

敵対的企業買収の法的研究（三・完）：対抗措置理論による利害調整と解釈論の理論的限界

徳本，穰
琉球大学法学部講師

<https://doi.org/10.15017/2140>

出版情報：法政研究. 66 (1), pp.213-259, 1999-05-20. Hosei Gakkai (Institute of Law and Politics) Kyushu University

バージョン：

権利関係：



敵対的企業買収の法的研究（三・完）

—— 対抗措置理論による利害調整と解釈論の理論的境界 ——

徳本 穰

第一章 序

第二章 日本法の現状と問題点

第一節 はじめに

第二節 判例理論

第三節 学説

第四節 比較法的検討

一、アメリカの状況

二、ドイツの状況

三、検討

第五節 小括（以上第六五卷第二号）

第三章 アメリカ法

第一節 経営判断原則

第二節 UNOCAL 基準

第三節 BLASIUS 基準

第四節 両基準の関係

第五節 小 括

第四章 ドイツ法

第一節 對抗措置の是非

第二節 小 括 (以上第六五卷第三一四号)

第五章 批判論の検討

第一節 外国法の基本的立場

第二節 経営判断原則説

第三節 機関権限の分配秩序説

第四節 小 括

第六章 解釈論の理論的境界

第一節 ステイクホルダーの利益の考慮

第二節 對抗措置の認定と司法の役割

第三節 小 括

第七章 結 び (以上本号)

第五章 批判論の検討

第一節 外国法の基本的立場

このように、以上では、アメリカ及びドイツにおける対抗措置の法理論の検討を行ってきたが、次に、本章では、かかる検討を踏まえながら、さらに考察を進めてゆくことにしたい。まず、以上の比較法的検討から明らかのように、アメリカにおいてもドイツにおいても、対象会社の経営者は敵対的企業買収に対し対抗措置をとることができる¹⁾。そこで、この点について、第二章ですでに検討したように、わが国においても、対抗措置として認定さるべき第三者割当増資の公正性の判断にあたり、その行為に見合った、当該行為を適切に法的評価しうる法基準の確立が必要であると²⁾考えられる。そこで、この点について、本論文では、以上の検討から明らかのように、アメリカやドイツにおいても、対抗措置の法理論により、基本的に、その解決が解釈論的に図られていることから、かかる外国法の立場を基に、このような法基準を³⁾ 解釈論的に確立してゆくことができないか否か、まず、そうした解釈論的解決について検討してゆくことにしたい。

そこで、外国法の立場をまず整理すると、基本的には、アメリカ法にみられる UNOCAL 基準の立場に集約・代表することができるように思われる。すなわち、それは、まとめると、「対象会社の経営者は、会社の経営（新株発行）に関する権限を基礎に、自己利益の追求を唯一または主要な目的として行為した場合を除き、敵対的企業買収に対し対抗措置をとることができる。しかしながら、かかる状況における経営者の利益衝突の観点、そして、対抗措置の合

理性の観点等から、その対抗措置は、裁判所により客観的な司法審査を受けなければならない。そして、かかる司法審査の内容としては、対象会社の側は、その対抗措置の達成が会社にとり必要であり、そして、相当なものであることを立証しなければならない（すなわち、具体的には、対象会社は、(イ)会社の経営方針・政策等に対し、買取者による株式所有のために、損害ないし不利益が及ぶ危険が存在すると信じ、かつ、その合理的な根拠を有していたこと、そして、(ロ)その対抗措置が、生じた危険（すなわち脅威）との関係で合理的であったこと、を立証しなければならない⁽⁴⁾）。そして、その上で、経営者の当該対抗措置の決定に経営判断原則が適用されることになる⁽⁵⁾。そして、かかる司法審査の結果、その対抗措置が経営者の信認義務（忠実義務ないし善管注意義務⁽⁶⁾）の違反（新株発行の場合には、公正・妥当でない新株発行）を構成するか否かが定まることになる」というものである。

そこで、以下では、かかる外国法の基本的立場を基に、わが国において、対抗措置として認定さるべき第三者割当増資の公正性の判断にあたり、その行為を適切に法的評価しうる法基準を確立するために、その解釈論的解決の可能性について検討してゆくことにしたい。そして、そこでは、かかる可能性について検討してゆくために、外国法の基本的立場に対して考えうる批判論を検討してゆくことにする。そして、その方が、様々な立場を比較検討するよりも、議論の整理の上で有益であると考えられる。この点に関して、かかる外国法の基本的立場に対しては、いわゆる経営判断原則説⁽⁷⁾からの批判と、いわゆる会社の機関権限の分配秩序説⁽⁸⁾からの批判が最も予想される⁽⁹⁾。そこで、以下では、まず、経営判断原則説からの批判について、検討してゆくことにしたい。

(1) この点に関連して、わが国の判例の中にも、場合により対象会社の経営者は対抗措置をとることができると、解しうるような指摘をなしているものがある。この点につき、例えば、京都地決平成四年八月五日（前掲第二章第四節注〔36〕）では、

「乗っ取りを企てる者が、会社を害する意図を有し、乗っ取りによって会社が壊滅させられることが明らかな場合等、特段の事情」があるような場合には、対抗措置が許容されると解しうる指摘がみられる。また、いわゆる忠実屋・いなげや事件（前掲第二章第一節注〔8〕）でも、「申請人（買収者）が被申請人（対象会社）の経営に参加することが被申請人の業務にただちに重大な不利益をもたらすことの疎明」があるような場合には、やはり対抗措置が許容されると解しうる指摘がみられる。また、これらの判例の他にも、京都地決平成四年八月五日の控訴審判決（これについては、後藤（前掲第二章第四節注〔36〕）の文献が紹介している）、そして、自己株式の取得の方法による防衛手段をめぐるいわゆる三井鉱山事件（前掲第二章第一節注〔6〕）の第一審判決にも、それぞれ、対象会社の経営者は場合により対抗措置をとることができる」と解しうる指摘がみられる。特に、いわゆる三井鉱山事件の第一審判決では、傍論ではあるが、「株主が反社会的利益追求の目的のため……（中略）……会社の株式を買い占め、これによって会社の経営を支配し、会社の経営陣のみならず他の一般株主、債権者、従業員、取引先等会社の利害関係者に重大な損害を与える危険性が高く、かつこれが差し迫っている状況下で、右株主の野望をくじき、会社の受ける重大な損害を回避するために必要な対抗策としての自己株式の取得は、会社の発行済株式総数に占める割合、これの取得によって被る会社の損害の程度等を斟酌したうえ、なお相当なものとして許容される余地が全くないものとはいえない」と指摘されている。

（2）この点に関連して、当該第三者割当増資が資金調達のためのものと認定されるような場合には、その公正性の判断にあたり、主に会社の資金需要の有無の要素を考慮し、第三者割当増資という方法の選択についても基本的に検討を行う。現在のわが国の裁判所の判断方法にも、基本的に、それほど大きな問題はないように思われる。この点に関連して、第二章第二節を参照。また、いわゆるタクマ事件（前掲第二章第一節注〔8〕）、第二次宮入バルブ事件（前掲第二章第一節注〔8〕）も参照。そして、川浜（前掲第一章注〔7〕）民商法雑誌九五巻四号一四頁、及び、森田（前掲第一章注〔11〕）六頁もあわせて参照。もっとも、第三者割当増資が、資本提携の目的、業務提携の目的、従業員持株制度の推進の目的等のためになされるものと認定される場合もありえることから、これらの場合には、主として、それぞれの事業目的の達成が会社にとり必要であり、当該第三者割当増資がその目的のために必要であるか否かという観点から、その公正性の判断を検討すべきであると思われる。そして、このように、資金調達の目的以外の目的でなされる第三者割当増資の場合についても、十分に配慮しておく必要があると思われる。この点に関連して、川浜（前掲第一章注〔7〕）民商法雑誌九五巻四号一四頁も参照。ただ、このような結果、取締役会は、例えば、自己の判断で企業結合関係を創設することができることとなるため、わが国の現行商法の新株発行規制

(この点につき、商法第二八〇条ノ二第一項、及び、第一六六条一項三号、六号、同条三項を参照) については、他の企業結合関係形成の規制(営業譲渡及び合併)との均衡上問題があるとの指摘がなされている。この点につき、例えば、浜田道代「第三者割当増資」ジュリスト九四八号三九、四六頁を参照。また、森(前掲第一章注[21]) 六四七頁、及び、六五二頁注(19)も参照。

(3) この点に関して、すでに第一章の注[13]で指摘したように、筆者は、かつて、別稿において、このような解釈論的解決の可能性について論じたことがある。また、その後、松井(前掲第一章注[13])の文献も、授權資本制度と新株発行権限の所在に関する歴史的沿革を踏まえながら、筆者とほぼ結果同旨の、解釈論的解決の可能性を論じている。しかしながら、そこですでに断ったように、筆者は、現在、外国法の立場を基にした、こうした解釈論的解決には、その実際上の有用性の点はともかく、法理論上は、理論的な限界があるものと捉えている。この点につき、本論文の第六章を参照。

(4) そして、この点に関連して、(ア)の立証については、対象会社の経営者は、誠実であり、合理的な調査等を行うことが必要とされる。また、(イ)の立証については、経営者は、基本的な株主の利益及び株主以外の会社利害関係者への影響等を含む、敵対的企業買収の対象会社に対する影響を総合的に分析することが必要とされる。そして、(イ)の立証に関して、経営者がかかる要求を履行していたか否かを裁判所が検討することにより、敵対的企業買収に伴う多くの会社利害関係者の利害が十分に考慮され、敵対的企業買収の実態に則した合理的な利害調整が図られることになる。

(5) なお、この点に関連して、かかる経営判断原則の機能及び内容については、わが国では、アメリカにおけるのとやや異なる点に注意する必要がある。すなわち、アメリカでは、第三章第一節で検討したように、経営判断原則は、一定の要件の下に裁判所による司法審査を原則として排除する理論として機能しているが、わが国では、一般的に、裁判所が経営者の任務懈怠の有無を判断する際のいわば指針として機能しているにとどまる。また、その内容についても、アメリカでは、経営判断原則の内容は、経営者による事業決定についての推定であるとする場合認識されているが、わが国では、一般的に、「取締役は注意義務違反がないといえるためには、その判断が、その当時の状況に鑑み、取締役として会社の業務執行を行う能力及び意見を有する者の立場からみて、明らかに不合理でないことが必要である」との表現で理解されている。この点につき、例えば、吉原和志「取締役の注意義務と経営判断原則」別冊ジュリスト・会社判例百選(第五版) 一一九頁を参照。また、神崎克郎「取締役制度論」(中央経済社、一九八一年) 六八頁、同「経営判断の原則」森本滋Ⅱ前田雅弘Ⅱ川浜昇編「企業の健全性確保と経営機構」(有斐閣、一九九七年) 一九三頁、及び、龍田節「会社法(第二版)」(有斐閣、一九九一年) 九〇頁も参照。そして、

近藤光男『経営判断と取締役の責任——「経営判断の法則」適用の検討』（中央経済社、一九九四年）一〇七—一一頁もあわせて参照。また、わが国では、近時、かかる経営判断原則をめぐる幾つかの判例がみられるが、この点につき、例えば、いわゆる三井鉱山事件（前掲第二章第一節注〔6〕）の上告審判決、東京地決平成五年九月一六日（判例時報一四六九号二五頁・いわゆる野村証券事件）、東京地決平成五年九月二一日（判例時報一四八〇号一五四頁・いわゆる日本サンライズ事件）等の各判例を参照。

- (6) この点につき、第二章第四節注〔5〕を参照。
- (7) この点につき、第一章注〔11〕の文献を参照。
- (8) この点につき、第一章注〔10〕の文献を参照。
- (9) この点に関連して、いわゆる法と経済学（Law and Economics）の立場からの批判も考えうる。そして、その批判の内容は、会社の支配市場が経営効率性をもたらす株主の利益につながるとして、対象会社の経営者は、敵対的企業買収に対し受動的であるべきという趣旨のものである。この点につき、例えば、Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev. 1160 (1981); *The Economic Structure of Corporate Law* (1991); Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offer*, 33 Stan. L. Rev. 819 (1981) 及び Roberta Romano, *Foundations of Corporate Law* (1993), at 229-300等の文献を参照。また、特に、会社法の分野で、かかる法と経済学の立場を、わが国に体系的に紹介しながら、詳細に検討を行っている文献として、徐治文「法と経済学」の会社法理論（一—三）——現代会社法学の一つの模索として——「法政研究」六四卷二七—三三頁、六四卷四号一—三三頁、六五卷二—三頁がある。しかしながら、かかる法と経済学の立場は、確かに、効率性という経済学的アプローチを従来の会社法理論に新たにもたらしたという点では、評価されるべきであるが、反面、その基礎理論である効率性や実証性の点等について多くの疑問が投げかけられており、わが国における対抗措置の問題の解釈論を検討する上で、その批判はあまり現実的でないように思われる。この点につき、法と経済学の立場を批判的かつ詳細に検討する、川浜昇「法と経済学」と法解釈の関係について——批判的検討——（一—四）「民商法雑誌」一〇八卷六号二二頁、一〇九卷一号一頁、一〇九卷二号一頁、一〇九卷三号一頁を参照。また、この点に関して、アメリカでも、例えば、法と経済学の主唱者であるFrank H. Easterbrookは、彼の判事としての担当事件については、法と経済学の理論を必ずしも適用してはいない。この点につき、*Amanda Acquisition Corp. v. Universal Foods Corp.*, 7th Cir., 877 F.2d 496 (1989) を参照。また、以上の点に関連

U' Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., supra note 15 (Ch. 1), at 955 Note 10; John C. Coffee, Jr., Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, 84 Colum. L. Rev. 1145 (1984); John C. Coffee, Jr., et al., Corporate Takeovers: Who Wins; Who Loses; Who Should Regulate?, REG., (Jan. 1988), at 23; Robert A. Ragozzo, supra note 16 (§ 5 Ch.3) 等もあわせて参照。

第二節 経営判断原則説

この見解は、対象会社の経営者が敵対的企業買収に対し対抗措置をとることができるところを前提に、裁判所によるその司法審査の必要性について批判を行うものである。また、この見解は、さらに、その際に経営者側に立証上の負担を課すことについても批判する。すなわち、この見解の論者によれば、「(新株)発行差止仮処分の裁判所の決定は支配権争奪についてほとんど決定的な役割を果たすが、株主からの信認を受けて経営を任されている取締役がまず経営判断をすべきであって、裁判所は経営判断が許されないような事例においてのみ関与すれば足りるのではないか。そうでないと裁判所も負担が大きくなりすぎる」とし、⁽¹⁾「(対象会社の)現経営者は、自己の経営責任が問われているという疎明のないかぎり、会社の存続等も含めた会社の長期および短期の利益について経営判断をなしうる」と指摘する。⁽²⁾そして、かかる経営者の経営判断の観点から、会社支配をめぐる争いのある局面でも、取締役は対抗措置(新株発行等)をなすことが許され、⁽³⁾かかる対抗措置にも通常経営判断の原則が適用されることにより、保護されうる(新株発行の場合には、いわゆる不公正発行にあたらぬ)と指摘されている。

そこで、以下では、この見解について、検討してゆくことにしたい。

まず、これまでも度々指摘してきたように⁽⁴⁾、対象会社の経営者が、会社支配をめぐる争いのある局面で対抗措置を行う場合には、会社の利益よりも、主として自己の利益を追求する目的でなされる危険が常に伴うといえる。そこで、かかる利益衝突の虞がある以上、たとえ経営者はその経営判断により対抗措置をとることができるとしても、自己利益の追求を許すことにもなりかねないかかる対抗措置を、客観的な司法審査も経ることなくそのまま容認することは、妥当とはいえないように思われる。また、ひとえに対抗措置といっても、その状況、程度、内容は事案によって異なるのであり、対抗措置が許容されるか否かについては、その合理性ないし相当性についても審査が必要になると思われる。そこで、かかる点から、裁判所による対抗措置の妥当性・合理性の司法審査は、経営判断原則の適用にあたり、常に必要であると考えられる。また、経営判断原則の論者は、さらに、司法審査の際に経営者の側に立証上の負担を課すことについても批判している。そこで、この点に関して、やはりこれまでも度々指摘してきたように⁽⁵⁾、前述した司法審査の要請、そして、会社内部の情報は通常対象会社側が有していること、買収者にはそれらへの接近が困難なこと、そして、さらに、わが国には、アメリカにおいてみられる程に強力な、事件に関する情報の開示及び収集に関する、いわゆるディスカバリー (discovery) の制度がないこと⁽⁶⁾等から、たとえ経営者は会社の存続等も含めた会社の長期及び短期の利益につき経営判断をなしうとしても、経営者の側に立証上の負担を課すことにはなお合理性があると考えられる。そこで、このようにして、裁判所による対抗措置の司法審査は常に必要であり、その際に経営者の側に立証上の負担を課すことも合理的であると思われる。

それでは、このように、裁判所が対抗措置の妥当性・合理性につき司法審査を行う必要があるとする場合に、その審査能力についてはどうなのであろうか。この点に関連して、経営判断原則説の論者は、前述のように、「経営を任

されている取締役がまず経営判断をすべきであって、……(中略)……そうでないと裁判所も負担が大きくなりすぎる」として、裁判所にかかる審査能力を疑問視する趣旨の指摘をなしている。⁷そこで、この点について検討するに、確かに、敵対的企業買収における対抗措置の問題は高度の経営判断に関わる問題であり、経営の専門家ではない裁判官にはなじみの薄い、それゆえ、その「決定自体の是非」を判定しにくい問題であるといえる。しかしながら、ここで問題なのは、決定自体の是非というよりも、アメリカ法にみられるように、⁸対象会社の経営者の決定が、すべてを考慮した際に、「合理性の範囲内にあつたか否か」(すなわち、その当時の状況に照らし、通常取締役の立場からみて、「それなりの合理性の範囲内のものか否か(ないしは、明らかに不合理なものでないか否か)」)の判定であり、裁判所が経営者にとって代わり経営判断を下すというものではないと思われる。そこで、かかる判定は、裁判所にとつても可能であるように思われる。また、この点に関連して、やはりアメリカ法にみられるように、⁹裁判所は、対抗措置の司法審査をなすにあたり、単に経営者の誠実性だけではなく、取締役会の対抗措置の決定に至るまでのプロセス・経緯の内容を客観的に検討することにより、その検討結果の集積を主な基礎として、さらに前述した経営者の決定それ自体の内容の合理性もあわせて検討することにより、対抗措置の妥当性・合理性につき実質的に判断をなすことが可能になると思われる。¹⁰なぜならば、かかるプロセス・経緯の内容の客観的検討も、裁判所にとりそれほど困難なことではないといえるからである。そして、この点に関連して、アメリカでは、かかる客観的な検討の際に、(それが決して決定的な要素ではないが)、対象会社の経営者が、対抗措置の決定にあたり、財務顧問・投資銀行・弁護士等の専門家から鑑定・分析評価等の助言を得ていたかどうか、また得ていた場合に、どういう専門家からいかなる内容の助言を得ていたのか、という要素が裁判所によって分析されている。¹¹そして、かかる専門家の鑑定・分析評価等の裁判所による分析は、対抗措置という高度の経営判断に関わる問題の司法審査をなすにあたり、ある程度有効

に機能しているように見受けられる¹²。そこで、かかる専門家による鑑定・分析評価等も、今後、わが国の裁判所においても、もっと利用されうる余地があるように思われる¹³。そこで、このようにして、裁判所は、対抗措置の妥当性・合理性につき司法審査を行う能力を基本的に備えているように思われる¹⁴。そして、このように、裁判所が、対抗措置の司法審査をある程度合理性を保ちながら行うことにより、対象会社の経営者による経営判断を常に追認してしまうという危険も、なくなるものと思われる¹⁵。

このように、以上では、経営判断原則説からの批判について検討を行ってきたが、次に、次節では、いわゆる会社の機関権限の分配秩序説からの批判について、検討してゆくことにしたい。

(1) 森田（前掲第一章注[11]）六頁参照。なお、引用文中の括弧内の文字は、筆者による補足である（本論文の他の箇所においても、ほぼ同様である）。

(2) 森田（前掲第一章注[11]）六頁参照。また、森田（前掲第一章注[21]）一五一頁も参照。もつとも、森田教授のごく最近の著書である『現代企業法入門』（有斐閣、一九九五年）一五一頁では、かかる指摘を改説されてあるようにも読める。

(3) 同旨の指摘をなすものとして、新谷勝「第三者割当ての新株発行と株式買占者による新株発行差止仮処分申請の却下」金融商事判例研究八一六号四二、四七頁を参照。ただし、ここでは、支配の変更を伴う新株の発行は、立法論として、合併に準じた株主総会の特別決議事項とすべきであるとも指摘されている。また、新谷勝「新株発行差止の要件と仮処分の効力」手形研究四二四号二四頁も参照。また、この点に関し、松井（前掲第一章注[13]）法学協会雑誌一一四巻六号一三〇頁以下もあわせて参照。

(4) 本論文の第二章第三節、第三章第二節、第四節、第五節、本章第一節等における各該当箇所を参照。

(5) 本論文の第二章第三節注[7]（及び、そこでの文献）、第四節注[28]、第三章第五節注[2]、第四章第二節注[1]を参照。

(6) この点に関して、文書の提出に関する、わが国の現行新民事訴訟法第二二〇条は、旧民事訴訟法第三一二条に比べ、文書提出義務の範囲を拡大しており（第二二〇条第四号を参照）、また、現行新民事訴訟法第一六三条は、いわゆる当事者照会制度

を新設している。そこで、これらの点から、確かに、わが国においても、旧民事訴訟法下に比べ、必要な証拠や情報を収集しやすくなったといえる。しかしながら、この点に関して、これを、アメリカにおけるディスカバリーの制度と比較すると、いまだに、その程度までには、至っていないとはいえない。この点につき、例えば、松井秀樹「企業法務からみた新民訴訟法——文書提出命令を中心にして」ジュリスト一一〇六号六七頁、石川明二小島武司編『新民訴訟法（補訂版）』（青林書院、一九九七年）一六七一六八、一九六一九八頁を参照。また、アメリカにおけるFederal Rules of Civil Procedure（連邦民事訴訟規則）のP.26以下の規定もあわせて参照。

(7) この点に関連して、機関権限の分配秩序説の論者も、同様に、かかる裁判所の審査能力を疑問視する指摘を行っている。

この点につき、例えば、森本（前掲第一章注〔10〕）二二八頁、洲崎（前掲第二章第二節注〔11〕）二〇五頁を参照。

(8) 本論文の第三章第二節注〔14〕、第五節注〔8〕を参照。

(9) 本論文の第三章第五節を参照。

(10) 第三章第五節注〔9〕ですでに指摘したように、ここでは、裁判所は、経営者の決定それ自体の内容の合理性も検討しており、そこでの判断は実質判断といえる。

(11) この点につき、第三章第五節を参照。また、その他の要素についても、同箇所を参照。また、この点に関連して、第三章第五節注〔7〕もあわせて参照。

(12) この点に関連して、確かに、専門家が投資銀行等の場合には、対象会社との間に取引関係があることが多いであろうから、そうすると、対象会社に有利な鑑定・分析評価等がなされていることが、比較的多くあるかもしれない。しかしながら、これに対しては、買収者の側も、独自に専門家による鑑定・分析評価等を裁判所に提出して争うことができるのであり、これらの当事者による努力を通じて、対抗措置という高度の経営判断に関わる問題も、より客観化され、明確化されることになると思われる。そこで、かかる専門家による鑑定・分析評価等は、裁判所の対抗措置に関する司法審査をある程度効率化させるものと思われる。

(13) この点に関連して、アメリカでは、例えば、買収者による公開買付の条件、買付価額の適当不適當、対象会社の経営者がとりうる多様な対抗措置の内容、対抗措置を実施した場合に対象会社が被るデメリット、対抗措置の実行可能性、対抗措置の効果、対抗措置の合法性、対象会社が証券を発行する場合の条件等、実に様々な事項について、（通常対象会社側の）専門家により鑑定・分析評価等が行われており、司法審査の際に裁判所により検討されている。この点につき、例えば、Unocal Corp. v.

