から大きく乖離するものではないであろう。ここで留意すべきことは、20%基準の下では、スウェーデンはドイツやフランスと比較すると家族保有の割合が低く、分散保有の割合が高い点である。このような点を踏まえれば、ヨーロッパ大陸諸国の中でスウェーデンは分散保有が進展しつつあるとの評価<sup>213</sup>も可能となる。他方で、Faccio 教授らは、対象 13 か国全体について、議決権の閾値を 10%にまで引き下げた場合(以下、10%基準)には、分散保有は 13% (20%基準で 36.93%) にまで低下し、家族支配は 55.87% (20%基準では 44.29%) にまで上昇するとの調査結果を報告している。10%基準の下での各国の最終所有者の割合については提示されていないため、必ずしも判然としないが、スウェーデンにおいても 10%基準の下では、家族支配の割合が高まることが予想される<sup>214</sup>。そうであれば、スウェーデンの上場会社には一定の株式ブロックを保有する家族が存在することが一般的ではあるものの、家族が会社に対する強大な支配権(例えば、議決権の過半数)を掌握している場合もあれば、比較的弱い支配権を維持するにとどめる場合もあることが予測される。そこで、以下では、スウェーデンの会社の事例を取り上げ、その株式所有と会社支配(とくに、会社支配権の強弱の程度)の実態をさらに詳しくみていこう。

---

<sup>212</sup> 正井章彦「ヨーロッパにおけるコーポレート・ガバナンスー第 1 回ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス会議での議論ー」早法 78 卷 1 号 23-24 頁 (2002)。

<sup>213</sup> See Agnblad et al., *supra* note 188, at 230.

<sup>214</sup> なお、La Porta et al., *supra* note 8 at 505 は、1995 年における時価総額で上位 20 のスウェーデンの会社について最終所有者の割合を算定しているが、本文の 10%基準の下で家族保有は 55%、分散保有は 0%であったことが報告されている。

表 2 西欧諸国の上場会社の最終所有者（単位は%）<sup>215</sup>

	分散保有	家族	政府	分散保有の事業会社	分散保有の金融機関	相互保有	その他
フランス	14.00	64.82	5.11	3.79	11.37	0.00	0.91
ドイツ	10.37	64.62	6.30	3.65	9.07	2.62	3.37
イギリス	63.08	23.68	0.08	0.76	8.94	0.00	3.46
スウェーデン	39.18	46.94	4.90	0.00	2.86	0.41	5.71

(2) スウェーデンにおける株式所有と会社支配の実態

スウェーデンには 19 世紀以降、国内の重要な事業会社に対する会社支配権を確立してきた Wallenberg、Bonnier、Johnson、Söderberg などの家族が存在し、これらの家族は依然として会社支配権を維持しているといわれる<sup>216</sup>。とくに、Wallenberg 一族が支配する会社の時価総額は、NASDAQ OMX スtockホルム証券取引所（以下、SSE）に上場する全会社の時価総額の過半数を占めていることが報告されている<sup>217</sup>。そこで、Wallenberg 一族の経済的重要性に鑑み、同社の株式所有と会社支配の実態について具体的にみていこう。

Wallenberg 一族は、表 2 に示されているように 3 つの財団（Wallenberg Foundation）を通じて持株会社である Investor 社の株式を保有している。表 3 は、同社の公式ホームページの情報を下に筆者が作成したものであり、これは、2014 年 9 月 30 日時点での同社の全株式資本に占める当該株主が拠出した株式資本の割合（以下、資本拠出割合）において上位 10 名の株主と全議決権に占める当該株主が保有する議決権の割合（以下、議決権比率）

<sup>215</sup> 表 1 は、Faccio et al., *supra* note 211, at 379 Table3 より作成。

<sup>216</sup> HÖGFELDT, *supra* note 145, at 523.

<sup>217</sup> See, e.g., John A. Doukas, Martin Holmén, and Nickolaos G. Travlos, *Diversification, Ownership and Control of Swedish Corporations*, 8(3) EUR. FIN. MGMT. 285 (2002).

を示している。議決権比率に着目すると、Wallenberg 一族は、表 3 の 3 つの財団を通じて Investor 社の議決権の 50%を支配しており、これは、上述した Faccio 教授らの定義によれば、家族保有の類型に属するといえる。

表 3 Investor 社の株主構成<sup>218</sup>

株主	資本拠出割合 (%)	議決権比率 (%)
Knut Wallenberg Foundation	19.6	42.0
Alecta	5.2	2.9
AMF	3.5	6.5
Northern Cross Invest.	2.7	0.6
SEB-foundation	2.3	4.7
Marianne and Marcus Wallenberg Foundation	2.3	4.9
First Eagle Investment Mngmt	2.0	2.9
Norges Bank Investment Management	1.6	0.8
Swedbank Robur Funds	1.6	0.8
Marcus and Amalia Wallenberg Foundation	1.4	3.1

ここで着目すべきことは、Wallenberg 財団は、株式資本の 23.3%を拠出することにより Investor 社の議決権の 50%を支配している点である。後述するように、スウェーデンでは、同国と同じように家族保有の会社が多数存在するドイツとは異なり<sup>219</sup>、複数議決権株式の発行が会社法上許容されている。Wallenberg 財団は 1 株当たりの議決権の割合が他の株式よりも高い高議決権種類株式を多数保有することにより、比較的少数の資本拠出量をもつ

<sup>218</sup> Investor 社の公式ホームページ <http://www.investorab.com/investors-media/share-information/ownership-structure/> (last visited Jan. 15, 2015)より作成。

<sup>219</sup> ドイツでは、最高議決権株式を廃止した 1998 年のコントラック法を受けて、2003 年 6 月に株式法上最高議決権や複数議決権に関する規定が廃止された。この点について詳しくは、正井章彦『ドイツのコーポレート・ガバナンス』334 頁（成文堂、2003）参照。

て議決権の多数を支配している。スウェーデンでは Investor 社のように上場会社が複数議決権株式を発行することが一般的なようであるが<sup>220</sup>、これにより株式所有と会社支配の分離が顕著となるのである。

さらに、Wallenberg 一族により支配された Investor 社は、表 4 に示された事業会社の株式を保有している。表 4 からはまず、Ericsson 社を初めとする数社については、議決権比率が資本拠出割合を超えており、株式所有と会社支配の分離が確認されるが、議決権比率と資本拠出割合が 1 対 1 である会社、すなわち株式所有と会社支配が一致する会社も少なくないことがみてとれる。次に、Investor 社は、同社が議決権の 100%（あるいは 100%近く）を支配している 4 社を除く他の事業会社については議決権の過半数を支配しておらず、議決権比率も会社により区々であることが注目される。Investor 社の議決権比率が 10%を下回る会社も 3 社存在しており、これらの会社に対する Investor 社の支配権は比較的低い水準にとどまっている。

---

<sup>220</sup> See Rolf Skog, *The European Union's Proposed Takeover Directive, the "Breakthrough" Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*, 45 *Scandinavian Studies in Law* 293, 301 (2003).

表 4 Investor 社が保有する事業会社<sup>221</sup>

事業会社名	資本拠出割合 (%)	議決権比率 (%)	事業内容
ABB	8.1	8.1	動力、オートメーション
AstraZeneca	4.1	4.1	製薬会社
Atlas Copco	16.8	22.3	土木鉱山機械
Electrolux	15.5	30.0	家電メーカー
Ericsson	5.3	21.5	通信技術サービス
Husqvarna	16.8	30.5	屋外機器
NASDAQ OMX	11.6	11.6	金融商品取引所
Saab	30.0	39.5	航空機、軍需品
SEB	20.8	20.9	銀行
Sobi	39.8	39.8	バイオ製薬
Wärtsilä	8.8	8.8	ライフサイクルパワー
Mölnlycke Health Care	98.0	96.0	ヘルスケア
Aleris	100.0	100.0	ヘルスケア
Grand Hôtel	100.0	100.0	ホテル
Vectura	100.0	100.0	不動産

(3) スウェーデンにおける株式所有と会社支配の特徴

以上みてきたことから、スウェーデンにおける株式所有と会社支配について、次のような特徴が確認される。まず、Wallenberg 一族は、企業ピラミッドの上層に位置する一族の財団を通じて、ピラミッドの中層に置かれた持株会社である Investor 社を支配し、さらに、同社がピラミッドの最下層の事業会社を支配するという 3 層の企業ピラミッドを形成して

<sup>221</sup> Investor 社の公式ホームページ <http://www.investorab.com/our-investments/> (last visited Jan. 15, 2015)より作成。表 4 は、2013 年における株式保有状況を示している。



いる。このことは、スウェーデンの最大規模の銀行の1つである Svenska Handelsbanken (SHB) 勢力の株式所有と会社支配にも妥当する。SHB 勢力 (Lundberg 一族が支配する L E Lundbergföretagen 社や SHB の経営陣などが支配する財団等) は、持株会社である Industrivärden 社の議決権の過半数を保有することを通じて<sup>222</sup>、Volvo 社、Skanska 社、そして、SHB といった SSE に上場する多数の会社を支配している<sup>223</sup>。このように、スウェーデンでは、支配一族 (例えば、大規模民間商業銀行の創業者一族や取締役など。実際に支配一族はその財団であることが少なくない) が、持株会社の支配株主となりその持株会社を通じてスウェーデン国内の多くの重要な事業会社を支配するというスウェーデン型会社支配構造が依然として存在し続けていることが確認されよう。

次に、Wallenberg 一族は、持株会社である Investor 社に対しては議決権の 50%に相当する支配権を保有しているが、当該持株会社の各事業会社に対する支配の水準は様々であるということが看取され得る。このことは、SHB 勢力が支配する Industrivärden 社についても妥当する<sup>224</sup>。もっとも、支配一族による会社支配の水準が低い事業会社であったとしても、その取締役に支配一族出身者や持株会社の取締役に就任している。例えば、Investor 社の 2013 年のコーポレート・ガバナンス報告書によれば、同社は ABB 社と AstraZeneca 社の議決権の 10%未満を支配するにとどまるが、一族出身者である Investor 社の取締役にこれらの会社の取締役に兼任していることが報告されている<sup>225</sup>。支配一族は、持株会社と事業会社の取締役に兼任を通じて事業会社に対する発言力を高めることにより、自己の支

---

<sup>222</sup> 2014 年 9 月 30 日の時点で、Lundberg 一族が支配する L E Lundbergföretagen 社と SHB 勢力の財団は、Industrivärden 社の議決権の過半数を支配していることが確認される。この点につき、Industrivärden 社の公式ホームページ <http://www.industrivarden.se/en-GB/Corporate-governance/Ownership-structure/> (last visited Jan. 30, 2015) 参照。

<sup>223</sup> Agnblad et al., *supra* note 188, at 244 によれば、1998 年において、SHB は SSE に上場する全会社の時価総額の約 12%を占めていたことが報告されている。

<sup>224</sup> AB Industrivärden, Corporate Governance Report 23 (2013), available at [http://www.industrivarden.se/globalassets/arsredovisningar/engelska/industrivarden\\_2013\\_eng.pdf](http://www.industrivarden.se/globalassets/arsredovisningar/engelska/industrivarden_2013_eng.pdf) (last visited Jan.15, 2015). 同社による事業会社の株式保有状況が記載されている。

<sup>225</sup> Investor AB, Corporate Governance Report 38-39 (2013), available at [http://www.investorab.com/media/286007/corporate\\_governance\\_report\\_2013.pdf](http://www.investorab.com/media/286007/corporate_governance_report_2013.pdf) (last visited Jan.15, 2015).

配権を補完的に強化しているといえよう。

以上のように、各会社における支配一族の会社支配の水準に差はあるが、その高低にかかわらず株式所有と会社支配が著しく分離している会社が存在していることには注意が必要。株式所有と会社支配の乖離度を高める法的手段としては、企業ピラミッドが考えられるが、スウェーデンにおいては低層のピラミッド構造が用いられるため、例えば韓国の企業などにみられるように、ピラミッドを重層化することを通じて、ピラミッドの上層の支配株主がピラミッドの下層の会社の議決権を支配する効果はほとんど期待され得ない<sup>226</sup>。むしろスウェーデンでは、複数議決権株式を発行することにより、支配株主は、比較的少額な資本の拠出量をもって自己の支配権を確立することが一般的であるといわれる<sup>227</sup>。かくして、大規模民間商業銀行の創業者一族やその取締役は、スウェーデン会社法が許容する法的メカニズムを活用することにより、少額の出資で持株会社の「支配少数株主 (Controlling Minority Shareholders)」となることができたのであり、その支配力を駆使して、スウェーデン国内の重要な事業会社に対する支配権を維持することができたのである。

他方、この支配構造内部における「資金の流れ」に着目すると、スウェーデン型会社支配構造は、創業者一族が所有する大規模民間商業銀行から提供された資金が、持株会社を通じて事業会社に供給され、それをを用いて国内の主要な事業会社が更なる利益を生み出し、それが持株会社や銀行の利益となり、その利益が国内の主要な事業会社に再投資されるという「資金循環システム」であるとみることもできる。それゆえ、ピラミッドを構成する一部の企業の業績が著しく低下し、その利益が減少すれば、企業ピラミッド内部における資金循環が滞り、ひいてはピラミッド全体の利益が減少する可能性が高まる。換言すると、このピラミッド構造が自立した「資金循環システム」を形成しているがゆえに、大規模民

---

<sup>226</sup> むしろ、スウェーデンのピラミッド構造は、後述するような企業ピラミッド内における資金循環を効率的に行うために用いられているようにも思われるが、こうした企業ピラミッドの利用目的とその問題点については検討の余地がある。

<sup>227</sup> Agnblad et al., *supra* note 188, at 238.

間商業銀行の創業者一族やその取締役は、そのシステムの司令塔である持株会社の支配株主として、ピラミッドの最下層に位置する様々な事業会社の経営を健全かつ効率的な状態に維持しなければならない事実上の強制力が働くと考えられるのである。ピラミッド内部の至る所において一定の利益が常に生み出され、不健全な経営が行われることがないように配慮しなければ、そのシステム自体が機能しなくなるのである。

スウェーデン型会社支配構造のもう一つの特徴は、ピラミッド構造内部の民間商業銀行と事業会社との間の人的なネットワークが密であるという点である。要するに、上場会社である各事業会社の最高経営責任者（CEO）がピラミッドの上位にある民間商業銀行の取締役に選任されることがあったり、逆に民間商業銀行の取締役がピラミッドの下位にある主要事業会社の取締役に選任されることがあったりするのである。このような「取締役兼任」状況は、スウェーデンにおいては頻繁に行われているといわれる<sup>228</sup>。おそらく、「兼任取締役」を通じて、持株会社と事業会社が、経営に関する情報を共有し、効率的な経営を実現することが期待されているのであろう。しかし、そのような取締役兼任状況が企業集団ガバナンス構造として適切なものであるかどうかは、なお検討を要する課題であるといえよう。

## 5 スウェーデン型会社支配構造の法的問題点

### (1) 複数議決権株式の許容

スウェーデンにおいては、複数議決権、企業ピラミッド、株式相互保有が、支配少数株主に会社支配権を集中させるために複合的に用いられてきた。とりわけ、支配株主の議決権を複数倍に高めることのできる複数議決権は、強力な支配手段として機能した。すでに指摘したように、1848年会社法制定以来、スウェーデンでは複数議決権株式の発行が許容され、1944年の会社法改正まで、種類株式間の議決権の相違の上限はとくに存在しなかった。そのため、種類株式間で1000の議決権の相違を持つ複数議決権株式を発行することに

---

<sup>228</sup> HÖGFELDT, *supra* note 145, at 527-28.

よって、たとえば Ivar Kreuger のように会社支配権を自らに集中させ、企業帝国を建設する者も現れたのである。しかし、この Kreuger の例に代表されるように、議決権の相違を制限なく認めると、会社支配権が濫用される危険性が高まる。Kreuger 帝国の形成と崩壊を教訓にしたのであろうか、スウェーデンにおいては、1944 年の会社法改正に際して、議決権の相違は種類株式間で 10 倍までという制限が設けられた<sup>229</sup>。それでもなお、1 株 10 議決権株式が許容された点はきわめて重要である。この 1 株 10 議決権株式は、現行法である 2005 年会社法においてもなお許容されている。上述したように、1944 年に会社法が改正された前後の時期は、「スウェーデン型会社支配構造」が完成した時期に当たっており、産業界や銀行は会社支配権を効率的に維持するため、複数議決権株式をなお必要としたのではないかと想像される。

種類株式間における議決権の相違が 10 倍までという上限が設けられたとはいえ、こうした議決権の差異の幅を残したことは、「1 株 1 議決権」を原則視する立場からは強い批判のあるところであろう。すでに述べたように、1910 年のスウェーデン会社法の改正において、こうした会社支配権の濫用から少数株主を保護するために、株主総会で行使することのできる議決権を株式資本の 5 分の 1 を超える株式については議決権を行使できないとする議決権の上限が定められたのは、そのような批判が立法者を動かした結果の一つと考えられるであろう。しかし、複数議決権株式それ自体を禁止するところまでには至らなかった。そのため、たとえば、ある会社が 1 株につき 10 議決権を持つ A 株式を 1000 株、1 株につき 1 議決権を持つ B 株式を 10000 株発行し、A 株式、B 株式ともに 1 株式当たりの払込金額が同額であると仮定した場合、A 株式 1000 株全部を保有する株主 C は、総株式資本に対する C の保有する株式資本の割合が  $1000 \div (1000 + 10000) = 11$  分の 1 であるため、法定の 5 分の 1 を下回っていたことから、その保有する A 株式 1000 株すべてについて議決権を行使することができるのである。この仮説例の場合は、総議決権に占める株主 C の議決権の割合は、 $1000 \times 10 \div (1000 \times 10 + 10000) = 0.5$  であるから、株主総会で行使され

---

<sup>229</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 142.

る総議決権のうちの 50%を支配できるに過ぎないが、それでも、この議決権の上限に関する規定によっても、完全に会社支配権の濫用の危険性を払拭することはできなかったことは理解できるのである。

スウェーデンにおいては、多数派株主らの濫用に対して少数派株主に与えられる事後的救済策も問題であった。少数派株主が支配株主に対する責任追及を行う場合には、アメリカやドイツにおけるような支配株主の「信認義務」によることはなく、一般の不法行為に基づく損害賠償請求による救済しか認められなかった<sup>230</sup>。2005 年のスウェーデン会社法の下では、法律や定款に違反する行為を行って会社に損害を与えた株主は会社に対して損害賠償請求を負うとする規定が設けられており（2005 年会社法第 29 章第 3 条）、それによって事後的かつ間接的ではあるものの、一定程度会社支配権の濫用が抑制されることが期待される。会社支配権を少数の支配株主に集中させることを許容する反面として、会社支配権の濫用を可能な限り抑制し、会社と少数派株主の利益を保護する法理論の構築は必要不可欠であるが、スウェーデン会社法の規定内容からはそれが十分なものであるかどうかはなお検討を要するであろう。濫用を防止するメカニズムが何か、これがスウェーデン会社法制の一つの問題点であろうかと解する。

## (2) 企業ピラミッド

複数議決権株式に関する法的問題に加えて、スウェーデン型会社支配構造を支える法的メカニズムである企業ピラミッドや株式の相互保有についてもいくつかの法的問題がある。具体的には、日本でも議論されている、いわゆる企業集団をめぐる諸問題がこれに当たる。とくにスウェーデンでは、すでに述べたように、取締役の兼任がしばしば行われている。そのような実態からすれば、兼任取締役による利益相反取引の問題が重要となろう。ちなみに、スウェーデン会社法における取締役の利益相反取引規制は、早くも 1895 年における会社法の改正に際して導入されていたが、その規律の実効性が問題であろう。株式の相互

---

<sup>230</sup> 支配株主の損害賠償責任に関する規定はすでに 1975 年スウェーデン会社法にも導入されていたが、支配株主による支配権濫用事例に当該規定が適用された判例ないしは裁判例は確認されない。

保有規制についていえば、スウェーデン会社法においては、必ずしも十分な規制はなされていないようである<sup>231</sup>。これらの法的諸問題に対して、1944 年会社法から 2005 年会社法に至るまで、会社法がどのように対処してきたのかは、別の機会に検討する予定であるが、スウェーデンにおける企業ピラミッドが低層型で、しかも、シンプルであるということは、支配株主が事業会社を支配している事実を隠しだてしていない、逆にいえば、多くのスウェーデン人が知っている、と考えてよいであろう。そのような支配構造を人々が容認してきたものは何かを今後検討する必要があるであろう。

## 6 小括

スウェーデンでは、繰り返し述べてきたように、大規模民間商業銀行の創業者一族と取締役が、持株会社の支配株主となって、国内の重要な事業会社を支配している。本章は、そのような支配構造が形成・確立してきた経緯を概観するものである。その歴史的経緯の中で、銀行を中心とした株式保有構造から持株会社を中心とした株式保有構造へと変化していったことが示されたが、いずれの株式保有構造にあっても、究極の保有者（支配者）に創業者一族が位置したのである。この究極の支配株主が企業ピラミッド内の経営が健全で効率的に行われるよう支配権を行使すれば、ピラミッド全体として利益を生み出し続けることは可能となる。「資金循環システム」も円滑に稼働するであろう。しかし、逆に支配株主が会社支配権を濫用し、不適切な経営上の決定を行えば、企業ピラミッド全体が崩壊する危険が高まるだけでなく、国民経済的に多大な害毒をまき散らすことにもなりかねない。このことは、**Kreuger** 帝国の崩壊によって歴史的に証明されたといえよう。それでもなお、支配株主による会社支配がスウェーデンにおいて広く受け入れられている理由は何

---

<sup>231</sup> See La Porta et al., *supra* note 8, at 509. 株式の相互保有はスウェーデンでも見られる。株式の相互保有を行っている会社間接的に投資することで、支配株主は費用を負担することなしに、他の株主に対する自己の地位を強化することができる。なお、スウェーデンにおける株式相互保有の内容について本論文では詳しく触れていない。株式相互保有は会社支配の歪曲化をもたらすおそれがあると考えられるが、この点については、スウェーデン固有の問題があるのかも含めて今後の検討課題としたい。

なのであろうか。現段階においてその明確な解を提示することは困難であるが、その解を導くためのヒントがある。それは、Wallenberg 財団の存在である。同財団のことを詳しく述べておこう。

Wallenberg 財団 (Wallenberg stiftelse) は、3 つの個々の財団、すなわち、「Knut och Alice Wallenbergs Stiftelse (KAW、1917 年設立)」、「Marianne och Mracus Wallenbergs Stiftelse (1963 年設立)」、「Stiftelsen Marcus och Amaila Wallenbergs Minesfond (1960 年設立)」からなり、すでにみてきたように、それら 3 つの財団は、2013 年度の Investor 社のコーポレート・ガバナンス報告書<sup>232</sup>によれば、Wallenberg 企業集団の持株会社である Investor 社の議決権の 50%を支配しているとされる。とくに、KAW は、1917 年に企業集団内の民間商業銀行である SEB の議長であった Knut. A.Wallenberg (前述した A.O. Wallenberg の子) とその妻 Alice が、2000 万 SEK を拠出して創設した財団であり、科学技術、自然科学、生物医学などの学問研究や教育の振興を目的として、現在も、国内の大学や研究機関に資金を提供し、その学生や研究生に対して奨学金を提供するという公益事業を行っている<sup>233</sup>。これらの資金は、Investor 社の株式の配当金でまかなわれているようである。スウェーデンにおいては、株式の配当金の 80%以上を慈善事業などの公益のために寄付した場合には、配当課税は免除される点が重要である。もっとも、配当金の 80%という高額を寄付することになるため、事実上高額の税金が課せられるのと同じ結果であるともいえるが、税金で国家に徴収される場合とは異なり、公益目的の範囲内であれば、財団自体が寄付をする際に寄付金の使途を自由に決定することが可能となる<sup>234</sup>。Wallenberg 一族は、このような財団を通じ、また税法上の特典を用いて、事業会社の営利活動によって得た私的利益の一部を学問研究や教育という公益事業に還元しているのである。このような慈善の寄付が行われる背後には、提供された寄付金が学問研究や教育の水準を高める

---

<sup>232</sup> Investor AB, Corporate Governance Report 3 (2013).

<sup>233</sup> Knut och Alice Wallenbergs Stiftelse, <http://www.wallenberg.com/kaw/> (last visited Jan. 15, 2015).

<sup>234</sup> See Magnus et al., *supra* note 137, at 32.

ために用いられることで、十分な教育と技能を備えた有能な人材や新技術が生み出され、それらが再び企業に取り込まれることによって、更なる利益を生み出そうとする発想があるように思われる。スウェーデンにおいては、19世紀より学問や教育の重要性に対する認識が広まっていたことは先に述べたが、こうした認識は今なおスウェーデン社会に息づいているのではないかと想像される。

このように、Wallenberg 一族は、株式会社という仕組みを巧みに利用することにより、「私的な (privat)」利益を獲得すると同時に、科学技術、医療技術などの研究や教育の振興といった、本来国家が果たすべき「公的な (publik)」役割を自ら担おうとする使命感を持ち、そのことに対する自負を持ち続けているように思われる。こうした使命を担う Wallenberg 一族という「株主像」に対する国民の信頼と安心が長い歴史の中で生み出され、即断はできないが、その信頼と安心とが、支配株主による会社支配構造を容認してきた理由の一つであったのかもしれない。

Wallenberg 一族の企業ピラミッドに代表されるようなスウェーデン型会社支配構造は、支配株主をして営利を追求させるにとどまらず、それを社会全体で循環させるという「公的な役割」を果たさせることを可能とする。仮にこれがスウェーデン国民の一般的理解であるとするならば、支配株主の濫用を抑止する力は、そのような信頼に応える使命感しかないのかもしれない。繰り返しになるが、支配株主は、スウェーデン型会社支配構造を維持する複数議決権や企業ピラミッドなどを濫用すれば、企業活動を通じてもっぱら私的な利益だけを追及することが可能となる。そうなれば、多大な負の影響を国内のみならず、世界全体に及ぼすことになりかねない。このことは、歴史が証明するところである。かかる支配権濫用の危険を常に伴う法的メカニズムを用いながらも、スウェーデン企業が健全な経営を行いながら一定の利益を継続的に生み出し、その利益が適切に分配されてきたのである。スウェーデンにおいて会社支配権の濫用を抑制し、健全かつ効率的な会社経営を可能とする法理は何か。章を改めて検討したいと思う。



## 第二章 会社支配権の濫用を抑制するための法理～スウェーデン法とアングロ・サクソン法の比較～

スウェーデンにおいては、複数議決権株式や企業ピラミッドを複合的に用いることにより、国内の重要な銀行や事業会社が、名門支配一族によって長きにわたり所有・支配されてきた。第二次世界大戦前後の時期より、スウェーデンにおいては伝統的に、大規模民間商業銀行の創業者一族やその民間商業銀行の取締役が持株会社の支配株主となり、その持株会社を通じて国内の多くの重要な事業会社を支配するというスウェーデン型会社支配構造が確立されてきた<sup>235</sup>。こうした支配構造は、現在のスウェーデンにおいてもなお維持されている。

1990年代以降、かかるスウェーデン型会社支配構造や同国の会社法制に対する欧米諸国からの関心が次第に高まってきた。その理由は、一般的には、会社支配権が一部の株主に集中することにより、支配株主が会社支配権を濫用し、ひいては会社経営に負の影響をもたらすおそれがあると指摘されるが<sup>236</sup>、スウェーデン企業の多くは、会社支配権を一部の支配株主に留めているにもかかわらず、支配株主が会社支配権を濫用し、債権者や少数派株主等に損失をもたらすことは稀であり、むしろ会社のパフォーマンスを大きく高めるとい実証が示されてきたことにある<sup>237</sup>。2004年にはストックホルムにおいて、コーポレート・ガバナンス・フォーラムが開催され、スウェーデンにおける企業統治や会社支配をめぐる様々な問題が、欧米諸国を代表する会社法専門家によって議論された<sup>238</sup>。今や世界的に見ても重要な企業を多数抱えるスウェーデンは、欧米諸国の興味の対象となっているといえよう。

---

<sup>235</sup> 詳しくは、拙稿・前掲注(83)55頁以下(本論文第一章)参照。

<sup>236</sup> La Porta et al., *supra* note 8, at 471-517 (1999). *See also*, *See* Gilson et al., *supra* note 38, at 785-86.

<sup>237</sup> Gilson, *supra* note 5, at 1641, 1642-79.

<sup>238</sup> MATS ISAKSSON & ROLF SKOG, THE FUTURE OF CORPORATE GOVERNANCE 5 (Mats Isaksson & Rolf Skog eds., eddy. Se ab, Visby 2004). 同フォーラムは、イェーテボリ大学(Göteborgs universitet)のRolf Skog教授(2004年当時は、スウェーデン法務省会社法委員会の委員長であり、デンマークのAarhus ビジネススクール法律学科名誉教授でもあった)が議長を務めた。

他方、スウェーデンは外国法研究を伝統的に重視してきた国の一つでもある。同国では、アングロ・サクソン法、ドイツ法、フランス法といった外国法と自国法との比較法研究を通じて自国に適合的な法制度を作り上げてきた歴史があり、現在もその伝統が息づいている。この点において、わが国とスウェーデンの共通点を見出すことができよう。

明治時代以降、わが国における伝統的な比較法研究が対象としてきた国々は主として、ドイツ、フランス、イギリス、アメリカ等といった大国であった。かかる大国の法制度とわが国の法制度の比較という手法に加え、これら大国の法制度とそれらを取り込んできたスウェーデンやわが国の法制度を重疊的に比較検討することを通じて、より普遍的で新たな比較法の視座が得られるのではないかと考える。とりわけ、近時注目を浴びているスウェーデンにおける会社支配をめぐる諸問題を他の欧米諸国と比較・考察することにより、「会社支配」とは何かという根源的問いに対する何らかの普遍的示唆が得られるのではないだろうか。

以上のようなことから、本章ではそのうちの会社支配権の濫用の問題を取り扱う。まず、スウェーデン型会社支配構造を支える法的メカニズムとその法的問題点を抽出した上で、会社支配権の濫用を可及的に防止し、会社経営を適性ならしめる法理として、現行の2005年スウェーデン会社法（Aktiebolagslag, ABL、以下、「スウェーデン会社法」）上どのような規定が設けられているのかを概観し、考察を加えたい。その際、取締役や株主の損害賠償責任に主眼を置くこととする。損害賠償責任が有効に機能することにより、会社支配者の濫用的行動によって失われた被害者の利益が填補されるのみならず、そうした濫用的行動を抑制することが期待されるからである。

ところで、後述するように、スウェーデンにおいては新たな判例理論の確立や2005年の会社法改正により、機関構成員の損害賠償責任をめぐる法理論が修正されてきた。本章では、スウェーデン会社法の改正経緯や判例の動向にも注意を払いつつ、会社支配権濫用者に対する責任追及法理がどのような変遷を辿ってきたのかを跡付けたい。かかる責任追及法理に関しては、スウェーデン法とイギリス法の比較研究が存在し、参考になる。本章で

は、その先行研究の成果を参照しつつ、かかる責任追及法理についてわが国への示唆を得たいと考える。

### 第一節 スウェーデン型会社支配構造と会社支配権の濫用を抑制するための法理

前章でみてきたように、スウェーデン型会社支配構造が確立された最大の契機として、世界中におよそ 100 社もの事業会社を持ち、Ivar Kreuger 氏により設立されたスウェーデンで最大規模の持株会社 Kreuger & Toll AB を中心とする「Kreuger 帝国」の崩壊があげられる<sup>239</sup>。1932 年のことであった。その後、スウェーデン政府の介入を通じて、Kreuger 帝国傘下の優良企業は、19 世紀半ば以降、それ以前からスウェーデン国内の重要企業を所有していた Wallenberg 一族を始めとするいくつかの旧家族に適正な価格で売却された。こうした一族は、自らが設立した民間商業銀行を通じてスウェーデン国内の重要な事業会社を所有・支配してきたが、Kreuger 帝国傘下の企業を手中に収めることによって、さらに多くの事業会社に対する会社支配権を獲得し、スウェーデン国内におけるその支配的地位をより強固なものとした。他方、1934 年においてアメリカのグラス・スティーガル法を模範としてスウェーデン銀行法が改正され、民間商業銀行による事業会社のエクイティの直接保有が原則として禁止されることとなった<sup>240</sup>。この銀行法の規制を回避すべく、スウェーデンの支配一族は、民間商業銀行が保有する事業会社株式を新設または既存の持株会社に移転した<sup>241</sup>。ここにおいて、大規模民間商業銀行の創業者一族やそうした銀行の取締役（支配一族出身であることが少なくない）が国内の重要な事業会社の究極的所有者となり、企業ピラミッドの頂上に位置するというスウェーデン型会社支配構造が確立した。スウェーデンにおいては、企業ピラミッド上層の究極的所有者が、その中間層に位置する持株会社を所有・支配し、さらにこの持株会社がピラミッド最下層に位置する国内の重要

---

<sup>239</sup> See MAGNUSSON, *supra* note 128, at 167-168. See also, Holmen et al., *supra* note 202, at 8.

<sup>240</sup> Agnblad et al., *supra* note 188, at 103.

<sup>241</sup> Lindgren, *supra* note 148, at 13-15.

な事業会社を所有・支配するのが通例である。簡潔に言えば、スウェーデン型会社支配構造は三層からなる透明な企業ピラミッドであるといえる<sup>242</sup>。企業ピラミッドのみを用いて会社支配権を強化するには、ピラミッドの重層化を必然的に伴うが、スウェーデンの企業ピラミッドはそうした現象をほとんど伴わない。その理由は、スウェーデンの究極的な会社所有者は複数議決権株式を用いることにより、企業ピラミッドを重層化することなく、事業会社に対する支配権または影響力を高めることができるからである<sup>243</sup>。そこでまず、議決権の異なる種類株式として発行される複数議決権株式を中心としたスウェーデン型会社支配構造を支える主要な法的メカニズムとその問題点について詳細な検討を加えておかなければならないであろう。

#### 1 スウェーデン型会社支配構造を支える法的メカニズム～議決権の異なる株式～

複数議決権株式がスウェーデン型会社支配構造を支える主要な法的メカニズムとして重要な機能を有していることは上で述べた通りであるが、こうした株式はスウェーデン会社法の下で許容されている種類株式としてこれを発行することができる。そこで、以下では、スウェーデン会社法における種類株式に関連する諸規定を確認した上で、複数議決権株式について検討してみよう。

##### (1) 株主平等原則と種類株式

スウェーデン会社法第4章第1条は、「全ての株式は、本章第2条ないし第5条における別段の定めがない限り、会社に対して平等な権利を有するものとする」と規定し、株主平等原則（*likhetsprincipen*）を明示する一方で<sup>244</sup>、法が定める一定の場合に限り種類株式（*Aktieslag*）の発行を許容している。後述するように、複数議決権株式は同章第5条の規定に基づいて発行することができる。

---

<sup>242</sup> *See, e.g.,* Holmen et al., *supra* note 202, at 11. 前章で検討したように、ピラミッドの頂上に位置する Wallenberg 財団は、スウェーデンにおける最大規模の持株会社である Investor 社を支配し、Investor 社はさらに、TV4、Atras Copco、Alfa-Laval ASEA、AstraZeneca などスウェーデン国内の重要な事業会社を傘下に抱えている。

<sup>243</sup> *See Id.* at 8.

<sup>244</sup> BO SVENSSON & JOHAN DANELIUS, *AKTIEBOLAGSLAGEN: KOMMENTAR OCH LAGTEXT* 34 (3rd ed. 2012).

さらに、同章第 2 条第 1 項は、「異なる種類の株式が存在するものとする、または異なる種類の株式を発行するものとする」という規定を定款に置くことができる。当該定款の規定は、次の各号に掲げる事項のいずれをも含むものとする」と定める。ここでいう「事項」とは、「種類株式間の相違（第 1 号）」および「各種類株式の数または割合（第 2 号）」を指す。さらに、同条第 2 項は、「第 1 項第 2 号に基づく事項としては、一定の種類株式の最大数および最小数、または最大割合および最小割合を記載することができる」と規定し、一定の種類株式の授権枠を発行数あるいは発行割合のいずれかの形で任意に示すことができる。

## (2) 議決権の異なる株式

スウェーデン会社法第 4 章第 5 条は、「いかなる株式も他の株式の議決権の 10 倍を超える議決権を有してはならない」と定めており、この規定から種類株式間で 10 倍まで議決権に差異のある複数の種類株式を発行できると解されている<sup>245</sup>。複数議決権株式は、スウェーデン初の会社法である 1848 年法の下で許容されており<sup>246</sup>、1944 年の会社法改正まで、種類株式間の議決権の相違の上限は存在しなかった。上述した 1932 年の Kreuger 帝国の崩壊と会社法の欠陥との間の関係性を調査することを目的として創設された株式会社法委員会 (Aktiebolagskommittén) は、帝国崩壊の原因の一つが複数議決権株式 (A 株式 1 株 1 議決権、B 株式 1000 株 1 議決権) を利用した投機的な資金調達方法であったと考えていたようであるが、当時の政府には、スウェーデン経済に対する複数議決権の有用性を説く論者も少なからず存在していたため<sup>247</sup>、結果として、1944 年会社法改正を経てもなお、複数議決権株式は議決権の相違を 10 倍まで認めるという形で存続することとなった。妥協の産物であるとはいえ、現在のスウェーデン企業の多くにおいて、1 株 1 議決権の A 株式と 10 株 1 議決権の B 株式という種類株式が発行され、むしろこれはスウェーデンの会

---

<sup>245</sup> *Id.* at 36.

<sup>246</sup> この点について詳しくは、本論文第一章を参照されたい。

<sup>247</sup> Hemström, *supra* note 86, at 193, 201.

社実務においては原則であるといつてよい<sup>248 249 250</sup>。

なお、スウェーデン会社法は複数議決権を許容する一方で、株主が株主総会に關与することを妨げる定款の規定、あるいは一定の種類株式を無議決権株式とする定款の規定は無効と解されている点には注意を要する<sup>251</sup>。無議決権株式に関する定款規定を設けたとしても、会社法によって規定された株主総会決議に加わるという株主の権利を完全に奪うことはできないということが理由として挙げられている<sup>252 253</sup>。

---

<sup>248</sup> たとえば、前述の持株会社である Investor 社、スウェーデンの 2 大銀行である Skandinaviska Enskilda Bank (SEB) と Svenska Handelsbanken (SHB)、さらに、Ericsson 社や Volvo 社といった重要な事業会社を始めとする多くの株式会社が 10 倍の議決権の差異のある種類株式を発行している。たとえば、Volvo 社は、A 株式、B 株式、C 株式という 3 種類の種類株式を発行している。A 株式は 1 株 1 議決権で、B 株式と C 株式は A 株式の議決権の 10 分の 1 である。すなわち、1 株 10 議決権という複数議決権の方式をとるのではなく、B 株式、C 株式は 10 株で 1 議決権になるという形で議決権の差異を創出している。これはわが国における単元株に酷似している。

<sup>249</sup> SOU 1995:44 s.20 によれば、1944 年以降においても、議決権の相違が 1000 倍である複数議決権株式がわずかではあるが確認されている。1944 年会社法施行以前に、1000 倍の議決権の相違のある種類株式が存在することを定款に規定していた株式会社は、同年の改正以降もその規定が有効であるとされたからである（いわゆる「祖父条項」）。なお、SOU とは、Statens offentliga utredningar（立法関係等調査委員会報告書）の略称であり、「政府の授權のもとになされる各省大臣の委嘱・指示を受けて立法関係等の調査・検討を行い、法案およびその理由書を作成する立法関係等調査委員会（utredning）の報告書（beträkande）」である。萩原・前掲注（162）163 頁（中央大学出版部、2007）参照。

<sup>250</sup> Hopt, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where does the Action Plan of the European Commission Lead?* 19 (ECGI. Law, Working Paper No.52, 2005)によれば、Ericsson 社は、2004 年に議決権の相違を 1 対 1000 から 1 対 10 に縮減したとされる。その際、B 株式の議決権の価値の上昇分に対する補償として、全ての A 株式には、A 株式を B 株式に転換する権利が与えられた（この転換権の市場価格によって、議決権の優越分の価値が金銭評価された）。この権利により、持株会社である Investor 社や Industrivärden 社といった従来からの支配的所有者は、株式保有を通じて、Ericsson 社に対する支配権を維持し続けているのである。

<sup>251</sup> See SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 142. See also KRISTER MOBERG, SWEDISH LAW IN THE NEW MILLENNIUM, 381 (Michael Bogdan ed., Norstedts Juridik 2000) (2000).

<sup>252</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 142. 大隅健一郎=大森忠夫『逐条改正会社法解説』213 頁（有斐閣、1951）によれば、わが国においては、議決権なき株式は、経営への参加に関心を持たずもっぱら収益の確保を望む株主のニーズに応えるための制度であるから、議決権を奪いながら財産的権利につき何ら代償を与えないのは制度趣旨に反するという理由から、利益配当について優先的内容を有する株式についてのみ、議決権がないものとして認める（昭和 25 年改正商法 242 条 1 項本文）とされていた。しかし、原田晃治「平成 13 年改正商法（11 月改正）の解説〔IV〕—株式制度の改善・会社関係書類の電子化等—」商事 1642 号 28 頁（2002）によれば、特に代償を設けることなく完全に議決権のない株式の発行を認めない理由はなく、むしろ議決権制限株式は株主管理コストの節減や資金調達手段の多様化という利便性があることから、平成 13 年改正商法は、剰余金配当に関する優

### (3) 会社支配の法的メカニズムをめぐる諸問題

上述したように、スウェーデン企業の支配的所有者は、複数議決権株式や企業ピラミッドといった会社支配権を複数倍に高めることを可能とする法的メカニズムを通常利用することによって、比較的少額な出資により会社支配権を獲得・維持してきた。しかしながら、かかるメカニズムは、会社支配の安定化をもたらす一方で、少数派株主や債権者等のステイクホルダーの利益を侵害するというリスクを恒常的に有している<sup>254</sup>。以下では、こうしたメカニズムの法的問題についてより具体的に考察する。

a. 複数議決権株式の法的問題。複数議決権株式は、比較的小額な資本しか拠出していない一人または数名の会社所有者にとっては、自己の議決権割合を高めることができ、それにより安定的な会社支配構造がもたらされるという点で、きわめて「有益」とされる<sup>255</sup>。複数議決権株式を発行する会社は、たとえそれが、株式所有が多数の株主に分散しやすい大規模上場会社であったとしても、少数の者に会社支配権が集中する。複数議決権を持つ者は、自ら会社経営を行い、あるいは会社を支配しようと試みるであろう。実際にスウェーデンにおいては、19世紀半ば以降、有能な創業者一族は、1株あたりの議決権数が多い株式(A株式)を自己の手中にとどめ、外部資金調達手段として1株あたりの議決権数が少ない株式(B株式)を発行することによって、資金調達を効率的に行いながら新設会社に対する支配権を維持してきた<sup>256</sup>。

しかしながら、複数議決権株式は、会社に対する持分をより多く有する者が会社の命運

---

先権を有しない株式についても、議決権がないものとするを認めたとされる。なお、この点につき、大隅健一郎=今井宏=小林量『新会社法概説』86頁(有斐閣、第2版、2010)参照。また、わが国における無議決権株式をめぐる問題については、黒沼悦郎「公開会社における種類株式・新株予約権の効用と問題点」民商126巻4・5号445頁(2002)、加藤貴仁『株主間の議決権分配』3頁以下(商事法務、2007)参照。

<sup>253</sup> ドイツにおいても、議決権のない優先株式が許容されている(株式法12条1項2文、139条)。また、Hemström, *supra* note 86, at 196-97によれば、無議決権株式がスウェーデンにおいては無効と解されているのに対して、デンマークではそれが許容されているとされる。

<sup>254</sup> 複数議決権の問題点について、たとえば、柳・前掲注(20)74-75頁参照。

<sup>255</sup> 複数議決権の必要性と弊害について、鈴木隆元「アメリカにおける一株一議決権原則(二)・完」論叢131巻4号71頁以下(1992)参照。

<sup>256</sup> 拙稿・前掲注(83)94-96頁(本論文第一章79-81頁)。

を決定すべきであるという原則（一株一議決権に基づく資本多数決の原則）を現実歪曲化させるものである。また、議決権の多い A 株式のおかげで、少額出資で会社を支配する者は少数派株主（当該株主全員の出資総額から見れば、多額の出資をしながら支配権を有しない株主）の意思に反する決定をなすこともできる。多数派株主の決定が少数派株主に利益をもたらすこともあり得るが、A 株式が、経営能力に乏しく、経営への関心が低い所有者の手の内にとどめられるとすれば、少数派株主のみならず、会社全体にとって不利益をもたらす決定がなされるおそれもある<sup>257</sup>。事実、Ivar Kreuger 氏が行った複数議決権株式を用いた投機的な資金調達手段が、Kreuger 帝国の崩壊の一因となったことは先に述べた通りである。

それにもかかわらず、スウェーデンにおいて複数議決権株式が 2005 年会社法の下でもなお存在し続けている。その理由は、1995 年の株式会社法委員会報告書の中に見出される。同報告書において、株式会社委員会は、「積極的な所有者の役割」、すなわち「一定の重要事項についての最終的な決定権を保障された株主の役割」の重要性を強調している<sup>258</sup>。会社所有者たる株主の役割の重要性が強調された背景には、主要なスウェーデン企業の株主構成の変化という固有の事情が存在した。以下、この点を詳しく述べる。

1950 年代初頭において、ストックホルム証券取引所（現在の NASDAQ OMX Stockholm）に上場していた全株式会社の時価総額の約 75%に相当する株式は、個人投資家によって直接保有されていた。残りの 25%は、支配一族によって支配された財団、持株会社、個人投資家に保有されるか、上場会社が株式を相互保有する場合であった。当時、機関投資家は実際にはほとんど存在していなかったといわれる<sup>259</sup>。

1970 年代半ばには、個人投資家が直接保有していた株式の時価総額のストックホルム証

---

<sup>257</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 142.

<sup>258</sup> SOU 1995:44 s.19-20. なお、2004 年スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コード第 2 章を参照。

<sup>259</sup> ROLF SKOG, A REMARKABLE DECADE: THE AWAKENING OF SWEDISH INSTITUTIONAL INVESTORS, IN THE FUTURE OF CORPORATE GOVERNANCE 141, 143 (Mats Isaksson & Rolf Skog eds., 2004).



券取引に上場されていた全株式会社の時価総額に個人投資家が直接保有していた株式の時価総額の占める割合は、約 50%に減少し、1980 年代半ばには約 25%、1993 年には約 20% にまで落ち込んだ。その後も個人投資家による直接的な株式保有割合は減少し続け、2000 年代には 15%未満となっている。このように個人投資家の株式保有割合が減少してきているのに対して、年金基金、保険会社、ミューチャル・ファンドといったスウェーデン国内外の機関投資家による株式保有割合が増加している<sup>260</sup>。一般的に、機関投資家の関心は、長期的・安定的な会社経営に基づく継続的な利益の獲得というよりも株式売買による短期的な利益（差益）獲得に向けられることが少なくないといわれる<sup>261</sup>。機関投資家の短期的な行動が、国内の重要企業の経営を悪化させ、場合によっては会社倒産を招くおそれがあることはスウェーデンにおいても例外ではないと考えられる。そこで、1970 年代以降の株式所有構造の急速な変化という状況の下で、株式会社委員会は、スウェーデン型会社支配構造を維持し、「積極的な所有者である株主」に積極的な役割を果たさせるのにきわめて有効な手段として複数議決権株式を残存させることをむしろ望んだのである<sup>262</sup>。

b. 議決権の上限の廃止。株式会社委員会は、積極的な所有者の役割を高めるために、「いかなる株主も、定款に別段の定めがない限り、株主総会で代表される株式の 5 分の 1 を超えて議決権を行使することができない」という議決権の上限に関する規定の廃止を提案し、実際にこの規定は削除された<sup>263</sup>。支配一族の支配を助長する改正のようにも見えるが、株式会社委員会は、かかる上限規定が経営者に対する株主のモニタリング機能を弱め、「積極的な所有者の役割」を阻害するという弊害のほうを強調している<sup>264</sup>。

---

<sup>260</sup> *Id.* at 143.

<sup>261</sup> SANDSTRÖM, *supra* note, 87 at 245. たとえば、Skandia や ABB といった会社は、株式所有構造が不安定で、経営者のリーダーシップが脆弱であると指摘されている。他方、IKEA や H & M といった日本でも馴染み深い企業は、安定した株式所有構造を持ち、企業業績も高い。

<sup>262</sup> *See* SOU 1995:44 s.20.

<sup>263</sup> *Id.* at 20-21. *See also*, Agnblad et al., *supra* note 188, at 239.

