

# 会社法についてのシカゴ学派とその批判

田 中 誠 一一

## 目次

- 第一、序説
- 第二、経済学についてのシカゴ学派（代表者としてのミルトン・フリードマンの学説の要約）
- 第三、独禁法についてのシカゴ学派とその批判
- 第四、会社法についてのシカゴ学派の発生および発展
- 第五、会社法についてのシカゴ学派の特徴
- 第六、会社法についてのシカゴ学派とデラウェア会社法
- 第七、会社法についてのシカゴ学派の批判
- 第八、むすび

以上

## 第一 序説

経済学についてのシカゴ学派の影響は、一九六〇年の

初めから会社法にも及んできて、この傾向に基づく論文(1)の相当数が米国の法学雑誌に発表され、学界、法曹界およびデラウェア会社法の支持・改正等に相当の影響を与えており、この影響は、日本の学界の一部にも及んできているように見える。

(1) Manne (H. G.), *The Higher Criticism of the Modern Corporation*, 62 Colum. L. Rev. 399 (1962). は「その最初のものと思われる」。

シカゴ学派は、直接には、米国法に関するものであるが、その会社法についての考え方は、会社法の基礎理論に関するものであって（例えばフリードマンの企業の社会的責任の否定）、日本の会社法学の研究にも著しく重要な意味を有すると私には思われる。それで私は私自身

の解決を促される重要問題であると痛感し、本稿でこれを論ずることとした次第である。

第二 経済学についてのシカゴ学派（代表者としてのミルトン・フリードマンの学説の要約）

ミルトン・フリードマン (Milton Friedman)<sup>(1)</sup> の経済学説の重要部分の一つは、マネタリズム (Monetarism) を強調する点である。マネタリズムの中心的な考え方は、通貨の数量は、経済の短期的な変動にも、また長期的な変動にも重要であり、重要なのは通貨それ自体の数量であって、金利、通貨市場または信用の状態と<sup>(2)</sup>いうようなものではないとする。ケインズ (John Maynard Keynes)<sup>(3)</sup> は金利と財政を重視したが、フリードマンは、金融と通貨供給量を重視し、財政政策を景気対策に使用する<sup>(3)</sup>のは、有効でもなく有用でもないとする。

(1) フリードマンは、一九七六年にノーベル経済学賞を受けているが、その著書の主要のものは、西山千明編著「フリードマンの思想」三二九頁以下参照。なお以後この書を西山・「思想」と略記する。

(2) 西山・「思想」二〇〇頁。

(3) 西山・「思想」五三頁。

このマネタリズムの主張は、ケインズ学説の批判としては、極めて重要であるが、会社法についてのシカゴ学派への影響として重要なのは、その新自由主義の主張である。即ち資本主義制度の下における市場メカニズムの調整作用を尊重し自由市場の決定に任せ、政府の自由放任と企業の自由競争とを最良とし、経済的効率性と経済分析に重きをおくのである。<sup>(4)</sup>自由競争を最良とすることから、企業独占にせよ、労働独占にせよ、直接に独占を助ける手段を除くことが最重要であるとし、両方共に独占禁止法に従うべきであると<sup>(5)</sup>する。

(4) 西山・「思想」二二頁以下参照。

(5) Friedman, *Capitalism and Freedom*, 1962, p. 132.

そしてフリードマンは企業および企業関係者の社会的責任を否定するのであり、このような考えは、自由経済の性格および性質の根本的な誤解を示すとし、企業の社会的責任は、ただ一つであり、諸資源を使用して、ゲームのルールの範囲内において、利益を増大するような活動に従事すること、換言すれば、ごまかしや詐欺なしに公開された自由な競争に従事することであると<sup>(5)</sup>する。そして個人がその自己の利益を追及することによってアダ

ムスミスの言葉のように「彼の意図したところではない目的を推進するよう見えざる手によって導かれる」ような法の枠を作り上げることが、われわれの残りの者の責任であるとする<sup>(6)</sup>。

(6) Friedman, *supra* note (5) at 133.

この最後に述べた点は、公正な自由競争ができるような法を作り、自由競争の公正を保つルールを作る必要は認めているので、これは注目すべき点である。ただし、その説の基礎は、資本主義制度の下における市場メカニズムの調整作用を尊重し、経済的効率性と経済分析を重視し、政府による自由放任の下における企業の自由競争を最良の方法であるとするのである。

### 第三 独禁法についてのシカゴ学派とその批判

米国の反トラスト法の解釈については、ハーヴァード学派とシカゴ学派との対立があり、近時においては、前者から後者にその優位が移ったとされ、シカゴ学派の勝利という見解もある<sup>(7)</sup>。しかし、これが決定的といえないことは後述の内外の有力学説によっても明らかと思われ<sup>(8)</sup>。ハーヴァード学派の主旨は、独占や企業集中を極力

抑止することを目標とし、行為規制だけに止まらず、構造規制を重視し、カルテルおよび合併を厳しく制限し、集中高度の企業に対しては分割を要求する<sup>(9)</sup>。この学派は一九七〇年代半ばまでは、米国反トラスト法の立法および解釈の主流となっていた。

