

M&A と証券市場

鈴木 芳 徳

目 次

はじめに

1. 株式交換比率の算定基礎
2. 敵対的買収防衛策の導入
3. 拡充された企業買収防衛手段
4. 敵対的買収の類型
5. 直面する課題

むすび

はじめに

いまや M&A のうねりが、世界中に高まっている。IT 技術の発達により地球は狭くなり、企業は世界的な規模で活動している。企業間の競争は国境を越え、激化する競争の中で企業は市場シェアの拡大を図る。欧州では、鉄鋼大手のミタル・スチール（オランダ）によるアルセロール（ルクセンブルグ）買収、AT&T（米）によるベルサウス（米）買収、バイエル（独）によるシェーリング（独）買収、日本板硝子（日）によるピルキントン（英）買収といったような大型案件が浮上している。しかも、2007 年春には、外国企業の株式交換による国内企業買収が解禁される。

わが国でも、ごく最近、王子製紙による北越製紙に対する TOB が大きな話題となった。最終的には、この TOB は不成立となったが、しかし一般に「旧守的」と見られてきた「従来型」の大企業による敵対的買収の始まりを告げるという意味で、一つの画期をなすものであった。

ここでは、二つの論点を取り上げる。第一に、M&A は、市場の「品質管理」という点で、さまざまな難問を提起する。証券取引所が、M&A の開示強化に動くのは当然のことといえよう。第二に、M&A は、最終的には、合併比率の問題に帰着し、その合併比率は、要するに株式交換比率の問題であり、それは当該企業それぞれの株価が決定的な意味を持つ。これら二つの論点は、いずれも証券市場のあり方と深く関わる。「M&A と証券市場」が検討されねばならない理由はそれらの点からして当然のこととあってよい。

とはいえ、M&A のあり方それ自身、現状では多大の問題をはらんでいる。とりわけ、後に触れる「三角合併」をめぐる諸問題は、容易ならざる困難を含んでいる。

小稿は、時代の流れの意味するものを背景として念頭に置きつつ、問題を「広く、深く、遠く」証券市場のあり方との関連で見ようと試みる。

1. 株式交換比率の算定基礎

近年、企業の「自社株買い」が著しく増加している。その一つの理由は、①消極的防衛的にはM&Aの被買収企業となることを避けるために、ネットキャッシュで自社株を買い上げて流通する自社株を減らし、自社の株価を高め維持することで株式交換による企業買収の危険にさらされないようにすることと、②積極的攻撃的には、自社株を元手にした株式交換による企業買収作戦という攻めの経営の一環となりうることにある(2005年度上場企業の純利益の4分の1に相当する、5兆1千億円が自社株の取得に充てられた(日本経済新聞 2006.4.2.))。この数字は、M&Aの見地から重要な意味をもつ)。また、投資家からみると、一般論としていうなら、こうした自社株買いを経営者が決断する際には、基本的に自社株の時価が割安と判断してのことと考えられるから、投資家は自社株買いをする企業の株式を買っておけば利益を得る可能性が高い、と考えられる。

また、別して注目すべきは、M&Aに関わる買収金額は、理論価格(FA:フェア・バリュー)よりも高くなる傾向があるという点である。情報を十分に持っている売り手(被買収企業)は、情報が不十分な買い手(買収企業)に高い価格をふっかける傾向がある。また、これに加えて、買収企業側がTOB価格を引上げるのではないかと、被買収企業側がTOB阻止の目的で株式に買い向かうのではないかと、といった思惑が働きがちである。投資家は、したがって、被買収企業の株式を買い、買収企業の株式を売れば、利益が得られる、という傾向にある。最近の事例としては、王子製紙による北越製紙に対するTOBの際に、北越製紙の株価が上昇し、TOB不成立とみるや下落に転じたことが知られる。

このことの中に、M&Aの際の株式交換比率の算定の経緯や相手先企業との取引関係、資本関係についての情報開示が求められる理由が隠されている。また、株式交換比率の算定に関わった第三者機関との関係についても開示が求められる。例えば次ぎのような記事がある。

「買収プレミアムが小さすぎる。株式交換比率の算定根拠も不透明だ。」6月28日に開かれた日新火災海上保険の株主総会。ミレアホールディングス(HD)との株式交換での経営統合議案に対し、議決権行使助言会社の米ISS(インスティテューショナル・シェアホルダー・サービス)は反対の意見書を機関投資家に送付した。「日新火災1株に対しミレアHD株0.126株を割り当てる議案は賛成多数で可決された。だが経営統合を発表した前日の株価で見ると、日新火の株主が得るプレミアムは5%強。ISS日本法人のマーク・ゴールドスタイン代表取締役は「100%の支配権を得るのに1ケタのプレミアムは極めて不自然」と主張する。」「日新火の招集通知書を見ると、交換比率に関する説明はわずか1ページ半。割引キャッシュフロー(DCF)法など算定に使った手法名の記載はあるが、計算内容は明らかにしていない。統合メ

