

## 対日直接投資促進と新会社法

濱田 和章 *Kazuaki Hamada*

(財)国際貿易投資研究所 主任研究員

2006年5月1日に「新会社法」が施行された。

M&A に関し、部分的に施行が先送りされた三角合併をはじめ対価の柔軟化を内外の企業家やビジネスマンなどが効果的に用いることができるようになれば、「新会社法」が対日直接投資の促進にも重要な役割を持つことになる。

本稿においては、対日直接投資促進の環境整備という観点から、「新会社法」を概観する。

新会社法の特徴の1つは原則規制から原則自由へと変わることである。やっつけいいことや悪いことを列挙するのではなく、最低限守らなければならないルールを示し、経営の自由度を高める。経営者も株主も洗練されたプロとして経営を行ない、あるいは関与することが一層期待される。「定款自治」の拡大により経営者の権限は強化され、株主総会の重要性は一層増大する。

加えて、これからは外資が日本企

業を友好的あるいは敵対的に買収しようとするケースも今以上に増加することが予想されるが、21世紀の日本経済の活性化を図る上において不可避のことのようにも思える。むしろ日本経済にとっては総合的にはプラスとなろう。

なぜならば、急速に高齢化し成熟化する日本の経済社会が、今世紀に新たな発展と繁栄を実現するためには、諸外国からの直接投資を積極的かつ潤沢に導入することが不可欠の

条件となるからである。

しかしながら、経営者にとっては外資（もちろん外資だけではないが）による敵対的買収の潜在的脅威を絶えず意識せざるをえない時代状況となりつつあることは心穏やかではいられないことであろう。そうした事態が発生した時に、そのこと自体に対しては会社法は中立的である。

M&A に関し深いかわりを持つ合併対価の柔軟化の部分については、その施行が会社法の施行の1年後とされた。

合併対価の柔軟化が解禁されれば、従来は消滅会社の株主への対価が存続会社の株式に限られていたのが、金銭を含む財産一般を使うことも可能になる。法律的観点のみで論ずれば、財産の種類制限はなくなるのである。

この部分の施行が先送りされたのはわが国の企業に、株式の敵対的な買収に対する必要な防衛策の導入のための定款変更などの体制づくりをする機会を与える趣旨のようで、経営者に配慮した形になっている。十分な準備をする時間が与えられたことは、経営者にとっては幸いであったといえよう。

敵対的買収への対応以前に今後は株主の意向や動向が、ますます重要な意味を持つことになろう。

この象徴が2006年1月に始まったオランダの世界的な大手鉄鋼会社ミッタル（もともとはインド系企業）による世界的大手のアルセロール（ルクセンブルク）に対する敵対的買収である。この攻防はルクセンブルク政府（アルセロールの大株主）やアルセロール社の工場のあるフランスとスペインの政府を巻き込んだ。

アルセロールはミッタルの敵対的買収を阻止するためにロシアの鉄鋼大手セベルスタリを吸収合併すると発表した。しかしこうした買収阻止策は結局、株主や投資家に支持されなかった。

株式の買い取り額や経営権などで大幅に譲歩をしたミッタルの提案が株主に支持され、6月下旬にアルセロール側が買収提案を受け入れた。

EU 域内を主たる舞台としたこの買収・合併は、日本企業の経営者にも大きなインパクトを与えたものとみられる。2006年7月19日の朝日新聞によると新日本製鉄社長は、「新たな買収防衛策を考えているか」との問いに「企業価値が上がり、経営

