

第9回 スタートアップ・投資ワーキング・グループ

議事録

1. 日時：令和6年4月19日（金）14時30分～16時01分
2. 場所：オンライン会議
3. 出席者：
（委員）落合孝文（座長）、堀天子、御手洗瑞子
（専門委員）後藤元、瀧俊雄、岩崎薫里、川本明、藤本あゆみ、増島雅和、宮下和昌
（事務局）稲熊次長、松本参事官、幕内参事官
（ヒアリング対象者）
瓜生英敏 株式会社ビザスク 取締役
武井一浩 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士（パートナー）
水島 淳 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士（パートナー）
松井信憲 法務省 大臣官房審議官
渡辺諭 法務省 民事局参事官
中西友昭 経済産業省 経済産業政策局産業組織課長
4. 議題
（開 会）
議題1．株式対価M&Aの活用促進について
議題2．規制改革ホットライン処理方針
（閉 会）

○幕内参事官 定刻となりましたので、ただいまから規制改革推進会議第9回「スタートアップ・投資ワーキング・グループ」を開催いたします。

初めに、事務局から会議に関する連絡事項を申し上げます。

本日は、ウェブ会議ツールを用いてオンラインで開催しております。会議中は画面をオンにし、マイクは通常ミュートをお願いいたします。御発言の際にミュートを解除して、マイクを近づけるなどして御発言ください。御発言後は、再度ミュートにてお願いいたします。

なお、本日のワーキングは、内閣府規制改革推進室のYouTubeチャンネルでオンライン中継を行っております。御視聴の方は、動画の概要欄にあるURLから資料を御覧ください。

続きまして、本日のワーキング・グループの出欠状況について御報告いたします。構成員の委員・専門委員につきましては、芦澤委員、津川委員が御欠席との御連絡を承っております。

以後の議事進行は、落合座長にお願いしたいと思います。

よろしくお願ひいたします。

○落合座長 座長の落合です。

それでは、本日の議題「株式対価M&Aの活用促進について」について議論をしたいと思ひます。

出席者の皆様におかれましては、質疑や議論の時間を確保するため、時間内での説明に御協力いただきますようお願い申し上げます。

まず、株式会社ビザスク取締役、瓜生英敏様から、株式対価M&Aの意義やメリット等について、経営の観点から5分ほどで御説明をいただきたいと思ひます。

よろしくお願ひいたします。

○株式会社ビザスク（瓜生取締役） ありがとうございます。ビザスクの瓜生と申します。どうぞよろしくお願ひいたします。

今日は、このような機会をいただきましてありがとうございます。

5分ということだと思ひるので、本論にすぐに入らせていただければと思ひます。

本日は、株式対価のM&A、スタートアップにとっての意義を御説明するという事で、私どもが実際にやったM&Aの実例についてお話をさせていただいて、我々がどんなことを企図していたのか、何が達成できて、何が難しかったかという辺りを御説明差し上げることをもって意義の御説明に代えさせていただければと思ひております。

画面の共有をさせていただければと思ひます。

案件の意義を御説明するに当たって、私どもの会社がどんなサービスをやっている、何でこんなことをしたかだけ、簡単に触れられればと思ひます。

ビザスクという会社は、御依頼企業がこうこうこういうことに詳しい方のお話を聞きたいというリクエストいただきまして、数十万御登録いただいているエキスパートの方々の中から適切な方をマッチングするというサービスを提供しております。

私どもは、日本初のスタートアップとして日本のデータベースをどんどん拡充していったわけですが、知見に国境はないということで、グローバルに早く展開をしたいということをずっと思ひておりました。それを達成するために、Coleman Research Groupという会社を今から2年半前に買収をしたということになっております。

この買収は、今申し上げたような背景ですので明確かと思ひますが、日本人がメインだったデータベースにアメリカを加える、あるいはグローバル化する。そして、お客様も、ビザスクは東京、シンガポールだけだったところを、欧米を含め大きく展開を広げることをございました。

私どもの案件がかなり当時チャレンジングだねと言われていたのが、例えば、取扱高、売上高と読んでいただければと思ひますが、ビザスクは当時30億円の売上高だったところが、買収先のコールマンは約60億円の売上高ということで、これをもって皆様はかなりチャレンジングなことをやるなど。逆に言えば、我々も伸び盛りのスタートアップとし

てさらに展開するためにこういったM&Aをやりたいと思い、実行に移したということでございます。

では、これを実際にどんなストラクチャーでやったかということです。M&Aそのもののストラクチャーとしては現金買収になるのですがけれども、私どもとしては、実はもともとできれば株式対価でやりたいぐらいの気持ちがあったのですね。実際に相手との議論もあり、そのまま株式対価のM&Aには必ずしもならなかったのですがけれども、買収が完了した後にはできるだけそれに近い形にしたいということで、先ほどのこの現金を、ここのページにお示ししているような形で調達をしたということです。

上に3点ポイントを書かせていただいておりますけれども、まず1つ目のポイントが、御覧いただいてすぐ分かる通り、ある程度大きなエクイティーがやはり必要だと思ったのですね。スタートアップとしてかなりリスクを取る案件をやる以上、エクイティー性である必要はかなり高いと思っていましたので、大きくエクイティーを入れる前提だった一方、逆側の考え方で、希薄化をある程度抑えたいという気持ちもあったので、一部を借入れで調達する。約3分の1を借入れにしたということで、負債と資本のミックスを上手に取りたかったというのがまず1点目のポイントです。

2点目は、私どもの場合には、もちろん売手側さんの要請もありまして、M&Aの最終契約を結ぶ段階において資金調達の確実性がある必要がありましたので、詳細は割愛させていただきますけれども、公募増資ができなかったので、第三者割当増資をするしかないということで、わざわざもう1パーティー、プライベートエクイティーのアドバンテッジアドバイザーズさんに入らせていただいて、そこから大きく種類株で調達するという形で、できるだけエクイティーに寄せたという形になっています。

実は、エクイティーの投資家、アドバンテッジアドバイザーズさんに加えまして、コールマンの創業社長を含めた経営陣及び既存株主というのがいるのですが、これがこの上にあります3点目です。

私どもとしては、できることであれば株を直接渡して、そのまま既存のコールマン社の株主にロールオーバーしてもらいたいぐらいの気持ちがありました。これだけの大きな案件なので、統合した後に彼らが引き続きコミットメントしてほしいというのもありましたので、キャッシュアウトされる形は極力嫌いたかったのです。なので、交渉の結果、一部を再投資させることに成功しました。だけど、やはり全額ではなかったもので、そこには一定の妥協があったということでございます。

これらが私どもの案件でやろうとしたことですが、改めてまとめて私どもが思う「スタートアップにとっての株式+現金対価のM&Aの意義」ということですが、1つは、株を使うということで、チャレンジングかもしれないけれども、大型のM&Aを柔軟に実施可能にするということで、しかも、一般的に欧米で行われている株+現金対価のM&Aというのは、発表して、もちろん株主総会等々が必要になることもありますけれども、必要なエクイティーの分量を含め、資本構成をM&A遂行時に確定することができますので、

我々もかなりそれに近いことをやりましたけれども、これがとても重要だと思いますし、かつ、我々は妥協の産物として優先株になりましたけれども、ここは普通株でできて、100%エクイティー性でできると。優先株はプットされる可能性もあるので、100%のエクイティーではないですから、それができることは大型のM&Aにとってはより重要だろうと思っています。

2つ目、我々は実際にこれはある程度できましたけれども、スタートアップは一般的にその時点の収益性に対して高い倍率がついていることが多い。これをしっかりと活用していくことが株式対価ではできるとというのが2点目ですね。

3点目、我々もこれは部分的にしかできなかったわけですが、相手方の経営へのコミットメントの持続。申し遅れましたが、コールマンもプライベートカンパニーでした。スタートアップカンパニーが買収するときの相手は、結構プライベートカンパニーのことも多いと思います。その会社の創業社長等々が引き続きコミットしてくれることが特に大きいM&Aが重要になってきますので、これが自然に達成できるということ。

4点目は、将来の夢かもしれませんが、日本企業が株式を使ったM&Aがもっともっとグローバルに一般的になれば、そして、グローバルな人たちが日本株をもらうことの抵抗感がなくなって行けば行くほど、スタートアップが同様のことがもっとできるようになると考えていますので、これがさらに実現していく世界というのが日本のスタートアップにとってはとても重要なことになるのではないかなと思っています。

どうもありがとうございました。

○落合座長 瓜生様、ありがとうございました。

次に、西村あさひ法律事務所、弁護士、武井一浩様、弁護士、水島淳様から、株式対価M&Aの意義等を踏まえ、望まれる会社法改正の概要について、10分ほどで御説明をいただきたいと思います。

それでは、よろしく願いいたします。

○西村あさひ法律事務所（武井弁護士） 武井と水島でございます。よろしく願いいたします。

武井のほうからお話をさせていただきます。

お手元の資料にございますが、まさに株対価M&Aの活性化というのは経済成長戦略としてもとても大事なのですが、国際的なイコールフットイングの観点から、特に現行の会社法上の株式交付制度の見直しというお話をさせていただきます。

