

研究ノート

# 「日産事件」の遠因・その2

—仏ルノー社と日産自との「アライアンス」における  
資本取引の法的問題—

四 方 藤 治

目次

はじめに

第1章 ルノー社と日産自との間「アライアンス」関係

第1節 新たな企業結合の試み

第2節 キャッシュの節約

第3章 会社法上の問題

第1節 株式相互保有

第1款 株式相互保有の形成の経緯

第2款 2社間の株式相互保有

第3款 3社間の株式相互保有

第2節 「アライアンス」関係における株式相互保有の法的問題

第1款 一般の問題領域

第2款 支配の空洞化

第3款 資本の空洞化

第3節 「アライアンス」関係における有利発行のおそれ

第4節 新株予約権付社債の発行

第1款 無担保転換社債型新株予約権付社債の発行

第2款 経営支配の手段とされた新株予約権の法的評価

第3款 新株予約権の不公正発行

第5節 ルノー社と日産自との「合併」

むすびにかえて

## ( 2 ) 「日産事件」の遠因・その2

### はじめに

2018年の、いわゆる「日産事件」<sup>1</sup>の遠因には、仏Renault S.A.（以下、「ルノー社」）の特異なガバナンス構造の形成があり、またルノー社からの出資、およびルノー社と日産自動車株式会社（以下、「日産自」）、独Daimler AG（以下、「Daimler」<sup>2</sup>）の3社間の株式相互保有の形成があった。しかし、本事件をもっぱらゴーン氏の個人的な非行による不正行為<sup>3</sup>とする日産自の取締役会の評価は、あまりにも表層的・短絡的評価である感が否めない。過去の内部統制上の問題とする点では首肯できるものの、同社のガバナンスシステムが20年以上の期間に、ルノー社の強い影響の下で、系統的に形成されてきた経緯、および、そこにおける取締役会の善管注意義務、忠実義務が適切に果たされていたか否かについての十分な評価がなされていないよ

- 
- 1 2018年に、日産自動車（株）の代表取締役（カルロス・ゴーン氏）が金融商品取引法違反（虚偽記載有価証券報告書提出罪）、および会社法違反（特別背任罪）の容疑で逮捕・起訴され、もう一人の代表取締役（グレッグ・ケリー氏）が金融商品取引法違反（虚偽記載有価証券報告書提出罪）で逮捕・起訴され、3名の代表取締役のうち2名が逮捕・起訴され、同社自身も金融商品取引法違反（虚偽記載有価証券報告書提出罪）の容疑により起訴された事件。東京地裁は、2022年3月、日産自、および元代表取締役に対して、有罪判決を言い渡した（東京地判令4・3・3資料版商事法務458号123頁）。その中で、開示すべき未払の報酬の存在についての認識を認定し、有価証券報告書の総報酬欄と金銭報酬欄の記載には未払の金銭報酬を含むものであるとの誤った情報が投資家に提供されたと評価できると判示した。なお、同罪の構成要件である「虚偽記載」および「重要性」についての判決の判断の先例的価値について疑問を呈するものとして、スクランブル「日産事件東京地裁判決に先例的価値はあるか」商事2294号（2022）90頁。
  - 2 Daimlerは、2021年12月に、商用車部門をDaimler Truck Holding AGとして分離上市し、乗用高級車メルセデス・ベンツブランドに焦点を絞って事業展開していくのにともない、2022年2月1日に、社名をMercedes-Benz Group AGに変更した。本稿では、Daimlerとして表記する。
  - 3 具体的には、同社は、ゴーン氏の会社資産の私的流用、および販売代理店に対する奨励金支払いに関する不適切な行為をあげる。

うに思われる<sup>4</sup>。

そこで、本稿では、ルノー社の日産自への出資ほかの株式相互保有を形成した資本取引などについて、日本の会社法上の法的問題を指摘し、かかる資本取引について、日産自の取締役、および株主が明示のないし黙示的な同意（あるいは、放置）をしたことが日産自のガバナンス構造上の問題が惹起される要因であったのであり、「日産事件」の遠因の一部であることを論じる。

なお、筆者は、かつて日産自の従業員であったので一定の守秘義務が存在することが想定される。従って、本稿における日産自およびルノー社についての記述は、両社のホームページ、プレスリリース、有価証券報告書<sup>5</sup>、四半期報告書、ないしは有価証券届出書などの開示資料に依った。このため、本稿の網羅性や正確性に限界があること、また、本稿は、筆者が過去に所属した、また現在所属する会社、団体などとは無関係であることを、念のため記しておきたい。

## 第1章 ルノー社と日産自との間「アライアンス」関係

### 第1節新たな企業結合の試み

「アライアンス」関係は、組織の直接的融合を伴わない、対等な当事者間の株式保有による企業結合を起点していた<sup>6</sup>。とりわけ、事業構造をどのように形成するかといった事業経営の観点から、使用するキャッシュの節約を強く意識していたことや、また、当事会社間に支配・被支配関係が生じ

4 四方藤治「日産事件」の遠因 — 仏ルノー社のガバナンス構造と日産自との「アライアンス」— 亜細亜法学57巻1号（2022）68頁。

5 ルノー社は、証券取引法24条1項、ないし金融商品取引法24条1項に従い、有価証券報告書の提出義務を負っている。

6 「株式保有は企業結合を拡大する有効な方法である。…合併のような企業組織が一体化する場合と異なり、次のような利点がある。…①支配資本の節約でき、連鎖的に結合が拡大できる。…②結合関係の形成が容易である。…③組織の一体化によるロスを防ぐことができる。…④法人格の分別により危険の分散がはかれる」実方謙二「第1章 企業結合と独占禁止法」（実方謙二ほか『現代経済法講座3 企業結合と法』（三省堂、1991）14頁）。

#### ( 4 ) 「日産事件」の遠因・その2

ざるを得ない合併ではなかったことといった特徴を指摘することができる。企業統合の具体的形態は、会社合併ではない緩やかな協業であり、直接的な支配・被支配関係が垂直に連続する単純なピラミッド構造でもなかった<sup>7</sup>。しかし、この形態はなお過渡的であり、恒久的・安定的な事業構造を検討せざるを得ないものであった。このため、フランスと日本とにまたがる国際的持株会社構想が根強く検討の俎上に上がることになったと思われる<sup>8</sup>

その一方、日産自では、自社と資本関係のある会社を取引先の選別において優先的な取り扱いをするいわゆる「系列取引」が従来より長く続いていた。「系列取引」は、特定の会社との人的・資金的つながり<sup>9</sup>に不合理に依存することとなり、経済合理性に反する場合が多いとして、内外から強く批判された。「系列解体」は、日産内においても主張され、ルノー社の出資以降、資本関係と取引関係を遮断し、取引関係は、品質 (Q)、価格 (C)、開発 (D)、および物流 (D) の相対的競争力の水準によって決定されることとなった<sup>10</sup>。系列取引の法的基盤が株式の相互保有であったことから<sup>11</sup>、株式の相互保有にも非難の目がむけられた。にもかかわらず、ルノー社やDaimlerとの株式相互保有を積極的に推進するといったやや徹底を欠く状態となった。

日産自によると、1999年に締結されたルノー社と日産自の提携は、「日本とフランスの企業間で結ばれた初のアライアンスで、両社の互いの企業文化やブランド・アイデンティティーを尊重し合うこと基本としていた」<sup>12</sup>。

