

結合企業の競争規整にかかる問題点

小 松 卓 也

- 一 序 論
- 二 競争の許容による従属会社少数株主の不利益
 - (1) 緒 論
 - (2) 従属会社少数株主の不利益の内容
- 三 競争を容認することの利益
 - (1) 緒 論
 - (2) 企業グループの戦略
 - (3) 競争企業の買収
 - (4) グループ内競争の帰結と問題点
- 四 従属会社少数株主を保護する方策
 - (1) 緒 論
 - (2) 競争活動の存在を前提とした法規整
 - (3) 少数株主に対する株式買取請求権の付与
 - (4) 競争自体の禁止
 - (5) その他の法規整のあり方
- 五 企業買収規整を前提とした競争の許容
 - (1) 緒 論
 - (2) ドイツにおける企業買収規整
 - (3) 買付価格についての法規整
- 六 結 語

一 序 論

わが国のような現代の経済社会において、複数の企業が同種の事業を

行っており互いに競争関係にあるという状況は、極く当たり前に見られることである。そして、企業間におけるそうした競争関係は、いわば恒常的に継続されていくものではなく、それら各々の企業の活動自体に対して何らかの影響を及ぼすことになるのである。すなわち、幾つかの企業が競争しているということは、場合によっては、そのうちの一部の企業が経済社会における生存競争に敗れるという事態を生むことにもなる。その反面、競争が行なわれて企業間の生存競争が激しくなるということは、個々の企業においての経営努力を促し、また、新たな技術開発や製品開発を促進させることにもつながる。そのことは、ひいては取引相手ないし消費者がよりよい商品をより容易に購入することを可能とする⁽¹⁾であろう。

ところで、互いに独立した企業同士が競争関係にあるという場合、そのこと自体は、一般的な会社法における規整の下では、特別な問題とはならない。しかし、複数の企業が出資に基づいて支配・従属関係を形成しているという、いわゆる企業グループの内部において互いに競争が行なわれているという場合には、果たしてどうであろうか。⁽²⁾

すなわち、支配会社と従属会社との間あるいは同じグループ内における複数の従属会社間で競争が行なわれる場合には、支配会社の意向によって当該競争会社間での力関係および競争状況が決められるおそれがある点で、独立した会社間での競争関係とは異なったものとなりうるのである。他方で、企業グループ内において競争活動が行なわれることは、当該グループ内での企業間競争を促しひいては市場における当該グルー

(1) ここでは、独占禁止法などのいわゆる経済法上の規制が適切に機能することも期待されている。

(2) 以下、本稿では、従属会社が株式会社であってかつその株式が一般投資者に対して公開されている場合について、論じることとする。また、本稿でいう「企業グループ」とは、各々の会社が株式保有によって生じる支配・従属関係において結び付いている企業集団のことを意味するものである。

結合企業の競争規整にかかる問題点

プ自体の競争力を高めることにもつながるとも考えることができる。

そこで会社法上の問題としては、ある従属会社が支配会社ないしその企業グループ内の他の従属会社との競争関係において不当に不利な立場に置かれることによって従属会社の少数株主が被むる不利益と、企業グループ内での競争活動によってもたらされるそのグループ全体としての利益とをいかに調整するかが、問題となりうるであろう。⁽³⁾

本稿では、このような企業グループ内における競争活動が果たして会社法上規整されるべき問題であるのか、また、規整の対象になるとした場合いかにして規整されるべきか、という点について検討する前段階として、この問題に関して従来から検討がなされているドイツ法上の議論を主に取り上げる。とはいえ、本稿は、ドイツにおける議論を網羅的に紹介するのではなく、適切な問題解決のために考慮する必要がある問題点を抽出することを、第一の目的とするものである。⁽⁴⁾

なお、本稿では、単に企業グループのいわば静的な状態、つまり既にひとつの企業グループにおいてその構成会社が競争活動を行なっているという場合、を問題として取上げるだけでなく、企業買収や公開買付けといった結合企業の形成段階といういわば動的な局面をも含めた叙述を行なった点についても、あらかじめ付言しておきたい。

(3) ひとつの企業グループ内における複数の従属会社間で競争が行なわれるということは、支配会社が、ある従属会社が行なっている事業に対して、別の従属会社を経由して、競争活動を行なうという点において、支配会社と従属会社とが競争関係にある場合と同視することができる。Geiger, Wettbewerbsverbote im Konzernrecht, S. 104f. (1996). また、本稿でいう「競争」とは、さしあたり、ひとつの企業グループ内におけるその構成会社間で同一の事業活動を行なっている場合を意味するものとしておく。vgl. Geiger, a. a. O., S. 114.

(4) わが国の文献において、企業グループ内における従属会社が公開株式会社であることを前提としつつ、グループ内競争にかかる従属会社少数株主の保護を正面から論じたものとしては、江頭憲治郎・結合企業法の立法と解釈161頁以下(1995)を挙げることができる。

二 競争の許容による従属会社少数株主の不利益

(1) 緒論

ドイツ法上、株式会社における取締役の会社に対する競争禁止義務 (Wettbewerbsverbot) については、現行株式法において明文規定が置かれて⁽⁵⁾いるが、株主の会社に対する競争禁止義務については、株式法による明文の定めはない。⁽⁶⁾とはいえ、会社に対して支配的影響力を有する株主が会社と競争関係にある場合には、従属会社およびその少数株主の利益が著しく危険に晒される点において、法規整上の問題が存在している⁽⁷⁾と考えられている。

もっとも、ドイツ法においては、会社 (従属会社) における支配株主たる支配企業 (支配会社) が当該会社に対して競争禁止義務を負うかどうかの問題について、一致した結論をみていない。⁽⁸⁾さらに、支配会社である支配株主の競争禁止義務を認めるという立場においても、当該義務が存在するのは、株主相互が人的な結びつきをもっている株式会社の場

(5) 現行の株式法 (Aktiengesetz) 第88条第1項は、監査役会の承認がなければ、取締役が、商業 (Handelsgewerbe) を営むこと、会社の事業分野において自己または他人の計算で取引を行なうこと、および他の商事会社において業務執行機関の構成員や個人的な責任を負う社員になることを、禁止している。同条については、田中亘「取締役の社外活動に関する規制の構造」法学協会雑誌120巻11号2238頁以下 (2003) も参照。

(6) Burgard, Das Wettbewerbsverbot des herrschenden Aktionärs, Festschrift für Lutter, S. 1033, 1035 (2000).

(7) Burgard, a. a. O. Fn. 6, S. 1041.

(8) vgl. Koppensteiner in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Vor §311Rn. 28 (1987); Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-konzernrecht Kommentar, 2. Auflage, Vor §311 Rn. 7 (2001); Kropff, in Münchener Kommentar Aktiengesetz, Vor §311 Rn. 65 (2000). なお、ドイツ株式法のなかの結合企業法規整 (同291条以下) において規整の対象となる「支配企業」は、支配株主としての会社のみならず企業性格をもつ自然人をも含むものであるが、本稿では、もっぱら「支配会社」を念頭に置いて論じることとする。

結合企業の競業規整にかかる問題点

合に限られるという考え方と、あらゆる株式会社において当該義務が認められるという考え方に分かれている。⁽⁹⁾ また、会社に対して支配株主の競業避止義務が肯定されるか否かという観点よりもむしろ、企業グループないしコンツェルンのあり方という観点から競業規整を検討する必要があると言われている。⁽¹⁰⁾

さしあたり以下では、支配会社が従属会社と競業活動を行なうことが従属会社の少数株主にとってどのような点で不利益となるのかという側面から、ドイツ法の議論をみていくことにしよう。

(2) 従属会社少数株主の不利益の内容

従属会社が、破産ないし清算の状況に直面しておらず将来的に企業活動を継続しうる状況にある場合、⁽¹¹⁾ その従属会社と支配会社ないし当該グループ内の他の従属会社との競業活動が行なわれることを認めれば、以下の点において、当該従属会社およびその少数株主に対して不利益をもたらすことが、指摘されている。

(イ) まず、従属会社の機密情報が他の会社に利用されることが言われている。すなわち、一般的に言って、個々の会社は、競争に生き残るために、会社の機密情報たとえば産業技術面や経営に関するものあるいは将来行なう予定の取引に関する情報などを獲得、生産ないし保持している。ところが、支配会社は従属会社が保持しているそうした有用な情報を容易入手できる立場にある。したがって、支配会社が従属会社と競業を行ないかつそうした情報を自身のために利用する場合や、同じグループ内の競業関係にある他の従属会社に支配会社がその情報を利用させる

(9) vgl. Kropff, a. a. O. Fn. 8, Vor §311Rn. 62. 支配株主が会社に対して競業避止義務を負うとする場合の法的根拠は、社員の会社に対する誠実義務から導かれると考えられている。Emmerich/Habersack, a. a. O. Fn. 8, Vor §311Rn. 7; Kropff, a. a. O.

(10) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 116; Kropff, a. a. O. Fn. 8, Vor §311Rn. 63.

(11) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 65.

場合には、当該従属会社はグループ内競争において優位な立場に立つのが難しい状況に置かれることになる、という危険が存在するのである。⁽¹²⁾

そのなかでも、従属会社が新たに事業ないし取引を獲得できるかもしれないという状況において、その事業機会が従属会社のものになるか、あるいは競業関係にある支配会社ないし他の従属会社がそれを獲得するかは、支配会社の一方的な意向によって左右され易い、という点が問題とされている。⁽¹³⁾ このとき、事業機会を逃すことになれば、それは当該従属会社にとっての損失であるといえるが、とりわけ、その従属会社が保持していた機密情報がそのさい支配会社ないし他の従属会社に利用された場合や、その従属会社がその事業ないし取引を獲得し遂行するに値するような能力をもった企業であるという場合には、当該従属会社の少数株主に対する保護が問題となってくる。⁽¹⁴⁾

(ロ) また、ひとつの企業グループ内においてその複数の構成会社が競業関係にある場合、支配会社と従属会社との関係あるいは競業している従属会社間との関係が、当該事業について利益相反の関係にあるという点⁽¹⁵⁾が、問題視されている。すなわち、従属会社の経営が支配会社の指揮の下で行なわれる場合には、必ずしも従属会社にとって最善となるような

(12) Liebscher, Konzernbildungskontrolle, S. 247 (1995); Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 65; Burgard, a. a. O. Fn. 6, S. 1041. もっとも、このように従属会社が保有する機密情報が利用される場合、機密情報の利用に対して公正な対価を当該従属会社が受け取るのであれば問題はない、と言えるかもしれない。江頭・前掲注(4)187頁参照。もっともその場合には、公正な対価をどのように算定するかも問題となる。

(13) Liebscher, a. a. O. Fn. 12, S. 247f.

(14) これは、のちに取り上げる、いわゆる「会社の事業機会」に関する問題である。

(15) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 65.

