

外国企業による 「株式交換」買収

制度調査部
堀内勇世

平成 17 年改正商法関連

【要約】

最近、「来年の商法改正で、外国企業が国内企業を株式交換で買収できる」という話を耳にする。

この「株式交換」に対するイメージが混乱しているようである。そこでまず、ここでいう「株式交換」が何かについて説明する。

次に、平成 17 年の商法改正により可能となる外国企業による株式交換の仕組みを説明する。

また、影響についても検討する。

Q 1	「来年の商法改正で、外国企業が国内企業を株式交換で買収できる」という話の中で言われている「株式交換」とは何ですか？	P . 2
Q 2	TOBと「商法上の株式交換」の違いについて教えてください。	P . 3
Q 3	商法上の株式交換は、敵対的買収に使えるのでしょうか	P . 5
Q 4	来年の改正によって可能となる、外国企業の株式交換の仕組みについて教えてください。	P . 6
Q 5	商法改正のスケジュールはどのようになっているのでしょうか。	P . 8
Q 6	商法改正がなされれば、外国企業による株式交換は問題なく行えるのでしょうか。	P . 9
Q 7	来年の商法改正で、外国企業による株式交換が可能となることで、どのような影響があるのでしょうか。	P . 9
Q 8	関連するレポートを教えてください。	P . 11

Q 1

「来年の商法改正で、外国企業が国内企業を株式交換で買収できる」という話の中で言われている「株式交換」とは何ですか？

A 1

「来年の商法改正で、外国企業が国内企業を株式交換で買収できる」という話の中で言われている「株式交換」は、「**商法上の株式交換**」です（注1）。

商法上の株式交換の特徴を簡単言うと、図表1のようになります。

【図表1】 商法上の株式交換の特徴

買収する会社、買収される会社の両方で、株主総会の特別決議（2/3の賛成）が必要。

反対する株主がいても100%の親子関係が作り出される。

一つ目が、原則として、買収する会社、買収される会社の両方で、**株主総会の特別決議が手続上必要**となります。特別決議とは、簡単に言ってしまうと、3分の2の賛成が必要な決議です。

二つ目が、買収される会社において、株式交換に**反対する株主がいても**、株主総会の特別決議があれば、買収される会社は買収する会社の**100%子会社**となります。つまり反対者がいても、100%株式を手に入れられるのです。

このような特徴を有する「**商法上の株式交換**」が、「来年の商法改正で、外国企業が国内企業を株式交換で買収できる」といった場合の株式交換です。このことがあまり意識されていないようで、他の株式の交換もごっちゃにしている場合もあるようです。

そこで、他にどのような株式の交換があるか、見ておきたいと思います。

図表2には、「**商法上の株式交換**」以外で、株式交換の言葉から連想されそうなものを2つほどあげてあります。

【図表2】 広義の株式の交換

強 制	任 意
商法上の「株式交換」	株式を対価としたTOB
（注2）	相対の物々交換

またここでは、買収される会社の株主の売却・交換（TOBの場合はTOBに応じること）は任意か、

強制かどうかで、大きく二つに分けてあります。左側が、「**強制**」としてあります。こちらの場合、反対者がいても、100%株式を手に入れられるわけです。この「**強制**」の例が、「**商法上の株式交換**」です。

これに対して、右側が買収される会社の株主の売却・交換（TOBの場合はTOBに応じること）が、「**任意**」の場合です。こちらには2つのものを挙げてあります。1つ目が「**株式を対価としたTOB**」です。TOBとは「公開買付け」とも言われます。2つ目が、「**相対で株式と株式を物々交換する場合**」を挙げてあります。

ここで、右側に上げたものは、「来年の商法改正で、外国企業が国内企業を株式交換で買収できる」といった場合の株式交換ではありませんのでご注意ください。特に、TOBと「**商法上の株式交換**」をごっちゃにして、「**株式を対価としたTOB**」を含めて話を受け取られる方もいるようですが、それは間違いです。来年の商法改正で、この点につき何か改正される予定にはなっておりません。

