

純粋持株会社とガバナンス

山岡敏秀

目次

- 1、はじめに
- 2、コーポレートガバナンス論の整理
- 3、純粋持株会社とは何か
 - 3-1、純粋持株会社設立のための3点セット
 - 3-2、純粋持株会社という言葉についての整理
- 4、我が国における純粋持株会社設立の基本的スタンス
- 5、経営危機回避策としての純粋持株会社設立
 - 5-1、金融機関の動機
 - 5-2、事業会社の動機
 - 5-3、経済界の主張と「ひとつのパラドクス」
- 6、純粋持株会社の株主の保護

1、はじめに

まず、本稿の問題意識をのべておくことにする。

近年、ますます盛んになるコーポレートガバナンスというテーマに関してあれこれの議論がなされる際、少なくとも次のような問題(関心)が当然のこととして予定されていたのではないのか。

すなわち、現代資本主義において典型的な巨大公開株式会社における「所有と経営」・「所有と支配」という文脈からすると「経営者支配」という現象がみられるということである。それに対する賛否は別として、この「経営者支配」という現象をどのようにとらえるのかという文脈を基底として、コーポレートガバナンス論議がなされてきたのではないのかということである。

当該の巨大公開株式会社(およびその変種としての有限会社)が生誕・成熟していくところの歴史的段階的種差(いわゆる米国型・ドイツ型・日本型の株式会社、等)があるのは当然としても、企業の大規模化にともなう株式所有の分散化傾向のもとで、ことに「所有と支配」という文脈からすると「経営者支配」という現象をどのようにとらえるかという問題が基底にあったところである。

この問題を文字通り「所有と支配」という文脈から展開したのがかつての株式会社支配論であるが、コーポレートガバナンス論議においては少なくとも次のような文脈を予定していたの

ではないのか。

典型的な個別企業の企業組織形態たる株式会社における支配（コントロール）から株主所有（株主権）が漸次後退していくと、経営者それ自体による自立化傾向が出現し、ここに「経営者支配」という現象がみられる。そうすると、ことに巨大公開株式会社におけるかかる経営者の独裁を阻止すべき、なんらかの「規律づけ」・「牽制機能」・「モニタリング」とか「チェック」、等々がどのようにしてなされているのだろうか、あるいは事実上なされていないのだろうか、という文脈である。

この経営者に対する「規律づけ」という言葉は、コーポレートガバナンス論議における「経営者支配」という現象に対する捉え方を象徴しているともいえる。換言するとコーポレートガバナンス論議における「経営者と株主」との関係におけるベクトルを象徴的に表現している言葉といえよう。

これまでのコーポレートガバナンス論議においては、巨大公開株式会社における「所有と支配」の問題および「経営者支配」という現象に関して、このような文脈が当然のこととして予定されていたと判断して間違いはあるまい。

ところで、最近の我が国の企業社会を観察した場合、コーポレートガバナンス論議においてこのような文脈が基底において予定されていたとすると、その前提を覆すような事態（現実）が生じているといわざるをえないだろう。あるいは少なくとも、これまで予定されていた文脈を根本的に反省せざるをえないような現実が新たな問題をつきつけているといわざるをえないだろう。

日本の企業社会にあって、この前提を覆すような事態（現実）こそ、本稿が関心とするところの純粋持株会社に関わる問題である。戦後の日本の企業社会にあっては、独禁法第9条によって、純粋持株会社は禁止されていた。その後、日本経済の調整局面・構造的な転換点においては、必ずといってよいほど解禁が繰り返し主張されてきたが、バブル崩壊後のとりわけ金融危機といわれる局面たる1990年代の後半（1997年の法改正）、ついに解禁されることとなった。この純粋持株会社こそ、いうまでもなく「支配そのものを目的とする会社」（純粋持株会社の定義については後述）の登場に他ならないからである。バブル崩壊後の金融危機にあってのメガバンクの設立や事業会社の経営統合において、この純粋持株会社がM&Aの代替的なツールとして利用された。かくして結果として日本の企業社会の中枢を担う巨大金融グループや事業グループの核として純粋持株会社が登場するにいたっている。

純粋持株会社とはいうまでもなく100%保有の子会社をいくつか傘下に保有する親会社を中心とする企業組織形態である。そしてかかる親会社に対して証券市場を通しての株主が存在している。

ところで、日本の企業社会の中枢を担う巨大金融グループや事業グループの核たる純粋持株会社の設立過程やその後の会社法の施行された状況を観察すると実にユニークともいべき事態が発生している。

ここでユニークというのは、純粋持株会社をして「支配そのものを目的とする会社」および「株主→親会社→100%子会社」という性格にひきつけての表現である。

そこでユニークとされる典型的な事態について列挙しておこう。

①、純粹持株会社の設立過程における「株主権の縮減」（株主代表訴訟の原告適格の剝奪＝代表訴訟の限界）といわれる問題。^(注1)

例えば、甲社に対して代表訴訟を提起している株主（乙）がいたとする。その甲社が株式移転によって、持株会社（A社）に転換（傘下の子会社となる）した場合、甲社の株主（乙）は自動的に持株会社（A社）の株主となるために、代表訴訟の門前払いをすること。これが「株主権の縮減」といわれる。

②、メガバンクの誕生過程における事実上の黄金株の発生。これの典型が三菱東京FGとUFJグループとの取引においてみられたところである。その際、ユニークであるのは、持株会社（親会社）ではなく、その子会社すなわちUFJ銀行による三菱東京FGへの優先株発行が実施されたことである。^(注2)

この優先株は議決権のない優先株ではあるが、ある一定の条件を満たせば、議決権付優先株に転換できるという「トリガー条項」が含まれており、拒否権付株式であり、拒否権付優先株式であった。かくして、100%子会社たる非上場会社による拒否権付株式ということからして、事実上の黄金株であると評価される所以である。さらに、コーポレートガバナンス論の視点からして根源的に問題であるのは、親会社（持株会社）＝UFJHD（ホールディングス）の株主とは、あたかも与り知らぬ様相において、かかる事実上の支配の局面が出現していることである。すなわち子会社における経営陣（取締役）が事実上の支配株主を創出しているからに他ならないともいえる。

③、第三は持株会社の経営そのものに関わる事態である。純粹持株会社に移行すると戦略と事業との分離すなわち「戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離」によって迅速な意思決定が行なわれるとしばしば主張される。^(注3) この点、多くの持株会社では、親会社において取締役会・監査役会・会計監査人、等を設置した上で、傘下の事業会社においてもあたかも重複するように同様の機関を設置している。

ところで、例えば、新日鉱ホールディングスは傘下の事業会社（ジャパンエナジーと日鉱金属）を「会社法上の非公開会社」とすることによって取締役会や監査役会および執行役員会を廃止するにいたった。そして傘下の事業会社においては、事前協議機関としての役員会を設置し、決定権が社長にあるとしている。かくして、一層の経営の効率化に資することを企図していると表明している。

かかる事例を観察するにつけ、純粹持株会社における「戦略と事業との分離」・「迅速な意思決定」はそもそもどのような意義をもっているのだろうか。そしてそのことがひいては、コーポレートガバナンス論の視点からしてどのような意義をもっていると評価すべきであろうか。

以上、注目すべき三つの事態を列挙した。これらの事態は何を意味しているのだろうか。

①と②の事態からは、次のことが指摘できる。

すでに述べたように、これまでのコーポレートガバナンス論議における「経営者と株主」との関係におけるベクトルを象徴的に表現するものが、「規律づけ」・「牽制機能」・「モニタリング」とか「チェック」、等々であった。そしてかかる「規律づけ」が「経営者支配」のもとで有効に機能しているのかということがコーポレートガバナンス論議におけるおそらく通念であった

と考えられる。

これに対して我が国における純粋持株会社登場のもとでは、さらによりいっそう株主権が縮減されたり、子会社によって親会社の株主に関わりなく事実上の支配の局面がもたらされたりしていることがわかる。つまり、「純粋持株会社の株主の保護」ということさえ問題になっていることがわかる。これまでのコーポレートガバナンス論議における通念からは相当の乖離が発生しているのではないのか。

さらに「純粋持株会社の株主の保護」ということが要請されるのは、依然として「経営者支配」を基底とする問題なのだろうか。「支配そのものを目的とする会社」が企業社会の核に登場するにいたったからではないのだろうか。すなわち「規律づけ」から、一転して「保護」が主張されるにいたっている。

また、③の事態からは次のようなことがいえるのではないのか。

純粋持株会社に移行することは、例えば、それまでの事業部制・カンパニー制とか事業持株会社に対するひとつの前進・進化なのだろうか。この点、かつてのドイツにおけるダイムラー・ベンツ社のケースに留意すべき必要があるように思われる。すなわち我が国において純粋持株会社が解禁された1997年においてドイツの代表的な企業であるダイムラー・ベンツ社は、純粋持株会社から事業部制へと転換したのである。すなわち純粋持株会社に移行することは必ずしもひとつの前進・進化ではなく、当該企業の環境如何によって他の経営組織へとさらに移行する可能性があることも十分留意する必要があるように思われる。我が国の純粋持株会社がバブル崩壊後のいわゆる金融危機・空前の構造転換の時期に導入されただけに、かかる視点は欠かせないように思われる。

そこで、本稿の関心は以上のようなこれまでのコーポレートガバナンス論議における通念とは、いささか乖離しているような事態（事例）に留意して展開していくことにしよう。

その際、ひとまず、これまでのコーポレートガバナンス論議について筆者なりの整理をしたうえで展開していくことにしよう。

2、コーポレートガバナンス論の整理

最初に述べた本稿での問題関心との関連で、これまでのコーポレートガバナンス論を若干、整理しておこう。ただし、筆者の問題意識からするところの整理である。

近年の我が国(および海外においても)でのコーポレートガバナンス論に関わる議論・研究は、その研究・調査の量や問題意識の対象領域およびそのアプローチ(方法)において驚異的ともいべき急速な発展・拡大・進化をとげている。かつての1980年代の米国においてCalPERSが主役であったころのガバナンス論議において、今日のような展開を予想することは、多分に困難であった。