(16) 現行のドイツ株式法においては、支配会社がその影響力を行使し従属会社に対して不利益を付与した場合に、その不利益を補償する義務を支配会社に負わせている(311条)が、支配会社が従属会社に対して支配的影響力を行使すること自体が違法であるかどうかについては、見解が分かれ

結合企業の競業規整にかかる問題点

経営が意図的に行なわれないおそれがある⁽¹⁷⁾。したがって、たとえ従属会社の機密情報が支配会社ないし競業する他の従属会社に利用されなくても、当該従属会社においては、その競業する事業において競争上の不利益を被るかもしれない、という危険性が考えられるのである⁽¹⁸⁾。

(イ) さらに、たとえば支配会社が競業関係にある複数の従属会社のいずれかと取引を行なおうとするとき、それら従属会社間で価格競争が行なわれることによって、支配会社は、取引条件の決定自体について従属会社に対して支配的影響力をとくに行使しなくとも、自己にとって有利な条件で当該取引を行なうことができる点が指摘されている⁽¹⁹⁾。このとき、それらの従属会社が支配会社の一事業部門に特化されておりかつ支配会社以外の者と取引する能力を喪失しているという場合には、当該取引相

ているようである。高橋英治・従属会社における少数派株主の保護49頁以下（1998）参照。vgl. Hüffer, Aktiengesetz, 4. Auflage, §311Rn. 6ff. (1999).

(17) Geigr, a. a. O. Fn. 3, S. 65f.; Burgard, a. a. O. Fn. 6, S. 1041.

(18) たとえば、当該競業する事業に関して、必要な設備投資を行なわないこと、重要な研究開発を中止すること、独自に持っていた販売経路を他の会社にも使用させる、あるいは、当該事業において特定の市場ないし商品を対象とした活動に特化することなどが挙げられよう。vgl. Emmerich/Sonnenschein, Konzernrecht, 6. Auflage, S. 346 (1997). もっともドイツ法上の解釈論では、そうした従属会社の行為が支配企業によって仕向けられた場合にのみ、支配会社の責任が問題となる。Emmerich/Sonnenschein, a. a. O., S. 338. 江頭・前掲注(4)201頁以下参照。ちなみに、支配会社の仕向けによって従属会社においてそうした措置が取られた場合には、従属会社に対して付与された不利益を算定することが困難であるので、株式法311条の下での不利益補償の対象とはならず、支配会社が同317条に基づく損害賠償責任を負う（第一次的には原状回復によって行なわれ、それが可能でなければ金銭賠償とされている。Emmerich/Habersach, a. a. O. Fn. 8, §317Rn. 15) か、もしくは、いわゆる特殊な事実上のコンツェルンの問題として解決される（従属会社少数株主に対して相当額の補償を受ける権利または株式買取請求権が付与される）、と言われている。Emmerich/Habersach, a. a. O. Fn. 8, §311Rn. 58.

(19) Hommelhoff, Die Konzernleitungspflicht, S. 7 (1982).

手に選ばれなかった従属会社は存続の危機に置かれる⁽²⁰⁾。また、仮りに支配会社との取引を締結しえた従属会社であっても、取引条件自体が不利であることに基づく当該従属会社の損失が問題となる⁽²¹⁾。

要するに、企業グループ内における競業活動によって生じうる従属会社およびその少数株主に対する不利益ないしその危険性は、通常の独立した企業間での競業関係にはみられないものであって、従属会社およびその少数株主の保護についての特別な考慮を要するものである、と考えられているのである。

(20) Liebscher, a. a. O. Fn. 12, S. 248; Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 120. もっとも、従属会社が支配会社ないし企業グループ全体の一事業部門化されること自体が、従属会社の独立した会社としての企業活動を失わせる結果をもたらすという点で、既に従属会社に対する不利益に該当すると考えることもできる。とはいえ、グループ内における一事業部門となるのであって、その事業が高い価値をもつものであったり、一事業部門として確実に機能することでグループ全体の効率性が高まりかつその見返りを受けるのであれば、一事業部門化されること自体が直ちに不利益であるとも言い切れない。Emmerich/Habersack, a. a. O. Fn. 8, §311Rn. 58, 64f.; Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 123f. ここでの問題は、グループ内に競業会社が存在しており、実際に当該事業が割り当てられない会社が出てくるという点である。

(21) ドイツ法においては、支配・従属会社間の取引が、支配会社に仕向けられて、独立した会社間で行なわれるものに比べて従属会社にとって不利な価格で行なわれたのであれば、株式法第311条の下で支配会社は従属会社に対して不利益補償の義務を負う、という可能性が生じる。しかし本文で述べたような状況の場合、従属会社は、支配会社との間での取引価格について、競業する他の従属会社と価格競争を行なうことによって、たとえそれが自己に不利な価格であっても、仕向けられてではなく自発的な交渉によってそれを決めたと評価されるのであれば、当該取引は311条における補償の対象とはならないであろう。なぜなら、311条によって従属会社が補償を受けることができる不利益とは、従属会社に対する支配会社の影響力行使と直接結び付く不利益のことだとされているからである。vgl. Seydel, Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft, S. 176 (1995).

三 競争を容認することの利益

(1) 緒論

ところで、ある企業グループ内において競争活動が行なわれることについて、何らかの利益が存在するのであれば、それに対する配慮もまた必要であろう。まずは、企業活動の自由を法ができるだけ広く認めて個々の企業の合理的な行動に期待したほうがより上手くいくと考えれば、さしあたり当該競争活動を容認しておくこと自体にも大きな意味があるだろう。もっとも、以下では、企業グループ内での競争活動を認めた場合にどのような利益があるか、具体的に確認しておくことにしたい。⁽²²⁾

(2) 企業グループの戦略

ひとつには、企業グループが支配会社によって統一的に指揮ないし経営されることを前提とした場合、ある業種において競争関係にある複数の企業活動をその統一的指揮によって調整することは、合理的な行為であるという。⁽²³⁾ 具体的には、次のような場合が想定されうるであろう。

たとえば、競争関係にあるグループ構成会社間において独立した企業間での競争と同様の競争を支配会社が行なわせることによって、⁽²⁴⁾ 各々の会社の経営面や技術面などに関する向上が期待できることが考えられる。⁽²⁵⁾ こうしたこと自体、その産業に関する市場において当該企業グループが

(22) 以下で取り上げる企業グループ内での競争によって生じる「利益」とは、裏を返せば、これまで触れてきたような従属会社少数株主に対する不利益となりうるものである。要するに、グループ内競争についてはある種の利害の対立が生じるということの証左であろう。なお、以下で論じるような企業の行動については、競争政策に関する法規制もかかわってくるであろう。

(23) Seydel, a. a. O. Fn. 21, S. 175.

(24) この限りでは、グループを構成する従属会社にある程度の独立性が認められた状況が発生すると考えられる。Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 104.

(25) vgl. Kropff, a. a. O. Fn. 8, Vor §311Rn. 65.

競争上優位に立つことにつながるであろう。そして、グループ全体の利益からみて資源が効率よく配分されるように、支配会社の指示によって、それら競業会社間での事業機会や取引関係の割当てが行なわれ、さらに場合によっては競業会社についての統廃合が行なわれるのである。⁽²⁶⁾

他方で、複数の従属会社が競業関係にあったとしても、支配会社の指揮の下で、それら従属会社の間での市場の棲み分けや手懸ける製品の個別化といったことが行なわれることが考えられる。このとき、各々の従属会社がそれぞれに与えられた分野に専念し成果を挙げることによって、その企業グループ全体としての市場における地位が強化されうることになる、⁽²⁸⁾という点が挙げられる。⁽²⁹⁾

(26) Kropff, a. a. O. Fn. 8, Vor §311Rn. 65. 江頭・前掲注(4)186頁参照。

(27) 市場の棲み分けや製品の差別化が行なわれることは、いわば直接的な競業関係の終了であるともいえる。Kropff, a. a. O. Fn. 8, Vor §311Rn. 66.

(28) 具体的に言う、製品の個別化については、同じ事業分野であっても製品の種類を細分化しそれを各々の従属会社に割当てるというかたちで、製品を多様化ないし個性化することによって、顧客のニーズによりよく対応することやより魅力ある製品を顧客に対して提示することが可能となる点で、当該グループ自体のその分野における市場占有率を高める結果となりうる。他方、市場の棲み分けについては、たとえば、ある事業が成功するか否かが各々の地域性に上手く対応できるかどうか大きく依存している場合に、複数の従属会社に対して、その事業を行なわせかつそれらの活動領域を地域別に分散させることによって、それぞれの地域のニーズに対応するように専念させるというやり方をとることは、その事業に関してグループ全体として対外的に競争上優位に立つための戦略として、合理的なものであるとすることができる。また、これらの場合において、グループ全体として技術や情報を「競業」会社間で共有できることも、対外的な競争において有利に働くことになる。なお、以上につき、大滝精一＝金井一頼＝山田英夫＝岩田智・経営戦略38頁以下、239頁以下(1997)、上原征彦・マーケティング戦略論55頁以下(1999)も参照。

(29) vgl. Seydel, a. a. O. Fn. 21, S. 79; Kropff, a. a. O. Fn. 8, Vor §311Rn. 66.

(3) 競争企業の買収

ところで、企業グループ内における競争を禁止するということは、すなわち、グループ構成会社のうちのいずれかと競争関係にあるグループ外の会社をそのグループにおける支配会社等が買収する、という行為の禁止にも繋がる⁽³⁰⁾。逆に言えば、競争が認められる場合には、そうしたグループの外部にある競争会社を買収することもまた想定されるのである。ここでは、そのような買収行為によってもたらされる幾つかの利点を取り上げる。

一般的に言って、企業買収は、被買収会社のもつ資産を新たに買収者の支配下に置き換える⁽³¹⁾という効果をもたらす。そこで、グループ構成会社に対して競争活動を行なっているグループ外部の会社を買収して当該グループに吸収することの利点として、次のことが考えられる。すなわち、①当該競争分野における企業グループ全体としての市場占有率の増加、②被買収会社のもつノウハウや特許、商標の獲得、③被買収会社の改造 (Sanierung)、である⁽³²⁾。

まず、①については、単にその分野において活動するグループ内の会社の数が増加するというだけでなく、従来その企業グループと当該分野において競争関係にあった会社を取り込むという効果もある。また②の場合、競争会社がもつ知的財産を獲得し利用できることは、企業グループ全体ないしその構成会社の対外的な競争力を強化するうえで大き

(30) Seydel, a. a. O. Fn. 21, S. 171; Kropff, a. a. O. Fn. 8, Vor §311Rn. 65. ここでの買収者は、支配会社だけでなくいずれかの従属会社である場合も含まれる。なお、買収した直後に競争関係を解消するという前提の下で競争会社を買収する場合であっても、その競争関係を解消する処置自体において支配会社の意向が働くであろう点で、グループ内競争と同様の問題が存在していると言える。

(31) Mülberr/Birke, Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot, WM 2001, 705, 707.

(32) vgl. Uwe H. Schneider/Burgard, Übernahmeangebote und Konzerngründung, DB 2001, 963, 964.