---

7 ピラミッド構造においては、「上位会社の利益」と「企業集団の利益」、「企業グループの利益」とが、区別されて論ぜられることはあまりなく、この傾向は法的議論においてもしばしば垣間見られる（船津浩司『「グループ経営」の義務と責任』（商事法務、2010）46頁）。

8 2011年1月に、英Financial Times紙が「Wouldn't it be simpler to merge Renault and Nissan?」と題する記事を掲載していた。

9 資本・人的関係を結ぶことによって自動車メーカーは自らのニーズの周知徹底を図り、部品取引は受注の長期安定化を狙うという互いのメリットを追求したもので系列取引の中核部分でもある（藤樹邦彦『変わる自動車部品取引～系列解体～』（エコノミスト社、2002）126頁）。

10 藤樹・前掲注（9）152頁。

11 奥島孝康「株式の相互保有」『会社法の基礎』（日本評論社、1994）90頁。

ルノー社と日産自との間の資本上および事業上のこの関係を両社は、「アライアンス」関係と総称している。「アライアンス」関係は、法的には、当事者間の契約関係であり、ルノー社と日産自との間の株式の相互保有が資本関係の土台となっていた。

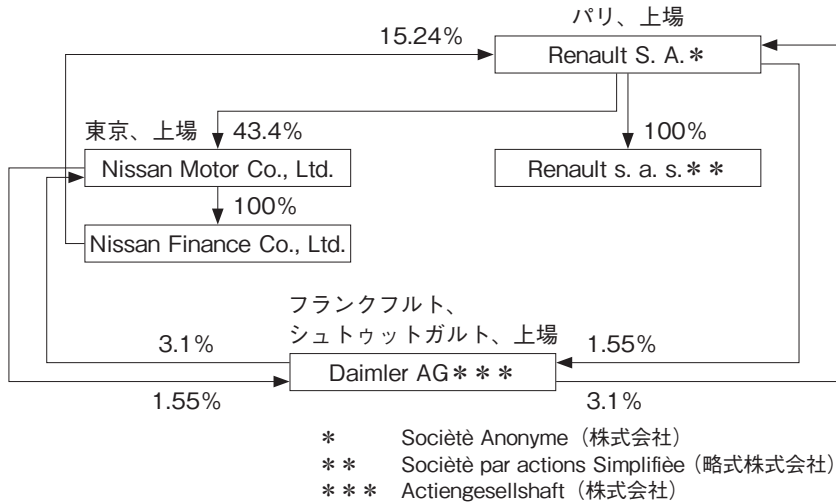
「アライアンス」関係は、1999年3月の、ルノー社による約6,050億円（実際が5,857億円）の出資による日産自の株式36.8%の取得を含む提携契約の締結に始まる（以下、「当初出資」）。両社にとって持株比率は重要であり、提携契約の一部として、ルノー社が取得した2002年3月のユーロ円建て新株引受権付社債の新株引受権は、発行後4年間、ルノー社の持株比率が39.9%を超えない範囲で行使可能であるという条件が付されていた。その後、2002年3月に、ルノー社が日産自への出資比率を44.4%に引き上げ、同時に日産自が子会社を通じてルノー社へ出資し、株式相互保有関係が形成された（以下、「2段階目の出資取引」）。さらに、2010年4月に、日産自がDaimlerと戦略的パートナーシップ契約を締結し、同時にルノー社、日産自、およびDaimlerとの3社間で株式相互保有関係が合意された。つまり、「アライアンス」関係は、株式の相互保有を基本とした新たな企業結合関係であった（図1）。

---

12 日産自提携ハンドブック2005「日産・ルノーの提携概要」。 <https://www.nissan-global.com> (visited on Oct. 31, 2022)

( 6 ) 「日産事件」の遠因・その2

図 1



しかし、2021年3月に、ルノー社は、保有するDaimlerの全株式の売却を発表した。日産自もこれに追随し、同年5月に、保有するDaimlerの全株式の売却を発表した。2021年11月には、Daimlerも、保有するノー社株式3.1%全部の売却を発表した。これによって、11年続いた仏日独間の株式相互保有関係の大部分は解消された<sup>13</sup>。もっとも、資本提携関係は一部は解消されたものの、ルノー社、日産自、および三菱自工の3社間の「アライアンス」関係は事業の協業を主体として継続されている。

## 第2節 キャッシュの節約

「アライアンス」関係の形成には、キャッシュの使用が節約できる株式相互保有や自己株式が使用された。つまり、当事会社間の資本取引には、実際の資金移動を伴うものと、伴わないものが混在していた。実際の資金移動は、①当初出資のルノー社から日産自への出資払込金5,857億円（当初発表では6,050億円）（第三者割当増資）、②ルノー社と日産自との間の2段階目の出資取引における実際の払込額の差額の約17億円（ルノー社より支

13 本稿執筆時点でDaimlerの日産自株式の保有についての状況は不詳。

払われたユーロ円建新株引受権付社債手取金約2,158億円と、日産自より日産ファイナンス株式会社（以下、「日産ファイナンス」）を介したルノー社による第三者割当増資の引受によりルノー社に支払った約2,175億円の株式取得代金との差額）、③3社持ち合いの際のDaimlerからルノー社への株式取得代金の差額87.5百万ユーロ（約114億円）、および③それ以外の取引<sup>14</sup>では、実質的に、実際の資金移動がなかった。2010年に、日産自、ルノー社、およびDaimlerの3社による戦略的協力の一環として行われた資本提携を目的として、ルノー社へ第3者割当による737億円の日産自による自己株式の処分が行われたのも同じ動機であった<sup>15</sup>。

1999年当時の日産自の資金状態は、キャッシュフロー不足から多額の有利子負債という経営問題があった。このため「アライアンス」関係の形成には実際の資金移動を生じさせないことが、両社の経営陣において強く意識されていた<sup>16</sup>。有利子負債の問題への対策としてルノー社からの出資を選択した日産自にとって、キャッシュフローと有利子負債のコントロールは至上命題であったと言える<sup>17</sup>。

---

14 ユーロ円建新株引受権付社債の発行と償還を除く。Daimler株の移転については、日産自は、「ルノーに対する持分比率の維持を目的とした」等価交換の非資金取引と認識した。

15 日産自およびルノー社は、Daimler株式をそれぞれ1.55%、計3.1%取得し、一方、Daimlerは日産自およびルノー社の株式を各3.1%取得した。

16 資本提携手段として新株予約権を活用するメリットは、新株予約権の段階的行使によるリスクの軽減と当初資本参加を決定した時点で新株予約権の権利行使価額を決定できるので、必要資金の総額を当初の段階で「決定」できることなどにある（川島いづみ「企業グループと新株予約権」判タ1122（2003）95-96頁）とされるのだが、ルノー社と日産自の「アライアンス」では、短期間の間での権利行使と払込みが当初より予定されていることから、実際の資金移動を徹底して回避しようとした仕組みであったと評価することができる。

17 日産自の1999年3月期の実質有利子負債残高は2.9兆円（売上高6.6兆円、資本合計1.3兆円）であったのに対し、「アライアンス」関係の形成後の2004年3月期の実質有利子負債残高は2.9兆円（売上高7.4兆円、資本合計2.0兆円）であった。

