

2018年12月12日

株式対価M&Aの戦略的活用

イノベーション実現に向けたM&A成功の鍵は

経営コンサルティング第二部
主席コンサルタント 弘中 秀之

[要約]

- M&Aの目的が多様化している。その背景として、買い手、売り手にとってM&Aを積極的に活用せざるを得ない環境となり、そしてM&Aが社会的にも意義あるものになってきたことが挙げられる。M&Aをイノベーションや、持続的な成長、中長期的な企業価値向上を実現するための手段として活用することが重要となってきた。
- 政府においても「破壊的イノベーションに対応した世界標準のイノベーションエコシステムを創り上げる」という戦略が掲げられ、産業競争力強化法の改正（2018年5月成立、7月施行）も行われた。この中の施策のひとつに、自社株式を活用したM&Aを促し、産業活動における新陳代謝を促進することが挙げられている。この改正により、売り手株主は課税繰延措置を受けることができるようになった。
- 売り手株主の課税繰延措置を利用するためには、産業競争力強化法に基づく特別事業再編計画の認定を受ける必要がある。認定にあたっては、①著しい成長発展が見込まれる事業分野の事業活動、②プラットフォームを提供する事業活動、③中核的事業へ経営資源を集中する事業活動、に限る「新事業活動」要件や、対価として交付する株式の価格（対価の額）が買い手企業の余剰資金を上回ること等の「事業構造の変更」要件等をクリアする必要があり、無条件で認定を受けられる訳ではない。
- M&Aを実施していくには、戦略の策定、適切なスキーム選定、株価算定、デュー・デリジェンス、相手方との交渉等という旧来の論点に加え、産業競争力強化法に基づく特別事業再編計画の認定等の検討も必要になってきた。また、自社株式を対価にM&Aを行う場合で、買い手が上場会社のように金融商品取引法の適用を受ける場合は株式の募集行為に該当するため、有価証券届出書の作成等も求められる。
- M&Aスキームの選択肢拡大は歓迎すべき事であるが、その難易度は増し、自社単独での対応が益々難しくなっている。各分野に知見のある専門家やアドバイザーとチームを組んで実施していくことがM&A成功の鍵を握る。

1. 多様化するM&Aの目的

M&Aの目的が多様化している。読者の皆様の会社においても、これまでM&Aをあまり検討したことはなかったが、ここ数年で、何らかの目的を定め、具体的な検討を開始したという会社も多いのではないだろうか。その背景として、M&Aが買い手、売り手にとって特別なことではなく、積極的に活用すべき手段となり、また積極的に活用せざるを得ない環境になってきたこと、そして社会的にも意義あるものになってきたことが挙げられる。

M&Aを行い単に市場や製品を獲得し、売上や利益等の見かけ上のPL（損益計算書）の最大化を目指すだけでなく、M&Aをイノベーションの実現、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するための手段として活用することが重要となってきた。

例えば、買い手にとっては、自社だけの力では限界の見えてきたイノベティブな新規事業の開発、技術獲得、人材獲得等の避けて通ることのできない課題の解決手段としてM&Aが利用されている。コーポレートガバナンス・コードが2015年6月に適用開始となり、持続的な成長と中長期的な企業価値向上策に関し、株主や投資家への説明責任がより強く求められることになって以降、これらの課題解決が先送りにできないテーマになってきたことも理由のひとつであろう。

また、売り手にとっては、スタートアップ企業の出口戦略、オーナー経営者が引退の時期を迎えた中小企業の事業承継、成長や生き残り策に行き詰った企業の市場や販路の拡大、資本獲得等の課題の解決手段としてM&Aが利用されている。スタートアップ企業の経営者は、時間やコストのかかるIPOを目指すよりも、米国同様にM&Aによる事業売却を目指す傾向が強まっている。また、日本の企業の99%以上を占める中小企業は、少子高齢化や人手不足等を背景とした市場縮小による衰退、後継者不在による廃業の危機に直面している。これらは日本の将来を考えた場合、喫緊に解決すべき社会的課題とも言える。

企業がイノベーションを実現し新しい未来を切り拓くことや、中小企業の雇用維持、産業衰退の抑制、技術・商品の伝承等は、いま日本が直面している課題であり、社会的要請の観点からもM&Aが求められる時代になってきた。

政府も、2017年12月に閣議決定した「新しい経済政策パッケージについて」の中で「破壊的イノベーションに対応した世界標準のイノベーションエコシステムを創り上げる必要性」を掲げ、そのための政策のひとつとして「大胆な事業再編を行う際の株式対価M&Aの促進に必要な措置を講じる」ことを謳い、その後の法改正に動いている。また、中小企業庁においては「全国事業承継推進会議（キックオフイベント）」を2018年10月に開催する等、社会的課題解決に向け様々な施策が講じられている。

2. 多様化するM&Aの手段

2.1 株式を対価とするM&Aスキーム

コーポレートガバナンス・コードの各原則を踏まえた経営が上場会社に浸透し、資本効率改善のために自己株式の取得が継続して活発に行われている。自己株式を取得した会社の中には、自己株式を消却するのではなく、活用したいと考える経営者も多く、自己株式を対価としたM&Aを行いたいとどうすればよいか等の問い合わせも多くいただいている。