2ページ目をお願いできますでしょうか。

まさに、今のお話にもございましたが、M&Aとか事業提携において、現金対価でやるか、自社株の対価でやるかは本来中立的です。欧米でも、現金、自社株、それぞれの機能によって最適な解を求めて使われていますけれども、日本では法制的な理由もあってなかなか株対価が使いにくいという現状がございます。

令和元年の会社法改正で株式交付制度ができました。これは相当画期的な良い制度でござ

ざいまして、かつ、株式交付制度につきましては税制措置もついております。

下の絵で、今日は一日、P社、S社という言い方をさせていただきます。株を出す側、パーチェイサーにかけてPと呼んでいまして、S社はセラーをかけてSと呼んでいますけれども、特に税制措置として株の交換、要するにS社株主がP社株との交換に応じるわけですけれども、S社株主側の譲渡損益に関する一定の課税繰延措置がないことには、なかなか株対価は使われません。欧米でも株対価の税制ができております。現状、株式交付制度につきましては、課税の繰延措置がございます。

そこで、現在の課題は、現行の会社法上の株式交付制度の射程が狭いので、その点につきまして拡大をお願いしたいということでございます。

3 ページ目をお願いできますでしょうか。

株対価M&Aの意義でございます。今のお話にもございましたとおりですけれども、現金対価というのはその段階でのS社の価値をわざわざ現金換算をする。他方、株対価というのは、株と株との交換なので、比率による交換なのですね。何対何という比率になります。しかし、現金対価はその段階でのS社の価値をわざわざ何円、何ドルという形で言い換えてしまうという問題があります。あと、これは手切れ金みたいな言い方もされますけれども、通常は現金を渡したときに、特に100%現金で株を全部現金で渡してしまうと、その分だけ、既存のS社のマネジメントの方はいなくなることが多いのですね。P社株をもらうことで、これからP社とS社と一緒に価値をつくりましょう、シナジーで価値をつくりましょうというメッセージ。そういう意味で、P社、S社の両者協働でこれから価値をつくるというところの意義がございます。

特に昨今のDXであれ、GXであれ、P社とS社が協力してイノベーションをつくっていくというものでございますので、株対価という選択肢を使えないというのは極めて偏った法制でございます。その上、欧米並みのイコールフットィングで、欧米が普通に現金対価、株対価を経済合理性の下で使えるということにおいて、法制上の課題を解決して、株対価の活性化をやっていく必要があると思っております。

2番のところで「混合対価」と書いてございます。100%現金対価、100%株というものもありますけれども、混合対価というのが結構多くて、ディールごとに現金何割、株何割ということがございます。こういった混合対価は、まさに欧米では大規模M&Aであったり、スタートアップ系であれ、普通に使われております。しかし、4 ページ目に行っていただけばと思うのですけれども、日本は、株対価という場合にはS社株を100%取得する場合にだけ使われております。これは会社法上、そういった合併であったり、株式交換という仕組みがある、逆に言うとそれぐらいしかなくて、今回御要望しておりますのは下のC、Dの世界でございまして、S社株を任意に取得するというC、Dの世界、この部分の射程が狭いことが問題だということでございます。

ちなみに、ここの表で、下に「S社株式を100%未満取得」と書いていますが、これは正確には任意取得という意味です。上の強制取得の世界がS社株を強制的に、S社側の一

定の意思決定、株主総会決議でS社株を全部取るというのが合併、株式交換。これは上の世界でございまして、これは現状、会社法上、Aのような世界があるのですけれども、今回の御要望はC、Dの任意取得の世界です。P社との交換にS社株主が任意に応じるといって、任意の世界に関して制度の射程が狭いというお話でございます。

5ページ目に行っていただければと思います。株対価M&Aの意義ということで、既に述べましたが、まさにシリコンバレー系であれ、DPFであれ、イノベーションの促進の観点から、欧米に限りませんけれども、普通に海外ではある選択肢です。それが日本で制度上の理由もあってないというのはとてもゆゆしき話でございます。

あと、手元資金に余裕のない新興企業等にとっても、いろいろな事業提携とかM&Aの機会も拡大します。そういう意味で、まさに今、DXであれ、GXであれ、いろいろなイノベーションを起こすべきときにこういった選択肢をつくるべきだと。

2番目で、大規模M&Aで巨額のPとS、特にPがS社を取得するときに、全部現金対価というのはいろいろな意味で経済合理性のない場合もございまして。特に欧米では普通に大規模であるときには、混合対価を含めて、現金だけではなくまず株対価だと。

あと、下から2つ目の●に書いていますけれども、P社株というものが日本株という前提なので、特にP社が上場しているとS社のほうも応じやすいということで、P社株の認知度も高まる。現在、まさに資産運用立国という政策が進められておりますけれども、P社株の認知度を高める効果もあります。

あと、3にありますように、事業承継等の重要な社会的ニーズに対しても多様な選択肢を提供できるという形で、株対価M&Aの重要性がございまして。

6ページ目からが法制的な話でございます。会社法的に言いますと、現行のP社が株を出すときの現物出資規制。要はP社からすると、S社の株を受領して、S社という現金でない現物を受領して、P社株を出していますから、これは現物出資規制という世界の話になります。

そのときに、現行の現物出資規制の世界では、P社取締役及びS社引受株主の価額填補責任、検査役調査、P社における有利発行規制という3つのものが重なって、現物出資規制の世界では、この株と株の交換という株対価の世界にうまくいきません。

何でうまくいかないか。2ですけれども、現物出資規制が、さっき申し上げたように株対価というのはS社株とP社株との交換比率で決まるのですね。それを、現行の現物出資規制ではわざわざS社の株がクロージング時点で何円、何ドルという数値を置いて、P社株についても何円、何ドルという数値を置いて、その数値同士の価額/金額で、有利だの、不利だの、足らなかつたら価額填補責任だとか、いろいろなことをやっている。この世界は、そもそも比率の世界と根本的に合わないのですね。そういう意味で、経済合理性に合っていない世界が現物出資規制でございまして。その観点で、現状、株式交換等の組織再編行為、あと株式交付制度に関しましては、現状、現物出資規制の例外でございまして。ですので、今回お願いしたいのは、現物出資規制の例外の一つである株式交付制度につきまし

て射程等の拡大をお願いしたいということでございます。

7 ページ目をお願いいたします。

株式交付制度自体がそもそも現物出資規制の例外でございますので、ここの射程を広げていただきたいということでございます。

全部で5点あるのですけれども、1点目が、現状の株式交付制度の射程は、S社を「子会社にするとき」という一瞬しか使えないのです。これを、既に子会社であるS社株式の追加取得もオーケーとする。それプラス、連結子会社、会計上の概念、連結の概念のほうでの子会社のほうも、子会社化する取引もオーケーにするということを含めていただきたい。これが1つ目です。

2つ目が、S社が外国会社の場合であっても構わないとしていただきたい。これが2つ目でございます。今まで、合併とか株式交換で、合併が一番分かりやすいのですが、合併のときにはS社も日本法人でなければいけない。これは、S社の権利義務をP社が強制取得するとか、S社の株式を強制的に取得するということがあったことも理由だと思いますけれども、今回の株式交付というのはあくまでS社株式が任意にP社に移る行為ですので、通常の合併とかの組織再編とは違います。その観点から、S社が外国会社である場合を除くのではなく、株式交付につきまして、S社が外国会社の場合であっても射程に含めていただきたいということでございます。

ちなみに、下の注に書いていますが、これは既にこれまでの産業競争力強化法において現物出資規制の例外として認められていた事項でございます。ですので、こういった2つに関して、現物出資規制を及ぼさなければいけないというほどの強い理由があるのかどうかは疑問があるところございまして、現行の株式交付制度はこれまでの産競法の世界よりも狭くなっている状態になっているわけでございます。

8 ページ目をお願いいたします。

3点目としまして、P社側の株式買取請求権は、現状、簡易でない場合、典型的にはP社の発行株式比率が2割を超えて出す場合ですけれども、これについて株式買取請求権がありますけれども、これを外していただきたいということでございます。

これは、せっかく現金、株の適正な混合比率を考えているのに、P社側において、P社側の株主総会が通っても、3分の2が賛成、残り3分の1の反対派がマックスいるのですけれども、その分だけ論理的にキャッシュアウトがあり得る。株式買取請求権の行使をされることになって、P社にキャッシュアウトがある得るといふのと、経済合理的なディールが成り立たない。

現状は、株の発行に関しては株式買取請求権がなく、組織再編のとき、合併とか株式交換のときにはあるのですけれども、合併とか株式交換のときは、さっき申し上げましたが、S社の権利義務等を強制的に承継しているとか、そういった組織再編や株式交換とは違うので、こういうときにまでP社側の株式買取請求権が必要だという必然性はないのだと思っています。

ちなみに、現状、産業競争力強化法では、P社が上場会社の場合には買取請求権は外れております。そういう意味で、株式交付につきましても、P社が上場会社の場合に限るかどうかは外す論拠次第ですけれども、株式買取請求権を外していただきたい。これが3点目でございます。

残り2つは、これに付随しますけれども、簡易要件の判定において、現金対価部分は外してほしい。あと、混合対価で現金を交付する場合に、P社側の債権者保護手続を不要とすること。

