

## 金融タスクフォース 議事概要

1. 日時：平成20年11月5日（水）17:00～18:00

2. 場所：永田町合同庁舎2階 206会議室

3. 内容：有識者ヒアリング

（テーマ）外資規制について

（参考人）中央大学法科大学院教授 野村修也氏

4. 出席：翁主査、富山委員

5. 議事概要

○翁主査 今日はどうもありがとうございます。よろしくお願ひいたします。

○野村教授 では、始めさせていただきます。外資規制ということでよかったですよね。

今日は「外資規制の周辺」というレジュメを持ってきました。外資規制といいますと、主として皆さんが御検討されているのは、外為法ですとか、あるいは個別規制ということになるかと思ひます。4ページを見ていただきますと、諸外国におきましても、外資規制と言へば、それぞれ法律があるというようなことになっています。

例えば、アメリカですと、エクソン・フロリオが非常に有名です。すべてのM&A案件について、申立てがあれば、一定の手続を経て、全庁から集まっている委員会で検証をして、30日以内に審議を始めて、45日以内に回答を出すというような形になっているかと思ひます。かなり申立てはあるんですけども、差し止めになったのは1件ぐらいだったのではないかなと思ひまして、ほとんどがパスしているということです。

ただ、審議の状況はほとんどオープンになっていませんので、中で意外に仲裁的な手続がとられていて、条件をいろいろのませているらしいという話は聞くことがあります。例えば、役員について、こういうふうにするんだったら買収を認めてもいいとか、あるいは、それぞれの国の政府が影響を及ぼさないということを担保してくれるのであればいいとか、特に国防とかいうことに絡みますので、国民であれば構わないけれども、政府が後ろで糸を引いているようであれば困るというような形のことを議論することがあるやに聞いています。ただ、実際はよくわかりません。オープンになっていませんので、全くわからないということでもあります。ただ、全面的にやめさせるということは余りなくて、いったんそこで足踏みをしてもらって、慎重な審議をしてから通すという感じのイメージかなというふうには思っています。

もしこういったような外資規制がメインであれば、後からまた議論させていただければと思ひますが、日本において外資規制のことを考えるに当たっては、その周りにいろんなことが渦巻いていますので、渦巻いていることを一応、整理した方がいいのではないかなと思ひます。

1つ目はブルドックス事件であります。これは言うまでもありませんけれども、ブルドックスに対して、スティールパートナーズが敵対的な買収をかけたということでございます。ブルドックスは非常に同族的というか、仲間の株主が多い株式会社でし

たので、事前の防衛策を講ずる必要もないというふうな状態で、無防備な状態だったわけですが、敵対的買収がかけられました。そこで、事後的な防衛策というんでしょうか、要するに、事が起こってから新株予約権を発行するという対処に出たということでもあります。

方法は、すべての株主に対して1株につき3個の新株予約権を無償で発行して、新株予約権1個当たり1円を払い込めば株式1株がもらえるといった形の内容であります。ただし、スティールパートナーズとその仲間だけは新株予約権を行使できないという条件になっていました。

普通の事前警告型の買収防衛策は、20%以上の株式を保有している者というような抽象的な要件になっているんですけども、これはもう事が起こってしまいましたので、スティールパートナーズと何とかと何とかと名指しで行使できない人が列挙されていたというような状況です。

その代わりに、新株予約権1個当たり396円で会社が買い取るという約束になった。これは言うまでもありませんが、差別的行使条件になっていますので、優利発行の形になりますから、かなりダイリューションが起こるわけです。そうしますと、スティールパートナーズだけは持株が希釈化を起こしてしまう。その分を新株予約権1個当たり396円で買い取ると、ちょうど計算が合うだろうと、こんな話になったわけでもあります。

発行に際しては、新株予約権の発行を株主総会の特別決議で行うという形にしたところが特徴であります。

効果は、新株予約権が行使されますと、スティールパートナーズの持株比率が急落するという形で買収防衛をしたということなんです。

これに対して、東京地裁は差し止めを退ける判決を下しました。これは地裁、高裁、最高裁ともにみんな差し止めを退けたわけではありますが、理由が少しずつ違ってきます。

地裁は、スティールパートナーズは何者かということは議論することなく、手続において目的が正当であって、必要性があって、しかも手段として相当性があればいいという考え方を示しました。つまり、悪いやつだから退けるとか、そういうようなロジックはとっていないということになっています。そこで前面に出てきましたのが、株主総会の特別決議をとってやったんだから、株主はそれを希望していたのであって、必要性はあったと考えられるだろうという論理と、それから、経済的損失に対してはちゃんとお金を払っているんだから構わないだろうということで手段は相当だと、こういう話になったわけです。

それに対して、高裁は、買収を退ける以上は、悪いやつだから退けるというふうには言わなければいけないのではないかというふうに論理的に考えて、スティールパートナーズは「乱用的買収者」であるから退けられてしかるべきだと、こういう決定を下した。これにはみんなが驚いてしまいました。経営者は株主価値の向上だけを追求せず、多数の利害関係人の利益を考慮して行動すべきである。したがって、そういったような行動規範を持たない人は乱用的買収者だと、そんなようなことを言ったということでもあります。

それに対して、最高裁の決定ですが、これもちょっと長いので、何とも言えませんが、

考え方は、地裁とほぼ同じということであります。これを厳密に分析していくと、株主平等の原則に反するという法令違反に関する主張の部分と、著しく不公正だという主張の部分があるんですけども、地裁と最高裁はそここのところの判断が微妙に違っているんですけど、枠組みは大体一緒ということになっています。

まさに必要性の判断と相当性の判断で決めるんですが、必要性の部分が次のようなロジックです。地裁と同じで、株主のほとんど大多数の人が必要だと言っているんだから必要に違いないという論理です。本当に必要かどうかは裁判所が決めるのではなくて、株主が決めたんだから、それでいいだろうという考え方と、それから、お金を払ったので、希釈化の部分がちゃんと配慮されていると、手当てが講じられているから、相当な手段だという言い方になっているわけです。

こういう一連の決定を経て、結果的には、外資に対して日本の裁判所は非常に冷たい姿勢をとったということによってマーケットが冷え込んでしまったというふうにも言われているわけですが、この決定に対しては、現時点においては、私どもの商法学会というか、会社法を専門としている者は、かなり否定的になっています。

その理由は、まず、この論理が非常に変なのは、株主総会の大多数の人が賛成したからいいんだという論理になっているんですけども、一般的に、株主総会の大多数が賛成すればいいというロジックは、株主が被害を被るときに使うロジックなんです。被害を被りながらも、長い目で見れば、それは会社のためになるとか、自分たちのためになる。だから、目先の利益を取るか、それとも長期的利益を取るかということによって結論が変わるときに株主に諮る。株主が、目先の利益は我慢して、長い目で見ればいいというのが圧倒的多数を占めれば、それでいいんじゃないかと、こういうロジックになるんです。

今回の場合は、株主は一切不利益を被っていないわけです。希釈化の被害に遭わないわけですから、むしろ本来は棚ぼた的に利益を得てしまう危険性がある。お金を配ったので、一応バランスしているという状態になっているわけです。そういったような人たちに聞くということは、単に好きか嫌いかを聞いただけの話なんです。好きか嫌いかを聞いて、株主の圧倒的な人が嫌いだと言えば防衛できるというのは何か変な論理なので、ここがまず違和感があるということであります。

そうだとすると、普通は、株主総会特別決議があるだけではなくて、やはり何らかの正当な理由がなければ排除できないことになる。そうすると、正当な理由を追求した高裁のロジックの方が実は正しいロジックなんです。そのロジックでいくと恐らく正当な根拠は見つからないんです。見つからないので、そうすると買収を認めなければいけなくなってしまうので、そこを避けたというのが最高裁の決定に対する現時点の我々の評価であります。真っ正面からそこを議論し始めると、高裁みたいにレッテルを張って、悪者だというふうに言わなければいけなくなってしまうわけですが、それは難しかったんだろうということであります。

