

国際投資環境/外資規制/M&A 規制に関する企業法実務の諸論点

平成 20 年 9 月 13 日

弁護士（西村あさひ法律事務所） 武井 一浩

一 対内直接投資に関連した外為法改正

→ 事前届出方式と事後介入方式との選択の議論

・ 事前届出制⇔事後の状況変化への対応（技術変化等に伴う列举漏れ+届出後の catch up は？）

・ 事後介入方式⇔事前の予見可能性低？

Q 両方式は結局どう違うのか？

二 国際投資環境の観点から見た（上場企業の）M&A 法制の担当領域・論点

1 「株式会社」構造の矛盾が顕在化している問題である（それだけに各国共通の課題）

・ 所有と経営の分離

・ 「上場株式の移動だけで、各会社のステークホルダー¹の利害に多大な影響を与えることができる経営支配権を自由に獲得・移動させてよいのか？」という難問²

2 上場企業の買収と買収防衛策³に関する諸外国の法制⁴

(1) アメリカ型—ライツプラン⁵+州法規制

・ 15%超の株式を取得するためには、事実上、取締役会の了解が必要（株主意思による取締役の交代は可能）

(2) 欧州型—強制公開買付制度

・ 30%超⁶取得するためには全株を対象とした公開買付けが必ず必要（+強制下限条件の適用があれば過半の株主の支持が得られなければ公開買付は不成立）

¹ この「ステークホルダー」に公益性・公益的要請を含めると、外資規制や外為法の領域に隣接していく。

² この問題はさらに「会社は誰のものか」などの“迷宮的”議論（+益のない議論）に容易に逸れていきがちとなる。

³ 経済産業省「企業価値研究会」の新報告書（平成 20 年 6 月）参照。

⁴ 近時、独禁法による規律強化も特徴的である。

⁵ 現在の日本のインフラは基本的にアメリカ型（ライツプランの解禁）である（一部に強制公開買付制度が導入されているが）。

⁶ 15%取得から「取得のスピード制限」（期間制限）をかけ、対象会社側に準備をさせる機会を事実上付与している。

- ・ 公開買付届出書には労働者の取り扱い等の一定の事項を記載しないといけない

→ 結局これらのインフラは何を果たしているのか？＝買収提案者との間でのコミットメントの交渉等の確保（＋当該交渉の透明性＋「対資本市場」へのコミットメント＋約束違反があった場合のサンクション）。買収提案者に対する交渉担当者は対象会社の（保身の利害関係を薄めた）取締役会。

三 日本が抱えている今後の法制的課題

1 上記の投資者からのコミットメント取得の手法

- ・ 「取得禁止」というまでの手段が必要かつ相当な場合は何か？
- ・ 「条件付き取得禁止」の実効性確保（条件遵守のメカニズムのあり方等）

2 株式取得者⁷の把握・特定

(1) 金商法の大量保有報告書制度との関係

- ・ 域外適用の論点等

(2) 違反者に対するサンクションのあり方

- ・ 議決権停止等が可能なのか？

(3) 一定比率の議決権を有する株主に対する情報開示請求権を対象会社＋関係政府に付与する（イギリス的）法制はなぜ難しいのか？

- ・ 対象会社としても「誰に」説明すればよいのかがわからないと、コーポレート・ガバナンスの実効性の観点からも問題があるとの議論がある（comply or explain）
- ・ 支配株主側にも説明責任はないのか？

3 「ヘッジファンド・アクティビズム」とその影響

- ・ 「ウルフパック戦術」とその脅威
- ・ 英米の近時の対応状況
- ・ ヘッジファンド自体への規制論ではなく、採用している手法の「公正性」が論点

以上

⁷ 投資の匿名性の保護（による資本市場へのアクセスの便宜）の観点から 3%や 5%等の一定比率の保有者に限るのが通常。