慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	企業結合法における外部株主の保護
Sub Title	La protection des actionnaires externes en droit des groupes de sociétés
Author	宮島, 司(Miyajima, Tsukasa)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1984
Jtitle	法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.57, No.4 (1984. 4) ,p.1- 26
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19840428-0001

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

企業結合法における外部株主の保護

宮島　司

一、序
二、外部株主の定義
三、グループ創設時における外部株主保護
　1　提案と選択
　2　年次補償割当（補償）
　3　出資回収権（代償）
　4　異議申立権
　5　編入における外部株主保護
四、グループ創設後における外部株主保護
五、まとめ

一、序

企業結合法制については、近時いくつかの具体例が我々の周辺には存在している。既に存在する立法例としては、ドイツ株式法中の第三編及びこれを範としたブラジル会社法であり、また法案の段階ではあるが具体的に条文化され

たものとして、一九七五年E・C会社法案第七章以下及びフランスのクステによる前期・後期の二法案[1]がある。そして、いずれの法・法案も、会社法制中の一項目としてこれを採り上げつつも、伝統的会社法の基本理念から一歩踏み出したものとして企業結合法を把握する傾向[2]を有するものといって良い。

ところで我々がこの既に放置することのできなくなった企業結合を法の場面において考察しようとするとき、いくつかの考え方の可能性がありうる。第一には、現在のままこれを放置し、発生する諸問題は法理あるいは裁判所にまかせるとすること。第二には、現在の法典の形式を維持し、つまり、伝統的会社法の粋組の中でこれを捉え、親子規制、相互保有規制、通知規制、取締役会の権限規制、計算規制等個々の分野での修正、追加を考えること。第三に、さきに挙げた立法例のように、確立した企業結合法制を会社法の中に（孤立した会社を念頭においた伝統的会社法から踏み出したもの）新設すること。第四に、企業結合が有する多方面に亘る性質を考慮し（税制、労働、経済法制）、これら種々の問題点を一括して取り扱いうるような、いわゆる中間法としての企業結合法を考えること等である。そして我々は今第三の考え方を採ることを前提として議論を進めようとしている。おそらく、現在行なわれている大小会社の区分についての議論の数年後には活発に企業結合法形成への動きが見られるであろう。

本稿では、冒頭に述べたいくつかの具体的な立法（案）例をとり上げ、特にその中でも外部株主保護の制度について比較検討しようとするものである。複数の企業が結合関係に入って行くとき、そして特に支配従属という形であるとき、主たる関心事は支配会社と従属会社の関係、支配会社と従属会社の外部株主及び債権者の関係といったところである。それぞれがもちろん重大ではあるが、その中でも特に会社の実質的所有者たる株主が支配会社の支配により蒙る不利益は無視することのできない問題である。これから採り上げようとするいくつかの立法例も重要な柱の一つとしてこの外部株主のための保護制度を用意している。そしてその基本的思想は、現存する企業結合を経済上の必要から在るものとして承認し、在るものとして承認する以上その機能化を図ることを目標としつつ「支配（contrôle）」を法

認する。その対価として外部株主に対する保証を置くというものである。[3] 我国においても各立法(案)例が定めるような「支配」の法認へ進むべきかどうかは直ちに結論は出しえない問題である。[4] しかし、そうではあるとしても各国の考え出した種々の制度は、これを独立に検討する価値のあるものと考えられよう。これから採り上げようとする各立法(案)例もそれぞれ異なった背景の下に創設されたものであるし、企業結合とくにグループと呼ばれるものの把握についても大きな相違をみせている。[5] それにもかかわらず、ここではあえて外部株主の保護制度のみを採り上げる。

(1) 一九七〇年二月一九日(一〇五五号法案)、一九七三年四月二日(五二号法案)、一九七四年八月一日(一二一一号法案)の三者を前期法案と呼び、一九七八年六月二八日(五二二号法案)、一九八一年七月二日(二五号法案)の二者を後期法案と呼ぶ。具体的な条文については、拙稿「クステ前後期法案対照条文」本誌五六巻一〇号七六頁以下参照。両法案(内容的には二法案、数的には五法案)の形成過程については、拙稿「フランスにおける"GROUPES DE SOCIÉTÉS"法案の形成」『慶應義塾創立一二五年記念論文集(法学部法律学関係)』三九三頁以下。なお、E・C会社法案とは別に(注)2に基づき作られたディレクイブ案がある。これは締約国内部の結合法の調和のためのものであり、これに基づきやがて七五年法案も影響を受けよう。本稿では確定した七五年法案を使う。EC法案とディレクティブ案の関係にはここでは立ち入らない。

(2) Commission des Communautés Européennes, Avant-projet d'une directive sur la base de l'article 54 paragraphe 3 littéra g du traité CEE portant harmonisation du droit des groupes de sociétés (Partie II), p. 1 にその旨示されている。また、クステの各法案の「動機の声明」についても同様である。Proposition de Loi sur les groupes de sociétés et la protection des actionnaires et du personnel, Assemblée Nationale N° 1055 (52, 1211), pp. 4 et suiv, Proposition de Loi sur les groupes de sociétés et la protection des actionnaires, du personnel et des tiers, Assemblée Nationale N° 522 (25), pp. 2 et suiv. ドイツ法については、政府草案理由書参照(慶應義塾大学商法研編訳『西独株式法』四四二頁)。

(3) Proposition de loi sur les groupes de sociétés et la protection des actionnaires et du personnel, Assemblée Nationale N° 1055, p. 4 (Exposé des motifs). M. Germain, Sociétés dominantes et sociétés dominées, (thèse), p. 210 は、ヨーロッパ会社法案の動機はグループの存在が株主に蒙らせる危険の奪回にあるとする。

(4) 企業結合に関する私法学会シンポジュームでは、大略二分された考え方が示された。契約コンツェルンは問題とはならないことを前提に、河本教授は事実上のコンツェルン規制よりむしろ他の多面的規制を考えようと主張され(私法三七号一六一、

一六二頁）、竹内教授は契約上のコンツェルンを手本とした規制（同一五八頁）を主張された。

(5) GERMAIN, op. cit., p. 209 は次のような分類をする。クステ前期法案及びE・C会社法案は一般適用であるのに対し、西独株式法は支配契約の存在の場合のみの例外適用であると。

