

韓国における支配株主と少数派株主の エージェンシー問題と法的対応

—取締役の忠実義務をめぐる議論の展開と改正法の射程—

高 逸 薫

要 旨

本稿は、韓国資本市場における構造的な課題とされる支配株主による私益追求（トンネリング）を背景に、2025年に断行された韓国商法改正、とりわけ取締役の忠実義務条項の改正が持つ法的意義とその限界を検討するものである。

従来の韓国商法の解釈論において、取締役の義務の対象は「会社」という法人格のみに限定されていたため、合併や分割といった資本取引の局面で生じる株主間の富の移転問題を実効的に規律することが困難であった。これに対し改正商法は、忠実義務の対象として「株主」を明記するとともに、「全体株主の公平な取扱い（Fair Treatment）」を取締役に義務付けた点に特徴がある。

さらに、今回の改正は、善管注意義務と忠実義務を事実上同質のものとして把握してきた従来の解釈論を再検討させる契機となる可能性を有する。すなわち、利益相反状況においては、英米法上の「完全な公正（entire fairness）」基準を参照した独自の審査枠組みを導入し得る解釈上の余地が開かれたと評価し得る。

もっとも、改正法もなお取締役の責任を媒介とする規律構造を維持している以上、支配株主本人に責任を直接帰属させることには構造的な制約が残されている。本稿では、2025年改正を韓国における企業統治改革の重要な出発点と位置づけ、取締役責任を通じた規律の現状と限界を明らかにした上で、支配株主に対する直接的な規律の在り方を含む今後の制度的展望を提示する。

キーワード：韓国商法改正，支配株主，少数派株主，忠実義務，善管注意義務，エージェンシー問題

目 次

- | | |
|-----------------|-----------------------|
| 1. はじめに | 3.1 旧規定との相違 |
| 2. 改正の背景および内容 | 3.2 第1項の「株主」の意味 |
| 3. 改正条文の解釈とその影響 | 3.3 第2項前段の「総株主の利益」の意味 |

- 3.4 第2項後段の「株主全体」と「公正な取扱い」の意義
- 3.5 公平取扱義務と株主平等原則の関係
- 3.6 善管注意義務との関係および忠実義務の適用範囲の再定立
- 4. 支配株主の忠実義務
 - 4.1 取締役の忠実義務を通じた規律の限界
 - 4.2 韓国法上の支配株主規律の内容と限界
- 5. 今後の韓国法における支配株主規律の展望
 - 5.1 有利発行
 - 5.2 不公正な合併・分割
 - 5.3 関係者取引・事業機会の流用など典型的なトンネリング
- 6. おわりに

1. はじめに

韓国の資本市場は長期間、韓国企業の株価が同種の海外企業に比べ相対的に低く評価される「코리아・ディスカウント (Korea Discount)」現象を経験してきた。このような現象は、南北分断に伴う地政学的リスクや会計の透明性問題など多様な外部的要因に起因するものの、学界や実務では支配株主中心の企業統治構造（コーポレート・ガバナンス）を核心的な内部要因として指摘してきた¹。特に韓国の大規模上場企業の多くは、支配株主が全株式の過半数に満たない比較的低い持株比率を保有しているにもかかわらず、系列会社間の循環出資や持株会社体制などを通じてグループ全体の意思決定を実質的に掌握する「所有と支配の乖離」構造を特徴とする²。

このような所有構造の下では、支配株主は自身が保有する持株比率よりも高い比率の議決権を行使できる地位にあるため³、会社の長期的価値や全体株主の利益よりは、自身の私的利益を極大化したり支配権を維持・強化したりしようとする誘因を持つ可能性が高い⁴。この過程で合併、分割、新株発行、自己株式の処分といった資本取引が活用されるが、これは会社または少数株主から支配株主へと富が移転される結果を招くこともある。このように支配株主が法的手続を遵守する形式を取りながら、実質的には会社の資産を自身に移転させる行為を「トンネリング (tunneling)」と称し、これを韓国資本市場の低評価の主たる原因として分析するケースが多い⁵。

韓国資本市場において株主間の利益相反問題の深刻さを如実に示す代表的な事例として、2015年のサムスン物産と第一毛織の合併、およ

1 Taejin kim (2024), p.58; Joon Hyug Chung (2024), p.37-39.

2 2023年末時点で、韓国の上場企業における最大株主本人の持株比率は平均29.21%にとどまる。他方で、特別関係者(10.46%)および自己株式(3.01%)等を合算すると、実質的な支配力を行使し得る最大株主の友好的持分(いわゆる内部持分)は平均43.08%に達し、所有と支配の乖離が顕著にみられる。とりわけこの傾向は企業集団(財閥)に所属する上場企業で一層強く、当該企業の最大株主友好的持分の平均は49.86%と、非所属企業(42.07%)を上回っていた。さらに、株主総会の出席率を70%と仮定した場合、韓国の上場企業全体の64.9%(KOSPI上場企業では77.2%)が、最大株主友好的持分のみで株主総会議案を単独で可決し得る構造にあることが示されており、直接保有比率が高くない場合であっても、企業集団全体の意思決定を左右し得る統制力を確保していることが確認される。イ・ソンボク(2024), 2-13頁。

3 Jae-Bum Kim (2015), p.180.

4 支配株主と少数株主との間のエージェンシー問題に関する説明、および日本における対応については、加藤(2016)を参照。

5 Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer (2024), pp.22-27. この論文は、支配株主が私的利益のために会社資産を流用する多様な形態を分析し、チェコにおいて実際にトンネルを掘削して資産を持ち出した事例になぞらえて、このような現象を「トンネリング (tunneling)」と名付けたものである。韓国におけるトンネリング問題を説明

び2020年のLG化学のバッテリー事業部の物的分割が挙げられる。まず、サムスン物産と第一毛織の合併は、韓国の大規模企業集団の承継過程において、合併比率の算定がいかに恣意的に運用され得るかを浮き彫りにした事例である。当該合併は資本市場法が定める時価基準に従って実施されたものの、支配株主一族の持株比率が高い第一毛織に有利となる局面で進められたとの批判が提起された⁶。すなわち、形式的には法令を遵守していたとしても、実質的には少数株主の富が支配株主側へ移転し得ることを示唆するものであった。次に、LG化学の事例は、物的分割を通じた親子会社の同時上場が孕む構造的問題を顕在化させた。LG化学は中核事業であるバッテリー部門を100%子会社のLGエナジーソリューションとして分割し、これを新規上場させた。しかし、その際、親会社株主には新設子会社株式が付与されなかった。その結果、中核資産の切り出しに伴う企業価値の減少は主として親会社の少数株主に帰属する構造となり、本件は韓国市場における少数株主保護をめぐる議論を顕在化させる契機となった⁷。

他方、現行の韓国商法体系がこのような支配株主による私益追求行為を規律できる法的装置を全く置いていないわけではない。商法は個別の行為規制として、取締役の自己取引の禁止(第398条)、会社の機会および資産の流用禁止(第397条の2)、そして支配株主を取締役とみなして責任を問う業務執行指示者責任(第401条の2)などの規定を置いている。また一般規定として、日本の会社法と同様に取締役の善管注意

義務(第382条第2項)と忠実義務(第382条の3)を明記しており、取締役が任務を懈怠した場合、会社に対する損害賠償責任(第399条)と第三者に対する損害賠償責任(第401条)を負担するよう規定している。

しかし問題は、支配株主と少数株主の間の富の移転、すなわちトンネリング(tunneling)が問題となる具体的な事案において、これらの規定に対する解釈が不明確であったため、実効的な救済手段として機能してこなかった点にある。特に、資本取引を通じて会社資産自体には変動がなく、株主間の持分価値のみが変動する場合には、取締役の善管注意義務や忠実義務の内容に少数株主の利益保護が含まれるか否かについて、確立した判例法理が存在しないという問題がある。学説においては、このような場合にも株主代表訴訟(第399条)や第三者に対する責任(第401条)の規定を通じて取締役に責任を問うことができると一般的に説明されている。しかし、このような行為が明確に義務違反として認められた裁判例が確立しているわけではない⁸。