それを別な観点から、今、企業価値研究会というのを経済産業省と法務省を中心にやっ

ているわけですがけれども、最新の報告書では、このブルドックソースの決定に対して否定的でありまして、特別決議で買収防衛ができる、理由を問わずに買収防衛ができるということになってしまうと、結局、持合復活につながるだけではないかということで、持合復活への懸念ということから、これに対して否定的なわけです。

鬼頭4要件というのは、次のページに書いてありますが、ライブドア事件のときに、買収防衛をすることができる理由というのは、次のような人が来たときだと言っていて、グリーンメーラーとか、焦土化経営とか、不合理LBOとか、あるいは不合理な資産売却等による略奪みたいなことを行う人を排除することは許される。でも、それに当たらなければ排除は許されないという、非常に固い論理を立てたわけですが、これに照らして判断する必要があって、これに照らすと、スティールパートナーズはどれにも当たらないというのが正しい結論なんではないかというふうに我々は思っているわけでありまして。

それから、買収者に金銭を配ったことを正当性の根拠にしていますけれども、こういうことはグリーンメーラーを呼び寄せるだけではないかということで、企業価値研究会の報告書はやはり否定的ということですね。なるべくならば、ブルドックソース事件をレアな、特別なケースとして葬り去ってしまおうというような動きが若干あるということでありまして。

私は前から申し上げているんですけども、実は、ブルドックソース事件というのは何もしなくても勝てた事件です。普通の公開買付けをやっていて、株主のほとんどがだれも売らないのであれば、放っておけばいいわけです。実は、あのときスティールパートナーズは静岡の天竜製鋸という鋸屋さんとブルドックソースの2つに全く同時期に公開買付けをかけているんです。どちらも3分の2以上のシンパの株主がいて、経営を支持しているというところに公開買付けをかけた。

これは何のためにやったのかということなんです。3分の2の人たちが売らないと言っている会社を公開買付けするということは、判決を取りにいったとしか考えようがないわけですね。つまり、勝つつもりはもともとなかった。そこで、用意周到に、自分たちはグリーンメーラーに当たらないという行動をずっと続けていって、しかも日本に対して、日本的経営という観点から、オーナーになっても経営については口出しはせず、要するに、監視するだけですよというようなスタンスをとって、日本人に受け入れてもらえるような形でアプローチしていった。それに対して裁判ざたになって、いよいよ自分たちがグリーンメーラーではなく、買収が認められるというのを待っていたんだと思われるわけです。

結果、どうなったかということ、ブルドックソースの方はただただお金を使って赤字に転落をして、でも買収防衛できました。片方は何もしなくて、一銭もお金を使わなかったけれども、一人も株主が公開買付けに応じなかったのが勝てましたという、こういうシナリオなわけです。

そう考えると、後者が正しい選択であることはだれもがわかるわけで、前者は最初からボタンがかけ違っていますから、かけ違ったボタンの上に積み上がった決定を重視してし

まうのはよろしくないだろうということなんです。ですから、少し冷静に考えていくと、やはりこれは軌道修正が必要と考えているんだろうというふうに思っています。これが1つ目の周辺領域の話題です。

次に、外資と会社法というのがありまして、会社法の話です。会社法の中には、合併、株式交換、株式移転といったものが制度としてあります。制度を説明してもしようがありませんが、一般的には合併や株式交換、株式移転というのがM&Aの手段としてあるわけなんですけれども、外資との関係でお話ししておかなければいけないのは、あくまでも日本法に基づいて合併をするときには、両当時会社ともに日本法人であることが必要でありまして、直接にアメリカ法人、例えば、デラウェア州法人が日本の株式会社と日本の中で合併をするということは今、できないという形になっています。

実は、これは本当にできないのかという難しい問題がありまして、国際私法的に考えると、それぞれ別な法律が適用されながら、それぞれの手続を済ませた後、これをもって両国が合併の手続終了と承認すれば合併はできるのではないかという議論も、国際私法的には存在しているんです。ただ、今の法務省の立場は、登記を受け入れるに当たっては、あくまでも日本法に基づく合併手続が行われていなければいけなくて、その合併手続は日本法人を名宛人に行っている手続なので、日本法人以外は合併の当事者にはなれないと、こんな形になっています。

そうすると、どんなことが起こるのかということですが、17ページに出てくる三角合併が問題となります。実際には、シティが日興コーディアルとの間で実施しておりますので、1件案件があるということになります。

なぜこういうことが起こるのかということ、もう少し前にさかのぼって見ていただければと思います。14ページに株式交換というものがございまして、この株式交換がM&Aの手段として非常に優れているわけです。A社、B社が株式交換を行った後のでき上がりの図が右に書いてあるんですけれども、B社の100%子会社としてA社がぶら下がるという形になるわけです。

これはどういうものかといいますと、本来ならばB社がA社を吸収合併するという前のページの図を見ていただければ、B社が存続会社で、A社が消滅をするという形になります。このとき、伝統的には対価はB社株という形になりまして、株主Xに対してB社の株式が割り当てられるという形で、これは伝統的な合併と言われているものです。

これに対して、株式交換は何かといいますと、1つの会社にならずに100%子会社でぶら下げる、ただそれだけのことです。図を見ていただければわかります。合併と同じ効果を持つわけなんですけれども、法人格を一体化させずに100%子会社としてぶら下げる、そういう買収手段であります。

例えば、今、アメリカのB社が日本のA社に対して株式交換をしたいというふうに考えても、先ほど申し上げたように、日本法の適用を受けていなければ、これはダイレクトにはできないわけです。

そこでどうするのかという話になりまして、17 ページに戻っていただきますと、親会社 C 社がアメリカの法人でありまして、日本に現地法人である存続会社 B をつくるという形になります。100%子会社の形で日本に法人をつくるということです。そうしますと、B 社は日本法人になりますので、B 社が A 社と合併することはできるわけでありまして、そこで吸収合併をします。

このときに、伝統的には B 社株を株主 A に渡さなければいけないわけですが、三角合併は親会社株式を渡してもいいことになっていますので、でき上がりの図が右のような形になります。そうしますと、これは存続会社 B となっていますけれども、B はただの空っぽの箱でありますから、吸収合併しますと、中身は A なわけでありまして、看板は B ですがけれども、中身は A。そうすると、これは実質上、外国の、アメリカならアメリカの会社が日本の法人を株式交換したのと同じことになるわけであります。

まさにこれを解禁することによって、日本法人同士でなければできなかった株式交換を外国法人にも事実上道を開こうと、これが三角合併の狙いということになるわけです。ですから、そういう意味では、外資にとっては非常にありがたい 1 つの制度改革であるということではありますが、次の 18 ページを開いていただきますと、実際にやってみますと、なかなか難しいということになります。

上に書きましたのは、外国法人と日本法人の間の直接的な組織再編は困難であるということなんですが、三角合併の実務上の困難性というのがありまして、結局、外国株式を割り当てることになるんですが、日本人の株主に外国株式を割り当てるときに、例えば、保振なら保振で外国株の取引口座を持っている人であれば、そのまま保振に割り当てることはできるんですけれども、口座を持っていなければ、そこで止まってしまうという問題があります。

それから、端数の売却というのが必要になってくるんです。数が合わずに端株が出た場合には、端数の売却処理が必要となるわけなんですけれども、これを仲介する業者がいなかったりするわけです。

日興コーディアル証券の場合は、当事者が証券会社だったので上手くいったという面があるわけで、一般事業会社の場合にはなかなか難しいという問題があります。実務上は、やってみますと、そう簡単にはいかないという話でありまして、これはかなり面倒であります。

