

緊急シンポジウム

企業社会を揺るがす近時の事例を巡って

——ベルシステム24・UFJの第三者割当増資等を素材に——

〈日時〉2004年11月20日 15:00～18:30

〈場所〉早稲田大学14号館403教室

〈報告者〉

松山 遙氏（日比谷パーク法律事務所パートナー・弁護士）

上村達男氏（本研究所所長・早稲田大学法学部大学院法務研究科教授）

〈コメンテーター〉

稲葉威雄氏（早稲田大学大学院法務研究科教授、前広島高裁長官、元法務省民事局審議官）

末村 篤氏（日本経済新聞編集委員兼論説委員）

〈テーマ（報告者別）〉：

松山 遙氏「ベルシステム24の第三者割当増資について」

上村達男氏「UFJの統合基本合意書と優先株発行について」

○上村 3時を少し回りましたので、本日のシンポジウムを始めさせていただきます。このシンポジウムは、21世紀COE「企業法制と法創造総合研究所」が主催するものです。そもそもCOEとは何かというようなことは、皆様のお手元にパンフレットがあるかと思えますので、ごらんいただきまして、こちらでいろいろご説明することはいたしません。ただ、本当の意味での独立系の研究所、あるいはシンクタンクとして、早稲田大学の建学の精神であります、学の独立というものを発揮した研究をしたいと思っている研究所でございます。特に法創造ということに力点をおい

ております。新しい時代にふさわしい理論を、いろいろ総合的な観点から構築していこうという研究所でございます。

本日はこのCOEの研究所と早稲田大学名誉教授の酒巻俊雄先生を中心とする商事法研究会との合同企画という形になっております。ちょうど本日は商事法研究会の定例の研究日にあたりますのでそのような形にさせていただきました。

ところでさまざまな問題が「原則禁止」とされてきた企業法制が「原則自由」に変わりまして、法律学の役割も使命も大きな転換を余儀なくされているように思われます。原則自由ですから、おそらくは予想もつかないようないろいろな問題が次から次へと出てくるだろうと思われます。こうした状況の下でわれわれにとって必要なことは、今後の日本の企業社会にとって、長く存在し続けるような基本的なルールを一つ一つ確認し、あるいは創造していくことが一番大事なことであり、研究所としてもっとも番関心を有しているところでございます。

昨日の『フィナンシャルタイムズ』に、私は何も申ししていないのですけれども、このシンポジウムのことをホームページで見たようでして、記事が出ました。そうしましたところ、昨日だけで50件ぐらい問い合わせがありました。立ち見でも良いからどうしても出たいという方がたくさんおられまして、その関心の大きさを痛感した次第です。もとより本日はあくまでも学問的に物事を考えていくという研究会としてこの企画を作ったもので

あります。もっと大きな会場とも思いましたが、そういう趣旨からこの程度の会場とさせて頂きました。

途中で休憩を入れまして、前半の部と後半の部と2つに分けます。前半は日比谷パーク法律事務所のパートナー弁護士で、元裁判官でいらっしゃいます松山遙さんに最初にご報告いただきます。そのあと私からご報告いたします。後半は質疑応答になりますが、コメンテーターとして、早稲田大学の大学院法務研究科の教授で、法務省の民事局で会社法の立法作業をずっと担当してこられたことでも有名な、また広島高裁の前長官でもあられます稲葉威雄先生、そして日本経済新聞の論説委員兼編集委員でいらっしゃいます末村篤さんをお招きしております。そのあとは、フロアの皆さんともども質疑応答をする。このような段取りでやらせていただきたいと思います。

会場が狭いですが、恐らくびっしりになるはずですが、今のところまだ前のほうが空いているようです。

それから、このシンポジウムの記録を機関誌に掲載する予定でありますので、今日のところは録音はお控えいただきたいと思っております。

それでは、早速でございますが、松山遙弁護士から、ベルシステム24の第三者割当増資につきまして、40分ぐらいお話をしていただきたいと思っております。それでは、よろしくお願ひします。

○松山 ただいまご紹介にあずかりました弁護士の松山と申します。どうぞよろしくお願ひいたします。私のほうで発表させていただきますのは、ベルシステム24とCSKということです。今年の夏、新聞報道などもされておりましたので、ご存じのかたも多いと思いますが、ベルシステム24というところの行った新株発行について、第三者割当増資についての差止めの仮処分を担当した弁護士で

ございます。

この第三者割当増資の事件については、著しく不公正な発行に対する差止仮処分ということ自体が珍しいうえに、そのような解釈としても限界的な事例であるというように一般的に言われています。それから最近はいろいろと経産省などと言っている企業防衛のための仮処分の在り方とか、あるいはこれからグループ経営ということになっていく中で、子会社の管理をどのように考えていくのかとか、いろいろと会社法の解釈の中で示唆に富む事案ということで、本日このような発表の機会をいただきました。

私のほうはこれを担当して、CSK側の代理人だった者として、結局仮処分のほうは認められないという結論に終わった、いわば敗軍の将ということになります。ですので、最初の私の発表からは、基本的には客観的な経緯、どのような内容の差止仮処分だったのかということと、報道されているのは新株発行の差止仮処分だけなのですけれども、それ以外に議決権行使禁止の仮処分とか、違法行為差止仮処分などもやっております、そのようなものも絡んでおりますので、一連の経緯がどのようなことだったのかということをおのほうからご報告させていただいて、あとはコメンテーターのかた、あるいは会場の皆さんの活発なご議論の材料にさせていただければと思っております。

まず、「ベルシステム24の第三者割当増資について」と書かれたレジュメを見ていただきたいのです。そもそもこのベルシステムとCSKというものがどのような会社なのかということ、ここで概略ご説明しておきます。

新聞などでは、いわゆる「子会社の反乱」というような形でよく言われているのですが、これは商法上でいわゆる子会社ということではなかったのです。ベルシステムという会社は、概略はここに書いてあるとおり、資本金が100億4,500万円、発行済株式数489万何がし、売上高、経常利益はこのぐらいの会社の

上場会社であるということです。CSKというのは、ここに書いてあるような形でもう少し規模が大きく、グループ経営ということで、システム運用とかITアウトソーシングなどをやっている会社ということになります。

ベルシステムの資本構成のうちの約42、43%になるのですか、489万8,700株のうち204万4,000株をCSKグループで保有しているという形になっております。ですので、商法上の子会社ではありませんが、招集通知等では重要な関係会社ということで、経営の報告をしているという関係にあった会社でございます。

このような資本構成になっている経営なのですが、ここには書いておりませんが、CSKは直近にベルシステムの株を購入したということではなく、初めて株を持ったのは平成元年、今から15年ほど前に初めて購入しました。購入した経緯は、ベルシステム24が非常に苦しい経営状況になったところを、CSKグループの総裁といいますか、大オーナーでありました大川功氏が支援するという形で株を持ったのがきっかけということでございます。そのあと、平成2年の株式分割、それから平成8年ころに若干の買増しをいたしまして、現状CSK単独で39.2%、子会社を含めて42%ぐらいの株式を保有しているという形の関係になっておりました。

役員構成につきましては、ベルシステムは取締役5名。うち1名が社外取締役で、その社外取締役をCSKの代表取締役会長が兼務しておられたという関係になっております。

このような関係の会社の中で、どのような経緯で新株発行に至ったのかということがレジュメの2ページ目に書いてございます。もう少し昔から、いろいろとこのような支援ということでCSKが入ってきて、ベルシステムとしては、独自路線で何とか立て直してそろそろ独立したいという気持ちも、もしかするとあったのかもしれないのですが、そこは40%をCSKに持たれているということで、

いろいろと以前から役員関係についてはやり取りがあったようなのです。

直近のところでは、平成10年の8月に役員構成について、やはり一悶着あったことがございます。8月というのは、ベルシステムという会社は5月決算で8月総会の会社でございますので、8月がよく出てくるのです。このとき執行役員制を導入するに伴って、取締役の減員ということになったのです。そのときにCSK側から「過半数派遣」という申し入れをしたところ、「それは困る」ということで拒否されて、結局折衝の末に1名をCSK派遣、いわゆるCSK代表取締役社長を社外取締役にするということが合意いたしました。

その後、グループ経営ということが昨今よく言われている中で、CSKのほうもそのような形でベルシステムに関係会社として、いろいろと業績や方針の報告などを求めたりしてきたのですが、今年、平成16年の1月ぐらいから、ベルシステムという会社の成長性がやはりだんだん落ちてきた。基本的には、ここはテレマーケティング・サービスというコールセンターの運営をしている会社だったので、業績は非常によく、最近ずっと成長してきていたのですが、やはりそれが競業会社もたくさん出てきて、だいぶ止まってきた。いわゆる鈍くなってきたので、やはりもう少しきちんと成長戦略を立てるべきではないかというようなことを再三申し上げるようになったわけなのです。

その中で、やはりそのようなところからあつれきといいますか、そのようなものが出てきまして、CSKとしてはもう少し経営体制を刷新したいということで、前回の役員選任から、16年の8月が役員改選期だったので、その時からまた過半数の役員派遣ということをもう一度申し入れました。それを正式に申し入れたのが16年の6月3日ということになります。

ところが、ベルシステムのほうからは当然

ながら何の回答もなく、役員の数等について折衝がないまま、別に何の回答もないままにずっと来てしまいまして、CSKとしては、「どうも何かベルシステムは何もやってくれそうもない。このままいくとまた役員ということで派遣を受け入れてもらえないのではないか」ということで、ここで株主提案権を行使するという形になりました。これが6月18日であります。このときは取締役をCSK過半数、監査役にもCSK派遣を1名、そして取締役の任期を1年に短縮するという議案を株主提案権として提案したということになります。

ここからいろいろと本件の動きは始まっているのです。このあとグレーで少し網掛けをした部分は、裁判になってから相手方の主張によって分かった部分ということです。ベルシステムはこの6月18日、同時に、ここの「GS」と書いてあるのは「ゴールドマン・サックス」の略を「GS」と書いてしまったのですが、ゴールドマン・サックスという会社を通して、「ソフトバンキングBBと業務提携しませんか」という打診を受けたということです。その後、ソフトバンクBBの社長と面談し、さらにソフトバンクの社長と面談して、7月以降業務提携に向けた交渉を開始した。これが裁判の中で明らかになった先方の経緯でございまして、そのようなところがあったということなのです。

私達と申しますかCSK側としましては、株主提案権を行使して、結局そのあと「役員改選についていろいろと交渉したい」と、何らかの申し入れがあってもしかるべきではなからうかと思って待っていたのですが、何も音さたもなく、この間、実は7月の10日ぐらいに、ベルシステムのほうに関係のある方から、「どうもベルシステムが第三者割当増資を計画しているようですよ」というような情報が実はもたらされています。

それで、このあたりから、もしかすると第三者割当増資になるのではないかということ

で、私達が相談を受けたのも本当に14日、15日ぐらいだったのですけれども、そのあたりからだんだん状況が緊迫してきまして、どうなるのかと思っていましたところ、16日にCSKの社長であるベルシステムの社外取締役のところに臨時取締役会の招集通知が届きました。

これは8月の定時総会開催の件、決算の件、それに加えて「重要事業計画とそれに関連付帯する事項決定の件」という議題で招集通知が来ました。これについては、直ちに、「重要事業計画なんていうのは今まで一度も聞いたことがないけれども、何なんだ」ということで問い合わせをしたのですが、何も応答がなく、このあと7月の3連休を挟みまして、7月20日に取締役会が開催されたという形になりました。

この取締役会で、当然のように今回問題となった「第三者割当増資をしますよ」ということが決議されまして、同日20日付でベルシステムとソフトバンク、さらにソフトバンクBBとの間の基本合意書が締結されたということになります。裁判の経緯で言えば、この日に直ちに新株発行の差止仮処分を申し立てて、ここからが裁判ということになりました。

さらに、経緯としましては、これが若干法律問題として絡んでくるのですが、翌日にベルシステムにおいては基準日公告をしています。これは何かというと、定時総会のほうで今回の新株発行によって新しく株主になったかたについては、基準日を8月6日とする。いわゆる5月の末が定款に定められた基準日なのですけれども、新株発行をした場合の新株主についてだけ基準日を8月6日として定時総会に議決権を行使させます、という基準日公告が7月21日にされました。そして、8月30日に定時総会が開かれる。これが大体の時系列ということになります。

肝心の新株発行の内容ですが、どのような内容であったかということ、3ページをご

らんになっていただきたいのです。発行する株式の種類および数が、普通株式520万株ということになります。それを1株につき2万500円で発行するというので、発行総額が実に1,042億6,000万円という、かなり天文学的数字の第三者割当増資をします。それを引き受けるのは、日興プリンシパル・インベストメンツという会社の100%子会社であるNPIホールディングスというところになります。払込期日は8月5日になります。

この520万株というのは、1ページ目のところの発行済株式総数と比べていただければ分かるとおおり、現発行済株式総数以上の株式数でございます。これを発行することによって、現状40%を持っていたCSKの株式は19%に転落する。かわりにNPIホールディングスが51.5%という過半数を掌握する。そのような形の新株発行になっていました。また、発行総額につきましては、ベルシステムの総資産額の2倍、資本金額の10倍ということでありまして、売上高が622億円、経常利益のほうは86億円という会社ですから、非常に規模の大きい発行総額であったということがお分かりいただけると思います。

さらに、その新株発行を一体何に使うのかということが、基本的にはその資金調達の合理性・必要性ということに絡んでくるのです。それが何なのかということが、裁判の中で出てきました基本合意書を見ますと、ソフトバンク・グループとの間で包括的な業務提携をして、ソフトバンクBBという会社の子会社であるBBコールというところの株を買います。そして、そのBBコールというところで、ソフトバンク・グループのコール業務というものを受託して、それに伴ってシステム等のリースを行う。言葉だけで説明するとちょっと分かりづらいのですが、そのようなものになっております。その内容が、別紙という形で、「スキーム全体像」と書いてあります。これをごらんになっていただくと、若干流れがわかるようになっていきます。

これを見ていただきますと、まずNPIホールディングスからベルシステムに増資する金額が1,030億円。これは1,042億円が発行総額なのですが、間の12億円はいろいろなアドバイザーに対する仲介料などで払うという想定で、ベルシステムに入ってくるのは1,030億円という計算だったのです。その1,030億円に、自己資金、内部留保分の250億円を合わせた1,280億円というものについて、いろいろと資金用途があるのです、というご説明でありました。その中に、まず一番上のところに688億円とありますが、BBコールという会社の株式を買います。それが500億円です。さらにその会社がソフトバンク・グループから188億円の借り入れをしているのですが、その借り入れも肩代わりしますということで、BBコールという会社を取得するのに688億円がかかります、というご説明でした。

このBBコールという会社は何をする会社かといいますと、元々はソフトバンク・グループの休眠会社だったのですが、今回のこのスキームをするにあたって、その休眠会社のほうにソフトバンク・グループのほうでやっているコールセンターにかかわるインバウンド、アウトバウンドという仕事があるのですが、それに関する営業権というものをソフトバンク・グループのほうから譲渡する。そのような営業権がある会社として、500億円プラス188億円の肩代わりで688億円で会社を買います、というスキームのご説明でした。

インバウンド、アウトバウンドということが何のことか、多分一瞬お聞きになっただけでは分からないと思いますが、ごく簡単にご説明しますと、コールセンターというところは何をする会社かということ、電話をかける作業と電話を受ける作業をする会社です。例えばクレームとかの対応でお客様相談室のようなものがいろいろな会社、例えばメーカーさんとかでありますと、そのようなところで電

話を受ける作業を自前でやらずに、そのようなコールセンター会社に外注しているのです。そのようなところをいうということ。さらに電話で「何とか買いませんか」とか、「こんなマンションありますよ」と営業したりすることもあると思うのですが、そのような電話をかける作業というの、会社はこのようなコールセンターに外注しています。

インバウンドというのは電話がかかってくるのを受ける作業で、アウトバウンドというのは自分からかける作業というように単純に理解していただければいいのです。そのような電話をかけたり電話を受けたりするというものを外注する。その外注する業務です。その部分をやるということでございます。

ソフトバンクという会社は、今いろいろと通信系で非常に急拡大していらっしゃいますので、そのような関係で、電話を受けたりかけたりする業務が非常にあります。さらに、このあとソフトバンクの方で、これから展開する事業の関係でお客様に対してそのような形で電話をかけて、通信機器の切り替えなどを案内しなければならぬという仕事があったそうで、そのような業務を受注する。その事業というのが、やはりコールセンター会社にとっては非常に、ソフトバンク・グループは非常に大きい会社ですので、大きい。それを全部包括的にBBコールというところに任せて、それをベルシステムのほうがやる。それでソフトバンク・グループとの包括的業務提携ということになっていました。

それに伴って、この中の黒矢印で、ベルシステムあるいはBBコールというところからソフトバンク・グループのほうに流れている、左から右への流れの矢印があるのですが、それがお金の流れなのです。まず今言ったように、BBコールの株式取得と借入金の肩代わりで688億円を払うほかに、BBコールでインバウンドという業務をするにあたって、何か資産が必要。電話をこれは受けるほうで、その電話を受けるためのいろいろな機材があ

るとすると、そのようなものを全部43億円で借り受けます。この矢印の上から3本目ですが、インバウンド資産の代金43億円、それをBBコールからソフトバンクに払いますというのがありました。

そのかわりに、今度、点々点々という形で、ソフトバンク・グループのほうからBBコールのほうに流れている流れの中で、②と書いてあるところと⑤と書いてあるところのインバウンド業務委託、アウトバウンド業務委託料というものがあると思うのですが、これはそのように包括業務提携をすることによって、今後ソフトバンク・グループからBBコールにお金が入りますという形の流れになっています。

ですので、ソフトバンク・グループとの包括的な業務提携という流れで言いますと、そのような形で、BBコールの業務の営業権を、株式を買うという形で買って、資産を43億円で買う。そのかわりに、このあと5年間という期間限定の契約だったのですが、5年間業務委託料が入りますという包括的業務提携になっていたのです。

それだけですと、全然1,030億円も増資する必要がないわけで、それ以外に何かいろいろとくっついていて、それが包括的に不可分一体なのだということの方々が主張してきたのです。その2つのところが、真ん中のところの③、④というところで書いている通信機器の購入代金とリース料というの、それから一番下の⑥、⑦というところのシステムのリース料、システム購入代金ということなのです。「この2つは一体何ぞや」ということを聞きましたところ、通信機器というものはコールセンター業務に必要な通信機器ということでは全くありません。ソフトバンクのほうやっぺらいらっしゃる通信事業の関係で、何かこれを、詳細はあまり分からないのですけれども、つけ替えをしなければいけないということで、それをソフトバンク・グループとしてはお客様のほうに、何か斡旋してい

なければいけないのです。その斡旋のために、アウトバウンド業務という電話をかける作業が必要になるということだったのです。そのための通信機器、いわゆるお客様のほうにどんどん斡旋していかなければいけない通信機器というものを、BBコールという会社のほうで、セールス・アンド・リースバックをしてあげましょうというのが、この③、④でございます。

これは、よそから、日本テレコムからなのですけれども、たしか買うのは。通信機器をBBコールのほうでいったん買ってあげて、それをまたこのソフトバンク・グループのほうにリースする。5年間のリース料を払ってもらってリースしますということで、いわゆる本当にリース契約で言うところのセールス・アンド・リースバックということで、これをやりますという形で、この代金がなんと592億円もかかりますということでございました。

