

フランスにおける企業評価の現状と課題

The present condition and the subject of Company valuation in France

中嶋教夫

Norio Nakajima

要旨

本稿は、立教大学の青淵正幸准教授を研究代表者とする日本学術振興会の科学研究費補助金プロジェクト(基盤研究(C)課題番号 24530580)「企業価値の評価と創造の日欧比較―日英仏独の企業を対象として―」の一部として、フランスにおける企業評価の現状と課題を検討することを目的とした研究である。

フランスに対する日本企業の進出は、楽天株式会社や日本曹達株式会社に見られるように、複数の事例があげられる。また、フランスの対仏投資庁が明らかにしているように、フランスに対する企業進出を積極的に支援しているⁱ。

フランスに進出する際の手法として、現地に企業(子会社や関連会社を含む)が直接進出する以外には、フランス企業に対する M&A 等が考えられるが、その実態は明らかになっていない。

そこで、本稿では、フランスにおける企業評価の現状と課題を検討するための第一歩として、フランスに進出する企業の実態を明らかにすることを目的として、研究を行うものである。

具体的には、①フランスに企業が進出する場合の要点、②フランス国外企業がフランス国内企業を買収する際のポイント、③①及び②を通して明らかになったフランス企業評価時の問題点、の3つの点を取り上げることとする。

1. はじめに

割引現在価値法(Discounted Cash Flow Method:DCF 法)等の企業価値評価の手法は、株価分析や M&A におけるデューデリジェンスなど、様々な機会で活用されていることは周知の事実である。こうした手法は、主として米国における株主価値重視の経営とファイナンスの学問領域で発展してきたので、米国の会計システムや企業マネジメントの実態と密接に関連して説明がなされることが多い。

こうした流れに対して、国際会計基準に関する議論が活発化する中で、ヨーロッパの企業に関する企業評価についての実態は、不明な点が多々あると思料される。特に、ドイツやフ

ランスにおける企業のガバナンスシステムは米国や我が国日本のそれとは異なっていることが周知の事実であり、上述の企業価値評価手法がそのまま活用されているのかどうかは分からない。

こうした中で、日本企業がフランス企業の買収に乗り出した事例は、多数見受けられる。例えば、2010年には、楽天株式会社がフランスの Price Minister S.A.を約 200 万ユーロで買収した。また、2012年には、日本曹達株式会社が同じくフランスの Alkaline SAS.を約 970 万ユーロで買収している。

こうした事例の元では、当然ながら買収前にデューデリジェンスが実施されているはずであり、そのために何らかの企業価値評価手法が活用されていることは疑いない。しかしながら、企業価値算定のベースとなる情報や手法については明らかになっていない。

そこで、本研究では、フランスにおける企業価値評価の現状を理解するために、フランス国外の企業がどのようにフランスの企業を評価することが可能であるのかを検討することとする。企業価値評価を実施する場面は様々であるが、本稿では議論の焦点を明確化するために、①フランスに企業が進出する場合の要点、②フランス国外企業がフランス国内企業を買収する際のポイント、③①及び②を通して明らかになったフランス企業価値評価の問題点、の3つの点から検討を行うこととする。

2. フランスに進出する企業について

本題に入る前に、フランスの経済状況を確認し、フランスに進出することの意味を確認しておく。JETORO の分析によれば、フランスの経済情勢は、以下の図表 1 の様にまとめることができる。

図表 1 フランスの経済情勢

項目	実質 GDP 成長率	鉱工業 生産	消費者物価 上昇率	失業率	貿易収支	輸出	輸入	為替レート 対ドル	為替レート 対円
単位	%	%	%	%	100 万ユーロ	100 万ユーロ	100 万ユーロ		
備考	四半期データ は前期比	各月データは 前年同月比	各月データは 前年同月比					期中平均	期中平均
2007 年	2.3	1.3	1.6	8.4	-41,127	408,327	460,315	1.3705	161.25
2008 年	-0.1	-2.9	3.2	7.8	-59,392	418,983	487,350	1.4708	152.45
2009 年	-3.1	-12.8	0.1	9.5	-43,135	347,563	402,117	1.3948	130.34
2010 年	1.7	4.8	1.7	9.8	-53,669	394,856	459,871	1.3257	116.24
2011 年	1.7	2.4	2.3	9.7	-73,465	428,216	512,810	1.392	110.96

