

会社法案、 M & A に関わる概要

制度調査部
横山 淳

【要約】

2005年3月22日、「会社法案」が国会に提出された。

会社法案は、従来の会社法制を全面改正するものであることから、その内容は多岐に渡っているが、特に注目されているのはM & Aに関する部分である。

本稿では、M&Aに関連する会社法案の主な内容を紹介する。

1. 会社法案の国会提出

2005年3月22日、「会社法案」が国会に提出された。「会社法案」は、「会社法制の現代化」に関する法制審議会での議論を踏まえ、従来の会社法制を全面改正するものである¹。

当然、その改正事項は多岐に渡っているが、特に注目されているのがM&Aに関する部分である。本稿では、M&Aに関連する会社法案の主な内容を紹介する。

2. 三角合併等に関する会社法案

(1) 合併等の対価の柔軟化

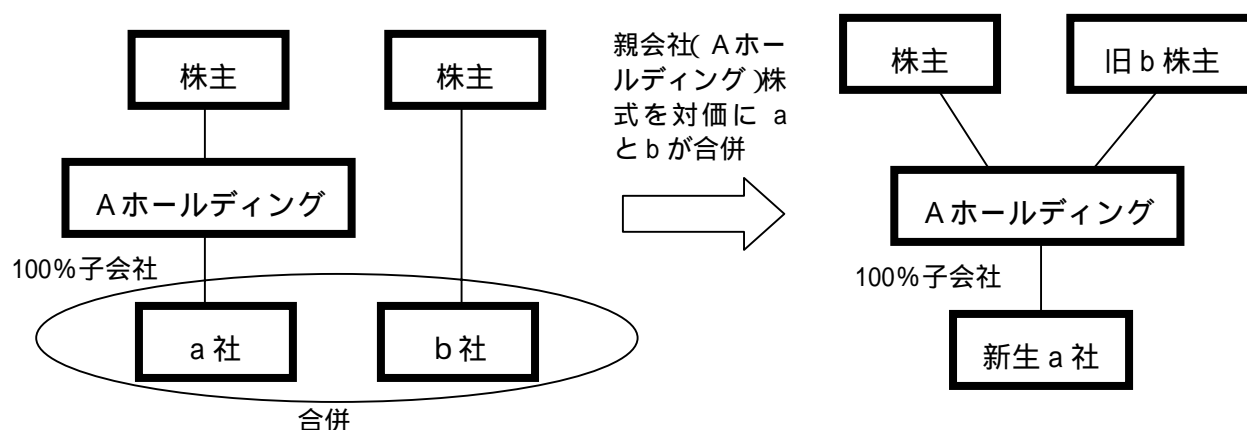
現行商法の下では、吸収合併に当たって、消滅会社の株主に「対価」として交付されるのは、原則として、存続会社の株式である。

これが会社法案では、合併等の「対価」は、存続会社などの株式以外の財産でも代用可能となる（会社法案 749 二、769 二など）。

例えば、持株会社Aホールディングス（上場）の100%子会社a社（非上場）を存続会社、b社（上場）を消滅会社とする合併が行われるとする。会社法案の下では、消滅会社b社の株主に、存続会社a社ではなく、その親会社（Aホールディング）の株式を交付することができる（いわゆる三角合併）。これならば、合併後の新生a社は、持株会社（Aホールディング）の100%子会社として位置づけられる。また、b社の旧株主も非上場のa社ではなく、上場しているAホールディング株式を交付されるため売買なども容易となる（図表1参照）。

¹ 会社法案は法務省のウェブサイト（<http://www.moj.go.jp/HOUAN/KAISYA/refer02.pdf>）に掲載されている。なお、会社法案の条文数は979条、ページ数は857ページに及んでいる。

【図表 1 会社法案の下での三角合併】



こうした三角合併以外にも、例えば、消滅会社の株主に一切株式は交付せず、現金のみを支払うというスキームも考えられる（いわゆるキャッシュ・アウト・マージャー）。

(2)外国会社による国内会社の「株式交換」

「合併等の対価の柔軟化」について、特に注目されているのは外国会社が活用するケースである。それは次のような理由による。

国内会社と外国会社が直接、株式交換を行おうとすれば、リーガル・リスクを回避することは難しい。例えば、発行地である外国における規制の問題²、外国を発行地とする株式が多数の日本国内の投資家に割り当てられることによる開示規制などの問題、更には、株式交換に関する適用法や管轄裁判所などを巡って、日本法と外国法との調整や国際私法上の問題などが存在するためである。