<sup>264</sup> SOU 1995:44 s.20-21. これに対して、正井章彦「ドイツの株主総会制度の改革と『略奪的株主』に対する規制」早法 85 巻 3 号 1106 頁 (2010) によれば、ドイツの説明は、非上場会社の場合についてのものであるが、定款によって議決権を資本金の一定の割合にする

c. 少数派株主・会社債権者等ステイクホルダーの利益の侵害。たしかに、複数議決権株式の利用や議決権の上限規制の廃止は、一部の株主への支配権の集中を促進する面がある。しかし、そうした「積極的な所有者」たる株主がその会社支配権を適切に行使し、会社経営を効率的かつ健全なものとするならば、少数派株主や会社債権者等ステイクホルダーの利益を含めた会社全体の利益を向上させることが可能となる。とはいえ、繰り返すが、スウェーデンにおいて許容されている会社支配の法的メカニズムが、会社支配権の濫用とそれによる一部の株主への利益の集中を惹起するリスクを恒常的に伴うことは否定できない。そこで、株式会社委員会は、「積極的な会社所有者の役割」を強調する一方で、多数派株主による会社支配権濫用を可及的に防止し、後述する「少数派株主やステイクホルダーの利益を保護する制度や法理」を維持・強化し、株式会社をめぐる様々な利害関係人の利益の均衡を図ろうとした。この会社支配権濫用を抑制し、会社経営を適正ならしめるスウェーデン会社法上の制度とは何かについて以下で検討を加えよう。

## 2 会社支配権の濫用を抑制するための法理

スウェーデン会社法においても、会社支配権濫用を抑制し、あるいはそうした濫用行為から少数派株主または債権者を保護する会社法上の手段または規定としては、次のようなものが考えられよう。

### (1) 株主総会決議の無効・取消しの訴えとウルトラ・ヴァイレス

株主総会決議の無効または取消し（スウェーデン会社法第7章第50条）により株主総会決議の有効性を事後的に争うことは可能であり、またウルトラ・ヴァイレス（kompetensöverskridande）の法理（同法第8章第42条）<sup>265</sup>により、取締役等がなした

---

ことができ（ドイツ株式法134条1項2文）、「上限付き議決権によって、会社は、大株主の影響力を小さくすることができ、また買収を困難にし、そして取締役の地位を強化することができる」というものである。

<sup>265</sup> スウェーデンにおいては、1985年会社法改正時に、イギリス法を模範として、ウルトラ・ヴァイレスの法理が導入された。同法理についての詳細な研究として、DANIEL STATTIN, OM BOLAGSFÖRETRÄDARENS BEFOGENHETSÖVERSKRIDANDE – EN RÄTTSEKONOMISK,

行為の会社への効果帰属の有効性を争う方法も認められている。これらの手段は、必ずしも会社支配権が濫用された場合に利用が限定されるわけではないし、逆に会社支配権の濫用があったとしても、無効原因や取消原因等の個別の要件が充足されなければ有効に機能しないという限界がある。もっとも、これらの手段が認められていることから、それはなされた行為または決議の法律効果そのものを否定するという意味で少数派株主や第三者にとって直接的な利益をもたらし得るものである。ウルトラ・ヴァイレスについては、それが有効に機能すれば、権限外の行為を行った取締役のスウェーデン会社法第 29 章の損害賠償責任を負わせることを可能とする<sup>266</sup>点において、被害者救済に資するものであると考えられる。

## (2) 少数派株主の保護規定

a. 株主平等原則。少数派株主の保護規定として最も重要なものは、株主平等原則、あるいは法が定める禁止規定といった一般条項 (*generalklausulerna*、スウェーデン会社法第 7 章第 47 条、第 8 章第 41 条) である。例えば、一部の株主に有利となり、それ以外の株主に不利となるように取締役または業務執行取締役が行った行為は、株主平等原則や一般条項に違反するものとして無効とされる場合がある<sup>267</sup>。これらの保護規定は、少数派株主のみならず株主一般を保護する規定でもあるが、少数派株主の犠牲の下に多数派株主が自己に有利な決定をなすことが通常少なくないことに鑑みれば、少数派株主にとって非常に重要な規定であると考えられる。

b. 少数株主権。スウェーデン会社法は、株主が 10 名以下の株式会社に限り、株主または一定の株式資本を有する株主だけに認められる権利を設けている。かかる株式会社の各株主は株主総会における質問権 (*frågerätt vid sätmma*) と会計帳簿等の閲覧請求権 (*insyn i*

---

RÄTTSDOGMATISK OCH KOMPARATIV STUDIE AV 8 kap. 42 § 2st. 2 men. ABL 11 (2007) が挙げられる。

<sup>266</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 94.

<sup>267</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 202. なお、わが国において、「株主平等原則は大株主による専横の排除という目的をもつ政策的な原則である」と解する説として、上村達男「株主平等原則」竹内昭夫編『特別講義商法 I』20 頁 (有斐閣、1995) 参照。

bolagetsräkenskaper m.m.) を有する (スウェーデン会社法第 7 章第 36 条)。このような株主数が少ない株式会社の各株主には、会社に著しい損害を及ぼさない限り、会社に対し一定の情報を開示するよう求めることが保障されている。

これとは別に、全ての株式会社において、全株式資本の 10 分の 1 を超える株式資本を有する株主には、臨時株主総会の招集権 (sammankallande av extrastämman、同法第 7 章第 13 条および第 14 条)、少数株主の要求に基づく利益配当請求権 (vistutdelning på begäran av aktieägarminoritet、同法第 18 章第 11 条)、取締役の責任免除に反対する権利 (vägrän av ansvarsfrihet、同法第 29 章第 7 条)、少数株主のための会計監査役の選任権 (nominering av minoritetsrevisor、同法第 9 章第 9 条) が付与されている。

上述した権利の全ては、少数派株主のみならず、持株要件を満たす以上は、多数派株主であっても当然に行使することができるものである。その意味では会社支配権の濫用を抑制する法理というには中立的なものであるが、その権利が現実に行使される傾向を想定するならば、多数派株主が行使するよりも、少数派株主が多数派株主の決定を是正するという意図で行使することが多いのではないかと考えられる。多数派株主の行動を間接的に牽制・抑制する制度の一つと捉えてよいであろう。

c. 特別決議。スウェーデン会社法において株主総会決議は、当該株主総会で行使される議決権の単純過半数 (定足数はない) をもって採択されることを原則としている (同法第 7 章第 40 条)。これに対して、定款変更 (ändring av bolagsordning、同法第 7 章第 43 条ないし第 45 条)、資本減少 (minskning av aktiekapitalet、同法第 20 章第 5 条)、新株発行 (nyemission av aktier、同法第 13 章第 2 条)、自己株式の取得 (förvärv av egen aktie、同法第 19 章第 18 条)、合併 (fusion、同法第 23 章第 17 条)、会社分割 (delning、同法第 24 章第 19 条)、会社類型の変更 (byte av bolagskategori、同法第 26 章第 1 条) といった重要事項の決議の採択には、株主総会において全株主の 3 分の 2 以上が出席し、かつ代表される議決権の 3 分の 2 以上の賛成が必要とされる (特別決議)。これを裏から表現すれば、議決権の 3 分の 1 以上を有する少数派株主は、これらの決議を覆すことができるという意

味での「拒否権 (vetorätt)」を有するということになる<sup>268</sup>。

d. 多数派株主による少数派株主の保有する株式の買取義務。スウェーデン会社法には、「c」で述べた定款変更等に反対する株主の株式買取請求権、すなわち会社による買取りに関する規定が置かれていない。したがって、反対株主（少数派株主）は、原則としてスウェーデン会社法第 29 章第 3 条および第 4 条による多数派株主による買取りに保護を求めることである。後に詳しく述べるように、この規定は、株式会社等の法規範や定款に違反して多数派株主が少数派株主またはその他の者に与えた損害を当該多数派株主に賠償させることを内容とするものであり<sup>269</sup>、少数派株主が、特別決議を要する事項について多数派株主の決定に反対しているからといって直ちにこの規定が適用されるわけではない。多数派株主が少数派株主を不当に圧迫している事実が証明されなければならない点に注意が要る。そして、そのような事実を証明することはしばしば困難になるといわれる<sup>270</sup>。

同様の少数派株主保護規定としては、スウェーデン会社法第 29 章第 4 条がある。同条は、「少数派株主に対する継続的な濫用のおそれおよび諸般の事情に照らして、理由があると認められる場合には、第 29 章第 3 条に規定される株主は損害を受けた株主の有する株式を買い取る義務を負う。当該買取価格は、会社の財務状態およびその他の状況に照らして公正な価格が決定されなければならない」と規定する。このスウェーデン会社法第 29 章第 4 条前段にいう株式買取義務が認容されるためには、少数派株主は、多数派株主による将来にわたる「継続的な濫用のおそれ」を証明しなければならない。その具体的な証明内容は、どのくらい長い期間においてどの程度の圧力が多数派株主から少数派株主に加えられたのかということである<sup>271</sup>。要するに、この第 29 章第 4 条は、支配的地位を濫用して第 29 章第 3 条によっても完全には補償することのできない損害を引き起こし続けている多数派株主に対する特別な経済的制裁を定めていると解される<sup>272</sup>。それゆえ、この第 4 条に基づく

---

<sup>268</sup> *Id.* at 207.

<sup>269</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 221-22.

<sup>270</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 209.

<sup>271</sup> *Id.* at 209.

<sup>272</sup> *See Id.* at 408.

買取りがなされる前提として、多数派株主から少数派株主に対して加えられる将来の権利侵害のリスク評価が必然的に行われる。多数派株主による「継続的な濫用のおそれ」の証明は、原告たる少数派株主にとっては相当困難である一方で、同条後段は、「その他の状況（*övriga omständigheter*）に照らして公正な（*skäligt*）」という不明瞭で解釈に相当な幅を持たせる表現となっていることに留意する必要がある。これにより、裁判所に価格決定についてきわめて広範な裁量を認め、少数派株主にとって有利な買取価格が認容される余地が認められたとも解し得る。しかし、裁判所が「公正な価格」を決定することがどの程度可能なのかという現実的な問題がある。「公正な価格」の基準を明確化するには、判例の集積が待たれるが、その実例はそれほど多くないといわれる<sup>273</sup>。

以上を総括すると、スウェーデン会社法における株式買取請求は、会社と株主との関係ではなく、多数派株主と少数派株主との関係と捉えているということである。スウェーデン会社法が、自己株式の取得についてきわめて謙抑的な態度を採っており<sup>274</sup>、会社による買取りに消極的であるからであろう。その代わりに、かかる反対株主を含む少数派株主は、多数派株主による少数派株主への濫用という文脈に限られるが、多数派株主の損害賠償義務または株式買取義務により保護されているのである。

なお、スウェーデン会社法第 22 章第 1 条前段は、発行済株式総数の 10 分の 9 を超える株式を保有する株主（多数派株主）は、当該会社の他の株主（少数派株主）が保有する残りの株式を買い取る権利を有するとし、同条後段は、同じく 90%保有の状況下では、少数派株主は多数派株主に強制的に株式を買い取らせる権利を有すると定める。多数派株主が 90%を超える株式を取得するという状況の下では少数派株主がより困難な地位に追いやら

---

<sup>273</sup> 後述するスウェーデン会社法第 22 章第 2 条に基づき少数派株主が株式買取請求を関する事案（*NJA 1992 s.872, NJA 1996 s.293*）が存在するが、スウェーデン会社法第 29 章第 4 条に基づく株式買取請求の事案は確認されない。

<sup>274</sup> 自己株式の取得は、スウェーデン会社法第 19 章第 5 条各号に定める場合、すなわち、当該自己株式が配当などの支払がなされない場合（第 1 号）、事業譲渡の際に自己株式が含まれる場合（第 2 号）、会社の清算に際して自己株式を会社が買い取る場合（第 3 号）、当該会社が自己株式の所有者に対して債権を有し、当該自己株式が差し押さえられ、当該会社が競売で取得する場合（第 4 号）に限られる。

れるおそれが高く、他方において、多数派株主は単独で会社を支配したいと考えるのが通例であろう<sup>275</sup>ということに鑑み、両者の利益を調整すべくかかる規定が置かれたと解される<sup>276</sup>。問題はこれらの場合における株式の買取価格であるが、それは原則として、「当該株式が取引されている市場における価格（同法第 22 章第 2 条第 2 項）」と規定されている。

しかし、例外として、第一に、第 22 章第 5 条に基づき仲裁の求めがなされた場合には、仲裁を求めた時点の付随的状況に照らして買取価格が決定され（同法第 22 章第 2 条第 3 項前段）、また理由があると認められる場合には、それ以前の時点における状況を考慮した上で買取価格が決定される（同項後段）。第二に、第 22 章に基づく買取請求に先立ち、公開買付者がまだ保有していない株式全てを取得するために公開買付けがなされ、かつ当該公開買付けに係る株式の 10 分の 9 を超える株式を保有する者によって当該公開買付けが受け入れられた場合には、特段の事情がない限り、当該公開買付け価格による（同法第 22 章第 2 条第 4 項）。このように、第 22 章における株式買取価格は、多数派株主による圧力が現実に加えられているかどうかを問題とすることはなく、第 22 章第 2 条第 2 項ないし第 4 項に定める状況に応じて決定されることになることから、価格決定に関する裁判所の裁量の余地は狭い。客観的でかつ公正な価格の算定が比的較容易であるからである。

### (3) スウェーデン会社法上の会社債権者保護規定

スウェーデン会社法上の会社債権者保護規定として、多くの立法例に見られる最低資本金制度（スウェーデン会社法第 1 章第 5 条、第 14 条）、配当規制（同法第 18 章）、株式資本と法定準備金に関する規定（同法第 20 章）、会社から株主に対する貸付けに関する規定（同法第 21 章）、合併と会社分割における債権者保護規定（同法第 23 章、第 24 章）等が設けられている。もっとも、支配株主の支配権濫用抑止メカニズムを扱う本章の目的からはこれらの規定を詳細に扱う必要はないであろう。会社支配の権濫を用抑制するための法理との関係で債権者をいかに保護するかについては、後述する損害賠償規定の中で併せて

---

<sup>275</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 209.

<sup>276</sup> ROLF SKOG, *RODHES AKTIEBOLAGSRÄTT* 259 (23d ed. 2011).

検討することとする。

#### (4) 制裁<sup>277</sup>規定

スウェーデン会社法は、同法第 29 章において損害賠償を規定し、同法第 30 章において罰則を規定する。このうち、スウェーデン会社法第 29 章は、取締役、業務執行取締役、監査役といった会社の役員にとどまらず、会社法や定款等に違反し、会社に損害をもたらした株主も損害賠償義務を負うことを規定している。この損害賠償規定が適切かつ有効に機能すれば、会社、少数派株主、または債権者等ステイクホルダーの利益を犠牲にして不当な利益を獲得しようとする多数派株主による濫用的な会社支配権行使を抑制し、あるいは事後的に損害が填補されることも可能となる。しかし、この損害賠償規定によっても、被害者の損害は一時的に快復され得るに過ぎない。多数派株主が、その後会社支配権を濫用し続ける場合には、終局的な紛争解決を図ることはできないからである。そこで、スウェーデン会社法第 25 章第 21 条は、株式資本の 10 分の 1 を有する株主に会社を強制的に清算する最終手段を認めている。損害賠償規定の検討を行う前に、この強制的清算の規定について考察しよう。

### 3 強制的清算 (tvångslikvidation)

多数派株主と少数派株主の間に見解の相違が顕在化した場合、少数派株主が採り得る手段として、スウェーデン会社法第 25 章第 21 条以下に「多数派株主の濫用に基づく強制的清算」に関する規定が設けられている。同第 21 条は、「ある株主が、会社に対する影響力を濫用することにより、本法、年次会計法または定款の違反に関与した場合には、通常裁判所は、全株式の 10 分の 1 を有する株主の請求に基づいて、濫用の長期的継続またはその他の理由により清算をすることに特別な理由がある場合には、当該会社を清算するものとする」と命じることができる」と定める。例えば、会社支配権の濫用が長期的に継続する場

---

<sup>277</sup> ここに「制裁」とは民事制裁と刑事制裁の総称であり、法令違反に対する制裁という意味である。



合には、全株式の 10 分の 1 を有する少数派株主の請求により、会社を清算・解体することが許容される。これは強力な少数派株主保護規定であると解される。日本にも同様の規定があるが(会社法 471 条 6 号、833 条 1 項)、スウェーデンでは現に適用された例があり(1997 年に起きた「Trustor 事件」<sup>278</sup>)、ストックホルム地方裁判所は同社の強制的清算を認容する判決を下した。本件は、スウェーデンにおいて初めて、強制的清算が認容されたものであり、重要な意義を有するとされている。そこで、以下では少数派株主保護のコンテクストから、本件を詳しくみておきたい。

#### (1) Trustor 事件

投資会社である Y (Trustor) 社は、自動車部品の製造を営む A (Kanthal) 社を所有・支配していた。そして、Y 社の議決権の過半数は、同社の取締役会議長であった B (Per-Olov Norberg) によって支配されていた。

1997 年 5 月 20 日、イギリス人である C (Moyné 卿) は、Y 社の主要な株主である B との間で、B が所有する Y 社株式(株式資本の 17%、議決権の 52%)を 2 億 4100 万 SEK の売却代金と引き換えに C に譲渡し、その代わりに、B は、Y 社が所有する A 社株式を取得するとの内容の契約を締結した(本件契約)。同年 6 月初め、それ以前から A 社株式(株式資本の 47%、議決権の 33%)を所有していた D (Sandvik) が A 社株式に対するさらなる買付け(本件買付け)を行おうとしたことを原因として、A 社株式の価格が上昇した。同年 6 月 13 日、本件契約が解消されることを懸念した C は、本件買付けによって上昇した A 社株式のプレミアム相当額である 7900 万 SEK を B に支払う条件を本件契約に追加し、B はこれに合意した。かくして、C は Y 社株式の取得に成功した。

1997 年 6 月 13 日、Y 社の臨時株主総会が開催され、C は、C 自身(取締役会議長)、E (Lindsay Smallbone、業務執行取締役)、F (Richard Djursén、副業務執行取締役)を取締役に選任し、さらに、G (Thomas Jisander) と H (Peter Mattsson) を取締役会顧問に

---

<sup>278</sup> 「Trustor 事件」の詳細は、Maja Svensson, *Trustor: en utredning av några rättsliga frågor kring den s.k. Trustoraffären*, Lund Universitet Examensarbete 1, 6-15 (2000) 参照。

任命した。なお、多数派株主である C と Y 社の少数派株主との交渉により、後者の利益を代表する I (Björn Björnsson) が取締役を選任された。

F は、取締役就任後、直ちに Y 社の資産管理業務を掌握するとともに、ロンドンに Y 社の海外事務所を設立した。F は、同事務所に勤務していた G、H、J (Joachim Posener) に Y 社の資産管理業務を行わせた。

その後、F は、スウェーデン国内の銀行の Y 社名義の口座に預金してあった 7 億 6500 万 SEK 全額 (Y 社の資産) を Y 社の取締役会の承認を受けずに同口座から引き出し、Y 社の海外の口座に秘密裏に移した (本件スキーム)。さらに、そのうちの 4 億 7200 万 SEK は G の海外の口座に、2 億 9300 万 SEK は C の海外の口座に移された。本件スキームは F からの書面による要請によりなされ、C と E もこれを容認していた。

1997 年 10 月 31 日、本件スキームについて Y 社に不正行為があることが報道されると、検察官は Y 社に対する捜査を開始した。同年 11 月 2 日、G の家宅捜査に際して、本件スキームの内容が明らかとなった。

1997 年 11 月 7 日、電話を通じて臨時の取締役会が開催され、E が業務執行取締役から、そして、F が副業務執行取締役から更迭される一方で、「同年 11 月 26 日に開催予定の臨時株主総会まで」という条件で、I が業務執行取締役に任命された。Y 社の取締役会はまた、同社の海外に存在する資産全てをスウェーデン国内にある同社の銀行口座に戻す決議をした。

1997 年 11 月 26 日、Y 社の臨時株主総会が開催されたが、C はこれに欠席し、議決権を行使しなかったため、同社の少数派株主により推薦された I とその他 3 名の候補者が Y 社の取締役に選任された。同株主総会において、その数日前に Y 社の少数派株主によりストックホルム地方裁判所に対して申請された強制的清算を支持する決議がなされた。

1997 年 12 月 23 日、ストックホルム地方裁判所は、以下のような理由から、1975 年スウェーデン会社法第 13 章第 3 条 (2005 年スウェーデン会社法第 25 章第 21 条) に基づき、

Y社が清算されることを命じた<sup>279</sup>。

同裁判所は、本件において、Cが法規範に違反する行為、とくにスウェーデン会社法違反について責任を負うべきことを認めた。その上で、同裁判所は、高議決権株式を継続的に利用することによるリスクとともに、1997年6月から11月までのCによる重大かつ長期にわたる濫用行為が、Y社が強制的清算に値することをとくに理由づけると判示した。同裁判所は、Y社の従業員と債権者の利益にも言及したが、本件においては、それらの者の利益が同社の強制的清算により脅かされるおそれはないと認定した。かくして、同裁判所は、強制的清算が直ちに実施される必要があると判示した<sup>280</sup>。

なお、本件は控訴されたが、2000年2月21日、控訴審であるスヴェア高等裁判所もストックホルム地方裁判所の命令を支持し、強制的清算に関する決定が確定した<sup>281</sup>。

## (2) Trustor 事件判決の評価～強制的清算が認容されるための6つの要件～

ストックホルム地方裁判所が Trustor 事件において提示した強制的清算が認容されるための要件は、次のように整理することができよう。すなわち、(i) 多数派株主の行った濫用行為が法規範に違反していること、(ii) 多数派株主が高議決権株式を継続的に利用し、重大かつ長期にわたり濫用行為をなしていること、かつ (iii) 従業員や債権者の利益が強制的清算により脅かされるおそれのないことである。

本判決が下された後、スウェーデンにおいては、強制的清算が認められるための具体的な要件の研究が、ルンド大学の Torsten Sandström 教授により行われた<sup>282</sup>。同教授によれば、強制的清算が認められるためには次の6つの要件が充足されなければならないとされる。すなわち、①多数派株主が一定の目的をもって影響力を濫用していること、②権限濫用が故意に基づくものでなければならず、過失による権限濫用では十分ではないこと、③権限濫用が多数派株主による会社法、年次計算書に関する法律、または定款といった規

---

<sup>279</sup> Stockholms Tingsrätt, avd. 6, dom 1997-12-23, Mår nr T6-655-97 (cit. Tingsrättens dom T 6-655-97).

<sup>280</sup> Tingsrättens dom T 6-655-97, s. 12-13.

<sup>281</sup> Svea Hovrätt, avd. 4, beslut 2000-02-21, Mår nr T 1927-97.

<sup>282</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 208.

に違反してなされたものであること、④強制的清算に関する訴えは、株式資本の 10%を保有する株主によって提起されなければならないこと、⑤原告は、権限濫用が長期に及んでいることについて「特段の事情 (särskilda skäl) またはその他の相当な理由 (beaktansvärda skäl)」を証明しなければならないこと、⑥少数派株主が保有する株式の多数派株主による買取り等が認められる場合には、強制的清算は回避されなければならないことであるとされる<sup>283</sup>。

ストックホルム地方裁判所が提示した要件と上記学説が示す要件とを比較すると、第一に、両者はともに、強制的清算が認められるためには、多数派株主の濫用行為が何らかの規範に違反していることを出発点としている（要件 (i) と要件③）。

第二に、要件 (ii) は、多数派株主の行為が重大な濫用行為でなければならないとしているところ、ここでは、その「重大性」の内容が問題となる。この点について、要件①と②は、多数派株主が一定の目的を持って、故意に影響力の濫用行為を行っている必要があるとしている。具体的には、Trustor 事件を想起してみると、多数派株主である C は、自らの支配権（株式資本の 17%、議決権の 52%に相当する）を行使して、C 自身ないしは自らに都合の良い取締役を選任し、本件スキームを利用して同社の資産を私的な用に供しようとする目的があった。このことから、強制的清算が認容される「重大な濫用行為」といえるためには、多数派株主がその支配権を濫用し、少数派株主や他の利害関係人の利益を犠牲にして、専ら自己の利益を図る目的で、きわめて悪性の高い行為が多数派株主によって故意に行われていることが必要であると解される。

第三に、要件 (ii) と要件⑤より、多数派株主による濫用行為は、継続的あるいは長期的でなければならないとされる。一時的な濫用行為であれば、要件⑥が指摘するように、強制的清算によらずに、影響力の濫用行為を行った多数派株主による少数派株主の株式の買取り、または、スウェーデン会社法第 29 章に基づく多数派株主に対する損害賠償請求等の措置により、被害者の損害を回復することが可能であると考えられるからである。

---

<sup>283</sup> *Id.* at 208.

第四に、要件（iii）より、強制的清算が認められるためには、従業員や債権者等の利害関係人の利益に影響を及ぼさないことが必要であるとされる。かかる利害関係人の利益を犠牲にして、少数派株主の利益保護を優先することは妥当でなく、両者の利益を衡量した上で、強制的清算によらなければ終局的な解決ができない場合に限り、強制的清算が認められるべきであると考えられる。

以上をまとめると、強制的清算は、多数派株主による違法かつ悪性の強い影響力の濫用行為が故意に惹起され、それが継続的に行われ、強制的清算によらなければ少数派株主の救済ができず、かつ債権者等の利害関係人の利益が脅かされない場合に限り認容されるものと解される。強制的清算はあくまでも最後の救済策であり、代替的手段による救済のある限り認め難いものとされよう。

強制的清算がきわめて限られた要件の下で認められることに鑑みると、多数派株主によって会社支配権が濫用された場合、少数派株主は多数派株主に対する損害賠償請求、あるいは上述した多数派株主に対する株式買取請求といった他の手段により自らの損害を回復することが通常であると考えられる。そこで、以下では、機関構成員の損害賠償責任に関するスウェーデン会社法第 29 章の規定を検討することとする。

## 第二節 会社支配権濫用者に対する責任追及法理

### 1 スウェーデン会社法における損害賠償規定

スウェーデン会社法第 29 章は、同第 1 条から第 3 条において機関構成員ごとの損害賠償責任を定める。すなわち、第 1 条第 1 項は、「任務の遂行に際して、故意または過失に基づいて会社に損害を与えた場合には、発起人、取締役または業務執行取締役は、損害を賠償しなければならない。故意または過失に基づいて会社法、年次計算書に関する法律、または定款に違反して、株主またはその他の者に損害を与えた場合も同様である」と定める<sup>284</sup>。

---

<sup>284</sup> 同条第 2 項は、「会社が、目論見書、金融商品取引法第 2a 章第 3 条の買付文書もしくは同法第 2a 章第 1 条または第 2b 章第 2 条の買付文書を作成した場合には、本条第 1 項後段

第2条1項は、「監査役、一般検査役および特別検査役は、前条に定めるところに従い責任を負う。監査役、一般検査役および特別検査役は、任務の遂行しに際して故意過または過失によって生じた損害を賠償する。ただし、本法第9章第44条および資金洗浄に対処する措置に関する法律第9条の場合には、監査役は、監査役またはその補助人が不適切であると信じることについて合理的な理由がある不適切な情報から生じた損害を賠償すれば足りる」と定める<sup>285</sup>。さらに、同第3条は、「株主は、故意または重過失に基づいて会社法、年次計会計法または定款への違反に関与したことにより、会社、株主、第三者に生じた損害を賠償する」と定める。以下では、会社支配権の濫用を抑制するための法理としての損害賠償規定について考察するという本章の目的に照らし、監査役等の損害賠償責任を定める第2条の規定は扱わず、第1条と第3条を検討することとする。

第1条と第3条は、次のような理由から会社支配権の濫用を抑制するための法理として機能することが期待される。前者の第1条は、取締役等の会社、株主、その他の者に対する損害賠償責任を規定しており、株主が名宛人になっているほか、多数派株主が自らを取締役に選任するか、自らの利益となるよう行動する者を取締役として選任する場合にも適用可能性がある。取締役が多数派であることは一般的であるが、とくにそうであるスウェーデンにおいては、かかる取締役が、会社支配権を濫用する多数派株主の利益だけを考慮して行動した結果、少数派株主または会社債権者等ステイクホルダーに対して損害を引き起こした場合には、第1条に基づく損害賠償により被害者の損害が填補されなければならないこととなろう。第1条に基づく損害賠償責任が実効性を有すれば、経営者が多数派株主にのみ利益をもたらすような行動を差し控えるようになり、その意味において、第1条は間接的ながら会社支配権の濫用を抑制するための法理として機能する。

後者の第3条は、立法解説によれば、多数派株主が少数派株主に不当な圧力を加えてい

---

の規定は、金融商品取引法第2章第2条、第2a条または第2b条もしくは2004年EU規則809号の違反によって生じた損害についても同様とする」と定める。

<sup>285</sup> 同条第2項は、「登録監査法人が会計監査役または特別検査役により指名された場合には、当該監査法人および監査または検査について責任を負う会計監査役は損害賠償責任を負う」と定める。

る場合において、多数派株主（濫用的な支配株主）に対して損害賠償責任を追及することを認めているとされる<sup>286</sup>。少数派株主の利益はこの規定を通じて事後的に填補することが可能であり、そのことを通じて多数派株主によるさらなる会社支配権濫用行為を一定程度抑制する機能をも有すると考えられるのである。

以下では、第 1 条と第 3 条の要件を具体的に検討し、両規定の具体的機能場面を想定して、会社支配権の濫用を抑制するための法理としての機能の意義と限界を考えてみよう。

## 2 スウェーデン会社法第 29 章 1 条および第 3 条の会社支配権の濫用を抑制するための法理としての意義と限界

上述したように、スウェーデン会社法第 29 章第 1 条および第 3 条の両規定は、一定の加害行為によって損害が引き起こされ、当該行為と損害との間に因果関係を要するという点において共通する。しかし、第 1 条と第 3 条は、被害者や帰責事由の内容（故意、過失または重過失）においても相違がある。そこで、加害行為、被害者、帰責事由、損害、そして、因果関係といった要件ごとに両規定を検討することとしたい。

### (1) 加害行為と被害者

第 1 条と第 3 条における加害行為は、責任主体によって異なるので、以下では、その責任主体、具体的には、第 1 条の責任主体である発起人と取締役（業務執行取締役を含む）、第 3 条の責任主体である株主に分けて論じる。

a. 発起人（stiftaren）。発起人は、設立発起書（stifterseurkunden）の作成や会社設立に際して要求される諸々の措置に関係して、過失責任を負う。第 1 条における発起人の加害行為もまた、こうした設立発起書や設立に関係する行為に限定され<sup>287</sup>、この点において、第 1 条の中では、後述する取締役や業務執行取締役と比較して特殊な地位にあるとされる<sup>288</sup>。

<sup>286</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 221.

<sup>287</sup> なお、発起人は、株式の価値に不足が生じた場合には、過失の有無にかかわらず、補充的な払い込み義務を負う（スウェーデン会社法第 2 章第 15 条）。

<sup>288</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 405.

b. 取締役・業務執行取締役。取締役や業務執行取締役（以下、「取締役等」）が責任を負うべき相手方は、取締役等が任務を履行するに際して損害を与えた場合には「会社」であり（第 1 条前段）、会社法、年次計算書に関する法律または定款に違反する場合には、「株主またはその他の第三者」（第 1 条後段）である。加害行為の内容もそれに対応して異なる。第 1 条前段については、取締役等は会社と委任（uppdrag）関係に立ち（第 8 章第 4 条、第 13 条、第 14 条、第 15 条、第 29 条）、善管注意義務（vårdnadsplikt）を負い<sup>289</sup>、これらの者は、会社の最善の利益に資するよう行動することが要請されるため、こうした義務に違反して行動し、損害を引き起こした場合には、会社に対して損害賠償責任を負う。したがって、第 1 条前段が対象としている行為とは、第一に取締役等が当該会社を経営するに際して講じる諸々の措置、すなわち「作為的行為（aktivt handlande）」を指すものと解されている<sup>290</sup>。

第二に、取締役等は、会社にとって有害な措置を阻止する義務を負うと解するならば、第 1 条前段が対象とする加害行為には、不作為（passivitet）の場合も含まれると解される。懈怠によりしかるべき行動をとらなかった場合には、取締役等は損害賠償のリスクを負担することになる<sup>291</sup>。

これに対して、取締役と株主または第三者とは委任関係には立たず、善管注意義務違反は問題とはされないの、立法解説によれば、第 1 条後段の加害行為には、会社法、年次会計法または定款に違反による「株主またはその他の第三者」に対してなされた加害行為のみが含まれることになると説明されている<sup>292</sup>。

---

<sup>289</sup> *Id.* at 254.

<sup>290</sup> *Id.* at 395 によれば、作為的行為には、機械や原料の購入、会社の製品、不動産もしくは動産の販売、従業員との協定、企業買収等の取引行為、株式や社債の発行に際して作成される目論見書の取締役会による承認決議等の行為が含まれるとされる。

<sup>291</sup> もっとも、*Id.* at 395 によれば、しかるべき適切な行為とは何かを直ちに明確に示すことは困難であり、この問題は、具体的な状況に照らして、帰責事由や因果関係といった他の要件との相関関係の中で明確化されるべきであるとされる。

<sup>292</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 217 によれば、スウェーデン会社法第 29 章第 1 条後段にいう加害行為には、たとえば、年次計算書における誤導的な情報に基づいて、当該会社の株式を売買した者、または会社に対して信用を供与した債権者に対してなされた



c. 株主。第 3 条にいう加害行為は、株主が会社法、年次会計法または定款への違反に関与することである。株主は、会社と委任関係には立たないため、善管注意義務違反は問題とはされないが、そうであれば、この場合には責任主体とされる法的根拠が問題とされる<sup>293</sup>。同条は、所定の法律または定款の違反への関与行為という違法な加害行為を要件としていることから、おそらく、不法行為責任を定めたものと解されよう<sup>294</sup>。同条の加害行為には、故意または重過失に基づく違法な株主総会決議、または取締役の背後からの会社支配権の濫用的行使が含まれると解されている<sup>295</sup>。

## (2) 帰責事由

第 1 条では、加害者には故意 (uppstå) または過失 (oaktsamt) が要求されるのに対して、第 3 条では故意または重過失 (grovt oaktsamt) が要求される点において大きく異なる。

第一に、第 1 条第 1 項前段は、会社に対する取締役または業務執行取締役の損害賠償責任を定める。これらの者は、会社法上の特別な種類の委任契約を締結したいわゆる「受任者 (sysslomän)」であり、会社の最善の利益に資するように行動しなければならない<sup>296</sup>。同時にこれらの者は、事業を運営するに際してリスクの高い困難な経営上の判断を迅速に行うことが求められる。このことに鑑みると、「軽過失」による取締役の注意義務違反や任務懈怠まで損害賠償の対象とすることは経営の委縮効果をもたらす妥当ではない。もっとも、具体的な「過失」<sup>297</sup>の内容とその有無は、業務の種類や性質に照らして要求される取

---

加害行為が含まれるとされる。

<sup>293</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 407.

<sup>294</sup> See SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 221. 立法解説の中では、スウェーデン会社法第 29 章第 3 条の責任が不法行為責任であるとは必ずしも明言されていないが、本文のように不法行為責任と解するのが自然であろう。

<sup>295</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 407.

<sup>296</sup> JENNY KEISU & DANIEL STATTIN, *BOLAGSORGAN OCH BOLAGSSTYRNING: EN INTRODUKTION TILL ORGANISATION, STYRNING OCH KONTROLL I AKTIEBOLAG OCH AKTIEMARKNADSBOLAG* 148 (2009).

<sup>297</sup> スウェーデン法において、「過失」を意味する言葉としては、「oaktsamt」、のみならず、「culpa」、「vållande」を始めとしてその他多数の表現が存在する。「vållande」は、「culpa」のみならず「故意 (uppstå, dulous)」を含む法的な非難に値する行為の総称として用いら

取締役の注意義務や任務との相関関係において決定せざるを得ないといわれる<sup>298</sup>。

第二に、第1条第1項後段もまた、同条前段と同様に「過失」を要件としているが、第1条後段の「過失」が認められるためには、故意または過失により取締役等が法律または定款に違反したという事実が確認されれば十分であるとされている<sup>299</sup>。

第三に、第3条が帰責事由として「故意」または「重過失」を要求しているのは、株主は、会社、他の株主または債権者等と委任関係には立たず、その資格において出資額を限度としてしか責任を負わないのが原則であり（スウェーデン会社法第1章第3条）、また、株主総会における議決権行使は株主の権利であるところ、議決権行使を通じて会社支配権を適切に行使している多数派株主に対して第3条による損害賠償請求が広範に認められると、株主の権利が不当に制限されてしまうからであると考えられる。したがって、故意または重過失による違法な株主総会決議や会社支配権濫用といったきわめて悪性の高い行為に第3条が適用されるものと解される。

### (3) 損害

スウェーデン会社法第29章第1条第1項前段、同項後段、第3条にいう「損害」とは、機関構成員が犯罪行為によって被害者に引き起こした純粋な財産的損害（*ren förmogenhetsskada*）、具体的には、事業に関連する損失、すなわち、顧客、サプライヤー、従業員等と会社との間の取引に際して生じた財産的損失、もしくは、株式価値が低下した

---

れるといわれることから、「*culpa*」は純粋な「過失」を意味するといえる。「*oaktsamt*」は、もともと「不注意」という意味であるから、「*culpa*」よりも少し広い概念であるように思われる。その他にも、*vårdslöshet* や *oförsiktighet* といった言葉が存在する。これらの言葉が、どのように使い分けられているのかについての検証が必要である。

<sup>298</sup> KEISU ET AL., *supra* note 296, at 150. これによれば、取締役の善管注意義務（*vårdplikten*）、忠実義務（*lojalitetsplikten*）または守秘義務（*tystnadsplikten*）を遵守せず、その結果、損害を引き起こした場合、「損害のリスク、引き起こされる可能性の高い損害の規模、損害阻止の可能性、そして加害者の損害の予見可能性」に照らして、過失の有無が「自由評価（*fria bedömningen*）」されると指摘されている。

<sup>299</sup> Johanna Kumlien, *Jämkning av skadestånd – Något om en aktiebolagsrättsliga jämningsregelns tolkning och tillämpning*, UPPSALAJURISTERNAS ALMUNISTIFTERSE, 37 (2009). SOU 1995:44 s.241-42.

ことであるとされる<sup>300</sup>。

立法解説によれば、スウェーデン会社法第 29 章の諸規定にいう損害とは、「純粋な財産的損害」、すなわち、ある者がスウェーデン損害賠償法第 2 章第 1 条において賠償が認められる人的損害 (person skada) または物的損害 (sakskada) を引き起こしたことは無関係に生じた経済的損害であるとされる<sup>301</sup>。「純粋な財産的損害」については、損害賠償法第 2 章第 2 条が「犯罪行為 (brott) によって純粋な財産的損害を引き起こした者はその損害を賠償しなければならない」と規定する。機関構成員が、事業活動に際して犯罪行為を行った場合には、同条が適用される例が多いといわれる<sup>302</sup>。しかし、機関構成員の行為が犯罪行為を構成しない限り、同条を適用することができないという限界が存在する。損害賠償法が適用されない機関構成員が引き起こした「純粋な財産的損害」を回復するために、第 29 章の諸規定が設けられているものと解される。

それでは、「純粋な財産的損害」が生じる具体的状況とはいかなるものか、とくに本章が目的とする会社支配権濫用という文脈と関連させてかかる状況を想定してみよう。例えば、多数派株主が、自ら取締役となり、取締役会の多数派を形成したという状況の下で、会社支配権を濫用して多数派株主が会社財産を低価格で売却し、会社に損害を生じさせ、その結果、株式価値が低下することによって、少数派株主に損害が生じる場合が想起される。

スウェーデンにおいても、この仮設例のように会社に損害が生じ、その結果、株主またはその他の者に損害が生じる場合と、会社、株主またはその他の者（債権者等）のいずれかにも損害がもたらされる場合<sup>303</sup>とが区別されるといわれる<sup>304</sup>。

---

<sup>300</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 392. これによれば、会社法の損害賠償規定によって補填される株主や債権者の利益には、費用の補償といった消極的利益にとどまらず、会社に対する未履行の事業上の利益や下落した株式価値といった積極的利益もまた含まれるとされる。

<sup>301</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 216-17. 損害賠償法における人的損害とは、人の疾病、死傷等により被った損害であり、医療費、逸失利益、葬式費用等が賠償される。物的損害とは、物が滅失・毀損したことによる損害であり、その価格や費用等が賠償される。

<sup>302</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 392.

<sup>303</sup> *Id.* at 402 によれば、具体的には、機関構成員の行為によって、損害が会社に直接引き起こされる場合、株主が誤導的な情報に基づいて、株式の引受けの勧誘を受ける場合、あ

前者の場合については、損害賠償責任を安易に認めると、加害者が同一の損害に対して二重に責任を負うことになり妥当でないとする見解がある<sup>305</sup>。このような見解によれば、損害を引き起こした機関構成員は、会社に対して下落した株式価値を填補すれば十分であるということになる。

もっとも、会社に対して損害を填補しただけでは、例えば、上述した仮設例のような状況の下で、多数派株主が会社財産を低価格で売却し、その結果、株式価値の低下によって少数派株主が間接的に被った損害の救済になるかという疑問が生じ得よう。具体的にスウ

---

る株主が有利な価格で株式を引き受けることにより、他の株主が本来取得すべき利益を喪失した場合、あるいは、債権者が欺罔により不利な事業上の取決めを会社となす場合があるとされる。

<sup>304</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 217.

<sup>305</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 403. なお、わが国においては、違法な有利発行により会社に損害が生じるか否かに関連して、学説は、従来、違法な有利発行により会社は公正な払込金額と実際の払込金額の差額分の損害を被るとして、株主の損害は間接損害であると解し、間接損害については、株主は株主代表訴訟により会社の損害を賠償すべきであるとする通説的見解（間接損害説、河本一郎「商法 266 条ノ 3 第 1 項の『第三者』と株主」服部榮三先生古稀記念『商法学における論争と省察』261 頁（商事法務研究、1990）、鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法〔第三版〕』425 頁（有斐閣、1994）、青竹正一「新株の不正発行と取締役の損害賠償責任（下）」判タ 998 号 80 頁（1999）、永井和之「判批」ビジネス法務 13 卷 3 号 82 頁（2013）等参照）と違法な有利発行により会社に損害は発生せず、株主の損害はもっぱら直接損害であるとする有力説（直接損害説吉本健一『新株発行のメカニズムと法規制』344 頁（2007、中央経済社）、杉田貴洋「新株の有利発行と会社の損害」法学政治学論究 42 号 430 頁（1999）、伊藤靖史「判批」商事 1703 号 44 頁、加藤貴仁「判批」ジュリ 1225 号 97 頁（2002）等参照）に分かれていた。もっとも、取締役を含むある者の行為により、会社・株主の会社・株主の双方が損害を被った場合に、会社が有する損害賠償請求権の範囲を截然と区別することは困難であること（伊藤雄司「会社財産に生じた損害と株主の損害賠償請求権（四・完）法協 124 卷 3 号 761 頁（2007）、川島いづみ「イギリス会社法における株主の反射的損害と固有の損害」早比 42 卷 1 号 97 頁（2008）参照）から、間接損害説の中には一定の場合には、株主が直接取締役に損害を賠償することができるとする説（江頭憲治郎『株式会社法〔第 5 版〕』503 頁（有斐閣、2014）、福島洋尚「新株の有利発行と取締役の責任」南山 22 卷 1 号 35 頁（1998）、川島いづみ「取締役の対第三者責任における第三者」立命 302 号 427 頁（2002）等参照）があり、他方で、直接損害説の中にも取締役が支配権維持の目的のために募集株式の発行をした場合において株主の代表訴訟による責任追及を認めるべきであるとする見解もある（藤田友敬「株式会社の企業金融（二）」法教 265 号 79 頁（2002）注 17 参照）。さらに、株主は、その選択により取締役の責任を株主代表訴訟または直接請求のいずれかにより追及することも認められるべきであるとの指摘もあり（田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任」新堂幸司=山下友信編『会社法と商事法務』174 頁（商事法務、2008））、裁判例もまたいずれの請求も排除していないようである。

エーデンの裁判例としては、「SWAB 事件」<sup>306</sup>がある。以下ではこれを詳しくみてみよう。

A 社 (Swedewings AB, SWAB) は、X (原告) と Y1 (被告) によって 1985 年に設立された航空機事業を営む株式会社である。1986 年 1 月、Y1 を代表取締役とする B 社 (Enar Lindström AB, ELAB)、X、そして C 社 (X-Air) との間で、B 社が A 社の全株式を所有し、X が A 社の業務執行取締役となり、A 社の事業活動を運営するという内容の契約が締結された。しかし、その後、C 社が当該契約を解消したため、X と Y1 は、C 社なしで A 社の事業を運営し、また、X が A 社の株式の 8% を所有し、残りすべての A 社株式を B 社が所有することに合意した。1987 年 9 月、X は A 社の業務執行取締役として同社の事業活動の運営を開始した。

1988 年 2 月 19 日、A 社と、同社の多数派株主である B 社を完全親会社とする D 社 (Scan AB、代表権取締役は Y1) との間で、A 社の航空機事業を D 社に売却することを内容とする契約が締結された。同年 12 月、X と当時 A 社の取締役であった Y1、Y2 (被告)、Y3 (業務執行取締役、被告) との間で同社の経営をめぐる意見が対立し、X は取締役の地位から更迭された。

1989 年 1 月、A 社の取締役会は、同社の航空機事業の全てを D 社に譲渡した後は、A 社は航空機事業を一切行わないとの決議をした (本件取締役会決議)。同年 2 月 24 日、A 社の株主総会は、A 社の商号を Swedewings Airways AB に変更するという決議を行った。さらに、D 社は、航空機事業を自社の管理下で行うこととし、自社の商号を A 社の商号変更前の商号である Swedewings AB に変更した。同年 9 月 1 日、A 社の航空事業全てが D 社に譲渡され、D 社は、A 社の貸借対照表に記載されていた同社の資産と債務を承継した。貸借対照表には、A 社の資産、とくに航空路線に係る諸権利がゼロ SEK と記載されていた。1990 年 6 月 1 日、かかる諸権利が約 200 万 SEK で他の会社に売却された。その時点で、A 社には、同社の株式資本相当額である 5 万 SEK 弱の資産以外見るべき資産は存在してい

---

<sup>306</sup> NJA 2000 s.404. NJA は「Nytt juridiskt arkiv (新法律学雑誌)」の略称である。萩原・前掲注 (162) 148 頁によれば、NJA は、毎年、Del1、2 の 2 巻にまとめられて刊行され、Del1 は最高裁判所判例集であり、Del2 は立法理由書の重要部分を掲載するとされる。

なかった。

X は当該事業活動の譲渡によって自己の利益が侵害されたとして、A 社の取締役である Y1、Y2、Y3 に対して、「取締役会は会社または他の株主の利益を犠牲にして、ある株主またはその他の者に対して不当な利益を与える法律行為をなし、またはその他の措置を講じてはならない」と定める 1975 年スウェーデン会社法第 8 章第 34 条（2005 年会社法第 8 章第 41 条）および第 15 章第 1 条（2005 年会社法第 29 章第 1 条）に基づき損害賠償請求訴訟を提起した。

最高裁判所は、本件取締役会決議は、「A 社が自社の航空事業活動を行うことができなくなったこと」を意味し、「当該決議は A 社の少数派株主である X に不利益となるように、A 社の多数派株主に不当な利益を与えたと解される」と判示した。その上で、最高裁判所は、本件取締役会決議により「X は自己保有の株式が売却不可能となり」、「当該株式の市場価格がゼロになったことを理由として、X が被った損害の額は、本件取締役会決議時の会社の資産状態および収益力を考慮して算定されなければならない」と述べた。最高裁判所は、「損害額の算定は、会社の実際の価値を前提とすべきである」とし、「貸借対照表に記載されていない隠れた価値も考慮すべきである」と判示した。この「隠れた価値」は、A 社の航空路線に係る諸権利の価値相当額である 200 万 SEK であるとされた。結果として、「A 社には、X が主張した、本件取締役決議時において A 社が有する資産相当額である 60 万 SEK を超えることは明らかである」として、Y1 らは X に対して、連帯して、上記資産相当額である 60 万 SEK の 8%（X の株式保有割合）に相当する 48,000SEK を支払うことを命じたのである。

本件は、A 社の少数派株主である X が、同社の取締役である Y1 らに対して損害賠償請求を行った事案である。Y1 は、B 社の代表取締役として B 社の A 社に対する会社支配権（多数派株主の地位に基づく議決権）を行使して、Y1 自身と Y1 にとって都合のよい Y2、Y3 を A 社の取締役に選任した。その上で、Y1 らは、X に不利益となるように、A 社の航空事業活動の全て（A 社の資産のほぼ全て）を同人らが経営を支配する D 社に譲渡した。さら

に、A社の商号が変更された後、Y1らがD社の商号をA社が以前使用していた商号に変更し、D社がA社から承継した航空事業活動を行った。こうした一連の事実経過に鑑みると、Y1らはA社において再び事業活動を行う意思を有していなかったと考えられる。このような状況の下では、Y1らがA社に損害を賠償することが認められることによりA社の財産が一時的に回復したとしても、その後、Xの利益は侵害され続けることとなり、紛争の根本的な解決にはならないと解される。本件の紛争の実態は、少数派株主であるXの利益と多数派株主であるB社の利益（Y1らの利益）の対立である。このような場合において、スウェーデン会社法第29章第1条第1項に基づく損害賠償請求により、Y1らが、少数派株主の犠牲の下に多数派株主B社（Y1ら）が不当に得た利益相当額（本件では48,000SEK、Xの持分に相当）をXに賠償することが認められれば、Xは出資分相当額の損害が填補されるという限りにおいて救済され得るものと解される<sup>307</sup>。しかし、A社からD社に譲渡された事業がA社に返還（原状回復）されない以上、スウェーデン会社法第29章第1条第1項に基づく損害賠償請求によっても本件のような事案の根本的な解決を図ることができないという限界がある。

#### (4) 因果関係

スウェーデン会社法第29章の損害賠償請求が認められるためには、故意または過失に基

---

<sup>307</sup> わが国においても、江頭・前掲注（305）503頁によれば、「取締役と支配株主とが一体である閉鎖型のタイプの会社の場合、少数株主への加害の救済を代表訴訟に限ると、加害が繰り返され実効的な救済にならない例が多いから、株主の被る間接損害につきこの損害賠償請求を認める余地はあると解すべきである」とされる。もっとも、わが国では、会社支配権ないしは経営権をめぐる争いがある状況の下で株主総会の決議を経ずに第三者割当てによる違法かつ不公正な有利発行がなされたために、旧商法266条ノ3第1項（会社法429条1項）により取締役の対第三者責任が追及される事案が多いことには留意が必要である。対第三者責任が肯定された事案として、東京地判昭56・6・12判時1023号116頁、東京地判平4・9・1判時1463号154頁、京都地判平4・8・5金判918号27頁（控訴審、大阪高判平11・6・17判時1717号144頁、上告審、最判平9・9・9判時1618号138頁、差戻審、大阪高判平11・6・17金判1088号38頁）、千葉地判平8・8・28判時1591号113頁、東京地判平成24・2・7LEX/DB25491791等が挙げられる。また、対第三者責任が否定された事案として、大阪地判昭61・3・5（控訴審、大阪高判昭和63・8・9）、東京地判平9・9・17金判1044号46頁、東京地判平12・5・24判タ1054号260頁等が挙げられる。

づく機関構成員の行為（または不作為）と現実に惹起された損害との間に、相当因果関係（adekvat orsakssamband）が必要とされる。Sandström 教授によれば、機関構成員が、当該行為を行わなければ、あるいは考えられ得るだけの別の代替的手段に従って慎重に行動していたならば、損害が生じなかったであろうという関係があれば、当該行為と損害との間には相当因果関係がないこととなるとされる<sup>308</sup>。

スウェーデン会社法第 29 章における相当因果関係をめぐるとしては、株主や債権者（会社の外部の者）にとって、その立証が困難なことである。

a. スウェーデン会社法第 29 章第 1 条。第 1 条に基づく損害賠償請求において、株主は、取締役や業務執行取締役の故意または過失に基づく行為によって、自らが損害を受けたことを「十分な安全域（med god säkerhets marginal）」をもって確証しなければならないとされる<sup>309</sup>。また、第 1 条に基づく損害賠償請求が認められるためには、株主は、会社ではなく自らが直接損害を受けたことを証明しなければならず、他方において、間接損害の場合、株主は、会社が損害を受け、当該会社の財務状況が悪化し、さらにそれによって自らが損害を受けたことを証明しなければならないとされる<sup>310</sup>。

これに対して、会社債権者は、会社財産のみが自己の債権の引き当てとなるどころ、スウェーデン会社法第 29 章 1 条に基づく損害賠償請求が認められるためには、取締役等の行為によって、会社の支払い能力が単に減少しただけでは足りず、そのことによって、債権者が自己の債権を満足させることができないということが相当因果関係の枠内になければならないと解されている<sup>311</sup>。

b. スウェーデン会社法第 29 章第 3 条。第 3 条の損害賠償請求が認められるためには、多数派株主が、故意また重過失により会社法、年次会計法、または定款への違反に関与して、少数派株主に損害を与えたことが相当因果関係の範囲内になければならないと解されてい

---

<sup>308</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 397.