リットについても「互いに持つ強みを生かし……」などと抽象的な説明に終始している」（日本経済新聞 2006年7月22日）。

このように株式交換比率の算定基礎は、常に問題をはらんでいる。もとよりM&Aは、一般的に言えば「企業価値向上策」であるに違いないが、将来に向けての成果という観点からすれば不確定要素が多く含まれている。再編から生じる相乗効果（シナジー効果）をどう評価するか、相乗効果ではなく、むしろ相殺的效果を結果する懸念はないか、想定した評価の時点をいつにとるべきか、といった難問が存在するからである（藤田友敬「組織再編」、『旬刊・商事法務』No 1775.2006.8.25.56頁）。しかし、にもかかわらず当該時点での「静止画像」は明らかにされる必要がある。東京証券取引所は、こうした株式交換比率の算定基礎の説明ほか、相手先企業との取引や資本関係などの情報開示を義務付け、また交換比率を算定した第三者機関との関係も開示させて「お手盛り」を排除するという基本方針で進んできている。

2. 敵対的買収防衛策の導入

敵対的買収防衛策の導入への認識は急速に広がりつつある。金融庁の金融相私的懇談会は東京証券取引所に買収防衛策の導入を促すことが伝えられており（日本経済新聞 2006.8.30.）、また将来は完全な民間会社となる郵便貯金銀行と郵便保険会社について、外資による買収を避けるために敵対的買収防衛策の導入を検討中と伝えられる（朝日新聞 2006.8.30.）。

買収防衛策は、経営者の保身と裏腹の関係にあり、経営者の保身は株主利益と相反する可能性が高い。

わが国の場合、東京証券取引所は買収防衛策の導入に係る上場制度の整備を進めてきており、2006年3月から改正規則を施行している（飯田一弘「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備」『商事法務』No1760.2006.3.5.）。そこでは、買収防衛策の導入または発動に伴い新株または新株予約権を発行する場合については、発行価額の大小にかかわらず開示を要するものとされている。また、上場会社が買収防衛策を導入する場合に尊重すべき四つの事項が定められている。すなわち、(1) 開示の十分性——買収防衛策に関して必要かつ十分な適時開示を行うこと、(2) 透明性——買収防衛策の発動および廃止の条件が経営者の恣意的な判断に依存するものでないこと、(3) 流通市場への影響——株式の価格形成を著しく不安定にする要因その他投資者に不測の損害を与える要因を含む買収防衛策でないこと、(4) 株主権の尊重——株主の権利内容およびその行使に配慮した内容の買収防衛策であること。これらが尊重事項として掲げられている。同時に、上場廃止基準において、株主の権利の不当な制限に係る場合について以下が定められている。すなわち、株主の権利内容およびその行使が不当に制限されていると東証が認めた場合、六ヶ月以内に当該状態が解消されないときには、その上場を廃止するものとされている。この種の上場廃止基準の対象となる具体例としては、第一に、「ライツプランのうち、行使価額が株式の時価よ

り著しく低い新株予約権を導入時点の株主等に対し割り当ておくものの導入」(すなわち随伴性のないライツプラン)である。この場合、株主は保有している株式の希釈化により著しい損失を被る。また、発動が懸念される状況においては株価形成がきわめて不安定となることが予想される。これは株主の財産権を不当に制限するものとして上場廃止基準に該当する。第二に、「株主総会で取締役の過半数の交代が決議された場合においても、なお廃止または不発動とすることのできないライツプランの導入」(すなわちデッドハンド型ライツプラン)である。第三に、拒否権付種類株式の発行である。「拒否権付種類株式のうち、取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について種類株主総会の決議を要する旨の定めがなされたものの発行に係る決議又は決定」である。

他方、買収防衛策の導入に関して、法務省と経済産業省とが買収防衛策指針において、株主の意思が反映されるものでないと新株予約権等が差し止められる可能性がある、としたこともあって、買収防衛策の導入を株主総会に議案として提出し賛否を問うケースが多くなっている。また、ライブドアによるニッポン放送の新株予約権発行差し止め仮処分申請で、2005年3月、東京高裁は防衛が認められる場合として4類型を示している。すなわち、①株価をつり上げて会社に高値で引き取らせる目的(グリーンメーラー)の場合、②会社を一時的に支配して知的財産権や企業秘密を移転させる目的(焦土化経営)の場合、③会社資産を買収者の債務の担保や弁済原資に流用する目的の場合、④会社資産を売却処分し、一時的な高配当や株価急騰での売り抜けが目的の場合、である。こうして、買収されるのではないかという危機意識の高まりから、買収防衛策の導入がさかんとなってきているものの、実際にこれが発動されるかどうか、発動へのハードルは高いと見る向きが多い(日本経済新聞 2006.4.5.)。

3. 拡充された企業買収防衛手段

こうした敵対的買収防衛手段の拡充は、法制審議会における新会社法の検討過程においては意図されていなかった。しかし、全部取得条項付種類株式を認容したこと、拒否権付株式を独立した種類株式として認容したこと、特定種類株式のみを譲渡制限株式とすることを認容したこと等が、意図せざる結果として、企業買収に対する防衛手段を拡充することになった。その多くは法制審議会の要綱の後の段階で盛り込まれたものである(岩原紳作「新会社法の意義と問題点」『旬刊・商事法務』No1775.2006.8.25.15頁)。

