

## ストック・カレンシー（株式交換）に関する 米国の対日圧力\*

本 山 美 彦

### はじめに

【WEDGE】2003年9月号に、「これじゃまるで植民地、日本は米国の51番目の州となるか——対日投資の呼び込みが『安値買い』を加速する」という衝撃的なタイトルの解説記事が掲載された（WEDGE編集部 [2003]）。

2003年5月22～23日（現地時間）、米テキサス州クロフォードのブッシュ牧場で、ブッシュ vs 小泉純一郎の日米両首脳が会談した。会談後直ちに、USTR（米通商代表部）のゼーリック代表は、日本の市場開放努力と規制緩和の進展を米政府として歓迎しているとの新聞発表をした<sup>1)</sup>。ヤイター、ヒルズ、

---

\* 中野一新教授は、学生時代から一貫して私にとっての指針そのものであった。感謝の念を込めて本稿を同教授に捧げる。

1) USTR は、ブッシュと小泉との会談直後に新聞発表を流した。その発表は、2003年5月27日付ホーム・ページに記事として再録された。そのタイトルは、「ゼーリックは、日本の規制緩和地区（構造特区）の設立を歓迎している」というものであった。その記事の「要約部分」(Summary)を紹介する。

「米国は、日本が自国経済を活性化させ、米国企業に日本市場をさらに開放すべく、日本に100を超す規制緩和地区を設定や他の規制緩和政策を採用したことを歓迎する、とUSTRのロバート・ゼーリックは語った。ゼーリックの5月23日の談話は、『思い切った構造改革と規制改革が、日本を長期的な成長に復帰させるために必要なことである』というものであった。彼の談話は、『日米規制改革と競争政策イニシアティブ』(the U.S.-Japan Regulatory Reform and Competition Policy Initiative)の枠組みの下、日米の政府機関によって作成された『指導者たちに捧げられた第2番目の報告』の内容を踏まえたものである。この促進策（イニシアティブ）を作成するために米国政府を代表したのがUSTRであり、日本政府を代表したのが経済産業省であった。『通信、情報技術、エネルギーといったキーとなる分野でこの報告に盛り込まれた改革が、日本の生産性を向上させ、雇用を生み出し、競争力を改善させ、経済を浮揚させることになる』と彼は続けた」。

この報告書は、ブッシュ・小泉会談の合意を示すものとして発表されたものであるが、ゼーノ

カンターといった歴代の USTR 代表たちが、日本叩きで勇猛ぶりを示していたことを思えば<sup>2)</sup>、ゼーリックの褒め言葉は、同誌が指摘するように、「腰を抜かすような対日称賛」(WEDGE 編集部 [2003] 14 ページ)であった。この会

リックは、さらに裏話めいた発言も行っている。2003年初めに来日した彼は、日本で構造特区がまだ法制化されていない段階で、構造特区を官僚と議論し、まず地方で規制緩和を促し、次第に全国的規模にすることを考えたという。2003年4月に小泉首相は、57の特区を設立し、5月23日さらに60か所を追加した (<http://www.uspolicy.be/Issues/WTO/japan.052703.htm>)。

2) ヤイター、ヒルズ、カンターと続いた USTR 代表は、例外なくベクテル (Bechtel) 社に便宜を図った人たちである。ヤイターは、露骨なベクテルの走狗となった。関西国際空港建設が始まろうという矢先の1986年、USTR のヤイター代表は、日本の運輸大臣宛に書簡を送った。それは、関西国際空港プロジェクトの調達で国際入札を求めるものであった。その1通の書簡が、日米建設交渉の嚆矢であり、建設市場の内なる国際化の始まりを告げるものであった。関西国際空港、東京湾アクアライン、明石海峡大橋、等々の日本国内の大型プロジェクトへの参入許可を米国は強硬に迫り、それに折れた日本政府は、公共投資基本計画の見直しを行った。1993年12月には、当時の GATT での政府調達協定が結ばれ、今日では一定規模以上の政府調達案件について WTO 加盟国にオープンになっている。日米間では、1994年1月の「公共事業の入札・契約手続きの改善に関する行動計画」に係るレビューが現在まで継続的に行われてきている(社団法人・日本土木工業協会「建設産業の未来示す土.T協ビジョン」『建設業界』; <http://www.dokokyo.or.jp/ce/kikanshi9905/tokushu/04.htm>)。この関西国際空港への参入を協力に迫ったのがベクテルなのである (<http://www.dokokyo.or.jp/kikanshibk/kikanshi0305/aruku2.htm>)。

ヒルズは、日本に「構造障壁協議」(SII) を仕掛けた人である。1989～1993年の彼女の USTR 代表の任期中、日本に個別品目の輸入目標数値の明確化を迫り、日本政府を振り回した。個別品目の輸入増加圧力で令名を馳せた同氏であるが、歴史的には日本のコンピュータの OS であるトロン (TRON) を潰した役割が重大である。米国にとっての最大の脅威であったコンピュータ OS の TRON の採用を日本のメーカーに断念させたヒルズは、政界引退後にベクテル理事、AT&T 理事に就任した ([http://www.commercialdiplomacy.org/whowe/trustees\\_bio.htm](http://www.commercialdiplomacy.org/whowe/trustees_bio.htm))。

カンターは、日米自動車・同部品分野の協議に関連して、米通商法301条に基づく対日制裁リストを公表した。日本から輸出される高級車の13種のモデルに100%の関税を掛けた。USTR が挙げた被害額は、94年時点です約59億ドルであり (1ドル100円で換算して5900億円)、その金額は、日本の補修部品市場に参入しようとした米国補修部品が、「障害」により受けた被害額であることされた。59億ドル (約5900億円) の被害と言え、日本の重要保安部品の年間総市場の3年分以上であった (白柳孝夫; [http://www.jidoshashinbun.co.jp/im/im95\\_5.html](http://www.jidoshashinbun.co.jp/im/im95_5.html))。

