

日本のコーポレートガバナンス ～平時・有事そして危機のガバナンス～

山 岡 敏 秀

- 1、はじめに
- 2、平時－有事－危機とは何か。
 - 2－1、平時について。
 - 2－2、有事について。
 - 2－3、危機とは何か。
- 3、危機および「持株会社とガバナンス」
 - 3－1、持株会社の基本性格と防衛機能。
 - 3－2、持株会社とガバナンス。
- 4、おわりに。

1、はじめに

現段階のコーポレートガバナンス論を概観すると、ひとまず言えることは、関連分野の諸学との有機的連関を形成しながら、疑いもなく経営学の一つの分野を占めるにいたっているということであろう。

そして今現在も、株式会社本質論(原理論)を基底の問題意識としながら、その当該国における段階性(株式会社の歴史的・制度的・体制的な側面)およびいよいよ世界同時進行的に展開する「市場と企業(株式会社)」という位相のなかでの株式会社制度(体制)の再構築あるいは再設計といった様相のもとで、実に多様性を孕みつつもこの議論が展開されているところである。

これを言い換えれば、株式会社というものに共時性(株式会社の基底的諸関係の理論的設定)と通時性(時間的展開)という二つの軸を起点とする認識が適応可能であるとすると、グローバル化といういよいよ世界同時進行的に展開する「市場と企業(株式会社)」という位相のなかで、次のことが問われている議論ではないのかと判断している。そこでコーポレートガバナンス論に通底していると考えられる視座を、次のようなふたつの類型から整理してみよう。

すなわち、第Ⅰの類型。そもそも社会(体制)そのものと親和的である株式会社の既存の基底的諸関係が打破され、これに変わる株式会社の新たな基底的諸関係が産出されようとしているのか(産出せざるをえないのか)、という問題意識。こうした関係の産出は、新たな社会関係の創出でもある。それゆえ緊張感のともなう[株式会社体制=社会体制]の再編として、コーポレートガバナンス論を根源的に問題とするものであるといえる。かかる視座は、しばし

ば広義のコーポレートガバナンス論といわれる。

それとも、第Ⅱの類型。すなわち、株式会社制度は、あるなんらかの基底的諸関係へと収斂せざるをえないのか、という問題意識。第Ⅰの類型と同様に、株式会社は社会と親和的であるから、この収斂していくところの基底的諸関係もある社会で固有に形成された株式会社の基底的諸関係でもありうる。それ故、そうした固有に形成された当該国の株式会社の諸関係に収斂していくのは何故かという問題意識がコーポレートガバナンス論の機軸となっている。この視点には、アングロサクソン型ことに米国型スタンダードなるものがいやでも意識されている。

コーポレートガバナンス論は、ここに示された、第Ⅰの類型と第Ⅱの類型を起点および両極とする問題意識（提起）からなっているととらえている。もちろん、あれこれの局面において、第Ⅰの類型と第Ⅱの類型との連関性・交錯を否定するものではない。しかし、なんといっても、この点が、コーポレートガバナンス論議における最大の分岐点・分水嶺であるのではないのか。

第Ⅰの類型は、少なくとも新たな社会関係の創出をイメージする問題提起である。例えば、ドイツにおいてはすでにコーポレートガバナンスの問題はすべて語り尽くされているとの言説がある。これは、第Ⅰの類型の問題意識を共有しての議論であったことはいうまでもない。そこにおいては、そもそも株式会社をして、新たな社会関係創出の装置・仕組みであるとの理解が重層的に蓄積されていると考えられる（例えば、日常的に観察される資本調達においてさえ、「株式会社の資本調達→社会関係の再編成」＝「資本調達が社会再編の主要な契機」だとする理解）。

これに対して、第Ⅱの類型においては、繰り返すが、株式会社は社会と親和的であるから、収斂していくあるなんらかの基底的諸関係という際、それはある社会において固有に形成された株式会社の基底的諸関係でもあるということは十分に考えられる事である。

こうした第Ⅰの類型と第Ⅱの類型との整理からすると、現段階のコーポレートガバナンス議論は、ことに経営学における分野でのそれは、ますます、第Ⅱの類型の志向を強めているように思われる。

それゆえ、第Ⅱの類型の論調においては、その当該国における段階性（株式会社の歴史的・制度的・体制的な側面）を考慮しつつも、その段階制はいつのまにか払拭され、理論的に行き着くところは、あるなんらかの基底的諸関係へと収斂せざるをえないというものである。その収斂の過程は、緩やかではあるか、強力的ではあるかはともかくとして、収斂せざるをえないとする論調である。こうして、その筋道はともかくとして論理的に行き着くところのかかる基底的諸関係こそ、この類型におけるその多くの論者ことに制度設計者が、具体的・現実的には、米国型の諸関係であるとされていることはいうまでもないように思われる。

問題は、収斂といえども、その次元である。少なくとも、いかなる次元において、その収斂が展開されているのかということにつきる。

確かに、いよいよ世界同時進行的に展開する「市場と企業（株式会社）」という位相のなかで、そもそも市場から生誕するあるいは市場を内部化せんとする企業（株式会社）が、自らの規律・規整の雛型を求めることは十分ありうることである。また、同時に自然であるかのような様相を呈する。

ましてや米国が金融・資本市場のコアであること。及び、これとの密接な連関で運動するわが国企業資本とそれを支える企業実務における効率化・国際競争力視点の強化を背景とする国際標準化の力学からいっても、この収斂化はいかにも自然であるかのごとく流れといえる。

だが、いわれるところの収斂化の次元を検討してみた場合、次のことがいかにも乖離していると判断せざるをえない。すなわち、当該国に固有の段階性が孕む問題点が、現実においては、払拭されないうえ、強力に保持されていること。同時に基底的諸関係においては、この諸関係を体現した株式会社モデルの理念型ともいべきものの抽出において、段階性が忘却されていること。理念型の抽出への努力という一方で、あまりにもこの段階性に対して、沈黙であること。このことは、確かに、あらためて株式会社本質論（原理論）を体系的に展開することの困難をも暗示するものでもある。それは、端的に株式会社の共時性（基底的諸関係）に関する理解の困難である。¹⁾

こうした動向は、最近のわが国のコーポレートガバナンス論において、いっそう顕著であると思われる。ことに最近のわが国における敵対的企業買収の出現にともなって、いわゆる平時のコーポレートガバナンス論に対する有事のコーポレートガバナンス論が議論される場面・文脈において、この傾向が強まっているともいえる。

そこで、以上のことをひとまずふまえて、第Ⅰの種類の次元における諸論点の検討は、ここではおくとともに、第Ⅱの種類に関わって本稿での筆者の問題意識を予めまとめておくことにしよう。すなわちその問題意識の骨格はこういうことである。

我が国では、最近、敵対的企業買収が本格的に問題とされるにいたって、ことに有事のコーポレートガバナンス論が議論され、これに対するひとつの枠組み・指針も形成されるにいたった。そうするとこれまでのガバナンス論議は、暗黙のうちにここでの有事に対する平時を対象とするものだったということになる。敵対的企業買収との関連で我が国では、少なくとも有事への配慮が希薄であったということになる。それはともかく、この平時とは、あくまでも、（敵対的）企業買収というファンダメンタル・チェンジにおける企業の境界が問われるという局面に対する言葉である。そうすると、第Ⅱの種類の視点からすると平時として、かつ、有事としても米国型（収斂先）が問題にされていることになる。そしていよいよ有事がガバナンス論の核心たるかのごとく扱われる事によって、ことにわが国の株式会社制度における段階性が忘却されているのではないのか、ということに注目したい。

そこで本稿は、次のことを強調したい。すなわち、少なくとも、この数年（たとえ2年を観察しても）においてさえ、わが国を観察した場合、「平時－有事」関係からして、とても解決できないガバナンス問題がある。それは何か。これを本稿では、「危機」とであると位置づける。

¹⁾ 周知のようにいわゆる宇野理論において、株式会社は原理論で展開できない、というふうに発言される。これは株式会社の基底的諸関係の抽出における困難を正直に語ったものだとして理解している。筆者は、その困難をして、株式会社が社会そのものと親和的であることから発生していると、ひとまず理解している。ことに株式会社は、当該社会の再生産上の諸関係とともに社会意識の相すなわち価値体系をも受胎しているからにはほかならない。この困難をガバナンス論との関連で、ひとつの切り口を提供したのが、かのマーク・ローであるととらえている。マーク・ローについては、さしあたり、Mark J.Roe, *Strong Managers, Weak Owners*, Princeton University Press, 1994 [『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, *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford University Press, 2003、を参照。

あえていえば、「危機のガバナンス」である。なかんずく、その内容・局面となるのは、「持株会社とガバナンス」であるととらえている。

そこで、本稿では、平時という言葉を、この有事に対応するものであると同時に、危機に対応するものでもある、ということ強調したい。結果として、平時－有事－危機という三つの次元・三層からなる文脈のなかで、最近の我が国のコーポレートガバナンス論を検討してみようとするものである。

では、危機とは何か。それはいうまでもなく当該社会（会社）の再生産構造を基底として派生する景気循環上の特異な局面およびそこでの当該社会の制度上の根本的調整を必然化する局面をいう。具体的には、我が国における1990年代のバブル崩壊後の局面にあって、ことに機動的な企業再編というスローガンのもとで、次々と法改正を断行し、ついには（純粹）持株会社を解禁していった局面に対応しているとみてよい。

そうすると、先に述べた、第Ⅱの種類の視点からする「平時－有事」関係におけるガバナンス論にあっては、まず、会社機関の米国型への再設計やファイナンスの部面における機動性・柔軟性が達成されるにいたった。その典型および結果として、例えば、債権者保護概念の著しい棄損＝資本概念の希薄化がみられる。しかし、それゆえこの文脈からすると結果として、米国型のガバナンスシステムとりわけ株主の視点あるいは株主価値を論じるということが当然のことであるかのごとく扱われる。ことに有事に対応すべき枠組み・指針ともいべき『企業価値報告書』（経済産業省の企業価値研究会が平成17年5月に公表）は、その典型というべきであろう。こうしてみるといかにも米国型に収斂していくかのようである。

それでは、平時に対する危機の局面において、コーポレートガバナンスはどのように調整（後述するように、事実は機能麻痺）されてきたのであろうか。すなわちそれが典型的には持株会社のガバナンスの問題であるととらえる。

かかる危機の次元・局面におけるガバナンス論議の典型は、皮肉にもガバナンスからのいわば「緊急避難としての持株会社」および「株主権の縮減」という問題、さらにはメガバンク当事者による「わが国におけるコーポレートガバナンスの機能麻痺」（[1]。詳細は後述）という発言に象徴的に示される事態をもたらした。ことに機能麻痺なる発言は、平成16年から平成17年において展開された、UFJホールディングスと三菱東京フィナンシャルグループおよび住友信託銀行（三井住友フィナンシャルグループ）の攻防の最中でのメガバンク当事者による発言である。

