

三角合併の決議要件

(論点整理)

制度調査部
横山 淳

【要約】

2007年5月1日から施行される会社法の新ルールに従って、存続会社の株式ではなく、その親会社の株式を消滅会社の株主に交付する「三角合併」が可能となる。

それに伴い外国会社が現地法人を通じて、わが国の上場会社を「三角合併」で買収する場合の、株主総会決議要件を巡る議論が本格化している。

本稿では、三角合併の仕組みと、その承認決議要件を巡る議論の論点整理を行う。

1. 会社法で可能となる「三角合併」

ある会社が、他の会社を吸収合併によって買収しようとしたとする。原則的な合併の手法に従えば、吸収合併に当たって、消滅会社（買収対象）の株主に存続会社（買収者）から交付されるのは存続会社の株式である。これが2007年5月1日以降は、会社法の新しいルールに従い、存続会社の株式を一切交付せず、それ以外の財産を消滅会社の株主に交付することも可能となる。これを「合併等の対価の柔軟化」と呼んでいる。

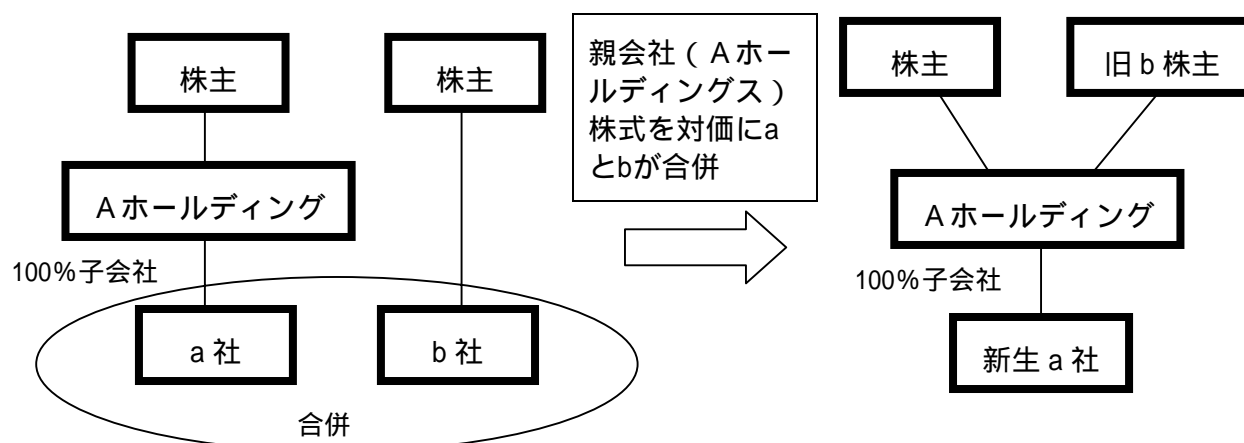
この制度を利用して、合併等に際して消滅会社の株主に交付される可能性のある資産としては、理論上、債券、新株予約権、CB、現物資産など様々なバリエーションが考えられる。しかし、現実には、おそらく二つのスキームが中心となるものと予想されている。一つは、現金のみを支払う「キャッシュ・アウト・マージャー」である。もう一つは、存続会社ではなく、その親会社の株式を交付するという「三角合併」である。

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。仮に、原則的な合併の手法に従えば、b社（消滅会社）の株主に、a社（存続会社）の株式が交付されることとなる。この場合、Aホールディングスにとって、a社は100%子会社でなくなってしまうことから、今後の子会社運営・グループ運営がやりにくくなる。b社の株主にとっても、b社株式（上場）と交換に交付されるのは非上場のa社株式で、今後の換金等が難しくなる。

これが「三角合併」を活用するのであれば、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ホールディングスの株式を交付することができる。これならばa社は、合併後も

Aホールディングスの100%子会社であり続けることができる。また、b社の株主がb社株式（上場）と交換に交付されるのは、非上場のa社ではなく、上場しているAホールディングス株式であるため、換金等も容易である（図表1参照）。