な意味をもつであろう。そして③は、具体的には、被買収会社が買収側からみて潜在的に能力をもっているという場合にはその会社の経営や組織に介入してその潜在能力を引き出すこと⁽³³⁾、あるいは、被買収会社と競業関係にあるグループ構成会社を改善するために被買収会社を利用⁽³⁴⁾ないし搾取することである⁽³⁴⁾。なお、これらは、被買収会社にとっての利点ではなく買収を行なう企業グループの側にとっての利点であるもの、および、被買収会社を優遇しその反面で買収するグループ内における被買収会社と競業する従属会社を冷遇するもの⁽³⁵⁾、の両方を含んでいる。

(4) 企業グループ内における競業の帰結と問題点

以上みてきたことからすれば、企業グループ内における競業活動が行なわれた場合には、最終的にはそれらの競業関係にあるグループ構成会社間でのいわば直接的な生存競争は解消されることになるであろう、と

(33) 買収側と被買収側とが競業関係にある場合には、買収側もその事業についての独自の知識や手法さらには取引関係をもっているであろう。したがって、それらを活用することによって、単に経営が改善されること以上に、被買収会社の企業価値が高まるという効果を生じるかもしれないという点で、競業関係にあるということが重要な意味をもつと考えられる。

(34) Uwe H. Schneider/Burgard, a. a. O. Fn. 32, S. 964.

(35) なお、競業会社の買収の局面に限らず、一般的にある会社を買収する動機として、本文で挙げたもの他に次のような場合が挙げられている。
①新規事業への参入のための買収。この場合は、買収側と被買収側とが競業関係にない状況が考えられる。
②いわゆる略奪的買収。これは、株式の市場価格にその保有している秘密準備金 (stille Reserven) が反映されていない会社を買収すれば、その秘密準備金の分だけ買収者は利得することができるという場合や、会社の経営が上手く行なわれないことによってその潜在的な企業価値に比べて株式の市場価格が割安になっているという会社を買収する場合である。
③防衛のための買収。すなわち、買収の対象となりそうな会社が、買収されるのを防ぐために、第三者を買収して会社の規模を拡大して買収のコストを増大させることや、買収しようとしてくる会社を逆に買収することである。vgl. Uwe H. Schneider/Burgard, a. a. O. Fn. 32, S. 964.

結合企業の競業規整にかかる問題点

いう一定の合理的な推論が成り立つようにも思われる。つまり、支配会社による企業グループ全体に対する統一的な指揮によって、競業する会社間での活動領域の棲み分けが行なわれたり、あるいは、競業関係にあるうちの一方の会社がさらに成長するために他方の会社が犠牲になるというようなかたちで、各々の競業会社はグループ全体の利益となるように再編成ないし調整されることになるであろう、ということである。⁽³⁶⁾

もっとも、その犠牲となる従属会社における少数株主の保護が問題となるし、また競業する会社間において活動領域が棲み分けられることで直接的には競争関係が解消されるのであっても、それらの会社の将来的な成長が妨げられるという点が問題として残されているのである。⁽³⁷⁾

さらに、グループ構成会社と競業するグループ外部の会社を買収される場合、上述したところからすれば、その被買収会社を買収されてグループ内における従属会社となったのちに不利益を被る可能性がある、と言えるであろう。そこで、従前からのグループ内における従属会社少数株主の保護のみならず、被買収会社である従属会社の少数株主保護も問題となってくるのである。⁽³⁸⁾

四 従属会社少数株主を保護する方策

(1) 緒 論

支配会社と従属会社あるいは同じ企業グループ内における従属会社間において競業活動が行なわれる場合に従属会社およびその少数株主に対して生じうる、先述のような不利益に対しては、ひとつには、競業活動

(36) vgl. Lutter/Tim, Konzernrechtlicher Präventivschutz im GmbH-Recht, NJW 1982, 409. 412f.

(37) 各々の「競業」会社の活動領域が棲み分けられた状態を、「間接的な競業関係にある」と表現する者もある。Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 104. なお、そのようにして割り当てられた事業が十分に高い価値をもつ場合には、また別の考慮が必要である（前掲注(20)を参照）。

(38) この問題については、五において後述する。

それ自体を禁止するという解決方法が考えられよう。しかし、それ以外にもっと適切な法規整があるのであれば、それを採用すべきである。すなわち、上記のようにグループ内での競業を認めることにも利点があるということからすれば、競業行為それ自体を禁止するのではない法規整についても考える必要があるのである。

さしあたり、以下においては、グループ構成会社間における競業行為に対する法規整として既に呈示されている幾つかのものを取り上げ、それらに関する議論を紹介することにした。

(2) 競業活動の存在を前提とした法規整

まず、企業グループ内での競業行為に対する法規整を検討するにあたっては、競業自体を禁止することよりも、競業を認めた場合に生じうる個々の具体的な不利益ないし侵害行為に関する処置を企てる試みを優先すべきである⁽³⁹⁾と言われている。

そのようなアプローチによる規整方法として、アメリカ法におけるいわゆる「会社の事業機会の法理 (corporate opportunity doctrine)」の議論が参考になると言われている⁽⁴⁰⁾。会社の事業機会の法理とは、端的に言

(39) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 66f.

(40) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 68ff. なお、ある事業機会について会社が既に必要な権利を取得していたり特定の契約を締結していたりする場合には、それらに対する支配会社の侵害行為については、誠実義務違反というかたちでの個別具体的な救済が可能であるから、競業自体を禁止する必要はないという。Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 67. そして、ドイツ法上、いわゆる期待権 (Anwartschaftsrecht) によっても会社の事業機会が保護されないような領域について、事業機会の法理が意義をもつと言われている。Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 68. なお、期待権とは次のように説明されている。「権利発生要件たる事実のうち、その一部分のみが発生して、他の1個または数個の事実がまだ発生しない場合に、将来権利を取得しようという現在の期待状態に対し法によって与えられた保護を期待または希望権という」(末川博編集代表・民事法学辞典上巻335頁(1964))。

結合企業の競業規整にかかる問題点

うと、ある事業機会が会社の事業機会と考えられるのであれば、取締役、役員および支配株主といった当該会社の受任者はその事業機会を自己のために使用しないし奪取してはならない⁽⁴¹⁾、というものである。したがって、たとえば従属会社の事業機会と考えられるものが実際には支配会社に利用されたという場合には、支配会社は信任義務違反に問われることになる。なお、この法理は、取締役の行為が問題となる場合において、競業規整よりも広い適用範囲をもつものと考えられているが、ここでは、グループ構成会社間における競業活動に焦点を当てて、当該法理に関するアメリカ法上の議論を見ていくことにする。

さしあたり、どのようなものが会社の事業機会に該当するか、という点⁽⁴³⁾が問題となる。アメリカ法においては、①問題となる事業機会に対して会社が「利益または期待 (interest or expectancy)」を持っている場合や、②その事業機会が会社の「事業ライン (line of business)」に属する場合、さらに③問題となる状況の下でその事業機会が帰属する結果が「公正 (fairness)」といえる場合、さらに②と③を組み合わせたものなどが、ある事業機会が会社の事業機会となる場合の基準として呈示⁽⁴⁴⁾されている。そして、企業グループ内における競業活動に対して、これら

(41) Clark, *Corporate Law* 223 (1986).

(42) Weisser, *Corporate Opportunities*, S. 147f. (1991). 日本の商法第264条との比較で、江頭憲治郎「会社の支配・従属関係と従属会社少数株主の保護(6)」法学協会雑誌98巻10号1276頁(1981)、田中亘「取締役の社外活動に関する規制構造(5)」法学協会雑誌118巻6号884頁(2001)参照。もっとも、競業禁止の規整は、利益相反が生じるのを防止する役目を果たし、また競業が行なわれたことが立証されればよいのに対し、他方、事業機会の法理は、ある事業機会についての競合者同士の関係が問題となり、またその事業機会が自己の側に帰属することを立証しなければならない、という点において双方ともに独自の意義をもつ、という指摘もある。Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 74f.

(43) Clark, *supra* note 41, at 224-225.

(44) これらについては、See, Clark, *supra* note 41, at 225-230. 江頭・前掲注(42)1276頁以下、神作裕之「商法における競業禁止の法理(4)」法学協会

の基準が有効に機能する場合がないとも言えないであろう。しかし、企業グループを構成する複数の会社が競業関係にある状況においては、新しい事業機会は当該競業分野にある場合と新規の事業分野にある場合とがありうるが、いずれにしろ事業機会が一方の会社に排他的に帰属するといえる局面は少ないであろう⁽⁴⁵⁾ことからすれば、これらの基準のみでは不十分であろう。そこで、次に、アメリカ法において主張されている三つの学説を取り上げることにしよう⁽⁴⁶⁾。

(イ) ひとつには、上述の事業ライン基準によって事業機会が帰属されることを基礎としつつ、支配会社と従属会社との間において、ある事業機会がいずれかの会社の事業ラインに排他的に属するのでなければ⁽⁴⁷⁾、当該事業から得られる成果は、従属会社の少数株主に対しても比例的 (proportionately) に分配されるべきである、とする見解がある。この立場によれば、そのような事業機会の価値は、支配会社の株式の価値⁽⁴⁸⁾に対する従属会社少数株主の持分価値の合計という割合によって、従属会社少数株主に対しても帰属することになるのである⁽⁴⁹⁾⁽⁵⁰⁾。

雑誌108巻1号150頁以下（1991）、北村雅史・取締役の競業禁止義務10頁以下（1999）、田中・前掲注(42)901頁以下、同「取締役の社外活動に関する規制の構造(6)」法学協会雑誌118巻7号1063頁以下（2001）参照。

(45) Brudney & Chirelstein, Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, 88 Harv. L. Rev. 297, 327 (1974).

(46) 以下の諸学説においては、従属会社だけでなく支配会社を含めた全てのグループ構成会社が公開会社であることが、前提とされている。

(47) 競業関係にある場合には、通常それぞれの会社の事業ラインが重なり合っていると見える。

(48) Brudney & Chirelstein, supra note 45, at 328. この学説の紹介として、江頭・前掲注(42)1285頁以下（1981）、神作裕之「商法における競業禁止の法理(5)」法学協会雑誌108巻2号210頁（1991）参照。

(49) ちなみに、支配会社の株式の価値には、従属会社に対して支配会社が保有するその持分の価値も含まれている。

(50) Brudney & Chirelstein, supra note 45, at 328. このとき、支配会社が単独でそうした事業機会を遂行するのであっても、そこから得られる利益が

結合企業の競業規整にかかる問題点

しかし、この見解に対しては、ひとつの事業機会からグループ全体として最大限の利益を得るという経済上の効率性を軽視している点が、批判⁽⁵¹⁾されている。

(ロ) そこで、企業グループの全体的な価値が最大化されるという観点から事業機会が割り当てられなければならない、と主張⁽⁵²⁾されている。この学説によれば、同じ事業が行なわれるのであっても、グループを構成する会社間でその事業のもつ正味現在価値 (NPV: net present value) はそれぞれ異なるから、ある事業にかかるNPVが最大となるように各々の会社に対して事業機会が割り当てられることによって、その事業から得られる企業グループ全体の利益が最大化されることになる、という⁽⁵⁴⁾。そして、事業ラインを基準として事業機会の割当てを行なうよりも、む

従属会社にも分配されるのである。その場合、従属会社は、当該事業機会を支配会社が獲得するために、資金提供をするなどのかたちで協力することもある。Ibid.

