

三角合併解禁

～企業買収防衛策とコーポレートガバナンス～

三角合併解禁と企業結合審査指針の見直し

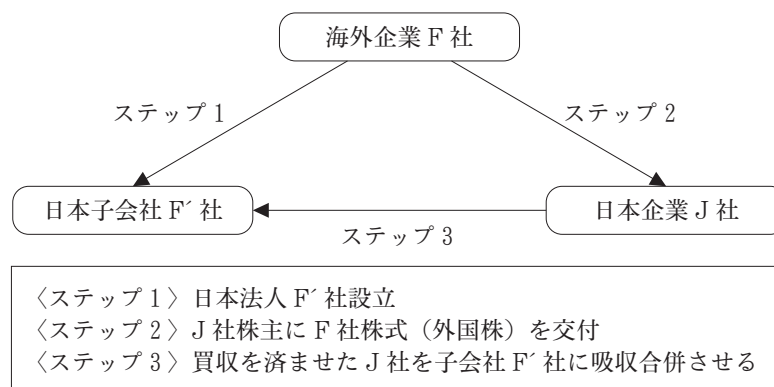
平成17年7月に成立した会社法は、準備期間を経て昨年5月に施行されたが、そのうち、合併等の対価の柔軟化に関する規定の施行は更に1年遅れて、5月1日から施行される。これは、いわゆる「三角合併の解禁」と呼ばれるもので、合併等の対価の柔軟化により、外資が自社株などの外国株式を日本企業の買収のための対価として使うことができるようになることから、円資金を事前に調達する必要がなくなり、外資による敵対的買収が従来より機動的に実施できるようになると言われている。このため、企業防衛策を採用する機会を保障する趣旨¹で、会社法附則第4条により、この部分の施行を1年延長したものである。

この三角合併の解禁に対し、企業側はどのように感じているのであろうか。帝国データバンクが平成19年3月に行った「三角合併の解禁に対する企業の意識調査」によれば²、回答企業9,736社（回答率47.1%）の46.4%が「期待より懸念が大きい」と回

答し、更に、具体的な懸念として「大企業の寡占化」（52.4%、複数回答、以下同）、「外国資本による買収攻勢」（45.9%）が高く、「技術流出」（23.2%）、「雇用の合理化」（19.8%）などを懸念する意見もあった。企業人にしてみれば、M&Aの活発化による経済の活性化に期待するよりも、自分の企業の存続が脅かされる可能性があるという懸念が強いであろう。

三角合併の解禁と時を同じくして、公正取引委員会は、「企業結合審査に関する独占禁止法の運用指針」を平成19年3月28日に改定した。これは、国際競争の状況を考慮し、合併を認める基準を緩和するものである。具体的には、合併を認める基準を従来の合併後の国内市場占有率ではなく、業界全体の寡占度合いを測る指数（HHI：ハーフィンダール・ハーシュマン指数）に切り替え、従来基準で、HHIが1,000未満で合併後のグループ市場シェアが25%以下であれば「競争を実質的に制限することとは通常考えられない」としていたものを、新基準では、①合併後のHHI1,500以下の場合、②合併後のHHI

【図1：三角合併を使った海外企業・外資系企業による日本企業買収】



（出典）津田倫男〔2006〕 p23

¹ 法務省作成パンフレット「使える・使おう会社法」 p24

² 帝国データバンクホームページ http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/keiki_w0703.html

が1,500超2,500以下であって、かつ、HHIの増分が250以下の場合、③合併後のHHIが2,500を超え、かつ、HHIの増分が150以下である場合は、競争の実質的制限についての「各判断要素に関する検討が必要になるとは通常考えられない」としている³。今回の改定により、国際競争にさらされる企業が、競争力強化を目的とした合併による規模拡大をやりやすくなるものの、同時に、国内シェアが高まることがM&Aの障害にはならなくなるということも意味している。

進む企業買収防衛策の導入

「三角合併の解禁」によりM&Aは容易になり、大企業の寡占化や、国際的な買収攻勢が予想されることから、企業買収防衛策の導入も進んでいる。

昨年5月に施行された会社法に基づき、企業買収防衛策としての選択肢が広がったと言われているが、新株予約権を活用した「ライツプラン」と呼ばれる防衛策の導入も進んでいる。ライツプランには、「事前警告型」と「信託型」の2種類があるが、いずれも、新株予約権を発行して敵対的買収者の株式保有比率を引き下げようとする手法であり、現在、