<sup>309</sup> *Id.* at 397.

<sup>310</sup> *Id.* at 402.

<sup>311</sup> *Id.* at 404.



る<sup>312</sup>。立法解説によれば、第 3 条にいう加害行為とは、多数派株主により少数派株主に対して不当な圧力が加えられていることとされるが<sup>313</sup>、それに従えば、単に多数派株主が会社支配権を行使しただけでは足りず、会社支配権を濫用することにより、少数派株主に不当な圧力が加えられ、少数派株主の利益が不当に侵害されているということが相当因果関係の枠内になければならないと考えられる。

#### (5) まとめ

上述したことを踏まえると、会社支配権の濫用を抑制するための法理としてのスウェーデン会社法第 29 章第 1 条と第 3 条の機能と限界は次のように総括することができる。

第 1 条は次のような理由から、会社支配権の濫用を抑制するための法理として機能するといえる。スウェーデンにおいては、「一」で述べたように、複数議決権や企業ピラミッドを用いることで数名の支配株主によって多数派が形成され、会社がそれらの者によって長期的・継続的に支配されることが通例である。これらの多数派株主は、自らが取締役となり、あるいは多数派株主の利益のために行動する取締役を選任することができる。スウェーデン会社法は、取締役は株主総会で行使される議決権の最多得票をもってこれを選任しなければならないと定める（スウェーデン会社法第 7 章第 40 条、第 41 条）。このことは、議決権の過半数を有する株主ならば、自らの意のままになる取締役を選任し得ることを意味する。また、上場会社についていえば、株主総会によって選任された構成員からなる特別な指名委員会（*valberedning*）の提案に基づいて、取締役の選任がなされることが要求されている（スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コード第 3 章第 2 条第 1 項）。具体的には、取締役会議長と議決権の過半数を支配する株主からなる指名委員会が取締役選任に係る提案をなすことが許容されている<sup>314</sup>。国内の重要な上場企業の指名委員会には

---

<sup>312</sup> SOU 2008 s.54.

<sup>313</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 221.

<sup>314</sup> たとえば、スウェーデンの二大銀行である SEB や SHB の指名委員会とともに、取締役会議長と議決権ベースで上位 4 名の株主から構成されている。議決権ベースで最大の株主が指名委員会の議長となる。

名門家族 (familj) の出身者が一定の割合を占めていることが少なくない<sup>315</sup>。指名委員会は、出自<sup>316</sup>、学歴 (utbildning) <sup>317</sup>、性別 (kön) <sup>318</sup>、レピュテーション (värderingar) <sup>319</sup>など様々な要素を考慮して、取締役を選任するのが一般的なようである<sup>320</sup>。

このように、スウェーデン企業の多数派株主と取締役との間には、密接なリレーションシップが存在するといわれる<sup>321</sup>。スウェーデンにおいては、多数派株主と取締役の良好な関係が存在し、同時に多数派株主から経営者に対するガバナンスが有効に機能し得ると考えられる。もっとも、スウェーデン型会社支配構造においては、取締役が自己または多数派株主の利益のみを重視した行動をとり、会社、少数派株主、債権者等のステイクホルダーの利益を侵害するおそれが恒常的に伴うことはすでに述べた通りである。そのため、スウェーデン会社法第 29 章第 1 条に基づき、多数派株主の意向に従った取締役の行動によって少数派株主やステイクホルダーに与えられた損害が填補されることは、被害者の利益の

---

<sup>315</sup> 2013 年の Investor 社のコーポレート・ガバナンス報告書によれば、同社の指名委員会は、同社の取締役会議長である Jacob Wallenberg 氏の他、同社の上位 4 名の大株主である Hans Wibom 氏 (Wallenberg Foundaion の代表、議決権の 50%)、Peder Hasslev 氏 (AMF 社の代表、議決権の 6.6%)、Lars Isacsson 氏 (SEB 財団の代表、議決権の 4.7%)、そして、Ramsay Brufer 氏 (Alecta 社の代表、議決権の 2.9%) により構成されている。指名委員会を構成する Wallenberg 一族出身者は、Investor 社株式の議決権の 60%以上を支配していることがわかる。

<sup>316</sup> たとえば、Investor 社においては、Wallenberg 一族の Jakob Wallenberg 氏と Peter Wallenberg Jr 氏の 2 名が取締役に選任されている。他方、同一族から独立性を有する取締役である Börje Ekholm 氏が、業務執行取締役と CEO に就任している。

<sup>317</sup> 各社のコーポレート・ガバナンス報告書やホームページには、取締役の学歴・職歴が公表されているのが通例である。

<sup>318</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 245 によれば、スウェーデンにおいて、会社経営の経験が豊富な女性取締役の母集団は依然として小さいことが指摘されている。それでもなお、主要企業の取締役会には、女性が数名選任されていることが少なくない。

<sup>319</sup> 仮説ではあるが、スウェーデンにおいては、こうしたレピュテーションが重要企業の経営者の恣意的行動を抑制しているのではないかと考えられる。

<sup>320</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 244.

<sup>321</sup> *Id.* at 244 によれば、スウェーデンにおいては、取締役の労働市場の狭さゆえに、ある者が 2 社以上の上場企業の取締役を兼任することが少なくないことが指摘されている。取締役の兼任は、意見を同じくする者らによる迅速な取締役会決定を実現させるが、取締役会の閉鎖性は、新鮮な情報、独創力、そして悪しき決定を阻止する雰囲気会社にもたらす道を遮断してしまうおそれがある。独創性を持つ有能な取締役、女性取締役、指名委員会からの独立性が異なる数名の取締役により、取締役会がバランスよく構成される必要があると考えられる。

救済に資すると考えられる。さらに、取締役に対する損害賠償請求が認められることにより、取締役が少数派株主やステイクホルダーの利益を犠牲にして、自己または多数派株主の利益のみを追求する行動が間接的ながら抑制され得るものと解される。しかしながら、取締役が、少数派株主からの損害賠償請求をおそれて多数派株主にさほど利益をもたらさないような行動をとれば、多数派株主によって解任される可能性があるがゆえに、多数派株主の意向に従わざるを得ない状況もあり得よう。このような場合、取締役に対する損害賠償請求を通じて多数派株主による会社支配権濫用行為を抑制することは困難になると考えられ、スウェーデン会社法第 29 章第 1 条に基づく損害賠償請求の抑止効果には限界が生じる。

これに対して、スウェーデン会社法第 29 章第 3 条は、多数派株主に対する直接の損害賠償請求を可能とするので、同章第 1 条よりそれらの者の濫用行為を抑止し得ると考えられる。同条は、故意または重過失により違法な株主総会決議を行い、それに賛成した株主が他の株主または第三者に損害を与えた場合、もしくは支配株主または親会社が背後から会社支配権を濫用して、株主、少数派株主または債権者等その他の者の利益を害した場合に適用されるといわれる<sup>322</sup>。多数派株主が会社支配権を濫用し、少数派株主に不当な圧力を加え損害を与えた場合、多数派株主に対する損害賠償請求が認められることで、それらの者による会社支配権濫用を抑制することができるものと解される。しかし、第 3 条は、上述した立法解説によれば、多数派株主が単に会社を支配しているだけでは足りず、その支配的権限を濫用し、不当な圧力を少数派株主に加えるというきわめて悪性の高い場合に適用されるものと解されており<sup>323</sup>、その解釈に従う限り、会社に対して支配権または影響力を行使しているに過ぎない者には同条を直接適用できない場合が生ずるという限界がある。

### 3 スウェーデン会社法第 29 章第 1 条および第 3 条の類推適用

---

<sup>322</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 407.

<sup>323</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 221.

会社に対する一定の影響力を及ぼすことにより当該会社に損害を引き起こした者に対して損害賠償責任を負わせるための法律構成として、Uppsala 大学の Daniel Stattin 教授はその著書「コーポレート・ガバナンス—株主によるガバナンスとコンツェルン・ガバナンスに関する株式会社法の規定についての研究」の中で、イギリス会社法との精密かつ詳細な比較法研究を行っており、スウェーデン会社法における影の取締役の法理を提言している<sup>324</sup>。この点を以下検討してみよう。

スウェーデンにおいては、例えば、支配株主、親会社、そして、コンツェルンのチーフといった会社に決定的な影響力 (*bestämmande inflytande*) を及ぼしている者、すなわち、形式的にまたは現実的に会社の取締役であることなしに、会社に対して決定的な影響力を及ぼしている者をイギリス法に倣って「影の取締役 (*shadow director*)」として法律上の取締役 (*de jure director*) と同様に責任追及することができるかどうかについて議論がなされてきた<sup>325 326</sup>。もっとも、イギリスでは、会社の取締役を自己の道具として利用し、行為させている者（例えば支配株主等）を多くの点で法律上の取締役に準じて扱い直接規制しようとしているのに対して<sup>327</sup>、スウェーデンにおいては、そのような者が会社、少数派株主、債権者等に損害を引き起こした場合において、そのような者の損害賠償責任または欠損填補責任を追及させることができるかどうかに主眼が置かれてきている<sup>328</sup>。

スウェーデンにおける影の取締役の明文規定はない。しかし、1975 年スウェーデン会社法の下では、「配当金の支払いに関する決議もしくはその執行、または根拠とされている虚偽の貸借対照表の作成もしくは決定に関与した者は、同法第 15 章第 1 条ないし第 6 条に基

---

<sup>324</sup> DANIEL STATTIN FÖRETAGSSTYRNING: EN STUDIE AV AKTIEBOLAGSRÄTTENS REGLER OM ÄGAR- OCH KONCERNSTYRNING 413-24 (2009).

<sup>325</sup> KEISU ET AL., *supra* note 296, at 150.

<sup>326</sup> 影の取締役に關しては、イギリスにおいて法理論が確立・発展してきており、わが国においても同国の影の取締役に關しての先行研究が多数存在する。たとえば、主要なものとして、後掲する脚注 327、341 に掲げるもの他、中村信男「イギリス 2006 年会社法における影の取締役規制の進展と日本法への示唆」早比 42 卷 1 号 211 頁以下 (2008) 等が挙げられる。また、坂本達也『影の取締役の基礎的考察』1 頁以下 (多賀出版、2009) 参照。

<sup>327</sup> 中村信男「イギリス法の影の取締役」早稲田大学法研論集 51 号 165 頁 (1989) 参照。

<sup>328</sup> *See* STATTIN, *supra* note 324 at 413-14.

づいて、その返還に関して生じている欠損について責任を負わなければならない」と定める同法第 12 章第 5 条第 2 項の欠損填補に係る規定が会社に決定的な影響力を及ぼしている者が損害を引き起こした場合に類推適用され、これをもって影の取締役とされていた<sup>329</sup>。会社の財産を支弁の用に供して、会社財産を不当に減少させるという損害を引き起こした者は、同法第 12 章第 5 条第 2 項の適用または類推適用によって責任追及がなされてきた<sup>330</sup>。

これに対し、2005 年会社法において新設された第 17 章第 6 条は、「会社から価値を移転させる行為が会社法に違反することを知ってあるいは知り得べきであった場合には、その価値を受領した者はそれを返還しなければならない」（会社からの価値の移転（Värdeöverföringar från bolaget）同法）と規定し<sup>331</sup>、さらに、同法第 17 章第 7 条は、「これらの利益の移転に関与した者は、会社に生じた損失につき欠損填補責任を負う」と定める。

1975 年会社法第 12 章第 5 条の類推適用によって対応してきたものが、2005 年会社法第 17 章第 6 条および第 7 条により、「価値の移転」を伴う行為全般に拡大され、1975 年会社法第 12 章第 5 条第 2 項からあえて影の取締役の概念を導き出し、会社に決定的な影響力を及ぼしている者にこの規定を類推適用することの意義は実際上低くなつたとされる<sup>332</sup>。

しかしながら、Stattin 教授は、影の取締役の概念は、むしろ 2005 年会社法第 29 章第 1 条または第 3 条の類推適用の可能性を導く原理として有に機能する可能性があると主張さ

---

<sup>329</sup> *Id.* at 413. なお、KEISU ET AL., *supra* note 296, at 150 によれば、影の取締役に代替する手段としては、委任契約の受任者の損害賠償責任を定めた商法（Handelsbalken）第 18 条第 3 項および第 4 項の類推適用が主張されてきたが、この場合、株主や債権者等その他の者は、損害賠償を受けられないとされる。

<sup>330</sup> STATTIN, *supra* note 324, at 413.

<sup>331</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 148-49 によれば、本章における「価値の移転」とは、「利益の配当（vinstutdelning）」（同第 1 条第 1 項第 1 号）、「自己株式の取得（förvärv av egna aktier）」（同第 2 号）、「株式資本の減少（minskning av aktiekapitalet）または株主への準備金の払戻し（reservfonden för återbetalning till aktieägarna）」（同第 3 号）、そして、「会社財産を減少させ、かつ当該会社について純粋に事業的性格を有しないその他の事業上の事象」（同第 4 号）「慈善目的の寄付（gåva till allmännyttigt ändamål）」（同法第 17 章第 5 条）をいうとされる。

<sup>332</sup> STATTIN, *supra* note 324, at 414.

れる<sup>333</sup>。1997年の「SÄMÅ 事件」<sup>334</sup>の最高最判決は、傍論においてではあるものの2005年会社法第29章（1975年会社法第15章）の類推適用の可能性について言及した。

1987年5月、スウェーデンのスンドスバルにあるA株式会社（Förvaltnings AB Valcon）は絵画事業を営むスンドスバルのB株式会社（Söderlunds Måleri AB）の株式を取得した（本件株式取得）。本件株式取得後、B社の商号はLeasing Consult SÖMÅ ABに変更され、同時に、以後B社はリース業を営むよう定款変更がなされ、同年秋までにB社は絵画事業を終了した。

1987年7月、A社はY1株式会社（Leasingconsult JOW AB）を設立した。設立時におけるY1社の株式資本は、500万SEKと登記されていた。同年、Y1社はA社に対する新株発行により500万SEKを増資し、同社の株式資本は1000万SEKとなった。しかし、この設立時と増資の際におけるY1社株式への払込みは、A社がY2銀行に開設した当座預金の借越しにより行われたにもかかわらず、Y2銀行は、A社による現金の払込みが現実になされたとの虚偽の証明書を発行した。設立後、Y1社は林業用機械のリース業を開始した。その際、Y1社は、同社が運営する「リース事業（leasingkontrakten、本件リース事業）」にY2銀行から借り受けた貸付金の保証として担保権を設定した。

1987年10月19日、Y2銀行は、3200万SEKの価値がある本件リース事業に設定された担保権を一次的に放棄した。Y1社は、A社の株主であるCとD（それぞれA社株式資本の50%に相当する株式を保有）に対して本件リース事業を売却し、CとDは各々1600万SEKをその対価として支払った。その後、B社は、同社の株主でもあるCとDに対して株式を発行し、3200万SEKの増資を行ったが、その際、CとDは本件リース事業を現物出資した。1987年10月22日、B社がY2銀行に対して行った3203万SEKの当座貸越への保証として、本件リース契約は直ちにY2銀行へ返還された。B社は、3200万SEKをY2銀行から借り入れ、さらに、Y1社はB社から同額（本件借受金）を借り受けた。Y1社は、

---

<sup>333</sup> *Id.* at 414.

<sup>334</sup> NJA 1997 s.418.

この借受けの時点において支払い能力がなかったにもかかわらず、Y2 銀行からの貸付金を返済するために本件借入金を利用した。その後、1988 年 7 月 6 日、Y1 社は破産し、1989 年 1 月 17 日、B 社も破産した。

原告である B 社の破産財団 (konkursbo) X は、Y1 社は、1975 年会社法第 12 章第 5 条第 1 項に基づき、違法な利益の分配に当たることを理由として本件借入金 3200 万 SEK を返還する義務を負い、Y2 銀行は第 12 章第 5 条第 2 項に基づき欠損填補責任を負うべきであると主張して、Y1 社と同社から金銭を受領した Y2 銀行に対して本件借受金の賠償を求めた。

最高裁判所は、1975 年スウェーデン会社法第 12 章第 1 条、第 2 条および第 5 条を「類推適用」して、Y1 と Y2 の責任を認めた。最高裁判所は、判決理由において、違法な利益の分配を行った者（本件においては Y1）の責任については、従来、第 12 章第 2 条（株主に対する利益配当の制限規定）および第 5 条第 1 項（株主に対して違法な利益配当を行った者の責任）が広範に類推適用されてきたのに対して、違法な利益の配当に関与した者（本件においては Y2）の責任は、第 5 条第 1 項と第 2 項を関連づけて第 5 条第 2 項が類推適用されてきたことを理由として、第 5 条第 2 項の類推適用は限られた範囲で認められるべきであると判示した。その上で、本件の Y2 に対して第 5 条第 2 項を類推適用するために次のように述べた。すなわち、最高裁判所は、「初めに、第 15 章[2005 年会社法第 29 章]第 1 条ないし第 3 条に掲げられる会社の機関に形式的に加わることなくして、実際に会社の決定に影響を及ぼすと考えられる者は機関としての地位を持つ者と同等に扱われるべきであるということは明らかであるように思われる」と傍論を展開した上で、「ある者が、会社法第 12 章の諸規定によって保護されるべき利益を侵害する目的で、例えば、自ら返還義務を負うことになる者に協力して違法な利益の配当に関与する場合には、第 12 章第 5 条第 2 項の類推適用がよりいっそう問題とされ得るべきである。ただしその場合には、当該関与者もまた会社によって違法に支払われたものを自ら受領したことが要求されるべきではない」

と判示した<sup>335</sup>。

(1) SÄMÅ 事件の評価～スウェーデン会社法第 29 章の類推適用の根拠～

Stattin 教授は、この傍論部分は、いくつかの解釈が可能であると指摘する<sup>336</sup>。たしかに、本件は、会社法第 15 章（2005 年会社法第 29 章）に基づく損害賠償請求がなされた事案ではないため、上記の傍論部分は、第 12 章第 5 条第 2 項の類推適用の範囲を拡張するために展開されたと理解することはある意味自然であり、そのような理解は、機関構成員の損害賠償責任に関する規定の類推適用は、予測可能性（företsebarhets）と法的安定性（rättssäkerhet）を害するという理由からこれを否定的にとらえる伝統的な見解にも合致するものと解される。しかしながら、Stattin 教授は、「そのような予測可能性や法的安定性についてより重大な問題が存在するのかどうかは疑わしく、会社に決定的な影響力を及ぼしている者に対する責任が最高裁判所によって認められるようになった現在においては、そうした責任があまりにも予想外なものとなる可能性は低く」、むしろ、「最高裁判所が上記傍論において示唆するような会社法第 29 章の規定の類推適用が受け入れられることは、損害賠償規定の填補的（reparativa）、予防的（preventiva）、さらには信頼創設的（förtroendeskapande）機能を高め、損害賠償規定の根底にある包括的な目的の達成に寄与することが期待できる」と主張される<sup>337</sup>。

(2) 影の取締役か事実上の取締役か

上記傍論から 2005 年スウェーデン会社法第 29 章の規定の類推適用の可能性が導出されると理解するとしても、上記傍論は影の取締役、あるいは選任手続や資格要件に法的瑕疵のある事実上の取締役<sup>338</sup>のいずれを考慮に入れているのかについては明言していないと考えられる。Stattin 教授は、傍論部分の「実際に会社の決定に影響を及ぼすと考えられる者」とは、影の取締役を指すように思われるが、事実上の取締役がその会社で決定を行ってい

<sup>335</sup> NJA 1997 s.418 på s. 452.

<sup>336</sup> STATTIN, *supra* note 324, at 414.

<sup>337</sup> *Id.* at 414-15.

<sup>338</sup> わが国における事実上の取締役の主要な研究として、石山卓磨『事実上の取締役理論とその展開』1 頁以下（成文堂、1984）等参照。



ることを妨げるものではなく、「会社の機関に形式的に加わることなくして」という表現についても、影の取締役と事実上の取締役の両方に妥当するとされる。かくして、博士は、「上記傍論から明らかになることはせいぜい、影の取締役と事実上の取締役の両方に責任が現実化し得るということに過ぎない」と結論づける<sup>339</sup>。

このようにスウェーデンにおいては、会社に対して決定的な影響力を及ぼしている者が会社法の規定のいかなる要件の下で責任追及されるのかが判例法理においていまだ明確化されていない。そこで、Stattin 教授は、イギリス会社法との比較により、決定的な影響力を及ぼしている者を影の取締役として責任追及するための要件をスウェーデン会社法の諸規定の中から抽出しようと試みている。

2006 年イギリス会社法第 251 条は、影の取締役とは、「その者の指揮または指図に従って会社の取締役が行為するのを常としている者」と規定する。Stattin 教授は、同条の要件をスウェーデン会社法の規定およびその解釈から抽出しようと試みている。以下では、Stattin 教授の研究に従って、イギリス会社法第 251 条が示す①「・・・としている者」、②「指揮または指図」、③「・・・・・・に従って・・・・・・行為するのを常としている」という諸要件を個別に検討する。

### (3) 「・・・としている者」～取締役資格との関係～

要件①に関して、Stattin 教授は、影の取締役として責任追及される主体が取締役としての資格要件を満たす必要があるかどうかについて検討を加えている<sup>340</sup>。

スウェーデン会社法第 8 章第 10 条は、法人 (juridisk person) は取締役になることができないと定める。さらに、同第 11 条は、未成年者、破産者、または親子法 (föräldrabalken) 第 11 章第 7 条に基づく成年被後見人、事業活動禁止法 (lagen om näringsförbud) に基づく事業活動禁止者もまた取締役の資格要件を欠くと規定する。

この点、イギリスにおいては、子会社に対して通例的に経営の指揮・指図を行っている

---

<sup>339</sup> STATTIN, *supra* note 324, at 414-16.

<sup>340</sup> *Id.* at 416-18.

親会社または親会社取締役が子会社の影の取締役として扱われることと法人取締役が禁止されることは次元を異にするとされている<sup>341</sup>のと同様に、Stattin 教授は、スウェーデンにおいても「影の取締役は、法律上の取締役でない者であって、背後から指示を与えている者に対して責任追及するための概念であり、そもそもそれらの者が取締役の資格を有するかどうかはここでは問題とはされない」と主張する<sup>342</sup>。要するに、影の取締役の責任が議論される場合には、資格要件という側面を考慮する必要はないと解される。

そのうえで Stattin 教授は、「取締役としての資格要件を欠く者、とくに法人を影の取締役として損害賠償責任の対象とすることは、損害補填、損害抑止、そして、信頼創設といった損害賠償規定の目的に適う」とされる<sup>343</sup>。すなわち、Stattin 教授は、具体的には、子会社に損害が生じ、その親会社に対して損害賠償請求がなされ、同時に親会社の取締役または業務執行取締役に対しても責任追及がなされたケースにおいて、親会社取締役等が損害賠償責任を履行する資力を欠く場合には、資力のある親会社の責任を減免して当該取締役にのみ責任追及するときは、損害賠償請求を行う被害者にとって不利益がもたらされるおそれがある点を強調される<sup>344</sup>。責任が追及される者の範囲を広く認めることは損害賠償請求を実効あらしめ、その結果、親会社や親会社取締役のように一定の影響力の行使者による会社支配権濫用行為が抑制される可能性が高まると解される。

#### (4) 「指揮または指図」

イギリス会社法の要件に照らせば、影の取締役の責任追及がなされるためには、当該会社の取締役またはその他の者に対して何らかの指示（*anvisningar*）が与えられなければならない。問題はかかる「指揮（*direction*）または指図（*instruction*）」という方法で会社を

---

<sup>341</sup> 中村信男「イギリス法上の影の取締役規制の展開および法的位置づけの変容と日本法への示唆」石山卓磨ほか編著『（酒巻俊雄先生古稀記念）21世紀の企業法制』544頁（商事法務、2003）。

<sup>342</sup> *Id.* at 417. また、イギリスにおいても、中村・前掲注（327）173頁によれば、「影の取締役の認定要件として、取締役としての概観を呈しつつ取締役としての職務を行うことが必要とされないのは当然である」とされる。

<sup>343</sup> STATTIN, *supra* note 324, at 417.

<sup>344</sup> *Id.* at 418.

コントロールしたことの具体的内容である。Stattin 教授は、スウェーデン法の解釈として次のように述べる。

第一に、Stattin 教授によれば、このような「指示」は、命令的 (*imperativa*) で、かつ明確 (*någorlunda*) なものでなければならず、具体的には、定期的な指示、支配契約、またはコンツェルンのチーフが子会社に処分行為を命じるといったように、明確な社会的影響力を持つ指示でなければならない<sup>345</sup>。第二に、スウェーデンにおいても、会社に対して現実的に指示が与えられる必要がある。その指示は、全ての事業活動を含むわけではなく、会社の一定の事業活動に関連する積極的な指示を要求すれば足りる<sup>346</sup>。第三に、スウェーデンにおける影の取締役に対する責任追及がスウェーデン会社法第 29 章の規定（とくに第 1 条）の類推適用によりなされる場合には、故意または過失に基づき指示を行うことが必要であるが、ここにいう「故意 ( *uppsåt* )」とは、会社を支配しようとする意図をいう<sup>347</sup>。もともと、第 29 章に基づく法律上の取締役に対する損害賠償請求の事案においては「故意」よりも「過失」のケースが問題とされることが多いとされ、「過失」に基づく指示があるということが認定されるためには、「指示」が与えられたことを原告が証明すれば十分である<sup>348</sup>。第四に、指示が与えられる客体について、Stattin 教授によれば、イギリス法においては、取締役会または取締役の過半数に対する指示が与えられるか、あるいはそれらの者に対して支配権が行使されることが要求される<sup>349</sup>のに対して、スウェーデンにおいては、会社経営機関である取締役会あるいは業務執行取締役のいずれかに対して指示が与えられれば十分であるとされる<sup>350</sup>。この解釈は、イギリスの場合よりも広い適用範囲を持つ。

指示を受ける客体の範囲に関連して、法定の機関以外の会社のユニット、例えば、業務執行取締役に直属しているが取締役でない従業員から構成される経営チームに対して指示

---

<sup>345</sup> *Id.* at 420.

<sup>346</sup> *Id.* at 418-19.

<sup>347</sup> *Id.* at 419.

<sup>348</sup> *Id.* at 419.

<sup>349</sup> *Id.* at 419.

<sup>350</sup> *Id.* at 419. 「影の業務執行取締役」も「影の取締役」として責任追及されることとなる。

をした者が影の取締役として責任追及がなされ得るかが問題となり得るが、上記の Stattin 教授の見解を参酌すれば、かかる経営チームを通じて、少なくとも業務執行取締役の一人に対して積極的な指示が到達していることが必要であると解すべきであろう。

(5) 「・・・に従って・・・行為するのを常としている」

イギリス 1986 年破産法第 214 条および 2006 年会社法第 251 条は、取締役会が与えられた指示に従って「行為するのを常としている (accustomed to act)」ことが証明されなければならぬと定める。すなわち、取締役会の「行動様式」または指示に「習慣的に従っていること (habitual obedience)」が証明される必要があると解される。もっとも、イギリスの裁判例によれば、取締役会が、影の取締役に完全に従属していたことまでは要求されない<sup>351</sup>、Stattin 教授は、指示に従っていることの意味の証明を必要とするイギリス法の要件をスウェーデン法において参照することは妥当であるとされる<sup>352</sup>。ある者が指示を与えているが、取締役会がこの指示に従わない場合には、影の取締役の関係は生み出されないと解されよう<sup>353</sup>。取締役会が指示に従っていた期間は責任が追及されるのである。影の取締役としての責任追及がなされている被告側としては、他の者が当該取締役に對して指示を与え、それに従って取締役会が行動していたという期間を証明すれば、その期間についての責任を免れることができると考えられる。

#### 4 スウェーデン法とイギリス法の比較により得られる示唆

以上みてきたように、会社に対して「決定的な影響力 (bestämmande inflytande)」を及ぼしている者の責任追及法理として、最高裁判所が、判決の傍論部分ではあるものの、

---

<sup>351</sup> 2001 年の *Secretary of State for Trade and Industry v. Deverell* [2001] Ch. 340 によれば、影の取締役からの指揮に直面した場合、適切に任命された取締役らが従属的地位に置かれ、各自の裁量を放棄したことが証明されれば十分であろうが、すべての場合にそうである必要はないとされる。

<sup>352</sup> STATTIN, *supra* note 324, at 420.

<sup>353</sup> *See Id.* at 421. たとえば、ある会社の株式の過半数を有していた者が当該会社の取締役に指示を与え、取締役会はそれに従っていたが、ある時点以降、指示に従う意思を失った場合には、少なくとも、当該取締役会が指示に従っていた期間については、指示を与えた者は影の取締役としての責任を追及される可能性がある。

スウェーデン会社法第 29 章の規定の類推適用の可能性を切り開いたことは一步前進と評価し得るが、その法律構成は不明確な点が多いという点に問題が残る。影の取締役の法律構成を明確化しようと試みた Stattin 教授の見解は、理論的な説明の一つである。「スウェーデンにおいて『決定的な影響力』を会社に与える者が影の取締役として責任追及されるためには、当該会社の何らかの事業に関連して命令的かつ明確な指示を積極的に行い、このような指示に取締役会または業務執行取締役が従った結果、会社または第三者に損害が生じたことが必要である」と定式化した Stattin 教授の見解は妥当であろう。機関構成員が「決定的な影響力を及ぼす者」の指示を了知した上で当該指示に従って行動したという一連の行為により損害が惹起されたことが、機関構成員が任務もしくは法律または定款に違反して損害を惹起した場合と同様に評価されて初めて、第 29 章の類推適用の基礎が生み出されるものと解されるのである。

今後、学説の理解を踏まえた上で第 29 章の規定の類推適用の可能性がより明確に基礎づけられ、会社に対して決定的な影響力を及ぼしている者に対する責任追及の可能性がどの程度拡大するのかについて判例の展開が待たれるところである。

## 5 小括

スウェーデン型会社支配構造の下では、多数派株主が会社支配権を適切に行使すれば、株主によるガバナンス機能が向上すると考えられる。しかし、多数派株主が会社支配権を濫用的または不当に行使すれば、会社、少数派株主、あるいはその他のステイクホルダーの利益が侵害される可能性が高まるとの懸念もある<sup>354</sup>。スウェーデン会社法は、本章でみたように、多数派株主といった会社支配者からの少数派株主やステイクホルダーに対する不当な圧迫を防止し、あるいはそれを抑制するために、少数派株主や様々な利害関係人の保護規定を多数設け、利害関係人間の利益調整を図っていると考えられる。

本章は、これらの保護規定のうちスウェーデン会社法第 29 章の損害賠償規定に主眼を置

---

<sup>354</sup> SOU 1995:44 s.19-20.

いてきたが、かかる損害賠償規定が有効に機能すれば、少数派株主等の被害者が救済され、多数派株主の会社支配権濫用行為が一定程度抑制されることが期待される。

また、スウェーデンには名門一族が多数派株主となり、取締役がそうした多数派株主の信頼の下に選任されている重要企業が多数存在する。かかる企業は、スウェーデン国民に労働の場、財あるいはサービスを提供しており、国民の経済生活に欠くことのできない存在である。スウェーデン企業が担う社会的役割の重要性に鑑みれば、そうした企業の多数派株主や取締役の行動が適正化され、企業経営が健全かつ効率的なものとなり、その結果、企業と様々な利害関係人との間に良好な信頼関係が形成・維持されなければならない、それを実現するためにも会社法の諸規定が有効かつ複合的に機能する必要がある。そのためにも、スウェーデン会社法第 29 章の類推適用を含めた弾力的な運用が期待される。

なお、本章では触れなかったが、スウェーデンにおいては、複数の企業がコンツェルン関係を形成し、支配的企業がその傘下の企業に対して著しい影響力を行使している可能性もなくはない。スウェーデン会社法第 1 章第 11 条以下にコンツェルンに関する規定が設けられている<sup>355</sup>。コンツェルン関係が生じている場合において、コンツェルンの親会社やコンツェルンのチーフに対していかなる法律構成に基づいて第 29 章の損害賠償規定が類推適用されるのかについて考察する必要がある。これに関連して、スウェーデンにおいては、コンツェルンの最上層に位置する会社に対する責任突破法理 (ansvarsgenombrott) について、アメリカの法人格否認の法理 (piercing the veil of corporate entity)<sup>356</sup>を素材とする比較法研究が進められているようである<sup>357</sup>。

現在、わが国においても、会社法改正をめぐる議論の中で、親会社の責任を中心とする結合企業法制や支配株主の責任への関心が再び高まっている折<sup>358</sup>、スウェーデン法の動向

---

<sup>355</sup> もっとも、SOU 2001:1 s.25 によれば、コンツェルンに関する株式会社法の規定は少なく、会社法委員会が十分な検討を行ってこなかったと指摘されている。

<sup>356</sup> See, e.g. PHLLIP I. BLUMBERG, THE AMERICAN LAW OF CORPORATE GROUPS: CORPORATE CONTROL AND ACCOUNTABILITY 305 (Josep McCahery, Sol Picciotto & Colin Scott eds., 1993). スウェーデンの裁判例において法人格否認の法理は確認されない。

<sup>357</sup> STATTIN, *supra* note 324, at 435.

<sup>358</sup> たとえば、日本取締役協会・金融資本市場委員会が作成した「公開会社法要綱案」(第

についても参考になると思われる。もとより、アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスといった国々の結合企業法制や支配株主の責任追及法理を継続的に検証する必要があるが<sup>359</sup>、それに加えて、こうした国々の結合企業法制や責任追及法理を取り入れ、独自の法制度を創出しようとするスウェーデンの手法を検討することで、かかる法制度や法理の持つ普遍的側面をより正確に抽出することが可能となり、他方において、そうした普遍的側面を自国法の中により適切に取り入れるための新たな手法を発見し得るのではないかということが期待されるのである。

もっとも、支配株主に対する損害賠償請求はあくまで事後的な救済策であり、間接的に支配株主の濫用行為を抑止する効果は認められるものの、事前かつ直接的に支配株主の行為を規律する効果が低いという限界がある。したがって、支配株主の行為を事前に規制する方法が必要となる。そうした方法の 1 つとしては、敵対的企業買収が考えられる。しかし、会社支配権が強化されたスウェーデン型会社支配構造の下で企業買収を成功させることはきわめて困難である。かかる状況を打開するための規制としては、EU 公開買付指令を国内法化したスウェーデン公開買付法（Lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden）第 6 章第 6 条に定められたブレイクスルー・ルールが考えられる。同ルールは、企業買収局面において複数議決権等を 1 株 1 議決権化することを内容としている

---

11 案) 4.02 および 4.03 には、親会社の子会社に対する指揮権と、子会社に対する指示を行った親会社の責任が規定されていたが、いかなる指示をした場合に、親会社が責任を負うのかについて、比較法研究に基づく具体的な検証が必要とされよう。また、法務省の法制審議会の会社法部会においても、結合企業法制についての議論が展開されていた。平成 26 年改正法の下では、多重代表訴訟制度が導入されたが、親会社ないしはその取締役の責任追及法理の導入は実現しなかった。

<sup>359</sup> これらの国々の結合企業法制をめぐる主要な研究として、中村信男「イギリス法における親子会社規制（一）」早稲田大学法研論集 55 号 97 頁以下（1990）、同「イギリス法における親子会社規制（二・完）」早稲田大学法研論集 58 号 189 頁以下（1991）、江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』1 頁以下（有斐閣、1995）、青木英夫『結合企業法の諸問題』1 頁以下（税務経理協会、1995）、小松卓也「親会社による子会社監督の法理論について」神院 37 卷 1 号 1 頁以下（2007）、高橋英治『企業結合法制の将来像』1 頁以下（中央経済社、2008）、森本滋編著『企業結合法の総合的研究』1 頁以下（商事法務、2009）、早川勝「企業内部における不利益補償—イタリア企業グループ規制方式を中心として—」同法 60 卷 7 号 1 頁以下（2009）がある。

ため、これが適用されれば、敵対的企業買収が成功する可能性が著しく高まることが期される。そこで、次章では、支配株主の会社支配権の濫用を抑制する法規制として、スウェーデン公開買付法、とりわけ同法に導入されたブレイクスルー・ルールを検討しよう。



### 第三章 スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの法的問題

2006年5月20日、スウェーデンでは公開買付けを規制する制定法としては初となるスウェーデン公開買付法（Lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden、LUA）が公布された（同年7月1日施行）。同法が公布されるまで、同国では公開買付けに関する法律上の規制は存在しておらず、公開買付けに対する規制はもっぱら自主規制機関であるスウェーデン産業・商業株式取引所委員会（Näringslivets Börskommitté、NBK）が作成する自主規制ルール（NBKルール）に委ねられていた<sup>360</sup>。しかし、2004年4月21日にEU委員会が、買収防衛策などの公開買付けに対する障害を一定程度除去することにより「平等な競争の場（level playing field）」を確保し、その下で企業買収を促進することを主要な目的とするEU公開買付指令（以下「公開買付指令」）を採択すると（2004年5月20日発効）<sup>361</sup>、EU構成国はそれを国内法化する義務を負うこととされていたため、スウェーデンもまた公開買付指令の規制に添う形で既存のNBKルールに修正を施すとともに、いくつかの規定を新たに設けてLUAを制定するに至った。

LUAには、上述した公開買付指令の目的達成にとってきわめて重要であると考えられる規定が置かれている。EU委員会の「公開買付指令の実施に関する報告書」によれば、公開買付指令の目的達成に必要な主たる規定とは、「取締役会の中立義務に関するルール」と「ブレイクスルー・ルール」であるとされる<sup>362</sup>。前者は、「買付者が公開買付けの申込みを決定したという情報を得た買収対象会社の取締役会が公開買付けを阻止する行為をする場合において事前の株主総会の承認を要求する」という内容のルールであり、株主の利益を害し、敵対的企業買収の障害となり得る取締役会の権限を制限し、買収活動の促進を図ることを

---

<sup>360</sup> SOU 2005:58 s.53. SOU.

<sup>361</sup> 2004/25EC L 142/12.

<sup>362</sup> Commission Staff Working Document, *Report on Implementing of the Directive on Takeover Bids*, COM (2007), 21. February 2007 SEC (2007) at 3, available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf). なお、早川勝「英国におけるEU公開買付指令の国内法化—二〇〇六年英国会社法におけるパネルの規制—」同法61巻2号48-49頁（2009）参照。

目的としている<sup>363</sup>。後者は、「公開買付期間において買収対象会社が定めた株式の譲渡制限や議決権行使の拘束などに関する定款の規定や個別契約の効力が買付者に及ばず、また、複数議決権株式を無効化 (break-through)、すなわち、1株1議決権化する」ことを内容とする。ブレイクスルー・ルールは、2002年にEUの会社法専門家集団であるハイ・レベル・グループの中で初めて提案されたものであり、公開買付けの局面において、出資による経済的リスクと会社に対する支配とは比例すべきであるとする「出資と支配の比例性の原則」(以下、「比例性の原則」)<sup>364</sup>、具体的には「1株1議決権の原則」を徹底し、それにより、ヨーロッパの企業買収のための平等な競争の場を確保することを目的としているといわれている<sup>365</sup>。

公開買付指令の制定過程ではこれら2つのルールを構成諸国の国内法へ義務的に導入することについての議論がなされたが、構成諸国の足並みは揃わなかった。とくにハイ・レベル・グループが提案したブレイクスルー・ルールについては、ほとんどのEU構成国はその義務的導入に反対した。なぜなら、議決権制限株式や複数議決権株式などを用いてわずかな出資で会社支配を可能とする株式構造をとるEU構成国においてこれらの株式にブレイクスルー・ルールが適用されると、すべての株式が1株につき1議決権を持つものとして扱われ、その結果、他国の企業が自国の会社を買収し易くなるということが危惧されたからである。政治的妥協の末、公開買付指令はそれらのルールを国内の会社に義務づけるかどうかは各構成国の判断に委ねることとし、仮に構成国がその義務づけを選択しない(opt-out)場合には、各会社はこれらのルールを会社の定款に任意に導入することができる(opt-in)とするいわゆるオプト・イン型の規制にとどめた(公開買付指令第12条第2

---

<sup>363</sup> Commission Staff Working Document, *supra* note 362, at 5.

<sup>364</sup> ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス・フォーラムの資本と支配の比例性に関する声明の紹介とその批評について、正井章彦「EUにおけるコーポレート・ガバナンスをめぐる議論—ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス・フォーラムの声明を中心として—」早比43巻1号20-29頁(2009)参照。

<sup>365</sup> Guido Ferrarini, *One Share – One Vote : A European Rule?* 3 (ECGI. Law, Working Paper No.52, 2005), available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=875620](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=875620).

項)。

スウェーデンでは、取締役会の中立義務に関する規定はNBKルールの中にすでに置かれていたため(NBKルール第2章第21条第1項)、それとほぼ同様の規定をLUAに設け、これをLUA適用会社に義務づけた(LUA第5章)<sup>366</sup>。これに対して、ブレイクスルー・ルールについて、支配株主が複数議決権株式を用いて会社支配権を強化することが通例となっているスウェーデンは、同ルールを国内の会社に義務づけることを選択せず、各会社がそれを任意に自社の定款に導入することは可能であるとするオプト・イン型の規制にとどめた(LUA第6章)。要するに、スウェーデンでは、ブレイクスルー・ルールを通じて公開買付けの局面において比例性の原則とその具体的表れである1株1議決権の原則を徹底するには至らなかったのである。

本章では公開買付け指令制定の経緯を踏まえながら、スウェーデンがブレイクスルー・ルールに反対し、公開買付けの局面において比例性の原則、とりわけ1株1議決権の原則からの乖離(具体的には複数議決権株式を用いた会社支配構造)を許容することを維持した理由を確認し、それについて検討を加える。それにより、公開買付けの局面において、1株1議決権の原則からの乖離がどの程度許容されるべきかという普遍的な問に対し何らかの示唆を得たいと考える。

また、スウェーデンの会社はブレイクスルー・ルールを任意に導入することは可能であり、それが適用される場合には、LUAにとどまらず、スウェーデン金融商品取引法、その他の取引所ルール、さらには、スウェーデン会社法(Aktiebolagslag, ABL)における公開買付けに関連する諸規定の解釈や適用をめぐる様々な法的問題が生じることが想定されることから、かかる法的問題についても本章の検討課題としたい。

以上のように、本章ではブレイクスルー・ルールを主として検討するが、その前提とし

---

<sup>366</sup> LUA第5章は、「株式会社の取締役会または業務執行取締役が、当該株式会社の株式に関する公開買付けを行おうとする者からの情報に基づき、当該買付けが切迫していると思料する理由を有し、または、当該公開買付けが行われた場合には、当該株式会社は、株主総会の決議に従う限り、公開買付けの実行または実施の条件を阻害することのできる措置を講じることができる」と定めている。

て、LUA の全体像を把握し、同法の中でブレイクスルー・ルールがどのように位置づけられているのかを明確にするために、スウェーデンにおいて LUA が制定され、その中にオプト・イン型のブレイクスルー・ルールが導入されるまでに、公開買付けに関する諸々の規制がどのような歴史的経緯を経て形成され、また、LUA 制定に際してそれらの規制が相互にどのように調整されたのかについて整理を試みる。さらに、かかる公開買付け規制の形成は同国における取引所の設立の経緯や公開買付けが活発化してきた歴史と密接に関係していると考えられるため、以下ではまずスウェーデンにおける取引所と株式取引の実態についてみたうえで、同国における公開買付け規制の形成の歴史を跡付けたい。

## 第一節 スウェーデンにおける公開買付けの実態と公開買付け法の制定

### 1 スウェーデンにおける公開買付けの実態

#### (1) スウェーデンの取引所と株式取引の歴史と実態

2012 年 10 月現在、スウェーデンには、3 つの主要な取引所、すなわち、1863 年にストックホルム取引所として開設された NASDAQ OMX Stockholm（以下、ストックホルム取引所）<sup>367</sup>、1997 年に開設された Nordic Growth Market（NGM）、そして、多数の中小企業が上場し、2007 年に多角的取引システム（Multilateral Trading Facility、MTF）を採用した新興市場である AktieTorget（AT）が存在する。これらのスウェーデンの取引所では株式取引が活発に行われ、株式市場の流動性も高いとの指摘がある<sup>368</sup>。

2015 年 1 月 15 日現在、ストックホルム取引所に株式を上場しているスウェーデン企業

---

<sup>367</sup> 1998 年に OMX 取引所は、アイスランド証券取引所（ICEX）が 1985 年にストックホルムにおいてデリバティブ取引を目的として設立した Optionsmarknaden（OM）と合併し、OM グループが誕生した。2003 年には OM グループとヘルシンキ証券取引所（HEX）が合併することにより OMHEX グループが創設され、翌 2004 年に OMEHX は OMX に改称された。2007 年にはアメリカの NASDAQ が OMX を買収し、両者は NASDAQ OMX グループへと再編されるに至った。ストックホルム取引所の歴史につき同社のホームページ [http://www.nasdaqomxnordic.com/about\\_us?languageId=1](http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us?languageId=1) (last visited Jan. 15, 2015) 参照。

<sup>368</sup> Agnblad et al., *supra* note 188, at 230.