そういうことになった一つの重大な理由は、そうした内容に関する立法過程において防衛手段のあり方が「政治的にクローズアップされた」ことにある。すなわち、防衛手段のあり方が、政党間の政治過程における争点となり、政治的に法案に修正が加えられた。自由民主党政務調査会法務部会商法に関する小委員会において、合併等のさいの「対価の柔軟化」が、「外資による敵対的買収を増加させる」という見地から強硬な反対意見がでた。

「対価の柔軟化」の内容について会社法のいうところを略記しておく。すなわち、組織再編行為の本質は事業の買収であるから、買収に際しての対価は、買収側の株式に限定される必要はないものと考えられるところから、会社法は、吸収合併、吸収分割及び株式交換に当たっての対価として以下のようなものを規定している。すなわち、存続会社が株式会社の場合には、①吸収合併存続株式会社の株式、②同社債、③同新株予約権、④同新株予約権付社債、⑤同株式等以外の財産。そして合併等の対価としての親会社株式の取得・保有を容認している。

しかも、国会に法案を提出する直前に、ライブドアによるニッポン放送株式取得問題が発生、このことから企業買収への警戒感が一気に高まり、元来は「対価の柔軟化」を求めていた経済界<例えば日本経団連>の内部からも反対論が出てきた。こうして「経済界から対価の柔軟化の要請があり、それを採用したら、今度は外資対策といって施行の延期ということになった」という皮肉きわまる経緯があったのである（森本滋氏の発言「会社法制定までの経緯と新会社法の読み方」『旬刊・商事法務』No1739.2006.8.5.33頁）。

こうした経緯を踏まえて、国会審議の段階で「対価柔軟化」の部分だけ施行を先送りするという解決が図られるに至った（藤田友敬「組織再編」『旬刊・商事法務』No1775.2006.8.25.61頁）。この「対価柔軟化」の1年先送りは、会社法附則4項（合併等に際して株主等に対して交付する金銭等に関する経過措置）の定めるところとなっている。

最近の報道によれば、2006年1-6月期の対日直接投資に急ブレーキがかかり、流出超1.3兆円となっており、半期で最大という。その一因として、株式交換によるM&A制度の導入が遅れていることが挙げられている（日本経済新聞 2006.9.3.）。

4. 敵対的買収の類型

ここで、改めて敵対的買収の類型を整理してみよう。そのことが買収防衛策の導入問題を考えるうえでのヒントを与えるに相違ない。以下では「濫用的な買収」は、一応除外して考えることにする。

第一の類型は、事業資産のほかに巨額の「非事業資産」、つまりは「余裕資産」を持っている場合である。第二の類型は、事業資産そのものに、より効率的な利用方法がある、という場合である。両者ともに、買収者からは、企業価値向上に資するよりよい経営方法が提起される、という点では共通するものがある。しかし、いずれにあっても、①増配等、なんらかの施策によって株価が上昇するのを見るや、ただちに売り抜けるという買収者はありうると考えねばならず、②一時的に会社支配権を手中に収めるや、被買収企業の持つ知的財産権、秘密情報、取引先や顧客のリスト、事業運営上のさまざまなノウハウなどを我がものとするのみを目的とする買収者もありうるものと考えておかねばならない。そうした場合には、「企業価値向上」は単なる「う

たい文句」「建て前」に過ぎないこと、いうまでもない。

第一の類型においては、企業内にある「余裕資産」がもし投資先が見当たらないのであれば株主に配当として還元せよ、として増配が求められる。敵対的買収の対象になった被買収企業としては、その「余裕資産」を設備投資に振り向けるか、或いは増配するかについて株主に対して説明を求められることになり、仮に増配するとなれば、恐らくは株価は上昇することになるだろう。

第二の類型においては、例えば最近の事例のように、TVというメディアとインターネットとの融合を図るならもっと経営効率は上がる筈だという主張から、経営のいっそうの効率化と企業価値の上昇を求め、これが容れられないなら経営者の交代を求めるというもので、要するに既存経営資産（人材も含めて）の新たな組み換え・新たな配置の余地がある、というものである。つまり、既存経営資源を生かし切れていない、と見ての買収であり、事業内容の再構築が急務となってくる。

このように整理してみると、いずれも経営のいっそうの効率化と企業価値の上昇を求めるものであり、現経営者に緊張感を強いる合理性をもつものといってよい。被買収者の説明と買収者の説明とのいずれを株主が了解し支持するか、岐路はここにある。

いま問題にしている買収防衛策は、従って、①現経営者の保身の術となりうるばかりか、②企業価値上昇の機会を失わしめるものとなりかねず、③株主平等の原則や財産権に対する重大な脅威ともなりうるものであることを考えておく必要がある。