(7) 村上政博「アメリカ独占禁止法」一頁以下。

(8) Hovenkamp (H.), *Antitrust Policy after Chicago*, 84 *Michigan L. Rev.* 213 (1985), Harris (R. G.) & Jorde (T. M.), *Antitrust Market Definition*, 72 *Calif. L. Rev.* 3 (1984), 谷原修身・「米国反トラスト政策の潮流」公正取引四三五号四二頁以下、小西唯雄・「アメリカにおける二つの反トラスト政策論」公正取引三八七号一四頁以下、村上政博・前記ハリスおよびジョーダの論文紹介、アメリカ法一九八六年八五頁。右のホーヴェンカンプの論文に対してはシカゴ学派の立場から反論があり、これに対し非シカゴ学派の立場からの反論がなされておりこれは谷原「米国反トラスト政策論争の新展開」公正取引四五〇号二七頁以下で紹介されているが、本稿は、紙幅の制限があり、かつ独禁法についてのシカゴ学派の研究を主題としないから、これ以上これに立ち入らないこととする。

(9) 小西・前掲一六頁。

これに対しシカゴ学派は、前述のフリードマン等のシ

カゴ学派の経済学者の学説を基礎としているもので、市場メカニズムを重視し、これによって資源が合理的に配分され、経済の効率性を高め得るとし、政府介入は、原則として市場の働きを妨げるから可及的に排除されるべきであるとする<sup>(10)</sup>。この学派は、巨大企業の活動の結果として生ずる効率性を高く評価し、独占禁止法の専らの目標は、純粹の割当効率 (net allocative efficiency) を最大化することにあるべきであり、権力や富の集中の規制を独占抑止の目的とは考えない<sup>(11)</sup>。換言すれば、シカゴ学派は、個別事案の解釈にあたって経済分析を重視し、反トラスト政策を純然たる経済政策と考え、資源の合理的配分と経済効率の達成を唯一の目標とする<sup>(12)</sup>。経済分析を重視する結果として、合併認可の基準としても画一的形式的基準によらないで、多様な要因を考慮する基準を設定するのを適当とする<sup>(14)</sup>。理論上の理由ではないが、實際上の理由として、米国が近時鉄鋼産業、自動車産業をはじめ多くの産業分野で国際競争力を弱め、外国からの輸入増大に苦しんでいて、その原因の一つは独禁政策が厳格すぎることにあるとの見解があげられている<sup>(15)</sup>。

(10) 小西・前掲一七頁。

(11) Hovenkamp, supra note (8) at 230.

(12) 谷原・前掲四二頁。

(13) 村上・前掲著一頁。

(14) 村上・前掲著四頁。

(15) 小西・前掲一五頁。

シカゴ学派は、一九六〇年代から当時全盛期にあったハーヴァード学派に論争を試み一九七〇年代半ばには理論的に優位となり一九八〇年代に入ると支配的学説としての地位を確立したとされ、その上独禁当局を掌握し、裁判所にも大きな影響を及ぼすことになったとされている<sup>(16)</sup>。

(16) 村上・前掲著一頁。

しかし、シカゴ学派に対しても次の如き有力な批判がなされている。まず第一には、反独占の政策決定は、専ら新古典派市場効率モデルに基づいて導かれるべきであるという見解は、素朴にすぎるとされる<sup>(17)</sup>。またシカゴ学派は、市場に特別な干渉理由がないかぎり、国家や行政機関から放任されるべきであるとする<sup>(18)</sup>。この点にも問題がある。ハーヴェンカンブは、新古典的価格理論モデルの内部的完全性が問題となるとし、このモデルが、あま

りに静態的市場概念に依存しすぎることに、およびこのモデルが企業の戦略行動の範囲を十分に評価しないとす<sup>(19)</sup>る。効率性に関する古典的市場論は、富が分配される方法とは無関係な基準に基いて市場を評価し、その政策によって利益を受ける者の全利益が損失を被る者の全損失を上廻るなら効率的な政策と認められ、これは、大企業および垂直的統合された企業を保護し、小企業、効率性の悪い企業、および消費者を見捨てるおそれのある政策である<sup>(20)</sup>。ローヴェンキャンプは、シカゴ学派は、効率性の目標および効果と分配上の目標および効果は分離可能であると主張するが、この点は修正を要するとす<sup>(21)</sup>る。

(17) Hovenkamp, *supra* note (8) at 284.

(18) 谷原・前掲四五頁。

(19) Hovenkamp, *supra* note (8) at 256 et seq. 谷原・前掲四六頁。

(20) 谷原・前掲四五頁。

(21) Hovenkamp, *supra* note (8) at 245. 谷原・前掲四六頁。

第二にシカゴ学派の主張は、米国で反トラスト法を制定した連邦議会の意図に反するとされる<sup>(22)</sup>。近時においてハーヴァード学派を擁護する論文を発表したハリスおよ

びジョードは、独禁法を制定した議会の意図は、経済価値の実現のみならず政治的価値および社会的価値の実現をも目標としたものであり、公正、平等、経済効率の三つが独禁政策の目的であるとす<sup>(23)</sup>る。

(22) Hovenkamp, *supra* note (8) at 232. 谷原・前掲四五頁以下。

(23) Harris & Jorde, *supra* note (8) at 8 et seq.