コーポレートガバナンス論議は、1980年代の米国における第四次企業合同運動との関連で、米国の機関投資家の株主行動主義なる事態を契機として注目されるにいたった。米国においては、「諸金融機関に対する規制(ことに株式所有の規制)→株式所有の分散化傾向→証券市場の流動性が大→テnderオファーの発生」⇒『企業支配権市場』なるメカニズムによって、経営者に対する規律づけがおこなわれていたとみなされていた。

ところが1980年代において敵対的かつ大型の買収が頻発するにいたって、企業経営者は買収防衛策（ことにポイズンピル）を導入するにいたった。このことが、いわゆる経営者天国的状況を創出しているのではないのかという懸念のもとに機関投資家の株主行動主義なる事態が発生したといえる。

この点、少なくとも「経営者支配」状況といえども、「経営者と株主」との関係においてある種のダイナミクス（拮抗関係）が存在するのではないのかということが注目されるにいたった。すなわち現代巨大公開株式会社のひとつの通念ともいべき「経営者支配」現象に様々な視点から、新たな問題提起をする重要な契機となったとみなされる。

かくして、コーポレートガバナンス論議は、現在では、経営学の一つの分野ともいべきすなわちコーポレートガバナンス論としての位置を占めるような性格のものとさえなったのである。

そこで、筆者は、拡大・発展・進化をとげつつあるコーポレートガバナンス論に関わる論議を、ひとまず次のような類型化によって整理している。すなわち

- ①、機関投資家とコーポレートガバナンス
- ②、会社法とコーポレートガバナンス（とりわけ会社機関としての問題）
- ③、株式会社制度（コーポレートシステム）をひとつの体制理論として展開するものとして、「ア、比較制度分析論の系譜」と「イ、株式会社支配論の系譜」からの展開である。
- ④、CSR論（伝統的な「企業の社会的責任論」からNPO等をも交錯させた「企業と社会」論）

かかる類型のなかでも筆者は、「株式会社支配論の系譜」に注目している。それは次のような理由のためである。

我が国における経営学の分野において、これまで膨大な研究成果をもつ株式会社支配論の研究者によるコーポレートガバナンス論議への問題提起であること。加えて、そもそも、コーポレートガバナンス論なる問題提起と株式会社支配論（コーポレートコントロール論）との問題意識との関連如何ということ、積極的に問うものだからである。

この系譜の論者によれば、株式会社支配論（コーポレートコントロール論）に代替すべき質的に新たな問題提起がなされているのかということであり、少なくとも、これまでの株式会社支配論（コーポレートコントロール論）での議論の文脈とどのような関係があるのかということである。

かかる分野での問題提起には、植竹晃久・仲田正機、三戸浩などがある。最近では、勝部伸夫、貞松茂、佐久間信夫、今西宏次などの問題提起がある。^(注4)株式会社支配論の系譜とはいえ、さらに「経営者支配」と「所有者支配」の系譜からの展開もそれぞれなされている。

ここでは、まず、ことにいち早くかかる系譜から問題提起を行なった三戸浩の主張を若干、見ておこう。すなわちコーポレートガバナンス論を会社支配論にひきつけての解説の試みに注目することによって、検討しておこう。

三戸浩の主張は、株式会社支配論あるいは会社支配論の立場から、コーポレートガバナンス論への批判的検討をおこなっている代表的論者である。

三戸によれば、コーポレートガバナンス論議とはこれまでの会社支配論こそが問題としてきたものであり、会社支配論の立場からこそアプローチできるものだとしている。ことにコーポ

レートガバナンス論が、「機関投資家とコーポレートガバナンス」論といった次元での論議から、企業の性格・体制の問題といった次元にまでふみこむものならば、それはすでに会社支配論の領域においてすでに論点提起については決着済みのことである、というふうに主張される。かかる基本的スタンスのもとに、コーポレートガバナンスの議論を次のように整理している。

コーポレートガバナンス論のテーマは、ア、狭義には、株主のための経営者へのチェックアンドコントロールであり、イ、広義には、利害関係者のためのチェックアンドコントロールであり、③、最広義には、現代社会における企業のあり方・経営のあり方を問うものであると整理されている。

そして、これまでの会社支配論を経営者革命論と株式会社革命論からなるものとして、前者が「狭義のコーポレートガバナンス論」であり、株式会社革命論は、「最広義のコーポレートガバナンス論」であり、企業の社会的責任論・企業の社会貢献論・企業市民論からなるものとされる。こうして、「広義のコーポレートガバナンス論」は、経営者革命論と株式会社革命論が包摂する分野であるとされている。

ところで、かかる系譜（「経営者支配」）から、よりいっそう具体的にコーポレートガバナンス論を展開しているものに勝部伸夫『コーポレートガバナンス論序説～会社支配論からコーポレートガバナンス論へ～』（文眞堂、2004年）がある。

筆者はこうした系譜からの主張について既に若干、検討したことがあるが、^(注5) 次のような評価をせざるをえない。

この系譜からの主張においては、Berle/Means 型の株式分散モデル・財産権論を基底としつつ、「経営者支配」の体制的文脈（とりわけ「経営者支配」の正当性）があまりにも強調されているのではないのかということである。

経営者はあくまで徹頭徹尾、個別企業（集団）のリーダーである。にもかかわらず、その経営者が不祥事等の連鎖によって批判にさらされる事態をして「経営者支配」の正当性の危機であると位置づける。それゆえ、この正当性の危機を克服するものは、再び、経営者によるセルフガバナンスであるというふうに主張されることになる。

だが、筆者は、米国型「経営者支配」ともいえるべき Berle/Means 型といえども、その基底にはある種のダイナミクス（拮抗関係）が存在するのではないのかということに注目したい。^(注6) このダイナミクス（拮抗関係）を通して、結果として「経営者－株主」間の均衡関係があると捉えたい。そしてこの均衡関係のひとつの主要な表現こそ、先に指摘した米国における伝統的な企業支配権市場ともいえるのではないのか。

しかるに 1980 年代の米国における第四次の企業合同運動がもたらした帰結（買収防衛策という装置の常態化）は、かかる均衡関係を乱されることによって株主行動主義なるものが発生したのではないのか。これがコーポレートガバナンス論議の契機として議論されているところである。

ひるがえって、この「経営者－株主」間におけるダイナミクス（拮抗関係）を我が国にひきつけて述べておきたい。

戦後の日本の企業社会は、アジア・太平洋戦争の敗北による財閥解体によって開始された。その後、日本の企業社会の株式所有構造における骨格ともいえるべき株式相互持合いが形成さ

れていく。この特異な株式所有構造のもとで、日本的「経営者支配」ともいわれる現象が発生した。いわゆる六大企業集団を中心として、かかる所有構造が趨勢として、1990年代の半ばまで存続できたのは、そこに結果として「経営者一株主」間の均衡関係（例えば、日本的信用創造といわれる含み経営）が獲得されていたからであろう。しかるにこのことが「経営者支配」現象をもたらしたといえる。

だが、こうした均衡関係の反面において、すでに指摘しておいたように戦後の日本経済の調整局面・構造的な転換点においては、何故、必ずといってよいほど純粋持株会社解禁が繰り返して主張されてきたのであろうか。

とりわけ1960年代半ばにおける資本自由化への対応として、財界・通産省によって持株会社の解禁が強く主張された。すなわち米国資本が進出したことによって動揺するヨーロッパを視察した財界は、資本自由化に対応すべき本格的な国際競争が避けられないとして持株会社の解禁を強く主張したのであった。

そこで、とりわけ大企業の水平的合併の必要性から、「企業の法的自立性は尊重しつつその経済的機能を統一的に運営できるようなメカニズム」を現実化するものとして持株会社解禁が主張されたのである。^(注7)

そして、かかる純粋持株会社の解禁は、ついにはバブル崩壊後のとりわけ金融危機といわれる局面たる1990年代の後半（1997年の法改正）、現実のものとなったのである。

こうした文脈からして、筆者は次のように整理をしておきたい。

経済活動がとりあえず順調に再生産されていく過程、すなわちある種の均衡状態のもとでは、米国型「経営者支配」ともいうべき Berle/Means 型に典型であるような株式所有構造は、資本活動にとっておそらく効率的であろう。いわゆる社会的にプールされている資金をあまねく吸収できる装置を獲得していることになる。それゆえ、結果としての「経営者支配」の正当性も獲得されるだろう。

そして、同様に日本型の株式所有構造たる株式相互持合いといえども、米国型に対してはその限界を有するといえども資本活動にとってはそれなりに効率的なものであったであろう。

ところが、経済活動ひいては企業社会そのものが、調整局面・構造的な転換点をむかえるにいたると、いわば沈黙していた株式所有（株主権）の力が顕在化してくるのではないのか。たとえ株式相互持合いというタイプの分散化といえども、沈黙していた株式所有（株主権）がその明確な所在を希求してくると思われる。すなわち沈黙していた株式所有（株主権）の力が顕在化し、いわば再結集しようとするのではないのか。かかる再結集の拠点は、いうまでもなく個別企業（集団）における支配ではなかろうか。

そして、再結集の拠点として、その制度上および企業組織形態として、純粋持株会社が希求され、ついには現実のものとなったのではあるまいか。

繰り返すが、そうであるがゆえにこそ、我が国ではほかならぬバブル崩壊後のとりわけ金融危機といわれる局面たる1990年代の後半（1997年の法改正）、現実のものとなったのではあるまいか。

筆者が、本稿で展開する「純粋持株会社とガバナンス」という問題は、本章でのべたような問題意識を基底にしていることに留意されたい。しかるに、あれこれの論点を扱う際にも、「調