さらに、⑥、⑦は何かというと、やはりインバウンド業務、アウトバウンド業務をするにあたって、ソフトバンクのほうでいろいろと、情報漏えい事件などもありましたので、システムをきちんとしたものを作るということで、それをいったんBBコールのほうでIBMとかから買ってリースしてあげます。ソフトバンクにリースするというので、これはIBMからシステムを買って、ソフトバンクにリースします。同じようにこれも、先ほどの通信機器のAGWというのも5年ぐらいなのですが、5年ぐらいでリース料を返してもらいますという形になっていて、この代金が244億円かかるということなので、トータルで1,280億円もかかって、第三者割当増資の計1,030億円と自己資金250億円が必要なのです、ということでございました。

3ページのほうにまた戻っていただきます。それが資金の用途ということで、しかもお金を払う時間が非常にタイトに迫っていました。もう8月中、定時総会の前にシステムの購入

代金とか通信機器の購入代金を払わなければいけない、株式の代金も払うというような形になって、非常にタイトなスケジュールになっていたのが特徴的です。これが資金の用途ということですよ。

さらに、次に基準日公告の内容をちょっとここで書かせていただきました。7月21日にした基準日公告というものが、いわゆる内容を読んでいただければ分かるのですが、第三者割当増資により株主になった人だけ議決権が行使できます、従前の株主さんについては、5月31日という基準日から7月のこのころまでに、いろいろ株式の譲渡なども実はあったはずなのですが、そのような形で取得した新たな株主はだめです、第三者割当増資の株主さんは議決権を行使できます、と基準日公告に載っていました。

以上が大体の事実の流れでございまして、これについて私達のほうで仮処分を3件ほど申し立てたという形になっています。

ここの中身はもう大体かいつまんで申しますと、新株発行差止仮処分につきましては、7月20日直ちに申し立てた分でございます、申立の理由としては、この新株発行はまず「著シク不公正ナ発行」に当たります、ということを主張しました。

まず、理由の第1としましては、CSKのほうから役員選任という株主提案権を行使したあとで急きょ検討され始めたものである。これは明らかに第三者割当増資をして議決権を低下させるためではなかったのか。いわゆる支配権について何か争いが生じた後の話ですね、ということを主張しました。

さらに、基準日公告を非常に不自然といえますか、タイトなスケジュールの中でやっている。いわゆるこの新株主だけについて議決権を付与するというところにこだわる理由というのは、やはり8月末の定時総会の多数派を握らないと意味がない。そのようなことを意味しているのではないですかということ。それから、スキームの流れとしても、資産規模

からきてあまりにも巨額であり、1,042億円という増資をして、1,000億円を超える投資をするというときに、これはほとんどもう検討している期間がないのです。7月から突然話が始まって、社外取締役のCSKの役員のほうは、とにかく取締役会当日に初めて説明を聞きました。それ以外の取締役にについても、せいぜい4、5日前、1週間前に話を聞きましたということでありまして、ほとんど何も検討していない。1,000億円を超える投資をするのに、このようなずさんな短期間の決定ですというのはやはりおかしい、議決権の比率を低めるための増資であろうということを主張しました。

最後に、今ご説明したような資金使途です。これは訴えたあとに明らかになったわけですが、全くこれほど要らないのではないのか。もし包括的業務提携をするのであれば、その部分だけでよく、通信機器のセールス・アンド・リースバックとかシステムのリースとか、そのような関係のないものをどうしてやってあげる必要があるのか。ソフトバンクの言うなりに、なぜそのようなファイナンスをつけてあげる必要があるのですかということを主張しました。これが著しく不公正な発行のほうの理由です。

それ以外には、「法令・定款違反」ということも併せて主張しました。これは、やはり1,000億円を超える巨額の投資を、何ら資料も配付されないままの1回の取締役会で決議している。資料が配付されないというのは、このベルシステムという会社の取締役会というのは、プロジェクターに資料、スキームを映して説明して、「はい、それで終わり」という形なのです。取締役の手に資料というものが配付されない形式で、取締役会が運営されていたということで、それはやはり十分な審議を尽くしていないですから、取締役会の善管注意義務違反ではないのですかということ。それから、先ほども申し上げたとおり、1,000億円の投資のうちのかなりの部分が

リースに使われているのです。今回の事業計画でこれほど利益が上がるのですと先方が主張している部分、つまり半分ぐらいはリースによる営業利益であろう。だけれども、リースを組んであげることによって営業利益を上げて儲けるという仕組みは、ベルシステムの定款には入っていないでしょう。リースをやる会社ではなくて、ここはコールセンターの会社なので、リース事業でそれほどお金儲けをしようというのは、そもそも定款に定められた事業目的の範囲外なのではないですか、ということを主張しました。

それに対する反論としましては、その下に書かれたとおりで、たまたまその時期に業務提携の提案を受けたのだ。ソフトバンクとの業務提携というのは非常にビジネス・チャンスであるので、これを短期間でやったのはやむをえない。さらに、リースについてなぜやるのかというのは、ソフトバンクから「これをやってくれなかったらやらないよ」と言われたのだからしかたがない、不可分一体のもので、ということを主張されていました。さらに基準日公告というのは、定款に「なお」という臨時総会用のモデルによくある一般的な規定なのですが、その定款規定に基づいているのだから適法かつ有効です、ということを主張されていました。

それから、法令・定款違反のところについての短期間なのは仕方がなくて、経営判断というのは短期間でやらなければいけないときもあります。定款の事業目的というのは、判例上は非常に広く解釈されているのだから、リースなどというものは付帯事業でいいのです。さらに次期定時総会で定款変更します、ということを反論されたということになります。

これに対する東京地裁の決定が5ページ目に書いてあります。東京地裁の決定は非常に迷いながらも、やはり支配権維持が主要な目的とは言えないでしょうという結論になったということです。

まず、第一として、「ベルシステムの現経営陣の一部がCSKの持株比率を低下させて、自らの支配権を維持する意図を有していたことが推認できないではない」というように言っています。それはやはり支配権争いがある中で、持株比率を低下させるという態様でなされている。しかも議案提案、株主提案を受けたあとに検討が始まっています。しかもこの検討の中には非常に不自然なことに——これは決定の中でも認めているのですが——事業内容を検討するよりも前に増資の金額の規模が先に決まっていた。いわゆる「1,000億円増資するのだ」という話がまず最初にあって、そのあとに事業計画の検討がされていますね、それはやはりおかしいのではないですかということ。それから、この1,000億円ということは、将来の方向性を左右するようなすごく大きな事業計画であるにもかかわらず、やはり検討期間が短すぎる。決めた取締役会よりも前には1回も審議は行われていないし、取締役会の招集通知を見て問い合わせをしてきたCSKの社外取締役に対して、何も説明をしなかった。結局3日間、「いつでも連絡をしてくれ」と言ったにもかかわらず、何の回答もなかったということと、それから基準日の公告をやはり新株主だけにしていますね、ということを挙げています。

しかしながら、事業計画のほうについてはやはり一応の合理性があるのではないかと。というのは、これがソフトバンクのほうから提案されたいということ。それから、7月1日以降は連日交渉していたということ。それから、交渉の中で増資額が若干減額されている。債務者にとって有利な修正も行われたのではないですか、そして、実際に7月20日にやはり基本方針は締結されたのではないですか、ということです。

それから、日興プリンシパル・インベストメンツのほうで、増資の新株の引受けに対して事業計画を分析しているでしょう。それは日興プリンシパルがお金を出すと言っている

以上、合理性があるのではないですか。同じく公認会計士のほうも、株式の譲受価格は妥当なのではないかというような意見書が出ているということ。それから事業計画の中で見れば、5年間営業利益が上がるようになっていないですか。そのようないろいろな諸々のことを判断して、一応の合理性はあるのではないかと。ということで、支配権維持が主要目的ではないでしょうかという結論になったということでもあります。

これに対して、私達のほうとしては、直ちに抗告をするとともに、それ以外の議決権行使禁止と違法行為の差し止めをしました。控訴審のほうでは、即時抗告のほうはもう本当に時間がなくて、一瞬で決定が出たのですが、やはりそうは言えないですよ、原審維持ですということでした。控訴審のほうはもっと厳し目で、支配権の維持が唯一の動機だったなどというようには認められませんが、「唯一の動機」ということを判断の中に少し入れているのです。さらに、唯一の動機だったとは認めがたいうえに、やはりそれが優越するものであったとも言えないので、結局、著しく不公正な方法による新株発行ではないですということが結論でありました。

私達のほうで、控訴審で主張したもののうち、定款違反については、直ちに目的の範囲内の行為に当たらないとは言えないでしょうと、いわゆる最高裁の判例にのっとって広く解釈しているということ。それから、善管注意義務違反については一応検討されているから、善管注意義務違反ではないでしょうということ以上に、これはどうなのかと思ったのですが、「商法280条の10の法令違反には、善管注意義務違反や忠実義務違反は含まれるとするには疑義がないではない」ということなのです。これは本当にそうなのかどうかと思ったのですが、そのような形で私達の主張は退けられて、控訴審のほうでも原審維持ということになったということなのです。

その下に参考として忠実屋・いなげや事件

の決定をちょっと一応書かせていただきました。この決定によれば、「特定の株主の持株比率が著しく低下されることを認識しつつ、新株発行がされた場合には、正当化させるだけの合理的理由がない限り不公正発行なのだ」ということを言っていたので、もう少しこの線でいけば、何とかギリギリいけたのではないかと私達は思っていたのですけれども、今回東京地裁、東京高裁の決定は、やはりそうではないですという決定になったということです。

だいぶ時間が来てしまったのですが、次に、併せてやった議決権行使禁止仮処分と、違法行為のほうが何かということを上申します。これは、新株発行のほうだめですとなったときに、私達のほうでそれを受けて申し立てたということなのです。目的としては、NPIホールディングスが払い込みをしたとしても、議決権行使ができなければ、結局多分先方さんは意味がなくなってしまうだろうということです。NPIホールディングスさんも、もし議決権の行使ができないということになると、結局1,000億円もお金を出さないね、ということです。ここが勝てれば、結局新株発行は勝てたのも同様ということで、議決権行使禁止仮処分ということを上申したのです。

その根拠は何かといいますと、結局、定款で定時総会の基準日は5月末と決まっているのに、新株発行をした新株主についてだけ基準日を新たに設定することができるのかどうかということが争点になっています。これは、従前、平成13年の商法改正以前とそのあと、いわゆる現行商法では多分解釈が違うと思うのです。いわゆる平成13年の商法改正のときに、基準日制度というのは、一定の日現在の株主名簿に記載された株主が議決権行使できると確定する制度なのだ。会社の裁量で基準日のあとにいろいろ新株主の議決権行使とかはできないのです。そのような判断のもとにいろいろと新株予約権のところとかの法改正がされたということです。これは立法担当

者によるそのような解説が出ている。そうすると現行の商法のもとではそれが基準日制度の制度趣旨である。

そうすると、定款で基準日を定めてしまった場合には、定款変更しないと基準日は動かせません、定款でいったん決めているのだから。これも本章の解説にあるのです。ただ、株主のほうで基準日の変更を許容して、定款に基準日が変えられますという「定時総会の基準日をこう決めましたけれども、これと異なる日に変えることができます」というような規定があれば変更することもできます、というような形で解説されているということです。そうであるとすると、この会社の定款規定というのは、定時総会の基準日をずらすというのではなく、「臨時総会の基準日をなお定めることができる」と書いてあるだけの定款なので、この定款規定で今回のような基準日変更は認められません、ということをまず主張しました。ただ、このところはいろいろと、それでもできますというように書いた弁護士の先生の解説書などもありまして、非常に説が分かれているところです。

さらにもう1つ、私達のほうで主張したのは、基準日の変更というのは一律で基準日を動かすのだ、基準日というのはある一定の日現在の株主名簿の中の株主を議決権行使させるということで、その中から一人だけ選んで、「この人の基準日だけこよ」とやることは認められないでしょう、基準日制度の趣旨とは違うではないですかということ、それから、そもそもそれは非常に不平等であることを主張しました。つまり、基準日のあとに株式を譲り受けた株主というのはほかにもたくさんいるのです。新株発行によってではないですけれども、上場会社ですので、その間流動していますので、そのあとの新株主がいる。つまり8月6日現在の新株主というのは、ほかにもたくさんいて変更されているにもかかわらず、新株発行の新株主だけを基準日として、その人だけに議決権を行使させる理由という

のはあるのか、そこまでやるからには、やはりそのようなことをちゃんと明らかにして、定款にそのようなこともできますというように定めていないとだめなのではないですか、それは株主の平等原則に反するのではないですかということを主張して、つまり、今回の基準日公告は許されない。今回の基準日公告が許されなければ、結局この8月末の定時総会の議決権行使できる株主にNPIホールディングスは入りませんね、ということを実証しました。

これに対して、先方からは、基準日制度というのは会社のための便利な制度なのだからいいのです、ということを実証されました。株主の意向をできる限り反映しようとしているのではないですか、大株主の意向をできる限り反映させようとしているのではないですか、しかも定款のほうには「臨時に基準日を定めることができる」とあるのだからこのようにしたのです、ということを実証していたということです。ただ、これについては、判断が出る前に払込期日の前日に当事者間で和解が成立して取り下げるということになりましたので、これについての裁判所の判断は出ていないというのが現状になっています。

違法行為のほうについては本当に簡単に、先ほどから申し上げているとおり、定款の目的の範囲外なのではないですかということ。定款の目的の範囲というのは、やはり出資する側からすれば、その会社が一体どのような事業にそのお金を使うのか、それを縛るものである以上、コールセンターの会社にお金を出資していると思っていたら、あるとき突然何百億円という規模でリース事業を始められて、「そこでお金が儲かるからいいじゃないですか」ときても、「それはあんまりじゃないですか」と。

リース事業とかが付帯事業となるとしても、今回の244億円とか592億円という金額はあまりにも規模が大きすぎるということ。それから、リース業を付帯事業というのは、本業

にかかわるリース業ならともかく、今回のスキームはリース事業をやってそこから莫大な営業利益を上げようということで、ビジネスモデルというものがそもそも違うではないですか。コールセンターとリース事業は違いますね。そうすると、リース事業だから付帯事業でいいのですなどという理屈が通るわけがないではないですか、ということを実証してみたいのです。これは本案の抗告審のほうで「それは定款の事業に入る」と裁判所から言われてしまったので、どうも裁判所としては、定款の事業目的というのとはとにかく広く広く解きましょうという方向性なのかもしれません。これについても、地裁の決定は出ないで、やはり和解成立により取下げということになっています。

かなり時間をオーバーしてしまったのですが、一応私達のほうでやったベルシステムとCSKの仮処分事件の概要というのはい上のおりになります。

○上村 松山さん、ありがとうございます。後ほどいろいろと個人的なご意見を聞かせていただきたいと思います。

○松山 はい。

○上村 それでは、次に私から報告させていただきます。当初は今回の緊急シンポでは、ベルシステム24の問題とUFJの問題と想ったのですがけれども、その後西武鉄道とか日本テレビとか、その間にどんどん新しいトピックが入ってくるという状況でした。あまり時間がありませんので、やれる範囲で私なり感想を申し上げたいと思います。

まず、なぜこのようなシンポジウムをやるのかということでございます。これは最初に申しましたように、日本の企業社会を支えるにふさわしいルールを一つ一つ確立していかなければいけない。そのためには、さまざまな議論が多角的に行われる必要があります。

独立系のシンクタンクとしての性格も持つCOEの企画は無料でありますし、中立的な期間でありますからこうした問題に対して果たすべき役割があるはずと思ひまして、こうした企画を立てたわけであります。もとより中立・独立ということは独自の明快な見解を有することとは矛盾しないわけでありまして、そうした意見を積極的に開陳していくことも重要な役割と考えております。

弁護士さんはおそらくいろいろなことに生々しい形で関わっておられますので、何か意見を申しますと、それがどこかにとってプラスだったり、どこかにとってマイナスだったりします。しかし、また次のときには逆になつたりする。そのようなことはしょっちゅうありますので、そのようなことは気にせず考えていきたいと思いますということでございます。

まず、現在会社法学の大きな分岐点にあるのではないかとということですが、少し広い観点から確認しておきたいと思ひます。

まず、日本の企業社会は、証券市場を使わない社会、つまり銀行中心でありました。それから国民の欲求のレベルも非常に低かったということもありまして、官僚の指導は大抵正しかった。そして、国民大衆は組合が代表してきました。そして経営者はどうあるべきか、が問題ですからこうした部門の幹部同士のやり取りで企業社会が運営されてきたのです。それが今や、いよいよ証券市場が本格展開し、そして株式会社のガバナンスがそれを支えていくというような、本格的な株式会社の時代に急激に移ろうとしているのだと思ひます。

このようなときに、こうした4本柱の時代の感覚のままの経営者がそれに対応できないという事例が続出しているのではないか。西武の場合で申しますと、堤さんは「なんで公開したんだろう」というようなことを言ひまして、これが大方の心証を相当悪くしたようなのですが、こうした感覚のズレが目立つように思ひます。

もう1つは、従来は自己株式の取得も原則禁止でありますし、種類株もごく限定的なもの以外は禁止されていまして、もちろんストックオプションも禁止されておりました。あるいは証券のほうで申しましても、さまざまな金融商品開発の手法もかなり限定的でした。昔ですと、社債といえは社債で、「何とか何とか社債」「他社株転換社債」とか、中身はオプションでも社債とつけば社債だなどというものが増えてきており、また金融の証券化による新しい金融商品開発の自由も大いに拡大してきております。

つまり、一切が原則自由になってきた。今までの原則禁止の時代ですと、「これは例外的に認めていいのではないか」というような話ですので、法律家も左団扇で、A説・B説とやっけていてもあまり世の中がピリピリするような話はなかつたわけでありまして。

しかし、原則自由になりますと、欧米が100年、200年経験してきた歴史のプロセスを短期間で克服して、われわれが使いこなせる能力と仕組みを身に付けなければいけない。つまり、これは濫用であるとか、これは行き過ぎであるとか、これは事前にこのような仕組みでやるべきであるとか、そのいったことを一つ一つ提示していかなければいけない。それは、企業等がやれると思ひていることにNOとっていくということですから、非常にシビアなことになってくるわけでありまして。まさに会社法学の鼎の軽重が問われる時代になってきたのであります。

そうなりますと、立法のというのは、今までは禁止ですから、禁止する立法というのは立法がすべてという面があるのですが、原則自由ということになりますと、その濫用とか行き過ぎや自由の合理的範囲を、すべて立法で全部書き尽くすということはできません。そうすると、その後の判例とか学説のあり方が非常に重要視されてくることになってまいります。まだそうしたことが十分に意識される段階にきておりませんが、恐らくはもう既

に理論と判例が非常に大きな比重を持つてくる時代になっているのではないかと思います。

そうなりますと、立法化されていない問題、例えば企業結合法制あるいは持株会社に係るいろいろな問題についても、相当思い切った理論、あるいは裁判所の対応が必要になってくる。なにしろ企業社会の具体的なルールを経験不足の日本が短期間に作ろうというわけですから、すべて立法に待っていたのでは毀損された権利は立法まで放置されることになります。今までですと、「これは難しいな」と思っていたことでもどんどん乗り越えていかなければならない。もう、パンドラの箱、それも複数の箱が既に開いてしまっているわけです。その開いた状態を下支えできるような法の総合力と申しましょうか、それがどの程度日本の社会に備わっているのか、漫然と自由を肯定し、問題が生じたら立法に待つという姿勢で、日本の企業社会は一体どのような方向に向かっていってしまうのか、大きな不安を禁じ得ません。昭和44年最高裁に松田二郎、大隅健一郎という二人の商法学者がいた時代に、小規模で閉鎖的な株式会社を想定して、立法とも言えるような重要判例、法人格否認の法理と取締役の対第三者責任に関する法定責任説（一種の小規模閉鎖会社の破綻処理的構成）が打ち立てられました。いまは公開株式会社について、その種の大胆な判例法理が待たれる状況にあるのであります。そうした判例を学説が下支えしなければならぬのは言うまでもありませんから、そのような意味でも、まさに会社法学は急激にその在り方を変えていかなければいけない状況にあるのではないかと考えております。

