

三角合併 (triangular merger) と日本経済

鈴木 芳 徳

目次

1. 「合併」の一種としての三角合併
2. 三角合併の利用
3. 政府与党税制改正大綱
4. 対日直接投資という観点

1. 「合併」の一種としての三角合併

先に、三角合併 (triangular merger) に関連した小論を発表した (「M&Aと証券市場」、『商経論叢』42巻2号所載)。以下では、その後の展開を踏まえ、日本経済との関連において検討する。

2007年 (平成19年) 5月1日を以って「対価の柔軟化」を内容とする三角合併が解禁される。これは会社法794条などによって、「合併の対価」として当該会社の株式のほか、「金銭」や「親会社の株式」を用いることが認められて初めて可能となったものである。すなわち、消滅会社の株主に対し存続会社から金銭のみが交付されるものが「交付金合併」であり、親会社の株式が交付されるものが「三角合併」である。こうした一連の規定の施行期日が、会社法の施行日 (平成18年5月1日) から一年後とされたのは、交付金合併・三角合併が可能となるのが外資による日本企業を対象とした敵対的買収を増加させるのではないかと懸念から、自由民主党法務部会が、会社法施行後の最初の定時株主総会で定款変更を要する敵対的買収への防衛策を導入する機会を会社に与えるべきことを考えた結果である (江頭憲治郎『株式会社法』750頁及び756頁)。こうしたことから、会社法附則4項に、「会社法施行の日から1年を経過する日までは適用されない」旨の定めが置かれ、適用が2007年 (平成19年) 5月1日以降となったものである。

なお、会社法上、子会社による親会社の株式の取得は禁止されているが (会社法135条1項)、しかし、消滅会社の株主に対して交付する金銭等の全部または一部が存続会社の親会社の株式である場合には、存続会社は、吸収合併に際して消滅会社の株主に対して交付するその親会社株式の総数を超えない範囲でその親会社株式を取得し、かつ、効力発生までの間は、その親会社株式を保有することが認められる。したがって、この吸収合併を中止したときは、そのような保有は認められず、処分しなければならない (会社法800条)。

また、会社法785条2項にいう「消滅会社の反対株主」、すなわち「当該株主総会に先立って当該吸収合併等に反対する旨を当該消滅株式会社等に対し通知し、かつ、当該株主総会において当該吸収合併等に反対した株主」は、同条1項にいうように「消滅株式会社等に対し、自己の有する株式を公正な価格で買い取ることを請求することができる。」

ここにいうところの「公正な価格」が問題であるが、この「買取価格にいわゆるシナジー効果が含ま

れることを意味する。きわめて単純な例をあげれば、合併がなかったならば1株の価値が10万円であるが、合併がなされたために1株の価値が15万円になったと想定すれば、反対株主は15万円を基準とした価格で買取を請求することができる。」(前田庸『会社法入門』664頁)「合併条件は、合併から生ずる相乗効果(シナジー)の分配も含め公正に定められる必要」があるのであって、「当該シナジーを存続会社の株主が独占する形に定められたのでは、公正な合併条件とはいえない。」「したがって、シナジーの分配の不公正が深刻な問題になり得るのは、合併交付金が多い場合である。」(江頭憲治郎『株式会社法』776頁, 761頁)また、例えば三角合併に先んじて、存続会社が完全子会社としたい会社の株式についてTOBをかけたような場合であると、その公開買付価格以上の価格での買取請求ということになるであろう。

しかるに、この三角合併を巡って世上行われつつある議論は、現在のところ二様に分かれる。すなわち、一方では三角合併は日本企業を買収するものであることをセンセーショナルに伝え、危機感・恐怖感を煽るものがあり、他方では、三角合併が「合併」の一種類であってそれ自体は敵対的な性格のものではなく、株主総会なり取締役会なりの姿勢がはっきりしていれば何ら心配なことはない、というものがある。