【図表1 会社法の下での「三角合併」】



（出所）大和総研制度調査部作成

2. 外国会社による国内会社を対象とした「三角合併」

このように「三角合併」は、国内企業同士でも活用できるM&Aの手法である。しかし、現在、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。

国内会社同士であれば、（通常の）合併、株式交換などの手法を用いれば、現金を使わずに、新株発行などによってM&Aを行うことができる。ところが、国内会社と外国会社が直接、（通常の）合併や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¹や、合併等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。これらは、わが国のみで解決できる問題ではなく、相手国との間で条約締結などがなければ、根本的な解決はできない問題である。

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。例えば、外国会社A社が日本に現地法人Aジャパン社を設立し、その現地法人を介して国内会社甲社を合併するようなケースである。これならば、直接合併するのは、日本法を設立根拠法とする会社同士（Aジャパン社と甲社）である。従って、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。

¹ 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。

しかし、この場合、原則的な合併の手法に従えば、買収対象となる甲社の株主には、現地法人 A ジャパン社の株式が交付されることになる。そのため、外国会社 A 社から見ると設立した現地法人 A ジャパン社が 100% 子会社でなくなってしまう。また、甲社の株主から見ても、現地法人 A ジャパン社の株式では、「対価」としての魅力に乏しいだろう。

ところが「三角合併」が活用できるようになれば、A ジャパン社と甲社の合併に当たって、外国会社 A 社の株式を「対価」に利用することができる。これならば、A ジャパン社は、合併後も A 社の 100% 子会社のままとすることができる。また、甲社の株主にとっても、A 社が国際的な優良企業であれば、その株式は「対価」として魅力的であろう（次ページ図表 2）。

3 . 「三角合併」の手続

「三角合併」の手続は、基本的に、通常の合併等と同様である。即ち、原則として、存続会社・消滅会社の双方において、消滅会社の株主に交付される資産内容や合併の効力発生日などを定めた「合併契約」について、株主総会の特別決議による承認を受けなければならない（なお、次の 4 . も参照）。特別決議とは、具体的には、次のような決議である（会社法 309 ）。

議決権を行使することができる株主の議決権の過半数（ 1 ）を有する株主が出席

出席した株主の議決権の 2 / 3 （ 2 ）以上に当たる多数をもって決議

- （ 1 ） 1 / 3 以上の割合を定款で定めた場合は、その割合以上
- （ 2 ） これを上回る割合を定款で定めた場合は、その割合
- （ 3 ） 上記のほかに、「一定数以上の株主の賛成」などの要件を定款で定めても構わない。

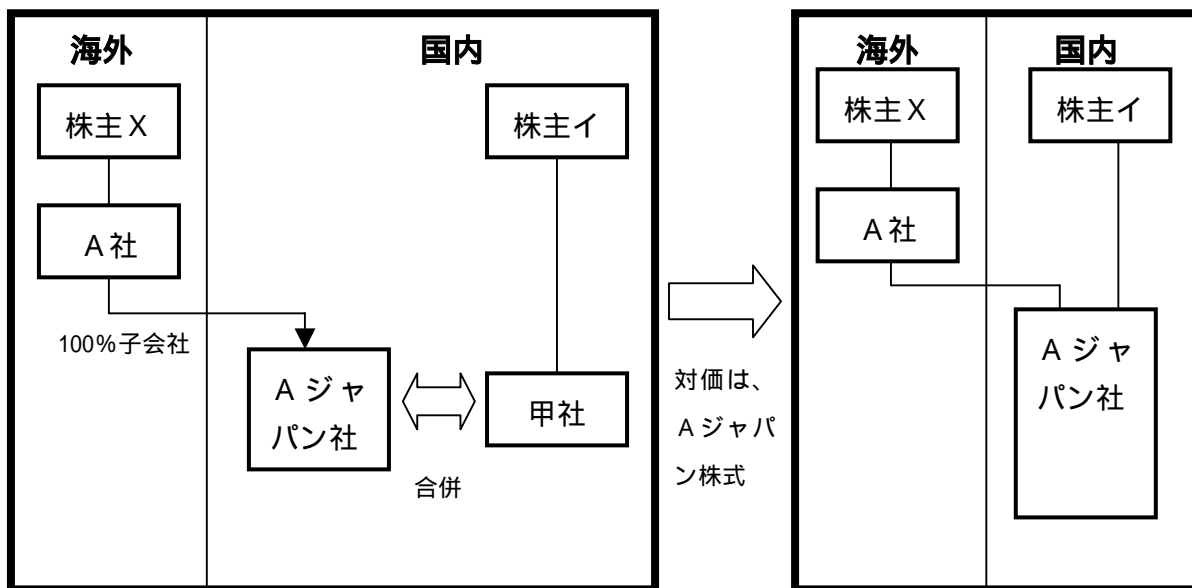
その意味では、理論上はともかく²、実務的には、双方の会社の経営陣が「合併契約」に合意した上で、双方の株主総会に諮るといふ、いわゆる友好的 M & A の手法であると考えられるだろう。