それから、今や株式会社は証券市場と一体のものとして見ていかなければならなくなってきた。会社法は会社法、証券取引法は別というのではなくて、資本市場の要求に耐えるような株式会社でなければならないという観点から会社法を見直していくという発想

が急速に必要なようになってきている。

例えば、財務諸表規則というのは内閣府令で証取法上のルールですけれども、すでに商法施行規則の最後の条文——つい最近変わりました200条になりましたけれども——を見れば、商法の計算書類の作成については、商法施行規則によらずに財務諸表規則によることができるかとされています。商法は法務省令に計算規定を委任したのですけれども、法務省令は財務諸表規則にもう委任してしまっていますので、財務諸表規則はこの限りです。商法ルールなのです。商法による計算規定の法務省令委任は、実は内閣府令という証取法規則委任を意味してしまっているのです。監査はもう会計監査人という商法的な名前ですけれども、その中身は公認会計士、監査法人監査という証取法監査そのものです。情報開示は、商法的な動機を持っている人であろうと何であろうと、みんなが有価証券報告書を頼っているのですから、要は情報開示も監査も会計規則もみな実は証取法ルールは公開株式会社法ルールそのものなのです。すでにこうなっている以上、会社法の理論も新たに再構成していかなければならず、そのことはもはや理論上の問題ではなく、事実の問題と言える状況にあるのです。

それから、そのような会社法を支える法的な総合力は、やはりそれを支えております民事法とか刑事法、紛争処理法とか倒産法、労働法、あるいは憲法とか司法制度とか、そのようなものを総合的に見て、日本に欠けている部分があれば、新しい解釈を創造してそれを埋めていくということも必要になってくる。そのような意味では、本格的な法律学、社会科学としての法律学が必要になっております。

それから、外国法の継受についても、現時点での外国法制の実像や運営ノウハウをも、そのまま継受するような新たな比較法の視点が必要になっていると思われます。欧米は、古い言葉でも、最新の状況に合わせて使うだけの歴史と経験がありますけれども、それを

言葉の字面で受け止めますと、日本だけが昔話をしているという危険が常にあります。欧米で一定の行為を禁止する規定がなくても、誰もやらないというようなことがありうるわけであります。欧米の見えない規範意識と申しましょうか、そうしたものも掴まえていかないと、日本に適合的な会社法学にはなっていないのであります。

例えば、事業法人向けの第三者割当増資というのは、今日のテーマそのものであります。日本人にとっては当たり前でございまして、何もそれ自体が問題であるとは思わない。しかし、この間、早稲田大学に来られましたアメリカ会社法の第一人者であるアイゼンバーグ教授に、しつこくわれわれも聞いたわけです。「アメリカで企業法人向けの第三者割当増資は禁止されていますか」と聞くと、「禁止されていません」と答えられる。では「やりますか」と聞くと「やりません」と言われるのです。株主の9割が個人から成っているアメリカも、市民社会と企業社会の在り方に非常にこだわる、欧州的な市民革命や啓蒙思想の血をやはり受け継いでいるように思われます。株主の9割もが個人であるときに——機関投資家は個人に対する厳しい受託者責任を負っていますので個人と数えます——法人向けの第三者割当増資を行うことは、大事に維持してきた市民社会の質を変えてしまう行為であるために、法が禁止していなくてもしないし、できないのだと思います。今松山さんがおっしゃったようなことで、市民社会の持ち分が半分が減るということは、彼らの社会では許されないことなのであります。

しかし、今まで日本は法人中心でやってきたのですから、今日から許しませんという訳にはいかないと思うのです。ですから、そのような意味では、日本の企業社会を将来にわたって展望していくときに、どのような社会を望むのかといった社会規範を遅まきながら構想しつつ、会社法学のあり方を考えていく必要があるように思われるのであります。

日本はこの分野での経験不足を可能な限り論理構成で克服していく必要がある。そうではなく、一から経験していかないと変わらないというのでは、日本は欧米の失敗の歴史をただ繰り返すという愚かな道を辿る他はないのであります。理論的なシミュレーションをしながら問題解決を先取りして、解釈や立法を導き出していく、こうした発想が日本では必要になっているのではないかと。日本はこれから欧米の弱点をも先取りしうるような、しかし日本独特の法理論を創造していく、作り出していく。そのためにあらゆる法分野、部門が一緒にになって知恵を集めていこう、という状況に今あるのではないかと考えております。COE研究所はまさにそうした問題意識に基づいて設立されたものであります。

そこで、ベルシステム24による第三者割当増資につきましても、ただ今松山さんから詳細なご報告がございましたが、「最後に和解したのは残念だな。頑張っていればさぞわれわれにとって望ましい判例が得られたのになあ」という感じはします。どうも訴訟には負けただけでも、実際はCSK株を高値で買い取らせましたから実際は勝ったというところでしょうか。これは弁護士さんの世界はそのようなことでよいのですが。

あと若干の抽象的な感想ですけれども、まず取締役が株主構成を決定できるということ自体が、そもそも認められるのか。株主が取締役を選ぶというのが常識なのですけれども、取締役が株主、しかも大株主、支配株主を自由に選べる、経営判断でやれるというようなことは、会社法の基本原理にそもそも適っていないではないか。私は、そのようなことは基本的に認められないと考えております。

支配目的と資金調達目的の関係につきましても、ここでいろいろ申し上げるまでもございませぬが、昔は筋悪の買い占め肩代わりが横行したこともあって、「買い占め側は悪である」という前提で物事を考えていた時代が

ありました。そうしますと、権利というものは何でもそうですけれども、使う者が悪ければ中身が落ちてくるというものでございます。買い占めが悪なら、第三者割当増資による防衛も、ある程度甘い基準で見てもいかにざるを得ない。ですから、資金調達目的「も」あれば良い、という程度で第三者割当増資が認められておりました。今回の高裁決定が「支配目的が唯一でない限り」としているのは、まさにこの筋悪時代を彷彿とさせるものがあります。

対応策の正当性というのは相対的なものだと思います。ポイズンピルは毒は毒に決まっているわけです。しかし「相手が猛毒だったら良薬にもなりうる」というにすぎません。相手が純真だったら小さな毒でもだめなのです。これが現在の通説と言われる主要目的論に変わってきたのは、株式を市場で買おうとすれば5%ルールを守らなければならず、また公開買付制度の透明性が著しく増大してきたためであります。買い占め側はこうしたルールにのっとなって株を取得してくるわけですから筋悪ということができませんので、防衛手段も今までのように甘くみるわけにはいきません、ということになります。

すなわち主要目的論では、資金調達目的と支配目的とのどちらが主要かによって第三者割当増資の是非を判断する。それが資本市場の信頼性がさらに高まりますと、いわゆる忠実屋・いなげや事件ですね。松山さんのレジュメにございますが、「また、新株発行により特定の株主の持株比率が著しく低下されることを認識しつつ新株発行がされた場合には、その新株発行を『正当化させるだけの合理的理由がない限り』不公正発行」といった判断も合理性を持ってきます。これは地裁レベルのものでございますけれども、単なる主要目的では不十分で、株主の支配に影響を与える場合には、それを正当化するだけの合理的理由がなければならぬ、とされているのであります。私はどうも今回の高裁の判断は、

支配目的が唯一の目的でなければ良いいうのですから、かつての、「買い占め側は悪である」、そして資本市場は非常に不透明で信用できないという時代の決定に戻ったのではないかという印象を持っております。

受験生などが答案に何かというと、「商法は公開会社について株主の新株引受権を排除し、株主の会社支配権維持の利益は保証されていない」と書くのですが、支配権の維持を目的として新株を発行すれば不公正な発行になるわけですから、商法が会社支配権の維持に関心を持っていないというようなことは言えないのであります。

欧米ですと、株主は個人であることが基本であります。そこでは、法人に対する第三者割当増資それ自体がまずは行われません。むしろ個人を前提とした社会で株主の支配権維持の要請にはかなり強いものがあります。それが日本では逆で、そうした要請に会社法は無関心である、と強調されるのですから大変な違いです。こうした認識によって、個人ないし市民社会の株式会社に対する関与を薄める自由が新株発行に認められているというような結論を安易に認めてはいけないと私は考えております。

これはそれ自体が解釈論というわけではありませんが、今後の日本の企業社会を考えていく場合に、そのような視点も踏まえながら解釈も展開していくべきではないか、ということであります。要するに市民社会と企業社会が一体の株式会社といいたまうか、あるいは市民社会が企業社会をコントロールすることに、欧米は非常にこだわっております。イギリスは、個人株主が大半でありますので、公募といえば株主割当が原則であります。パブリック・オフファリング（公募）のパブリックも、公衆（パブリック）から資金を調達するという意味なのであります。

私も若いころ、新株引受権が公開会社に認められるということの意味が全然理解できませんでした。最近何となくわかってきたよ

うな気がします。それは市民社会の質を企業法制ごときによって変えられたくない、維持したいという強い気持ちが根底にあるためと思われる。こうした認識は、もちろんベルシステム事件を評価するうえでの決定的なファクターになるわけではないのですが、欧米では起こらないことが起きているという認識をもつことは必要ではないかと思えます。そのような意味でも、私はこの問題については忠実屋・いなげやの線で考えるべきではないかと思っております。

それから、もう少し申しますと、支配権の移転を伴うような新株発行には、株主総会の特別決議を要するという意見が有力な商法学者の中に元々ございます。私はそのような考え方も真剣に考慮するに値するのではないかと考えております。

それから、最近では資金調達手段も多様化・自由化し、いろいろなタイプのものが発行されますので、むしろ今後は資金調達スキームの合理性を取締役決議や株主総会決議の要件として認識し、むしろこれを積極的に要求していくことも必要ではないかと思われる。このことは反面において、経営判断の合理性を事前に慎重に検討せよ、というのと紙一重でございますが、そのことが常に事前に要求されているのだとの認識を高めていくべきでしょう。

事前の判断というのは現実にはなかなか難しいのですが、例えばストックオプションあるいは新株予約権ですと、そのスキームが合理的な業績対応型報酬としての意義を有するものになっているかどうかを、事前の情報開示として要求していくといったことも考えられるのではないかと思います。これは現行法の解釈論でも可能であります。

それから、新株発行等の無効につきましても、私募ないし第三者割当て、株券の流通市場への混入がないケースについては、当然無効という発想も認めていくべきではないか。

第三者割当て増資があって、株式がそのまま

割当て先に維持されている。あるいは譲渡制限ないし転売制限がついているというようなものについて、6カ月以上たったら無効を主張できないとする必要はそもそもないのであります。つまり公募増資を想定した現行の新株発行無効の訴えを第三者割当て増資に適用させること自体に合理性があるとは言えないのではないか。COEの理念であります法の創造ということを強調しますと、現行の新株発行無効の訴え制度は無効判決の公告ないし株券提出公告（商280条ノ17第2項）に見られるように、あくまでも公募を想定しているものと考えて、それ以外の場合、少なくとも譲渡制限や転売制限があったり、現に株式が引受人に止まっているような場合には、当然無効を主張できるとして構わないと思います。判例はこうした状況をも想定して新株発行不存在確認の訴えを肯定して、その適用範囲を拡張する傾向にあります。それなら新株発行無効の訴えを判例理論として肯定して構わないのではないかと思います。新株発行は発行してしまえば有効という根拠不明な観念が、逆に安易な新株発行を肯定することに結びついているように思われてなりません。本日のテーマとも関係していると思います。

なお逆に、流通市場への混入があるケースについては、無効の訴えではなく、私がかねてより主張しておりますが、まずは有効だとした上で一定期間内の買入消却義務を課していく。これは立法論ですが、そのようなことも考えられるかと思えます。

それから、資金調達に係る経営判断については、取締役会における独立取締役の比率等の経営に対するモニタリング機能の意義に応じて判断されるべきではないか。つまり、その資金調達が経営目的、あるいは資金調達目的と支配目的という場合に、「われわれはこういう目的で資金調達します」というわれわれというのは、やはり独立性のある、客観性のある取締役会の構成によって決定されたものであることが必要であります。つまり、ほ

とんどガバナンスの効かないところで、資金調達目的をいろいろ強調しても、実はそれ自体に客観性も説得力もない。ましてそんな状態で取締役が大株主を創造できるなどという結論を肯定してはならないと思います。

また、これは後のUFJのところに関係しますけれども、持株会社の子会社の取締役の判断で行われる、ということになれば、ほとんど株主によるチェックのない、あり得えないような取締役が、支配目的とか資金調達目的とかいうこと自体が問題であります。責任追及を受ける可能性のほとんどないものに重要な決定を委ねることは到底是認しうるものではないのであります。

それから、高裁決定では、反対派の取締役に対して情報を提供しなくても良いとしております。「この種のもは隠密裏に遂行されるものだ」というようなことを言っています。しかし、重大な問題であればあるほど隠密裏にやってよい、取締役には教えなくても良いということになりますと、取締役、あるいは社外取締役による取締役会でのモニタリング機能というのはまったく発揮されなくて良いと言うに等しいわけであります。先ほど申しました、取締役会における取締役構成の客観性が正当性の根拠と考えるべきでありますから、裁判官は何も考えていないのではないかとすら思わざるをえません。

それから、この場合に大株主になったのは投資ファンドなのですね。投資ファンドがいきなり過半数株主になるということの経営判断としての合理性はどのようなものなのだろうか。「株主なら何だって同じだ」ということであればそうなのですから、投資ファンドはそもそも支配株主としての責任と規律を永続的に期待できる主体なのだろうか、という疑問がないでもありません。ファンドは出資者に対して受託者責任を負っているものであって、本物の出資者が見えておりません。投資家としての株主といっても支配権を有する株主として経営者がわざわざ選択すべき株

主といえるのか、かれらは投下資本の回収ばかり常に考えているはずですから、それ自体にも疑問を感じております。

次に、UFJ銀行による三菱フィナンシャルグループに対する拒否権条項付優先株発行の問題でございます。どうもその後いろいろな資料やこれに関する本が出ておりまして、それを見ますと、問題の本質は、どうやら「破たん銀行の救済」にあるようであります。要するに国策の遂行をやっていたという面があるのかもしれないと思います。しかし、それは表には出てきていない話でございますので、やはり会社法の一般的な解釈の話としてのみ考察するしかないと考えております。しかし現実に国策の遂行をだとしめすとそれを、会社法を歪めることで実現しようとしたとしたらそれは会社法にとっては不幸な事態かもしれません。

もっと申しますと、無責任な立場と言われるでしょうが、企業社会の基本法理を歪めるくらいなら、金融機関が潰れても構わないではないかということも言って構わないように思います。潰れては困ると思っているのは、金融庁とか政府だとすれば、金融庁がやはり正面に出て、リスクを負って汗をかいて何かをやるべきだったのではないかという感じもしないでもありません。金融再生法を再度成立させるとかしてですね。

そのような意味では、どうせ破綻しているのだと考えれば、当然株主の持分はゼロなのだから、それよりは少しはましではないかということもあるかもしれません。これを言い出したらなんでも正当化できることになります。しかし、今の時点では客観的には検証できないことでもありますので、会社法の一事例として評価するしかないと私自身は思っております。

ですから、これも非常に無責任な言い方ですけれども、やはり日本の企業社会にとってどのようなルールを残していくかということ

が一番大事だと考えますと、ここで立派な会社法の解釈や理論を構築しておく必要がある。それに較べるならば、UFJか三菱か住友かという話はそれほど大したものではない。3つともなくなるという話ではありませんし、そもそも会社法の手には負える話ではない、と言ってしまえば怒られるでしょうが、極端に言えばそのような感じを実は思っております。もとより、現場で懸命に対応している人にとっては、「冗談じゃない」、ということなのでしょう。

どうもこうした生臭い話がありそうだと痛感しておりますが、それはそれとしまして、会社法の一般的な問題として考えますと、まず、UFJ銀行と住友信託の基本合意書をめぐりまして、最高裁は「仮処分を認めるに必要な著しい損害または急迫の危険があるとまでは言えない」としたわけですが、「誠実に協議すべき義務の契約上の効力は有効である」としました。仮処分を認めないが、契約は有効だと言っているわけですから、要は、契約を守れ、と言っているのです。そう考えませんと、最高裁の見解と高裁の見解は全く同じということになってしまいます。

ここで誠実に協議すべき義務というのは、2年間の排他的な協議という形になっていますが、それは行き過ぎだろうということについて、ほぼ共通の理解があるのではないかと思います。やはり誠実に協議すればいいのであって、それは半年でも1カ月でもいいのですけれども、「誠実に協議しました」と言えばそれで契約は守られたことになるのですね。それらしい形を取ればいい。2年間他と協議してはならないということになれば、これは独禁法違反かもしれません。

ですから、「有効な契約だ」と最高裁が言ったのですから、次には「では、契約をどうするのですか」という問いかけがなければならぬ。最高裁が有効だといったものについて、それを守ろうという気配もないというようなことで良いのだろうか。私は非常に問

題だと思います。とりあえず協議をしましたということになっていけば、損害賠償の額にも随分違いが出てきたのではないかと思います。最高裁は、高裁のように、信頼関係がなくなったのだから契約は無効だとは言っていないのです。日本の最高裁も見くびられたものだと思います。関係者に最高裁決定を守ろうという気が全くなく、それを問題だと言う人もいないのですから。

それから、UFJ銀行による優先株の発行の問題でございます。これには、重要事項については優先株主による種類株主総会の決議がなければ決議は成立しないという拒否権条項事項がございまして、UFJホールディングス(UFJHD)の株主総会の決定に対して、三菱単独で拒否権があるのです。UFJHDの株主総会決議は、この限りで、持株会社としての意思決定としての意味をなさないということになります。UFJHDが仮に今回の優先株を発行していたとしますと、これは株主総会決議を目の前で否定するということになりますので、非常に露骨な感じがいたします。

しかし、完全子会社であるUFJ銀行が発行しますと、いささか間接的な感じがしますが、要はUFJHDの意思決定を拒否できるという形になっていますので、実質的には大して変わりはありません。

その意味では、事実上は株主総会の意義が否定されたUFJHDということですから、私はもう株式会社としての性格が変質していると考えます。今UFJHDの株が証券市場で売買されておりますけれども、この株というのは、三菱単独の拒否権によって事実上支配権能が有名無実化されうる株式ですから、そもそも上場適格性そのものが怪しいのではないかとすら思います。

その意味では、三菱のほうに先ほどのような隠された動機といいたしでしょうか、そのようなものがあつたとしても、それはUFJHDの株主を犠牲にしてよいということにはならないわけでありまして、これが緊急

の救済ではなく一般理論として提示されたことは、非常に不幸な事態だったと思われます。

昔の三和銀行や東海銀行の株主達は、銀行の普通の株主だったわけです。これが持株会社を作るときに、株式移転によって、持株会社の株主に強制的にさせられた。株式交換・株式移転の制度を導入する際に、これにより株主権が縮減するから憲法違反だ、と言った商法学者もいます。そのときは「何だ」と言われたのですけれども、今これに加えて、彼らは株主総会での意思決定すら無視される株主にさせられているのですから、縮減どころの騒ぎではない。こうなってみれば、その商法学者の意見は結果において正しかったのですね。いまやかれらの株主権は風前の灯火といったところだと思います。