の数は 270 社<sup>369</sup>、NGM については 28 社<sup>370</sup>、さらに、AT については 129 社<sup>371</sup>である。各取引所のホームページをみると、NGM や AT には比較的創業後間もない中小規模の新興企業の株式が上場されているのに対して、ストックホルム取引所には、Ericsson、H & M、Volvo など国際的に有名な企業やスウェーデンの二大銀行である SEB や SHB など大規模企業の株式が上場していることから、ストックホルム取引所はスウェーデン経済や同国の企業にとってきわめて重要な役割を果たしているといえよう。そこで、以下ではストックホルム取引所の株式取引の状況についてみていこう。

まず、ストックホルム取引所に上場している会社の株式の発行状況についてみると、上記 270 社のうち約 30 数社は、2 つの種類の株式をストックホルム証券取引所に上場しており、それらのうちの多くが 1 株 1 議決権を持つ A 株式と 10 株で 1 議決権を持つ B 株式（配当優先がない場合が多い）を発行している<sup>372</sup>。それ以外の会社の多くは、1 株あたりの議決権割合の低い B 株式のみを上場しており、1 株あたりの議決権割合の高い A 株式は上場していない。こうした事情から、スウェーデンの大規模上場会社は、主に B 株式を市場に放出して資金調達を行いつつ、議決権割合の高い A 株式は市場に流通させず、それを一定の株主の手元にとどめることにより、会社支配権が第三者に取得されることを防止しているのではないかということが推察される<sup>373</sup>。もっとも、ストックホルム取引所における株式の取引状況をみると、種類株式を発行せずに普通株式のみを上場する会社も少なくなく、また高議決権株式である A 株式も全体としてはわずかな数量ではあるが取引が行われ

---

<sup>369</sup> 上場株式のリストは、<<http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/>> (last visited Jan.15, 2015)で入手可能である。

<sup>370</sup> 同社のホームページ <http://www.ngm.se/statistik-2/> (last visited Jan.15, 2015)参照。

<sup>371</sup> 同社のホームページ <http://www.aktietorget.se/> (last visited Jan.15, 2015)参照。

<sup>372</sup> すでにみてきたように、スウェーデンにおいて最も有名な Wallenberg 一族は B 株式の 10 倍の議決権を有する A 株式を用いて持株会社である Investor 社 の議決権の過半数を支配している。同社の A 株式はストックホルム取引所に上場されている。なお、本文に述べた議決権の異なる 2 つ以上の種類株式の発行の仕方はわが国の会社法の単元株と類似する機能をもつものといえよう。

<sup>373</sup> たとえば、Volvo 社は、A 株式、B 株式、C 株式という三種類の種類株式を発行している。A 株式は 1 株 1 議決権で、B 株式と C 株式は A 株式の議決権の 10 分の 1 である。すなわち、1 株 10 議決権という複数議決権の方式をとるのではなく、B 株式、C 株式は日本の単元株のように 10 株で 1 議決権になるという形で議決権の差異を創出しているのである。

ている。同取引所において会社支配に影響を及ぼすような株式ブロックの取引や公開買付けが行われる可能性がないとはいえないであろう<sup>374</sup>。以下では、スウェーデンにおける株式取引や公開買付けの歴史を跡付けながら、同国の公開買付けの現在の実態についてみていこう。

## (2) スウェーデンにおける公開買付けの歴史と実態

スウェーデンの取引所において株式取引が開始されたのは、1900年代である。スウェーデンでは、1890年代以降における産業革命と1895年の会社法改正に際して導入された準則主義により株式会社の設立が容易化したことを背景として、事業会社の数が著しく増加した<sup>375</sup>。こうした状況の下で、事業会社の資金調達需要が高まると1900年代にはストックホルム証券取引所において株式取引が開始され、1930年代に至るまでスウェーデンの株式取引は活況を呈し続けていた。

当時のスウェーデンにおける株式取引の重要な担い手はWallenberg一族などの有力な一族やそうした一族が支配する国内の民間商業銀行であった。ストックホルム取引所において株式取引が開始された時点では、銀行による事業会社のエクイティー保有割合には銀行法による一定の制約が設けられていたが、1911の銀行法改正によりこのような制限が廃止されたことから、国内の銀行による事業会社株式の取引はよりいっそう活発化した<sup>376</sup>。また、1890年代以降、スウェーデンでは林業、鉄鋼、紙・パルプ、電力、印刷業、機械、化学産業など同国の経済にとってきわめて重要な事業を営む会社が増加していたところ<sup>377</sup>、外国人投資家にとってもこれらの会社の株式は魅力的な商品であったと考えられる。しかしながら、第一次世界大戦中の1916年に、国内産業の保護を目的として「スウェーデン企業の株式を所有する外国人の権利を制限する法律」（以下、1916年法）が制定され、外国人は、不動産や天然資源など重要な一定の事業を営むスウェーデン上場株式会社の発行する

---

<sup>374</sup> See DANIEL STATTIN, TAKEOVE, 401 (2d ed. 2010).

<sup>375</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 49.

<sup>376</sup> HÖGFELDT, *supra* note 145, at 524.

<sup>377</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 49.

株式のうち議決権の 20%に相当する株式までしか保有することができないこととされた。さらに 1930 年代には上場会社一般について外国人の株式所有が制限された。これにより、スウェーデンの取引所における外国人による株式取引は大きく制約されることとなった。

世界恐慌後、スウェーデンではアメリカのグラス・スティーガル法に範をとった 1934 年の改正銀行法により、民間商業銀行による事業会社のエクイティーの直接保有が原則として禁止された。それまでスウェーデンの多数の重要企業の株式を保有していた民間商業銀行は、既存のあるいは新設された持株会社に資産を譲渡し、当該持株会社の株式を当該銀行の株主や取締役（これらの者は有力なファミリー出身者であることが多い）に割り当てた<sup>378</sup>。かくして、1930 年代には複数議決権株式を用いて創業者一族が持株会社の支配株主となり、その持株会社を通じて国内の多くの重要な事業会社を支配するというピラミッド型の会社支配構造（以下、「スウェーデン型会社支配構造」）<sup>379</sup>が確立した。かかる構造の下で企業ピラミッドに属する事業会社は銀行からの借入れや内部留保利益による資金調達に大きく依存することとなったため、スウェーデンの株式市場はその重要性を失った<sup>380</sup>。1930 年代からおよそ半世紀にわたり、スウェーデンにおける資本移動の管理は主としてスウェーデン中央銀行（Svenska Central Banken）と財務省が担うこととなった。

1980 年代にスウェーデンの株式市場は再び活況を呈し始めた。その原因は、当時、スウェーデンは EC へ加盟するために、EC における経済的自由の保障の一環として外国人によるエクイティーの直接保有を保障すべく、外国人に対してスウェーデン市場を開放する必要が生じたためであるといわれる<sup>381</sup>。さらに、1993 年にはスウェーデン国内における外国人の株式取引を制限する 1916 年法が廃止されたことにより、スウェーデンでは公開買付けがさらに活発に行われることとなった<sup>382</sup>。ストックホルム証券取引所のホームページによ

---

<sup>378</sup> Lindgren, *supra* note 148, at 4.

<sup>379</sup> 詳しくは、拙稿・前掲注（83）55 頁以下（本論文第一章）参照。

<sup>380</sup> HÖGFELDT, *supra* note 145, at 543.

<sup>381</sup> *Id.* at 534-535. スウェーデンは、1991 年、EC に加盟申請を行い、1993 年、EU に加盟した。なお、1993 年にヨーロッパ経済圏（EEA）に加盟した。

<sup>382</sup> *Id.* at 534.

れば、1990年から2012年（10月12日現在）の23年間にかけて、ストックホルム証券取引所に株式が上場されているスウェーデンの会社に対して合計469件の公開買付けが行われ、そのうちの3分の2以上の事案において公開買付けが成功したことが報告されている<sup>383</sup>。

これらの公開買付けのうち国外出身の企業によるスウェーデン企業に対する公開買付けも少なくなかった。スウェーデン法務省会社法委員会の委員長であるGöteborg大学のRolf Skog教授の「EU公開買付指令案、『ブレイクスルー』ルールとスウェーデンの二重の種類株式」と題された論文によれば、1990年から2004年にかけて外国人がスウェーデン上場株式会社を対象として行った公開買付けの件数は68件（上記期間に行われた245件の公開買付けの28%に相当）存在し、この68件の公開買付けのうち35件の買付者が他のEU構成国出身者であり<sup>384</sup>、具体的にはドイツ、フランス、イギリス、フィンランドなどの企業がスウェーデン企業に対する公開買付けに成功したとの報告がなされている<sup>385</sup>。かかる報告から、スウェーデン企業はEU域内における国境を越えた企業買収の波に飲み込まれていったことがみてとれよう。

EU域内における国境を越えた企業買収が増加し、EUレベルでは経済的に望ましい買収は促進されるべきであるとの認識が共有されるようになる中で、EU域内における平等な条件の下での企業買収を促進するために、EU構成諸国間の公開買付規制の調和を図るととも

---

<sup>383</sup> 同取引所のホームページによれば、ストックホルム取引所における過去4年間の公開買付けの件数について、2009年は14件、2010年は16件、2011年は11件、2012年は9件、2013年は2件、2014年は12件が報告されている。[http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Tender\\_Offers/](http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Tender_Offers/) (last visited Jan.15, 2012)参照。

<sup>384</sup> SKOG, *supra* note 220, at 303.なお、本文の68件の公開買付けのうち、20件の買付者がアメリカ企業であったとされる。また、1998年から2002年の5年間にかけてスウェーデンの上場株式会社に対して行われた公開買付けの買付金額の総額は2000億SEKであった。

<sup>385</sup> *Id.* at 303. 買付金額で第一位の事案は300億SEKでドイツのLinde社がスウェーデンのAGA社を買収した事案であり、第二位は、ドイツのE.On社がスウェーデンのSydkraft社を230億SEKで買収した事案であった。なお、1998年から2002年の5年間にかけてスウェーデンの上場株式会社に対して行われた公開買付けの買付金額の総額は2000億SEKであったことから、これら2つの事案の買付金額が相当高額であったことがみてとれる。



に、各構成国の企業買収の対抗措置に関する規制を可及的になくすべきではないかとの議論がなされた<sup>386</sup>。そうした議論を経て、2004年に企業買収の障害を除去することにより「平等な競争の場」を確保し、その下で企業買収を促進することを目的とする公開買付指令が採択されるに至った。これを受けて、スウェーデンでは公開買付けに関する法律やその他の規制の制定・調整の必要性が次第に高まり、LUAの制定とそれに関連する法規制の調整が行われたのである。以下では、LUA制定の経緯についてみていこう。

## 2 スウェーデン公開買付法の制定史

### (1) 公開買付けに関する自主規制（公開買付法制定前史）

2006年5月20日にLUAが公布される以前、スウェーデンの公開買付けは、1966年にスウェーデン産業連盟（Sveriges Industriförbund）とストックホルム商業会議所（Stockholms Handelskammare）が共同で創設したスウェーデン産業・商業株式取引所委員会（NBK）が作成する自主規制ルールにより規制されていた<sup>387</sup>。

NBKの自主規制ルールは、イギリスの公開買付規制を模範とする内容を盛り込んだ公開買付けに関する1971年のNBK勧告（rekommendation）に端を発するが、NBKはこの勧告を通じてスウェーデンにおける公開買付けを規制してきた。NBK勧告は数次の改正がなされたが、2003年の改正に際してNBKは「公開買付けに関する勧告」から「公開買付ルール（regler）」（以下、NBKルール）に名称を変更した<sup>388</sup>。NBKルールには、公開買付け

---

<sup>386</sup> 野田輝久「EUにおける企業買収—EU公開買付指令」法時79巻5号58頁（2007）。

<sup>387</sup> SOU 2005:58 s.53-54. これによれば、NBKは、9つの非営利社団（ideell förening）、すなわち、株式市場の問題のための社団（Föreningen för aktiemarknadsfrågor）、スウェーデン企業連盟（Svenskt Näringsliv）、ストックホルム商業会議所、ストックホルム取引所（Stockholmsbörsen）、スウェーデン証券業協会（Svenska Fondhandlareföreningen）、スウェーデン銀行連盟（Svenska Bankföreningen）スウェーデン公認会計士協会（FAR, Föreningen Auktoriserade Revisorer）、株式市場における規制問題のための機関により所有された社団（Institutionella ägares föreningen för regleringsfrågor på aktiemarknaden Fondbolagens Förening）、ならびにスウェーデン保険連合（Sveriges Försäkringsförbund）により運営されており、また、NBKの活動資金はこれら9つの非営利社団の手数料等によりまかなわれていたとされる。

<sup>388</sup> *Id.* at 54.

の手續に関する規定、具体的には公開買付けに際して提供される情報、買付条件、対象会社が講ずることのできる買収防衛策、そして、買付文書 (prospekt) に関する規定が置かれていた<sup>389</sup>。

これら NBK ルールの解釈と適用除外の審査については、イギリスのテイク・オーバー・パネルに範をとり<sup>390</sup>、スウェーデンの証券市場における「良き慣行 (god sed)」を創出することを目的として1986年にスウェーデン産業連盟とストックホルム商業会議所が創設した自主規制機関である株式市場委員会 (Aktiemarknadsnämnden, AMN) が担っていた (NBK ルール第1章第2条)<sup>391</sup> <sup>392</sup>。AMN は、買付者からの求めがあった場合には、NBK ルールの規定が当該公開買付けに適用されるのかどうかを判断し、あるいは NBK ルールを解釈し、声明 (uttalande) を発して買付者に回答してきた (AMN 声明)<sup>393</sup> <sup>394</sup>。さらに、

---

<sup>389</sup> SVANTE JOHANSSON, THE EUROPEAN TAKEOVER DIRECTIVE AND ITS IMPLEMENTATION 710 (Paul Van Hooghten ed., Oxford University Press 2009).

<sup>390</sup> SOU 2003:22 s.64.

<sup>391</sup> NBK ルール第1章第2条は、「AMN は、NBK ルールがどのように解釈および適用されるかについて情報を提供することができる。AMN は特段の事情がある場合には、NBK ルールを適用除外とすることができる。適用除外とする場合には、条件を付することができる」と定めていた。

<sup>392</sup> なお、LUA の下では、スウェーデン金融監督庁は、買付義務に関する規定の適用除外の判断 (LUA 第7章第5条) など、同条各号に定める一定の事項を AMN に委任することができるものとされており (LUA 第7章第10条)、当該委任事項に関連する判断を公開買付けの当事者が AMN に求めた場合には、AMN は声明 (uttalande) を通じて当該事項について具体的に判断・解釈することができる。具体的には、スウェーデン金融監督庁は、スウェーデン金融監督庁規則 (FFFS2007:17) 第14章の定めるところに従い、a) 買付文書 (erbjudandehandling) の作成およびその承認申請のための期限の延長についての判断 (LUA 第2章第3条第2項)、b) 当該買付けが、買付者と関連当事者である者が買付義務を履行しなければならない場合に該当するかどうかの判断 (LUA 第3章第4項)、c) LUA 第3章の規定に基づき買付義務が履行されるかどうかについての情報の提供 (LUA 第7章第4条)、d) ある一定の買収防衛措置が LUA 第5章の買収措置に関する規定に違反しているかどうかについての情報の提供 (LUA 第7章第4条)、e) 買付義務に関する規定の適用除外の判断 (LUA 第7章第5条)、f) 買収措置に関する規定の適用除外についての判断 (LUA 第7章第5条) を AMN に委任している。

<sup>393</sup> AMN は、1986年の創設から2014年に至るまでに、公表されているものだけでも、732もの声明を発している。その内容をみると、買付義務など公開買付けルールの適用除外の判断に関する事案が多数を占めるが、それに次いで、LUA や取引所の公開買付けルールの諸条項の解釈や良好な慣行に関する解釈に関する事案がいくつか存在する。AMN 声明は、[http://www.aktiemarknadsnamnden.se/aktiemarknadsnamndens-uttalanden/samtliga-uttalanden\\_\\_357#2012](http://www.aktiemarknadsnamnden.se/aktiemarknadsnamndens-uttalanden/samtliga-uttalanden__357#2012) (last visited Jan.15, 2015) で入手することができる。

<sup>394</sup> Finansinspektionens pm ”Uppföljande utvärdering av samarbetet mellan

買付者は当該公開買付けを NBK ルールおよび AMN 声明における NBK ルールの解釈・適用についての回答に服せしめることを明らかにしなければならない（NBK ルール付録第 1 条第 1 項）とされており、買付者は NBK ルールと AMN 声明の遵守義務を負うものとされていた。同条項について、スウェーデン政府は、買付者が NBK ルールと AMN 声明を遵守することを明らかにすることにより、NBK ルールと AMN 声明には契約法に基づく拘束力が生じるとの解釈を示してきた<sup>395</sup>。このような解釈の下で、スウェーデンでは自主規制ルールであった NBK ルールとその具体的な適用・解釈基準を示す自主規制機関である AMN が発する声明に契約法上の拘束力を認めることによりエンフォースメントを確保しつつ、公開買付けを実効的に規制してきたといえよう。

## (2) スウェーデン公開買付法の制定と関連法規制間の調整

2004 年に公開買付指令が採択されたことを機縁として、スウェーデンでは公開買付規制の制定法化の動きが始まった。2006 年には公開買付法の制定に向け、スウェーデンの公開買付けに関する自主規制をより定型的で明確なものとするを目的として「証券市場における良好な慣行のための社団（Förening för god sed på värdepappersmarknaden）」が設立され、NBK、AMN<sup>396</sup>、スウェーデン・コーポレート・ガバナンス委員会（Kollegiet

---

Finansinspektionen”, FI Dnr 08-8404, s.7. スウェーデン金融監督庁が実施したアンケート調査によれば、AMN に対するスウェーデン経済界の信頼は高いとの調査結果が現れている。スウェーデン金融監督庁が実施したアンケート調査によれば、AMN に対するスウェーデン経済界の信頼は高いとの調査結果が現れている（100 名の回答者（内訳は、規制市場である OMX Nordic Exchange と NGM に上場している会社の中からランダムに選択された 41 社、その残りは、25 の機関投資家とファンド、11 の銀行、そして、23 の弁護士事務所である）のうち 83 名がアンケートに応じ、そのうちの 60 名（72%）が AMN の業務を信頼しているまたは一定程度信頼していると回答し、3 名（4%）が信頼していない、残り 20 名（24%）は判断に悩んでいるまたはどちらでもないと回答した）。このような結果から、AMN は、その声明を通じて、スウェーデンの公開買付けをめぐる良好な慣行を生み出すことに重要な役割を果たしてきたと考えることができよう。

<sup>395</sup> SOU 2005:58 s.53.

<sup>396</sup> AMN は、「証券市場における良好な慣行のための社団」の一機関であり、独立した法人格を持つものではない。AMN は、議長（ordförande）1 名、副議長（vice ordförande）1 名、最大 24 名のその他の構成員からなる理事会（styrelsen）でこれを組織するとされている（証券市場における良好な慣行のための社団規則（以下、「社団規則」）第 16 条第 1 項第 1 文）。これらの者は全て、「法学専門教育を受けている（lagfarna）」者（萩原・前掲注（162）125 頁によれば、「法学専門教育を受けた」こととは、大学法学部を卒業したことを意味し、

för Svensk Bolagsstyrning) ならびに金融報告委員会 (Rådet för Finansiell Rapportering) はこの社団の内部機関に再編成された<sup>398</sup>。同社団は NBK ルールや取引所規則の中の公開買付規制の調整作業に携わった。その調整プロセスを経て、2006 年 5 月 20 日に LUA が公布されるに至った。

LUA の制定を受けて、2007 年にはスウェーデン金融商品取引法 (Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument、LHF)<sup>399</sup>が改正された。その際、公開買付けの届出書や買付文書 (prospekt) の概要、それらの内容、ないしは、それらの文書の承認・開示要件 (スウェーデン金融商品取引法第 2 章) に関する規定が LUA と矛盾しないように調整された。

取引所規則に関連して、2006 年に取引所や認可市場 (auktoriserade marknadsplatser) に公開買付けに関する規制を定めることを義務づける「取引所およびクリアリング事業に関する法律 (lagen (1992 : 543) om börs- och clearingverksamhet)」が改正された。改

---

それは、裁判官に就くための資格要件であるとされる) である。また、社団規則第 16 条第 1 項第 2 文によれば、「AMN の理事会は、株式市場参加者に信頼を与えるように専念することができ、AMN の職務を考慮して適切な構成となるように配慮しなければならない」と定められており、この規定に基づき、AMN の理事会は、議長、副議長およびその他の構成員の一部は株式市場の参加者やその他の関係者と何ら利害関係を有せず、それ以外の一部の構成員は市場参加者等と一定の利害関係を有しているというような構成をとることが一般的であるといわれている。なお、AMN は、AMN が処理する案件の下処理を行い、1 名の事務局長 (direktören) から構成される事務局 (kansli) を有する (社団規則第 20 条第 1 項)。

<sup>397</sup> 社団規則によれば、AMN は、「声明、助言および情報を通じて、スウェーデンの株式市場の良好な慣行のために行動しなければなら」ず (社団規則第 14 条第 1 項)、また、「裁判所またはその他の行政機関もしくは取引所の求めに応じて、株式市場における良好な慣行について声明を発することができる」とされる (社団規則第 14 条第 2 項)。さらに、AMN は、「取引所または公認市場に上場されている株式を発行した株式会社 (上場株式会社) またはそのような株式会社の株主のいずれかによって講じられた措置が、上場株式会社の株式に重要性を持つと考えられまたは重要性を持ち得る場合には、これを審査することができる」とされている (社団規則第 15 条)。STATTIN, *supra* note 374, at 94 によれば、この「措置」には、上場株式会社が直面し得る株式市場法、スウェーデン会社法またはコーポレート・ガバナンスに関連する様々な問題が含まれると解されている。このように理解すれば、AMN の審査はきわめて広範囲に及ぶものと考えられる。

<sup>398</sup> PER OLA JANSSON, BÖRS RÄTT 96 (Catarina Af Sandeberg & Robert Sevenius ed., Studentlitteratur, 2011).

<sup>399</sup> LHF は、EC 指令 (2003/71EC) を国内法化したものである。

正法が「取引所は同取引所に上場されている会社の株式に係る公開買付けに関する規制を設けなければならない、さらに、この規制は、公開買付指令の要件を充足し、合目的なものでなければならない」（同法第4章第2a条）と規定したことを受けて、ストックホルム取引所とNGMは、新たな取引所規則を設けた（2009年10月1日施行）<sup>400</sup>。

LUAと各取引所の新規則の制定ないしはLHFの改正に際して諸規制の調整が終えられたことで、公開買付指令採択後におけるスウェーデンの公開買付け規制の整備は概ね完了した。それにより、これまでスウェーデンにおいて公開買付けに関する自主規制ルールを生み出してきたNBKはその役割を果たし終え、2010年5月に証券市場における良好な慣行のための社団はNBKの業務をスウェーデン・コーポレート・ガバナンス委員会に引き継がせ、NBKは解散した<sup>401</sup>。

### (3) スウェーデン公開買付法とブレイクスルー・ルール

LUAは、本法の適用範囲および定義を定めた第1章（総則）、買付者の義務および買付文書について定めた第2章、義務的買付けについて定めた第3章、公開買付けの実施および買付文書に関する情報の従業員への提供について定めた第4章、取締役会の中立義務について定めた第5章、ブレイクスルー・ルールについて定めた第6章、LUAの諸規定の遵守状況についてのスウェーデン金融監督庁（Finansinspektion）による監督、同庁の権限の民間機関（AMN）への委任<sup>402</sup>と課徴金について定めた第7章、スウェーデン金融監督庁への不服申立てについて定めた第8章から構成されている。LUAの規定の多くは、NBKルールの規制と同内容のものであるか、あるいはNBKルールに若干の修正を施したものである。たとえば、すでに述べたように、公開買付指令の目的達成のために必要とされる取締役会の中立義務に関する規定（LUA第5章）はNBKルールに存在していた（NBKルー

---

<sup>400</sup> GÖRAN NYSTRÖM, ROBERT OHLSSON, ERIK SJÖMAN & ROLF SKOG, TAKEOVER-REGLERNA: EN KOMMENTAR 13 (2010). なお、取引所規則は、各取引所のホームページで入手できる。

<sup>401</sup> この点につき、証券市場における良好な慣行のための社団のホームページ <http://www.godsedpavpmarknaden.se/> (last visited Jan.15, 2015)参照。

<sup>402</sup> See, e.g., STATTIN, *supra* note 374, at 88.

ル第 2 章第 21 条第 1 項参照)。

これらの規定とは異なり、NBK ルールには規定が存在せず、公開買付指令を受けて LUA の中に新設された規定がブレイクスルー・ルールである。以下ではまず、公開買付指令の中で定められたブレイクスルー・ルールとはいかなる内容を持ち、またそれは EU レベルでの公開買付けをめぐる議論の中でいかなる経緯で形成されてきたのかについて確認しておこう。

## 第二節 公開買付指令におけるブレイクスルー・ルール

### 1 公開買付指令におけるブレイクスルー・ルールの規定

EU 構成国の中には、会社法あるいは取引所規則が、会社が定款または契約に基づく譲渡制限のある株式、議決権制限株式、複数議決権株式などを発行する株式構造をとることを許容している国も少なくない。かかる構造は、一部の者に会社支配権をとどめることを可能とするが、その反面、事実上買収防衛策として機能し得るため、企業買収の障害となるおそれがある。そこで、公開買付指令は、経済的・社会的にみて望ましい企業買収は促進されるべきであるとの見地から、企業買収に対する障害が除去された「平等な競争の場」を創出し、その下で企業買収を促進させるために、公開買付けの局面において、出資と支配の比例性の原則を徹底し、公開買付けを阻害する可能性のある一定の株式構造を無効化しないしは 1 株 1 議決権化するブレイクスルー・ルールを定めている。要するに、このルールは、平時においては EU 構成国において許容されている上述した複数議決権株式などの株式構造を容認しつつ、公開買付けの局面に限りこれを無効化することで公開買付けの円滑な実施を可能とすべきであるという 2 つの要請の調和を図ろうとするものであるといえよう<sup>403</sup>。

公開買付指令第 11 条はブレイクスルー・ルールに関する規定を置いており、その具体的内容は次の通りである。

---

<sup>403</sup> 北村雅史「EU における公開買付規制」商事 1732 号 9 頁 (2005) 参照。

まず、同条第 2 項は、「対象会社の定款で規定された有価証券の譲渡に関する制限」（公開買付指令第 11 条第 2 項第 1 号）および「本指令の承認後に対象会社と対象会社の有価証券所有者との間で締結された契約上の合意または対象会社の有価証券所有者間で契約上合意された有価証券の譲渡に関する制限」（同項第 2 号）については、買付けの応募期間（acceptfristen）の間は買付者に適用しないと定める。たとえば、上場会社が株式譲渡制限のない株式を上場し、定款または契約に基づく譲渡制限のある非上場株式を多数発行している場合には、買付者が全株式に対して公開買付けを行うことが実質的に不可能となることが考えられる<sup>404</sup>。そこで、公開買付指令は、すべての株式に対する公開買付けが円滑に実施されるようにするために、このような株式譲渡制限を買付期間中に限り無効とすると定めている<sup>405</sup>。

次に、同条第 3 項は、「対象会社の定款で規定された議決権の制限」（同条第 3 項第 1 号）および「本指令の承認後に対象会社と対象会社の有価証券所有者との間で締結された契約上の合意または対象会社の有価証券所有者間で契約上合意された議決権の制限」（同項第 2 号）は公開買付指令第 9 条により対抗措置について決議する株主総会において効力を有しないとし、さらに、「複数議決権を有する有価証券」（同項第 3 号）は公開買付指令第 9 条により対抗措置について決議する株主総会において 1 議決権を有するに過ぎないと定める。公開買付けが行われる以前に会社が議決権制限株式や複数議決権株式を発行する旨を定款に定め、それらが発行した場合には、そうした株式を保有する株主はわずかな出資で会社支配権を獲得することができ、自己の支配権を行使して買収防衛策の導入を取締役に授権することが可能となる。そこで、公開買付指令は、買収防衛策を講じるかどうかの最終判断を下すのはそれに見合うだけの会社の経済的リスクを負担して会社支配権を獲得した者でなければならない（出資と支配の比例性の原則）との見地から、対象会社が買付者に対して買収防衛策を講じるかどうかについての問題を扱う社員総会ないしは株主総会にお

---

<sup>404</sup> 末岡晶子「EU 企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけと TOB 規制」商事 1733 号 37 頁（2005）参照。

<sup>405</sup> SOU 2005:58 s.126.

いて異なる種類の有価証券（株式）間における議決権の制限と議決権の数の相違を無効化すると定めている<sup>406</sup>。

さらに、「買付者が買付後に議決権のある資本の75パーセント以上を保有する場合には、有価証券の譲渡に関する制限、第2項と第3項による議決権の制限および対象会社の定款に規定された取締役の任命もしくは解任に対する社員（株主）の特別な権利は、定款を変更するためまたは取締役を任命または解任するため、買収者が買付終了後に招集する最初の株主総会で適用されず、複数議決権を有する有価証券（株式）は1議決権を有するに過ぎない」とされる（第4項第1号）。たとえば、対象会社が議決権制限株式ないしは複数議決権株式などを発行している場合には、買付者は、公開買付けを通じて対象会社の株式を多数保有するに至ったとしても、議決権の過半数を支配できず、ひいては対象会社の業務や運営について決定することができなくなるケースが考えられる。そこで、公開買付指令は、公開買付け成功後に開催される取締役の選解任または定款変更を目的とする株主総会において比例性の原則ないしは1株1議決権の原則を徹底し、公開買付けを通じて資本の75%以上に相当する株式を保有するに至った買付者、換言すれば、会社の経済的リスクの大部分を負担するに至った買付者に対象会社の会社支配権の行使を通じて会社の業務や運営について決定させることを可能にしている<sup>407</sup>。

もっとも、ブレイクスルー・ルールを国内に導入するかどうかは各構成国と個々の会社に委ねられている（公開買付指令第12条。選択条項）。第一に、公開買付指令第12条第1項は、「構成国は、管轄地内に住所を有する第1条第1項の意味における会社に第9条第2項と第3項または第11条を適用することを命じない権利を留保することができる」とし、ブレイクスルー・ルールを国内の会社に義務づけるかどうかの最終判断を各構成国に委ねている。第二に、構成国がブレイクスルー・ルールを適用しないという選択をした場合には、「構成国が前項で掲げた選択権を行使する場合、構成国は、管轄地内に住所を有する会

---

<sup>406</sup> *Id.* at 127. なお、末岡・前掲注（404）37頁。

<sup>407</sup> *Id.* at 127.



社に第 11 条第 7 項にかかわらず、第 9 条第 2 項および第 3 項または第 11 条を適用する撤回ができる選択可能性を認める」と定める条 12 条第 2 項により、ブレイクスルー・ルールの適用は当該構成国内の各会社の判断に委ねられる。したがって、ブレイクスルー・ルールはその適用を選択しない会社には適用されない（公開買付指令第 12 条第 3 項）。

このように、公開買付指令はブレイクスルー・ルールの適用を構成国に強制せず、いわゆるオプト・イン型の規制にとどめたが、それはいかなる理由からなのであろうか。その理由を明らかにするために、EU における公開買付けをめぐる全般的な議論を踏まえながら、ブレイクスルー・ルールをめぐる EU 議論についてみていこう。

## 2 EU におけるブレイクスルー・ルールをめぐる議論の展開

### (1) EU における公開買付けをめぐる議論の萌芽

1974 年、EC 委員会は、バーミンガム大学の Robert Pennington 教授にヨーロッパにおける公開買付けに関する規制についての検討を依頼し、それを受けて同教授が「公開買付けおよびその他の買付けに関する報告書」を同委員会に提出した。同年、本報告書に基づいて、いわゆる「Pennington 草案」が EC 委員会に提出された。それまで、ヨーロッパにおける公開買付け規制をめぐる議論が行われてこなかったことから、同草案はこうした議論の端緒と位置づけることができると考えられる。しかし、同草案は、イギリスの影響がきわめて強く、当時の EC 構成諸国間における議論を引き起こすまでには至らなかった<sup>408</sup>。

1986 年以降、ヨーロッパにおける国境を越えた企業買収が増加していく中で、1987 年に EC 委員会は公開買付指令の準備草案を作成し、1989 年 1 月に同委員会は公開買付指令案を公表した。その後、EC 委員会は、1990 年、1996 年、1997 年、2001 年にそれぞれ指令案を公表したが、合意には至らなかった<sup>409</sup>。

<sup>408</sup> Pennington 草案から、1987 年の公開買付指令草案の公表までの詳細な経緯については、野田輝久「EU とドイツにおける株式公開買付規制」青法 40 巻 2 号 58 頁-62 頁（1998）参照。

<sup>409</sup> JAN WOUERS, PAUL VAN HOOGHTEN, & MATTIAS BRUYNEEL, THE EUROPEAN TAKEOVER DIRECTIVE AND ITS IMPLEMENTATION 3-5 (Paul Van Hooghten ed., Oxford

そこで、2001年9月にEU委員会は、「平等な競争の場」の創出、義務的公開買付けにおいて提供される平等な支払額、そして、公開買付け後における少数株主の締出しに関する問題を解決することをオランダの会社法学者である Jaap Winter 教授を議長とする会社法の専門家集団（ハイ・レベル・グループ、Winter委員会）に委託した<sup>410</sup>。

(2) ハイ・レベル・グループ報告書におけるブレイクスルー・ルール

2002年1月10日に、Winter委員会は「公開買付けに関連する諸問題についてのEUハイ・レベル・グループ会社法専門家の報告書（Winter報告書）」を公表した<sup>411</sup>。Winter委員会の考え方の根底にあったのは、「平等な競争の場」を創出するための2つの主要な原則、すなわち「株主による意思決定の原則」と「危険資本と会社支配権の比例性の原則」である。

前者の原理は、公開買付けの申込みがなされた後に、買収対象会社の取締役会が買収防衛策を発動させる条件として株主総会決議に基づく事前の授權を必要とする「対象会社の取締役会の中立義務に関するルール」に<sup>412</sup>、後者の原理は Winter委員会により初めて創出されたルールである「ブレイクスルー・ルール」に反映されている<sup>413</sup>。ブレイクスルー・ルールは、株式の譲渡制限、議決権の制限、または種類株式間の議決権の数の相違といった公開買付けの申込みがなされる前に対象会社の定款などに導入され、「事前の買収防衛策」として機能し得る規定を公開買付け後に行われる株主総会においてその効力を失わせ、そ

---

University Press 2009).

<sup>410</sup> この経緯について詳細は、早川勝「株式公開買付けに関するEU第13指令における企業買収対抗措置について」ワールド・ワイド・ビジネス・レビュー7巻1号22頁（2005）参照。

<sup>411</sup> *Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids* 4 (Jan. 10, 2002) available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf) (last visited Jan.15, 2015). なお、EU公開買付け指令の詳細な検討については、飯田秀総「公開買付け規制における対象会社株主の保護」法協123巻5号912頁以下（2006）参照、上田廣美「EU公開買付け指令運用状況とその問題点」亜大43巻2号145頁以下（2009）参照。

<sup>412</sup> Commission Staff Working Document, *supra* note 362, at 5. このルールは、株主の利益を害し、敵対的企業買収の障害となるおそれのある取締役会の権限を制限することで、企業買収を一定程度促進することを目的としている。

<sup>413</sup> WOUERS et al., *supra* note 409, at 47.

れにより対象会社の取締役の選解任や当該会社の定款変更を容易にするものである<sup>414</sup>。

Winter 委員会が提案したブレイクスルー・ルールの下では、①買付者が対象会社の 75%以上の危険資本 (risk bearing capital) を獲得した場合には、その後開催される株主総会においては、議決権の上限、複数議決権、二重議決権、議決権を完全に否定する条項、不適切な議決権を危険負担のない資本 (non-risk-bearing capital) に付与する条項といった会社の定款の規定は無効とされ、買付者は割合に応じて比例的に議決権を行使することができなければならないものとされていた。また、②対象会社の 75%以上の危険資本を獲得した買付者は、取締役会の選解任権、会社の定款および会社の運営・経営方法について決定する権利といった会社法上株主に認められた支配権を行使することができなければならず、これらの権利を妨げる定款の規定は無効とすべきであるとされていた<sup>415</sup>。もっとも、2002年に公表された公開買付指令案によれば、Winter 委員会が提唱したブレイクスルー・ルールの適用要件である 75%という閾値が妥当であるかどうかは必ずしも判然としないこと、「危険資本」の概念が不明確であること、さらに、ブレイクスルー・ルールが適用されることによる証券保有者 (株主) の権利の消滅または停止に対する経済的補償などについての様々な法的問題が引き起こされるおそれがあることを理由として、ほぼ全ての EU 構成国は同ルールの導入に反対したとの報告がなされている<sup>416</sup>。

こうした状況を打開するために EU 委員会は Winter 報告書に修正を施し、2002年10月2日に公開買付指令案を提出した。同指令案は、取締役会の中立義務を規制の中核に添えながら、企業買収に際しては対象会社の取締役会がきわめて強大な権限を有していることに鑑み、公開買付けの成否に著しく影響を及ぼすような対象会社の株式の自由譲渡の制限、買収防衛策の成否の決定を行う株主総会における議決権の制限、または公開買付け後初めて行われる株主総会における取締役選任決議に関連した株式自由譲渡、議決権および特別

---

<sup>414</sup> *Id.* at 5.

<sup>415</sup> *Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, *supra* note 411, at 4.

<sup>416</sup> *Commission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids*, at 4, COM (2002) 534 final (Oct.2, 2002).

権利の制限に限りブレイクスルー・ルールを適用することとした<sup>417</sup>。もっとも、同指令案では、複数議決権株式と二重議決権株式がブレイクスルー・ルールの対象から除外されたことは留意すべきである。

### (3) 妥協の産物としてのブレイクスルー・ルール

ドイツ以外の構成国は 2002 年公開買付指令案に賛成したが、ドイツはブレイクスルー・ルールが複数議決権株式にも適用されるべきであると主張した。そのため、当時議長国だったギリシアはドイツの立場を汲み、複数議決権株式にブレイクスルー・ルールの適用を拡張することを提案した<sup>418</sup>。しかし、複数議決権株式を利用する企業が多数存在するスウェーデン、デンマーク、フィンランドといった北欧諸国や二重議決権にブレイクスルー・ルールが適用されることを懸念したフランスはこの提案に反対した。さらに、ブレイクスルー・ルールが広範囲に適用されれば、ヨーロッパの市場の開放につながるであろうが、その反面、第三国、とくにアメリカの買付者（会社）がヨーロッパにある子会社を介在してヨーロッパ企業の買収を行おうとする場合には、アメリカの買付者にはブレイクスルー・ルールは適用されず、対象会社にはブレイクスルー・ルールが適用されることによりヨーロッパ企業の買収が容易になるのではないかということが懸念され、適用対象を拡大したブレイクスルー・ルールを公開買付指令に導入することに疑問が呈された<sup>419</sup>。

最終的に、ポルトガル代表が取締役会の中立義務に関するルールとブレイクスルー・ル

---

<sup>417</sup> *Id.* at 7.

<sup>418</sup> 早川・前掲注（410）23 頁。当初、ドイツはブレイクスルー・ルールが複数議決権株式にも適用され、かつ全てのブレイクスルー・ルールをヨーロッパの企業に限定する場合に限り、取締役会の中立義務のルールを受け入れるという立場をとっていた。その後、ドイツとイギリスの間で、ドイツは派遣社員の労働条件に関する指令をめぐる審議の中でイギリスを支持し、その代わりにイギリスは公開買付指令についてはドイツを支援するという内容の合意が成立すると、ドイツは翻意して中立義務とブレイクスルー・ルールの撤廃を主張した。しかし、イギリスはこうしたドイツの提案に反対した。

<sup>419</sup> 野田輝久「株式公開買付規制の方向性—EU 第 13 指令を素材として—」神院 35 卷 1 号 6 頁（2005）。また、早川・前掲注（411）23 頁によれば、ドイツがブレイクスルー・ルールの採択に反対したのも、同国において本文で述べた懸念があったからであるとされる。なお、ドイツでは、最高議決権株式を廃止した 1998 年のコントラック法を受けて、2003 年 6 月に株式法上最高議決権や複数議決権に関する規定が廃止された点については、正井・前掲注（219）334 頁参照。

ールを導入するかどうかの決定は構成国と個々の会社の選択に委ねられるという選択モデル (optionsmodel) を提案した。この提案を受けて公開買付指令はブレイクスルー・ルールを導入するかどうかは構成国と各会社の選択に委ねるとする「選択条項」(公開買付指令第 12 条) を定めたが、これはまさに妥協の産物といえよう。

### 3 ブレイクスルー・ルールの義務づけに対するスウェーデンの抵抗

公開買付指令採択後、EU 構成諸国がその国内法化に着手する中、スウェーデンは取締役会の中立義務のルールを国内の会社に義務づけたが、ブレイクスルー・ルールを適用するかどうかは国内の個々の会社の選択に委ねるオプト・イン型の規制にとどめることとした<sup>420</sup>。スウェーデンがフィンランド、デンマーク、フランスとともに、ブレイクスルー・ルールが複数議決権株式と二重議決権株式に適用されることに反対したことはすでに述べたとおりであるが、以下では、とくにスウェーデンが複数議決権株式へのブレイクスルー・ルールの適用に反対した理由について検討する。その理由として、Skog 教授は前章で掲げた「EU 公開買付指令案、『ブレイクスルー』ルールとスウェーデンの二重の種類株式」と題された論文の中で以下の 5 つの点を挙げている。

第一に、1 株当たりの議決権の割合が異なる 2 種類以上の株式 (dual-class 株式) が発行された場合における 1 株当たりの議決権割合の高い株式の投資価値が不確実になることである。スウェーデンでは、「いかなる株式も他の株式の議決権の 10 倍を超える議決権を有してはならない」と定めるスウェーデン会社法第 4 章第 5 条の下で、1 株 10 議決権の A 株式と 1 株 1 議決権の B 株式、あるいは 1 株 1 議決権の A 株式と 10 株で 1 議決権の B 株式

---

<sup>420</sup> Commission Staff Working Document, *supra* note 362, at 12. なお、公開買付指令は、選択条項に加えて、取締役会の中立義務のルールやブレイクスルー・ルールを備える買付者に対してだけ買収対象会社も同じ義務に服するという相互主義の規定 (公開買付指令第 12 条) を設けたが、スウェーデンはこれを国内法に導入しなかった。また、フィンランドはスウェーデンと同様に取締役会の中立義務のルールを国内の会社に義務づけることとしたが、ブレイクスルー・ルールを国内の会社に義務づける選択せず、相互主義も導入しなかったのに対して、デンマークはブレイクスルー・ルールを国内の会社に義務づける選択をしなかったが、取締役会の中立義務のルールを国内の会社に義務づけ、相互主義の規定を導入したと報告されている。

といういわゆる「dual-class 株式」を発行することができるものと解されており<sup>421</sup>、実務上は後者の形で dual-class 株式を発行することが一般的である<sup>422</sup>。これらの株式にブレイクスルー・ルールが適用されると、A 株式と B 株式はともに 1 株につき 1 議決権を有するものとされてしまい、A 株式の 1 株あたりの議決権割合が相対的に低下することとなる。その結果、Skog 教授は A 株式の投資価値が相当不確実なものとなり、会社はそうした A 株式を用いることが困難になるであろうと指摘する<sup>423</sup>。

第二に、A 株式 1 株あたりの議決権割合の低下については何らかの経済的補償が必要となると考えられるが、Skog 教授はそれについて複雑な法的問題が生じると指摘する<sup>424</sup>。この点については、第三節で詳しく検討する。

第三に、スウェーデン型会社支配構造<sup>425</sup>の存在である。かかる支配構造の下では、ピラミッドの頂点に位置するファミリー（財団を形成することが多い）<sup>426</sup>などの株主が複数議決権株式を利用して、持株会社の議決権の過半数を掌握し、その持株会社が多数の事業会社を支配することが通例である<sup>427</sup>。Skog 教授は、こうした会社支配権を有する株主が会社に対する積極的なモニタリング機能<sup>428</sup>を発揮することがスウェーデンにおけるコーポレー

---

<sup>421</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 34.

<sup>422</sup> この点につき、拙稿「会社支配権濫用抑制法理—スウェーデン法とアングロ・サクソン法の比較—」早稲田法学会誌 61 巻 2 号 60 頁（2011）初出（本論文第二章 100 頁）参照。1 株当たりの議決権割合が A 株式よりも低い B 株式については、剰余金や残余財産の分配についての優先権がないものが多い。デンマークやフィンランドでもスウェーデンと同様な内容の dual-class 株式が発行されることが一般的である。

<sup>423</sup> SKOG, *supra* note 220, at 298.

<sup>424</sup> *Id.* at 299.

<sup>425</sup> 詳細は、拙稿・前掲注（83）55 頁以下（本論文第一章）参照。

<sup>426</sup> 早稲田大学法学研究科 G-COE 拠点 9-1「北欧における企業と社会」の企画の一環として、2011 年 10 月 30 日（日）から 11 月 7 日（月）にかけて、筆者はコペンハーゲン大学、スウェーデンのウプサラ大学等において北欧の企業法制についてリサーチを行った。コペンハーゲン大学の Rasmus Feldthusen 教授によれば、1930 年代、財団を用いた会社支配構造がデンマークとスウェーデンにおいて確立したが、その目的は、公益事業を営む財団を用いることにより節税効果を高め、なおかつ、一族の財産を財団に集中させることにより、そうした財産の外部流出を防止することにあつたとされる。

<sup>427</sup> 前掲注（426）のリサーチで訪問した Tryg 社の Søren Thor Jensen 弁護士によれば、デンマークにおいても複数議決権や企業ピラミッドを利用した会社支配構造をとることが一般的であり、同社もそれと同様な構造を持つとの回答があつた。

<sup>428</sup> 200 年のスウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードは、「II.所有者の役割と責

ト・ガバナンスにとって有益である点を強調される<sup>429</sup>。スウェーデンにおいては、公開買付け、とりわけ敵対的企業買収により経営者を規律するというよりも、複数議決権株式により安定化した会社支配構造の下で、一定の会社支配権を有する株主が、会社を健全かつ効率的にコントロールすることが期待されている<sup>430</sup>。しかしながら、複数議決権株式を 1 株 1 議決権化するブレイクスルー・ルールはこうしたスウェーデン型会社支配構造を根底から覆すおそれがあることから、スウェーデンはこのルールの義務づけに反対したと考えられる。

第四に、Skog 教授は、複数議決権株式が必ずしも経営権の固定化ないしは経営者の保身的行動を招くものではないと主張する。Skog 教授は、取締役の保身的行動を抑制するために支配株主による効率的かつ健全な経営の監督がなされるように会社支配権が強化されるべきであるとの理解から、ブレイクスルー・ルールは、(支配)株主の支配権を制限する「議決権の上限」<sup>431</sup>のような規定にこそ適用されるべきではあるが、複数議決権株式のように株主の支配力を高める規定に適用されるべきではないと説かれる<sup>432</sup>。ここで留意すべきことは、この Skog 教授の見解の背後にはスウェーデンでは複数議決権株式の存在は経営権の固定化ないしは経営者の保身的行動を助長するものではないという理解が存在するということである。

一般的に、一部の株主に会社支配権が集中すると、その者が会社支配権を濫用し、その株主にとって都合の良いものが取締役に選任され、経営権が固定化し、あるいは経営者が保身的行動をとることが懸念されるが<sup>433</sup>、この理はスウェーデンにおいて必ずしも妥当す

---

任」と題された部分において、株主が積極的にその役割を果たすべきことを強調していた。

<sup>429</sup> See SKOG, *supra* note 220, at 298.

<sup>430</sup> Gilson, *supra* note 5, at 1644. これによれば、支配株主による効率的な経営監視が行われ得ることが示唆されており、それを実現している国がスウェーデンであると主張されている。

<sup>431</sup> スウェーデンでは、「いかなる株主も、定款に別段の定めがない限り、株主総会で代表される株式の 5 分の 1 を超えて議決権を行使することができない」という議決権の上限は 1910 年の会社法改正で導入されたが、現在は廃止されている。

<sup>432</sup> SKOG, *supra* note 220, at 298.

<sup>433</sup> See La Porta et al., *supra* note 8, at 471-517. See also, Gilson et al., *supra* note 38, at

るものではない。スウェーデンの会社、とくに上場会社では、議決権ベースで上位数名の株主からなる指名委員会（議決権の過半数を占めているのが通例である）が取締役候補者の出自、学歴（*utbildning*）、性別（*kön*）、レピュテーション（*värderingar*）などさまざまな要素を考慮して取締役を厳選することが実務上一般的であるといわれる<sup>434</sup>。スウェーデンでは一部の者に経営権が固定化することや保身的行動をとる経営者が選任されることは稀であるのは、取締役の選任が実務上適切に行われているからではないかと考えられる。スウェーデンでは、ブレイクスルー・ルールが適用されると、指名委員会を構成する株主が議決権の過半数を維持することが不可能となり、その結果、取締役を適切に選任することがかえってできなくなることが恐れられているように思われる。

第五に、Skog 教授は、複数議決権株式が企業買収活動に負の影響を及ぼすという実証的裏づけが存在しないと主張する<sup>435</sup>。1990 年から 2002 年の間に行われた公開買付けをみると、買付けの対象となったスウェーデン上場会社 245 社のうち 157 社（64%）が複数議決権株式を有していた。この 245 社に対する公開買付けのうち 35 社に対する公開買付けが失敗に終わり、この 35 社のうち 22 社（63%）は複数議決権株式を有していた。Skog 教授によれば、この 22 社のうちの約 3 分の 1 は、競合的な公開買付けが行われ、買付けに失敗した者がいたというケースであり、その他に機関投資家が買付価格に賛同しなかったことや買付者の資金調達の困難さなどを理由として公開買付けが失敗に終わった事案もあるが、複数議決権の存在により公開買付けが失敗したといえる例は 1、2 件しか存在しないと結論づけている<sup>436</sup>。複数議決権株式が発行されている場合であったとしても、公開買付けに先立って買付者と支配株主との間で交渉が行われ、支配ブロックの譲渡の同意がなされ

---

785-86.