第三にシカゴ学派主張による反トラスト政策が厳格にすぎたために、米国産業の国際競争力が低下したとの点については、事実をむしろ逆であって、秩序政策的配慮が不十分であったために、競争秩序の形成・回復に失敗<sup>(24)</sup>し、ここから国際競争力の低下を招いたと解されている。

(24) 小西・前掲一八頁。

以上のように独禁法についてのシカゴ学派は、批判されており、独禁法の立法および解釈についてのシカゴ学派の全面的勝利とは認め難い。これは、会社法についてのシカゴ学派の優位を容認し難いことにも当然影響すると思われる。

#### 第四 会社法についてのシカゴ学派の発生および 発展

会社法についてのシカゴ学派の勃興には、その基礎となる哲学およびイデオロジーにおける著しい変化が伴ったとされ、そこには会社法および証券法への伝統的な進歩的考察方法についての利益の衰退と法および経済についてのシカゴ学派の勢力の勃興があったとされる。<sup>(25)</sup> 連邦法の重要性が衰退したこと、非規制哲学の成長、伝統的な進歩的思想の衰退等のすべては、法および経済のシカゴ学派による会社法のやり方の違った分析の発展および普及により促進された。一九七〇年代の遅くまで、経済の修業を受けた人々による文献は、会社法および証券法については盛大には表われなかった。最近の数年間に放任主義の基本的主張を伝える明白かつ説得的の文献の多くの発表があった。会社法についてのシカゴ学派は、規制的努力は非生産的であり、また会社成文法は、基本的には会社書類においてくり返す規定の起草を単純化するような労力節約の工夫であると論ずる。そして会社法についてのシカゴ学派の学者は、その主張は力強く、何人

に対しても説得的であり、また終局的には、いかなる裁判所、行政機関または立法機関によっても、会社および証券の領域についての政策を作成するに当たって参照されるであろうとする。<sup>(26)</sup>

(25) Hamilton, *The State of State Corporation Law*, 11

*Delaware Journal of Corporate Law* 19 (1986).

(26) Hamilton, *supra* note (25) at 20.

#### 第五 会社法についてのシカゴ学派の特徴

会社法についてのシカゴ学派の特徴の第一点は、経済的効率性を追求することと経済的分析を重視することである。そして上述のハミルトンの学説が示すように、政府による自由放任の下における企業の自由競争を最良の方法とすることであり、会社法の立法および解釈については、会社を規制する法規をできるだけ緩かにし (De-regulation)、当事者の自由意思に基づく処置を尊重することである。即ち会社に関する立法としては、規制の緩やかなことで有名なデラウェア一般会社法を最も適当な立法とすることとなり<sup>(具体的規定については、(第六を参照されたい))</sup>、会社法の解釈理論としては、会社に対する規制の緩やかなことを主張

することになる。<sup>(26a)</sup>

(26a) シカゴ学派のマニー (Manne) が会社経営者に利益を与え経済効率を増進する点から内部者取引規制に反対な G<sup>o</sup> (Insider Trading and the Stock Market, 1966) # 同学派のフィッシュマン (Fischel) が、内部者取引規制に反対なもの [35 Stan. L. Rev. 895 (1983)] の特徴の表現と思われる。しかし、この説に対しては日本でも強い反対論が多い。

会社法についてのシカゴ学派の特徴の第二点は、株主が企業の終局的所有者であるよりは、資本の醸出者であるとみられるような契約の核 (中心体) (nexus) として会社関係を取り扱うことである。経営者は通常は、普通株の小部分を有しているのにすぎないから、経営者が自身自身の利益を極大化せんとする利益は、ある程度まで資本供給者、特に普通株の株主の利益と衝突する。資本の供給者は、経営者の行動を監視し、かつ資産の流用を小さくするための費用を分担しなければならぬ。これらの費用は通常「代理費用」(agency costs) といわれている。<sup>(27)</sup> 要するにシカゴ学派は、会社は株主が資本の醸出者である契約の中心体と解するから、株主を契約自由の原則に基づき取り扱うので、経営者が自分に都合のよい

ように自由に株主を取り扱うに傾くことを認めるので、これがシカゴ学派の特徴といえる。

(27) Hamilton, *The Law of Corporations in a Nutshell*, 2 ed., 1987, p. 269. (以下 Hamilton, Nutschell 以下引用)。同氏は別々の Cases and Materials on Corporations, 3 ed., 1986. の大著があるが、この方では、シカゴ学派に論及することは少ないようである。

会社法についてのシカゴ学派の特徴の第三点は、規制する装置として証券市場の重要性を認めることである。即ち株式市場の存在は、株主が会社の経営者に不満であれば、その株式を売却し、かつその売却代金を他のものに投資することである。このように、自己が選択するという手続により経営者に協力できない株主は消失するようになり、そして残った株主は、経営者支持になるか又は少なくとも経営者反対ではなくなるようになる。<sup>(28)</sup>

(28) Hamilton, Nutschell, p. 271.