拒否権条項付優先株が平成13年改正で導入されたのは、いわゆるベンチャー用の制度として有用とされたためであります。ベンチャーの場合ですと、ベンチャー・キャピタルは、まずは口を出さずに金だけ出すわけですから、いざという時のために拒否権を認める、あるいは取締役の選任権付の株式を認めるというようなことはありうると思います。

ですから、私は以前より、このような制度は株主がベンチャー・キャピタルであるとか、あるいは適格機関投資家であるとか、つまりベンチャー用であるという歯止めが必要だと主張してまいりましたけれども、それが今やこのような形で濫用されている。当時私の言うような歯止めは必要ないと主張し、これを推奨・推進した学者達は、乱用された場合には一般法理によって事後的にチェックすればいい、と言われていたのですが、なぜか彼らに限ってそのような法理の構築に熱心ではないのであります。

そのような意味では、これがもし特殊な事例ではないということになりますと、その辺の会社でみんな持株会社を作って、誰かに優先株を発行して、それに拒否権を与えれば、

たった一人の人が会社を支配できるようなことも出てきて不思議はないのであります。ですから、今の時点で十分に歯止めの論理を用意しておく必要があると思っております。

それから、「通常の株式でも3分の1以上を持っていれば、要するに特別決議を拒否できるのだから同じようなものではないか」という意見もあるようです。しかし、私はそうは思いません。普通の株で3分の1持っている場合なら、株式会社法の基礎論理は全く侵されていません。株主総会では、質問とか説明とか提案とか議事の運営とか、議決権行使、公正確保のための事前の情報提供等々、そのようなプロセスがあるわけです。大事なものはプロセスであります、デモクラシーというものは、どうせ否決できるのだからプロセスなどどうでも良いというのは恐ろしい全体主義の発想です。プロセスを大事にするというのが会社法でありますので、プロセスの一切が無意味化するような状況と同じではないのであります。そんなことでは法制審議会が株主総会の活性化等に関する改正作業をいくらやっても、そうした作業自体が無意味化されてしまいます。

そうなりますと、ではどうしたら良いのかということではありますが、端的に言えば新しい理論を構成して裁判所を説得していくしかない。しかし、たとえば興銀に対する代表訴訟があっても、持株会社のみずほ銀行になると、今提起されていた代表訴訟ですら遮断できるというのが判例であります。今度「現代化」ではそこだけは是正されるようですが、それによって二重代表訴訟はできないことが確認されるのだとすると、かえって弊害が大きいかもしれません。現在の所、持株会社の子会社の取締役がやったことに対して、持株会社の株主たちはほとんど手も足も出ないという状況にあります。法治国家として実に恥ずかしいことだと思います。

ですから、こうした事態に対しては新しい理論を創造していかなければならない。原則

自由となった時代にこうした意気込みがないと企業社会は維持できないと思います。ここではたとえば、持株会社の株主に、子会社による新株発行の差止請求を認めるべきだと思います。ただ、今の裁判所の感覚だと、恐らくは門前払いになるのではないかと思います。しかし、それを繰り返し繰り返し提起して、裁判所の役割とか使命を大いに強調していくことが必要であります。

これは昭和44年の最高裁の2つの判例、有名な法人格否認の論理とか取締役の第三者責任についての法定責任説とか、そのようなものは立法ですね、まさに。権利の乱用というだけで法人格否認の法理を作ってしまうわけですし、それでも閉鎖会社の実情を見て、そのような理論を創出した、創造してきたわけです。閉鎖会社だと創造できたのであれば、公開会社も裁判所は勇気を持って創造していくべきだということに私は思います。あるいは持株会社の株主に子会社が発行した新株発行無効の訴えの提起権を認めるべきだと思います。判例理論でやれるはずだと思います。

昭和44年に、最高裁には大隅健一郎、松田二郎という2人の商法学者がいました。1人は裁判官枠ですが、大商法学者であります。この時代にこの年に、小規模閉鎖会社用に、法人格否認の法理を肯定し、さらに取締役の対第三者責任に関する破綻処理法理ともいうべき、また事実上の立法とも言われた法定責任説を採用しました。まさに最高裁が法の創造を行ったのであります。いまや両方とも会社法学の重要財産となっております。小規模で閉鎖的な会社用に発揮した勇気を、今の公開株式会社の時代に求めて何の不思議もないはずです。そのような意味では、今申しました持株会社の株主が子会社を相手にして提起する新株発行の無効の訴えも差止請求も、あるいは企業結合法それ自体ですら、司法が徐々に構築していくべきであります。恐らく今の司法の感覚では容易には肯定されないように思いますが、やはりこれからは一つ一つ、

論理構成を工夫して実現させていく、という発想が不可欠であります。欧米が100年、200年やってきた経験を日本は有していないだけに、こうした理論の意味がとりわけ重要だと思います。

では今回の優先株発行の違法性の根拠は何か。私は、株主総会の意義の否定という会社法の基本原理に反することをもって公序良俗違反と言っても良いですし、あるいは株主の議決権を実質的に相当棄損することに株主の財産権の侵害という違法があることを根拠にしても良いかと思います。

あとは、持株会社、子会社経営者とか持株会社経営者等に対する民事責任の追及というのもありうるわけです。ただ、損害があるのかという問題はあろうかと思います。株主権の縮減分を如何に損害として認識するか、は容易ではありませんが、工夫していくことが必要でしょう。

仮に、拒否条項付優先株が平成13年に解禁されていなかったとしたら、同じことが株主間契約に出ていただろうか、ということですが、私はUFJHDと三菱とのこうした株主間契約には、UFJHDの株主総会の特別決議が必要だ、と考えますので、そう簡単にはいかないだろうと思います。あるいは、株主全員の一致が必要、ということもあり得るかもしれませんが、財産権の侵害があるとすれば、嫌だという人に強制することはできないでしょうから。

これは、UFJHDが拒否権条項付優先株を発行するという形を取っていたとしても、同じように、本来は株主総会の決議が要るはずだと思います。

それから、売渡権と買取権の問題ですが、これはたくさん書いてありますが、要するに、UFJHDによる重大な義務違反があった場合、あるいは、統合議案が株主総会によって2度否決されたという場合には、取得価格の130%とする価格で優先株の売渡権が三菱側

にあるということです。

それから、公開買付けによって3分の1を超える株主が現れたとか、あるいはUFJのいずれかの種類株主総会で合併議案が2度連続して否決されたという場合には、取得株プラス本件累積配当額での売渡権が三菱側にある。この本件累積配当額というのは、要するに約束していた優先配当額相当分ということでございます。これが年額14円でございますから、36億株ですと、約500億円弱だろうと思います。

それから、UFJHDに買取義務もある。総会で2度否決されたら取得価額の130%増しの価格で買取義務がある。これは統合が否決された場合には、7,000億円プラス2,100億円ということでございますので、公的資金が導入されている銀行にとっては非常に過酷な条件のようにも見えます。ただ、先ほどから申ししておりますように、今回の優先株発行が破綻金融機関の救済劇だったとしますと、三菱としては7,000億円も出して助けてやったのに裏切られてはたまらない、ということにもなるのかもしれませんが、そうだとすると気の毒でもあるのですが、しかしそこまでして国策の救済に協力しなければならないのだろうかという疑問は理屈の上では当然あり得るわけであります。

今回のような事例は、デラウェア州最高裁であったらどうなるか、についてはそうした表題の論文が国際商事法務に掲載されております（Ken Siegel氏とJeff Schrepfer氏による）。これによりますと、やはり30%の上乗せ買取の合意は「威圧的かつ排他防衛的效果を有する違約金」に達している、とされております。

ただ、公開買付けについては、私はその辺を良く理解しないままに、公開買付けをさせないようにしたのだと申したことがあります。そうではないというように今は理解しております。

それから、デラウェア州の最高裁であった

ら、住友が合併比率1対1という提案を出しているのに、何も出していない三菱のほうと提携することは違法であり、今回のような優先株の発行は違法かつ無効であるとされております。そうでないと言うためには、1対1が極めて不当な提案である、全然問題にならない提案である、という非常に強い反論が必要となりますが、三菱側はそのように主張しているようであります。

それから、これは先ほどのプロセスの問題でありまして、三菱との統合を承認したUFJHDの取締役会の社外取締役が反対していたので、決定の客観性に疑問があるのではないかとっております。

ちょっと時間がないのですが、これは、例えばということで三菱自動車がJPモルガンに発行した普通株への転換権付優先株ですが、これは報道によるものですので、正確かどうかはわかりませんが、優先株の転換価格が転換直前4日間の加重平均価格の7%割引価格であり、かつ毎月10日に実質市場実勢を反映した転換価格への下方修正条項がついているとのこと。私は、下方修正条項自体が有利発行だと思えます。商法280条ノ2の第2項は、発行価格とっており、新株予約権の方は有利な条件とっておりますので、こちらは価格と言っているのに条件と読むのはどうかと多分言われるだろうと思えます。しかし、これはこうしたいろいろな条件などありえなかった時代の条文であります。そこにいろいろな条件がついて、新株が下方修正条項付転換権付優先株となれば、そこで言う発行価格というのは、発行条件だというように読み替えて適用をしていくぐらいのことを考えていかなければいけないのではないかとっております。

あと、西武鉄道とか日本テレビの問題がございましたが、これもいろいろ問題はありますけれども、質疑の中で、もしかしたらそのようなご発言をされる方もおられるかもしれませんが、末村さんはもしかしたら関心をお

持ちかもしれませんが、後で話があれば、ということにしまして、ここでは省略させていただきます。

最後ですが、今回のような新しい事例がこれから噴出していくだろう、と私は予測しております。つまり、公開会社法は判例中心の時代に徐々になっていくのだらうと思います。そのような事態に対して、会社法学はどのように対応していくべきなのか。私は、研究者が理論を提示し、それが相当大胆な構成であっても、それを一つ一つ実現させていく努力を行っていき、実務がそれを何とか具体的な主張として作り上げ、そして裁判官が勇気を持って判決を下していくことが必要であります。日本の企業社会は公開会社や市場については経験不足ですけれども、短期間で欧米の失敗の歴史をも克服できるだけの知恵と能力を示していかなければならないと考えております。会社法の液化化現象とも思われるほどの一切の原則自由化の時代に、理性と知性こそが問われてくる。特殊事例や優良企業事例が会社法を蝕んでいく、という現象も否定できません。優良企業が最初にやったからという理由で、簡単に法解釈の壁を乗り越えさせてはいけません。例えば「ソニーだからいい」というような形で解釈の壁が乗り越えられていき、後からソニーでないのがどんどん出てくるとしたら、ソニーも罪作りということになります。UFJの事例が仮に国策的救済という特殊事例だとしても、それが一般法理を蝕むようなことになってはいけません。

経済界の立法提言も、「現場で困っているからこうしてくれ」ということばかり言うのではなくて、日本の企業社会にとってどうあるべきかということ、やはりもう少し長期的な観点から検討する、そうした仕組みを経済界自身が持つべきではないかと思います。

それから、ルールメイクのシステムも、法務大臣から諮問されないと法制審は審議できないというのでは現実社会に間に合いません。

部会ができて1回ごとに解散する。常にルールをウォッチしている部門がない。これは非常に問題ではないかと思います。

最後は何か演説のようになりましたけれども、COEは今申し上げた観点を特に重視しておりますのであえて申し上げさせていただきました。

ここで10分間休憩を取らせていただきます。

○上村 後半の部を再開させていただきます。ちょっと時間が押しております、まず、稲葉威雄先生から、それからそのあと末村篤さん、両方合わせて大体30分ぐらいという感じでコメントをいただきたいと思います。では、稲葉先生、お願いいたします。

○稲葉 それでは、このベルシステム24とUFJの2つの問題に絞ってお話を申し上げたいと思います。この2つは、区別して考えることが可能な問題のように思います。上村先生からお話がありました法人資本主義の問題や、あるいは公開会社という切り口から一般論としてアプローチするというのは、どうも難しいのではないかと。難しいというのは、つまり現実として、つまり法人株主による資本主義というものが普遍的に日本の主流である現実は無視できないので、その上でどう考えるべきかは、非常な難問です。個人株主を一気に増やすことはできないので、あるべき姿としてはともかくということがあります。それから、公開会社という切り口も、公開会社も西武鉄道のような公開会社もあれば、個人株主がかなり多い公開会社もある。それを十把一絡げで処理できるかという問題があると思われま。

それから、裁判所、判例による処理の問題ですが、OBとして率直に言わせていただくと、裁判所にも現状、そう期待はできないところがあります。これにはまず構造的な問題があって、日本の裁判所というのは、どうし

でも実定法を中心にして考えるという、そのような習癖があります。習癖といいますか、これは大陸法系の実務としては、もうこれはやむを得ないのでして、そうすると、法律が明確な規定をしていないところで新しい法創造をしてくれと言っても、いきなり裁判所へ持って行って難しい面がある。具体的な事件については当事者の主張と立証が問題になりますが、広く一般的には学者を中心に実務家も加わった、このシンポのような形でいろいろ問題提起なり、提言をしてもらう必要がある、論文を含めていろいろな形で問題の整理をしてもらわないと、裁判所も動きが取れないだろうという感じがするわけです。

裁判所も今までのところ、あまりこういう公開会社法の問題の判断に慣れていないことも事実です。このような企画は非常にいい機会で、これで刺激を受けてどんどん皆さんそれぞれの立場から論文などをお書きいただければ、非常に結構なことだと思います。

それで、ベルシステム24の問題というのは、いわゆる第三者割当増資の問題です。これはもう法制としては定着しています。そして、授權資本制度については、先ほど上村先生がおっしゃったように、会社法の講義の中で耳にたこができるほど出てきます。授權資本の限度は、発行済株式総数の4倍までですから、当然倍額増資だってありうるというのが、制度の枠組みではあります。

しかしながら、それが具体的なシチュエーションにおいてどうなのかという問題は別です。1つはもちろん事実認定の問題がありますが、もう1つ基本的な法解釈の問題として、公正ないし不公正な新株発行というものをどう考えるかという問題があると思います。

私個人としては、第三者割当増資についても経営判断が働くことは肯定せざるを得ないと思います。そこで制度的な判断の枠組みとしては、主要目的ルールというものが、実務上確立していると言っていいと思います。もっとも、第三者割当増資の場合には、およ

そ誰がその新株を取得することを抜きにして、資金調達だけが目的ということはないと思います。資金調達と持株比率に対する影響と、どちらかが目的として優越とするかという点を基本的に考えるべきです。その場合に、資金需要さえあればそれでいいかという点、資金需要の判断は、経営判断だといわれているわけですが、その経営判断の当否を判断するには、やはりその経営判断をしたプロセスが非常に重要なのではないかと。アメリカ法的な経営判断の原則というのは、日本法ではありませんけれども、やはり十分問題を検討するというプロセスを経て、そしてこの場合で言えば、例えばその新規事業への進出について十分な検討がされたのか、もしそれが合理的だとしても、その資金は、従前の株主特に支配株主からの資金調達で賄えないのか、会社としては新しい支配株主をどうしても導入しなければいけないか、旧株主についても利益を受けることが担保されているか等について、基本的に——もちろんどの程度であるべきかはシチュエーションによるわけでしょうが——きちんと検討をする必要がある。そのようなプロセスを踏む必要があるのも、そのことの審査が不可欠だと思います。

要するに、そのような経営判断をするうえでのプロセス、踏むべきプロセスは一体どのようなものであるかということ、やはり今後その具体的なシチュエーションにおいて考えていく必要があるということでもあります。経営に関する判断はスピードが肝心だといわれますが、それも場合によりけりで、大きな影響を受ける恐れがある相手には、その言い分、立場を確かめておくべきなのでしょう。なお、一般論としては、シンポの立場からの検討だけでは不十分であり、自己の依頼したコンサルタントの報告だけで投資効果について十分な検討をしたなどというのはおかしいのでしょうか。

今までの支配株主からは、十分な資金が供給されないで、しかし必要な投資はしなければ

ばいけないというシチュエーションならば、やはりそれは別の株主を見つけるということは、経営者としてはあっていい選択であるということでありましょうが、具体的にはどのようなシチュエーションならどのようなことが許されるのか。これはMBO（マネジメント・バイアウト）の1つの事例といえるかもしれませんが、そのような立場からみると、この事案については、裁判所の判断には、事実認定についても、それから法理論の関係でも、問題がないとはいえないと、私個人としては思っています。

もう1つのUFJの問題は、これはどうも立法の欠陥が露呈した問題ではないかという感じがするわけです。企業再編については、立法がされました。つまり、株式交換や株式移転、あるいは物的な会社分割などを通じて、持株会社、これは株式保有を介して事業展開をする会社の意味ですが、そういうものが自由にできるようになりました。その立法に際して、先ほど上村先生からも指摘があった、株主権の縮減という問題について、全くその手当てをしていない、ということですね。これが非常に1つ大問題であるというように思うわけでありまして、それは、企業結合の処理が脱落してしまった立法になっているということです。

株主、例えばUFJ銀行の、元の銀行の株主たちは、東海とか三和とかの意味ですが、どのようなシチュエーションに追いやられて、それについてどのようなリスクを負うことになるかということを知らされないまま、企業再編に賛成をさせられているということになっているのではないかと。

今、株式移転や株式の交換というのはみんなそのような要素があって、行き着く先にはどうなるのか分からない。この例のように、子会社のUFJ銀行の段階で定款変更が行われて、新しい形の優先株式が設定されるということに対して、それに対して株主は何も言えない。しかし、もし企業再編がされる前で

あれば、定款変更の手續が行われる場合には、当然株主総会でその賛否の議決権を行使できることになります。経営者支配の貫徹という状況ですね。

持株会社の場合には、M&Aということで、株式の譲渡の形で、UFJ信託銀行の譲渡が適例ですが、参加の完全子会社の事業をほかへ移すということが簡単にできるわけですが、その段階では、もう持株会社の株主は、株式買取請求権も何も行使できないわけです。その株主が、もともとはその事業への投資に意味を感じて株主になった者であるとしてもですね。しかし、企業再編前の元の株主でありさえすれば、重要な事業譲渡されるようなときには、特別決議での承認のための議決権行使の機会が与えられ、そして反対すれば株式買取請求もできるということになるはずでありますけれども、企業再編後はそのような救済手段はないということになってしまっています。

それはそれでいいのかどうか。この状況のまま、例えば外国会社の株式との株式交換というようなものを解禁して、それで日本会社の株主の保護が図られるか、うまく動くかという点は、非常に大きな問題のような感じがいたします。

もう1つ、企業結合の問題のほかに、私は前から現行の制度で問題意識を持っているのは、種類株式の問題です。そもそも、株主の支配権、企業に対する支配権が何から出てくるかということ、会社に対する資本貢献ではないか、つまり最劣位の資金提供者である、ということから、支配権が生ずるということになるのではないかとこのように思うわけですが、現行の立法は、その点を全く、そのような理念的な整理を抜きにしてしまった立法であります。

つまり、議決権制限株式が現行法のような形で認められる。さらに議決権の単位についても、種類株ごとに認めるというようなものでありますから、少数支配が可能だというこ

とになっています。そして資本提供者というのは一体どのような形で保護されるのか、つまり、資金回収の面では劣位の多数の資本提供者であっても、資金回収の面でも優位にある少数の資本提供者が会社を支配することがあっても、文句は言えないという仕組みになっているわけです。市場原理でそこは機能させるということになっているのですが、市場はそれほど信用できるかといえば、そうではありません。人はすべて合理的な行動をするわけではないし、制度を悪用しようという人は、絶えません。そのようなことを十分な整理もせず一般的に無限定に認めることが、果たして立法政策として適当だったかどうかについては、私は疑問に思っております。しかし、立法は既にされております。それを批判するだけでは、実際的ではありません。