出所:JETRO「フランス経済情勢」2008～2012 年度版を加筆・修正した。

2 失業率は我が国よりも高水準であり、貿易収支も赤字ではあるものの、リーマンショックの影響から脱しきれず、デフレ経済に苦しむ日本と比較すると、状況は良いと考えられる。

フランスも 2008 年から 2009 年にかけてリーマンショックの影響で、一時的に経済情勢が悪化したものの、2010 年からは低水準ながら成長の兆しがみられる、といった状況であり、アジア地域を考慮しないとすると、企業の進出拠点としてはそれなりの魅力があるものと考えることができよう。

こうした状況下において、ファイナンシャルタイムズ「Business Locations in France」によればⁱⁱ、2010 年度に新規にフランスに進出した日本企業は延べ 29 社であり、対仏投資国としては、10 位となっている。2011 年度時点では、約 430 社がフランスに進出して、延べ 637 社を設置し、およそ 65,000 人の雇用を創出している。分野としては、自動車、電子機器を筆頭に、農林水産業、医療分野、ICT 関連、化学、機械等、19 分野の産業にわたっている。

在日フランス大使館の見解によればⁱⁱⁱ、フランスに投資を行うことの魅力は、①EU2 位の経済大国である、②国家規模で実施している雇用創出プログラムの存在、③欧州のハブ(シャルルドゴール空港:乗客数は欧州 2 位、貨物輸送は欧州 1 位、ル・ブルジュ空港:ビジネスフライト欧州は 1 位)、④ビジネスコストが低い、⑤研究開発を優遇している、といった点をあげている。

3. フランスに進出時の法的規制等について

上述したように、フランスに進出する際のメリットをいくつか明らかにすることができたが、無制限にフランスへの投資を認めているわけではない。そこで、フランスに進出する際の法的側面を明らかにすることとする。

フランスにおける企業の資本に関する取引(外資規制)については、「外資規制に関する 2005 年 12 月 31 日付けデクレ(政令: Décret) 第 2005-1739 号」により^{iv}、「原則的にすべての外国企業が事前認可、届出なしで直接投資を行うことが可能である」とされている。

ただし、国家が行う統計のため、「非居住者が在仏企業の資本もしくは議決権の 10%以上を取得する取引、または、追加取得により資本もしくは議決権の 10%を超える場合、銀行機関に届出を行うこと」とされている。

また、通貨金融法典 L151-1 条から L151-4 条、R153-1 条から R153-12 条、R165-1 条から R165-2 条によれば、例外規定としては、以下の点があげられる。

(1)事前許可取得

①賭博、②民間警備、③病原体・毒素の不法利用に対処する手段に関する事業、④通信傍受盗聴機器に関する事業、⑤情報技術におけるセキュリティの評価および認証に関する事業、⑥情報システムの分野におけるセキュリティ関連の物品生産および役務提供、⑦軍民共用の物品およびデュアルユーステクノロジーに関する事業、⑧電子商取引等のデジタル経済における暗号技術に係る事業、⑨国防上の機密を保有する企業が行う事業、⑩武器、弾薬、軍事目的の火薬、爆発物または軍需物資の売買、⑪国防省または同省の下請業者と研究調査契約または納入契約を締結した企業が行う事業、に関係がある場合は、経済・産業・雇用省国庫局(Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi Direction Générale du Trésor)に事前申請を

行い、許可を得る必要がある。通常は同省から2ヶ月以内に回答がなされる。もし、回答がなかった場合は、黙示的合意を得たものとみなすことができる。

さらに、上記の分野・業種では、会社の経営支配権（議決権の過半数）の取得、および外国投資企業による事業の全部または一部の直接的・間接的な買収にあたり同省の許可が必要となる。特に、欧州連合（EU）または欧州経済領域（EEA）外の投資企業の場合、資本または議決権の直接的・間接的な保有比率が33.33%を超える場合についても同省の許可を得る必要が生じる^v。

(2)届出義務

①150万ユーロを超過する外資によるフランスへの企業設立あるいは拡張、②150万ユーロを超過する外資による不動産投資、③フランス法人たる企業の資本または議決権の3分の1を超えることとなる事業部門の全部または一部の買収および直接的・間接的な資本参加^{vi}、④フランスにおける外国投資の清算、⑤ブドウ及びワイン生産用農業地の獲得、⑥事前許可の対象となった投資案件を実施する場合、のいずれかに該当する場合は、経済・産業・雇用省国庫局に届出を行う必要が生じる。