整局面」・「構造的な転換点」・「金融危機」ならびに「株式所有（株主権）の再結集の拠点」としての純粋持株会社ということが強調されようとしている。

3、純粋持株会社とは何か

ここでは、本稿でのキーワードとなる純粋持株会社なる言葉について整理しておこう。

持株会社といわれるものには、事業持株会社と純粋持株会社のふたつがある。そして純粋持株会社とは、しばしば「支配を目的とする会社」であるといわれる。その実質的な機能はそうであったとしても、制度上、どのように規定（定義）されているのかをひとまずみておこう。

3-1、純粋持株会社設立のための3点セット

まず、次のようなケースを考えよう。三つの会社、A社・B社・C社が純粋持株会社たる甲社を設立したとしよう。その際、次のような三つの条件がなければ、そもそも純粋持株会社を設立することは不可能である。^(注8)

- ①、ひとまず、その定義はともかくとして、そもそも純粋持株会社設立が解禁されていること。
- ②、スムーズに持株会社設立を許容する制度すなわち株式交換・株式移転制度（完全親子会社法制）が整備されていること。
- ③、持株会社設立後のA社・B社・C社間で、重複した事業部門を解消（シャッフル）すべき会社分割制度が整備されていること。

この三つの条件によって、ひとまず純粋持株会社は現実のものとなることができる。

そこで、わが国では、1977年から2000年において、純粋持株会社（企業組織再編）を現実化するべき一連の法改正が実施された。

まず、1997年に、「合併法制の合理化（合併手続の簡素化、コストを下げる）」および「独占禁止法における純粋持株会社解禁」がなされ、これに続き1999年に、「株式交換・株式移転制度」（完全親子会社法制）の整備がなされた。これによって、純粋持株会社が事実上、設立可能となった。

そこで、「株式交換・株式移転制度」についてふれておこう。具体例（例として、甲社と乙社）として、甲社が完全親会社、乙社が完全子会社となる場合をみよう。

まず、完全親会社となる予定の甲社が完全子会社となる予定の乙社の株主より、乙社の株式を譲り受け（乙社の株主による「強制的な株式の現物出資」といわれる）、その代り（対価）として甲社の株式を交付する。その結果、乙社の株主は甲社の株主になることになり、甲社は乙社の100%出資会社となる。

その際、甲社は、新株発行による甲社株式の割り当て、また所有している自己株式（金庫株）を譲渡することもできる。ただし、乙社の株主による「強制的な株式の現物出資」に対して、反対の株主は株式買取請求権を行使できる。また、受け取った甲社株式の時価と譲渡株式（ここでは乙社株式）の取得価額の差額は、課税されていたが、将来、甲社株式を売却するまでは課税の繰延がおこなわれるようになった。

当時の実際の例として、平成12年1月5日、ソニーがソニー・ケミカル、ソニー・プレジジョンテクノロジー、ソニー・ミュージックエンタテインメントを株式交換によって子会社化した。

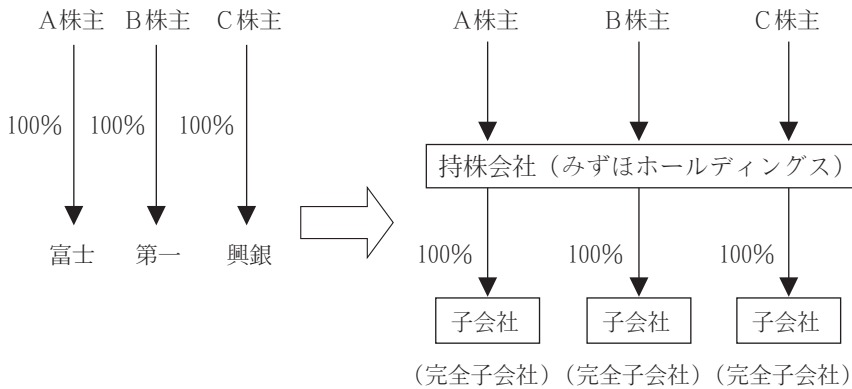
次に株式移転についてみよう。ケースとして、平成12年の富士銀行・第一勧業銀行・興銀による「みずほホールディングス」をとりあげる。3行は、同年6月、共同して株式移転により親会社である「みずほホールディングス」を設立することを決議した。

そこで、同年、9月28日(株式移転日)～「みずほホールディングス」が東証新規上場および富士銀行・第一勧業銀行・興銀が東証上場を廃止した。

この過程にあって、まず、富士銀行(富士銀行の株主をA株主とする)・第一勧業銀行(第一勧業銀行の株主をB株主とする)・興銀(興銀の株主をC株主とする)における各株主たるA株主・B株主・C株主が全ての株式を現物出資して持株会社を新たに設立し、株主、A株主・B株主・C株主はその対価として持株会社たる「みずほホールディングス」の新株を取得することになる。その際、「みずほホールディングス」の[1株]～富士(A株主)・第一勧業銀行(B株主)・興銀(C株主)が各1000株に相当した。(図-1を参照)

次に、「みずほホールディングス」のもとに富士・第一勧業銀行・興銀が子会社としてぶらさがると、各銀行の事業部門(法人部門・個人部門・投資部門)が重複していることになる。このためにいわゆるシャッフル(選別)をして(統合後の重複した事業部門を削除すべき、会社分割制度が必要になる)、経営を効率化させなければならない。

(図-1)「みずほホールディングスの設立」



かくして、純粋持株会社が設立されるには、①純粋持株会社解禁、②株式交換・株式移転制度、③会社分割制度、という、いわば3点セットが不可欠であることが理解できる。

ところで、このように設立されるのが、純粋持株会社であるといわれる。そしてさらに、結果として、純粋持株会社とは、支配のみを目的とする親会社が株式所有を通じて傘下の子会社(群)を次々に掌握していると理解されている。逆にいえば、別会社の事業活動を支配することを目的として株式を所有する企業といった理解である。

それでは、純粋持株会社および持株会社という言葉は、現在、どのように理解すべきものだろうか。このことを次に検討しておこう。

3-2、純粋持株会社という言葉についての整理

これまで、長い間、我が国において（純粋）持株会社が禁止されてきたのは、独占禁止法第9条の定めによる。そこで、この独占禁止法における持株会社規定の変遷をみることによって、持株会社・事業持株会社・純粋持株会社そして現時点における持株会社という言葉の内容を簡潔に整理しておこう。^(注9)

ア、1947年の独占禁止法（第9条）[独占禁止法]～「持株会社はこれを設立してはならない」。そして、この持株会社とは、「株式を所有することにより、他の会社の事業活動を支配することを主たる事業とする会社」とされた。

すなわち、ここでの持株会社こそ、持株会社＝「別会社の事業活動を支配することを目的として株式を所有する企業」といった理解（通念）をもたらした規定である。

イ、1949年独占禁止法改正（および1953年独占禁止法改正）～事業会社による他社株保有を解禁した。これによって、事業会社が「事業持株会社」になる可能性の基礎が与えられたことになる。

確かに、純粋持株会社そのものは禁止されているものの、この事業持株会社としての持株会社は解禁されたといえる。そして、実際、多くの日本企業がこれを梃として、多数の子会社群を有する企業集団（グループ）を形成していった。

ウ、1997年独占禁止法改正～この改正が持株会社という言葉の内容に対して、質的な転換をもたらした。すなわち、「事業支配力が過度に集中することとなる持株会社は、これを設立してはならない」とされた。

「一般集中規制」という文脈のなかで、持株会社がとらえられることになった(図-2を参照)。エ、2002年独占禁止法改正～基本的なスタンスとしては、1997年独占禁止法改正のスタンスと共有している。具体的には、次のような規定が設定されている。

まず、「独占禁止法上の持株会社＝子会社の株式の取得価額の合計額が、当該会社の総資産の額に対する割合が100分の50を超える会社」としている。

そこで、既存の会社の場合、「会社及び子会社の総資産合計額」が、次の条件（基準額）を超えると毎事業年度終了後3カ月以内に会社及び子会社の事業に関する報告書を公正取引委員会に提出しなければならないと、としている（新設会社の場合は、30日以内）。

- ①、独占禁止法上の持株会社～6000億円。
- ②、銀行、保険会社・証券会社～8兆円
- ③、①及び②以外の会社～2兆円

このようにみていくと、持株会社・事業持株会社・純粋持株会社そして現時点における持株会社という言葉は、次のように変遷していったことがわかる。

1947年の独占禁止法（第9条）[独占禁止法]で、持株会社＝「別会社の事業活動を支配することを目的として株式を所有する企業」といった理解（通念）の形成→1949年独占禁止法改正（および1953年独占禁止法改正）で、持株会社概念の事業持株会社と純粋持株会社への分裂。

そして事業持株会社の解禁→1997年独占禁止法改正で、持株会社概念の質的転換（一般集中規制の文脈のもとで規定）→2002年独占禁止法改正で、事実上、持株会社という言葉の消滅。

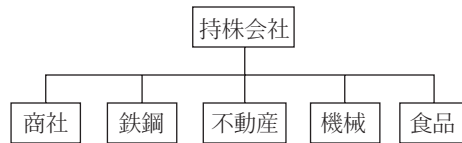
一般集中規制という上位概念のもとで位置づけられる言葉にすぎなくなった。従って、事業持株会社と純粋持株会社という区別も事実上、無意味となり持株会社という言葉は、むしろ単に会社そのものになっているともいえる。

そこで、さらにマクロの観点からする持株会社の禁止類型についてみておこう。

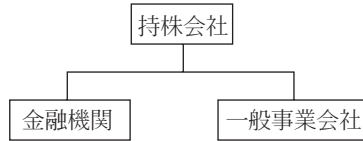
(図-2)は、「持株会社を禁止する三つの類型」として、マクロの観点から公正取引委員会が作成したガイドラインである。