そういう問題について、理論上あるいは事実上どのような歯止めを構築することができるかについては、ここにおられる方々の、ぜひともお知恵を結集していただきたいというように思うわけです。現行法を野放図に利用してうまいことやりさえすればよいと、しかも多数決原理についても、特別決議の定足数は減らしてもよいとか、特別利害関係株主の議決権の原則行使許容とか、いろいろな形で株主権の縮減といいますか、決議が得やすいような形になっているわけでありまして、そのようなことも含めて、この問題はそのような見地から十分考える必要があるように思います。

先ほど上村先生がいわれたように、現行法の適用に当たってどのような形でチェックをかけることができかについて、検討する必要がある。立法に欠陥があるという指摘だけでは役に立たないので、それをどのようにして克服していくかということは、やはり実際に運用に当たる者が考えなければいけないと思います。具体的な行動の是非については、事実関係を詳らかに存じませんので、判断しかねますが、株主に対する説明責任は、いろい

ろ差しさわりのあるところがあるのかもしれませんが、十分果たして貫かなければならないでしょう。

こういう問題については、学者というか、研究者が問題点を整理して提示する必要があるし、それを踏まえて、企業社会で、そのベスト・プラクティスというものは一体何であるかということを中心に考えていく、そのような仕組みが必要なのではないか。もちろんその場合に、最後は不当な行動を執った者の責任をどのような形で追及できるかが重要です。

自主的に事前に不当な行為をしないように抑制することが望ましいのですが、それがされなければ裁判による差止め、それも法制度として整備されているのは、この新株発行の場合とか限られています。一般の保全処分による余地はありますが、それが機能しなければ、法制度としては、事後規制による処理になります。最近はそのような方向が推奨されていることは、ご案内のとおりです。

健全性と効率性という一般的なルールの下で、行動の自由度を認めたくて事後規制によって処理するという意味は、やはり不適当な行動をした者が最後は責任を取らされるという仕組みにならないとおかしいわけです。その仕組みをどのような筋道で構築すべきかということ、常に意識して考える必要があると思います。もちろんこれはそう簡単な話ではないと思いますけれども、議論の素材として私なりの問題意識を提供させていただきました。どうもありがとうございました。

○上村 稲葉先生、ありがとうございます。稲葉先生は多分まだまだ話し足りないと思いますので、後で議論のときにまたご発言いただきたいと思います。

それでは、次に日本経済新聞の編集委員兼論説委員であります末村篤さんからコメントをお願いいたします。よろしく願いいたします。

○末村 最初に、UFJの問題について、少しだけ触れます。ケースは全てが特殊だと言ってしまえばおしまいです。このケースはかなり特殊なのではないかと思えます。これはまず、金融問題であり、今、最終コーナーに差しかかっている金融再生プログラムをどう仕上げるのかという政治的な問題でもあります。その中で、UFJは検査忌避で行政処分、刑事告発を突きつけられている状態です。ひょっとすると、りそな銀行化するかもしれない。どこまでそれが織り込まれていたのかわかりませんが、そのような切迫した状況で、とにかく資本が必要だった。しかし、実際に三菱東京と経営統合するのは1年以上先の話です。その間のリスクをどのようにコントロールするのかというところで、知恵を絞った結果があつた優先株だったのだらうと想像します。そういう極限に近い状況では、何でもありなのかというのが、法律の門外漢の率直な印象でした。この問題が起きる前に、三菱自動車が再生ファンドから啞然とするような条件で資本を受け入れています。有利発行ではないか、という議論が出ましたが、その批判に対して、資本を入れたファンドの代表者が新聞のインタビューで、「我々が資本を入れなければ、債務超過で株主の価値はゼロになっているのだから、どんな条件でも文句はないはずだ」と言う趣旨の発言をしていました。私には、それが法的に通る議論かどうか分かりませんが、ずいぶん乱暴な話だな、というのが率直な感想でした。案の定、貸株を使った売りたいたきにあい、三菱自動車株はマーケットで散々、いたぶられたのはご存じの通りです。

そのような問題を考えれば、法の欠陥を突いた形で、UFJホールディングスではなく、子会社のUFJ銀行の優先株を使ったのは、理解できなくもありません。上場している持ち株会社の株を使うと、何をされるかわからない。マーケットでオモチャにされても、それをきちんと監視して、相場操縦を摘発して

くれる当局もない。そんな野蛮なマーケットの現実を考えれば、100%子会社の子銀行の株を使うというUFJの選択は、ホールディングスの株主に対する配慮なのかもしれないという気がします。

もう1点、この問題で考えるのは、銀行はやはり非常に特殊な世界にいるということです。銀行は一般企業とは異なり、銀行法という、大袈裟な言い方をすれば全てに優先する業法の規制を受けて、行政と二人三脚でやってきた業界です。その銀行業界は、経営破綻が頻発する異常事態の下で大再編を繰り返しており、UFJと三菱東京の経営統合も非常時の出来事という特殊性を考慮せざるを得ない面があるのではないかと思うわけです。メガバンクと呼ばれる大銀行は何をやってきたのかということです。みずほも三井住友も昨年、それぞれ増資をしています。みずほは昔ながらの奉加帳方式による取引先企業に当てた増資で、銀行の優越的地位の乱用ではないかという批判を浴びました。三井住友はゴールドマン・サックスを引受先とする優先株で先程の三菱自動車問題の先駆けのような問題を起こしています。これら同業他社との比較で、というと、状況主義と言いますか、相対主義というのはアカデミックな議論には相応しくない日和見主義の立場ではありますが、UFJ問題には多少は考慮するところがあり得るのではないかとも思うのです。

次に、ベルシステム24の話というのは、私は上場子会社の問題という観点で見えています。同じ上場子会社の問題で連想するのは西武鉄道のケースです。コクド・西武問題は大規模な株主の偽装が発覚して西武鉄道の上場廃止が決まり、インサイダー取引でも恐らくアウトだと思われそうですが、大規模な証券スキャンダルに発展しつつあります。私がこの問題で感じている違和感というのは、上場会社とはいえ、子会社の西武鉄道の経営者が、親会社の代表がない席で、コア事業とノンコア事業を分けて再編するなどというグルー

ブ全体の再編問題を語っていますが、一体どういう資格で語っているのか、という疑問です。

西武鉄道が上場会社であるということを前提にすれば、経営責任として、今の事態にどう対処しようとしているのかを説明する義務があるのは当然ですが、もう一方には、西武鉄道はコクドの子会社であるという現実があって、子会社の経営者にグループ問題を語る資格があるとは考えられないからです。今度、諸井さんを委員長とする社外の有識者で構成する経営改革委員会に諮問して、改革をやっていくと言っているのですが、改革委員会というのは一体何なのか、どういう責任と権限の下で物事が進んでいるのか、全く理解できない。コクド・西武グループの一番後ろに控えているのは、オーナーの堤義明氏です。コクドの株は実質的に100%近く堤氏が支配していると言われ、そのコクドは今度売ったものを買戻せば、西武鉄道の株を8割方支配している関係です。このような支配構造にある企業グループの経営の根幹に関わる再編論議を、オーナー抜きで進めるといえるのはどうということなのか、大変おかしなことが現在進行形で起きているのだと思います。

先ほどから、株式の支配権と資金調達との2つの機能の中で、どのような問題が起きているのかという話になっていますが、西武鉄道は恐らく、日本の上場会社では唯一に近い、一度も時価発行増資をしたことがなく、社債も出したことがない、証券市場を資金調達の場として使ったことがない会社です。株式を資金調達的手段としては使わず、専ら純粋な支配的手段としてだけ使ったところに、コクド・西武の際立った特徴があります。

親のコクドの都合で、上場子会社の西武鉄道がいいように使われてきたのを、今度は全部引っ繰り返して、子会社が親会社とそのオーナーを差し置いてグループ経営を語り始めたわけです。株主名義の偽装という非法手段を使ったという逸脱はあっても、株式に

よる支配を貫徹しようとした会社で、株式による支配関係を無視したことが起きているというのは皮肉というか、非常に不思議な気がします。それでいいのかと。コクド・西武の株主名簿の虚偽記載も、インサイダー取引も論外です。非上場会社の上場子会社で起きた問題だからけしからんというのも、それはそれでいいのですが、では、上場会社の上場子会社ならいいのか。親子で上場していれば問題にならないのか。東証を含めて誰も問題にせず、きちんとした議論もしないのはおかしい、本当は議論すべき問題だと思うのです。

先ほど、上村さんが「禁止規定はないのだけれども、やってはいない、行われていないということが先進国にはある」と言われました。それを聞いて思い出すことがあります。NTTとドコモは親子で東証に上場しています。ドコモの社長の立川さんにお会いした時に、「親子上場はおかしいですよ」と言って、「そんなものが世界で認められるのか、NTTが上場しているニューヨークの証券取引所にドコモを上場申請してみてください」とお話ししたことがあります。そうしたら、ドコモは本当に上場申請して、認められてしまったのです。一番びっくりしたのは私だったと思います。NTTとドコモは恐らく、ニューヨーク証券取引所の唯一の親子上場のケースではないかと思います。

ドコモはこのニューヨーク上場を機に、次のような警句を情報開示しています。「当社はNTTグループにおいて、主として移動通信事業を営む企業として、自ら経営責任を持ち、事業経営を行っております。なお、現在NTTは当社株式を58.1%保有しており、多数株主としての権利行使を通じて、当社の経営判断に影響を及ぼし得る立場にあります」というものです。ちゃんとリスクを開示していますよ、それをわかった上で買っているのだから、投資家は文句は言うな、と言うのでしようが、本当にそれでいいのか。今年のコクドの社長人事を巡り、ドコモの前社長が推

した案を、親会社のNTTの経営者が引っ繰り返して差し替えた事件が起きました。子会社のトップ人事に親会社の意思を通すのは当たり前だと思います。資本の論理として、当然のことが起きただけです。しかし、上場会社として、ドコモがそんなことを許して良かったのか、大問題なのではないか。

このような問題を本当は議論すべきなのではないかと、私は思いますが、日本では親会社と子会社の株式時価総額が逆転しているのはどうなのかといった、株価評価の問題としての議論はあっても、支配・被支配、権利関係の問題として議論されることはほとんどなかったように思います。それで思い出すのは、かつて証券会社の人と議論したことです。日本で優先株の議論が出ないのはどうしてなのか、という話題だったのですが、その時の結論は、「それは子会社が上場しているからだろう」というものでした。「子会社が上場して普通株を発行しているが、これは議決権がないも同然で、実質的な優先株である」、**「そういう紛らわしいものがもうすでにあって、それに本物の優先株が加わったらどう説明しているのか分からなくなる。だからその問題には触らなかったのだ」ということで、妙に納得した記憶があります。株式会社と証券市場の諸制度が原則自由になってきているだけでなく、持ち株会社の解禁などで資本の論理を通そうよ、という制度の改正がずっと続いているわけですが、その中で、親子を含む、子会社上場をおおびらに認める。これは禁止事項ではなくても、先進国では原則的にない事態だと思うのですが、そのような日本の現状は株式会社と証券市場の論理からみてまともなことなのか。問題を拡散して申し訳ありませんが、そのようなことにまで問題は広がっていくのではないかという気がします。**

○上村 ありがとうございます。末村さんは当初コメントについて、かなり渋っていたのですがやはりお呼びした価値があったなど

思います。このあともよろしくお願いします。

とりあえずこちら側で用意した報告とコメントは終了したわけなのですが、このあとはフロアの方々と自由に議論ができればと思います。時間はあと1時間か1時間ちょっとぐらいを目処にと思います。

今回は事前の質問書は用意しておりませんので、質問をされる方はまずお名前を言っていただいて、そしてご質問を手短にお述べ頂きたいと思います。そのうえで再度、という場合は後でもう1回ということにして頂ければと存じます。いくつかご質問がおありの場合には、できるだけ2回に分けてお話し頂ければと思います。

それでは、早速ですけれども、どなたかお手を挙げていただければと思います。おられなければ私が知っている人を当ててしまいます。いかがでしょうか。

はい、どうぞ。お名前をおっしゃってください。

○内藤 弁護士の内藤良祐でございます。たくさん質問したいことがあったのですが、1点だけに絞って質問させていただきます。松山先生と上村先生に伺いたいのですけれども、基準日の問題で、当然お立場から、まず松山先生にご質問なのですけれども、理論的な主張という形でいろいろな構成をされています。この事件を離れて、基準日に対する考え方として、どのようなものが妥当であるというようにお考えでしょうか。

○松山 基準日の問題は結構解釈自体が変わっていたと思うのです。つまり、平成13年の法改正の前と後と、それから今度平成17年の法改正でまた変わる予定のところでございますので、基本的には、私はやはり株主総会当日の株主に意思を問う、と。それが株主総会の在り方ですので、広く基本的には、その基準日の後に出てきた株主にやはり意見を問わなければならないと思うような場面というのは恐らくあるわけで、例えば平成13

年の商法改正前には、そのような形での新株を発行した新株主、その方というのは、やはり定時総会でと申しますか、ある一定の時期からすれば株主になるわけで、そのような方の意見を問うておいたほうが良いと思うような場面というのもすごく多々あるだろうと。そのような場面であれば、やはり広く議決権行使というものを認めていくことは構わないのではなかろうかと本質的には思っております。

ただ、それがやはり恣意的に行われるような場面というのも、今回のケースのようにあるのかなというように思わせられるところがありまして、そこはやはり本当に恣意的にすることということが認められるようではいけないだろうというように思いますが、考え方として、基本的には広く認めたほうがよしいのではないかとこのように思っております。

恐らく今度商法改正が通れば、今回裁判になったような争いというのは起きないわけで、恐らく定款変更してできるようになっていくのではないかとこのように思っておりますけれども。

○内藤 そうすると、定款変更さえあれば、ある程度会社の恣意的な選択が可能だと、このようなことなのでしょう。その辺の理解についてお教え願えればと思います。

○松山 そこは、裁判所が最終的にどのような判断になるかどうかというのは分からないところだとは思いますが。ただ、定款でもしそのような場合に、特別に1人の株主だけ会社のほうの選択で基準日として議決権行使させることができるということを、ほかの株主もみんな了解しているのであれば、それはやはりそのような意味で、もうすでに了解済みのことであるということで、原則できるはずだろうと。ただ、本当に恣意的な場合は裁判所が最終的にそれを止めることになると思います。ただ、定款があれば、そこを裁判所がだめという理由は現行よりもかなり厳しくなる

のではないかなとは思っておりますが。

○内藤 この主張を見て、非常にいいご主張をされているなと思ったのですが、ちょっと今のご説明を聞いてがっかりしたのですけれども。

○松山 ああ、そうですか。

○内藤 今現代化で基準日の問題があると思うのですが、会社の便宜のための制度だということから、ある程度恣意的な選択が可能になるというように形で、理論的にやはり飛躍しているような感じがするのですけれども、この辺は先生、どのようにお考えでしょうか。

○上村 何かロースクールの質問コーナーのような雰囲気ですね。私は、基本的には流動性の高い流通市場があるときに、どこかで画一的に切らなければならないということはまずあると思うのです。ですから、基本は画一的に決める。あとは、その後、例えば3月末から6月末の3カ月の間に、本来株主でもない人が大量に総会で議決権行使するというのは、それは二次的な問題としては望ましくはないだろう。けれども、それは画一的に処理されている株主や投資家の期待を損なわない限度でしか認められないのではないかな。では善意に基準日をずらすという状況をどう認定するかということですが、それは、例えばそれを決定する際の条件等があらかじめ定款等で定められている、すなわち株主総会の特別決議が事前にあるとか、あるいは取締役会で決定する場合でも、社外取締役・独立取締役がそれを支持しているといったこともあるかなと思いますが、いずれにしても、ほとんど現代化では名簿の閉鎖はなくなりませんから、基準日の乱用の利用には一定の歯止めをかける必要があると思います。一般には画一的な切り方を想定して、株主総会で議決権行使をする人はこうしたこの顔ぶれのはずだという予測が立っているはずなので、それがまったく無視されるような設定の仕方、あるいは利用の仕方がなされれば、それはやはり問題視していく必要があるのかなと思いま

す。

○内藤 すみません、あまり長くなるとまずいので、この辺でやめさせていただきます。ありがとうございました。

○上村 では、すみません、どうぞ。

○周 獨協大学の周です。上村先生と稲葉先生にお伺いしたいと思います。上村先生のご報告の中におきまして、今回のUFJ問題は持株会社の子会社の経営者をどうやってモニタリングするかという大きな問題としてクローズアップされていると指摘されています。

私も、以前から持株会社の創設の解禁によって引き起こされているさまざまな問題に対しまして大変関心を持っております。さまざまな問題のなかで、特に注目されているのは、いわゆる親会社としての持株会社の株主の株主権縮減化という問題であります。現在一般的に株主権の縮減化という言い方がされていますが、むしろ言い方としては、株主権の空洞化のほうがより妥当ではないかと思えます。こうした問題を解消するためには、いくつの方策があると考えられます。まずは、二重代表訴訟による方策であります。確かに会社法制の現代化に関する要綱試案の中におきまして、株式交換・株式移転の場合における代表訴訟の株主の原告適格維持に関しましては、何かの立法的な手当てを用意することが提案されています。要綱試案の中におきまして、会社の合併や、株式交換・株式移転などの場合での対価の柔軟化も提案されています。しかし、残念ながら、こうした場合における株主代表訴訟の原告適格維持の問題にはどうやって対処するかにつきまして、要綱試案は少しも触れていません。対価の柔軟化が認められることになると、株式交換・株式移転の場合と同様に原告適格の維持の問題も発生してくると思われま。法制審議会会社法部会での審議の議事録を見ますと、このことに関しましては解釈に任せたいという意見が出ております。しかし、もし

解釈に任せるとなると、裁判実務では、株式交換・株式移転の場合と同じように株主の原告適格の維持が認められなくなると予想されます。原告適格が維持されるように、やはり何かの立法的な措置をとるべきではないかと思えます。なお、要綱試案の理由書には少し言及されていますが、要綱試案それ自体が二重代表訴訟の法認について触れていないことは問題ではないかと考えられます。

つぎに、親会社の株主が子会社の経営に参加する経営参加権を認める方策です。ここでいう経営参加権は子会社の重要な事項に対して親会社の株主が意思を表示できる機会を与えることを意味します。残念ながら、このことに関しても、要綱試案はまったく言及しておりません。

以上の2点につきまして、先生のお考えをお伺いしたいと思います。

○上村 稲葉先生。では、最初に……。

○稲葉 先ほど申し上げたように、全くご意見には同感で、きちんと手当てをしておくべきことはあると思えます。実定法がない場合には、裁判所はどうしても臆病になりますし、基本的に謙抑的といいますかね、自分の仕事を増やしたがるらないところがある。解釈に任せておくというのは、もちろん任せておいたほうがいい局面もありますけれども、これは、そういう問題ではないので、立法担当者としては責任転嫁の気味があるという感じがしております。ただ、具体論としての交付金合併の場合については、訴えの利益がある場合とない場合とがありそうな感じがするので、検討させていただきたいと思えます。

○上村 企業再編法制は自由化したけれども、再編後の問題にけじめがないということをも稲葉先生はおっしゃっておられますね。つまり、できた後のガバナンスや責任体制などの問題ですが、私もまったく同感です。立法のけじめがつかないのなら裁判官にけじめをつけて欲しいのですが、どうももっと勇氣