カンターは、USTR 代表を1993～1996年にわたって経験した後、クリントン政権の第31代商務長官を勤めた ([http://www.commercialdiplomacy.org/whowe/trustees\\_bio.htm](http://www.commercialdiplomacy.org/whowe/trustees_bio.htm))。商務長官時代にベクテル社との関係を強めている。1996年6月カンター商務長官は、通商使節を率いてボスニアとクロアチアに乗り込んだ際、ベクテル社員を同行させた。この年、5月3日～8月23日にかけてベクテル社は、カンターの所属政党である民主党に対して、それまでの過去5年間の合計を12万5000ドルも上回る献金をした。その2年後、職務上彼が理事を勤めていた「米輸出入銀行」は、クロアチア北部国境からザグレブを通過してボスニア＝ヘルツェゴビナに至る72マイルの高速道路建設を受注したベクテル社に対して、2.5億ドルの債務保証を与えた (<http://www.corpwatch.org/issues/PLD.jsp?articleid=6548>)。

談は、米国にとって極めて満足の行くものであったのだろう。事実、同誌が驚愕の想いで語っているように、ブッシュ・小泉会談前に合意文書として発表された『2003年日米投資イニシアティブ報告書』（第2回報告）は、「これじゃまるで植民地」ではないかという溜息が出る内容のものであった。

『WEDGE』は言う。「同報告書では米国側の要望事項を列記してある。いずれも具体的で『安値買い』の意欲が伝わってくる」。つまり、日本の資産を破格の安さで米国資本が買えるように日本経済を「構造改革」することの必要性が同報告書には謳われているのである。曰く、「国際的な株式交換を促す制度の整備」。これは、「日本に比べて株価水準の高い米企業が、キャッシュ（現金）を使わず自らの株式を出資することで、日本での企業買収や資本参加を可能にすることを狙っている。株式がキャッシュ代わりになる米国の錬金術を日本でもフル活用しようという意図が透けてみえる」。曰く、「教育・医療サービス分野への外国投資の促進」。これも、「小泉内閣の規制緩和の重点分野とピッタリと重なる」。曰く、「雇用の流動化の促進」。これは、「いつでも雇え、好きなときにリストラできる企業経営にとって都合の良い雇用環境を求めている」。「小泉改革が対日投資戦略の意のままになると判断したからこそ、USTR代表が日本の市場開放を『絶賛』した」のである。（WEDGE編集部 [2003] 14ページ）

本稿は、2003年時点で過去2回発表された『日米投資イニシアティブ報告書』（2002年第1回報告、2003年第2回報告）に盛り込まれた米国の要求を検討することによって、米国が、いかに株式交換（ストック・カレンシー）を日本企業へのM&Aの手段として重視し、日本政府がいかに唯々諾々としてその要求に従っているかを検証する。

## I 『2002年日米投資イニシアティブ報告書』（第1回報告）

1993年に「日米包括協議」<sup>3)</sup>の設置が日米首脳会談で合意され、その一貫とし

3) 1993年7月（クリントン大統領 vs 宮沢喜一首相）から94年9月（クリントン大統領 vs 村ノ

で日本側からは当時の通産省が、米国側からは国務省が、それぞれ担当する「投資・企業関係ワーキング・グループ」が作られた。同年11月の第1回会合の後、1995年6月まで7回の会合が重ねられ、基本的な合意が1995年に出され、1999年5月、日米首脳会談（クリントン大統領 vs 小淵恵三首相）の席でその点を確認する『フォローアップ報告書』が提出された。このワーキング・グループはかなり頻繁に会合を持ち、2001年6月30日、「成長のための日米経済パートナーシップ」委員会の設立が合意された（ブッシュ大統領 vs 小泉純一郎首相）。これに伴い、「投資・企業関係ワーキング・グループ」は発展的に解消された。「成長のための日米パートナーシップ」の具体的な会合の名称が「日米投資イニシアティブ」である。

日米の各地で開催される会談では、コーポレート・ガバナンス、会計監査制度、M&A、労働の流動化、土地の流動化が主たる議題であった。

そして、2002年6月、最初の『2002年日米投資イニシアティブ報告書』が作成された。

報告書の要旨には以下のことが掲げられていた（経済産業省 [2002] 4 ページ）。① 日本経済再生のためには海外からの対日直接投資が促進されなければならない。② 外国企業が日本経済に実質的な影響を与えることができるように、日本では、企業が米国型コーポレート・ガバナンス制度の選択が可能な会社法の改正が行われた。③ 「透明な会計手続き、ストック・オプションの自由化、労働の流動化、土地の流動化、等々における進展は、国内外の投資を容易にし、生産性と成長を促進して行く助けとなろう」。④ M&A を行い難くしている規制を取り除く（同上書）。

＼山富一）にかけて行われた日米包括協議は、日本の経常黒字削減の数値目標を要求する米国と、それは管理貿易につながるものとして拒絶した日本とが激しく対立した交渉であった。94年2月、日米首脳会談（クリントン大統領 vs 細川護熙首相）が決裂して、再開の日処が立たないという局面さえ招いた。細川政権という非自民政権の誕生（1993年8月）により、戦後初めて日本が米国に対して「ノー」と言ったのである。ぎくしゃくしていた日米関係が修復に向かったのは、94年6月自社連立政権（村山富市首相）が成立してからである（吉崎達彦「日米包括協議：政官財トライアングルと対米政策決定過程」；<http://research.php.co.jp/field/kokusai/gaiko/9.html>）は、この「日米包括協議」が戦後日本の政策決定過程を決定的に変えたと言う）。