それから、会社法制定後、ずっと外資系の企業、あるいは外国との間でトラブルになっていますのは、擬似外国会社に関する法規制です。会社法 821 条にあるんですけれども、これは常に懸案事項になっています。

条文は、日本に本店を置き、または日本において事業を行うことを主たる目的とする外国会社。この外国会社というのは外国法人でありますので、外国で設立された会社ということになります。設立準拠法主義をとっていますので、どこの国で設立したかによって適用される法律が違います。外国会社というのは、外国法が適用されている会社であります。

ただし、実質、日本に本店を置いてしまっている、あるいは日本で事業を行うことが主たる目的であるという会社でありながら、外国で設立している会社を擬似外国会社と呼ぶわけですが。これに対し会社法は、日本において取引を継続してすることができないという規制を加えました。ここの部分に対して、外資系の会社から強い反発があるわけでありませぬ。

これは、もともとの趣旨は外資系の企業を規制するものではなくて、実は日本法人がターゲットなんです。日本で本来仕事をしようと思っっているところが、日本法の適用を回避して、タックスヘイブンとか、そういうところに設立をして、主として日本で活動していると、こういうのを規制しようと考えていたわけで、もし日本で専ら仕事をするなら日本法の適用を受けてくださいという趣旨なんです。ただ、外資系の企業から見ると、活動を制限するものではないかということで批判があるわけですね。

我々の見方からすると、実は、平成17年会社法制定前、旧商法と呼んでいますけれども、こちらの古い条文は、擬似外国会社は法人格を否定していましたので、すべての取引ができないことになっていたんです。ただ、これは、適用してしまうと全部アウトとなってしまうので、事実上目ぼしをしていた形になっていたんです。そこで、規制緩和をしまして、継続的取引をすることができないという形にした。言い換えると、継続的取引をしないのであれば法人格は認めてあげますという趣旨の改正だったわけなんです。改正の経緯からいけばですね。

しかし、継続的取引をしないで存在する意義があるのか、そんな外資系企業はあるのかということになって、一般的な説明は、流動化スキームのピークルみたいなもので外国で設立されていて、いわゆるタックスヘイブンで設立していて、専ら日本の資産流動化のために日本で活動しているというようなものについても、これは継続的取引ではないので構いませんよという、こういう形の規制緩和になっているということなんです。

しかし、もう一段、もう二段、規制を緩和してくれというのが外国の方からの希望でありまして、特に事業の大部分が日本国内での継続的取引になってしまっているような外資系企業、保険会社などの中にはそういうのがあるんですけども、こういうところになりますと、もろにここにぶつかってしまうわけですね。そこで、特に第3分野をやっている保険会社の方は、専ら日本のマーケットが主力でありまして、グローバルで見たときに、日本に本店を置いているのとほとんど変わりはないというところが、やはりこの規定にはバッティングしてしまうということで規制緩和を求めているということがあるかと思っます。法務省も頭を悩ませていて、改正する必要があるかどうかを考えているように漏れ聞いているところでもあります。

次に、今度はまた別な周辺領域でありますけれども、企業防衛の動向ということでもあります。御案内のとおり、先ほどのブルドックソースの話のほかに、事前警告型の買収防衛策というものがあります。これは何をやっているかということ、事前に新株予約権を発行してしまうのではなくて、こういうことが起こったら発行するぞということをお告げしておくというや

り方です。

実は、事前に新株予約権を発行しておくというやり方が最初は模索されていたわけです。このやり方をしますと何が問題かという、現株主に対して新株予約権を先に配ってしまいますと、次に買収者が出てきたときに、それを行使してもらわなければいけないわけなんです。事前に発行している新株予約権の譲渡制限をしておかないと、買収者にそれを買集められてしまうという問題があります。そうすると、新株予約権だけは譲渡制限がかかっていますが、株は譲渡できるようにしておかなければいけませんから、株が後に譲渡されてしまう。そうすると、切り離されて、実は、新株予約権が行使される場合、つまり、20%を超えて敵対的買収が行われたときに発動されるわけなんですけれども、そうすると、買収者も希釈化を起しますけれども、新株予約権発行後に株を譲り受けて、裸の株しか持っていない人もみんな希釈化されてしまって、被害に遭ってしまうという形になります。そうすると、株価はそれを織り込んでしまいますので、新株予約権を発行した段階で株価が急落するという問題が起こってしまいます。

そこで、それを回避するために開発されたのが信託型ライツプランと言われているものです。発行したものを信託銀行に預かってもらっていて、20%を取得した人が出てきたときに、その時点の株主に対して、預かっていた新株予約権を配るというやり方をすると、今の問題は解決できるわけです。これは1つのスキームとして完結していて、採用しているところもあるんですが、これの最大の問題点は、年間数千万円の信託フィーがかかるということであり、これが払えない、あるいは株主の方から説明を求められたときに、何のためにそんな無駄金を使っているのかということに説明がつかないということで、最近では事前警告型の方が多く使われるようになっていきます。

事前警告型は、ある一定のプロセスを踏んだら新株予約権を発行しますよということを警告しておくというやり方になっています。そのプロセスは、通常は20%取得した人が出てきたら、まず質問を出して、何のために買収しているんですかというやりとりをして、不誠実な対応をするとすぐに発行される。誠実な対応があった場合でも、独立委員会といったような第三者の機関に問うて、そこから買収防衛した方がいいですよという勧告が出たら買収防衛策を発動するというプロセスにしています。

これは何のためにやっているかという、すべてが裁判所向けでありまして、買収防衛として新株予約権を発行した場合に、その発行差止めを備えて、慎重な手続をした上で発行したんだから構わないんだと言ってもらうために段取りを組んでいるということに尽きるわけであり、

この場合、発行された新株予約権も差別的行使条件付新株予約権という形になりまして、22ページに書いてありますが、結果的には敵対的買収者だけが行使できない新株予約権で、ほかの人が新株予約権を行使しますので、その買収者だけが希釈化のリスクを被るという図式になるわけでございます。

ただ、これの問題点がありまして、23ページであります、いまだこの事前警告型買収



防衛策は発動されたことがありませんので、裁判所が本当にこの段取りを踏んでいけば構わないと言ってくれるかどうかは不透明となっています。

それから、ここには書きませんでしたでしたが、実際に事前警告型買収防衛策を導入すると、若干ですが株価が下がることが実証データとして出てきています。そういう意味では、資生堂さんとかがそうだったと思いますけれども、最近それをやめるようなところが出てきているということになっています。

問題は、事前警告型買収防衛策は新株予約権が未発行なんです。信託型ライツプランはもう既に発行してしまっていますので、新株予約権の発行のときの差し止めというリスクが回避できるわけなんですけれども、事前警告型の場合は、警告は発していますけれども、実際に新株予約権を発行するのは買収が起こってからなので、その段階で差し止めの訴訟が始まることになります。そうしますと、この差し止めリスクがあるでしょうということなんですけど、最近、ブルドックソース事件が起こってから、導入するときには株主総会の決議をとっておきましょうとか、そういうような動きが盛んになってきているということでもあります。

他方で、金融商品取引法の改正に際しまして、公開買付手続が随分変わったわけなんですけれども、その中で、実は事前警告と同じような手続、質問を出して、対質問回答書を出すというプロセスが法律上のルールになってしまっています。そうしますと、それが事前警告とどこが違うのかということがよくわからなくなっているというのが現状でございます。こういったさまざまな問題点があるということでもあります。

そこで、ちょっと外国の様子を見ますと、EUにおける公開買付規制と防衛策であります。EUの方は、どちらかといいますと公開買付規制によって防衛をはっきりしてしまうので、買収防衛策は要らないという感じのルールになっています。これは外資規制とはちょっと違まして、国内法人であっても敵対的なものに対しては、このルールである意味では防衛ができる。公開買付けのルールをがちがちに厳しいものにすることによって防衛ができるという仕掛けになっています。