を出すべきだと思いますね。非常にティミッドだとおっしゃいましたけれども、先生は今日は、ちょっと上品かなと思います……。

閉鎖会社の場合は、本当に大胆な構成をやっているのです、いろいろ。民法の権利濫用だけで法人格否認の法理を構成するとか。取締役の対第三者責任について立法ともいうべき法定責任説を採用するとかですね。ところが、今の日本の裁判官の多くは、閉鎖会社ならともかく、やはり大蔵省や金融庁が今まで仕切っていたような分野を自分たちが左右するというような大それたことを司法などがやってはいけないとも思っているのではないかと勘ぐりたくなるほどに臆病なのではないでしょうか。これからはロースクールで元気な裁判官が恐らく生まれてくるかもしれませんが。確かに何でも解釈に任せるということではなくて、きちんとした規定があれば、それに越したことはないのですけれども、やはりもう原則自由の時代には、相手は大企業であってももう少し司法が元気を出してほしいという気持ちは個人的にはあります。

それから、企業結合法制については、例えばソニーのように100%子会社でやっているような会社は、むしろ100%子会社なのに指揮命令権がないのは困ると言っていますね。むしろ指揮命令権があるということにしまわって、そのうえで一定の責任は負って良いといった声も聞こえてきます。むしろそのほうがリスクを予想できるだけ対応しやすい。将来、ある日突然企業結合の親会社の責任が判例によって認めらる、というようなことの方が困るとのことです。今まではこうした声はあまり大きな声になっておらず、とにかく経済界は企業結合法制には反対ということでやってきたのです。ですから、結論的には稲葉先生がおっしゃったことと同じで、二重代表訴訟も可能と法に書いてあれば一番良いのですが、名古屋大学の浜田道代先生のように、解釈でできると言っている方もいるわけですし、私もそのようなことを考えてみ

るべきだと思います。

それでは、岸田雅雄先生どうぞ。

○岸田 ちょっと私は一般的なことをお伺いしたいと思うのですけれども、今、持株会社の話ですけれども、これは独占禁止法が97年12月に改正法が施行されて、持株会社が認められたのですが、そのとき、持株会社を認めるかどうかという議論のときは、財閥復活とか、いろいろなものがあつたのですが、その後99年に今お話の株式移転や株式交換制度ができて、持株会社では認めなかったわけですけれども、そのときの議論としては、多分今のような代表訴訟をやらせるために持株会社を使うとか、りそなの事件もそうですが、それから配当財源を確保するために持株会社を作ったのは最近のみずほホールディングスの上にみずほフィナンシャルグループ、持株会社の上に持株会社を作ったとか、とにかく私が申し上げたいのは、今いろいろおっしゃった、法律の欠陥とおっしゃいますけれども、実は立法すれば必ずそのような予想できないことといますか、それを考えて、必ず作るわけですから、そして裁判所は稲葉先生がおっしゃったように、実定法上の解釈でしかできないというのが日本の法律の建前なのです。

ですから、お伺いしたかったのは、法律であるとあらゆる場合を想定して作るというのは実際不可能だし、もしそうだとすれば、税法のように、非常に細かいありとあらゆる考えたものを作らなければいけないというわけなのですが、基本的にその立法の在り方として、特に稲葉先生は立法をなさっていたことですから、ちょっとお伺いしたかったのは、現在の法制審では、先ほど上村先生からご紹介があつた諮問されたことしかできないといえますか、立法担当官のかたも、恐らく一定の現在の法律をどのように改正するかのだけであつて、改正してまた問題が出てくれば、その都度法律を変えていく。このようなものが

今までのやり方だと思うのですけれども、そうだとすれば、そのような抜け道が常に出るというのはやむをえないことだというように思うのですけれども、そのような点、立法担当をされていかがでしょう。ちょっと稲葉先生に教えていただきたいのです。

○稲葉 立法の諮問は、包括的な諮問である場合はもちろん、それだけでなく関連する部分は取り込もうと思えばできるはずなのです。今度の現代化作業の中でも、企業結合法制立法をやらうと思えばできるはずです。網羅的で完全な立法をしようとする、時間との競争になる。抵抗勢力もあります。しかし、やはりできるだけ目配りをして、少なくとも望ましいと考えられる解釈の手掛かりになるような規定を、どうかかりばめておくことが望ましいのではないかとこのように思います。

ご指摘のとおり、すべての問題をカバーするような立法は絶対にできません。それを目指す、非常に硬直的な立法になる恐れがあります。それが、解釈に任せるべき事項もあると申し上げたところなのですけれども、企業再編法制をやれば、企業結合の問題が起こることは明らかです。現実にもいろいろの問題が生じている。その予測ができる以上、本格的な立法を後回しにするのはやむをえないとしても、それまでどう対処するのがいいのかは考えて、やはりそれを誘導するようつなぎの立法をする必要があるという感じがするわけです。それが立法の力量ということでもあります。

上村先生は、先ほど日本の裁判所は閉鎖会社法制についてはかなり勇敢だとおっしゃったけれども、必ずしもそうでもない、先ほど話があった新株発行無効の訴えなどは、閉鎖会社についても無効原因を厳しく限定した判断を堅持していますし、266条ノ3については、そもそも現に存在する規定の解釈なのです。比較法的には、どこからきたものか問題もあるようですが、あの規定をどう解釈して適用範囲をどこまでにするかというの

は、裁判所としては決めざるを得ないので、実際の債権者の立場、取引社会の要請を考えると、法制上の整合性の問題はあるけれども、広く解するほうが妥当だということになったのでしょうか。

法人格否認にしても、これも266条ノ3と同じで、実際目にあまるときには、この法理を使わざるを得ない。今度の立法も最低資本金をやめて、「あと救済手段は何ですか」と質問したら、「266条ノ3と法人格の否認ということになります」という答えになっているということです。新株発行不存在訴訟にしても、総会決議不存在訴訟との均衡からいえば、当然認めるべきものと別に勇敢な判断というわけでもない。

だから、どうしても社会正義に反するような事態という認識になれば、裁判所も動かざるをえないと思うのですが、そのようなことになっているのかどうかというのは、先ほど末村さんもおっしゃったけれども、具体的な事案を見ると、いろいろな考え方があって、そう簡単には言えない。しかし、実定法を制定する立場の人に対しては、その裁判所のメンタリティも考慮して、何か妥当な解決への道しるべとなるような定めをする配慮を望みたいという感じがします。

○松山 今、いろいろと裁判所批判がなかなか出ておまして、私もここで裁判所批判をしていますが、前身は実は元裁判官で、現場の裁判を担当していた者ですので、ちょっと一言言わせていただければと思ったのですが、やはり、今、裁判所の役割はすごく大きくなっているというのは、今、企業法務をやっている方もすごく思うのです。

例えば、UFJと三井住友の件が裁判所に持ち込まれるなどということは、少し前だったら考えられない、あのようなものは全部財務省や金融庁がピシッと事前にやるべきだろうと、裁判官は内心思っているに違いないのではないかと思っているのですが、そのような時代になってきて、やはり事後的な調整の部

分というものが、今はもう行政府ではなくて裁判所に全部持ち込まれてしまっている。なおかつ、法の趣旨といますか、立法の担当の部分、立法の趣旨の部分ですね、その部分を理解している裁判官というのは、実は稲葉先生のようなごく数名の裁判官を除き、会社法の趣旨や規定をすべて理解するというのは、なかなか現場の裁判官にとって非常に大変なことではあるのです。

その中で、事後の調整の部分全部裁判所に持ってこられてしまって、非常にやはり判断がすごくちぐはぐになってしまっているのが、裁判所に対する批判を受ける原因ではないかと。

かつて行政府がやっていたときには、あれは事前の立法の過程の行政指導も、最後紛争が起きたときの調整も、みんな一人でやっていたので、あれだと何となく、こう、うまく調整が取れた部分があったのかもしれないのですけれども、今、裁判所というのは、立法していないで、ひとりで解決を考えていく。社会の情勢は流れていく中でどう判断したらいいかというのは、裁判官は、現場の人は非常に困っているだろうと。

ただ、それが困っている、困っているというだけでは、今度は裁判制度を使わせていただく企業法務弁護士の立場からすると、これはもう企業としては予測がつかない。これはもう不確実性というもので、非常に企業の経済活動にとってはものすごくダメージが大きいわけですね。これをやはり何とかするためには本当に、実は、今日、私も今稲葉先生がおっしゃったことをまさに申し上げたいなと思ってきたのですが、やはり立法の過程で、判断の基準になる道しるべのようなものを、立法の過程なり、あるいはこのような研究会のような場で、やはりどんどんアピールしていかないと、裁判というのはこの先機能していけないのではないかと。裁判官の自助努力による勉強というのも非常にもちろん重要で、やはり商事部の裁判官などはどんどん法改正

について勉強していかなければいけないと思うのですが、これは立法する側、あるいはそれを使っている企業の側や、学者の先生がた、このような研究所の中で、このような場合にこの立法指針として判断すべきポイントはこのようなところだろうというようなところの活動をもっとアピールしてくれることによって、これだけ改正が進んでいる中での裁判というものが本当に使いやすい制度になっていくのではないかと。これは両方を経験した、両方の身につまされている私の立場からして、ちょっと一言できれば申し添えさせていただきたいと思ってマイクを取りました。

○上村 先ほどご発言されましたのは、早稲田大学金融大学院の岸田雅雄先生です。それでは、お名前をおっしゃっていただきたいと思います。

○遠藤 弁護士の遠藤と申します。松山先生に2点ほどお聞きしたいと思いますけれども、今の話と連続するのですが、立法の過程で、いわばセーフ・ハーバー・ルールをお作りになったらいかがでしょうかという提言だけではなくて、この事案は特にそうだと思うのですが、主要目的ルールに対する限界というのでしょうか、内容的な、裁判所が既存のルールの中で苦しみながら、何とかそれに依拠をして経済界に与えるインパクトを最小限にしたいという形で作り上げた、いわば泥縄の最後の砦になってしまったのではないかという気がするのです。

これは企業法務をやっている弁護士からしますと、今のこの1枚いただいたスキーム全体像の流れを見ると、いかにこの資金需要が本当にはなかったのだということが切実に分かる、具体的にお話は申し上げませんが、これは一目瞭然なのです。このようなことが実際の実務で、金融事情でありうるはずがない。私はこれを見せていただいて初めて全体像が分かりました。

そうしますと、裁判所はその立法のハー

パー・ルールだけではなく、経済界に対する、この流動する経済の諸事情に対するものを絶えず理解するという事はなかなか難しいと思うのです。

そこで先生にお聞きしたいのは、方向性として、私は今2つ考えたのですが、1つは知財と同じように、経済に関する専門官を裁判所のスタッフとして充実させる方向と、そちらがいいのか、もう1つは、実態審査には踏み込まずに、手続審査に限定して裁判所が審査する。例えば、取締役会がなぜその新株発行を機動的に調整できるかという、株主からの信任を受けて、その信任を受けている株主の事前の承諾というのでしょうか、その事前にはいただいている承諾の中でこそ、株主の利益を最大限に図るという、そのような前提で動けるのだと。そのためには、取締役会がきちっとその事実関係、資金調達に必要なプロセスをきちんと審査して、それを踏んだかどうか、の手続面について審査をする必要があるのではないかと。実態審査には入らずに、手続審査だけは少なくとも専門的なことができないか、そこに入るという、そのような方向性を2つ考えていますが、今の裁判所でどちらの方向性がより馴染みやすいかという点をご質問です。

それから最後に、これは感想をお聞きしたいのですが、担当された弁護士として、この裁判所の判断は所詮CSKとベルシシステムの内部の争いではないのかという頭がどこかにあって、そのような発言がちらっと出たかどうか、お願いします。

○松山 いろいろと本当に私が実は先ほど発表の場で言いたかったことを言っていたいで、すごく感謝しているのですけれども、やはり合理性の判断というところをどこまで裁判所にさせていただけるかというのは、今回非常につらかった部分です。これは、やはり裁判官が実務をそれほどご存じないということのほかに、やはり仮処分というのはあまりにも時間が短い、この時間的制約の中で裁判官

にご理解いただくだけのあれがなかったのかな、というようには反省しております、私もこのスキームを見たときには、これは合理性はないだろうと、この半分はどう見ても合理性はないよと思ったのですが、裁判所には容れられなかったということが非常に残念だったところです。

それについて、確かにいわゆる専門的な部分、その専門的な知識を持っている専門部にするという事も考えられる方策だと思いますし、今、東京地裁の商事部というところはかなり会社更生などそのような部分については、そのような要素が出てきているところで、ただ、そこはやはりなかなか裁判所の組織としては難しいですし、その辺はもう本当に裁判所がどのような組織体系を作っていくかということで、私自身は、使っているほうからすれば、本当にそのような専門的な企業法務に明るい人がそばにいてくれば、少し判断も違ったこともあるのかなと思うことはありますし、合理性という部分をやはり判断してもらう以上は、そのようなところをどんどん裁判所の方で改革してもらうべきだろうと思います。

手続面のところについては、そこはやはり、ただこれは現場の裁判官自身も、手続面については厳格に、合理性の部分はやはり経営判断を尊重というところは、もうある程度できていると思うのです。そこもあったので、私も今回善管注意義務違反だろうと、1回の取締役会でこのような1,000億円の増資と投資を決めるかということは主張したのですが、そこもちょっと容れられなかったのは残念なのですけれども、ただ、裁判所の、例えばこの事例だけではなくて、いわゆる経営判断が争われるような役員責任の事案などを見ますと、やはり手続面についてはある程度厳格に、判断のところの合理性については、裁判所は一步引いてという考え方を持っておられる、そしてその観点から判断はされておられるのではないかという気はしております。ただ、

この事件についてはちょっと残念ながらそうはならなかったということですが。

裁判官の心証の部分についてということですけれども、これは、あまり「所詮は」というようなスタンスではなく、担当裁判官は、少なくとも最初は非常に厳しく、私達に有利に、訴訟指揮をしていただいたのですけれども、最後の結論はちょっと容れられなかったということなのです。ただ、私はどうしてやはりこの仮処分が止まらなかったのかなというようにちょっと考えてみると、私が裁判官だったらここはどうしてもためらうなと思うところとしては、やはりこのNPIホールディングスが1,000億円出すというところが、やはりそれだろうと思うのです。その1点だろうと思います。やはり1,000億円出す人がいる以上は、何か合理性があるのだろうと、やはり裁判所としてはそう思わざるをえないというような気がして、やはり1,000億をNPIに出すと言われてしまったところが、もう私たちとしては覆しようがなかったかなというように思っていて、裁判所もやはりそこなのではないかと。

裁判官は、非常にやはり経営判断を重視して新株発行のほうを判断しますので、実は議決権行使の仮処分のほうも同じ裁判長で、そのときに、裁判長が、これはちょっとオフレコでということではポロツとおっしゃったのは、「新株発行差止のほうは、あれは経営判断ですから尊重しましたよ」と、「ただ、こっちは定款の文言解釈ですから厳しく言わせていただきます」と、最初に裁判長がそのように宣言して審議に入ったということもありまして、その辺が結構やはり裁判官としても、かなり限界的に新株発行差止のところはご苦労してご判断いただいたのだろうなというように私のほうは思っております。大体以上です。

○上村 ありがとうございます。

○稲葉 ちょっとよろしいですか。

○松山 はい、どうぞ。

○稲葉 裁判所としては、商事事件については、それほど特殊だという認識はないと思います。例えば行政事件と似たところがあって、要するに手続については、きちんと審査すべきだ。しかし、行政裁量があるのと同じで、経営判断としての裁量の存在は認める。そのような判断の枠組みは同じということではないでしょうか。ただ、合理性の判断について、この事件での決定の枠組みはどれも消極的すぎるという感覚はありますね。

資料の点は、やはりそれは当事者が十分に資料を収集して裁判所に与えるべきだと思います。行政事件のうちでも租税事件などということになると、法律が技術的すぎるというような問題もあるし、それから知財事件だと、そもそも法律外の技術的な争点を裁判官の頭へきちっと飲み込めるようにやってくれるかどうかという問題があって、それは法律問題とやはり知財の事件とは少し違うのです。だから、そのような意味で、会社法は明らかに一般私法の一部門なので、それほど技術性が高いわけでもないのに、商事だけ特別に扱うというのはどうも難しいと思います。

それからもう1つ、内部諍いの話は、対抗軸としては、これは支配権の争いだということは、これは間違いありません。上村先生の話に即して言えば、個人株主などそれ以外の株主は蚊帳の外に置かれているわけですね。その保護の問題は、別に検討されるべきです。だから、裁判所としては、コップの中の嵐という感覚がないわけでもないと思いますが、しかし、支配株主の持っている利益をどう考えるべきかというのは、企業結合を考えると、会社法の非常に大きな問題ですから、いい加減に考えてよい問題でないことも、確かです。そういう問題について、学界も実務界も、十分きちんと整理して考え、問題点を提示する必要があるところだと思います。

○遠藤 1点だけよろしいでしょうか。商事事件は特殊ではないというのは確かに先生が

おっしゃるとおりですが、そこがまさしく落とし穴になっておりまして、今の企業法務は紙ベースで書いていない、紙ベースはむしろ古いぐらい、どんどんどんどんいろいろな現象が起きているわけですので、確かに当事者が資料を収集して提出するというのは大原則だと思うのですが、むしろ紙に書けない部分をいかに裁判所に理解していただくかということが、われわれが苦心しているところです。

そのような意味では、例えば東京地裁だと民事8部の裁判所が担当しております。この8部は特別清算等も含めて幅広く商事事件もやられていますけれども、あれだけのスタッフで、あれだけの書記官の数で果たしてできるかどうかというのが、われわれの常に疑問に思っているところです。一言だけ感想を。

○稲葉 もう1つ言わせていただければ、そのような日進月歩の状況があるとしますと、裁判所に調査官を置いたからといって、それが全部カバーできるなどというのは、それは無理な話ではないでしょうか。誰を調査官にするかも問題で、適任者をどこに求めるのでしょうか。それはやはり当事者が努力してもらいより仕方がないというように思います。だから、その判断に必要な事項の伝え方はいろいろ工夫すべきです。何でも裁判所に頼るのではなくて、もちろん裁判所の力量は大切ですが、他方で当事者のスキルの開発にも努力していただく必要がある。裁判で負けた場合に安易に裁判所の責任にするのではなく、裁判所を説得するスキルが足りなかったのではないかという反省もしていただきたいのです。もちろん、説得力のある裁判批判も大いにすべきだと思いますが……。

○上村 どうも。今、松山さんの話を聞いて、1,000億円出したというのが効いた、というのはなかなかリアルだなと思いますね。裁判所も金に弱いのかなと想像してしまいました。やはり松山さんがもう1回裁判官に戻られて、ご活躍されたほうがいいのではないでしょう

か。

あと、合理性の判断と手続とおっしゃいましたけれども、合理性の判断も手続です。つまりプロセスですね。経営判断と言ったり、合理性の判断と言っても、どのような情報を集めたかとか、それを決定するときの取締役会の構成がどうかとか、やはりプロセスに還元していくというように考えていかないと、と思いますが。ちょっと私がいちしゃべると何なので……。どうぞ。

○黒沼 早稲田大学法務研究科の黒沼です。質問ではなくて、意見になってしまうのですが、恐らくここにいる皆様とは違った意見なので、意見を述べることも意味があると思って発言させていただきます。

ベルシステム24の問題については、私は一番問題だと思うのは、ベルシステム24が上場会社であることだと思うのです。そのような場合に、突然50%を超える大株主が出現するというのはいいのかということは、大きな問題であろうと思います。

それに対する対処の仕方は、恐らく2つ考えられて、1つは、立法的な手当をすることです。もう1つは、取引所の規則で、上場会社が一定割合以上の新株を発行する場合には株主総会の承認を要すると定め、それを上場会社が定款に反映させることではないかと思えます。

