

早稲田大学博士論文概要書

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

スウェーデンにおける会社支配と企業統治（概要書）

尾形 祥

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。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。

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。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主問題は改めて重要な検討課題とならざるを得ない。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上場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の支配権行使をめぐる規制について示唆を得ることを目的とする。

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

序章では、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する。伝統的な「法と経済学」の知見によれば、支配株主が存在する会社においては、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。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、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。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。

しかしながら、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、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らうか。「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。むしろ、「支配株主システム」が有効に機能しているか否かの評価基準、換言すれば、支配株主による「良いガバナンス」の評価基準とは、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。

以上のように、本章では、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行う意義について確認した。

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

現行のスウェーデン法における支配株主による支配権行使を規制する法制度を検討する前提として、第一章では、そもそも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。

スウェーデンでは19世紀前半に経済が急速に発展し、事業規模を拡大する必要性が高まる中で、1848年に同国で初となる会社法(aktiebolagslag, ABL)が制定された。同法は、会社設立にはスウェーデン国王の許可を必要とする許可主義を採用していたこと、また、複数議決権株式の発行を認めていた点に特徴があった。とくに、複数議決権株式は、支配一族がわずかな出資をもって会社支配権を獲得することを可能とするものであり、スウェーデンにおける会社支配を支える最も重要な法的メカニズムであるとこれを位置づけることができる。その後、19世紀後半に入り、産業革命が引き起こされたことを機縁として、同国では事業会社の設立を容易化する必要が生じ、会社設立について準則主義が採用されるに至った。もっとも、事業会社数の増加に伴い、会社制度の濫用のおそれに対処すべく取締役の利益相反取引に対する規制や少数株主保護のための規制も整備された。他方、19世紀後半に、Wallenberg一族などの支配一族は、民間商業銀行を設立し、これらの銀行は国内の事業会社に対して株式投資を行い、そうした事業会社に対する支配権を高めていった。しかし、1929年の世界大恐慌を受けて、同国では1930年代に銀行法が改正され、民間商業銀行による事業会社の株式保有が原則として禁止された(銀証分離)。かくして、スウェーデンでは1940年代までに、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は持株会社を設立し、かかる支配一族は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支配構造が形成されるに至った(「スウェーデン型会社支配構造」)。

Wallenberg一族をはじめとする有力な支配一族は、現在においてもなおスウェーデン型会社支配構造を維持している。これらの一族は財団を形成し、当該財団が持株会社の支配

株主となり、当該持株会社を通じてスウェーデン国内の重要な事業会社の多くを支配している。支配一族の財団は、持株会社が発行する複数議決権株式を保有することにより、当該持株会社の議決権の過半数を支配することが通例である。ただし、かかる持株会社が事業会社の株式の議決権をどの程度支配しているか（支配水準）は、事業会社により区々である。もっとも、事業会社に対する支配水準が低い場合であっても、支配一族出身者が持株会社の取締役と事業会社の取締役を兼任することにより、補完的に会社支配権を強化している点に特徴がある。

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～

第一章で確認したように、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を複合的に用いることにより、支配一族が比較的少額な出資で議決権の過半数を支配することが可能とされている。現行のスウェーデン会社法は、会社支配権を増幅させる法的メカニズムを許容している。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た。1970年代以降、スウェーデンでは、機関投資家の数が急速に増加してきたところ、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が懸念された。そこで、同国の株式所有構造が急速に変化するという状況の下で、株式会社委員会は、「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。

しかしながら、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。本章では、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検討する。

スウェーデン会社法は、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。本章では、これらの保護規定のうち株主の損害賠償責任を定めたスウェーデン会社法第29章の損害賠償規定を主として検討した。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の損失が填補され、多数派株主の会社支配権濫用行為が間接的ではあるものの一定程度抑制されることが期待される。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が、そうした規制の一つとして、企業買収局面においてではあるが、複数議決権株式を無効化（1株1議決権化）することを内容とするブレイクスルー・ルールを検討する必要があるものと考えられる。同ルールは、スウェーデン公開買付法に定められている。

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。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」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）、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。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目的としている。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。

もともと、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）。

本章では公開買付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た。さらに、その前提として、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、LUA制定経緯およびその内容を明らかにした。

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

第二章で確認したように、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が、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。そこで、第三章では、敵対的企業買収に際して、複数議決権株式を無効化させ、敵対的買収の途を開くブレイクスルー・ルールについて検討した。しかし、同ルールを定款に導入するか否かは各会社の選択に委ねられており、実際にこのようなルールを導入した企業も確認されていない。かくして、スウェーデンではブレイクスルー・ルールを通じて規律的な敵対的企業買収を成功させることはきわめて困難であるといえる。

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。本章では、支配株主の支配権行使の適正化に資する規制について検討を加える。また、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、同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。そこで、同コードの規定と密接に係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についても検討を加える。

コードの中で会社支配の適正化に資すると考えられる規制としては、取締役および会計監査役（revisor）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（valberedningar）に関する規定が挙げられる。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に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。（2010年コード第3章第2.2条参照）。指名委員会は3名以上の指名委員で構成され、支配株主あるいはその意向を受けた者、少数派株主、取締役（取締役は指名委員会の過半数を超えてはならず、業務執行取

締役も指名委員となることはできない) またはその他の利害関係人なども指名委員となることができるが、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 3 章第 2.3 条参照)。

このように、指名委員会が支配株主あるいはその意向を受けた者にとどまらず、一定の独立性を持つ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が反映されるとしても、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可能性が高まる。もとより、支配株主の意向を受けた者らが取締役に選任され、それらの者が取締役会を実質的に支配しているという状況の下では、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ている場合に、その指示が抑制あるいは是正されないときには、不適切な会社経営が行われる可能性が依然として残されている。スウェーデン会社法を初めとする制定法、判例法理、規律的買収の途を開くブレイクスルー・ルールを含む公開買付けルール、さらには取引所規則やコーポレート・ガバナンス・コードといった諸々の規範の中に複数の「安全弁」を設け、それらを有機的に機能させることにより、会社支配権濫用を可及的に抑制し、会社支配の適正化を図る必要がある。

終章 総括と結論

以上のように、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。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になるものと考えられる。

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。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。たしかに、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得る。もっとも、支配株主による会社支配権行使はその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。わが国においても、支配株主の損害賠償責任に関する会社法上の規制や判例法理、ブレイクスルー・ルール、さらにはコーポレート・ガバナンス・コードといった様々な法規範を複合的に用いることにより、

会社支配権行使の適正化が図られるべきであろう。

なお、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ころ、わが国においてもレピュテーションが支配株主の行為をどのように規律しているのかについても検討すべきであろう。その際、スウェーデンとわが国の企業文化や歴史など様々な社会的要素をも考慮した比較法研究が必要になると考えられるが、この点については今後の課題としたい。

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であろう。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っ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は留意すべきである。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、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。もっとも、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適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