届出用紙に規定用紙はないが、投資家情報(上場企業の場合は5%以上の株式を保有する株主、取締役会のメンバーリストを提示する)、投資対象企業情報(会社形態、SIREN番号^{vii}、最新の業績)、投資の内容(金額や投資形態)を明記する必要がある。

(3)ビジネスの形態について

フランスに外国企業が進出する場合には、フランス国内の企業を買収するほかに、短期的進出形態と長期的進出形態の2つが存在している。短期的進出形態は、駐在員事務所(又は代表事務所)、販売外交員、販売代理店、の3形態であり、長期的進出形態は、支店か子会社の設立となる。以下に、詳細を述べる。

① 駐在員事務所の設置(bureau de liaison)

駐在員事務所または、代表事務所(bureau de représentation)を設置する場合は、フランス現地で従業員を採用するか、フランスに従業員を派遣する形でなされる。駐在事務所には、非商業的活動(市場調査、情報提供・情報収集、宣伝広告、商品保管、またはその他の準備的・補助的な性格の活動)のみが認められており、法的な独立性は認められていない。したがって、駐在事務所の法律行為は全て親会社が行ったものとみなされる。さらに、非商業的活動のみを行うので、フランスの税法上の恒久的施設(établissement stable)には該当せず、フランスの法人税の対象にも付加価値税(taxe sur la valeur ajoutée:TVA)の対象にも該当しない。ただし、一部の地方税と社会保障費の対象には該当する。

② 販売外交員(représentant commercial)

販売外交員には、VRP(voyageur de commerce, représentant ou placier)と呼ばれる給与制の

販売仲介者を当てることができる。VRPは、1社あるいは複数の会社と契約して、特定の担当地域で顧客を訪問して、営業活動を行うものである。VRPは、見込み客への働きかけ、雇用者の製品やサービスの売り込み(主に顧客の開拓、受注・取次)を行うことが可能である。このVRPの地位は法的に保護されており、雇用契約の解除には一定の保証が必要となる。

③ 販売代理店 (agent commercial)

販売代理店は、独立事業者として委任を受けた者で、自然人または法人を任命することができる。販売代理店は、委託者に代わって、販売、仕入、賃貸借、役務提供に関する契約を交渉し、場合によっては契約を締結する任務を負うが、自らは契約当事者にはならない。販売代理店は、複数企業を代理することができるが、原則として、特定の地域および(または)業種を担当する。販売代理店は外国企業の従業員には該当せず、商関係の解除は企業ごとの独自の規則に従う。

販売代理店は、報酬の全部または一部として、取引の成約額に応じた手数料を受け取る者であり、過失のない限り、自らが受け取る手数料総額に応じた損害補償手当てを受け取る権利を有している。

④ 支店 (succursale)

支店は、法定代表者の指揮の下に、本店に従属する営業所として機能する。意思決定においては、特別な形式要件は存在せず、商工業分野の企業の活動を全て行うことができるが、法的な独立性はなく、本店が支店のあらゆる行為について責任を負うこととなる。したがって、支店が経営破綻した場合、本店である外国企業が支店の負債の返済について無限連帯責任を負うこととなる。また、支店は、フランス税法上の恒久的施設であり、法人税及び付加価値税の課税対象となる。

⑤ フランス法人の子会社 (filiale)

フランスに子会社を設立することは、法人格を備えたフランス法人を設立することを意味している。フランスに子会社を設置する場合は、子会社と外国の親会社の資産が分離されるため、フランス現地法人の負債について外国企業が無限責任を負わずに済むが、親会社の利益と子会社の欠損金を相殺することはできない。

以下では、フランスに子会社を設立する場合の手順を述べる。

4. フランス法人(子会社)の形態

フランスで事業経営を行うための会社を設立する場合は、複数存在する会社形態の中から、1つを選択する必要がある。以下では、代表的な3つの会社形態について概略を述べる^{viii}。

① 株式会社 (Societe anonyme:SA)

37,000ユーロの最低資本金が必要とされる。監視付き委任の組織形態をとり、7名以上の出

資者による株式資本構成を採る。経営陣は、自然人である取締役会長兼社長1名または自然人2名（取締役会長1名と社長1名）、社長代行（5名以内）、取締役会（3名～18名）で構成され、そのほかに監査役の設置を要する。

② 有限会社 (Societe a responsabilite limitee:SARL)