1992年、「外国為替及び外国貿易管理法」の改正が行われ、外国人の直接投資は認可制から原則事後報告制に改められた。1994年には首相を長とする対日投資会議が設置され、それ以降、外国人の直接投資が日本に本格的に流入し始めた。日本からの海外直接投資と日本への対内直接投資の比率は、1997年の10：1から2000年の1.4：1にまで縮小した（同上書、7ページ）。

実際、同報告が出される2002年まで、日本における外資導入規制緩和政策は着実に進行してきた。① 1998年金融ビッグバン開始。② 1998年7月、KDD法廃止、同社への外資参入規制の撤廃。③ 2001年NTT法改正、同社への外資比率規制が5分の1から3分の1未満へと外資参入の緩和。④ 2000年大店法廃止。⑤ 1997年12月、純粋持株会社禁止解除。⑥ 1997年10月、合併手続簡素化。⑦ 1999年10月、株式移転制度新設、みずほ銀行、UFJ銀行などが利用。⑧ 1999年10月、株式交換制度設置、既存の会社間で100%親子会社関係を作る制度。ソニー、ソフトバンクが利用。⑨ 2000年4月、民事再生法成立、迅速な処理を可能とする再生法。⑩ 2001年4月、会社分割制度創設。会社がその営業の全部または一部を他の会社に継承させ、継承する会社が対価としての株式発行認可。⑪ 2002年、ストック・オプション制度の自由化。付与対象者、付与株式数の制限を撤廃。⑫ 2002年、商法改正により、日本の会社が米国型のコーポレート・ガバナンスのシステムを選択する余地拡大。⑬ 2001年3月、売買目的の時価会計に対して時価会計。同じく、退職給付債務・年金資産の時価評価。2002年3月、持合株式などのその他有価証券の時価会計。⑭ 2001年10月、確定拠出年金制度の導入。⑮ 1999年12月、労働者派遣法の派遣業務の対象範囲の原則自由化。⑯ 1999年4月、一部業務の有期雇用契約の期間延長。⑰ 1998年9月、SPC法<sup>4)</sup>。不動産や指名金銭債権等の証券化の促進。以上の

4) 「SPC」とは「特別目的会社」(Special Purpose Company) のことで、特定の資産を担保にした証券の発行など、限定された目的のために設立される会社のことである。ただし、同じ「Special Purpose Company」という用語が使用されているが、日本では、「特別目的会社」と「特定目的会社」という2つの呼称があり、両者は区別されている。一般的に「特別目的会社」と言うとき、SPC法と関係なく通常の株式会社や有限会社を現行法の枠内で不動産の証券化などに対応させたものであり、「特定目的会社」は、SPC法によって設立される特別な会社を指す。現ノ

経緯を見る限り、米国の対日投資増大策とは、即ち、株式交換による M&A を容易にする施策であったことが分かる。

米国式コーポレート・ガバナンスがなぜ、株式交換を促進するのかと言えば、従来の日本型取締役会を執行委員会と監視機関とに分け、執行委員会が、取締役会や株主総会の議を経ることなく、迅速に新株発行ができるようにするのが、米国企業的方式だからである。M&A でもっとも重要なことは、タイミングとその時点で自社株の株価水準である。企業の経営執行機関に株高のインセンティブを与えつつ、迅速にして積極果敢に M&A を実施できる体制が米国式コーポレート・ガバナンスなのである。このように考えると、米国が日本企業の取締役会の変更を執拗に迫る理由の一端が理解できるだろう。

日本経済で外資導入が進んだ背景には、日本経済を取り巻く環境が大きく変わったからであると同報告書は指摘し、その変化を以下の5つに見る。① 従来の系列関係を越えた取引関係の構築がなければグローバルな競争に打ち勝てなくなったことから、よりオープンになったネット・ワーク市場が外国企業の日本経済への参入機会を増やしている。② 銀行が企業のメイン・バンクとしての機能を失い、それに代わってリスク・キャピタルを供与してくれる外国人の直接投資への期待が日本企業において高まった。③ 日本政府の「経済構造改革」が進んだ。ここで「経済構造改革」というのは、通信・金融・流通などの規制緩和のことであり、今後さらに、医療・福祉・保育・人材・教育・環

境では、単に SPC と言えば SPC 法に基づき設立された会社を言うようになっていて、SPC は「特定目的会社」と呼ぶ方が良いであろう。

SPC は、安定した利益が期待できる資産を持つ企業が、それを元に資金を調達しようとした時に、その資産の活用という限定した目的のために設立するペーパー・カンパニー的なものである。資産をその保有企業と切り離し、安全性の高い購入しやすい商品（証券）として小口化して販売することで、不動産などの資産の流動化を図ろうとするのが、SPC 法である。

SPC 法は、1998年に施行された「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」とその整備法を合わせた通称である。同法により、特定目的会社（SPC）を活用して資産の流動化を行う制度が創設された。しかし、この時点での特定目的会社は、設立手続きが厳しく使い勝手は悪かった。企業側はこの法律によらないで独自に「特別目的会社」を設立して対応していることが多かった。そこで同法は、2000年に「資産の流動化に関する法律」として改正され、SPC が比較的簡易に設立できるようになった（朝日監査法人「ビジネス・キーワード」による：[http://www.asahiaudit.or.jp/b\\_info/keyword/spc.html](http://www.asahiaudit.or.jp/b_info/keyword/spc.html)）。

境・都市再生の分野での規制緩和が期待される。④ 日本のカルチャーが外資を受け入れることを拒否しなくなった。M&A 自体が、かつてのような短期的利益追求型から中長期的視点から行われるようになってきたことの理解が広まったからである。その上で、果敢なリストラを断行するためには外資と提携した方が良いとした日本の経営者の意識改革がある。この点について、同報告書は次のように表現している。「過去の経営の失敗や負債のために思い切ったリストラを必要とする企業の多くは、外国のパートナーの支援も視野に入れるようになっている。より生産性を向上させ競争力を高めていこうとする企業にとって、外国直接投資は切り札とみられるようになっている」。⑤ 金融・通信・小売・石油化学・自動車・医薬品などの分野でグローバルな企業提携が進んだ（同上書、11ページ）。