以上5点を修正していただいて、国際的なイコールフットイングになる、まさに経済のイノベーション、日本経済の活性化に資する、欧米が普通に持っている株対価の選択肢を日本においても整備していただきたいということでございます。

お話は以上でございます。ありがとうございました。

○落合座長 武井様、水島様、ありがとうございました。

次に、法務省から、制度の概要や検討状況について、10分ほどで御説明をいただきたいと思っております。

大臣官房審議官、松井信憲様、民事局参事官、渡辺諭様から御説明をお願いいたします。

○法務省（松井審議官） 法務省大臣官房審議官の松井でございます。

株式対価M&Aに関する制度として、株式交付について、法務省から資料3に沿って御説明をさせていただきます。

まず、令和元年改正により導入された株式交付制度の立法経緯について御説明いたします。資料の上段のブロックを御覧ください。

会社法上、ある買収会社はその株式を対価として被買収会社を買収する際、被買収会社を完全子会社としようとするのであれば、株式交換の制度を利用することができます。他方、買収会社が被買収会社を完全子会社とすることまでは予定していないときは、買収会社は被買収会社の株式を現物出資財産として自社の株式の募集をするという手法を用いる必要がありました。しかし、この手法では、原則として検査役の調査が必要になることなどが支障となると指摘されておりました。

そこで、令和元年の会社法改正によって、買収会社が被買収会社をその子会社とするために、被買収会社の株式を譲り受け、当該株式の譲渡人に対して当該株式の対価として買収会社の株式を交付するという、組織法上の制度として株式交付制度を新設したものでございます。

次に、株式交付制度に関する論点等について、事前に内閣府様から伺った問題意識に関わる点を中心に御説明をいたします。資料の中段を御覧ください。

まず①、株式会社と同種の外国会社を子会社化する場合に株式交付を利用することについて。

株式交付の手続を進め、その効力発生日が到来した後に、株式交付の要件を満たさないこととなるなどした場合には、法律関係が混乱するなどのおそれがあるため、株式交付に

関する規律の対象の範囲は、株式交付をする前に判断することができる客観的かつ形式的な基準によって定めるものとするのが相当と考えられます。

しかし、外国会社の性質はその類型ごとに千差万別でして、私人間の取引である株式交付において、客観的かつ形式的な基準により外国会社が株式会社と同種の外国会社であるか否かを判断することは必ずしも容易ではありません。また、株式交付は株式交換等のような組織法上の行為と整理されていますが、同様の観点から、外国会社との株式交換や合併等は認められていません。そこで、株式交付子会社とすることができる会社には外国会社を含めないこととされています。

次に②、他の会社を子会社化する場合以外の場合、他の会社の株式を買い増すような場合に株式交換を利用することについてです。

株式交付制度は、株式交付親会社と株式交付子会社との間に親子会社関係が創設されることに着目し、株式交換その他の組織法上の行為と同様に、会社法199条1項の募集によらずに、株式交付子会社の株式の譲渡人に対して当該株式の対価として株式交付親会社の株式を交付し、親子会社関係を円滑に創設することができるようにする制度です。

もっとも、株式会社が既に議決権の過半数を有している他の株式会社の株式を買い増す場合や、ほかの株式会社を子会社としようとしめない場合については、株式交換その他の組織法上の行為と同様であると整理することは困難です。

また、他の株式会社の株式を買い増す場合についてまで、検査役の調査や財産価額填補責任等の現物出資に関する規律を適用することなく、当該株式会社の株式を交付することを認めることについては、資本の充実及び不当な株式の希釈化によって他の株式の利益が害されることの防止のために検査役の調査等を必要としている現物出資に関する規律の趣旨との関係の観点から、慎重な検討が必要と考えられます。そこで、株式会社が他の株式会社を新たに子会社としようとする場合に限り、株式交付をすることができることとされました。

次に③、株式交付親会社の反対株主の株式買取請求権についてです。

株式交付においては、親子会社関係がなかった株式交付親会社と株式交付子会社との間に親子会社関係が創設されることにおいて、いわば部分的な株式交換として、株式交換のような組織法上の行為と同様の性質を有すると考えられるという考え方を基礎として、株式交付親会社の株主及び債権者の保護については、株式交換と同様の規律の適用があるものとされました。そのため、株式交付親会社の反対株主に株式買取請求権が認められることとされています。

最後に④、株式交付親会社における債権者異議手続についてです。

株式交付に際して株式以外の財産を交付するときは、対価が不当であるとする、株式交付親会社から不当な財産の流出が生じ、債権者を害するおそれがある。また、先ほど③で御説明しましたとおり、株式交付は株式交換のような組織法上の行為であると整理されていますが、株式交換等においては一定の場合に債権者保護手続が必要とされています。

そこで、株式交付に際して株式交付子会社の株式及び新株予約権等の譲渡人に対して株式交付親会社の株式以外の財産が一定以上交付される場合には、株式交付親会社において債権者異議手続が必要であるとされました。

最後に、資料の下段でございますが、今後の検討課題といたしまして、先ほどお話がありましたような株式対価M&Aに関する実務のニーズ等を踏まえて、適切な対応を検討してまいりたいと考えているところでございます。

簡単ですが、法務省からの御説明は以上となります。

○落合座長 法務省様、ありがとうございました。

それでは、質疑に入りたいと思います。

本日は、質疑御対応のため、経済産業省経済産業政策局産業組織課長、中西友昭様にも御出席をいただいております。

また、御出席者におかれましても、積極的に質疑に加わっていただければと思います。

それでは、御意見、御質問がある方は挙手ボタンにより挙手をお願いいたします。私から指名いたしますので、それから発言をするようにしてください。限られた時間となりますので、御質問や御意見、また御回答は簡潔をお願いいたします。

宮下委員、お願いいたします。

○宮下専門委員 ありがとうございます。

私から質問はありません。制度のグランドデザインについて、委員として意見を述べさせていただきたいと思います。

実は、産競法を用いたクロスボーダー株式対価のM&Aの第1号案件を、私自身がリーガルカウンセラーではなくてファイナンシャルアドバイザーとしての全体統括させていただきました。その経験も交え、クロスボーダー型株式対価M&Aを促進する制度のグランドデザインについての私のイメージをお話しさせていただきたいと思います。案件そのものについては、クライアントの許可を得て法律雑誌に既に寄稿していますので、公知となっている内容の範囲でお話をさせていただきます。

まず、なぜクロスボーダーという切り口が重要なのかという入り口の話ですけれども、本ワーキング・グループのテーマでもあるスタートアップの切り口で言えば、言ってみれば、R&Dをやるときのラボの広さ、比喩的に言うとそういう話だと理解していただきたいと思います。つまり、あるスタートアップの生み出した技術とか事業を自社の中に取り込んでいく。オープンイノベーションというのは、言い方を変えると競争型のR&Dモデルですよね。

それから、M&Aの対象は日本企業だけに限られているというのは、要するに日本という国だけをラボとしてR&Dをやりますよという話で、本当にそれでいいのかと。世界全体をR&Dの場として使い倒せるようにしていく。海外マーケットで既に確立したビジネスを、借り物競争をして日本とそれ以外のマーケットに拡大していく。これこそが我が国の競争力、稼ぐ力を非連続的に向上させていくための議論の出発点に据えるべき世界観だと考え

ています。

なので、被買収企業、先ほどのS社のほうですけれども、その射程に外国会社も含めることは当然必要になってきて、必要性のことだけを言っても仕方ないので、許容性のほうにも触れますと、もともと株式交付が制度化されるその前提の要綱案（仮案）というところまでは実は外国会社との株式交付は想定されていたので、制度設計としてもそんなにハードルの高い制度設計ではないだろうと思います。なので、まず1点目、S社、被買収企業の射程に外国会社も含めるというのは、大玉の論点としてぜひ前向きに御検討いただくべきテーマだろうと思います。

2点目は、株式買取請求権の点です。クロスボーダー型株式対価M&Aを促進するための制度のグランドデザインは極めてシンプルで、これはいかにキャッシュを使わずにM&Aをクロージングできるようにするかなのですね。

その理由は、キャッシュがないからではないのですよ。その会社にキャッシュがないからではなくて、キャッシュの使い方の話で、M&Aというのは買って終わりではないのですよね。買った会社をベストオーナーとしてバリューアップする責任があるわけです。つまり、買った後で対象企業に対して成長投資を提供することが必要で、その原資としてちゃんとキャッシュを残しておかなければいけない。それを可能にするスキームが必要になるわけです。

その点からやはり問題なのは株式買取請求権で、これでキャッシュアウトが発生するということになる、成長投資に回す原資が制約を受けることとなりますので、これを回避する制度設計は必要だろう。

先ほどと同じように許容性について触れますと、この話は株式交換に論点が波及する話なのですけれども、先ほど御紹介のあった産競法の立てつけ、流動性のある上場会社株式を対価として取得できるのであれば株主保護として十分だろう、この立てつけは会社法でも十分成り立つ立てつけだと思いますので、大玉の論点として前向きに御検討いただきたいなと思います。