もちろん、例えば、第一段階として、敵対的 T O B などによって相手の経営権を獲得した上で、第二段階で「三角合併」を実行に移すことは考えられる。しかし、わが国においては、主に税制上の問題³から、キャッシュ以外の資産、例えば、株式を対価として T O B を行うことは技術的に難しい。その意味では、この方法を用いた場合、キャッシュを使わずに買収できるという「三角合併」のメリットは大きく減じることになるだろう。

² 例えば、株主総会招集請求権・株主提案権を行使した上で、プロキシーファイト（委任状獲得合戦）を行い、（現経営陣の意思に反して）「三角合併」に関する議案を可決させてしまう、ということも理論上は考えられない訳ではない。しかし、余り現実的とは言えないだろう。

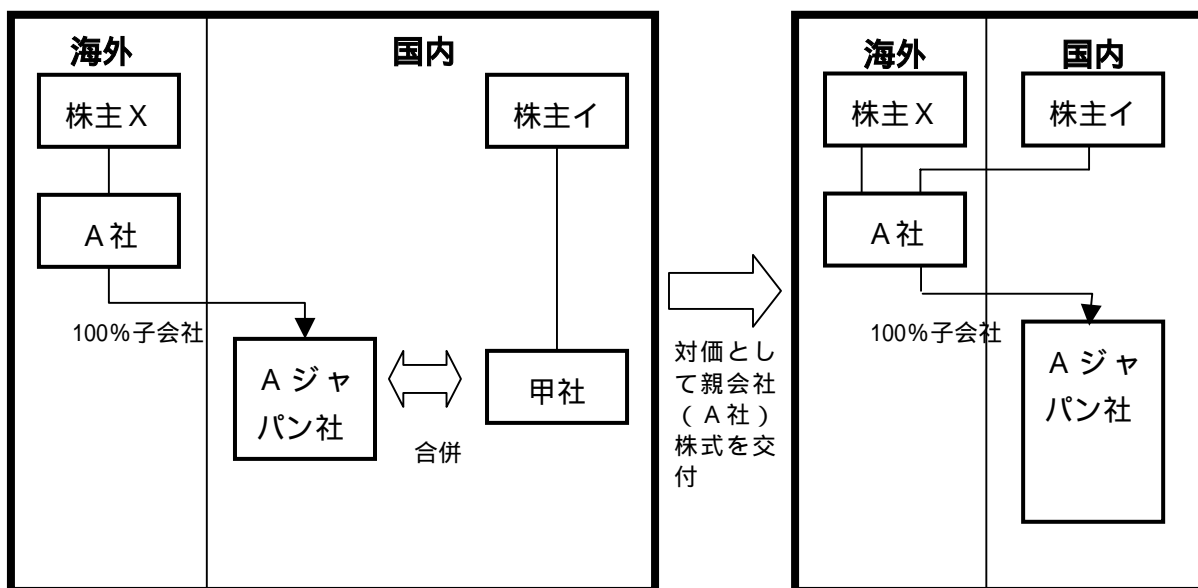
³ 例えば、T O B に応募した株主は、キャッシュを受領していないにも関わらず納税義務が発生して、納税のためのキャッシュを調達しなければならない、といった問題がある。

【図表 2】 外国会社による「三角合併」
旧法下（対価は、原則、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（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。