その株式を売却する株主による決定は、ある意味においては、一つの投票である。それは、結果として株価の下落を生じ、間接的に経営者の退任に導かれるであろう。経営者の退任は、委任状闘争による強制的奪取、公開買

付又は交換提供により発生する。また合併か又は公開買付の蔽われた脅威の下での任意の買収によることもある。全面的追出しがないとしても、他の圧迫の源泉は存在するのであり、株主の代表訴訟の提起又は連邦法の開示要求も圧迫を生ずる。悪い世評が広がれば、社外取締役  
に現在の問題を矯正する処置をとらせるように圧力をかける。<sup>(29)</sup>

(26) Hamilton, Nutschell, p. 272.

会社法についてのシカゴ学派の特徴の第四点は、支配株主が支配権の売却により得た利益(主として代金)につき少数株主に対する分配を必要としないと主張することである。支配株主がその支配株式を第三者に売却するときは、株式により代表される財産以上のあるものが売却される。支配株主により所有される株式は、それが株式についての財産的利益のみを表彰するのみならず、企業を支配する力、会社の役員を選任する力、その他の力をも表彰するということによって他の株式以上のプレミアムを有する。このプレミアムは通常支配プレミアム(control premium)といわれる。<sup>(30)</sup>

支配株主が支配プレミアムを受取ったことに基づき、

これを少数株主に分配する必要があるかにつき判例は未確定であるが、学説は二つに分れる。第一説は、すべての支配プレミアムは、すべての株主に分配されるべきであるとし、その理由として、株式は代替可能であるから、支配プレミアムは、すべての株主に利用されうる会社資産であるべきである支配する純粹の力を表彰することを主張する<sup>(31)</sup>。しかし判例はこの説を採用しなかった。第二説を主張するシカゴ学派の人々は、支配権売却の取引の大部分は、買主、売主、残存する少数利害関係者および一般経済の観点から有利であり、また命令的に利益分配を命ずることは、多くの望ましい支配の譲渡を実行不能とするであろうと論ずる。近時の多くの判例は、売却した株主がプレミアムを保有することを許した。<sup>(32)</sup>

(30) Hamilton, Nutschell, p. 357.

(31) Hamilton, Nutschell, p. 358.

(32) Hamilton, Nutschell, p. 359.

## 第六 会社法についてのシカゴ学派とデラウェア 会社法

一、デラウェア会社法の特徴<sup>(32)</sup>

(イ)取締役の責任の軽減

(a)取締役の責任制限の定款の定め

デラウェア会社法の特徴は、規制の緩やかなことであるが、その第一は、取締役の責任の軽減である。一九八六年七月一日施行のデラウェア会社法改正法は、一〇二条(b)項に(7)号を追加新設し、受任者義務違反による金銭損害についての会社又はその株主に対するデラウェア会社法の取締役の人的責任を除去し又は制限する条項を定款に挿入することを許可すると定めた。これには除外例を認め(i)会社又は株主に対する忠実義務の違反、(ii)誠実でない作為もしくは不作為又は故意の非行もしくは故意の法令違反を伴う作為もしくは不作為、(iii)一七四条に基づく行為(配当を支払うにつき又は法的に使用しうる資金以外からの株式買取についての故意もしくは過失ある行為)、(iv)取締役が不当な個人的利益を取得した取引である(一〇二条)。

この規定は、取締役の賠償責任額の巨額化に伴い、その責任保険の保険料は著しく高額となり、責任保険をつけることが困難となり、社外取締役は、報酬が少なく責任が重いので、このような保険なしには、就任を承諾

しないことが多くなった。それでこのような取締役の責任制限を定款で定めうることとし、就任承諾を容易にする<sup>(33)</sup>ことが、この規定の立法理由である。この改正法施行後デラウェア州の会社登記数は著しく増加した<sup>(34)</sup>。

(32 a) 詳細は拙稿「デラウェア会社法とその批判および日本への問題」商事法務一四四号四八頁以下。

(33) 同説、長浜・「デラウェア一般会社法の改正」商事法務一〇九八号一四頁。

(34) 金光・「取締役・役員賠償責任を制限する米国の州法および定款変更」商事法務一一二二号一六頁。

取締役の責任の減免を定款で定めることは、現在の日本では有効とは認められない。なぜなら、わが国では、取締役の会社に対する責任は、商法二六四条の取引の場合を除き、総株主の同意によってのみ免除できることが認められているので(二六六条五)、定款で取締役の責任の減免を定めるのは、定款は総株主の同意によって制定されるものではないから、この規定に反し、その有効性を認めえないからである。そして六一年改正試案でもこの規定は存続し、その上この責任免除は、会社債権者(第三者)を害することはできないとされていて(二二、11)、さらに嚴重となる見込だからである。現在の日本では、米

国におけるように、取締役の賠償責任が巨額となり、取締役に就任する者が承諾をちゅうちよするとうような状況にはないので、この点からも、デラウェア法の如き規定を設ける必要は全くない。このようなことから見て、日本の現状と比較して、デラウェア法は、著しく取締役に寛大な規定といえる。