このような実務上の規律の空白の主たる原因は、韓国の特殊な法的環境である刑事判例の硬直的な態度と、それが民事実務に及ぼした影響に見出すことができる。韓国の大法院(最高裁)は、業務上背任罪のような刑事事件において罪刑法定主義の原則に従い、会社と株主の法人格を厳格に峻別してきた。例えば、一人株主が会社資金を個人用途で消費した場合には会社に対する背任罪を認めて厳格に処罰される。他方、

した先行研究としては、Kyung-Hoon Chun (2021)。

6 大法院2022年4月14日付2016 ㄱ 5394, 5395, 5396決定, 大法院2022年4月14日宣告2017 ㄱ 19635判決。これに対する詳細な分析としては、JayHyuk Im (2025), pp.9-24。

7 Yong-su Kwon (2024), pp.185-210。

8 Kyung-Hoon Chun and Joon Hyug Chung (2024), pp.16-17。

不公正合併などの資本取引を通じて株主のみに損害が発生し会社財産自体には明示的な損失がない場合には、取締役が「他人の事務を処理する者」の地位にないとみなすか、または損害の発生を認めず処罰しない傾向を見せてきた⁹。

問題は、このような刑事法的な厳格解釈が、民事責任法理の運用にも少なからぬ影響を及ぼしてきた点にある。刑事上の無罪が直ちに民事上の義務違反の不存在を意味するわけではない。しかしながら、韓国の裁判所は民事事件においても、合併比率の算定や新株発行手続が資本市場法等の関連法令に定められた形式を遵守しているか否かに判断の重点を置き、当該行為が株主に及ぼす実質的影響にまで踏み込んだ審査を行うことには慎重であったと指摘されている¹⁰。その結果、形式的に適法な手続を経たにすぎない支配株主の私益追求行為について、取締役の忠実義務違反として責任を追及することは容易ではなく、いわゆる規律の空白が長らく指摘されてきた。こうした状況は、今回の商法改正が検討・推進されるに至った主要な背景の一つである。

このような問題意識の下で行われた2025年商法改正は、取締役の忠実義務の射程を明確化・拡張することにより、企業統治のあり方に一定の修正を加えようとするものである。改正商法第382条の3は、取締役が職務を遂行するにあたり、会社のみならず株主のためにも忠実であるべきことを明示した上で、総株主の利益保護および全体株主の公平な取扱い（fair treatment）を取締役の義務として定める規定を新設した。

本稿では、2025年商法改正、とりわけ取締役の忠実義務条項の改正が、支配株主によるトンネリング問題に対してどのような法的含意を持ち得るのかを具体的に検討する。まず、改正条項の導入背景および内容を整理したうえで、合併・分割等の局面において支配株主と少数株主の間に利益相反が生じ得る場合に、同条項がどのように解釈・適用され得るのかを考察する。次に、取締役の義務強化を通じた規律にはなお限界が存することを踏まえ、支配株主本人に対する規律手段の現状およびその実効性を検討する。最後に、今回の改正を契機として、今後の韓国法における支配株主規律がどのような方向へ展開していくかを概観し、残された課題について検討する。

2. 改正の背景および内容

2025年の商法における取締役の忠実義務規定の改正は、支配株主を中心とする企業統治構造の下で繰り返し提起されてきた株主間の利益相反問題を、既存の会社法の解釈の枠組みで十分に規律できるかという問題意識から出発した。特に合併、分割、新株発行といった資本取引の局面において、支配株主の利害関係が色濃く反映される場合には、会社資産の減少が明確でなくとも、少数株主に経済的な不利益が生じ得るといった点が、これまで繰り返し指摘されてきた。

従来、商法第382条の3は取締役が「会社のために」忠実に職務を遂行しなければならないと規定しており、これに従い忠実義務違反の有無は、主として会社に損害が生じたか否かを中

9 大法院2004年5月13日宣告2002 ㉔ 7340判決、大法院2009年5月29日宣告2007 ㉔ 4949全員合議体判決。

10 Kyung-Hoon Chun and Joon Hyug Chung (2024), pp.16-17; 刑事判決が実際の民事判決にもそのまま適用されてきたという見解として、Sang-Hoon Lee (2022), p.408.

心に判断されてきた。このような解釈構造の下では、株主間の持分価値の移転や希釈化のように、会社の損害と直接結びつかない問題を忠実義務違反と評価することには一定の困難があった。その結果、支配株主が関与する資本取引において、手続的適法性は充足されていたとしても、取引を行う時期やスキームの選択を通じて株主間の利害関係が偏っているという問題提起が十分に解釈に反映されてこなかったとの評価も示されてきた¹¹。

このような問題意識のもとで、改正に向けた議論の過程においてはいくつかの論点が集中的に検討された。第一に、取締役の忠実義務は伝統的に「会社」を相手方とする義務として理解されてきたが、この構造を維持すべきか、それとも忠実義務の考慮対象に「株主」を明示的に含めるべきか否かが論点となった。第二に、株主を忠実義務の保護範囲に含める場合に、その意味を個々の株主の利益保護と捉えるのか、あるいは株主全体の利益を念頭に置く概念として把握すべきかという点も争点となった。第三に、支配株主と少数株主の利益相反が問題となる場面において、取締役が従うべき判断基準を忠実義務の条文自体にどの程度まで織り込む必要があるのか、とりわけ「公平な取扱い (fair treatment)」といった基準を明記することの妥当性についても検討が行われた。

これらの論点をめぐっては慎重論と補完論との間で見解が分かれた。慎重論は、取締役が会社の機関であることを前提に、取締役の義務や責任を株主一般へと広げることが、取締役の判断基準を不明確にするおそれがあると懸念した。とりわけ、株主は投資目的や利害関係が多

様であるため、忠実義務条項に株主を明記すると、取締役が個々の株主の利害を直接調整すべきものとして解釈される可能性がある指摘された。また、「株主全体の公平な取扱い」という文言が過度に抽象的である場合には、事後的に取締役の責任範囲が過度に拡張される可能性についても懸念が示された。

これに対し、補完論は現行の忠実義務規定が理論上は株主利益を含み得る余地があるとしても、実際の紛争解決の局面においてはその機能が十分に発揮されてこなかった点に着目した。とりわけ、支配株主が実質的に意思決定に影響を及ぼす構造の下では、「会社の利益」という概念が支配株主の利害と結び付いて解釈される危険があり、その結果、会社の損害が明確には表れない形で生じる株主間の価値移転が、規律の及ばない領域に置かれてきたとの問題提起がなされた。このような状況において、忠実義務の条文に株主利益の保護や公平な取扱いを明記することは、裁判所が判断基準として参照し得る規範的出発点を与える意義を有するとの評価も提示された¹²。

これらの議論の帰結として、2025年の商法改正では、忠実義務の解釈を全面的に判例の形成に委ねるのではなく、条文の文言および構造を調整するという手法が採られた。改正後の第382条の3は、第1項において取締役が「会社及び株主のために」職務を遂行すべき旨を定め、さらに第2項を新設して、取締役が職務遂行に当たり総株主の利益を保護し、株主全体を公平に取り扱うべきことを明示した。これは、忠実義務の保護範囲と判断基準を、条文レベルでより明確に示そうとする試みと理解できる。

11 Sang-Hoon Lee (2022), pp.400-402.

12 Kyung-Hoon Chun and Joon Hyug Chung (2024), pp.4-8.

表1 商法第382条の3（新旧条文対照表）

区分	現行商法	2025年改正商法
条文題名	第382条の3（取締役の忠実義務）	第382条の3（取締役の忠実義務等）
第1項	取締役は、法令及び定款の規定に従い、会社のためにその職務を忠実に遂行しなければならない。	取締役は、法令及び定款の規定に従い、会社及び株主のためにその職務を忠実に遂行しなければならない。
第2項 （新設）		取締役は、その職務を遂行するに当たり、総株主の利益を保護しなければならない、かつ株主全体を公平に取り扱わなければならない。