(図-2)「持株会社を禁止する三つの類型」

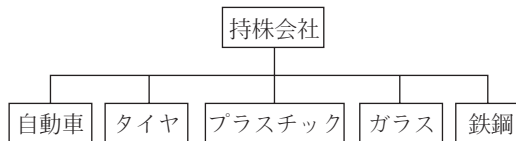
第1類型(旧財閥型持株会社)～グループ総資産15兆円超で、かつ、5以上の主要な事業分野でそれぞれ総資産3000億円超の会社を有する場合。



第2類型(大規模金融機関を持つ場合)～総資産15兆円超の金融会社と総資産3000億円超の一般事業会社を有する場合。



第3類型(相互に関連のある有力企業を持つ場合)～相互に関連性がある5以上の主要な事業分野でそれぞれ有力な会社(シェア10%以上又は上位3位以内)を有する場合



補足、禁止しないケース～ア・純粋分社化、イ・ベンチャーキャピタル、ウ・金融機関の異業態間の新規相互参入、エ・総資産合計が3000億円以下。

(出所、井手秀樹「市場集中」[植草益・井手秀樹・竹中康治・管久修一編『現代産業組織論』NTT出版、2002年、57頁]、『日本経済新聞』97年7月10日、下谷正弘『持株会社の時代』有斐閣、2006年、114頁)

この三つの類型をみると、いくつかの注意すべき特徴がみてとれる。

まず、第1類型と第2類型における「総資産15兆円超」という額は、次のことを反映している。当時、持株会社の解禁という際、かの戦前の財閥の復活という懸念が世論においてあったため

に、六大企業集団中、最も資産額の少ない住友グループの約15兆円という額に帳尻をあわせる形で定められたとされる。すなわち、仮に、六大企業集団のうちのひとつが、まるごと持株会社のもとに再編されることへの懸念を払拭させる措置だということである。

だが、15兆円はともかくとして、奇妙なことに、傘下の子会社が5以上の事業分野にまでつらなっていることである。これは端的にいわゆる本業中心の巨大（事業）持株会社を禁止対象から除外するためとしか考えられない。^(注10)

そして、この三つの禁止類型をみると、当然あるべきはずの類型が欠落しているということである。それは、同一の業界において持株会社を利用した水平的統合のケースであろう。最も懸念されるべき可能性が、この禁止類型から抜け落ちているということである。

尚、第2類型は、いわゆる巨大な金融機関（銀行）が事業会社を掌握していくという、かつての伝統的な金融資本型グループ誕生に対する禁止措置といえる。

このようにみていくと、通常、いわれるところの純粋持株会社の解禁とは、その内容に相当の乖離がある。少なくとも、持株会社＝「別会社の事業活動を支配することを目的として株式を所有する企業」が解禁されたわけではないと判断せざるをえない。

むしろ、あれこれの規制（「会社及び子会社の総資産合計額」基準やマクロ的な観点からする総資産＝15兆円基準、等の基準）のなかで、すなわち、一般集中規制という文脈のなかに、持株会社という言葉は、むしろ単なる会社として位置づけられるにいたっているのではないかと判断せざるをえない。

繰り返すが、それゆえに、例えば、本業中心の巨大持株会社を禁止対象から除外せざるをえない。また、規制が必要な同一の業界において持株会社を利用した水平的統合について空白となっている。これまでの事業持株会社といわれるものに相当するケースにおいてそもそも規制の網がかかっていないといえる。

この点、経済界が早くも、この15兆円規制の撤廃を強く求めていることにも、一般集中規制といわれるものの性格が表現されているであろう。

ただし、こうした規制論（一般集中規制論の次元）から離れて、固有の（企業）形態としての純粋持株会社に、特有の性格に焦点をあてると実にユニークな性格をもっていることはすでに指摘したところである。^(注11)

4、我が国における純粋持株会社設立の基本的スタンス

本章では、いよいよ我が国企業が純粋持株会社設立を希求し、そして現実のものとした基本的スタンスについて検討してみよう。

日本企業は、1990年代前半のバブル崩壊によって単なる景気循環の不況局面といった次元ではなく、金融危機ならびに空前の構造的問題に直面していた。その際の状況は、次のように整理できよう。

- ①、日本企業そのものの問題（伝統的な収益率の低さとバブル崩壊による体力低下）
- ②、グローバルスタンダードという圧力（国際的会計基準とりわけ時価会計の台頭）
- ③、発言する株主とりわけ外国人株主の台頭（日本企業の全般的な株安による）

こうした問題が、さらなる日本企業の収益力の低下・体力低下をもたらした。ことに我が国

の金融システムの危機（ことに大量の不良債権発生）と公的資金の投入（大量の優先株の発行）、およびこれにともなう銀行国有化という危機が発生した。

そして、日本企業に特有な株式相互持合いを崩すにいたって、日本的信用創造（日本的含み経営）が崩壊し、いよいよ日本企業は、その根本的再編をせまられるにいたった。

こうした諸問題に対応すべき日本企業は、「企業再編」・「選択と集中」といったスローガンのもとに、根本的な企業組織再編という名の暴力的調整をせまられたといえる。

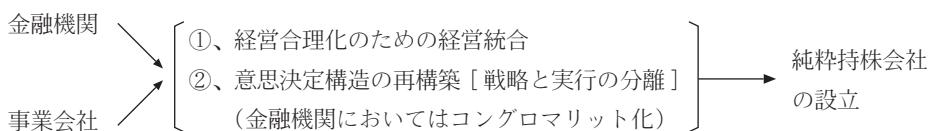
つまり、日本企業は、その後、これらの問題に対応すべき手段として、「選択と集中」という視点から企業組織再編を活発におこなってきた。そして、こうした企業組織再編にあって、伝統的な企業集団（グループ）からの決別ともいえるべき純粋持株会社の設立ブームをもたらしたといえよう。経済界の平和憲法ともいわれる独禁法「第9条」を改正して、純粋持株会社をついに解禁したのである。

すでにみたように、1997年に「持株会社の解禁」、1999年に「株式交換・株式移転制度」（完全親子会社法制）、そして2000年に「会社分割制度」が整備された。これらの一連の制度改正によって、ついに純粋持株会社が現実のもの（設立可能）となった。かくしてその後、多くの日本企業が、純粋持株会社を設立し、そのもとに再編されるにいたっている。

ところで、日本企業による純粋持株会社設立の基本的な動機あるいはスタンスは、どのようなものか、ということである。本稿では、次のような問題意識のもとで検討している。本稿では、ひとくちに日本企業といっても金融機関（持株会社解禁の結果として成立したメガバンク）と事業会社のそれぞれのスタンスを多分に意識しながら検討している。

まず、金融機関と事業会社に共通なスタンスとして、バブル崩壊後の当面する危機的な経営状況を克服するため、「選択と集中」という経営手法のもとに、いわゆる経営統合の手段（合併の代替的手段）として純粋持株会社が選択されたと判断している。（図－3を参照）

[図－3～純粋持株会社設立のスタンス]



ことに、金融システムの危機を回避すべき、金融機関の建て直しとして、この持株会社が多分に緊急避難的に利用されたととらえている。金融機関においては、なんといっても当面の銀行国有化回避策としての配当原資の確保（優先株への配当）を目的として持株会社を利用したこと。

そして、このM&Aの代替的な手法ともいえるべき経営統合としての純粋持株会社設立の過程にあって、当該企業の重複した資源（事業部門）やとりわけ人員の削減、等を実行した。すなわち破壊された資本の暴力的調整と再編として純粋持株会社が選択されたものと判断している。

しかし、その後の設立ブームを観察すると、さらに次のことに注目せざるをえなくなった。バブル崩壊後の金融機関は、当面の危機的状況を克服する手段すなわち経営統合、かつ、将来

的な展望として、金融コングロマリット（傘下の企業で多様な金融商品を販売する）を射程にしていると判断される。つまり、金融機関においては、それなりの道筋（将来展望）がみとれる。

これに対して、事業会社の側における純粋持株会社設立のスタンスは何か。当面の危機的状況を克服（暴力的調整と再編）するものとしてのみ、すなわち経営統合の手段として純粋持株会社を選択したのだろうか。

そうすると、次のような問題（疑問）が提起されざるをえない。

これまで、たしかに純粋持株会社は禁止されていた。しかし、日本企業は、これまで極限にまで純粋持株会社に接近した事業持株会社を形成していた。基本的に、事業部制→カンパニー制（分社化）という変遷のもとで、純粋持株会社に相似の企業形態を形成していたと評価されている。この親会社を中心として、多くの子会社（群）を重層的に有することこそ、これまでの日本の企業集団（グループ）の特徴であった。本体企業から、事業を子会社へと転換させるべき、いうところの子会社化（分社化）を極限にまで実行してきた。こうして、日本企業においては、事業持株会社から、純粋持株会社に相似の形態を形成してきた。

このように考えると、何故に純粋持株会社にまで移行する必要性があったのかということである。

この点について、経済界の主張によれば次のようなことが理由とされている。すなわち近年のコーポレートガバナンス論議の台頭を多分に意識しつつ、会社の意思決定構造（組織構造）における再編を企図しているのではないのか、ということである。

そして経済界の純粋持株会社に対する期待・要請とは具体的には次のようなものである。

- ①、戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離。
- ②、新規事業への投資・リストラ（組織変更・組織再編）の円滑化。
- ③、円滑な人事・労務管理（組織・人事面での摩擦を回避した企業統合）。
- ④、国際的法制度との調和。

このなかでも、とりわけ「戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離」に関わることが、しばしば強調される。

企業の組織構造との関連でいえば、とりわけ意思決定構造の再構築との関連で純粋持株会社へと移行しているのではないのか。つまり、企業経営をおこなうにあたって、戦略的な意思決定（同時にそれをなす場）およびその担い手と実行という問題を意識して、純粋持株会社へと移行しているのではないのかということである。このことは、事業会社のみならず、基本的に金融機関においても、共有される問題であろう。