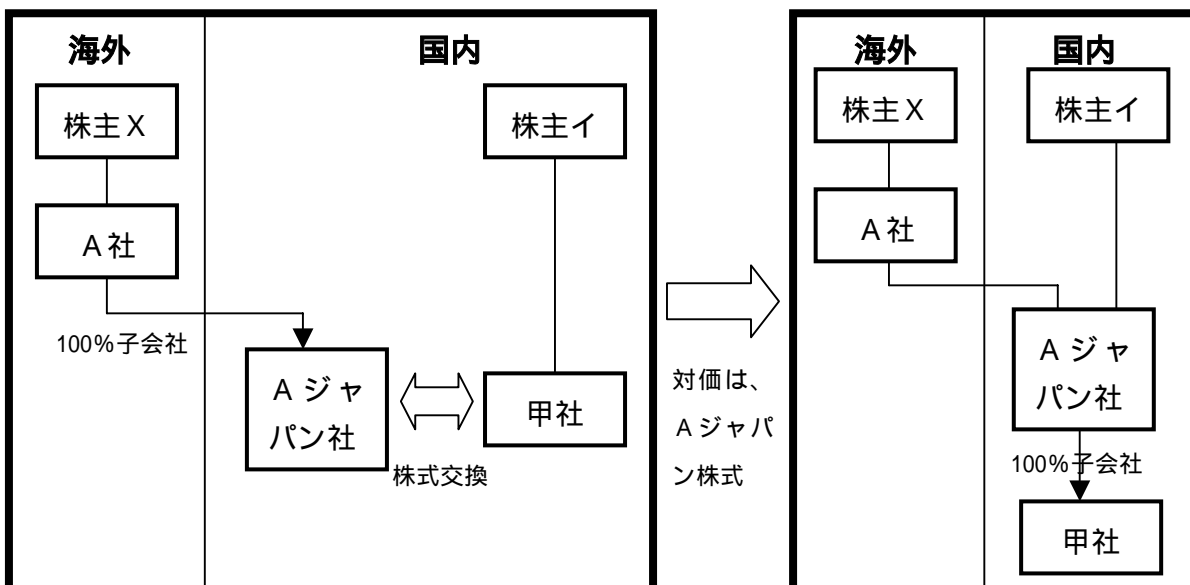
そこで考えられるのが、現地法人（子会社）を使う方法である。つまり、外国会社が日本に現地法人を設立し、その現地法人と国内会社の株式交換を行うのである。

これならば、日本法を設立根拠法とする会社同士であるから、適用されるのは日本の法令に基づく規制であることは明らかで、適用法や管轄裁判所などの問題も生じない。しかし、現行商法の下では、完全子会社化する国内会社の旧株主には、現地法人（子会社）の株式が交付される。そのため、外国会社から見ると設立した現地法人が 100%子会社でなくなるという問題が生じる。

会社法案の下では、外国会社（親会社）の株式を「対価」に利用することができる。その結果、完全子会社化する国内会社の株主は外国会社（親会社）の株式を交付され、現地法人（子会社）は 100%子会社のままとすることができる（図表 2）。