二、外部株主の定義

表1の通り、定義規定を有するのはクステ前期及び後期の両法案であり、E・C会社法案[1]及びドイツ株式法には存在しない。

ところで、西独株式法二九五条についての政府草案理由書[2]によれば、その定義規定を置かなかった理由として、外部株主とは事物の本質から定められることとなるから、あえて便法的な規制を避けたとされている。ところが現実には学説が林立してしまっている[3]。これに対して、定義規定を有するクステ法案では、前期法案においては「支配会社中における利害関係の存否」が基準とされていたが、後期法案においては次の様な二本建ての構成をして定義づけている。一は、支配会社への資本参加の有無（但し、一%を超えない者は同視される）であり、他は、グループ指揮への参加の有無である。この両法案を比較してみると、まず第一に、後期法案では支配会社への資本参加が一%を超えない者も外部株主とされるとする点において、このような利害関係を有する者にまでその範囲が拡大されたことが注目される[4]。もっとも、前期法案中の「利害関係の存否」ということの解釈によっては低率の支配会社への資本参加は排除され、当該株主は外部株主であるとも考えられるが[5]、いずれにしても数的基準を挙げたことは明確性の意味で優れているといえる。第二に、後期法案では「利害関係」という不明確な基準を避けたことは特筆しなくてはならない。元来、法文上右のような文言を用いることは法的安定性の見地からも望ましいとは言えず、しかも外部株主とされるか否かによって、その権利保護の態様、程度が無か有かという程差違のあるこのような場面においては一層明確化の要

請が働く。この点も、「利害関係」の解釈によって後期法案と同様の理解に達することができるとも思われるが（後に述べる支配従属に関する利害）、立法技術的に不可能でない限り明定すべきである。[6]

ところで、外部株主とは何かという問題は、困難な問題であると共に先決されなくてはならない問題である。そして言えることは、「外部」あるいは「局外」とは「支配（利益）」との関わりにおいて彼が外国人の身分（extranéité）にあるということである。[7] 従って、外部株主を定義する場合にはこの支配（利益）との関係においてこれをなすべきである。その意味において、クステ後期法案がグループ指揮への法律上、事実上の参加の有無をその判断基準としたことや、西独株式法の立法理由に現われている解釈[8]などは納得しうるものである。そして、このように考えてきた場合、クステ後期法案が支配会社への資本参加の有無をも外部株主となるか否かの判断基準としたことが再び問題提起されざるを得ない。ある者が外部株主として保護されなくてはならない理由は、株主の有する支配権能及び収益権能ともいうべきものが、企業結合によりかき乱されることに対する代償が必要だからである。それゆえこうした危険をこおむらない株主は保護を受けるべきではないとともに、従属会社でかき乱され失うものを他の会社（支配会社）で発見し補塡できる者も外部株主と考える必要はない。[9] 極めて低率で支配会社に参加している従属会社株主は右の者等と同様なのであろうか。クステ法案五条一項が原則的な形で資本参加のないことを挙げているのは、前期法案の「利害関係」

表 1　外部株主の定義

ドイツ	クステ後期	クステ前期	ヨーロッパ
規定なし	五条① 支配会社への資本参加のない加盟会社株主 ② 但し、資本参加が一％を超えないものも同様 ③ 法律上、事実上グループ指揮に参加していないもの	五条 支配会社内で利害関係を有さない加盟会社の株主	規定なし

の具体化という意味で理解しうるが、そもそも無色の利害関係ではありえないはずであり、前述したような考慮を加えるとき、五条一項の原則は非論理的であるとの批判を免れない。[10] むしろ、一％以内であれば確実に支配との関わりがないものとして取り扱う[11]五条二項を原則規定として置くべきであったと思われる。

このように考えてくるとき、外部株主の定義については何らかの規定を置くことがふさわしいとともに、それは明確を期するようなものでなければならずかつ欠くところのないものでなければならないという二つの要請が出てくるであろう（注(4)のような体裁か）。

(1) 手元にある一九七五年ヨーロッパ共同体委員会編の Avant-projet d'une directive sur la base de l'article 54 paragraphe 3 du traité CEE portant harmonisation du droit des groupes de sociétés 第九条には、定義規定が設けられている。支配契約の相手方を除いた従属会社のすべての株主が自由株主（EC法案及びディレクティブ案の下では外部株主をもって、このように actionnaires libres と呼称する）であり、その他、契約の相手方を支配する企業、契約の相手方と支配契約または利益供出契約により結合している企業、事実上のグループ関係により相手方と結合している企業、相手方に総資本を保有されている企業も含まれるとする。これについての解説として R. Rodière, Réflections sur les avant-projets d'une directive de la commission des communautés européennes concernant les groupes de sociétés, Recueil Dalloz, 1977, p. 138.

(2) 慶大商法研『西独株式法』四五六頁。

(3) F. Wooldridge, Groups of Companies, The Law and Practice in Britain, France and Germany, p. 63. 吉見研次「ドイツ法における局外株主の代償（一）」法学雑誌二三巻一号四六頁以下。

(4) 一九七〇年の第一次クステ法案（一〇五五号）発表後その内容を批判する Mémorandum sur un statut juridique des groupes de sociétés et la protection des actionnaires et personnel, p. 6 は、一九七〇年第一次E・C会社法案二二五条（グループ認知のための請求権者の資格要件）と同様にしようと提案する。それによれば、支配会社資本の五％を超え、または支配会社株式をXフラン以上有し、あるいは利害関係を有する者以外が外部株主とされる。ただ、五％については、現実から見て大きすぎるとの疑問も呈している（七頁）。おそらくこうした背景もあって、後期法案へと連らなっていったのであろう。

(5) ただ、フランスではこうした解釈はとられないようである。なぜ、一株でも支配会社株式を持てば補償等一切得られなく

なるのか、苛酷すぎ、また論理的でない、とするものとして、H. Guicou, Projet d'une reconnaissance juridique des groupes en droit français, rapport au 1er Séminaire d'Organisation Juridique de l'Entreprise, p. 15 及び前掲 Mémorandum, p. 6 がある。

(6) 森本滋「ヨーロッパ株式会社のコンツェルン法」民商七八巻一号四九頁。

(7) M. Germain, Sociétés dominantes et sociétés dominées, (thèse), p. 235.

(8) 慶大商法研前掲書四五六頁。F. Wooldridge の前掲書では、立法理由に挙げたものに加え支配契約から直接・間接恩恵を受ける者以外の従属会社株主も含むとする（六三頁）。

(9) M. Germain, *op. cit.*, p. 236.