だが、しばしばこのように主張されるところの純粋持株会社設立のスタンスの背後にあるともいえる要因について、いまだ少し検討をしてみよう。それはすでに指摘した文脈からすると次のようなことであった。

すなわち、経済活動ひいては企業社会そのものが、調整局面・構造的な転換点ことに金融危機をむかえるにいたると、破壊された資本の暴力的調整を必要とする。ここにおいて、それまで沈黙していた株式所有（株主権）の力が顕在化してくるのではないのか。すなわち沈黙していた株式所有（株主権）の力が顕在化し、いわば再結集（企業再編）しようとするのではない

のか。かかる再結集の拠点は、いうまでもなく個別企業（集団）における支配ではなかろうか。そして、再結集の拠点として、その制度上および企業組織形態として、純粋持株会社が希求され、ついには現実のものとなったのではあるまいか。

5、経営危機回避策としての純粋持株会社設立

5-1、金融機関の動機

繰り返すが、再結集の拠点として、その制度上および企業組織形態として純粋持株会社が希求されたのはどのような要因なのだろうか。まず、金融機関から検討してみよう。それはまずもって、銀行国有化の回避のための配当原資確保であったといえる。

すなわちバブル崩壊後、金融危機と同時に経営危機に陥った銀行には、大量の公的資金が投入され、その見返りに優先株が発行された。もし、この優先株に配当ができないと当該銀行は国有化されることになる。それゆえ、当該銀行からすると、この国有化はなんとしてでも回避しなければならない状況であった。

かかる文脈を象徴的に表現する事例をみよう。当時、鰯がクジラを飲み込むといわれた三井住友銀行とわかしお銀行との逆さ合併なる事態について概観しておこう。

2002年2月に三井住友銀行は、貸出残高からすると1対100超の規模である「わかしお銀行」との合併を実行した。ユニークであるのは、この弱小なわかしお銀行が三井住友銀行を飲み込むという合併を行っている。^(注12)

三井住友銀行とわかしお銀行との合併は、「ペン・アンド・インク・パフォーマンス」にある。三井住友銀行は、2001年4月の段階で、資本金（12,767億円）・剰余金（4,130億円）・法定準備金（18,736億円）であった（ただし、当時の会計表現）。そこで、議員立法で可能となった法定準備金の取崩しを利用して、2002年3月末見込みで、資本金（13,267億円）・剰余金（10,100億円）・法定準備金（13,267億円）として、剰余金を増強した。

このとき、三井住友銀行頭取はその理由を次のようにのべている。「(法定準備金を取り崩さなくても) 期末配当は可だ。確かに異例だが、昨今の株価動向をみると予断を許さない。株式相場変動の影響を減らすためだ」、とのべた。そこで、もし四大銀行（当時）が、企業会計基準委員会の指導に従うならば、資本準備金を配当原資に活用した場合としない場合では、配当原資が1兆円程度減額する可能性があった。有価証券含み損・公的資金をうけた銀行の配当原資の必要性（優先株への配当不可であるならば国有化の危機にみまわれる）から、こうした指導は重大な意味をもってくる。

かかる金融危機にあったからこそ、このユニークな合併が実施されたのではないのか。つまり、合併によって、合併差益を創出して、含み損、等を処分することだったと判断される。そして、このことを実行せしめる制度上の変更（改正）があったことに注意をむけねばならない。改正前においては、『資本の部』は、簡潔に示せば、資本金・法定準備金・剰余金からなっていた。ところが、改正法は、「資本金の四分の一」を超過する法定準備金については取崩しが可能であるとしたために、資本準備金と利益準備金それぞれについて、かの「資本取引と損益取引との区分」および「配当可能利益と払込資本との区分（出資と分配可能部分との区分）」に配慮しつつ、このことを実践しなければならなくなった。もし、こうした審判をいとも容易にふみ

にじるものであるならば、債権者保護なる機能に重大なる危機が生じ、ひいては株式会社体制そのものの正当性の危機をむかえるものとなろう。

かくして、こうした法改正を梃子にして実施された三井住友銀行とわかしお銀行との合併の概要は、次のごとくであった。まず、自己資本＝0.2兆円のわかしお銀行と自己資本＝3兆円（資本＝1.3兆円＋法定準備金＝1.3兆円＋剰余金＝0.4兆円）の三井住友銀行が、それぞれ、0.2兆円と0.8兆円を抛出して資本金＝1兆円の新たな銀行を創出することになった。

そこで、結果的に三井住友銀行には、（3兆円－0.8兆円）たる2.2兆円の合併差益が発生する（合併後に社名を変更）。かくして、含み損、等の1兆円を差し引いても、なおかつ1.2兆円の処分可能額（取崩し可能な準備金）が発生したのである。

従前では、わずかに剰余金＝0.4兆円（銀行の場合、「資本金の四分の一」ではなく、資本金と同額の準備金が維持されねばならない。ただし、持株会社形態にすると、「資本金の四分の一」でよい。）であったものが、イワシに飲まれる（正確には、飲ませることによって。）ことによって、1.2兆円が発生していることになる。

まさに「ペン・アンド・インク・パフォーマンス」であり、金融危機に動揺する金融機関の姿勢がみてとれよう。すなわち、なんとしてでも国有化を回避したいとの判断があった。

さらには、国有化回避のための配当原資を確保するため、金融機関は次のことに注意をむけた。すなわち、取崩し可能な準備金の規定が、銀行の場合、「資本金の四分の一」ではなく、資本金と同額の準備金が必要であった。ところが、持株会社形態（銀行法の適用をうけない金融持株会社）にすると、事業会社と同様に「資本金の四分の一」でよいこととなっていた。ここに主要な銀行を持株会社形態へと向かわせる究極の要因があったともいわれる。^(注13)

さらには、事業会社にも共通するものとして、次のことを指摘しておかなければならない。すでに当時においてひとまずコーポレートガバナンス議論はさかんにおこなわれていた。また、多くの企業および経済界もこのことを多に意識していたとおもわれる。にもかかわらず、次のような事態が発生していた。これが既に指摘している株主権の縮減といわれる問題である。すなわち企業組織形態として個別企業集団といわれる純粹持株会社にあつては、次のようなユニークな現象がみられた。つまり、複数の企業からなる、生きた有機体（個別企業集団）であるにもかかわらず、単体と単体との並列的な存在であるとみなされるがゆえに、親会社（持株会社）の株主に株主権の根本的な変容がもたらされる。これが「株主権の縮減」といわれる問題である。

例えば、さきにもみたように、三つの会社、A社・B社・C社が持株会社を設立しようと、実行にうつしたとしよう。そこで仮に、既にA社の株主たる甲が、A社に株主代表訴訟を提起し、代表訴訟を係属中であつたとしよう。この係属中、A社が（B社・C社とともに）、株式交換・株式移転によって完全親会社であるD社を設立したとする。この場合、わが国の裁判所は、かかる株式移転による完全親会社の成立によって、A社の株主であつた甲の株主代表訴訟の当事者適格をあっさり剥奪する判断を決定している。

例えば、平成13年3月の日本興行銀行株主代表訴訟事件判決（東京地裁）で、こうした判断がくだされたことにたいして、多くの会社法学者はその結論に驚愕した、とされる。

だが、こうした事態（裁判所の判断）をおおいに予定していたと判断する側（経済界）から

すれば、持株会社こそ企業再編（経営統合）という標榜のもとに格好の緊急避難の場としてとらえられたはずである。実際、代表訴訟における、この当事者適格剥奪という事件は、金融機関の持株会社設立に関わる事例が多い。

かくして、当面する金融危機と経営危機回避策として、配当原資の確保・株主代表訴訟の回避、そして経営統合の便利な手法としての持株会社がいよいよ選択されていったものと考えられる。

また、純粋持株会社設立の過程にあって、いよいよ最後の再編局面にいたるや巨大金融機関の間における対立・抗争は激化しよう。ここにグループ企業の子会社が主要な親会社株主の意向に関わらず事実上の支配株主を創出するという転倒した事態も見いだされたといえよう。

つまるところ金融機関の側における純粋持株会社設立の過程は、反ガバナンスで染め抜かれていたというべきである。

5-2、事業会社の動機

[図-3、純粋持株会社設立のスタンス] で述べたように、事業会社においても、経営合理化の手段としての持株会社設立が利用されたと考えられる。

しかし、事業会社においては、当該企業の固有の性格や当該企業が位置する業界の性格によってかなりの偏差があると考えられる。主なケースを業界再編型と組織再編型に分けて列挙すると次のものがある。

[業界再編型]

日本製紙+大昭和製紙→日本ユニバック・ホールディング(01)～製紙

ホーネン+味の素+吉原製油→J-オイルミルズ(02)～食品

NKK+川崎製鉄→JFEホールディングス(02)～鉄鋼

日野車体+いすゞバス製造→ジェイ・バス(03)～バス製造

コニカ+ミノルタ→コニカミノルタホールディングス(03)～カメラ

サミー+セガ→セガサミー・ホールディングス(04)～

三共+第一製薬→第一三共(05)～製薬

バンダイ+ナムコ→バンダイ・ナムコホールディングス(05)～

なかでも、注目されるのは、鉄鋼・食品・製薬の分野である。

[組織再編型]

日清製粉グループ本社(01)・宝ホールディングス(02)・日本マクドナルド・ホールディングス(02)・新日鉱ホールディングス(02)・帝人(03) サッポロ・ホールディングス(03)・

旭化成(03)・マルハグループ本社(04)・ワコール・ホールディングス(05)・キョーリン(06)

また、電機産業において、いかなる企業組織再編がなされたのか、その概観をみておこう。

大分類として、グループ内再編・企業グループ外他社との事業統合・事業売却・買収、とする。このうち、グループ内再編（組織再編型）には、親会社組織再編（持株会社化）・親分離および関連と統合・分社化・関連同士の統合・関連会社吸収・関連会社清算へと分類する。