こうしてみると、米国型への収斂といえども、確かに株式会社の基底的諸関係を抽出することの困難さの一方で、株式会社の段階性が孕む問題点があまりにも強力であることを予想させるに十分であろう。

そこで以下、平時－有事－危機という視点から、我が国のここ数年における看過できないコーポレートガバナンスに関わる若干の論点について検討してみることにしよう。

2、平時－有事－危機とは何か。

筆者もこれまでに、このコーポレートガバナンス論について若干の検討を試みてきた（拙稿 [2]・[3]・[4]・[5]）。

そこでまず、ひとまず注意すべきは、ことに先に述べた第二の類型において、コーポレートガバナンスとは、「会社の運営が公正かつ効率的に行なわれるようにする仕組みの問題」というように理解されるものだという点である。（この言葉の起点であるアメリカ法律協会『コーポレートガバナンスの原理:分析と勧告』1992、においても定義されているわけではない）。

しかし、現段階からすると肝要であるのは、この言葉に何があるはいかなる状況が生命の息吹を付与するののかということである。この点、我が国へ導入されるにいたった契機は、米国における平時－有事に関わるコーポレートガバナンスの問題であったといつてよい。

すなわち、コーポレートガバナンスという際、わが国では、1980年代の米国における第四次の企業合同運動を主要な契機として、このコーポレートガバナンスに関する議論が活発化していったと判断してよいだろう。米国における当時の激烈な合同運動とりわけLBO方式による巨大化した敵対的企業買収の増加によって、多くの企業はポイズンピルにみられるような防衛策でもってこのブームを乗り切った。こうして企業合同運動の終焉とともに、依然として有力な株主である機関投資家にとっては、かかる防衛策の導入が、同時に経営者をして経営者天国的状況にあるのではないのかという問題を提起したのである。

また、かかる機関投資家による株主行動主義は、当時の続発する企業不祥事のもとでむかえられただけに、我が国企業の不透明とされる会社機関のありようの改善という期待もあったと考えられる。さらに企業論・株式会社論の教科書とは多分に異なるといわれる日本の企業システム（経営陣＋従業員としての「従業員」なる造語や人本主義企業の文脈における「従業員主権」型企業なる言葉が象徴的である）において、かかる機関投資家の行動主義にたいして、株式会社＝株主（株主のもの）すなわち株主主権への回帰といった漠然とした期待のようなものがこめられていたのかもしれない。

だが、皮肉なことに米国においては、ガバナンスの問題は、平時－有事の問題であったとしても、当時、我が国が直面している状況は、平時－危機という局面であった。当時、バブル崩壊後の局面にあって、ことに金融危機の中で、企業再編から制度上の根本的調整を必然化する局面にあたっていた。そして現段階における帰結からすると、それまで世界から賞賛されていたといわれる企業システム（従業員重視型企業・信頼関係によるガバナンス、等々）は、事実上、解体されつつあるといってもよいだろう。さらにその際、議論の主眼であったはずのコーポレートガバナンスは、論者には平時－危機としてではなく、米国型の延長として平時－有事が意識されていた。にもかかわらず現実には、この危機に対応すべき最終的には、持株会社の解禁という手法によって緊急避難的扱いをおこない、さきに見たように「機能麻痺」の状態にすら陥っている。そこで、次に、平時・有事そして危機という言葉について順次、説明していこう。

2-1、平時について。

そこで、この平時－有事－危機という言葉について、順次、整理しておこう。（かかる論点については、ことに「平時－有事」につき、筆者は、「所有と経営と支配」の文脈において、すでに拙稿 [5] で検討したことがある。）

まず、平時について。平時という言葉については、基本的にふたつの方向への連関がある。

以下、[図-1]を参照しながら検討しよう。

[図-1]に見られるように、「A、平時」には、論者における「株式会社観・体制観」→「株式会社の理念型」という方向でのとらえ方が、まずもって存在する。他方に、「B、有事」に対する「A、平時」と「C、危機」に対する「A、平時」がある。

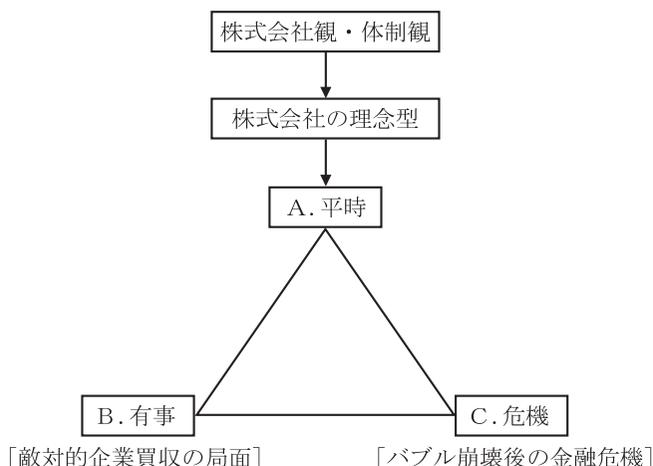
「株式会社観・体制観」→「株式会社の理念型」の文脈とは、さきにもべた第Ⅰの類型におけるガバナンス論議である。究極的には、論者の体制観・株式会社観を基底としつつ、そこからなんらかの方法で株式会社の理念型といわれるものを抽出して、これを基礎にしてコーポレートガバナンス論を展開されているものと考えられる。

こうしたガバナンス論の局面は、しばしば広義のコーポレートガバナンス論といわれる。そこでの根源的な、あるいは広義のガバナンス論において、株式会社につきなんらかのタイプの理念型が形成されているものと考えられる。それゆえ、ここでの第Ⅰ類型からする理念型は千差万別であろう。それでも、その当否はともかくアングロサクソン型（市場型）・ドイツ型（労資共同型）および日本型（従業員主権型）、などと類型化されるところである。こうして、これらにみられるように、第Ⅰ類型の次元からする様々な理念型が形成されている。

しかし、第Ⅰ類型での議論が中心となる、かかる方向での理念型と平時との連関はここでは直接的には問題としない。もうひとつの方向での、すなわち有事と危機との連関において問題にするわけであるが、それでも、理念型と平時についてふれないわけにはいかないだろう。

そこで、ここでは、理念型を法におけるそれとほぼ同一視したうえで展開することにしよう。法という際、その中心はいうまでもなく会社法ということになる。そして対象はわが国のそれであるということはいうまでもない。

[図-1]



株式会社の理念型＝会社法の株式会社とした場合、本稿での文脈からすると、次の論点の検討は不可欠になるだろう。

ア、会社法の株式会社は、現実態としてみるといかなる株式会社なのか。

イ、会社法の株式会社は、そもそも、会社と会社（原子と原子）の関係をどのようにとらえているのか。

こうした論点を、所有・経営・支配および会社と会社との関係（企業結合あるいは企業再編の問題、とりわけ持株会社の問題）にひきつけて、検討してみよう。そして、平時・有事・危機についてみていこう。

ただし、以下においては、アの論点は、平時との関連で、イの論点は、有事と危機との関連で検討する。言い換えると、アの論点は、平時と不可分な論点であり、イの論点は、有事ことに危機の局面で現実化する問題であるということになる。それは、有事とは原子と原子とのひとまずの衝突であり、危機とりわけ持株会社の問題にあっては、「原子の分子」化が問題となる局面だからである。ことにわが国での危機のもとにおける「原子の分子」化の局面において、重大な局面をむかえることになる、と予想されるからである。

そこで、まず、会社法の株式会社における主な登場人物を考えてみよう。それは、会社（法人）・出資者・債権者という三つの所有者である。法（会社法）は、株式会社制度におけるこれら三つの所有者間のバランス・秩序の維持をとりもつべき作用しているとみて誤りはなからう（もちろん、このバランス・秩序を支える実質的な機能としては証券取引法、等が存在する）。²⁾

ところで、株式会社における所有と経営との分離（所有と支配との分離傾向）を考慮にいとると、当該国における株式所有構造のあれこれの偏差が存在したとしてもたちどころに「経営者支配」の問題が発生する。こうした「経営者支配」の問題は、株式会社支配論として議論されたところではあるが、簡潔に言えば「バーリ／ミーンズ型の経営者支配」の系譜と原則これに否定的な「所有者支配」の系譜が存在する。

こうした論点について法（会社法）は、そもそもどのような理解に立脚しているのだろうか。このことに会社法はきわめて、沈黙的であるように思われる。³⁾

帰結・結果としては、株主による所有と支配が貫徹しているものと判断しているようだ。例えば、こうした見解についての代表的な会社法学者は次のように、この「経営者支配」を明確

²⁾ テキストで、しばしばみられる、株式会社のかかる伝統的な把握に対しては、強力な批判がある。むしろ、これらの登場人物達の外側にいる投資家（者）＝証券市場が存在しないという批判である。この点、上村達男「株主総会復権論・批判」（『現代企業法の新展開』信山社、2001年に所収）を参照。本稿では、株式会社観一株式会社の理念型そのものには、深入りしないで、展開している。

³⁾ 会社法学者は何故、このことに沈黙するのか。筆者が知る限り、会社法学者の中で、この問題を意識的にとりあげているのは、森淳二朗氏である。この問題を論じた森氏の文献として次のものを参照している。①、「株式会社法の柔構造化」（川又良也先生還暦記念『商法・経済法の諸問題』商事法務研究会、1994年）②、「会社法のモデル分析と株式会社支配の特質」『法制研究』第61巻3・4合併号（1995年）③、「会社法におけるダイナミズムの法化～会社病理の法化と会社生理の法理～」（庄司良男編『現代企業法の理論』信山社、1998年）④、「会社法におけるコーポレート・ガバナンスの基本構造」『国民経済雑誌』第180巻第1号、1999年。また、かかる問題提起を、監査論の側から、とりあげているものとして次の文献がある。山村忠平『監査役制度の生成と発展』国際書院、1997年。

に否定する。「経営者が所有すなわち株主の支配から脱しているということは、経済学的結論であって、決して法律学的結論ではない。商法上の制度としては、経営者は株主の支配を脱していない。取締役は形式的、制度的に株主総会によって選任され、解任される。以上、制度として、株主が所有に基づく支配を失っているということとはできない。ここでいえることは、所有の属性であるところの管理機能が大企業経営の複雑性から専門経営者に委ねられたということだけである。」(河本一郎 [6])

それでは、こうした主張がなされる際、現実態として、どのような株式会社が想定されているのだろうか。すなわち現実に存在する(現実態としての株式会社)としてどのような株式会社が想定されているのだろうか、ということである。少なくともいえることは、この点こそが、株式会社の理念型ともいべきものが想定されているのではないのかということである。