(10) 注（5）参照。

(11) Mémorandum, *op. cit.*, p. 7.

三、グループ創設時における外部株主保護

法律上のグループと事実上のグループと二元的構成をする西独株式法及びクステ後期法案。そして右のような構成を採らず一元的構成をするE・C会社法案[1]及びクステ前期法案。いずれも出資回収権（代償）と年次補償割当（補償）という二つの方法を外部株主保護のために制度化している。前者（出資回収権—代償）は従属会社株主がその会社からいわば退社するというものであり、後者（補償割当—補償）は従属会社に残存しつつ一定の保護を受けうるというものである。いくつかの論点に分けてこれらを考察してみよう。

1　提案と選択

いずれの立法(案)例も、出資回収権と年次補償割当については、支配会社により、外部株主に対して提案されるべき旨規定している。そしていずれの立法(案)例とも補償については出資回収の選択が行なわれない場合にもこれにつき当然の権利を有すると構成されている[2]。つまり、補償は、出資回収とは異なり、意思的選択の結果というよりはむ

表2　提案と選択

ドイツ	クステ後期	クステ前期	ヨーロッパ
三〇四条　契約には相当の補償の定めを置くべき 三〇六条　補償についての義務のほかに、外部株主の要求により、相当の払戻を為して株式を取得する義務	一三条　出資回収権と年次補償割当の選択権の提案 一九条①　補償割当についての特権は究極決済とともに提案 一八条　商業登記簿への加盟契約の記載後三ヵ月以内に究極決済の適用を請求しない外部株主は年次補償割当の権利	一四条　出資回収権を提案しなくてはならない 二一条①　補償割当の特権は究極決済とともに提案されなくてはならない 二〇条　公示後三ヵ月以内に究極決済の適用を請求しない外部株主は年次補償割当の権利を有す	二二八条一項　出資回収の申出 二二八条二項　一項の申出に加え、年次補償金の支払の選択の申出 二三七条四項　出資回収権を行使しない株主は年次補償割当の権利を有す

しろ最後の拠り所として考えられ制度化されたものといえよう。[3]

ところで、この出資回収と補償の関係について、補償を支配会社の最終的な義務としたのはなぜであろうか（ここではひとまず補償の債務者が誰であるかという問題は触れない）。その背景には、出資回収を最終的義務としたりあるいは両者を並列的な形で置く場合には、支配会社にとって負担が大きすぎるとか[4][5]（出資回収のところで述べる）、いつまでも不安定な状態は好ましくないといった配慮も加わったものとも考えられるが、問題はさらに基本的なところにあるように思われる。すなわち、支配契約が締結され、あるいは自らの属する会社が支配従属関係に入った場合にも常に外部株主にとって現実的な不利益が生ずるというわけではない。そうだとすれば原則は会社への残存であり、ただ、支配の法認となれば、支配権能は抑圧されることとなるうえ、新たにグループ利益に従属会社利益が後退させられてしまうため、外部株主は不利益をこおむるガイ然性が大となるので補償が必要なのである。[6] そして、原則たる残存は現状維持であるのに対し、退社は新たな行為であるからこそ外部株主側に積極的な行動が要求されるのである。その意味において、年次補償割当を支配会社の最終的義務と構成する立法（案）には賛成しうるのである。

最後に、一点全く納得しえないのがクステ後期法案二〇条の「年次補償割当を選択した場合には議決権が排除される」旨の規定である。なるほど外部株主が従属会社において有する株式については、従属会社の利益に基づく配当はなされず、次に述べるような年次の一定額であったり、支配会社の利益に比例したものであったりするなど本来の株式の有する機能とは異なり、社債ないしは無議決権株に類似したものとなっているようにも思われる。だからと言って議決権までをも排除してしまうということになれば、この条文は支配会社による支配をより完全にする目的からできているものと悲観的に考えざるを得ない。ともかく、補償の選択をもって真の外部株主保護制度とするためには、株主が株主として残存することを希望し、またそれが株式である以上、議決権までをも排除することは許されない。(7) しかも補償によっては彼の支配権能の抑圧は補塡されていないからである。支配の法認の対価としての外部株主保護がこのような形で骨抜きにされるべきではないとともに、逆に魅力のない補償割当は、支配会社にとって、かえって経済的にも支配的にも自らに不都合の多い出資回収への逃避となるおそれさえあるのである。

(1) 二注(1)で述べた一九七五年の Avant-projet は二元的構成を採用している。R. Rodière, *op. cit.*, 138.

(2) 株式法三〇五条及び三〇四条。補償を定めない契約は無効であるとするとともに、外部株主の要求があれば、出資回収を契約に定めよとする。

クステ前後期法案は「究極決済の適用を請求しない加盟会社の外部株主は、(中略)、年次補償割当の権利を有する。」とする(一八条—後期、二〇条—前期)。

(3) M. Germain, *op. cit.*, p. 270.

(4) 慶大商法研前掲書四七〇頁。

(5) EC第一次会社法案では出資回収のみ義務的なものとされ、補償を援用するかは支配会社の自由とされていた。そして、その理由は本文とは全く反対に、株主を従属会社から離脱させ、従属会社を実質的一人会社としてしまうことこそ株主保護にもなり、支配会社のためにもなるというところにある。森本前掲論文四八～四九頁。

(6) 西独法につき、これがなければ絶対に契約上のグループはありえず、外部株主にとって最後の妥協点である、とするもの

として R. SINAY, Vers un droit des groupes de sociétés, Gaz Pal, 26, 30 mai et 2 juin 1967, p. 10.