(注1) 来年(平成17年)の商法改正で可能となる、いわゆる「**三角合併**」を、「来年の商法改正で、外国企業が国内企業を株式交換で買収できる」といった場合の株式交換に含めることも可能と思われる。しかし、それを含めると話が複雑になるので、ここでは除いて話を組み立ててあります。もっとも、含めて話した場合も、大筋は変わりません。なお、三角合併の仕組みについては、後述の「Q4」の「(注7)」をご参照ください。

(注2) **合併**の場合(株式を対価とした合併の場合)も、買収される側の会社の株主にとっては、持っている株式が他の株式にかわるということで、株式交換に含めて使っているような場合もあるようです。合併は「**商法上の株式交換**」ではありませんが、もし図表2に入れるとすれば、「**強制**」の方に入ることになります。

Q2

TOBと「**商法上の株式交換**」の違いについて教えてください。

A2

TOBと「**商法上の株式交換**」の違いを簡単に示したのが図表3です。会社が会社を買収する場合を前提にしております。

「**商法上の株式交換**」は「**株式交換**」と略しております。この後、「**株式交換**」といったら、それは「**商法上の株式交換**」を指しているとお考えください。なお、カッコ書きしている部分は、来年の改正でかわる部分です。

それでは項目ごとに比べてみましょう。上から見ていきます。

まず、1点目が**根拠法**です。それぞれの制度の基本的な部分がどの法律に定められているかです。TOBは証券取引法です。**株式交換**は、現在は商法で、来年の改正後は「**会社法**」です。

【図表3】 TOBと商法上の株式交換の比較

	TOB	株式交換
根拠法	証券取引法	商法（会社法）
対価	現金、自社株式 等	自社株式（会社財産も）
敵対的買収？	使える	非敵対的買収には適した制度 敵対的買収にも使える場合もある
任意 or 強制	任意	強制
100%親子関係？	普通ならない	必ずなる

2点目が**対価**です。買収会社が株式を取得する場合に何を代わりに渡すことになるかという点です。TOBの場合は、現金のほかに自社の株式などが可能とされています。自社の株式などの有価証券が可能であることは、証券取引法27条の4に有価証券を対価とする場合が規定されていることからうかがい知ることができます。もっとも、有価証券を対価とするTOBが日本で行われたという話を聞いたことがありません。**株式交換**の場合は、現在は買収する会社の株式ですが、改正後は買収する会社が保有する株式や現金などの財産でも可能となります。

3点目は**敵対的買収にも使えるか**という点です。TOBの場合は使えます。**株式交換**の場合については、買収者が**議決権の3%以上を握り**、株主総会を招集するとともに、株主提案で株式交換の議案を提出して、**プロクシーファイト**により必要な賛成を得られれば、**敵対的買収にも使える**との意見もあります（注3）（注4）。この点については、後述の「Q3」をご覧ください。

4点目は**買収される会社の株主の売却・交換**（TOBの場合はTOBに応じること）は**任意か、強制か**という点です。TOBの場合は任意ですが、**株式交換**の場合は強制です。

5点目は買収後に100%の親子関係が構築されるかという点です。TOBの場合は、普通、100%の親子関係は構築されません。**株式交換**の場合は、常に100%の親子関係が構築されます。

（注3）「**プロクシーファイト**（proxy fight）」とは、委任状争奪戦のことです。この事例では、買収者が議案の成立を目指し、議案に反対する経営陣との間で、委任状の争奪戦を繰り広げることです。

（注4）現在の商法では、株主が株主総会の開催を要求するには、「議決権3%以上という要件」と「6ヶ月保有継続の要件」を充たす必要があります（**株主総会招集請求権**、商法237条）。ま

た、株主が議案を提出するには、「『議決権 1 %以上』又は『300 個以上の議決権』という要件」と「6 ヶ月保有継続の要件」を充たす必要があります(株主提案権、商法 232 条の 2)。

Q 3

商法上の株式交換は、敵対的買収に使えるのでしょうか。

A 3

まず語句の定義を簡単にさせていただきます。「**敵対的買収**」に、法律に定義があるわけではないので、次のようなイメージで使っております。会社の経営陣が反対するにもかかわらず、買収が遂行され、会社側が防衛策などを取る可能性があるような買収を、ここでは、「敵対的買収」と呼んでおります(注 5)。