### 第3章 会社法上の問題

#### 第1節 株式相互保有

##### 第1款 3社間の株式相互保有

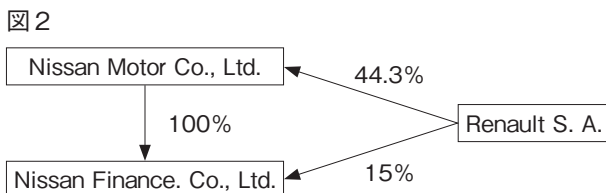
ルノー社、日産自、およびDaimlerの間の株式の相互保有は、まず、ルノー社と日産自との間から始まり、3社間の相互保有へと進展した。

1999年の当初出資と同時に、ルノー社は、日産自が同年5月に発行決議した2004年満期ユーロ建新株引受権社債（発行価額総額2,159億円）を1999年の日産自との提携合意に基づき取得した。2002年3月に、その新株引受権を行使し、当初36.8%であった日産自への出資比率を44.4%に引き上げた。なお、この2004年満期ユーロ建新株引受権付社債は、償還に代えてその発行価額も持って新株の払込金に充当する代用払込みを認めない契約であったので、ルノー社は、保有する新株引受権の行使のため実際に総額2,159億円を払込み、日産の株式を取得したことになる。

##### 第2款 2社間の株式相互保有

他方、日産自のルノー社株式の取得は、同社の完全子会社である日産ファイナンスを介してなされた。すなわち、ルノー社が日産自株の保有比率を引き上げた2002年3月に、日産ファイナンスは、ルノー社による第三者割当増資を引受けルノー社の発行済株式の13.5%（後に、後述するように15%になる）を取得した。

かくして、ルノー社と日産自との間の株式の相互保有が形成された（図2）。





### 第3款 3社間の株式相互保有

2010年4月に、ルノー社および日産自は、Daimlerとの間で、戦略的協力関係を結び、3社間の資本提携に合意した。その結果、Daimlerからルノー社に対し、Daimler自己株式の割当および約9,000万ユーロ（約114億円）の支払いを行い、一方、ルノー社からDaimlerに対してルノー社の新規発行株式（発行前株式総数の3.22%）の割当およびルノー社の保有する日産自の株式（発行済株式総数の3.1%）の交付を行った。また、ルノー社から日産自に対して、Daimlerの株式（発行済株式総数の1.55%）の交付、日産自からルノー社に対して、約5億ユーロ（約740億円）を支払った。さらに、日産自からルノー社に対し、日産自の自己株式（発行済株式総数の約2.0%）の割当（約737億円相当）を行い、ルノー社から日産自に対して、約737億円の支払いを行った。かくして、3社間の株式の相互保有が形成された（図1）。

## 第2節「アライアンス」関係における株式相互保有の法的問題

### 第1款 一般的問題領域

株式の相互保有は、従来から、資本の空洞化<sup>18</sup>、支配の空洞化<sup>19</sup>といった問題<sup>20</sup>があることが論じられていた。すなわち、株式相互保有のデメリットとして一般に指摘されるものは、①資本の空洞化、②株主総会決議の歪曲、不公正な株式取引であった<sup>21</sup>。また、株式会社制度に対しては、株式制度の機能阻害や株主総会形骸化の促進が指摘された<sup>22</sup>。それ以外にも、近時は、株式相互保有による敵対的企業買収の予防が、資本市場のコントロー

18 藤田友敬「株式の相互保有と会社法」神田秀樹編『株式持ち合い解消の理論と実務』（財経詳報社、2001）201頁。

19 藤田・前掲注（18）209頁は、その意味を、「経営者が自分の会社の議決権をコントロールすることの規制の問題」と論じる。

20 関俊彦「株式の相互保有」鈴木竹雄・大隅健一郎監修上柳克郎ほか編『会社法演習Ⅰ総論・株式会社（設立・株式）』（有斐閣ブックス、1983）196頁、黒沼悦郎『会社法 第2版』（商事法務、2020）75頁。

21 泉田栄一「株式の相互保有について」富山大学日本海経済研究書編研究年報7巻（1982）179頁

22 泉田・前掲注（21）180頁。

## ( 10 ) 「日産事件」の遠因・その2

ルを弱めている<sup>23</sup>といった問題も指摘されている<sup>24</sup>。

### 第2款 支配の空洞化

株式の相互保有には、議決権行使の歪曲化という弊害がある。なぜなら、議決権のある株式を相互保有している場合に、一方の会社が他方の会社を支配できるだけの議決権を保有すると一方の会社の取締役の意向に沿って、他方の会社の取締役に議決権を行使させることが可能になるからである。つまり、多数派株主ではない取締役による株主総会の支配が固定化し、株主によるコントロールが会社運営に及ばなくなるおそれが高くなる<sup>25</sup>。「アライアンス」関係においても、ルノー社と日産自とはいずれも、法的には他方を支配する関係にないから、このような議決権行使の歪曲化は直ちには生じない。むしろ、相当数の株式を相互に保有すれば、両社の株主総会の決議において、両社の取締役が結託をすることによって、他の株主の意向を不当に無視してまでも、影響力を行使し関係を形成することが可能になるといった弊害が生じる。ルノー社と日産自との間にはこの関係があり、ともに、相手方会社による議決権行使が自社の提案する議案へ賛同することが期待できるため、株主総会決議の歪曲につながるおそれがあることは明白である。

もっとも、フランス会社法によって、日産自が保有するルノー社の株式についてはルノー社の株主総会での議決権行使が制限されるため、この弊害の現れ方は単調ではない。なぜなら、両社が「アライアンス」提携契約上の合意によって結合関係を緊密にすることで、「支配の空洞化」は具体化されているからである。

### 第3款 資本の空洞化

株式相互保有関係では、株式が表示された通りの価値を有する資産と認めることができるか疑わしいとされる。「なぜならば、両会社の株式は一部

---

23 藤田・前掲注(18) 212頁。

24 黒沼・前掲注(20) 24頁は、株式相互保有は、「法による規制になじまない課題であるとの認識が、最近では一般的である」と論じる。

25 弥永真生『会社法の実践トピック24』（日本評論社、2009）86頁。

分において、相互にいわゆる資本を食い合っており、保有株式が実質的な裏付けのある資産とは考えにくいからである<sup>26</sup>。つまり、株式の相互保有には実体のない財産が形成され表示されるという弊害が生じる。この弊害が生じる状況は、「花見酒」に喩えられる<sup>27</sup>。もっとも、「相互保有のために日本の株式会社の実態は裏付けのない資本で満ちており、いわゆる「花見酒の経済である」<sup>28</sup>といわれるとき、資本の空洞化は経済実態を問題にしているが、これは会社法上の資本の空洞化とは意味が異なるとの指摘がある<sup>29</sup>。

「アライアンス」関係においても、株式の相互保有は、まさしく、キャッシュの節約をという経営上の要請を背景に実質的に出資の実質があるかが疑わしく、「出資資産の空洞化」の問題がある。たとえば、「アライアンス」関係の形成における実際の資金移動では、一方の資金が他方との間で往復しただけであって、資金の純増は生じていない。払込みとしての実質を欠いているおそれを否定できない。二つの会社資金による払込仮装<sup>30</sup><sup>31</sup>が交差した形態として、「重畳的」仮装払込み、あるいは、双方向の見せ金<sup>32</sup>の混