最低資本金は定められておらず、その金額は定款で定めることとしている。出資者は2名以上100名以下であり、自然人である業務執行者(出資者に限らない)を1名以上定めればよいとされている^{ix}。

③ 単純型株式資本会社 (Societe par action simplifiee:SAS)

対仏投資庁によれば、イギリスのlimited company (Ltd.) やアメリカのcorporation (Corp.)、ドイツのGesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH)に近い組織形態とされている^x。最低資本金は定められておらず、出資者は1名以上である。自然人又は法人の会長を最低1名選出して会長(代表者)とする。ただし、会長を議長とする合議体、または、定款で権限を与えた者を代表とすることも可能である。

その他には、合名会社(société en nom collectif:SNC)、民事会社(société civile)、株式合資会社(société en commandite par actions:SCA)、欧州会社(société européenne:SE)、簡素型単一株主株式会社(Societe par action simplifiee Unipersonnelle :SUSU)、経済利益団体(Groupements d'intérêt économique:GIE)等の形態が存在している。

5. フランス法人(子会社)の設立

企業形態を選択した上で、会社設立のための手続きを踏むこととなるが、現在では、フランスに会社を設立する場合の窓口は、企業手続センター(Centre de Formalites des Entreprises: CFE)に一本化されており、企業に代わって、会社設立、事業変更、組織変更、廃業に関する全ての書類を関係行政機関に送付している。なお、会社設立にあたって、企業が自身で行わなければならない手続きは、およそ以下の10点に集約される。

- ① 会社本拠地の指定(事務所等の賃貸契約、不動産取得)
- ② 定款作成
- ③ 長期滞在ビザ及び滞在許可証の取得
- ④ 商号、役員等の選択。
- ⑤ 必要に応じて会計監査人の選出
- ⑥ 資本金の設定
- ⑦ フランス国内銀行の口座開設
- ⑧ 会社資本金の払い込み
- ⑨ 本社所在地の税務署への定款登記

⑩ 設立通知の法定公告掲載紙への公示

6. フランスにおける企業提携と企業買収

フランスにおける資本参加は、企業間の協定による場合、敵対的買収(買収先の経営陣の意向に反した経営支配権の取得)^{xi}が認められている。ただし、財政の透明性を確保するために通貨金融法典(Code Monétaire et Financier)やフランス金融市場庁(Autorité des marchés financiers)の明文規定により、いくつかの規定が定められている。

<情報提供等義務>

- ・上場企業の資本又は議決権の5%以上の保有者が変更となる場合は、フランス金融市場庁に5日以内、発行会社に15日以内に届出を行わなくてはならない。
- ・上場企業の資本の30%以上を取得する場合は、持株売却の機会を少数株主に与えるため、取得をしようとする者は資本の全部を対象とした株式公開買い付けをしなければならない。

また、フランスでは、①独立した企業2社以上が合併する場合、②他の企業の支配権の一部又は全部を取得する場合、③自主的な経済活動を長期的に行う共同企業体(entreprise commune)を設立する場合、を企業の集中統合(opération de concentration)と呼び、以下の場合には、経済活動の公正な競争を監視する目的で設立された競争当局(Autorité de la concurrence)への届出と許可が必要となる。

<届出と許可が必要な場合>

- ・関連する企業の税売上高の合計が1億5,000万ユーロを超え、EUに対する届出基準に達しない場合。
- ・フランス国内の対象となる2社以上の税売上高合計が5,000万ユーロを超え、EUに対する届出基準に達しない場合。

さらに、以下の場合には、欧州委員会に届出の義務が生じる^{xii}。

- ① 関連企業の全世界での売上高合計が50億ユーロを超える場合。
- ② ①に加えて、関連企業のうち、少なくとも2社のEU域内売上高がそれぞれ2億5,000万ユーロを超過する場合^{xiii}。
- ③ ①及び②の金額に該当しない場合でも、3ヶ国以上のEU加盟国を対象とする一定の企業の集中統合に該当する場合。

以上の様に、フランスにおける企業買収については、事前に競争当局への届出及び同局の許可を得ることが必要とされている点が特徴であり、併せて、大規模な企業買収の場合は、欧州委員会への届出の義務も必要とされる点が特徴であるといえる。

7. 終わりに

上述した1.から6.にかけてフランスに対する企業進出の背景とフランスに対する企業進出の条件や法律等について検討を加えてきたが、本節でその内容を勘案し、フランスにおける企業評価の問題点を明らかにすることとしたい。