(b) 取締役、役員、従業員および代理人に対する補償

一四五条(a)は、役員、取締役、従業員および代理人に対し、その弁護士費用およびその他の費用並びに民事事件の判決又は和解の全額につき会社に補償を求めることを許している。この規定は、当該会社以外の第三者の訴訟のみに適用があり、会社により提起される訴訟には適用なく、この場合には一四五条(b)により弁護士費用およびその他の費用のみの補償を許し、判決又は和解による支払額の補償は許さない。これは代表訴訟における判決又は和解の支払額の補償を禁止する趣旨であるが、代表訴訟においては、終局の原告は、会社であり、そのために訴訟が提起されたのであるという事情に基づく。<sup>(35)</sup>

デラウェア法の補償を認める規定は、広きに失すると批判があり、<sup>(36)</sup>私も同見である。模範事業会社法も会社

に対し取締役が一般的補償を求めうることを認めるのは、デラウェア法と同様であるが、しかし会社よりの訴訟で取締役が会社に対し責任ありと決せられた場合には補償は一切認められない(§8.51(c))。この比較からしても、デラウェア法が緩やかにすぎるとは明らかと思う。

(25) Veasey, Finkelstein and Bigler, Delaware Supports Directors with a Three-Legged Stool of Limited Liability, Indemnification and Insurance, 42 Bus. L. [1987] 406.

(26) Cary, Federalism and Corporate Law: Reflection upon Delaware, 83 Yale L. J. 670 (1974).

(c) 取締役および役員への保険

一四五条(d)は、会社がその取締役、役員、従業員もしくは代理人の責任につき、会社がその者に補償する権能を有すると否とを問わず、保険をつけ、かつそれを維持する権能を有することを定める。その結果として例えば代表訴訟における判決又は和解において支払われた金額のように補償が法的に認められない場合でも、その額を保険に付することを許している。そうして、このような場合にも保険をつけることが本条が設けられた目的であるとされる。<sup>(37)</sup>

しかし、デラウェア会社法のこの規定に対しては、会社からの直接の補償が許されないような場合、例えば代表訴訟の判決による支払額に対し会社の費用で責任保険を付しうることは正当でないとの強い批判がある。<sup>(37)</sup>

(37) Veasey etc., *supra* note (35) at 417.

(38) Cary, *supra* note (36) at 670.

(ii) 総会に代わる株主の同意

一九七一年改正の二二八条(a)によると、株主総会の決議は、議決権ある社外株主の議決権の過半数の書面による同意があれば、集会を開かずに、これを以て決議に代えることができる。この規定は、最も人気のある規定であって、その弾力的なかつ迅速な手続は、秘密性を伴っていて、米国の会社がその発生の州を去ってデラウェア州で再設立する主要な魅力の一つであった。その便宜は、実際よりも高く評価されすぎてはいるが、それにも拘らず頻繁に使用されていて、例えば、取締役の選任、解任および会社の買収に用いられた。<sup>(39)</sup>

この規定に対しては、連邦法である証券取引法の下の特任状規則によってその適用は除外され、その濫用に対する保護が企図されているが、その委任状規則は、上場

されていない会社又は五〇〇人未満の株主で小資産を有する会社には適用されない。<sup>(40)</sup>

総会決議は不要でも、とにかく議決権ある社外株式の議決権の過半数の同意を要するから、それほど緩やかな規定ではないとの見解もあるが、とにかく総会における質疑応答を全く除外し、会社の諸事情の開示を全くやめることを認めることは、取締役の業務執行を容易ならしめ、開示をさけるテクニクを提供するとして、多くの批判が集中するところである。<sup>(42)</sup>

(39) Folk (E. L.), *The Delaware General Corporation Law*, 1972, p. 277. Folk は、デラウェア一般会社法の立案者の一人でウマージニア大学教授である。

(40) Cary, *supra* note (36) at 669.

(41) Folk, *supra* note (39) at 278, 279. 拙稿・前掲商事法務一一四五号五二頁。

(42) Cary, *supra* note (36) at 669.

(iv) その他の執行機関に好都合の諸規定

(a) 取締役会は、一人の構成員によって構成されうること(一四一条(b))、(b) 取締役会決議は、会議を開かずに構成員の同意書により代えられうること(一四一条(f))、(c) 取締役の報酬は取締役会で決定しうること(一四一条(h))、

(d) 現物出資については、現実の詐欺がないときは、その評価についての取締役会の判断については反証を許さないこと(一五二条)、(e) 累積投票は、定款により定めることができるので、日本のように定款で別段の定めある場合を除き累積投票を認める(商二五六)のとは異なること(二二四条)、(f) 会社は定款を以て附属定款を制定し、変更し又は廃止する権能を取締役に与えることができ(二〇九条(a))、これにより経営者以外の発言を閉ざすことがおそらくできること、(g) 合併には各当事会社の株主総会の決議を要するが(二五一条(e))、それは前述した二二八条により議決権を有する社外株主の議決権の過半数による同意の書面を以てこれに代えることができるのであり、また吸収合併の場合には、一定の条件を満たし、かつ合併により増加する株式数が存続会社の社外普通株式数の20%をこえない場合には、定款により要求されないかぎり、存続会社の総会決議は不要なこと(二五一条(f))、(h) 資産全部の売却、解散および清算には株主総会の決議を要するが(二七一条(a))、この決議は、前述の二二八条により社外株式の過半数の同意書により代えられるから、執行機関は開示を免がれ、緩やかな制限に服す

るだけで済むこととなる。

(43) Cary, *supra* note (36) at 669.