改めて言うのものはばかられるが、三角合併は、あくまでも「合併」の一種類であるから、双方の合意と契約によるものであって、一方的・敵対的にこれに迫られるということはありません。これは間違いありません。しかし、現実には、三角合併に追い込む環境条件というものがあって、そうした条件が緻密に計算されて攻め込まれるという場合もある。「例えば発行済み株式の三分の二を現金で買収した後に取締役を送り込み、残りの三分の一は株式を対価とすることもありうる」(宮原賢次日本経団連副会長の発言, 日本経済新聞 2006.11.10. なお、こうした論点につき、『企業会計』2007年1月号, 「三角合併を巡る議論」, 117頁参照)。すなわち、株式公開買付け(TOB)と三角合併との違いは、三角合併は被買収企業の既存株主を追い出す強制力(スクィーズ・アウト)がある、という点にある。従って、三角合併は、買収企業がマジョリティーを取得した後に株主総会で承認を得る、いわばM&Aの「出口」に関するものであるから、このことが「入り口」の敵対的な株式公開買付け(TOB)を誘発する可能性がある。例えば、まず最初に第一段階として、50%超の株式を取得しておき、次に第二段階として、株主総会で承認を得て強圧的な買収に移る、という手法が取られる可能性は否定しがたい。欧州では、グリーンメイラー的な行為を排除するために、30%超の株式の取得を目指す買収者に全株式の買付けを義務付けているが、この種の規制はわが国では行われていない(これらの論点につき、末村篤「迷走する買収防衛論が意味するもの」『企業会計』2007 Vol.59 No.2 及び武井一浩・中東正文対談「会社法下のM&Aを語り尽くす」『ビジネス法務』2007.2. を参照)。

2. 三角合併の利用

それでは、具体的にいつて、どういう場合に三角合併が用いられるのであろうか。三角合併には二つの大きな特徴がある。すなわち、第一には、完全親会社となる会社の株主総会の承認を必要としない、第二には、外国会社は日本の会社と株式交換することはできないが、日本に完全子会社を設立すれば、三角合併が可能となる。これらの特徴があるからこそ、三角合併が広く用いられると考えられる。

そうした場合、消滅会社の株主の保護が、まず問題になる。三角合併は、合併契約がまず必要とされるから、消滅会社の経営者がこれに反対であれば、そもそも成り立たない。また、三角合併も合併である限り、原則として、消滅会社の株主総会の承認が必要とされる。株主総会の承認は、次の三通りの道筋がありうる。

第一に、通常の合併と同じく、株主総会の「特別決議」によるのが原則である。すなわち、会社法309

条2項4号にいうところは、「当該株主総会において議決権を行使することができる株主の議決権の過半数を有する株主が出席し、出席した当該株主の議決権の三分の二以上に当たる多数をもって行われなければならない。」

第二に、公開会社が消滅会社となり、譲渡制限株式等を対価として合併を行う場合には、消滅会社における株主総会の承認は「特殊の決議」による。これは「特別決議」よりも厳重な要件が求められる。すなわち、会社法783条3項にいうように、消滅会社が「種類株式発行会社である場合において、合併対価の全部又は一部が譲渡制限株式等であるときは、」 「当該譲渡制限株式等の割当てを受ける種類の株式の種類株式を構成員とする種類株主総会の決議がなければ、その効力を生じない。」のであって、この場合には、会社法309条3項2号の定めるところにより、「当該株主総会において議決権を行使することができる株主の半数〔これは頭数を意味する〕以上であって、当該株主の議決権の三分の二以上に当たる多数をもって行われなければならない。」