ライツプランを導入している約210社のうち95%の約200社が事前警告型を採用している⁴。「事前警告型」とは、あらかじめ定めた株式買収ルールに従って、買収者に、その目的や要求事項を明らかにすることを求め、その内容が企業価値を損なうと、買収される企業側が判断した場合、株主総会ないし取締役会の承諾を得て新株予約権を発行するものであり、「信託型」とは、新株予約権をあらかじめ信託銀行に預託し、敵対的買収者が現れた時に事前に定められた取り決めに従って新株予約権を株主に配分するものである。

経営陣の保身目的で企業買収防衛策が発動され、企業価値の向上の機会を逃すことになってはいけなないので、株主によるコーポレートガバナンスの仕組みが有効に機能していることが必要になる。会社法施行規則127条において、当該防衛策が「当該株式会社の株主の共同の利益を損なうものではないこと」および「当該株式会社の会社役員の地位の維持を目的とするものではないこと」を要件として掲げ、この要件に適合すると取締役会が判断したこととその判断の理由を事業報告であきらかにすることを求めている。

【表1：企業買収防衛策導入企業】

	概 要	導 入 企 業	
		株主総会で導入・継続	取締役会決議で導入
信託型	新株予約権を信託しておき、敵対的買収者が現れた際に株主全員に配布（敵対的買収者は株に替えられない）	セイノーHD、ライオンなど（約10社）	株主総会決議必須
事前警告型	敵対的買収者が現れる前に、新株予約権の発行等が盛り込まれた防衛策を導入・開示しておく	住友金属工業、阪急HD、東芝、帝人、日本ハム、日清製粉、オリンパス、カゴメなど（約130社）	松下電器、シャープ、イオン、ヤマハ、エーザイ、神戸製鋼、新日本製鐵など（約70社）

（出典）経済産業省産業組織課「M&Aを巡る企業法制」（平成18年12月）

³ 公正取引委員会ホームページ <http://www.jftc.go.jp/pressrelease/19index.html>

⁴ 経済産業省産業組織課「M&Aを巡る企業法制」（平成18年12月）

⁵ 大塚 将司〔2007〕p204 ただし、監査役会においては、株主代表の監査役が優位にある。

⁶ 熊谷 徹〔2006〕p136

現在導入されている企業買収防衛策が、過剰防衛となる可能性はないのか、コーポレートガバナンスの仕組みと併せて検討する必要があると考える。

企業買収防衛策と従業員参加のコーポレートガバナンス

上述の「三角合併の解禁に対する企業の意識調査」において、「雇用の合理化」を懸念する意見があったが、企業買収は雇用条件の変更が生じる可能性がある重要事項である。

ドイツでは、株主総会ではなく、監査役会が最高意思決定機関で、その監査役には株主代表と従業員代表が選ばれることから⁵、従業員の意見が経営に反映されることになる。この「共同決定方式」という独特のコーポレートガバナンスの仕組みが存在するため、外国人がドイツへの投資をためらう原因になっているという⁶。

法人の組織形態は法律によって規定されるものである。昨年施行された会社法は、アメリカ型の株主によるコーポレートガバナンスを前提に、適切なM&A機会の確保が経済の活性化につながるという考え方を下敷きにしているが、これが唯一絶対の理想型というわけではなかろう。企業は資本の提供者である株主とその受託者である経営者だけで成立するものではない。従業員も不可欠な構成要素であり、従業員の負担するリスクも皆無ではない。企業

経営の最終リスク負担者である株主が最終意思決定機関であるとはしても、企業買収などの重要事項における意思決定に、従業員の意思を反映させる機会も考慮してよいのではないかと考えるが、いかがであろうか。

【参考文献】

大塚 将司〔2007〕「死に至る会社の病」2007年3月、(株)集英社

熊谷 徹〔2006〕「ドイツ病に学べ」2006年8月、(株)新潮社

津田 倫男〔2006〕「敵対的買収を生き抜く」2006年11月、(株)文藝春秋社

経済産業省産業組織課〔2007〕「『M&Aを巡る企業法制』(平成18年12月)」2007年3月

公正取引委員会〔2007〕「『企業結合審査に関する独占禁止法の運用指針』新旧対照表」2007年3月、<http://www.jftc.go.jp/pressrelease/19index.html>

(株)帝国データバンク産業調査部〔2007〕「三角合併の解禁に対する企業の意識調査」2007年4月、http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/keiki_w0703.html

法務省民事局参事官室「使える・使おう会社法」

(日本経済研究所調査局 研究主幹 高橋 啓)