（出所） 2025年改正商法第382条の3に基づき筆者作成

もっとも、こうした改正によって直ちに従来の解釈上の論点がすべて解消されるわけでもなく、支配株主と少数株主の利益相反が問題となるあらゆる場面について、直ちに一律の解答が提示されるわけでもない。むしろ今回の改正は、忠実義務をめぐる議論を、抽象的な解釈可能性の問題から、より具体的な条文を前提とする解釈・適用の問題へと移行させたものと評価できる。したがって改正後の主要な課題は、この条文変更が実際に取締役の行為基準および責任判断にいかなる影響を及ぼすのか、また支配株主が関与する取引においてどの範囲まで規律効果を持ち得るのかを、解釈論を通じて段階的に検討していく点にあると考えられる。

3. 改正条文の解釈とその影響

3.1 旧規定との相違

改正前の商法第382条の3は、取締役が「会社のために」忠実に職務を遂行しなければならない、という単一の文章によって規定されていた。この文言は、取締役の忠実義務が「会社」という法人格に向けられた義務であることを明確にする一方で、支配株主と少数株主との間で利益相反が問題となる局面において、取締役が

いかなる基準に従って判断すべきかについては、条文上必ずしも明示されていなかった。その結果、忠実義務違反の有無を判断するにあたっては、主として会社財産が減少したか、あるいは会社に損害が生じたか、という点が重視され、株主間の利益配分の問題が正面から取り上げられないケースも少なくなかった。

2025年改正は、この基本構造を維持しつつ、忠実義務条項を二つの項に分けて再構成した。すなわち第1項では、取締役が「会社及び株主」のために職務を遂行すべきことを明示し、第2項では、その具体的な指針として「総株主の利益の保護」と「株主全体の公平な取扱い」を規定した。これは、忠実義務の保護範囲と行為基準を一文にまとめて規定するのではなく、性質の異なる論点を条文の構造上、分離して提示したものと理解できる。

3.2 第1項の「株主」の意味

改正商法第382条の3第1項は、取締役が会社及び株主のためにその職務を忠実に遂行しなければならないと定める。第2項が、総株主の利益保護および株主全体の公平な取扱いという、比較的具体的な行為基準を示しているのに対し、第1項は、その文言や構造上、より抽象的・一般的な性格を有する。したがって第1項

の意味は、「株主」と「忠実」という二つの要素を軸に、第2項との関係のもとで解釈される必要がある。

まず、第1項にいう「株主」は、特定の株主や個々の株主一人ひとりを指すものとは理解し難く、会社の実質的な利益が帰属する主体としての「株主全体」を意味すると捉えるのが自然である¹³。これは、第2項前段で用いられている「総株主」と実質的に同一の概念を指すとみることができ、また第1項が第2項を包摂する一般原則的な規定であることを踏まえると、より包括的な用語として「株主」が用いられたものと理解できる。このように解すると、第1項は、個々の株主と取締役との間に直接的な権利義務関係を新たに創設する規定というよりも、取締役が職務を遂行する際に考慮すべき利益の範囲に「株主の利益」も含まれるという点を、宣言的に確認した規定として評価できる¹⁴。

もっとも、この点をもって第1項のみから直ちに、個々の株主が被った損害が忠実義務違反に結び付く立証責任を負う方向へと立証責任構造を転換させる。第1項は性質上、宣言的な規範に近く、それ自体によって具体的な行為基準や責任判断の枠組みを完結的に提示していると評価することは困難であるためである。むしろ第1項は、忠実義務の基本的な方向性と保護範囲を示し、その具体的内容は、後述する第2項前段・後段において「総株主の利益の保護」および「株主全体の公平な取扱い」という形で補完・具体化される構造を採っている、と理解す

るのが相当である¹⁵。

このように解すると、第1項は、取締役が職務を遂行するに当たり、会社の利益のみを形式的根拠として判断してきた従来の姿勢を改め、株主の利益もまた考慮要素に含まれることを明確にする機能を果たす。とりわけ、支配株主の利益が優先され、少数株主の利益が構造的に犠牲となる取引については会社に明確な損害が生じていない場合であっても、忠実義務の問題とし包摂し得ることを制度的に示唆する規定として評価できる。もっとも、第1項の射程を過度に拡張し、あらゆる株主の不満や株価変動を忠実義務違反の問題へと還元することは、改正の趣旨と整合するとはいい難い。したがって、第1項は第2項と結び付けて限定的に機能する一般原則として理解するのが相当であろう¹⁶。

3.3 第2項前段の「総株主の利益」の意味

第2項前段に規定された「総株主の利益」とは、株主を個々の権利主体として捉えるのではなく、株主全体を一つの集団として把握し、その集合的な利益を保護すべきであるという趣旨で理解される¹⁷。これは、特定の株主や特定の株主グループの利益ではなく、株主全体の富、ひいては企業価値が合理的に増大するか否かを判断基準とするよう要請する規範である。

このような理解は、比較法的観点からみても決して特異なものではない。イギリス会社法や日本会社法においても、取締役の義務は伝統的

13 Hyeok-Joon Rho (2025), pp.5-6. 一方で、改正前から、会社に対する取締役の義務とは別に、株主に対する取締役の義務が別途成立するよう明文で規定すべきであるとする見解として、Sang-Hoon Lee (2022) 135頁。こうした前提の下で改正条文を解釈する見解として、Seunghwan LEE (2025) 17頁。

14 Kyung-Hoon Chun (2025), pp.308.

15 Kyung-Hoon Chun (2025), pp.308.

16 Kyung-Hoon Chun (2025), pp.309.

17 Kyung-Hoon Chun and Joon Hyug Chung (2024), pp.37-38; Hyeok-Joon Rho (2025), pp.7-8.

に「会社」に対する義務として説明されてきたが、ここでいう「会社」とは単なる抽象的な法人格にとどまらず、究極的には株主全体の共同利益を包摂する概念として理解されてきた。とりわけ、イギリス会社法において取締役が負う「会社の成功を促進する義務 (duty to promote the success of the company)」は、長期的に株主全体の利益を増進させる義務として解釈されており、日本会社法においても、取締役の忠実義務は会社の利益を媒介として株主全体の利益を保護するという構造を前提に議論が展開されてきた¹⁸。

この点に照らせば、「総株主の利益」という文言自体は、理論的に全く新たな概念を導入したというよりも、従来「会社の利益」という概念に内在すると理解されてきた株主全体の利益を条文上明示的に可視化したものと評価できる。換言すれば、総株主の利益を保護するという方向性それ自体は、従前の解釈論と断絶したものではなく、一定の連続線上にあるものと位置付けられる。

もっとも、改正条項の意義は、このような理解を解釈のみに委ねるのではなく、条文レベルで明確化した点にある。改正前は、「会社の利益」が総株主の利益を包含するか否か、またその射程がかなる範囲に及ぶのかについて、判例や学説の解釈によって見解が分かれる余地があった。これに対し改正商法は、総株主の利益の保護を忠実義務の内容として明示することにより、取締役が経営判断を行う際に考慮すべき利益の基準点を、より明確に提示したといえる。

ただし、この規範は、株主間の相対的な損益

の偏りを直接調整する機能を有するというよりは、判断の出発点を「株主全体の利益の総量」に置く性格を有する。したがって、「総株主の利益」の保護だけでは、支配株主と少数株主の利益相反が生じるあらゆる場면을包摂するには限界があり、その間隙を補完する趣旨で、第2項後段において「株主全体の公平な取扱い」義務が別途規定されたものと理解できる。