第三に、対価が持分等の場合（会社法施行規則185条）には、会社法783条2項の定めにより、「総株主の同意」が求められる。

しかし、ここに問題がある。政府は三角合併に関するルールを法務省令として定める予定であるが、日本経団連など経済界は外資による買収攻勢を懸念し、三角合併を承認する際の株主総会における議決要件を「特別決議」ではなく、「特殊の決議」とすべきことを主張している。その背後にあるものは一種の外資脅威論であるが、また、日本企業における買収防衛策導入の遅れが作用している。買収防衛策導入の遅れは、その導入が、現経営者のself-perpetuationすなわち「保身延命の策」と受け取られがちで、また同時にそのことから買収防衛策の導入が当該会社の株価の低下を招きがちであるところから起因している。

旬刊『商事法務』の「株主総会白書」(No.1784 2006.11.30.)は、企業買収防衛策の導入状況に関して次のような調査結果を報告している。すなわち、「すでに導入している」と回答した会社は8.8%、「今後の総会等で導入を予定している」が0.9%、「導入すべきかどうかを検討している」が44.7%であって、同誌は、「企業買収防衛策といわれるものに対する各社の戸惑いを示す調査結果」とこれを評している。

この調査結果の一部を数表で紹介すれば、次の二つの表の通りである。

企業買収防衛策の採用状況 社数 ()内%

回答	すでに導入し	今後導入を総会等	導入を検討	導入する予定	無回答	計
資本金(円)						
計	170 (8.8)	17 (0.9)	869 (44.7)	860 (44.3)	26 (1.3)	1,942 (100)

企業買収防衛策の内容 (重複回答) (該当なし 1,755社を除く) 社数 ()内%

回答	授權株式数の大	取締役の縮減	の刑差任期制度	すを取締役解任決議と	明株基の準議日後の権の新	防事衛前策警告導入の	プ信ラ託ン型のラ導イ入ツ	発新株予約権の	強株化式持合いの	その他の方策	無回答	計
資本金(円)												
計	41 (21.9)	57 (30.5)	4 (2.1)	23 (12.3)	2 (1.1)	104 (55.6)	10 (5.3)	28 (15.0)	8 (4.3)	4 (2.1)	4 (2.1)	187 (100)

もっとも、最近になって、俊敏に発動される巧妙な買収防衛策が次々と登場しており、この方面での企業の動きは活発化してきている。新日鉄は3千億円のエクイティファイナンスを行い、株式に転換できる仕組み債を主力3行に引受けさせた。これは敵対的買収者が現れて新日鉄株が急騰すれば銀行団は直ちに株式に転換し、合計で15%を握る安定株主となり買収阻止に動くという仕掛けになっている（日本経済新聞 2006.11.18.）。また、筆頭株主が米系投資ファンドのスティール・パートナーズ（18.59%を保有。2006年10月27日現在）であるサッポロホールディングスは、買収防衛策を強化し、事前警告型の防衛策として議決権割合で2割以上の株式保有を目指す投資家に対し情報開示を求め、応じない場合などは買収者以外に新株予約権を発行することを決定していたが、今回、予約権の発行に必要な期間を短縮し機動的に防衛策を発動できるように追加措置を決めた（日本経済新聞 2006.11.30. 夕刊）。すなわち、新株予約権発行は、通常、関東財務局に申請してから25日かかるが、事前に登録していれば発行までの期間を10日間に短縮できる。発行予定期間は12月8日から2008年12月7日、発行額は5億8千万円（日本経済新聞 2006.12.1.）。

なお、スティール・パートナーズが保有する主な株式銘柄として次のようなものがある（カッコ内は保有比率）。三精輸送機（24.57）、アデランス（24.50）、明星食品（23.11）、サッポロ・ホールディングス（18.59）、ノーリツ（13.97）、ユシロ化学工業（13.52）、江崎グリコ（13.45）、フクダ電子（13.25）、中北製作所（13.02）、日清食品（7.37）（日本経済新聞 2006.12.1.）。

株主総会における議決要件の厳格化を主張する、こうした日本経団連等の動きに対し、在日米商工会議所や欧州ビジネス協会が批判の声明を出すなど反発が直ちに生じてきている（日本経済新聞 2006.10.29.）。また、USTR（米通商代表部）は、12月5日、M&Aの促進に向け、三角合併をしやすくする措置を求めている（日本経済新聞 2006.12.6.）