最後の3点目ですけれども、混合対価と債権者保護手続の論点です。被買収企業のS社側の株主がスキームに応募するときの障害として、やはりキャピタルゲイン課税というのが一番障害になるわけです。クロスボーダー型を前提にすると、キャピタルゲイン課税を繰り延べることができるかどうかというのは、被買収企業S社の所在国の税制次第ですから、これは日本の法制度の埒外の論点になるので、我々みたいにスキームをつくる人間からすると、繰り延べはできないという前提でスキーム設計にトライする必要があります。そうすると、納税原資と一緒に株主に対して渡すようなスキームが当然必要になるので、混合対価が必要になってくるのですね。

なので、組織再編スキームという位置づけを前提にするにしても、債権者保護手続が必要になっている閾値は今5%ですけれども、これをもう少し弾力的に設定できないかなと私も御要望させていただきたいと思っています。ただ、債権者保護手続そのものがデー

ルプレーカーになることはまずあり得ませんので、大玉というよりも中の論点かなというような認識です。

最後に、私からこの場を借りてなのですけれども、産競法スキームをやるときに、当時、経産省の御担当者様にびっくりするぐらい御協力をいただきまして、極めてスムーズに産競法の認定手続を進めることができました。

経産省がつくられた制度設計と運用実務を、事業計画の認定を受けた一部のスタートアップだけではなくて、広く日本企業全体に均てんさせるためには、この制度を特別法ではなくて会社法の中に組み込んでいくという大きな方向性を御検討いただきたいということで、私からのコメントさせていただきます。

以上です。

○落合座長 宮下委員、どうもありがとうございます。

御意見ということですので、武井先生やほかの御発言者の方が、ほかの御質疑に回答される時に何か気づかれたことがあればおっしゃっていただければと思います。

そうしましたら、次に岩崎委員、お願いいたします。

○岩崎専門委員 岩崎です。

私は、スタートアップの研究者といたしまして、日本のスタートアップが抱える課題の一つとしてスケールアップがなかなか難しいということですので、株式対価制度を使ってどんどんM&Aとか、あるいは海外の企業を簡単に買収することができるようになれば、随分スケールアップの面でもメリットが大きいのかなと思っております。

先ほど武井先生から、現金対価とか株対価は本来中立であるはずで、欧米ではそれが実現しているのに、日本では法制度によってゆがめられているという御指摘がありました。

法務省様に伺いたいのですけれども、欧米で普通に行われていることがなぜ日本で法制の制約によってできないのか、その認識、ガラパゴスであることの必要性について伺いたいと思います。

また、欧米とのイコールフットィングの必要性を感じていないのかということも伺いたいと思います。よろしくお願いいたします。

○落合座長 ありがとうございます。

法務省様、お願いいたします。

○法務省（渡辺参事官） 法務省の渡辺から回答させていただきます。

まず前提として、欧米の制度について現時点で全て詳細に把握することができていないので、ちょっと違った観点からの御説明になってしまうかもしれませんが、この問題の基本的な出発点といたしましては、基本的に現金ではなくて株を出すことによって買収するという形になりますので、そうすると、結局、先ほど武井先生からも御説明があったかと思いますが、株を発行する際の出資として株をもらう、こういう形で日本の法制上はまずスタートしてきたという経緯があったと認識しております。

そういった形で進める場合には、現物出資規制とか、そういった様々なものがあって、

障害になって使い勝手がよろしくないというところがありまして、そこを何とかするという観点から株式交付制度が令和元年にできた。日本法の全体の体系の流れで言うと、そういった流れだったかと思います。

そういった中で、株式交付というのも、株だけではなくて現金も一緒に混合対価は認められるという形の制度にはなっているのですけれども、これを子会社化するための組織法上の制度と位置づけた結果、対象が狭くなってしまっているという問題が生じているというのが我が国の法制上の問題意識かなと思ってございます。

御指摘いただいた問題点については私どもも受け止めているところでございますので、それをどういう形でこれから解消していくべきなのかというところをまさに今検討しているという状況でございます。

以上でございます。

○落合座長 ありがとうございます。

できないところがあるので、それを改善していくために本日も御議論いただいているということだと思います。

続きまして、御手洗委員、お願いいたします。

○御手洗委員 よろしくお願いいたします。

私からは、武井先生と経産省さんにお伺いするのがいいかなと思うのですけれども、株式対価M&Aの売手のメリットについてお伺いできればと思っております。

株式対価M&Aが可能になると、買手にとってはキャッシュアウトを抑制しながら買収できるようになるとか、M&A後も売手の経営幹部にコミットしてもらいやすくなるとか、メリットが多いのはよく理解いたしました。

売手にとってのメリットのほうですけれども、私の理解では、先ほどのお話では、売手にとってのメリットも幾つか挙げていただいていたかと思うのですけれども、例えば買手側の経営に関与できるみたいなことは、ある程度売手と買手の規模が近くて、買手の株式をそれなりの比率で保有できる場合に限られるのかなとか、また、買手企業のほうに高い成長性が見込める場合とか、ある程度条件が限られてくるのかなという印象も持ちました。その認識は合っているのか、それとも、こういうケースだと売手にもメリットがあるということではなくて、より汎用性の高いメリットが売手側、被買収企業側にあれば、ぜひお教えいただけますでしょうか。

○落合座長 今の質問は、武井先生と経産省様に同じ質問を聞くのでよろしいでしょうか。

○御手洗委員 はい。

○落合座長 分かりました。では、最初に武井先生からお願いいたします。

○西村あさひ法律事務所（武井弁護士） 私のほうで話した後、もし補足があれば水島弁護士からもと思います。

まさに売手側といいますか、S社側の経営者としても、P社と組みたい理由はいろいろな理由があり得て、もちろん規模とか、P社株が上場しているかどうかみたいなこともい

ろいろな変数ですけれども、いろいろな組む動機の中で、全部現金をもらって、はいさよならなのか、それともS社株を全部召し上げられるのか、その二択ではない中間の世界が山ほどあって、その中でP社の株をもらって一緒にバリューをつくれるということは、S社の経営者としても魅力を感じることは多々あり得ます。

常に株対価がいいのか、常に現金対価がいいのかというよりは、いろいろな選択肢があることによって、そのときそのときで、P社との話合いの中でいろいろな組み方ができる。まさにイノベーションとかDXでもGXでもいろいろな組み方の選択肢があるというのが大事であって、制度が選択肢を狭めていること自体が、起きるべき風が起きていないということだと思います。

そういう意味で、実際、現金対価が好きな人もいれば、株対価が好きな人もいるし、P社、S社のいろいろな交渉もありますから一概には決まらないのですけれども、S社側としてP社と組みたい理由があるときに、組みたいのだけれども条件が合わないのだよね、例えば現金にすると当然S社の価格の目線も合わないことがあるわけですね。S社は高いと思っているし、P社はもっといろいろバリューをつくらなければならないと思っている。何円、何ドルという固定の数値にすると合いづらい。それが比率になることで、合う部分も出てくるわけですね。

そういう形で、いろいろな組み方を可能にする重要な選択肢は、混合対価を含めて株対価ということなので、実はこの株対価の部分が狭いことで失っているコラボレーションは相当多いのだと本当に実感しています。会社にお金があるかどうかはさておき、いろいろな選択肢があるべきということかなと思います。

水島先生、何かございますでしょうか。

○西村あさひ法律事務所（水島弁護士） ありがとうございます。水島でございます。

武井が申し上げたとおりかなと思いますが、つまるところ、結局、交渉の中でどういった財産を対価とするのかというのは決まってくる。株を買収対価とするような場合のP社というのは、それなりに企業が成長していたり、自社の株が買収対価として十分魅力的だというような状況にある会社さんが買収対価としてこれを活用しようとお考えになるので、それを裏側から見ると、S社株主としては成長度の高い株式を対価としてもらえるほうが、ここで現金一括で確定してしまうよりいいかもしれないと考えるシチュエーションはしばしばあるところだと思います。

○御手洗委員 分かりました。ありがとうございます。

○落合座長 ありがとうございます。

あと、経産省様のほうからもお願いいたします。

○経済産業省（中西課長） ありがとうございます。

武井先生の御説明に加えまして、まさに手法のオプションを整備していくことが、結局のところ事業再編の活性化につながる。各社における事業ポートフォリオのマネジメントに資するというのが大きな視点だと理解してございます。

実際のところ、個社として受け取った対価が現金なのか、株式がいいのかというのは、もちろん個々のトレードというか、個々の取引における当事者の御判断だと思うのですが、諸外国においては、武井先生からも御言及があったように、現金以外で成立するTOBというのが一定数あるという状況でございまして、これはすなわち売手にとっても買手にとっても混合対価ということに対してメリットを感じてやっている取引が一定数あるということでございますので、このような手法を日本サイドでも用意することが結果としてM&Aの手法の整備につながり、よって事業再編の活性化とかポートフォリオマネジメントにも資するという観点で進めたというところでございます。