現実には、「100%保有の株主」存在型株式会社から「過半数保有の株主」存在型、そしてついには、「限りなく分散した等質株主」存在型株式会社をも想定できるであろう。後に検討する持株会社の場合、一人株主で「100%保有の株主」が存在していることは、わが国では、もはやひとつのブームとなっている。また、一人会社なるものも存在している。

そうするとこれらの種差が存在する無数の株式会社を包摂して、なおかつ、「経営者支配」を明確に否定するには、論理的にこのような株式会社の理念型を想定する以外にはないように思われる。可能性としては、「限りなく分散した等質株主」存在型株式会社を実質的内容とする理念型であるとの主張も存在する。⁴⁾

かくして、こうした理念型株式会社のもとで、会社機関すなわち株主総会・取締役会・監査役(会)は十全に機能作用するものとして、理念的に構成されているものと思われる。

このような理解が許されるとすると、平時のコーポレートガバナンスとは、直接的には、かかる理念型あるいは理念的平均(理念的平均=長期的にみて、先にのべた主要な三つの登場人物のバランスが維持されている状態)ともいべき株式会社を対象としていることがわかる。それゆえ、かかる理念的平均の世界にあっては、ことさらにガバナンスの問題が発生するとは予定されていないであろう。ありうるとして長期的平均的な視点からの会社(法人)・出資者・債権者という三つの所有者間におけるバランスの回復・復元が企図されるにすぎないであろう。

ただし、このバランスが長期的に維持される限り、それらの企図を反映した株式会社制度が成熟していくであろう。これこそが、我が国が1990年代の危機に直面するまでに成熟させていった日本の企業システムである。それはすでにふれたように、労働の場面における、「経営陣+従業員」としての「企業員」なるものの存在。株式所有構造における株式相互持合いやメインバンク制といわれるものである。これらの存在が、賞賛とともに批判の対象となろうとも、さきに述べた三つの所有者間のバランスを維持していくものである限り、文字通り理念的平均として、許容されてきたわけである。

そこで、平時において、あえて平時のガバナンスというものを図式化すると次のようにな

⁴⁾ 会社法は、理念型として「等質株主結合型の株式会社」を想定しているという指摘については、(注3)における森淳二朗氏である。

る。

「A、平時」＝[平時のガバナンス＝理念型としての株式会社]⇒「現実態としての理想的平均」＝[理念型を反映した現実の成熟した株式会社制度（三つの所有者間における長期的なバランスの維持）]。

こうして、[平時のガバナンス＝理念型としての株式会社]を反映した現実の成熟した株式会社制との関係からすると、後者を長期的に存立せしめた痕跡が、前者の中にみいだせるはずである。また、時間の推移とともに、その痕跡が蓄積されるはずである。典型的と思われる事項を、ここでは2点、指摘しておこう。

(1)、まず、総体として株主総会・取締役会・監査役（会）という諸関係からすると、基本的ベクトルとして、法改正とともに、取締役会への権限集中がみられること。なかんずく株主総会における（既存）株主の権限の剥奪も見いだされることである。こうした事態は、伝統的な経営学が、株式会社における「資本の動化」機構と命名したものである。

とりわけ、新株引受権騒動（新株引受権の野放し）→第三者割当増資の問題は、有事の問題がきわめて希薄であった、わが国において、日本版有事の典型（昭和63年宮入バルブ事件・平成元年忠実屋／いなげや事件、最近では、平成16年ベルシステム24事件・平成17年ライブドア／ニッポン放送事件、など）ともいべきものである。

現段階からすると、日本版有事の調整に関しては、「主要目的ルール」の整備がなされているところではある。⁵⁾しかし、会社法学者によっても、しばしば、「日本の新株発行規制は、世界で最も融通無碍なもの」（浜田道代 [7]）との評価をあたえられている。

(2)、我が国は、平時に対する危機の後、会社機関をはじめとしてガバナンス改革にとりこんでいった。なかでも平成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－2）。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べきである。⁶⁾その理由は、これまで、我が国では、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。

そうして、かかる事態を打開すべき、取締役会による監督機能と業務執行機能との分離ということを初めて、制度上、導入するにいたったのである。

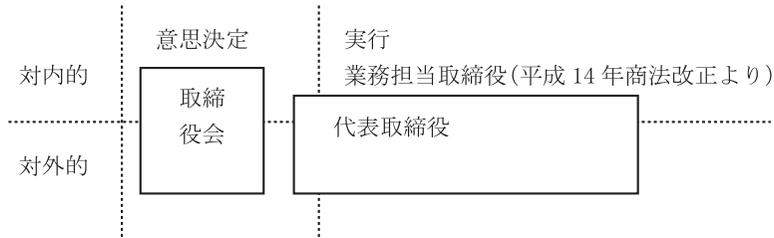
こうした歴史的経緯・段階性は、取締役会が株主からの受託者（層）であるとの根源的意識が希薄であったとの理解にいたらしめるものである。それゆえ、現段階からの、ことに第Ⅱ類型からするガバナンス論からすると、わが国の株式会社制度は、根源的に反－ガバナンスの性格を内包するものであったともいえる。

⁵⁾ ライブドア・ニッポン放送事件以降の「主要目的ルール」の解釈については、次の文献を参照。大杉謙一「今後のわが国における敵対的買収の可能性－解釈論－」（中東正文・佐山展生・大杉謙一（他）編『M&A攻防の最前線』金融財政事情研究会、平成17年、に所収。）

⁶⁾ 龍田節『会社法』（第八版、有斐閣、2001年）では、次のように指摘している。「商法は、『代表』取締役について定め[商二六一條]、また、業務執行は取締役会が決めるものとする[商二六〇條]。実行の半面[対内的な面]が抜けている。」（同上書、95頁）

しかし、典型的ともいえるこれらふたつの問題点も、「平時のガバナンス＝理念型としての株式会社」を揺さぶる程度のもではなかったということ、理想的平均（長期的にみて）として三つの主要な登場人物のバランスが維持されてきたからにはほかならないといえる。

(図-2) [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]]



2-2、有事について。

次に有事をみていこう。

この有事とは、先の理念型を基底とする平時の状況にあって、主要な登場人物である会社（法人）・出資者・債権者という三つの所有者間のバランスになんらかの緊張関係をもたらす事態であるといえる。具体的には、ことに当該企業が敵対的企業買収に直面し、会社経営者をして「会社の根本的な変化の問題（issues of fundamental corporate change）」を惹起せしめるような事態をいう。すなわち原子と原子との衝突である。そして、重要であるのは、状況如何によって、この原子が新たな分子的結合を強力的に要請されるということである。個別企業間における境界と結合の次元といってもよいであろう。それゆえ、原子に加えて、分子の学が必須となる所以である。

ここでは、会社経営そのものにおける既存ルールの麻痺をとまなう場合もあり、会社（法人）・経営者・株主等の利害関係者間におけるバランス・秩序の喪失さえもたらされるであろう。単一の原子を対象とする枠組みから、複数の原子を対象とした法的枠組みが必要とされ、そのもとの判断（例えば、原則・ルールの提示）が不可欠となる事態である。

そうであるが故に、しばしば有事問題の解決は企業資本の運動そのものによって解決されるのではなく、文字通り法廷（裁判所）にもちこまれることになるのである。

わが国においても、日本版有事の典型ともいべきものである第三者割当増資の問題も基本的に同様ではある。しかし、せいぜい第三者割当増資といった次元というべきである。

そして、かかる事態こそ、1980年代の米国にみられた現象であり、このことが我が国へのコーポレートガバナンス論議の導入の決定的な背景となっているものである。

ここで、米国における状況を概観しておこう。

米国においては、1980年代において第四次の企業合同運動が展開された。第四次の企業合同運動の特徴は、①、敵対的企業買収の性格が強く、それまでの合同運動と比較してスケールが巨額となったこと、②、企業財務面ではLBO（レバレッジドバイアウト）方式、③、敵対的企業買収への対抗措置としてポイズンピル（防衛策）という強力な対抗策がとられたこと、④、それ故、ポイズンピル（防衛策）という強力な対抗策への現実的な解決策として買収合戦のい

きつくところがしばしば法廷（裁判所）にもちこまれたこと、ということによって性格づけられる。

こうして米国では、敵対的企業買収にともなう裁判所の判定に基づいて、株式会社制度を再秩序化すべき新たな基準・ルールが設定されていったのである。そしてかかる新たな基準・ルールが、米国の合併規制の画期とされるUnocal基準・Revlon基準・Blasius基準、等と称されるものである。こうした再秩序化の動きを整理しておこう。

米国においては、景気循環の動向と密接な関連をもちつつ、前世紀の転換点から5回の合同運動を経験している。それゆえ、敵対的企業買収は日常的であるともいえるが、それを下支えする「株式会社と証券市場」の関係である。証券市場の流動性（これは株式所有の分散化傾向によっても支えられる）によって、市場はいつでも企業支配権市場に転化すること。かかる転変のメカニズムが経営者に対する規律として機能しているとの考えもある。こうした構造が、有力企業といえども、潜勢的にそして現実に商品化されていく諸力が強いこと、という関係がまずもって存在する。

激しい敵対的企業買収のなかで、当該企業は、ポイズンピルにみられるような防衛策でもって抵抗を試みるのであるが、ある企業は、それでも市場から敗退せざるをえなかった。その際、証券市場（会社支配権市場）の評価によって、対抗企業とのオークションへと転化し、自らがオークショナーとなって市場から敗退していかざるをえないケースもある。しかもなおかつ敗退していく企業資本のオークショナーとしての市場評価の妥当性が、最終的に株主との関連で問題とされること。ただし、この問われるといっても当該企業の株主のみならず、当該の敵対的企業買収関わるすべての企業の潜勢的株主として、評価されるということである。

例えば、企業Aが、企業Bより敵対的なテNDERオファーをうけたとしよう。企業Aが、対抗を試みるもbreak-up（客観的に陥落状態）となり、企業Cあるいは企業Dを候補にホワイトナイトあるいはLBOによる売却を検討したとしよう。その際、すなわちbreak-upの時点で、企業Aの株主は、企業Bと企業Cおよび企業Dの潜勢的株主である、ということである。こうした潜勢的株主の文脈において、市場による評価の妥当性が最終的に問題とされているということである。⁷⁾

そして、裁判所が判断するのは、その時点での株主の行きつく先（具体的には、オークションによって）を提示しているのである。そして、同時にこれらの株主を受け入れる側の企業の手法・内容（公正性）を、同時に問題にしているにすぎないのである。それが、*Revlon, Inc.v. MacAndrews*や*Paramount Communications Inc.v. QVC Network Inc*のケースであった。