日本経団連の主張に対し、経済産業省の次官による発言として、「国際基準で対処していく。日本経団連の要望は基本的に難しい」という否定的な見解が示され（日本経済新聞 2006.10.31.）、また経済産業相の発言として「国際基準の枠内で考えるべきだ。」という厳格化に否定的な見解が伝えられていた（朝日新聞 2006.11.10.）。また、自民党は「政府が、対日投資促進を公約に掲げているため自民党も当初方針通りに三角合併制度を導入すべきだとの判断に傾いて」おり、「大きな方向性にストップをかける議論はない」とされる（日本経済新聞 2006.12.9.）。また、塩崎官房長官は「対内直接投資を増やそうという政策にあった税制改正になるべきだ」として乱用防止策は最小限に止めるべきだとの考えを財務、経済産業の両省に伝えたことを明らかにしている（日本経済新聞 2006.12.12.）。

他方、日本経団連は12月12日、敵対的な買収を制限するように、M&A法制の整備を求める提言を発表している。三角合併によって日本企業の株主に外国株が渡されると、「株主に理解が困難な状況が発生することが懸念される」とし、製造業が外国企業に買収された場合、長年培ってきた技術力や研究開発力が海外に流出し、「日本全体の国際競争力が失われ、国益を損なう事態になりかねない」と警告している。さらに、敵対的買収に対する防衛策は欧米にもあり、M&Aに国際標準は存在しないことを主張している。具体的な規制策としては、外国株など未上場の有価証券などを株主に渡す場合には、株主総会での議決要件を、通常の合併時よりも厳しい「特殊決議」とするよう求めている。経団連は、これまでの主張である「特殊決議」に加えて、株式公開買い付け（TOB）の際、株主に外国株などを渡すときは、現金を選択できるように、法律での義務付けを求めている。その他、外国為替管理法の強化を主張しており、来年5月の解禁前に法律や省令の改正を目指して陳情してゆくという（日本経済新聞 2006.12.13.）。

これら日本経団連の主張の中で、特に慎重に吟味すべきは、対価として入手する外国株式について、①日本語による情報開示を求めることと②国内での売買機会の保証のために国内証券市場での上場を義務づけること、の2点であろう。

3. 政府与党税制改正大綱

この一連の問題に関して、まず、自民党税制調査会が三角合併解禁に合わせて導入する乱用防止策の検討に入ったことが伝えられた（日本経済新聞 2006.12.6.）。すなわち、①海外居住の大株主、②租税回避地（タックスヘイブン）を活用した再編、③実体のないペーパーカンパニー、の三つには課税繰り延べを適用しないことが柱となっている。自民税調では、新しい株式の交付時点では原則課税を猶予するが、その後、株式を売却すれば個人株主に所得税、法人株主には法人税納付を義務づける方向であるが、ただしこれら三つの事例については課税猶予を見送ることを検討。①のポイントは、日本企業に25%以上出資する海外居住の大株主が保有する日本企業株を売却した場合、原則として日本に納税する義務があるが、三角合併に伴い海外居住の大株主に外国株が交付されれば、大株主がそれを売却しても日本では課税できなくなる。このため、あらかじめ三角合併の実施時点で株式含み益などに課税する案が浮上。②のポイントは、日本企業（A社）が保人税負担の重い日本での納税を避けるために使うことが想定される仕組みであって、まず日本企業が海外の租税回避地に現地法人（B社）を設立し、そのB社が逆上陸する形で日本に作った法人とA社とを統合すると、A社はB社の子会社になる。親会社になったB社に対し、A社が多額の配当を支払い所得を移転することが可能になる。こうした節税目的の再編が相次ぐことが懸念される。③で焦点となるのは、外国企業が日本にペーパーカンパニーを設立し、日本企業と合併させるケースである。このケースに関して、日本企業同士が株式交換で再編する場合も「事業の統合効果がある」などの場合に限定して課税が猶予されているが、経済界には「税制の公平性」を理由として三角合併でも課税の繰り延べを認めるべきでない、とする意見がある。政府内にも、「対日投資を進める意欲のある外国企業ならペーパーカンパニーではなく、生産・販売拠点などをつくるはず」との声が多い。しかし欧米企業は「日本に投資実績がないと再編しにくい仕組み。外資排除につながる」として反発。この事例を乱用防止策の対象とするかどうか議論を続ける見通しとされた（併せて、日本経済新聞 2006.12.5.）。