安定にもつながる施策を積み重ねたい」としている。

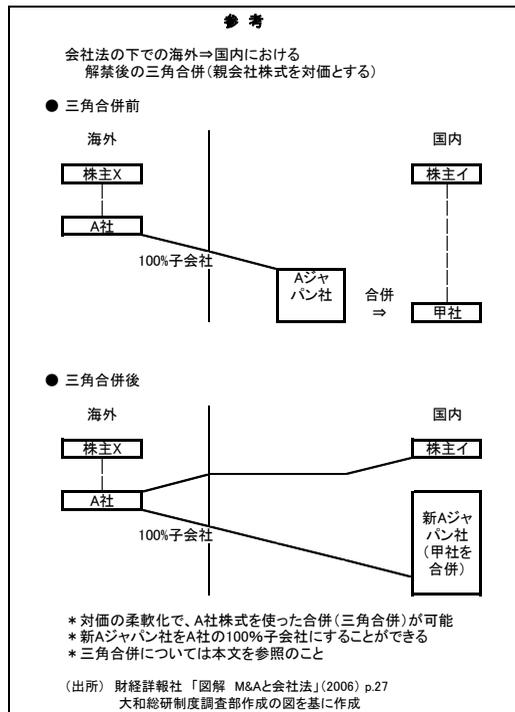
もはやグローバル化の波は押しとどめることはできないと思われる。バローゾ欧州委員長の「短期的には国内首位の企業を保護できても、長期的にはその企業を世界の2部リーグに追いやる」との言葉には重みがある。

新会社法がまだ法案段階であった時点において最大の論争になったのは、殊に米国などの外国企業も深い

関心を持つ三角合併をはじめ対価の柔軟化の問題であった。

三角合併とは、会社を合併する際に消滅会社の株主に対して、存続会社の株式ではなく、親会社の株式を交付して行なう合併のことである。

外国企業の場合、日本に設立した子会社を用いて三角合併に持ち込むことができるようになるのである。この対価の柔軟化の部分は施行が1年先送りされた。(下図参照)



その理由はひとえに経営者層の一部が外資による敵対的買収を強く警戒したことに配慮したためによる。すなわち、株式の敵対的な買収に対する防衛策の導入のための定款変更などに要する時間が与えられたのである。

注意しなければならないことは、経営陣にとっての仕掛けられた敵対的買収＝悪質な買収と言う等式が常に成り立つとは限らないことである。日頃から株主に十分配慮し、支持される経営が望まれる。

時間が与えられたことにより予め株主総会の承認を得て防衛策を導入しておけば、買い占めた株式の高値での買い取りを要求するグリーン・メーラーなど悪質な買収者をいつでも撃退できることとなった。

証券取引所や経済産業省・法務省によるガイドラインが発表されている。

さらに、裁判所の一連の決定をみる限り、事前に防衛策を導入していても、友好的な引受先への第三者割当増資を実施することで、悪質な買収者から企業を防衛することは許容されると考えられる。

しかしながら、在日米商工会議所（以下、ACCJ）の意見書（2006年11月まで有効）における主張によれば、「新会社法において、もうすでに日本の経営幹部は外国企業との三角合併には特殊決議（注1）がなければならぬとする定款変更を、株主に要請できるようになっている」にもかかわらず、「一部の日本の経営幹部は、外国企業との三角合併について株主と相談するのは気が進まず、保身手段として定款変更することに対して承認を得る自信がないという理由だけで、代わりに新会社法を利用」しようとしていると論じている。

通常、合併契約を承認する株主総会の決議は、原則として特別決議（注2）で行なわれる。

だが新会社法第309条は、買収会社が譲渡制限株式等を対価として提供する株式交換取引や三角合併に対し、特殊決議による承認が必要としている。

これまでの日本の法律では、「譲渡制限株式」という用語は取締役会の承認なしでは譲渡できない株式のことを言っていたが、「譲渡制限株式等」という用語については、新会社

法の省令において法務省が定義する。

したがって、法務省が「譲渡制限株式等」をどのように定義するかが極めて重要な意味を持つ。

ACCJ の前出意見書は、「法務省が日本の財界の一部から、「譲渡制限株式等」を「日本の証券取引所に上場されていない株式」と、極めて拡大的に定義して欲しいという圧力を受けている、との報告に懸念している。」と述べている。

さらに加えて、三角合併などの場合に、繰延税制措置が認められるか否かということも極めて重要な意味を持つ。

ACCJ の意見書によれば、「過去数年間にわたって ACCJ や日本経団連などいくつかの団体は日本政府に対し、最新の合併方式を導入し、クロスボーダーの株式交換取引及びこれを応用した取引（三角合併など）に対し柔軟な繰延税制措置を認めるよう求めてきた。」と論じている。