かくして、「一度売却に出したら、取締役会は最高値を提示する相手売却先に選ばなければならないという」レブロン基準（Revlon）や「買収合戦の最中であって、現状より有利な条件を提示している相手を不当に排除することはできないという」パラマウント（Paramount）

⁷⁾ この点に米国における独立取締役の重要性がある。これに対して、わが国では、現在、特別委員会なるものがつくられることによって、当該企業が直面するであろう問題点について審議しようというスタンスにあると、考えられる。また、独立取締役そのものに対する否定的見解が、実務・学会でも存在するとの指摘については、次の文献を参照。久保田安彦「独立取締役ノススメ」（『ビジネス法務』2月号、2006、中央経済社。）

をめぐる判断基準が、次々と提示されてきた。そして株主を中心とする企業価値の増大に貢献するものであるかどうか、最大のポイントになっている。⁸⁾

ところで、こうした動向・内容のガバナンス論に位置づけ（平時に対する有事の関係）は、我が国においてようやく開始されたばかりの状況である（現段階に我が国の状況に後でふれることにする）。それでも当時、かかる平時に対する有事の状況が、機関投資家を中心とする株主行動主義として紹介された意義は大といえるだろう。

だが、我が国における実際上の問題は、繰り返すが、皮肉にも平時－有事という文脈ではなく、次に検討するように平時－危機の文脈であった。

2-3、危機とは何か。

次に危機について説明しよう。ここでは、危機というものをまずもって、次のように把握している。

資本制的経済においては、その再生産過程を基底として景気循環あるいは周期的な循環が存在することが知られている。そして時には、その循環が暴力的調整すなわち恐慌によって平準化されることも知られている。

1990年代初頭におけるバブル経済の崩壊とその後の調整局面は、かかる循環の暴力的調整の局面であったといえる。かかる調整局面に加えて、世界市場における企業間競争の激化すなわち国際的大競争時代の到来とグローバルスタンダードあるいは国際標準という圧力も存在する中で、我が国企業が未曾有の危機へと突入していった。その端的な表現が金融危機といわれるものである。また、かかる圧力、とりわけ時価会計の導入は、これまでの株式相互持合いを桎梏へと転化させるに十分であった。このいわゆる持ち合い崩れが、さきにのべた有事の局面へとリードしていく最大の要因ともなっている。

こうしたなかで、経済界は、近年における一連の商法改正・議員立法、等、を断行し、最終的には半世紀に一度ともいうべき法の大改正（理念型としての株式会社の転換？）をおこなった。とりわけ、柔軟な企業組織の変更・再編という標榜のもとに、1997年に（純粋）持株会社解禁を宣言した。かくして、かかる（純粋）持株会社を現実のものとするべき、これに続けて、1999年における「株式交換・株式移転制度（完全親子会社法制）」の導入、そして翌年の2000年に会社分割法制の整備という一連の系譜の改正によって、ひとまずは、金融危機への対処と国際的大競争に対峙すべき制度的枠組みが整備されていった。

かくして、わが国においては、みずほホールディングス・三菱東京フィナンシャルグループ（現、三菱UFJグループ）・三井住友フィナンシャルグループ、等、メガバンクといわれる巨大な金融グループが形成されるにいたった。これら金融持株会社に続いて、現在では非金融の分野においても持株会社が次々と誕生しているところである。

だが、繰り返すように、バブル崩壊後のコーポレートガバナンスの機軸は、この持株会社と

⁸⁾ 米国におけるかかるルールの進展・成熟状況の整理については、次の文献を参照。①、武井一浩・太田洋・中山龍太郎編『企業買収防衛戦略』商事法務、2004年。②、太田洋・中山龍太郎編『敵対的M & A対応の最先端』商事法務、2005年。③、布井千博監修『企業買収防衛ルールの考え方』中央経済社、平成17年。

の連関において、すなわち平時に対する危機の文脈においてこそ、強く問われるべきであったように思われる。すなわち「危機、および持株会社とガバナンス」というテーマこそ、ぬきさしならぬ問題を提起するものであった。すでにのべたように、「平時－有事」が注目されるその反面で持株会社が、いわば緊急避難的に利用され、なおかつ持株会社がガバナンスをして機能麻痺状態にいたらしめることこそ（逆にいえば、持株会社は強力な防衛機能を有していることになる）、注目すべきことのように思われる。

かかる論点こそ本稿が最も注目していることであるので、以下、この局面について検討しておこう。

まず、これまでの持株会社解禁論という主張の歴史的系譜を整理しておこう。我が国においては、周知のように敗戦とともにGHQによる経済民主化政策の一環とし、戦前の財閥（わが国人民を戦争へと導びいた）が解体されるとともに、再び、そのような企業形態の復活を阻止すべき純粋持株会社を禁止してきた。

だが、経済界は、これまで我が国経済システムが、その時々々の構造的調整局面に直面するや、繰り返し、純粋持株会社の解禁を主張してきた。

まず、1949年と1953年の独禁法改正によって、事業会社による他社株保有がまず解禁された。これを決定的な梃として、事業持株会社は早くも解禁された。その後は、行き着くところの純粋持株会社解禁の主張が繰り返されてきた。

まず、1960年代半ばに資本自由化による本格的な国際競争の到来、および「国際競争力」という標榜のための主張。そして、当時の証券不況下にあつて、当面する凍結株の処理との連関で解禁が主張された。

次に、1970年代においては、大企業体制への批判と公正取引委員会による規制強化もあつてか、かかる主張は後退したかの感があつたが、1980年代にプラザ合意以後の円高（「国際競争力」の低下への懸念）を契機として、さらなる解禁が主張されるにいった。

また、その後、80年代後半における経済界の主張によれば、企業間の水平統合・リストラチャクチャリング（企業再編の機軸としての純粋持株会社）・企業の海外展開（持株会社における経営〔ことにグループ統括的・総体的戦略経営〕と事業〔傘下の子会社群による事業〕の分離。前者を持株会社で、後者を海外でという必要性の主張）との関連で、解禁がもめられるにいった。

そこで、かかる解禁論の最後の主張ともいふべき、当時の通商産業省による『企業組織の新潮流～急がれる持株会社規制の見直し～』（1995年）によれば、主張の概要は次のようである。

解禁の背景として、企業活動の多国籍化と国際的な企業間競争の激化という潮流と国内的には、バブル崩壊後の抜本的な事業の再構築が必須の状況であること。この企業活動の多国籍化と国際的な企業間競争の激化という文脈では、先に見た80年代後半における経済界の主張（戦略経営〔本国〕と事業〔海外〕との分離）の延長である。

そして、かかる状況に対応するために、「多様化した新たなニーズ等を迅速に、他者に先駆けて事業化する推進」すること。「新しい取引・経営戦略に対応するための柔軟な企業組織・企業ネットワークの必要性」があること。かくして、これらに対応するためには、社内分社化が有力ではあるが、理想型として純粋持株会社が指摘されている。

さらに純粋持株会社解禁による経済的効用として、次のようなことが列挙されている。ここでは、本稿の文脈との関連で重要と思われるものをあげておく。

- 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

なかでも重要なのは、①における戦略と事業との分離である。この意義を、この報告書は次のように説明している。

ア、会社内の取締役を、もっぱら戦略的グループマネジメントを担当する者と事業マネジメントを担当する者に分けることによって、事業部門を分社化せずとも同様の効果が得られる。

イ、各事業ごとに独立採算・社内資本金制等を導入するなど、権限の委譲を実施すればカンパニー制と同様の効果が得られる。

確かに、現在において持株会社を採用した多くの企業は、一様にこのような標準的な評価・解答をなすにいたっている。持株会社形態における迅速・スピードのある戦略的意思決定（経営）と傘下での事業に精通した人材によるマネジメントの実行（事業）、これはもはやひとつの雛型的解答といってよい。⁹⁾また、かかる戦略と事業との分離は、「所有と経営との分離」から、さらに経営そのものにおける戦略的経営範疇の分離としてしばしば取り上げられるところである。

だが、事業部制→分社化→カンパニー制としての道を歩み、限界にまで事業持株会社を形成していった戦後のわが国企業が、何故、純粋持株会社にまで跳躍せざるをえなかったのか。その跳躍の決定的な理由・解釈は、未だ定かではないようである。

そこでこの点（跳躍の決定的理由）につき、現実の企業をとりあげて、若干、検討しておくことにしよう。ただし、かかるケースをとりあげるのは、本稿での平時－有事－危機という文脈に直接的に関わってではなく、少なくとも、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、分社化に力点をお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おくケース」を、同一業種から抽出して検討しておこう。

ケースは、旭化成（株）と協和発酵（株）である〔旭化成（株）・協和発酵（株）については、2005年版のアンニュアルレポートを参照している〕。

⁹⁾ 当時の宮内義彦「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、に所収、1996年。）にみられる主張が典型である。ここでは、まずもって、持株会社の解禁が主張され、証券取引法・商法・労働法、等の問題は、あとまわしでよいと主張されている。これに対して、企業のコンプライアンス問題に取り組んでいる弁護士の中島茂氏は、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。）

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。ところで、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。この子会社群は、国内はもとよりアジア・ヨーロッパにも拡散している。

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「グループ全体戦略の立案」・「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いことである。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。

持株会社のほとんどに存在するグループ経営会議は、傘下の事業会社群における社長の情報交換の場である。かかる情報交換・調整の後、経営戦略会議・経営戦略会議、に反映されると考えられる。尚、グループ総体の経営の重要事項について審議・決定する経営戦略会議は、月2回の開催とあり、取締役会（月1～2回）よりも、安定的に開催されていることがわかる。年2回開催の経営諮問会議は、会長・社長・社外有識者で構成し、グループ総体に関する諮問機関として機能する。

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。

ただし、旭化成（株）の場合、ミッションたる「新規事業創出」（ことに、研究開発機能とマーケティング機能を一元化した実装・表示材料マーケティングセンターの持株会社への設置）が、グループ総体との関連で、どのような成長・進化をとげるのか、注目される。また、協和発酵（株）の場合、なお依然として医薬事業・バイオケミカル事業というコアを親会社に保持しつつ事業展開しなければならないのか、注目されることではある。

そこで、本稿が扱っている平時－有事－危機という文脈での持株会社の問題にたちもどろう。

いま、みたように直接的に企業買収あるいは防衛策との関連はなかったとしても、すなわち平時における理念型としての持株会社というべきものを検討しても、融通無碍の性格が濃厚である。持株会社形態採用による迅速な戦略的意思決定と傘下での事業に精通した人材によるマネジメントの実行（事業）、これがいわば表層としての持株会社観ということになる。