26 関・前掲注（20）197頁。

27 龍田節他『企業法入門〔第5版〕』（日本評論社、2018）55頁。なお、信用借りによる経済成長の危険性の比喩としての「花見酒の経済」については笠信太郎『“花見酒”の経済』（朝日新聞社、1987）48頁参照。

28 奥島・前掲注（11）89頁。

29 藤田・前掲注（19）200-208頁は、会社法上の資本と経済実態として持ち合っている株式の経済的価値とを区別し、資本の空洞化の意味を、「資本を巡る会社法上の計算の仕方、数の決め方のルールとの関係での問題」と論じた。また、会社法上の資本のルールには、「現実に稼働可能な状態のワーキング・キャピタルだけが資本として表示可能」という会社の規模や事業の大きさを示す「ある種の公示機能」のルール1と、「株主に対して財産を払い出す場合には律上許された財源からしなくてはならない」という「債権者保護機能、配当規制の機能」というルール2がある。相互保有による資本の空洞化はこの二つの異なるルールのコロラリーとして出てくることになりそうだと論じた。

30 株式払込の仮装は、株式会社法上最大の病理現象で、預合い、見せ金、会社資金による払込み、会社資金による払込資金の融資・保証がある。法が規制を加えているのは、預合いだけであり、他の三つのやり方には直接の規制はない。（鴻 常夫『会社法の諸問題Ⅰ 商法研究第一巻』有斐閣（1988）127頁以下）。

( 12 ) 「日産事件」の遠因・その2

合<sup>33</sup>とさえ考えられる。

しかしながら、仮装払込みによって発行等がされた株式の有効性については、明文の規定がない。平成17年改正前商法下では、いわゆる見せ金による払込みがされた場合等であっても、取締役引受担保責任があることから、新株発行が無効となるものではないとする最高裁判例（最三小判平9・1・28民集51巻1号71頁）があった。旧商法は、新株発行による変更登記があつたにもかかわらず、なお引受けのない株式があるか、または株式の申込みが取り消されたときは、取締役は共同してこれを引き受けたものとみなされる（旧商法280の13）。いったんその発行があつたものとして登記された以上は、その内容に従って会社資本を充実し法律関係の安定を図るのが適当であるとして、この責任が認められたのであるが、会社法は、引受け・払込みのない株式は単純に失権することとしたのに合わせて、この引受担保責任の制度を廃止した。失権した株式を取締役らによる引受担保責任を課することも、表示した資本金等の額について特別の責任を取締

---

31 英国会社法2006年法677条以下に「直接であろうと間接であるを問わず、また、貸付、保証、担保の提供の方法によるとその他の方法によるとを問わず、会社が自己株式、またはその会社が従属会社あるときは、その支配会社の株式につき何人かによってなされ、またはなされるべき買入若しくは引受のために、またはそれに関連して金融上の援助を与えることは適法でないものとする。」等の金融上の援助の禁止を定める。

32 見せ金による株式の払込み効力について、学説は有効説と無効説が対立している。有効説は見せ金による払込みも一応現実の完全になされているので、たとえそれが払込みの仮装手段として利用されても、それは払込みをなす発起人の主観的意図の問題にすぎないとする。しかし全体的な考察をすれば、株式の払込みは仮装行為であり、単なる見せかけであつて、会社の資本充実の原則に反し、また、預け合いの潜脱行為でもあつて、実質的に有効な株式の払込みとはいえないとするのが、多数説である。（加美和照『新訂会社法第九版』勁草書房（2007）124-126頁）

33 会社の自己資金による仮装払込（電磁的公正証書原本不実記載、同供用被告事件 最二小判平17・12・13（棄却、確定）刑集59巻10号1938頁、判時1919号176頁、公正証書原本不実記載、同行使、詐欺被告事件 最三小判平3・2・28（棄却、確定）刑集45巻2号77頁判時1379号141頁、株式払込保管金請求控訴事件 東京高判昭48・1・17（変更、一部認容、確定）判時590号21頁）。

役等に負わせることも、いずれも合理性がないという理由による<sup>34</sup>。現行法においては、募集株式の発行等の場面における取締役の引受担保責任が廃止されていることから、仮装払込みにより発行等がされた株式が実体法上有効であるかどうかは明らかでない<sup>35</sup>。判例上、仮装払込みは、払込みとしての効力を有しないと解されている<sup>36</sup>。学説は「会社の資金による仮装払込み」は、見せ金の一形態であり、有効な払込みがないと解さざるを得ないとする<sup>37</sup>。有効な払込みがない以上、仮装払込みをした引受人は募集株式の株主となる権利を失う（会社法208条5項）。有効な払込みがなく適法な引受人が失権している以上、会社は株式を有効に発行する根拠を喪失しているものの、現行法上、違法な株式発行も必ずしも全部無効になるわけではなく、取締役会の決議がない株式の発行も違法ではあるが無効にはならないのであるから、いったん株式が発行されると、その株式は有効と解するのが妥当と考えられる<sup>38</sup>。

### 第3節「アライアンス」関係における有利発行のおそれ

当初出資について、プレスリリースには「国境を越えた両社の意思決定機関を設置し、両社は互いのブランド・アイデンティティーを尊重しながら、グローバル・レベルでの利益ある成長戦略を策定し、両社間における全てのシナジー効果を推進していく」<sup>39</sup>などの記載があるが、平成11年3月29日有価証券届出書では、第三者割当による新株発行、および2004年満期

34 大隅健一郎ほか『新会社法概説』（有斐閣，2009）363頁。

35 法制審議会会社法制部会第五回（平成22年9月29日）議事録および会社法制部会資料3では、仮装払込みで発行された株式も有効であり、会社の側から有効に発行し、株主としてしまった以上、対価しての払込みの義務は残るという解釈ができるか、仮装払込みに関与した取締役には任務懈怠責任があると解釈できないかなどの論議がなされた。

36 最二小判昭38・12・6民集17巻12号1633頁。

37 江頭憲治郎『株式会社〔第8版〕』（有斐閣，2021）75頁

38 法制審議会会社法制部会第五回（平成22年9月29日）議事録，35頁、田中亘幹事発言。

39 平成11年3月27日プレスリリース「日産自動車とルノー、力強い成長のために利益ある成長を達成するために新たな提携」。

( 14 ) 「日産事件」の遠因・その2

ユーロ円建新株引受権付社債の手取金の使途を、「主として借入金の返済資金に充当する予定である」<sup>40</sup>と述べるにとどまった。つまり、新株発行と新株引受権付社債発行について、発行価額（5,857億円、2,159億円）の相当性、新株の発行価額（400円）、新株引受権の行使価額（当初400円）など、新株および新株引受権付社債の発行条件についての合理的理由の疎明は必ずしも充分とはいえない。また、2段階目出資において、ルノー社による新株引受権の行使のための払込金の払込みはルノー社による日産自への第三者割当増資のための出資金の払込みと実質的に相殺された場合、特定の株主に対する実質的な無償発行であるので、有利発行として株主総会での説明と特別決議が必要と解する余地があった。

当初出資の第三者割当増資において発行された新株式の価値が公正価値であったかも問題となる<sup>41</sup>。すなわち、日産株式の評価において、支配権価値の評価が適正になされた否かについて疑問が残る<sup>42</sup>。第三者割当増資の価額は一株400円であり、発表日頃を基準とすると、対前6ヶ月平均の株価に対し約8%の、対前1ヶ月平均に対し約22%のディスカウントであり、1999年1月と2月との2か月間の終値単純平均値の約408円に対しても約2%低かった。