それに対して、25 ページのアメリカの方ですが、ウィリアムズ法というのがあります。このウィリアムズ法はどうなっているかといいますと、どちらかといえば買収防衛はできないような形になっているんです。公開買付けが自由度が高いという形になります。その結果、立法的には買収防衛策に寛大という形になっていて、法律上はかなり敵対的な買収ができるようになっているけれども、あとは自分の防衛策でやってくださいという作りだったわけです。ところが、現在、アメリカでは、買収防衛策に非常に懸念が強くなってきて、学会がまず先行しましたけれども、買収防衛策には否定的な学会の動向がありまして、この結果、アメリカの裁判所は買収防衛策の効力に否定的な判決を下し続けているという状況になってきています。そうなりますと、アメリカはかなり丸腰という状態になっていて、EUの方は法律で縛っていますので防衛策は特に要らないと、そんなような形になっているかなと思います。

そんなこんなで日本の方であと何が問題となっているかということではありますが、今、日本では、種類株上場を認めたわけです。2008年の7月7日から施行されていますけれども、種類株上場として、多議決権株式、議決権の比率が違う株式が上場できるような仕掛けになっています。

これはどういうものかという、本当は議決権の数は1個の株式に1個しか与えないというルールは維持されているんですけども、現在、御案内のとおり、単元株という制度がございまして、例えば、100株をもって1単元とするとか、1,000株をもって1単元とするというような形にして、そのくくりに対して1個の議決権か与えられるという、こういう形のものがあります。これは、条文を見ていただければわかるんですけど、種類株ごとに単元のくくり方を変えてもいいことになっているんです。

その結果、例えば、普通株は1,000株で1単元、優先株は100株で1単元という形にしますと、実質、議決権の数が10倍違ってくるという形になります。本当に種類が違っているのであれば、それは確かに合理的かもしれませんが、優先株の中には、財務財産の分配にときに優先しますみたいなものもありますので、平時の段階では全く変わらない。だけれども、優先株なので、単元のくくりを変えてしまうと、むしろ議決権の比率の違いの方が際立ってしまうという、そういったような形の株が現行法で発行できることになっています。発行している会社は、従来は両方出すと上場廃止になっていたんですけども、今は新規上場の場合は両方、片方の上場をしている場合でも、そういう種類を出しても上場廃止にならないという基準をつくりまして、上場会社でも、今みたいな形の議決権の比率の差のあるものを出すことができることになっています。

これを極端にやっていきますと、事実上は黄金株に近い状態が生まれてくることになってくるんですけど、東証は一応、そこに線引きをしまして、法律上一応、くくりには上限がありますので、無限というわけにはいかないんですけども、黄金株を発行している会社は上場はさせないというのが東証の仕切りにはなっています。

ただ、そこも、産業界からは、黄金株が出ていっても構わないではないかというのがあります。これはどんなイメージかという、アメリカのグーグルみたいな会社であります。グーグルは創業者の人たちが実質上支配をがっちり固めていて、他の株式は議決権はないわけなんですけれども、それでもみんな、株式を投資価値があると思って買っている。

そういうふうにと考えると、全く買収できない会社であっても、企業価値があれば株はちゃんと流通するというのが実証されているので、そういう意味では、もうちょっと柔軟にしてもいいのではないかという意見が産業界にはあります。東証は非常に固いです。今のところはこれしか認めないということですが、以前の1種類以外はだめだと言っていた時代に比べますと、かなり緩和されてきているということになっているかなと思います。

以上、私が気がつく限りで、外資に対して影響が及ぶ買収防衛策であるとか、あるいは三角合併、更には擬似外国会社、ブルドックソースの決定といったものを御紹介させていただきましたが、外資規制を考えるに当たっては、もし外資規制をしていなければ、今、

現状はどうなっているのかということ踏まえていただいて、必要にして十分であれば要らないという部分もあるのかもしれませんが、そうではなくて、これでは足りない部分は何なのかということを見ていく必要があるかなと思います。

私なりに思うところがあるとなれば、諸外国における外資規制は、今、言ったような買収防衛にかかわるさまざまな規制のほかに、別次元で、国防とか、そういったような観点からの規制が存在しているということになるかと思えます。我が国も外為というのが1つありますけれども、それに加えて、別途、外資規制が必要なのかどうかという議論はする必要もあるかもしれないと思えます。ただ、それが単なる敵対的な買収に対する排除というような議論であるのであれば、それは外資規制ではなくて、本来の会社法の世界のところで合理的な制度設計をしていくという方を選択していただいた方がいいのではないかなというふうに思っているところであります。

雑駁な議論になりましたが、私の方は以上であります。

○富山委員 今の議論は基本的には買収の最初のところの話ですね。

○翁主査 そうですね。

○野村教授 とりあえず、外国における、エクソン・フロリオのような形のものをもし日本でやっていくとした場合に、考え方としては、イギリスにパネルというのがありまして、あれが意外に、今日の私の整理でいきますと、前の方の外資規制ではなく、後ろの方の防衛策の部分のところパネルというのがずっとM&Aを指導していくような形になるわけなんです、そのパネルの判断の中に外資規制の要素が入り込んでくる可能性が若干あるということだと思えます。ですから、その辺りもちょっと見てみる必要がある。イギリスは一見、M&A法制の中ですべての事柄を整理してしまっているという感じのところがあるのかなというふうに見えています。

アメリカのエクソン・フロリオは、かなりわからない手続なので、透明性がないような感じがします。でも、本当にやろうと思えば、こういうふうなやり方しかないのかなという感じもしますけれども、かなり実質判断を伴いますので、ケース・バイ・ケースです。エクソン・フロリオは説明しているときにはケース・バイ・ケースという言葉をよく使っているやに思います。外から聞かれると、ケース・バイ・ケースで判断していますというふうな形になるのかなと思います。

○富山委員 内なるテロリストに対してはどのような対抗措置をとるのでしょうか。

○野村教授 日本でも、反社のフロント企業みたいなのが買収を仕掛けてくるといのは実際は多いわけです。現に過去の事例の中でも、そう疑われてもおかしくないと思われるようなケースはたくさんあるわけです。そういったアングラマナーがわあっと買収を仕掛けてきたときというのは、結局は買収防衛策で対応していかざるを得ないということだと思えます。

○富山委員 本気で技術を盗みたいと思うと、ばかみたいに正面から買収する人はいないと思えます。多分、フロントの会社を使って買収をして、そこから違法に技術流出をす

るという、あのパターンですね。だとすると、意外と無意味な議論をしていることが多い。

○翁主査 正面切って出てくるようなものは余りない。

○富山委員 本気の人はそのようなことは絶対しないですね。

○野村教授 だから、エクソン・フロリオも条件交渉の場を設定しているような感じがして、本当に規制しているというよりも、ここはスルーしていくんだと思うんです。関所を1つ設けていて、審査をしていくという過程の中で、これだけは守ってくださいという条件をのませるといような形なんではないかなと思うんです。そんな程度かなという感じはします。だから、逆に言うと、条件をある程度設定してもらって入れてもらえるというような程度の人があるという話だと思うんです。たしかNTTコミュニケーションが何かどこかを買収にいったときに条件つけられています。日本の政府が関与しないことみたいなものがたしかついているのではなかったですかね。一応、足踏みしてもらって、少し長い審査をする。身体検査みたいな形のものになるんだと思います。

○富山委員 我々が関わった某案件のときは、もちろん当局にお伺いを立てたけれど、だれも何も文句言わなかった。不思議でしょうがなかった。もろ防衛機器をやっていましたからね。全くもってもろで、大丈夫か、大丈夫かと随分心配したんだけど、結局、マスコミ的話題性がないとまじめにやらない。ファンドが買収しているんですけども、多分、ファンドの実質的なLPはほとんど外資なので、いいのかなと思ったんです。あのとき、どの役所に聞いても、まあ、小さい買収だからいいんじゃないですかみたいな、こういうことでいいんでしょうかみたいな感じでしたよ。だから、すごい運用がいい加減なんですね。