Mesa Petroleum Co., supra note 15 (Ch.1), at 950-951 を参照。また、この点に関連して、わが国では、例えば、釈明処分の特例に関する民事保全法第九条の解釈を通して、仮処分の発令段階で、鑑定人への尋問等もあるいは行うことができるかもしれない。この点につき、中島弘雅「企業買収をめぐる裁判制度の問題点―特に新株発行差止仮処分が認容されにくい理由について―」商事法務一二六一号二、七頁、及び、原井龍一郎「河合伸一編『実務民事保全法』(商事法務研究会、一九九一年)一一九頁以下を参照。

(14) また、この点に関連して、第三章第二節注「2」で指摘したように、アメリカのデラウェア州では、さらに、主として会社・商事関係の事件等を管轄するための衡平法裁判所が設置されており、通常、会社法及び商事法の専門家が裁判官に就任している。また、わが国でも、商事事件を取り扱う専門部として、東京地方裁判所の民事第八部がある。

(15) この点に関連して、森(前掲第一章注「21」)六三四頁、洲崎(前掲第二章第二節注「11」)二〇五頁を参照。

(16) この点に関連して、アメリカでは、第三章第五節注「5」で指摘したように、今日、対抗措置の妥当性・合理性につき目目の細かな司法審査が試みられており、かかる危険はあまりないように思われる。

第三節 機関権限の分配秩序説

この見解は、対象会社の経営者が対抗措置を行うにつき直面する利益衝突の虞について批判するものである。¹⁾ また、この見解は、さらに、対象会社の経営者が敵対的企業買収に対し対抗措置をとることができるとする、その権限についても批判を行う。すなわち、この見解の論者によれば、ドイツにおける Mestmäcker の有力学説を基礎に、「株主は、株式自由譲渡性が認められる限り株式を売却することにより、かつて彼らを選任した(対象会社の)現経営陣を見限り、他の者(買収者)に会社の支配を委ねることができる。これに対し、(対象会社の)取締役は、株主の選任

に基づいて行使することのできる彼らの権限（新株発行権限等）を、株主のかかる意思決定を助けるためなら格別、その意思決定と無関係に支配の所在を決定するために用いることは許されない」とし、⁽³⁾「（対象）会社の支配は株主の意思決定に基づいて決せられるべきものであり、株主の意思決定とは無関係に、会社支配の移転を阻止するべくその権限を行使する（新株発行等を行う）ことは許されない」と指摘する。⁽⁴⁾そして、かかる株主と取締役との権限分配の観点から、会社の支配をめぐる争いのある局面で、取締役は対抗措置をなすことが許されず、これに違反すると取締役は忠実義務違反（新株発行の場合には、いわゆる不正発行）に問われることになるとする。そして、その結果、たとえ「会社経営が行き詰まるようなことになったとしても、やむを得ないと解するのを原則とすべきであろう」と指摘されている。⁽⁵⁾

そこで、以下では、この見解について、特に、新株発行（第三者割当増資）の局面における株主と取締役との権限の關係に焦点を合わせながら、検討してゆくことにしたい。

まず、対象会社の経営者が対抗措置を行うにつき直面する利益衝突の虞について検討すると、この点に関して、対抗措置の中には、対象会社の経営者が、自己の利益の追求を目的として行う場合と、対象会社の利益のために行う場合とがあると考えられる。そして、本章の第一節で指摘したように、外国法の基本的立場では、経営者が自己の利益の追求を目的として対抗措置を行う場合には、裁判所による客観的な司法審査を通じて、それは法的に否定されることになる。そのため、機関権限の分配秩序説の論者は、対象会社の経営者が対抗措置を行うにつき直面する利益衝突の虞について批判しているが、かかる客観的な司法審査を経ることにより、その問題は基本的に解消するよう思われる。⁽⁶⁾

それでは、対象会社の経営者が敵対的企業買収に対し対抗措置をとることができるとする、その権限については、

どうであろうか。そこで、次に、この点について、検討することにしたい。

まず、第二章の第一節で指摘したように、わが国の現行商法では、いわゆる授權資本の制度が採用されている。そして、株主の新株引受権についても、定款に株式譲渡制限の定めがある会社を除き、株主は法律上当然には新株引受権を有してはいない。ここに、授權資本制度とは、すでに同じ箇所⁷で指摘したように、会社の資金調達⁸の機動性を確保するために、株主総会が本来有している資本増加権限を制約し、取締役会に、定款所定のいわゆる授權資本額までは、株主総会の定款変更の決議を経ることなく、自由に資本を増加する権限を認める制度のことである。そこで、本来、新株の発行は、このように、資金調達を目的として行われることになる。しかしながら、資金調達とは別の目的を主たる理由として(例えば、他の会社との資本提携や従業員持株制度の推進等)、第三者に対して新株が発行されることもある。そして、かかる新株の発行も、現行商法上、その目的が企業経営上合理的な場合であれば、(そして、発行価額が公正なときには)、取締役がかかる目的のために新株発行権限を行使することは許されると解されている。⁸そこで、たとえ第三者割当増資により株主の支配関係上の地位に変動が生じたとしても、当然には、いわゆる不公正発行とはならず、授權資本制度は、かかる権限も取締役⁹に委譲することを予定しているとされている。すなわち、授權資本制度とは、このように、株主が会社企業の実質的所有者として有する、会社の基本組織の変更権限の一つである新株発行権限を、企業経営の必要性に基づき、発行予定株式数の制限を付して取締役会に委譲したものであり、新株の発行により会社の支配関係が影響を受けることを、同制度は予想しているとされるのである。¹⁰そして、機関権限の分配秩序説の論者もこのことを承認している。¹¹

しかしながら、この点に関連して、機関権限の分配秩序説の論者は、株主間に支配関係上の争いがある場合には別であるとして、この場合には、取締役はかかる争いに介入してはならないと解することにより、授權資本制度は、株

主間の支配をめぐる争いに介入する権限まで取締役に与えたものとみることはできないとする⁽¹²⁾。そして、このようにして、冒頭で指摘したように、取締役の対抗措置を否定するのである。すなわち、言い換えるならば、会社支配の移転・変動を意図的に阻止する目的でなされる、対抗措置は、授權資本制度により取締役が新株発行権限を行使することを許される、企業経営上合理的な場合には含まれないと解するのである。しかしながら、果たして、こうした解釈は、適切といえるのであろうか。

そこで、この点について検討すると、確かに、かかる解釈は、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しようとする伝統的な会社法理論に、ストレートに適合した考え方であるといえる。すなわち、伝統的な会社法理論では、株主は、議決権に代表される共益権と利益配当請求権及び残余財産分配請求権に代表される自益権とを有しているが、それらは、それぞれ、いわば所有権の支配権能と収益権能に対応すると説明されているのである⁽¹³⁾。また、こうした解釈は、会社法の予定している所有による経営のコントロール機能が形骸化し、株主総会の監視機能が無機能化している現状を顧ると⁽¹⁴⁾、敵対的企業買収による経営のコントロールにも結び付き、その点でも理解しよう⁽¹⁵⁾とところといえる。

しかしながら、このような解釈は、同時に、今日の大規模化した公開会社の広汎な経営活動を前提にした場合、必ずしも合理的とはいえず、具体的妥当性を欠く面も有するのではないかと思われる。すなわち、機関権限の分配秩序説の論者の説くように、会社支配の所在を株主の意思決定に委ねるべきであるとしても、まず、株主の多くは目先の高い株式買付価額につられて株式を買収者に売却するだけであり、その方が必ずしも会社の利益になると考えたためではないと思われる⁽¹⁶⁾。そして、敵対的な企業買収が、経営者の無能により業績が悪化し、株価の低迷を来している会社のみを対象に行われるのであれば、外部からの会社支配の変動により、場合により、かかる無能な経営者を排除し、

より効率的な会社経営をもたらすことにもつながり、その弊害は少ないといえるかもしれないが、そのような会社に限定して敵対的企業買収が行われる保証はないといえる⁽¹⁷⁾。そして、この点に関連して、わが国では、一般的に、会社の経営効率性を改良・促進させるような敵対的企業買収はすすめられるべきであるが、優良・健全に経営されている会社から活力を奪うような敵対的企業買収は規制されるべきであるとするのが、望ましいものと考えられている⁽¹⁸⁾。そこで、そうであるとすれば、優れた経営の会社が敵対的企業買収で活力を失うことにより、株主をはじめとする、債権者、取引先、従業員、地域社会一般等のその会社に関わる多くの利害関係者に不利益を生じさせても、それでよいといえるのであろうか⁽¹⁹⁾。そして、このことは、特に、従業員に関し、近年大きく変化しつつあるとはいえず、終身雇用や年功賃金等の雇用慣行の発達してきたわが国の社会では、重要な意義を有するものと思われる⁽²⁰⁾。この点に関して、確かに、取引先、従業員、地域社会一般等の利害は、伝統的には、会社法の直接的保護法益からは外れるため、これらの利益を一切捨象してしまってもよいとする考え方もありえよう。しかしながら、これらの利益が、究極的には会社、株主等の会社法上の直接的保護法益の利益に還元される場合もありうるといえ、特に、アメリカ法では、対象会社の経営者に、株主にも何らかの合理的に関連のある利益が生じる場合に、株主以外のかかる利害関係者への影響を考慮して、対抗措置をとることを認めており⁽²¹⁾、これらの利益を社会の実態を反映させ得る限り斟酌しているのである。また、さらに、わが国では、敵対的企業買収をめぐる法律制度に関して、その不備を指摘する意見も多く見られている⁽²²⁾。

そこで、これらの検討から、もし、外国法の基本的立場を基に、機関権限の分配秩序説と異なり、対抗措置も、授權資本制度により取締役が新株発行権限を行使することを許される、企業経営上合理的な場合に含まれると解するならば、その場合、経営合理性及び具体的妥当性を有する結論を導くことができるようになると思われる。しかしなが

ら、果たして、その場合に、かかる解釈は、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるという伝統的な会社法理論に、適合することになるのであろうか。

そこで、以上の検討から、対象会社の経営者が敵対的企業買収に対し対抗措置をとることができるとする、その権限については、さらに、この点について、理論的な検討が必要になると思われる。⁽²³⁾

(1) この点につき、第二章第三節注[9]の箇所、及び、そこで示された文献を参照。

(2) この点につき、第四章第一節注[10]を参照。また、この学説の主張は、会社の理事者は、買収の結果、たとえ会社が解体されることが予想されるときも、株主間の支配争奪に介入してはならず(中立義務)、どの株主が会社支配を獲得すれば会社にとって有益であるかにつき、理事者は決定する権限を有しないと(機関権限の分配秩序)、それゆえ、認可資本による増資権限を買収回避の目的に利用してはならないという趣旨のものである。なお、かかる Mestmäcker の学説に賛同するものとして、*マインツの学説上*、Lutter, in *Kölnher Kommentar*, § 186 Rnr. 54, 71; Schilling, in *Großkommentar*, § 255 Anm. 2, § 204 Anm. 2; Klette, *Der Emissionkurs beim genehmigten Kapital, Betriebsberater* 1968, S. 977, 980; Hirte, *Bezugsrechtsabschluss und Konzernbildung*, 1986, S. 43ff 等がある。また、わが国の学説上、かかる Mestmäcker による機関権限の分配秩序の主張を支持するものとして、第一章注[10]の文献の他に、例えば、洲崎(前掲第二章第二節注[11])の文献、森本滋「新株の発行と株主の地位」法学論叢一〇四巻二号一頁、志村治美「支配権争奪と新株発行」本間輝雄・山口幸五郎先生還暦記念「企業法判例の展開」(法律文化社、一九八八年)二四八頁等がある。

(3) 川浜(前掲第一章注[7])民商法雑誌九五巻二号二七頁参照。

(4) 川浜(前掲第一章注[7])民商法雑誌九五巻四号九頁参照。

(5) 洲崎(前掲第二章第二節注[11])二〇五頁参照。

(6) この点につき、第二章第三節注[9]の文献を参照。また、川浜(前掲第一章注[7])民商法雑誌九五巻二号二六頁も参照。

(7) この点につき、例えば、第七回国会衆議院法務委員会議録(前掲第二章第五節注[12])二頁、森本(前掲注[2])五頁、及び、大森(前掲第二章第五節注[12])四四、五七頁を参照。