さらに、2010年4月28日発行にされた払込総額約75億円の無担保転換社債型新株予約権付社債（後掲4節3款）も有利発行にあたるかが問題とな

---

40 手取概算額582,462百万円については、同日付けをもって発行決議を行い海外において第三者割当による発行される2004年満期ユーロ円建新株引受権付社債（発行総額215,900百万円）の手取概算額215,823百万円と併せ、手取概算額798,285百万円について、主として借入金の返済資金に充当する予定である。

41 新株の公正な発行価額は、公正な時価を基準にし、短期的な市況変化だけでなく、合理的に予想される将来の株価推移を考慮しなければならない。（大隅健一郎＝今井宏『会社法論中巻〔第三版〕[オンデマンド版]』（2001）605頁）

42 日本市場の1996年から2009年までのTOBにおける、M&A公表前月の市場株価に対する上乘せである買収プレミアムの分析（除く、金融）では、過半数未満（平均36%）の取得は9.7%の、50%超～60%の（平均52%）取得は19.1%の、買収プレミアムが報告されていた。野村証券株式会社金融工学研究センター「金融工学セミナー2010飲料メーカーのグローバルM&A評価の事例紹介」2010年10月20日44頁参考）。

りえた。すなわち、新株予約権の行使価格は一株828円であり、償還期限は同年6月1日であった。そもそも、償還期限が約1ヶ月の無利息社債を額面発行すること自体、不公正発行のおそれがあるが、より問題なのは、新株予約権の価額が合理的評価額を下回る場合、有利発行のおそれがあることである。新株予約権付社債の価額は社債部分の評価額と新株予約権部分のオプション評価額の合計である<sup>43</sup>。オプションの価格は株価、権利行使価格、当該株式のボラティリティー、権利行使期間、および金利によって決せられ、権利行使価額を高額に設定し、権利行使期間を制限する等の方法によって、そのオプション価格を低めることが可能であり、利益配当を増加させることによってオプション価格が低下することも理論的に導かれる。もっとも、社債部分の利率を普通社債で発行される場合に付されるであろう利率に比して低く定めることで、事実上、株主に生ずる不利益が補われていると解することも可能である。転換社債型新株予約権付社債の発行の場合の新株予約権の払込額をゼロと定める実務は<sup>44</sup>、実務上、有利発行に当たらないとして処理されている。すなわち、転換社債型新株予約権付社債については、新株予約権を付すことにより、転換社債型新株予約権付社債についての社債の利率が減免されており、その減免されたことによって会社が得られる価値が新株予約権の公正価値に見合っているため、既存の株主の持分価値が低下することはないという理屈により、有利発行に当たらないと説明されていた。もっとも、このように考えても、利率の減免によって得られる利益よりも新株予約権の公正価値が高すぎるという場合には、有利発行ということも考えられよう<sup>45</sup>。例え新株予約権の行使までの期間がわずか1ヶ月程度であったとしても、新株予約権自体には何らかの価値があるので、金銭的価値のある新株予約権を無償で発行するという限り、有利発行ではないという説明は、少なくとも形式的には難しい<sup>46</sup>。新株予約権

---

43 江頭・前掲注(37)705頁注(2)は、「平成13年改正前は、転換社債・新株引受権付社債の発行に関し、当該社債の払込金額が、そのコール・オプション部分の価値と社債利率等から計算される普通社債部分の価値との和を大きく下回れば「有利発行」であるとの観念が確立していなかった。…平成13年改正以後の規制は、コール・オプション部分（新株予約権）の評価の透明性を確保することにより、既存株主・新株予約権者間の利害の公正を図る目的のものであった」と論じる。

の行使価格は、ゼロに近づけることは可能であっても、ゼロにすることは実際上できない（ゼロとになっているということは権利として意味をなさないということである）と論じられる<sup>47</sup>。問題は、新株予約権付社債の社債部分の利息の減免による便益<sup>48</sup>が、オプション理論で算定された新株予約権の合理的評価額に対し見合っているかどうかである。見合っていない場合には、新株予約権の行使による希釈化の効果を総合的に判断し、既存株主の被る経済的不利益が明白な場合には、有利発行にあたる場合がある。さらに、発行手続中で新株予約権の経済的価値を明示していないので、新

---

44 江頭・前掲注(37)711頁注(8)「現在の転換社債型新株予約権付社債の発行実務では、それに付される新株予約権の払込金額を零と定めるのが通例である。…平成6年に新株引受権付社債の発行会社の会計処理として（新株予約権の払込金額と社債の払込金額を区別して）表示する処理が導入された結果当該社債の発行が激減したことから…会社法上の表示として同様の分離表示をすることが会計上も同じ処理が強制されることにつながることを、証券業界がおそれているからである。」、酒巻＝龍田節編『逐条解説会社法 第3巻 株式・2/新株予約権』（中央経済社、2009）〔松井秀征〕264-265頁「転換型新株予約権付社債の新株予約権付部分の対価と社債部分の対価とを区別する会計処理を行うと、社債部分の償還金額と払込金額の差額を社債発行差金として計上し、償還金額までに償却すべきものとされ、社債の利率が普通社債より低いという利点が失われると考えられたようである。」、澤田実＝石井裕介「ストック・オプションとしての新株予約権の発行に係る問題点」商事1777号（2006）35頁「改正前商法下でも、転換社債型新株予約権付社債の発行実務では、新株予約権の発行価額がゼロであっても、社債の利息の利率等を考慮して有利な発行でないという取扱いが行われていた」。

45 那谷大輔＝和久友子編著『会社法の計算詳解〈第2版〉』中央経済社（2008）251-252頁。

46 酒巻＝龍田・前掲注(44)〔松井秀征〕265頁。

47 酒巻＝龍田・前掲注(44)〔松井秀征〕260頁。

48 同時期の2010年4月28日に発行された日産自の社債発行実績は、第15回無担保社債500億円、期間5年、利率0.813%、第52回無担保社債300億円、期間7年、利率1.170%、第53回無担保社債200億円、期間10年、利率1.744%であったことを考えると、期間1ヶ月の社債の利息の減免による便益は、ゼロではないが、微少（年利0.2%程度とすれば、75億円 $\times$ 0.2% $\times$ 1/12 $\approx$ 120万円）であったと考えられる。



株予約権の過少評価につながりやすく<sup>49</sup>、過小評価の場合、新株予約権の不正発行として発行会社の取締役の忠実義務が問われる余地がある。すなわち、有利発行のおそれがあったにも関わらず、株主総会において、発行条件（発行理由、発行価格、発行数量・比率）の合理的説明が十分であったかどうかが問題となる。

これに対して、日産自は、2010年10月13日付「第三者割当により発行される転換社債型新株予約権付社債の募集に関するお知らせ」と題するプレスリリース（以下、「社債募集プレスリリース」）において、「本社債の払込価額、本新株予約権の払込額、転換価額、利率等につきましては、当社株式の流動性、株価変動率、社債権者が負担することとなるクレジット・コスト等の諸条件を総合的に検討した結果」、合理的であると判断したと述べた。その上で、「本新株予約権の実質的な対価が当該本新株予約権の公正な価値を大きく下回る水準ではないとしいえることから」有利発行ではないと結論した。興味深いことに、本社債の発行の「経済的実質として、株式の第三者割当に類似する性格も有している」と認めた上で、828円の転換価額を市場株価と比較し、算出されたプレミアム率<sup>50</sup>から有利発行ではないと結論し、監査役全員とその旨の意見を徴取したと述べた。