それから、持株会社の話なのですが、持株会社の株主の権利が縮減するという問題は、これは親子会社法制の検討段階からすでにいろいろと議論がされていまして、立法的な手当をすべきだという意見ももちろんありました。しかし、そうならなかったのは、やはり持株会社法制を認めて、株式交換、株式移転によって持株会社を作ることと認めるといことは、子会社を自由に売買する。そのような会社があってもいいのではないかということで、認められたわけです。

私もそのときに考えたことがあるのですが、私もそのときに考えたことがあるのですが、子会社の売買を望むような持株会社、

あるいは株主がいれば、そのようなものを認めてもいいわけでありまして、あとは、定款自治である程度対処できる問題ではないかと思えます。株主代表訴訟については立法的な処置が必要でしょうけれども、定款で「子会社の株式の譲渡については親会社の株主の承認を要する」とか、あるいは、「子会社の合併・子会社の株式交換については親会社の株主の承認を要する」というように書くことが考えられます。

もし、取引所が、個人株主を保護するために必要だと考えるのであれば、上場規則にそのようなことを要求することも考えられると思えます。

それから拒否権の問題ですが、拒否権は確かに重大な問題なのですが、これも立法のときにすでに予想された問題だと私は思っています。株主間の利害の調整のために拒否権というものを認めるというのが立法の趣旨であり、そこから何が問題になるかという、拒否権の行使について、株主にいわゆる忠実義務が生じるのではないかと。拒否権の行使は全くの自由ではなくて、不適切に行使した場合には損害賠償責任を負うという法理が日本でも認められるようになるのではないかと思えますので、これはある程度そのような解釈や判例の積み重ねで対処できるのではないかと思えます。

それから、余計なことをもう1つ付け加えますと、例えばUFJの事例では、新しい優先株を発行していますので、定款変更はあったはずなのです。その定款変更を持株会社として承認していると思うのですが、承認をするという議決権の行使が、持株会社株主の利益に反するものであったとして、持株会社の株主が持株会社の取締役の責任を追及するという手段は残されています。持株会社制度を取っている以上は、そのような手段しか残されていないけれども、手段が全くないわけではないと考えております。

○上村 ありがとうございます。

違った意見ということではないと思いますが。あらゆる制度の中で何かそのような手段を考えていこうということですから、何といたしましょうか、1つの有益なご意見だと思います。

ただ、私の感想では、取引所規則の権威がやはりロンドンなどとは違う。あるいは定款自治でやった場合にも、本当にそれがベスト・プラクティスになっていくような形になればいいのですが。あるいは忠実義務も、そのような実効性のあるものに作っていきようにしたい。それはもう黒沼先生がおっしゃるとおりで、私もそれには、全く異論はないのですけれども、ちょっと時間がかかるかなという感じがするのですが。

○稲葉 ちょっといいでしょうか。

○上村 はい。

○稲葉 おっしゃることはよくわかりますが、ただ弊害があることはもう目に見えているわけですから、検討はしたけれども、それがやらなくてもいいという、そのような判断がそもそも間違っているのではないかと。つまり、日本の社会というのは、そのような社会ではないという、つまり、自分できちんと自分の身を守るといような、そのような社会ではどうもなさそうなのです。これはアイゼンバーグ先生がCOEのシンポジウムで言われたのですが、西部劇の世界が下敷きにあるアメリカのような社会と、日本のような社会とでは、およそ違う。自衛本能が発達していないから、どうしてもこすっからい奴が得をすることになりかねないところがあると思えます。

だから、それをどのようにして救済するかというのは、もちろん、特に上場会社が問題になる局面では、上場規則などできちんと手当てしてくれればいいけれども、これも日本の株式取引市場はまだまだ信用がならないという感じがしております、そのような点では、何かちょっと日本の、つまり土壌をきちんと

見据えた上での立法になっているのかどうかというところが、私は気がかりだと、このようなことであります。定款自治についても、そういう日本的メンタリティを考えないで、定款で決めないのは決めない株主が悪い、それは自己責任だとは言いきれない。特に企業結合の状況では、多くの無機能株主の拠出資金を利用する支配的株主は、経営者支配を望んでいるので、自発的に少数株主を保護するような定款を作るはずはないのです。閉鎖会社の支配株主の場合も同じだと思います。

○上村 はい。いくつか手が挙がっているのですが、それでは。

○渡辺 早稲田大学《企業法制と法創造》総合研究所（早稲田大学法学学術院）の渡辺宏之です。私は一応関係者サイドでございまして、後ろで話を聞いておりましたが、大変刺激的なお話で、体が自然に前のめりになって聞いておりました。

私も持株会社の株主権の縮減の問題について、別の観点からお伺いしたいと思います。持株会社の株主権の縮減というものが不可避免的に発生して、それに対する企業結合法制が整っていないというのは、今までの先生方のお話にございました。これに対して、黒沼先生から先ほど定款自治によってある程度対応できるのではないかというお話がございました。確かに、定款自治によって、株主権の縮減に対応することは可能かと思えますけれども、そのような定款自治が機能せず、解釈あるいは立法によって対応する場合には、1つの非常な困難が生じるのではないかと思っております。ですから、いわゆる純粋持株会社の解禁や、あるいは株式交換・株式移転による持株会社の設立に向けているときに議論があったにも関わらず、持株会社の株主権の縮減に対して十分な対応が実現されなかったというのは、経済界の要望以外に、そのような困難にも理由があるのではないかと思っております。

株主権の縮減の問題に対応しようと考えますと、子会社が独立した法人格であるという前提であれば、規律が弱くなるのではないかと思っております。持株会社とそれに従属した子会社であるということで、株主権の縮減の問題に対応する法理が生まれる、解釈が生まれるということで、そのような意味では、少なくとも日本法のうえで定着しております会社法の原則をちょっと弱めるといいますか、ひっくり返すことにはならないかということでもあります。

そして、子会社の独立した法人格という前提をそのままに、企業結合法制を構築しようとすると、例えば、ドイツの企業結合法制の例に比べてもはるかに、非常に複雑であまいな法制になってしまうのではないかという恐れもあるかと思えます。

そうしますと、むしろ問題は、株主権の縮減の問題に十分な法的手当てを行わないままに、持株会社を株式交換の形によって認めたということに、そもそもなるのではないかなとも思いますが、これについて、先生方のご見解を伺えればと思います。

○上村 それでは、私が最初に一言。最初に純粋持株会社を解禁するときに、四つぐらいの類型に絞ろうという案がありました。ファンドや、それから閉鎖会社や金融持株会社など、それらに絞るか、全面解禁にするかということですね。合理的と思われるいくつかの類型に絞って、純粋持株会社を解禁する、その辺にとどめておいてよかったのではないかと私は個人的には思っているのですが。つまり、それはそれ以上解禁することが理論上間違っているという意味ではなくて、そうした自由に対応する対策が用意されていない段階でそこまで行ったことについて、ちょっとどうかなという気持ちを持っていたのです。ほかに、黒沼さん、いかがでしょうか。

○黒沼 私は、持株会社の解禁は組織形態の自由度を増すために行われたわけであり、別に問題なかったと考えております。また、稲

葉先生から怒られるかもしれませんが、持株会社はすでに株式交換か株式移転をしているわけです。そのときに、どのような持株会社になるかということ、会社側が持株会社の定款で示して、株主の真意を問えばいいわけですね。子会社の譲渡について、持株会社は株主総会にはお伺いを立てませんと。そのような持株会社になるときは、株式交換にその株主が反対すればいいわけですから、特に法律の不備というわけではなないと考えております。

それと、もう1つだけ付け加えさせていただきますと、確かに株式交換後に代表訴訟はどうかというの、恐らく気がつかなかったのではないかと思いますけれども、それ以外の点はある程度気づいているわけです。やってみて初めて気づいた欠陥ではなくて、あらかじめわかっていたものであると思っております。

○上村 わかってたらやればよいのでないかと、多分稲葉先生がおっしゃると思いますが、私が答えてはいけませんね。

○稲葉 株式交換・株式移転にしても、会社分割にしても、確かに企業再編のツールとしては必要だとは思いますが、やはり副作用があるということを考えて立法をすべきである。初めから欠陥車を造らなくてもいいのではないかという感じがするのです。欠陥車を造ると、それから全く車は造るな、というのとどちらがいいかという問題だとおっしゃれば、それは欠陥の程度によるのだろうということなのです。絶対に欠陥のない車などは造り得ないわけですから。ただ、その許容範囲がちょっと超えているのではないか。企業結合について、やはり何かの手当をしておかなければいけない。

先ほど黒沼先生がおっしゃったような定款自治は、日本では機能しないことは、もうこれは明らかなのです。定款自治で処理している会社というのは、今の閉鎖的公司だって殆どありません。230条ノ10という規定があっ

て、株主総会の権限が定款で広げられることになっていますけれども、あれで広げている会社というのは、もう本当にレアだと思うのです。

ですから、やるとすれば、原則はある制約をかけておいて、定款で外せるという仕組みにすれば、それはまだ機能するかもしれないけれども、経済界は絶対反対でしょうね。そのような立法は実現しない、ということになるかもしれません。しかし、問題を提示しておく必要はある。たとえば、試案の段階では頭を出しておくとかですね。これは余談ですけども、どうも商法の先生は物わかりがよすぎるのではないかという印象があります。もちろん、本当に物がわからないというのは、困りますが、理解はしたうえでなおおかしいと思えばそこは頑張らなければならない。

やはり、だめなことはだめと言わなければいけない。しかし、これは私の全く個人的な感想ですから、聞き流しておいてください。

○上村 それでは、どうぞ。

○荻野 末村さんの同業で、朝日新聞社の荻野ですが、記者もまだ複数名ここにおられますので、末村さん、ご安心ください。

1点だけ、結局この間コーポレート・ガバナンスという議論をずっとみんなそれぞれの分野で進めていった中で、今回のものを見ても、経営判断をできるだけ尊重しようという流れになって、その中で社外取締役や独立取締役の重視と、このような流れはあるのですが、実際UFJなどを取材していると、先生はここではほとんど異論があったと書かれています。一方で、あのような仕組みを、スキームを作られた方の中には、逆にその社外取締役と喧喧諤諤の議論をした結果であるからという、逆に妥当性の補強のように話される方もいらっしゃいました。

ともすれば外形的に社外取締役とは、とか、あるいはアメリカでは独立取締役で、その要件はデラウェア州ではどうだとか、何々の判

決はと、このような話になってしまうのですけれども、どうも何か10年ぐらいこのような議論をやっている中で、逆に取締役の、独立性や社外性というものを外形的に追えば追うほど、逆に、実はCEOといいますか、執行役、実権を持った人間の自由になって、それがあたかも非常に公正な判断であることの隠れ蓑のようになっていくという、非常に逆説的な印象も最近持つようになったわけです。

そのような意味で、諸先生に伺いたいのは、一体このような意思決定を誰がどのような形でやった場合に、それが経営判断として本当に尊重されるのか、そこで社外取締役というのはもっと実態としてそれを見なければならぬような時機が来るのではないかと、そのような印象を、早くも新しい商法が施行されて1年ぐらいで、非常に最近いくつかの事例でそれを感じるものですから、ちょっとこの場で伺いたいと思いました。

○上村 今、荻野さんはコーポレートガバナンスフォーラムをはじめ、ずっとこのような問題を追跡されておられるわけですが、確かに、社外取締役を置くと隠れみのになって、経営の自由が拡大するのではないかと、それはそのようなことはあるかと思えます。

ただ、社外取締役のシステムというのは、日本で始まってまだ短いですが、私はいつも言っているのですけれども、たった2人や3人の社外取締役がいればよいというような委員会等設置会社は、アメリカでいえば数十年昔の委員会等設置会社ですね。ですから、アメリカ型ですと言っても、今のアメリカ型ではないわけですね。今のアメリカ型は8割が独立取締役ですから。取締役会の構成員の8割が独立取締役で、その中で各種委員会があって、そこでやっている。しかも取引所の規則はSECが監督しているわけです。ですから、やはりアメリカ型が導入されたとは言っても、昔彼らが始めたときのアメリカ型が日本で今始まったという、極めて未熟な社外取締役制度といいますか、アメリカ型制

度といわれているものであって、ですから、たった今それが十分に機能するということまで行っていないことは確かですが、まだまだこれは中身を改善させていく余地はあると思います。企業によっては、HOYAやエーザイなど、いくつかは相当大胆なガバナンスをやっている、「いつでも私の首を切ってください」というようなシステムでやっているところもあります。アメリカの取締役会も元々経営委員会的なものだったわけですが、それが徐々に徐々にモニタリング機関に変わってくるのに、相当、40、50年、もったですか、かかっておりますので、私がこのように言うのも何ですけれども、やはりもう少し長い目で、中身を一つ一つ改善されていくことはまだ可能かなというように思っておりますが、ちょっとかかったりいかもしれませんけれども。

稲葉先生、いかがですか。

○稲葉 コーポレートガバナンスについては、経営者支配をどのようにしてコントロールして、健全性を確保し、株主の利益を最大化するかという命題が、元々のテーマだと認識しています。日本では、それに加えて経営の効率性をどう発揮させるかという観点が大きく取り上げられている、ということのように思います。

日本では、どうも経営の効率性が重視されているような感じがするのですが、委員会等設置会社にした会社が必ず経営がよくなっているかということ、必ずしもそのような状況ではない。ですから、私は、基本的にコーポレートガバナンスについて絶対的にいい制度とか悪い制度は、ないのであって、日本型の制度であっても、委員会等設置会社ないしはアメリカ型の制度であっても、いい運営をする会社はいいし、悪い運営をする会社は悪い。社外取締役にしても、人材がいなければ何の意味もない。おっしゃるように隠れみのにしかなり得ないということになる。そのところを判断するのは市場だといわれているので

すけれども、その市場が果たしてきちんとした評価をすることになっているかどうかといえば、まだ十分成熟していないと思います。

ですから、そのような意味では、球を投げ返すようですけれども、マスコミあるいはジャーナリストの方々のほうも、きちんとウォッチして、その状況をアナウンスしていただくということではないか。

結局、私は今の社会での重要なキーワードは何ととっても透明性だと思います。透明性を確保して、内外にきちんと説明できるような立ち居振る舞いをしているのかどうかということを、みんながきちんと明らかにする会社、ひろく言えば社会にする。そして、つまりディスクローズできるような立ち居振る舞いをしていれば、多分大丈夫だということにも、逆に言えばなるということで、そのような方向で日本の社会を動かすように、ぜひともご尽力いただきたいと思います。

○上村 末村さん、先ほどから黙っているのですけれども、今、荻野さんからお話があったので、今までの話で何かございますか。

私は、先ほどおっしゃった中で、親が公開なら子も公開子会社でいいのかというあたりは、本質的な問題だと思います。それとは別のことでも結構ですけれども、何かおっしゃっていただければと思います。

○末村 親子上場というのは、私が知る限り、日本以外では極めて稀だと思います。例えば、M&Aをやって、それが子会社の形で残っていると、逆に、スピンオフとかスピンアウトとかの途中経過で親子関係が残っていると、かというケースはあっても、相当期間、半永久的に、同一資本に属す複数企業が、親子関係で上場しているということは、原則的にないと言って良いと思います。私はむしろその方が当たり前であって、日本の方がおかしいのだと思うのですが、法律で禁止されているわけでもなく、取引所の上場ルールで規制しているわけでもないのに、何故、欧米ではそ

ういうことがないのか、会場にいらっしゃる専門家の方に教えていただきたいと思っています。

それから、コーポレートガバナンスの関係で、似たような問題を言いますと、もっと話が拡散することになりますが、株式の相互持合いという問題があります。日本では銀行が株式を大量に保有することの問題が認識され、保有を制限したぐらいで、それ以上の議論にはなりませんでしたが、これも本当は大問題だと思います。西武の事件では、インサイダー取引との絡みで、そこのところが改めて浮き彫りになったように思います。西武鉄道株を持ってくれと頼まれれば、実に簡単に、多くの経営者が話に乗ってることがわかりました。どんな社内手続で購入の意思決定をしているのかわかりませんが、持ち合いは解消に向かっていると云われながら、まだまだ社会の観念と言うか、意識は変わっていない証拠だと思います。上村さん流に言えば、日本は法人社会であって、市民社会ではないことの証明になるのだと思います。

私は、極論すれば、持合いというのは自己株保有に近い実質があって、株式会社制度を自己否定するような、明示的な禁止事項ではなくても、やってはいけない、やるべきではないことだろうと考えています。その点で、西武というのは日本企業の対極にあるような会社でして、ほとんど持合いをしていなかった。

実質親会社のコクドが隠れて持っていたものを合わせれば8割近い株を抑えていたのですから、持合いは必要なかったわけです。西武とは対極にあった日本の多くの上場会社は、いまだに相当なウエートで広義の持合い状態にあり、安定株主に支えられています。それは株式会社と証券市場の正常な姿と言えるのか。そのような問題提起を含む事件が、今、起きているのだと思います。今話をうかがっていても、今起きているのは特殊な事例であり、そうではない多くの会社はきちんと

していると言えるのか、疑問です。持合いだの、上場子会社だのといった不正常的な問題を抱えたところで、マーケットがガバナンスの一翼を担い、規律が働くようになっているなどと奇麗事を言えるのか。投資家や株主が、本来の株式会社と証券市場が想定しているような人達ではないところで、教科書的にコーポレートガバナンスの議論をしても、期待をしても、虚しいのではないか。そう言ってしまうとおしまいで、議論を拡散させるだけで申し訳ないのですが、私にはそのような印象があります。

○上村 いや、拡散ではなくて、非常に大事なことですね。私も、西武のことを聞かれて、法人持合いも同じだという、末村さんと全く同じことを答えたことがつい最近あるので、ご指摘どおりだと思います。

子会社上場の点は、私はよくわかりませんが、アメリカに詳しい黒沼先生がおられますが、少なくとも分社型で、分割する会社はその株を持ったまま子会社上場するというのはないのではないですか、アメリカでも必ずその株主に与えるわけですね、子会社の株は。私の理解では、そうしないと個人株主の比率が下がってしまうからだと思います。やはりそれは9割が個人だという社会を維持しようという、そのような社会的な合意というのでしょうか、それがやはり、ヨーロッパでもそうですが、規律として働いているのではないか。もともとアメリカは他の法人の株を持ってはいけないという州法もあったぐらいです。日本でも原始の独禁法では、会社は株を持ってはいけないという規定があったのです。その辺のこだわりが随分違うかなと、私の個人的な感想ですけれども。

はい、それでは次に、何度も手を挙げてらっしゃる方、どうぞ。

○白石 早稲田大学ロースクール1年在学中の白石と申します。上村先生と稲葉先生にお

伺いたいのですけれども、今日のシンポジウムの議論の中で、法の立法の欠陥を新しい立法で補うか、あるいはその判例で、裁判所の判断で補っていくかというところが大きな議論の1つだったと思うのですけれども、これは私個人の印象でありまして、もし違っていたら訂正していただきたいのですが、平成13年の改正以降、会社法というのは非常に会社側に有利な立法のほうにドライブがかかっているような印象を持っておりまして、最近日本ではポイズンビル条項に対する手当をしてくれというような形が、産業界でいろいろお話が出ていますけれども、先日の日本経済新聞では、アメリカのほうではもうポイズンビルは見直すべきだというような議論が出ていているというようなこともちょっと興味深く読ませていただいたのですけれども、そのような形で、企業に有利な法制のドライブがかかっている中で、立法の欠陥を補っていく、そして株主保護の視点をその立法に取り入れていくというためには、どのような形でそのような担い手といいますか、株主保護というような形を取り入れていくようなシステムティックな制度というのはどのように作っていくかということについてちょっとお尋ねしたいのですが、上村先生の今日のお話では、経済界の立法の提言姿勢を改めるべきだというようなお話がありましたけれども、他方で、先ほど稲葉先生のお話では、そのような立法は会社は絶対認めないというようなお話もありましたので、ちょっと私はその経済界のほうからそのような提言が出てくるのは極めて疑問ではないかというように思っているのですが、システムティックにそのような株主保護の立法をしていくような仕組み、手当てというようなものができるのかどうか。もしできないのであれば、上村先生がおっしゃるような裁判所の英断に期待するというようなところになってしまうのではないかと思うのですけれども、そのあたりのお考えをお聞きたいと思います。