- (8) この点につき、例えば、森本(前掲注[2])一六、一八頁を参照。
- (9) この点につき、例えば、森本(前掲注[2])一六頁を参照。
- (10) この点につき、例えば、森本(前掲注[2])一六頁を参照。
- (11) 森本(前掲注[2])一六頁参照。
- (12) 森本(前掲注[2])一六一―七頁参照。
- (13) この点につき、例えば、大隅健一郎『会社法の諸問題(増補版)』(有信堂、一九六二年)一一一頁を参照。また、大隅健一郎・今井宏『会社法論上巻(第三版)』(有斐閣、一九九一年)四三頁、鈴木・竹内(前掲第二章第一節注[1])九五―九七頁等もあわせて参照。
- (14) この点に関連して、志谷匡史「株式買占めの検討」商大論集四〇巻一号九一、九二頁参照。また、前田重行「株主の企業支配と監督」竹内昭夫・龍田節編『現代企業法講座3・企業運営』(東京大学出版会、一九八五年)二三四―二三五頁も参照。さらに、森(前掲第一章注[21])「敵対的企業買収の法的規制と会社支配理論」六三三頁もあわせて参照。
- (15) この点に関連して、かかる株主総会の監視機能の無機能化の現状に対し、外国法の基本的立場は、株主総会の監視機能に加え、司法による経営者の監視機能も重視しているといえる。
- (16) この点に関連して、森(前掲第一章注[21])「敵対的企業買収の法的規制と会社支配理論」六三三頁参照。また、穴戸(前掲第三章第五節注[12])二二九―二三〇頁も参照。
- (17) この点に関連して、森(前掲第一章注[21])「敵対的企業買収の法的規制と会社支配理論」六三三頁参照。
- (18) この点に関連して、例えば、通商産業省編(前掲第一章注[1])一五一―一六、二九頁参照。
- (19) この点に関連して、森(前掲第一章注[21])「敵対的企業買収の法的規制と会社支配理論」六三三頁参照。
- (20) この点に関し、例えば、吉原(前掲第一章注[5])の文献を参照。また、この点に関連して、従来より、従業員等は、たとえ不利益を受ける虞があるとしても、契約により自衛することができるはずであるとの考え方がみられる。しかしながら、近年の研究では、従業員は、その人的資本を分散投資することができず、労働市場が十分に流動的でない限り、従業員が、相当の費用と時間を犠牲にすることなく、企業から退出することは困難であり、企業に対する依存度は、株主よりも、むしろ従業員の方が大きいとする趣旨の指摘がなされている。この点につき、例えば、伊丹敬之「人本主義企業」(筑摩書房、一九八七年)七一―七二頁、同「株式会社と従業員「主権」」経済法学会年報一二号一〇九、一一九頁を参照。また、コーポレート・ガバ

ナンスの中で、従業員等の役割・意義について、経済学的研究を踏まえながら詳細に検討を行う。例えば、近時の Margaret M. Blair, *Ownership And Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century* (1995) の文献では、株主だけが企業に対するいわゆる残余リスク (residual risk: 一般的に、企業活動から生じた果実から、種々のコストを差し引いて残った、最終的な利益ないし損失に対するリスク) を負担するのではなく、従業員等も、企業に投入し、その結果として、危険を負担しながら、企業に高度に特殊化された人的資本の形で投資をなしており、そこで、不可避免的に、企業に対する残余リスクを分担していると指摘している。この点につき、*id.*, at 235-274 を参照。

(21) 本論文の第三章第二節注[12]、及び、第三章第五節注[11]を参照。また、第三章第五節注[15]もあわせて参照。

(22) この点に関連して、例えば、通商産業省編(前掲第一章注[1])一〇四―一〇六頁参照。また、河本一郎発言「座談会・1」(第三者割当増資をめぐる諸問題)「第三者割当増資・企業金融と商法改正2」(有斐閣、一九九一年)四五頁も参照。また、森(前掲第一章注[21])「敵対的企業買収の法的規制と会社支配理論」六四七頁以下も参照。

(23) この点に関連して、松井(前掲第一章注[13])の文献では、授權資本制度と新株発行権限の所在に関する歴史的沿革を詳細に検討される。まず、松井(前掲第一章注[13])の文献では、授權資本制度と新株発行権限の所在に関する歴史的沿革を詳細に検討した上で、授權資本制度が、新株発行権限の所在、範囲の問題とは、本来関係がないと指摘している。そして、機関権限の分配秩序説が、取締役の新株発行権限を授權資本制度に直結させて理解しているとして、この点をまず批判している(以上の点につき、法学協会雑誌一一四巻四号五八―一〇五頁、そして、特に、一〇三―一〇五頁を参照)。そして、その上で、取締役の新株発行権限は、構造上広い裁量が認められていると考えた上で、支配権に影響を与える目的で新株発行権限を行使することが許されるか否かにつき、検討を行っている。そして、かかる検討において、松井(前掲第一章注[13])の文献は、以下のように述べている。すなわち、「結局この問題は、取締役は誰の利益を念頭に置いて経営権限を行使すべきか、もしくははすることが許されるかという問題に帰着する。もちろん、取締役は「会社の利益」を念頭に置いて経営権限を行使すべきだということになるが、「会社の利益」とは具体的に何を意味するか、敷衍すればいかなる会社関係者のどのような利益に帰着するのかが明らかになければならない。……(中略)……そこで、以上の前提に立って、わが国においてもアメリカと似たような考え方をとる余地があり、取締役は株主の利益のみならず、その他の会社関係者(従業員をはじめとして、債権者、消費者、地域社会等)の利益をも考慮することが許されるものと考えたい。つまり株主の他、総会社関係者の集合的利益を「会社の利益」として考えるのである。そして、以上のような考慮を可能にするような解釈論を検討する。……(中略)……むしろ、以上のよ

うな実質的考慮を行う限り、支配権に影響を与える目的での新株発行を、正面から認めるべきであろう。そのような可能性を認めたとて、いかなる限界が設定されるべきかを考えていくことが、おそらく会社をめぐる現実の環境と合致するものと思われる。従って、以下では支配権に影響を与える目的での新株発行が許容されるということを前提に、その限界がどのように設定されるべきかを検討してゆくことにする。……（中略）……その結果對抗策を講じること認められるということになる」と述べられている（以上の点につき、法学協会雑誌一一四巻六号一三二一―一三三三頁を参照）。そこで、こうした松井（前掲第一章注「13」）の文献における指摘（解釈論）について検討すると、仮に、論者の主張するように、授權資本制度が、新株発行権限の所在、範囲の問題とは、本来関係がないものであるとしても、支配権に影響を与える目的で新株発行権限を行使することが許されるか否か（従って、経営者が對抗措置をとることができるか否か）について検討を行う場合には、上述のような内容の検討だけでは足りず、そうした指摘（解釈論）が、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるとする伝統的な会社法理論に、適合するものであるのか否かについての厳密な理論的検討が、さらに必要であると思われる。

第四節 小 括

このように、以上では、わが国において、對抗措置として認定されるべき第三者割当増資の公正性の判断にあたり、その行為を適切に法的評価しうる法基準を確立してゆくために、外国法の基本的立場を基に、かかる法基準を解釈論的に確立してゆくことができないか否かを検討すべく、この立場に対して考えうる批判論について検討してきた。

そして、まず、そこでは、経営判断原則説からの批判について、会社支配をめぐる争いのある局面では、対象会社の経営者が、会社の利益よりも主に自己の利益を追求する目的で對抗措置を行う危険が常に伴い、また、ひとえに對抗措置といっても、その状況、程度、内容は事案によって異なることから、経営判断原則の適用にあたっては、常に

裁判所による対抗措置の妥当性・合理性の司法審査が必要であり、そして、その際には、対象会社の経営者の側に立証上の負担を課すことが合理的であることも明らかとされた。また、裁判所のそのような審査能力については、裁判所は、単に経営者の誠実性だけではなく、取締役会の対抗措置の決定に至るまでのプロセス・経緯の内容を客観的に検討し、その検討結果の集積を主な基礎として、さらに、取締役会の決定それ自体の内容の合理性も検討することにより、対抗措置の妥当性・合理性につき、実質的に判断をなすうることが示された。そして、その際に、かかるプロセス・経緯の内容の客観的検討については、例えば、裁判所による専門家の鑑定・分析評価等の分析がある程度有効に機能することが示され、また、決定それ自体の内容の合理性については、経営者の決定が、すべてを考慮した際に、その当時の状況に照らし、通常の経営者の立場からみて、それなりの合理性の範囲内ものか否か（ないしは、明らかに不合理なものでないか否か）を判定することにより、検討が可能であることも示された。そして、これらの点から、対抗措置の問題は高度の経営判断に関わる問題であるにもかかわらず、裁判所は、その妥当性・合理性に関し、司法審査を行う能力を基本的に有していることが明らかとされた。そこで、経営判断原則説からの批判については、外国法の基本的立場は、妥当性を有するものと思われる。

また、次に、機関権限の分配秩序説からの批判については、対象会社の経営者が自己利益の追求を目的として対抗措置を行う場合には、裁判所による客観的な司法審査を通じて、それは法的に否定されることになり、そのため、対象会社の経営者が対抗措置を行う際に直面する利益衝突の虞については、かかる客観的な司法審査を経ることにより、その問題は基本的に解消することが明らかとされた。また、対象会社の経営者が敵対的企業買収に対し対抗措置をとることができるとする、その権限については、もし、対抗措置も、授權資本制度により経営者が新株発行権限を行使することを許される、企業経営上合理的な場合に含まれると解するならば、確かに、経営合理性及び具体的妥当性を

有する結論を導くことが可能になるが、その場合に、果たして、かかる解釈が、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるとする伝統的な会社法理論に、適合するものか否かにつき、その理論的な検討がさらに必要であることも明らかとされた。

そこで、機関権限の分配秩序説からの批判については、外国法の基本的立場が妥当性を有するものであるのか否かについて、さらに、この点の検討が必要であると思われる。

そこで、これらの検討から、もし、外国法の基本的立場が、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるとする伝統的な会社法理論に、適合するものであることが論証されれば、その場合に、かかる立場を基に、わが国における解釈論を展開することが、はじめて可能になるものと思われる。

そして、この点に関連して、もし、外国法の基本的立場を基に、こうした解釈論を展開することが可能になれば、その場合に、裁判所は、対抗措置の妥当性ないし合理性の司法審査を通して、敵対的企業買収における会社支配の変動局面に適切に介入することにより、以上の検討から示された、経営判断原則説や機関権限の分配秩序説の主張に伴う様々な問題点を、一応克服することが可能になるように思われる。すなわち、まず、経営判断原則説の主張するように、経営者こそ会社支配の変動の是非を判断しうるとなし、対抗措置を客観的な司法審査も経ることなく、そのまま容認した場合に、仮に、その対抗措置が主として自己の利益を追求する目的でなされたとしても、^①それに対する有効な歯止めを欠くことになり、経営合理性及び具体的妥当性を欠く結論となりかねない。また、次に、機関権限の分配秩序説の主張するように、株主のみが会社支配の変動の是非を判断しうるとなし、対象会社の経営者による対抗措置を否定した場合に、この説の論者も認めるように、^②仮に、優れた経営の会社が敵対的企業買収で活力を失い、株主をはじめとするその会社に関わる多くの利害関係者に不利益を生じさせたとしても、それはやむを得ないと解さざる

を得ず、今日の大規模化した公開会社の広汎な経営活動を前提にした場合、はなはだ経営合理性及び具体的妥当性を欠く結論となってしまう。そこで、かかる点について、もし、外国法の基本的立場のように、裁判所が敵対的企業買収における会社支配の変動の局面に適切に介入すべきであるとなすことができれば、これらの弊害を除去することが、一応可能になるように思われる。すなわち、アメリカ法にみられるように、⁽³⁾ 司法裁判所が、買収者への対象会社に対する支配の移転・変動の可否を究極的な意味でふり分ける役割を演じ、買収者の支配の取得に関するスクリーニングの役割を担うことにより、敵対的企業買収に伴う複雑な利害関係を合理的に調整することが実現しうるように思われる。⁽⁴⁾

そこで、以下の第六章においては、かかる外国法の基本的立場が、果たして、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるとする伝統的な会社法理論に、適合するものであるのか否かについて、検討を進めてゆくことにしたい。そして、この点に関連して、特に、アメリカ法では、対象会社の経営者に、株主にも何らかの合理的に関連のある利益が生じる場合に、株主以外の会社利害関係者⁽⁵⁾ ステイクホルダーへの影響を考慮して、対抗措置をとることを認めており、⁽⁵⁾ 伝統的に会社法の直接的保護法益から外れるとされてきたこれらの利益を、社会の実態を反映させ得る限り斟酌していることから、まず、かかる点から検討を始めてゆくことにしたい。

(1) この点に関連して、これまでも度々指摘してきたように、そうした真は非常に高いといえる。

(2) この点につき、本章第三節注「5」の箇所、及び、そこで示された文献を参照。

(3) この点につき、第三章第五節を参照。また、Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, *supra* note 8 (Ch.2 §4), at 823 も参照。