企業合併にあたっては、「株式交換」が多用されるようになったが、2002年の段階では、報告書はさりげなく株式交換を次のように説明している。「大企業にとって、合併はしばしば現金支払に代わって株式交換を通して行われる（筆者注：本稿が株式交換をストック・カレンシーと名付けるのは、株式が現金の役割をはたすからである）。グローバルな地位を目指してこのようなツールを活用しようとしている企業が増えている」（同上書、11ページ）。2002年の『第1回報告』では、このように、事実経過の形で説明されていたが、後述するように、2002年の『第2回報告』では、企業合同に際して、「株式交換」がより多く活用されるべきだとの要望が米国側から強く出され、日本側はそれを肯定的に受け止めている。

## II 2002年報告に盛られた日本側の約束

日本で改革の進展のあった分野と、今後重点的に取り組む課題を、報告書では独立した節を設けて説明している。

改革の進捗があった分野として、日本側は、真っ先に米国式コーポレート・ガバナンスの採用ができるように法改正を行ったことを挙げている。同報告は、

会社の取締役会の中に3つの委員会、つまり、指名委員会、報酬委員会、監査委員会を設け、さらに社外取締役が過半数になるように誘導すべく、会社法の改正案が2002年5月22日、国会を通過し、2003年4月に実施する方針であることを誇らしげに謳った（経済産業省 [2002] 18ページ）。

ストック・オプションについても顕著な進捗があったとされる。2002年、ストック・オプションを付与する対象者を自社の取締役と従業員に限るとしていた制限を撤廃した上で、ストック・オプションによって付与できる株式数の制限も大幅に緩和した。それまでは、ストック・オプションの対象となる株式の上限数は、発行済株式総数の10分の1であったが、それを授權資本<sup>5)</sup>の範囲内にまで広げた。企業内部の人間だけではなく、外部の人間にも対象者を増やしたストック・オプションは、株価高による M&A に邁進する米国式企業合併体制を大きく刺激するはずである。日本企業を買収したい米国の企業こそが、もっとも法体系の改訂に喜んでいるのであろう。同報告書は、米国の顔色を気にする、悲しくなるような文言でストック・オプションの法的改正について述べている。「こうした改正は同イニシアティブにおいて歓迎された。米国政府は、この変化のインパクトに関心も持って見守り続けていくことを強調した」（同上書、18ページ）。

会計制度の改正も、進捗のあった分野とされている。「日本における会計基準の改正は、国際的な基準との調和を目指し、これまで相当なスピードをもって進められてきていた」（同上書、18ページ）との説明の後、① 連結ベースを中心とした開示、② 金融商品の時価開示、③ 税効果会計の導入、④ 退職金給付会計の導入、⑤ 販売用不動産の強制評価減の厳格化、⑥ クロス (cross) 取引<sup>6)</sup>

5) 「授權資本」とは、株式会社の定款に定められた発行済株式総数のこと。授權資本の範囲内で株式を新たに発行する場合は、取締役会の決議のみで可能である。授權資本の株数を「授權株式数」と言い、その株数を何株にするのかは株主総会において決定される。また、新たに授權株式数を増やす場合も、株主総会の決議に基づいて、定款を変更する必要がある。なお、無額面株式の場合は、発行できる資本金額があらかじめ定められないため、授權資本は金額ではなく、株式数で表示される。

6) 「クロス取引」とは、1つの証券会社が、同一銘柄について同量の売り注文と買い注文を取引所に提出し、商いを成立させる取引のことである。以前は売り買いそれぞれの注文を取引所に

の禁止等の規制整備、等々が列挙された。もっと推し進めるべき課題として、減損会計、企業結合会計が掲げられ、① 減損会計制度については、企業会計審議会の審議を経て2002年4月にが草案ができ、2005年度から実施の予定であり、② 企業結合会計についてはパーチェス法とプーリング法に関する審議を継続中である<sup>7)</sup>。③ 2001年7月、民間ベースの会計基準委員会が設立され、自己株式の取扱、処分に係わる会計基準が作成中である。④ 2002年1月、監査基準の改定があり、ゴーイング・コンサーン<sup>8)</sup>、不正発見の姿勢の評価を明示的に盛り込む国際的な基準に合わせるべく、2003年3月期決算から導入予定と

＼出さないで売買を成立させるバイカイという方法が認められていたが、これは呑み（ノミ）行為に該当する恐れが強く、また市場集中原則にも反することから1967年10月に禁止された。クロス取引はバイカイに代えて行われるようになった取引方法となった。結果的に顧客の注文に証券会社自身（自己）の注文をつけ併せることになる場合があるものの、売買注文が実質的に市場に出されていることで先のバイカイとは大きく異なる（[http://www.nomura.co.jp/terms/ka\\_gyo/kurosu.html](http://www.nomura.co.jp/terms/ka_gyo/kurosu.html)）。

7) 「企業結合会計」とは、合併や買収さらには企業分割（分社化）といった、企業組織の枠組みを変えるような出来事を処理する会計手続である。今日までこの分野に関するまとまった会計基準は設定されておらず、会計基準の真空地帯とも言える分野であった（[http://www.w-seminar.co.jp/boki/bk/bk8\\_ka.html](http://www.w-seminar.co.jp/boki/bk/bk8_ka.html)）。企業結合会計には、主に「パーチェス（purchase）法」と「持分プーリング（pooling of Interest Method）法」の2つの会計処理がある。パーチェス法は、取得した資産・負債は時価で受け入れ、「のれん」（又は負の「のれん」）は20年以内に定期的に償却する方法。プーリング法は、結合時の企業の資産、負債及び資本の簿価を引き継ぐ方法である。国際的には、パーチェス法に一本化するという流れだが、現行の実務上では、日本の場合、ほとんどが持分プーリング法を適用している。したがって、日本の企業結合会計における最大の論点は、パーチェス法に加え、持分プーリング法を認めるかどうかという点ということになる。