### 三、デラウェア会社法とシカゴ学派の理論

デラウェア会社法に対しては、相当はげしい非難がなされているが、これに対してシカゴ学派の学者は、デラウェア会社法を弁護しており、その根拠としてシカゴ学派の学説を用いている点があるので、会社法についてのシカゴ学派の学説を説明するためにこれを左に説くこととする。ここでは、会社法についてのシカゴ学派の学者中で、現在では、その代表者の一人とみられるフィッセル(Engel)がデラウェア法を弁護している見解を主として説くこととする。

フィッセルの理由の第一は、理論上のものであって、株主を会社の所有者とみる伝統的な考え方とは対照的に、シカゴ学派の理論は、会社は他の組織の形式と同様に、単に個人間の契約関係の一組みのための核として役立つ法的擬制であることを強調する。これらの個人は労力、資材、資本投入、会社の生産品の消費者を含む。このようにして株主を会社の所有者と考えることは意味がなく、むしろ株主と社債権者は、会社の活動から収益の一定割

合を受取ることを予期して、その資本を会社に供給するものである。<sup>(44)</sup> 会社をこの契約の核と見たときに、資本の所有が経営決定の支配から分離することは、経済組織の能率的形式として現実に賞讃すべきものである。会社に対しその資本の若干又は全部を供給する危険負担者が会社の決定形成に対し、なんらかの支配を有すべき理由はない。投資家は、一般的に危険を嫌うから、合理的投資家は、多様な投資を選ぶことになるが、その結果として必然的に個々の投資家は、会社の事業を営むしようとする利益又は熟練を有しないので、多くは受動的に止まり、決定の責任を職業的経営者に任せることを選ぶであろう。このようにして危険負担を能率的に位置づけると、投資家の会社支配からの分離の高い程度を示すとされる。<sup>(45)</sup>

フィッセルの理由の第二は、實際上経験上のものであって、デラウェア州法により設立せられ、これに準拠している会社が米国会社の過半数に達することは、同州法がいかに適当であるかを示すとす。もし他州の会社法がデラウェア法よりも株主の福祉を最大化するのに一層役立つのであれば、会社の設立者は、会社の準拠する州を自発的に動かすであろうが、これが自発的になされ

なかったことは、デラウェア法の優秀性を示すものである。<sup>(46)</sup> また二人のエコノミストの測定によると、デラウェア州で再設立した会社の株主は、それより二五个月前の利益をこえた三〇・二五％の積極的利益を得ることを発見したとされる。<sup>(47)</sup>

(44) Fischel, The "Race to the Bottom" Revisited, *Ninth W. U. L. Rev.*, Vol. 76 No. 6 (1982), p. 945.

(45) Fischel, *supra* note (44) at 918.

(46) Fischel, *supra* note (44) at 923.

(47) Fischel, *supra* note (44) at 920.

#### 四、デラウェア会社法の批判

デラウェア会社法に対する批判は、多くの方面から強くなされている。このうち前述のフィッセルの同会社法弁護の理論的理由に反対する主張については、重複をさけるため本稿の次段第七においてシカゴ学派の学説全体に対する批判を述べるときに述べることとする。フィッセルのデラウェア会社法弁護の経験上の理由および同会社法準拠の会社数の著しい増加については、これは、デラウェア会社法は経営者の便宜を第一とし、会社の準拠法を決定するのは、経営者であるから、経営者は、自

己に最も好都合のデラウェア法を選ぶのは当然であって、これによりデラウェア法による会社がこのように多数になったのであり、またデラウェア州で再設立してから収益が30%以上も増加したという点については、会社収益増加の原因はいろいろであってデラウェア州で設立したことが、その直接の原因であったとは必ずしも明白ではないのではないかと思われる。

デラウェア会社法に対する積極的批判の中心は、その会社法制定の最大の目標がデラウェア州の税収入をあげるためであって、そのために経営者に有利な取り扱いをなす規定を設け、経営者が会社を設立し又は運営するに当たり、デラウェア州を選択し、これにより、同州が設立手数料、設立税、および営業税を収納し、州の財政を豊かにすることが企図されているのである。ケアリーは「おそらくデラウェア会社法には税収入をあげるといふ目的<sup>(48)</sup>以外には public policy は残されていなく」といっている。他の州でもこのような税収入の拡大の目標を以て会社法を制定又は改正するところが少なからず存在するので、ケアリーは、この傾向を「どん底への競争」(The Race to the Bottom)と称し、会社法中の株主の

権利を保護する規定については、連邦法として統一的规定を設ける必要を力説したのである。<sup>(49)</sup>また、他の法律雑誌のコメントでは、一九六七年デラウェア会社法を「売るための法」(Law for Sale)と称している。<sup>(50)</sup>しかし、連邦統一会社法制定には、米国の事情として困難があり、また裁判所の判決の傾向としても困難がある。<sup>(51)</sup>

(48) Cary, supra note (36) at 684.