○上村 では、ロースタールの先生、稲葉先生。

○稲葉 企業に有利というのは、これは表現の問題ですが、要するに社会的なインフラとして会社制度と考えた場合には、やはり効率的で健全な経営が行われるような仕組みにすべきだということになるのです。だから、その目的で立法がされていることは間違いない。経営がやりやすいというのは、そのこと自体はいいことなのです。その場合に、個人株主の保護という、少数株主といいますか、そのようなことについて足りないのではないかということなのかもしれませんが、それはやはり企業結合の問題と絡むのだと思います。本来の株式会社というのは、経営と所有は分離していて、だから株主は経営による責任を負わないという原則でできているのですけれども、企業結合における株主というのはそのようなものではないわけですね。

だから、その辺を本当はきちんと整理してみないと、先ほど末村さんがおっしゃった子会社の上場という問題も、その辺を整理する必要があるのではないか。支配株主の責任というものをきちんと整理して、そして少数株主の保護というものをどうあるべきかということを考える。

このような作業が必要なので、その作業について、そうですね、経済界に自発的にこれやってくれと言ってもなかなか難しいので、やはりこれは学者が本来やるべき仕事なのだということに思います。ロースタールの学生なら、将来弁護士になったら、弁護士として論文を書いてもらっても構わないのだけれども、要するに、やはり社会的なうねりとして、社会的な世論を形成していくという、迂遠といわれるかもしれないけれども、そのようなプロセスで直していくべきで、そして、そのようなうねりが出てきたら、やはり裁判所のほうも考えるということになる。裁判所は、社会を離れた存在ではないので、それを当事者も代理人の弁護士も裁判所に大いにアピー

ルする。裁判所は、受身で適当な事件が係属しなければ、裁判はできませんからね。もっとも、企業結合の問題は、解釈でどこまで対処できるかは疑問があって、やはり立法マターでしょうね。

○上村 私も一言だけ。立法も必要だし、判例も必要だし、そして一番日本で必要なのは、やはり理論です。それがないと、だれもどうしようもない。一番最初に私が申し上げましたように、総合的に見て日本の置かれた状況を評価して、それは単なる法律の解釈だけではなくて、欧米は経験豊富で自信を持っているから、将来も失敗するかもしれないけれども、日本は経験不足だけれども、論理だけはどこに出しても恥ずかしくないというようなものを作る。それを尊重していく。経済界に今すぐというわけにはいかないようだけれども、それ本格的な原則自由の時代ですので、本格的な学問というものが期待される時代になってきたと思います。

もちろん、それは稲葉先生がおっしゃるように、学者の仕事でもありますけれども、裁判官や弁護士さんたちと一緒に模索していくことが非常に大切です。

ですから、新しい発想で物事をみんな考えていける時代になってきたのかなと私は思っているのですが、少し楽観的かもしれませんけれども。

ほぼ時間なのですから、ほかにありましたらどうぞ。

○犬飼 総合研究開発機構の犬飼と申します。本日は大変刺激のお話をありがとうございます。3点ほど感想を申し上げたいと思います。

まず、欧米の状況については、私もよく分からない部分が多いのですが、例えばドイツなどは、英国や米国などと少し違ったアプローチなのかというように思います。ドイツの場合、たしか株主比率の30%か40%ぐらいは、非金融機関の一般の会社法人が、一

般の会社の株を依然として持っている。そういうことも含めてコーポレートガバナンス上の問題を解決する手段として、70年代だと思いますが、従業員の代表を会社の経営に入れるということも行われたと思うのです。それに対して、日本の場合には、同様に一般企業が一般の会社の株を保有しているという状態があるわけですが、やはり環境が大きく変化する中で、ドイツとは違う方法で、ガバナンスの欠落をどのように補っていくかということがまさに問われているわけですが、会社法によるガバナンス強化の方向も含めて、こうだという結論がまだない状況なのかなという感じがいたします。それが1番目です。

2番目は、私、実はかつて大手企業の財務で子会社上場を推進しておりました。今日のお話ですと、何か子会社上場はみんなだめだというようなトーンのお話もあり、必ずしもそうではないというお話もありましたので少しほっとしたのですが、えてして子会社上場はやはりまずいということになりかねない。しかし、すべて子会社上場はだめだということではないと思います。やはり問題は、コクドと西武のような、上の親会社の方が上場していないようなケースの中に不透明な問題が集中しているのではないかと思います。実は、子会社上場でも、今、上村先生もおっしゃったのですが、分社のようなところはやはり上場すべきではないということがありますね。同じ子会社の中でも、分社的なものなのかとか、あるいは事業投資先として位置づける先なのかとか、子会社上場政策を行う最初のところで、親会社としてどのような方針をもって臨むべきかということが明確になっているか、なっていないかということが非常に大事です。事業投資先としての上場は、なんら問題ないという場合が非常に多いわけですが、むしろ企業グループ全体として見た場合には、その子会社の部分が、上場することによって、それまで内部部門として隠れていたところの透明性が増すという効果も逆に期待できる部

分があるわけで、企業グループ全体としての情報開示にプラスに働く。全部子会社上場はだめというように決めつけないほうがよいと思います。

3番目ですが、先ほど松山弁護士より1,000億円出す人がいるというところにはだれも勝てなかったというお話があったのですが、実はやはりその背景を考えなければいけないのではないかと思うのです。今の状況は、例えば、日本でも規制が緩和され環境が整備されていく途上で、アウトバーンのような高速道路で若葉マークの大衆車に乗っている人がいっぱい増えているという状況だと思うのですが、そこに高性能のスポーツカーに乗って非常に運転テクニックが優秀な人が加速してグッと出てくると、もうだれも勝てないという状況ですね。それが欧米、特に米国系のインベストメント・バンクの状態だったと思うのです。ある日本人のパートナーなどは、若くても数十億円単位の収入になるというような状況が、M&Aの仲介などからすでに出てきているわけです。そのようなことを考えると、今回のケースのように外資系でなく日系のなかにも、先ほどの1,000億円というような金額を出す投資銀行が出てきているというのは「なかなかよくやるじゃないの」という評価も一面ではできると思います。しかし、ではその同じグループの人が、そのブロック・トレーディングからいくらの手数料を稼いでいるのだらうというところはあまりだれも計算していませんが、これはかなりのものがあるのではないかと。なおかつ、そのCSKのケースでは、持っていた残りのベルの株を売りましたね。そのようなこともありますし、見えにくい価格設定などの部分で非常にリターンが出てくるところが、やはりインベストメント・バンクのいいところかもしれません。ただ、そういうときに金融機関に対応する人たちが何をやらなければいけないかといえば、それは、情報格差に付け込まれ誘導にうまくのせられてそのようなことを勝

手にどんどんやらせるような状況を野放図に作り出さないことが大事だと思います。要するに、本末転倒して、頭の回転の良い人たちによってディールを作ることが目的化し、内部の稼ぎのために、そのようなM&Aや調達関連のディールがたやすく作られてしまうということを、公正な取引を推進するという観点からも、当事者はやはり防ぐ必要があるのではないかということです。以上の3点です。

○上村 ありがとうございます。犬飼さんはCOEの客員教授でもいらっしゃいます。どうぞ。

○藤井 すみません、時間が来ているところで申し訳ないのですが、日本経済新聞の藤井と申します。非常に専門的なお話を伺わせていただいて勉強になったのですが、これまであまり深く議論されていなかった点を1つお聞きしたいのですが、UFJの件ですが、UFJはご存じのように金融機関ですから、この会社法の適用と同時に銀行法の適用を受けるわけですね。このUFJ問題のそもそもは資本不足の懸念ということから発しているわけで、われわれが取材してきました、この間金融危機の中ということもあり、金融当局、今日も金融庁のかたもいらっしゃるかもしれませんが、経営に関与してきているわけですね。いい面でも悪い面でも関与せざるをえないという局面が続いてきたということもあるのですけれども、銀行法では経営には関与しないのですね、法律上。もちろん債務者区分の厳格化やシステム維持ということはあるのですけれども。実態としては、行政法に基づく経営関与というものが行われているであろうと。

一方で、今日のご議論のように、会社法のほうの手續論やホールディングスの株主の権限など、その議論に影響してくるというこの行政法上の運用の問題ですね。企業再生がなれば、それは平時に戻るという理解もできるのですけれども、一方で、甘い裁量ならだれも文句は言わないけれども、厳しい裁量には

不満が出るというのが実態ですから、われわれが懸念しているのは、少なくとも個人が懸念しているのは、金融庁はこの間裁量行政がある面では復活している。早く金融再生を実現したいという政策目的ですね。これは結果としてその個別金融機関の株価にも、株主の権利にも影響する。この点について、行政法の運用のところ、これだけ識者の先生がたがいらっしゃる中で、どのようなご印象を持っておられるのかということをお聞かせもらいたいと思います。

○上村 ご質問の趣旨は、要するに銀行法と経営に対する関与という、そのような点ですか。

○藤井 そうですね。簡単に言ってしまうと、来年の不良債権比率半減目標というのは、これは救助がされているわけですが、不良債権比率を幾らにするかというのは経営判断でいいわけですね。しかし、それができない場合に、できない金融機関については株価の変動も起きる、投資家の判断ですね。しかし、そのような行政の尺度を経営に突きつける、突きつけたほうがいいのかという反響もあるかもしれませんが、その判断を行政法に基づいてやっている場合に、会社法の手続をいかに厳格化しても、投資家も監督官庁の判断を最優先することになるのではないかと思いますので、行政法上の運用と、会社法上の今日のご議論のような精緻化の部分、これは金融機関にとってみれば両方絡んでくるわけですから、ここは、私は個人的には専門の先生がたがもう少し行政当局の政策にまで、誤解を招くような政策論をするなどというように言っていたらいいのではないかと思いますので、思われるのですけれども。

○上村 私の個人的な感想ですが、まず銀行法の目的を達成するためには、それは銀行法が要求するいろいろな財務上の条件や、いろいろなシステムの問題もあるし、信用規制もありますし、いろいろな、銀行に要求する高い水準があるわけですが、それを

実現するのは、1つは証券取引法であり、1つは、それを実行するのは会社のガバナンスですね。

ですから、例えば情報開示や会計や監査など、そのようなものをきちんとやるのは、銀行法であろうと証取法であろうと、やるのはガバナンスですね。ですから、そのような意味で、銀行法の目的を達成するためには、ガバナンスに注文をつけなければいけないという発想から、例えば検査マニュアルなどが出てきていると思うのです。ですから、そのような意味では、健全な銀行が健全であるためにガバナンスが機能しなければいけないということがまず1つある。

それからもう1つは、やはり、今、恐らく藤井さんがおっしゃられたように、私もそのように直感的には感じているのですけれども、これはやはり資本不足に対する一種の国策的な金融庁の意向というものが、非常に強く反映していて、しかしそれを金融庁自身が自分のリスクとして、それを堂々と、例えば10年ぐらい前の金融再生法や健全化法などによって処理したのとは違って、全く表に出ない形でやっているところに問題があるかと思っています。われわれから見ると、これは会社法を歪めるという代償を払うことで、政策目標を達成しようとしているのではないかという、そのような思いがあります。そのような意味では、表に出てこないそのような裁量行政的な動きに対して、「ちゃんと出てきて、ちゃんと説明したらどうなの」と言いたい気持ちは非常にあります。

外見は一般理論という形で、つまり一般的な企業に対する悪影響を振りまきながら、裁量行政的なものが事実上進行しているとすれば、それは非常に問題だと思います。

ただ、基本原則として申しましたように、銀行法の目的を達成するためにガバナンスに対して注文をつけるというのは、私もそれは当然ありうることだというように思っております。

○稲葉 会社法は、あくまで会社の組織の在り方を規制している法律なのです。これに対して、業法というのは、多くの場合その行為自体を規制しているという面があって、例えば独禁法などが典型ですが、あれは行為自体を規制しているのです。ですから、そのように行政当局が何か言うということは、それは、それを受けて経営者としての取締役が適切な判断をすることができる仕組みになっているかということが会社法の対象です。その場合に取締役としては、株主の保護ということも当然考えなければいけないということが会社法の枠組みなのです。

それについて、行政がおかしいことを言ったときに、それに盲従したら、取締役の責任も免除されるなどというものでないことは間違いないわけですから、そのような意味では、若干ディメンションが違うように思います。だから、金融庁の当局が言ったことがおかしいと思うのならば、取締役としては企業の実態からみてやりすぎだという反論をして、必要ならば行政訴訟で争えばいいということになるわけでしょう。

ですから、それは現実論ではないという反論は当然あると思いますが、会社法の立場では、そのような整理をすべきで、金融庁の政策の適否や透明性の問題は、むしろ国会やメディアにおける批判の問題ではないでしょうか。

○上村 恐らくおかしいと思えないような状況に追いやられているのだと思うのですが。

7時から懇親会なのですけれども、もし1人ぐらいいらっしやれば本当に手短に、よろしいでしょうか。では、どうぞ。

○丸尾 すみません、丸尾と申します。ベルの件について、解釈論と討論についてなのですけれども、資金調達の機動性というものを考慮して授権資本制度を置いている商法の解釈では、高裁の議論、解釈論としては主要目

的の枠内に入っているとすれば、ほとんど法律家のかたが妥当であろうというように考えているのではないかと思うのですけれども、事実認定の点で、先ほど資金調達の話がありましたけれども、事実認定のプロである裁判官の方が全証拠を見て事実認定をしているわけですので、また、この事実認定がぶれると議論の土台が崩れてしまうので、正しいという前提でお話をさせていただくと、資金需要の点ですけれども、そうすると、かなり裁判に批判的な議論が多い中で、私としては、結論は極めて正しいだろうと思っています。

問題は、解釈論として正しいとして、立法論あるいは妥当性としてよかったのかということなのですけれども、その1点だけ、視点として、公開会社ですので、株価というものが会社の価値をある程度表す、あるいは有力な客観的な指標になると考えておまして、株主利益というのも株価が上昇すればもちろん上がる。今回のベルのときも、株価がもし上がっているとすれば、全株主の利益になっていた。もしこれが裁判所によって差し止められていたら逆にどうだったかという、40%ぐらい持っている法人の支配株主が、子会社をコントロールしようとして、コントロールに執着して、一般株主である、あるいは市民社会層株主というのですか、一般株主の利益を結局害していたということになってしまっていたのではないかというように思うと、非常に、そのような意味でも裁判所の結論は極めて妥当性としてもあったのではないかと。

資金調達の機動性というものを考慮した商法が非常にうまく働いたというように見ることもできて、そのような意味では、立法論として2倍以上だと何かの規則、取引所の規則や、あるいは商法で制限するというようなご議論も出ましたけれども、果たしてそれが本当に株主の利益になるのかというのは、もう一度変えればいいというものではなくて、現行の運用も含めて、むしろかなり妥当だとい

う見方もできるのではないかと思います、一言そのような視点から、何か議論が一方方向に流れてしまっているでもありましたので、若干付け加えさせていただきました。

ちなみに裁判所の関係者ではありません…。

○上村 いえいえ、自由に議論をしてください。もっとも変なことをしているわけではありませんので、結果的に一方の方向に流れてはまずいということも別にないのですがね。ただ、おっしゃることにはいくつかの仮定があって、正しいとすれば、事実認定に問題がなければ、というようにいくつかの仮定を置いて、そして正しいというように言われても、これはわれわれは今まで時間をかけてすべてを議論していますので、松山さん、いかがですか。

○松山 今おっしゃった点は、私も心の中では思うところがございます、つまり、やはり40%の株主が、それ以外の60%の株主を踏みにじて子会社管理してもいいということは全くないわけで、それは、ただやはりご指摘があるように、親子関係で上場しているという、その公開している会社としての責任と、そこところは考えるべきだろうと思います。

株価の点について言えば、それは私たちもそれを立証しようとしていろいろ探したのですが、当日は下がったのですけれども、そのあと結構上がったってして、乱高下したのであまり立証にはなりません。ただ、この点は、やはり株価というのは1日、2日で見るとではありませんので、今回のこのスキームが、スキームが完了する5年後の段階でどうなったか、そこところで実際どうだったのかということなのですけれども、そのときに経営判断、ただ、その過去から見て経営判断がどうだったかということでもないわけで、裁判所としてはそこが支配権維持目的のほうは優越していなかった、経営判断だったというご判断でしたし、やはり実際

1,000億円というお金が動いているというその中で、判断基準として過去の支配権維持が優越しているという基準からすると、このような結論になるかなというように納得しているところも私自身ございます。以上です。

○稲葉 経営責任に関しては、たしかに結果責任の要素は否定できないと思います。差止めの制度がない限り、賭けの要素があってもうまくいけば構わない。構わないというのは、最終的には責任は問われないという意味です。しかし、差止めの制度が存在する場合には、プロセスがおかしければ、やはりそこはチェックするのが裁判所の任務だと私は考えております。可能性として悪くいくこともあるがよくいくこともあるというのが、経営判断に裁量を認めている理由ですが、その判断は合理的な検討のプロセスを経る必要がある。そのプロセスなしで、結果的にうまくいく可能性があるからいいではないかということか、という問題意識を持っておりまして、それはやはりおかしい。

新株発行における主要目的のルールについてですが、そもそも経営者が自分の保身のために短期間で資金需要を一方的作作的に作り出すことを肯定するのでは、主要ということで比較を要求している意味が失われるのではないかと、さらにいえば法の理念としての公正に反するのではないかという感覚があります。アメリカ法でいえば、経営判断の原則の埒外にある事件なのではないかということですね。

それから、今の株式市場については、合理的に動くかどうかはよくわからないところがあります。長期的に見れば、それは市場で考えざるをえないと思いますけれども、今、おっしゃったように、これは差止めですから1週間ぐらいでしょう。それで勝負するのがいいのかどうかというのは、また議論があるところのように思います。ただ、この事件全体としては、少数株主、個人株主を蚊帳の外に置いた気味があって、その意味では問題がある事案だったと考えています。それが、さ

きほど黒沼先生からご指摘があった点でしょう。

○松山 ちょっと、私も担当弁護士として1点だけ。今私がやむを得なかったと言ったのは、いわゆる支配権維持目的の、あそこのルールの判断としてはやむを得なかったかなと思っただけでありまして、今、稲葉先生からご指摘があったとおり、私自身としては、この取締役会の決定プロセス、あるいはやはり、定款の事業目的が、確かに広く解釈すべきだとはいえ、テレマーケティング業をやっていた会社に投資していた株主として、あるとき突然500億円とか700億円規模のリース事業を始められるということ、定款変更の決議の承認を得る前に、500億円、200億円を払うということ自体が、やはりこれは差止められてしかるべきではないかなと実は思っておりまして、その辺のところは、ちょっとやはり裁判所の判断には納得がいかないところがありました。以上です。

○上村 ありがとうございます。

皆さん熱心にご議論いただきまして、本当にありがとうございました。このような機会はめったにないので、だいぶ延ばさせていただきました。懇親会に出られるかたは、このままキャトル・フォンテーヌのほうに、あと5、6名はまだ余裕があるようですので、申し込まれていないかたもどうぞご参加ください。

では、今日は松山弁護士、それから稲葉先生、末村さん、本当にありがとうございました（拍手）。