商法上の株式交換では、買収される会社で株主総会の特別決議、つまり 3 分の 2 の賛成を要する決議が必要とされています。その上で、経営陣側の安定株主が存在していることなどを考え合わせますと、経営陣が反対しているにもかかわらず(経営上の合理的判断の範囲内であることが前提ですが)、商法上の株式交換の議案が成立するというのは通常は考えられないのではないのでしょうか。経営陣が経営上の合理的判断の範囲内で反対しているのなら、3 分 1 以上の反対を集められると思われるからです。この状況では、商法上の株式交換だけを用いて敵対的買収を行うというのは考えにくいでしょう。そうなりますと、商法上の株式交換は、通常、敵対的買収より、「非」敵対的買収に使うものということができると思います。

しかしながら、物事には**例外が存在**します。他の方法と組み合わせることで、**敵対的買収にも使われる可能性**があるといえます。

「Q 3」で述べたように、**商法上の株式交換も**、買収者が**議決権の 3%以上を握り**、株主総会を召集するとともに、株主提案で株式交換の議案を提出して、**プロクシーファイト**により必要な賛成を得て、**敵対的買収にも使う場合があります**。ただし、そのとき、株式交換の議案を株主提案権行使によって出せるかという商法上の問題が生じそうです。商法上の株式交換ができる前の記述ですが、合併契約の承認などの企業結合に関する事項は、株主提案権の対象となるかにつき、解釈が分かっているようです(注 6)。対象となるとする説、対象となるが勧告的な提案になるに過ぎないとする説、対象とならないとする説、の 3 つがあるようです。もっとも、「対象となるとする説」があるので、**可能性はある**といえます。

また、「Q 7」で掲げた影響の 3 つめもご覧ください。

(注 5) 敵対的買収の手段を TOB に限定して考えることもあるようです。例えば、「内閣府 経済社会総合研究所」が平成 16 年 9 月 16 日に公表した「わが国企業の M&A 活動の円滑な展開に向

けて「M & A 研究会報告」の 10 ページの脚注 6 では次のように記載されています。米国法律協会では、敵対的買収を「対象会社の経営陣が『反対』の意見表明を行う T O B (公開買付)、また、『賛成』の意見表明を行わない T O B を含む場合もある」と定義されていることが記載されています。

(注 6)「新版 注釈会社法(5)」(有斐閣、昭和 61 年)の 71~72 ページ参照。

Q 4

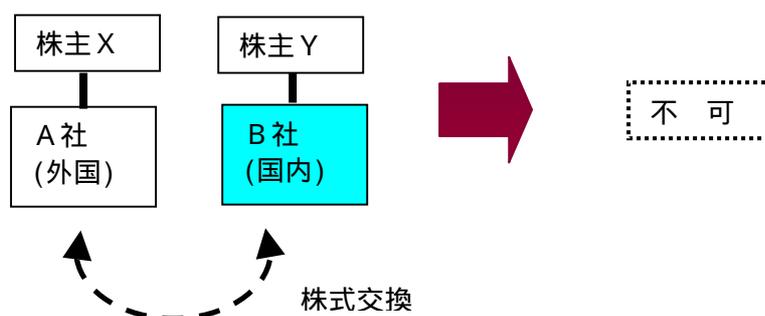
来年の改正によって可能となる、外国企業の株式交換の仕組みについて教えてください。

A 4

まず、**現在**の場合ですが、図表 4 をご覧ください。**外国の会社 A 社**が、**国内の会社 B 社**を、商法上の株式交換で、100%子会社化しようとする場合です。これは、**現在の解釈上、できない**ということになっています。必ずしも明文が存在しないのですが、**解釈上、不可能**とする説が有力です。外国の法律との調整などの難しい問題があるからそのように解釈されているのだと思われます。

そこで海外の要望等を受けて改正をするのですが、直接可能とするわけではないようです。直接可能にしようとする、海外の国々の法律との調整という困難な課題が生じ、簡単に手当てできそうもなかったからのようです。