○野村教授 そうですね。だから、余り意味はないんだろうなというふうに思います。だから、幾らそういうのを立てても、本当の戦いは別のところにあるはずで、これをつくれれば万全というよりは、むしろマーケットで企業価値を破壊に来る人が大量に株を買った場合、その人に対してどう対処するかという問題は必ず残っていて、破壊者は別に外から来るだけではなくて、中にだって破壊者はいるわけですから、破壊を目的とする買収行為に対してどう対処するのかというのは、これを立てれば済むという話ではないと思うんです。むしろ、先ほども言いましたけれども、鬼頭4要件にあるみたいな、とんでもない人がやってきた場合については防衛できますよというのをきっちり確立してあげて、それが過剰規制にならないように、それ以外の防衛はできませんよとオープンにして、あとはマーケットで株主が決めるんですよというように整理をきっちりさせてしまえば、ほとんど破壊にかかってくる人は防衛できるということになるのではないかと思います。

○富山委員 結局、外資規制を一生懸命強化しようと言っているおじさんたちは、その実態はわかって言っているんですか。

○野村教授 いえ、そんなことはないと思います。

○富山委員 最近、愚か者が多いので、また愚か者なんです。

○野村教授 よくわかりませんが、外国にあるんだから日本にあってもいいだろうみたい

な、そういう議論なのかなという気がします。

○翁主査 エクソン・フロリオ条項とかを出して、アメリカだってあるから、日本だってあっても構わないだろうという議論がほとんどですね。

○富山委員 それは幼稚な議論ですね。人がやっているから、これもいいだろうと、全然自主的な議論をしていないので、余りおつむがよくない。

○野村教授 そうなんですね。機能のレベルに落とし込んで、本当に必要なものは何なのかということをちゃんと分析していかないといけないと思うんです。一番恐れているものが、例えば、自分たちの持っている技術力とか、そういうものをいわば破壊にかかるといえるか、ある意味では略奪というんでしょうか、そういうようなことをするというのであれば、外資だとか何とかというよりも、関係ないですね。それは、そこに対する経済合理性のない行動ということだと思えます。

○富山委員 外資規制における外資というのは、どういう定義なんですか。

○野村教授 例えば、エクソン・フロリオとかですか。

○富山委員 ちゃんとした定義を聞いたことがないんです。

○野村教授 外国人となっていますね。ですから、政府、法人、個人を含む、外国籍の者一般ということではないでしょうか。

○富山委員 例えば、外国籍の子会社の日本法人の場合も外資ですか。

○野村教授 そうでしょうね。

○富山委員 そうすると、さっきみたいに、ファンドで、G Pは日本の会社で、外資の子会社ではないんだけど、L Pがほとんど外人の場合はどうなるんですか。

○野村教授 当たらないんじゃないですか。

○富山委員 それは当たらない。では、例えば、日本法人だけでも、実態としては51%外人に持たれていると、それは外資になるんですか。

○野村教授 なるんじゃないですか。

○富山委員 では、ソニーは外資になってしまう。

○野村教授 そうなってしまうですね。わからないですね。どこかで、それは決めの問題なのかなという感じもします。

○翁主査 実質的な基準などはなくて、どういうことをする株主かということで、内外かかりわりなくというのがきれいな姿ですね。

○野村教授 そうですね。

○富山委員 エクソン・フロリオ条項も、ある意味で、ここまで資本のグローバル化が進んで、例えば、ファンドとか、いろんなテクニックが出てきて、外人の定義が相対化するという前につくっているはずなので、これ自体は多分、時代遅れになっているんだと思うんです。そうすると、時代遅れのものと比べてベンチマークして、外国がやっているから日本がやるというのは、議論として、いかにも頭の悪い人の議論みたいな気がする。

○野村教授 話は違いますけれども、さっきの擬似外国会社の話にしても、外資なんですけれども、専ら日本で仕事をしている外資はあるわけです。そういうのは、ある意味では日本の会社みたいなものではないですか。仲間なわけです。それを外資と切り分けること自体が無理になってきていると思うんです。

○富山委員 税金は日本で払わされてしまうんですか。

○野村教授 払っていますよ。

○翁主査 仮に国家安全保障のための法律というふうに変えて、内外の株主に対して何らかの規制をかけるやり方に変えるとすると、理想的にはどういうことになりますか。

○富山委員 行為規制型でいくのがやはりいいのではないか。

○翁主査 そうですね。でも、どういう行為を規制するかがちょっと難しい。

○富山委員 それは行為としてやっていることをかけたのかもかもしれません。

○翁主査 参入規制にしないということですね。

○富山委員 でしょうね。でも、例えば、アメリカのカジノなどの規制でありますけれども、反社っぽいのは排除することは可能になるわけでしょう。要は、株主ないしは経営人の何親等以内に犯罪者がいたらだめだとか、そういう規制はかけてもいいですね。

○翁主査 いわゆる主要株主規制みたいな感じですね。

○富山委員 というのも1つの方法だし、あとは行為規制なんだろう。

○野村教授 その行為規制というのは、例えば、経営者が国防なら国防にかかわることについて、それを止めてはいけませんとか、そういうことになるんですか。

○富山委員 一般行為規制は難しいような気がして、例えば、空港とか、割と業法で明確にある場合は行為規制をかけられます。こと空港に関しては、こういうことをしてはいけませんというふうにかぶせればいいわけです。

○野村教授 例えば、滑走路を譲渡してはいけませんとか、そんなようなことになりますね。

○翁主査 でも、それは経営者に対する規制になるでしょう。

○野村教授 経営者に対する規制ですね。

○富山委員 だから、むしろ業法規制に近くなってしまう。

○野村教授 参入のときには全く要らないのでしょうか。私は何度か強調していますけれども、参入はオープンであることは大前提なんですけれども、普通の会社法的なルールだけではなくて、一旦立ち止まってもらって、話し合ってもらって、そういうプロセスがあってもいいような感じがするんです。株主間契約みたいな感じの、こういうような経営に対しては、こういうようなことは支持しませんとか、そういうようなことを約束するというのもあるのかなという感じはします。

○富山委員 それはどちらかというとな普通の公取の場合の届出審査のニュアンスに近いでしょう。

○野村教授 そうです。

○富山委員 一応、テイクオーバーするときにファイルをして、一種の公益性のチェックですね。要は、公益性に反するかどうかというチェックなので、そこに入れてしまってもいいんです。公取にはいけないという議論もあるけれども、あちこちにファイルするより1か所の方がいいような気もする。あれも一種の公益規制でしょう。独占禁止法の問題。だから、それはそれであってもいいんでしょうけれども、本来は外資系でなくても全部やるべきで、要するに、一定以上の大口株式を持つのであれば、そもそもまともな人なのかどうなのかというのは、逆に言うと内外無差別にやってもいいはずですよ。

○野村教授 翁さんの前で言うのは恥ずかしいですけども、機関銀行化という議論がありましたね。一般事業会社が銀行を傘下におさめることによって、自分の信用力以上の資金集めができるようになるというのは問題があるということで、一定の株主になることを規制する。何か、それに近いようなものがイメージとしてある。

○翁主査 そうですね。イメージとしては、主要株主規制ですね。

○野村教授 そうすると、それは余り内外関係なくて、みんな同じインセンティブを持っているので、望ましくないインセンティブを排除するような仕掛けという、それだけのことでですね。