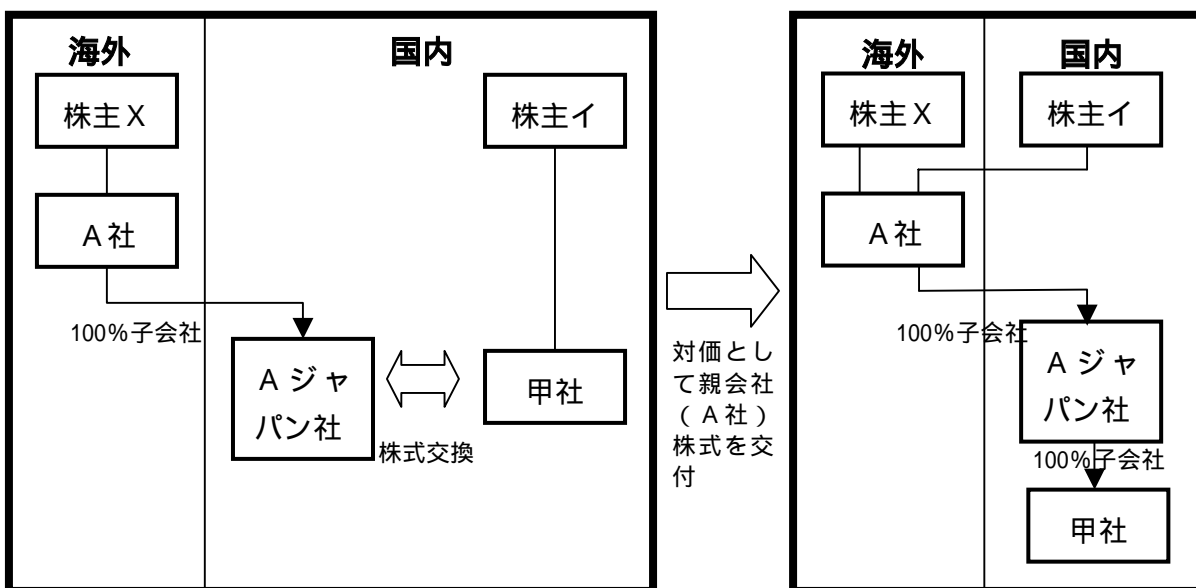
² 例えば、相手国において株式発行の規制が極めて厳しければ、日本法で国内会社と外国会社の株式交換を認めたとしても、事実上、活用できない可能性がある。また、相手国において株式発行の規制が極めて緩やかだとすれば、国内の株主に対する保護が不十分となる可能性がある。

【図表2 外 内の株式交換】
現行（対価は当事者の株式のみ）



A ジャパン社（現地法人）は、A社の100%子会社でなくなる。旧甲社株主（イ）はAジャパン社の株主になる。

会社法案（対価は親会社の株式も可能に）



対価は親会社（A社）株式のため、Aジャパン社（現地法人）はA社の100%子会社を維持できる。旧甲社株主（イ）はA社の株主になる。

(3) 子会社による親会社株式取得禁止の例外

現行商法と同様、会社法案においても、子会社による親会社株式の取得は原則禁止される（会社法案 135）。

しかし、三角合併等を可能とするため、子会社が合併等に当たって、消滅会社等の株主に交付する範囲内での親会社株式の取得が認められる（会社法案 800）。

(4) 「対価」によっては決議要件厳しく

例えば、上場会社が三角合併等によって消滅し、その株主に対して譲渡性の低い非上場株式が交付されたとする。この場合、消滅した上場会社の株主にとっては、売買が困難になるなどの不利益が生じる。

そこで、会社法案では、合併の消滅会社など（株式譲渡制限が課されている会社を除く）の株主に対して「譲渡制限株式等」が対価として交付される場合は、次のような通常よりも重い決議要件を課すこととしている（会社法案 309）。

議決権を行使できる株主の半数以上、かつ
総議決権の 2 / 3 以上

「譲渡制限株式等」の範囲は法務省令に委任されている。例えば、譲渡性の低い外国会社株式なども、これに該当する可能性が高い。

(5) 施行は 1 年先送り

「合併等の対価の柔軟化」については、会社法案全体の施行日（後述 5 . ）から 1 年後に施行される（会社法案附則 4）。

3 . M & A 防衛策に関する会社法案

(1) 概要

ライブドアによるニッポン放送株式の買い集めなどを受けて、会社法案では様々な M & A 防衛策に利用できる制度も盛り込まれている。

ただし、盛り込まれているのは M & A 防衛策に転用できる様々なツールであって、法律に基づく定型的な防衛スキームが定められている訳ではない。導入に当たっては、これらのツールを組み合わせ、防衛策の正当性や相当性を担保しながら、企業価値を高めるスキームを個別に検討する必要があるだろう。