【図表 4】 株式交換 ~ 現在

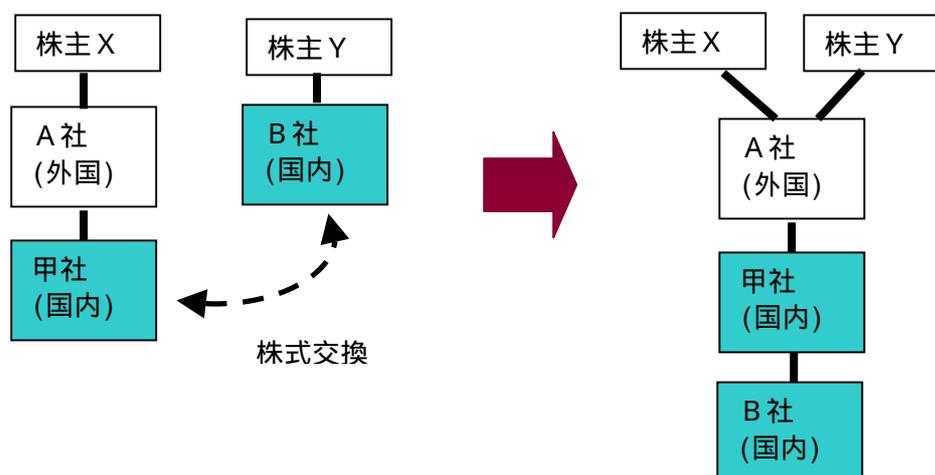


そこで考え出されたのが、次のような方法です(注 7)。図表 5 をご覧ください。これは、来年の改正により可能となります。

まず、**外国の会社 A 社**は、**国内に 100%子会社甲社**を設立します。そしてこの**国内の甲社**に**外国の会社 A 社**が第三者割当をするなどの方法により、**外国の会社 A 社の株式を保有させます**。その上で、**国内の甲社**が、**国内の会社 B 社**を、商法上の株式交換で、100%子会社化します。そのとき、**甲社は、B 社の株主 Y に、甲社が保有する外国の会社 A 社の株式を割り当てる**のです。

この方法によれば、甲社を介してですが、B社を100%子会社化することができます。なお、このときB社の株主YはA社の株主となります。

【図表5】 株式交換 ~ 改正後



ところでこの方法を可能とするためには、2つの改正がなされる予定です。

一つ目が、「**対価の柔軟化**」です。

現在は、株式交換の場合、**完全子会社となる会社の株主**に対して交付されるのは、原則として、**完全親会社となる会社の株式**となっております。つまり、買収される会社の株主には、買収する会社の株式が割り当てられるのが原則とされております。

しかし、**改正後**は、買収する会社の株式でなく、買収する会社の保有する**親会社株式**、又は**現金**などの財産を交付することも認められようになる予定です。なお、このときの親会社株式は、日本の会社の株式ではなければならないと、特に限定されていないので、外国の会社であってもかまわないと考えられています。この結果、図表5のスキームが可能となるわけです。

なお、債権者保護手続きが組み込まれるようです。

二つ目が、「**子会社の親会社株式保有の原則禁止の例外の拡大**」です。

先ほどの方法を行う場合に、**子会社の親会社株式保有の原則禁止**が問題となりますが、その**例外**として、「**子会社が行う組織再編行為に際して親会社株式の割当てをするために取得する場合**」を加える予定です。