かくて買収防衛策は次のように整理されよう。(1) 消極的な方途として、最も強力な防衛策は、非上場企業化である。会社の非公開化 (Going Private) によって、自ら姿を水面下に没することにより、市場からの逃避を図る。例えばMBOのような方策がありうる。(2) 積極的な方途として、最も強力な防衛策は、自らの株価を上昇させ、買収者に割高感を与えること、これが正道である。すなわち、事業の拡大・利益の増大を図り、増配を行い、自社株買いを行い、日常絶えざるIR活動に徹し、常に株価の上昇を図ることによって、割安感の解消・割高感の醸成を企図し、買収者の戦意喪失を図ること、これらが最も強力な積極的防衛策ということになる（これらの点につき、岡俊子「M&A時代の幕開け」『JIPCAジャーナル』2006.1.は、巧みに整理された有益な文献である）。

5. 直面する課題

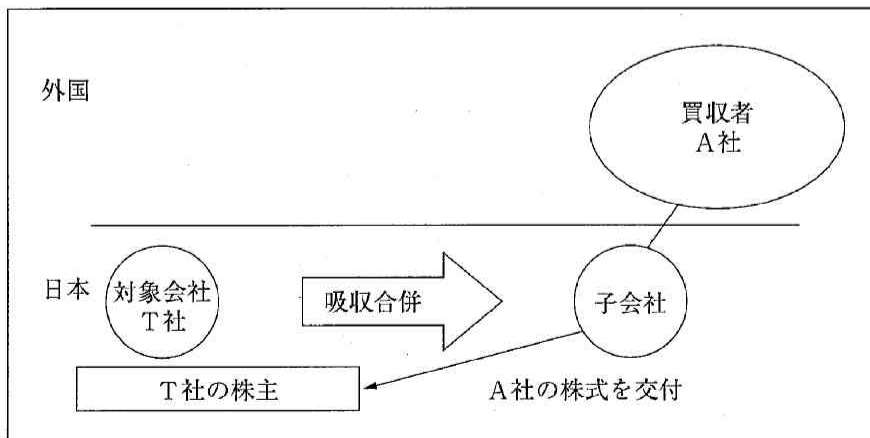
しかし、M&Aに関連する制度の改革は急を要する点が多い。ここでは、二つの論点に限って触れておきたい。第一は、現状のままでは、現金による買収（「交付金合併 (cash-out merger)」）が殆どという結果を招き、自社株を対価として提供する買収は困難であること、第二に、親会社株式を交付する、いわゆる「三角合併」に関連して諸々の困難が存在すること、である。

第一の論点から始めよう。いま仮に、A社がB社を買収するとしよう。A・B両社の株価がともに100円であるとする。そのときA社はB社の株主に、1株に対して1.5株を割り当てると

しよう。この場合、A社は、時価の100円を下回る価格で新株を発行することになる。すなわち、 $100 \div 1.5 = 66$ (円) という安い価格で新株を発行することになる。これは既存株主の利益を損ねることを意味するから、株主総会での特別決議を必要とする。会社法309条2項によれば、過半数を定足数とし、3分の2の賛成が必要となる。したがって、既存株主の利益を損ねる「有利発行」には、極めて高いハードルがある。實際上、欧州企業を株式交換で買収するには、後にやや詳しく述べるように、株式公開買い付け (TOB) によらなければならないという制約条件があるが、叙上のような理由からして、TOBは不可能というに近い。

第二の論点である「三角合併」についてみよう。企業合併には、①吸収合併と②新設合併とがあるが、実際には殆どの場合、①の吸収合併である。「実務上は、経済的に対等合併といわれるケースにおいても、法的には吸収合併の手続きがとられることが多く、新設合併はきわめて稀である」(江頭憲治郎『株式会社法』753頁)。その理由は、①登録免許税が安いこと、②証券取引所の上場資格や営業上の許認可について再申請する必要を避けること、などによるものといわれている。吸収合併の際には、存続会社の新株が発行され、これが消滅会社の株主に対してその持株数に応じて一定の「割り当比率」で交付される。その際、存続会社は、新株の代わりに、保有する自社株を交付することも認められるが、会社法における「対価柔軟化」の措置によって、存続会社の株式以外のもの、例えば存続会社の親会社の株式であるとか、金銭だけとかを交付することも認められる。こうした「対価柔軟化」により、いわゆる「三角合併」が可能となり、存続会社はそれ自身の株式ではなく、存続会社の親会社の株式を交付してもよいことになった(神田秀樹『会社法』第8版、297頁以下)。「会社法制定により交付金合併・三角合併等が認められたので、外国会社が日本法人である株式会社を設立した上で同社を存続会社として当該合併を行うことにより、外国会社を当事会社とする合併を行いたいとのニーズの相当部分は解決されると思われる」(江頭憲治郎『株式会社法』758頁)。

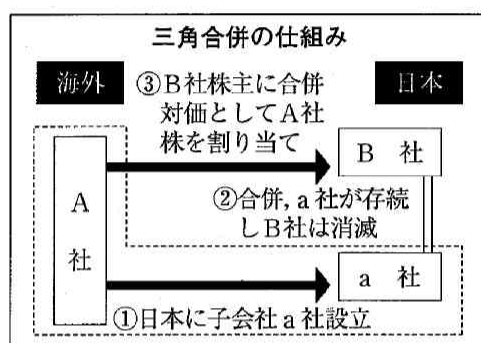
これを図示すれば次の通りである。



(出所：神田秀樹『会社法』第8版、298頁)