以下では、想定されるいくつかの典型的なパターンを例示するが、スキームがこれに限定される訳ではない点にご留意いただきたい。

(2) 「ポイズン・ピル」（新株予約権型）

「ポイズン・ピル」とは、一般的には、敵対的買収をトリガーとして、有利な行使価格で株式

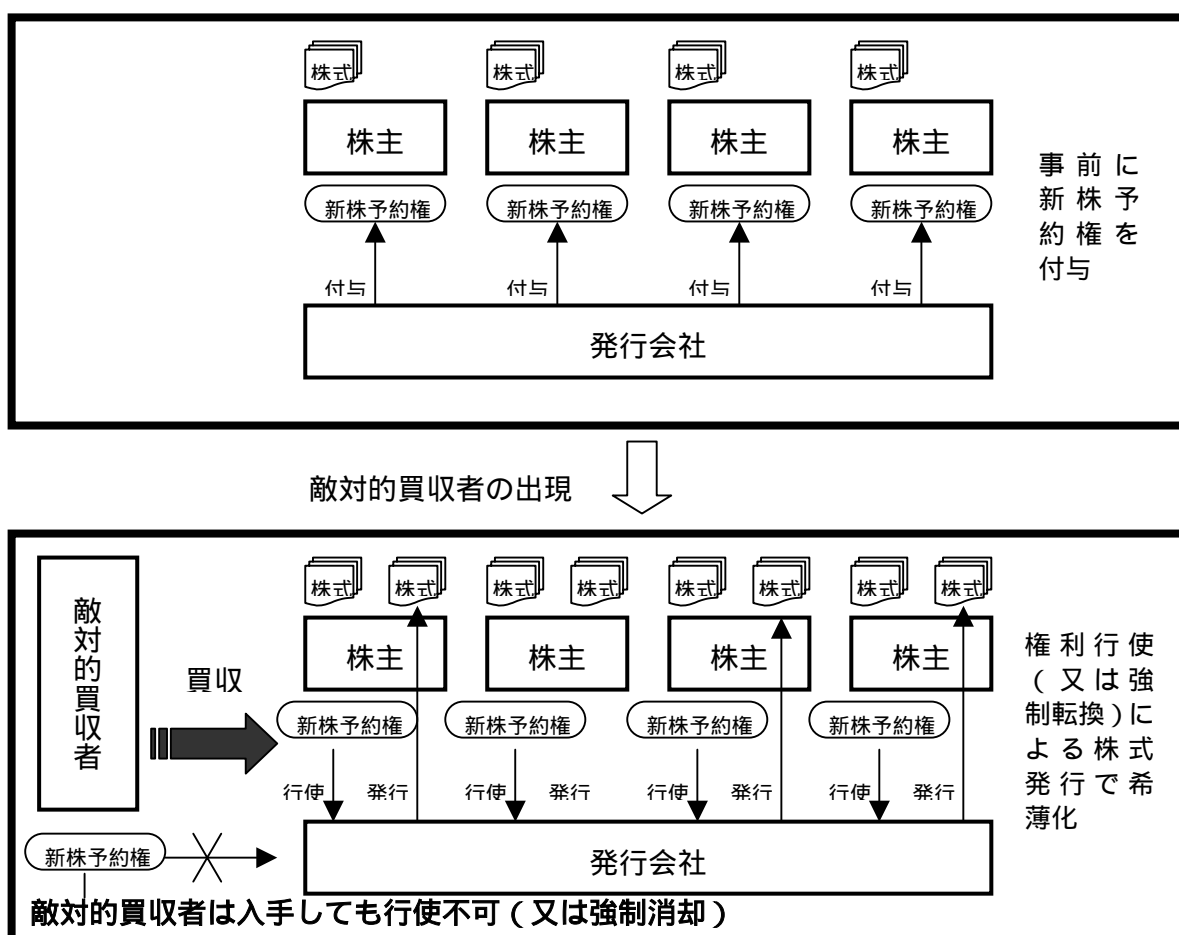
を取得できる権利などを、事前に株主に付与するスキームと理解されている。一旦、トリガーが引かれると権利行使によって大量に株式が発行されて、敵対的買収者の議決権比率が下がることとなる（図表3）。

現行商法の下でも、新株予約権を利用すれば類似のスキームは可能であり、事実、導入した企業も存在する（ニレコ）。

会社法案の下では、取得条項付新株予約権（会社法案 236 七）の制度が整備される。これを活用すれば、買収者が入手しても（条件によっては）強制的に消却され、他の株主は強制転換されて株式が交付されるという、より強力なスキームが可能になる。