3.4 第2項後段の「株主全体」と「公正な取扱い」の意義

改正商法第382条の3第2項後段は、取締役が株主全体を公平に取り扱わなければならないと規定している。これは、株主間の利益相反問題を、取締役の忠実義務違反の有無を判断する核心的な基準として位置付けることを意味する。ここでいう「公平な取扱い」とは、すべての株主に対して機械的に同一のルールを適用する形式的な平等を指すにとどまらない。取締役が意思決定を行う際に、その決定が支配株主と少数株主の間の利益配分にいかなる影響を及ぼすかを実質的に検討しなければならないという趣旨である¹⁹。

このような公平取扱義務は、支配株主が意思決定に影響力を行使する資本取引の局面において重要な意味を持つ。例えば合併の場合、現行の韓国資本市場法第165条の4および同法施行令第176条の5は、系列会社間の合併に際して、合併価額を、取締役会決議日等を基準とした最近1ヶ月、1週間、1日間の株価平均(時価)により算定するよう規定している。したがって、会社が当該法令の定める算定方式に従って合併

18 Companies Act 2006, s 170(1) and s 172(1). 第172条に関する具体的な説明については、川内(2009), 129頁以下。日本における解釈については、落合(2016), 49頁, 田中(2025), 281-284頁; 江頭(2021), 23頁。

19 Kyung-Hoon Chun (2025), pp.307; Hyeok-Joon Rho (2025), pp.10-11.

比率を算定し、株主総会の手続を適法に経たのであれば形式的違法性は認められないことになる。

しかしながら、このような時価基準方式は株主間の利益相反を正当化する手段として機能し得る側面を有していた。株価は市況により変動するため、支配株主が自らの持株比率が高い会社の株価は相対的に高く評価され、他方で合併対象会社の株価が相対的に低く評価されている時点を選択して合併を推進することが可能だからである。この場合、資本市場法令を完全に遵守し、合併後の会社の資産価値自体には変動がないとしても、少数株主は本来の価値より不利な比率で株式を交換されることになり、実質的な富の侵害を受けることになる。

物的分割後に子会社を上場する場合も同様である。親会社が中核事業部を物的分割して100%子会社とした後、この子会社を別途上場させるケースを想定してみよう。分割自体は商法上の手続に従い適法に行われ、会社の資産も形式的にはそのまま維持される。しかし、分割された子会社が成長して得ることになる利益が子会社の新規株主にのみ帰属し、親会社の株主がその利益から排除されるのであれば、これは株主間の利害関係が実質的に歪曲されることになる。形式的な手続が適法であったという理由だけで正当化することは困難である。

したがって、第2項後段の公平取扱義務は、まさにこのような状況を規制するための法的根拠となり得る。同条項は、取引が資本市場法などの関連法令上許容された形式を備えているか否かにとどまらず、取締役の判断が結果的に特定の株主にのみ有利で、他の株主には不当に不利益を及ぼしていないかを審査することを可能

にする。すなわち、会社に直接的な金銭的損害が発生したかとは別に、取締役が株主間の利害関係を公平に調整したかを、独自の違法性判断基準として位置付け得るのである。この点において、公平取扱義務条項は、今回の商法改正における最も核心的な変更点であると評価できる。

3.5 公平取扱義務と株主平等原則の関係

株主平等原則は、会社と株主との法律関係において、株主をその保有する株式の数および内容に応じて平等に取り扱うべき原則として理解されてきた。これは、特定の株主に優越的な権利や利益を付与し、又は正当な理由なく株主を差別的に取り扱うことを禁じる規範であり、株主権行使の局面における基本原則として機能してきた。日本の会社法がこれを明文で規定しているのとは異なり²⁰、韓国商法には独立した明文規定は存在しない。しかし、商法は最も重要な株主権である利益配当請求権（第464条）や議決権（第369条第1項）のみならず、その他の新株引受権（第418条第1項）、残余財産分配請求権（第538条）などにおいても株主間の平等な取扱いを定めているため、韓国商法上、株主平等原則が採用されていることに異論はない。

従来判例は、株主平等原則を比較的形式的な意味において捉えてきた。すなわち同一の種類株式に対しては同一の権利内容を付与すべきであり、株主をその保有株式数に比例して取り扱うべきであるとの点に主眼を置いてきた。これに従い、会社の措置が全体株主に同一基準で適用されたのであれば、その結果として特定の株主に有利または不利な効果が生じたとしても、直ちに株主平等原則違反とは評価されない

20 会社法第109条第1項。

ケースが多かった²¹。近時の判例もまた、一部の株主に対する差別的な取扱いが存在しても、法が許容する手続や方式に従っている場合、あるいはその差別を正当化し得る特段の事情がある場合にはこれを許容し得るとする態度を示しており、株主平等原則の適用を一定部分緩和して解釈している²²。

このような株主平等原則の解釈は、会社が株主権行使の局面において形式的に差別しなかったかを判断する上では有用であったが、支配株主と少数株主との間の利害関係が構造的に衝突する取引、特に合併、分割、新株発行といった資本取引において生じる実質的な不均衡を十分に捕捉するには、一定の限界が存在した。形式的には全体株主に同一の条件が適用されたとしても、取引の時期やスキームの選択次第で、特定の株主にのみ実質的な利益が帰属し、他の株主には損害が集中するケースが繰り返し問題となってきたためである。

他方、公平取扱義務は、その文言上「全体株主 (every shareholder)」を対象とし、取締役が職務を遂行するにあたり、株主間の利害関係を公平に取り扱うことを要求する。ここでいう公平さとは、株主を保有株式数に応じて機械的に同一に取り扱う形式的な平等に限られず、取締役の意思決定が株主間の実質的な利害関係にいかなる影響を及ぼすかを考慮することを前提とする点で、従来の株主平等原則とは区別される側面を持つと解釈される²³。したがって、形式的には株主平等原則に反しないとみられる場合であっても、その決定が特定の株主に著しく有利であり、他の株主に実質的な不利益を招来

したのであれば、公平取扱義務違反の有無が問題となり得る。

さらに、公平取扱義務は、立証責任の構造の観点においても株主平等原則とは異なる含意を持つ可能性がある。株主平等原則違反が問題となる場合には、通常、原告が差別的取扱いの存在とその違法性を主張・立証しなければならぬのに対し、公平取扱義務が問題となる局面においては、株主間の利益相反が存在し、その結果一部の株主に実質的な不利益が生じたことが明らかになった場合、当該意思決定が会社および全体株主の利益の観点から正当化され得るかを、取締役側が説明・疎明すべき必要性が相対的に高まる可能性がある²⁴。これは、公平取扱義務が単なる結果規範ではなく、取締役の忠実義務に基づく行為規範として構成されているためである。

このようにみると、公平取扱義務は、株主平等原則を代替する規範というよりは、株主平等原則が伝統的に担ってきた形式的平等の枠組みを前提としつつも、それだけでは十分に規律し難かった株主間の実質的な利益相反問題を、より厳格な基準と審査構造によって補完する規範として位置付けることができる。換言すれば、株主平等原則が株主権行使の局面における基本原則として機能してきたのに対し、公平取扱義務は、取締役の職務遂行全般にわたり株主間の衡平性を積極的に考慮するよう求める強化された行為基準として理解される可能性がある。

21 Kyung-Hoon Chun (2025), pp.306-307; Jae-Bum Kim (2025), p.9; Hyeok-Joon Rho (2025), pp.10-11.

22 大法院2020年11月26日判決2018다283315 韓国大法院2023年7月13日判決2021다293213.