○御手洗委員 ありがとうございます。

○落合座長 ありがとうございます。

続きまして、川本委員、お願いいたします。

○川本専門委員 川本です。よろしく申し上げます。

今日はありがとうございました。

私も、これまでの議論のように、企業がより自由度を持つというところで制度を整備していくべきだと。まさにスタートアップのスケールアップのために必要だと思います。

ある論点について2つ質問がありまして、1つは御説明のあったビザスクの方と武井先生にです。法律的な論点として、産業競争力強化法という制度があって、株式交付制度ではいろいろ制約がある部分、例えば50%超の株式取得の場合、そういう子会社にする、そのときにしか使えないとか、あるいは外国の会社は使えない、そういう制約は産業競争力強化法の下ではクリアできると理解しているのです。大臣の認定が必要ということでありませけれども。

その点、実際にビザスクの方は制度利用を考えられたのか、あるいは何か運用改善が必要なのか、これをお聞きしたい。それから、同趣旨でこの点を武井先生にお聞きしたい。これが第1点です。

第2点は法務省さんにです。そういう意味で、産業競争力強化法の下では、先ほどおっしゃっていた株式交付制度というのは、組織再編という整理で制限は残ったという御説明と理解したのですけれども、既に産業競争力強化法でそうではないやり方が法律上許容されているわけですから、一般的な会社法の法理で非常に難しいのだというのは説明として成り立たないような気もするのですけれども、そこら辺はどういうことなのでしょう。2点質問したいと思います。

○落合座長 ありがとうございます。

まず、産業競争力強化法の子会社とか外国法人の点について、実際、ビザスクの瓜生様のほうで御検討に当たってどうだったか、改善提案があればというところをまずお聞きして、その次に武井先生にと思います。

瓜生様、お願いできますでしょうか。

○株式会社ビザスク（瓜生取締役） 私どもの話に関して言うと、実際に検討していなか

ったので、特段、私どものほうから改善ポイントを挙げるということはありません。相手方とのいろいろな議論の中で決まったストラクチャーだったので、ぶっちゃけて言うと、そこまで至らなかったという感じではあります。

一方で、あえて申し上げるとすると、スタートアップはリソースがないので、いろいろな資金調達をしながらの案件も非常に大変でしたし、M&Aは、相手のデューデリをもろもろやりながら、さらにそういったプラスアルファのプロセスがあることは一般的にかなり厳しいというのは付言させていただきます。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

では、武井先生、産業競争力強化法に関する川本委員からの御質問の点をお願いいたします。

○西村あさひ法律事務所（武井弁護士） ありがとうございます。

産競法に関しては2点ありまして、1つが事業計画をつくって、いろいろな数字を出して公表するところのいろいろな限界、難しさと、あと税制措置がありません。ですので、S社株主にはフルに課税がかかります。この2点で、現状では使うのは難しい状態です。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。ゆえに会社法で措置しなければならないということだと理解いたしました。

次に、法務省様のほうに同じく、川本委員のほうから産競法でできていることがなぜ会社法でできないのかという御質問がありますが、いかがでしょうか。

○法務省（渡辺参事官） 法務省でございます。

産競法の理解についてもし間違っているところがあれば、中西課長のほうから補足いただければと思っておりますけれども、産業競争力強化法で会社法の制約の一部が外れている部分があるというのはおっしゃるとおりで、ただ、私どもの理解としては、産競法というのは、あくまでも会社法上の制度を土台にした上で、幾つか問題になっているような制約があれば、計画とかそういったものを認定することによって、不利益を排除して、その制約を外す、こういう立てつけになっているのかなと理解しております。

現状、産競法で制約が外れている部分についてどうするのかということについては、それを一般法化するということも必ずしも否定はされないのかなと思っております。

ただ、今、御議論いただいている問題に関して申しますと、株式交付制度というのも、大本は恐らく現物出資規制というところをどう回避するのかという観点からいろいろ知恵を絞って作り上げられた制度というところがあって、それによる難しさというものが正直なところあるのかなと思っております。ただ、その部分については、皆様から様々な御指摘をいただいておりますので、どういう形でそれを解消していくかというところは引

き続き検討していきたいなと思っているところでございます。

以上です。

○落合座長 どうもありがとうございます。

経緯としてはおっしゃるとおりなのかなと思いますが、一方で、機能として同じようなことができるようにというのを川本委員も岩崎委員もおっしゃられたかと思いますが、そういった視点でまたちょっと、ただ、今後検討というお話もありますので、検討していただきたいところだと思います。

川本委員、よろしいですか。

○川本専門委員 はい。

○落合座長 では、瀧委員、お願いします。

○瀧専門委員 どうもありがとうございます。

総論的なコメントと、法務省様への御質問が2つございます。

まず総論的ですが、本件は、例えば外国企業をターゲットとするケースなどを見ると、日本企業が海外に行くみたいな、日本のユニコーンを増やす的な概念も重視されるのですが、海外企業が日本企業を買うというパターンもあるわけで、そっち方向もちゃんと強調されていくことが、結局はM&Aが増えるというのは、今のスタートアップといいますかベンチャー界限において非常に重要なチャレンジになっていまして、その在り方の多様化という面ではそれも重要なのだと思っています。それを促進する観点をまず強調しておきたいと思っております。

2つ目は、マネーフォワードは今ベンチャーと呼ぶのかというのはあるのですが、グロースステージにいる企業にとってキャッシュというのは本当に重要です。キャッシュが余計に出ていかない状況をつくることはすごく重要ですし、今日は何の因果か、瓜生さんは当社の社外役員でもあるので、瓜生さんの前で、例えば当社の取締役会でキャッシュをめっちゃ使いたいと言うことは非常に難しいですね。

もともと様々なチャレンジをするためにキャッシュが存在しているときに、しっかり株価がついている会社なのであれば、それが対価として使えないみたいなことはやはり苦しいです。

それに加えて、実際にPMIをしていくときに、できるだけセムボートに乗って行ってほしいわけですね。一部はキャッシュアウトしてリワードにさせていただくことはあり得ると思うのですが、セムボートにならない状態でPMIを成功させてくださいということがどれぐらい酷なことであるのかというのは、ぜひお聞きの皆様にも御理解をいただければと思います。とりわけ大きいディールをしなければいけないときには、なおさらそれが強調されるのかなと思っています。こちらが大きなコメントでございます。

法務省様には大きな質問と個別の質問が1つずつございます。大きな質問としましては、令和元年改正時に一つ法制審の議論として、株式交付は株式交換等の組織再編と同様であるという見立ての下、おるわけですが、現状のこれからもスタートアップを大きく

していくという風潮の中で、ある意味提言の内容というのも、必要性なり許容性は十分に
あるものと私は考えております。

この状況に対して法務省様はどのように御対応されていきますかと考えております。実
際に、理論的な整理というよりは、経済からの要請がとても強いところに対してどのよう
にお考えかというところを1つ御質問したいです。

2つ目は、先ほど海外企業を買うケースというところを述べましたけれども、外国会社
を買収する場合においても利用可能とするというケースにおいて、現状、法務省様は、客
観的かつ形式的な基準によって外国会社を株式会社と同種と判断することが難しいとおっ
しゃっておりますけれども、実際にセラーの側、買収される側の会社は株主総会等の会社
法の規律は課せられていないという立場でもございますので、同種の判断を持ち出すこと
は根拠として厳しいのではないかと考えております次第です。

令和元年の改正時においても、当初は外国会社の買収も可能とすることが想定されてい
たと承知をしております、この論点においてあえてクロスボーダーM&Aの可能性を狭く
するというところについての論拠をお伺いしたく思います。

私はこの2点でございます。

○落合座長 ありがとうございます。

法務省様、お願いいたします。

○法務省（渡辺参事官） 法務省でございます。

御質問いただきましてありがとうございます。

質問は2点かと思っておりますけれども、事実上ほぼ同じ御趣旨かなと思っておりますので、
ひょっとしたら一緒に回答ということになってしまうかもしれませんが、御了承ください。

まず、令和元年の改正としては、株式交付制度というのはつくったけれども、組織再編
行為の一つとして位置づけていると。そうは言っても、経済界からの要請を今後どう考え
ていくべきなのかという大きな御質問だったかと思っております。

その経済界なり、あるいは今日皆様の御議論でいただいた御要望は我々としても真摯
に受け止めていきたいと思っておりますので、これをどういう形で実現することができる
のかというのは、先ほども申し上げましたけれども、検討してまいりたいと思っております。

その上で、株式交付制度の見直しという形でこれができるのかどうかというところかな
と思っております。もちろん御要望は御要望として我々は重く受け止めておりますけれど
も、理論的にできるできないというところは、まさに我々のほうでしっかり知恵を絞って
考えていかなければいけない部分かなと思っております。

株式交付制度につきましては、もう皆様から御指摘いただいておりますとおり、これは
子会社化するための組織再編行為という形で、そういう理屈づけをもって現物出資規制を
免れさせようという形で何とか知恵を絞り出した、その上で出来上がった制度というところ
で、そういった説明をしていく中で、子会社化できなかった場合にはやはりそれは使え

ませんよねという整理となり、そうなると、一義的、明確なメルクマールが適用されるものではなければなかなか難しい。その結果として、外国会社はやむなく落ちてしまった。こういった経過だったのかなと認識しております。