一般的には、子会社による親会社株式の取得は禁じられている（会社法 135 条「子会社は、その親会社である株式会社の株式を取得してはならない。」）が、その例外として、「三角合併」の対価として使用するための取得は認められている（会社法 800 条）。したがって、日本企業が外国に設立した子会社に親会社株式を一時保有させることが認められたことにより、日本企業による外国企業との「三角合併」が可能となった。また、「三角合併」と同じく、親会社株式を対価とする株式交換（いわば「三角交換」）も認められる。

「三角合併」の仕組みは、次のように図示するほうが分かりやすいかも知れない。



(出所：日本経済新聞 2006.9.27.)

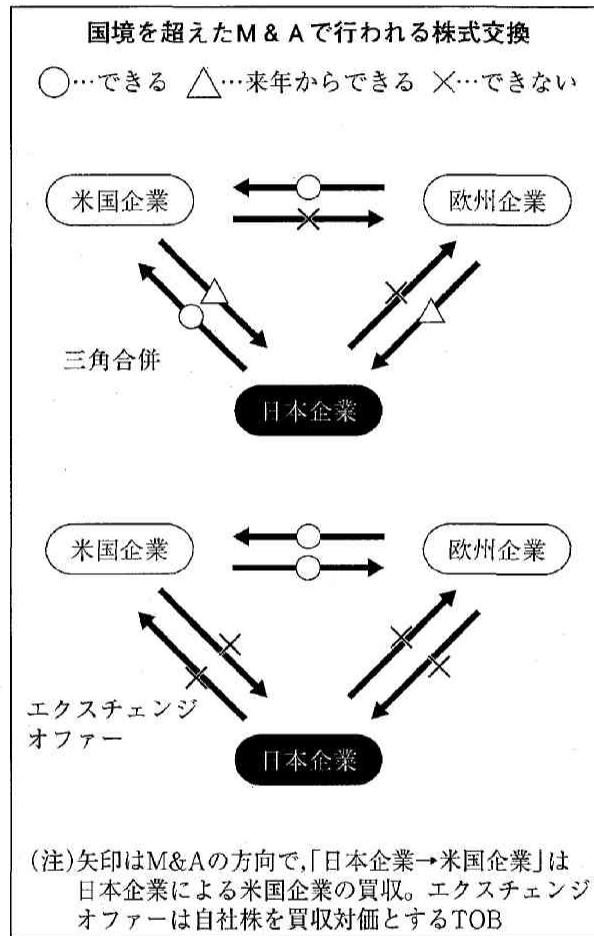
図にしたがって説明すると、外国企業 A 社が日本企業 B 社を買収する場合、日本国内に A 社の子会社 a 社を設立し、その後に a 社を存続会社、B 社を消滅会社として合併させる。この際、B 社の既存株主に支払う合併対価を、a 社株でなく親会社である A 社株とする。

しかるに、既述の通り、「対価柔軟化」は「外資対策」という見地から、1 年先送りされ、株式交換による M&A 制度の導入に<待った>がかかった状態にある。これに対して外国から「内外差別」との批判もあるという（日本経済新聞 2006.9.18.）。

2007 年 5 月まで 1 年先送りされたとはいえ、外国企業によるわが国企業の「三角合併」による買収の脅威は、企業財務のあり方に影響を及ぼしつつある。例えば、わが国の製薬会社最大手の武田製薬は、現預金と短期有価証券の合計から有利子負債を差し引いた純手元流動性が 1 兆 8510 億円と日本企業で最大であるが、ここに至り積極的な自社株買いに乗り出している。武田製薬の時価総額は約 6 兆円で、これは世界最大手のファイザーの 24 兆円の 3 割に満たない。2007 年 5 月の外国企業による「三角合併」解禁を考えると、買収されるリスクは高くなるから、買収されにくい高株価を維持する必要がある。武田製薬は 2006 年 5 月から 9 月までの間に発行済み株式数の 2.4% にあたる 2 千 123 万株を、1565 億円で買い付けた。「三角合併」の仕組みによる外国資本による敵対的買収の脅威からこうした姿勢を余儀なくされているものと見られる（日本経済新聞 2006.9.27.）。

しかし、そもそも欧州には三角合併の制度がないため、TOBによらねばならない。TOBによって株式交換を行う必要がある。しかも日本国内の問題としては、税制上の問題が加重される。このことから、日本国内では、日本企業も外国企業もTOBによる株式交換ができない。「売り手株主がTOBに応じて買い手企業の株式を受け取ると、持ち株を換金売りと見なされてキャピタルゲイン（譲渡益）税を課せられる。」（日本経済新聞 2006.9.18.）

こうした現状を図示すれば次の通りである。



(出所：日本経済新聞 2006.9.18.)