23 Kyung-Hoon Chun (2025), pp.307; Hyeok-Joon Rho (2025), pp.10-11.

24 Hyeok-Joon Rho (2025), p.11.

3.6 善管注意義務との関係および忠実義務の適用範囲の再定立

取締役の忠実義務は1998年の商法改正を通じて明文化されたが、その後相当期間にわたり、善管注意義務と区別される独自の規範として機能してきたとは言い難い。忠実義務条項が「会社のために」忠実に職務を遂行しなければならないという文言を採用していたことから、忠実義務は善管注意義務の反復、ないしその強調にとどまるものと理解されてきた。

これに加え、取締役の義務違反に対する責任が商法第399条および第401条に基づく損害賠償責任に一元化されている点も、こうした解釈傾向を裏付けてきた。すなわち、善管注意義務違反が問題となる場合であれ忠実義務違反が問題となる場合であれ、結局は会社または第三者に対する損害の発生とその因果関係を前提として責任が論じられる構造を採っており、両義務を峻別して相異なる判断枠組みや責任効果を設定する実益は大きくないと理解されてきた²⁵。

その結果、実務および判例においては取締役の責任を論じるにあたり、忠実義務と善管注意義務を区別して適用するよりは、一つの過失判断構造の中で包括的に扱う傾向が続いてきた。忠実義務違反の有無についても、独自の審査基準に従って判断されるというよりは、取締役が職務遂行過程において合理的な判断を行ったか、つまり善管注意義務を尽くしたか否か包括的に扱う形で評価されるケースが多かった²⁶。

こうした解釈傾向は、日本の会社法においても同様に確認される。日本でも取締役と会社との関係は委任関係として把握され、これに基づき取締役は善管注意義務を負うという構造が基本的に前提とされてきた。日本の最高裁判所は、忠実義務を善管注意義務をより明確にした規定と解し、両者を実質的に区別される別個の義務とはみなさない立場を採っており、こうした判例の態度は日本会社法解釈の基本的な出発点として定着している²⁷。日本の学説においても、利益相反が問題となる場合を含め、取締役の行為規範は原則として善管注意義務の解釈・適用を通じて説明可能であり、忠実義務は善管注意義務と機能的に同質な規範として把握する理解が一般的に共有されてきた²⁸。

もともと、このような理解とは異なり、善管注意義務と忠実義務を区別して捉えようとする観点も継続的に提起されてきた。この観点からは、善管注意義務が職務遂行過程において求められる注意水準、すなわち情報収集や検討の充実度、判断過程の合理性など「行為の適正さ」を問う規範であるのに対し、忠実義務は利益相反の状況において取締役がいかなる利益を優先して判断したかを問う規範として理解される。換言すれば、善管注意義務が主として過失や能力の問題に関わるのに対し、忠実義務は利益相反の存在と私益追求の可能性それ自体に焦点を当てた規範であるという区別である²⁹。

こうした区別は、英米法における信認義務 (Fiduciary Duty) 体系と比較するとより鮮明

25 鄭燦亨 (2024), 1063頁; さらに善管注意義務の内容を弾力的に解釈し、会社にとって最善の利益となる結果を追求する義務 (積極的義務) と解すれば、善管注意義務と忠実義務は大きく区別されるものではないとする見解として、李哲松 (2025), 786頁。

26 大法院2003年4月11日宣告2002다70044判決も参照。

27 最判昭和45年6月24日民集24巻6号625頁。

28 江頭 (2024), 455頁; 田中 (2025), 281頁。

29 Jae-bum Kim (2025), pp.4-5.

になる。英米法において取締役に課される信託義務は、歴史的に限定された範疇の信託関係の中で発展してきており、その内部において注意義務(duty of care)と忠実義務(duty of loyalty)は、機能および審査方式が区別され、精緻に運用されてきた。注意義務が取締役の判断や行為が合理的であったか、すなわち職務遂行過程で求められる注意水準を充足していたかを問う規範であるのに対し、忠実義務は利益相反状況において私益を追求しなかったかを中心に判断される規範であると理解されている³⁰。このような忠実義務は、一定の行為を積極的に要求する規範というよりも、利益相反(no-conflict)または不当利得の取得(no-profit)を禁止する性格を持つものとして説明される³¹。

こうした規範的性格の差異は、責任判断構造にもそのまま反映される。英米法では忠実義務違反が問題となる場合、損害の発生の有無や取締役の過失の有無が議論の中心となるよりは、利益相反状態が存在したか、そしてその状態で行われた取引や意思決定が公正であったかが核心的な判断対象として位置づけられる。これに伴い救済手段も損害賠償に限定されず、利益相反により取得した利益の吐き出し(disgorgement)といった形で採られることも少なくない。また、米国会社法の実務においては、善管注意義務事案と忠実義務事案との間で立証責任の構造が異なって構成されている。善管注意義務違反を主張する場合には、原告が取締役の不注意や判断の不合理性を主張・立証しなければならず、経営判断の原則(business judgment rule)が強く作用して事後的に責任が認められ

にくい点は広く知られている。他方、忠実義務違反が問題となる利益相反事案では、利益相反の存在が明らかになった場合、取引の公正性、すなわち「完全な公正性(entire fairness)」を取締役側が説明・立証責任を負う方向へと審査構造が転換され得ると説明される。このように同一の取締役の行為であっても、いずれの義務が問題となるかによって審査の焦点と責任判断の出発点が異なり得る点が、英米法実務の特徴である³²。

これに対し、日本法と同様に韓国会社法は伝統的に損害賠償中心の責任構造を採用しており、善管注意義務と忠実義務を概念的に区別したとしても、実際の訴訟では商法第399条または第401条の責任体系に収斂する傾向が強い。こうした構造的特性は、忠実義務を善管注意義務と同一の過失判断の枠組みの中で処理する解釈が定着する上で、一定の影響を及ぼしてきた。しかし、支配株主が関与した取引において生じる株主間の富の移転は、会社損害の形では明確に捕捉されないケースが多く、そのために損害賠償中心の構造の中では忠実義務が実効的に機能し難いという問題が生じ得る。

このような文脈において、2025年改正商法第382条の3第2項は一定の意義を有すると評価することができる。改正法は、忠実義務の内容として総株主の利益保護と全体株主の公平な取扱いを明示することで、忠実義務の適用範囲を会社と取締役の関係に限定することなく、支配株主が関与する取引において生じる株主間の利益相反問題にまで拡張して解釈できる根拠を明らかにした。これは、忠実義務を単なる善管注

30 酒井(2012), 111頁以下。

31 Remus Valsan (2016), p.6; Taejin Kim (2024), p.76.

32 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983). 英米法上の取締役の忠実義務に関する具体的な内容については、Melvin A. Eisenberg (1993) および酒井(2012), 127頁以下参照。

意義務の反復的な表現として理解する解釈から脱し、利益相反状況において適用される規範として再構成する余地を制度的に開いたものと評価できるのである。

ただ、こうした改正が直ちに経営判断の原則の適用範囲を縮小させ、取締役が完全な公正性について立証責任を負うように立証責任を負う方向へと立証責任構造を転換させると解することは困難である。韓国の責任体系の基本構造と既存の判例法理との接合問題を考慮するとき、忠実義務の独自の適用範囲と審査強度は、今後の解釈と判例形成を通じて漸進的に具体化されていく可能性が高い。それにもかかわらず、今回の改正は、支配株主と少数株主の利益相反が問題となる局面において、これを単なる善管注意義務違反や経営判断の問題へと還元せず、忠実義務違反という枠組みにおいて公正性審査を展開し得る制度的な基盤を提供したという点において、善管注意義務と忠実義務の関係を再定立する重要な契機を与えたと評価できる。

4. 支配株主の忠実義務

4.1 取締役の忠実義務を通じた規律の限界

前述のとおり、2025年商法改正は、取締役の忠実義務規定に総株主の利益保護と全体株主の公平な取扱いとの文言を追加することにより、支配株主が関与する取引において生じる株主間の利益相反問題を、忠実義務の解釈枠組みへと包摂できる制度的基盤を整備した。

しかし、このような変化にもかかわらず、支配株主による不当な私益追求の問題を、取締役の忠実義務のみによって規律することには、依

然として一定の限界が存在すると考えられる。

まず、既に述べたように、韓国の上場企業の多くは、支配株主が比較的低い持株比率を保有しながらも、持株会社体制、系列会社間の出資構造、人事権および取引慣行などを通じて、企業の中核的意思決定に対し実質的な影響力を行使する構造を有している。このような構造の下、取締役は形式的には会社の機関として独立した判断を行うことが前提とされるが、実際には支配株主の影響の下で選任・維持されるケースが少なくない。かかる状況において支配株主が取締役の選任と再任に決定的な人事権を行使する構造においては、取締役が訴訟リスクを理由として、支配株主の核心的な意思決定に正面から反対することは、構造的に容易ではないといえる。