(49) Cary, supra note (36) at 666.

(50) Law for Sale: A Study of the Delaware Corporation Law of 1967, 117 U. of Pennsylvania Law Rev. (1969) 861.

(51) Birnbaum v. Newport Steel Corporation (193 F. 2d 461 [2d Cir. 1952]).

## 第七 会社法についてのシカゴ学派の批判

### 一、シカゴ学派の学説内容の批判

#### (1) 自由放任の批判

シカゴ学派は政府による自由放任の下における企業の自由競争を最良の方法とし、その結果として会社法の立法および解釈についても会社を規制する法規をできるだけ緩やかにし、当事者の自由意思に基づく解決を尊重す

るのを適當とする。これは関係者の経済的な力および情報収集能力が大体同一ならば適當であるかも知れないが、事実は、この二事項についてその間に著しい差異があることが通常であつて、解決が情報に通じている者に不當に有利となつたり又は経済的強者の力によって歪曲されることが多いので、会社を規制する法規をできるだけ緩和することが適當であるといふことは、容認し難い。

シカゴ学派は、上述のような見解を有するから、この学派を基礎とする会社法学者は、規制の緩やかなことで有名なデラウエア会社法を最も適當な立法として推奨するのであるが、これは承認し難い。

デラウエア会社法の評価については、学説が大いに分れていることは、前述および別稿(注32、参照)のとおりであるが、この点については、私はシカゴ学派の学説に反対し、ドッド、ケアリー、ウィリアムソン (Williamson)、アイゼンバーグ (Eisenberg)、コナード (Conard) 等のハーヴァードを中心とする学派の学説に傾くものである。デラウエア会社法が規制の緩やかなのを特徴としている原因は、デラウエア法に準拠する会社数を多くし、これによってデラウエア州の収入を最大化するためであるこ

とは、広く認められているが、これは、会社法制定の目標を誤まつたもので、邪道に陥つたものといわざるをえない。根本的には、米国の会社法の立法権がその各州に与えられ、各州は独自の会社法を制定する権限を有しているために、各自がそれぞれ独自の会社法を作り、各州ができるだけ多数の会社を自州会社法に準拠させて設立させようと欲し、そのためには経営者に最も都合よくその責任が軽く、自由に経営をなしうるような緩やかな会社法を制定しようとし、これにより各州の税収入を増加させようとしたことは、悪貨は良貨を駆逐するグレンアムの法則を実現することになり、会社法制定の目的に反し、企業の社会的役割を達成させようとするためには、極めて不都合なことといわなければならない。特に一八八六年デラウエア会社法改正法は、定款に取締役の責任制限を規定しうることとし、これは従来から認められていた会社より取締役への広範な補償および取締役の責任保険を会社の負担でつけうることと相まって、その適用される限界について疑問多く、公序に反する問題を生ずるおそれが大いにあることは明らかである。これらの点を考えると、会社法についてのシカゴ学派が自由放任の

主張に基づき会社規制の緩やかなことを極力主張することには、到底賛成できないと思う。

(d) 経済的効率性の偏重の批判

シカゴ学派は、経済的効率性を重視する点を特徴とするが、前述のように関係者の情報収集力および経済的力には著しい差があるのがむしろ通常であるから、経済的効率性は、これらの力の弱者の犠牲と損害において追求されることになる。これは、結局、小企業および消費者を見捨てることになる。経済的効率性の偏重は、それ以外の価値、即ち法の理念である正義、<sup>(51a)</sup> 衡平もしくは社会的要求を無視することになり、容認できない。

(51a) 現在米国で研究盛んな「法と経済学」には四派あるとされているが、そのうち規範的な一派は、効率性のみを偏重するもので(内田発言「法と経済学で考える」法セミ一九八七年一二月号二六頁)シカゴ学派はこれに当たり、本文の如き欠点を有する。

(e) 株主の本質についての考察の批判

シカゴ学派は、株主が企業の終局的所有者であるのみならず資本の醸出者であるとみられるような契約の核として会社を取り扱うのであるが、これは、現行法の解

釈としては理論上正当とはいえない。また実際上の結果

としてこの点は、会社と株主との関係を純契約的に考え、契約自由の原則の全面的適用を正当化することとなり、株主特に小株主の保護について不十分なことを容認することになり、不都合を生ずる。また、フィッセルは、資本の若干又は全部を供給する危険負担者が会社の決定に対しなんらかの支配を有すべき理由はないとするが(前述)、醸出者は自分にとっては大切な資産を醸出するのであるから、醸出資本の安全およびそれに対する利益配当につき関心を有することは当然であり、これはおのずから会社の方針決定に対し応分の発言権を有することを正当とすることになると思う。またフィッセルは、投資家は一般的に危険を嫌うから多様の投資を選ぶことになり、投資家の会社支配からの分離の高度化を生ずるとするが(前述)、これは程度の問題であって一律にそうなるとは限らないとともに、かりに多様投資の結果一会社に対する投資は少額となっても、その少額の保全および利殖にはやはり強い関心を有することは明らかであり、その出資の割合に応じて発言権を会社運営に対し保持し経営者の専断を防止したいと思うのは当然であり、理由