だが、持株会社形態は、すでに繰り返しのべているように潜勢的に危機との連関で問題とすべき課題であると思われる。ことに金融危機がその核心であった1990年代以降において、持株会社はきわめて緊急避難の場という性格をもつものとし利用され、かつ、コーポレートガバナンスの機能を麻痺させるがゆえに好んで利用された企業形態ではないのかということである。

この論点について、次に検討していこう。

3. 危機および「持株会社とガバナンス」

まず、最初に純粋持株会社の基本性格と持株会社の有する強力な究極的ともいうべき買収防衛機能についてみておこう。これをふまえたうえで、いかに平時に対する危機のガバナンス（「平時－危機」）および持株会社の問題が重要であるのかを、最近における複数のメガバンクによって展開された事業提携・企業買収騒動をケースとして若干、検討することにしよう。

3-1、持株会社の基本性格と防衛機能

(1)、持株会社の基本性格

すでに述べたように、わが国では、1977年から2000年において、企業再編を現実化すべき一

連の法改正を実施された。

(イ)、平成9年～①合併法制の合理化(合併手続の簡素化、コストを下げる)、②独占禁止法における純粋持株会社解禁。

(ロ)、平成11年～「株式交換・株式移転制度」および完全親子会社法制の整備。

かかる(イ)と(ロ)の法整備によって、ことに(ロ)の整備により、純粋持株会社が事実上、設立可能となった。そこで、ひとまず、「株式交換・株式移転制度」についてふれておこう。ケースとして、甲社と乙社をとり、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、乙社の株主であった者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(SC)、ソニー・プレジジョンテクノロジー(SPT)、ソニー・ミュージックエンタテインメント(SME)を株式交換を利用して子会社化した。その際の交換比率は、ソニー(0.565)～SC(1株)・ソニー(0.203)～SPT(1株)・ソニー(0.835)～SME(1株)であった。尚、かかる取引の背後には、ソニーのフィナンシャルアドバイザーたるメリルリンチ東京支店による評価(投資銀行業務)およびモルガン・スタンレー・ジャパン・リミテッドも評価に参加していた。

次に株式移転について確認しておく。ケースとして、平成12年、富士・第一勧業銀行・興銀による「みずほホールディングス」の設立をみておこう。同年、3行は、6月28日の各定時株主総会ならびに同年6月26日の各種種類別株式の種類株主総会において、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。

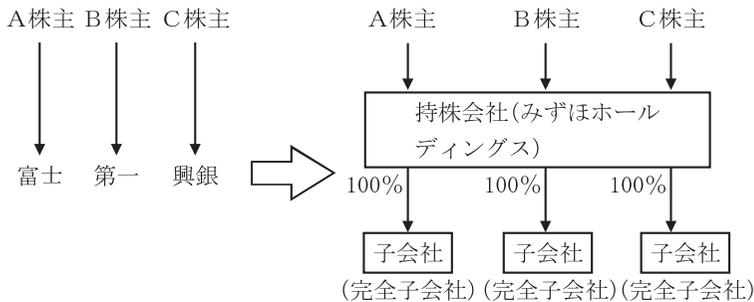
そこで、同年、9月28日(株式移転日)～「みずほホールディングス」が東証新規上場および富士・第一勧業銀行・興銀が東証上場を廃止した。

この過程にあって、まず、富士(A株主とする)・第一勧業銀行(B株主とする)・興銀(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-3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-3)



ところで、このように形成される持株会社にあっては、現段階において、わが国の法体系の不備もあるのか、きわめてユニークな性格を有している。

①、そもそも、少なくとも複数の企業によって形成された持株会社ではあるが、原子と原子とからなる有機体としての分子として把握されることがない。すなわち生きた有機体としての企業形態であるにも関わらず、単体（原子）の企業の並列として把握されていること。この点、先にみた迅速・スピーディなグループ総体の戦略決定、全社的で機動的・効率的管理というイメージとはあまりに乖離している姿がみえる。

また、この点、経済界からの主張に次のようなものがあることを確認する必要がある。事業持株会社を中心とする企業集団・グループにあっては、上からの強圧的な支配関係が貫徹して、階層意識・従業員に複雑な意識をもたらす、と。これに対して、持株会社を中心として傘下で、企業に並列的な関係が成立すれば、上記のような意識は解消されるというものである。既に液化化しつつあるこれまでのわが国の系列資本主義あるいは法人資本主義は、一時的ではあれ、何故、称賛の対象となっていたのだろうか。そしてガバナンス論の次元において、従業員重視型ガバナンスがいまだに強力に主張されるのは何故なのか。

②、①を基底として、さらには次のような問題が発生する。複数の企業からなる、生きた有機体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。¹⁰⁾

例えば、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。

¹⁰⁾ 「株主権の縮減」という問題について、次の文献を参照している。①、三枝一雄「純粹持株会社の株主の保護」(『企業社会と商事法』北樹出版、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。

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、かかる判断がくだされたことにたいして、「多くの商法学者はその結論に驚愕した」、という（柴田和史[8]）。

しかし、少なくとも指摘できることは、法は伝統的にかかる組織変更・結合企業の問題に体系的な整備を怠ってきたのではないのか、ということである。つまるところ、単体あるいは原子の次元を超える体系を備えていなかったと考えられる。現在、会社法（研究者）によって、早急の救済策が検討されているところではある。

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からすれば、持株会社こそ、企業再編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、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。

このように、平時－危機すなわち「危機とガバナンス」の視点からすると、ガバナンス機能は根源的に危うい性格を孕んでいたといえる。それゆえにこそ、「持株会社とガバナンス」という問題がきびしく問わねばならない。

(2) 持株会社の防衛機能

この防衛機能すなわち敵対的買収に対する防衛という視点から持株会社をみると、それは生きて有機体としての性格を発揮しているかに思われる。さらには、ひとつの怪物であるかにも思われる。そこで、持株会社の防衛機能につき、簡潔に整理してみよう。（詳細は、後述の具体的ケースで検討することにしよう。）

①、そもそも複数の企業によって、持株会社を設立すれば、規模の大きい企業が誕生する。「事業ドメイン」・「選択と集中」・「コアコンピタンス」・「組織デザイン」・「ビジネス・アーキテクチャ」などなど、華麗な言葉が氾濫する昨今ではあるが、わが国の企業再編の機軸は意外にもかかる最も原始的なツールを梃子にしている、ともいえる。

ことに金融危機に直面する金融機関において、かかる傾向が確実にみいだされるのではないのか。後に検討するように、メガバンク統合の過程において、常に彼らの脳裏をよぎるのは、規模を絶対的に拡大することによる安定策さらには防衛策のようである。かかる不安が発生するのは、さしせまる買収ツールすなわち三角合併（外国企業の日本子会社を利用した株式交換による買収。株価＝時価総額が決定的な武器になる。平成17年6月に誕生した新会社法のもとで、急遽、1年間、凍結された。）への恐怖が、ひとまず指摘できよう。

②、(図-3)にみられるように、持株会社のもとでは、その傘下に複数の企業が存在している。もし、当該企業にとって敵対的買収と判断される相手が出現した場合、かなり容易に傘下の子会社（ことにクラウンジュエルの子会社）を切り離し（切り売り）できるということである。なんとといっても、子会社の株主は一人であり、通常の事業分割（会社分割）のような煩雑

な手続きが不要となる。また、株主総会決議なく取締役会によってのみ、かかる決定が可能である。

③、これは、きわめてユニークな方法であると考えられるが、子会社が第三者に対して、増資をおこなう、というものである。すなわち、子会社による第三者割当増資である。子会社にとって、株主は一人であるために、いわば異次元の第三者割当増資が潜在的に可能だといえまいか。この点、第三者割当増資（新株発行・新株予約権の発行）との関連で蓄積されてきた主要目的ルールにおける、かの（「単なる支配権の維持」と「資金調達の合理的な必要性」という判断基準がそもそも適用可能なのであろうか。事実上、株主総会の手続きが必要ないのであるから、相当の程度（有利発行、等）において許容性をもつ、増資が可能であるといえるだろう。

④、③との関連で、第三者割当増資において、種類株式が利用される場合である。¹¹⁾この種類株式は、平成13年の法改正で導入されたものである。この改正にあって、既に、利益配当（新会社法では剰余金の配当）・残余財産分配・株式買受け・利益消却はもとより、議決権制限株式（例えば、発行後、数年は議決権を行使できない）・特定の事項について議決権の行使できない株式、が解禁された。さらには、新会社法のもとでは、取得請求権付株式・取得条項付株式がみとめられる。また、昨今、拒否権付株式との関連で、黄金株の当否（正当性）が盛んに議論されているところでもある。

つまるところ、ファイナンスの機動性・柔軟性の必要性という標榜のもとに、これらの多様な種類株式が解禁されるにいたっている。だが、逆に、個別企業における支配権の維持という視点からしても、その組み合わせ如何では、機動的で柔軟な、そしてついには強力な支配の維持を可能ならしめるツールが解禁されているともいえるのである。従って、持株会社の子会社という場をふまえると、その防衛策は実に多様な可能性・現実性があると判断できる。

以上の持株会社の基本性格と防衛機能の検討をふまえたうえで、次に、平時－危機すなわち「危機とガバナンス」に関する具体的ケースをみていこう。

3-2、持株会社とガバナンス

これまで、平時－有事－危機という視点から、わが国のコーポレートガバナンスの論点を考察してきた。そこで、本稿では、平時－有事に対して、一貫して、平時－危機の関係からする

¹¹⁾ この文脈における種類株式については、次の文献を参照。①、太田洋・小野美恵「種類株式等特殊の株式」（『ファイナンス法大全（上）』商事法務、2003年、の第3章・第5節に所収。②、上村達男「UFJの大規模第三者割当増資を如何に受け止めるべきか」（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。）③、スティーブン・ギブンス「デラウェア州最高裁であったら、今回UFJホールディングがとった合併統合防止策に対して、どのような司法判断を下したであろうか？」『国際商事法務』Vol. 32、No.10（2004）およびケン・シーゲル／ジェフ・シュレップファー「UFJの合併統合保護条項の米国法上の評価」『国際商事法務』Vol. 33、No.1（2005）。

また、飯田直樹は、次のように述べている。UFJ銀行による優先株の発行は、「旧商法下における黄金株が発行されたケースである」と（辺見紀男編『敵対的買収と企業防衛』日本経済新聞社、2005年、の第3章。）。

逆に、かかる優先株発行をして、「資本増強政策の緊急性」という観点からとらえ、敵対的企業買収防衛策のためになされたものではないとする見解もある（清水真『新しい敵対的買収防衛』商事法務、2005年。）。