さらに、取締役の忠実義務違反が問題となる場合、法的責任の主体は原則として取締役個人である。しかし、支配株主が関与する取引において経済的利益を実質的に享受する主体は、取締役ではなく支配株主である場合が多い。こうした状況において、忠実義務違反を理由として取締役の責任のみを問う構造は、責任の負担と利益の帰属が分離されるおそれがある。これは結果として、取締役は責任を負担する一方で、支配株主は取引を通じて獲得した利益を維持するという構造を固定化させるリスクを孕んでいる。

以上のように、取締役の忠実義務規定だけでは、韓国における支配株主と少数株主との間のエージェンシー問題を根本的に解決することは難しく、特に支配株主の不当な私益追求を事前に十分に抑制したり、実質的な利益帰属主体である支配株主に直接責任を帰属させるためには、依然として構造的な限界が存すると解される。

4.2 韓国法上の支配株主規律の内容と限界

以上のような限界に鑑み、韓国では取締役の責任規律のみに依拠する方式から一歩進み、支配株主を直接規律するための法的装置が一定程度整備されてきた。ただし、これらの装置は、支配株主の地位それ自体から生じる私益追求を包括的に規律するよりは、特定の要件が満たされた場合に限り限定的に責任を帰属させる方式を採っているという点で、依然として構造的な限界を内包している³³。

韓国商法は、支配株主の私益追求を一般的に禁止し、又は支配株主に信認義務を直接課する規定は置いていない。その代替として支配株主が会社の意思決定過程に関与する特定局面を前提に責任を直接帰属させ得る装置を個別に設けてきた。その代表的な規定が、商法第401条の2が定める「業務執行指示者」に対する責任規定である。

業務執行指示者に対する責任規定は、会社の業務執行に関して指示を行った者が存在する場合にその者を取締役とみなして（擬制して）、取締役と同様の責任を負わせる構造を採る。これは、支配株主が公式な会社機関でなくとも実質的に取締役の業務執行に介入した場合には、その責任を取締役の責任体系に吸収させるとどまらず、支配株主本人に直接帰属させようとする立法的試みとして理解できる。換言すれば、韓国商法は支配株主に一般的な信認義務を明文で課す代わりに、「業務執行に対する指示」という要件を媒介として、支配株主の責任を直接

問いうる経路を設定してきたのである。

しかし、業務執行指示者責任は、その要件設定および作動方式に照らし、適用範囲が限定的に形成されてきた。責任が認められるためには、支配株主が取締役に対し具体的業務執行について指示を行ったという点が立証されなければならないが、現実において支配株主の影響力は、明示的・公式的な指示の形態により行使されるというよりも、人事権の行使、報酬構造の設計、系列会社間の慣行、非公式的な意思疎通といった態様で作用する場合が多い。このような影響力は、事後的に「指示」という法的概念として再構成することが困難であり、その結果、支配株主の実質的な関与が存在しても責任帰属要件を満たせないケースが少なくない³⁴。

また、同規定は支配株主に独自の義務を課す方式ではなく、指示者を取締役とみなして取締役の責任体系の内部へ編入する構造を採っている。このため、支配株主の責任が問題となる場合であっても、法的議論は結局のところ取締役の任務懈怠の有無と損害賠償責任という枠組みの中で収斂しやすい。支配株主の地位から生じる包括的な信認義務違反を直接問うよりは、取締役責任の延長線上で支配株主を把握する間接的な規律方式にとどまることになるのである。

特にトンネリング (tunneling) のような支配株主の私益追求は、個別の業務執行段階における指示よりは、取引スキームの設計、時期の選択、条件の調整など、全般的な企画段階において行われる場合が多い。このような事案では、誰がいかなる具体的業務を指示したかを特定するアプローチ自体が、事案の実質を十分に

33 株主の忠実義務が商法典に成文化された例として、業務執行指示者に対する責任（第401条の2）、主要株主と会社間の自己取引（第398条）および少数株式の強制買取制度（第360条の24）が挙げられる。Jeong-Ho Kim (2014), p.350.

34 Jae-Bum Kim (2015), pp.188-189.

捕捉できない恐れがある。その結果、支配株主が取引の方向性を実質的に主導したと評価され得る事案であっても、業務執行指示者責任が認められるケースは極めて限定的であり、紛争の焦点は主として取締役の忠実義務または善管注意義務違反の有無に集中してきた。これにより、支配株主本人に対する責任帰属は、実務上例外的なケースにとどまってきたといえる³⁵。

今回の2025年商法改正は、取締役の忠実義務に総株主の利益保護と全体株主の公平な取扱いを明記することで、支配株主が関与する取引に対する司法的統制の可能性を一定程度強化したものと評価できる。しかし、このような改正もまた、規律の中心を取締役の義務と責任に置いているという点では、従来の構造を根本的に転換したものとはいえない。支配株主の私益追求が問題となる局面において、責任帰属の核心が依然として取締役にとどまる限り、支配株主本人に対する直接的な規律という課題は依然として残されているといえる。

したがって、今回の商法改正にもかかわらず、支配株主規律をめぐる解釈論および立法論上の課題は継続するものとみられる。今後の議論は、支配株主に独自の信認義務を課す一般規定を導入すべきか、あるいは業務執行指示者責任の要件と責任構造を現実に合わせて再設計することで、支配株主の実質的関与をより幅広く包摂すべきかをめぐり、展開される可能性が高いと考えられる。

5. 今後の韓国法における支配株主規律の展望

2025年の商法改正により取締役の忠実義務の対象に「株主」が含まれたことに伴い、これまで裁判所が消極的に判断してきた支配株主と少数株主との間の利益相反問題が、新たな局面を迎えるものとみられる。特に、支配株主が自身の利益のために会社や少数株主に不利な決定を下しやすい以下の種類の取引において、解釈の変化が顕著に現れると予想される。

5.1 有利発行

まず、第三者割当方式による新株の有利発行は、支配株主やその特別関係者に対し公正な価額より著しく低い価額で新株を発行し、富を移転させる典型的なトンネリング (tunneling) の類型に該当する。この事案における核心的な法的争点は、有利発行により既存株主が被った経済的不利益、すなわち持分価値の希釈化を、「会社の損害に伴う株主の間接損害」とみるか、それとも独自の「株主の直接損害」として構成するかにあった³⁶。

従来の韓国の判例においては、新株が低額で発行されたとしても、発行価額相当の金銭が会社に払い込まれる以上、会社資産の減少は発生せず、単に公正な価額との差額相当分だけ資本が不足したにすぎないという間接損害説の立場をとってきた³⁷。これによれば、株主の持分価値の下落は、会社が被った損害（逸失利益）が株価下落という形で反射的に現れた間接損害に

35 より詳細な内容については、Soon Suk Kim and Ki Seok Moon (2016) 参照。

36 日本での議論として、西村あさひ法律事務所 (2019), 638-648頁。

37 大法院2009年5月29日宣告2007 ㉔ 4949全員合議体判。株主の間接損害でも取締役の第三者に対する責任規定によって填補されるべきであるとする見解として、李哲松 (2025), 850-851頁。

過ぎないと解釈される。このような間接損害構成論の下では、株主が取締役に対し商法第401条に基づく直接損害賠償請求を行うことは困難であり、商法第403条による株主代表訴訟を通じてのみ会社の損害を填補できるという限界があった。これは、有利発行による利益が新株を引き受けた特定の株主に帰属する反面、それによる一次的な損失は払込金の差額相当分だけ資本充実を図ることができなかった会社に帰属すると解するためである。したがって、個別株主の直接請求を許容した場合に生じ得る損害額算定の複雑性や債権者侵害のリスクを回避し、代表訴訟を通じて取締役が当該差額相当損害を会社に賠償するようにすることで、会社の資産を原状回復し、結果として全体株主の株式価値を回復させることが妥当であるという論理が支配的であった。