○富山委員 ただ、実態は、例えば、さっきの武器とかの問題も、本当に国家安全保障の危機を生みやすいのは、フロント企業みたいなものが、小さな、実は技術を持っている会社とかを買収してしまって、その技術をそれこそ問題のある国に横流しして大もうけしてしまうというのが、多分、実際の危険なんです。だとすると、現状、そういうのは野放しでしょう。公取にファイルするけれども、そんなものは公取は見えていませんから、その主体が本当に反社かどうかなどというのは裏をとっていないです。それはやった方がいいような気がするんです。アメリカは反社の何かに関しては、ものすごく厳しいでしょう。

○野村教授 厳しいですよ。

○翁主査 それは、各監督官庁が主要株主についてチェックするような仕組みがあるということなんですか。

○野村教授 航空関係とか、通信関係とか、不動産業界、銀行、保険会社の辺りはみんな個別法があります。個別法で全部チェックしています。エクソン・フロリオよりも個別法の方が厳しいですから、そっちはかなり効いていると思います。

○富山委員 反社に関しては、めちゃめちゃきついのがいっぱいありますね。だから、変な話、反社に買い占められてしまうと業務自体ができなくなってしまうような構図になっている。うちがかかわっているもので言うと、例えば、カジノの関連のものをおさめているような会社があります。それこそ日本で言ったらパチンコの機械とか、ああいうのは、その会社自体が仮に上場していて、5%以上の株を反社の人が持ってしまうと、そこで取引停止になってしまうんです。業務停止にされてしまうんです。めちゃめちゃ強烈的な業法規制がかかっている。だから、上場すると大変みたいです。反社に持たれてしまうと業務停止になってしまうので、すごい厳しい水準になっている。

○野村教授 日本は、そういうところはすごくわきが甘くて、もっと規制しなければいけないところは本当はあって、危ないところがたくさんあるんです。それは外資規制とは全然次元が違うけれども、本当にやらなければいけないのはそこで、企業はむしろ、そういう人たちを警戒しているわけです。買収というの、実は敵対的買収者の中にはよくわからない人たちがたくさんいるので、そういう人たちにのっとられることだけは絶対避けたいと思っているというのが正直なところなんです。

○富山委員 大体、整理屋っぽいので変なのが入ってくるときというのは、反社の人相乗に乗じてわあっと入ってきて、気がついたらやくざが乗り込んできたみたいなものがほとんどでしょう。だから、反社の人株を取得することを本当は水際で防いでやらないと、人間、弱り目にたた目だから、小室哲哉みたいな人が追い込まれると、危ない人に売ってしまうんです。

○野村教授 反社に対しては金融庁も厳しく見ているから、金融機関からの融資が止まりますので、制裁は早いです。だから、資金繰り倒産になってしまうという状態になっていくんだと思うんです。だから、ああいう人たちが入り込んでくることを水際で防がないと、ちょっとでも株とかを持たれてしまうと、かえって大変だというのがあってと思います。

○富山委員 さっき言いましたように、非上場で起きる。上場はこうやって目立つのでいいんですけども、例えば、工作機メーカーなどはほとんど非上場です。そういう会社が反社から狙われるんです。

○野村教授 外資で本当に単純にオーナーとして株を持って、経営は任せますというような人たちを排除する必要は全くないです。

○富山委員 チルドレンズはそれ以外の意図がないですから、ある意味安全な人たちです。

○野村教授 そういうことですね。あとは、本当に経営を守るといふのであれば、黄金株という選択肢もあって、日本の上場企業で1社だけ黄金株を発行していて、経産大臣が1株持っているんです。上場企業で1社だけ。それは過去の経緯でやっているんですけども、これもまさに趣旨としては、原子力であるとか、電力とか、インフラを守ろうという話です。

○翁主査 それは外資だけではなく、何でもできるんですか。

○野村教授 黄金株ですから、外資だけではなくて、勿論そうです。変な人が入ってくれば、その人たちがどんなに株を買って占めても経営には口を出せないという形になっているということなんです。それこそ日本郵政株式会社するときも、黄金株でもいいんじゃないかという議論が一時あったと思うんです。そういう政府系の民営化企業に関しては例外的に黄金株の発行を認めてもいいのではないかと。

○翁主査 イギリスがそうでしたからね。

○野村教授 実は東証もそういうふうには言っています。ですから、民営化企業で買収防衛策に万が一黄金株を出しても、それが、例えば、政府の閣僚とか、そういう人が持つというパターンであれば、上場は維持してもいいというようなことを言っていますので、そ



れは1つの選択肢です。

そういうのもむしろ象徴的なので、黄金株が1つ出てしまいますと、これは拒否権付で譲渡制限の株式のことを黄金株と言うわけなんですけれども、すべての株主総会議決に対して、その人がノーと言えば、全部通らなくなるわけですから、他の株主が99.9%の株を持っていても、黄金株を持っている人が必ず勝つという構造ですから、そもそも買収は起こらなくなるわけです。それは寄せつけない1つの道具になるので、どうしても外資に荒らされては困るというのは黄金株で対応する。

○富山委員 黄金株はフェアですね。そういう可能性があるから。

○野村教授 そうです。わかりますからね。その上で、あとは、グーグルみたいに、グーグルは絶対買収できないわけです。それでも魅力があれば株は取引されていきますから、それでいいんじゃないか。

○富山委員 バークシャー・ハサウェイもそうです。

○野村教授 日本では似ているのは伊藤園の株があるんです。グーグルみたいなパターンは今後の1つのモデルとして、どうしてもものっそりたたくないというようなものについて、ビジネスがしっかりしていれば、外資にどんどん買わせようと何しようとして全然構わないということになると思います。

○富山委員 セルゲイ君とペイジ君が死んでしまったらどうなるかという問題がありますね。

○野村教授 そうですね。どうなるのか、よくわかりません。

○富山委員 あの2人だから、何となく、資本民主主義でなくてもいいかなというような。

○野村教授 恐らくブレイクスルー条項みたいなものがついているんだと思います。死亡したら、その分はまた元に戻って上場するんじゃないですかね。

○富山委員 バークシャーの株の優先議決権株を今度、ドイツ財団に譲るではないですか。そのときは相変わらず議決権株のままなんですか。

○野村教授 譲渡するとブレイクスルーするんだと思います。

○翁主査 外為法は、主務大臣の事前届出があれば、全く別の分野の有識者の方々が審査員となってそれを事実上審査決定する、そのような仕組み自体がおかしいでしょう。専門性のあるプロフェッショナルの人たちが、安全保障上の問題をすぐに審査できる体制の方が良いと思います。

○富山委員 安全保障と関係ない人ですものね。

○野村教授 酷ですよ。オールマイティーでやるわけですね。

○翁主査 仕組み自体に無理がある。

○野村教授 そうですね。

○翁主査 あと、富山さんがおっしゃる外資の定義というか、そこも説得的な定義がないです。

○野村教授 アメリカの場合は、全省庁が参画している委員会です。だから、事前にやっ

ているときに関係省庁からの専門家がいろんな意見を言うという仕掛けになっているので、日本の特定の審議会みたいところでやるのとは大分違うかなと思います。

○富山委員 公益委員会みたいなものをつくって、むしろ内閣府か何かに置いて、大口所有者に関しては、外国、テロリスト、反社、全部含めてそこで審査するような形にするのが筋ではないですか。

○野村教授 その前提としては、情報収集というか、情報のプールが必要で、だれがテロリストで、どの企業が反社なのかということの情報が非常に乏しいんです。

○富山委員 その意味では、本来、ちゃんとした、全省庁参加型でやって、そこはすぐ警察庁だか何だかに裏が取れるという仕組みにしておかないと、わからないですものね。

○野村教授 わかりませんね。

○富山委員 多分、個人から何から全部洗うんでしょう。さっきのカジノの例で言うと、すごい資料を出させられるんですね。個人の犯罪歴と親の犯罪歴かな。非上場の会社をうちが手伝ったんですけれども、うちから1人、出向で出したんです。そうすると、彼も調べられてしまうんです。従業員も全員調べられて、彼の2親等、3親等に犯罪者がいるかないか、要するに、いない証明書を出せと言われて、これは難しいんです。だれが証明するのか、よくわからないんですけれども、いませんといいふうに書いて、もしそれがうそだったらすごいペナルティーになるようになっているんです。それを連邦政府だか、州かな、州別の免許だから、州別に全部出すんです。ネバダだったらネバダに出してというふうに全部やらされる。あの場合は、カジノを管理している州の委員会があるんです。さっきの個別法のパターンです。