ガバナンス論の重要性を主張してきた。そこで、ここでは、かかる問題が典型的な形で表現された、メガバンク間における統合をめぐる対立・紛争から、ガバナンス論に関する若干の検討をしてみよう。この対立は、いうまでもなく、三菱東京とUFJグループの統合に関わる事態である。

さらに具体的に言えば、住友信託銀行・UFJホールディングス・三菱東京フィナンシャルグループおよび三井住友フィナンシャルグループの間における対立と攻防である。(以下、UFJホールディングスをUFJHD、三菱東京フィナンシャルグループおよび三井住友銀行フィナンシャルグループをそれぞれ三菱東京FG、三井住友FGとする)。

発端は、住友信託銀行とUFJグループとの事業協力締結である。これにUFJグループが突然の拒絶を提示し、逆に三菱東京FGとの経営統合を表明したことから、UFJグループ・三菱東京FGに対する住友信託銀行および三井住友FGによる反論・反撃という形で事態は進行した。最終的に、三井住友FGはUFJグループとの統合を断念し、UFJグループは三菱東京FGとの経営統合に成功して、三菱東京・UFJが誕生したところである。¹²⁾

この渦中において、住友信託銀行および三井住友FG側のトップである西川頭取は、既にふれたように、ある経済誌の中で、「わが国において、コーポレートガバナンスは、そもそも機能麻痺している。」と発言した。では、いかなる事態が、コーポレートガバナンスの機能麻痺であると判断されたのであろうか。この点を検討しなければならない。

だが、その前段として、そのように発言される三井住友FGにおいて、そもそも、三井住友銀行はかつて華麗なるメタモルフォーゼを実行したということ、あえて確認しておこう。

3-2の (1)、三井住友銀行のメタモルフォーゼ

既に指摘したように、当時の三井住友 (FG) のトップは、「わが国において、コーポレートガバナンスは、そもそも機能麻痺している」と発言されている。住友信託・三井住友のUFJグループおよび三菱東京FGとの攻防に関する発言であり、わが国の法なかんずくコーポレートガバナンス機能に対するきわめて率直な発言であるといえる。

しかし、このように発言される三井住友にしても、その前段階として、三井住友銀行が注目すべき取引を実行している。それはいうまでもなく、三井住友銀行とわかしお銀行との合併である。すなわち逆さ合併である。この注目すべき合併について、前段としてふれておこう。

¹²⁾ 抗争・対立の展開に関わる「事実」については、次の文献を参照。①、日本経済新聞社編『UFJ三菱東京統合』日本経済新聞社、2004年。②、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。③、『週刊ダイヤモンド』(2004、11月6日号)。

また、この攻防がもたらしたコーポレートガバナンスに関わる諸問題の評価・解釈については、次の文献を参照した。高島志郎「最近の事件の法的な見方～ユシロ化学工業・ソトー、UFJ、ニッポン放送～」(末永敏和・四宮章夫編『企業防衛法務と戦略』民事法研究会、平成17年。)、松本真輔「新会社法下における取引保護条項」(松本真輔『新会社法・新証取法下における敵対的企業買収と防衛策』税務経理協会、平成17年。この文献の第5章)

また、企業のコンプライアンス問題に取り組んでいる弁護士の中島茂氏は、次のように発言する。企業の取締役に対しては、なんといっても「代表訴訟がありますよ」というのが効果があるのだから、「提訴権・ダブルデリバティブなどで、とにかく司法審査で問うべき」だと提言している(中島茂×池田裕彦[司会～中東正文]、同上書)。

2002年2月、三井住友銀行は、貸出残高から判断すると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華麗な合併を行っている。

いわゆるM&Aにおいては、イワシが鯨を飲み込むというのは確かに存在する。また、合併という局面においては必ずといってよいほど実現するケースではある。周知のように、米国における第三次の企業合同運動たるコングロマリット合併において、一株あたり利益という投資尺度（成長シナリオ）＝PERのもとに株価を上昇させることによって、これをテコとして、イワシが鯨を飲み込むかのような買収が継続的に実施されたのである。

だが、三井住友銀行とわかしお銀行との合併は、まことに「ベンチャーアンドーインクパフォーマンス」にある。これを検討しよう。この点、まず、三井住友銀行は次のような事態にあった。

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、法定準備金の取崩を利用して、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（ことに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、かかる指導は重大な意味をもって来るだろう。それゆえ、当時、かかる指導とこれの受け手たる企業側の攻防は、金融危機というぬきさしならない状況のなかで、いかばかりのものであったか。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。

だが、このことを実行せしめる制度上の変更があったことに注意をむけねばならない。

すなわち、平成13年商法改正以後、かかる法改正を実務に定着させるべき企業会計基準委員会では、「企業会計基準第1号 自己株式及び法定準備金の取崩等に関する会計基準」および「企業会計基準適用指針第2号 自己株式及び法定準備金の取崩等に関する会計基準適用指針」（いずれも平成14年2月21日）を公表した。これによって、商法施行規則（平成14年法務省令第22号）は、資本の部の様式について従来の計算書類規則とは大きく異なる規定を設けた。なかでも、決定的に重要であるのは次のことであった。

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。もしかかる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

制そのものの正当性の危機をむかえるものとなろう。

はたして現実には、企業会計基準委員会は、「取り崩した資本準備金による配当は、投資額の払い戻し」と宣言するにいたるや、大手銀行は配当に資本準備金を使わない方針であるとの報道もなされるにいった。(日経金融新聞・2002年・6/4)。

かくして、かかる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、以下のごとくであった。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0.8兆円を拠出して資本金=1兆円の新たな銀行を創出することにあつた。

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。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)が発生する。従前では、わずか剰余金=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、持株会社においては、「資本金の四分の一」でよい。)であつたものが、イワシに飲まれる(正確には、飲ませることによって。すなわち、メタモルフォーゼ。)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「ペンアンドー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。だが、この三井住友銀行は、次なる段階においていかなる状況に直面するのか、これが、次の検討課題である。

3-2の(2)、メガバンクの抗争とガバナンスの機能麻痺

そこで、次に先に指摘しておいたメガバンク間の対立・抗争について検討しておこう。まず、事態の概要は、次のようであった。

①、2004年5月21日～住友信託銀行とUFJグループ(UFJHDとそのもと[傘下]での100%子会社たるUFJ銀行およびUFJ信託銀行がある。なかでもUFJ信託銀行を住友信託に売却するという内容。また、UFJグループはかかる売却によって財務内容を改善せんと企図していたと思われる)による協働事業化について基本合意書締結。また、この基本合意書の中に、「第三者との間で基本合意書の目的に接触する取引等にかかる情報提供・協議を行わないものとする」内容がもりこまれている。

UFJグループには、かかる選択を実行した背景として、次のようなことが指摘できる。すなわち、2004年3月期における当時の大手行5グループ[三菱東京・みずほ・三井住友・りそな・UFJ]のうち、UFJグループは貸出残高における不良債権比率が高く、資本の部においても繰り延べ税金資産が格段に多く、公的資本の比率も大であった。総じて、赤字体質と自己資本比率という脆弱性を指摘できる。

ところが、その後、04年6月18日に検査忌避がみられると業務改善命令を発動された。金融庁検査にあたっての、重要な資料の隠蔽・財務状況に関する改竄行為・虚偽解答を指摘。公的資本の注入の最中で経営の改善がみられなければ、産業再生機構での管理・他行との政策的統合は現実性を帯びる。これらを回避せんとする行動であつた。かかる事態の発生もあつてか、UFJグループが態度を急変させる。

②、04年7月14日～UFJグループが、①における基本合意の解約を通告。UFJグループは、一転して三菱東京FGとの経営統合についての申し入れの予定を表明。

このUFJグループにおける態度の急変の背後には、次のような圧力が不断に作用していたと考えられる。すなわち、いよいよ迫ってくる外資の脅威。経営内容ことに財務内容の悪化による相対的な株安によって、かかる脅威は三角合併の解禁という脅威によってさらに現実のものとなる可能性があった。ここに一般論として、規模をなんとしてでも巨大化せんとするきわめて原始的な経営感覚があったと思われる。

また、総体として、米国でいういわゆるブリークアップの状態すなわち日本的には、四面楚歌の状況であった、ということもできる。

しかし、これに対して、住友信託銀行は、法的措置を検討。

③、04年7月16日～三菱東京FGとUFJグループが統合発表。住友信託銀行は、統合交渉差止仮処分申請。

④、その後7月27日に東京地裁は、住友信託銀行の差止仮処分について法的拘束力があるとの決定。UFJグループは高裁へ抗告。さらに同年8月11日に三井住友FGは、UFJグループとの統合案を公表。これに対して、三菱東京FGによるUFJグループへの資本増強（7,000億円）への協力を表明

⑤、04年8月11日に東京高裁は、法的拘束力はあるものの両者の信頼関係が崩壊しているとの理解のもとに、地裁の決定を取り消す。そして、8月12日～三菱東京FGがUFJグループとの基本合意を発表。

⑥、三井住友FGがUFJグループとの対等統合案を表明。8月24日に、三井住友FGが「1対1」の統合案を発表。その後、8月30日に最高裁が、合意の可能性とUFJグループの損失可能性を考慮して、住友信託銀行の抗告を棄却。

⑦、04年9月10日～三菱東京FGがUFJグループに増資に関する協力の詳細を明示し、この増資が9月17日に払込の完了。

⑧、04年9月24日～三井住友FGが、統合提案の有効期限を2005年6月までと発表。

⑨、2005年2月18日～三菱東京FGとUFJグループが、統合契約書に締結。統合比率は「1対0.62」。

⑩、05年2月25日～三井住友FGが、UFJグループの統合提案を撤回。

かかるメガバンク間における対立・抗争なる事態の展開は、概略、以上のようなものであった。そして、そこでの論点は、主に次のところにある。

まず、第1は、出発点における住友信託銀行とUFJグループとの間でかわされた、協働事業化について基本合意書締結である。この基本合意書締結について、その性格が、企業統合との関連（さらには敵対的企業買収の局面につらなる形）で、初めて本格的に議論されることとなった。少なくとも、そのような論点を積極的に議論すべき契機をなした、ということである。¹³⁾

¹³⁾かかる論点および米国の状況については、次の文献を参照。岩倉正和・大井悠紀「M & A取引契約における被買収会社の株主の利益保護（上）・（中）・（下 [1]）・（下 [2]）」（『商事法務』No.1743・No.1745・No.1747・No.1748）。

第2は、三菱東京FGがUFJグループに対して、増資に関する協力の詳細を明示することによって実施された、当該の増資の内容である。すなわち三菱東京FGによるUFJグループに対して実施された資本増強政策の内容である。このことが、事態の核心をなすものである。その際、なんとといってもユニークであるのは、すでに指摘していたように持株会社（親会社）によってではなく、その子会社によって、すなわちUFJ銀行による三菱東京FGへの優先株発行（7,000億円）によって、資本増強政策が実施されたことである。