なお、ポイズン・ピルとしての新株予約権の付与や権利行使については、税制上の取扱いが不透明な部分が多い。導入に当たっては、この点も留意する必要があるだろう。

【図表3 ポイズン・ピルのイメージ（新株予約権を利用した例）】

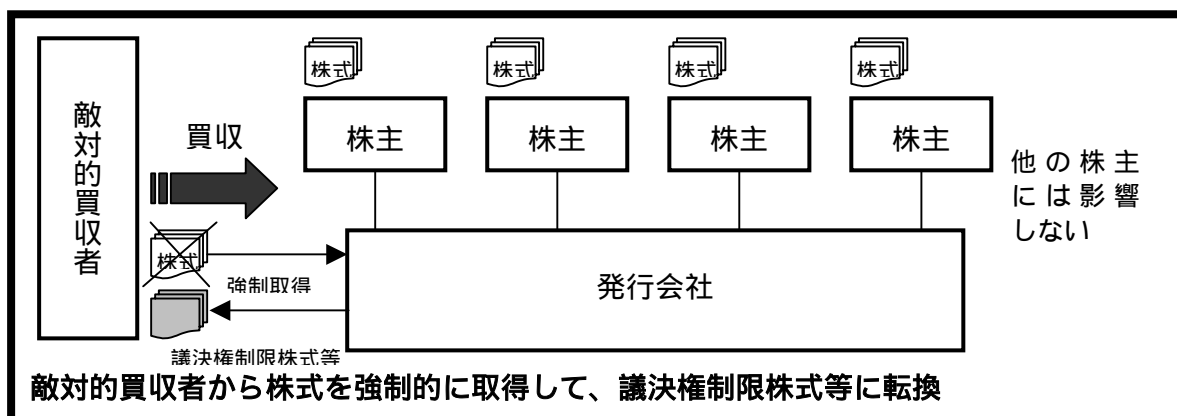


(3) 「ポイズン・ピル」（種類株型）

敵対的買収者の議決権比率を低下させる方法として、敵対的買収者の株式を無議決権株式に転換する、あるいは、強制的に消却する、といったスキームも考えられる（図表4）。

現行商法の下でも、強制転換条項付株式の制度を利用すれば、理論上、こうしたスキームの発行は可能である。しかし、既存の普通株式を強制転換条項付株式に変更するには、株主全員の同意が必要と考えられており、上場会社の実施することは困難であろう。

【図表4 ポイズン・ピルのイメージ（種類株式を利用した例）】



会社法案の下でも、既存の（普通）株式を取得条項付株式（一定の事由が発生した場合に会社が取得できる株式）に直接転換するには、やはり株主全員の同意が必要である（会社法案 111）。しかし、間接的になれば、事実上、株主総会の特別決議で転換できるのではないかと考えられている。例えば、次のような手順であれば、理論上は、実質的に特別決議で普通株式を取得条項付株式に切り替えることが可能であるように思われる。

取得条項付種類株式の発行を可能にする（会社法案 108 など）。

普通株式に全部取得条項（注）を付ける（会社法案 111）。

普通株式を全部取得して代わりに取得条項付種類株式を交付する（会社法案 171）。

全部取得した普通株式を全て消却する。

（注）株主総会の特別決議があれば、その全部を会社が取得できるという条項のこと。

ただし、こうした取得条項付種類株式について普通株式同様に上場が可能なのか、今後の証券取引所の対応に注意する必要がある。

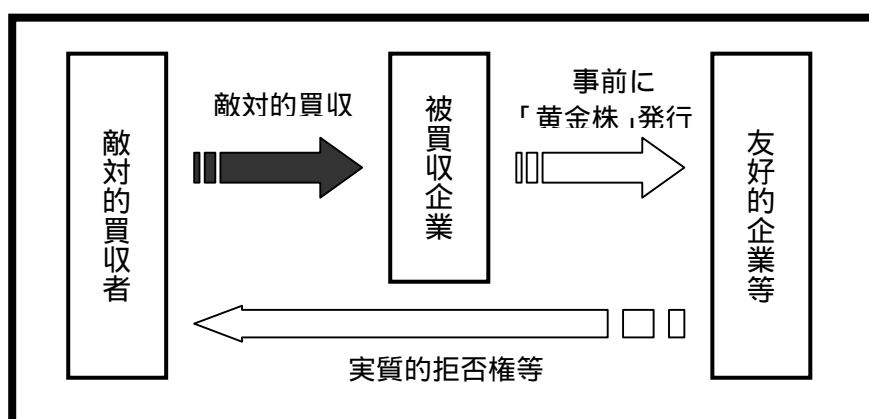
(4) いわゆる「黄金株」

いわゆる「黄金株」について明確な定義はない。一般に、重要事項（取締役の選解任、合併など）についての拒否権付種類株式などを意味する場合が多いようだ（図表 5）。

ある事項について実質的に拒否権を有する種類株式であれば、現行商法でも理論上は可能である（例えば、UFJ 銀行）。しかし、上場会社を導入するには大きなハードルが存在する。