(7) 前掲の Mémorandum, pp. 14-15 は全く別の結論を述べる。補償割当の選択は新タイプの株式、株主をグループ法が承認したのである。フランスでは多くは経営に興味なく経済上の利益のみ考えている。年金により経済に関しては全く無関心でいることができ、しかも支配会社の支配により危険から保護されているものが議決権を持つことは適当でない、と。

2 年次補償割当（補償）

年次補償割当については、四立法(案)例ともほぼ近似した制度を採用している。手続的には出資回収権とともに提案されることは前述した通りであり、さらに公示も要求されている。そして最も重大な点は、いずれの立法(案)例も相当に考慮している年次補償割当の額についてである。

基本的には二本建ての構成を採用する。一つは、従属会社中心にこれを定める場合であり、他は、支配会社との関わりにおいてこれを定める場合である。[1] 前者は固定的な一定額であり、従属会社の過去の収益と将来の収益予想によって決定される。[2] 一定額とはいえ、従属会社の過去・未来の収益に関わりを有するという意味においてなお株式たるの性質を失なわない。[3] これに対して、後者は支配会社の利益に依存する可変のものである。伝統的会社法の枠組からは考えられないこの算定方法も、財産不可侵の原則が撤廃され、さらに会社グループ利益の中に従属会社利益も吸収されてしまう新しいグループ法体系のもとでは十分な説明がなされうるものである。[4][5]

そして、それらの意味において、外部株主が従属会社に残存する場合も株主であり続けるのであり、(1)後段で述べたようにクステ後期法案が議決権を排除し、外部株主の利益を収益権能にのみ一面化してしまうような制度はとりえない。

ところで、このように考えてきた場合、年次補償割当の債務者は誰であろうか。明文をもって定めるのはクステ前期法案とE・C会社法案である。しかし両法案はその基本を異にする。前者は従属会社が唯一の債務者で支配会社が

資金の提供者であるとするのに対し、後者は支配会社を債務者とし関係企業集団に連帯した支払の責を課すというものである。

ところで、年次補償割当はいわば従属会社における利益配当の代置物であるとされている。従って、その資金の出所がどこであれ、また額の決定方法がどうであれ、従属企業も一個の法人として存続する限り、株主対当該株主の属する会社という図式が利益配当のためにはふさわしく、決して株主対株主（支配会社）という図式ではありえない。形式的な債務者は従属会社であり、[6] 資金提供者としてあるいは連帯債務者として、支配から利益を得るところの支配会社（関係企業集団）を把握すべきである。そして、このことは、グループ利益という思考をとるにもかかわらず、グループ自体に法人格を認めず、従属企業に法人格が残存するところからくる限界の問題である。

(1) R. SINAY, *op. cit.*, p. 11. 西独法を例にとり、補償は利益配当に代わりあるいはそれに加えられるものである。しかし、利

表3　年次補償割当

ドイツ	クステ後期	クステ前期	ヨーロッパ
三〇四条②　支配契約――従来、将来の収益(見込)により、配当できると予想される金額の年次の支払。または支配会社の利益配当に依存することもできる 三〇四条①　利益供出契約―券面額に応じた金銭給付 直接の明文はない 参考――三〇四条①、②	一九条②　過去の収益と将来性に応じた一定額で、独立していたなら株主が受けとることのできる額 ③　支配会社の利益配当に比例、事業の連結利益の一定割合 規定なし	二一条②　同上 ③　支配会社の将来の利益配当に比例 二三条　加盟会社は補償割当の唯一の債務者。必要な資金は支配会社により提供されなくてはならない	二三一条①　過去の収入及び将来の展望を考慮に入れた額 ②(a)　支配会社の株式についての収入に依存 (b)　グループの筆頭会社の株式の収入に依存 二三一条①　支配会社は年毎に支払わねばならない 二三七条⑤　関係企業は連帯して支払の責に任ずる

益配当と混同してはならないのは、利益配当の原因は会社にあり、補償のそれは契約にあるとする。

(2) いくつかの論点がある。西独株式法についての議論としては、支配契約あるときの補償の額とは最低限の保証の意味であるとする。従って、貸借対照表上利益が算出されないときでも、補償の額だけは支配会社が提供しなくてはならず、逆に、補償の額より多く利益を計上するときは増すべきであるとする。G. Keuccen, Le droit des groupes de sociétés dans la CEE, p. 52, R. Sinay, *op. cit.*, p. 11.

クステ法案について、額の決定につきその困難さを強く主張するものとして、R. Rodière, La protection des minorités dans les groupes de sociétés, Revue des Sociétés, 1970, p. 262. さらに、基準設定は不可能であるから、支配会社と従属会社の会計監査人で決定せよと単純にすることを提案するものとして Mémorandum, *op. cit.*, p. 16 がある。そして、これを受けて後期法案は修正を行っている（八条）。また、ドイツの議論とは逆に、株主を社債権者化してしまい、支配会社が損失を計上し配当できない場合でも補償をしなければならず、グループの経済状況の発展を無視してしまうことになるとするものとして L. Rey, Projet de protection des associés et créanciers des groupes de sociétés en droit français, Faculté des sciences juridiques de Rennes, Association française des juristes d'entreprises et Centre de droit des affaires de Rennes, droit des groupes de sociétés, p. 175. がある。フランス法については、井上明「フランスにおける会社グループに関するクステ法案、についての若干の考察」成城法学第七号四七頁以下に詳しい。

(3) 事実上は準社債権者ともいえるが、法的には依然株主である。M. Germain, *op. cit.*, p. 237.

(4) M. Germain, *op. cit.*, p. 237. グループ生活に統合され、「外人性」を失うからであるとする。しかし、より詳細に言えば、支配会社と従属会社という関係ではなく、従属会社の外部株主をグループ構成員と考え、グループの利益の分配ということになろう（Paillusseau, Faut-il en France un droit des groupes de sociétés ?, J.C.P. 1971. Doctrine 2401 bis n° 28.）。この考えに従えば、クステ後期一九条三項後期の制度は極めて納得しやすい。

(5) 支配会社の株式についての配当に関連させるのみならず、支配会社の資本増加や清算にも参加する制度は考えられないかとするものも存在する。R. Sinay, *op. cit.*, p. 11.

(6) R. Sinay, *op. cit.*, p. 11, Ordre des Experts Comptables et des Comptables Agrées, Les groupes et groupements de sociétés, p. 225.