また、この優先株発行は次のような特徴をもっていた。骨格としては、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」の内容が盛り込まれている。この条項とは、次の5点である。

①、取得者（三菱東京FG）とUFJHD以外の者がUFJ銀行の株主となったとき。

②、UFJHDの株主総会又は取締役会で、UFJHDと三菱東京FG以外の者との企業再編（合併・株式交換・株式移転・会社分割・営業譲渡）の議案が承認されたとき。

③、UFJHDの取締役会でUFJHDによる新株発行・新株予約権発行又は新株予約権付社債の発行の議案が承認されたとき。

④、UFJHDの発行する株券等について、株式保有割合が三分の一を超える者が現れたとき、または株式公開買付けが行なわれ株式保有割合が20%を上回る応募があったことが確認されるとき。

⑤、三菱東京FGとUFJHDの合併の議案がUFJの優先株主総会に提出され、承認されなかったとき。

そして、基本的にこれらの条項に違反した場合、UFJHDは、130%すなわち7,000億円に対する2,100億円のプレミアムをつけて返済しなければならないというものである。つまり、9,100億円をもって、三菱東京FGが引き受けた優先株を買い戻さなければならないという条件が付与されているわけである。

こうした事情から、かかる優先株発行は、拒否権付株式であり、拒否権付優先株式である。さらには、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、事実上の黄金株ともいえる。かくして、かかる優先株発行は、事実上のポイズンピルあるいは疑似ポイズンピルといわれる所以である。

では、かかる優先株の発行によって、状況はいかなる性格を有する場へと変化したのであるうか。

まず、当時、UFJHDの時価総額＝2兆5千億程度で、そのうち、UFJ銀行が構成する価値はおよそ90%である。そうすると三菱東京FGはかかる優先株の発行（7,000億円）によって、潜在的に三分の一超の議決権を獲得することができる。尚、この点、三菱東京FG側の最大の狙いは、かかる優先株発行によってUFJ銀行の50%超の持株比率を取得することであったといえるが、UFJ側によってすなわち支配権を野放しにする事態だけは避けたいとの判断からする発行額だったということになる。¹⁴⁾

¹⁴⁾（注12）における、日本経済新聞社編『UFJ三菱東京統合』日本経済新聞社での指摘。尚、かかる会社の支配・従属関係発生の態様に関する諸類型の整理については、次の文献でなされている。江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』有斐閣、1995年。

このようにみていくと、時価総額＝2兆5千億程度たるUFJHDは、7,000億円の優先株を引き受けた三菱東京FGによって事実上、支配されているかのごとくふるまわれていることになる。さらに、根源的に問題であるのは、親会社（持株会社）＝UFJHD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、ということである。それは究極のところ、持株会社傘下の子会社における取締役が、外部から、株主の選択をいわば強力的に迫られているからに他ならない。あるいは少なくとも、子会社における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。

従って、100%子会社における取締役が、事実上、親会社（持株会社）そのものをあたかもスクイズアウト（追い出し）しようという、実に転倒した異常な事態が出現するにいたったことである。そして、ましてや持株会社における親会社の株主が、当該状況（トリガーの存在）を打破・リードすべき手段・方策は、閉ざされていたというべきである。

つまるところ、初発において、100%保有の完全親子会社として設立されつつも、子会社の政策如何によっては、一人株主でかつ100%保有たる親会社株主をも簡単に覆すことのできる効果をもたらす可能性が潜勢的に存在している、ということである。そして、かかる潜勢力は、いつでも現実化しようということである。それゆえ、こうした局面が現実化しうる故に、持株会社においては、そもそも、コーポレートガバナンスが機能していない、あるいは、機能麻痺していると評価される所以である。

4、おわりに

これまで、平時－有事－危機という視点から、日本のコーポレートガバナンスの状況について検討してきた。繰り返して主張したように、現段階では、なによりも平時－危機の局面が注目されねばならない、ということであった。この局面においては、わが国における法体系の不備もあってか、ガバナンスが事実上、機能麻痺に陥ることも見いだされた。そして、それがブームたる持株会社との関連で、「持株会社とガバナンス」という文脈においてこそ、見いだせるだけにいよいよ注目しなければならないのである。

少なくとも、「バブル崩壊後の金融危機」→「緊急避難と企業再編という標榜のもとでの持株会社解禁」→「危機のガバナンス」というパラドックスの発生（そもそも制御不可能だから、危機である）→「持株会社とガバナンス」、という視点からすると、「コーポレートガバナンスの機能麻痺」、という因果関係はそれなりに追跡できたように思われる。

また、この局面においては、ことに巨大商業銀行においては、大量の公的資金が投入されている。そして、その見返りに優先株が発行されている。これはそもそも、当該個別企業（巨大商業銀行）からすると、「疑似的な[W-GなきG-W]」を獲得している、というほかはない。

周知のように、資本制経済の物質代謝は、いうまでもなく[W-G-W]においておこなわれている。そうすると資本制経済の正常な再生産たる[W-G-W]に対して、「公的資金投入＝優先株の発行」なるものは、国家的デット・エクイティー・スワップ（DES）にほかならないともいえる。

このスワップは、国家を媒介とするからこそ、唯一可能なファイナンスである。あるいは国家的デット・エクイティー・スワップ（DES）なるものは、巨大商業銀行を中心とする金融・

資本市場システムが、そもそも制御不可能に陥ったことを表現するものである。それゆえ、金融危機といわれる所以である。

そして他方で、持株会社解禁の大きな理由とされた国際的大競争（だから国際競争力の獲得のために解禁するのだという論理）は、競争中止状態などということは不可能であるから、不断に金融危機のもとにあるわが国の企業に差し迫ってくる。この差し迫ってくる外国資本が、わが国のなかに子会社をすえつけて、三角合併なる手法で株式交換を発動する可能性・現実性はいよいよ大である。しかるに、法（新会社法）はこの三角合併なる手法の解禁を急遽、中断した（1年間とされる）。

そこで、かかる外国資本といえどもその本流は米国（系）資本であろう。一般に、米国（系）資本に限らず、外資によれば、「日本」という国は法体系の不備もあってか、おいしい国とされているようである。¹⁵⁾それゆえ、米国（系）資本を本流とする「デモクラシーの帝国」によって、かつ、資本多数決ルールが生んだ美学ともいわれる三角合併（逆三角こそもっと美しいとされる）は、いよいよ差し迫る脅威となる。ここに持株会社が緊急避難先として、きわめて利用価値があったであろうことは、容易に推測できる。

このような状況にありながら、なおかつ当然とはいえ、コンプライアンスなるスローガンを基底にコーポレートガバナンスが要請される。しかるに、「危機のガバナンス」というパラドックスが発生せざるをえない。簡潔に言えば、「制御不可能性とガバナンス」をバランスさせなければならない、ということである。ここにバランスを回復させるべき最も有効な道具が、持株会社ではなかったのか。こうして、「持株会社とガバナンス」という状況は、しばしば、機能麻痺状態に陥らざるをえないのではないのか。それゆえ、今後、企業組織変更・企業結合規制の検討が、ますます、必要となろう。

そして、最後に課題をのべておこう。

筆者には、まだ検討されなければならない問題も残されている。題材としたUFJホールディングをめぐる統合劇における問題、ことに持株会社子会社による第三者割当増資が、ポイズンピル（疑似ポイズンピル）という際、それは撤去されねばならないものなのか、それとも設定可能なものであったのか、ということである。

ひとつは、現実には、住友信託が三井・住友FGへの弱腰批判と発言したともいわれるように、明確に決着はつかなかったこともある。

この点、例えば、かかる問題の先進国でも米国デラウェア州会社法、等の関連で論じた見解も存在する。こうした論者においても、評価は分かれている。[スティーブン・ギブズ「デラウェア州最高裁であったら、今回UFJホールディングがとった合併統合防止策に対して、どのような司法判断を下したであろうか?」『国際商事法務』Vol. 32, No.10 (2004)。この立場は、UFJの行為は認められないという立場。ケン・シーゲル/ジェフ・シュレップファー「UFJの合併統合保護条項の米国法上の評価」『国際商事法務』Vol. 33, No.1 (2005) は、認められるという立場である。]

¹⁵⁾国内においても、ライブドア事件の主人公（偽計取引・風説の流布・粉飾決算の容疑をもたれている）は、かねがねこのような発言をしている。

また、本文でも述べたように、段階性の異なった国における諸状況から蓄積されていった、ガバナンスへの解釈（とりわけ敵対的買収の局面）をストレートに比較翻訳（解釈）することが可能であるかという疑問も生じてくる。さらにわが国では、かかる論点が本格的に議論されるようになって、未だ、短しである。

そのうえ、新会社法においても、いわゆる組織変更・結合企業の領域の整理は、またしても手つかずとの評価もある。この点につき、諸外国との法制度の検討をも含めてのさらなる展開が必要であると考ええる。

そして、経済システムが、現段階における危機とりわけ金融危機から解放され、平時（経済システムが長期的にみて、理念的平均の状況に復帰する、という意味で）の状況に復活するや、改めて平時一有事のガバナンスが、いよいよ本格的に論議されるにいたるだろう。

すでに、例えば、経済産業省の企業価値研究会が平成17年5月に公表した『企業価値報告書』および経済産業省・法務省による『企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針』は、今後の有力な哲学を提示しているものと評価されている。

最後にこれとの関連で、今後、平時一有事において、どういったことが論点となるかについて、若干、述べてのこう。

指針は、次の三つの原則を掲げている（図-4を参照）。

①、買収防衛にあたっては、なによりも株主と企業との両者の利益を考慮しなければならないこと。これが、すなわち「企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則」である。

②、防衛策は、事前に開示し、株主総会決議あるいは取締役会決議で導入するものとするが、総会による消去および取締役会にしても、廃止要件の客観性の必要性を提示している。

③、わが国における第三者割当増資との関連で、蓄積されていった主要目的ルールの進化を考慮してか、「必要性・相当性の原則」を掲げている。要するに、株主平等原則に反するものや、会社荒らしタイプの買収には防衛策が導入されるとする考え方である。

そうして、これらの原則を、いわば背後から支えるものとしての独立社外チェック型すなわち米国型の独立取締役の重要性が提示されている。

そこで、筆者としては、次のような問題意識をもって、今後の指針に関わる動向を見守りたいと考えている。

まず、ア、本稿の最初で述べた問題、すなわちガバナンスの第Ⅰ類型と第Ⅱ類型から分類した際、かかる指針はどちらに与するものであろうか。当然のごとく第Ⅱ類型を想定しているかのごとくにみえるが、ステークホルダー的株式会社観もみいだされる。すなわち、「株式会社は、従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重しながら企業価値を高め、最終的には、株主共同の利益を実現することを目的としている」と規定しているからである。