企業会計審議会（会長：加古宜士早稲田大学教授）は2003年8月1日、「企業結合に係る会計基準の設定に関する意見書」の公開草案を金融庁のホームページ上で公表した。それによると、企業側の意向を配慮し、パーチェス法を原則としつつも、持分プーリング法も認めている。ただし、持分プーリング法の乱用を防ぐため、① 結合の対価が議決権普通株式である、② 結合後の議決権比率が50：50のほほ上下5%以内、③ 役員数など、一定の要件を満たした場合に限り、持分プーリング法を認めた。この制度は、2006年4月1日以降開始事業年度から適用される（<http://www.e-tohmatu.com/members/sprp/news/news257.shtml>）。

8) 「ゴーイング・コンサーン」は、財務諸表を作成する上で企業が継続して事業活動を行うことを前提に期間配分等を行うという意味で用いられる言葉である。企業が永続的に続くことを前提に財務諸表は作成されている。しかし、山一証券の破綻など、公認会計士の監査報告書が適正だとされていたのに、企業が倒産する例が多くなった。このため、金融庁に設置されている企業会計審議会では、将来的に企業が何らかの要因により破綻することが考えられる場合には、「企業の継続能力に疑いあり」との一文を明記すべきという方向で検討が行われている。これがゴーイング・コンサーン問題と言われるものである（ビジネスメールUP<sup>1)</sup>、221号、2001年11月7日；<http://www.lotus21.co.jp/data/column/conveni/011107c.htm>）。

された。

以上の点についても、米国側の顔色を窺う文言が付加されている。

「本イニシアティブ（筆者注：この報告作成の検討会）はこれら改正によって透明性が増していることを歓迎した。米国政府は、会計基準と新しい制度の実施の進展について引き続き関心を持ってレビューしていくと述べた」（同上書、19ページ）。

重要な関心項目として土地の流動化と地価の透明性が挙げられている。① 2001年9月、不動産投資信託証券（REIT）<sup>9)</sup>が初上場され、2002年5月時点で3銘柄が東京証券取引所で取引されている。不動産を流動化させようとするのがこの制度である。② 不動産価格の透明性を確保すべく、不動産投資信託が適正価格で取引されているかどうかを監視する公正な第三者の調査を公表することが義務づけられるようになった。③ そのさい、利害関係者間の取引は禁止される（利益相反問題）<sup>10)</sup>。

9) 「不動産投資信託証券」(REIT=Real Estate Investment Trust) は、多数の投資家から資金を集めて「不動産」を購入し、そこから生じる賃料や売却益を投資家に配当（正確には分配）する商品である。投資家には投資証券（株券に相当するもの）が発行され、「株」と同じように4桁の証券コードが割り当てられていて、東証で売買が可能である（指値注文も成行注文もできる）。このREITの登場により、個人では困難だった不動産投資が、比較的無理のない金額で可能になったと一般には説明されている（東京株式取引所；<http://www.tse.or.jp/cash/reit/>）。

10) 「利益相反」とは忠実義務を負う者が自己や第三者の利益を図り、投資家の利益を損なうことをいう。収益を上げたくてリスクの大きい物件に投資したい金融機関の利益と、安全を求めてその金融機関に預けている預金者との利益が相反する問題をも指す。

1996年11月、橋本首相は、日本の金融制度改革構想を発表した。この金融改革の狙いは、東京の金融・資本市場を、フリー（自由）、フェア（公正）、グローバル（国際的斉合性）な市場に改革し、ニューヨークやロンドンの国際的金融・資本市場に相当する市場に育成しようとするものであった。しかし、ニューヨークやロンドンの国際的市場では、公正取引（フェア・トレード）を保障する厳格なルール（規律）があるのに、東京市場のルールは、まだ不十分なところが多かった。英米市場のフェア・トレードのベースとなっている考えは、「いかにして利益相反を防止するか」ということである。日本では、法体系がドイツ法を中心としていることもあって、利益相反問題は軽視されてきた。これまで、銀行・証券の垣根問題が議論された時は、業態相互の利害と権益の調整という局面が中心であって、同一の業態の中にある利益相反問題をどう解決するかの本質的な議論はまだ行われていなかった（菊地英博「利益相反と金融システム」；<http://www.soc.nii.ac.jp/jsme/kinpdf/kikuchi.PDF>）。

経済企画庁の「平成9年度年度次世界経済報告」第2章「金融制度改革」第2節「業態間競争の激化—業務分野規制の撤廃」でも、投資銀行業務や証券業務を兼業する場合、「利益相反問題」が発生する危険性があるとの指摘がなされ、金融商品の多様化による銀行・証券業務間のグロ

土地問題の項の末尾でもまた、「米国政府は一般的な地価の透明性の必要性について強調した」という文言が鎮座している。

労働の流動化も重要な検討項目とされ、① 移動可能な確定拠出年金が2001年10月に導入、2002年5月時点で81社が採用したことが報告され、「この点で、米国政府は本制度が迅速に利用されていくことが重要であると述べた」と書き添えられた（同上書、19ページ）。② 解雇の基準やルールについては、2001年から厚生労働省の審議会において課題の1つとして検討が進められているとされながらも、気になる文言が付け加えられている。（裁判所の多くの判断は、）「これ自体は解雇を禁止することを意味するものではなく、個々の事例毎に裁判所において取り扱われており、実際に、外資系企業のある部門の撤退に係わる解雇につき、解雇権の濫用に当たらないとした事例もある」（同上書、20ページ）。「労使関係の紛争を防止する観点から、予め明確化していくことが重要である」と、いかにも、雇用の確保に腐心しているかのようなポーズを取りながらも、その実、日本に参入する際に、解雇権を行使したい外資の希望をかなえることを宣言したものとしてこの文言は理解されるべきだろう。