(51) Shreiber & Yoran, Allocation of Corporate Opportunities by Management, 23 Wayne L. Rev. 1355, 1364 (1977). なお、江頭・前掲注(42)1286頁、神作・前掲注(48)210頁も参照。

(52) Shreiber & Yoran, supra note 51, at 1359-1368. この学説の紹介として、江頭・前掲注(42)1283頁以下、神作・前掲注(48)210頁参照。

(53) ある事業がもつNPVとは、当該事業の現在価値からその着手および遂行に必要な投資額を差し引いたものである。事業の現在価値とは、その事業から得られるであろう将来収益を資本コストで割り引いて、計算される。また、資本コストとは、株主や債権者らの各々の資金提供者が会社に対して要求する当該資金にかかる最低限の収益率を、加重平均したものである。See, Shreiber & Yoran, supra note 51, at 1359-1361. 廣本敏郎・原価計算論543頁以下(1997)、井手正介=高橋文郎・ビジネスゼミナール企業財務入門79頁以下(1997)参照。そして、新たに行なう事業が同一のものであっても、それまでの各々の会社の状況によって、当該事業に関しての、予想される将来収益、資本コストおよび当初の必要投資額は、会社によって違ってくる。Shreiber & Yoran, supra note 51, at 1360-1362. なお、江頭・前掲注(42)1284頁も参照。

(54) Shreiber & Yoran, supra note 51, at 1359-1366.

しろある事業を行なっている会社に対してそれと異なる事業を割り当てて多角的に経営させる方が⁽⁵⁵⁾、NPVが高くなる場合もあるという⁽⁵⁶⁾。

もっとも、このような考え方に対しては、実際に行なわれた事業機会の割当てがこの学説のいう基準の下で妥当であるかどうか、客観的に判断することが困難である、と批判されている⁽⁵⁷⁾。

(55) ひとつの会社が複数の異なる事業を行なうことの利点としては、たとえば、単一の事業を行なうよりも複数の事業を同時に行なう方が事業の不成功にかかる会社への影響が緩和されるという点で、株主および債権者のリスクを軽減しそれゆえ資本コストを低くするかもしれないこと、あるいは、それら複数の事業に関連性があるのであれば、それぞれの事業が、技術や流通経路、経営のノウハウなどを共有する場合や、販売業と製造業の関係のように相互に機能を補完し合う場合には、コスト削減などいわゆるシナジー効果が生じることでより高い収益性が期待できること、といったものが指摘されている。See, Shreiber & Yoran, *supra* note 51, at 1362. 石井淳蔵＝奥村昭博＝加護野忠男＝野中郁次郎・経営戦略論（新版）108頁以下（1996）参照。もっとも、この立論は、グループを構成する企業全体が単一のものとして運営される、ということ的前提とするものではないように思われる。

(56) Shreiber & Yoran, *supra* note 51, at 1362-1364. 他方で、会社における事業ラインに従って事業機会が割り当てられるであろうという株主の合理的な期待も存在する。そこで、事業機会がある従属会社に割り当てられなかった状況において、当該事業機会が、排他的にその従属会社の事業ラインに属するものであるという場合や、その従属会社によって独自に見い出されたという場合、過去にもその従属会社に属していたという場合には、当該事業による収益が妥当な程度にその従属会社に対しても再分配されることによって、そうした株主の期待も保護されるという。Shreiber & Yoran, *supra* note 51, at 1366-1367. なお、江頭・前掲注(42)1285頁以下も参照。

(57) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 121. 江頭・前掲注(42)1285頁。Shreiber & Yoran 自身も、NPVの算出には個々人の主観的な評価を伴い、このルールを実際に運用することが難しいということは認めている。しかしさらに、法の運用の困難さはこのルールのもつ経済的な妥当性に優るものではないこと、このルールは経営者の利益とも合致するから自発的に遵守するであろうこと、および、事業機会がある従属会社の事業ラインに属するにもかかわらずその従属会社に当該事業機会を割当てなかった場合には、NPV

結合企業の競業規整にかかる問題点

(ハ) また、あらゆる事業機会は、それが従属会社ではなく支配会社によって利用されて展開された方が十分に (substantially) 高い価値を生むであろうことを、支配会社が明白かつ説得力のある証拠によって立証することができなければ、従属会社に帰属するものとする、と考える学説もある⁽⁵⁸⁾。このような考え方は、ある意味で割り切った規整を行なうものであると言えようが、論者によれば、次のような利点があるとされている。第一に、支配会社と従属会社少数株主との間の利益相反状況に起因する、事業機会がいずれの会社に帰属するかということの不確実性を、⁽⁵⁹⁾ 彼の分配ルールに比べて事前に低減すること。第二に、この規整は支配

が最大となるように誠実にその割当てを行なったことの立証責任を経営者側が負うとすること、という点を主張する。Shreiber & Yoran, *supra* note 51, at 1367-1368.

(58) Clark, *supra* note 41, at 258. また、同旨の見解として、Brudney & Clark, *A New Look at Corporate Opportunities*, 94 *Harv. L. Rev.* 997, 1045- (1981). この学説の紹介として、野田博「支配・従属会社間における『会社の機会』の帰属と従属会社少数株主の保護」一橋論叢第94巻第4号84頁以下 (1985), 神作・前掲注(48)210頁以下, 江頭・前掲注(4)180頁以下参照。また企業グループに関しては、ある事業機会について、支配会社ないし他の従属会社がそれをういた方が十分に高い価値を生むであろうことが、明白かつ説得力のある証拠によって立証されない以上は、支配会社の持分割合が最も低い従属会社にその事業機会が帰属する、という。Clark, *supra* note 41, at 258-259. なお、江頭・前掲注(4)182頁も参照。

(59) 以下、Clark, *supra* note 41, at 258-260. なお、野田・前掲注(58)527頁, 神作・前掲注(48)213頁も参照

(60) 論者は、事業機会の帰属に関するその他の考えられる分配ルールとして、事業機会を次の三つに分類するアプローチを取り上げる。すなわち、①会社によって利益が異なる事業機会は、より大きな利益を生む会社に帰属されるべきである、②いずれの会社に対しても同じ価値をもつが通常の利益しか予想されない事業機会は、経営者の裁量でその帰属先を決めてよい、③いずれの会社に対しても同じ価値をもつが通常でない程に高い利益が予想される事業機会は、共有の事業機会として捉えられるべきであり、どれかひとつの会社が単独で遂行してもよいが、その利益は従前からの各々の会社の公正な市場価値に比例して分配されるべきである、というもので

会社にとって有利とはいえないものであるので、相当多数の少数株主が従属会社において存在する支配・従属会社関係の発生が回避されるであろうこと⁽⁶¹⁾、および、支配・従属会社間における従属会社少数株主に対する締め出し合併が促進されるであろうこと⁽⁶²⁾、である。

この学説に対しては、支配会社が企業グループ全体の経営を統一的に指揮するという状況を前提とすれば、支配会社の分け前が最も少ない従属会社に事業機会が原則的に帰属されるというのは、事業指揮を行なっている支配会社ひいては支配会社の株主にとって余りにも不利である⁽⁶³⁾、という批判がなされている。

(二) 以上のように、それぞれの規整のあり方に対しては、批判がある。ところで、これらの規整は、ひとつの企業グループを既に構成している支配会社および従属会社という、いわば静的な状態を対象としているものと解される。他方、先にも触れたように⁽⁶⁴⁾、企業グループ内における競争が認められる場合には、グループを構成するひとつないし複数

ある。そして、実際の事業機会がそのうちのどれに該当するかの判断は、極めて難しいという。Clark, supra note , at 256-257. なお、野田・前掲注(58)523頁以下、神作・前掲注(48)212頁も参照。ところで、③は本文(イ)の説に、および①は本文(ロ)の説に、それぞれ対応するものである。

(61) 少数株主の持分割合が僅かで完全子会社に近い従属会社の場合には、従属会社に事業機会が帰属しても、そこから得られる利益の大部分が支配会社に回ってくるから、支配会社側にとって不利であるとは限らない。See, Clark, supra note 41, at 260.

(62) これらの点が客観的に「利点」と言えるかどうかは別問題であるが、論者が意図するところは次のような点にある。すなわち、従属会社に少数株主が存在している状況下では、事業機会の帰属の問題以外にも公正さに関する様々な問題が生じる。これに対して、このような事業機会にかかる規整は、締め出し合併を促進するなどによって、少数株主がいる従属会社の存在自体を回避ないし排除することになる。それゆえ、当該規整が、支配・従属会社間における問題を全体的に軽減するのに役立つであろう、という。Clark, supra note 41, at 260. なお、江頭・前掲注(4)181頁も参照。

(63) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 121.

(64) 前掲注(30)該当の本文を参照。

結合企業の競業規整にかかる問題点

の会社と競業関係にあって当該グループの外部に存在する会社を、グループの支配会社ないし一部の従属会社を買収するということもありうる。そうした点も考慮すれば、上述の規整によっても、従属会社少数株主の受けうる利益についての不確実性は、十分には解消されえないであろう。

すなわち、第一に、(イ)の説の場合、競業関係にある会社を買収されれば、グループ内において競業する従属会社の数が増えるから、当該少数株主に対する利益の分け前が減るであろうこと、第二に、(ロ)の説においては、従前から存在する従属会社と競業関係にありかつその会社よりも高い事業能力をもった会社をグループが買収したのちには、新しい事業機会とそれから得られる利益が、後者に持っていかれる場合が多くなるかもしれない⁽⁶⁵⁾。第三に、(ハ)の説によると、既存の従属会社よりも少数株主の持分割合が多い競業従属会社を買収によってグループ内に出現すれば、その後の事業機会が前者に帰属しないことになりうる、という点が問題として残されているのである。もっとも、既に触れたように、競業会社の買収が従前から存在するグループ内の競業会社の利益になることもありうるのであり、当該買収が従前からの少数株主にとって不利益をもたらすものであるとは一概には言えない⁽⁶⁶⁾。

(3) 少数株主に対する株式買取請求権の付与

また、(2)と同様にグループ内における競業活動を容認しつつも、従属会社少数株主の保護として彼らに株式買取請求権を認めるという見解も⁽⁶⁷⁾

(65) なお、前掲注(56)も参照。

(66) 他方で、事業機会の帰属は、企業グループ全体の中でどの会社がある事業機会を最も効率よく用いることができるかについての経営者側の判断に委ねるべきであり、かつ、その点において株主の利益と経営者側の利益とが合致しているのである、とする立場もある。Easterbrook & Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 140-141 (1991)。なお、神作・前掲注(48)213頁以下、江頭・前掲注(4)182頁も参照。

(67) なお、本文の(2)で取り挙げたアメリカ法上の諸説においては、それら

⁽⁶⁸⁾
ある。

ところで、ドイツ法上、たとえば有限会社（GmbH）においては、原則として支配社員は会社との競業活動を行なうことが禁止されている、⁽⁶⁹⁾と考えられている。そこで、こうした有限会社の場合と対比しつつ、支配株主がその株式会社と競業関係に立つこと自体を認める理由およびその場合の従属会社少数株主の保護について、ある論者は次のように論じている。

すなわち、有限会社の場合、その社員は、単なる出資者というだけでなく、労働者としてあるいは個人の職能上の問題として会社と結び付きをもっている。それゆえ、会社の利益自体に対する新たな危険が発生するとき、つまり会社が独立した状態から統一的指揮を前提とした企業グループの傘下に組み込まれる時点や、グループ内の他の会社との競業関係が発生する時点において、⁽⁷⁰⁾社員の保護を⁽⁷¹⁾いわば予防的に考慮しなければならぬ、という。

の規整方法の下で不満のある少数株主は最終的には持株を市場で売却するしかない、と想定されているものと解される。

(68) Liebscher, a. a. O. Fn. 12, S. 366ff.