(4) そこで、このような点から、筆者は、かつて、かかる外国法の基本的立場を基に、わが国の現行商法の枠組の中で、具体

的な形で解釈論を構想したことがある。そこで、その内容を紹介すると、それは、以下のような内容であった。すなわち、「まず、すでに第二章で述べたように、現行商法上、第三者割当増資の公正性の問題は、わが国では、商法第二八〇条ノ一〇にいわゆる不正発行に関する規定の中で処理されている。そこで、対抗措置として認定されるべき第三者割当増資の公正性の問題も、こうした不正発行に関する規定の解釈の問題になると考えられる。そこで、まず、敵対的企業買収が行われ、会社支配をめぐる争いが存する状況で、対象会社の取締役会が新株発行（第三者割当増資）を決議した場合、その第三者割当増資が対抗措置（すなわち、会社支配の移転・変動を意図的に阻止する目的でなされる行為）新株発行の場合には、会社支配の移転・変動を意図的に阻止するために、買収者の持株比率を低下させること」としてなされるものと認定される場合には、(イ)もし、当該第三者割当増資が、対象会社の経営者の自己利益の追求を唯一または主要な目的としてなされると評価されるときには、当該第三者割当増資は、いわゆる不正発行に該当すると考えられる。しかしながら、同じ状況下で、(イ)もし、その第三者割当増資が、かかる自己利益の追求を唯一または主要な目的としてなされるものと評価されなるとき（それゆえ、一応、対象会社の利益のためになされるものと評価されるとき）には、当該第三者割当増資がいわゆる不正発行に該当するか否かをめぐり、その対抗措置としての妥当性・合理性が裁判所により審査され、その結果に従って、不正発行となるか否かが定められると考えるのである。そこで、機関権限の分配秩序説のように対抗措置を否定する学説によれば、対抗措置と認定されれば、即不正発行とされるのに対して、この立場では、即不正発行とはならず、その結果は、対抗措置の妥当性・合理性の司法審査に委ねられることになる。そして、この点に関連して、わが国においては、係争の新株発行（第三者割当増資）が、著しく不正な方法によるものであること、及び、それにより株主（買収者）が不利益を受ける虞があることについては、新株発行の差止を請求する株主の側が証明する責任を負うとされ、仮処分の場合にも申立人（買収者）が被保全権利と保全の必要とを疎明することとなり、その責任については証明責任に準ずるものとされている（この点につき、例えば、近藤弘二担当『新版注釈会社法（七）新株の発行』（有斐閣、一九八七年）二九五頁を参照）。そこで、一般的に、新株発行（第三者割当増資）が不正であるとして差止を求めるときは、株主（買収者）の側が、その主たる目的が対抗措置であることを立証する責任を負うと考えられる。しかしながら、かかる状況では、対象会社の経営者に利益衝突の虞があり、また、会社内部の情報は通常対象会社側が有し、買収者にはそれらへの接近が困難である他、さらに、わが国には、アメリカにみられる程の、いわゆるデイスカバリーの制度がないこと（この点につき、本章第二節注「6」を参照）等から、実際の訴訟追行にあたっては、以下のように解すべきではないかと思われる。すなわち、株主（買収者）の側が、第二章第五節で指摘したような諸要素Ⅱ事実（その該当箇所

を参照)の存在を主張・立証し、かかる間接事実を積み重ねたならば、対象会社の経営者の対抗措置目的が事実上推定されるとする(この点に関連して、かかる点では、洲崎(前掲第一章注[7])民商法雑誌九四卷六号二三頁、川浜(前掲第一章注[7])民商法雑誌九五卷四号一四頁、森本(前掲本章第三節注[2])一七頁も、この立場とほぼ同旨であると思われる。また、新谷(前掲本章第二節注[3])「第三者割当ての新株発行と株式買占者による新株発行差止仮処分申請の却下」四六頁、同「新株発行差止の要件と仮処分の効力」二六頁も参照)。そして、対象会社の側は、かかる推定を覆すためには、その対抗措置の達成が会社にとり必要であり、そして、相当なものであることを、反証として立証しなければならぬとするのである(この点に関連して、対象会社の側は、あるいは、その反証として、なお当該第三者割当増資が、例えば、資金調達のための目的、業務提携の目的、従業員持株制度の推進の目的等、対抗措置以外の目的のためになされるものと主張するかもしれない。そして、実際に、対象会社の側が、そのような目的のために第三者割当増資をしている場合も、場合により、あるかもしれない。それゆえ、かかる主張を、対象会社の側が、反証としてなお主張することは、何の差し支えもないと思われる(この点につき、洲崎(前掲第一章注[7])民商法雑誌九四卷六号二三頁、川浜(前掲第一章注[7])民商法雑誌九五卷四号一四頁も参照。また、新谷(前掲本章第二節注[3])「第三者割当ての新株発行と株式買占者による新株発行差止仮処分申請の却下」四六頁、同「新株発行差止の要件と仮処分の効力」二六頁もあわせて参照)。しかしながら、森本(前掲本章第三節注[2])一八頁の注⑥が適切に指摘しているように、かかる状況においては、例えば、対象会社の経営者が、事前に反対派株主(買収者)に新株引受の意向を打診したところ否定されたといった例外的な場合を除き、かかる事実上の推定を覆すことは、かなり困難であると思われる。そこで、この立場のように、対象会社の経営者は、会社の利益のために対抗措置をとることができるということを前提にした場合、対象会社の側は、かかる推定を覆すためには、対抗措置の達成が会社にとり必要であり、そして、相当なものであることを、反証として立証せざるを得なくなると思われる)。そして、このようにして、かかる対象会社側の立証を通して、裁判所は、対抗措置としての妥当性・合理性につき司法審査を行うことになる。そして、かかる司法審査の内容としては、より具体的には、基本的に、アメリカ法におけるUNOCAL基準の内容に基礎を置き、対象会社の側は、(ア)会社の経営方針・政策等に対し、買収者による株式所有のために、損害ないし不利益が及ぶ危険が存在すると信じ、かつ、その合理的な根拠を有していたこと、そして、(イ)その対抗措置が、生じた危険(すなわち脅威)との関係で合理的であったこと、を立証しなければならぬと解すべきであると思われる(そして、(ウ)の立証については、対象会社の経営者は、誠実であり、合理的な調査等を行うことが必要であり、また、(イ)の立証については、経営者は、基本的な株主の利益及び株主以外の会社利害関係者へ

の影響等を含む、敵対的企業買収の対象会社に対する影響を、総合的に分析することが必要であると思われる。そして、例えば、いわゆる三井鉱山事件(前掲第二章第一節注「6」)の第一審判決では、傍論ではあるが、場合により対抗措置が許容されるとし、対抗措置の必要性及びその相当性等についても言及していることから(この点につき、本章第一節注「1」を参照)、かかる解釈も、わが国において、妥当する余地があるのではないかと思われる」とする内容であった。以上の構想の基本的な概要については、拙稿(前掲第一章注「13」)「米国における敵対的企業買収の対抗措置理論の展開(上・下)」国際商事法務二二巻一二号一三三三頁、二四巻一号三三三頁の文献(特に、その注四七及び九七)を参照。また、すでに指摘したように、その後、松井(前掲第一章注「13」)の文献も、授權資本制度と新株発行権限の所在に関する歴史的沿革を詳細に検討しながら、解釈論的解決の可能性について、具体的な形で論じている。そして、こうした松井の文献も、本章第三節注「23」ですでに紹介・検討したように、基本的には、アメリカ法を参考にしながら、わが国においても、場合により対抗措置をとることが認められると指摘している。しかしながら、この点について、すでに度々断ってきたように、筆者は、現在、このような外国法の基本的立場を基にした、解釈論的解決は、実際上の有用性という点では、確かに、妥当性を有していると思われるが、法理論上は、伝統的な会社法理論を前提とする限り、かかる解釈論を展開することには、理論的な限界があるものと捉えている。そこで、この点については、次章の第六章において、詳細に検討することにした。

(5) この点につき、第三章第二節注「12」、及び、第三章第五節注「11」を参照。また、第三章第五節注「15」もあわせて参照。

第六章 解釈論の理論的境界

第一節 ステイクホルダーの利益の考慮

外国法の基本的立場(特に、アメリカ法)では、既述のように、対象会社の経営者に、株主にも何らかの合理的に

関連のある利益が生じる場合に、株主以外の会社利害関係者（具体的には、債権者、顧客、取引先、従業員、地域社会一般等）への影響を考慮して、対抗措置をとることを認めている。そこで、こうした立場は、株主は会社企業の実質的所有者であるという会社法の伝統的理論に立ちながらも、なお社会の実態を反映させ、できる限り株主以外の会社利害関係者（以下、ステイクホルダーとする）の利益を斟酌してゆこうとする立場であると思われる⁽¹⁾。しかしながら、果たして、かかる立場は、本当に、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるとする会社法の伝統的理論に、適合するものといえるのであろうか。

そこで、この点について検討してゆくと、まず、このように、ステイクホルダーへの影響を考慮することにより、株主にも何らかの合理的に関連のある利益が生じなければならない（すなわち、結果的に、株主の利益に最後は還元されなければならない⁽²⁾）として、株主の利益をステイクホルダーの利益と結び付けて考えると、それでは、一体いかなる場合が、株主の利益に究極的に還元される場合といえるのか、その判断基準が曖昧なものとならざるを得ないように思われる。確かに、ステイクホルダーへの影響を考慮することにより、例えば、会社の業績やイメージが向上し、結果として会社の利益増加につながり、それが高配当や高株価を通して、株主の利益に究極的に還元・分配される等の場合はありうる⁽³⁾といえる。しかしながら、そのような高配当や高株価が、実際に、ステイクホルダーへの影響を考慮した結果生み出されたものであるのか否かについては、その原因を明確に特定することは、非常に困難であると思われる⁽⁴⁾。

次に、この点に関連して、外国法の基本的立場では、このように、ステイクホルダーの利益を考慮することにより、対象会社の経営者は、買収者に対抗措置をとりうるとしているが、もし、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるとする伝統的な会社法理論を前提とすると、買収者である株主の対象会社に対す

る支配は所有権に基礎を置くことになり、その場合、果たして、対象会社の経営者は、対抗措置により、かかる買収者＝株主の所有権に基づく支配を制限しうるといえるのであろうか。そこで、この点について検討するに、わが国の現行憲法の下では、原則として所有権の制限は許されていないことから（憲法第二十九条を参照）、かかる買収者＝株主による支配も、法理論上は、原則として制限し得ないと解さざるを得ないかと思われる。⁵⁾

そこで、このように考えてくると、対象会社の経営者に、ステイクホルダーの利益を考慮して、対抗措置をとることを認める、外国法の基本的立場は、法理論上、伝統的な会社法理論に、論理的整合性をもって適合しているとは、いい難いと思われる。それでは、翻って、今度は、伝統的な会社法理論にストレートに適合する機関権限の分配秩序説のように、対象会社の経営者による対抗措置は、授權資本制度により経営者が新株発行権限を行使することを許される、企業経営上合理的な場合に含まれると解することはできず、いかなる場合にも、一切経営者は対抗措置をとることができないと解さざるを得なくなるのであろうか。以上のように考えてくると、少なくとも、法理論上は、伝統的な会社法理論を前提とする限り、機関権限の分配秩序説は適切であるといえ、このような解釈もやむを得ないように思われる。しかしながら、もし、そうであるとする、すでに検討してきたように、⁶⁾ 今日の大規模化した公開会社の広汎な経営活動を前提にした場合、はなはだ経営合理性及び具体的妥当性を欠く、非常に硬直的な結論とならざるを得ない。そこで、このように考えてくると、実は、むしろ、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるとする伝統的な会社法理論（言い換えると、伝統的な会社支配の捉え方）にこそ、何か、現実適合性を欠くような、理論に内在する問題点があるのではないかという疑いが生じてくる。

そこで、以下では、この点について、さらに検討を進めてゆくことにしたい。

まず、この点に関連して、外国法の基本的立場（アメリカ法）では、例えば、買収者が、対象会社の発行済株式総

数の過半数に当たる株式を取得したような状況の場合には、対象会社の経営者は、もはや、かかる買取者に対し、對抗措置をなすことにより、会社の支配を奪うことができなくなるとする趣旨の解釈を行っている。⁽⁸⁾そこで、こうした解釈は、一応、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるとする伝統的な会社法理論に、適合しているようにみえる。しかしながら、この点に関して、これを、経営合理性及び具体的妥当性という観点からみると、本来、たとえ、買取者が、このように、対象会社の発行済株式総数の過半数に当たる株式を取得したような場合であっても、なお對抗措置がとられる必要性がある場合もありうるはずである。⁽⁹⁾また、そもそも、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるとする命題についても、例えば、よく一般株主が「支配なき所有」といわれることがあるように、法理論上はともかく、実際上は、株主の単独の議決権には支配権能がみられないことから、かかる命題は実態に合うものとはいえず、その意味では比喩的なものであり、個々の実際の株主をもって、会社企業の実質的所有者であるということには、困難な面があるといえる。⁽¹⁰⁾

そこで、このようにみてみると、伝統的な会社法理論は、会社支配を所有権と結び付けて捉えることにより、そのことから、かえって、柔軟性や現実適合性を欠くという問題点を有しているのではないかと思われる。

