

会社法制はどこへ行くのか

—効率性と公正性のはざまで—

立命館大学法務研究科 教授
ニッセイ基礎研究所客員研究員 村田 敏一

1—会社は誰のものか

敵対的買収防衛策を巡る論議の高まりや、雇用問題の顕在化を受け、近時、またぞろ、「会社は誰のものか」という議論に盛り上がりが見られた。「会社は誰のものか」という議論は基本的には不毛である。倒産の危機に瀕すれば、会社債権者によるガバナンスがぐっと近景に躍り出、株主は単に残余財産分配請求権者に過ぎない。では、何故株主のみが経営者を選解任可能なのか、その根拠が問われる。まず、比較法的に見れば、ドイツの大企業では、共同決定制のもと、資本（株主）と労働勢力が協働して経営者を選任しており、その意味で株主の権利は縮減している。もっとも、共同決定制への投資家の評価は頗る低い。海外資本の吸引が国家的課題である我が国では政策的な理由により採り得ない選択肢と説明できる。また、経営者の選任権者を多様なステーク・ホルダーに分散した場合には、各選任権者間での合理的な権限分配調整原理に決め手を欠き、結果的に経営の混乱・停滞を招き易いという説明も可能であろう。米国での論争を見ても、株主の無機能化現象を背景に、株

主総会の権限縮小論が主張されたが、一方で、特に企業組織再編時における株主総会機能を重視する見解に対して、有効な反論はなされなかった。もっとも今日では、機関投資家によるガバナンス機能発揮が活発化しており、株主の無機能化現象はその根拠を喪失している。

2—効率性と公正性の調和

会社法制の今後を占うキーワードは、効率性と公正性の相克・調和にあると言ってよい。例えば、企業結合法制の在り方を巡り、その法律上の要件が不明確な支配株主の少数派株主への信認義務を法定すべきといった主張が、研究者の間では盛んである。わざわざ信認義務という法律構成を持ち出すまでもなく、支配株主の権利濫用法理で十分対処可能とも思われるが、それはさておき、信認義務導入論者は、概ね公正性重視論者と評価されよう。公正性重視論がもたらす帰結は何か。支配株主を目指す投資がシュリンクし、結局のところ少数派株主も株価低迷の不利益を蒙り、いわば皆で貧しくなるという結果を齎しかねない。

同様に、合併法制に関して見られる、合併対価の不正性を合併の無効原因とするべきとの主張も公正性重視論に分類されよう。そもそも合併比率の公正性判断に際し、確たる一義的な指標は存在しない。公正とされる比率には大きな幅があり、公正性の確保は、基本的には手続的規制と株式買取請求権制度を通じた抑止機能の発揮に拠ることで必要にして十分と考えられる。公正性確保の観点から合併の瑕疵を広範に認めることは、当事者企業が周到に積み重ねてきた合併契約条件を否定して、我が国経済の活性化・国際競争力向上の一つの切り札とも言える大型合併に二の足を踏ませる要因ともなりか

ねない。

一頃、大変な盛り上がりを見せた敵対的買収とその防衛策の在り方を巡る法的議論は、瞬く間に沈静化した。しかし、そこでも公正性を巡る言説は多くの教訓を残している。EU法制に見られるような公開買付場面での全部買付義務を我が国でも導入するべきである、あるいは、強圧性の有無・強弱との相関の中で、正当化される買収防衛策の強度を判断していくといった考え方も、やはり公正性重視論の系譜に属するものと言えよう。超高齢化社会を迎える我が国で、経済・株式市場の活況をある程度維持していくには、海外投資家の大口資金を、一層吸引していくしか手はない。但し、全部買付義務の安易な導入は、企業価値破壊的でない健全な買収活動まで阻害する要因となりかねない。

インサイダー規制に関しても、過度の公正性の追求は、ルールの主観化による法的安定性（予見可能性）の低下と投資意欲の減退を通じて、結果的に一般投資家にもデメリットが多いものと評価されよう。

我が国会社法制見直しのスタンスとしては、過度な公正性重視論から、客観的要件による法的安定性の確保とその結果としての効率性重視論に、軸足をシフトさせる必要がある。

3—会社法制と市場（証券）法制

公開株式会社法構想が唱えられている。その主張の眼目はいま一つ捉えどころがないが、要は、株式会社法制・市場法制・公的規制という重層的規制を見直し、市場法制オリエンティドに、株式会社類型別の再構築をなすべきとの、まことに口当たりの良い主張とも理解される。

しかし、こうした所論には、実は大きな陥穽があるように感じられる。例えば、ベンチャー

企業が上場企業に発展する局面、あるいは、上場企業がMBOにより非上場化する局面を想起してみよう。塊としての適用法制がガラッと変われば、円滑なステージ間の相互移動を制約する要因となる。会社法制（ガバナンス・ファイナンス・リオーガナイゼーション）と市場法制が体系的に分化していれば、その基本的な法的インフラを維持したままで、効率的なステージ間移動が実現する公算が強い。

もちろん、会社法制と市場法制の調整（ハーモナイゼーション）は必要となるが、開示規制等についての重複・ムダを徹底的に省くことに限定されるべきであろう。この調整に当たってのベースが、基本法である会社法制に置かれるべきことは、言うまでもなからう。

4—会社法制の行方

日本の会社法制、特に平成17年会社法に対する海外企業実務家からの評価は、実は驚くほど高い。制度設計の柔軟性（選択肢）確保と、法的安定性の確保が調和・両立しているからであろう。もちろん、個々の条文を具に眺めれば、随分と使い勝手が悪いものも発見出来ようが、総体として見れば、国際的にも評価の高い新会社法の基本的な建て付けを見直す実益は、全くない。

日本経済の「ジリ貧」を避けようとして、「ドカ貧」に陥るような法的インフラ見直しの愚は、絶対に犯してはならない。今、必要なのは、新会社法のファインチューニングであり、決して、抜本の見直しではない。