また、日本経団連が主張する「三角合併の決議要件厳格化」について、自民党はこれを見送る方針と伝えられ、自民党法務部会商法に関する小委員会は、「出席議員の殆どが日本経団連の主張に否定的」だと伝えられる（日本経済新聞 2006.12.9.）。

こうした経緯を経て、政府与党税制改正大綱の全容が12月14日、発表された（日本経済新聞 2006.12.15. 並びに『商事法務』No.1787 2006.12.25. 「スクランブル」欄）。この中で、三角合併をめぐる課税の仕組みが明らかにされた。その概要を摘記すれば以下の通りである。

(1) 平成19年5月1日以降に行われる合併等から適用されるもの。

- ①一定の条件を満たせば、買収される対象会社の資産の含み損益に対する税務上の損益認識が繰り延べられる。それら条件を満たさない場合には、買収対象会社の資産の含み損益についてキャピタル・ゲイン課税がなされる。
- ②税制適格要件に関しては、まず、100%親会社の株式以外の資産が交付されないことが必須の要件とされた上で、税制適格となるために必要な「共同事業要件」に関しては、合併等の当事会社間で判断される。その結果、買収会社が買収のためだけに設立されたペーパーカンパニーである場合には、税制非適格とされる。
- ③三角合併により、わが国企業の株式が無税で外国企業の株式に転換されることによる課税漏れが生じうる。そこで、買収会社が買収対象会社の既存の外国株主に対して外国企業の株式を対価として分配する場合には、外国株主は、保有する買収対象会社株式を手放すことによる譲渡益が国内厳選所得となる場合には、キャピタル・ゲイン課税を受ける。

(2) 平成19年10月1日以降におこなわれる合併等から適用されるもの。

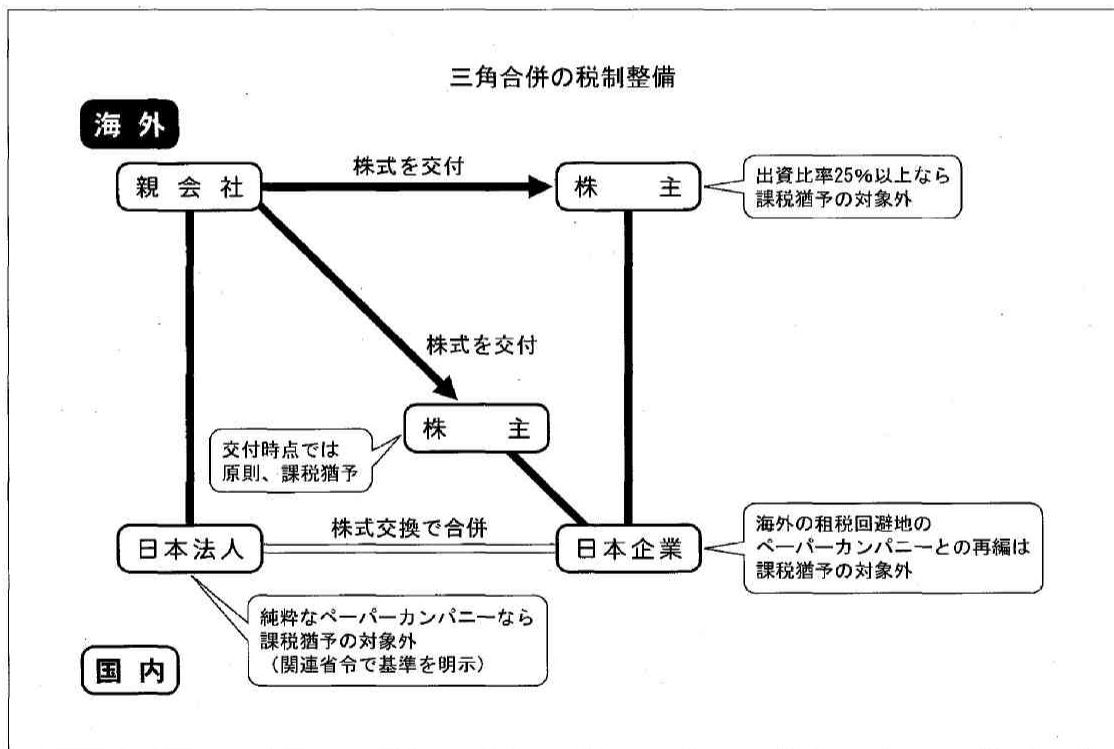
- ①タックス・ヘイブンに所在する事業実体のない外国親会社がわが国に会社を作り、含み益のある資産を