その他、提言されている重要な項目を列挙すれば、① 司法試験合格者数の増加努力、2004年には1500人、2010年には3000人を目指す。そのために、法科大学院を法曹養成制度の整備を行う。② 公認会計士の数も増やす。③ 2002年3月に設置された司法制度改革推進本部は、弁護士と外国法律事務所との提携・協同を推進させるべく法案作りに取り組んでいる。「米国政府は、弁護士

、レーゾン拡大から、そもそも規制の効力に疑問が持たれ、これまでこの法規制を採用してきた国々においてその見直しが進んでいる、と説明されている（[http://wp.cao.go.jp/zenbun/sekai/wp\\_we97/wp\\_we97\\_00302.html](http://wp.cao.go.jp/zenbun/sekai/wp_we97/wp_we97_00302.html)）。

不動産関連におけるこの問題は以下のようなようになる。これまで、不動産事業者は、自己勘定で不動産運用を行う投資家でもあったため、利益相反は生じなかった。しかし、第3者の投資家に収益を分配する証券化の仕組みができてしまうと、元の不動産所有者や不動産事業者、運用者と、投資家の利害が一致なくなる場面が少なくない。とくに、会社型不動産投信では運用を外部に委ねるシステムのため、運用会社（投信委託業者）、あるいは運用会社の株主などの利害関係人が投資家に対して、利益相反行為を行うリスクが大きいとされる（【日経新聞】「不動産投資信託ABC」；[http://www.nikkei.co.jp/money2/abc/abc3\\_7.html](http://www.nikkei.co.jp/money2/abc/abc3_7.html)）。

と外国法律事務所間の提携の自由化を増進するさらなる取り組みを奨励した」(同上書, 20ページ)。

もっとも米国によって重視されていた、「国境を越える株式交換を通じたクロスボーダー M&A」の件について、先述のように、2002年段階では日本側はまだ腰が引けていた。極めて重要な箇所なので、そのまま引用する。

「米国政府は、M&A は最近の日本にとって最も重要な投資上の課題の1つとなっており、現在日本国内で認められている株式交換制度の外国企業への適用等による国境を越える株式交換、現金による合併対価支払、簡易合併などのスキーズアウト<sup>11)</sup>のような幅広い M&A 手法を認めるための取り組みの必要性を述べた。これに対して、日本政府からは、実務のニーズについては必要なものはできるだけ変えていくという姿勢は持っている。しかしながら、商法の全面的な見直し作業を継続してきたところ、法律上の連続性を考える必要があること、他国の法制度の概念など十分検討すべき法的論点も多く残っていることから、引き続き検討を進めていきたいとの考えが示された」(同上書, 21ページ)

ただし、後述するように、『2003年日米投資イニシアティブ報告書』では、米国の主張を全面的に受容することになる。

### III 『2003年日米投資イニシアティブ報告書』(第2回報告)に見る クロスオーバー M&A

2003年5月の日米首脳会談(ブッシュ大統領 vs 小泉首相)に先立って、『第2回報告』が両首脳に報告された。「日米投資イニシアティブ」の米国側議長は、ラーソン国務次官、日本側は佐野忠克経済産業審議官であった。

まず、この『第2回報告』の要旨で、小泉首相が今後5年間で対日直接投資

11) 「スキーズ・アウト」(Squeeze-out)とは、M&Aに当たって、合併賛成派の株主が多数を占めると、合併に反対する少数株主が多数派に従うように取り決められたM&A方式である(Keamillar, *Business Notes*, May 2003; <http://www.keamillar.com/pubs/Bus0503.pdf>)。

残高を倍増すると表明し、そのための施策の最重点事項が、クロスボーダーの株式交換への参加を外国企業にも認める法律を導入することであると日本側は強調した<sup>12)</sup>。つまり、『第1回報告』にはあった、株式交換による M&A 促進への逡巡を日本が払拭してしまったことをこれは意味している。

『第2回報告』は、2001年末の日米間と米 EU 間の外国人直接投資残高額を比較して、数値面において、前者が、後者の6.5分の1しかないことを批判している。また、米国から EU への直接投資残高と、反対に EU から米国への直接投資残高とを比較すれば、両者はほぼ均衡していて、前者対後者が1:1.3であるのに対して、米国から日本への直接投資残高対日本から米国への直接投資残高が1:2.5と、米 EU 間に比べてあまりにも米国から日本への直接投資額残高が少なすぎることに不満を表明している。

米国から日本への直接投資残高は6408億1700万ドル、EU から米国へ額は883億100万ドル、米国から日本へはわずか641億300万ドル、日本から米国へは1589億8800万ドルであった（経済産業省 [2003] 2 ページ）。

現時点での日本への外国人の直接投資額（年々のフロー・ベース）は小さいが、それでも、1997年から急増している。1990年から2002年までの歴年の額が同報告で示されている。90年（2615億円）、91年（1730億円）、92年（3490億円）、93年（234億円）、94年903億円）、95年（39億円）、96年（248億円）、97年（3901億円）、98年（4179億円）、99年（1兆4513億円）、2000年（8969億円）、