しかしながら、説明は、なお抽象的で、あった。とりわけ、後付けによる評価となるが、当初出資においても、その後の持分比率調整においても、新株ないし転換社債型新株予約権付社債の発行は、ルノー社が支配権を獲得することによって得る時価を上回る超過収益力によるプレミアム価値が正しく評価されていなかったように思われる。従って、有利発行あるいは不正発行であったとみる余地がある<sup>51 52</sup>。

---

49 江頭憲治郎「新株予約権に関する諸問題」法教277号（2003）39頁。

50 東京証券取引所における終値を単純平均し、828円は、1ヶ月平均の792.35円に対し4.50%の、3ヶ月平均の756.13円に対し9.51%の、6ヶ月平均の727.89円に対し15.76%のプレミアムであった（社債募集プレスリリース）。

51 「財産的処理」と「権利的処理」のダブルスタンダード問題について（関俊彦『会社法〔全訂第2版〕』（商事法務、2009）524-526頁）

#### 第4節 新株予約権付社債の発行

##### 第1款 無担保転換社債型新株予約権付社債の発行

3社の株式の相互保有のための一連の取引の結果、ルノー社の日産自に対する持株比率が14.53%となる見込みとなったところ、15%を維持するため、日産自は、2010年、日産ファイナンスを割当先とする無担保転換社債型新株予約権付社債<sup>53</sup>（発行価額総額約756億円、割当日・払込期日同年4月28日、償還期限同年6月10日）を発行した（以下、「新株予約権付社債」）。その全額は、割当日に、ルノー社に譲渡され、日産ファイナンスがルノー社の株式（発行済株式の0.55%）を取得した。ルノー社は新株予約権を行使することで、日産自の新株を取得した。なお、新株予約権の行使に際しては、代用払込みが認められ、社債総額が払込金額と同額とされた。ルノー社も、ルノー社の日産自に対する持株比率を一連の取引の実施前における持株比率に近づけるため、新株予約権を行使した。これが、持株比率調整のための新株予約権付社債であった。つまり、この社債の発行目的は、資金調達ではなく「アライアンス」関係の維持であり、「アライアンス」関係の形成・維持を資本関係で担保する株式相互保有関係を維持することであった<sup>54</sup>。

##### 第2款 経営支配の手段とされた新株予約権の法的評価

新株予約権は、権利行使価額の払込みにより、新株予約権者は、行使日に当然に株主となる（会社法282条）。ブルドックソース事件の最高裁判例<sup>55</sup>

---

52 他方、ルノー社の株式の価値評価が適切であったかも問題となりうる。すなわち、日産自が保有するルノー社の株式に関して、その議決権の行使は制限されており、権利が不完全な株式である。そのような株式の価値の評価は普通株式と同等でよいか、いわゆる非流動性ディスカウントを考慮すべきでないかなどの問題がある。

53 転換社債型とは、新株予約権付社債のうち、新株予約権を行使する場合には必ずその社債が消滅するもの、すなわち、デット・エクイティ・スワップの形でしか新株予約権の行使ができないものをいう（江頭・前掲注（37）748頁注（8））。

54 他方、1999年3月に、ルノー社に対して割り当てられた約5800億円のの新株発行、および同時に発行決議が行われたルノー社に対し第三者割り当てた約2200億円の2004年満期ユーロ円建新株引受権付社債は、「主として借入金の返済資金に充当する予定」が主たる目的であった。

は、新株予約権無償割当の場合には、この新株予約権に「平等の原則」の趣旨が及ぶと判示した。そして、ある株主の経営支配権獲得により会社の企業価値が毀損される場合には、相当性を欠かない限りにおいて差別的取り扱いが許容され、会社の企業価値が毀損されるか否かは株主総会が判断すべきものであるとした<sup>56</sup>。この判例について、「既存株主に、合理的な理由がある場合に、新株予約権という柔軟な制度を利用して特定の株主による経営支配権の取得を拒否する対応策を採用することを認めたのであろう」と評されている<sup>57</sup>。しかし、新株予約権がその対応手段として採用されるとき、株主総会においてその対応手段の是非を判断する既存株主にとっての「合理的な理由」とはなにかは必ずしも明らかではない。

### 第3款 新株予約権の不公正発行

新株予約権の不公正発行の判断基準として、裁判例は、①新株予約権発行の主要な目的が支配権維持である場合には、原則として不公正発行に該当し、例外的に必要性と相当性を充たす場合は、不公正発行とならないとするものと、②株主が買収対抗措置の必要性を認め、裁判所が相当性を充たすと判断した限りにおいて、対抗措置として行われる新株予約権の発行は不公正発行とならないとするものがある<sup>58</sup>。

ニッポン放送事件では、東京高裁は、「被選任者たる取締役を選任者たる株主構成の変更を主要な目的とする新株等の発行をすることを一般的に許容することは、商法が機関権限の分配を定めた法理に明らかに反する」と機関権限分配法理<sup>59</sup>を述べつつも、新株予約権発行の差止を認めなかった<sup>60</sup>。この事件は、経営支配権争いが生じている場面であるが、新株予約権の発行を例外的に正当化する特段の事情が疎明、立証されていないとして認めなかった。そうすると、「平時」の買収防衛策として新株予約権が使用された場合、すなわち、株主間に支配関係上の争いがない場合、機関権限分配

55 最二平19・8・7金融・商事判例1279号19頁。

56 江頭・前掲注(37)823頁注(6)。

57 森本滋「ブルドックソースvsスティール・パートナーズ事件」中東正文ほか編『別冊金融・商事判例M&A判例の分析と展開Ⅱ』（2010）7頁。

58 大杉謙一「ピコイ事件」中東正文ほか編『別冊金融・商事判例M&A判例の分析と展開Ⅱ』（2010）117頁。

( 20 ) 「日産事件」の遠因・その2

法理の原則に戻り、「専ら経営を担当している取締役等またはこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、原則として不公正な発行となる」とするブルドックソース事件での判示がいうところになると解するべきであろう。

日産自の新株予約権付社債の発行では、典型的な支配権争奪ではない（少なくとも、支配権争奪が顕在化していない）場面で、新株予約権発行の効力が生じた後の新株予約権発行についての、株主の利益保護が問題となるケースであった。社債発行が著しく不公正な方法による発行と評価され、さらに、差止事由に該当しないかが問題となりえた。裁判所によれば、そもそも支配権につき争いがある場合に、資金調達目的でなく、現経営陣の支配権維持を主要な目的として募集株式の発行を行うことは、他に新株発行を正当化させるだけの合理的な理由がなければ、不公正発行にあたる（主要目的ルール<sup>61</sup>）<sup>62</sup>。新株予約権についても、「支配権の維持が募集新株予約権の発行の主要な目的と認められる株主全体の利益の保護という観点から発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に不公正な発行には該当しない」と論じられている<sup>63</sup>。しかし、特段の事情として判示において