持つ対象会社と三角合併させる場合には、適格三角合併とは見なされず、対象会社の株主にキャピタル・ゲイン課税を行う。

- ②わが国企業がタックス・ヘイブンに設立したペーパーカンパニーを買収者とする事で自らを三角合併により買収させて自らの株主を当該ペーパーカンパニーの株主に振り替えて税制の適用を回避し、わが国の国内源泉所得以外の所得の課税を免れるなどの行為に対処するため、少数の株主グループによって80%以上の持ち分を保有されている内国法人の株主が、三角合併によりタックス・ヘイブンに所在する実体のない外国法人を通じて当該内国法人を支配することとなった場合には、外国法人とその外国子会社に留保した所得を、その持ち分割合に応じて、当該外国法人の居住者株主と内国法人の所得に合算して課税する。

以上に関する詳細は、平成19年度税制改正法案・関連政令に委ねられるものとされ、平成19年3月国会に提出される見込みである。

なお、日本経済新聞紙上には、こうした「三角合併の税制整備」に関して次図が添えられている（日本経済新聞 2006.12.15.）。



こうした三角合併に関する税制整備を、日本経済新聞の社説は次のように論評する（2006.12.15.）。

「対日直接投資への門戸を広げるはずの「三角合併」への課税は、外国企業に対して閉鎖的な面を残した。首相のスローガンの一つである「オープン」さには欠ける。」

「外国企業が自社株を対価に日本企業を完全子会社化できる三角合併に関する税制は、外国企業にとって明確になったとは言い難い。三角合併は外国企業が日本の子会社と日本企業とを合併させ、日本企業の株主に対して持ち株と交換で自社株を交付する仕組み。今の税制だと交換の際に譲渡益が出たとみなし課税する場合もあるので、実際に株を売るまで課税を繰り延べる必要がある。」「与党税調は課税を繰り延べられるようにしたが、一部経済界の要望をいれ「子会社」の条件を法令で明記し、事業の実体が

ない場合などは繰り延べを認めない方針だ。日本に子会社のない外国会社の多くは特別目的会社を設け日本企業と合併する考えとみられるが、こうした場合は繰り延べの対象とならない公算が大きい。また繰り延べの対象にするか否かは国税庁が個別案件ごとに判断するので、外国企業は先を読みにくい。「経済産業省は当初、特別目的会社でも課税繰り延べを認める新方式を要望していたが、一部経済界の反発で取り下げた。対日投資促進を唱える同省の姿勢を疑わざるを得ない。」