<sup>434</sup> SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 244.

<sup>435</sup> SKOG, *supra* note 220, at 299. なお、Ferrarini, *supra* note 365, at 27.

<sup>436</sup> *Id.* at 304. なお、JOHANSSON, *supra* note 389, at 708 によれば、スウェーデンにおいては、敵対的企業買収は歴史的にみて稀にしか行われてこなかったとされるが、STATTIN, *supra* note 374, at 401 のように、スウェーデンの株式市場は相当活発であり、他のヨーロッパ諸国との比較において相当多数の敵対的買収が行われているように思われると指摘するものもある。



た後に、買付者は支配株主を含む対象会社の株主に対して買付けの申込みを行うことは十分あり得るであろうし、複数議決権株式の発行量やその所有状況によっては、買付者が公開買付けを成功させることも十分考えられよう。

もつとも、複数議決権株式は、それが大量に発行され一部の株主に集中すれば、企業買収を困難あるいは不可能にし、買収防衛策として事実上機能し得ることは否定できないため、複数議決権株式が企業買収活動にどのような影響を及ぼす可能性があるのかをさらに検証する必要があるであろう。

ともあれ、以上みてきたように、スウェーデンでは少なくともスウェーデン型会社支配構造が適切に機能している限りにおいては、複数議決権株式が企業買収活動に及ぼす負の影響以上に、ブレイクスルー・ルールの適用により複数議決権株式が「1株1議決権化」され、その結果、複数議決権株式を通じて安定した会社支配権を持つ株主が経営者を選任・監督するという同国のコーポレート・ガバナンス構造が維持できなくなることのほうがむしろ重要な問題として理解されており、まさにそのことがブレイクスルー・ルールの義務づけに反対した最大の理由といえよう。

さらに、ブレイクスルー・ルールが適用される場合には、議決権の相対的な低下に対する経済的補償をはじめ様々な未知の法的問題が惹起されるが、このこともまたスウェーデンが同ルールの義務づけに反対した理由であると考えられる。スウェーデンでは各会社が任意にブレイクスルー・ルールを導入することは妨げないとされており、会社がそれを任意に導入した場合には、かかる法的問題が現実化する。この点については章を改めて検討しよう。

### 第三節 スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの任意導入とその法的問題

#### 1 スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの規定

スウェーデンは、公開買付指令第12条第1項にいうブレイクスルー・ルールを適用する

ことを命じない権利を行使し、スウェーデン公開買付法（LUA）は、会社の定款には「ブレイクスルーに関する規定を定めることができる」（LUA 第 6 章第 1 条第 1 項）として、その導入は各会社の決定に委ねることとした。その上で「ブレイクスルー・ルールを導入に関する会社の決定は、会社が住所を有する構成国の法律および定款変更に関する規定に従い、株主総会によって行われる」と規定する公開買付指令第 12 条第 2 項第 2 文を受けて、LUA は、「定款にブレイクスルー・ルールを導入する決議は、当該会社の全株式の 10 分の 9 以上を共同で代表する株主が株主総会に出席し、出席した全株主の賛成が得られた場合に限り、有効とする」との規定を置いている（LUA 第 6 章第 1 条第 2 項）。この規定は、スウェーデン会社法（ABL）の「既発行株式間の法律関係に変更をきたす定款変更は、全株式の少なくとも 10 分の 9 に相当する株主が出席し、かつ出席した株主の全員の支持により決議されなければならない」（スウェーデン会社法第 7 章第 43 条第 3 項）<sup>437</sup>という定款変更に関する規定との整合性が図られている。

このように、LUA のブレイクスルー・ルールの文言とスウェーデン会社法の文言との整合性は図られたものの、同ルールの導入に係る株主総会の特別決議の要件はきわめてハードルが高く、それを充足することはきわめて困難であると考えられる。そのため、立法者は個々の株主がブレイクスルー・ルールの実施を事実上拒否できるようにすることを意図していたのではないかと指摘もある<sup>438</sup>。実際に、ブレイクスルー・ルールを導入したスウェーデンの上場株式会社は存在していない。また、将来的にも同ルールが導入されることはないであろうとの予測もある<sup>439</sup>。もっとも、新興市場である AT などの多角的取引システム（MTF）に上場している株式会社がブレイクスルー・ルールを導入することや設立時において株式会社がブレイクスルー・ルールを導入する可能性が将来的にないわけではないとの見解も示されている<sup>440</sup>。

---

<sup>437</sup> この規定から、スウェーデンにおいては、種類株式の種類の数が増減やその内容の変更はきわめて困難であるといえよう。

<sup>438</sup> STATTIN, *supra* note 374, at 403.

<sup>439</sup> JOHANSSON, *supra* note 389, at 738.

<sup>440</sup> *Id.* at 403.

ともかくも理論上は、ブレイクスルー・ルールが適用されれば、①LUAのブレイクスルー・ルールとスウェーデン会社法などLUA以外の法律の規定との適用関係、②ブレイクスルー・ルールの適用対象、③ブレイクスルー・ルールが株主間契約の条項に適用された場合における当該株主間契約違反に基づく損害賠償請求の可否、④ブレイクスルー・ルールの適用により権利行使が制限された者に対する経済的補償をめぐり種々の法的問題が生じ得る。以下ではそれらについて順に検討しよう。

## 2 ブレイクスルー・ルールとスウェーデン会社法の規定の適用関係

株式会社がブレイクスルー・ルールを定款に導入する場合において、LUA第6章1条2項は株主総会の特別決議を経ることを条件としているが、この特別決議が可決されると一定の株主の権利が制限される。他方、スウェーデン会社法第7章第47条は「会社または他の株主に不利益となるようにある株主またはその他の者に不当な利益をもたらす株主総会決議はこれを行うことができない」と定めているところ、ブレイクスルー・ルールの導入に関する株主総会の特別決議がスウェーデン会社法第7章第47条にいう「株主総会決議」に該当するのかが問題とされる。

この点、ウプサラ大学のDaniel Stattin教授は、ブレイクスルー・ルールの導入に関する株主総会の特別決議はスウェーデン会社法第7章第47条にいう「特別決議」にあたりと解する余地はあるが、そもそも上述したようにブレイクスルー・ルールを導入するには、厳格な要件を満たさなければならないため（スウェーデン会社法第7章第43条第3項）、現実にはスウェーデン会社法第7章第47条が想定するような事態が生じるのは稀であろうと主張される<sup>441</sup>。LUAの厳格な要件の下で、ブレイクスルー・ルールの導入に関する決議を株主総会で可決させるためには、少なくとも、同ルールの適用により不利益を被る1株

---

<sup>441</sup> DANIEL STATTIN, TAKEOVE, 88 (2006). いかなる場合に「不利益を受けた」といえるのか、また、不利益を受けた株主に対して経済的補償を与えることが、ブレイクスルー・ルールを定款に導入することへの条件となるのかどうかについては必ずしも明確にされてはいない。

あたりの議決権割合の高い株式を保有する株主（A株主）の多くが当該株主総会に出席し、同ルールの導入に賛成することが現実には必要になるであろう。したがって、同ルールの定款への導入が可決される状況の下では、A株主の多く（場合によっては、全員）が権利喪失という不利益を甘受している可能性が高く、スウェーデン会社法第7章第47条が適用されることはほとんどないと考えられる。

### 3 ブレイクスルー・ルールの適用対象

LUA第6章は第2条ないし第5条は、ブレイクスルー・ルールの適用対象について定めている。まず、買付者が定款にブレイクスルー・ルールが置かれる株式会社の株式について公開買付けを行った場合には、スウェーデン会社法第4章第27条の先買権条項（株主またはその他の者が新たな保有者に譲渡された株式を購入する権利に関する条項）<sup>442</sup>は適用されないものとされ（同章第2条第1文）、株主間契約により株式を譲渡する権利を制限する場合も同様とするものとされる（同条第2文）。次に、株主総会においてLUA第5章第1条にいう措置（買収防衛策）を講ずるか否かについての決議がなされる場合には、株主が株主総会において行使することができる議決権の数を制限する定款の規定または株主間契

---

<sup>442</sup> スウェーデン会社法における株式の自由譲渡を制限する定款条項とは、「株主またはその他の者は新たな保有者に譲渡された株式を購入する権利を有するものとする」という条項を定款に置くことができるとする売買後の先買権条項（*hembudsförbehåll*、スウェーデン会社法第4章第27条）、「1株以上の株式が会社の同意をもってのみこれを譲渡することができる」という同意条項（*samtyckesförbehåll*、スウェーデン会社法第4章第8条）、「株式が新たな所有者に譲渡される前に当該株式を購入するよう株主または他方当事者に求めることができる」という売買前の先買権条項（*förköpsförbehåll*、スウェーデン会社法第4章第18条）をいう。スウェーデン金融商品取引法に基づき株式が中央証券預託機関（*avstämning*、CDC）に登録されるという条項を定款に定めた会社（CSD会社、スウェーデン会社法第1章10条）は、同意条項および売買前の先買権条項を定款に導入することはできないものとされている（スウェーデン会社法第4章第8条および第18条）。また、各取引所の取引所規則は、上場株式会社はCSD会社でなければならないと定めている。したがって、上場株式会社はCSD会社であることから、同意条項および売買前の先買権条項を定款に定めることはできない。この点につき、SOU 2005:58 s.128。他方、スウェーデン会社法第4章第27条はCSD会社が売買後の先買権条項を定款に設けることを禁じていないことから、上場株式会社であるCSD会社がこの条項を定款に設けることが考えられる。そこで、LUAはスウェーデン会社法上の株式の自由譲渡を制限する定款条項のうち売買後の先買権条項をブレイクスルー・ルールの適用対象としている。

約の規定は効力を失い、当該株主総会において、会社の資産または利益への参加について平等な権利を有する株式は全て同一の議決権の価値を有するものとされる（LUA 第 6 章第 3 条）。さらに、買付者が公開買付けにより、定款にブレイクスルー・ルールが置かれた会社の株式の 4 分の 3 以上の株式を保有するに至った後に開催される定款変更または取締役の選任または解任を目的とする株主総会（同章第 4 条）において、会社の資産または利益への参加について平等な権利を有する株式は全て同一の議決権の価値を有し（同章第 5 条 1 項）、当該株主総会において行使することができる議決権の数を制限する定款の規定または株主間契約の規定は効力を失うものとされている（同条第 2 項）<sup>443</sup>。

このように、LUA のブレイクスルー・ルールは、スウェーデン会社法第 4 章 27 条にいう先買権条項、株式の自由譲渡を制限する株主間契約の条項、買収防衛策を講ずるか否かを決議する株主総会および公開買付け成功後に開催される定款変更または取締役の選解任を目的とする株主総会における議決権の数を制限する定款の条項もしくは株主間契約の条項を適用対象としている。

もっとも、これらの条項のうち 2 つ以上の条項が定款または株主間契約の中にすでに存在していた場合において、その後、会社がブレイクスルー・ルールを導入したときに、ブレイクスルー・ルールがいずれの条項に適用されるのかについて定める法律は何ら存在しない。そこで、ブレイクスルー・ルールを定款に導入する場合には、その適用対象を明確化するために、会社の定款または株主間契約におけるどの条項にブレイクスルー・ルール

---

<sup>443</sup> STATTIN, *supra* note 374, at 404. すでに述べたように、スウェーデンの会社は 1 株 1 議決権の A 株式と 10 株 1 議決権の B 株式を発行することが通例であるところ、これは B 株式が 1 株あたり 0.1 議決権を持つことを意味する。LUA の制定過程において、公開買付指令が「ブレイクスルー・ルールが適用される場合には、複数議決権株式は一議決権を有するに過ぎない」（第 11 条第 3 項第 3 号および同条第 4 項参照）と定めていたことから、この規定が、「10 株 1 議決権の株式についてもブレイクスルー・ルールが適用され、議決権の価値が 1 株あたり 0.1 議決権から 1 議決権に拡張されること」までも意味しているのかどうかについて解釈上争いがあった。

LUA は、議決権の数を制限する定款の規定または株主間契約の規定がブレイクスルー・ルールにより無効とされる場合には、「会社の資産または利益への参加について平等な権利を有する株式は全て同一の議決権の価値を有する」（LUA 第 6 章第 3 条、5 条）と規定することにより、議決権価値が 1 株あたり 0.1 議決権から 1 議決権に拡張される場合にも対応できるようにした。

が適用されるかを定款または契約条項に定めておく必要があることが指摘されている<sup>444</sup>。

なお、ブレイクスルー・ルールを定款に導入する株主総会がなされた場合には、会社はそのことについてその株式が登録されているヨーロッパ経済圏にある構成国の監督機関に通知しなければならないものとされている（LUA 第 6 章第 1 条第 3 項）。

#### 4 ブレイクスルー・ルールの適用を理由とする株主間契約違反に基づく損害賠償請求の可否

スウェーデンでは、競合的な買付者に対抗するため株主間契約が締結され、契約当事者に株式の先買権が付与される可能性があるとの指摘がなされている<sup>445</sup>。この場合には、株主間契約において株式の自由譲渡を制限する先買権条項と先買権行使の機会を喪失した者は損害賠償請求または違約金請求ができるという条項が置かれることが想定されるが、ブレイクスルー・ルールにより先買権の行使をすることができなくなった場合にも、かかる請求が認められるのかどうか問題とされている。

まず公開買付指令第 11 条第 2 項は、「本指令の承認後に対象会社と対象会社の有価証券所有者との間で締結された契約上の合意または対象会社の有価証券所有者間で契約上合意された有価証券の譲渡に関する制限は、第 7 項第 1 項で定めた買付の応募期間の間は買収者に適用しない」と規定していることから、公開買付指令の承認（2004 年 4 月 21 日）前に締結された対象会社と株主間の契約または株主間契約（以下、株主間契約等）に基づく株式譲渡を制限する先買権条項にはブレイクスルー・ルールが適用されず、それが適用された場合における損害賠償請求や違約金請求の問題は生じない。他方、同指令の承認後に締結された株主間契約等の先買権条項にはブレイクスルー・ルールが適用されることになり、その場合に当該条項は無効とされ、それが当該契約違反となり、契約違反に基づく損害賠償請求または違約金請求が常に認められるようにも思われる。

---

<sup>444</sup> *Id.* at 404.

<sup>445</sup> *Id.* at 409.

しかしながら、スウェーデン政府の発する立法関係等調査委員会報告書（SOU）によれば、LUA 施行（2006 年 7 月 1 日）後に株主間契約等の中で先買権条項が設けられた場合において、当該条項にブレイクスルー・ルールが適用されることにより先買権者が先買権を行使できないときにも、その者は損害賠償請求ないしは違約金請求をすることができない可能性があり得ることが指摘されている<sup>446</sup>。

たとえば、次のような仮説例を挙げてみよう。LUA 制定後、上場株式会社である A 社は、「公開買付けが行われた場合には、株主間契約に基づき株式の譲渡を制限する条項（先買権条項）を無効とする」という内容のブレイクスルー・ルールを定款に設けた。その後、A 社の株主 X と株主 Y は、「Y が自己の株式を他人に譲渡する場合には、Y はまず X に対して株式を取得するよう勧誘を行わなければならない（先買権条項）、かつ契約当事者は、先買権条項に違反したときには、違約金を支払わなければならない（違約金条項、vitesklausul）」という内容の契約を締結した。本契約締結後、B は A 社に対して公開買付けを行った。この場合に、当該先買権条項が X 社のブレイクスルー・ルールにより無効とされた結果、Y は X 以外の買付者 B に対して株式を譲渡した。このような事案の下で、当該株主間契約に基づく先買権の行使が制限されたことが債権契約違反となることを理由として、X は Y に対して契約法（AvtL）第 36 条に基づく損害賠償請求または違約金条項に基づく違約金請求をすることが考えられる。

スウェーデン政府の見解によれば、A 社の定款にブレイクスルー・ルールが導入され、かつ、その後、Y が買付者 B による A 社株式に対する公開買付けが行われた場合には、Y が X に対して A 社株式の買付けの勧誘を行うことなく自己の保有する株式を X 以外の買付者 B に譲渡したとしても、ブレイクスルー・ルールの効力に関する LUA 第 6 章第 3 条の規定が先買権条項に適用され、当該先買権条項が無効とされた後に Y は自らが有する株式を自由に譲渡する権利を適法に行使して B に株式を譲渡したに過ぎないので、X が Y に対して

---

<sup>446</sup> SOU 2005:58 s.130.

違約金の支払いを請求することはできないものと解されている<sup>447</sup>。

このような理解の下では、先買権の行使を制限された者は LUA 第 6 章第 6 条に基づき経済的補償を求めることが考えられるが、この点については以下で詳しく検討しよう。

## 5 ブレイクスルー・ルール適用に伴う経済的補償の問題

公開買付指令第 11 条第 5 項第 1 文は、「第 11 条第 2 項〔定款に有価証券の譲渡の制限〕、第 3 項〔定款に基づく議決権の制限〕、第 4 項〔複数議決権株式〕または第 12 条〔選択条項〕にもとづく権利が停止する場合には、当該権利の所有者は発生した損失に対して相当な補償を受ける」とし、同項第 2 文は、「構成国は、補償の基準と支払形式を定める」と規定する。これを受けて、LUA 草案の下では、ブレイクスルー・ルールが適用される結果として「権利が停止した」者に対して補償が支払われなければならないとの規定が設けられた。ここでいう補償の対象となるのは、先買権や複数議決権などの権利が停止することによる「観念上の損害 (ideela skada)」であり、かかる権利を行使することができない結果としての経済的損害ではないと理解されていた<sup>448</sup>。しかし、「観念上の損害」をいかなる根拠をもって算定するのかについては明らかにされていなかった。

最終的に LUA は、ブレイクスルー・ルール適用により「株主またはその他の者の権利が消滅または停止する場合には、買付者は権利者に対して相当な補償を支払わなければならない」との規定を設けた (LUA 第 6 章第 6 条) が、本条もまた補償額の算定根拠を明確

---

<sup>447</sup> *Id.* at 130.

<sup>448</sup> Prop. 2005/06:140, s.67. また、Prop. 2005/06:140, s.68 によれば、LUA 草案の下では、定款にブレイクスルー・ルールが導入する場合とスウェーデン会社法における既発行株式間の法律関係に変更をきたす定款変更の場合 (スウェーデン会社法第 7 章第 43 章) のいずれもが、「全株式の少なくとも 10 分の 9 に相当する株主が出席し、かつ出席した株主の全員の支持により決議されなければならない」ことを要件としているところ、後者の場合においてスウェーデン会社法上補償に関する規定がなく、その結果、権利が停止した者は補償を全く受けることができないが、この理は前者の場合にも異ならないとの見解も示されていたようである。しかしながら、STATTIN, *supra* note 374, at 412 によれば、このような見解はスウェーデン会社法の規定とは整合的ではあるが、公開買付指令が権利の喪失に対して相当な補償を要求しているにもかかわらず、スウェーデン会社法がそれについてなんら補償を認めていない点において矛盾が生じているのではないかという問題が提起されたとされる。



にしていない。また、スウェーデン金融商品取引法（LHF）は、「買付者は買付けに際して補償の問題を処理しなければならない」（LHF 第 2a 章第 2 条第 13 項）との規定を置いているが、この規定からも補償額の算定根拠を導出することはできない。スウェーデンにおいてブレイクスルー・ルールにより権利が喪失または停止した者に対する経済的補償の算定根拠が明確にされなかった理由としては、スウェーデンの会社がブレイクスルー・ルールを適用する可能性がきわめて低いと考えられてきたこともあり、かかる補償に関する問題について十分な議論を経ないまま LUA が制定されたことが挙げられている<sup>449</sup>。

ブレイクスルー・ルールにより権利が喪失または停止した者に対する経済的補償の算定根拠が法律上明確でない以上、株価や買付価格などを基礎として一定の指標が実務において提供されるべきであるとの見解がある<sup>450</sup>。たとえば、1 株当たりの議決権割合の高い高議決権株式と 1 株当たりの議決権割合が低い低議決権株式が発行されている場合において、すべての株式がブレイクスルー・ルールの適用により 1 株 1 議決権とされる場合において、議決権が消滅または停止した者に対して支払われる補償額の算定のパラメーターの一つとして、高議決権株式と低議決権株式との間における株価の相違が挙げられよう。しかしながら、その場合、実際にどの期間の株価を補償額の算定の基礎とすべきなのかについてさらに検討の余地があろう。

以上本章でみてきたように、個々の会社がブレイクスルー・ルールを定款に導入する場合には、その要件がきわめて厳格であること、また、仮にそれが適用されとしても、解決することが困難な未知の法律問題が多数生じる可能性があることに鑑みれば、スウェーデンの会社があえてブレイクスルー・ルールを将来において導入する可能性はきわめて低いといえよう。

---

<sup>449</sup> SANDRA BRONEUS & DANIEL STATTIN, *LAGEN OM OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDEN, KOMMENTAR OCH REFERENSER* 73 (2010).

<sup>450</sup> STATTIN, *supra* note 374 at 413.

#### 第四節 小括

1960年代半ば以降、スウェーデンの公開買付けルールはイギリスを模範とする自主規制ルールであるNBKルールやその適用・解釈基準を示すAMNの声明という形で発展してきた。2004年の公開買付け指令の採択を受けて、スウェーデンではLUAが制定されたが、同法の規定の多くはNBKルールの規定をほぼそのまま継受したものであった。これに対して、ブレイクスルー・ルールは公開買付け指令を受けてLUAにおいて新設された規定であった。

ブレイクスルー・ルールは、公開買付けの局面において出資と支配の比例性の原則を徹底させ、公開買付けの成功を容易にすることでEUにおける平等な競争の場を創出することを目的としていたが、その反面、第三国から自国の会社を買収される可能性を高めるという側面を併せ持つ。また、会社がブレイクスルー・ルールを導入したとしても、買収対象会社を支配した後に、買付者がブレイクスルー・ルールを定款から取り除く場合には、市場が混乱するのではないかとの懸念もある<sup>451</sup>。

こうした懸念に加えて、スウェーデンは複数議決権を通じた安定した会社支配構造の下で支配株主によるコーポレート・ガバナンスがきわめて有効に機能していることを理由として、ブレイクスルー・ルールに反対してきた<sup>452</sup>。公開買付けの局面において複数議決権株式にブレイクスルー・ルールが適用され、複数議決権株式が1株1議決権化されることにより「敵対的な買付者」に会社の「支配権」を獲得する道を与え、かかる買付者が会社経営への関与を強めることになれば、スウェーデン型会社支配構造が根底から覆される可能性が高まるからである。また、ブレイクスルー・ルールが適用されれば、複数議決権などの権利が消滅または停止することに対する経済的補償などをめぐり複雑な未知の問題が生じるおそれもある。

これらの理由から、スウェーデンはブレイクスルー・ルールに抵抗感を示し、最終的にLUAの下では他のEU構成国と同様に、ブレイクスルー・ルールを国内の会社に義務づけ

---

<sup>451</sup> 早川・前掲注(362)56頁。

<sup>452</sup> SKOG, *supra* note 220, at 298.

ることをせず、その導入は各会社の選択に委ねるというオプト・イン型の規制にとどめたと考えられる<sup>453</sup>。かくして、スウェーデンではブレイクスルー・ルールを通じて公開買付けの局面において「出資と支配の比例性の原則」、具体的には「1株1議決権の原則」が徹底されるには至らず、これらの原則からの乖離が依然として許容されることとなった。

もっとも、ブレイクスルー・ルールにはよらないとしても、公開買付けの局面において比例性の原則や1株1議決権の原則をどの程度厳格に要求するかという問題はなお検討の余地があろう。とくに、スウェーデンのようにこれらの原則から乖離する複数議決権株式を用いて一定の支配株主に会社支配権が集中する支配構造が通例となっている国では、そうした支配構造が適切に機能しない場合には、規律的な敵対的企業買収等を通じて会社支配や会社経営を健全かつ効率的なものとするのがきわめて困難になるからである<sup>454</sup>。したがって、比例性の原則からの乖離が認められるのは、スウェーデン型会社支配構造の下で支配株主によるコーポレート・ガバナンスが適切に機能している限りにおいてであり、支配株主が会社支配権を濫用して会社の業績が低下した場合には、ブレイクスルー・ルールにはよらないとしても何らかの方法により比例性の原則を徹底させ規律的な敵対的企業買収の道を開かなければならなくなるであろう。このことは、比例性の原則から乖離する株式構造をとる会社に一般的に妥当するであろう。

現在、スウェーデンにおいては会社支配権の濫用を抑制する法理がスウェーデン会社法や判例法理などを通じて一定程度形成されてきており<sup>455</sup>、それらにより支配株主の行為が一定程度適正化されているようにも思われる。しかしながら、スウェーデンにおける会社

---

<sup>453</sup> See Commission Staff Working Document, *supra* note 362, at 7. なお、エストニア、ラトビア、リトアニアのバルト3国だけが、ブレイクスルー・ルールを国内の会社に義務づけた。

<sup>454</sup> 1株あたりの議決権の割合が低い株式（B株式）を保有している株主は会社支配権を現実に獲得することはできないことから、1株あたりの議決権の割合が高い株式（A株式）が1株1議決権化されない限り、敵対的企業買収の規律的効果を利用して会社経営を適正化することは不可能に近い。スウェーデンの各企業のホームページで株主構成をみると、B株式の保有者は外国人投資家であることが少なくない。Agnblad et al., *supra* note 188, at 254-55によれば、こうした外国人投資家のスウェーデンの会社に対する支配権の獲得を望む声も高まっているようである。

<sup>455</sup> 拙稿・前掲注（422）55頁以下（本論文第二章）参照。

支配権の濫用を抑制する法理の多くは、濫用的な支配株主に対する損害賠償請求を中心とした事後的な救済策であり、間接的に支配株主の濫用行為を抑止する効果は認められるものの、事前かつ直接的に支配株主の行為を規律する効果は低い。

また、スウェーデン型会社支配構造の下で会社支配権が「濫用」されているとまではいえないが、会社の業績が低下し、株価も低迷している場合において、支配株主が現経営陣を更迭しないときには、現経営陣を更迭しようと考えている 1 株あたりの議決権割合の低い B 株式を保有する株主は、上述した会社支配権濫用抑制法理や公開買付けを通じて現経営陣を規律することが困難となる。こうした困難さに対処するために、スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードは、議決権ベースで上位数名の株主から構成される指名委員会の設置を上場会社に義務づけ、取締役を適切に選任することを指名委員会に促すとともに、安定した会社支配権の下で積極的かつ効率的に会社経営者を監視する（支配）株主の役割の重要性を強調していると考えられる。比例性の原則からの乖離が許容される法制度の下では、コーポレート・ガバナンス・コードなどのいわゆるソフト・ローを活用して適切な会社支配権の行使を担保する仕組みを確立する必要があると考えられるが、この点については次章で検討する。

#### 第四章 コーポレート・ガバナンス・コードによる会社支配権行使の適正化

2004年12月16日、スウェーデンのコード・グループ (Kodegruppen) は、同国で初となるコーポレート・ガバナンス・コード (以下、2004年コード) の最終草案を作成した。翌17日、2004年コードはコード・グループにより採択され、2005年1月1日には NASDAQ OMX Stockholm 取引所の A リストに上場する全ての株式会社および同取引所の O リストに上場し、かつ 30 億 SEK を超える株式市場価値を持つ株式会社に同コードの適用が開始された<sup>456</sup>。2004年コードが制定された契機として、1990年代以降、スウェーデン国内の証券市場の国際化に伴い機関投資家を中心とする外国人投資家によるスウェーデン上場会社の株式保有量が増加し、また、エンロン事件やワールドコム事件を初めとして世界各国において深刻な企業不祥事が発生したことを背景に、同国において企業の信頼性をめぐる議論が活発化したことが挙げられる<sup>457</sup>。こうした状況を受けて、2002年9月5日に、時のスウェーデン首相 Göran Persson 氏はスウェーデン経済界の信頼性を高める必要があるか否かを調査するための委員会 (Förtroendekommissionen) を設置した。同委員会は、スウェーデンにおけるコーポレート・ガバナンスをめぐる状況を調査し、とくに当時問題とされていた公開会社の業務執行取締役およびその他の経営者の報酬に関するスウェーデン会社法 (Aktiebolagslag, ABL) の規定の改正を提案した。さらに、同委員会は、スウェーデン会社法上の問題点にとどまらず、コーポレート・ガバナンスに関連する制定法と自主規制との関係についても考慮した上で、「イギリスのコンバインド・コードのように、ここ数年間、いくつかの国々ではコーポレート・ガバナンス・コードが発展してきたが、スウェーデンでは、こうした包括的で幅広く承認を得た自主規制が存在しない」ことを指摘した<sup>458</sup>。

---

<sup>456</sup> コード制定の経緯については、スウェーデン・コーポレート・ガバナンス委員会 (Kollegiet för svensk bolagsstyrning) のホームページ <http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning/bolagsstyrningens-utveckling> (last visited Jan.15, 2015)参照。なお、A リストの上場要件は O リストのそれよりも厳格であった。現在では NASDAQ OMX Stockholm 取引所の A リストと O リストの区分は存在しない。

<sup>457</sup> CARL SVERNLOV, SVENSK KOD FÖR BOLAGSSTYRNING 21 (4th ed. 2011). See also SKOG, *supra* note 259, at 143.

<sup>458</sup> SOU 2004: 130 s.38.なお、イギリスのコーポレート・ガバナンス・コード改正経緯につ

かかる状況を打開すべく、同委員会は、コーポレート・ガバナンスの向上およびスウェーデン企業の効率性と活力を高めることを目的とするコード・グループを立ち上げ、同グループにコーポレート・ガバナンス・コードの制定を委託したのである。

コード・グループにより制定された 2004 年コードの目的は、スウェーデン上場会社のコーポレート・ガバナンスの発展を促すことにより上場会社の信頼を高めることにある。スウェーデンには、Ericsson、H&M、IKEA などのようにスウェーデン経済にとってきわめて重要な役割を果たし、世界的にも有名な上場会社が多数存在するところ、これらの会社は高い業績を示しながらも企業不祥事が非常に少ないことに共通点がある<sup>459</sup>。このことから、スウェーデンの上場会社では、コーポレート・ガバナンスが適切かつ有効に機能しているのではないかということが推察されよう。もっとも、スウェーデンでは、複数議決権株式や企業ピラミッド構造（上層が支配一族の財団、中層が持株会社、低層が事業会社という三層ピラミッド構造が一般的）を利用することにより、支配一族（たとえば、大規模民間商業銀行の創業者一族やその民間商業銀行の取締役など。実際には支配一族は財団を設立する）が持株会社の支配株主となり、その持株会社を通じて国内の多くの重要な事業会社を支配するという構造（スウェーデン型会社支配構造）がとられることが通例であり<sup>460</sup>、

---

いて詳しくは、川島いづみ「②イギリスにおけるコーポレートガバナンス—コーポレートガバナンスの進展と非業務執行取締役の義務—」奥島孝康（監修・著）『企業の統治と社会的責任』363 頁以下（金融財政事情研究会、2007）、河村賢治「英国公開会社における取締役会の機能—統合コード（The Combined Code）を中心に—」早法 76 卷 2 号 231 頁以下（2000）、林孝宗「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスの展開—非業務執行取締役の役割と注意義務を中心に—」早大社学研論集 17 号 247 頁以下（2011）参照。また、2003 年版イギリスのコンバインド・コードの邦訳として、中村信男=上田亮子訳「イギリスのコーポレート・ガバナンスに関する改正統合規範（2003 年 7 月）」早比 38 卷 2 号 209 頁以下（2005）参照。

<sup>459</sup> この点については本論文の序章で検討した。

<sup>460</sup> 拙稿・前掲注（83）55 頁以下（本論文第一章）参照。SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 55 によれば、2011 年の段階でスウェーデンには約 401,000 社の株式会社が存在していたとされる。2015 年 1 月の時点で、スウェーデンには、3 つの主要な取引所、すなわち、1863 年にストックホルム取引所として開設された NASDAQ OMX Stockholm（以下、ストックホルム取引所）、1997 年に開設された Nordic Growth Market (NGM)、そして、多数の中小企業が上場し、2007 年に多角的取引システム (Multilateral Trading Facility, MTF) を採用した新興市場である AktieTorget (AT) が存在する。これらのスウェーデンの取引所では株式取引が活発に行われ、株式市場の流動性も高い。拙稿「スウェーデン公開買付法

ピラミッド内部の持株会社や事業会社が上場会社であることも少なくない。一般的に、かかる支配構造の下では支配株主の会社支配権が著しく強化されるため、それが濫用されるおそれが高まる<sup>461</sup>。こうした事態に対処するために、スウェーデンにおいては会社支配権の濫用を抑制する法理がスウェーデン会社法や判例法理などを通じて一定程度形成されてきた<sup>462</sup>。それらが有効に機能する限り、支配株主の行為がある程度適正化されるように思われる。しかし、スウェーデンにおける会社支配権の濫用を抑制する法理の多くは、濫用的な支配株主に対する損害賠償請求を中心とした事後的な救済策であり、これらは間接的に支配株主の濫用行為を抑止する効果は認められるものの、事前かつ直接的に支配株主の行為を規律する効果が低いという限界がある。他方、支配株主の行為を規制する方法としては、規律的な敵対的買収が考えられるところ、複数議決権株式やピラミッド構造により会社支配権が強化されたスウェーデン型会社支配構造の下で企業買収を成功させることはきわめて困難である<sup>463</sup>。

このように、制定法、判例法理あるいは規律的買収により支配株主の会社支配権濫用を事前に抑制することには一定の限界があると考えられるが、そうした限界を補完する規範として、いわゆるソフト・ローではあるものの、スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードが注目される。同コードにはスウェーデンの上場会社における適切かつ効率的な会社支配や会社経営の実現に資すると考えられる規定が置かれているからである。なお、

---

におけるブレイクスルー・ルール of 法的問題 (一)」高崎経済大学論集 55 卷 2 号 122 頁以下 (2013) 初出 (本論文第三章 146 頁以下) 参照。

<sup>461</sup> もっとも、スウェーデンでは支配株主が会社支配権を濫用する事例はまれであり、むしろ支配株主が上場会社の業績とガバナンスを向上させているという指摘すらある。See Gilson, *supra* note 5, at 1641, 1650-51. See also, La Porta et al., *supra* note 8, at 471-517.

<sup>462</sup> 拙稿・前掲注 (422) 55 頁以下 (本論文第二章) 参照。

<sup>463</sup> 拙稿「スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルール of 法的問題 (二・完)」高崎経済大学論集 55 卷 3 号 142 頁 (2013) 初出 (本論文第三章 176-177 頁) 参照。なお、EU 公開買付指令を国内法化したスウェーデン公開買付法のブレイクスルー・ルールは、買収局面において複数議決権等を無効化するというものであり、その導入には定款変更が必要とされる。しかしながら、同ルールを定款に導入するか否かは最終的には各会社に委ねられ (いわゆるオプト・イン型の規制)、現時点でこのルールを定款に導入したスウェーデンの上場会社は存在しない。したがって、支配株主が存在するスウェーデンの上場会社では、敵対的買収が成功する可能性は低いといえよう。

同コードは、2008年5月に大幅な改正がなされ（2008年コード）、同年7月1日からスウェーデンの規制市場であるNASDAQ OMX Stockholm 取引所と Nordic Growth Market Equity（NGM Equity）取引所に上場する全ての株式会社に適用範囲が拡大された。さらに、2008年コードは2010年1月に改正され、現行の2010年コードが制定された（2010年コードは同年2月1日に適用が開始された）。本章では、現行の2010年コードの規定のうち会社支配と業務執行の効率化および適正化を目的とする規定を中心に検討する。

まず、一般的に、主として取締役の選任権を通じて会社支配が実現されることに照らせば、スウェーデン型会社支配構造の下でも、支配株主による取締役の選任が円滑に行われることにより、効率的な会社支配が実現される可能性が高まるように思われる。その一方で、多数派である支配株主の専横を防止し、取締役の選任が適切に行われるようにするためには、少数派株主、現職の取締役さらには従業員など様々な利害関係人の意見が配慮され、可能な限りそれが反映されることを確保する仕組みが必要不可欠であると考えられる。こうした一見相反するように思われる2つの要請に同時に応じるために、2010年コードには、取締役および会計監査役の選任ならびにそれらの者の報酬に係る原案を作成する特別な委員会である指名委員会に関する規定が設けられた<sup>464</sup>。スウェーデンの指名委員会は、アメリカの指名委員会のような取締役会内部に設置される委員会ではなく、指名委員の選任（あるいは指名委員の選任方法の決定）は株主総会により行われる（2010年コード第2.2条参照）。かくして、支配株主の意向を受けた者が指名委員に選任される可能性が高まるが、その一方で、指名委員のうち1名については会社の株式の議決権のうち最も多くの議決権を保有する株主から独立することが要求されている（2010年コード第2.3条第3項参照）。その結果、指名委員会は支配株主またはその代表者のみならず少数派株主の利益を代表する者で構成されることとなり、その内部に一定の緊張関係が生み出される可能性が高

---

<sup>464</sup> 2004年コードの下では、会計監査役の選任およびその報酬の原案は、取締役の選任およびその報酬の原案を作成する指名委員会、または会計監査役の選任およびその報酬の原案のみを作成する特別な指名委員会のいずれかにより作成されるべきであるとされていたが（2004年コード第2.3.1条）、2008年コードおよび2010年コードの下では後者の特別な指名委員会は廃止された（2008年コードおよび2010年コード第2.1条第2項第3項参照）。



まる。本章では、スウェーデンに特有の指名委員会に関する規定が設けられた経緯やかかる規定を正当化する根拠 (legitimitet) を確認した上で、その規定が会社支配権適正化のための法理としてどのように機能し得るのかについて考察する。

次に、スウェーデン型会社支配構造をとる上場会社の取締役は、支配株主の指示を受けて会社の業務執行またはその意思決定もしくは業務執行の監督を行うことが想定される。2010年コードは、業務執行の効率化および適正化を図るために取締役会と取締役会議長の職務を明確化するとともに、業務執行の監督が適切に行われるようにするために取締役のうち1名は会社またはその子会社の経営に従事することができるが、それ以外の取締役はいわゆる非業務執行取締役でなければならないとし、さらに、主要株主を含む一定の利害関係人からの取締役の独立性に関する規定を置いている。これらの規定を検討することにより、わが国における近時の会社法改正の議論の中でも取り上げられている取締役会の監督機能や取締役の独立性をめぐる法的問題について何らかの示唆を得たいと考える。

もっとも、スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードの規定はスウェーデン会社法の規定を補完、具体化したものであるから、コードの規定を検討する前提として、スウェーデン会社法の関連規定を確認する必要があると考える。そこで、以下ではまず、本章で検討対象とする2010年コードの規定と密接に関係するスウェーデン会社法上の規定、とくにコーポレート・ガバナンスを担う株式会社の機関に関する規定をみていこう。

## 第一節 スウェーデン会社法の下でのコーポレート・ガバナンス

### 1 スウェーデン会社法上の機関～株主総会、取締役会、業務執行取締役、会計監査役

スウェーデン会社法の下では、株式会社は最高意思決定機関である株主総会 (bolagsstämman) のほか、会社の業務運営 (förvaltningen av angelägenheter) を行い、対外的に会社を代表する指揮機関 (ledningsorgan) を置かなければならない。同法の下では、株式会社が設置しなければならない指揮機関は、当該株式会社が公開会社 (publikta aktieföretag) であるか私会社 (privata aktieföretag) であるかどうかで異なる。

まず、スウェーデン会社法は、株式会社は私会社か公開会社のいずれかでなければならず（スウェーデン会社法第 1 章第 2 条第 1 項）、すべての株式会社はその株式資本が 10 万 SEK（最低資本金）を下回ってはならないと定める（同章第 4 条）。ただし、公開会社については、その株式資本が 50 万 SEK を下回ってはならないとの特則が置かれている（同章第 14 条）<sup>465</sup>。以下では、公開会社および私会社の区分に留意しつつ、株式会社が設置すべき機関についてみていこう。

私会社は 1 名の取締役または複数の取締役で構成される取締役会（styrelse）を設置しなければならない（スウェーデン会社法第 8 章第 1 条第 1 項）。ただし、取締役の員数が 3 名未満である場合には、少なくとも 1 名の補欠取締役（styrelsesuppleanter）を置かなければならない（同章第 3 条第 1 項）。公開会社は、3 名以上の取締役で構成される取締役会（同章第 46 条）を設置しなければならない。また、公開会社は、業務執行取締役（verkställande direktör、VD）を設置しなければならない（同章第 50 条）。私会社は任意に業務執行取締役を設置することができる。業務執行取締役の選任は、取締役会により行われなければならない（同章第 27 条）。

さらに、株式会社は原則として、株式会社の年次報告書（årsredovisning och bokföring）を監査する会計監査役（revisor）を少なくとも 1 名設置しなければならない（スウェーデン会社法第 9 章第 1 条）<sup>466</sup>。ただし、私会社であり、かつ①直近 2 年間の各会計年度にお

---

<sup>465</sup> なお、私会社は、スウェーデン会社法第 32 章の諸条項に従い、剰余金について特別な定めを設けることができる（同章第 2 条第 2 項）。

<sup>466</sup> さらに、スウェーデンの会計監査役は、取締役会および業務執行取締役の業務、すなわち、それらの者が自らの義務を履行しているか否かを監査（granska）する。もっとも、SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 98 によれば、ここにいう「業務監査（förvaltningsrevisionen）」は我が国のそれとは異なり、スウェーデン特有の概念であり、その目的は、不法（olagliga）またはその他弁護の余地のない（oförsväljiga）業務上の措置を発見または防止することにあるとされる。また、会計監査役は、取締役会または業務執行取締役が会社の事業の範囲でスウェーデン会社法第 9 章第 42 条第 1 号第 2 号に掲げる規定に基づく一定の犯罪行為（たとえば、刑法典（brottbarken）における詐欺、金銭贓物財、租税犯罪など）を行ったことが思料されると認める場合には、スウェーデン会社法第 9 章第 43 条および第 44 条に定められた措置を講じなければならない（同章第 42 条）。会計監査役は、上述した犯罪行為がなされたことが思料されると認めるときには、遅滞なく取締役会に自らの見解を通知しなければならない（同章第 43 条）。取締役会が同章第 43 条第 1

いて会社の従業員が平均して合計 3 名を超えていたこと、②株式会社の貸借対照表の合計 (balansomslutning) 額が 1500 万 SEK を超えていたこと、③株式会社の税引後利益 (nettoomsätning) が直近 2 年間の各会計年度について 300 万 SEK を超えていたことという 3 つの要件のうち、2 つ以上を満たさない株式会社は、会計監査役を設置しない旨を定款で定めることができる (スウェーデン会社法第 9 章第 1 条第 2 項、第 3 項)。なお、全ての株式会社において、株式資本の 10 分の 1 を超える株式資本を有する株主には、少数派株主のための会計監査役の選任権 (nominering av minoritetsrevisor) が付与されている (スウェーデン会社法第 9 章第 9 条)。会計監査役となることができるのは、公認会計士 (auktriserad revisor) または認可会計士 (godkänd revisor) である (スウェーデン会社法第 9 章第 12 条第 1 項) <sup>467</sup>。

取締役および会計監査役の選任は、定款に別段の定めがない限り、株主総会の決議により行われる (取締役につきスウェーデン会社法第 8 章第 9 条第 1 項第 1 文、会計監査役につきスウェーデン会社法第 9 章第 8 条第 1 項) <sup>468</sup>。ただ、実際に取締役や会計監査役の選任権を掌握しているのは、スウェーデン会社法の下で発行が許容される複数議決権株式を通じて多数の議決権を支配する支配株主である。スウェーデンのコーポレート・ガバナンスは、こうした支配株主による取締役ないしは会計監査役の選任を通じた会社経営あるいは会社経営に対する監督または監査を出発点としていると考えられる。そこで、次節では、スウェーデン会社法のいかなる要件の下で、株主総会による取締役ないしは会計監査役の

---

項に基づく通知を受けた後 4 週間以内に、会計監査役は辞任しなければならない。ただし、犯罪行為により生じた損害が賠償され、犯罪行為により違法な結果が治癒された場合 (同項第 1 号)、すでに犯罪行為が警察または検察官に通報されていた場合 (第 2 号)、または犯罪行為が重大ではない場合 (第 3 号) はこの限りではない。なお、SOU 2008:32 s.169 によれば、上述した「業務監査」は廃止されるべきであるとの提案がなされている。

<sup>467</sup> 萩原・前掲注 (162) 183 頁によれば、本文の 2 つの会計士の差異は、それぞれわが国の公認会計士と税理士のそれに類似するとされる。

<sup>468</sup> たとえば、株主ではないコミューンなどの行政機関が取締役や会計監査役を選任することができるといわれている。ただし、公開会社においては、取締役会を構成する取締役の過半数は株主総会により選任されなければならない (スウェーデン会社法第 9 章第 47 条)。また、会計監査役については、公開会社であるか私会社であるかにかかわらず、少なくとも 1 名は株主総会により選任されなければならないとされている (スウェーデン会社法第 9 章第 8 条第 2 項)。See, e.g., SKOG, *supra* note 276, at 201.

選任が行われるのかについて詳しくみていこう。

## 2 株主総会による取締役および会計監査役の選任

スウェーデン会社法によれば、会社の事項 (*angelägenheter*) を決定する株主の権利は、株式会社の最高機関である株主総会において行使されることとされている (スウェーデン会社法第 7 章第 1 条)。そして、株主総会は、法律または定款に別段の定めがない限り、会社に関する全ての事項<sup>469</sup>について決議することができるものと解されている<sup>470</sup>。上述したように、取締役および会計監査役の選任は、定款に別段の定めがない限り、株主総会の決議によることとされている。

株主総会の決議は、原則として、代表される議決権の単純過半数によることとされており (絶対多数決。スウェーデン会社法第 7 章第 40 条)、定足数についての定めは置かれていない<sup>471</sup>。ただし、特別決議を要する事項<sup>472</sup>や取締役や会計監査役等の選任については、

---

<sup>469</sup> たとえば、事業年度の末日後 6 か月以内に開催される定時株主総会 (スウェーデン会社法第 7 章第 10 条) では、①貸借対照表および損益計算書の確定、②会社の利益または損失の処理、③取締役 (*styrelse lödamöter*) または業務執行取締役の責任の免除、④その他、本法または定款により株主総会で扱うべき事項に関する決議がなされるものとされている (同章第 11 条)。

<sup>470</sup> SKOG, *supra* note 276, at 159.

<sup>471</sup> この点については、立法解説からは必ずしも明らかとされていないが、スウェーデンの株式会社においては、有力な支配一族が支配株主として存在することが通例であり、そのような状況を踏まえると、多数の議決権が株主総会において行使されることが想定され得ることから、定足数の定めが置かれていないのではないかと考えられる。

<sup>472</sup> 定款変更 (*ändring av bolagsordning*、スウェーデン会社法第 7 章第 42 条)、資本減少 (*minskning av aktiekapitalet*、同法第 20 章第 5 条)、新株発行 (*nyemission av aktiel*、同法第 13 章第 2 条)、自己株式の取得 (*förvärv av egen aktie*、同法第 19 章第 18 条)、合併 (*fusion*、同法第 23 章第 17 条)、会社分割 (*delning*、同法第 24 章第 19 条)、清算 (同法第 25 章)、会社類型の変更 (*byte av bolagskategori*、同法第 26 章第 1 条) といった重要事項の決議の採択には、株主総会において全株主の 3 分の 2 以上が出席し、かつ代表される議決権の 3 分の 2 以上の賛成が必要とされる。これを裏から表現すれば、議決権の 3 分の 1 以上を有する少数派株主は、これらの決議を覆すことができるという意味での「拒否権 (*vetorätt*)」を有するということになる。その意味において、これらの特別決議に関する規定は少数派株主の保護に資するものであり、一定程度会社支配権の濫用を抑制するための法理として機能し得るといえよう。See SANDSTRÖM, *supra* note 87, at 207.