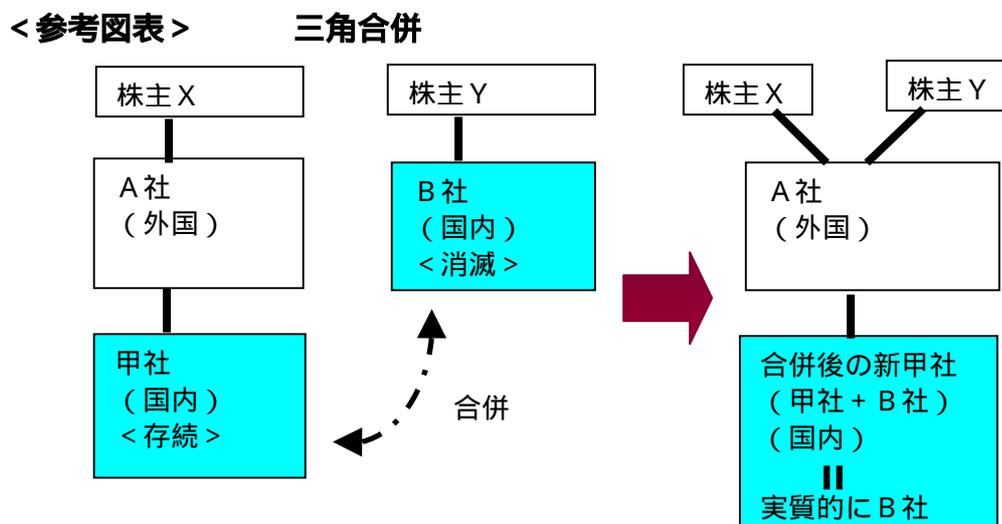
(注7) いわゆる「**三角合併**」も、外国企業が国内企業を商法上の株式交換で100%買収をできない現状に対する、解決策となります。この三角合併も、来年の商法改正で、一般的に可能となる方法です。

三角合併の仕組みは次のとおりです。参考図表をご覧ください。

まず、**外国の会社A社**は、**国内**に100%子会社**甲社**を設立します。そしてこの**国内の甲社**に**外国の会社A社**が第三者割当をするなどの方法により、**外国の会社A社**の株式を保有させます。

その上で、**国内の甲社**が、**国内の会社 B 社**を、吸収合併します。そのとき、**甲社は**、B 社の株主 Y に、**甲社が保有する外国の会社 A 社の株式を割り当てる**のです。

合併後の新甲社は、存続会社の甲社は合併のためだけに設立された会社なので、実質的に消滅会社となった B 社とすることができます。それゆえ、**外国の会社 A 社が**、**国内の会社 B 社**を、商法上の株式交換で 100% 買収したのと同様になるといえます。



Q 5

商法改正のスケジュールはどのようになっているのでしょうか。

A 5

【図表 6】 平成 17 年商法改正のスケジュール

現在まで	「要綱試案の公表」の公表（平成 15 年 10 月） パブリックコメントの募集終了（平成 15 年 12 月） 法制審議会で審議
平成 17 年（？）	通常国会の法案提出、成立
平成 18 年 4 月？	施行？

現在、改正作業が進行中です。現在までの状況をまず申し上げますと、昨年（平成 15 年）10 月に、意見を求めるための中間試案的なものが出されました。「**会社法制の現代化に関する要綱試案**」です。ここでは「**要綱試案**」と表記しております。ここでは原則これを元にお話しております。「**要綱試案**」

に対する意見募集は昨年 12 月に締め切られておりまして、集まった意見などを参考に、現在、法務省の法制審議会で検討が進められています。

法案は来年の平成 17 年の通常国会に提出する予定となっております。

また、法案可決後の**施行日**ですが、現在明らかではありません。しかしながら、この改正が多岐にわたることなどから、私は、**平成 18 年の 4 月 1 日**ではないかと予想しております。

Q 6

商法改正がなされれば、外国企業による株式交換は問題なく行えるのでしょうか。

A 6

税務面などの検討も必要となると思われます。

例えば、税務では、次のような問題の解決が求められます。株式交換の際の対価として親会社株式だけを用いた場合、買収された会社の株主には、買収された会社の株式と交換に、買収する会社の親会社株式が交付されます。この時、この**株主に税金がかかるのかという問題**があります。国内会社同士の商法上の株式交換については、一定の要件をみたせば、この段階では税金をかけないという特例が設けられましたが、この特例が拡張されるのかという問題が生じそうです。