3　出資回収権（代償）

従属会社の株主が当該会社からいわば退社をしてゆくための制度である。本来会社間にグループ関係が創設された場合にも、株主からの特別の請求のない限り、従属会社の外部株主はそこにあってより厚い保護を受けるべきが当然であり、[1] いずれの立法(案)例もそのように構成されていた。しかし、この年次補償割当も契約ないしは支配関係から生ずる財産上の不利益のみの補償であり、彼らの支配権の侵害に対する補塡を行なう性質のものではない。また、事情によっては、契約の終了、支配関係の終了の際には従属会社はもはや自立しえないということもありえようし、さらに、利益配当の代わりに彼が業務執行に影響を与え得ない他の会社から「年金(annuité)」を受けとるだけになることに満足しえないこともあるであろうから、[2] そのように考える外部株主の要求さえあれば、ここに退社を認めることが適当であるとされたのである。

いくつかの重要な論点に分けて考察してみよう。まず、従属会社株式の代償として払戻（交換）されるものの種類について、それぞれの条文がかかげるものとしては、支配会社の株式・社債・転換社債、そしてグループ筆頭会社の株式・社債・転換社債があり、さらに現金代償がある。これらは、支配会社がいかなるタイプの、そしていかなる状況の会社であるかということにより組み合わせが異なる。第一に、支配会社がそれ自身独立している内国の株式会社または株式合資会社である場合、西独法では支配会社の株式との交換であるが（クステ前期法案も同様）、クステの後期法案では支配会社の株式、社債、転換社債のいずれかとの交換であり、E・C会社法案ではこれらに加え現金代償をも選択肢として考えている。

このように支配会社が独立した内国の株式組織の会社である場合に、一見立法(案)例は多岐に分れるようにも思われるが、これらの相違は基本的には代償は株式であるべきか否かというところにあるように思われる。西独株式法及びクステ前期法案は、これを肯定的に捉えるものであり、その理由は、退社する従属会社の外部株主はなるべくなら

表4　出資回収権（代償）

ドイツ	クステ後期	クステ前期	ヨーロッパ
三〇五条② ●支配会社が独立の内国の株式組織の会社――支配会社の株式との交換 ●支配会社が株式組織の会社であり、内国の他の株式組織の会社により支配――筆頭会社の株式の付与か現金 ●他のすべての場合――現金	一五条 ●支配会社の株式、社債、転換社債 ●筆頭会社の株式、社債、転換社債、または現金 ●支配会社が外国に本店をもつ株式組織の会社のとき――支配会社の株式、社債、転換社債。不可能のとき現金 ●支配会社が有限会社または人的会社のとき――現金	一五条 ●支配会社の株式 ●筆頭会社の株式または現金 ●外国に本店をもつか、人的会社の場合――希望すれば現金	二二八条 ●集団中の支配会社の株式または社債、転換社債あるいは現金 ●締約国の法律に基づかず設立された株式による有限責任会社のとき――現金または集団の支配会社の株式、社債、転換社債
三〇五条③　相当の払戻（代償） ●株式の場合、合併の比率 ●現金の場合、議決時における会社の財産、収益を考慮	なし	なし	二三二条③ ●交換――会社間の時価による純資産の比率、将来の展望による収益の比率 ●現金――時価による純資産の額、将来の展望による収益 二三二条②　表5参照 専門家による判断
三〇五条①　契約相手方の義務	一六条　支配会社は究極決済（出資回収）から生ずる義務を株主に対して直接負う	一八条　同上	二三七条③ ●支配会社は株式交換につき責を負う ●集団内企業は現金支払につき連帯して責を負う

ば彼の従来の会社に経済的に近くに立つ株式組織の会社への参加によって代償をうけるべきが公正であるからであるとする。[3] これに対し、多くの選択肢を認めるクステ後期法案及びE・C会社法案の主たる理由は、株式のみの交換によるとき代償として与えられる株式の調達が非常に困難であるとともに、支配会社への従属会社退社株主の収容により支配会社における支配層の変化が生ずるおそれがあるからであるとする。[4][5]

思うに、出資回収の制度は外部株主のためのものである。なるほど西独株式法やクステ前期法案のように従来参加していた企業に再び参加することが公正であるとしても、それで必要にしてかつ十分というわけではない。従属会社にあった外部株主の目的は種々であり、また従属会社から退社する外部株主の目的も種々である。多くの選択肢があることが望ましい。ただ、その場合にも、株式の代償である以上支配会社の株式との交換だけは選択肢の一つとして必ず提案の際に存置させる必要があるのであって、[6] 例えば株式を除いて他のものを選択させるとか、支配会社の株式の交換には支配会社の株主の同意を要するとするなどは許されない。これらは、後者であれば支配会社株式との交換による出資回収によって支配会社における多数割合の変動にまで導くこととなることを恐れ総会の同意を要するとするものであるが、支配会社の利害においてこれを考えることは適当でなく、純粋に従属会社の外部株主の利益本位にこれを捉えるべきである。もちろんそうは言っても、グループ法の建前からすれば、株主保護とグループ利益の承認との間の衡平を目指すというものであるから、支配会社との関わりにおいてこれを捉えるべきとも考えられるが、それも支配会社の都合次第であってはならないのである。決して支配会社の買戻権に対応する意味での退社義務に減じられてはならないのであり、[7] 常にイニシアティブは外部株主にあるべきである。

次に算定基準について考えてみよう。西独株式法上は、相当な代償であることが要求されており、株式の交換であれば合併のときと同様とし、現金代償であれば契約に関する議決の時における会社の財産及び収益状況を考慮すべきであるとする。またE・C会社法案では、専門家による申出の調査が定められており、その際の判断基準として、会

社の時価に基づく純資産の額、将来の展望を考慮した収益力等が挙げられている。これに対して、クステ法案には基準を示す規定はなく、後期法案においてのみ支配会社と従属会社の会計監査人の比率等についての報告書が必要とされているだけである。[8]

そもそもゴーイングコンサーンとしての企業の価値の評価は困難である。[9] それゆえ、株式の交換率を定めることも、ましてや社債、転換社債への交換率を定めることも難しく、具体的にこれを規定することは不可能であることが各立法(案)例からうかがうことができる。しかし、支配会社の自由にこれを委ねることは出資回収への途を閉ざす温床ともなりかねないのであり、少くとも何らかの基準は示されるべきである。そしてさらに、従属会社あるいはその外部株主のイニシアティブにより、独立した資格を有する専門家による判断が加えられることが望ましい。その意味でE・C会社法案のあり方が基本的には正当である。[10]

最後に、出資回収(代償)の義務を負うものについても若干触れなくてはならない。E・C会社法案では交換は支配会社、現金補償金については集団内企業の連帯責任としているのに対し、[11] 他の三立法(案)例ではいずれも支配会社が直接外部株主に負うとされている。これは外部株主の請求により、当該株主と支配企業との間に交換契約または売買契約が成立すると考えているからである。[12] この点、最終的義務とされる補償割当の債務者が従属会社であるのとは異なるところである。ヨーロッパ法案のあり方も極めて興味深いが、集団内の企業に連帯責任を課す場合には、結局、支配会社の利益のために、それら集団内企業に属する外部株主の犠牲においてこれがなされるという点において問題が残るであろう。

(1) G. Keutgen. *op. cit.*, p. 78. 会社に残ることが慣行となると企業の危険を本来担うべき者が社債権者となってしまい都合が悪いとする指摘はある。

(2) 慶大商法研前掲書四七〇頁。Les groupes et groupements de sociétés, *op. cit.*, p. 226.