すなわち、ここで改めて認識されねばならないのは、アメリカでは「三角合併」を可能とする法制上の仕組みが完備しているが、欧州では「三角合併」という制度そのものがない、という現実である。服部暢達『M&A 最強の選択』（日経 BP社 2005年）は、その間の事情を次のように説明している。

「ところで、国際株式交換は世界中が三角合併という手法でこれを解禁しているわけではない。図表4-2は欧米の国際株式交換制度を比較したものだ。すでに述べたように、米国には三角合併を可能とする会社法とさらにこれを実行可能とする課税繰延制度が存在するので、三角合併

が盛んに行われる。一方、欧州では多くの国で三角合併制度がない。代わりに株式公開買付の対価を自己株式とすることが一定の条件のもとで認められており、そのようにして売手が受領した株式に対しても一定の条件のもとで課税繰延制度が存在するので、この方法で国際株式交換が行われることが多い。さらに欧州では、対象会社の9095%の株式を取得した場合に残りの株式を強制取得して対象会社を完全子会社にする制度があるため、三角合併に比べて対象会社を子会社にしにくい公開買付での国際株式交換の使い勝手に配慮をしている。日本の場合も、証券取引法では公開買付の対価を株式など現金以外の資産とすることが予定されている。しかしこれを実行可能とするために必要不可欠な受領株式に関する課税繰延制度がないなどの理由で、日本では株式対価の公開買付が実行された例はない。」(88—89頁)

図表4-2「国際株式交換の類型」は次の通り。

-
- 1 欧州型 → 株式を対価とする公開買付 (多くの欧州諸国に三角合併制度はない)
 - (1) 手法: 自社株式を支払対価とする対象会社株式の直接買収 (公開買付)
 - (2) 結果: 対象会社を子会社とする
 - (3) 少数株主排除: 英国 (90%), ドイツ (95%), フランス (95%) など, おおむね 90~95% を取得すれば残りの株式を強制的に取得できる制度がある
 - (4) 課税繰延: 各国で一定条件の基に繰延を可能とする制度がある
 - 2 米国型 → 三角合併 (米国では欧州型の直接買収も可能)
 - (1) 手法: 買手の特別目的子会社と対象会社が合併, 対価を買手の株式で支払う
 - (2) 結果: 対象会社が完全子会社となる
 - (3) 少数株主排除: 合併時点で完全に排除
 - (4) 課税繰延: FSM は対価の 50% 以上が親会社株式であるなど, RSM は対価の 80% 以上が親会社の議決権付株式であるなど, 一定条件の基に課税繰延を可能とする制度がある

⇔ 欧州型, 米国型ともに買手と売手の国籍が異なる国際株式交換に利用可能
 - 3 日本 → 日本型株式交換から三角合併解禁へ
 - (1) 手法: 日本型株式交換は合併類似組織再編であり日本企業同士しかできない
 - (2) 結果: 国際株式交換は実行不可能であった
 - (3) 今後: 三角合併の課税繰延制度が創設されれば国際株式交換が可能となる。
しかしあくまで合併であり, 対象会社の取締役会が合併契約書に調印することが前提
-

出所: 服部暢達「M&A 最強の選択」89頁

(上記図表で, FMS は, SPC が存続会社となるフォワード・サブシディアリー・マージャー, RSM は対象会社が存続会社となるリバース・サブシディアリー・マージャーである。)

こうした状況の全体は「周回遅れの M&A 制度」と評され、「株式交換——対欧州使えず／国内で課税も」と指摘されるに至っている (日本経済新聞 2006.9.18.)。この記事は、わが国の「M&A 制度は世界に追いつかず、日本企業が欧米企業と対等に渡り合えない状況が続くそうだ。」と結論づけている。税法上の手当ても含めて、どう舵を切っていくのか、このままでは国際競争上、不利な立場に置かれ続けることが知られねばなるまい。

なお、2006年10月に、株式交換・株式移転税制改正が行われ、これは「遂に、対象会社および株主の各レベルにおいてストラクチャーの工夫次第で課税繰延べを享受しつ

つ M&A を実行することが比較的容易であった『牧歌的な』時代が終焉を迎えたことを意味する点で、わが国の M&A 関連税制の歴史の中でも画期的な意義を有する」(太田洋・野田昌毅「株式交換・株式移転税制の抜本改正と M&A 実務への影響」33 頁)ものと評される。

この 2006 年の改正で、課税繰り延べに関する各要件規定が、それまでの租税特別措置法から、法人税法に移動した。これによって、株式交換・移転取引が実定法上、組織再編税制の一環として扱われることになった。つまり、いってみれば、正面から問題とされることになったのである。しかし、その内容については、「本来、中立であるべき税制が、株式を対価とした企業買収を阻害しているともいえよう。」(渡辺徹也「企業組織再編成と課税」弘文堂 117 頁)とされ、「この時価評価課税については、何らかの形で課税時期をもう少し遅らせる工夫が必要である。」「今後の組織再編税制について、M&A を積極的に促進するものである必要はないが、それを阻害するようなものであってはならない。制度としての中立性をより重視した法改正が望まれる。」(渡辺徹也同所)