Q 7

来年の商法改正で、外国企業による株式交換が可能となることで、どのような影響があるのでしょうか。

A 7

個人的に予想しています影響を、ここではとりあえず 3 つ説明させていただきたいと思います。まず 1 つめから。

先ほどお話ししましたように、現在、**外国企業と国内企業の商法上の株式交換は、解釈上、できない**ということになっています。そこで、ここ数年、**在日米商工会議所**などは、「**外国企業による、国内企業への商法上の株式交換での 100%買収**」を可能にしてほしいと要望を出し続けていたようです。

グループ経営上、**100%子会社の方が経営を行いやすい**といえます。例えば、子会社で株主総会を開く場合、100%子会社であれば、株主は親会社だけであり、招集手続を省略することも可能となりますので、総会決議が必要な事項も簡単に行えます。それゆえ、買収後は 100%子会社化したいとのニーズがあるようです。しかしながら、買収される会社に少数の反対者がいる場合にも強制的に 100%子会社できるのは、通常「非」敵対的買収に使われる**商法上の株式交換**ぐらいしかありません。

しかし現在は、外国企業は使えないのです。そこで要望が出ていたようです。

このことからすると、外国企業の中には、商法上の株式交換での「非」敵対的買収をしたいとのニーズは多少なりともあると思われます。ですから、来年商法改正がされれば、**株式交換での「非」敵対的買収は起こりえる**のではないのでしょうか。

次に2つめです。

来年の改正で、買収される会社に少数の反対者がいる場合にも強制的に100%子会社する方法ができるわけです。ですから、今後、交渉の道を探ろうとして、国内企業に外国企業等による買収提案がなされることも増えると思われます。その際に、提案内容が公表されることもあろうと思われます。

それゆえ、この提案に**経営陣が反対する場合には**、なぜ反対することが会社のため、株主のためになるのかについて、株主、投資家に**説明する必要、義務が事実上生じる場面が多くなって**くるのではないのでしょうか。

最後に3つめです。

先ほどから述べているように、**商法上の株式交換は**、通常、「非」敵対的買収に使われる方法です。しかしながら、**他の方法と組み合わせることにより**、例外的に、**敵対的買収の目的に使われる場合**はあり得ます（普通の場合、敵対的買収のためにはTOBの方が効率的ですが。）。

例えば、経営陣が市場の信頼を失った、つまり株主や投資家の信頼を失った場合、まずは、敵対的TOB等の敵対的買収行為を行い、多数派を形成した上で、その国内企業の経営者を変えるなどして、経営方針を転換させ、その後で、商法上の株式交換を行い100%子会社化することも考えられます（注8）。

（注8）任期終了前の取締役を解任するには、現在、株主総会の特別決議（3分の2の賛成）が必要です（商法257条）。なお、平成17年の商法改正では、株主総会の普通決議（過半数の賛成）で解任できるようにすることが検討されています。

なお取締役の選任は、現在（おそらく改正後も）、株主総会の普通決議で行われます。

したがって、買収者が、敵対的TOB等の敵対的買収行為により、過半数を握ったが、3分の2を握れなかった場合、現在の取締役の選・解任について、簡単に述べれば次のようになります。任期終了前の取締役を解任できないこととなりますが、改選期を待てば自派の取締役を送り込めることになります。

Q 8

関連するレポートを教えてください。

A 8

「外国企業による『株式交換』買収」に関連するレポートは、TOBに関するものを含めると次のようなものがあります。

タイトル	作成者	作成日
敵対的M & Aの議論盛んに ～株式対価TOB、防衛策など～	吉川満	2004.9.3
TOB、株式交換の比較	堀内勇世	2004.9.3
敵対的TOBのスキーム論議	吉川満	2004.9.2
敵対的M & Aとソトーをめぐる公開買付合戦	吉川満	2004.6.7
TOB制度の見直し ～2004年証取法改正～	横山淳	2004.7.21
図説 TOB（公開買付け）のQ & A	横山淳	2004.4.15
わが国にも根付くか、敵対的TOB ～ソトー社の例を参考に～	吉川満	2004.3.1
外国企業による国内企業への株式交換が可能に ～平成17年商法改正に関連して～	堀内勇世	2004.5.10
合併等の対価の柔軟化に関する要綱試案 ～会社法制現代化要綱試案シリーズ8～	堀内勇世	2003.12.1.