しかし、2025年商法改正により取締役の忠実義務の対象に「株主」が明記されたことに伴い、このような解釈論に変容が生じるものと予想される。改正法は株主の利益保護を取締役の義務へと明確化したため、持分価値の希釈化による損害を株主の「直接損害」と認め、商法第401条（第三者に対する責任）に基づく直接請求を肯定する論理的根拠が強化されたとみることができるといえる。仮に裁判所が改正法の趣旨を踏まえてこれを株主の直接損害と認めるならば、少数株主は代表訴訟という迂回的手段に依存せず、取締役の忠実義務違反を原因とする直接損害賠償請求（第401条）を積極的に行使できるようになるであろう。

もっとも、だからといって取締役に対し直ちに直接訴訟を提起することが望ましいとみなせるかについては、議論の余地があると思われる。

米デラウェア州最高裁判所の近時の判決である *Brookfield Asset Management v. Rosson* (2021) は、支配株主による有利発行（持分希釈化）事案において、これを株主の直接請求の対象ではなく会社の損害（代表訴訟の対象）であると判示した。これは米国において長きにわたる論争の対象である直接訴訟と代表訴訟の区別に関し、いわゆる *Tooley* 基準を再確認し、その例外として認められていた *Gentile* 判決を変更した判決と評価できる³⁸。このように株主に対する忠実義務法理が高度に発達している米国においてさえ、持分希釈化の問題を株主の直接損害と認めることには慎重な姿勢が示されているため、今後韓国の裁判所がいかなる解釈を採るか、その帰趨が注目されるといえる。

5.2 不公正な合併・分割

合併比率が不公正に算定され、株主間の利害関係が衝突する場合である。取締役が合併比率を不公正に算定し、存続会社や消滅会社の株主に損害が発生した場合、これは改正商法上の「総株主の利益保護義務」違反として包摂され得る。特に、系列会社間の合併において支配株主に有利な結果を導き出すためにこのような行為が行われたのであれば、「全体株主の公平取扱義務」違反の有無も併せて問題となり得る。

この場合の救済手段については、合併の当事者の地位に応じてアプローチを区別すべきであるとの見解が提起されている。まず、不利な合併条件で合併を成立させた存続会社の取締役に対する責任追及の場合、合併後に会社に損害を賠償させる株主代表訴訟（商法第399条）方式は、論理的な矛盾を引き起こしかねない。消滅会社の株主もまた合併後の存続会社の株主となるた

38 *Brookfield Asset Management, Inc. v. Rosson*, 261 A.3d 1251 (Del. 2021). Kyung-Hoon Chun (2025), pp.323.

め、会社が賠償金を受領する場合、彼らは不正な合併比率による利益に加え、賠償金の流入による持分価値上昇の利益まで享受する「二重の利益」を得ることになるためである。したがって、この場合には存続会社の株主が商法第401条に基づき取締役が直接損害賠償を請求できるように解釈することが、効率性の観点から妥当であるかもしれない³⁹。

一方、不利な合併条件により清算される消滅会社の株主が被った損害の場合、これは合併後の存続会社の損害というよりは、消滅会社の株主たちが公正な合併比率であれば受け取れた対価よりも少ない対価しか支払われなかったことが本質である。したがって、この場合にも消滅会社の株主たちは消滅会社の取締役を相手に商法第401条に基づく直接損害賠償請求権を行使できるという解釈が可能であり、今回の改正により取締役の株主利益保護義務が明示されたことに伴い、こうした解釈論はより説得力を得ることになると思われる⁴⁰。

さらに、資本市場法で定めた計算式を守ったとしても取締役の責任を問えるかという問題に対する解釈も、変わる余地がある。前述したように韓国資本市場法の場合、系列会社間の合併（上場法人間の合併）に際しては、合併価額を取締役会決議日等を基準とした最近1ヶ月、1週間、1日間の株価平均（時価）により算定するよう規定している。改正商法の下では、合併や新株発行の案件を検討する取締役は、単に法定比率の遵守可否を確認するにとどまってはならず、当該取引が会社および株主全体の利益になるか、取引時期を調整する可能性はないか、

株主にとってより有利な代替的取引スキームはないかなどを、総合的に検討すべき義務を負うことになるだろう。

例えば、合併のシナジー効果が不在であり、相手方会社の株価が過大評価されている状態であるにもかかわらず合併を推進するのであれば、たとえ資本市場法上の合併比率を遵守していたとしても、取締役の義務違反が認められる余地がある。今回の商法改正は、取締役が単に会社財産の増加だけでなく、取引の結果招来される株主らの損益まで考慮すべきであることを明確にしたという点で、形式的な適法性の抗弁を超えた実質的な公正性審査の根拠になるものと評価できる⁴¹。

5.3 関係者取引・事業機会の流用など 典型的なトンネリング

支配株主が保有する個人会社との取引や事業機会の流用など、典型的なトンネリング（tunneling）事案に当たる。この類型の取引は第一次的に会社に直接的な損害を生じさせる性質を有するため、既存の商法上の取締役の忠実義務（会社に対する義務）違反や会社機会流用の禁止、自己取引制限規定などを通じて規律することが可能である。したがって、今回の改正がこの分野の法理を根本的に変更するものと理解することは困難である。

ただし、今回の改正は、取締役会の審議過程において取引の公正性を判断する基準に一定の変容をもたらす可能性がある。従来は法人格を基準に会社の損益のみを考慮していたとすれば、今後は法人格の背後にある株主の実質的利

39 Kyung-Hoon Chun (2025), pp.324.

40 Kyung-Hoon Chun (2025), pp.325.

41 Kyung-Hoon Chun (2025), pp.325-326.

害関係をも考慮に入れることが求められるからである。例えば、支配株主の持分比率が高い系列会社との取引を審議するにあたり、取締役たちは当該取引により少数株主から支配株主へと富が移転される結果が招来されないかを、「総株主の利益保護」および「公平な取扱い」の観点から検討しなければならない。すなわち、商法第398条が要求する「取引内容および手続の公正性」を判断するに当たり、取引当事者である会社の背後に存在する株主間の利益相反が、より実質的観点から検討される可能性がある。この点は、取引の企画段階および監視段階において実質的な規律効果を発揮する契機となり得るものと考えられる⁴²。

6. おわりに

本稿では、韓国における2025年商法改正、とりわけ取締役の忠実義務条項の改正を中心に、支配株主による私益の追求および株主間の利益相反問題が韓国会社法体系の中でいかに扱われてきたか、またその規律構造がいかなる方向で変化し得るのかについて検討した韓国の資本市場は、支配株主を中心とする所有構造の下で、株主間における富の移転問題が継続的に指摘されてきたが、従来の法理は会社に対する損害を中心とした責任構造に過度に依拠していたため、こうした問題を包括的に規律するには一定の限界があったものと評価される。

今回の商法改正は、このような問題意識を反映し、取締役の忠実義務規定において株主利益の保護と公平な取扱いという文言を明記することによって、支配株主が関与した取引から生じる株主間の利益相反問題を、より明確な解釈対

象として位置付ける契機を与えたという点で重要な転換点になるものと思われる。特に、「総株主の利益保護」と「全体株主の公平な取扱い」という基準は、取締役の判断を単に会社損害の有無に限定せず、株主間における利益配分構造の適正性まで評価しうる規範的枠組みを提示するものといえる。これは合併、分割、新株発行といった資本取引の局面において、形式的な適法性の審査に留まってきた従来の判断構造について、再検討を促す契機となり得る。