この問題の深刻さは最近になって改めて認識されるに至り、日本経済新聞は「税制改正で MBO 困難に?」「完全子会社化で税負担発生」と題する次のような困み記事を掲載している。すなわち、「10 月 1 日からの株式交換・移転税制改正が M&A を阻害する要因になるとの見方が出ている。上場会社の経営陣による企業買収 (MBO) が困難になる可能性があるという。」「上場会社を完全子会社にする場合、まず全株式を対象とした公開買付け (TOB) を実施。次いで TOB に応じなかった少数株主から現金で買い取る方式が多く採られていた。」「しかし改正後の税制では、現金など親会社株式以外を対価として少数株主に渡す場合、従来と違って、完全子会社になる会社の資産の時価評価が必要な再編形式とみなされるといい、資産含み益に会社が課税されることになる。」「親会社株式が対価の場合でも、グループ内再編や事業の関連性がある場合などの要件を満たさないと同様の扱いとなる。」「専門家の間では「(含み益に課税されるなら)従来型の手法は誰も使わなくなるだろう」との見方が多いという (日本経済新聞 2006. 9. 30.)。

他方、「三角合併については、報道によれば、平成 19 年税制改正において、会社法中の組織再編の対価を柔軟化する部分が平成 19 年 5 月に施行されるのに併せて、外国企業の株式を受け取る取得対象会社の旧株主の課税を繰り延べる措置が検討されているとのことであり、三角合併を行いやすくするという観点からは、取得対象会社の資産についての課税を繰り延べる必要性も当然に認識されようから、何らかの措置が平成 19 年税制改正において行われるのではないかと予測される。」(朝妻敬・幸田高志「組織再編 (1)」『旬刊商事法務』No1777 29 頁)として日本経済新聞の平成 18 年 4 月 25 日朝刊 1

面の記事の参照が注記されている。

すなわち、ここに税制上の問題とされるのは、例えば次のようなケースである。今、株主がもともと 100 円で取得していた日本企業の株式が 150 円に上昇した時点で外国企業の傘下に入った場合、株主は 150 円相当の外国株式を対価として受け取ることになる。その際、税務当局が 50 円の売却益が生じたとみなし、株主に課税する懸念がある、ということであって、これでは三角合併が解禁されても活用はされず、在日米国商工会議所などから不満の声が上がっていた。株主が外国株式を受け取った段階では課税を猶予し、これを市場で売却して譲渡益が生じたときに、個人株主には所得税、法人株主には法人税の納付を義務づけるという案が有力とされる。上記の通り、政府は平成 19 年の税制改正法案に盛り込む見通しと伝えられる。

また、報道によれば、フランス政府からの要望もある。「フランスのシラク大統領は、(2006 年 10 月) 4 日、欧州訪問中の御手洗富士夫日本経団連会長と会談した。シラク大統領は「海外からの日本への投資について税制面で問題があると聞いている。解決を期待している」と述べ、三角合併に伴う株式譲渡益への課税繰り延べ措置など税制上の措置が必要との認識を示した。」(日本経済新聞 2006.10.5.)

む す び

M&A が証券市場に与えつつある影響は計り知れないものがある。

第一に、M&A は、株式市場への上場ということに新たな意義を与えた。従来、上場の意義として言われてきたことは、例えば、①発行企業にとってみると、社会的評価が高まりイメージアップが図られること、それにより投資家の増資払い込みをスムーズにし増資を容易になり資金調達がすみやかに可能となること、当該株式が銀行借入れの際の担保となること、投資層の拡大、信用強化、知名度アップ、人材確保、宣伝効果などのメリットがあること、②投資家からすると、株式の流通性が増し、換金が容易になること、合理的な価格形成がなされるから担保価値が生まれること、経営資料の入手が容易になるので経営の実態を知ることができること、などである。

M&A は、これらに加えて、株式市場への上場の新たな意義として、自社株に「買収通貨」としての価値を与えるということへの認識を高めた。すなわち、上場ということが従来は増資新株発行による資金調達ということを中心に考えられてきたが、いまや、株式市場からの資金調達の必要の無い、潤沢な内部資金を保有する企業であっても、M&A への戦略的意義からして上場ということが大きな意味を持つようになった。そして、いうまでもないが、そのためには株価水準が高めに維持されているのでなければならない。つまり、企業が企業価値向上のために積極的に M&A を推進しようとするなら、上場が前提となる、ということである。

この観点からすると、近年、MBOによって自ら非上場とすることを希望する企業が増えてきているが、これら企業は株価水準がどちらかというと低めにあるものが多い。そうした企業の場合には、いったん市場から身を引いて非上場とし、株価の圧力から身を避け、その間に企業価値向上のための経営戦略を立て直すことが必要との判断が恐らくはあるのであろう。例えば、ワールド（2005年7月）、ポッカコーポレーション（2005年8月）、すかいらく（2006年6月）、ヤギコーポレーション（2006年7月）、キューサイ（2006年10月）などが、最近MBOによって「非公開化」している。こうした流れの底にあるものは、上記のような事情と共に、創業者一族が保有する株式が、相続などによって散逸すると買収のリスクが高まるといった判断が加わっているであろう。また、創業者に代わるべき二代目の経営者が見当たらないという事例もあるという。