12) 「クロスボーダー株式交換」(crossboarder stock exchange)とは文字通り、国境を越えた会社や個人間での株式交換のことである。2002年11月14日、ワシントンで開催された「官民会議フォローアップ会合・日民間参加者によるステートメント(要旨)」では、以下のようにこのクロスオーバー株式交換の促進が要求された。「(起業家精神の促進) 日米間の FDI (外国直接投資) 促進は、依然として経済再生の重要な要素である。日本においては、ビジネスの高コストは最大の投資阻害要因である。日本でスタートアップを促進するためには、ビジネス・コストを下げるという観点から、不動産、運輸、流通、エネルギーといった分野で規制緩和が加速されることが不可欠である。『規制改革イニシアティブ』の取り組みを含め、これらの分野での規制緩和が着実かつスピーディに実行されることを求める。我々は日本政府に対し、外国企業がより容易に対日投資を行えるよう、無税のクロスボーダー株式交換等の合併を可能とすべく商法と税法を改正することをエンカレッジする」([http://www.meti.go.jp/policy/trade\\_policy/n.america/us/html/kanmin021114\\_statement\\_j.html](http://www.meti.go.jp/policy/trade_policy/n.america/us/html/kanmin021114_statement_j.html))。

01年(7585億円)、02年(1兆1694億円)であった(同上書、2ページ)。この数値を見るかぎり、米国に執拗な日本市場開放要求は一定程度の効果を発揮しているようにも思えるが、まだまだEUと比較して10分の1以下の規模でしかないのである。

『第2回報告』は、「対内直接投資実績指数」と「対内直接投資潜在力指数」という概念を持ち出し、後者に比べて前者が著しく小さい日本は、外国人の直接投資に対して閉鎖的であるとしている。この指数は、UNCTAD、*World Investment Report 2002* が作成したものである。① ある国の対内直接投資額が世界の対内直接投資額に占める割合、② その国のGDPが世界のGDPに占める割合、を計算し、①/②の数値を「対内直接投資実績指数」という。さらに、8つの指標面で、世界における順位を指数化したものを「対内直接投資潜在力指数」という。ここでいう8つの指標とは、③ 1人当たりGDP、④ GDP成長率、⑤ GDPに占める輸出の割合、⑥ 千人当たりの電話回線数、⑦ 1人当たりの商業エネルギー使用数、⑧ 国民所得に占めるR&D支出の割合、⑨ 総人口に占める高等教育における学生の割合、⑩ 政治・商業的コントリリー・リスク、等々である。日本の「対内直接投資実績指数」は、数値化された世界140か国中第131位でしかなかった。それに対して、「対内直接投資潜在力指数」については、日本は第14位と両指数間に著しい不均衡があったと批判されている(同上書、5ページ、注3)。

『第2回報告』では、対内直接投資と、外国人による国内企業のM&Aとが、ほぼ同義として扱われている。そして、この数年間の間に、投資の最大の手段であるM&Aを行い易い環境が、以下のように日本に生じていることを、同報告は歓迎している。まず、① 電気通信・エネルギー分野で規制緩和が進んだ結果、事業インフラのコストが大幅に低下していること、② 金利が史上最低のために安価な資金調達が可能となっていること、③ 6大都市の商業地の地価がバブル時(1990年)の約6分の1になっていること、④ 商法、企業会計原則、労働法制面においてM&A関連の整備が進んでいること、⑤ 株価も

日経平均で見ると1989年のピーク時の20%程度にまで下がっていること、等々がそれである（同上書、5ページ）。

「国境を越える株式交換」について、同報告は以下のように述べている。「本件は、前回の投資イニシアティブにおいて米国側の最大関心事項の1つとして提起され、今回の投資イニシアティブにおいても、日本における産業のリストラクチャリングや企業組織の再編を促進するため、対日投資を考えている外国企業が日本で M&A を進めるツールとして、三角合併、キャッシュ・マージャーなど合併手続きに用い得る手段を拡大することが米国政府から日本政府に要請された」と米国側の強い要求を紹介した後、「日本企業同士の株式交換は1999年の商法改正で可能となったが、外国企業が自社の株式を対価として日本企業と株式交換することは認められず、また、現金を対価とした合併も不可能と解されてきた」。しかし、こうした禁止的な姿勢は、2003年に以下の形で改められた。

「日本政府は、投資イニシアティブでの指摘や日本に進出している外国企業からの要請などを受け、政府による認定を受けた場合には、親会社の株式を対価として合併等を行うこと（三角合併）や、現金を対価とした合併を行うことを商法の特例として認める措置等を盛り込んだ改正産業活力再生特別措置法を4月9日に公布・施行した。この法律は、外国企業を親会社とする日本企業にも等しく適用されるため、外国企業の子会社が合併等を行うことにより日本企業の事業を再構築するための計画を策定し、政府により同計画の認定を受けた場合には、商法の特例措置として、親会社の株式を対価とする三角合併や現金合併を行うことが可能となった」（同上書、8ページ）。

このように、株式交換、それも、親会社の株式を対価とする三角合併や現金合併が認可されたのである。合併に当たって、①日本企業の再構築計画が策定されていること、②その計画を日本政府が認可すること、の2つの条件下で「商法の特例措置」として認可されるという歯止めは一応つけられてはいる。しかし、これも例によって例のごとく、「米国政府は、日本政府のこのような

取り組みを歓迎する一方、M&A取引の更なる促進のために必要な商法の改正や税制措置を含む更なる課題について提起した」(同上書、8ページ)と米国に媚びる文言が付加されている。これでは、「商法の特例措置」として「日本政府の認可を必要とする」条件が早晩取り払われ、自動的に認可されるべく、「必要な商法の改正」が行われるようになることは必定である。

ここで、「三角合併」というのは、① 外国にある親会社が、日本にあるその完全子会社に親会社株を譲渡する。② 子会社は、譲渡された親会社株を、買収したい日本の会社の株主に提示して、当該株主が保有している買収先企業の株式と交換し、その会社の支配権を得る。そうして、新たな合併会社を作って、完全な新子会社を設立する。買収された会社の株式はすべて新会社に吸収され、新会社の新株に入れ替えられることになる。