(3) 吉見研次「ドイツにおける局外株主の代償(1)」法学雑誌二三巻一号五〇頁。

(4) L. Rey, *op. cit.*, p. 171, Paillusseau, *op. cit.*, n° 29, Rodière, *op. cit.*, pp. 258 et suiv, Les groupes et groupements de sociétés, *op. cit.*, p. 226. 等によるクステ前期法案への批判を入れてクステ後期法案は成立した。社債、転換社債を加えるべきことを次のような理由を挙げて説明する者もある。支配会社の債権者となることは、よりはっきりとした選択を与え確かな地位に置くことになる。現金に比べて社債であれば有利なときに売却しうるし、転換社債であれば株式と比べ有利なときに交換しうるのである(Rousseau, Groupes de Sociétés et actionnaires externes, (thèse), pp. 201 et suiv.)

(5) 株式の交換のみの解決は明瞭だが現実においては成功の見込みがなく、支配会社にとって不可能であるとするものとして、Mémorandum, *op. cit.*, p. 9 がある。その他、投機株主等にとっても大企業やグループ企業の証券を探す途が狭められることとなり経済発展上も好ましくないとするものとして、Germain, *op. cit.*, p. 212. がある。

(6) 井上前掲論文三二頁は、株主の意図を分類しながら、株式の交換のみに限定していたクステ前期法案を批判、検討している。

(7) Germain, *op. cit.*, p. 227.

(8) しかし、クステ後期法案の動機の声明によれば、合併、分割の時の会社の評価の問題と異ならず、会計監査人はそのような評価をする能力があると考えており、立法としては十分であるとする。

(9) Wooldridge, *op. cit.*, p. 65.

(10) Keutgen, *op. cit.*, p. 80.

(11) 集団を構成する企業の外部株主の負担となるから適当でないとする批判もある(森本前掲論文五一頁)。

(12) 吉見前掲論文四五頁、四六頁、Germain, *op. cit.*, p. 238. また、Sinay, *op. cit.*, p. 11 は出資回収のうちのあるものは厳格に提供者に固有のものが定められているということは、支配会社が直接の義務者であることを意味するとする。その他、Les groupes et groupements de sociétés, *op. cit.*, p. 226.

4 異議申立権

いずれの立法(案)例も、出資回収および補償割当についての支配会社からの提案の相当性に対するいわゆる異議申立権を定めている。そして、異議申立の方法・内容あるいは申立権者についてはそれぞれ特色のある規制を行なって

表5 異議申立権

ドイツ	クステ後期	クステ前期	ヨーロッパ
●代償（出資回収） 三〇五条⑤、三〇六条(1) 代償が不相当のとき、外部株主は裁判所に代償付与の定めを申立 ●補償 三〇四条③④、三〇六条(1) 同右 ※三〇四条⑤ 支配会社の解約告知権	究極決済（出資回収） 補償 二一条① 外部株主群の有する資本の二〇%を有する株主 二三条 判決	（同上） 一六条①、二二条① 各株主 一六条② 交換比率または補償額の決定の任務を持つ会計監査人の指名の申立 ← 一六条④ 二名の間で合意なきとき裁判所が決定	●外部株主群の有する資本のうち五%を有する者―提案の相当性を判断する専門家が独立性を欠く場合に、裁判所に他の専門家の選任を申立てる（二三二条②） ← ●支配企業の申出を承諾するか否かの総会決議（二三四条、二三五条） ← ●否決のとき裁判所決定（二三六条①）その申立権は各株主（二三六条②） ●総会で賛成したが、交換率または額が不公正かつ不公理のとき――総会で反対し、支配企業の持株を除いた外部株主の有する株式のうち二〇%を有する株主が決議の効力を争うことができ、裁判所が理由あるとしたときは内容を決定（二三六条②）

いる。

すべての外部株主に異議申立権を認めるのはクステ前期法案と西独株式法であり、裁判所の判決ないしは決定により提示された出資回収あるいは補償割当の内容が修正され当事者を拘束するものとされる。ただし、西独株式法にあっては、補償割当について裁判所が決定をなしたとしても、支配会社において不服であれば支配会社は解約告知をな

しうるとされている。[1] しかし、この解約告知権の存在は補償の額に異議申立をしたい外部株主にとって負担となることはまちがいない。[2] また裁判所の判断が出たときは西独法と同様だが、クステ前期法案はそれ以前の段階においていわば調停的な手続を定めている点は注目されなくてはならない。すなわち、出資回収についてであるが、まず異議の申立は交換率、現金補償の額を決定する任務を有する二名の会計監査人の指名の申立から始まり、両名が合意に達しないときのみ裁判所へ行くという構成である。異議の申立が即座に裁判所における訴訟という形で行なわれることに比べるときはるかに株主にとって有利である。クステ後期法案ではこの点いわば武装解除されてしまっている。[3]

さらにもう一点クステ後期法案の後退を指摘しなくてはならない。それは、申立権者の資格要件についてであり、西独株式法及びクステ前期法案ではすべての株主にこれが認められていたのに対し、後期法案では外部株主群の有する資本のうち二〇%を有する外部株主のみに与えられるとされている。この二〇%という数字は、おそらくE・C会社法案二三六条二項から来たものと思われるが、E・C会社法案では前項で述べたように、外部株主が裁判所へ異議を申立てるのは、それ以前の段階において外部株主保護の方策が十分とられた後のことであり、それゆえさらに異議を申立てる者についての資格要件ということであるから、制限を加えることも納得しうるのである。もちろん、クステ後期法案においても、究極決済（出資回収）に関する報告書は支配会社及び従属会社の会計監査人、また彼らの選任による鑑定人の出席のもとに作成され外部株主に送付されることとはなっているが、E・C会社法案とは異なりこの報告書は補償割当には及ばない点、及び会計監査人の独立性に異議を申立てる途がないなど劣っている。また、支配企業の申出を承認するか否かについて総会の決議が必要とされる点は同一であるが、支配契約を認めるクステ後期法案では支配会社が右決議に参加しうるものと考えられるのに対し、E・C会社法案では支配会社に帰属する株式には議決権が排除されているため決定権が外部株主に帰するなど、外部株主に対する保護の程度は全く異っている。こうしたうえでの異議申立であるからこそE・C法案では濫訴を防ぐ意味で資格を制限したのであり、[4] 少数株主権とする

ためにはE・C法案のような考慮があって後のことである。

（1） WÜRDINGER, Les groupes de sociétés en droit allemand, Les groupes des sociétés, p. 191.