なお、株主に不利益を与えるおそれのある一定の重要な事項に係る定款規定の変更については、その決議要件が加重されている (スウェーデン会社法第 7 章第 43 条ないし第 45 条)。すなわち、スウェーデン利益または資産に対する株主の権利の縮減 (スウェーデン会

この限りではない。

取締役または会計監査役の選任については、得票数が最大の者が取締役または会計監査役に選任される（相対的多数決。同章第 41 条第 1 項前段）。この場合、得票数が最大の者は、行使された議決権の過半数を超える議決権を獲得することは要件とされない<sup>473</sup>。得票数の場合には、当該選任決議に先立って改めて投票を行うことを株主総会で決議しない限り、くじ引きにより決せられる（同項後段）。なお、同条第 1 項の規定は、定款に別段の定めがある場合には、適用されない（同条第 2 項前段）。ただし、その場合においても、「得票数が最大の者が、行使された議決権の過半数を超える議決権を獲得しなければ、当該選任決議は有効とはならない」といったような定めを定款に置くことはできない（同項後段）。

これらの規定により、取締役や会計監査役の選任について、スウェーデン型会社支配構造の下で複数議決権株式等により議決権の多数を支配する支配株主の意見はよりいっそう反映されやすくなる。かくして、支配株主は自らの意に沿う者を取締役や会計監査役に選任することで会社経営に対する支配権を強化することが可能となる。

取締役や会計監査役の選任の仕組みに加えて、取締役会は、会社の経営に際して、株主総会が発する特定の指示がスウェーデン会社法または定款に違反しない限り、当該指示に従う義務を負うものと解されており（スウェーデン会社法第 8 章第 41 条第 2 項参照）<sup>474</sup>、会計監査役については株主総会の指示に従う義務を負うことが明確に定められている（ス

---

社法第 43 条第 1 号)、会社の株式の譲渡または取得に対する制限 (同条 2 号)、複数の株式間の法律関係の変更 (同条第 3 号) に係る定款変更については、会社の全株式の 10 分の 9 以上の株式を代表する株主が出席し、かつ当該出席株主の全員の賛成を得ることが要件とされている。たとえば、スウェーデンにおいては、種類株式の種類の数が増減やその内容の変更は「複数の株式間の法律関係の変更」に当たるものと解されるが、これを行うことはきわめて困難であるように思われる。

<sup>473</sup> STEN ANDERSSON, SVANTE JOHANSSON, and ROLF SKOG, AKTIEBOLAGSLAGEN: EN KOMMENTAR DEL1 s.7:81 (2013). *See also*, SOU 1955:44 s.197.これらによれば、株主全員の同意があれば、一括して取締役を選任することが可能であるとされる。また、取締役を複数名選任する場合において、選任されるべき取締役の員数分、1 回ずつ議決権を行使し、得票数の多い順に 1 名ずつ選任することも可能であるとされる。

<sup>474</sup> SKOG, *supra* note 276, at 159. *See also*, ANDERSSON ET AL., *supra* note 473, at 8:87.

ウェーデン会社法第9章第4条)<sup>475</sup>。株主総会による指示には支配株主の意見が強く反映される可能性がきわめて高いといえよう。

以上のことから、スウェーデン会社法の下では、取締役等の選任を通じて支配株主の会社経営への関与がより効率的に行われる仕組みがとられていると考えられる。こうした仕組みの下で、さらに取締役会および業務執行取締役は、どのように会社の業務を運営するのであろうか。以下では、スウェーデン会社法上の下で業務執行またはその意思決定の担い手とされる取締役会および業務執行取締役の義務と権限についてみていこう。

### 3 取締役会および業務執行取締役

#### (1) 取締役会の義務および権限

取締役会は、会社の組織および会社の業務の運営（*förvaltningen av bolagets angelägenheter*）について責任を負わなければならない（スウェーデン会社法第8章第4条第1項）。また、取締役会は、会社の財務状況および当該会社がKonzern（*koncern*）の親会社である場合には、親会社の財務状況を定期的に評価し（同条第2項）、会計、資金運用および会社の財務全般が適切に監視されるように会社の組織が構築されることを確保しなければならない（同条第3項）。スウェーデン会社法第8章第4条第2項に基づく取締役会による財務状況の評価に必要な情報については、それがいつ、どのように取締役会に収集、報告されるかについて、取締役会は文書による指示を発しなければならない（同章第5条）。なお、同条4項に基づき、取締役会は、上記の職務を1名または2名以上の取締役もしくはその他の者に授権することができるが、その場合には、取締役会は当該授権を維持することができるか否かを定期的に監督する、すなわち、一定の事項を委任された者が適切にその職務を果たすことを継続的に確保しなければならないこととされている。したがって、取締役会は、授権またはその他の方法を通じて、一定の職務を個々の取締役ま

---

<sup>475</sup> ANDERSSON ET AL., *supra* note 473, at 9:21 によれば、たとえば、株主総会は、会計監査役はいかなる事項について監査し、それについて報告をすべきであるかについての指示を出すことができるとされる。

たはその他の者に委任した場合であっても、スウェーデン会社法第 4 条第 1 項ないし第 3 項に規定された職務に対する最終的な責任を免れることはできないと解されている<sup>476</sup>。

以上のことからすれば、スウェーデン会社法の下での取締役会は、会社の経営、財務状況ないしは組織体制を監督する機関としての側面を持つものと位置づけることができよう。取締役会がこうした監督機能を十分に果たすことにより、会社経営あるいは会社財務の適正化が図られることが期待され得る。

もっとも、スウェーデン会社法の下での取締役会は、純粋な監督機関として位置づけられるわけではない。スウェーデン会社法は、株式会社が業務執行取締役を設置する場合には、取締役会は文書による指示を通じて取締役会と業務執行取締役との間の職務分担を明確化しなければならないと定めており（スウェーデン会社法第 8 章第 7 条）、この規定を受けて、たとえば、株式会社が一定の規模の財産の譲受けおよび処分、もしくは債務引受けまたは保証といった重要事項については取締役会の決議を要するというように職務分担がなされるのが一般的であるといわれる<sup>477</sup>。この点に鑑みれば、スウェーデン会社法の下での取締役会は、業務執行の意思決定機関としての側面もまた有するといえよう。

## (2) 対外的な業務執行～株式会社の代表

取締役会の業務執行の意思決定を受けて、株式会社が第三者と取引を行う場合には、対外的に会社を代表する機関が必要となるが、これについてスウェーデン会社法は次のような規定を置いている。スウェーデン会社法第 8 章第 35 条によれば、取締役会は会社を代表し、会社の商号（*firma*）を署名することとされている（同条第 1 項）。さらに、本法に従って取締役会が署名しなければならない文書は、原則として取締役会を構成する取締役の半数以上の者による署名がなされなければならない（同条第 2 項）。もっとも、このような原則を貫くと、複数の取締役が会社の商号の署名を行う場合には、常に取締役会の決議が

---

<sup>476</sup> ANDERSSON ET AL., *supra* note 473, at 8:16.

<sup>477</sup> SKOG, *supra* note 276, at 161. なお、各取締役間において職務分担がなされる場合には、各取締役間でどのように職務が分担されるのか、取締役会の開催の頻度、補欠取締役はどの程度取締役会の活動に参加し、どの程度取締役会に招集されるのかを取締役会の職務規程に定めなければならない（スウェーデン会社法第 8 章第 6 条）。

必要とされ、取引の迅速性に欠けることとなる。また、会社がより広範囲に事業活動を展開する場合には、会社を代表することができる者が複数必要とされることも想定され得る<sup>478</sup>。

そこで、取締役会は、取締役、業務執行取締役またはその他の者に特定の事項について会社を代表し、会社の商号を署名することを授権することができる（同章第 37 条）。かかる授権を受けた者は、「特別商号署名者（särskild firmatecknare）」と呼ばれる。なお、このような授権がない場合でも、業務執行取締役は、後述する日常の業務については常に会社を代表し、会社の商号を署名することができる（同章第 36 条）。

以上の規定により、スウェーデン会社法の下では、対外的な業務執行の迅速化および効率化が図られているといえよう。

### (3) 対内的な業務執行～業務執行取締役の義務および権限

会社の日常の業務（löpande förvaltning）については、取締役会の指針（riktlinjer）および指図（anvisningar）に従って、業務執行取締役がこれを行わなければならないものとされている（スウェーデン会社法第 8 章第 29 条第 1 項）。立法解説によれば、日常の業務には、会社の事業の性質または範囲に照らし、非通例的な性質または重大性を持たないあらゆる事項が含まれ、また、日常の業務についての取締役会の指針および指図には、日常の業務について講じられる措置がどのように処理され、または決定されるかという内容が含まれるべきであると解されている<sup>479</sup>。このように、業務執行取締役は、取締役会の指針および指示の枠内で日常の業務に係る措置を講じることができる。

これに対して、日常の業務の枠外にある一定の重要事項に関する経営上の措置は、取締役会がこれを講じることとするというように職務分担されるのが通例であると考えられるが、業務執行取締役がかかる措置を講じることが可能であろうか。この点、スウェーデン

---

<sup>478</sup> See SKOG, *supra* note 276, at 187-88.

<sup>479</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 84. また、かかる指針ないしは指図は、スウェーデン会社法、年次会計法（lag om årsredvisning）または定款に反してはならないものと解されている（同章第 29 条第 1 項）。



会社法の下では、業務執行取締役は取締役会により選任される（同章第 27 条）ことから、業務執行取締役は取締役会の下位機関であると理解されており、その上で、上位機関である取締役会が日常の業務の枠外にある一定の経営上の措置を講ずることを下位機関である業務執行取締役に授権することは可能であると解されている<sup>480</sup>。したがって、このような理解からすれば、取締役会による授権を条件として、業務執行取締役は日常の業務の枠外にある経営上の措置を講じることができることとなる。

ただし、このような授権がなされない場合であっても、取締役会の決定を待っていたのでは、会社の事業に著しい損害を及ぼすおそれがあるときには、業務執行取締役は、会社の事業の範囲および性質に照らして、非通例的な性質または重大性を持つ措置であっても、当該措置を講じることができる（同章第 29 条第 1 項）。業務執行取締役がこうした緊急措置を講じた場合には、そのことが取締役会に報告されるべきであると考えられている<sup>481</sup>。

以上のことからすれば、スウェーデン会社法の下での業務執行取締役が業務執行機関としての性質を有していることがみてとれるが、業務執行取締役の義務および権限は上述した業務執行に関するものにとどまらない。スウェーデン会社法によれば、業務執行取締役は、会社の会計が法律に適合するように行われ、会社資金が適切に運営されることを確保するために必要な措置を講じる義務を負わなければならないこととされている（同章第 8 章第 29 条第 3 項）。すなわち、業務執行取締役は、会計や資金運営についての体制を整備し、それを監視、評価する義務を負うものと考えられている<sup>482</sup>。業務執行取締役が、会社の会計や資金運営について監督的機能を果たさなければならないことには留意が必要であろう。こうした監督機能を通じて、株式会社の会計や資金の運営についての健全性の確保が一定程度期待され得る。

#### （4） 業務執行の監督

---

<sup>480</sup> STATTIN, *supra* note 324 at 97. なお、SKOG, *supra* note 276, at 161 によれば、取締役会が上位機関としての自己の義務をもはや果たしていないと評価される場合には、かかる授権をすることはできないと解されている。

<sup>481</sup> SKOG, *supra* note 276, at 161.

<sup>482</sup> SVENSSON ET AL., *supra* note 244, at 84.

スウェーデン会社法の下で、取締役会や業務執行取締役は業務執行を監督する側面を有するが、これらは業務執行の意思決定機関もしくは業務執行機関としての側面を併有するため、その監督は自己監督とならざるを得ない。そこで、スウェーデン会社法上、取締役会や業務執行取締役による業務執行の監督の担い手として、一定の株式会社では取締役会議長の選任が義務づけられている。すなわち、公開会社であるか私会社であるかにかかわらず、取締役会が2名以上の取締役で構成される場合には、そのうちの1名の取締役は取締役会議長とならなければならない(スウェーデン会社法第8章第17条第1項前段)、また、取締役会議長は、定款に別段の定めがない場合、または株主総会が取締役会議長を選任しない場合には、取締役会がこれを選任しなければならないとされている(同章第17条第2項前段)。

取締役会議長は、取締役会の活動(arbete)を主導し、取締役会がスウェーデン会社法第8章第4条ないし第7条に定める職務を行っているか否かを監督しなければならないものとされている(同章第17条第1項後段)。公開会社においては、取締役会議長と業務執行取締役の兼任は禁止されていることから(同章第49条)、業務執行取締役の業務執行については一定程度独立した立場から、業務執行の監督を行うことが期待される。しかしながら、取締役会議長は取締役会の構成員であることからすれば、取締役会の業務執行の監督については自己監督となる可能性が依然として残されている<sup>483</sup>。

#### 4 スウェーデン会社法の下でのコーポレート・ガバナンスの特徴

以上みてきたように、スウェーデン型会社支配構造の下では、複数議決権株式や企業ピラミッドを通じてスウェーデン上場会社株式の議決権の大多数を保有する支配株主は、取締役の選任権を事実上掌握することができ、取締役の選任はきわめて容易になる。さらに、スウェーデン会社法の下では、取締役は株主総会の指示を遵守する義務を負うと解されて

---

<sup>483</sup> なお、スウェーデンにおいては、支配株主一族の出身者が取締役会議長に就任することが少なくない。こうした取締役会は、支配一族の意思の下に統率されている可能性が高い。

いるが、こうした指示は、実際には多数派を形成する支配株主の意向を強く受けたものであると考えられる。スウェーデン上場会社の支配株主は、取締役の選任権や取締役会への指示を通じて、会社支配権を強化し、会社経営への関与度を高めることが可能となるのである。支配株主の指示を受けて、取締役会議長による統率の下で取締役会は業務の運営を行う。また、取締役会の一定の職務については個々の取締役またはその他の者に委任することが可能とされ、さらに日常的な業務については取締役会の指針および指図に従って、業務執行取締役がこれを行わなければならないこととされている。このように、スウェーデン会社法の下では、支配株主の経営ないしは業務執行に対する意思が会社の各機関に効率的に伝達される仕組みが採られていることに特徴があるといえる。

もつとも、支配株主が、スウェーデン会社法または定款には違反しないものの、不適切な指示を取締役に与える場合には、適切かつ健全な会社経営を行うことが困難となるおそれがある。たしかに、スウェーデン会社法の下で、取締役会は会社の組織および会社の業務の運営に対して最終的な責任を負うとされており、また、取締役会議長は取締役会が適切にその職務を行っているか否かを監督することとされているため、支配株主による不適切な指示があったとしても、取締役会や取締役会議長は、かかる指示に基づき講じられる措置を迅速に是正する役割を一定程度果たすことが期待される。しかしながら、取締役の中には支配株主の意向を強く受けている者がおり、とくに取締役会議長が一族出身者であることも少なくないというスウェーデン上場会社の現状に鑑みれば、支配株主による不適切な指示を是正することが困難となることもあり得る。さらに、会社経営が適切に行われるためには、スウェーデン会社法の下で、取締役会、取締役会議長または業務執行取締役が業務執行に対する監督を適切に行うことが必要とされるが、業務執行の意思決定機関あるいは業務執行機関としての地位を併有する者らによる監督は自己監督の側面を完全に払拭することはできない。このように、スウェーデン会社法の規定を通じた会社支配ないしは業務執行の適正性確保には限界が存在するのである。

スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードは、こうした限界が存在するスウェ

ーデン会社法の規定を補完し、より高い目的意識をもってスウェーデン上場会社のコーポレート・ガバナンスを向上させる規範として機能することが期待される。本章では主として、会社支配および業務執行の効率化・適正化のためのスウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードの規制について検討したいと考えるが、その前提として以下では節を改めて、まず同コードの目的およびその規定の概要について確認しておこう。

## 第二節 スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードの目的と概要

### 1 2004年コードの目的と概要

2004年にコード・グループにより制定されたスウェーデン初のコーポレート・ガバナンス・コード（2004年コード）は、スウェーデン企業におけるコーポレート・ガバナンスを向上させることを一般的な目的としていた。2004年コードは、NASDAQ OMX Stockholm 取引所の A リストに上場する全ての株式会社および同取引所の O リストに上場し、かつ 30 億 SEK を超える株式市場価値を持つ株式会社を適用対象としていたが、コード・グループは、こうした上場会社において健全なコーポレート・ガバナンスが実現されることがその他のスウェーデン国内の会社におけるコーポレート・ガバナンスの模範となり、そのことが国内の事業部門の効率性や競争力を高め、ひいてはスウェーデンの資本市場やスウェーデン社会全体に対する信頼を高めることに資するであろうと考えていた<sup>484</sup>。

かかる目的意識の下に制定された 2004 年コードは、NASDAQ OMX Stockholm 取引所、株式市場委員会（Aktiemarknadsnämnden、イギリスのパネルを模範に設立された自主規制機関）、SEB などの銀行、さらには Investor AB や H&M といった株式会社など様々な団体から聴取した意見（以下、レミス（remiss）<sup>485</sup>）を集約、検討して制定されたいわゆる

---

<sup>484</sup> 2008 年と現行の 2010 年コードの下でも、スウェーデン上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの発展を促すことによりかかる上場会社の信頼を高めることが主要な目的とされている。

<sup>485</sup> 萩原・前掲注（162）180 頁によれば、レミスとは、関係機関・団体等への政府案件文書、とくに法律案の送付・意見の聴取をいうものとされる。わが国のパブリックコメントはレミスにやや接近しつつあるようであるが、安易に両者を同一してはならないとされる。

自主規制ルールである<sup>486</sup>。したがって、2004年コードには従来のスウェーデン上場会社の慣行を反映した規定が多数含まれている。2004年コードは、3つの章で構成されている。第1章では、コードの目的およびその基本原理(第1.1条)、コードの適用対象(第1.2条)、遵守するか説明するか原則(principen följer eller förklara。第1.3条)、コードの形式と内容(第1.4条)についての説明がなされている。

また、第2章では株式所有の役割と責任<sup>487</sup>が強調されていたが、これはスウェーデン型会社支配構造の下での株主、とくに支配株主の果たす役割の重要性を説いたものであり、他の国々のコードは異なり、スウェーデンのコードに特有の記述であるといえる。

さらに、第3章は、コードの具体的な規定を定めているところ、これらの規定は第1章第1.1条に定められた5つの基本原則を反映した内容となっている。この基本原則とは、①積極的かつ責任ある株主の役割についての良好な条件を生み出すこと、②株主が会社に対して自己の利益を主張することを可能とするために、株主、取締役会および業務執行者との間における権限の適切な均衡を生み出すこと、③経営機関と監督機関との間の明確な役割分担および責任分配を生み出すこと、④スウェーデン会社法に定められている株主の平等的取扱いの原則を実際に遵守すること、⑤株主、資本市場および社会全体に対して可能な限り最も高い透明性を生み出すことである。なお、2008年コードおよび現行の2010年

---

<sup>486</sup> See STATTIN, *supra* note 324, at 96.

<sup>487</sup> 2004年コード第2章は、株式所有の役割と責任を述べるとともに、「上場会社に膨大な持分を有している株主は、特に会社の取締役会の選任を通じて会社に影響力を行使する株主総会によって提供される機会を利用し、会社における所有者の役割をいかに果たすべきかについて適切に一貫した政策を持たなければならない。株主の株主総会への積極的参加が、株主、取締役会および上級経営者との間の健全な権力の均衡を促進すべきものとされる。上場会社に膨大な持分を有している株主は、会社または他の株主を犠牲にして自己の権限を濫用してはならないという特別な責任を有する。少数株主は、会社または他の株主を犠牲にして少数株主権を濫用してはならないという責任を有する。年金基金、生命保険会社、ミューチャル・ファンド、投資会社およびその他の機関投資家は、株式を所有する方針を公開し、自己の投資哲学および自己の株式に付与された議決権行使に対して遵守されるべき原理に関する情報を投資家に提供しなければならない」と定めていた。この点は、むしろ投資家による責任ある投資について言及したものであるようにも読める。なお、額田雄一郎=花水康=Nils Nostell=Emma Kratz「各国のコーポレート・ガバナンス第21回スウェーデン」監査613号64頁(2013)によれば、スウェーデンのコーポレート・ガバナンスのモデルは、数名の大株主が会社の特定の役割・責任を負うという市場の性格を反映しているという特徴があるとされる。

コードでは、これらの原則のうち②および③は「株主、取締役会および経営者間の明確かつ適切に均衡のとれた役割分担と責任分配を生み出すこと」というように一本化されたが、その他の原則は維持されている。

このような基本原則の下、2004年コード第3章には、株主総会に関する規定（第1条）<sup>488</sup>、取締役および会計監査役の指名、すなわち指名委員会（*valberedningar*）に関する規定（第2条）、取締役会に関する規定（第3条）、会社の経営者に関する規定、すなわち業務執行取締役の職務およびその他の会社経営者の報酬に関する規定（第4条）、コーポレート・ガバナンスの情報開示に関する規定（第5条）が置かれていた。

## 2 コーポレート・ガバナンス委員会の設置と2008年コードの制定

### (1) コーポレート・ガバナンス委員会の設置と2004年コードの改正

2005年1月1日に2004年コードの適用が開始された後、同年2月には自主規制機関であるスウェーデン・コーポレート・ガバナンス委員会（*Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning*）が設置され<sup>489</sup>、同委員会はコード・グループに代わりコードの適用状況を監督、分析し、その結果必要と認められる場合にはその修正、改正を行うこととされた。同委員会は、その設置以来、スウェーデン上場会社の取締役経験者や金融機関出身者など業界関係者で構成されている。

2007年9月にコーポレート・ガバナンス委員会は、コーポレート・ガバナンス・コードをスウェーデンの2つの規制市場であるNASDAQ OMX Stockholm 取引所とNGM Equity 取引所に上場する全ての株式会社に適用を拡大するために2004年コードを改正することを

---

<sup>488</sup> 2004年コード第3章第1条は、株主総会の招集通知に関する規定（第1.1条）、遠隔地居住者の株主総会への参加に関する規定（第1.4条）、取締役会、経営者および会計監査役の株主総会への出席に関する規定（第1.3条）、株主総会の運営に関する規定（第1.4条）からなる。

<sup>489</sup> スウェーデン・コーポレート・ガバナンス委員会（*Kollegiet för svensk bolagsstyrning*）のホームページについては、<http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning/bolagsstyrningens-utveckling> (last visited Jan.15, 2015)参照。See also, JANSSON, *supra* note 398, at 96.

決定した。同委員会は、良好なコーポレート・ガバナンスの実現は上場会社の規模を問わず等しく重要であること、小規模上場会社のコーポレート・ガバナンスについて低い要件を定める理由は見いだせないこと、また、多くの EU 諸国では全ての上場会社にコーポレート・ガバナンス・コードまたはそれに相当するルールが適用されていることを理由としてコードの適用対象を拡大する必要があると考えていた<sup>490</sup>。その後、2008年2月1日に、コード委員会は改正コードの草案を提出し、同年3月28日まで関係団体からレミスを集約し、それに基づき、同年4月にコード草案の修正が行われた。2008年5月7日、2008年コードの最終版（2008年コード）が同委員会のホームページ上で公表され、同年7月1日からスウェーデンの規制市場に上場する全ての株式会社に2008年コードの適用が開始された<sup>491</sup>。

## (2) 2008年コードの主要な改正点

2008年コードの主要な改正点は次の通りである。まず、2004年コード第2章が、株主の役割についてのみ記述していたのに対して、2008年コード第2章は、主要株主の役割を強調するとともに（第2章第1条）、スウェーデンのコーポレート・ガバナンス・システム、具体的には株主総会（同章第2条）、取締役会（同章第3条）、業務執行取締役（同章第4条）および会計監査役（同章第5条）の各制度について説明している。とくに、スウェーデン会社法とコードの諸規定の関係についての説明がなされている点に特徴がある。

次に、2004年コード第3章の規定が大幅に改正されたことが挙げられる。具体的には、取締役または会計監査役の選任およびそれらの者の報酬の原案を作成する指名委員会に関連する規定（2004年コード第3章第2条）が簡素化され、取締役会の活動方法、取締役会議長の地位ないしは会社経営者の報酬に関する規定および条文の配置が大幅に変更された<sup>492</sup>。その結果、コードの規定は全体的にスリム化した。2008年コードは、2004年コード

<sup>490</sup> STATTIN, *supra* note 324, at 98-99.

<sup>491</sup> SVERNLÖV, *supra* note 457, at 18.

<sup>492</sup> 第一に、2004年コードでは取締役会に関する規定が第3章第3条（2004年コード第3章第3条はさらに第3.1.1条から第3.8.4条まで細分化されていた）に置かれていたのに対して、2008年コード第3章では第3条に取締役会の職務に関する規定（2004年コード

と比較してスウェーデン会社法などコード以外の他の規制との重複部分が減少し、それぞれの規定が簡明かつ客観的なものとなったことには留意が必要である。2004年コードの見直しに着手した当初より、コーポレート・ガバナンス委員会は、スウェーデンの規制市場に上場する全ての株式会社にコードの適用が拡大されることにより比較的小規模な上場会社にコードの適用に係る不必要なコストを生じさせるべきではないという見解を有していたといわれる<sup>493</sup>。この見解が重視され、コードの規定はスリム化し、スウェーデンのコーポレート・ガバナンスにとって最も重要であると解される要素が2008年コードの各規定の中で強調されることになったと考えられる。コードの規定の簡素化とともに、2008年コード第3章において定められている指名委員および取締役の独立性の基準が、スウェーデンの規制市場の上場規則における独立性の基準と平仄が合わせられた点も注目される。これは、自主規制ルール相互間の調整を図ったものと評価することができよう。

### 3 2010年コードの制定と特徴

#### (1) 2010年コードの制定

2008年7月1日に2008年コードの適用が開始されてから1年余りが経過した時点で、コーポレート・ガバナンス委員会は再び2008年コードの見直しに着手することを余儀なく

---

第3章第3.1条)、第4条に取締役会の規模と構成に関する規定(2004年コード第3章第3.2条)、第6条に取締役会議長に関する規定(2004年コード第3章第3.4条)、第7条に取締役会の活動方法に関する規定(2004年コード第3章第3.2条)がそれぞれ設けられた。また、2004年コード第3.3条の取締役に係る規定が大幅に変更、簡素化され、2008年コードは取締役の職務に関する規定(2008年コード第3章第8条)を設けるにとどめた。さらに、2004年コードの財務報告書に関する規定(2004年コード第3章第3.6条)、内部統制および内部監査に関する規定(2004年コード第3章第3.7条)ならびに監査委員会に関する規定(2004年コード第3章第3.8条)は、2008年コード第10条にまとめて規定されることとなった。第二に、2004年コード第3章第4.1条の業務執行取締役の義務に関する規定は削除され、2004年コード第3章第4.2条の会社経営者の報酬、すなわち取締役会内部に設置される報酬委員会に関する規定は2008年コード第3章第9条に置かれることとなった。第三に、2008年コード第3章第8条において取締役会および業務執行取締役の自己評価に関する規定が新設された。さらに、第四に、これらの条文の配置が変更されたことを受けて、コーポレート・ガバナンスに関する情報開示に関する規定(2004年コード第3章第5条)は、2008年コード第3章第11条に置かれることとなった。

<sup>493</sup> STATTIN, *supra* note 324, at 99.



された。2009年においてコーポレート・ガバナンスに関連する立法その他の規制の改正がなされたことを機縁として、2008年コードの改正が必要とされたからである。

2010年コードの改正点としては、第一に、2009年4月30日にEU委員会が上場会社の取締役の報酬に関する勧告（2009/3177/EC）を公表したことを受けて、報酬委員会やインセンティブ報酬などに関するコードの規定の変更がなされ、変動報酬や退職慰労金に関する規定が新設されたことが挙げられる<sup>494</sup>。第二に、個別財務諸表に関する第4会社法指令（78/660/EEC）、連結財務諸表に関する第7会社法指令（83/349/EEC）を改正する欧州議会および欧州理事会の指令（2006/46/EC）<sup>495</sup>により、コーポレート・ガバナンス報告書の記載事項についてはスウェーデン年次会計法第6章第6条ないし第9条およびスウェーデン会社法第9章第31条第3項により規制されることとなった。その結果、2010年コードではスウェーデン年次会計法やスウェーデン会社法が定めるコーポレート・ガバナンス報告書の記載事項以外に同報告書に記載すべき内容が補充的に定められることとなった<sup>496</sup>。

---

<sup>494</sup> 具体的には、2008年コード第3章第9.1条の報酬委員会（ersättningsutskottet）の職務および構成に関する規定（2010年コード第3章第9.1条および第9.2条）と2008年コード第3章第9.2条の株式および株式価値に連動するインセンティブ報酬の綱領に関する規定（2010年コード第9.7条および第9.8条）ないしは2008年コード第3章第11.3条第2項および第3項の会社のウェブサイト上の変動報酬等に関する情報開示に関する規定（2010年コード第3章10.3条第2項および第3項）が改正されるとともに、報酬コンサルタントの雇用（2010年コード第3章第9.3条）、変動報酬の策定（2010年コード第3章第9.4条ないし9.6条）、の退職慰労金（avgångsvederlag）の策定に関する規定（2010年コード第3章第9.9条）が新設された。

<sup>495</sup> Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings, OJ L 224 of 16 August 2006. なお、正井・前掲注（364）14頁によれば、本指令には、「上場会社に、年度コーポレート・ガバナンス説明書を公表することを求めて」おり、「その報告書には、財務報告書の作成過程に関係するリスク管理システムと内部統制についての主要な特徴の記述が含まれる」とされる。

<sup>496</sup> 2008年コード第3章第11.1条のコーポレート・ガバナンス報告書の作成（2010年コード第3章第10.1条）、2008年コード第3章第11.2条のコーポレート・ガバナンス報告書の内容に関する規定（2010年コード第3章第10.2条）、2008年コード第3章第11.3条第1項の会社のウェブサイト上の会社情報に関する規定（2010年コード第3章第10.3条第1項）が改正された。また、2008年コード第3章第10.6条の内部監査が行われない場合における理由説明に関する規定が廃止され、かつ2008年コード第3章第10.5条の内部統制報

第三に、2006年4月26日に欧州議会およびEU委員会がEUにおける法定監査に関する第8会社法指令(2006/43/EC)<sup>497</sup>を採択したことにより(2006年6月29日発効)、2007年9月にスウェーデンでは同指令が国内法化され、2008年コードの監査委員会(revisionsutskott)の設置義務、その構成、監査委員の独立性(2008年コード第3章第10.1条および第10.2条)、および監査委員会の職務(2008年コード第3章第10.2条)については、スウェーデン会社法に規定が置かれることとなった(スウェーデン会社法第8章第49a条、第49b条。2009年7月1日施行)<sup>498</sup>。2010年コードには、監査委員の員数とその独立性の具体的基準に関する規定だけが置かれている(2010年コード第3章第7.3条)。第四に、NASDAQ OMX Stockholm取引所の上場規則である「発行者のためのルールブック(Regelverk för emittenter)」に定められていた取締役の独立性に関する要件が廃止され<sup>499</sup>、その代わりに、2010年コードにおいて取締役の独立性の判断基準に関する規定が新設された(2010年コード第3章第4.3条ないし第4.5条、第2.6条第3項第4号)<sup>500</sup>。

## (2) 2010年コードの概要と特徴

以上のような改正を経て、2010年1月に2010年コードが公表され、2010年2月1日に

---

告書の作成に関する規定が改正され、「独立した監査部門(内部監査)を有しない会社は、取締役会が当該機能の必要性を毎年一度評価しコーポレート・ガバナンス報告書の内部統制に係る記述においてその立場の正当性を説明すべきである」(2010年コード第3章第7章第4条第2項)との規定に一本化された。

<sup>497</sup> Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council of 17 May 2006 on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts, amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC and repealing Council Directive 84/253/EEC, OJ L 157 of 9 June 2006.本指令の改正の背景については、正井章「EUのコーポレート・ガバナンスー最近の動向ー」早法81巻4号188頁以下(2006)、内田千秋「法定監査指令の国内法化ー2006年5月17日のEC指令第2006-43号を国内法化する会計監査役に関する2008年12月8日のオールドナンス第2008-1278号」日仏26号175-176頁(2011)参照。

<sup>498</sup> See SOU 2007:56 s.1. なお、2010年コードには本文に示した以外に監査委員会の規定を設けていない。

<sup>499</sup> なお、NGM Equity取引所に上場しているスウェーデンの株式会社についても、2012年7月1日以降は、取締役の独立性基準はコードの規定に従うこととされた(NGM Equity取引所規則序章参照)。

<sup>500</sup> 指名委員の独立性の判断についても、取締役の独立性の判断基準が参照される(2010年コード第3章第2.3条第2項の脚注3、第2.4条第2項の脚注4)。

同コードは一部の規定を除き<sup>501</sup>、スウェーデンの規制市場に上場する株式会社に適用が開始された。2010年コードは3つの章で構成されており、各章の内容は次の通りである。第1章には、「コードの目的(第1条)」、「適用対象(第2条)」、「コードの基本原則(第3条)」、「コーポレート・ガバナンス委員会の役割(第4条)」、「コードの内容と形式に関する説明(第5条)」、「改正された2010年コードの規定の適用時点(第6条)」が記載されており、第6条を除く他の規定は、基本的に2008年コードを踏襲している。次に、第2章においては、スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・モデルの説明がなされており、これも2008年コード第2章と同様な記述がなされている。さらに、2010年コードは第3章には、①株主総会に関する規定(第1条)、②指名委員会に関する規定(第2条)、③取締役会の職務に関する規定(第3条)、④取締役会の規模および構成に関する規定(第4条)、⑤取締役の職務に関する規定(第5条)、⑥取締役会議長に関する規定(第6条)、⑦取締役会の活動方法(arbetsformer)および取締役会内部に設置される委員会に関する規定(第7条)、⑧取締役会および業務執行取締役の自己評価に関する規定(第9条)、⑨会社経営者の報酬および報酬委員会に関する規定(第9条)、⑩コーポレート・ガバナンスに関する情報開示および説明するか遵守するかの方針に関する規定(第10条)が置かれている。2010年コードの規定内容からは、次のようないくつかの特徴を確認することができる。

#### a. 2010年コードの一般的な特徴～遵守するか説明するかの方針

まず、2010年コードは、スウェーデン上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの発展を促し、上場会社の信頼を向上させるとともに、スウェーデン会社法を初めとする制定法上の規制よりも高い目的意識をもって良好なコーポレート・ガバナンスのための規範を定めることにより立法その他の規範を補充することを目的としている(第1章第1条)。しかしながら、本コードは強行的なものではなく、あくまで自主規制であることから、コードの適用対象とされる上場会社は、常にコードの全ての規定を遵守しなければならないと

---

<sup>501</sup> 改正された規定の一部には、2010年2月1日以降の一定の日まで適用が延期されるという経過規定が置かれていた(2010年コード第1章第6条)。

いうわけではない。ある会社が、コードを遵守しないほうがむしろ自社にとって適切なコーポレート・ガバナンスが実現されると考える場合には、コードを遵守しない理由を説明し、他の解決策を示すことによりコードを遵守しないことが許容される（説明するか遵守するか原則。第2章柱書。なお第3章第10.1条参照）。

もっとも、合理的な理由を示さずに、コードを遵守しなかった場合にはいかなる効果が生じるのであろうか。この点、2004年コードの制定当初は、NASDAQ OMX Stockholm 取引所や NGM Equity に上場する会社は、上場規則に定められたコードを適用する義務を負い、そのことが上場契約の内容の一部となることを理由として、コードは契約法上の法的拘束力を伴うものと解されていた<sup>502</sup>。このような解釈を前提として、合理的な理由を示さずにコードを遵守しなかった場合には、上場契約に基づく民事上の制裁が課されることとされていた<sup>503</sup>。しかしながら、現行の NASDAQ OMX Stockholm 取引所<sup>504</sup>や NGM Equity 取引所の上場規則<sup>505</sup>からは、同取引所に上場している株式会社はコードを適用すべきであるという要件が削除されている。2010年コードの注釈書によれば、スウェーデン上場会社がコードを適用することは証券市場における良き慣行であると認識されるに至っていることが指摘されており<sup>506</sup>、あえてコード遵守義務に関する要件を上場規則で定める必要はなくなつたと考えられる。その一方で、NASDAQ OMX Stockholm 取引所と NGM Equity 取引所は懲戒委員会（disciplinnämnden）を設置しており、上場会社が合理的な理由を示さずにコードを遵守していない場合には、上場廃止の処分を下し、あるいは制裁金を課するという権限を懲戒委員会に付与している（NASDAQ OMX Stockholm 取引所および NGM

---

<sup>502</sup> STATTIN, *supra note* 324, at 99.

<sup>503</sup> SVERNLÖV, *supra note* 457, at 40.

<sup>504</sup> NASDAQ OMX Stockholm, Regelverk för emittenter, 1 januari 2014.

<sup>505</sup> NGM Equity, Börsregler, 1 juli 2012.

<sup>506</sup> SVERNLÖV, *supra note* 457, at 26. なお、上村達男「証券市場の開設・運営に係る法規制」企会 56 巻 5 号 707 頁（2004）によれば、「ロンドン証券取引所の統合コードはベストプラクティスを求めるものであり、最低の道徳を示すものではないから、これを遵守できない企業はベストでない企業との烙印を押されるため、その法規範性は著しく高い」と指摘される。同コードに範をとって制定されたスウェーデンのコーポレート・ガバナンス・コードの法規範性もイギリスにおけるのと同様に非常に高いといえよう。

Equity 取引所の上場規則の「制裁 (påföljder)」に関する条項参照)。以上の点に鑑みれば、2010 年コードは、スウェーデンの証券市場における良好な慣行を具体化した自主規制ルールではあるものの、規制市場の上場規則や懲戒委員会による制裁を通じてエンフォースメントが著しく高められた規範であると位置づけることができよう。

b. 株主による効率的かつ適正な意思決定

次に、2010 年コードは、スウェーデンの株式所有構造やスウェーデン型会社支配構造に鑑み、株主、とくに会社支配権を掌握する支配株主が上場会社において積極的に行動し、直接的または間接的に会社を規律することが可能となるように、株主による効率的かつ適正な意思決定のための規定を設けている。とりわけ、スウェーデンの指名委員会は取締役と会計監査役の選任およびそれらの者の報酬の原案の作成を職務とするが、これはアメリカや他の EU 諸国とは異なり取締役会内部に設置される委員会ではなく、原則として株主総会により選任された指名委員により構成される。指名委員は、株主総会により選任されることが一般的であるが、支配株主またはその者に従属した者のみならず、そうした支配株主から独立した者も指名委員会の構成員とするスウェーデン上場会社も存在する<sup>507</sup>。スウェーデンにおいて指名委員会が有効に機能すれば、支配株主が指名委員会における主導権を握りつつも、取締役選任に係る原案が一定の緊張関係の下で様々な議論を経て作成される可能性が高まり、取締役の選任を通じた会社支配権行使の効率化と適正化の均衡が図られることが期待される。

c. 業務執行の効率化および適正化に関する規定

さらに 2010 年コードは、スウェーデン上場会社における取締役会が適切な規模・構成ないしは多様性を持つべきことを要求するとともに、取締役会、業務執行取締役、取締役会議長ないしは監査委員会や報酬委員会などその内部に設置される委員会の職務を明確化することを求めている。職務分担の明確化により、業務執行またはその意思決定もしくは業

---

<sup>507</sup> たとえば、スウェーデンで最も有力な家族の一つである Wallenberg 一族の財団が支配する持株会社 Investor AB もその例の一つである。See Investor AB, Corporate Governance Report 31 (2013).

務執行の監督がより有効かつ効率的に行われることが期待される。また、2010年コードの下では、1名の取締役（一般的には業務執行取締役）のみが会社または会社経営者に従属することができ、その他の取締役はいわゆる非業務執行取締役であるべきであるとされ、さらに非業務執行取締役は独立取締役であることが求められている。かくして、取締役会は業務執行の監督機関としての側面が強化されている。

以上の特徴を踏まえ、以下では2010年コードの規定のうち本章の検討課題であるスウェーデン上場会社における会社支配と業務執行の効率化および適正化のための規定に主眼を置くこととする。第三節では、会社支配の効率化・適正化に資すると考えられる指名委員会に関する規定、第四節では、業務執行の効率化および適正化のための規制として、取締役会、取締役会議長、取締役会内部の委員会、さらに取締役の独立性に関連する規定について検討する。

### 第三節 会社支配の効率化・適正化のための規制

#### 1 指名委員会制度の導入の背景

スウェーデン型会社支配構造の下では、複数議決権株式や企業ピラミッドを用いて多数の議決権を保有し、株主総会の多数派となった支配株主が、取締役の選任権や取締役会への指示を通じて自己の会社支配権を行使し、会社経営に積極的に影響を及ぼすことが期待されている。支配株主による会社支配については会社経営が効率的に行われるためには、取締役の選任が円滑に行われることが不可欠の前提となる。したがって、スウェーデンでは、株主総会における取締役選任に先立ち、取締役候補者の指名手続や取締役候補者の原案を作成する指名委員会は、支配株主による効率的な取締役選任を阻害するおそれがあると考えられてきており<sup>508</sup>、スウェーデン会社法には指名委員会に関する規定は置かれていない。

---

<sup>508</sup> Prop. 1997/98:99 s. 85-86によれば、1999年に1975年スウェーデン会社法の改正議論に際して、自主規制機関であるスウェーデン産業・商業株式取引所委員会（Näringslivets Börskommitté、NBK。1966年にスウェーデン産業連盟（Sveriges Industriförbund）とストックホルム商業会議所（Stockholms Handelskammare）が共同で創設した自主規制機

元来、取締役候補者指名のための指名委員会はアメリカで発展してきた制度であり、これは取締役会の内部に設置される委員会である<sup>509</sup>。指名委員会はその多数が「独立非業務執行取締役」で構成されることが通例であり、これにより、取締役会は株主からさほど影響を受けることなく取締役候補者の指名を行うことを通じて後任または新任取締役の人事に関与することが可能となる。北欧諸国でもフィンランドとデンマークがアメリカ型の指名委員会を導入している<sup>510</sup>。

これに対して、2004年コードが制定される以前、スウェーデンの上場会社では、大株主と現職の取締役とが協議の上で取締役候補者を指名し、当該候補者が株主総会において取締役にそのまま選任されることが一般的であった。実際に、取締役候補者指名の主導権は、大株主と現職取締役の調整役である取締役会議長に握られていた。また、株主総会の多数派を構成する支配株主が存在する上場会社では、当該支配株主が取締役候補者の指名を行っていた。取締役候補者の指名手続を任意に設置した指名委員会に委ねる上場会社も存在していたようであるが、スウェーデンの指名委員会はアメリカのように取締役会内部に設置されたものではなく、株主総会決議を通じて、あるいは支配株主により直接選任された指名委員で構成されることが一般的であった<sup>511</sup>。コードの指名委員会に関する規定は、まさにこうしたスウェーデンの実務を反映したものである。2010年コードにおいて「株主により統制された手続を構造化・明文化することを通じて、取締役および会計監査役の選任が行われ、それらの報酬（*arvodering*）が決定されるべきである（2010年コード第3章第2.1条第1項）」と定められていることからすれば、スウェーデンの指名委員会は、株主の影響力を極力排しつつ現職の取締役を新任または後任取締役の人事に関与させるというよ

---

関)は、株主総会に先立つ取締役候補者の原案を作成する指名委員会は、スウェーデンの株式会社における所有構造や株主の会社への影響力を考慮しておらず、これを導入すべきではないと主張していた。

<sup>509</sup> アメリカの指名委員会について詳しくは、中村康江「米国における取締役候補者指名委員会」立命284号170頁以下(2002)、王子田誠「アメリカにおける取締役指名システムの改革」姫路44号43頁以下(2005)参照。

<sup>510</sup> SVERNLOV, *supra* note 457, at 77.

<sup>511</sup> Prop. 1997/98:99 s. 85.

りは、むしろ（支配）株主の意見を取締役の人事案に積極的に取り込むことを可能とするための仕組みであるということが看取されよう<sup>512</sup>。

もっとも、会社に支配株主が存在すれば、最終的には株主総会において支配株主の意向が反映されて取締役が選任されることとなるが、そのような結果が容易に予想し得るにもかかわらず、あえて指名委員会を設置すべきであるとされるのはなぜか。この点、スウェーデン政府が発行する立法関係等調査委員会報告書（SOU）によれば、指名委員会の目的は、スウェーデン会社法といった制定法の枠内で、取締役候補者の原案など一定の重要事項に係る原案作成に指名委員会が関与することにより、当該重要事項について株主総会の意思決定手続の「質」を高めることにあるとされる<sup>513</sup>。後述するように、指名委員会には、支配株主あるいはその意向を受けた者にとどまらず、少数派株主、取締役またはその他の利害関係人が加わることも可能とされる。指名委員会が多様な指名委員で構成される場合には、最終的には支配株主の意向を反映した原案が作成されるとしても、そのプロセスにおいて一定の緊張関係の下で十分な議論を経ることにより支配株主以外の者らの意見も可能な限り反映した取締役候補者の原案が作成されることが期待される<sup>514</sup>。ここにスウェーデンの指名委員会の存在意義、換言すればその制度の正当化根拠を見いだすことができるのである。この点を踏まえつつ、以下では 2010 年コードの指名委員会に関する各規定についてみていこう。

---

<sup>512</sup> SVERNLÖV, *supra* note 457, at 77 によれば、北欧諸国のうちノルウェーではスウェーデンと同様な指名委員会が用いられているとされる。なお、スウェーデンの指名委員会は、アメリカ型の指名委員会と区別するために、「nomineringskommitté」という用語ではなく、「valberedning」という用語を用いている。

<sup>513</sup> SOU 2004:130 s. 19.

<sup>514</sup> コーポレート・ガバナンス委員会を代表して Malin Björkmo 氏は指名委員会が実際にどのようにその職務を行ってきたのかについて調査を行った。その調査報告書によれば、指名委員会が設置される場合には、新任取締役が適切にその職務を行うようになり、取締役候補者の明確で開かれた指名手続は、取締役会がより適切に行動することに役立っていると結論づけられている。この点につき、Malin Björkmo, Valberedningsarbete i praktiken. En intervjuundersökning utförd för Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, januari 2008 s. 26 参照。



## 2 指名委員会の設置と職務

### (1) 指名委員会の設置と構成、指名委員の義務

2010年コードは、スウェーデンの規制市場に上場する株式会社（以下、「スウェーデン上場会社」）は指名委員会を設置すべきであると定める（2010年コード第3章第2.1条第1項）。指名委員会は3名以上の指名委員で構成され、そのうち1名は議長に選任される（同章第2.3条第1項）。指名委員は、株主総会により直接選任された場合でも、その他の方法により選任された場合でも、全ての株主の利益に配慮すべきであり、指名委員会の職務により生じた事情を不当に漏洩すべきではないとされる（同章第2条第2項第2文）。2010年コードの注釈書によれば、指名委員は会社または全株主に対して受任者として忠実義務を負うものと解されており<sup>515</sup>、このような解釈を前提として、2010年コードは、指名委員会はその職務を行うに際して、少数派株主を含む全ての株主の利益に配慮すべきことを明確に定めている。ただし、少数派株主の利益に配慮しなかった場合における指名委員会に対する制裁については何ら規定されておらず、少数派株主の利益への配慮についてエンフォースメントが常に確保されるとは限らないが、少なくとも本条からは取締役の選任等手続の質を高めようとする意図をみてとることができる。また、2010年コードは、指名委員の忠実義務とともに、指名委員会が取締役候補者について議論する際に扱われる当該候補者に関する情報（取締役候補者の個人情報、とくに社会的評価や高潔性に関する情報）が不当に社外に流出することにより会社に損害を及ぼすことを防止するために、指名委員の守秘義務に関する規定を置いている。ただし、2010年コードは守秘義務違反についても制裁規定を設けていないため、会社は守秘義務の履行をより確実なものとするために事前に各指名委員と秘密保持契約を締結する必要があることが指摘されている<sup>516</sup>。

---

<sup>515</sup> SVERNLOV, *supra* note 457, at 82.