（出所）大和総研制度調査部作成

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によって消滅し、その株主に対して譲渡制限が課された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、会社法では、三角合併に当たって、消滅会社（株式譲渡制限が課されている会社を除く）の株主に「譲渡制限株式その他これに準ずるもの」が交付される場合は、次のような重い決議要件（特殊決議）を課すこととしている（会社法 309 二）。

議決権を行使できる株主の（人数の）半数以上、かつ
総議決権の 2 / 3 以上

「その他これに準ずるもの」の範囲は法務省令に委任されている。現時点では、次の が指定されている（会社法施行規則 186）。いずれも「譲渡制限株式」そのものではないが、株主の意思に関わらず、存続会社等の側の判断で「譲渡制限株式」に転換され得るものである。

（存続会社等についての）「譲渡制限株式」を取得対価とする「取得条項付株式」
（存続会社等についての）「譲渡制限株式」を取得対価とする「取得条項付新株予約権」

現在、議論となっているのは、上記 に加えて、わが国の証券取引所に上場していない外国会社株式も「その他これに準ずるもの」に加えるべきか否かという点である（図表 3）。仮に、加えられることになれば、外国会社によるわが国の上場会社を対象とした「三角合併」は、議決権を行使できる株主の（人数の）半数以上が賛成しなければ承認されず、極めて困難になる。

報道等によれば、（こうした外国会社による「三角合併」の決議要件の厳格化は）見送られる公算が高いとされているが⁴、最終的な法務省令の制定まで、議論の動向が注目される。

⁴ 2007 年 3 月 4 日付読売新聞、2007 年 3 月 5 日付日本経済新聞、2007 年 3 月 6 日付産経新聞など。

【図表3】外国会社による「三角合併」の承認要件を「特殊決議」とすべきか？

～ポイントとなる論点

	「特殊決議」とすべき	「特殊決議」とすべきでない
外国企業による国内企業の買収に対する規制の是非	わが国企業の技術流出を防止するために規制をすべき	外国企業によるわが国市場への参入を、会社法で一律に妨げるべきではない 国防・安全保障上、技術流出を防止すべきものは、個別の業法等で規制すればよい
外国株式は「譲渡制限株式」に準じるものか？	わが国で上場しているものを除き、譲渡手続が面倒なものが多く、「譲渡制限株式」に準じて扱うべき	N Y S E 上場銘柄などであれば多くの証券会社でも取り扱っており、一律に「譲渡制限株式」に準じて扱うべきではない
敵対的買収としての「三角合併」の利用	「三角合併」そのものは友好的買収の手法だが、予め経営権を獲得すれば実行できるため、敵対的 T O B を誘発する わが国の T O B 規制や買収防衛策は不十分であり、「特殊決議」による承認を求めることで規制する必要がある	「三角合併」は、基本的に友好的買収の手法である 仮に、敵対的 T O B を誘発するとしても、T O B 規制や買収防衛策で対応すべき 一律に「特殊決議」による承認を求めると、双方が真に合意している「三角合併」さえ困難となる
「三角合併」の承認決議要件の水準	「特別決議」なら、事前に敵対的 T O B などでも 2 / 3 の議決権を獲得できれば、買収者単独で可決できてしまう（他の株主の意見が十分反映されない） 「特殊決議」なら株主の人数の半分以上が賛成しなければならないため、買収者単独では可決できない（他の株主の意見が反映できる）	「特別決議」であっても、国内株主が好んで外国株式を対価として受け入れるとは考えにくく、承認を得ることは容易ではない 「特殊決議」では、外国会社による国内上場会社に対する「三角合併」は、ほぼ不可能に近い
株主保護	国内株主が不利な条件での「三角合併」を強要されないように「特殊決議」を要件とすべき 現在の反対株主の買取請求権は使い勝手が悪く、株主保護として不十分	承認要件を「特殊決議」にしても、株主保護の本質的な解決にならない（決議さえ通れば何でもできてしまう） 例えば、開示規制の強化、反対株主の買取請求権の見直しなどで対応すべき

（出所）各種資料を基に大和総研制度調査部作成