そこで、以上の検討から、まず、対象会社の経営者に、ステイクホルダーの利益を考慮して、對抗措置をとることを認める、外国法の基本的立場は、法理論上、伝統的な会社法理論に適合しているとは、いい難いと思われる。しかしながら、そのことから、より本質的な問題として、かかる伝統的な会社法理論には、むしろ、会社支配を所有権と結び付けて捉えることにより、柔軟性や現実適合性を欠くという、理論に内在する問題点を有しているのではないかと思われる。

そこで、次節では、この点に関連して、さらに考察を進めてゆくことにしたい。

(1) この点につき、第三章第五節注「11」を参照。また、第三章第二節注「12」、及び、第三章第五節注「15」もあわせて参照。また、この点に関連して、すでに指摘したように、ごく最近、わが国において、敵対的企業買収における対抗措置の場面を直接の対象としたものではないが、いわゆるコーポレート・ガバナンスをめぐる議論の中で、このように、株主にも利益が生じる場合に、社会の実態を反映させ、できる限り株主以外の会社利害関係者の利益を斟酌してゆこうとする趣旨の主張が展開されている。この点につき、第一章注「8」、及び、そこで示された文献を参照。また、この点に関連して、他にも、わが国において、これと類似する主張をなすものがみられる。例えば、近時の文献の中では、吉田直「会社法における「長期的利益」重視の傾向について」田中誠二先生追悼論文集『企業の社会的役割と商事法』（経済法令研究会、一九九五年）一三七頁は、株主の長期的利益は究極的には社会全体の利益と調和するという、アメリカにおける経営学の観念を参考に、会社・株主の長期的利益という概念を、わが国の会社法の中で展開すべきであるとし、また、川村正幸「コーポレート・ガバナンス論と会社法」田中誠二先生追悼論文集『企業の社会的役割と商事法』一一一頁は、経営陣がステイクホルダーの利益を考慮できるのは、企業は社会的存在として様々な利害関係者の利益を調整・調和させて活動すべきということにあるとし、また、中村一彦「企業の社会的責任に関する一般的规定」法政理論九巻一号七五頁、同「企業の社会的責任―法学的考察（改定増補版）」（同文館、一九八〇年）、及び、それを支持する末永敏和「企業の社会的責任」森本滋Ⅱ前田雅弘Ⅱ川浜昇編『企業の健全性確保と経営機構』（有斐閣、一九九七年）一四〇頁は、企業の社会的責任の確保という観点から、取締役が社会的考慮をすべき場合を具体的に示し、取締役は、その職務を行うにつき、株主、債権者、従業員、消費者、地域住民の利益を考慮することを要すとすべきであると、また、さらに、落合誠一「会社法目的」法学教室一九四号六頁は、いわゆる会社の社会的責任論は、それが国民経済と同様に社会全体の立場から会社を規制しようとする点において、会社法自体の問題とはいいい難いとした上で、取締役による株主の利益以外の利益の考慮について、「たとえば取締役による従業員の賃金カットはしないとの決定であれば、それが従業員の志気を高め、会社の業績回復につながる可能性が相当にあるような場合、長期的には株主の利益であり、したがって株主の利益に合致するといった解釈」により、会社の利益は株主の利益であるとした上で、その株主の利益をできる限り柔軟に解釈して、極力妥当な結論を導くことが、あるいは、もっとも現実的であるかもしれないと論じている。また、これらの主張に関連して、坂本延夫「自己株式の譲渡処分と新株発行規制―従業員利益の制度的確保についての問題提起―」田中誠二先生追悼論文集『企業の社会的役割と商事法』九五頁、宍戸（前掲第三章第五節注「12」）二二九―二三四頁、鈴木・竹内（前掲第二章

第一節注〔1〕五頁、龍田節「企業の社会的責任と法規制」自由と正義四三卷一号一八頁、中原俊明「米法における Corporate Social Responsibility の発展と現状（一・二）」民商法雑誌七二卷三号三八五頁、四号五八一頁、中村一彦「経営者の社会的責任—その法的考察—」民商法雑誌七六卷三号二二頁、同「企業の社会的責任と会社法—取締役の社会的責任を中心に」判例タイムズ八三九号一四九頁、同「取締役の社会的責任論の具体的適用—野村證券損失補填事件を素材として—」田中誠二先生追悼論文集「企業の社会的役割と商事法」二五五頁、森田章「現代企業の社会的責任」（商事法務研究会、一九七八年）等の文献もあわせて参照。なお、以上の点に関連して、特に、わが国における近時のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論については、例えば、太田誠一「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」商事法務一四七〇号四頁、江頭憲治郎「自民党の商法等改正試案骨子と監査役・監査役会」商事法務一四七〇号一七頁、北村雅史「コーポレート・ガバナンスに関する商法改正問題—監査役制度と取締役の責任について—」商事法務一四七七号二頁、黒沼悦郎・近藤光男・志谷匡史・正井章祚・行澤一人「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子の検討」商事法務一四七七号一一頁、森淳二朗「コーポレート・ガバナンスと日本の企業システムの行方—自民党「商法等改正試案骨子」に寄せて」ジュリスト一一二二号五二頁、「△資料2」コーポレート・ガバナンスのあり方に関する緊急提言」商事法務一四六八号三〇頁、片田哲也「経団連コーポレート・ガバナンス特別委員会の活動と緊急提言の取りまとめ」商事法務一四七〇号一二頁等の文献を参照。また、さらに、わが国におけるコーポレート・ガバナンスをめぐる議論の一般的状況につき、例えば、日本私法学会商法部会シンポジウム資料「コーポレート・ガバナンス—大会社の役割とその運営・管理機構を考える」商事法務一三六四号二頁を参照。

(2) この点につき、ここでは、不明確な点はあるものの、一般的に、このように、「結果として」株主の利益に最後は還元される必要があると考えられているようである。この点につき、第三章第二節注〔12〕、第三章第五節注〔11〕、及び、そこで示された該当する判例、州の制定法、文献等を参照。また、この点に関連して、本論文では、すでに度々断ってきたように、外国法の基本的立場（特に、アメリカ法）の中でも、こうして、デラウェア州の状況（UNOCAL基準の立場）に特に焦点を合わせているが、ALI（アメリカ法律協会）の「コーポレート・ガバナンスの原理・分析と勧告」では、第三章第五節注〔15〕ですでに指摘したように、その第六・〇二条(b)項の(2)号において、かかるデラウェア州の状況と類似して、「取締役会は、第六・〇二条(b)項(1)号のもとでの分析に加えて、会社が正当な関係を有する諸利益または諸グループ（株主を除く）に配慮することができる。ただし、そうすることが株主の長期的利益を著しく害する場合には、この限りではない」と規定している。そして、そこでも、不明確な点はあるものの、やはり、「結果として」株主の長期的利益を著しく害する場合には、かかる配慮をすることができない

と考えられているようである。この点につき、第三章第五節注[15]、及び、そこで示された該当する文献を参照。

(3) この点に関連して、敵対的企業買収における對抗措置の場面のみを対象としたものではないが、アメリカ法における州の制定法を主な素材として、かかる具体的の場合について検討を行うものとして、例えば、Steven M. H. Wallman, *supra* note 11 (Ch.3 §5) の文献がある。また、この点に関連して、落合(前掲注[1])の文献も参照。

(4) そこで、この点に関連して、そのような場合、経営者に大きな裁量の幅を与えることになり、場合により、それが濫用につながりかねない等の批判がありうることになる。もつとも、この点に関連して、第三章第五節注[12]で指摘したように、株主をはじめとするかかる多くの会社利害関係者の利害を最もよく把握しているのは、通常、経営者であることから、敵対的企業買収における對抗措置の場面に限らず、こうした経営者による会社利害関係者間の利害調整の機能それ自体には、現実的にみて、合理的な面があるといえる。そこで、もしも、仮に、かかる外国法の基本的立場のように、対象会社の経営者に、ステイクホルダーへの影響を考慮して、對抗措置をとることを認めるとすれば、そうした濫用の虞を防止するために、その利害調整の判断基準について、これを法理論的に明確にしてゆくことが、さらに必要になるものと思われる。以上のように、John A. Anderson, *supra* note 11 (Ch.3 §5), at 182-183; Eric W. Orts, *supra* note 11 (Ch.3 §5), at 132-134; A. A. Sommer, *supra* note 11 (Ch.3 §5), at 54-55、及び、末永(前掲注[1])一六二頁等の文献を参照。また、この点に関連して、さらに、次節及び本論文の第七章(特に、その注[6])も参照。

(5) この点に関連して、森淳二朗「株式会社本質論—株式と株主のはざまで見失われたもの—」岩崎稜先生追悼論文集『昭和商法学史』(日本評論社、一九九六年)三〇九、三二五頁を参照。また、森(前掲第一章注[14])「会社法理論の体系的修正—公正性とフレキシビリティの会社法システムを求めて—」一三頁、同「会社法のモデル分析と株式会社支配の特質」六三八-六三九頁、同「株式会社の柔構造化—一本マスト型から二本マスト型の会社法へ—」八〇-八一頁もあわせて参照。また、この点に関連して、川浜(前掲第一章注[7])「民商法雑誌九五巻三号五三-五五頁、五八-六〇頁、四号九頁以下も、詳細な比較法的検討を踏まえた上で、取締役の選解任権が議決権を通して株主に委ねられている以上、法律的には、所有権と支配は分離されているとはいえず、そこで、取締役の権限の正統性は、株主の所有権に由来しているとして、対象会社の経営者は、ステイクホルダーの利益を考慮することにより、買収者≠株主に対して對抗措置をとることはできないとしている。なお、この点に関連して、Victor Brudney, *Fiduciary Ideology in Transaction Affecting Corporate Control*, 65 Mich. L. Rev. 259 (1966) もあわせて参照。

- (6) 本論文の第五章第三節を参照。
- (7) この点につき、第二章第二節注[10]、及び、第二章第四節注[32]で指摘したように、わが国における、いわゆる第一次宮入バルブ事件(第二章第一節注[8])も、まさにそのような事例であった。
- (8) この点につき、第三章第二節注[14]で紹介した、デラウェア州最高裁判所の判決である、*Frantz Mfg. Co. v. EAC Indus.*, *supra* note 14 (Ch.2 § 4) を参照。
- (9) もっとも、実際には、そのような場合、多くの場合には、対象会社の経営者により、買取者が対象会社の発行済株式総数の過半数に当たる株式を取得する前に、すでに対抗措置がとられていると思われる。しかしながら、理論的には、(また、実際上も、前述の、第一次宮入バルブ事件(第二章第一節注[8])や *Frantz Mfg. Co. v. EAC Indus.*, *supra* note 14 (Ch.2 § 4) が、そうであったように)、たとえ、買取者が対象会社の発行済株式総数の過半数に当たる株式を取得したような場合であっても、なお対抗措置がとられる必要性がある場合もありうるといえる。
- (10) この点につき、例えば、森(前掲注[1]) 五四頁、同(前掲注[5]) 三一五頁、同(前掲第一章注[21])「完全子会社による親会社株式の取得」一八頁を参照。

第二節 対抗措置の認定と司法の役割

前節において、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しようとする伝統的な会社法理論には、その会社支配の捉え方において、むしろ、柔軟性や現実適合性を欠くような、理論に内在する問題点があるのではないか、ということが示された。そして、このことは、言い換えるならば、会社支配自体の内容が、法理論的に明らかにされる必要があるということの意味していると思われる。

そこで、この点に関連して、本来、対抗措置とは、会社支配をめぐる争いが存する場合に、会社支配の移転・変動を意図的に阻止する目的でなされる対象会社の経営者の行為のことであるが、このように、会社支配自体の内容が、まず法理論的に明らかにされなければならないとすると、対抗措置についても、ある行為が対抗措置であるか否かを裁判所が明確に判断するためには、その前提として、会社支配自体の内容が明らかにされている必要があると思われる。

そこで、この点に関連して、すでに第二章で検討したように、^①外国法の基本的立場（アメリカ法）では、わが国におけるのと異なり、会社支配をめぐる敵対的争いのある局面での第三者割当増資の発行目的の認定につき、裁判所は、資金需要の有無の要素のみにとどまらず、かかる状況での新株発行を取り巻く多様な要素を取り込み、いわば複眼的・客観的にその公正性・妥当性の判断をなしており、その発行目的の多くを対抗措置としてなされるものと認定している。そして、かかる多様な要素としては、例えば、(ア)新株発行に付随する条件等に敵対的企業買収を妨害するようなものがあるか否か、(イ)新株発行を取り巻く一連の対象会社の経営者による行為の中に、敵対的企業買収を妨げるようなものがあるか否か、(ウ)新株発行の計画が長期間にわたり考慮されていたものか否か、(エ)新株発行を取り巻く市場の状況はどうか、(オ)新株発行について、その株式を取得することになる者がその議決権を行使するにあたり、対象会社ないしその経営者が、その行使につき影響力を及ぼす虞があるか否か、(カ)新株発行が実現された際に生ずる買収者の支配の希釈が、対象会社の経営者のいかなる態様ないし目的の下で、行われようとしているのか等、が考慮されている。そして、これらの諸要素の存在^②間接事実の積み重ねを通して、裁判所は、対抗措置の目的としてなされるものと認定している。