(69) vgl. Emmerich/Sonnenschein, a. a. O. Fn. 18, S. 80. 法律上の根拠としては、社員の誠実義務から導かれる。

(70) 具体的には、競業が容認される要件として、社員総会決議を経るだけでなく、さらに問題となる競業関係の発生が会社および少数株主の利益にもなるという点が、加算されるべきであると言われている。Raiser, Wettbewerbsverbote als Mittel des konzernrechtlichen Präventivschutzes, Festschrift für Stimpel, S. 860ff. (1985). この問題に関しては、1981年の連邦通常裁判所による Süssen 判決 (BGHZ 80, 69) が重要である。同判決については、早川勝「競業禁止と会社の従属関係——Süssen 事件を中心として——」産大法学17巻1・2号117頁以下 (1983)、マークス・ルッター／木内彦彦編著・日独会社法の展開185頁以下 (1988)、神作裕之「商法における競業禁止の法理(3)」法学協会雑誌107巻10号1636頁以下 (1990)、金田充広「ドイツ法におけるコンツェルン形成規制」阪大法学43巻1号238頁以下 (1993)、高橋・前掲注(16)208頁以下参照。

(71) 以上、Liebscher, a. a. O. Fn. 12, S. 367f. なお、ドイツにおける、従属

結合企業の競業規整にかかる問題点

他方、理想的な株式会社においては、株主は出資者としての財産的利益のみを保護すればよい。したがって、有限会社の場合のような予防的保護ではなく、グループ内において支配会社による統一的指揮が行なわれている状態あるいは競業関係が存在している状態を前提として、株主の保護が図られるのである。また、株式会社の場合、従属会社の取締役は、現実問題として支配会社の影響下にあるとはいっても、従属会社の多数派株主から独立した地位にあることが制度的に確保されており、かつ、自己の責任において業務執行を行なわなければならないとされてい⁽⁷²⁾る。その結果、従属会社がグループ全体の利益のために犠牲となるような措置を仕向けられたり、あるいはグループ内における競業状況に陥ると⁽⁷³⁾いうことは、容易には起こらないであろうという。

有限会社に対する支配会社の競業規整に関する諸学説については、江頭・前掲注(4)169頁以下参照。

(72) 業務執行者と社員との関係についての有限会社と株式会社との法制度上の比較として、次の点が挙げられている。まず株式会社の場合、取締役は、自己の責任において会社の業務を執行しなければならず(株式法第76条第1項)、業務執行の問題に関しては、取締役が要請した場合にのみ、株主総会が決定を下すことができる(同119条第2項)。また、従属会社の取締役は、支配会社によって仕向けられかつ従属会社にとって不利益となる取引ないし措置が行なわれたことについて、従属報告書へ記載することを怠った場合、支配会社とともに従属会社に対して連帯責任を負う(同318条第1項)。他方、有限会社の場合は、業務執行者は、定款あるいは定款に別段の定めがない限りにおいて社員総会決議によって定められた、会社を代表する権限にかかる制限を、遵守する義務を負い(ドイツ有限会社法第37条第1項)、会社の業務執行に関して社員がもつ権限およびその行使は、法律の規定に反しない限りにおいて、定款によって決められ(同45条第1項)、業務執行の評価および監督のための措置は、社員の決定に基づく(同46条6号)。以上、条文の列举につき、vgl. Liebscher, a. a. O. Fn. 12, S. 368. 高橋・前掲注(16)177頁以下(1998)、齊藤真紀「子会社の管理と親会社の責任(3)」法学論叢149巻5号13, 20頁(2001)参照。また邦訳に際して、慶応義塾大学商法研究会訳・西独株式法498頁(1969)、荒木和夫・ドイツ有限会社法解説269頁以下(1996)、高橋・同書65, 177頁以下、齊藤・同論文13, 20頁も参照。

さらに、株主は独立した公開会社がのちに企業グループに組み込まれることを想定しておくべきであり、またそのさいには市場で持株を売却する機会も残されている。それゆえ、支配会社によってグループ全体が統一的に運営されること自体に起因して従属会社の株価が下落することは、さしあたり株式投資に内在する投機的リスクと見るべきである⁽⁷⁴⁾。そして、不当かつ特殊なかたちで従属会社が支配されており株式法311条以下による保護が働かないという場合には、少数株主に対して株式買取請求権が認められるべきである、⁽⁷⁵⁾と云うのである。⁽⁷⁶⁾

なお、このような従属会社少数株主に対して株式買取請求権を付与するといういわば退出的な解決方法それ自体については、後述するような義務的買付申込による退出的解決のほうが、退出する少数株主の持分に対してより公正な価格が実現される可能性が高い、という指摘もある。⁽⁷⁷⁾

(73) 以上、Liebscher, a. a. O. Fn. 12, S. 366ff., 375.

(74) vgl. auch Binnewies, Die Konzerneingangskontrolle in der abhängigen Gesellschaft, S. 342 (1996). これをグループ内競争の場合については当てはめれば、実際に事業機会を失うなどといった明白な不利益を生じるまでには至っておらず、当該競争関係が発生して不利益を被る危険性が高まったこと自体が従属会社の株価に対して悪影響を及ぼす、という状況が該当するであろう。

(75) これは、実際に事業機会がグループ内の他の競争会社に割り当てられることによって、得られたはずの事業機会が得られなくなるという状況が該当するものと解される。vgl. Liebscher, a. a. O. Fn. 12, S. 248f. なお、311条以下が機能しない理由としては、支配会社が複数の競争する従属会社間で事業機会を任意に割り当てるという状況においては、事業機会を得られなかった従属会社の業務活動が直接的に侵害されたことを立証することが困難であること (Liebscher, a. a. O. Fn. 12, S. 248f.; Raiser, a. a. O. Fn. 70, S. 859.)、さらに、たとえ支配会社からの仕向けによって事業機会の獲得を差し控えたとしても、ある事業機会を獲得することが会社にとって妥当であるかどうか客観的に判断する基準がなく、その不作為を仕向けたことが従属会社に対する不利益付与に当たるということの立証も難しい点 (Raiser, a. a. O.) が、言われている。

(76) 以上、Liebscher, a. a. O. Fn. 12, S. 367ff., 375.

(4) 競業自体の禁止

ところで、企業グループ内での競業自体を禁止することも、また主張されている⁽⁷⁸⁾。もっとも、この見解は、有限会社の場合に論じられているような予防的保護という観点から競業禁止を肯定する、というものではない。また、グループ内における競業関係の存在から起因して生じる従属会社が不利益を被る危険性は、株式会社においても有限会社等の場合と同様であるという点において、(3)の説とは異なる立場をとる⁽⁷⁹⁾。

この論者によれば、グループ内における競業を認めつつ、少数株主に対して株式買取請求権を付与するというやり方、あるいは、会社の支配的持分を取得した者が残余株主の持株に対して買付けの申込みを行なう義務を負うというやり方は、少数株主に対する十分な保護ではないとす

(77) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 142. なお、Liebscher は、株式買取請求権が認められる根拠として、契約コンツェルンについての株式法第305条の類推適用を挙げるが(Liebscher, a. a. O. Fn. 12, S. 375)、305条における株式の買取価格が少数株主にとって不利なものとなる傾向があることについて、vgl. Wenger/Kaserer/Hecker, Konzernbildung und Ausschluss von Minderheiten im neuen Übernahmerecht: Eine verpasste Chance für einen marktorientierten Minderheitenschutz, ZBB 2001, 317, 327f.

(78) Burgard, a. a. O. Fn. 6, S. 1041ff.

(79) この論者は、競業に起因して生じる不利益の危険性を、いわゆる Heumann-Ogilvy 判決に言及しつつ、次のように言う。「競業行為は、結局、競業者がその競業する会社の事業機会を利用するないし少なくとも競争を行なう、ということに他ならない。そのさい、単に競業者がその影響力および情報入手能力を用いて会社のノウハウや事業機会を横取りすることが危惧されるだけでなく、たとえば、会社に特定の部分市場ないし新しい事業分野のみをあてがうとか、会社を完全に骨抜きにするといったやり方で、会社を競争関係から排除しようとすることも危惧される」Burgard, a. a. O. Fn. 6, S. 1041. なお、有限合資会社における支配社員の競業活動が問題となった、1983年の連邦通常裁判所による Heumann-Ogilvy 判決(BGHZ 89, 162)については、大和正史「支配的社員の義務——競業取引を中心に——」関西大学法学部百周年記念・法と政治の理論と現実(下)382頁以下(1987)、神作裕之「商法における競業禁止の法理(3)」法学協会雑誌107巻10号1585頁以下(1990)、江頭・前掲注(4)164頁以下参照。

(80) なる。なぜなら、そのようにして少数株主が持株を手放すことは、グループ内の競業活動に起因して従属会社が被るであろう不利益についての少数株主の同意を意味しているのではなく、むしろ彼らが従属会社の株主として居続けることができないということを意味しているからである。すなわち、自己が投資した会社が、その事業活動を支配会社ないしグループ全体の利益のために縮小ないし調整されることなく、少なくとも当該事業に関しては独自に発展することができる、ということを少数株主が期待している場合がしばしばあるのであり、そのような事情を考慮する必要がある⁽⁸¹⁾という。

そして、次のように論じる。すなわち、今日の一般的な理解では、支配契約が締結されていない、株式法311条以下におけるいわゆる事実上のコンツェルンの場合であっても、支配会社は、従属会社に対して影響力を行使しグループ全体を統一的に指揮することが、ある程度可能であるとされている。ところが、株式法311条以下による規整はグループ内競業によって従属会社に生じうる危険には対応できないのであり⁽⁸²⁾、かつ、この問題を立法者は看過していたのである。したがって、上述のような少数株主の期待については法の保護が欠如しているのであるから、それを埋め合わせるために、支配株主に対して会社と競業活動を行なうことが禁止されなければならない⁽⁸³⁾、⁽⁸⁴⁾、と言うのである。

(80) Burgard, a. a. O. Fn. 6, S. 1045.