時を同じくして、朝日新聞の「私の視点」欄に、ヒュー・リチャードソン駐日欧州委員会代表部大使の発言が掲載されている。これは三角合併に関する適用要件を厳しくしようという日本の経済界の動きについての批判である（朝日新聞 2006.12.15.）。

「外国からの直接投資は、日本の場合、国内総生産（GDP）の2%を少し上回る程度に過ぎず、EUの33%に比べ、極めて低い水準にある。対日直接投資は、海外からの資金の流入という観点からのみ重要なものではない。日本企業にとっても外国の先進的な技術を獲得し、革新的な経営を招き入れ、競争力の向上につながる利点がある。」また、「三角合併が国境を越えたM&Aの最善の手法とはいえない。合併する企業同士が株式を直接交換する方法が最も効果的であり、EU域内では広く採用されているし、日本企業もこの方法を活用できる。」このままでは、「2010年末までに対日直接投資をGDPの5%まで引上げると言う日本政府の目標達成を難しくするだろう。」「日本は、国境を越えたM&Aの可能性を大きく広げ、貴重な外国からの投資を誘致する絶好の機会である。この好機を決して逃がすべきではない。」

また、12月15日付けの英フィナンシャル・タイムズ紙（4面）は、こうした経緯をつぶさに紹介した上で核心部分について次のように述べている。

経団連は、新しい規制は、「ペーパー・カンパニー」の設立によって、外国会社に租税回避の機会を与えるものと批判するが、米商工会議所を始めとする外国団体側は、いわゆる「ペーパー・カンパニー」が「三角合併」に関する新たな規制に従おうとする限り必要だ、としている。

さらに言葉を継いで、次のように述べる。

自民党税調のあるメンバーは、経団連の基本的な主張は拒絶された。「殆どのケースは、“課税猶予”の対象となることが認められよう」、としている。

しかし、法律上ではなく、規制における変更では満足し難いものがある。これでは、日本の経済団体が、殆ど全ての合併について「乱用」だと主張することであろう。

問題への関心が国際的な広がりを持っている証左である。

4. 対日直接投資という観点

政府は対日直接投資を2010年までに国内総生産比（GDP比）で倍増し、5%を目途とすることを公約している。ニコラス・ベネシュ在日米商工会議所対日直接投資委員会委員長は、「対内投資の水準が著しく低い日本にとって三角合併は数少ない投資促進策だ」としている（日本経済新聞 2006.11.10.）。政府は、三角合併ルール作りに関して12月（2006年）に着手、関係省令を改正する予定と伝えられる（日本経済新聞 2006.11.26.）。また、塩崎官房長官は「対内直接投資を増やそうという政策にあった税制改正になるべきだ」と述べ、乱用防止策は最小限に止めるべきだとの考えを財務、経済産業両省に伝えたという（日本経済新聞 2006.12.12.）。政府の公約との齟齬は許されまい。

こうした複雑な経緯の下で「三角合併」は解禁の日を迎える。残された僅かの時間でルールをどう具体化してゆくか、各個の日本企業にとってのみならず、日本経済全体にとっても、また日本経済の対外関係にも、及ぼす影響が多大かつ多岐にわたるものであるだけに、大局的かつ包括的な見地からする判断が求められることは疑いない。

参考文献

- [1] 江頭憲治郎『株式会社法』有斐閣, 2006年
- [2] 神田秀樹『会社法 (第8版)』弘文堂 2006年
- [3] 前田庸『会社法入門 (第11版)』有斐閣, 2006年
- [4] 葉玉匡美「三角合併と株主の保護」『T&A master』188号, 2006.11.27.
- [5] 「三角合併導入による合併税制の行方」『T&A master』186号, 2006.11.13.
- [6] 末村篤「逃走する買収防衛論が意味するもの」『企業会計』2007 Vol.59 No.2
- [7] 武井一浩・中東正文対談「会社法下のM&Aを語り尽くす (2)」『ビジネス法務』2007.2.