のあることであり、フィッシャルの説をそのまま容認することはできない。

### (二) 市場偏重の批判

シカゴ学派は、証券市場に重きをおき、市場は完全と考へ、市場により株主の利益が保持されるとする。即ち株主が会社の経営者に不満があれば、その株式を売却し、その代金を他のものに投資すればよいとする。この株式売却の行為は、結果として株価を下落させ、その著しい場合には経営者を交迭させることになる。また委任状闘争による経営権の奪取、公開買付等を生じ経営者をやめさせ得ることになるとする。

しかし、証券市場は必ずしも常に完全ではないので、アイゼンバーグはこれを力説しているとのことである。とにかく、シカゴ学派の新古典的価格理論は、あまりに静態的市場概念に依頼しすぎることおよび企業の戦略的行動を十分に評価していないことが指摘されている(前述)。私も市場を完全と考へ、そのメカニズムを偏重することには、同意できないのである。

### 二、シカゴ学派の学説の理由の批判

会社法についてのシカゴ学派は、経済学についてのシ

カゴ学派をその理由とする。しかしシカゴ学派の経済学説の正当性については大いに疑問がある。シカゴ学派は、ケインズ学説に対し反対の立場をとり、ある時期にはほとんど敗北の状態だったが、その後やや回復したとされている。しかし、シカゴ学派経済学説は、現在の主流派学説のとりどころではない。現在のマクロ経済学については、三つの学派に大別できるとされ、それは、折衷的ケインズ後学派、貨幣主義派(フリードマンがその代表)および「合理的期待論」学派である。そして一九八〇年代の経済学者の大部分は、折衷的ケインズ後学派に属すると考えられ、これが主流派経済学であるとされる。<sup>(52)</sup>これによると財政政策も重要であるとし、税率は経済が沈滞していて刺激を要するようときには引き下げられるべきであり、また予算の赤字や黒字は、景気循環を中和すべきものとする。<sup>(53)</sup>これに対し貨幣主義派は、財政政策は弱い効果しか有しえないので、政策立案に当たって無視して差し支えないとし、予算は低い水準で均衡化させ、かくして公共部門を抑えて自由の極大化をはかるべきであるとする。<sup>(54)</sup>このように財政政策についての考え方に大きな差異がある。これにつき私は経済学専攻者では

ないが、広い社会科学の研究者として、財政政策の重要性を認め貨幣主義派学説に賛成できないと思う。日本の有力な経済学者もフリードマン学説の欠陥として財政政策の軽視を批判し、その必要性を強調し、日本の昭和四八年のオイルショックにつきケインズのな財政政策を抜きにしては、あのような回復はなかったとする<sup>(55)</sup>。このように考えると、会社法についてのシカゴ学派が、その理由としている経済学についてのシカゴ学派学説に強い疑問を懐くことになり、その学説の理由に疑問を生ずることになる。

(52) サムエルソン著都留訳・「新版経済学」・上巻三三九頁以下。

(53) サムエルソン・前掲、上巻三四八頁、下巻八九七頁。

(54) サムエルソン・前掲上巻三四〇頁。

(55) サムエルソン・前掲上巻三四九頁以下。

(56) 内田忠夫発言、フリードマンの「日本診断」一七三頁。

また、かりにシカゴ学派の経済学説を正当としてもこれから直ちに会社法の立法および解釈につき緩やかな方針をとることに導かれるとは必ずしもいえない。この両者は一応別物であり一方から他方の結論を直接に出すわけにはいかない。政府の政策が自由放任であれば、民間

で自治的に秩序を守る必要があり、会社の監査を嚴重にして、これにより経済活動が安全に行われることを企図するということも考えられるのであって、この点においても、会社法についてのシカゴ学派の理由については、疑問が残るのである。

## 第八 むすび

上述した理由によって私は会社法についてのシカゴ学派学説には賛成できない。また立法としては、デラウェア一般会社法の緩やかな規制にも賛成できない。今後わが国の会社と米国の会社とが種々な交渉をもつ場合が益々増加すると思われるので、その際に規制の緩やかなデラウェア会社法に準拠した米国会社を羨しく思い、これと同様な立法および解釈をわが国に持ち込むことを望む経営者が相当出てくるかと思われるし、あるいは学者の中にもそのような見解に傾く人も出るかも知れない。しかし、わが国ではデラウェア会社法的な立法は立法論としてとるべきではないと共に解釈論としても、そのような考え方をとるべきではないと思う。デラウェア会社法の制定事情は、理論的優秀であるから制定されたのでは

なく、一般に認められているように、デラウェア州の税収入を増加するために経営者に有利で規制の緩やかな会社法を制定したのであるから、その制定の事情からいってもデラウェア会社法を模範とすることはできないのである。日本の会社法学界が現在米國法の研究に熱心であるから、米國でデラウェア会社法が優勢であり、またこれを支持するシカゴ学派の学説がある程度存在すること

から、日本でも、デラウェア法的な立法を提唱したり、又は会社法についてのシカゴ学派学説を採用するに傾くことを私はおそれるのであって、この方向については是非慎重に対応することを望むものである。

(一九八八年六月末日稿)

(一橋大学名誉教授・日本学士院会員)