(81) 以上, Burgard, a. a. O. Fn. 6, S. 1045f.

(82) ここで言われている311条以下が機能しない理由は、次のように言われている。311条以下が対処しうるのは、企業グループを構成する個々の従属会社にある程度の独立した地位を認めるいわゆる分権的構造をもつコンツェルンの場合であって、他方、競業する複数のグループ構成会社が支配会社による統一的指揮によってその事業活動を調整され、それによって従属会社の利益が危険に晒されるという場合は、そもそも311条以下が規整する対象とはならない、と。Vgl. Burgard, a. a. O. Fn. 6, S. 1047.

(83) 以上, Burgard, a. a. O. Fn. 6, S. 1044, 1047f. 同時に、事実上のコンツェルンにおけるグループ内競業を禁止すること、すなわち競業活動を行な

結合企業の競業規整にかかる問題点

しかし、そうした期待がつねに存在するのがあるいは真に保護に値すると言えるものなのかという点もまた、問題となりうるであろう。たとえば、ある従属会社が、順調に活動を継続しているのではなく、業績不振である状況においては、競業会社を買収するという手段を用いて当該従属会社を再建することは、どう評価されるのであろうか。さらに業績不振で破綻するという結果を甘受することは、それが投資者たる少数株主の自己責任であると言い得ても、企業グループ側にとっての重大な損失となる場合もありえよう。

(5) その他の法規整のあり方

以上の他にも、ドイツ法においては、企業グループ内における競業活動に関する法規整として、少数株主の承認に委ねる方法や定款の規定によって解決する方法が、議論されている。以下では、若干ではあるが、それらについて触れておくことにしよう。

(イ) まず、原則として競業が禁止されるとしつつ、従属会社の少数株主による承認を条件として、当該従属会社に対して支配会社ないしグループ内における他の従属会社が競業活動を開始することができる、という見解がある⁽⁸⁵⁾。

うためには支配契約を締結しなければならないとすることによって、支配契約の締結が促進されるという。Burgard, a. a. O. Fn. 6, S. 1047f.

(84) もっとも、この論者は、従属会社の定款によって、その株主として支配会社の競業禁止が免除されるとする。この場合、定款に別段の定めがなければ、支配株主の議決権が排除されたうえで（株式法136条第1項）、四分の三の多数決によることになる。Burgard, a. a. O. Fn. 6, S. 1050.

(85) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 144f., 235ff. 論者はこうした規整方法を「承認モデル (Konsensmodell)」と呼ぶ。ここでは、少数株主における四分の三の承認が要求されることから (Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 146ff. 235; vgl. auch Kropff, a. a. O. Fn. 8, Vor §311, Rn64, 67.), 結論的には、前掲注(84)と同じ要件の下で競業が許容されるという点で、(4)の説と同じものとみることができ。なお、支配契約 (株式法291条) の締結によって従属会社に対

この説は、グループ内において競業する複数の従属会社が存在しかつグループ全体が支配会社によって統一的に運営されることが、必ずしもそれらの従属会社に対して不利益になるとは限らないという点に留意する。そのうえで、個々の具体的な場合において、会社の独自の地位を維持することと⁽⁸⁶⁾そのようなグループ内での競業関係に入ることについて、従属会社における支配株主と少数株主との間の利害調整という観点から、いずれが妥当であるかという問題は、両者の合意が建設的なかたちで形成されるのであれば、この承認モデルが最もよく解決しうるとする。⁽⁸⁷⁾

なお、少数株主が競業を承認するであろう場合として、たとえば、ある独立した会社が既に重大な危機に直面しており、その会社が企業グループに組み込まれてかつ支配会社の指揮下で競業活動に従事するほうが、

する支配会社の指図権が法的に認められることになるが、支配契約が締結されるには従属会社の株主総会において出席株主の四分の三の承認が必要とされている（同293条）。一方では、それに比べて、競業が承認されるためには少数株主の四分の三の同意を要するという要件の方が厳しい点が、問題とされている。Kropff, a. a. O. Fn. 8, Vor §311, Rn67. しかし、支配契約の場合には、従属会社少数株主の保護のためにいわゆる代償および補償を支配会社が行なわなければならない。他方、当該競業規整においては、いったん競業が承認されれば、あとは少数株主の保護を特に考慮することなく競業活動を行なうことが認められることになる、と解される。したがって、両者の要件を単純に比較することはできないであろう。

(86) ここでの議論では、未だ企業グループの傘下でない独立した会社および既に企業グループの傘下にある従属会社の両方を含んでいる。後者の場合、グループ全体が統一的に運営される場合であっても、競業関係が存在しないのであれば、個々の従属会社の存続ないし事業活動自体は、グループ内において一定の「地位」を確保することができるであろう。なお、Geiger の議論もそうであるが、ドイツ法上の議論では、支配会社による統一的指揮を前提とした企業グループの形成（いわゆるコンツェルンの形成）がある特定の事業ないし産業に向けられている場合には、当該コンツェルンの形成とグループ内における競業関係の発生とが、密接に関連した問題として捉えられている。vgl. Seydel, a. a. O. Fn. 21, S. 175; Liebscher, a. a. O. Fn. 12. S. 366ff.; Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 236.

(87) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 144.

結合企業の競業規整にかかる問題点

当該会社の状況が改善される、という場合が挙げられている。⁽⁸⁸⁾

他方、この説は次のような点も指摘する。すなわち、支配会社による指揮の下でグループを構成する複数の競業会社が統一的に運営されることは、プラスのシナジー効果を発生させるという理由によって、問題なく肯定されるという考え方もありうるが、⁽⁸⁹⁾実際にその効果が生じるかどうかは不確実であるから、少数株主もその効果を期待して競業に賛成するという条件を付したうえで競業が認められる必要がある、⁽⁹⁰⁾という。

この見解に対しては、グループの運営が少数株主の意向によって左右されてしまうという規整のあり方自体が、^(90a)批判されている。

(ロ) また、支配株主がその会社と競業を行なうことは原則的に許されているという立場を前提としつつ、会社の定款によって支配株主に対して会社と競業することを禁止するという解決方法も、⁽⁹¹⁾指摘されている。

これに関して、ドイツ法上の解釈としては、定款において支配株主の競業を禁止する規定を置くことは認められないというのが一般的な理解⁽⁹²⁾のようである。しかし、ある学説によれば、法が定款規定の有効性につ

(88) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 144. また、グループ外にある競業会社を買収しかつ自身の会社の拡大のために当該競業会社から採択するという場合にも、少数株主は競業を承認するかもしれない。

(89) こうしたシナジー効果については、前掲注(28)および(55)も参照。

(90) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 123f.

(90a) Kropff, a. a. O. Fn. 8 Vor §311Rn. 67.

(91) Binnewies, a. a. O. Fn. 74, S. 315ff., 328; Uwe H. Schneider/Burgard, a. a. O. Fn. 32, S. 967.

(92) Vgl. Koppensteiner, a. a. O. Fn. 8, Vor §311Rn. 27; Kropff, a. a. O. Fn. 8 Vor §311Rn. 85f.; Binnewies, a. a. O. Fn. 74, S. 328; Uwe H. Schneider/Burgard, a. a. O. Fn. 32, S. 967. なお、株式会社第23条第5項は、「定款が本法の定めと異なる規定を置くことができるのは、本法が明文でその旨を認めている場合に限られる。定款による補充的な定め (ergänzende Bestimmungen) は許容される。ただし、本法が完結した規定 (abschliessende Regelung) を置く場合はその限りではない」と定める。邦訳に際して、増田政章「定款規定の解釈——序説」近畿大学法学第49巻第1号152頁(2001)

いて一定の制約を設けた根拠が少数株主や債権者を保護するためであるとすれば、次のような論理によって、定款による競業禁止が許容されることになる、と主張されている。⁽⁹³⁾すなわち、企業グループの構成会社間での競業に対して特別な法規整が行なわれず、かつ、ある会社がその競業会社によって買収された後に利益や財産的価値を搾取される、という状況を考慮した場合、そうした買収自体を阻止するために定款においてあらかじめ支配株主の競業禁止を定めておくことは、株主および債権者の利益に反するとはいえない、というのである。⁽⁹⁴⁾

しかし、原則的に競業を許容するということの理由が明らかでなく、また、競業によって生じうる不利益を阻止する点も重要ではあるが、他方どのような場合にあらかじめ支配株主の競業を禁止する定款規定が置かれるべきかどうか、実際上の判断は容易でないようにも思われる。

五 企業買収規整を前提とした競業の許容

(1) 緒論

ところで、ひとつの企業グループ内における競業関係の存在によって生じうる従属会社少数株主の保護の問題に対しては、企業グループが形成される段階においてそれを解決する、というやり方も呈示されている。具体的には、ある者が新たに会社を支配することになる場合に、まさにその時点において、当該会社の少数株主に対して、一定の法規整の下で会社から退出する機会を与えるということによって、その後における従属会社少数株主の保護を特別に考慮することなくグループ内での競業活動を自由に認める、という考え方である。

このような規整のあり方に関しては、近時ドイツにおいては、①ある者が公開買付けによって会社の支配を取得しようとする場合における、

も参照。

(93) Uwe H. Schneider/Burgard, a. a. O. Fn. 32, S. 967.

(94) Uwe H. Schneider/Burgard, a. a. O. Fn. 32, S. 967.