本稿で検討してきたように、企業がフランスに進出しようとする際には、最低資本金制度がほばないことや、経営陣の選出も1名以上でよいこと、組織の進出形態も会社形態以外から容易に設立可能な会社形態等の様に幅が大きく、比較的容易に進出することが可能であることが推察される。

一方で、企業買収(フランスでは企業の集中統合と呼ばれる)の場合は、監督官庁への届出や事前の許可が必要であること等、いくつかの障壁が存在しているといえる。

このことから、企業評価を実施する場合には、単純に数式を用いて企業価値評価を行うことは問題であり、フランス特有のカントリーリスクを如何に評価するのかという点が重要であるといえる。特に非上場の企業については、日本と異なり複数の会社形態が存在することから、どのような企業価値評価モデルを用いて株主価値を算定すべきであるのかについて、慎重な判断が必要とされるであろう。

また、本稿は3年間継続して研究を行う科学研究費補助金プロジェクトの一部に該当するという性質上、以下の点については、研究課題である。今後は、以下の4点を検討したうえで、フランスにおける企業価値評価について検討することが必要となるであろう。

<今後の研究課題>

- ① フランス企業のコーポレートガバナンスの実態について
- ② フランスにおける敵対的買収時の対抗措置について
- ③ フランス電力公社 (Electricitede France:EDF) のような国営企業の評価について
- ④ フランスにおける買収事例を用いた事例研究

ⁱ 対仏投資庁 HP(<http://www.invest-in-france.org/jp>)(2012.12.20)

ⁱⁱ ファイナンシャルタイムズ「Business Locations in France」2012.12.

ⁱⁱⁱ 在日フランス大使館 HP(<http://www.ambafrance-jp.org/spip.php?article3865>)(2013.01.30)

^{iv} 根拠法は以下のとおりである。

- Art. L151-1 à L152-6 du Code monétaire et financier.
- Art. R 153-1 et suivants du Code monétaire et financier (codifiant le décret du 30 décembre 2005 n°2005-1739 réglementant les relations financières avec l'étranger).
- Arrêté du 7 mars 2003 listant les informations nécessaires aux déclarations ou autorisations préalables.

^v 投資企業が当該企業の経営支配権取得を認可されている場合は除く。

^{vi} この場合は、投資企業がすでに当該フランス企業の資本または議決権の50%超を保有している場合を除く。ただし、投資額に最低金額はない。

^{vii} **Système d'Identification du Répertoire des ENtreprises**:フランスの企業識別番号。

^{viii} 以下の①～③については、フランス会社法(第66-537号)による。

^{ix} 出資者が1名のみの有限会社を単一出資有限会社(entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée: EURL)と呼ぶが、実務上は許容されている。

^x 対仏投資庁「フランスで事業を営む」2011年度版,12頁。

^{xi} 株式公開買付、株式公開交換による。

^{xii} 上記の「EUに対する届出基準」に該当する。

^{xiii} ただし、各関連企業のEU域内売上高の2/3以上を同一の加盟国内で得ている場合は除く。

<参考文献>

- [1] フランス通貨金融法典
- [2] フランス会社法
- [3] 経済産業省経済産業政策局産業組織課「M&Aを巡る企業法制」2007年。
- [4] 経済産業省企業価値研究会(2005)「企業価値基準を実現するための買収ルールのあり方に関する論点公開」pp.1-9.
- [5] JETORO 「フランス経済情勢」2008～2012年度版。
- [6] 在日フランス大使館HP(<http://www.ambafrance-jp.org/spip.php?article3865>)(2013.01.30)
- [7] 対仏投資庁HP(<http://www.invest-in-france.org/jp>)(2012.12.20)
- [8] 対仏投資庁「フランスで事業を営む」2011年度版,12頁。
- [9] ファイナンシャルタイムズ「Business Locations in France」2012.12.
- [10] G.Wegen,J.Buhart,J.peeters,M.Burian,J.robinson(2008)*M&A and Merger control in Europe* Herbert Smith Gleiss Lutz Stibbe,pp.1-123.
- [11] H.Segain,A.Chanoux,H.watanabe(2011)「フランスにおける企業買収の実態と運用」早稲田法学,No.86,vol.4.,pp.152-157.
- [12] 若杉敬明、藤島裕三(2006)「コーポレートガバナンスとM&A」経営戦略研究,Vol.7,pp.18-41.