○野村教授 アメリカの場合は、この外資規制ではなくて、後半、私が申し上げた、一般会社法の買収規制についても、各州の法律は厳しいです。買収をとにかく認めないという方向の規制がまずかかっています。だから、州レベルになってくると、意外に面倒くさいんです。ファイルしなければいけないものが増えてきたりかとかしています。

○富山委員 外資とやると、必ず表面保証条項が入ります。売る場合でも、売り手の中に1人も犯罪者がいませんとか、これは交通違反もだめなのとか、随分議論した記憶があります。クリミナルレコードに1人でもいたら解除みたいになっているんです。しかし、そのクリミナルレコードというのが、どこまでがここで言うクリミナルレコードなのか。要は、スピード違反だって一定以上いってしまうと刑事罰でしょう。その辺、また定義しなければいけないとか、その手のものがいっぱい入っていました。取引先にもそういうのが親戚を含めていないことを表面保証しろとか。不動産の仕事をやっていて、絶対にあり得ない。たまたま入っている店子の親が反社の関係者かもしれないでしょう。

○翁主査 銀行法などは内外無差別の主要株主規制ですが、主要株主比率を数字で切っていることについては、それなりの批判はあるんです。5とか10とか25%の、どこで切ったら主要株主なのかという議論があります。また、銀行法は経営者がちゃんとしているかどうかとか、それも見るようになっていましたね。

- 野村教授 入っています。
- 翁主査 そういう考え方は、内外無差別という意味では参考になる。
- 富山委員 本来、ああいうのはどの業種にもあっていいんです。
- 翁主査 だから、一般的規制と個別的規制をどういうふうに組み合わせていくかという問題は残ります。
- 野村教授 一般的に、フィットアンドプロパーという規律を設けて、経営者としてふさわしいかとか、株主としてふさわしいのかみたいな感じのものを審査するルールみたいなものを、ある一定の業種についてつくってしまってもいいのかなという感じはします。日本人の場合だって、ふさわしくない人は当然いるわけですから、いろんなどころでそういう議論はあるのではないかと思います。銀行法の主要株主規制みたいなものは合理的なんだろうなと思います。あとは、外資規制が最初に出てきたのはJパワーのときの話だったと思うんです。
- 富山委員 それは空港でしょう。
- 野村教授 あれは空港か。空港が先ですね。
- 富山委員 空港をやっているときにたまたまJパワーが盛り上がってしまったんで、みんな便乗モードになったから、けしからん、けしからんとなった。
- 野村教授 空港の方は落合先生がやっていて、国土交通省の方はもう旗を下ろしたんですね。
- 富山委員 押し返されてしまった。
- 野村教授 そうですね。
- 富山委員 だって、あれは筋が悪いんです。
- 野村教授 そうですね。あれは羽田空港の商業ビルですね。だから、あれは筋が余り。
- 富山委員 うちが2つ空港ビルの運営にかかわっていましたがけれども、多くはただの商業ビルです。ただのテナントビルです。
- 野村教授 成田の方の上場というのはいつなんですか。
- 富山委員 あれも数年中にやるんでしょう。でも、あれは空港まで。
- 野村教授 あれは滑走路まで全部含んでいるはずなんですね。それに対してどうするかという議論はあるかなと思うんです。私は、それこそ、ああいうところだったら、黄金株みたいなものでいいのかなと思います。
- 富山委員 運輸大臣に持たせておけばいいんでしょう。
- 野村教授 運輸大臣に持たせればいいと思うんです。そうすると、ほとんど解決してしまう問題ではないかなと思います。
- 富山委員 あの辺の議論というのは、結局、天下りポストという話になってしまうのではないですか。本当の意図は何なのという話になる。そうすると、筋の悪い議論になってしまうんです。すごく低劣な話になってしまう。
- 野村教授 Jパワーの方の話は、何事もなく終わりということですね。

○富山委員 売ってしまうんでしょう。

○翁主査 そうみたいですね。

○富山委員 もう、あきらめて。

○翁主査 いろいろ問題のある仕組みだということがクローズアップされたという感じですね。

○富山委員 そういう意味では貢献をした。さっきの最高裁判例と一緒に、ある意味、貢献はしたんです。ビジブルになりましたからね。ただ、Jパワーの株をいっぱい買うというチルドレンズのセンスは、個人的には余りいいと思っていないんです。

○野村教授 そうなると、規制のイメージは、内外無差別で、ある一定の国家安全保障にかかわるような業種について主要株主規制みたいなことをやる。

○富山委員 審査をする。

○野村教授 審査をするということですね。

○富山委員 その適格性に関して。それが一般規制。あとは、個別は行為規制型でいく、行為規制でかぶせるとするのが基本でしょう。

○翁主査 そこについてのプロセスについても変えていく。

○野村教授 そうですね。それはやはり専門家が判断する必要があると思うんですね。余りにマニアックな人ばかり来るのもどうかと思います。

○翁主査 本当は国としての責任ですね。審議会に議論をゆだねるとするのはちょっと。公取みたいに。

○富山委員 そうそう、ああいうちゃんとした委員会をつくってやるのが筋なんでしょう。広げてしまうと、多分、結構な数、届出が出てしまうでしょう。

○野村教授 出てきますね。それこそエクソン・フロリオでも毎年数百と出るんです。そのうち審査にかかるのが数十とかで、とにかく出てしまうわけです。

○富山委員 それなりのスタッフそろえておかないと大変ですね。

○野村教授 全体的に議論を整理した方がいいと思うんです。それこそブルドックソースの話みたいなものがこっちにあったりして、こっちの方にJパワーの話があったりとか、いろいろしているので、どこの部分で何が必要なのかということ相当程度吟味した上で、そこに波及しないような形の規制をつくっていただく必要があるかなというふうに考えますね。民民のレベルで間に合うことは自分でやればいいだけの話で、それこそ株主構成を自分に有利な形に整えていく人がいてもいいですし、お金かけて買収防衛策を入れる人がいてもいいし、ここは自由だと思うんです。

あとは、ちょっと気になるのは、さっき翁さんがおっしゃいましたけれども、個別法の目的は何なのか。今みたいな一般ルールができたとした場合に、今、外資とか何とかで切っているような感じがするんです。

○翁主査 そうですね。

○野村教授 今の外為の方を内外無差別にしたら、個別法との関係はどういうふうに整理

されるのかというのがちょっと気になる感じはします。個別法が要らなくなるのかどうかということですが、今の行政の組織からいけば、なくなることはない。そうすると、屋上屋を重ねることにならないか。

○富山委員 きっと特別法的位置づけになってしまうでしょう。それにかぶせて、更にまた何かのレギュレーションをかぶせることが合理的かどうかということで、結局、洗い直しがされてしまうのではないですか。

○野村教授 そうですね。単純に新しいルールで賄えるのであれば、個別法は引っ込めてもらうことになりますね。

○翁主査 そうでないと過剰規制になってしまいますからね。多分、個別的規制の外資規制は要らなくなるのが筋ですね。

○富山委員 最初のところで引っ掛けてしまいますからね。

○野村教授 だから、それこそ通信分野とか、そういうところは要らなくなってしまうでしょうね。

○富山委員 主要なレギュレーションは何となく個別規制の方に移っていくという話。

○翁主査 擬似外国会社というのは、我々規制改革の会議として、もっと意識を持っておいた方がいい話なんです。

○野村教授 持っておいた方がいいと思います。擬似外国会社は、外国の商工会議所とか、そういうところは盛んに法務省に対して言ってきていると思います。これは1つの主戦場になっています。