結合企業の競業規整にかかる問題点

その買付申込にかかる規整がなされ、また、②ある会社の支配を取得した者は、当該会社におけるその他の全ての株主に対して一定の条件に従った買付申込を行わなければならない、ということが定められたのである。⁽⁹⁵⁾

そして、こうした企業買収ないし企業結合の法規整が採用されることと、ひとつの企業グループが形成されたのちに、当該グループ全体が支配会社によって統一的に運営されることおよび当該グループ内において競業活動が容認されることとは、密接に関連づけられて理解されているのである。⁽⁹⁶⁾

もっとも、このような企業グループが形成される局面における法規整の問題は、本稿が対象とするグループ内における競業それ自体の問題で

(95) 本文中で述べたうち、①は支配取得のための買付申込 (Übernahmeangebote) (以下、「公開買付け」とする)、また、②は義務的買付申込 (Pflichtangebote) として呼ばれているものである。なお、「支配」とは、議決権の30%以上の取得を意味する。

(96) Geiger, a. a. O. Fn. 3, S. 142; Lutter, Treupflichten und ihre Anwendungsprobleme, ZHR 162, 174f. (1998); Burgard, a. a. O., Fn. 6, S. 1045. Lutter の見解の紹介については、小松卓也「株主の誠実義務による結合企業規整に関する一考察」六甲台論集 (法学政治学篇) 第47巻第3号120頁以下 (2001) 参照。なお、公開買付けおよび義務的買付申込によって企業グループの形成局面で規整を行なうことの意義については、二つのものが指摘されている。ひとつには、それが、グループ形成後に従属会社が支配会社の指揮下に置かれた場合のいわば静的な状態における、従属会社少数株主の保護が十分機能しえないことに対しての、補完的意味合いをもつというものであり、もうひとつは、そうした静的な状態での保護が機能しうることを認めつつも、支配会社が企業グループ全体を統一的に運営することをおある意味において正当化するために、それによって形成の局面での調整を行なうというものである。Vgl. Mülberr, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Auflage, S. 462ff. (1996). なお、Mülberr 自身の立場は後者である。この点で、小松卓也「結合企業間取引の私法的規整」六甲台論集 (法学政治学篇) 第47巻第1号67頁 (2000) にある注(143)の記述は誤りであり、この機会に訂正させていただく。

はない。とはいえ、そうした企業グループの形成局面についての法規整がグループ内競争の規整のあり方を左右するという考え方に基けば、競争規整をいわば動的に把握するという意味において、この場で企業グループの形成局面における公開買付けないし義務的買付申込についての規整の一部に触れておくことも、有益であると考ええる。

(2) ドイツにおける企業買収規整

ドイツでは、新しく制定ないし改正された企業買収に関する諸法が、2002年1月1日から施行されている⁽⁹⁷⁾。そこでは、上述したように、会社の支配を取得するために行なわれる公開買付け、および義務的買付申込における法規整が整備された。

まず、前者については、支配取得の手段として公開買付けが用いられることは強制されていない。しかし、支配の取得を公開買付けによって行なう場合には、いわゆる部分的公開買付けは許容されておらず、対象会社の全株式に対する買付申込が強制されている⁽⁹⁸⁾。

他方、後者の義務的買付申込については、ある会社の議決権に関して30%以上を取得した者が、当該会社におけるその他の全ての株主に対し

(97) その中心となるものは、新たに制定された「有価証券の取得および企業買収に関する法律 (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG))」であり、これは上場会社株式を対象とするものである。邦文献による本法の紹介としては、早川勝「ドイツ株式公開買付規制の新展開」同志社法学54巻1号344頁以下(2002)、池田良一「ドイツ『企業買収法』の導入とEU『企業買収指令』合意に向けての再スタート」国際商事法務 Vol. 30, No. 9, 1197頁以下(2002)、佐藤文彦「ドイツ有価証券取得及び支配獲得法 (WpÜG) と敵対的企業買収における将来の局外株主の利益保護」獨協法学第58号69頁以下(2002) 参照。本法試案については、早川勝「コンツェルン形成規制としての株式公開買付」同志社大学ワールド・ワイド・ビジネス・レビュー第2巻第1号1頁以下(2001) 参照。本法以前のドイツにおける買収にかかる規整状況は、野田輝久「EUとドイツにおける株式公開買付規制」青山法学論集第40巻第2号55頁以下(1998) 等参照。

(98) §32 WpÜG

結合企業の競業規整にかかる問題点

て、買付申込を行なう義務を負うことになる。⁽⁹⁹⁾ もっとも、公開買付けによって30%以上の支配を取得した場合には、その後の義務的買付申込は免除される。⁽¹⁰⁰⁾ なお、こうした規整は、会社における支配株主の新たな出現ないし交代によって従前からの少数株主の会社に対する投資条件に変化が発生するから、その時点で当該少数株主に対して持株を適正な価格で売却する機会を与えて、投資条件が変更される前に保護する必要がある、という考え方に基づくものだとされている。⁽¹⁰¹⁾ その点で、ドイツにはすでに株式法において会社内における支配株主と少数株主との共存を前提とした結合企業規整が存在しており、義務的買付申込の制度とそうした株式法とがどのような関係にあるかについては、議論がある。⁽¹⁰²⁾

(3) 買付価格についての法規整

ところで、公開買付けおよび義務的買付申込のいずれにおいても、買付価格に関する規整がなされている。すなわち、買付者は適正な対価 (angemessene Gegenleistung) を呈示しなければならず、そのさい、対象会社株式の平均市場価格、および、過去に買付者が対象会社の株式を取得するのに要した対価が、考慮されることになる。⁽¹⁰³⁾ そして、こうした

(99) §29, 35 WpÜG

(100) §35 Abs. 3 WpÜG

(101) Liebscher, Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz, ZIP 2001, 853, 866; Harbarth, Kontrollerlangung und Pflichtangebot, ZIP 2002, 321, 322.

(102) 義務的買付申込制度は現行の株式法と相容れないとする見解は, Altmeppen, Neutralitätspflicht und Pflichtangebot nach dem neuen Übernahmerecht, ZIP 2001, 1073, 1082f.; Harbarth, a. a. O. Fn. 101, S. 322. Vgl. auch Andreas H. Meyer in Geibel/Süssmann, WpÜG Kommentar, §35Rn. 3 (2002). 他方, 義務的買付申込制度は, 従属会社少数株主の保護のために, 株式法を補完する役割をもつとする見解については, 前掲注(96)の叙述, および後掲注(106)の文献を参照。

(103) WpÜG 第31条第1項は, 「買付者は, 対象会社の株主に対して, 適正な対価を呈示しなければならない。適正な対価の決定においては, 基本的

買付価格の規整が、グループ内での競業活動が許容されることと重要な関連性をもっていると解されるのである。

まず、義務的買付申込の場合、買付価格の規整は、会社において支配的地位をもつ株主が出現ないし交代した後も、対象会社の少数株主が従前からの持分価値を再取得できることを確保するという働きをもつ⁽¹⁰⁴⁾。さらに詳しく見ると、新たに支配的持分を取得した株主の指揮の下で当該従属会社が運営されることが積極的に容認され、それに伴って、現行の株式法では従属会社少数株主を十分に保護しえないゆえに⁽¹⁰⁵⁾、いわば予防的保護としての義務的買付申込の制度が必要となってくる、という考え方を前提として、次のような事情が指摘されている。すなわち、買付価格の規整がなければ、買付者が割安な価格を呈示した場合、少数株主は、のちに支配会社の指揮によって被るであろう不利益を危惧して、その買付申込に応じざるを得なくなる、という威圧性が働く点が問題なのであり、それゆえに、義務的買付申込による少数株主の予防的保護を実効性あらしめるために買付価格の規整が必要である、と考えられている⁽¹⁰⁶⁾のである。

には、対象会社株式の平均市場価格、および、買付者やその共同取引者もしくはその子会社による対象会社株式の取得、が考慮されなければならない」としている。第2文における後者の考慮要因は、対価の価値が、対象会社の株式を買付者が取得する以前の価値に基づくべきである、ということの意味している。Rodewald/Siems, Der Preis ist heiss – Zur Angemessenheit der Gegenleistung bei Übernahmeangeboten, ZIP 2002, 926. 対価の算定方法については、WpÜG-Angebotsverordnung 4条以下に具体的な定めが置かれている。なお、対価は、現金もしくは一定の条件を満たす上場された株式によって支払われる（同条第2項）。

(104) Seydel, a. a. O. Fn. 21, S. 74.

(105) これには、グループ内における競業の発生とそれによって従属会社少数株主が被りうる不利益も含まれる。

(106) Mülberr/Birke, a. a. O. Fn. 31, S. 714; Uwe H. Schneider/Burgard, a. a. O. Fn. 32, S. 964f. Vgl. auch Rodewald/Siems, a. a. O. Fn. 103, S. 927; Seydel, a. a. O. Fn. 21, S. 59f. なお、義務的買付申込に応じる手段によらずに、新

結合企業の競業規整にかかる問題点

なお、買付者が従前に対象会社の支配株主から支配的持分をプレミアム付きの価格で譲り受けていれば、そのプレミアム付価格に基づいて買付価格が算定されるので、義務的買付申込において買付者は大きな資金的負担を強いられることになる。すなわち、対象会社の少数株主もいわゆる支配権プレミアムを享受することができるのである。⁽¹⁰⁷⁾なお、これに関しては、対象会社の価値を高く評価する者ほど支配株の購入に対して高いプレミアムを支払うとすれば、買付価格の規整は、資源の効率的な配分という意味での有意義な支配株の取引ないし企業買収を抑制する結果をもたらすかもしれない、という指摘もみられる。⁽¹⁰⁸⁾

他方、支配取得のために行なわれる公開買付けの場合には、当該価格規整に対する批判もみられる。すなわち、公開買付けによって買付者が対象会社の支配を獲得できるかどうかは、対象会社の株主に対する情報開示が十分に行なわれるのであれば、買付者による買付価格の自由な設定に対して当該株主の多数派が買付に応じるか否かという点に委ねられるべきである、と主張されている。⁽¹⁰⁹⁾

たに支配的持分を取得した者が現れたときに直ちに市場で持株を売却するという方法は、その時点で、将来的な成長可能性や実際の財産状況など対象会社の価値が市場価格に十分に反映されていないという場合には、妥当な解決策とはならないという指摘がある。Uwe H. Schneider/Burgard, a. a. O. Fn. 32, S. 965.

(107) 以上、Mülbert/Birke, a. a. O. Fn. 31, S. 714f.: vgl. auch Seydel, a. a. O. Fn. 21, S. 58.

(108) Vgl. Prantl, Konzernbildung, Konzernrecht und Minderheitenschutz in Deutschland, S. 264 (1994).

(109) Mülbert/Birke, a. a. O. Fn. 31, S. 714f.; Rodewald/Siems, a. a. O. Fn. 103, S. 927. 他方で、価格規整を伴った義務的買付申込および公開買付によって、買付者は最終的に対象会社の株式を全て買い取るようになるかもしれない点を考慮するであろうから、安易に対象会社を搾取するために買収が行なわれることが阻止される、という利点もあると指摘されている。Prantl, a. a. O. Fn. 108, S. 264f.

(110) Mülbert, Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien (kon-

これに対して、そうした公開買付けについても価格規整が必要であることの根拠としては、公開買付け後における残存株主に対して義務的買付申込を行なうことが免除されている点が、挙げられている。⁽¹¹¹⁾これをより敷衍すれば、次のように説明することができよう。すなわち、公開買付けによって対象会社の買収が成功し従属会社化されたのちは、買付者である支配会社の指揮の下で当該従属会社が運営されることが積極的に容認されるという考え方に基づけば、公開買付け後において買付者が対象会社の支配的持分を取得した場合には、即座に、当該会社が支配会社ないしグループ全体の利益のために犠牲となるかもしれないという危険性が生じる、つまり買付に応じなかった株主は不利益を被る危険に直面することになる。⁽¹¹²⁾そうした買付に応じさせようとする威圧性が存在するゆえに、買付者が任意に設定した買付価格が割安なものであると評価する株主であっても持株を提供することになるのである。⁽¹¹³⁾したがって、株主の保護という点で買付価格についての法規整が要請される、と。^{(114) (115)}

zern) recht-die konzeptionelle Schwachstelle des RegE WpÜG, ZIP 2001, 1221, 1223ff.

(111) Rodewald/Siems, a. a. O. Fn. 103, S. 928: vgl. auch Mülberr, a. a. O. Fn. 110, S. 1223f.