「現金合併」というのは、親会社の株式を子会社に譲渡することに代わって、親会社から現金が出資されるだけである。手続きは株式交換による「三角合併」と同じである(同上書、8ページ)。

M&Aを促進すべく、会計基準についても、2003年度に固定資産の減損会計を任意適用とし、2005年度には強制適用することを日本側は米国側に約束した(同上書、8ページ)。

さらに、公認会計士法を改正して公認会計士数を増大させる。現在、年間1000人弱の公認会計士試験合格者を年間2000~3000人に増大させるべく、公認会計士試験を簡素化し、現状で1万4000人いる公認会計士を数を5万人に増やすことを目標とすることが明示された(同上書、10ページ)。

## おわりに

『2003年日米投資イニシアティブ報告書』は前回では匿名であった対日進出米国企業の成功例を実名を挙げて賞賛している。GE、ファイザー、モルガン・スタンレー、日興シティグループ証券と並んで、リップルウッドの専用ファンドで買収された新生銀行(旧日本長期信用銀行)が成功例として紹介さ

れている。この銀行こそ、企業を再生させるところか、瑕疵担保条項を利用して、顧客の企業を強制的に倒産に追い込み、その債権を政府に買わずという手段を多用して、「あまりにも露骨な収益確保策」を採用するハゲタカ・ファンドとして多くの日本人からの批判を受けた渦中の金融機関である。

「それからほとんど時間が経っていないのに、日本政府が投資イニシアティブという公式文書の中で、リップウッドを『成功事例』の代表に挙げているのである。外資排除を唱えるつもりはさらさらないが、小泉政権の本音を知るうえで大いに参考になることだけは指摘しておこう」（WEDGE 編集部 [2003] 15ページ）。

実際、小泉構造改革として国民の多くの関心を引きつけている小泉政権の経済政策が、ほぼ例外なく、米国からの指令に基づいていたことが2回にわたるこれら報告書によって、はしなくも明らかになったのである。「構造改革」とは、米国企業による日本企業買収を促進させることを主たる内容を成している。

株式交換とは、株式がM&Aの通貨になるということである。つまり、株式交換はストック・カレンシーであって、現金よりもはるかに巨額の取引を可能にさせる。株価や時価総額が高ければ、企業は現金を持たずともM&Aを実行できる。逆に、現金が潤沢であっても、株価や時価総額が低ければ、企業は買収のリスクにさらされるということでもある。これまで、企業の資本市場における評価と、事業の競争力とは切り離して考えられることが多かった。しかし最近では、株式市場で高く評価された企業が、その高い株価を利用してM&Aを有利に進め、その結果、事業の競争力を高めて、さらに市場で評価を高めるという循環が出現し、米国の経営者は本業の成績を上げることよりも、自社の株式時価総額の大きさに心を奪われるようになってしまったのである（[http://www.mckinsey.co.jp/articles/2002/01/20020101\\_2.html](http://www.mckinsey.co.jp/articles/2002/01/20020101_2.html)）。

しかし、この手法は、バブル崩壊で企業を相次いで破綻させたのが、米国の教訓である。

「プット・オプション」という金融手法がある。これは、契約相手に契約価

格で債権を買い取らせることができる権利のことである。それは、満期の1年から2年前に起債企業が確約する「買取価格」のことを意味する。100.00で発行された転換社債に、4年後、103.50の買取条項があり、市場が低迷し、かりに時価が85.00であれば、この時点で件の転換社債を購入し、それを起債企業に103.50で買い取らせることで、転換社債保有者はかなりの利回りが確保される。株式交換で積極的なM&Aを進めてきた企業の多くがこのプット・オプション契約によって破綻に追いやられた。

ITバブルが全盛の時代なら、高株価を梃子として果敢に企業買収ができ、それがまた株高を推進していたのであるが、株高が一段落してしまっただけで、投資家が好きなときに投資資金を回収できる権利を与えるというプット・オプションを多用して資金調達を強行しなければならなくなった。これがまた、起債の足下を見透かされて、ヘッジ・ファンドによる空売りの格好の対象にこれらの会社株がなってしまったのである。しかも、念の入ったことに、ヘッジ・ファンドのマネージャーは、ワールドコムやタイコなどを空売り対象にすると、わざわざマスコミの記事に流していたのである。そして、債権銀行組織は、容赦なくプット・オプションを行使して、これら会社を追いつめた。その執拗さは、2002年7月12日、ニューヨーク州最高裁判所がワールドコムの債権銀行団にオプション行使請求を却下したことからも伺われる。

こうした株式交換の負の局面について、『日米投資イニシアティブ報告書』は一顧だにしていない。

『2003年日米投資イニシアティブ報告書』の最後の結語部分を本稿の結論としてそのまま引用しておこう。

「本投資イニシアティブは、総理と大統領の外国直接投資促進に関するリーダーシップを基礎として前進することにコミットしている。本投資イニシアティブは、今後とも、日米両国民が外国直接投資促進の重要性について理解を深めることを支援していくとともに、日米両国の外国直接投資環境を改善するための活動を続けていく」(経済産業省 [2003] 16ページ)。

引用文献

IMF [2003] *International Financial Statistics*, March 2003.

UNCTAD [2002] *World Investment Report 2002*.

WEDGE 編集部 [2003] 「これじゃまるで植民地、日本は米国の51番目の州となるか」『WEDGE』2003年9月号。

経済産業省 [2002] 『2002年日米投資イニシアティブ報告書——成長のための日米経済パートナーシップ——』。

—— [2003] 『2003年日米投資イニシアティブ報告書——成長のための日米経済パートナーシップ——』。