○富山委員 現実にどういう障害が起きるんですか。法人格が存在しないから、契約行為とか、後から否認されてしまったりするんですか。

○野村教授 いえ、法人格はあるんです。だから、取引をすると罰則の規定が出てきたりします。

○富山委員 過料とか、ああいうものですか。

○野村教授 そうですね。その行為自体の効力が否定されます。前は法人格が否定されていたので、存在自体が認められないという形で撤退を求められる。

○翁主査 何か信じられないですね。私は余りよく知らなかったのですが、継続的取引をしない限り法人格が認められないのは、矛盾しているような気がします。

○野村教授 そうなんです。すごく不可思議なんです。つくっている方の側は、外資を名宛人にしてはいるのではなくて、途中でもお話ししましたがけれども、日本人が日本法の適用が嫌だから、外国に会社をつくって、実質日本で仕事をやっているのはルール違反だと、こういう話なので、その発想から見ると変なルールではないのですけれども、外国の企業から見ると、自分たちが参入できないようにしているルールに見えるわけです。ここはかなり言ってきている。

○富山委員 取引行為そのものは、準拠法は日本法になってしまうのではないですか。

○野村教授 なります。

○富山委員 だから、取引を継続する、しないというのは余り合理的ではなくありませんか。

○野村教授 ですから、その部分で一種、法人格を否認されているという形になるんです。その限りにおいては。

○富山委員 何を規制したいのかしら。要は、準拠法が外国法だから、例えば、デラウェア州の準拠法になりますねという話は、資本取引との関係では問題になってくるでしょうけれども、資本取引は普通、継続的なものではないですね。

○野村教授 そういう意味ではなくて、むしろ日本で取引をさせないことによって、そういう設立を認めないということです。つまり、日本の中で活動している株式会社については、一定の、例えば、ガバナンスならガバナンスについてのルールがあるわけです。例えば、監査役の監査を受けなければいけないとか、会計監査人の監査を受けなければいけないとか、そういうのが全くないような国があります。そうすると、監査を受けないで、いい加減な財務諸表を配って、そういうことでも私の国では許されているんですよと言って、そういう会社が専ら日本に本店を置いて活動されるということは困る。日本で主として活動している企業は、少なくとも日本のガバナンスに関するルールをしっかりと遵守してもらおうという考え方だと思います。

○富山委員 でも、そういう観点で言えば、租税条約ではないけれども、まともな国同士で会社法の相互適用条約を結べばいいような気がします。

○野村教授 そうなんですけれども、設立準拠法主義というのが世界の趨勢になっていて、会社法というのは、フォーラムをある意味では選べるという、フォーラムショッピングみたいな形になっているんです。会社法はすごくドメスティックな法律で、それぞれの国の家族法みたいな法律なんです。国の文化があるので、そう簡単に統一されないんです。グローバルに見えていますけれども、意外にグローバル化が一番遅れている。

○富山委員 逆にそうだから、こういうものをつくりたくなるわけでしょう。つくりたくなるわけなんだけれども、実態と合わないんであれば、例えば、アフラックがデラウェア州の法人だとすれば、あそこはまともな国のまともな会社法です。僕らもある案件で、アメリカでチャプター11申請して、あれは域外適用があるから、その効果を世界中でかぶせてしまおうみたいな話があったんです。それで日本も止められるんじゃないかみたいな話があった。実は国際私法上は未整理なんだけれども、逆に、こういうことを認めるとすれば、何でも認めてしまうと、さっき野村さんが言われた弊害が出てきます。とんでもない、いい加減な会社法でつくったものが活動することになる。もし、これをある程度緩和するんであれば、相互適用条約みたいなものを結んでおかないと、アメリカとか、先進国の、まともな法治国家のものは認めていいけれども、ほかのものはだめよというふうにしておかないと、その弊害は排除できないんじゃないですか。

○野村教授 そうですね。恐らく、本当に排除しようと思ったら、そういうふうにしなければいけないんだと思います。だから、こういう変な規制で今、排除しているわけです。

結局、わけのわからない国の会社で、専ら日本で活動しているものは継続的活動をしているから法人格否認しますよという感じになるということなので、それが、まともな会社法を持っている国との間にもかぶってしまっているから、おかしいという話になる。

○富山委員 それをどう適用除外するかという技術論ですね。

○野村教授 平成17年会社法改正の国会審議のときにも、外資系の企業は結構ロビー活動とかをやったんですね。それで、会社法の制定の際にかなり問題になって、そこからずっと尾を引いているんですけれども、最近はこの821条、だんだん飽きてきたみたいで、外資はむしろ、さっき言っていた、直接合併ができないとか、あっちの方の話に少し目を向け始めている。

○翁主査 これは実務の話が多かった。

○野村教授 直接合併できていいではないかという議論。国際私法的にはそういう議論があり得るんです。例えば、デラウェアには株式交換の規定がないんです。日本には株式交換の規定があるんですが、両方あれば、それぞれの手続を半分ずつやってもらって、同じものだからと合体させるというのがあり得るんですけれども、片方ない場合はうまくいかないわけなんです。

世界じゅうの会社法が統一されているんだったらいいんですけれども、さっきも言いましたように、国ごとに全く違うわけです。アメリカでも州ごとに全く違うというような状況なので、かみ合わないわけです。これを本当にパズルのように組み合わせいってやっていくというのも1つの手なんですけど、なかなか難しいので、かなりばさっと切っちゃって、日本の法人でなければだめですみたいなやり方になってしまっているんです。それがちょっと柔軟性を欠いているのではないかということで、外資の企業は相当程度動いている。

○富山委員 日本に子会社をつくれればいいだけの話ですね。

○野村教授 日本に子会社をつくれれば、さっきの三角合併の話になるんですが、やってみて、相当面倒くさかったんですね。

○富山委員 だけれども、それは直接やっても同じ面倒くささが出てきませんか。

○野村教授 ただ、日本法を遵守する必要がなくなってくるので、それぞれの国がそれぞれの国の法律をただ半分ずつやれば合併できてしまったりするという話になります。自分の国の自分の手続さえやればいいという話になってくる。

○富山委員 でも、日本法の下で株主になった人を巻き上げるというプロセスがあるわけでしょう。

○野村教授 ありますね。

○富山委員 だったら、必ず引っかかるんじゃないか。

○野村教授 だから、それぞれ半分にやっているときというのは、必ずそこで端数処理をやらなくてもいいとかというふうになるのではないかと思うんです。こっちの国で許されていれば、それはそっちでいいみたいな話になる可能性がある。

- 富山委員　すごく法的安定性を欠きますね。余り筋よくない議論のような気がします。
- 野村教授　筋がよくない議論ですね。ただ、そっちの方を言い始めていて、私もまだ議論を整理していないのでよくわからないんです。どういうことを期待しているのか余りよくわかりません。
- 富山委員　議論の複雑さの割に実益が少ないような気もする。
- 野村教授　そうなんですね。ただ、そっちを攻めて行って、そっちができないんだったら、やっぱりこっちをやってよみたいなお話なのかなと思います。
- 外資系の企業にとってみると、こういうのもみんな外資規制に見えるんです。そういうところに詰まっているところがあるんで、むしろ緩和してあげるところは緩和してあげた方がいいんじゃないかと思います。
- 余りお役に立たなかったかもしれませんが、済みません。
- 富山委員　ちゃんと頭の中を整理しないと。
- 翁主査　とてもよくわかりました。
- 野村教授　1枚目、2枚目の話の方が必要であれば、また馳せ参じてまいります。
- 翁主査　是非お願いいたします。ありがとうございました。