(112) ここでも前掲注(105)と同様に、グループ内競争に起因して生じうる不利益も含まれる。

(113) Mülberr/Birke, a. a. O. Fn. 31, S. 714. すなわち、買付価格を割安と評価する株主であっても、その他の株主が買付後の残存者となるのを恐れて当該買付価格に安易に満足するかもしれない、という危惧をもつから、自身も買収成功後の従属会社少数株主となるのを回避するために、買付に当ててしまうのである。要するに、安易に買付に応じる株主が出現すること、および、そうでない株主が、そうした株主が多数派いるかもしれないという危惧を抱くがゆえに買付に応じること、を解消する必要があると考えられているのである。Mülberr/Birke, a. a. O.

(114) ところで、買付価格についての法規整がなくとも買付価格は通常当該株式の市場価格よりも高く呈示されるであろうが、その場合であっても、買付者は自身が正当に評価するよりも低い価格を呈示しているかもしれない点が、問題であると言われている。すなわち、株主は、買収によって高

結合企業の競業規整にかかる問題点

要するに、ひとつの企業グループ全体が支配会社による統一的指揮の下で運営されることを積極的に許容しつつ、企業グループが形成される局面において規整を行なうという考え方の下では、グループ内における競業許容も含めた、支配会社によるグループ全体の統一的運営によって従属会社の少数株主が被るかもしれないという不利益に対して、ドイツ法では、買付価格に対しての法規整が重要な役割を果たしている⁽¹¹⁶⁾、と捉えることができるのである⁽¹¹⁷⁾。

められるであろう経済的効率性による利益を自らも享受すること、つまり買付者自身が正当に評価する買付価格で持株を提供することを望んでいても、そうした威圧的效果が存在するゆえに、実際に買付者が呈示した価格を割安だと評価してもそれに応じざるをえない、ということが指摘されている。以上、Mülbert/Birke, a. a. O. Fn. 31, S. 713. もっとも、そうした企業結合による効率上の利益を対象会社の株主も当然に享受しうるのは、議論の余地があろう。その他にも、株主が、買付者によって呈示された買付価格が市場価格より高くてもそれを割安であって不満だとする理由としては、対象会社の価値がその時点における市場価格に反映されておらず過小に評価されているということが、考えられよう。また、そのような会社が、買収の対象にされ易いとも言えよう。結局、WpÜG 31条に基づく価格規整のあり方自体も問題となってくる。Vgl. Rodewald/Siems, a. a. O. Fn. 103, S. 928f.

(115) これに対して、Mülbert, a. a. O. Fn. 110, S. 1223. は、WpÜG 第16条第2項が、買付期間終了後に買付結果が公表されたのち、そこで買付けに応じなかった株主に対して、さらに二週間以内の買付期間が与えられる、と定めていることによって、買付に応じるか否かについて株主が自律的に判断する状況が確保されているから、威圧性の問題は生じないとする。

(116) また、対象会社の株主を保護するための、買付価格の規整の必要性に関する議論として、野田博「会社法の見地からの企業結合形成段階の法規制について(2・完)」商学討究第42巻第1号154頁以下(1991)も参照。

(117) なお、対象会社の株主の保護に関する問題としては、敵対的買収に対して対象会社の取締役がどのような行動をとるべきかの点も、問題となってくる。他方、本文で取り上げた、支配取得のための公開買付けおよび義務的買付申込、そしてそれらにおける買付価格の規整は、企業買収が行なわれて、その後に従属会社が支配会社の指揮の下で支配会社ないし当該グループ全体の利益のために経営されることになる、という状況自体が発生

することを基本的に想定している。そこで、たとえば、対象会社の取締役に対して、対象会社を搾取する目的での買収を阻止することや買収価格を引き上げるような措置を講じることを許容ないし義務付けるといった、企業買収に直面した取締役の行動についての規整と、そうした想定との関係も問題となってくる。これに関しては、Vgl. Mülbert/Birke, a. a. O. Fn. 31, S. 713ff.; Uwe H. Schneider, Die Zielgesellschaft nach Abgabe eines Übernahme-oder Pflichtangebots, AG 2002, 125, 128ff. 福島洋尚「会社支配の争奪とドイツ株式会社法」南山法学20巻3・4号395頁以下(1997), 同「ドイツにおける株式公開買付に対する会社法上の防衛措置」青山法学論集第40巻第3・4合併号131頁以下(1999)参照。これに関して、ドイツ法上の公開買付けおよび義務的買付申込の規整は、買収に直面した対象会社の取締役が中立的の立場をとるべきであるという考え方と符合する、と指摘されている。Mülbert/Birke, a. a. O. 福島・前掲(前者の)論文413頁以下。ところで、WpÜGは、買収のための公開買付けの実行が公表されたのちは、その対象会社の取締役会が当該買収を阻止しようとするような行動をとることを禁止している(第33条第1項)。しかし、取締役会が、買収のための公開買付けに直面していない会社の通常かつ誠実な経営者であれば行なうであろう行動をとること、競合する買収者を探すこと、および買収を阻止しようとするものであっても対象会社の監査役会によって承認された行動をとることは、禁止していない(同項)。また、一定の条件の下で、株主総会の授権があれば、取締役会が買収阻止行動をとることも認められている(同条第2項)。

- (118) さらに、このような公開買付けおよび義務的買付申込が行なわれた場合、対象会社における全ての株主が買付に応じることで、買収後の従属会社は完全子会社になる可能性が高い、とも言われている。Seydel, a. a. O. Fn. 21, S. 78. Vgl. auch Uwe H. Schneider, a. a. O. Fn. 117, S. 127. ところで、WpÜG 11条第2項では、買付申込書類に記載する事項として、対象会社の買収後の事業活動に関する買付者の計画が、挙げられている。そして、記載の対象としては、製品の種類の変更や活動領域の改変といったグループ戦略上のものも含まれると解されている。Seydel in *Kölner Kommentar zum WpÜG* §11Rn. 66ff. (2003). それらはグループ内の競業活動にも関係すると思われるが、競業規整との直接的な関連性は、明らかでない。Vgl. auch Seydel, a. a. O. なお、一定の将来情報を開示することが、株主ないし投資者の保護として有効に働くこともありうる。ところが、買収の対象会社と競業する会社がグループ内に既に存在している場合には、特別な問題が介在しているように思われる。すなわち、対象会社の株主にとって有利な将

六 結 語

(イ) 以上、本稿では、ドイツ法上の議論を中心として、ひとつの企業グループ内における支配会社と従属会社との間あるいは複数の従属会社の間で競業活動が行なわれる局面での、当該従属会社における一般投資者たる少数株主の保護に関する、法的な議論を素描した。すなわち、グループ内競業によって生じうる従属会社少数株主の不利益の中味、グループ内競業が容認されることのメリット、従属会社少数株主を保護するための法規整のあり方、および、企業グループの形成局面における法規整と競業規整との関係、などといった点について見てきた。もっとも、それらの叙述は、競業規整に関する比較的最近のドイツ法上の議論を多少整理したにすぎないものである。

(ロ) さしあたり、本稿での要点をまとめると、以下のようなものになる。

まず、企業グループ内における競業が法的に容認されたとした場合、当該競業下に置かれた従属会社の一般投資者たる少数株主が競業が行なわれることによって受けうる不利益は、看過しえないものである。他方、グループ外の競業会社を買取することも含め、グループ内で競業活動を認めることにも一定のメリットがありうる。

そこで、それに対処する法規整が要請されることになる。しかし、各々の規整方法について次のような問題がある。

第一に、当該競業が行なわれることを前提にしつつその当事者となる株主の利害を調整する幾つかの方策がありうるが、その場合、競業会社の買取という動的な局面に対処できない。

来情報、たとえば当該会社を買取後にグループの拠点的役割を担うといった情報は、グループ内に既存する競業会社の株主にとっては、おそらく不利な情報であろう。このようなかたちで、開示される内容を巡って利害の対立が起こりうるのである。

第二に、競業関係に晒される従属会社の少数株主に対して株式買取請求権を付与するという救済策の場合には、その買取価格の決定方法をどうするかの問題が残されている。

第三として、当該競業行為自体を禁止するという法規整は、グループ内競業のもつ利点をも考慮した場合、十分な説得力をもって論拠づけることが容易でない。

第四には、少数株主の同意や定款規定によって支配株主の競業の可否を決める方法も考えられるが、実際にその可否が当事者によって適切に判断されうるかどうかとも問題となりえよう。

第五として、企業買収に関する法規整を施し、買収後に従属会社の少数株主に陥らんとする投資者をいわば事前に保護することによって、グループ内競業の容認と従属会社少数株主の保護の問題とを両立しうる、という立場に対しては、企業買収についての法規整をどのようにするかという基本的な点が問題となってくる。

(ハ) ところで、わが国の会社法においては、こうしたグループ内競業の規整に関する明文の規定は設けられておらず、また、従来からこの問題⁽¹¹⁹⁾に関して活発な議論が展開されてきたとは言い難い。それに関しては、

(119) なお、東京証券取引所は、かつて、いわゆる子会社上場を認めるにあたって、上場を申請する子会社の主たる事業が、その親会社の事業と競合しておらず、かつ、一定の要件を満たす同じグループ内の他の子会社の主たる事業と競合していないことを、原則的な要件としていた(なお、互いの商品が代替性をもたない場合や、対象とするユーザー層が違っているなどの場合は、競合関係なしと判断するようである)。丸山顕義「子会社の上場に際しての留意点」JICPA ジャーナル No. 427. 23頁(1991)、江頭・前掲注(4)215頁以下参照。しかし、東証は、1996年1月1日から施行された上場審査基準において、そうした非競合要件を廃棄した。改定後は、上場を申請する子会社がその不利益となる取引行為を親会社等から強制又は誘引されないこと、あるいは、当該子会社が事実上親会社等の一事業部門でないこと、という基準が一定の役割を果たすであろう。亀谷英敬「株券上場審査基準等の一部改正」商事法務1413号32頁(1996)および東証のホームページ参照。

結合企業の競争規整にかかる問題点

わが国において、果たして実際に問題が生じていないのか、あるいは問題が顕在化していないだけなのか、筆者には現在のところ明らかでない。とはいえ、本稿でみてきた問題点の多くは、単にドイツ法の状況に特有のものとして片付けうるものではなく、合理的な経済活動を行なう企業家あるいは投資者が関係する状況下において十分に想定されうるものであろう。その意味で、本稿での議論は、今後わが国においてもこの分野に関する議論を深化させていく必要があるということを示唆するものであると思われる。

- * なお、筆者が先に公表した論文に関する補正を、この場でさせていただきたい。すなわち、「結合企業における統一的運営とそれに対する融資銀行との法的関係について」神戸学院法学第34巻第1号（2004）219頁の脚注(27)の記述を『Uwe H. Schneider, a. a. O. Fn. 2, S. 503; Maier-Reimer, a. a. O. Fn. 5, Rz. 16. 7ff.; Merkel, a. a. O. Fn. 17, Rz. 17. 15ff. また、ここでは、従属会社が有限会社である場合を前提とする。』とします。