株式交付制度というものを、この立てつけのままで果たして理論的に今の駄目だった問題をクリアできるのかというところについては、我々もこれからいろいろ知恵を絞っていきたいと思いますけれども、それなりのハードルの高さはひょっとしたらあるのではないかという気もしております。

そうした場合にどうするのかということと考えますと、また違ったやり方でこの問題にアプローチすることもできるかもしれないなと思っているところですので、そういった様々なやり方を視野に入れながら、どういったことが考えられるのかというところは我々のほうでも知恵を絞っていきたいなと思っているというのが現状でございます。

以上です。

○落合座長 瀧委員、いかがでしょうか。

○瀧専門委員 この後もまだまだたくさん論点が出てくると思いますので、現下で起きていることに対するニーズをぜひ踏まえていただきまして御検討いただけますと幸いです。よろしく申し上げます。

○落合座長 次に、藤本委員、お願いいたします。

○藤本専門委員 御説明いただきありがとうございます。

先ほど岩崎委員もおっしゃったとおり、これからスタートアップのエコシステムの活性化及び5か年計画の達成というところが非常に重要なポイントになってくる中では、企業のスケールアップ、レイターステージ、もしくは事業化のスピードアップというところはかなり欠かせないポイントになってくるかなと思っております。その上で、武井先生がおっしゃったみたいな選択肢が取れるというところは非常に重要なポイントだということでは私も改めて強調できればなと思っております。

私からは、ビザスクの瓜生さんに御質問したいなと思っております。先ほど理想の形とは違うというお話という理解なのですが、もし皆さんが理想形と捉えているような仕組みになったときに、手続の複雑さとか費用面の負担がどのくらいスタートアップに影響があるのかというところで、この課題がどれだけ重要なポイントになってくるのか、もしくはいい影響をどれだけ与えるのかというところの何かヒントになればなと思ひまして、御意見というか、御質問ができればと思います。

○落合座長 ありがとうございます。

瓜生様、いかがでしょうか。

○株式会社ビザスク（瓜生取締役） ありがとうございます。

もちろん言うまでもなくスタートアップは、会社にもよるかもしれませんが、そんなにお金があるわけではない。あるいは、一般的には、キャッシュがあればできるだけ事業に使いたい。自分たちでオーガニックに使いたいというところがありますので、まず費用は

もちろん極力ないにこしたことはないですし、さらに言えば、M&Aを、先ほど申し上げてしまったことの繰り返しになってしまいますけれども、リソースも必ずしも潤沢にない中でかつかつでやりますので、プロセス的にもより簡便なことがありがたいと思っています。

最後に、これも私が先ほど申し上げたとおりでありますけれども、こういったあらゆる法制度が整い、スタートアップ以外の皆さんもそれを当然のように活用している状況というのが、またスタートアップが活用しやすい状況をつくると思いますので、そういったことが全て整ってくるのが、実はスタートアップが容易に使えるといいますか、スタートアップにとっては重要なことなのかなと思っています。

これで御回答になっておりますでしょうか。

○藤本専門委員 ありがとうございます。

その上で追加のコメントで、これは法務省さんのほうにお願いなのですが、どうしてもスタートアップの場合、経団連と違って、企業のいろいろな声を拾いづらいというところがあるかなと思っています。

今みたいに、具体的に、例えば3分の1になりますみたいなことが分かれば本当は分かりやすいのですが、そこまではないにせよ、グローバルの企業の買収とか、本当にスピードとグローバルという観点がこれから絶対に必要になってくる中で、そういった声を拾う仕掛けも考えていただきたいのと、先ほどの「検討します」というところが、検討して1年たってしまったらほとんど意味がないので、とにかくそこをスピードアップできる方法を御検討いただければなと思います。

私からは以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

法務省様にはお答えを求めますか。大丈夫ですか。

○藤本専門委員 大丈夫です。

○落合座長 ありがとうございます。

では、堀委員、お願いいたします。

○堀委員 御説明ありがとうございます。

今日のビザスクさんの御説明でもニーズというのは非常に理解できましたし、私どものほうでも、シナジーをもってより大きく成長したいという観点から株式交付制度をもっとより使いやすくしてほしいというニーズは多く聞こえているところでございまして、今日の武井先生、水島先生の御説明のように必要性は十分認知できているかなと思いますし、法務省様にも御理解いただけているのかなと答弁を伺いまして思いました。

先ほど、瀧さんからの質問に対して法務省の御説明では、組織再編行為の延長なのだという整理は動かせないのだということだけれども、これを認めていくためには違うアプローチが必要だというようなお話でございました。

そこは、本当に動かせないのかなというところは私としては疑問に思うところもございまして、これが相互に資本を提携していく、株式譲受けに近い面もあるので、何も全ての

場合において株式交換と同じだと、組織法上の行為だというふうに評価しなくてもいいのかなと思っておるのですけれども、そこが理論的に動かせないということをもとに前提とされたとしても、考えられる違うアプローチはどういうものがあり得るのか、法務省さんにお伺いしたいと思います。

また、武井先生、水島先生には、そこは組織法上の行為の延長なのだという株式交付制度の今の在り方について、それでよろしいということなのか、そうではない考え方も御提唱されているのか、その部分についてもお伺いしたいと思います。

○落合座長 ありがとうございます。

では、今の堀委員からの組織法上の行為とする理論的根拠、それを変更できるのかどうかというところについて、法務省様にお答えいただいた後に、武井先生、水島先生にも追加して御回答いただきたいと思います。

法務省様、よろしくお願ひいたします。

○法務省（渡辺参事官） 法務省でございます。

御質問ありがとうございました。

株式交付というのを組織法上の行為と見るのか、本当に絶対的なのかどうかということなのだろうと思いますけれども、私どもの理解としては、今ある株式交付の制度は組織法上のものとして生まれたものだと思っておりますので、その本質を変えるというのは正直なところなかなか難しいかなと思っております。

だからといって、今様々いただいた御提案がおよそ実現できないものなのかどうかというところは、そこは考えどころなのかなと思っております。例えば、全く別の制度をつくるか、あるいは大本になっていたのは結局のところ現物出資規制だったというところもあるかと思っておりますので、そこに手をつけるというやり方もひょっとしたらあるかもしれませんが、私どものほうでこれまで申し上げてきたところとしては、株式交付制度というのはどうしても組織法上の制度として出来上がってしまった以上、なかなかそこは動かし難いというのが正直なところで、それに基づく柔軟な制度設計が難しくなっている部分が理論上の問題として出てきてしまっているところに、私どもとしての悩みを抱えているところですが、そこはいろいろ知恵を絞って何とかほかの方法も含めて検討していかなければいけないのかなと。こういう状況でございます。

お答えになっておりますでしょうか。

○堀委員 今の点、1点だけですけれども、多分所管は違いますとおっしゃるのだろうと思うのですけれども、令和元年の会社法改正で株式交付制度が創設された際、税制のほうでは組織再編税制には組み込まれなかったという経緯もありますので、必ずしも会社法でそう整理しなければいけないのだということではなく、日本国全体としてどう経済活動を後押ししていただくのかと思うと、そこはもう絶対的なのかなというところは疑問もありました。すみません。ちょっと一言ですけれども。

○落合座長 ありがとうございます。

武井先生、お願いいたします。

○西村あさひ法律事務所（武井弁護士） ありがとうございます。

まず、何が組織法上の行為なのかというのは相当マジックワードになっていて、結構分かりづらいのだと思います。もともとは合併が組織法上の行為で、S社の権利義務を全部P社が承継するということと、S社株式がS社の株主総会決議の多数決で100%全部強制的に移る。そこまでのばちばちのものが組織法上の行為と言われてきましたという状態です。それが、20年前に株式交換制度と会社分割ができて、私の整理ですけれども、株がばんと100%多数決で移りますという分は株式交換になって、S社の権利義務がばっと移りますというのは会社分割になったと。そういう因数分解を始めていっている。

それで、今回の株式交付に関しては、組織法上の行為と呼ぶ呼ばないにかかわらず、また呼んでいいのですけれども、組織法上の行為の中でも、別にS社の権利義務をP社が引き継いでいないですし、S社株主は任意にP社と株の交換をしているだけなので、少なくとも合併が因数分解された株式交換とは相当違うものになっているので、それも含めて組織法上の行為だと言うのだったら、それは組織法上の行為と呼べばいいと思うのですけれども、そういうときになお、合併のときの規律と全く同じ規律である必要があるのかというのが問いです。組織法上の行為であっても、少なくとも私が今回述べています5つのことをやっても、組織法上の行為が何を指すかは人によって違うかもしれませんが、組織法上の行為であるという説明を私はできると思っています。

あと、現物出資規制に関していろいろな議論があるのですけれども、これは株の発行のときには採っていないものですが、P社側で、簡易要件はありますけれども、S社側の情報を踏まえて総会決議を採っているのですよね。現物出資規制についていろいろな理解がありますが、こうしたP社の株主の了解を採っているという行為にまで現物出資規制を及ぼすべきなのかという根本論もあるのです。その点を含めて、組織法上の行為と呼ぶまでも私は今回のものはできると思っています。少なくとも株式交付という、法務省さんのほうでとてもイノベーティブに現物出資規制の例外をつくっていただいて、それに関してさらに、組織法上の行為の中にいろいろなものをどう入れ込むかと考えたときに、少なくとも私がここに書いている5つは別に入れても組織法上の行為と説明できるのではないかと私は思っています。少なくとも現物出資規制を抜くことに関する弊害にはならないと私は思っていますということが御回答です。