これらのことに関し、対価の柔軟化の部分の施行の先送りにより、敵対的買収に対する防衛策の準備期間を得たことや悪質な企業買収に対する裁判所の一連の決定などが明らか

になってきていることなどから、過剰な反応を取り続けることは、国際経済に組み込まれている日本経済にとって決して良い結果を生むことにはならないと考える。

三角合併をはじめ対価の柔軟化については、あくまでも友好的買収を念頭において論じられてきた問題であり、そのことに対する（悪い）副作用の問題が整理され対応が十分に可能になる。

新会社法に関し、引き続き対日直接投資の促進のために環境整備を行なっていくべきであると考えます。

米国政府は 10 年以上にわたって毎年、「年次改革要望書」を日本政府に対して提出している。（日本政府も米国政府に対して同様の要望書を提出している。双方ともインターネットで読むことができる。米国の「年次改革要望書」は米国大使館のホームページにも掲載されている。）

現時点での最新版である 2005 年 12 月 7 日付の「日米規制改革および競争政策イニシアティブに基づく日本国政府への米国政府要望書」（仮訳）の中で、「国内及び国境を越えた M&A 取引を促進する近代的な会社

法制度は、経済全体の効率的な改革を推進し、投資家の利益のための株主価値を最大化する。」と論じ、日本に対し、講じられることが望ましい措置が具体的に列挙されている。

2つ例示する。1つは、「日本の株式会社との三角合併取引における対価として、(例えば日本の株式市場への上場といった) 著しい制限や手続き上の障害なしに、主要な国際株式市場に上場している株式が利用できるよう、会社法の施行に関する法務省令を公布する。」

1つは、「三角合併に関する税制繰延の恩恵の利用可能性に関する明確かつ予見可能な規定を提供し、必要に応じてこうした税制繰延の恩恵を促進する、三角合併の税制措置に関する規則を、会社法の関連条項の発効日に十分前もって施行する。」というものである。

また、ACCJ も米国政府の要望書と足並みを揃えるかのように、本稿でたびたび引用している「現金を対価としない M&A への一貫した開示・投資家保護規定の適用を」と題した意見書などを同所のホームページで公表しているのである。

確かにこれら要望書や意見書でなされている提言を無批判に鵜呑みにすることは問題があると言わざるを得ない。しかし、よく吟味したうえで日本にとって少なくともマイナスにはならないと判断されたものについては、これらの提言に応じていくことは、対日直接投資の促進という観点から見ても重要なことである。

日本企業と外国企業が経済分野において共通の環境で、可能な限り自由に競争し協調していくことは、世界経済の更なる発展に資することでもあると考える。

当研究所でも、以上のような観点から、「対日直接投資に係わる法務、労務問題等に関する調査研究」を平成 18 年度に取り上げることにしている。

注

1. 特殊決議とは株主総会の決議要件の1つで、原則として株主の頭数の半数以上であって当該議決権の三分の二以上の賛成を要件とする。
2. 特別決議とは株主総会の決議要件の1つで、原則として定足数は議決権を行使できる株主の議決権の過半数で、出

席株主の議決権の三分の二以上の賛成を要件とする。

11月まで有効)『現金を対価としないM&Aへの一貫した開示・投資家保護規定の適用を』

「参考文献」

1. 吉川満 堀内勇世 横山淳編著 (2006)『図解 M&A と会社法』財経詳報社
2. 中央経済社編 (2005)『会社法(平成17年6月成立)』中央経済社
3. 判例六法編修委員会編 (2005)『コンサイス判例六法2006』三省堂
4. 在日米国商工会議所意見書(2006年
5. 米国政府(2005)『日米規制改革および競争政策イニシアティブに基づく日本国政府への米国政府要望書(2005年12月7日版仮訳)』
6. 『M&A 専門誌マール2006年5月号』レコフ
7. 『月刊経済 Trend2005年9月号』日本経団連

参考:新会社法における合併などの株主総会決議の要件	
特別決議(783条1項、309条2項12号)	原則
特殊決議(783条1項、309条3項2号、会社法施行規則186条)	公開会社である消滅会社の株主総会で、合併対価が譲渡制限株式等である場合
総株主の同意(783条2項、会社法施行規則185条)	合併対価が持分会社の持分等である場合
(出所) レコフ「M&A専門誌マール2006年5月号」p.5	