しかしながら、こうした外国法の基本的立場（アメリカ法）について、冒頭で指摘したことに関連して、もし、会

社支配自体の内容が法理論的に明らかにされることなく、このように、間接事実の集積により（もちろん、そのこと自体は必要であるが）、会社支配の移転・変動に関わる事実的特徴のみに依拠して、対抗措置の目的が認定される場合、そこには、いかなる場合に対抗措置の目的であると認定されるのかにつき、裁判所に不分明な裁量の幅があることになり、場合により、それが恣意に流れる危険性もありうることになる。もつとも、この点に関連して、かかる外国法の基本的立場（アメリカ法）をわが国における状況と比較すると、すでに第二章で検討したように、^③会社支配をめぐり敵対的争いのある局面での第三者割当増資の発行目的の認定について、わが国の裁判所は、本来対抗措置として認定すべきかかる目的を、主に資金需要の有無の要素のみを考慮することにより、資金調達^④の目的でなされるものと認定していることから、こうした外国法の基本的立場（アメリカ法）は、わが国の裁判所の判断のあり方に比べれば、その裁量の幅は極めて狭く、それゆえ、それが恣意に流れる危険性も非常に少ないと思われる。そこで、かかる点から、逆に、わが国においては、会社支配自体の内容が、法理論的に明らかにされなければならないということが、特に、重要な意義をもつものと思われる。

そして、この点に関連して、もし、このように、会社支配自体の内容が法理論的に明らかにされることなく、その結果、いかなる場合に対抗措置の目的であると認定されるのかにつき、裁判所に不分明な裁量の幅があり、また、それに関連して、前節で検討したように、ステイクホルダーへの影響を考慮した対抗措置が、最終的に、裁判所により容認されるのか否かについても、曖昧な点があることになる^⑤、このことは、買収者にとり、対象会社に対する支配の取得について、その取得を不安定にさせ、企業社会の中で重要な意味をもつ、支配の取得についての予測可能性を減少させることになり、結果として、敵対的企業買収に対するインセンティブを阻害することにもなりかねないと思われる。もつとも、かかるインセンティブの点について、特に、アメリカでは、わが国におけるのと異なり、敵対

的企業買収の事例が極めて多く、また、従来より対抗措置の法理論が確立されていることから、このように、支配の取得の予測可能性を減少させ、その結果、敵対的企業買収に対するインセンティブを阻害するという虞は、ほほないと思われる。しかしながら、わが国では、今日までに敵対的企業買収の事例が少なく、また、裁判所の判断のあり方についても、上述のように、その裁量の幅が極めて大きく、場合により、それが恣意に流れる危険性もありうること⁽⁵⁾から、仮に、外国法の基本的立場を基に、わが国における解釈論を展開しえたとしても、もし、わが国の裁判所における運用等が適切に行われないとすれば、敵対的企業買収に対するインセンティブを阻害する虞も、なお、ありうるように思われる。⁽⁶⁾

そこで、以上の検討から、会社支配自体の内容が、法理論的に明らかにされることが必要であり、⁽⁷⁾そして、このことは、特に、わが国において、重要な意義をもつものと思われる。

- (1) 本論文の第二章第四節の一．を参照。
- (2) 本論文の第二章第四節の一．を参照。
- (3) 本論文の第二章第二節、第四節、第五節を参照。
- (4) この点につき、前節、及び、特に、その注「4」を参照。
- (5) この点につき、本論文の第二章第五節を参照。
- (6) この点に関連して、第二章第五節注「14」ですでに紹介した、近年の最一小判平成六年七月一四日の事件が、参考になると思われる。本件は、会社（被告・控訴人・上诉人）の代表取締役でもあり、同社の発行済株式総数の過半数を保有する株主（原告・被控訴人・被上诉人）に対して、その株主が同社を解散する決議をしたり、または、同社の取締役を解任する決議をなすことを恐れた、その取締役が、これを阻止する目的をもって、専ら、その株主から同社に対する支配を奪取し、その取締役及びその側に立つ者が過半数の株式を保有するようにするために行った、不公正発行にあたる新株発行について、その効力が争わ

れた事例である（もつとも、すでに同じ箇所指摘したように、本件は、敵対的企業買収の事例ではなく、小規模閉鎖会社の事例であり、また、不正発行等を理由に新株発行の無効が直接請求された事例である。また、本件では、発行された新株は、結局、すべて、その取締役により引き受けられ、現に保有されていた）。そして、本件では、すでに同じ箇所指摘したように、かかる特別な事情が存するにもかかわらず、裁判所は、取引の安全という理由により、不正発行にあたる当該新株発行の効力を有効である旨判示したことから、事案としては、とにかく新株発行の効力を維持すべきであると判断された事例であったと推測される。そこで、本件では、このように、結果として、会社の解散が回避されたことから、会社側からみれば、本件は、実質的に、会社の経営を維持・擁護した事例であると捉えることができるように思われる。しかしながら、逆に、株主の側から本件をみると、ここでは、株主がそれまで取得していた会社の支配を、上述のように、特別な事情の下に剝奪されたにもかかわらず、裁判所は、取引の安全という非常に一般的・抽象的な理由により、その剝奪を容認したことから、本件は、株主の会社支配の取得について、その取得を不安定なものにさせ、支配の取得の予測可能性を減少させた事例であると捉えることができるように思われる。そこで、以上の点から、もし、敵対的企業買収の事例において、本件と類似する内容の判決が裁判所により下されるとすれば、わが国では、新株発行の差止の際の、発行目的の認定の問題に加え、そこでも、敵対的企業買収に対するインセンティブを阻害する虞が、ありうるように思われる。

(7) なお、以上の点に関連して、すでに第三章で検討したように、外国法の基本的立場（アメリカ法）では、対抗措置という特定の局面を設定し、それに対して柔軟で合理的な利害調整をなしているが、会社支配自体の内容が法理論的に明らかにされないならば、では、何故、対抗措置という特定の局面を設定することができるのか、という点についても、そもそも、法理論的には、その論拠が必ずしも明確でないことになる。

第三節 小 括

以上の検討から、外国法の基本的立場は、法理論上、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支

配しうるとする伝統的な会社法理論に、適合するものとはいい難いことが明らかとされた。そこで、わが国において、対抗措置として認定さるべき第三者割当増資の公正性の判断について、その行為を適切に法的評価しうる法基準を確立してゆくにあたり、かかる外国法の基本的立場を基に、その法基準を解釈論的に確立してゆくことは、伝統的な会社法理論を前提とする限り、法理論上は、困難であると思われる。そこで、前章において、機関権限の分配秩序説からの批判について問題とされていた、対象会社の経営者が敵対的企業買収に対し対抗措置をとることができるとする、その権限については、対抗措置を、授權資本制度により経営者が新株発行権限を行使することを許される、企業経営上合理的な場合に含まれると解することは、伝統的な会社法理論を前提とする限り、法理論上は、困難であると考えられる。⁽¹⁾

しかしながら、このような結論について、それは、すでに検討してきたように、⁽²⁾ 今日の大規模化した公開会社の広汎な経営活動を前提にした場合、はなはだ経営合理性及び具体的妥当性を欠くものであるといわざるを得ない。そして、このように、硬直的な結論に至った原因として、それは、むしろ、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるとする伝統的な会社法理論にこそ、会社支配を所有権と結び付けて捉えるという、その会社支配の捉え方において、柔軟性や現実適合性を欠くような、理論に内在する問題点が潜むことが、示された。また、そのことに関連して、会社支配自体の内容が、法理論的に明らかにされることが必要であり、そして、このことは、特に、わが国において、重要な意義をもつことも明らかとされた。

そこで、以上の検討から、もしも、会社支配を所有権と結び付けることなく、これと切り離して捉えることが法的に可能になれば、あるいは、こうした硬直的な結論を回避し、経営合理性及び具体的妥当性を確保した上で、法理論的にも、なお論理的整合性のある解決を導くことが、新たに可能になるように思われる。そして、この点に関連して、

近年、わが国において、このように、会社支配を所有権と結び付けることなく、これと切り離して捉えようとする、新たな会社法理論が出現している。⁽³⁾そこで、かかる新しい会社法理論によれば、あるいは、わが国において、対抗措置として認定さるべき第三者割当増資の公正性の判断について、その行為を適切に法的評価しうる法基準を確立してゆくことが、新たに可能になるかもしれないと思われる。

そこで、最後に、以下の第七章では、こうした新しい会社法理論について紹介しながら、そのような可能性について、指摘してゆくことにしたい。

(1) この点につき、わが国において、従来より、敵対的企業買収における対抗措置の必要性について指摘されてきた、河合伸一弁護士(当時)も、近年の「新株発行差止め仮処分」中野貞一郎・原井龍一郎・鈴木正裕編集『民事保全講座 3—仮処分の諸類型』(法律文化社、一九九六年)二四二頁の文献の中で、「……第三者割当てによって株主構成ひいては支配関係へ取締りが影響を及ぼすことができることは、本来商法の予定しているところであつて、たまたま支配関係上の争いがある場合にこれを全面的に否定するのは正しくないと考えるのである(ただし、これは資金調達が必要があることが前提であるから、いわゆる企業防衛のみを目的とするものは、現行法上は原則として許されないことになろう)」(同文献の二五六頁の注(22))を参照)と指摘してある。また、この点に関連して、河合伸一発言「(座談会・1) 第三者割当増資をめぐる諸問題」『第三者割当増資・企業金融と商法改正2』(有斐閣、一九九一年)一頁以下、及び、同発言「(座談会・2) 第三者割当増資をめぐるその後の動向—秀和・高橋産業事件および五パーセントルール制定の動きを受けて—」『第三者割当増資・企業金融と商法改正2』七五頁以下もあわせて参照。

(2) 本論文の第五章第三節を参照。

(3) この点につき、森(前掲第一章注[14])、同(前掲第一章注[21])、同(前掲本章第一節注[1])、同(前掲本章第一節注[5])の各文献を参照。また、森淳二朗「監査役の構成原理とシステム」森本滋||前田雅弘||川浜昇編『企業の健全性確保と経営機構』(有斐閣、一九九七年)五三頁、同「監査役制度と会社支配理論—監査役の独立性確保への途—」蓮井良憲・今井宏

両先生古稀記念論文集『企業監査とリスク管理の法構造』(法律文化社、一九九四年)二二九頁、同「株主総会の活性化と会社法理論―伝統的な活性化論に対する問題提起」判例タイムズ八三九号四一頁、同「株式評価と会社法理論」法政理論二四卷四号(中村一彦教授退職記念号)一八六頁、及び、同「会社支配の意思本位的理論からの脱却(1)資本多数決制度の再構成」商事法務一一九〇号五七頁、同「会社支配の意思本位的理論からの脱却(2)会社支配概念の再構成と社団法人性」商事法務一一九二号一九頁、同「会社支配の意思本位的理論からの脱却(3・完)会社支配取引の動態的論理構造」商事法務一一九三号二二頁等の文献も参照。

第七章 結 び

近年、わが国において、会社支配を所有権と結び付けることなく、これと切り離して捉えようとする、新たな会社法理論が出現している。^①そこで、まず、かかる新しい会社法理論の概要について、紹介してゆくことにしたい。

この会社法理論は、まず、株式会社におけるいわゆる資本多数決制度の理解を、従来の理解より拡大するところから出発する。すなわち、株主は、各人が保有するその株式数に応じて、議決権を行使することにより、会社に対して影響力を及ぼし、会社意思を統一するが、従来より、資本多数決制度は、このような多数決の一方法としてのみ理解されてきた。^②しかしながら、この点に関連して、企業社会の現実を直視すると、一般の株主は、会社から利益配当のみを得るのに対して、多数の株式を保有する株主は、こうした利益配当の他に、例えば、自らを経営者に選任して経営報酬を得たり、会社と取引(いわゆるコンツェルン取引)をして経済的利益を得ることが、その株式保有を基礎に確実に実現できることから、この会社法理論は、資本多数決制度を、株主間の経済的利益を調整する機能をも果たす