○落合座長 ありがとうございます。

堀先生、いかがでしょう。

○堀委員 伺いまして、私もせっかく現物出資の例外として株式交付制度というものをつくっていただいた、そして、既存の組織法上の行為といいますか、典型的な組織再編行為とは別に株式制度というものをつくっていただいたと。その経緯があるので、今回の必要性に照らして、その制度を拡張していただくという形での制度改正も十分理論的にも説明ができるのではないかと感じているところでございます。そこで止まってしまわないよう

に、法務省様にはぜひ前向きな御検討いただきたいと思いました。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

では、後藤委員、お願いいたします。

○後藤専門委員 後藤です。

本日、大学の講義の関係で前半の御説明部分を伺うことができずに、大変失礼をいたしました。

その中で、議論の全体についていけているかどうか分からないところもあるのですが、令和元年改正で株式交付制度が導入された際に、法制審の前段階の検討のときに私も参加させていただいていたのですが、そのときに、最初の頃にそもそも現物出資制度自体を変えるべきではないかということをお願いしたように記憶をしています。

平成17年に会社法ができた際に、現物出資制度はその前の商法時代から大分規制が緩和されたところもあるのですが、資本制度の中で現物出資のところだけは少し残ってしまっているところがあり、理論的にはどうかという議論が学説の中ではある中で、株式対価のM&Aというのは、それを見直すいい機会ではないかということをお願いしたのですが、その当時、それを見直そうとすると、資本制度全体、新株発行規制全体を見直すことになってなかなか大変なので、今となってはそのときの判断がよくなかったのかもしれないのですが、楽な方向に走り、組織再編というふうに整理をすれば、そこは考えなくて済むので、そっちに行った。

ただ、その頃から、当初から考えられていた懸念ではあったわけですが、組織再編というふうに整理してしまった結果として、今回御指摘のあったような射程の狭さがどうしても生じてしまったということかなと思っています。

その中で、株式交付制度、一度できたものとして、その拡張を考えていくということはもちろんぜひお考えいただければと思いますけれども、先ほど法務省の渡辺参事官からの御回答を伺っていて非常に心強く感じましたのは、現物出資規制の見直しというものも決して排除はされていないというところでした。

平成17年に変えて、それからもう20年近くがたとうとしているわけですが、現物出資自体に、特に検査役の検査とか価額填補責任にどれだけの意味があるのかということ、議論がずっと学説ではあるところですし、そこを見直すことも含めて検討していただいて、その出来上がりがひょっとしたら株式交付制度の緩和につながるのかもしれませんが、逆に、現物出資規制制度が今のままですと、そちらを外した以上は組織再編に近づけなければという議論になってしまうおそれもあるかと思っていますので、これから法務省さんで御検討されていく際には、現物出資制度自体を、特に平成17年改正のときの経緯がいろいろあったことは私も商法学会の一員として認識しておりますけれども、その辺も特にタブーとされることなく踏み込んでいただいて、今回御提言のあったような経済界の要望に応えるような改正につなげていただければと思っています。どうぞ

よろしく申し上げます。

○落合座長 そうしましたら、法務省様、今の点、御回答をいただけますでしょうか。

○法務省（渡辺参事官） 後藤先生におかれましては、これまでの議論状況も含めて詳細に、しかも分かりやすく御説明をいただきましてありがとうございました。

私どもも後藤先生のおっしゃるとおりかなと思っておりまして、今回の株式交付制度というのは、現物出資規制というものをいかに免れるようにするかという観点から、苦心の上に生まれた制度かなと思っておりまして、組織再編と位置づければ何とか現物出資規制を外していいのではないかと、そういう流れで出てきたものかと思えます。それゆえの射程の狭さを宿命的に背負ってしまっている部分があるのかなというところが、正直なところございます。

ただ、いただいた御指摘は我々としても重く受け止めなければいけないものだというところは先ほど来申し上げているとおりでございまして、それを実現するためにどうするのがいいのかと。こういったある意味狭い射程であることを宿命づけられた制度を何とかしていくという形が本当にできるのか。それとも、大本であった現物出資規制に手を加えざるを得ないのか。様々な選択肢がある中で、全ての選択肢を排斥しないで取り組んでいきたいと思っておりますけれども、現状、何かこの方向性ならできるといふ方向性が見いだせている段階ではないところでございますので、奥歯に物が挟まったような言い方にはなってしまうところではございますけれども、何とかそこをいろいろなやり方で、あらゆる可能性を排斥しないで、できるだけ我々として知恵を絞って検討していきたいなと思っておりますのでございます。ありがとうございました。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

そうしましたら、ほかに手を挙げられている委員もおられないので、私のほうも法務省に御質問をさせていただきたいと思えます。

既にこの議論の必要性については大分議論を進めていただいているところであると思えますが、また細かい論点もと思えますが、堀委員のほうで手が挙がりましたので、堀委員、先にお願いたします。

○堀委員 ごめんなさい。落合先生の後で大丈夫です。

○落合座長 分かりました。

そうしましたら、3つほどございまして、基本的には武井先生のほうで要望事項をまとめていただいでいて、それに関する個別の質疑事項がなされていない部分もあったと思えますので、少しお伺いしたいと思えました。

特に株式買取請求の点について、まず第1点目ですけれども、産競法と比較した場合に、上場会社ということであれば、同様に市場での株式売却の可能性もあるようなところだと思いますので、株式買取請求権の撤廃をすることも許容性があるような場面もあるのではないのでしょうかというのが1つ目の御質問です。

2つ目の点としましては、今回の株対価M&Aの対象についてですけれど、1回に全て子会社化してしまう場合だけではなくて、実際には次第に統合していく、交渉の上で選択肢があったほうがというお話は、このテーマで制度利用に関わられている皆さんから本日もいろいろ御意見があったところだとは思いますが、一気に子会社化をするというだけではなくて、段階に分けて子会社化をしたり、資本関係を強化しながら完全子会社化に向かっていくようなケースもあると思うのですが、そういう場合にも利用可能性を考えていくべきではないでしょうかというのが第2点目です。

第3点目としては、債権者保護の手續についてです。財産流出の防止がもともとの趣旨ではあるかと思いますが、産競法では不要とされているところもありますし、場面を限定することによって許容性を見いだせるような場面を見つけていくということもあるのではないかと思います。この3点についていかがでしょうか。法務省様、お願いいたします。

○法務省（渡辺参事官） 法務省でございます。

御質問ありがとうございます。

ただいまから御回答を申し上げようと思っておりますけれども、今から申し上げるのは法務省として確定的な答えというよりは、それを実現するに当たってハードルというか課題という趣旨としてお受け止めいただければと思っております。

最初の点、買取請求権の問題です。こちらのほうも、くどいようではありますが、子会社化するための組織法上の行為だから現物出資規制を外していいという整理をしてしまった以上、やはり組織法並びで考えざるを得ないのではないかと。これはもう極めて理論的な理由でしかありません。ですけれども、そういう形で現物出資規制を外してきたということからすると、そこをどう乗り越えるかというのが課題かなと思っております。

それから、1個飛ばしてしまえますけれども、3つ目の債権者保護手續も基本的には同じなのかなと思っております。ただ、我々も有識者の方といろいろ検討は進めているところですが、この2つについては何とかなるかもしれないという意見もなくはなかったところです。

ただ、ここでやはり問題なのは、この2つは外せるけれども、あとは駄目だということになったときに、それでいいのだろうかという問題があると思います。そういう非常に小幅なものにとどまってしまうとしたら、果たしてそれが皆様のニーズを受け止めたことになるのだろうかという根本的な問題が出てきてしまうので、そういった小幅なものしかできないことであれば、また別の道も考えなければいけないというところがありますので、そういったところが非常に悩ましいところかと思っております。

2つ目の子会社化するということも、段階を追っていけばいいのではないかと。このところについては、あまり具体的な検討はしていなかったところですが、これも子会社化するための組織法上の行為として位置づけて、子会社化できない場合は基本的に効力を生じないという立てつけになって、そういう厳しいものにしたからこそ現物出資規制を

外していた。そういう経過があろうかと思えます。

そういった中で、今おっしゃっていただいたようなものを組み込んでいけるのかというのが、理論的な難しさとしてどうしても残ってしまう部分があろうかと思えます。そういったところの壁が越えられるか、越えられないかというところも検討しながら、別の道も探しながら検討しなければいけないなと思っているところでございます。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

いずれも課題は示していただきつつも、それについてどう乗り越えていくべきなのか、そういう方向性をお示しいただいたということによかったと思えますし、その組織法上の行為の難しさのところに1度整理してしまったこと、その点は堀委員、武井先生とも御議論いただいたところでもあったと思っておりますし、確かに難しい部分があると思えますが、一方で、御手洗委員なども先ほどスピード感をというお話があったかなと思えますが、選択肢を幾つか考えながらではあろうかと思えますが、スピード感も重視しながら議論していただきたいなと思っております。