こうしてみると、総体としてグループ内再編（組織再編型）が圧倒的に多い。また、グループ内再編（組織再編型）では、関連同士の統合（28%）・分社化（24%）・関連会社清算（20%）

の順で、親会社組織再編は（6%）となっている。

また、企業グループ外他社との事業統合においては、国内他社との非対等事業統合・国内他社との対等な事業統合が多い。

さらに、経営合理化の手段から、さらに進んで企業生き残りとしてのラストリゾート（最後の手段）を求めているのではないのかと思われる業界をみておこう。

すなわち、事業会社においても象徴的なケース（業界）を概観しておこう。すなわち、国内カメラメーカーである。国内カメラメーカーには、かつて、ヤシカ（1949）・コニカ（1936）・ミノルタ（1928）・ペンタックス（1938）等があった〔数字は設立年〕。

ヤシカは、83年に京セラが買収したものの、05年に京セラはカメラ事業から撤退した。コニカとミノルタは、03年に合併して、コニカミノルタホールディングスを設立した。しかし、06年にコニカミノルタホールディングスはカメラ事業をソニーに譲渡した。

また、ペンタックスは、HOYAと07年に合併して、HOYAペンタックスホールディングスを設立した。

このようにみていくと、国内カメラメーカーにとっての企業組織再編とりわけ持株会社の設立は、経営合理化の手段としての経営統合からラストリゾート（最後の手段）の性格をも有するといえる。経営統合しても、ついには撤退（さらには消滅）せざるをえない状況であったといえよう。

さらには、個別のケースをとりあげてみよう。この検討は、意思決定構造の再構築の検討と密接に関わっている。

さらにこうしたケースをとりあげるのは、持株会社形態移行への理由（理念型）を抽出しておくためである。そこで、持株会社移行といっても、「持株会社移行後も、分社化に力点を置く持株会社制のケース」と「分社化しつつも事業持株会社に力点を置くケース」を、同一業種から抽出して検討しておこう。

事例は、旭化成（株）と協和発酵（株）である。

まず、旭化成（株）では、中長期計画「ISHIN」のもとに、ア、1999～02まで「選択と集中」を実行し、競争劣位事業の整理（負の遺産の整理）・集中事業への投資を実施した。そして、（イ）、03年～05年までに、分社・持株会社制への移行をおこなった。また、（ウ）06年～2010年にかけて拡大への投資戦略を実行するとのプランを提示している。その際、注目すべきは、「分社・持株会社制」であり、この表現でもある。

旭化成（株）では、2003年10月に、中核となる全事業を、旭化成ケミカルズ・旭化成ホームズ・旭化成ファーマ・旭化成せんい、等、7社に分割・承継させる「分社・持株会社制」に移行した。そして、旭化成ケミカルズ（株）・旭化成ホームズ（株）・旭化成ファーマ（株）・旭化成せんい（株）、等、には子会社が存在している。なかでも、子会社は、旭化成ケミカルズ（株）が圧倒的に多く、40社程度の子会社を抱えている。

ところで、旭化成（株）の場合、持株会社では、グループ全体戦略の立案・グループ資源配分の最適化・グループ経営執行の監督・新規事業創出を役割として担うこととしている。

その際、傘下の「各事業単位の判断で環境変化に迅速に対応できるようになった」・「7つの事業会社が、自立的にスピード感をもって経営を進める」という字句と持株会社における「グルー

「全体戦略の立案」・「新規事業創出」とのバランスをどのように判断すべきであろうかということである。文字通り、力点（強調）としての「分社」感覚のもとでの持株会社（そのミッションは「新規事業創出」）に移行したということであろうか。次に会社機関をみておこう。

総体としてみると、まず、伝統的な監査役会設置会社である。持株会社では、株主総会→取締役会→〔会長・社長〕となり、これに経営戦略会議（←議長は社長）・経営諮問会議（←取締役会）・グループ経営会議、がある。これらの諸会議がどのような役割を期待されているのだろうか。それには、持株会社と傘下の事業会社との経営・事業・監督・責任を、まず、みておこう。

傘下の事業会社の経営に関する執行権限と責任は、事業会社執行役員および事業会社社長。持株会社およびグループ総体における経営に関する執行権限と責任は、持株会社執行役員および持株会社社長が担っていること。また傘下の事業会社社長および事業会社経営の執行状況の監督は、持株会社社長である。そして、持株会社社長およびグループ総体の経営の執行状況の監督は持株会社の取締役会が行っていること。確かに、法制度上のこととはいえ、迷路のような経営・事業・監督・責任の諸関係である（この迷路的な諸関係は、他の多くの持株会社でみられる）。それゆえ、これらの諸会議がグループ総体のクッション・関節の役割をはたすために必要なのではないのか。

次に協和発酵（株）をみておこう。同社では、第8次中長期経営計画（2002年～05年）のもとで、事業構造改革・財務体質の改善のため、その主要なツールを持株会社制に求め、事業持株会社制としてスタートさせた。04年4月に、化学品事業を協和発酵ケミカル（株）として分社化し、また、05年4月には、食品事業を協和発酵フーズ（株）として分社化した。コア事業である、医薬事業・バイオケミカル事業、ことに医薬事業に頼ってしまうという甘えからの脱却のために、このふたつの事業部門を独立採算させるべき分社化を断行したという。

協和発酵（株）においては、なお依然として、医薬事業・バイオケミカル事業については、親会社自身が実行することによって、事業持株会社制を採用していることになる。

こうした親会社による事業の存続という事業持株会社制をとる協和発酵（株）においても、「各事業がそれぞれ異なる事業展開において、お客様のニーズにより的確かつスピーディに対応し、競争力を強化する事業展開を図っていく」との表明がみられるのである。

かくして、先に指摘した跳躍の決定的理由とは何か。このふたつのケース（同業種における「分社・持株会社」⇔「事業持株会社制」）をみても、まことに融通無碍である、というほかはない。

それゆえ、先にみた金融機関における経営危機回避策とりわけ緊急避難的措置としての持株会社設立、そして新日鉱ホールディングスにみられる傘下の事業会社における取締役会や監査役会および執行役員会の廃止というケースをも考慮にいと次のようにいえるだろう。すなわち持株会社設立の緊急性・事業構造の特性、等によって、親会社と傘下の子会社群における意思決定構造は必ずしも一元的ではないということである。

この点を次節においていさし述べておこう。

5-3、経済界の主張と「ひとつのパラドクス」

これまで述べたように、経済界の純粋持株会社に対する期待・要請とは次のようなものであった。①、戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離、②、新規事業への投資・リストラ（組織変更・組織再編）の円滑化、③、円滑な人事・労務管理、④、国際的法制度との調和。なかでも、「戦略的グループマネジメントと事業マネジメントの分離」による迅速な意思決定ということがしばしば主張されてきたところである。

ところで、純粋持株会社設立の積極的側面（メリット）をこのようにとらえてみると、次のようないわばパラドクスが発生していると考えざるをえない。

すなわち、純粋持株会社設立における積極面（メリット）と会社法における委員会設置会社導入における積極面（メリット）との同一性。そして、他方での現実（設立・導入状況）においては、純粋持株会社設立はひとつのブームともなっているのに、後者の委員会設置会社導入はいっこうに少ない、という現状である。両者のメリットを比較すると次のようになる。（図-4を参照）

[図-4～メリットのイメージ図～]

純粋持株会社のメリット	委員会設置会社のメリット
ア、戦略と事業の分離	ア、戦略・監督機能と執行機能の分離
イ、組織構造変革のスピードアップ	イ、迅速な意思決定
ウ、グローバルスタンダード	ウ、米国型ガバナンスの採用・浸透
エ、経営責任の明確化	エ、経営の健全性（3委員会の設置）

そこで、こうした問題を、コーポレートガバナンス論議との関連で導入された委員会等設置会社（会社法では、委員会設置会社）導入との関連で検討してみよう。委員会等設置会社が導入されたものの、多くの日本企業が積極的に導入しているわけではない（06年5月時点で、上場企業69社。最近のあるアンケート調査〔神戸大学チーム〕では、委員会等設置会社を予定している企業で1.4%。つまり、いっこうに積極的ではない。^{（注14）}）

にもかかわらず、相似の文脈たる純粋持株会社導入にあたっては、何故、積極論（メリット）が台頭しているのだろうか。こうしたひとつのパラドクスはいかなる理由によるものであろうか。

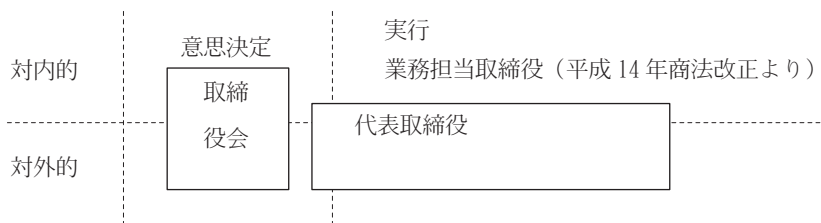
ここで、あらためて伝統的な「日本企業の会社経営＝業務執行」の特異性なるものについて考察しておこう。

これまで、長い間、日本企業の組織構造とそのもとの業務執行の特徴として、次のようなことが指摘されてきた。

すなわち、〔図-5〕は日本企業の伝統的な意思決定構造を表現している。

〔図-5～取締役会（および代表取締役）による業務執行～

[当該企業からする対内面と対外面。および業務執行=[意思決定+実行]]



「会社経営＝業務執行（意思決定+実行）」とすると、意思決定は取締役会によって、実行は代表取締役によって担われる。ところが会社の意思決定と実行には、当該企業の対内面（例、人事・財務、等）と対外面（例、仕入れ・借入、等）がある。