つまり、拒否権付種類株式が転々流通して敵対的買収者の手に渡るのを防ぐためには譲渡制限を課す必要がある。ところが、現行商法の下では、定款で株式の譲渡制限を定めれば、発行する全ての株式に適用される。その結果、拒否権付種類株式だけでなく普通株式にも譲渡制限が課されることとなり、上場が維持できなくなるのである。

【図表5 いわゆる「黄金株」のイメージ】



会社法案の下では、株式の種類ごとに譲渡制限の有無を定款で定めることができるようになる（会社法案 108 四）。従って、拒否権付種類株式にのみ譲渡制限を課した上で、友好的な企業等に発行することが可能となる。

(5) スーパーマジョリティ（決議要件の加重）

合併や取締役の解任などについて、株主総会の決議要件を重くすれば、それだけ敵対的買収者が TOB や委任状合戦などで獲得しなければならない議決権数が増加し、買収が困難になる。こうした防衛策を一般に「スーパーマジョリティ」と呼んでいる。

定款で株主総会の決議要件を法律よりも重くできるかについては、現行商法では明らかでなかった。これが、会社法案では、定款により決議要件を加重できることが明確化される（会社法案 309 など）。

ただ、決議要件を加重した場合、その程度によっては、経営側が進めたいと思っている合併等についても足枷となり得る点は注意する必要があるだろう。

(6) 防衛策の合理性（経済産業省企業価値研究会の論点公開骨子）

ここまで、会社法案で可能になると考えられる主な M&A 防衛策を紹介した。しかし、これらの防衛策が常に認められるとは限らない。つまり、実際の企業の支配権争いでは、敵対的買収者側から防衛策の差止請求などが提起される可能性が大きい。その際、防衛策が合法的であっても「著しく不公正」との理由で裁判所によって否認されるリスクがある。

最終的には裁判所の判断によるが、導入企業として、少なくとも M&A 防衛策の合理性を示す必要はあるだろう。この点について、経済産業省の企業価値研究会が 2005 年 3 月に「論点公開骨子」として、指針案を提示している³。その要点をまとめると次のようになる。

事前開示の徹底

企業価値基準遵守の原則

- 具体的には、脅威の存在、内容の相当性、導入の意思決定の中立性

³ 経済産業省のウェブサイト（<http://www.meti.go.jp/press/20050307004/20050307004.html>）に掲載されている。

企業価値基準を満たすための具体的方策

- 最低限、プロキシ・ファイトの機会を確保（防衛策の基本設計）
- 防衛策の合理性を高める方策を講じる（防衛策の追加要素）
- 具体的には、 第三者チェック型、 客観的解除要件設定型、 株主総会承認型

もちろん、これは、直接、裁判所の判断を拘束するものではない。しかし、今後、M&A 防衛策を導入するに当たっての一つのガイドラインとなるだろう。

4 . M & A に関するその他の会社法案

M & A に関するその他の主な会社法案の規定をまとめると次のようになる（図表 6）。

【図表 6 M & A に関するその他の会社法案の規定】

事項	内容	条文
簡易組織再編行為	適用要件を緩和	会社法案 796
略式組織再編行為	議決権 90%以上保有ならば、消滅会社株主総会不要とする制度を創設	会社法案 784、796
合併等に伴う資本金、剰余金等の計算	詳細は法務省令委任	会社法案 445
合併差損	合併差損の生じる合併を容認（開示手続が要件）	会社法案 795 、796 など
現物出資	財産価格総額 500 万円以下であれば検査役の調査不要	会社法案 33
事後設立	検査役の調査廃止 株主総会の特別決議を不要とする要件の緩和	会社法案 467
現物配当	現物配当を認容 原則として、株主総会の特別決議が必要（注）	会社法案 454 など
議決権基準日	基準日後に株主となったものにも会社判断で議決権を認めることができる。	会社法案 124

（注）株主からの請求があれば「現物」の代わりに金銭を支払うのであれば通常の配当手続（原則、普通決議）で実施することができる

5 . 施行日

会社法案は公布日から 1 年 6 ヶ月以内の政令指定日から施行することが予定されている（会社法案附則 1）。順調にいけば、2006 年 4 月 1 日からの施行が見込まれている。

ただし、前述の通り「合併等の対価の柔軟化」に関する部分については、施行が 1 年先送りされている（会社法案附則 4）。その結果、施行は 2007 年 4 月 1 日が見込まれている。