堀委員のほうはよろしいでしょうか。

○堀委員 今の個別の点を伺いたかったところですので、座長から聞いていただきましてありがとうございました。

もしお時間があれば、経産省様に1点、法務省様に1点お伺いしたいです。経産省様には、産競法で例外的に認められている事業再編計画を認定して、株式交付制度を会社法上の制度よりもより使いやすいような形で使っていただける制度を御用意されていると思えますけれども、その活用事例がどの程度あるのかや、産競法の中でも令和3年改正で株式買取請求権については上場会社に限って撤廃したと伺いましたけれども、その背景などについてお伺いできればと思いました。法務省様の下でも検討される際に御参考としていただける部分があるのかなと思った次第です。

もう一つは、法務省様に対して、前向きに御検討いただけるという心強いお話を伺っており、大変ありがたく思っております。今後の検討スケジュールについてはどのようになりますでしょうか。令和6年度の会社法の改正の方向性なのか、今後、法制審が必要なのか、必要なプロセスとスケジュールの見通しについて教えてください。

○落合座長 ありがとうございます。

では、経産省様、産競法の経緯のところについてまずお願いいたします。

○経済産業省（中西課長） ありがとうございます。

御質問ありがとうございます。

2点ほど御質問いただいたと思っております。まず、産競法の株式対価M&Aの利用状況でございますけれども、実際のところは2019年に海外法人を子会社化した事例1件の御利用がございます。

株式を対価とする買収については、手元資金の確保とか新規の資金調達という今までの

御議論がございまして、買収資金が高額となるような大規模なM&Aとか、成長期のベンチャー企業によるM&Aなどについて、特に有用だという認識を私どもは持っております。

したがって、個別事案の必要性に応じてこの制度がさらに御活用いただけることを御期待申し上げますが、現実問題としては現状2019年の海外法人を子会社化した事例1件ということでございます。

その上で、株式買取請求権の適用除外について産競法では手当てしているわけですが、これは令和3年度の改正で手当てしたところでございます。

もともと令和3年度の前、従前の制度は、買収会社の反対株主から株式買取請求権を行使された場合に相当に金銭が流出するという懸念がある制度だという御指摘もありました。特に大規模な買収につきましては、株式買取請求権の行使によって資金流出とか、こういったところの財務戦略への影響という具体的な御懸念もお示しいただいたこともありまして、令和3年度に改正を行ったところでございます。

それにつきまして、法制局との議論を経まして、少なくとも市場内取引など会社からの退出とか投下資本の回収の機会を認められる上場会社においては、株式買取請求権の適用対象から外してもよからうということで、令和3年度に株式買取請求権の適用除外が実現されたという経緯でございます。

以上でございます。

○落合座長 ありがとうございます。

堀委員、よろしいでしょうか。

○堀委員 承知しました。

1件ということですので、ぜひ産競法のほうも規制緩和等を御検討いただくのがいいのかなと思いましたが、それではなかなか進まないということであれば、やはり会社法についても検討が必要な時期に来ているのかなと思いました。

○落合座長 ありがとうございます。

では、法務省様、スケジュールとプロセスについてお願いいたします。

○法務省（渡辺参事官） 法務省でございます。

御質問ありがとうございます。

会社法を見直すということになりましたら、法制審議会に諮問して答申を得るというのは必要なプロセスかなと思ってございます。そういったことも含めた今後のスケジュール感につきましては、大変申し訳ございませんが、現時点で明確なものが定められているわけではないということでございます。

現在、我々のほうで有識者の方々との意見交換というか、研究会みたいなものは随時やっておりますが、この問題についてもつい月曜日に意見交換をしたところでございまして、その結果も踏まえて本日この場に臨ませていただいているところです。

そのほかにも、先月御議論いただきました従業員に対する株式無償交付の問題もあったかなと認識しておりまして、そういった会社法にまつわる様々な論点を、仮に次回、次期

会社法の改正をしたらどれぐらいと取り込むべきなのかどうかというところの計画なりを考えなければいけないところもあるかと思っておりますし、特にこの問題につきましては、我々も先ほど来申し上げているとおりに重く受け止めているところではございますが、どういう形のアプローチがいいのかというところは、有識者の方々とも論点整理をしっかりとした上で進めていかないとまずい論点かなと思っておりますので、そういったなかなか難しいプロセスなりはあるかなと思っておりますけれども、スピード感を持って進めていきたいなと思っておりますのでございます。

以上です。

○堀委員 しっかり御議論いただくのも大変ありがたいのですが、スタートアップや事業成長していきたいという会社は待たなしの状況だと思いますので、できる限り早い法制化を含めた御検討で、大きな玉、先ほどの現物出資制度をどうするのは時間がかかるみたいな論点があるようであれば、先にできることからやっていただきたいというのをお願いでございます。意見まで、申し上げます。

○落合座長 ありがとうございます。

そのほか御発言を求められる方はおられますでしょうか。よろしいでしょうか。

では、本日の議論はここまでといたします。

本日は、株対価M&Aの活用促進について御議論をいただきました。議論を踏まえ、法務省に御検討いただきたい内容を申し上げます。

株式を買収対価にすれば、手元のキャッシュが十分でなくともM&Aを仕掛けることができます。株対価M&Aは、例えばスタートアップが自分より大きい会社を買う、グローバル企業同士の大規模M&Aといった、今まで国内では必ずしも多くなかった挑戦的・戦略的なM&Aの一手段となる可能性がございます。

本日の議論の中では、産業競争力強化法ではどうしても実現ができない部分とか、日本全国で広く利用できるよという観点の御指摘もあったことも踏まえ、会社法における検討を進めていただくことが重要であると考えております。

法務省におかれては、こういった株対価M&Aの意義を踏まえまして、株式交付制度について、使い勝手の向上に向けて、買収会社が上場会社の場合に株式買取請求権を撤廃する。外国会社を買収する場合も利用可能とする。買収対象会社を子会社化する場合のみ認められているところではありますが、既存子会社をさらに株式を取得するという場合、また実質的に支配関係の認められる連結子会社化の場合などにも利用可能とする。

さらに、買収対価が株式のみである場合、買収会社の債権者保護手続が不要になりますが、株式と金銭を組み合わせたような混合対価の場合にも債権者保護手続を撤廃するなどの内容について、会社法の改正について御検討をよろしくお願いいたします。

法務省におかれましては、いずれの御検討についても迅速に開始し、令和6年度の早い段階には結論を得ていただきたいと思っております。

一方で、先ほど御説明もありましたが、法制審議会でのプロセスも必要ということであ

りますので、結論が得られ次第、法制審議会への諮問を行うなど、速やかな措置を進めていただくようお願いをいたします。迅速な結論が出されるように、様々な理論的な論点というのはあろうかとは思いますが、スピード感を持った検討という点についても考慮して議論を進めていただきたいと思います。

補足となりますが、この改革による直接的な効果の一つとして、スタートアップのエグジットの多様化に加えて、成長したスタートアップを含む日本の会社が外国の会社を買収しやすくなるということがございます。

一方で、関連して申し上げますれば、日本経済全体で見た場合に、スタートアップを含めて日本の会社への投資を増やすことも重要なのですが、現在、日本において対内直接投資が対外直接投資に比して小さいということも積年の課題になっているという状況がございます。

当ワーキング・グループにおいては、海外企業人材の活躍に資する在留資格等の見直しを含め、対内直接投資の促進に向けた各種規制改革にも取り組んでおりまして、本件に限らず、スタートアップに関する規制改革の議論を一層進めていくことが必要であると考えております。

本日は、株式会社ビザスク、武井一浩弁護士、水島淳弁護士、法務省、経済産業省の御出席の皆様には、御説明及び質疑応答に御対応いただき、誠にありがとうございました。

議題1で御出席の皆様は、これにて御退出をいただいて構いません。委員・専門委員はこのままお待ちください。

(議題1関係者退室)

○落合座長 次に、議題2「規制改革ホットライン処理方針」について議論をしたいと思っております。

こちらは、事務局から御説明をお願いいたします。

○幕内参事官 それでは御説明いたします。

今回、規制改革ホットラインに提出された提案のうち、令和5年7月13日から11月15日までに各府省から回答が得られたスタートアップ・投資ワーキング・グループに関する提案につきまして、資料4のとおり処理方針案を作成しております。

こちらの方針案につきまして、本ワーキング・グループにおいて御決定をいただきたいと思いますと考えております。

なお、本処理方針案につきましては、各委員・専門委員において議決等に参加されないこと事務局に御連絡をいただいたものについては、それを前提に決議を行うこととなります。

今回、処理方針を決定いただく事項は、今投映されております資料4にある6件です。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

ただいまの事務局説明及び資料4の規制改革ホットライン処理方針について、皆さん、いかがでしょうか。よろしいでしょうか。

(「異議なし」との声あり)

○落合座長 それでは、規制改革ホットライン処理方針につきましては、資料4のとおり決定したいと思います。

以上で議事は全て終了しましたので、本日のワーキング・グループを終わります。次回の日程につきましては、事務局から追って御連絡をいたします。

速記、ウェブ配信はここで止めてください。