意思決定については、当該企業の対内面・対外面ともに取締役会によって担われる。しかし、実行においては、企業の対外面を代表取締役が担うものの対内面は誰が担っているのかということである。この点、不思議なことに長い間、業務執行の実行における対内面の規定がなかったということになる。このことに関する規定がそもそもなかったことである。

この点につき、会社法研究者たる龍田節は、その著『会社法』（第八版、有斐閣、2001年）で、次のように指摘している。

「経営者が会社のためにする活動を業務執行と呼ぶ。商品の販売や資金の借入は会社代表を伴う業務執行であるが、予算の編成や生産計画の策定は純粋に内部的な業務執行である。業務執行には意思決定と実行の二段階があり、実行の段階で外部とかがかわるときに、会社代表が問題になる。

商法は、「代表」取締役について定め（261条）、また業務執行は取締役会が決めるものとする（260条1項）。実行の半面（対内的な面）が抜けている。代表取締役がその権限を持つことを当然の前提にしている。代表権のない、対内的な業務執行の権限だけを持つ取締役の定めはないが、それを禁止するわけではなく、会社の自治に委ねた。業務担当取締役である。」（同上書、95頁）、と。

こうした特異ともいえるべき状況は、平成14年商法改正により、会社の業務執行（意思決定と実行からなる）のうち対内面における実行とその担い手がようやくにして制度上、規定されるにいたった（図-5を参照）。

繰り返すが、ここにいたるまで、対内面における実行の規定が存在しなかったという驚嘆すべき事情にあったというべきである。

その理由は、これまで、我が国の企業社会では、企業員という造語に示されるように、使用人兼務取締役なるものによって対内面の実行がなされてきたといえる。このことが、自らの実行をして、自ら監督するという事態を招いていた。

使用人兼務取締役とは、「〇×銀行」名古屋支店長あるいは「〇×メーカー」営業部長がそれに該当する。会社法（商法）上、従業員＝使用人であり、現場のトップが本社に帰ると取締役を担っている。それゆえ、自ら（従業員＝使用人のトップ）の実行をして、他方で取締役として監督していたわけである。

かくして委員会設置会社の導入によって、戦略・監督機能と執行機能を分離できるようになった。にもかかわらず、この制度に積極的でないことは、端的に言って、いわゆるコーポレートガバナンスの潮流（ことに米国型のガバナンス）に積極的ではないということである。それは、なぜか。

〔図-5〕に示されるように、これまで我が国では長い間、業務執行（意思決定+実行）における実行の対内面については、制度上の規定がなかった。ようやく平成14年に規定された。そうすると、制度はともかく、日本企業は現実の問題として、このような規定を事実上、不要としているともいえないか。

今、現在においても、多分に使用人兼務取締役（多くの企業で執行役員、トヨタ自動車では常務役員、と呼ばれる）といったような担い手と制度上の取締役を混在させているのではないのか。つまり、戦略・監督機能と執行機能との明確な分離を、拒否しているといえるのではなかろうか。いわゆる現場のトップと文字通りのトップマネジメントとの混在を保持しているのではないのか。

ここで、以上にのべたことについて整理しておこう。

①、米国型の委員会設置会社といえども、米国では、しばしば指摘されるように取締役会会長と経営の執行におけるトップ（CEO）とが兼任されている事例が多い。我が国でも、コーポレートガバナンスのリード役であるソニー（株）において、ハワード・ストリンガー氏が執行において代表執行役であり、かつ会長兼CEOである（2006年7月30日）。

そして、日本において委員会設置会社へと移行する企業がきわめて少ないところからすると、経営責任とか監督機能の次元においては、経営者（取締役）あるいは経営陣同士で互いに監視・監督するということは、ひとつの越えられない課題であるともいえよう。何故、越えられないかのような様相を呈するかについては今後のさらなる検討課題としたい。

ただし、企業が根本的変化（変革）に遭遇している状況ともいえるM&A、とりわけ株式公開買付けのような場面における米国での「独立取締役」の役割については注目すべきであると思われる。

②、本稿の課題である純粹持株会社の経営にひきつけて整理をすると次のようになろう。

繰り返すが、「戦略と実行の分離」・「意思決定の迅速化」といえども、親会社と子会社という二層からなる仕組みにおいては、これに対応して統治構造においてもその二重統治（親会社と子会社の双方での統治）は不可避であろう。このことは、純粹持株会社におけるガバナンスの構造そのものにおけるデメリットであるとの評価は不可避であろう。にもかかわらず、「戦略と実行の分離」・「意思決定の迅速化」という標榜のもとに、このデメリットそのものが浮き彫りにされないことが問題である。

かくして、本稿でとりあげた新日鉱ホールディングスの事例が有力な方向性を提示しているのではないかと考えられる。すなわち親会社と子会社による二重統治というデメリットにつき会社法効果を利用して、とりわけ意思決定を迅速にしようとする志向性である。

すなわち傘下の事業会社（ジャパンエナジーと日鉱金属）を会社法上の非公開会社（いわゆる非上場会社ではない）として、会社機関を徹底して簡素化する方法である。

この点、アニュアルレポートでは次のように述べられている。「2006年5月の会社法施行に

より会社の機関設計が大幅に自由化されたことを踏まえ、中核事業会社においては、同年6月開催の各社定時株主総会決議により、取締役会、監査役会および執行役員会を廃止し、代りに役員会を設置しました。これにより、迅速な意思決定の実現および役員体制の簡素化を図り、もって一層の経営の効率化に資することを企図しています。」(新日鉱ホールディングス・アニュアルレポート2007年、44頁)

かくして、子会社においては、「役員会(事前協議機関)⇔社長(決定権)」として、重要要件が親会社のもとに提示される仕組みとなっている。ただし、こうした仕組みにおいては親会社がグループ全体のリスク管理およびコンプライアンスの総括を実施しなければならないという新たな課題も発生する。さらに会社法そのものにおける会社機関設計の自由化という文脈についても検討していかなければならない。これは今後の検討課題としたい。

最後に、かかる新日鉱ホールディングスの事例において、「迅速な意思決定の実現」が図られたとしても、尚、次のことに留意すべきであるととらえている。

我が国で純粋持株会社が解禁された年にドイツでは、ダイムラー・ベンツ社が事業部制へといわば後戻りしていったことである。この点、ことに我が国では、金融危機を契機とする空前の構造転換下で持株会社ブームがおこっているだけに、こうした後戻りそのものが発生しないのかということである。このことは、今後の展開を注意深く観察するより他はない。

6、純粋持株会社の株主の保護

最後に「純粋持株会社の株主の保護」についてふれておこう。

これまでのコーポレートガバナンス論議における「経営者と株主」との関係を象徴的に表現するものが、「経営者支配」現象を基底とした「規律づけ」であった。そしてかかる「規律づけ」が「経営者支配」のもとで有効に機能しているのかということがこの論議におけるおそらく通念であったと考えられる。

ところが我が国における純粋持株会社登場のもとでは、一転して、「株主の保護」が主張されるにいたっている。その理由をして、「経営者支配」現象において「」がはずれて文字通りの経営者支配に転変したからだとするのは、妄想にすぎないだろう。それは、「支配のみを目的とする会社」が、強力的に巨大金融グループや事業グループの核に君臨するにいたったからであろう。このことによって、さらなる「株主権の縮減」が進行した結果としての現象である。あたかもメダルの両面のごとく、さらなる「株主権の縮減」の反面においては強力的な支配の貫徹が個別企業(集団)の次元において成就されているであろう。

ところで、我が国においては何故、かかる「株主権の縮減」なる事態に対して無防備なのだろうか。

この点、諸外国(ことに米国)においては、株主権の縮減を阻止すべき議決権のパス・スルー(子会社の経営について株主たる親会社ではなく、親会社の株主に議決権行使させる)の意義が評価されている。

また、「(少数)株主の保護」の視点を重視して、株主代表訴訟ということが構成されるのに対して、我が国においては、代表訴訟とはあくまでも会社経営者に対する「脅し」であるとの性格が伝統的に濃厚であるといわれる。(注15)

それでも、我が国でも会社法においては、ひとまず、株主代表訴訟の原告適格に関わる「株主権の縮減」が是正されるにいたっている。

そして今後、我が国でも、「二重代表訴訟」の意義が重視されるといわれる。「二重代表訴訟」とは次のことを意味している。

「株主→親会社→子会社」において、子会社の経営陣が会社に損害を与えた場合、親会社はそのことに対して代表訴訟を起こせるのかということである。もし、そのことに対して親会社が沈黙するならば、親会社にかわって親会社の株主が、親会社の経営陣に対して代表訴訟を提訴できるというものである。

このように純粹持株会社の登場によって、「経営者－株主」の関係は重層的で複雑な諸関係となっている。しかし、少なくともいえるのは、これまでのような「規律づけ」の次元ではなく株主・少数株主が、株主としてどのように積極的に権利を行使できるのかという視点が重要になってくると思われる。

こうした動向について、今後の展開を注目していきたい。

(注)

1、「株主権の縮減」については、次の文献を参照。①、三枝一雄「純粋持株会社の株主の保護」(『企業社会と商事法』北樹木出版、1999年、に所収)。②、中東正文『企業結合・企業統治・企業金融』信山社、1999年。③、早川勝「企業再編法制の再整備」(『判例タイムズ』No.1158、2004年)。④、稲葉威雄「企業結合法制をめぐる諸問題(上)・(中)・(下)～持株会社・企業再編・グループ経営の進展に伴う企業統治を中心とした検討～」『月刊監査役』No.499・No.500・No.501、2005年。⑤、服部暢達『M&A最強の選択』日経BP社、2005年。および(注15)での文献を参照。