---

59 宮島司「株式会社における「機関権限分配法理」—株主総会における決議事項・決議要件を中心として—」奥島孝康ほか編『商法の歴史と論理—倉澤康一郎先生古稀記念—』（新青出版、2005）817頁、森本滋「株式会社における機関権限分配法理」浜田道代＝岩原紳作編『ジュリスト増刊会社法の争点』（2009）94頁、村田敏一「株式会社における機関権限分配秩序論とその諸相—解釈論—」立命館法学386号（2021）315頁。なお、徳本讓『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会、2005）117頁は、「この法理は、伝統的な会社法理論にストレートに適合した考え方ではあるが、今日の大規模化した公開会社の広汎な経営活動を前提にした場合、必ずしも合理的とはいえず、具体的妥当性を欠く面も有するのではないか」と疑問を呈する。

60 東京高決平17・3・23判時1899号56頁。

61 秀和对いなげ屋忠実屋事件、東京地決平元7・25判時1317号。

62 「会社の権限分配上、取締役は会社支配の所在に関し決定権限を有しないから、支配の帰属をめぐる争いのある時期に第三者割当てに募集株式の発行等を行うことは、原則として著しく不公正な方法に当たるとする見解もある（江頭・前掲注（37）802頁注（4））。

63 黒沼・前掲注（20）270頁。

例示された4類型<sup>64</sup>は、いずれも企業経営の複雑性や流動性をやや過少評価したきらいがある。そうした行為が将来も一切禁止されるという趣旨ではなく、実際の企業経営に適用すべきルールとしての明確性は怪しい。

株主間に会社支配権に関する争いがある場合、資金調達が必要であったと認定されれば、調達方法の選択では、原則として取締役会の判断が尊重される。しかし、会社間に支配・被支配の関係が存在する場合、支配権についての争いは、訴訟の提起などで顕在化していないとしも、潜在的に存在すると評価すべきであろう。「アライアンス」関係では、会社支配の帰属をめぐる争いが顕在化していないとしても、明らかに一部の株主・取締役の支配権の維持を目的としていたことは明白であったのであるから、客観的評価として、他の株主・取締役ににとっては潜在的な支配権争いが存在していることと同等に評価されるべきであろう。

経営支配権の争いの帰趨は、原則として、裁判所ではなく株主が決めるべきであるという考え方は裁判所の基調を形成している<sup>65</sup>。従って、株主総会での情報開示はむしろ重要であり<sup>66</sup>、日産自は、株主総会で株主に対して新株予約権発行の合理的理由を十分に説明すべきであったと思われる。2009年のブルドックソース事件では、会社法上、新株予約権無償割当は取締役会限りで決定できる（会社法278条3項）にもかかわらず、株主総会の判断を仰ぐため、新株予約権無償割当に関する議案が付議されたことを、日産自の取締役はしん酌すべきであったと評価することができる。

また、持分比率調整においても、発行条件の公正性を期すために、独立した第三者機関による新株予約権付社債の価値算定についての評価報告書を取得していると述べ、新株予約権の実質的対価が公正価値を大きく下回らないと説明する<sup>67</sup>など、取引全体の技術的説明は詳細になされていた<sup>68</sup>。しかし、新株予約権の場合、有利発行であるか否かの判断は、株式の第三者割当の場合以上に困難である場合が多く、資本提携のための新株予約権の

---

64 グリーンメーラー目的、焦土化（知的財産権などの重要な経営資源の獲得）目的、LBOなどの資産流用目的、および、重要資産の売り抜けや短期利益取得目的。

65 田中亘『会社法 第3版』（東京大学出版会、2022）719頁。

66 久保田安彦「オプションと会社法」森淳二朗『会社法における主要論点の評価』（中央経済社、2006）219頁。

( 22 ) 「日産事件」の遠因・その2

発行について、有利発行として株主総会の特別決議を得て進めるときは問題は少ないであろうが、取締役会決議のみで進める場合は、問題が生じることが少なくないと思われる<sup>69</sup>。実際、75億円の新株予約権付社債の発行価格および一株828円として新株予約権の行使価格が有利発行ではないことの合理的根拠、並びに発行数および持株比率の合理性についての説明は充分とはいえない。(数値をみる限り、まず、3.1%が決定され、その半分の1.55%が算定された後、持分調整率が事後的に算定されたことは容易に想像され、3.1%の根本的理由の説明がない。

資金調達という業務執行の側面だけでなく、支配関係にかかわるという組織法的側面が認められ、資金調達目的よりも新株の議決権の機能に注目し、新株ないし新株予約権の発行をなしうる。すなわち、「主要目的理論からの解放」を実現し、「もっぱら企業価値が創造されるか否かの基準から株式・新株予約権発行の是非を判断するという包括的・統一的な解釈枠組み」<sup>70</sup>により合理的評価が可能となると思われる。本ケースにおいても、形式的な「資金調達目的」である体裁に拘ることなく、ルノーと日産間の長期的企業

---

67 もっとも、一般的なオプション価格算定モデルは、ファイナンス理論や経済理論に基づき、多くの強い仮説の上に構築されており、法的安定性の面で法的問題への適用、特に会社訴訟への適用には難しい問題がある。「依って立つ仮定が非現実的であるとすれば、無裁定条件だけから一部の価格付け手法以外、ファイナンス理論はほぼ全滅である」とする経済学者の意見がある(福井義高「利子率のファンダメンタル・バリュエーション」企業会計62巻12号(2010)24-29頁)。また、統計的な分析手法を訴訟においてどのように活用できる可能性があるかを、上場会社の株価を活用し実証的分析を行うものとして(森田果「会社訴訟における統計的手法の利用—デクモ株式買取請求事件を題材に—」商事19100号(2010)4頁)。

68 発行された新株予約権付社債に関する発行開示資料では、日産ファイナンスがルノーの株式を15%保有する理由が「日仏租税条約上、仏法人の配当に対する優遇税制措置を受ける要件」であることが述べられている他、日産・ルノーアライアンスおよびDaimlerは、お互いに3.1%相当の株式を持ち合うこと、および、ルノーがこの内の1.55%のDaimler株を、日産が保有する日産株2%と交換し、ルノーと日産はそれぞれタイムラーの自己株式を1.55%取得することになると述べられていた。

69 川島・前注(16)96頁参照。

70 落合誠一「株式・新株予約権と資金調達」商事1744号(2005)16頁。

結合関係の形成の重要性や必要性を明示的に説明すべきであった。確かに、業務提携のための第三者割当増資が、既存の株主の持株比率を低下させることの正当化理由として認められたことがあるとしても、資金調達の実現性についてすらその調達された資金の使用計画の内容および立案過程に十分な具体性や合理性の存在が必要と解されているので、業務提携であれば交渉過程や内容についての一層明確な具体性や合理性が必要と解されることになり、発行する新株数もそのような具体性・合理性との関係からおのずから定まるべきものであるとされる<sup>71</sup>。

### 第5節 ルノー社と日産自との「合併」

2018年3月末、ルノー社と日産自の両社から正式なコメントが発表されたわけではなかったものの、通信社や新聞各紙が「ルノーと日産が合併交渉」と報じたことで、「合併」議論が再燃した。一方、「アライアンス」関係によって、ルノー社と日産自とは、各種の機能の部門活動において、自律的にそれぞれの利益に基づき、業務提携、協業、ないしは一体化（組織的統合の無い場合も含む）を進めていた。もっとも、一体化が急速に進行した一部の生産機能や開発機能がある一方、多くの他の機能での動きは必ずしも直線的ではなかった。「日産事件」の背景には、日産自の役員の一部に、ルノー社と日産自の合併に反対する動きがあったと報道された<sup>72</sup>。しかし、実質的な機能統合の進展があったこと、他方、国を異にする会社間の国際合併には、様々な法的障壁が存在することを考えると<sup>73</sup>、報道されたような素朴な合併案の実効性には疑問が大きい。日本においては、現行会社