ものとして理解する。すなわち、この会社法理論によれば、多数の株式を保有する株主は、資本多数決制度が法定されていることにより、こうした追加的な経済的利益を実現しうる、優越的な地位を有することになるとする。そして、かかる優越的な地位は、単に議決権の行使を通して会社意思を統一できるといふ面だけでなく、株主総会決議以外の場合における影響力の行使や、追加的な経済的利益を享受できるという面における優越性をも含むものとされる。そして、このように、資本多数決制度が法定され、かかる特典が認められるのは、それにより企業家精神を鼓舞し、会社経営を効率化させようとする立法政策より出たものであるとされる。そして、このような点から、この会社法理論は、かかる資本多数決制度による特別な制度的利益¹¹優越的な地位を、会社支配の本質と捉え、会社支配を、こうした資本多数決制度という法的制度の問題として把握する。また、この会社法理論は、株主が会社企業の実質的所有者であるといえるのは、企業社会の実際をみれば、総株主が会社財産の実質的所有者といえる限りのことにすぎないとする。そこで、以上の点から、この会社法理論によれば、会社支配は、所有権とは区別された、資本多数決制度という特別な法的制度の問題として、捉えられることになる。³⁾

それでは、このように、会社支配を、所有権とは区別された、資本多数決制度という特別な法的制度の問題として捉える、かかる新しい会社法理論には、いかなる特徴がみられるのであろうか。そこで、ここでは、特に、本論文の考察対象である敵対的企業買収の問題に限局して、その特徴について指摘してゆきたい。

まず、すでに検討したように⁴⁾、会社支配を所有権と結び付けて捉える、伝統的な会社法理論の下では、わが国の現行憲法では、原則として所有権の制限は許されていないことから、敵対的企業買収における買収者¹¹株主による対象会社に対する支配もまた、法理論上は、原則として制限し得ないようになるのではないかと解されるのに対して、会社支配を、このように、資本多数決制度という特別な法的制度の問題として捉える、新しい会社法理論の下では、資

本多数決制度は立法政策により認められた特別な制度であることから、その制度に基づく制度的利益を制限することは、立法政策により、十分に可能になるものと思われる。⁵⁾ また、この点に関連して、こうした立法政策の中で、例えば、ステイクホルダーの利益の考慮に関して、もし、株主の利益にかかるステイクホルダーの利益と結び付けることなく、ステイクホルダーへの影響をより柔軟に考慮することが、政策上合理的であると考えられるとすれば、そのような考慮を行うことも、容易に可能になるように思われる。⁶⁾ そこで、これらの点から、この新しい会社法理論の下では、例えば、立法政策により、会社の経営効率性を改良・促進させるような敵対的企業買収は容認しながら、逆に、優良・健全に経営されている会社から活力を奪うような敵対的企業買収は規制するというような、わが国で一般的に望まれている敵対的企業買収の規制のあり方について、⁷⁾ 外国法の基本的立場のように、買収者による支配の取得に関するスクリーニングの機能・制度を確立してゆくことも、これを、法理論的に、論理的整合性をもって、正当化しうるようになると思われる。⁸⁾ また、このように、会社支配を、資本多数決制度という特別な法的制度の問題として捉え、かかる特別な制度的利益の内容を、立法政策を木目細かく考慮しながら、明らかにすることに、⁹⁾ 会社支配自体の内容も、法理論的に明らかにされると思われる。そして、その結果、すでに検討したように、もし、会社支配自体の内容が、法理論的に明らかにされなければ、例えば、裁判所が、ある行為を對抗措置であるか否かを明確に判断することを困難にしたり、あるいは、買収者による支配の取得の予測可能性を減少させ、結果的に、敵対的企業買収に対するインセンティブを阻害する虞もありうるが、こうした結果、そのような虞を、解消しうるようになると思われる。

そこで、以上の点から、この新しい会社法理論の下では、会社支配を所有権と結び付けて捉える、伝統的な会社法理論にみられる、硬直的な結論を回避し、経営合理性及び具体的妥当性を確保した上で、法理論的にも、なお論理的

整合性のある解決を導くことが、新たに可能になるように思われる。そして、そのことから、わが国において、対抗措置として認定さるべき第三者割当増資の公正性の判断について、その行為を適切に法的評価しうる法基準を確立してゆくことも、かかる新しい会社法理論の下において、新たに可能になるように思われる。

そこで、以上の検討から、第二章において示された、わが国における問題点である、対抗措置として認定さるべき第三者割当増資の問題について、結局、この課題は、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しうるとする伝統的な会社法理論の枠組の中では、法理論上、解決することが困難であり、そこで、会社支配を、所有権とは区別された、資本多数決制度という特別な法的制度の問題として捉える、新しい会社法理論の中において、その解決の可能性が見出されることが明らかとされた。

それでは、この新しい会社法理論の中で、具体的に、各論的な問題点として、いかなる内容の法基準を、いかなる法形式で確立してゆくべきであろうか。また、その際に、外国法の基本的立場を、いかに活用してゆけるのであろうか。また、仮処分制度との関係は、いかになるのであろうか。これらの細部の問題点については、かかる新しい会社法理論は、現在もなお展開中の理論であり、また、この理論に固有の基礎理論とも密接に関連していることから、まず、そうした固有の基礎理論を詳細に検討することが必要になると思われる。¹⁰そこで、これらの細部の問題点については、こうした検討を十分に踏まえた上で、将来、それらについて、明らかにしてゆくことにしたい。

最後に、今後、わが国においても、経済社会がより競争的なものへと変化し、それに伴って、敵対的企業買収の事例が増加することが予想されるが、本論文における研究が、かかる状況の中で、いささかでも貢献しうることを祈念する次第である。

- (1) この点につき、すでに指摘したように、森(前掲第一章注[14])、同(前掲第一章注[21])、同(前掲第六章第一節注[1])、同(前掲第六章第一節注[5])、同(前掲第六章第三節注[2])における各文献を参照。
- (2) この点に関連して、例えば、前田(前掲第五章第三節注[14])、二二五頁を参照。
- (3) 以上の点につき、特に、森(前掲第一章注[14])、同(前掲第一章注[21])、同(前掲第六章第一節注[1])、同(前掲第六章第一節注[5])の各文献を参照。
- (4) 本論文の第六章第一節を参照。
- (5) この点につき、特に、森(前掲第六章第一節注[5])三二七頁、同(前掲第一章注[14])「会社法理論の体系的修正―公正性とフレキシビリティの会社法システムを求めて―」一三頁、同「会社法のモデル分析と株式会社支配の特質」六三八―六三九頁、同「株式会社の柔構造化―一本マスト型から二本マスト型の会社法へ―」八〇―八一頁を参照。
- (6) この点に関連して、第六章第一節で検討したように、外国法の基本的立場では、対象会社の経営者に、株主にも何らかの合理的に関連のある利益が生じる場合に、ステイクホルダーへの影響を考慮して、対抗措置をとることを認めているが、このように、株主の利益に究極的に還元されなければならないという制限が置かれているのは、すでに同じ箇所指摘したように、かかる外国法の基本的立場が、株主は会社企業の実質的所有者であり、それゆえ、会社を支配しようとする伝統的な会社法理論の枠組の中で、なお社会の実態を反映させ、できる限りかかるステイクホルダーの利益を斟酌してゆこうとしているためであると思われる(もつとも、そこで明らかにされたように、かかる外国法の基本的立場は、このような伝統的な会社法理論に、法理論上、論理的整合性をもって、適合しているとはいえない)。そして、このように、株主の利益に究極的に還元されなければならないとして、株主の利益をステイクホルダーの利益と結び付けて考えると、すでに同じ箇所指摘したように(特に、その注[4]を参照)、それでは、一体いかなる場合が、株主の利益に究極的に還元される場合とどういうのか、その判断基準が曖昧なものとなり、それに伴い、場合によって、経営者の大きな裁量の幅が濫用につながりかねない等の批判がありうることから、かかる場合には、経営者による会社利害関係者間の利害調整の判断基準について、これを法理論的に明確にしてゆくことが、さらに必要になると考えられる。しかしながら、この点に関連して、かかる新しい会社法理論の下では、会社支配を、資本多数決制度という特別な法的制度の問題として捉えることから、例えば、立法政策の内容如何によっては、本文で述べたように、ステイクホルダーへの影響をより柔軟に考慮することも、容易に可能になるように思われる。また、さらに、経営者による会社利害関係者間の利害調整の判断基準についても、(後述するように)立法政策の内容を木目細かく考

慮することにより、これを明確にしてゆくことも可能になるものと思われる。

(7) この点につき、第五章第三節の注[18]の箇所、及び、そこで示された文献を参照。

(8) この点につき、特に、森(前掲第一章注[21])「敵対的企業買収の法的規制と会社支配理論」六四七―六四八頁、及び、同文献の注(11)、(20)、同(前掲第一章注[14])「会社法理論の体系的修正―公正性とフレキシビリティの会社法システムを求めて―」一五頁、同「会社法のモデル分析と株式会社支配の特質」六四〇頁、同「株式会社の柔構造化―一本マスト型から三本マスト型の会社法へ―」八四―八五頁、及び、同文献の注(19)、(22)、(23)を参照。

(9) 本論文の第六章第二節を参照。

(10) この点に関連して、この新しい会社法理論を提唱されている森淳二朗教授は、この理論に固有の基礎理論について、以下のように指摘されている。すなわち、このように、会社支配を、所有権とは区別された、資本多数決制度という特別な法的制度の問題として捉えると、「同じく会社の株主といっても、会社財産の管理という観点からみると、かかる資本多数決制度を利用して、例えば、株主総会決議以外の場で影響力を行使したり、追加的な経済的利益を享受したり、あるいは、取締役を選任することにより、会社財産の管理に關与できる株主と、そうした会社財産の管理から全面的に排除される株主とが存在することになる。つまり、このように、会社財産の管理という観点からみると、前者の株主は、取締役と協同して、会社財産の管理を行うのに対して、後者の株主は、そうした会社財産の管理から全面的に排除されていることになる。そこで、このようにみると、株式会社とは、伝統的な理論のように、株主が所有し、経営を他に委ねる企業形態とみるよりも、「総」株主が所有し、かつ、かかる資本多数決制度を利用して会社財産を管理しながら、経営を他に委ねる企業形態とみるべきではないか、ということになる。そこで、株式会社における利害対立としては、(ア)まず、その基本的な利害対立として、資本多数決制度を利用する株主と取締役の双方により構成される、(森教授の表現では)「会社財産管理の連合体」と、かかる会社財産の管理から全面的に排除される株主との間に、存在することになる。また、その他に、(イ)かかる会社財産管理の連合体の中でも、こうした資本多数決制度を利用する株主と取締役とは別人格であることから、この両者の間にも、利害対立が生じることになる。そして、さらに、(ウ)敵対的企業買収が行われる際には、現在の対象会社の取締役に敵対する形で、買収者により、株式の取得を通じて対象会社の支配の取得が行われることから、現在の取締役に支持している、既存の資本多数決制度を利用する株主に代わり、現在の取締役とは何の論理的な連動関係も持たない、新たな資本多数決制度を利用する株主Ⅱ買収者が出現することになるため、その場合には、かかる会社財産管理の連合体が崩れることになる。そこで、その際には、新たな資本多数決制度を利用す

る株主と現在の対象会社の取締役との間にも、利害対立が発生することになる。そこで、このように、会社支配を、所有権とは区別された、資本多数決制度という特別な法的制度の問題として捉えると、かかる資本多数決制度を利用した、会社財産の管理に関して、以上のように、三つの利害対立の形が存在することになる。そして、この点について、伝統的な理論では、株式会社の基本的な利害対立は、所有と経営の分離に伴う、いわゆるエイジェンシー・コスト(代理費用)の問題にみられるように、所有と経営の間のみ存在するとして、いわば上述の(イ)に相当する利害対立のみを認識しているが、その他の(ウ)及び(ウ)の利害対立については、これらを会社法の論理をもって法理論的に認識しているとは、いい難いことになる。そこで、これらの点から、(ウ)の利害対立の問題、すなわち、敵対的企業買収の問題については、現行法上、法の欠缺があることになり、結局、この利害対立については、それは、いわば会社の売買に資本多数決制度の利用を自由に認めるべきかという立法政策の問題に帰着することになる。そして、この問題の解決としては、立法論的に図られるべきである」と指摘されている。以上の点につき、特に、森(前掲第一章注「14」)「会社法理論の体系的修正—公正性とフレキシビリティの会社法システムを求めて—」の文献、及び、同(前掲第六章第一節注「1」)の文献を参照。