こうしたMBOは、利益相反と価格算定という二つの問題が生じやすい。すなわち、MBOを推進する経営者と、外部の投資家との間の「情報格差」があり、仮にMBOに伴うTOBが終了した後で業績見通しが急上昇したとすると、TOBに応じた投資家から不満がでるのは当然である。株式の発行主体である企業が上場廃止を自ら申請する場合、MBOに関する詳細な情報開示が必要になる。その目的、価格設定、生じうる利益相反などについての開示と少数株主への配慮が求められる。

また、非公開化の後にも、成長戦略や企業価値向上のための施策がどのように進捗しているかについて、資金の提供者である金融機関、機関投資家、投資ファンドなどによる厳しい監視の目が付いて回ることを覚悟しなければならない。（日本経済新聞 2006.6.16.及び滝雄二朗・西野潤・小沼靖「資本市場の環境変化に対応した日本企業のとるべき行動」『知的資産創造』野村総合研究所 2006.10.）

第二に、M&Aは、そのことに対する「市場のガバナンス」を問いかけるものである。ここに自主規制機関としての証券取引所の真の力量と基本の姿勢が問われてくる。時代の要請に応える力を持つものかどうか改めて問われることになる。

最後に、M&Aがわが国経済に持つ意味について触れて小論を閉じることにしよう。議決権行使助言会社として世界第二位のグラス・ルイス社（Glass Lewis & Company）のCEOであるグレゴリー・タクシン氏はこう語っている。「かつての日本では、株式の持ち合いを通じて取引先や銀行が経営者を監視していたが、持ち合いは解消された。日本では独立した社外取締役の導入が義務化されていないので、M&A市場を育てるしかないと思う。」「だらしのない経営者を追い出すために、ファンドや同業他社が手を挙げることができれば、経営者はいつも緊張感を持つ。経営者の規律を高めるのが良い企業統治であり、結果的に日本は海外からの投資を集めることができる。企業防衛策は株主価値を損なうと米国でも学術的に証明されている。」（日本経済新聞 2006.9.1.）

日本経済新聞は、最近、企業買収価値（株式時価総額と有利子負債の合計として算出）のランキン

グを掲げた。一位のトヨタは、33兆円余と算出されている。簡便な計算による試算ではあるが、こうした「値段」の高水準維持が改めて問われていることは間違いない。(日本経済新聞 2006.9.23.)

(注) 外資による買収を懸念して、日本経団連など経済界は、「三角合併」を株主が承認する際の条件を厳しくするよう主張している。この背景にあるのは、企業における買収防衛策の導入の遅れで、防衛策の導入表明で株価が下がるケースが続出したことがある。最大の論点は、「三角合併」を認める際の株主総会の「決議要件」である。株主総会の決議には、①普通決議(株主の議決権の過半数出席, 出席株主の議決権の過半数の賛成), ②特別決議(株主の議決権の過半数出席, 出席株主の議決権の3分の2の賛成), ③特殊の決議(株主の議決権の過半数出席, 株主の議決権の3分の2の賛成)の3種がある。政府は、上記のうちの②の「特別決議」とすることを想定し、欧米もこれを支持していた。しかし経済界は、国境を超える「三角合併」の場合には、③の「特殊の決議」とすることを主張している。この場合、賛成を得ることは極めて難しくなり、事実上制度が使えなくなると考えられる。こうした要件厳格化を主張する日本経団連などの姿勢に対し、在日米国商工会議所と欧州ビジネス協会は批判する声明を連名で出し、制度が形骸化するとしている。(日本経済新聞 2006.10.29.)

参考文献

神田秀樹『会社法』第8版 弘文堂 2006年

江頭憲治郎『株式会社法』有斐閣 2006年

日本経済新聞記事「周回遅れのM&A制度」2006年9月18日

藤田友敬「組織再編」『旬刊・商事法務』No1775 2006年8月25日

飯田一弘「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備」『旬刊・商事法務』No1760 2006年3月5日

岩原紳作「新会社法の意義と問題点」『旬刊・商事法務』No1775 2006年8月25日

「会社法制定までの経緯と会社法の読み方」『旬刊・商事法務』No1739 2006年8月5日

岡俊子「M&A時代の幕開け」『JIPCAジャーナル』2006年1月

服部暢達『M&A最強の選択』日経BP社 2005年

朝妻敬・宰田高志「組織再編(1)(2)」『旬刊商事法務』No1777 2006年9月15日及びNo1778 2006年9月25日

太田洋・野田正毅「株式交換・株式移転税制の抜本改正とM&A実務への影響」『旬刊商事法務』No1778 2006年9月25日

滝雄二郎・西野潤・小沼靖「資本市場の環境変化に対応した日本企業のとるべき行動」『知的資産創造』野村総合研究所 2006年10月

渡辺徹也『企業組織再編成と課税』弘文堂 2006年