（2） GERMAIN, *op. cit.*, p. 238.

（3） J. GUYÉNOT, Les Groupes de Sociétés, Les petites affiches, N° 110, p. 14 はグループの経済利益のために外部株主を犠牲にしてしまったと後期法案を批判する。

（4） 多くの申請がなされることを抑えるために制限されたわけであるが、これについては心配ない。なぜならすべての異議は同一視され、一つの訴訟に併合されるからであると指摘するものとして、Mémorandum, *op. cit.*, p. 13. 参照。

5 編入における外部株主保護

いわゆる一人会社を形成する手続であり、クステ前期法案を除いて[1]他の三立法(案)例はこれを制度化している。その主たるねらいは、非常に少ない持株の株主によってグループの活動が不活発になることを避けるためであり、そのために機構を単純化している。このような会社にあっては、あたかも多数の株主から成っているように機能させることは不要であるからである。[2]

ところで、編入の場合における外部株主保護は次のような二点にその重点がおかれる。まず外部株主は編入されるべきか否かという判断の担い手でなくてはならないことであり、次に編入されることになった場合、外部株主は結局従属会社株式を手放すことになるが、その代償というものがいかに考慮されているかということである。

まず右の前段についてみよう。西独株式法及びクステ後期法案では、編入に値いするような持株比率の会社は完全子会社とされる方が望ましいとの基本的立場から、編入のための従属会社における決議については支配会社の有する株式についての議決権は排除されない。従って、従属会社における決議は全く形式的なものとなるといわれている。[3]より強力な手段を採用するのがE・C会社法案であり、一定の手続のもとに、支配会社は従属会社の外部株主の有す

る株式を強制的に取得しうるのである。[4] ただ、両者には実質的相違はない。形式的に外部株主に決定のイニシアティブを残しておくべきか否かの相違にすぎない。[5] これらは要するに、少数者によりグループ機能が妨げられるべきでないとの要請と株主保護の要請の妥協点をどこに置くかというところから考えられるのであって、支配会社が圧倒的部分を従属会社資本中に有するに至った場合、株主保護の要請は多少なりともまた形式的ではあっても決定の際にも考えられるべきか否かということにある。しかし、いずれにしても、一定率以上の資本参加により編入は実行されるのである。[6] それゆえ、出資回収こそ重大関心事となる。なぜなら圧倒的持分を所有されている会社の株式を市場におい

表6 編　入

ドイツ	クステ後期	クステ前期	ヨーロッパ
三二〇条① 編入の決議 ③ 編入に関する解説が与えられる ⑤ 支配会社の自己株式（合併比率） ●支配会社が従属会社のとき、その会社の株式か現金。その額は決議時の会社財産と収益を考慮。年五％の利息 ⑥ 代償が相当でないとき、各株主の申立により裁判所が決定	四九条① 従属会社による定款変更に必要な要件での決議 四九条① 決議後、支配会社株式との交換の提案（合併と同率） ② 支配会社が他に従属するとき、筆頭会社株式との交換か現金 ③ 合意なきとき、裁判所の指名する鑑定人が交換率、額を決定 五五条① 決議なきとき、外部株主は加盟契約を提案 ① 年次補償金は遡って負担されることになる（九五％に達した日まで。但し、五年以内）	なし	二三八条① 支配会社は現金の支払または株式交換を株主に対して請求しうる。交換率、額についてはその調査手続を経ることを要する（専門家、総会など）

て売却することは極めて困難であるからである。その意味で西独株式法三二〇条五項の保護は注目に値いする（五％の利息等）。クステ後期法案もE・C法案も補償割当、出資回収（通常）の手続以上のものは定めていないのであって、法定的譲渡とされる以上ドイツ法のようなさらなる保護制度を必要とするのであろう。

（1）Guigue, *op. cit.*, p. 17 は、第一次クステ法案発表後、従属会社がその資本の九〇％を超えて支配会社に保有される場合には、外部株主に買収請求権が与えられることが望ましいと提案した。

（2）P.B. Cousté, Vers un nouveau statut des groupes de sociétés, Gaz Pal, 1975, p. 334.

（3）Würdinger, *op. cit.*, p. 192 は決議は創設的・形式的なものにすぎないとする。

（4）森本前掲論文五九頁。

（5）ただ、いずれにしても（決議を要するとしても）契約関係と把握してはいない。法定的譲渡であり両会社の決議と登記によって編入の効力が発生する。

（6）クステ後期法案では五五条一項、二項において従属会社が編入の決議を行なわない場合を予想して、厳しい年次補償割当及び出資回収を課している。これは支配会社が法定割合を超えて資本参加した場合にはむしろ必ず編入せよとの趣旨を背後から示したものである。クステ後期法案の動機の声明一五頁はおそらく右のような趣旨である。

四、グループ創設後における外部株主保護

ここにおいて取扱われる問題は、支配会社の指揮に従った結果、従属会社が損害をこおむった場合において、外部株主がいわばこのような間接損害を追求しうる制度が設けられているか否かという点についてである。クステ前期法案を除いて、他の三立法（案）例にはいずれも特色のある手段がある。

まず、法律上のグループと事実上のグループとを区別しないE・C会社法案からみてみよう。ところで右のように一元的構成を行なう場合には、支配企業は従属会社にとって不利益な指揮を行なったとしても、原則として何ら責任を負うべきいわれはない。なぜなら、このような指揮の対価として外部株主及び債権者への保護が考えられており、

これを一応給付しているからである。その意味においてクステ前期法案が何らの規定を設けなかったことは理解しうる。[1] しかしながら、支配会社の不利益方向の指揮が承認されるからといって、即座に行為実行者たる取締役の責任免除へ結びつくかというとそうではない。支配企業の有する指揮権の実行は権限ある機関である取締役会ないしはその