<sup>516</sup> *Id.* at 82-83. なお、これによれば、スウェーデン会社法の下で取締役が会社に対して負う善管注意義務および忠実義務を根拠として、取締役は会社に対して守秘義務を負うものと解されており、この義務に違反して会社に損害を与えた場合には、当該取締役は会社に対して同法第29章第1条に基づく損害賠償責任を負うが、指名委員の守秘義務違反に同条を類推適用すべきではないと考えられている。

## (2) 指名委員会の職務

指名委員会の職務は、取締役会議長またはその他の取締役（以下、「取締役等」）の選任およびそれらの者の報酬その他の対価に関する原案（2010年コード第3章第2.1条第2項）ないしは会計監査役の選任および報酬に関する原案（同条第3項）を作成し（以下、これらの原案を総称して「取締役選任等に係る原案」という）、それを株主総会に提出することである。

取締役等の選任に係る原案の作成に際して、指名委員会は、取締役会が効率的かつ独立性をもって会社の事業を運営することができるようにするために、取締役候補者の能力、経験および経歴（2010年コード第3章第4.1条参照）ないしは取締役候補者が同章第4.4条に定められた取締役の独立性の基準を充足するか否かを考慮することが求められている。また、取締役等の選任に係る原案の作成を指名委員会に委ねていることと平仄を合わせて、その報酬の原案についても取締役会内部の報酬委員会に作成を委ねるのではなく、指名委員会の職務とされている点には注意が要る。

会計監査役の選任に係る原案の作成については、立法関係等調査委員会報告書によれば、2004年コード制定に際して、コード・グループは、スウェーデンでは会計監査役が特別な業務監査、すなわち取締役会および業務執行取締役が自らの義務を履行しているか否かの監査を行うことから、会計監査役の原案が監査対象である取締役会により作成されることは監査の実効性という観点から妥当ではないと考えていたとされる<sup>517</sup>。そこで、会計監査役の選任に係る原案は、その報酬に係る原案とともに指名委員会がこれらを作成することとされた。

指名委員会により作成された取締役選任等に係る原案は株主総会に提出されるが、株主総会は指名委員会の原案に拘束されるわけではなく、指名委員会が提案した候補者以外の者を取締役や会計監査役に選任し、あるいはそれらの者の報酬を決議することは可能であ

---

<sup>517</sup> SOU 2004:130 s. 20. 会計コンサルタント、会計監査役およびアドバイザーのためのビジネス協会（FAR）がこうした考えを主張していた。

ると解されている<sup>518</sup>。したがって、取締役や会計監査役の選任や報酬の最終決定権は株主総会、すなわちその多数派を占める支配株主に残されている。しかしながら、スウェーデン型会社支配構造に照らせば、支配株主の意向を受けた者が指名委員に選任されることが一般的であり、指名委員会の原案が株主総会において多数派株主により否決されることはきわめて稀であろう。それゆえ、2010年コードは、取締役の選任等の適正性を確保すべく、指名委員会の設置とそこにおける十分な議論を経た上でその原案が作成されることを要求していると考えられる。もっとも、かかる原案が適切に作成されるか否かは、指名委員会がいかなる者で構成されるのかということに大きく関わる。そこで、以下では節を改めて、指名委員の選任方法とその資格に関連するコードの規定について検討してみたい。

### 3 指名委員の選任方法、資格、指名委員会決議

#### (1) 指名委員の選任方法

2010年コードは、株主総会は、指名委員を選任するか、またはどのように指名委員が選任されるべきかを決定すべきである（2010年コード第3章第2.2条）と定める。本条は、指名委員の選任権は第一次的には株主総会にあり、さらに、指名委員会は取締役会内部の委員会ではなく、株主総会の意向を反映した指名委員により構成されることを明確にしている。ただし、株主総会においてのみ指名委員は選任されるべきであるとする、ある事業年度の定時株主総会において、翌事業年度の定時株主総会の終了の時点までを任期<sup>519</sup>とする指名委員が選任され、かつ当該指名委員が株主である場合に、その者が指名委員会の職務を行うに際して会社の情報を取得し、それがインサイダー取引に係る情報に該当するときには、自己の保有する株式を取引することができなくなるおそれがある<sup>520</sup>。そこで2010年コードは、指名委員の任期をより短期にするために、株主総会が定時株主総会後の所定の日により指名委員を選任すべきかを定めること（以下、「手続モデル

<sup>518</sup> SVERNLOV, *supra* note 457, at 78.

<sup>519</sup> 2010年コードは、指名委員の任期については規定していない。

<sup>520</sup> SOU 2004:130 s. 19.

(procedurmodellen)」という)<sup>521</sup>を許容している。

指名委員会が手続モデルに従って選任される場合には、株主総会はその選任基準を具体的に示すべきことになるが、2010年コードの注釈書によれば、その内容として、①指名委員会が設置されることおよびその主要な職務、②指名委員の員数、③いかなる者が指名委員の選任権を有し、指名委員の選任手続がどのように行われるべきかということ、④指名委員会の構成に関する情報の開示時期<sup>522</sup>、⑤指名委員会議長の選任方法、⑥株主総会招集通知や会社のホームページ上に記載される取締役選任等に係る原案に関する情報を指名委員会がいつ、どのように提供すべきであるかということ<sup>523</sup>、⑦指名委員の報酬、⑧指名委員会が外部のコンサルタントを雇用した場合に生じるコストをどの程度会社が負担するかということが定められるべきであるとされる<sup>524</sup>。このうち、指名委員会による取締役選任等に係る原案作成の適正化に最も重要な意義を持つと考えられる基準が③の基準である。

スウェーデン上場会社の実務では、「指名委員会は、上位3名の大株主が共同で選任する、または発行済株式総数のうち少なくとも40%を保有する株主により選任される」、あるいは「指名委員会は、取締役会議長および所定の日上位3名または4名の大株主全員の同意

---

<sup>521</sup> Björkmo, *supra* note 58, at 11によれば、手続モデルにより、大株主が自らの代表者を指名委員に選任することができる場合には、大株主の手続モデルへの選好は強まるが、同時にこのモデルには次のような問題があることも指摘されている。まず、スウェーデン上場会社の事業年度は暦年であることが一般的であるところ、事業年度の末日後6か月以内に定時株主総会が開催されなければならないとされていることとの関係上（スウェーデン会社法第7章第10条）、こうした会社では4月ないしは5月に定時株主総会が開催されることが多い。もっとも、Björkmo氏は、手続モデルを採用するスウェーデン上場会社では、指名委員会の職務が10月あるいは11月に開始することもあり、その場合に取締役の多くが改選される場合には、時間的制約の中で指名委員会はその職務を行わなければならないことを指摘する。指名委員が指名委員以外の他の要職に就任し、あるいは他の会社の指名委員を兼任することもある。そうした多忙さゆえに、会合の予定を合わせられなくなり、その結果指名委員の職務の遂行が困難になるという問題が指摘されている。

<sup>522</sup> 2010年コード第3章第2.5条第1項は、会社は遅くとも株主総会の6か月前までに、適切な時期に会社のホームページ上に指名委員の氏名に関する情報を提示すべきであると定める。

<sup>523</sup> 2010年コード第3章第2.6条第1項は、指名委員会の提案は、取締役または会計監査役の選任が行われる株主総会の招集通知および当該会社のウェブサイト上に提示されるべきであると定める。

<sup>524</sup> SVERNLÖV, *supra* note 457, at 93.

により選任された指名委員で構成される」という定めが置かれることが一般的であるといわれる<sup>525</sup>。これらの定めによれば、支配株主や取締役会議長（スウェーデンでは支配株主の意向を受けた者が就任することが多い）が指名委員の選任に大きく関与することが可能となる。しかしながら、たとえば、スウェーデンで最も有力な家族の一つである Wallenberg 一族が設立した財団が支配する持株会社 Investor AB の 2012 年コーポレート・ガバナンス報告書によれば、同社の指名委員会は、5 名の指名委員により構成され、そのうち 2 名は当該財団の代表者と同社の取締役会議長（一族出身者）であり、両名とも同社の主要株主である財団に従属していると説明されている<sup>526</sup>。残り 3 名の委員は同社株主である銀行や年金基金の代表者であり、主要株主である Wallenberg 財団からは独立している。なお、この 5 名の指名委員はいずれも会社と会社経営者からは独立している。指名委員会がこのような構成をとれば、支配株主やその意向を受けた取締役会議長が指名委員会における議論の主導権を握りつつも、少数派株主の影響力がある程度強められ、より慎重かつ活発な議論が行われることが期待される。かかる期待が現実のものとなれば、取締役選任等に係る原案が適切にあるいは少なくとも少数派株主を含む多くの株主が納得するように作成される可能性が高まるであろう。

## (2) 指名委員の独立性

スウェーデン上場会社の指名委員会の構成は会社により異なるが、2010 年コードは、会社および会社経営者ならびに主要株主からの指名委員の独立性に関する規定を設けている。一定の独立性を有する者が取締役選任等に係る原案の作成に関与することにより、その適正化が図られていると考えられる。

まず、指名委員は、会社および会社経営者から独立しているべきであり、業務執行取締役またはその他の会社経営者は指名委員であるべきではないとされる（2010 年コード第 3 章第 2.3 条第 2 項）。指名委員の独立性の基準は、取締役の独立性の基準を定めた 2010 年

---

<sup>525</sup> *Id.* at 93.

<sup>526</sup> *See* Investor AB, Corporate Governance Report 31 (2013).

コード第 3 章第 4.4 条が準用される (2010 年コード第 3 章第 2.3 条第 2 項脚注 3 参照)。なお、いわゆる非業務執行取締役は指名委員となることができる (2010 年コード第 3 章第 2.4 条第 1 項)。ただし、取締役は指名委員会の過半数を構成すべきではなく (同項第 2 文)、取締役会議長またはその他の取締役は指名委員会議長となるべきではないとされている (同項第 3 文)。これを認めると、指名委員会に対する取締役会の影響が過度に強まり<sup>527</sup>、指名委員会を取締役会内部の委員会としなかったことの意味が没却されるからである。

株主からの独立性について、2010 年コードは、指名委員のうち少なくとも 1 名は、会社の議決権の最大数を保有する株主または会社の経営を共同する株主集団から独立すべきであると定める (同 2010 年コード第 3 章第 2.3 条第 3 項)。この規定により、指名委員会を支配株主または支配株主集団だけで構成することは不可能となる。これが可能になると、指名委員会を通じて取締役選任等の手続の質を高めることがきわめて困難になるからである。支配株主から独立した者が少なくとも 1 名、指名委員に選任されることにより、指名委員会内部に一定の緊張関係を生み出すことが意図されているように思われる。さらに、2010 年コードは、2 名以上の取締役が指名委員となる場合には、指名委員である取締役のうちの 1 名だけが会社の主要株主に従属することができる (同章第 2.4 条第 2 項) と定める。ここに主要株主とは会社の株式または議決権の 10%以上を直接または間接的に支配している株主をいう (同章第 2.4 条第 2 項脚注 4、同章第 4.5 条第 3 項参照)。その目的は、たとえば、指名委員会が 5 名の指名委員で構成される場合において、支配株主が自己に従属する者であって取締役でない者 1 名と自己に従属する取締役 2 名を指名委員に選任することを通じて指名委員会の単純過半数を支配することを予防することにあるといわれる<sup>528</sup>。

以上のような 2010 年コードの要件を満たす限りにおいて、指名委員会は、支配株主またはその意向を受けた者、議決権の最大数を保有する支配株主から独立した者、非業務執行取締役または取締役会議長など多様なメンバーで構成されることとなる。各会社が自社

---

<sup>527</sup> SVERNLOV, *supra* note 457, at 97-98.

<sup>528</sup> Kodjämförelse 2008 s.7, available at <http://www.bolagsstyrning.se/media/21078/kodjamforelse.pdf> (last visited Jan.15, 2015).

の状況を考慮してコードの枠内で最適な指名委員を選任することは、指名委員会が有効に機能し、取締役選任等に係る原案が適切に作成されるための前提条件となる。

### (3) 指名委員会決議の方法

指名委員会が多様な指名委員で構成される場合には、指名委員会内部に一定の緊張関係が生じ、慎重かつ適切な意思決定が行われる可能性が高くなる反面、指名委員会の決議に際して多数派と少数派との間でデッド・ロックが生じるおそれがある。指名委員会決議の方法について、コードは何ら規定を置いていない。したがって、株主総会は指名委員会における意思決定方法、たとえば、特別決議によるのか、あるいは全員の同意が必要なのかについて指名委員会に指示を与えなければならないが、このような指示がない場合には、スウェーデンにおける会議の慣行に従い、会議に出席した指名委員の過半数の支持を得た意見が指名委員会の提案になると考えられている<sup>529</sup>。なお、2010年コードの注釈書によれば、指名委員会においてデッド・ロックが生じた場合に、指名委員会は株主総会において主要株主またはその他の株主により提出されるいずれかの議案に同意するという決議をするにとどめることは許容されるが、このことはコードの規定の不遵守としてコーポレート・ガバナンス報告書に記載されるべきであると指摘されている<sup>530</sup>。

このようにデッド・ロックの事態に備えた手続を定める必要はあるものの、指名委員会が最適に構成され、かつ指名委員会の決議要件が厳格に定められる場合には、取締役選任等に係る原案の作成手続が透明化し、当該原案作成が慎重かつ適切に行われる可能性が高まるであろう。もっとも、指名委員会が適切に取締役選任等に係る原案を作成し、その原案通りに取締役が選任された場合でも、取締役がその職務を行うに際して支配株主の不適切な指示に従うとき、あるいは支配株主が適切な指示を発したとしても取締役がそれに従わないときには、業務執行が不適切になされるおそれが依然として残されている。たとえば、スウェーデン会社法、定款またはその他の規範には反しないものの、支配株主が年金

---

<sup>529</sup> SVERNLÖV, *supra* note 457, at 84.

<sup>530</sup> *Id.* at 94.

等のサービスの提供という名目で自己に対して過度な支払いをさせるといった自らに有利な契約を会社と締結させるような指示を取締役に与えること、あるいは支配株主が会社の利益となるような業務執行に関する指示を取締役に与えたにもかかわらず、取締役がそれに従わずに、会社に不利益をもたらすような経営判断を行うことにより、業務執行が非効率的で不適切なものとなることが懸念される。そこで、次節では、業務執行を効率化するとともにそれを適正化するための 2010 年コードの規定を検討したいと考える。

#### 第四節 業務執行の効率化および適正化のための規制

##### 1 取締役会の職務とその分担

###### (1) 取締役会の職務

業務執行の効率化および適正化に資すると考えられるコードの規定としては、まず 2010 年コード第 3 章第 3.1 条が挙げられる。同条は、取締役会の職務を明示することにより、取締役会の果たすべき役割を明確にしている。同条各号に定められた取締役会の職務のうち、「事業目標および戦略の決定（第 1 号）」、「業務執行取締役の選任、評価、必要と認められる場合には、解任（第 2 号）」、「会社の事業の十分な追跡調査（*uppföljning*）および監督にとって有効なシステムが設けられることを確保すること（第 3 号）」、「会社の活動にとって必要な倫理的指針が確立されることを確保すること（第 5 号）」、「会社による情報提供が公開性を有し、かつ情報提供が適切で信頼し得るものであることを確保すること（第 6 号）」という職務内容については、スウェーデン会社法、年次会計法またはその他の法律からも導出され则认为されており<sup>531</sup>、これらのコードの規定は確認規定であると位置づけることができる。

他方、同条第 4 号は、取締役会は、会社が会社の事業に関連する法律その他の規則を遵守しているか否かを十分に監督することを確保すべきである旨を定める。この点に関連し、スウェーデン会社法第 8 章第 29 条第 3 項は、業務執行取締役には会社の会計や資金運営を

---

<sup>531</sup> SVERNLÖV, *supra* note 457, at 110.



監督する義務があることを定めている。ただ、上場会社のように大規模な会社では、業務執行取締役が単独でかかる監督義務を履行することは困難である。そこで、業務執行取締役は内部監査部門などを通じて、会社の会計が適法に行われ、かつ資産の運用が安全に行われているか否かの監督が行われるための体制を確保することとなる。要するに、会社が会社の事業に関連する法律その他の規則を遵守しているか否かを監督するための体制の確保は一次的には業務執行取締役に求められるのである<sup>532</sup>。しかしながら、そうであるとしても、取締役会はこの点についての監督義務を一切免れるわけではないことには注意が必要である。コードの規定は、かかる監督体制の確保を取締役会の職務として規定することにより、取締役会がこの点についての最終的な責任を負うことを明確化する意図があるといえる。

なお、スウェーデン会社法は取締役会はその職務について定めた職務規程 (arbetsordning) を毎年作成し、それを文書化しなければならず (同法第 8 章第 6 条)、また、取締役会と業務執行取締役もしくは取締役会内部の委員会といった他の組織との間の職務分担について指示を発し、その指示内容を文書化すべきことを定めている (同章第 7 条)。2010 年コードは、さらにこれらの規定を推し進めて、取締役会がかかる職務規程や指示文書の妥当性および適切性を一年に一度検査すべきであると定める (2010 年コード第 3 章第 7.1 条)。取締役会は毎年職務規程を形式的に作成するだけではなく、前年度の職務規程を評価し、それを踏まえてより適切で妥当な職務分担を行うことが企図されていると考えられる。

## (2) 取締役会の職務の委任～取締役会内部の委員会

取締役会の活動がより効率的かつ有効に行われることを確保するために、スウェーデン会社法の下では、取締役会はその職務を各取締役に対してのみならず、数名の取締役で構成される取締役会内部の委員会に委任することが許容されている。

まず、スウェーデン会社法は原則として、有価証券を規制市場に上場している株式会社

---

<sup>532</sup> See *Id.* at 110.

には、①会社の財務報告書<sup>533</sup>の監査、②会社の内部統制、内部監査およびリスク管理の有効性についての監査、③年次計算書および連結計算書の監査に関する情報の継続的提供、④会計監査役の公平性および独立性、とくに会計監査役が会計監査役以外の役務を会社に提供しているかどうかについての監査および監督、⑤会計監査役選任に係る株主総会決議の原案の作成に際しての同意（スウェーデン会社法第 49b 条）を職務として行う監査委員会（revisorsutskott）を取締役会内部に設置することを義務づけている（スウェーデン会社法第 49a 条第 1 項第 1 文）<sup>534</sup>。こうした職務の内容に照らし、監査委員は、当該会社の従業員であってはならず（同項第 2 文）、また、監査委員のうち少なくとも 1 名は独立性を有し、かつ会計能力または監査能力を有しなければならないとされる（同項第 3 文）。これを受けて、2010 年コードは、監査委員会は 3 名以上の取締役で構成され（2010 年コード第 3 章第 7.3 条第 1 項）、監査委員の過半数は会社および会社経営者から独立すべきであり、そのうち 1 名以上は会社の主要株主から独立しているべきである（同条第 2 項）と定めており、独立性の要件が具体化されている。監査委員に会計や監査の専門的能力が要求されているのは、たとえば財務報告書における重大な欠陥や内部統制の不備が迅速かつ確実に発見される必要があり、また、監査委員に一定の独立性が要求されるのは、そうした欠陥や不備が発見された場合に、監査委員会は、会社経営者から独立した立場で取締役会に対していかなる是正措置を講じるべきかについてよりの確な指示を発することが可能になると考えられているからである<sup>535</sup>。

監査委員会以外にも、2010 年コードは、取締役会には取締役以外の会社経営者の報酬の原案の作成等をその職務とする報酬委員会（Ersättningsutskott）<sup>536</sup>が設置されるべきであ

---

<sup>533</sup> 財務報告書とは、年次計算書類および連結計算書類、半期報告書（halvårsrapporter）および四半期報告書（delårsredogörelser och kvartalsrapporter）をいう。

<sup>534</sup> もっとも、取締役会が、監査委員会の職務を果たすことができ、監査委員のうち少なくとも 1 名が独立性を有し、かつ会計能力または監査能力を有する場合には、会社は、取締役会に監査委員会を置かないものとする<sup>535</sup>と決定することができる（スウェーデン会社法第 49a 条第 2 項）。

<sup>535</sup> See Prop. 2008/09:135 s. 156-57.

<sup>536</sup> 報酬委員会は、①報酬に係る諸原則、会社経営者の報酬および雇用条件に関する取締役

ると定めており（2010年コード第3章第9.1条）、スウェーデン上場会社は原則として、報酬委員会の設置が要求されることとなる<sup>537</sup>。さらに、スウェーデンの株式会社は監査委員会および報酬委員会以外の委員会を任意に設置することも可能であり、実際にそのような委員会を設置する会社も少なくない<sup>538</sup>。取締役会がその内部の各委員会にその職務を適切に分配することにより、取締役会の職務執行の効率化と適正化が図られていると考えられる。

## 2 取締役会議長の職務

取締役会の活動が効率的かつ適正に行われ、取締役会がその義務を履行することを確保するためには、取締役会を統率し、それを主導する取締役会議長が適切にその職務を果たすことが不可欠の要素となる。そこで、2010年コード第3章第6.3条は、取締役会議長の職務を明確化している。スウェーデン会社法の下で、取締役会議長は、取締役会を主導し、取締役会がその職務を果たしているか否かを監督する義務を負うことを理由として、他の取締役よりも広く会社の組織や事業に対して責任を負うべきものと解されている<sup>539</sup>。この

---

会の決議事項の原案の作成（2010年コード第3章第9.1条第1号）、②現在実施されているまたは当該年度に終了した会社経営者の変動報酬プログラムの監視および評価（第2号）、③定時株主総会が法律に従って決議しなければならない経営者としての地位を有する者の報酬ガイドライン、当該会社の現行の報酬体系および報酬水準の監視および評価（第3号）をその職務として行う。ここにいう経営者とは、取締役以外の会社経営者をいい、業務執行取締役も会社経営者には含まれない。取締役の報酬等の原案の作成は、指名委員会の職務に属するからである（2010年コード第3章第2.1条第2項参照）。

<sup>537</sup> ただし、取締役会がより適切であると認める場合において、会社経営者である取締役が経営活動に従事していないときには、取締役会全体で報酬委員会の職務を行うことができる（2010年コード第3章第9.2条）。たとえば、H&M ABは、同社のコーポレート・ガバナンス報告書において、報酬委員会を設置せず、取締役会がその職務を行っている旨を説明している。See H&M AB, Corporate Governance Report 5 (2013), available at [http://about.hm.com/content/dam/hm/about/documents/en/Corporate%20Governance/Corporate%20Governance%20Reports/Corporate%20Governance%20Report%202013\\_en.pdf](http://about.hm.com/content/dam/hm/about/documents/en/Corporate%20Governance/Corporate%20Governance%20Reports/Corporate%20Governance%20Report%202013_en.pdf) (last visited Jan.15, 2015).

<sup>538</sup> たとえば、Investor ABは、監査委員会や報酬委員会の他に、スウェーデン上場会社が会社のコンプライアンスの試みが有効であることを保障し、リスクの影響度および財務戦略を監督する財務およびリスク委員会（Finans- och riskutskott）を取締役会内部に任意に設置している。See Investor AB, Corporate Governance Report 33 (2013).

<sup>539</sup> Prop. 1997/98:99 s. 210.

ことを受けて、同条は、取締役会議長は取締役会の活動にとって可能な限り最善の条件を生み出すために取締役会の活動を組織化し、かつそれを主導すべきことを定める（同条第1号）。具体的には、まず取締役会議長は、定時または必要な場合には臨時に取締役会を開催し（第2号）、取締役会で扱われるべき事項が現実には会合の場において審議されることを確保しなければならない。また、取締役会議長は、業務執行取締役と協議をした上で、取締役会で決議すべき事項についての議案を作成し（第6号）、取締役会の活動のための基礎、とりわけ取締役会決議に必要な情報が取締役会に提供されることを確保しなければならない（第5号）。各取締役が十分な知識をもって取締役会における審議または決議に参加し、取締役として適切に自己の職務に臨めるようにするために、取締役が必要な導入教育ならびに取締役会議長および取締役が共に適切であると認めるその他の教育を受け（第2号）、取締役が会社に関する知識を継続的に更新し、かつそれを深めること（第3号）を確保することもまた取締役会議長の職務である。さらに、取締役会議長には取締役会決議で決議された事項が適切に執行されることを確保すべきことが求められている（第7号）。

このように、2010年コードは、取締役会における円滑かつ十分な情報に基づいた適切な決議が行われ、当該決議事項が執行されるための前提条件を提供させるのと同時に、取締役会と業務執行取締役またはその傘下の会社経営者との連携を図る「中継役」としての役割を取締役会議長に果たさせることにより、業務執行またはその意思決定の効率化と適正化の均衡を図ろうとしていることが看取される。このことに加えて、取締役会議長は、会社の株式所有をめぐる問題について株主と連絡を取り、かつそれについて株主の見解を取締役会に伝達すべきことが求められている（第4号）。その趣旨は、取締役会議長が支配株主またはその意向を受けた者であることが少なくないというスウェーデンの現状に鑑み、取締役会議長に支配株主と取締役会との間の「窓口」としての役割を果たさせることにあるように思われる。

以上みてきたように、コードの規定により、株主、取締役会、業務執行取締役間における意思の伝達が取締役会議長を通じて円滑かつ適切に行われることが一定程度期待される。

しかしながら、2010年コードは、取締役会議長は株主総会により選任されると定めており（2010年コード第3章第6.1条）、支配株主の強い影響を受けた者が取締役会議長に選任されやすくなっている。そのような取締役会議長の下に取締役会が統率されると、支配株主から取締役会に対して不当な指示が発せられた場合に取締役会は適切な業務執行の意思決定を行うことが困難となり、取締役会の業務執行に対する監督機能もまた弱体化することが想定される。こうした弊害を可及的に防止し、業務執行の適正化および取締役会の監督機能の強化を図るためには、非業務執行者と業務執行者を分離し、かつ業務執行者、会社経営者ないしは支配株主などから独立した構成員が取締役会の一定数を占めることが不可欠となろう。そこで、以下では、2010年コードが定める取締役会の構成、取締役の資格および独立性に関する規定を検討する。

### 3 取締役会の構成、取締役の資格および独立性

#### (1) 取締役会の構成

2010年コードの下では、取締役会は、会社および全ての株主のために、会社の業務を運営すべきであるとされているところ（2010年コード第3章第3条）、これを実現するためには、取締役会は、取締役の能力、経験および経歴を考慮して多様な構成が採られることが求められる（2010年コード第3章第4.1条）<sup>540</sup>。スウェーデン会社法には取締役会の構成に関する具体的な規定は置かれていないが、各取締役の持つ知識や経験が相互補完されるように取締役会が構成されるべきであると一般には考えられている<sup>541</sup>。

#### (2) 取締役の資格

取締役の資格に関して、スウェーデン会社法は、法人（juridisk person）は取締役になる

---

<sup>540</sup> なお、SOU 2004:130 s.22によれば、2004年コード草案において、取締役会に男女同数を割り当てることを努力目標とするとの規定が置かれていたことが指摘されているが、この規定は実際にはコードには設けられなかった。SVERNLOV, *supra* note 2, at 114によれば、「努力目標とする」という草案の文言は不明確であり、男女の割当てをどのようにすべきかについては、指名委員会が考慮すべき事項であるとされる。

<sup>541</sup> SVERNLOV, *supra* note 457, at 113.

ことができないと定め（スウェーデン会社法第 8 章第 10 条）、さらに、未成年者、破産者、または親子法（föräldrabalken）第 11 章第 7 条に基づく成年被後見人、事業活動禁止法（lagen om näringsförbud）に基づく事業活動禁止者もまた取締役の資格要件を欠くと規定する（スウェーデン会社法第 8 章第 11 条）。その他、公開会社における業務執行取締役と取締役会議長の兼任禁止規定が置かれているが（スウェーデン会社法第 8 章第 49 条）、これ以外にスウェーデン会社法は、取締役の資格について何ら規定を置いていない。

2010 年コードの下では、1 名の取締役のみが会社またはその子会社の経営をすることができるとされている（2010 年コード第 3 章第 4.3 条）。スウェーデン上場会社では、1 名の業務執行取締役が会社または子会社の経営に従事し、当該業務執行取締役の下に取締役ではない者らによって構成される経営チームが直属することが一般的である<sup>542</sup>。したがって、会社または子会社の経営に従事する（業務執行）取締役以外の取締役は、いわゆる非業務執行取締役（non-executive director）である。2010 年コードは、スウェーデン上場会社の取締役会を構成する取締役の大部分を非業務執行取締役とすることを通じて、取締役会の業務執行の監督機関としての側面を強化しているが<sup>543</sup>、それにより自己監督の弊害が減殺されることが期される。また、非業務執行取締役が求められる真の理由として、企業買収や取締役の改選など業務執行取締役にとって利益相反が生じる可能性がある場合に、かかる利益相反を解消することが指摘されているところ<sup>544</sup>、非業務執行取締役が業務執行取締役の行動の適正性を評価すること<sup>545</sup>ができれば、こうした利益相反が解消される可能性が

---

<sup>542</sup> たとえば、Investor AB の経営チームは、1 名の業務執行取締役と 4 名の取締役ではない経営者で構成されている。See Investor AB, Corporate Governance Report 40 (2013).

<sup>543</sup> なお、わが国における取締役会の監督機能について論じたもののうち主要なものとして、たとえば、川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋＝川濱昇＝前田雅弘編『企業の健全性確保と取締役の責任』3 頁以下（有斐閣、1997）、森田章「取締役会の機能の分離」民商 126 巻 4=5 号 490 頁以下（2002）、神作裕之「委員会等設置会社における業務執行に対するコントロール」学習院 38 巻 1 号 57 頁以下（2002）、北村雅史「株式会社における経営管理機構改革—各種委員会制度を中心に—」法雑 48 巻 4 号 301 頁以下（2002）参照。

<sup>544</sup> 武井一浩「監査委員会設置会社の解禁」商事 1900 号 17 頁（2010）参照。

<sup>545</sup> イギリスにおいては、非業務執行取締役が本文で述べたような役割を果たすことが期待されている。この点について詳しくは、尾崎安央「非業務執行役員の役割」ジュリ 1452 号 23 頁（2013）参照。スウェーデンのコーポレート・ガバナンス・コードは、イギリスのコ

高まるであろう。

### (3) 取締役の独立性の判断基準

2010年コードは、取締役会の構成員の大部分を非業務執行取締役とすることを要求すると同時に、株主総会により選任された取締役の過半数は会社および会社経営者から独立すべきであると定める（2010年コード第3章第4.4条第1項）。その上で、2010年コード第3章第4.4条第2項は取締役の独立性の具体的判断基準を設けている。具体的には、当該取締役が、①業務執行取締役であるか、または過去5年間において当該会社またはその関連会社（*närstående företag*）<sup>546</sup>の業務執行取締役であったか否か（第1号）、②過去3年間において当該会社またはその関連会社により雇用されていたか否か（第2号）、③当該会社またはその関連会社もしくは会社経営に携わっている者から受けた取締役としての委任の範囲を超えた助言またはその他の役務の対価として受け取る報酬が少額ではなかった否か（第3号）、④個人としてもしくは当該会社と取引関係のある他の会社の会社経営者、取締役または主要株主として、顧客、供給者（*leverantör*）または共同経営者（*samarbetspartner*）の資格で当該会社またはその関連会社と重大な取引関係にあり、または重大な金融取引を行っているか否か、もしくは過去1年間においてそのような取引関係にあった、または金融取引を行っていたか否か（第4号）、⑤当該会社またはその関連会社の監査役または監査役であった者が行った監査に参加し、または従業員として当該監査に参加しているかどうか、もしくは過去3年間において当該監査に参加し、または従業員として参加したか否か（第5号）、⑥他の会社の取締役が当該会社の会社経営者である場合において当該他の会社の会社経営者であるか否か（第6号）、⑦その者と当該会社との直接的または間接的な取引が、その者が独立しているとみるべきではないことを根拠づけるに足りる程度に重大かつ

---

ーポレート・ガバナンス・コードの影響を多分に受けており、スウェーデンの非業務執行取締役もイギリスの非業務執行取締役と同様な機能を果たすと考えられる。

<sup>546</sup> 関連会社とは、株式、持分または議決権の10%以上、または配当を受けることのできる経済的持分が他の会社に10%以上保有されている会社をいう。ある会社が他の会社の株式、持分または議決権を、50%を超えて保有する場合には、当該会社は、当該他の会社はその他の会社を所有している部分を間接的に保有しているものとみなす（2010年コード第3章第4.4条第3項）。

重要である場合において、その者が本項各号にいう会社経営者またはその他の者と近縁または家族関係にあるか否か（第7号）という基準が設けられている。

これらの基準には、基準①②⑤⑥のように形式基準で解釈の余地が生じないものもあるが、たとえば、基準④の「重大な取引関係」というように解釈の余地のある実質基準も存在する。こうした基準の解釈を争う者（申立人）は、自主規制機関である株式市場委員会（AMN）に申立てをすることができ、当該申立てについて AMN は声明を発して自身の解釈を示し、申立人はこれに従うこととなる<sup>547</sup>。

ところで、スウェーデン上場会社では、指名委員会が取締役候補者の独立性を評価するが、その場合、指名委員会は上述した判断基準やその他の関連する事情を総合考慮しなければならない（2010年コード第3章第4.4.条第2項第1文参照）。もっとも、指名委員会は、取締役候補者が上記判断基準のうち1つまたは複数の基準に抵触する場合でも、独立性ありと判断する可能性があることには留意が必要である。ただし、AMNの声明によれば、指名委員会は、当該取締役候補者が上述した判断基準に抵触するとしてもなお、その者が独立性を有すると判断する場合には、その理由を説明しなければならないとの解釈が示されている<sup>548</sup>。

ともあれ、指名委員会により会社または会社経営者ないしは従業員といった一定の利害関係人から独立性を有すると判断された非業務執行取締役が取締役会の大多数を占めれば、取締役会は、客観的かつ独立した立場でその監督機能を最大限に発揮する可能性が高まり、不適切な業務執行、さらには従業員による不正行為あるいはその他の違法行為を看破しやすくなることが期待される。

#### （4） 主要株主からの独立性

2010年コードは、上述した取締役の独立性の判断基準に加えて、会社および会社経営者から独立している取締役のうち2名以上は主要株主からも独立すべきであると定める

---

<sup>547</sup> SVERNLOV, *supra* note 457, at 121.

<sup>548</sup> AMN 2010:43 s.4.



(2010年コード第3章第4.5条第1項)。ここに主要株主とは、会社の株式または議決権の10%以上を直接または間接的に支配している株主であり、また、ある会社が他の会社の株式、持分または議決権を、50%を超えて保有する場合には、当該会社は当該他の会社が当該他の会社以外の会社を所有する部分を間接的に支配しているものとみなされる(同条第3項)。さらに、取締役候補者の主要株主からの独立性が評価される場合には、取締役と主要株主とが直接的または間接的にどの程度の関係性を有しているのかが考慮される(同条第2項第1文)。取締役候補者が主要株主である会社の従業員または取締役である場合にも、当該候補者は独立性を有するとの判断がなされるべきではないとされている(同項第2文)。

スウェーデンでは、他の多くの国々のコーポレート・ガバナンス・コードとは異なり、会社または会社経営者からの独立性と主要株主からの独立性とが区別されている点に特徴がある。2010年コードの注釈書によれば、主要株主からの独立性に関する規定が設けられた主たる理由として、スウェーデン型会社支配構造の下で支配株主の不当な影響から少数派株主を保護することが挙げられている<sup>549</sup>。スウェーデンでは会社に支配株主が存在することが通例であるにもかかわらず、ドイツのようなコンツェルン立法<sup>550</sup>といった少数派株主保護立法が制定されていないことから、少数派株主保護の不十分さが懸念されたのではないかと考えられる。主要株主からの独立性の基準に加え、繰り返しになるが、2010年コード第3章第3条が、取締役会は会社および全ての株主のために会社の業務を運営すべきであるとし、少数派株主を含めた全ての株主に対する取締役の忠実義務を明確に述べていることから、同コードは取締役、とりわけ「独立非業務執行取締役」を通じた少数派株主保護を実現<sup>551</sup>しようとしているということが看取される。独立非業務執行取締役は、支

---

<sup>549</sup> SVERNLÖV, *supra* note 457, at 124.

<sup>550</sup> 神作裕之「V 取締役会の独立性と会社法」商事2007号52頁(2013)によれば、たとえば、ドイツのコーポレート・ガバナンス・コードにおいて、取締役の主要株主からの独立性が要求されていない理由として、少数派株主の保護はコンツェルン立法により図られ得ることが挙げられている。

<sup>551</sup> なお、支配株主が会社の経営に影響力を及ぼすような場合に、支配株主と少数派株主との間で利益相反が生じるときに、かかる利害対立を緩和するために独立取締役が一定の役割を果たすことが期待されるとする見解として、菊田秀雄「EUにおける取締役報酬規制を

配株主から取締役会に発せられた指示が不適切であるか否かを独立した立場から検証し、仮に不適切であると判断した場合には是正措置を講じるためにその旨を取締役に伝達ないしは説明すべきであろう。それにより、支配株主の会社支配権行使が適正化され、可能な限り少数派株主を含む全ての株主の利益を配慮した会社経営が実現される可能性が一定程度高まるように思われる。

#### 4 小括

本章で検討してきたように、スウェーデン会社法の下では、支配株主による取締役や会計監査役の選任を容易にするとともに、それらの者に株主総会の指示を遵守させることを通じて、支配株主による会社支配または会社経営が効率的に行われる仕組みがとられている。また、取締役会議長の下に統率された取締役会は、各取締役やその内部に設置された委員会に職務を分担し、その活動や業務執行の意思決定の迅速化・効率化が図られている。実務上は、支配株主一族の出身者が、一族が支配する持株会社の取締役会議長に就任し、同時にその持株会社傘下の事業会社取締役を兼任することにより、企業ピラミッドの中層に位置する持株会社から最下層の事業会社に至るまで全ての会社の取締役会に支配株主の意思が反映されやすくなっている。支配株主の指示の下で、取締役会ではきわめて迅速かつ効率的に意思決定が行われることとなる。

もっとも、会社支配ないしは業務執行またはその意思決定の効率化という点だけが重視されると、支配株主が会社支配権を濫用し、不適切な指示を発すれば、業務執行またはその意思決定の健全性が大きく損なわれることとなる。とりわけ、スウェーデンにおいては支配株主が存在する上場会社が少なくないところ、そうした支配株主が自己の私的利益の獲得に奔走すれば、当該上場会社にとどまらず、スウェーデンの国内市場、ひいてはスウェーデン経済に甚大な影響を及ぼすおそれもある。かかる事態に対処するために、スウェ

---

めぐる近時の動向—EU およびイギリスにおける展開を中心に— 駿河台 22 巻 1 号 197 頁 (2008) 参照。

ーデン会社法上の規定や判例法理が一定程度確立されてはきているものの、これらは濫用的な支配株主に対する損害賠償請求を中心とした事後的かつ間接的な救済策にとどまる。

こうした限界を補完し、上場会社における会社支配ないしは業務執行またはその意思決定を効率的かつ適正なものとするために、スウェーデンでは 2004 年コードが制定された。

たしかに、イギリスをはじめとするヨーロッパ諸国がコーポレート・ガバナンス・コード、あるいはそれに類似する規範を制定してきており<sup>552</sup>、そうした国際的潮流にハーモナイズするために 2004 年コードが制定されたという側面を否定することはできないであろう。しかしながら、スウェーデンのコード・グループは、国際的な「基準」への過度なハーモナイゼーションは、スウェーデンの慣習や実務とは異なるコーポレート・ガバナンス・コードを生み出すおそれがあることを懸念していた<sup>553</sup>。かくして、2004 年コードには、スウェーデン型会社支配構造の下でのコーポレート・ガバナンスの実務を反映したルールが設けられたのである。たとえば、アメリカや他のヨーロッパ諸国とは異なるスウェーデンに特有の「指名委員会制度」がその典型例であろう。同国の株式所有構造や会社支配構造という状況に鑑みて、スウェーデン実務界からは指名委員会を取締役会内部に設置された委員会とすべきではないとの意見が発せられた。この意見を反映して、主要株主、少数派株主またはそれらの者の意向を受けた者、取締役会議長、独立非業務執行取締役もしくはその他株主総会により選任された者といった様々な利害関係人で構成され得るスウェーデン特有の指名委員会の制度が導入された。EU 域内における立法その他の規範のハーモナイゼーションが進む中で、スウェーデンでは、他国の制度との調整を図りつつルールを策定することが不可避とされているが、それでもなお他国の制度をそのまま国内に取り入れるのではなく、自国の状況に可能な限り適合させるべきであるとの意見も有力である<sup>554</sup>。わが国では、平成 26 年に会社法が改正されたが、グローバル化が進展する中で海外の要請に対応しつつも、国内の状況に適合的なルールを制定することがより一層求められるであろう

---

<sup>552</sup> SOU 2004:130 s.38.

<sup>553</sup> SOU 2004:130 s.11.

<sup>554</sup> *See* SOU 2004:130 s.11.

555。海外の制度に範をとりつつ、自国に適合的なルールを制定するという伝統が存在するという点において、わが国とスウェーデンは共通していることに鑑みれば、今後もスウェーデンの立法スタンスはわが国にとって重要な示唆をもたらすと考えられる。

また、2004年コードは2008年と2010年に相次いで改正されたが、その結果、コードの規定とスウェーデン会社法など他の規範との重複部分が減少し、スウェーデンにおけるコーポレート・ガバナンスにとって最も重要な要素がコードの中で明確化されたことは特筆に値しよう。かかる要素の一つとして、業務執行の効率化および適正化のための規制が挙げられる。2010年コードは、取締役会、その内部の各委員会、取締役会議長の職務を職務規程により明確化し、業務執行の適正化および効率化を図っている。さらに、2010年コードは、取締役会の大部分を独立非業務執行取締役とし、業務執行とその監督を担う者を分離することにより取締役会の監督機能を強化している。スウェーデン上場会社では、指名委員会が、取締役候補者が独立性の要件を充足しているか否かを評価することになるが、その際、取締役候補者がコードの要件を形式的に満たしているかどうかを判断するだけで

---

555 わが国では、2013年9月7日に「会社法制の見直しに関する要綱」が法制審議会第167回会議で採択され、2013年11月29日には会社法の一部を改正する法律案（会社法改正法案）および「会社法の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案」が閣議決定され、これらは第185回国会へ提出された。この点につき、商事法務編集部「会社法の一部を改正する法律案等の国会提出と概要」商事2017号4-5頁（2013）参照。平成26年6月20日、「会社法の一部を改正する法律」（平成26年法律第90号。改正法）および「会社法の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に伴う（同年法律第91号）が成立し、平成26年6月27日に公布された。改正法の下で、指名委員会等設置会社とは異なり、監査等委員会のみが設置が強制されるいわゆる監査等委員会設置会社制度が導入された。監査等委員会設置会において、取締役会が効率的かつ適切な業務執行の意思決定を行うのと同時に、十分な監督機能を発揮するためには、取締役会が適切に構成されることが必要不可欠になると考えられる。監査等委員会の取締役とそれ以外の取締役は区別して株主総会により選任されることとされており、また監査等委員会には監査等委員以外の取締役の選解任および報酬等に関する意見陳述権が認められ、指名委員会や報酬委員会に準じた機能を発揮することが期待されている。もっとも、会社に支配株主または大株主集団が存在する場合には、取締役の選任は最終的にはそれらの者の意向が反映されることとなろう。わが国の会社法の枠組みの中で、スウェーデンのような指名委員会を置くことが可能であるか否かは慎重な議論を要するようと思われるが、少なくとも取締役の選任が透明化されたプロセスの下に行われる仕組みを構築することは、会社支配ないしは業務執行またはその監督の適正化にとって不可欠の前提となると考えられ、このような仕組みを検討することは有用であろう。

は十分ではなく、コードの基準を参照しつつそれに関連する諸事情も併せて総合考慮して当該候補者が独立性を有するという実質的な理由を示さなければならない。

わが国では、東京証券取引所がその有価証券上場規程において、同取引所に上場する会社は独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない独立取締役または独立監査役）<sup>556</sup>を1名以上確保し（同規程436条の2第1項）、独立役員について一定の事項を独立役員届出書に記載するとともに、コーポレート・ガバナンス報告書において開示することを求めている（有価証券上場規程施行規則211条4項5号、226条4項5号）。独立性の基準については、同取引所が示している独立役員の基準をそのまま採用している会社もあれば、当該基準を独自に改訂した上で自社の基準として採用している会社もあるとの指摘もなされているところではあるが<sup>557</sup>、いかにその独立性の実質的根拠を説明すべきかが重要な課題となろう。ともかくも、取締役候補者に独立性があるとする実質的根拠が、当該候補者が取締役として適格であるとするその他の判断理由とともにコーポレート・ガバナンス報告書に適切に記載され、当該報告書が会社のウェブサイト上などで公表されれば、取締役の選任プロセスはより明確で開かれたものとなるであろう。

もっとも、スウェーデンのように透明な取締役選任プロセスの下に会社または会社経営者から独立した非業務執行取締役が選任されるとしても、支配株主の意向を受けた者らが取締役会議長やその他の取締役に選任され、それらの者が取締役会を実質的に支配する場合には、支配株主が会社支配権を濫用して取締役会に不当な指示を発したときにそれを抑制ないしは是正することが困難となり、不適切な業務執行がなされる可能性が高まることが想定される。したがって、2010年コードの規定のみをもってして、会社支配と業務執行の適正化を図ることには限界があるといわざるを得ない。スウェーデン会社法またはその他の法律、判例法理、規律的買収を可能とするルール、もしくは取引所規則やコーポレー

---

<sup>556</sup> 独立役員の意義とあり方について詳しくは、藤原俊雄『コーポレート・ガバナンス 68頁以下（成文堂、2013）参照。

<sup>557</sup> 太田洋=森本大介「社外取締役の選任に関する最新動向と留意点—日本取締役協会「独立取締役選任基準モデル」の改訂を踏まえて—」商事2027号13頁（2014）。

ト・ガバナンス・コードといった規範の中に複数の「安全弁」を設け、それらを有機的に機能させることにより、会社支配権濫用を抑制し、会社支配と業務執行の適正化を図る必要があるであろう。

## 終章 総括と結論

### 第一節 支配株主の支配権行使のあり方について

本論文でみてきたように、スウェーデンでは、複数議決権株式により支配権が強化された支配株主が長期的に上場会社の株式を保有し、積極的にその支配権を行使することを通じて会社経営に関与している<sup>558</sup>。かかる支配株主も、株主である以上、株主としての資格に基づく利益を享受することができる。しかし、一定の支配ブロックを保有し、会社を支配することのできる株主も、当然のこととしてその支配権を行使してよいのであろうか。支配株主は会社全体の利益のために行動すべき義務を負うものなのであろうか<sup>559</sup>。支配株主（個人・家族のほか、法人の場合もある）が巨大な経済力や社会的影響力をもつ大規模株式会社を支配しているとき、その行動いかんがきわめて重要な経済・社会問題となるとともに、法的問題ともなり得る。ここでかつての「共益権論争」と同様のことを再び論じることがはしないが<sup>560</sup>、多数の利害関係人を抱える大規模な株式会社を念頭に置けば、会社は公共の利益のためにあるという公共物観に傾斜することは否めないように思われる。田中耕太郎博士がいわれるように、そのような会社にあっては、共益権は「社員が社員たる資格において有する権利ではなく、会社の機関たる資格において有する権利」であって、「社

---

<sup>558</sup> このような上場会社の支配株主を想定するものとして、吉村典久『日本の企業統治—神話と実態』135頁以下（NTT出版、2007）、尾崎安央『『行動経済学に基づく法と経済学』と会社法制—公開型株式会社における株主像を検討するにあたって—』石山卓磨先生上村達男先生還暦記念論文集『比較企業法の現在—その理論と課題』244頁（成文堂、2011）参照。なお、Jesper Lau Hansen, *A Scandinavian Approach to Corporate Governance*, 50 *Scandinavian Studies in Law* 134 (2007)によれば、北欧諸国では、支配株主は全ての株主の代わりに経営者を監視し、かつ規律することができるため、上場しているか否かを問わず、支配株主の存在が歓迎されているとされる。

<sup>559</sup> この問題は、「会社はだれのものか」という問題と密接に関連している。奥島孝康『会社はだれのものか』2頁以下（金融財政事情研究会、1997）。なお、企業価値研究会「論点公開～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」22頁（2005）参照。吉森賢「企業はだれのものか:企業概念の日米欧比較(1)」横浜国立大学経営学部紀要19巻1号45頁(1998)によれば、「会社は一体誰のものか」という質問に対して、アメリカでは、約8割弱、また、英国では約7割のものが「株主」と回答した。これに対して、ドイツ、フランスでは、約8割の者が「ステイクホルダー全て」と回答した。日本では、これと同様に、97%の者が「ステイクホルダー全て」と答えた。

<sup>560</sup> この論争については、中村一彦『企業の社会的責任と会社法』129頁以下（信山社出版、1997）、鳥山恭一「株式の性質論」法時71巻7号43頁以下（1999）等参照。

員個人の利益のためだけでなく、団体自体の利益のために行使されるべき公的性質のもの」なのかもしれない<sup>561</sup>。これに対しては、株式会社の営利性が利益を株主に分配することを含むものであると理解されていることから、「株主は、実質的には企業主権に属する権能にほかならない株主の権利を原則として自己の利益のために行使し得る」と解し、「株主の共益権はもっぱら団体自体の利益のためにのみ行使されるべきであるとなすことは、株式会社の営利法人たる本質からいっても首肯しがたい」<sup>562</sup>との反論は当然に予想されるところである。ただ、この社員権説の立場からも、「株主の権利は社員たる資格において各株主に与えられているのであって、それは株主個人のためにその利益の享受をなさしめながら、同時にその権利の行使は会社の目的にも適合すべきであるという要請を担っているものであり、株主はその権利の行使により、会社利益の犠牲において株主たる資格と関係のない純然たる個人的利益を追求することは許されない」とされている点は注意しなければならない<sup>563</sup>。もとより、それは、共益権をもっぱら会社自体の利益のためにその権利を行使しなければならないという積極的な要請ではなく、濫用的行使は認められないということであろうが、株主の私的利益追求にも限界があるとの指摘は重要である。すなわち、いずれの説にたっても、本論文が問題とした支配株主が私的支配権益を獲得する行為（株主権行使も含めて）は、法的に問題となり得る可能性があるということである。たとえば社員権否認論からすれば、支配株主の私的支配権益の追求に向けた共益権行使が認められないのは当然であろうし、また社員権説からも、支配株主の濫用的な共益権行使は認められないこととなり得るからである。ここでの問題は株主が支配的地位にある場合に、その支配株主はどのような行動をすべきか、その準則が何かである。支配株主は、その支配的地位ゆえに、非支配株主に比して自己の利益を追求するために支配権を行使することがより容易な立場にあり、実際に、私的支配権益を取得することが可能であるからである。こうした他者の利益を犠牲にした会社支配権が行使される場合、換言すれば、支配株主により会