尚、「株主権の縮減」について若干、言及しておく。しばしば株主権(自益権+共益権)が、「株式所有⇒会社所有」としての所有であるとされる。そして、「株主権=会社所有」として比喩的に言及される。だが、株主権(自益権+共益権)は、もともと「希薄化された所有」といわれるように一般論としても「縮減」という性格を内包している。例えば、「会社それ自体による所有と支配」論が、その典型である。

本稿が問題とする次元は、「株主代表訴訟」・「事実上の黄金株の発生」等のいっそう深刻な状況であり、かえって「株主権の保護」さえ主張される事態での縮減を扱っている。

ただし、新会社法では、次のように是正されるにいたった(会社法～第847条「株式会社における責任追求等の訴え」)。すなわち完全子会社となる会社につき係属中の株主代表訴訟の原告が、株式交換・株式移転により完全子会社となる会社の株主たる地位を喪失する場合であっても、完全親会社の株主となるときは、当該株主代表訴訟の原告適格を維持できるようになった(合併でも同様)。

2、この事例については、次の文献を参照した。中東正文編『UFJ vs. 住友信託 vs. 三菱東京～M&Aのリーガルリスク』日本評論社、2005年・日本経済新聞社編『UFJ三菱東京統合』日本経済新聞社、2004年・『週刊ダイヤモンド2004年11月6日号』・服部暢達『M&A最強の選択』日経BP社、2005年・渡邊/辺見編『敵対的買収と企業防衛』日本経済新聞社、2005年。

3、純粋持株会社解禁のメリットを主張する代表的文献として、次のものがある。宮内嘉彦「経営戦略の自由度を高める持株会社システム」(ダイヤモンド・ハーバードビジネス編『持株会社の原理と経営戦略』ダイヤモンド社、1996年)。ここで、宮内は、変化に迅速に対応できる柔軟で先進的なマネジメントが必要不可欠として持株会社解禁を主張している。さらに、宮内においては、まずもって、持株会社の解禁が主張され、証券取引法・商法(当時)・労働法、等の問題は、あとまわしでよいと主張されている。

こうした積極論に対して、当時、企業のコンプライアンス問題に詳しい中島茂氏は、次のように発言している。「私はかねてから、独禁法改正以来、ホールディングカンパニーの解禁になぜあんなに経済界の人たちが熱意をもっているのかと不思議に思っていました。経済記者の人たちも、経営者に『なぜ持株会社が必要なのですか』と聞くと、決まって『機敏な経営判断、迅速な意思決定のため』と答えるが、よくわからないといっていました。」(中島茂×池田裕彦[司会～中東正文]「M&A実務の第一線からみたUFJ裁判(座談会)」)。この座談会は、中東正文編『UFJ vs. 住友信託 vs. 三菱東京～M&Aのリーガルリスク～』日本評論社、に所収、2005年。)純粋持株会社が解禁される当時、かかる意見対立があった。この点、純粋持株会社の経営における「戦略と実行の分離」・「意思決定の迅速化」については、本稿で扱っている新日鉱ホール

ディングスの事例が有力な方向性を提示していると把握している。すなわち親会社と子会社による二重統治というデメリットにつき会社法効果を利用して、とりわけ意思決定を迅速にしようとする志向性である。

4、かかる論者の文献については、参考文献を参照。かかる論者のなかでも、株式会社支配論そのものにおいては、「所有者支配の系譜」に属する側が、今後、純粹持株会社との関連でどのような展開をするのか注目しているところである。また、株式会社支配論そのものにおいては、「経営者支配の系譜」に属する側が、次のような事態についていかなる評価をくださのかを注目したい。すなわち、本稿でもとりあげたように、かつてメガバンク（三井住友銀行）のリーダー（経営者）は、巨大金融機関との抗争下（諸資本間の競争）にあって、事実上の黄金株に遭遇するや「我が国ではコーポレートガバナンスは機能麻痺している」（『週刊ダイヤモンド』2004年11月6日号）と発言した。かかる事態はどのようにとらえるべきものだろうか。

5、拙稿「支配とコーポレートガバナンス～支配論者のガバナンス観～」『商経論集』第40巻第4号、2005年3月。

6、マーク・ロー『アメリカの企業統治』（北条裕雄・松尾順介監訳）東洋経済新報社、1996年（Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners*, 1994）を基底として、拙稿「米国における企業合同運動とコーポレートガバナンス」『商経論集』第37巻第3・4号、2002年3月、で若干の検討をした。

7、下谷正弘『持株会社解禁』中公新書、38頁、1996年。

8、株式交換・株式移転制度の解説については、安田・松古・高谷『株式交換と会社分割』（日本経済新聞社、2000年）を参照。

9、言葉の整理については、次の文献を参照した。①、下谷正弘『持株会社の時代～日本の企業結合～』有斐閣、2006年、②、堀内勇世「持株会社に関する公取委の平成16年度報告」（大和総研、2005年、6月23日）。後者の②の文献においては、実際に持株会社を設立した会社の手続状況が記載されており、有益である。

10、こうした会社（事業持株会社）に分類されるものとして、次ケースが列挙できると思われる。東京電力・トヨタ自動車、等。当時、すでに15兆円超である。それゆえ、このような規定がなされたとの評価がある。

11、持株会社の最もユニークな性格として、会社法研究者（江頭憲治郎）による次の指摘がある。すなわち、親会社の上に、さらなる親会社を次々と付け加えていくことが可能だという事である（もとの親会社は中間持株会社になる）。こうしたことの一端は、みずほフィナンシャルホールディングス（みずほホールディングスを中間持株会社とした）のケースにもみられた。

12、何故このような合併が認可されたのかは、今後の検討課題としたい。

13、かかる主張を展開するものとして次の文献がある。高橋伸夫『経営の再生～第3版～』有斐閣、2006年。高橋伸夫は、次のようにいう。「無配の危機に直面している銀行が、銀行法の適用を受けない金融持株会社に移行する必然性が生まれた」、と（同上書、153頁）。

14、吉村典久『日本の企業統治～神話と実態～』NTT出版、2007年。

15、「純粹持株会社の株主の保護」に関わるパス・スルーや二段階訴訟については、次の文献がある。河端真一『コーポレートガバナンスの研究』信山社、2004年・河端真一編『講座「現代コーポレートガバナンス論」研究論文集～敵対的M&Aとポイズンピルの時代に～』信山社、

2005年（非売品）・山田泰弘「国際的潮流から見た日本の株主代表訴訟制度～特に株主代表訴訟の原告適格を巡って～」『立命館法学』第314号、2007年。

[参考文献]

1、株式会社支配論の系譜からするコーポレートガバナンス論の展開に関する文献として次のものがある。

- ①、三戸 浩「会社支配論と会社統治論」『横浜経営研究』XIX 巻第2号、1998年。
- ②、植竹晃久・仲田正機編『現代企業の所有・支配・管理』ミネルヴァ書房、1999年。
- ③、佐久間信夫『企業支配と企業統治』白桃書房、2003年。
- ④、貞松茂『コーポレート・コントロールとコーポレート・ガバナンス』ミネルヴァ書房、2004年。
- ⑤、勝部伸夫『コーポレート・ガバナンス論序説～会社支配論からコーポレート・ガバナンス論へ～』文眞堂、2004年。
- ⑥、今西宏次『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス』文眞堂、2006年。
- ⑦、坂本 恒夫・佐久間信夫編『企業集団支配とコーポレートガバナンス』文眞堂、1998年。

2、資本制経済における暴力的調整局面と株式会社における支配との連関については、次の文献を参照。

- ①、高須賀義博『マルクスの競争・恐慌観』（一橋大学経済研究叢書34）岩波書店、1985年。
- ②、野下保利の松井和夫『現代アメリカ金融資本研究序説』文眞堂、1986年への書評（『経済研究』Vol.39No.4）。「株式会社の支配」「証券市場の流動性」「資本制経済の危機」、ことに「株式会社の支配と危機」との関連を考察するうえで、おおいに参考となる書評である。

3、「経営者支配」現象のもとでの「経営者と株主」のダイナミクス（拮抗関係）については、次の文献を参照。

- ①、マーク・ロー『アメリカの企業統治』（北条裕雄・松尾順介監訳）東洋経済新報社、1996年（Mark J.Roe, Strong Managers, Weak Owners, 1994）。
- ②、John Brooks, The Takeover Game., 1987.（東 力訳『アメリカのM&A』東洋経済新報社、1991年）。
- ③、Michael C.Jensen, Eclipse of the Public Corporation., 1989.（R.I.Tricker（edited）Corporate Governance, 2000、に所収）。
- ④、染宮 秀樹「米国コーポレート・ガバナンスの展開～株主と経営者の攻防～」『財界観測』第63巻第7号、1998年。
- ⑤、三苫裕「企業買収におけるコーポレート・ガバナンスについての一試論～力学的視点からの考察に基づく多元主義的な考え方～」（江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論 [下]』商事法務、2007年に所収）

4、本稿作成において、総体としての視点から参照した文献。

- ①、Adolf A.Berle, Jr., Gardiner C.Means, The Modern Corporation and Private Property, 1932.
- ②、ポール・ミルグレム／ジョン・ロバーツ『組織の経済学』NTT出版、1997年（Paul Milgrom/John Roberts, Economics, Organization & Management.）

- ③、宮本光晴『企業と組織の経済学』新世社、1991年・宮本光晴『日本型システムの深層』東洋経済新報社、1997年・宮本光晴『企業システムの経済学』新世社、2004年。
- ④、徳本 穰『敵対的企業買収の法理論』九州大学出版会、2000年。
- ⑤、中東 正文『企業結合・企業統治・企業金融』信山社、1999年。
- ⑥、河本一郎『現代会社法～新訂第九版～』商事法務、平成16年。
- ⑦、大杉謙一・佐山展生・中東正文（他）『～M&A 攻防の最前線～敵対的買収防衛指針～』金融財政事情研究会、平成17年。
- ⑧、鈴木芳徳『信用制度と株式会社』新評論、1974年。