ただし、今回の改正は支配株主を独自の規律主体として正面から位置づけるのではなく、依然として取締役の義務と責任を媒介として間接的に問題を扱う方式を維持している点に留意する必要がある。忠実義務の解釈を通じて株主保護の外延を拡張する余地は設けられたものの、実質的な利益帰属主体である支配株主本人に責任を直接帰属させるという点では、構造的な限界が依然として課題として残されているといえる。業務執行指示者責任のような既存の装置もまた、支配株主の実質的な影響力を捕捉するには適用要件がやや厳格であり、実務上の適用例が限定的であった点も否定し難い。

このような文脈から見れば、今後の韓国法における支配株主規律は、取締役の忠実義務を媒介として、新株発行、組織再編、関係者間取引など利益相反が先鋭化する局面において段階的に具体化されていくものと考えられる。しかし、こうした議論が取締役の責任規律という枠組みの中に留まる限り、支配株主による私益追求を構造的に抑制するには、なお一定の限界が伴うことも否定できない。

このような問題意識は、近年活発に議論されている追加的な制度改編の動きとも軌を一にし

42 Kyung-Hoon Chun (2025), pp.327.

ている。例えば、義務的公開買付制度は、経営権の移転過程において支配株主のみがプレミアムを独占する慣行を改善し、少数株主にも対等な売却機会を保障しようとする試みであるという点において、株主間の公平な取扱い原則を制度的に具体化しようとする制度的対応として評価しうる。また、自社株消却の義務化に関する議論も、自社株が支配力強化の手段として活用されることを遮断し、株主間の利益相反を解消しようとする流れの延長線上で理解されよう。

他方、日本においても、親子上場やMBO（経営陣による企業買収）など、支配株主と少数株主との間に構造的な利益相反が生じる局面が少なくない。日本はこれに対し、主に取締役の善管注意義務違反の有無を問う方式でアプローチしており、善管注意義務の具体的内実として、少数株主に「公正な価値を移転する義務」があるという解釈論を通じて問題を解決してきた。しかし、本来会社に対する義務である善管注意義務から、いかにして株主に対する結果的な公正性としての「公正価値の保障」という義務が導き出されるのかについては、その理論的な結びつきが必ずしも明快ではないとの指摘もなされている⁴³。

これに対し、韓国は商法改正を通じて、取締役の忠実義務の対象に株主を含める旨を明記するという立法的解決策を選択した点で、日本とは異なるアプローチをとっている。今後、韓国の裁判所が経営判断の原則と株主保護の必要性との間で、新たに導入された「公平な取扱い義務」の基準をいかに定立し、具体的な紛争解決の道具として活用していくのか、その帰趨が注目される。今後、韓国の裁判所が当該条項を解釈し適用していく過程を持続的に観察すること

は、解釈論を中心に株主保護法理を形成してきた日本にとっても、今後の立法論や解釈論を検討するうえで、有益な比較法的示唆を提供するものと考えられる。

参 考 文 献

- イ・ソンボク (2024) 『国内上場企業の所有構造の現状と特徴』資本市場研究院 (イシュー報告書 24-20).
- 江頭憲治郎 (2024) 『株式会社法 第9版』有斐閣.
- 落合誠一 (2016) 『会社法要説 第2版』有斐閣.
- 加藤貴仁 (2016) 「支配株主と少数派株主のエージェンシー問題に関する覚書—社外取締役などにごまで期待できるのか?—」『東京大学法科大学院ローレビュー』 Vol.11, 222-235頁.
- 川内克忠 (2009) 『英米会社法とコーポレート・ガバナンスの課題』中央経済社.
- 酒井太郎 (2012) 「米国会社法学における取締役の信託義務規範(1)」『一橋法学』第11巻第3号, 49-166頁.
- 白井正和 (2017) 「会社の非上場化の場面における取締役の義務」日本証券業協会『JSDA キャピタルマーケットフォーラム (第1期) 論文集』1, 191-213頁.
- 鄭燦亨 (2024) 『商法講義 [第27版]』博英社.
- 田中亘 (2025) 『会社法 第5版』東京大学出版会.
- 西村あさひ法律事務所 (2019) 『M&A 法大全 (上) [全訂版]』商事法務.
- 李哲松 (2025) 『会社法講義 [第33版]』博英社.
- Hyeok-Joon Rho (2025), "Directors' Fiduciary Duties to Shareholders in Corporate Mergers and Demergers under the Amended Korean Commercial Code," *The Korean Journal of Securities Law*, Vol.26 No.3, 1-42.
- Jae-Bum Kim (2015), "The Introduction of Share-

43 白井 (2017), 198頁。

- holder's Duty of Loyalty - in connection with director's duty of loyalty," *The Journal of Comparative Private Law*, Vol.22 No.1, 175-204.
- Jae-Bum Kim (2025), "Interpretation of the duty of loyalty, protection of interests of general shareholders, and fair treatment under the corporate law," *Legal Studies*, Vol.66 No.4, 41-66.
- JayHyuk Im (2025), "A Critical Review of Court Decisions on the Samsung C&T & Cheil Industries Merger - With Discussion on Directors' Fiduciary Duty to Shareholders Under the 2025 Amended Korean Commercial Code," *Business Law Review*, Vol.39 No.4, 9-64.
- Jeong-Ho Kim (2014), "The Fiduciary Duty of Shareholders," *Journal of Business Administration & Law*, Vol.24 No.4, 317-363.
- Ji-Pyoung Kim (2025), "The Issues on the Merger Agreement from the Perspective of the Fiduciary Duty of the Directors to Protect the Interest of the Shareholders," *Business Law Review*, Vol.39 No.4, 235-285.
- Joon Hyug Chung (2024), "Korea's Legal Reforms in Capital Market for Shareholder Protection - Focusing on Treasury Stock, Dividend Procedures, Equity Carve-Outs and Listings, Mandatory Bid Rule, and Insider Trading Disclosure," *Business Law Review*, Vol.38 No.2, 31-92.
- Kyung Hoon Chun (2021), "Management Succession in Korea: Tunneling, Semi-Tunneling, and the Reaction of Corporate Law," *Vanderbilt Law Review*, Vol.53, 753.
- Kyung Hoon Chun (2025), "Interpreting the 2025 Amendment of the KCC on Directors' Fiduciary Duty," *Korean Journal of Commercial Law*, Vol.44 No.2, 287-336.
- Kyung-Hoon Chun and Joon Hyug Chung (2024), "The Duty of Loyalty of Directors and the Protection of Shareholder Interests," *Korean Journal of Commercial Law*, Vol.43 No.3, 1-65.
- Lee Roach (2022), *Company Law* (Second Edition), Oxford University Press.
- Melvin A. Eisenberg (1993), "The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law," *Fordham Law Review*, Vol.62, 437.
- Remus Valsan (2016), "Fiduciary Duties, Conflict of Interest, and Proper Exercise of Judgment," *McGill Law Journal*, Vol.62 No.1, 1.
- Sang-Hoon Lee (2022), "Review of the bill specifying 'shareholder's proportional interest' in the fiduciary duty of directors," *Korean Journal of Commercial Law*, Vol.41 No.2, 399-450.
- Seunghwan LEE (2025), "Key Interpretative Issues of the Amended Korean Commercial Act: Focusing on Directors' Duties and the Appointment of Audit Committee Members," *Journal of Business Administration & Law*, Vol.36 No.1.
- Soon Suk Kim and Ki Seok Moon (2016), "A Review on Shadow Director Cases in Korea," *Advanced Commercial Law Review*, Vol.73, 159-196.
- Taejin Kim (2024), "Analysis and Reorganization of the Principle of Equality of Shares and Shareholders - Exploring Interpretive and Legislative Remedies against Controlling Shareholder Tunneling," *Korean Journal of Commercial Law*, Vol.43 No.2, 41-101.
- Yong-su Kwon (2024), "The Issue of Protecting Shareholder Interests Raised by LG Chem's Company Split," *SungKyunKwan Law Review*, Vol.36 No.4, 185-210.

(当研究所研究員)