そうすると、株主利益と企業価値とは、根源的にアンティノミーな性格を有することもありうるものとして提示されているのか。収斂するとして、その最大の理由は何かということ。

イ、本文でもふれたところであるが、わが国のガバナンスを会社機関との関連で検討すると、根源的に反-ガバナンスであるかのような局面もみいだされた（資本の動化機構としての株式会社）。直截に言えば、趨勢として、取締役会への権限の集中であった。

かかる伝統的な性格からすると、何故、買収防衛の局面とはいえ、株主総会の役割が強調さ

れるのであろうか。さらには、何故、株主による廃止可能性が担保されるかのような扱いをされているのだろうか。新会社法において、利益配当（剰余金の分配）が、事実上、取締役会の権限へと転変するという新たな傾向からしても、この点は、どのように解釈すべきであろうか。

この点、持株会社がブームとなる一方で、持株会社のガバナンスが機能麻痺となり、ダブルデリバティブ・パススルー、等、親会社株主における「株主権の縮減」や親会社株主総会の意義が問われている。こうした論点との関連で注目しなければならないように思われる。¹⁶⁾

ウ、また、これらの原則を、背後から支えるものとしての独立社外チェック型すなわち独立取締役の役割の重要性が提示されてはいる。現在、多くの企業において特別委員会なるものの設置によってかかる問題に対応している。本文でも指摘したように、当該企業に対して複数のオファーが存在し、なおかつブリークアップの状態であれば、当該企業の独立取締役のリードによってオークションが発生する場面が想定される。少なくとも、独立社外取締役（独立取締役）の存在によって、オークションの公正性が担保される。

かかるオークションを実質的に行いえるような独立社外取締役（独立取締役）とは、いかなる人材が想定されているのだろうか。

現実には、多くの企業で、特別委員会なるものが存在するが、これがどのように改められ進化していくのか注目したい。

オ、バブル崩壊後の金融危機の局面において、度重なる法改正が実施されたが、なかには、議員立法、等、が存在する。そもそも、この、かかる指針の性格はどのように解釈すべきであろうか。単に省庁の作成による試案のようなものであるのだろうか。こうした問題提起は、すでに、証券取引法の専門家によってもなされている。この点、最も強烈な発言をおこなっているものに、「企業買収論議の死角」がある。そこでは、指針の形式と内容について、「日本の企業社会の将来を託するに値する権威がそもそもあるといえるのか、非常に疑わしい。」（上村達男 [9]）との発言もある。そもそも、どうして、問題の重要さからいって、本格的な法作成の手段がとられないのだろうか。

また、実際に敵対的買収が発生すると、あたかも弁護士事務所による対抗合戦であるかのような様相を呈してくる。

こうして、「議員立法」・「省庁によるさまざまな指針・見解」・「証券取引所（東証）の見解」、等、の合成によって、「日本版どん底への競争」ともいべきものの危惧が存在しない

¹⁶⁾新会社法では、かかる株主権の縮減の問題は、次のようにひとまず規定された。（〔新〕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。）。

しかし、一般的に取締役がなんらかの責任を自覚した時点で、代表訴訟を提起される以前に株式交換・株式移転を実施するということが考えられる。また、基本的な権利内容として、9種類に拡大した新会社法下の種類株式発行制度のもとで、総体的な状況（合成された新たな権利内容の発生可能性）を考慮するとどうなるのか。この点、黄金株（および事実上の黄金株）をめぐる東証、等の態度が注目されることである。さらには、少なくとも、駆け込みの持株会社設立なるものが発生するのだろうか、ということも注目される（新会社法は本年5月に施行。）。

あろうか。米国の場合、仮に「どん底への競争」が行われても、歴史的に形成されていった私的統制と公的統制に関連して、いわゆる市民社会型の成熟的な分離によって、バランスの回復は作用する可能性が大である、と判断される。

カ、また、新会社法との関連でも、いくつかの重大な論点があると思われる。新会社法では、そもそも、公開株式会社と非公開株式会社の区別について、「株式発行と譲渡制限付株式」との関連で次のように規定している。

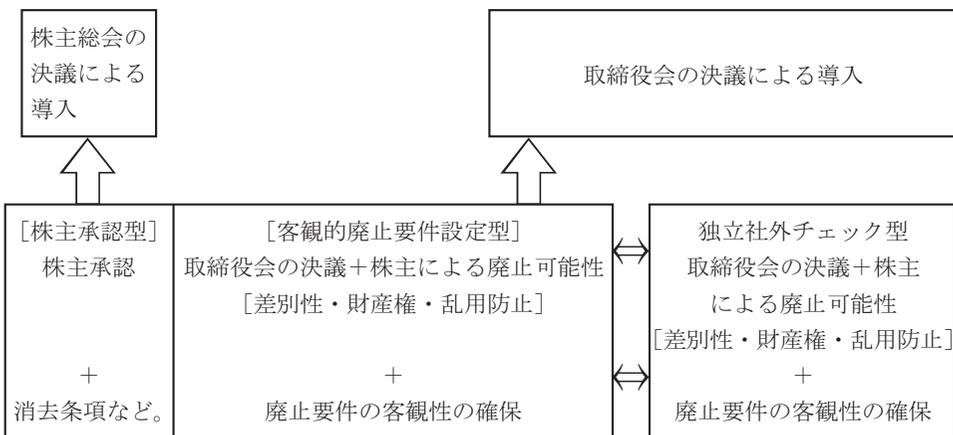
すなわち、これまでの法は、「すべて譲渡制限付株式であるか」（非公開会社）、あるいは「すべて譲渡制限付株式ではない」（公開会社）、ということを基準としていた。これに対して、新会社法は、「株式発行と譲渡制限付株式」につき、一部譲渡制限付株式の株式発行があっても公開株式会社であるとしている。これは公開株式会社（観）についての革命的ともいえる転換を表現しているのではないか。そして、かかる公開株式会社には、権利内容からすると9通りに分類できると考えられる種類株式を設定している（伝統的な利益配当〔剰余金分配〕・剰余財産分配・議決権制限株式に加えて、取得請求権付株式・取得条項付株式・全部取得条項付株式・拒否権付株式、などをもうけている。）

さらには、すでに最近でも、話題となったように拒否権付株式としての黄金株のようなことが問題となる。何故、ここまで公開概念を否定するかのごとく議論が先行してなされるのか。それだけ買収圧力が作用していることへの対応なのかどうか。

かかる極端には到達しなくても、少なくとも、これらの種類株式の巧妙な組み合わせによって、様々な権利内容が、「新たに・事実上」、創出されることはないのだろうか。この点に、株主総会を重要視したとしても、事実上、形骸化されるベクトルが強く作用しているのではないのかと考えられるのである。それは、例えば、そもそも剰余金配当が取締役会の権限とされるなどのバランスからすると、そうした危惧を抱かざるをえないのである。

以上、ア～カに関わって、平時－有事のガバナンスに関して、今後の展開に注目していきたい。

(図-4). ～平時導入・有事発動型防衛策の考え方～ (出所: 日経金融新聞・05年6/3)



引用文献

- [1]、『週刊ダイヤモンド』（2004. 11月6日号、「～特集、暴走三井住友銀行～」38頁）
- [2]、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]、拙稿「金融危機と『資本』のガバナンス」（『商経論集』第38巻第1号、2002年）
- [4]、拙稿『米国型公開株式会社体制論～「株式所有の分散体制」の研究～』（『商経論集』第39巻第3号、2004年）
- [5]、拙稿「支配とコーポレートガバナンス」（『商経論集』第40巻第4号、2005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]、浜田道代「会社立法の歴史的変遷」〔中央経済社編『新「会社法」詳解』に所収、18頁、2005年〕
- [8]、柴田和史「株式移転における株主代表訴訟の問題」（『判例タイムズ1122』所収、2003年）
- [9]、上村達男「企業買収論議の死角」（『世界』2006年. 1月号. 97頁）

[参考文献]

- [1]、Adolf A.Berle,Jr.,Gardiner C.Means, The Modern Corporation and Private Property, 1932.
- [2]、The theory of Business Enterprise, [The Collected Works of Thorstein Veblen, 1994]
- [3]、ポール・ミルグレムとジョン・ロバーツ『組織の経済学』NTT出版、1997年（Paul Milgrom/John Roberts, Economics, Organization & Management.）
- [4]、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）
- [5]、鈴木芳徳『信用制度と株式会社』新評論、1974年。
- [6]、宮本光晴『企業システムの経済学』新世社、2004年。
- [7]、青木 昌彦『経済システムの進化と多元性』東洋経済新報社、1995年。
- [8]、Michael C.Jensen, Eclipse of the Public Corporation.,1989. (R.I.Tricker (edited) Corporate Governance, 2000、に所収)。
- [9]、下谷正弘『持株会社解禁』中公新書、1996年。
- [10]、浜田道代「新株引受権騒動への緊急対策」（『日本会社立法の歴史的展開』商事法務研究会、1999年、に所収)。
- [11]、早房長治『だれが粉飾決算をつくるのか』廣済堂出版、2001年。
- [13]、神田秀樹『会社法』（第六版および第七版）、弘文堂、平成17年。
- [14]、河本一郎『新訂第九版 現代会社法』商事法務、平成16年。
- [15]、宮島司『新会社法エッセンス』弘文堂、2005年。
- [16]、太田洋・中山龍太郎編『敵対的M & A対応の最先端』商事法務、2005年。
- [17]、徳本 穰『敵対的企業買収の法理論』九州大学出版会、2000年。

[主に、実務に関わる参考文献]

- ①、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。

- ②、日本経済新聞社編『UFJ三菱東京統合』日本経済新聞社、2004年。
- ③、中東正文・佐山展生・大杉謙一（他）編『M&A攻防の最前線』金融財政事情研究会、平成17年。
- ④、松本真輔『新会社法・新証取法下における敵対的企業買収と防衛策』税務経理協会、平成17年。
- ⑤、神田秀樹監修『敵対的買収防衛策』経済産業調査会、平成17年。
- ⑥、弥永真生『リーガルマインド会社法～第9版～』有斐閣、平成17年・9月。
- ⑦、別冊商事法務編集部編『企業価値報告書・買収防衛策に関する指針』（別冊商事法務No. 287、商事法務、平成17年）
- ⑧、末永敏和・四宮章夫編『企業防衛法務と戦略』民事法研究会、平成17年。
- ⑨、神田秀樹・武井一浩編『新しい株式制度』有斐閣、2002年。
- ⑩、滝川好夫『「大買収時代」のファイナンス入門』日本評論社、2005年。