71 柴田和史「新株発行禁止仮処分申請事件—秀和对忠実屋・いなげや事件—」  
ジュリ944号（1989）115頁

72 2001年頃、ルノー社から共同持株会社方式での経営統合が提案された。日産自の取締役からの異論はなく、ルノー主導の経営統合が進むかにもえたこの経営統合案は、「ゴーンさんは、コンサルタント会社を雇って一つひとつを徹底的に反論してつぶした」といわれる（朝日新聞取材班『ゴーンショック』（幻冬舎、2020）224頁）。にもかかわらず、「フランス政府からのルノーと日産との統合への圧力に屈して統合を進めようとするゴーン会長から、日本の自動車会社としての日産を守るための「会長クーデター」であったかのように…報道もあった」（郷原信郎『「深層」カルロス・ゴーンとの対話』（小学館、2020）34頁）。

法は、外国会社と内国会社との合併については沈黙しており<sup>74</sup>、国際的合併はできないとするのが従来の通説であった。「会社」あるいは「他の会社」には、外国会社は含まれないことを理由に、日本法に基づいて設立された会社と外国の合併はできないと解するのが一般であらう<sup>75</sup>。しかし、現在では、そのような「形式的な理由では、もはや否定説に立ち戻ることはできない」と論じられている<sup>76</sup>。国際的な合併の問題は、抵触法の問題と実質法の問題となるいわゆる国際会社法とよばれる研究領域として論じられている<sup>77</sup>。そして、「日本の商法は、国政的合併について規定を設けていないとみるのが妥当であり、商法が国際的合併の許さない趣旨と解するかは、国際的合併の利害関係者の正当な利益が守られる否の観点から決するべきであろう」と論じられた<sup>78</sup>。つまり、ルノー社と日産自の「合併」においても、利害関係者のどのような利益が守られ、どのような内容の「合併」かの実質が重要だということである<sup>79</sup>。このように考えると、「アライアンス」によって、実質的な機能統合が進展しているとき、日産自の取締役には、とりわけ日本とフランスにおける合併について、他の取締役や自社の使用人、または両国の法制度の違いを熟知する社外の弁護士などの専門家の情報を十分に検討していたかどうかについて、取締役の善管注意義務上の疑問が残る。

---

73 EU域内の会社同士の合併でさえ、ほとんど克服しがたい法的障壁がある（中村健「ヨーロッパ会社法における合併規制の展開」追手門経済論集13巻2号（1978）4頁。EU会社法指令の国際合併の規定が適用される対象会社は、EU域内の資本会社であり、国際合併とは「合併当時会社の少なくとも二社がそれぞれ異なる加盟国の法律に基づいて設立され、かつ、その定款上の本拠地・主たる管理店・主たる営業所のいずれかをヨーロッパ連合内に有する資本会社の合併である（会社法指令118条）」（高橋英治『ヨーロッパ会社法概説』（中央経済社パブリッシング、2020）218-219頁）から、日産自は、EU会所法指令の対象には直ちにはならない。

74 奥島孝康ほか『新基本法コンメンタール 会社法3』（上田純子）（日本評論社、2008）333頁。

75 森本滋編『会社法コンメンタール17—組織変更、合併、会社分割、株式交換等（1）』商事法務（2010）〔柴田和史〕91頁。

76 シンポジウム「国際会社法」私法67巻（2005）〔前田雅弘発言〕50頁。

77 落合誠一「国際会社法」商事1706号（2004）5頁。

78 中東正文「企業組織の国際的再編」商事1706号（2004）28頁。



## むすびにかえて

「日産事件」で顕在化したルノー社と日産自との間の「アライアンス」関係を形成する一連の資本取引には、会社法上の疑義がないとはいえない。すなわち、日本の会社法上の、不公正発行、有利発行、あるいは子会社による親会社株式取得規制の潜脱のおそれがあった<sup>80</sup>。

敵対的買収や支配権の争いというような高い緊急性がみられる事情がない場合、新株発行および新株予約権の発行が有利発行あるいは不公正発行であるおそれがある以上、株主総会の特別決議を経ることが相当であった。少なくとも、そのことについて会社経営者・取締役の考えが株主・投資家に対して表明され、株主・投資家の理解を得ることは、新たな企業結合形態である「アライアンス」関係を実現していくために重要なステップであっ

---

79 租税法上の基本的な考え方としては、外国における組織再編成が、我が国における組織再編成の本質的要素と同じ要素を備えるものであれば、我が国における組織再編成の場合と同様の取扱いとすべきであるとされる（日本租税研究協会「外国における組織再編に係る我が国租税法上の取扱いについて」租税研究（2012）66頁）。わが国における合併を法的側面からみると、その本質的要素は、①法令上当然に（by operation of law）、合併対象会社社の権利義務が存続会社ないし新設会社社に包括承継されること、および②合併対象会社が自動的に解散・消滅することであると考えられる。しかしながら、我が国と同様の合併法制を有する国は別として、合併法制に違いがある国や、そもそも合併法制が存在しない国もあるところ、各国の法制の相違や法概念の多様性に鑑み、このような国における組織再編成が我が国の租税法上の「合併」に該当するか否かの判断に当たっては、法形式のみならず当事者の意図や実態も重視し、柔軟に判断するのが適当ではないかと考えられると整理されている。そして、フランスの会社法上の合併が日本における合併の本質的要素を備えるものか否かがポイントとなり、フランスの会社法上の合併（Fusion）は、被合併法人の資産・負債のすべてが合併法人に包括承継されること、被合併法人が清算手続を経ることなく自動的に消滅することといった法的要素を備えているので、日本における合併の本質的要素と同じ要素を備えているといえるとして、フランスの会社法に基づく合併は、日本の租税法上の合併として取り扱うのが適当と結論される（同書87頁）。

( 26 ) 「日産事件」の遠因・その2

たはずである。それを重要な点で欠いていたことが、「日産事件」のもう一つの重要な遠因であった。

なお、ルノー社と日産自との間のような、法制度の異なる海外の会社との資本提携の決定における、取締役の善管注意義務、および経営判断原則の適用範囲についての問題は、本稿では、十分に検討することができなかった。今後の課題としたい。

---

80 しかしながら、不公正発行についての論点に関連して、ルノー（および Daimler）との事業提携の強化・拡大という事業経営上合理的な目的があるので、たとえ①資金調達目的でなく、②新株発行により現経営陣の支配権が強化されるとしても、直ちに、著しく不公正な方法によると解すべきではないと考えられる（「株式発行等が公正であるかどうかは、その発行をするについての会社自身の利益ないし必要性和会社支配に関する株主の利益との比較衡量によって決しなければならない」（大隅ほか・前掲注（34）359-360頁））。さらに、株主総会での特別決議を得るために要する時間や費用によっては、機動的な事業運営が阻害されるおそれがあり、かえって株主の利益に反するかもしれない。株主間の利益の衡平をいかに公正に保つかという難しい問題がある。