---

<sup>561</sup> 田中耕太郎『改訂会社法概論上巻』73頁（岩波書店、改訂版、1955）。

<sup>562</sup> 大隅健一郎『商事法研究（上）』246頁（有斐閣、1992）。

<sup>563</sup> 大隅・前掲注（562）249頁。



社経営に対する適切かつ健全な監視が行われない場合には、会社経営が悪化し、ひいては、会社が破綻するなど最も非効率な状況が惹起される危険がある。その場合は、支配株主がこれ以上の利益を獲得することは望めなくなるという状況に陥ることもあるので、支配株主はそのような暴挙にでるはずがないという意見もあり得るかもしれない。支配株主が常に長期的視野にたった合理的行動をとるという保障があれば、その意見でもよいであろう。しかし、そうでないときはどうなるのか。とくに、序章の第一節でみたように、CS構造では支配力相応のコスト負担をし、またDO構造では市場規律が働くとの推定が成り立つとしても、CMS構造では支配株主が企業に投下したキャッシュ・フローと支配力に不均衡が生じており、株主インセンティブ問題など多くの問題があると考えられる。この支配構造に係る法的問題は、日本の大企業の一部にも妥当するように思われる。とりわけ純粋持株会社の下に多くの金融機関や事業会社が組み込まれる企業グループ構造が一般化してきた現在、CS構造の下の支配株主の行動のあり方を含めて、支配株主の行動準則を探求する必要性はきわめて高いと考える<sup>564</sup>。とりわけ、支配株主による行動の「抑制・制約」の原理の追求が重要となるであろう。その際に、CMS支配システムを採りながら高い業績を上げているとされるスウェーデンは、アメリカの学界でも注目を集めている。たしかにスウェーデンにおける会社支配の態様は、その法制度、歴史ないしは文化に裏付けられた独特の要素は存在するものの、支配株主による適切なガバナンスおよび経営効率を高める会社支配が行われているという点において、会社の「支配」を考察するにあたり普遍的な示唆を与えて多くの素材を提供していると考えられる。支配株主の会社支配を適切ならしめる要素が何かということは、支配株主システムを採用するに際して共通の問題となるであろう

565。

---

564 別府三郎「株主間の直接的法律関係の可能性—大株主（または支配株主）の積極的義務についての一試論—」私法41号70頁（1979）。

565 経済がグローバル化するなかで、たとえ経営のパフォーマンスが高くとも、スウェーデンのような家族支配形態を採る会社に対する外国人投資家による不満が増大しているともいわれている。支配株主が適切なガバナンス機能を営んでいると、仮にスウェーデン国民が信頼しているとすれば、「海外の投資家は、出資に見合うだけの会社経営に対する発言権

## 第二節 支配株主による会社支配権行使の適正化について～わが国への示唆

### 1 制定法、判例法理、自主規制による会社支配権行使の適正化

わが国では、公開会社が複数議決権株式を発行することは会社法上許容されていないものの、単元株式を用いることで複数議決権株式を利用する場合と同様の効果を持つ dual-class 株式構造を創出することが可能であるとされる<sup>566</sup>。また、わが国では、持株会社の下に企業グループや親子会社関係が形成されることも少なくない。かかる構造の下で創業者一族などの支配株主あるいは親会社が安定した支配的地位を維持することができるのであれば、それらの者は会社が上場した後も長期的な視野に立って会社経営に関与することが期待されるとの指摘もある<sup>567</sup>。もともと、dual-class 株式構造は会社支配権濫用の危険性を常に伴うため、それを是正するための法規制を併せて考慮する必要がある。

まず、支配株主が支配権を濫用し、会社ないしは少数株主に損害を与えた場合における当該支配株主の損害賠償責任を認める立法や判例法理の確立が考えられる。スウェーデンにおいては、会社に決定的な影響力を及ぼしている支配株主を影の取締役として扱い、スウェーデン会社法第 29 章第 3 条を類推適用することによりかかる支配株主に対し損害賠償責任を追及することを認めるべきか否かが検討されている。この点同国では、支配株主、

---

を要求する」のはスウェーデン人にとっては違和感があるのであろう（この点につき Agnblad et al, *supra* note 188, at 254 参照）。このような状況の変化が、スウェーデンの支配株主システムにどのような影響を及ぼすのかについても今後追跡する必要がある。世界の動向と平仄を合わせるような法規範への収斂とスウェーデン独自の法制の維持という 2 つの要請にいかに対応するかが今後スウェーデンの課題となっている。EU やアメリカの法制との比較の視点がますます重要となる。

<sup>566</sup> わが国の単元株が複数議決権株式と同様の効果を有する点を指摘するものとして、洲崎博史「平成 13 年、14 年商法改正と一株一議決権原則」森本滋編著『比較会社法研究』325-326 頁（商事法務、2003）、加藤・前掲注（49）5 頁、澤口実＝戸嶋浩二「議決権種類株式の上場」ジュリ 1470 号 34 頁（2014）参照。また、弦巻充樹「デュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる日本の状況—フェイスブック上場を契機として—」商事 1982 号 24 頁以下

（2012）は、わが国においても、事実上の複数議決権を伴う株式構造が採られる可能性があることを示唆する。なお、吉村典久『会社を支配するのは誰か 日本企業統治』167-188 頁（講談社、2012）によれば、アメリカにおいても、フォード社が dual-class 株式を用いた会社支配を行っているが、近時、グーグルやフェイスブックといった有力な企業がフォード社と同様な会社支配構造を用いていることが述べられている。

<sup>567</sup> 宮島英昭「II 日本企業の株式保有構造—歴史的進化と国際的特徴」商事 2007 号 27 頁（2013）。

親会社、コンツェルンのチーフなど会社に対して決定的な影響力 (*bestämmande inflytande*) を持つ者が会社に損害を及ぼした場合に、これらの者をイギリス法に倣って「影の取締役」として扱い、同条を類推適用することにより損害賠償請求を認めるべきであるとする有力な見解もある<sup>568</sup>。判例においてもこのような解釈がとられるようになれば<sup>569</sup>、少数派株主の被侵害利益はかかる法理を通じて事後的に填補することが可能となり、その結果、間接的ではあるものの、多数派株主によるさらなる会社支配権濫用行為が一定程度抑制され得ると考えられる。わが国においても支配株主の責任追及法理が確立されれば、*dual-class* 株式構造の下での支配株主による支配権行使が一定程度適正化されることが期待されよう。さらに、こうした法理は、親会社ないしはその取締役の責任追及をも可能とするため、企業グループ内における会社支配権行使の適正化にも資することとなろう<sup>570</sup>。ただ、支配株主に対する損害賠償請求はあくまで事後的な救済策であり、間接的に支配株主の濫用行為を抑止する効果は認められるものの、事前かつ直接的に支配株主の行為を規律する効果が低いという限界がある。

こうした事後的規制とともに、支配株主が存在する会社では、支配株主が少数派株主や取締役、さらにはその他の利害関係人と意見を交換し、それらの者の適切な意見を反映させるための事前的な規制も必要であろう<sup>571</sup>。スウェーデンの上場会社においては、2010年

---

<sup>568</sup> STATIN, *supra* note 324, at 414.

<sup>569</sup> スウェーデンの最高裁判所は、SÄMÅ 事件 (NJA 1997 s.418) において、傍論ではあるもののスウェーデン会社法第 29 章第 3 条の類推適用の可能性について言及した。

<sup>570</sup> わが国においても親子会社に関する規制は長年の懸案事項であったところ、平成 26 年会社法の下では、多重代表訴訟制度が導入された。本改正法は、親子会社法制に関する規制を前進させたものとして学説からは一定の評価を受けているが、同法における多重代表訴訟制度はきわめて限定的であるため、親子会社の規律のあり方を今後も検討すべきであるとの見解が示されている (たとえば、荒谷裕子「親子会社法制に潜む課題—会社法改正を見据えて—」監査 616 号 10 頁 (2013)、山田泰弘「II 多重代表訴訟の導入—最終完全親会社等の株主による特定責任追及の訴え」法教 402 号 15 頁 (2014) など参照)。なお、加藤貴仁「企業グループのコーポレート・ガバナンスにおける多重代表訴訟の意義」落合誠一=太田洋=柴田寛子編著『会社法制の見直しの視点』93 頁 (2012) によれば、「柔軟な親子会社関係を構築することを認める法制度を維持することを前提にすると、親会社取締役に子会社管理についての最終的な責任を負わせるほうが、義務の明確化という観点から望ましい」との見解も示されている。

<sup>571</sup> 弦巻・前掲注 (566) 30 頁によれば、わが国のファミリー企業は、上場の時点において

コードが定める指名委員会制度の下で、取締役の選任等一定の事項の原案作成に際して少数派株主など支配株主から独立した者の意見を可能な限り反映しようとする試みがなされている。支配株主が存在する会社では、支配株主により選任された取締役はその指示に従い行動する可能性が高いことに鑑みれば、少なくともその選任プロセスを透明化し、支配株主以外の者の意見を聴取することは、支配株主による健全かつ効率的な会社支配の実現にとって不可欠の前提となる。

もともと、取締役の選任や取締役に対する指示内容の最終決定権は支配株主に留保されていることから、支配株主が存在する会社では、その不適切な指示の下に会社経営が行われ、その結果、会社の業績が低下するというリスクは常に存在する。支配株主が議決権の大多数を掌握している場合には、敵対的企業買収を通じた経営の刷新を試みても、それを成功させることは困難である。こうした状況を打開するための規制の一つがブレイクスルー・ルールであるが、スウェーデンにおいてはこうしたルールを任意に定款に導入する企業はみられない。この点に関連し、わが国では、東京証券取引所が「上場審査等に関するガイドライン」の中で本則市場とマザーズへの新規上場申請が行われた株券等の上場審査項目として、「新規上場申請に係る内国株券等が無議決権株式又は議決権の少ない株式である場合において適合する必要がある要件」を掲げていることが注目される。その要件の一つとして「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無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームが解消できる見込みのあること」が挙げられている。わが国では、単元数の異なる複数の種類株式を発行することによりかかるスキームを創出することができるが、ブレイクスルー・ルールはそうしたスキームを解消させるための有効な手段の一つとなり得る<sup>572</sup>。ただし、上記のガイドラインは、いかなる内容のブレイクスル

---

も創業者一族が比較的高い議決権比率を維持しているとされる。一定の緊張関係の下で少数派株主やその他の利害関係人を含む会社全体の利益に配慮することができるようにするために、それらの者の意見を適切に取り込むのに最適な議決権比率が考慮される必要があるように思われる。

<sup>572</sup> 2014年、東証は、上場審査等ガイドラインを改正した（同年7月7日施行）。同ガイドラインは、「議決権の多い株式を利用することにより、特定の者が経営に関与し続けること

一・ルールが必要とされるのかを明確にはしていない。同ルールの実効性を確保するためには、その内容の理論的検証と明確化が必要であろう。

以上のように、個々の規制には制度上の限界が存在するため、各規制を複合的かつ相互補完的に用いることにより可及的に会社支配権の濫用を防止し、会社支配の適正化が図られるべきである。その上で、支配株主による会社支配の下で長期的な視野に立ちつつ、安定的で効率的な経営を行うことが可能となるという支配株主が存在する会社の利点が最大限に活用されることが望ましいように思われる。

## 2 レピュテーションによる会社支配権行使の適正化

本論文では、支配株主の支配権行使を適正化させるための規範として、スウェーデン会社法やスウェーデン公開買付法といった制定法、判例法理、AMN 声明、さらにはコーポレート・ガバナンス・コードを検討してきた。もっとも、スウェーデンにおいては、企業のレピュテーションを重視し、企業不祥事をさほど多く引き起こさない企業文化もまた支配株主の支配権行使を適正化させる要素として重要な役割を果たしているという点には留意が必要であろう。コーポレート・ガバナンス・コードにも示されているように、スウェーデンにおいては企業が果たす社会的役割が重視されている点は注目すべきである。従来からも、レピュテーションすなわち社会的評価がスウェーデンの大企業の支配株主に対してその支配権行使を適切ならしめる要素として機能しているのではないかとわれてきた<sup>573</sup>。スウェーデンの会社所有者たる家族の多数は、「善良な市民」として自己（家族）の周囲に「財産（legacy）」を築こうと試み、慈善事業、寄付ないしは研究のような社会的に価値のあることへの重要な貢献者として、公の競争市場に参入してきたとされる。複数議決権などスウェーデン会社法の規定によって私的支配権益を支配株主が取得できる手段があると

---

ができる状況を確保することが、株主共同の利益の観点から必要であると認められ、かつ、のスキームが当該必要性に照らして相当なものであると認められること」を要件とすることに加え、「当該必要性が消滅した場合に無議決権株式又は議決権の少ない株式のスキームを解消できる見込みのあること」を当該必要性に照らして確認することとしている。

<sup>573</sup> Agnblad et al., *supra* note 188, at 252.

しても、それは事実上このような「非公式の社会的制約」によって制限されており、それがスウェーデンのコーポレート・ガバナンス・モデルの重要な要素の一つであるとさえ考えられてきたのである<sup>574</sup>。先に触れた Gilson 教授らも、フォーマルな法規範以外のいわゆるソフト・ローあるいはその根底にある北欧諸国の気風が支配株主による会社支配を適切なものとし、会社のパフォーマンスを向上させる要素となっている可能性もあることを指摘している<sup>575</sup>。そして、「たとえば、家族支配の維持は、アメリカにおけるよりもアジアにおけるほうがより高い評価を受ける。したがって、アジアの支配株主は、家族の支配権を維持しようとする価値観を優先しようとするであろうし、大衆は、そうした傾向に同意する可能性があり、その結果、支配株主の形態は、欧米諸国における以上にアジアにおいてより長期にわたり継続するものと予測される。たしかに、文化と経済は複雑な関係性を有している。非効率的な支配株主システムにおいては、家族支配を維持するという非金銭的な私的権益に大きな価値を置く文化的属性により、非支配株主として後に搾取されることを回避するために支配権を維持しようとする経済的動機づけが強められる」とされる<sup>576</sup>。ここで、スウェーデンの株主構造・企業統治構造とアジアにおけるそれとの同質性・近似性が指摘されている点は興味深い。支配株主の支配権行使を適正化させるための法理を検討する際にも、わが国と他の諸国の株主構造・企業統治構造に通底する社会、文化、歴史あるいは企業風土といった諸要素をも考慮した比較法研究が今後必要とされよう<sup>577</sup>。

最後に、本論文では、スウェーデンの上場会社を主たる検討対象としたが、それ以外の会社におけるコーポレート・ガバナンスをいかに向上させるかということも考察の余地があらう。スウェーデンにおいては、規制市場に上場はしていないものの同国の経済にとつ

---

<sup>574</sup> *See Id.* at 252.

<sup>575</sup> Gilson, *supra* note 5, at 1673.

<sup>576</sup> *Id.* at 1673. ただ、同時に、「それとは逆に、商業のグローバル化を通じて、より効率的に組織化された会社との競争が激化することで家族支配を維持するためのコストが増大するが、そのことにより支配権の持つ価値への文化的評価が低められるということは避けられないであろう」ともされる点は注意すべき指摘であらう。

<sup>577</sup> 尾崎安央「北ヨーロッパ諸国における企業と社会」企業と法創造 1号 38-41頁（2004）は、商慣習法制などを含めた企業法制の研究の必要性を指摘される。

て重要な役割を果たすと考えられる企業が多数存在するからである。ここで、コード・グループが、上場会社における健全なコーポレート・ガバナンスの実現がそれ以外の会社のコーポレート・ガバナンスの模範になると考えていたことを今一度想起してみたい。スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードはコーポレート・ガバナンスを向上させるという教育的機能を有するところ<sup>578</sup>、スウェーデンでは当面は上場会社がコードを「活用」することで、国内に良好なコーポレート・ガバナンスの慣行が生み出され、それが非上場会社にも波及することが期待されているように思われる。もともと、そうした「良き慣行」をどのように「規範化」し、それを非上場会社を含めた全ての会社にいかに関用するのかということはきわめて難しい課題であり、この点について今後スウェーデンの動向を注意深く見守る必要があると考える。

以上

---

<sup>578</sup> 2010年コード第3章第5.2条の「取締役は、その職務にとって必要とされる会社の事業活動、組織、市場その他の事項に関する知識を習得すべきである」という規定は教育的機能を持つ規定の一例であろう。

## 収録参考文献一覧

### 【瑞語文献】

#### 1 単行書

PER OLA JANSSON, BÖRS RÄTT 96 (Catarina Af Sandeberg & Robert Sevenius ed., Studentlitteratur, 2011)

DANIEL STATTIN, FÖRETAGSSTYRNING: EN STUDIE AV AKTIEBOLAGSRÄTTENS REGLER OM ÄGAR- OCH KONCERNSTYRNING 413-24, 435 (2009)

DANIEL STATTIN, OM BOLAGSFÖRETRÄDARENS BEFOGENHETSÖVERSKRIDANDE – EN RÄTTSEKONOMISK, RÄTTSDOGMATISK OCH KOMPARATIV STUDIE AV 8 kap. 42 § 2st. 2 men. ABL 11, 96-99 (2007)

DANIEL STATTIN, TAKEOVE 88 (2006)

DANIEL STATTIN, TAKEOVE, 88, 94, 403-404, 409, 413 (2nd ed. 2010)

GÖRAN INGER, SVENSK RÄTTSHISTORIA, §4.6 221 (3rd ed. 1997)

JENNY KEISU & DANIEL STATTIN, BOLAGSORGAN OCH BOLAGSSTYRNING: EN INTRODUKTION TILL ORGANISATION, STYRNING OCH KONTROLL I AKTIEBOLAG OCH AKTIEMARKNADSBOLAG 148, 150 (2009)

LARS MAGNUSSON, AN ECONOMIC HISTORY OF SWEDEN 75, 98-100, 167-68, 170 (Routledge 2000)

LENNART SCHÖN, EN MODERN SVENSK EKONOMISK HISTORIA 166 (2007).

OSKAR BROBERG, KONSTEN ATT SKAPA PENGAR: AKTIEBOLAGENS GENOMBROTT OCH FINANSIELL MODERNISERING KRING SEKELSKIFTET 1900 68-69, 72-74 (Grafikerna Liverna ed., Kungälv AB, 2006)(2006)

ROLF SKOG, RODHES AKTIEBOLAGSRÄTT 159, 161, 187-88, 201, 259 (23d ed. 2011)

SANDRA BRONEUS & DANIEL STATTIN, LAGEN OM OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN, KOMMENTAR OCH REFERENSER 73 (2010)



TORSTEN SANDSTRÖM, SVENSK AKTIEBOLAGSRÄTT 37, 43, 47-51, 55, 87, 142-43, 202,  
207-209, 244-45, 254, 277, 392, 395, 397, 402-405, 407 (4th ed. 2012)

## 2 論説等

Johanna Kumlien, Jämkning av skadestånd – Något om en aktiebolagsrättsliga  
jämkningsregelns tolkning och tillämpning, UPPSALAJURISTERNAS  
ALMUNISTIFTERSE, 37 (2009). SOU 1995:44 s.241-242

Maja Svensson, *Trustor: en utredning av några rättsliga frågor kring den s.k.  
Trustoraffären*, Lund Universitet Examensarbete 1, 6-15 (2000)

## 3 資料

### (1) 株式会社委員会報告書

AL 1910 62§, Aktiebolagskommitténs betänkande 1908, s.48.

### (2) 立法関係等調査委員会報告書 (SOU)

SOU 1995:44 s.19-21, 197, 241-42

SOU 2001:1 s.25

SOU 2003:22 s.64

SOU 2004:130 s.11, 19-20, 22, 38

SOU 2005:58 s.53-54, 126-27, 130

SOU 2007:56 s.1

SOU 2008:32 s.169

### (3) 立法提案 (Prop)

Prop. 1997/98:99 s. 85-86, 210

Prop. 2005/06:140, s.67-68

Prop. 2008/09:135 s. 156-57

(4) 注釈書

BO SVENSSON & JOHAN DANELIUS, AKTIEBOLAGSLAGEN: KOMMENTAR OCH LAGTEXT  
34, 36, 84, 94, 98, 148-49, 216-17, 221-22 (3rd ed. 2012)

CARL SVERNLOV, SVENSK KOD FÖR BOLAGSSTYRNING 18, 21, 26, 40, 77-78, 82-84,  
93-94, 97-98, 110, 113, 121, 124 (4th ed. 2011)

GÖRAN NYSTRÖM, ROBERT OHLSSON, ERIK SJÖMAN & ROLF SKOG,  
TAKEOVER-REGLERANA: EN KOMMENTAR 13 (2010)

STEN ANDERSSON, SVANTE JOHANSSON, and ROLF SKOG, AKTIEBOLAGSLAGEN: EN  
KOMMENTAR DEL1 s.7:81, 8:16, 8:87, 9:21 (2013)

(5) スウェーデン金融監督庁報告書

Finansinspektionens pm ”Uppföljande utvärdering av samarbetet mellan  
Finansinspektionen”, FI Dnr 08-8404, s.7

(6) スウェーデン・コーポレート・ガバナンス委員会報告書

Kodjämförelse 2008 s.7, available at [http://www.bolagsstyrning.se/media/21078/  
kodjamforelse.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/media/21078/kodjamforelse.pdf) (last visited Jan.15, 2015)

Malin Björkmo, Valberedningsarbete i praktiken. En intervjuundersökning utförd för  
Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, januari 2008 s. 11, 26

4 判例、裁判例、AMN 声明

AMN 2010:43 s.4

NJA 1992 s.872

NJA 1996 s.293

NJA 1997 s.418 på s. 452

NJA 2000 s.404

Stockholms Tingsrätt, avd. 6, dom 1997-12-23, Mår nr T6-655-97 (cit. Tingsrättens dom

T 6-655-97)

Svea Hovrätt, avd. 4, beslut 2000-02-21, Mår nr T 1927-97

Tingsrättens dom T 6-655-97, s. 12-13

**【英語文献】**

**1 単行書**

ANGUS MADISSON, PHASES OF CAPITALIST DEVELOPMENT 212 (Oxford University Press 1982)

CHRISTIAN KONINCKX, THE FIRST AND SECOND CHARTERS OF THE SWEDISH EAST INDIA COMPANY (1731-1766). A CONTRIBUTION TO THE MARITIME, ECONOMIC AND SOCIAL HISTORY OF NORTH -WESTERN EUROPE IN ITS RELATIONSHIP WITH THE FAR EAST 44-45 (Van Ghemment Publishing Company 1980)

JAN WOUERS, PAUL VAN HOOGHTEEN, & MATTIAS BRUYNEEL, THE EUROPEAN TAKEOVER DIRECTIVE AND ITS IMPLEMENTATION 3-5, 47 (Paul Van Hooghten ed., Oxford University Press 2009)

KRISTER MOBERG, SWEDISH LAW IN THE NEW MILLENNIUM, 381 (Michael Bogdan ed., Norstedts Juridik 2000) (2000)

LENNART JÖRBERG, SWEDENS DEVELOPMENT FROM POVERTY TO AFFLUENCE 1750-1790 102 (Steven Koblik ed., University of Minnesota Press 1975)

MATS ISAKSSON & ROLF SKOG, THE FUTURE OF CORPORATE GOVERNANCE 5 (Mats Isaksson & Rolf Skog eds., eddy. Se ab, Visby 2004)

PETER HÖGFELDT, THE HISTORY AND POLITICS OF CORPORATE OWNERSHIP IN SWEDEN 523, 523, 527, 532-534, 543 (Randall K. Morck ed., The University Chicago Press 2005) (2005)

PHLLIP I. BLUMBERG, THE AMERICAN LAW OF CORPORATE GROUPS: CORPORATE CONTROL AND ACCOUNTABILITY 305 (Josep McCahery, Sol Picciotto & Colin Scott eds., 1993)

ROLF SKOG, A REMARKABLE DECADE: THE AWAKENING OF SWEDISH INSTITUTIONAL INVESTORS, IN THE FUTURE OF CORPORATE GOVERNANCE 141, 143 (Mats Isaksson & Rolf Skog eds., 2004)

SVANTE JOHANSSON, THE EUROPEAN TAKEOVER DIRECTIVE AND ITS IMPLEMENTATION 708, 710, 738 (Paul Van Hooghten ed., Oxford University Press 2009)

## 2 論説等

Alexander Dyck & Luigi Zingales, Private Benefits of Control: An international Comparison, 59 J. FIN. 537-600 (2004)

Carl Hemström, *Swedish Company Legislation Over Six Decades – A Brief Outline*, 45 Scandinavian Studies in Law, 193, 196-97, 201 (2003)

Cronqvist, Henrik, and Mattias Nilsson, Agency costs of controlling minority shareholders, 38:4, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 695-719 (2003)

Cronqvist, Henrik, and Mattias Nilsson, Why Agency Costs Explain Diversification Discounts, 29 Real Estate Economics 85-126 (2001)

Daniel Wolfenzon, A Theory of Pyramidal Ownership, 1-42 (Department of Economics, Harvard University, Working paper, 1999)

Eli Filip Heckscher, *An economic history of Sweden*, 95 Harvard Economic Studies, 130,141-42 (1954)

Graham Barr, Jos Gerson, & Brian Kantor, *Shareholders as agents and principals: The*

- case of South Africa's corporate governance system, in A Comparison of the U.S., Japaa, and Europe*, 8 *Journal of applied corporate finance*, 14-15, 18-31 (1995)
- Guido Ferrarini , *One Share – One Vote : A European Rule?* 3 (ECGI. Law, Working Paper No.52, 2005), available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=875620](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=875620)
- Göran Ryden, *Skill and Technical Change in the Swedish Iron Industry, 1750-1860*, 39 *Technology and Culture* 383, 393 (1998)
- Hopt, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where does the Action Plan of the European Commission Lead?* 19 (ECGI. Law, Working Paper No.52, 2005)
- Håkan Lindgren, *Banking Group Investments in Swedish Industry*, 3-4, 6-7, 12-15 (Uppsala Papers in Economic History. Research Report No. 15, 1987)
- Magnus and Ulf Jakobsson, *The Swedish model of corporate ownership and control in transition*, 7, 32 (THE RESEARCH INSTITUTE OF INDUSTRIAL ECONOMICS Working Paper No.593, 2003)
- Michael J. Barclay Clifford G. Holderness & Jeffrey Pontiff, *Private benefits from block ownership and discounts on closed-end fuds*, 33 *J. FIN ECON.* 263-91 (1993)
- Jesper Lau Hansen, *A Scandinavian Approach to Corporate Governance*, 50 *Scandinavian Studies in Law* 134 (2007)
- John A. Doukas, Martin Holmén, and Nickolaos G. Travlos, *Diversification, Ownership and Control of Swedish Corporations*, 8(3) *EUR. FIN. MGMT.* 285 (2002)
- John C. Coffee, Jr., *Do Norms Matter? A Cross-Country. Examination*, 149 *U. PA. L. REV.* 2151 (2001)
- John J. McConnell & Henri Servaes, *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*, 27 *J.FIN. ECON.* 595 (1990)

- Jonas Agnblad, Erik Berglöf, Peter Högfeltdt, and Helena Svancar, *The Control of Corporate Europe: Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control*. § 11, 230, 239, 242, 252, 254-55 (2002)
- Katherine Schipper & Abbie Smith, *A comparison of Equity Carve-outs and Seasoned Equity Offerings: Share Price Effects and Corporate Restructuring*, 15 J. FIN. ECON 153, 182 (1986)
- Lucian Bebchuk, *A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, 1-37 (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 7203, 1999)
- Lucian Bebchuk, *Rent protection and evolution of ownership structure in publicly traded companies*, 1-37 (Harvard Law School, Working Paper, 1999)
- Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman & George Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, 1-37 (Harvard Law School Olin Discussion Paper No249, 2000)
- Magnus Blomström & Ari Kokko, *From Natural Resources to High-tech Production: The Evolution of Industrial Competitiveness in Sweden and Finland*, 4-6 (CERS Discussion Papers No.3804, 2003)
- Mara Faccio & Larry H.P. Lang, *The ultimate ownership of Western European corporations*, 65 J. FIN. ECON. 365-395 (2002)
- Martin Holmen & Peter Högfeltdt, *Pyramidal Power*, mimeo, Uppsala University and Stockholm School of Economics, 8, 11 (2004)
- Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, *Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 10240, 2004)
- Rafael La Porta Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and

- Robert Vishny, *Trust in Large Organizations*, 87 AM. ECON. REV. 333, 336-37 (1997)
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Manes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, 57 J. FIN. 1147 (2002)
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 59 J. FIN. 471-517 (1999)
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 Journal of Political Economy 1113-1155 (1998)
- Randall Morck, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*, in *Corporate Takeovers: CAUSES AND CONSEQUENCES* 101-102 (ALAN J. Auerbach ed., 1988)
- Randall Morck, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Management Ownership and Market Valuation*, 20 J. FIN. ECON. 293 (1988)
- Rolf Skog, *The European Union's Proposed Takeover Directive, the "Breakthrough" Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*, 45 Scandinavian Studies in Law 293, 298-99, 301, 303 (2003)
- Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1641, 1642-79, 1650-54, 1663-66, 1673 (2006)
- Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U PENN. L. REV. 785-843 (2003)
- Simon Johnson et al., *Tunneling*, AM. ECON. REV., May 2000, at 22
- Stijin Claessens, Simeon Djankov & Larry H.P. Lang, *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, 58 J.FIN. ECON. 81 (2000)
- Tatiana Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: Across-country*

*Analysis*, 68 J. FIN ECON. 325-351 tbl.3 (2003)

### 3 判例、裁判例

219 F.2d 173 (2d Cir. 1955)

280 A.2d 717 (Del. 1971)

457 A. 2d 701 (Del. 1983)

*Cavailer Oil Corp. V. Harnett*, 564 A. 2d 1137 (Del. 1989)

*Chisin v. Gluck*, 282 A. 2d 188(Del. Ch. 1971)

*Harris v. Carter*, 582 A.2d 222, 234 (Del Ch. 1990)

*Hollinger Int'l, Inc. v. Black*, 844 A. 2d 1022 (Del Ch. 2004)

*Secretary of State for Trade and Industry v. Deverell* [2001] Ch. 340

### 4 参考ウェブサイト

AMN, [http://www.aktiemarknadsnamnden.se/aktiemarknadsnamndens-uttalanden/samtliga-uttalanden\\_\\_357#2012](http://www.aktiemarknadsnamnden.se/aktiemarknadsnamndens-uttalanden/samtliga-uttalanden__357#2012) (last visited Jan.15, 2015)AT, <http://www.aktietorget.se/> (last visited Jan.15, 2015)

Industrivärden AB, <http://www.industrivarden.se/en-GB/Corporate-governance/Ownership-structure/> (last visited Jan. 30, 2015)

Investor AB, <http://www.investorab.com/our-investments/> (last visited Jan. 15, 2015)

Knut och Alice Wallenbergs Stiftelse, <http://www.wallenberg.com/kaw/> (last visited Jan. 15, 2015).

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, <http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning/bolagsstyrningens-utveckling> (last visited Jan.15, 2015)

NASDAQ OMX, [http://www.nasdaqomxnordic.com/about\\_us/](http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us/) (last visited Jan, 15, 2015)

NGM, <http://www.ngm.se/statistik-2/> (last visited Jan.15, 2015)



StoraEnso, <http://www.storaenso.com/Pages/default.aspx> (last visited Jan. 15, 2015)

## 5 報告書

AB Industrivärden, Corporate Governance Report 23 (2013), available at [http://www.industrivarden.se/globalassets/arsredovisningar/engelska/industrivarden\\_2013\\_eng.pdf](http://www.industrivarden.se/globalassets/arsredovisningar/engelska/industrivarden_2013_eng.pdf) (last visited Jan.15, 2015)

Commission Staff Working Document, *Report on Implementing of the Directive on Groups Of COMPANIES IN THE EEC* (Eddy Wymeers ed., 1993)

*Takeover Bids*, COM (2007), 21.February 2007 SEC (2007) at 3, available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf)

H&M AB, Corporate Governance Report 5 (2013), available at [http://about.hm.com/content/dam/hm/about/documents/en/Corporate%20Governance/Corporate%20Governance%20Reports/Corporate%20Governance%20Report%202013\\_en.pdf](http://about.hm.com/content/dam/hm/about/documents/en/Corporate%20Governance/Corporate%20Governance%20Reports/Corporate%20Governance%20Report%202013_en.pdf) (last visited Jan.15, 2015)

Investor AB, Corporate Governance Report 31, 33, 38-39 (2013), available at [http://www.investorab.com/media/286007/corporate\\_governance\\_report\\_2013.pdf](http://www.investorab.com/media/286007/corporate_governance_report_2013.pdf) (last visited Jan.15, 2015)

PRINCIPLES OF CORP. GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS § 5.16 (1994)

*Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids* 4-5, 7, 12 (Jan. 10, 2002), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf) (last visited Jan.15, 2015).

## 【日本語文献】

### 1 単行書

- 相澤哲=葉玉匡美=郡谷大輔『論点解説新・会社法』116頁（商事法務、2006）
- 石山卓磨『事実上の取締役理論とその展開』1頁以下（成文堂、1984）
- 岩井克人『会社はだれのものか』89頁以下（平凡社、2005）
- 江頭憲治郎『株式会社法〔第5版〕』（有斐閣、2014年）503頁
- 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』1頁以下（有斐閣、1995）
- 大隅健一郎『商事法研究（上）』246、249頁（有斐閣、1992）
- 大隅健一郎=今井宏=小林量『新会社法概説』86頁（有斐閣、第2版、2010）
- 大隅健一郎=大森忠夫『逐条改正会社法解説』213頁（有斐閣、1951）
- 奥島孝康『会社はだれのものか』2頁以下（金融財政事情研究会、1997）
- 加藤貴仁『株主間の議決権分配』3頁以下（商事法務、2007）
- 加美和照『会社法取締役制度研究』4頁（中央大学出版部、2000）
- 北村雅史「EUにおける公開買付規制」商事1732号9頁（2005）
- 坂本達也『影の取締役の基礎的考察』1頁以下（多賀出版、2009）
- 末岡晶子「EU企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけとTOB規制」商事1733号37頁（2005）
- 高橋英治『企業結合法制の将来像』1頁以下（中央経済社、2008）
- 武井一浩=江頭憲治郎=斉藤惇=吉村典久=櫛笥隆亮=伊藤邦雄『企業法制改革論Ⅱコーポレート・ガバナンス編』29-30頁（中央経済社、2013）〔武井発言〕
- 田中耕太郎『改訂会社法概論上巻』73頁（岩波書店、改訂版、1955）
- 谷澤毅『北欧商業都市の形成 世界経済の形成とハンザ商業』174頁（知泉書館、2011）
- 藤原俊雄『コーポレート・ガバナンス 68頁以下（成文堂、2013）
- 正井章彦『ドイツのコーポレート・ガバナンス』334頁（成文堂、2003）
- 百瀬宏『北方現代史』43、45-46頁（山川出版、第2版、2000）

森本滋編著『企業結合法の総合的研究』1頁以下（商事法務、2009）

レオス・ミュラー（玉木俊明、根本聡、入江幸二訳）『近世スウェーデンの貿易と商人—  
köpman och köpmannafamiljer i det tidigmoderna Sverige』16、17、19、23-24、57、184-185、  
208、212、216-217頁（嵯峨野書院、2006）

吉本健一『新株発行のメカニズムと法規制』（2007、中央経済社）344頁

吉村典久『会社を支配するのは誰か—日本の企業統治』167-188頁（講談社、2012）

吉村典久『日本の企業統治—神話と実態』135頁以下（NTT出版、2007）

## 2 論説等

青木英夫「支配株主の信認義務（二・完）—イギリス法・アメリカ法を中心として—」  
コンツェルン関係における大株主の責任（10）—（2）—」独協38号16頁以下（1994）

青竹正一「新株の不公正発行と取締役の損害賠償責任（下）」判タ998号80頁（1999）

荒谷裕子「親子会社法制に潜む課題—会社法改正を見据えて—」監査616号10頁（2013）

飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法協123巻5号912頁以下（2006）

伊藤雄司「会社財産に生じた損害と株主の損害賠償請求権（四・完）」法協124巻3号761  
頁（2007）

上田廣美「EU公開買付指令運用状況とその問題点」亜大43巻2号145頁以下（2009）

上村達男「株主平等原則」竹内昭夫編『特別講義商法I』20頁（有斐閣、1995）

上村達男「証券市場の開設・運営に係る法規制」企会56巻5号707頁（2004）

王子田誠「アメリカにおける取締役指名システムの改革」姫路44号43頁以下（2005）

太田洋=森本大介「社外取締役の選任に関する最新動向と留意点—日本取締役協会「独立取  
締役選任基準モデル」の改訂を踏まえて—」商事2027号13頁（2014）

奥島孝康「サステナビリティ会社法序説—CGとCSRの交錯と協働—」奥島孝康（監修・  
著）『企尾崎安央「北ヨーロッパ諸国における企業と社会」企業と法創造1号38-41頁（2004）  
業の統治と社会的責任』15頁以下（金融財政事情研究会、2007）

尾崎安央「『行動経済学に基づく法と経済学』と会社法制—公開型株式会社における株主像を検討するにあたって—」石山卓磨先生上村達男先生還暦記念論文集『比較企業法の現在—その理論と課題』244頁（成文堂、2011）

尾崎安央「非業務執行役員の役割」ジュリ 1452号 23頁（2013）

加藤貴仁「企業グループのコーポレート・ガバナンスにおける多重代表訴訟の意義」落合誠一=太田洋=柴田寛子編著『会社法制の見直しの視点』93頁（2012）

加藤貴仁「議決権・支配権に関する種類株式の規制方法」商事 1777号 5、8頁（2006）

川島いづみ「②イギリスにおけるコーポレートガバナンス—コーポレートガバナンスの進展と非業務執行取締役の義務—」奥島孝康（監修・著）『企業の統治と社会的責任』363頁以下（金融財政事情研究会、2007）

川島いづみ「イギリス会社法における株主の反射的損害と固有の損害」早比 42巻 1号 97頁（2008）

川島いづみ「取締役の対第三者責任における第三者」立命 302号 427頁（2002）

川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋=川濱昇=前田雅弘編『企業の健全性確保と取締役の責任』3頁以下（有斐閣、1997）

河村賢治「英国公開会社における取締役会の機能—統合コード（The Combined Code）を中心に—」早法 76巻 2号 231頁以下（2000）

河本一郎「商法 266条ノ 3 第 1 項の『第三者』と株主」服部榮三先生古稀記念『商法学における論争と省察』（商事法務研究、1990）261頁

神作裕之「V 取締役会の独立性と会社法」商事 2007号 52頁（2013）

神作裕之「委員会等設置会社における業務執行に対するコントロール」学習院 38巻 1号 57頁以下（2002）

菊田秀雄「EUにおける取締役報酬規制をめぐる近時の動向—EU およびイギリスにおける展開を中心に—」駿河台 22巻 1号 197頁（2008）

北沢正啓「アメリカ会社法における支配株式の売却」末延三次先生還暦記念『英米私法論

集』95頁以下（東京大学出版会、1963）

北村雅史「株式会社における経営管理機構改革—各種委員会制度を中心に—」法雑 48 卷 4 号 301 頁以下（2002）

黒沼悦郎「公開会社における種類株式・新株予約権の効用と問題点」民商 126 卷 4・5 号 445 頁（2002）

小松卓也「親会社による子会社監督の法理論について」神院 37 卷 1 号 1 頁以下（2007）

三枝一雄「支配株主と信託義務—支配権濫用抑制のための一つの理論—」法律論叢 44 卷 2=3 号 137 頁（1970）

澤口実=戸嶋浩二「議決権種類株式の上場」ジュリ 1470 号 34 頁（2014）

柴田和史「大株主の忠実義務と連結納税制度」田村諄之輔先生古稀記念『企業結合法の現代的課題と展開』86 頁（商事法務、2002）

商事法務編集部「会社法の一部を改正する法律案等の国会提出と概要」商事 2017 号 4-5 頁（2013）

杉田貴洋「新株の有利発行と会社の損害」法学政治学論究 42 号 430 頁（1999）

洲崎博史「平成 13 年、14 年商法改正と一株一議決権原則」森本滋編著『比較会社法研究』325-326 頁（商事法務、2003）

鈴木隆元「アメリカにおける一株一議決権原則（二）・完」論叢 131 卷 4 号 71 頁以下（1992）

鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法〔第三番版〕』（有斐閣、1994）425 頁

武井一浩「監査委員会設置会社の解禁」商事 1900 号 17 頁（2010）

龍田節「株主総会における議決権ないし多数決の濫用」末川先生古稀記念『権利の濫用 中』133 頁（有斐閣、1962）

田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任」新堂幸司=山下友信編『会社法と商事法務』（商事法務、2008）174 頁

弦巻充樹「デュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる日本の状況—フェイスブック上場を契機として—」商事 1982 号 24 頁以下（2012）

鳥山恭一「株式の性質論」法時 71 卷 7 号 43 頁

長浜洋一「支配株式譲渡人の責任」早法 44 卷 1=2 号 75 頁以下 (1969)

長浜洋一「支配的株主の取引と少数株主の保護—「支配」と株主平等の原則—」私法 31 号 138 頁 (1969)

中村一彦『企業の社会的責任と会社法』129 頁以下 (信山社出版、1997)

中村信男「イギリス 2006 年会社法における影の取締役規制の進展と日本法への示唆」早比 42 卷 1 号 211 頁以下 (2008)

中村信男「イギリス法上の影の取締役規制の展開および法的位置づけの変容と日本法への示唆」石山卓磨ほか編著『(酒巻俊雄先生古稀記念) 21 世紀の企業法制』544 頁 (商事法務、2003)

中村信男「イギリス法における親子会社規制(一)」早稲田大学法研論集 55 号 97 頁以下 (1990)

中村信男「イギリス法における親子会社規制 (二・完)」早稲田大学法研論集 58 号 189 頁以下 (1991)

中村信男「イギリス法の影の取締役」早稲田大学法研論集 51 号 165、173 頁 (1989)

額田雄一郎=花水康=Nils Nostell=Emma Kratz「各国のコーポレート・ガバナンス第 21 回 スウェーデン」監査 613 号 64 頁 (2013)

中村康江「米国における取締役候補者指名委員会」立命 284 号 170 頁以下 (2002)

野田輝久「株式公開買付規制の方向性—EU 第 13 指令を素材として—」神院 35 卷 1 号 6 頁 (2005)

野田輝久「EU とドイツにおける株式公開買付規制」青法 40 卷 2 号 58 頁-62 頁 (1998)

野田輝久「EU における企業買収—EU 公開買付指令」法時 79 卷 5 号 58 頁 (2007)

早川勝「英国における EU 公開買付指令の国内法化—二〇〇六年英国会社法におけるパネルの規制—」同法 61 卷 2 号 48-49、56 頁 (2009)

早川勝「株式公開買付に関する EU 第 13 指令における企業買収対抗措置について」ワールド・ワイド・ビジネス・レビュー 7 卷 1 号 22-23 頁 (2005)

- 早川勝「企業内部における不利益補償—イタリア企業グループ規制方式を中心として—」同法 60 卷 7 号 1 頁以下 (2009)
- 林孝宗「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスの展開—非業務執行取締役の役割と注意義務を中心に」早大社学研論集 17 号 247 頁以下 (2011)
- 原田晃治「平成 13 年改正商法 (11 月改正) の解説 [IV] —株式制度の改善・会社関係書類の電子化等—」商事 1642 号 28 頁 (2002)
- 福島洋尚「新株の有利発行と取締役の責任」南山 22 卷 1 号 35 頁 (1998)
- 藤田友敬「株式会社の企業金融 (二)」法教 265 号 79 頁 (2002)
- 別府三郎「株主間の直接的法律関係の可能性—大株主 (または支配株主) の積極的義務についての一試論—」私法 41 号 70 頁 (1979)
- 星明男「少数株主から支配株主への利益移転は抑止されるべきか—会社支配権市場の規律的效果とその誘引」ジュリ 1326 号 131、134、139 頁 (2007)
- 前田雅弘「支配株式の譲渡と株式売却の機会均等」法学論叢 115 卷 4 号 64 頁以下・第 6 号 57 卷 57 頁以下 (1984)
- 正井章箒「ドイツの株主総会制度の改革と『略奪的株主』に対する規制」早法 85 卷 3 号 1106 頁 (2010)
- 正井章箒「ヨーロッパにおけるコーポレート・ガバナンス—第 1 回ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス会議での議論—」早法 78 卷 1 号 23-24 頁 (2002)
- 宮島英昭「II 日本企業の株式保有構造—歴史的進化と国際的特徴」商事 2007 号 27 頁 (2013)
- 森田章「取締役会の機能の分離」民商 126 卷 4=5 号 490 頁以下 (2002)
- 柳明昌「差別的議決権の理論的検討—アメリカ法を中心として—」法学 67 卷 6 号 74-75、79 頁 (2003)
- 山田泰弘「II 多重代表訴訟の導入—最終完全親会社等の株主による特定責任追及の訴え」法教 402 号 15 頁 (2014)
- 吉森賢「企業はだれのものか：企業概念の日米欧比較 (1)」横浜国立大学経営学部紀要 19

巻1号45頁(1998)

### 3 評釈

伊藤靖史「判批」商事1703号44頁

加藤貴仁「判批」ジュリ1225号97頁(2002)

永井和之「判批」ビジネス法務13巻3号82頁(2013年)

### 4 判例、裁判例

東京地判昭56・6・12判時1023号116頁、

大阪地判昭61・3・5(控訴審、大阪高判昭和63・8・9)

京都地判平4・8・5金判918号27頁(控訴審、大阪高判平11・6・17判時1717号144頁、上告審最判平9・9・9判時1618号138頁、差戻審、大阪高判平11・6・17金判1088号38頁)

東京地判平4・9・1判時1463号154頁

千葉地判平8・8・28判時1591号113頁

東京地判平9・9・17金判1044号46頁

東京地判平12・5・24判タ1054号260

東京地判平成24・2・7LEX/DB25491791

### 5 資料

#### (1) 報告書

企業価値研究会「論点公開～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」22頁(2005)

#### (2) 翻訳・辞典

金森久雄=荒憲治郎=森口親司編『有斐閣経済辞典〔第5版〕』72頁(有斐閣、2013)

中村信男=上田亮子訳「イギリスのコーポレート・ガバナンスに関する改正統合規範(2003



年 7 月)」早比 38 卷 2 号 209 頁以下 (2005)

萩原金美『スウェーデン法律用語辞典』163、180、183 頁 (中央大学出版部、2007)

### 収録論文初出一覧

#### 序章 支配株主による会社支配と企業統治～アメリカの議論とスウェーデン型会社支配の検討

拙稿「支配株主による会社支配と企業統治—アメリカの議論とスウェーデン型会社支配の検討—」早稲田法学会誌 58 卷 2 号 199-245 頁 (2008) のうち、199-224 頁、233-242 頁

#### 第一章 スウェーデン型会社支配構造の形成過程とその法的問題

拙稿「スウェーデン型会社支配構造の形成過程とその法的問題—株式会社法と銀行法の改正を踏まえて—」早稲田法学会誌 60 卷 1 号 55-107 頁 (2009)

#### 第二章 会社支配権濫用抑制法理～スウェーデン法とアングロ・サクソン法の比較～

拙稿「会社支配権濫用抑制法理—スウェーデン法とアングロ・サクソン法の比較—」早稲田法学会誌 61 卷 2 号 55-107 頁 (2011)

#### 第三章 スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの法的問題

拙稿「スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルール of 法的問題 (一)」高崎経済大学論集 55 卷 2 号 119-130 頁 (2013)

拙稿「スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルール of 法的問題 (二・完)」高崎経済大学論集 55 卷 3 号 131-143 頁 (2013)

#### 第四章 コーポレート・ガバナンス・コードによる会社支配権行使の適正化

拙稿「スウェーデン上場会社における会社支配と企業統治（1）」高崎経済大学論集 57 巻  
1 号 55-66 頁（2014）

拙稿「スウェーデン上場会社における会社支配と企業統治（2）」高崎経済大学論集 57 巻  
2 号 31-43 頁（2014）

拙稿「スウェーデン上場会社における会社支配と企業統治（3・完）」高崎経済大学論集  
57 巻 3 号 49-61 頁（2014）

#### 終章 総括と結論

拙稿「支配株主による会社支配と企業統治ーアメリカの議論とスウェーデン型会社支配  
の検討ー」早稲田法学会誌 58 巻 2 号 199-245 頁（2008）のうち、229-233 頁、243-245  
頁

拙稿「スウェーデン上場会社における会社支配と企業統治（3・完）」高崎経済大学論集  
57 巻 3 号 49-61 頁（2014）のうち、61 頁