表 7　グルー中における株主保護

ドイツ	クステ後期	クステ前期	ヨーロッパ
支配契約なき場合 三一一条① 不利益な法律行為をさせてはならない。但し、その不利益が補償されるときはこの限りではない ② 営業年度中に補償されないとき、年度の終りまでに不利益がいつ、どんな利益で補償されるかを定める 三一七条① 支配企業は損害賠償を従属会社に対して負う ③ 法定代理人も支配会社と並んで連帯債務者として責を負う ④ 各株主に賠償請求権が与えられる（三〇九条④） 支配契約あるとき 三〇九条① 指図の付与に注意義務を法定代理人はもつ ② 違反するとき損害賠償。挙証責任の負担 ④ 各株主に賠償請求権	加盟契約なき場合 三四条一項 支配会社は従属会社に発生したあらゆる損害を賠償する義務 三五条二項 資本の一〇％を保有する外部株主達によるか、額面一〇〇万フランを有する外部株主達により会社訴権が行使される 三六条一項 損害賠償金を支配会社の法上、事実上の指揮者の負担とすることを求める訴も三五条二項の者		二四〇条a 支配会社の取締役は善管注意義務を負う 二四〇条b① 義務違背の損害について取締役は子会社に対し責任を負う ② 支配会社に属する株式を除いた資本の五％を保有する株主は訴を提起しうる

構成員にまかされているのであり、彼らはその行使にあたり、善管注意義務を負いかつ集団の利益においてこれを行うべきものである（EC法案）。従って、指揮権の行使がこうした義務に違背しており、それにより損害が生じたならば彼は当然損害賠償の責を従属会社に対して負うべきこととなる。もちろん、これは既存の法理によっても解決しえないわけではないであろうが、その法律関係を明確にする意味において、また外部株主に従属会社が蒙った損害についての代表訴訟の提起権を認めるためにもE・C法案のように立法化されることが望ましく、さらにいえばこの場合に民法原則から出てくる支配会社の責任[2]についても明文化することが望ましい。

次に、二元的構成を採用するクステ後期法案と西独株式法について考察してみよう。法律上のグループの場合にも、一定の場合において、指揮者に責任を認めるのは西独株式法である。具体的には、従属会社に対する不利益取扱がグループ利益によって正当化されないときにグループ指揮に瑕疵あるものとして損害賠償の責を課され、株主に代表訴訟の提起権が与えられる[3]。この点E・C法案と同様であるが、E・C法案では株主の持株比率に制限があるのに対し、西独法では制限を置かない点に特色がみられ、株主保護により厚いものと思える[4]。一方、西独法と同様二元的構成をとるクステ後期法案では、支配契約ある場合につき何の定めも置かない。支配会社の指揮者は従属会社には責任を負わないと考えるのであろうか、あるいは法上のグループについて、指揮と責任の関係につき法理によって支配会社の指揮者の責任を従属会社に及ぼしうると考えるのか、さらにあるいは、二七条二項にいう「契約の違反を構成する」と考えるのであろうか、不明である。そしてもし責任が発生するとしても、最も利害関係の大きい外部株主が責任を追及しうる代表訴訟提起権までをどのように構成するのであろうか。

二元的構成をなすもののうち、支配契約なき場合の責任についてより厳格な規定を有するのはクステ後期法案である。法認されたグループでないわけであるから、支配会社が指揮した結果生じた損害については支配会社が賠償する責を負わされることはもっともである。厳格な支配会社の責任を課すことにより法上のグループへと導くためだから

である。[5] もちろん、支配従属関係にある従属会社が賠償請求を行なわないのは当然であろうから、ここに外部株主の代表訴訟提起権が法定されるわけである。ただ、実効性という意味で、クステ法案も一〇%保有の外部株主(個人としてではない)、額面一〇〇万フラン以上の株主としている点では問題がないわけではない。これに対し、大いに批判のあるところが西独株式法の方法である。原則として、不利益な法律行為を行なわせたときには損害賠償であるとしながらも、事後補償によりこれが適法化されてしまうこととなり、結局のところ支配契約あるときよりも広範に指揮権の行使がなされてしまうという欠陥をも内包するものである。[6] しかも、従属会社に対して補償に当てられる利益を求める法律上の請求権が与えられるのみであるから、これを株主が代位しうるかは疑問である。そしてもちろん、損害賠償についても詳細に会社と指揮者の連帯責任、株主の提訴権も定められてはいるが、事後補償がなされなかった後のことである。

(1) 外部株主に支配会社を攻撃するための権利を与えるべきだとの主張が第一クステ法案にはなされていた(Guigue, *op. cit.*, p. 11)。

(2) Germain, *op. cit.*, p. 234, Béjot, La protection des actionnaires externes dans les groupes de sociétés en France et en Allemagne, (thèse), p. 92.

(3) 規定はないが支配会社も連帯責任を負うとするものもある。Germain, *op. cit.*, p. 234, Béjot, *op. cit.*, p. 92.

(4) この意味では保護に厚いともいえるが訴訟費用につき定められていないところから民事訴訟原則により株主負担となる。結局、株主による訴は期待されていない(西尾前掲論文五一九頁)。

(5) クステ後期法案動機の声明九頁。

(6) 事実上のグループへの逃避は周知の事実である(クステ後期法案動機の声明四頁)。

五、まとめ

本稿では、主として、E・C会社法案、クステ前後期法案、西独株式法の四立法(案)例について、企業結合と外部

株主の保護制度に限って比較検討を試みた。もちろんこの問題についてはさらに通知・公示・計算規制等残されたところも多い。しかし、外部株主のいわば直接的な保護に関する基本的な問題点は、各立法例に示されたところに従い比較したつもりである。

本稿は、結論を出そうとするものではない。種々の企業結合に関する外部株主保護をいわば並列的に比較することによって、その長短を考えてみたものである。そして、その企業結合に対する基本的構成は異なっても、株主保護制度の基本においてはそう隔たりはなかったようにも思われる。これはおそらく支配の法認とその対価（保証）として右の制度が構成されているからである。いずれの立法（案）がより株主保護に厚かったかは判断しえない。ある場面では株主保護に優れているが、また他の面では劣っているといったものであった。

我々はこうした具体例を充分考慮したうえで、我国の実態により適合した企業結合法、そして外部株主保護の制度を構築しなければならないであろう。そして、その際、どのようなことがあっても、企業結合を推進、奨励する方向であってはならない。むしろ、外部株主に対する強力な保護が企業結合を抑える方向に進むとき、我々は真の企業結合法を持つことができるであろう。