しかし、自己株式を活用したM&Aは、株式を取得するスキームに限ると実質的に株式交換による完全子会社化に限られていたため、完全子会社化を目的としない、または完全子会社化に障壁のあるケースでは実施することができなかった。

具体的なケースを見ていくこととする。

M&Aには、株式交換、株式譲渡、事業譲渡、会社分割、合併、株式移転、第三者割当増資等の様々なスキームがあり、状況に応じてどのスキームを使うかを選択する。これらを組み合わせてスキームを構成する場合もある。ここでは買い手と売り手の間で対象会社株式の移動を伴う株式交換スキームと株式譲渡スキームに焦点をあて説明する。

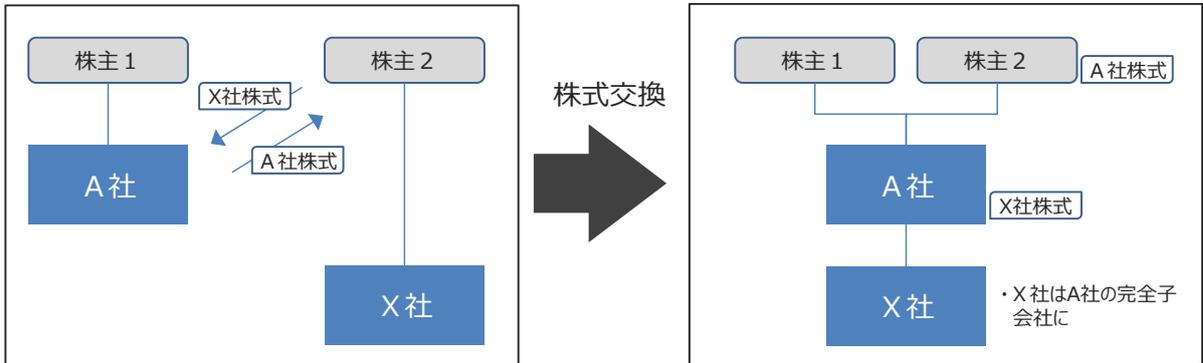
2.1.1 株式交換スキーム

株式交換スキームは、会社法で定められた組織再編手法のひとつであり、売り手の会社は、買い手の会社の完全子会社になる（図表1）。買い手の会社は、売り手の会社の株主から株式を取得し、対価として買い手の会社の株式を交付する。必ずしも対価が株式である必要はないが、売り手株主に株式譲渡損益に係る課税関係が生じないように、一般的には対価として株式が使われる。この株式は、買い手が保有している自己株式を使う場合もあれば新株を発行する場合もある。

株式交換は、会社法上の組織再編に該当するため、会社法に規定された手続に従う必要がある。株主総会での特別決議による承認（簡易組織再編を除く）が必要になるが、承認されれば、個別株主と交渉することなく、対象会社を完全子会社化することができる。株式対価の場合、買い手の現金負担はない。このため、現金を用いずに、完全子会社化を目的としたM&Aを実施する場合に広く用いられるスキームである。自己株式を多く保有する会社が好むスキームでもある。

一方で、売り手の株主に継続して株式を保有してもらいたい場合や、株主の意向等何らかの制約により完全子会社化を行うことができない場合には、株式交換スキームを採用することはできない。

(図表 1) 株式交換スキーム (株式対価)

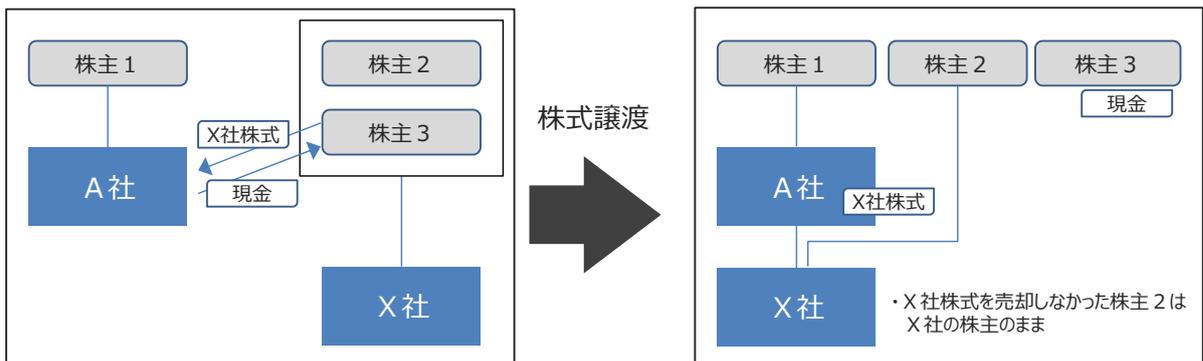


出所：大和総研作成

2.1.2 株式譲渡スキーム

株式譲渡スキームは、一般的には現金対価で行われる (図表 2)。この場合の取引は、買い手と売り手の当事者間における株式売買として整理されるため、株主として残ってもらいたい者を選別できる。また、会社法上の組織再編と異なり手続上の制約や留意点は比較的少ない。一方で、株式取得の対価として買い手に相応の現金が必要になる。

(図表 2) 株式譲渡スキーム (現金対価)



出所：大和総研作成

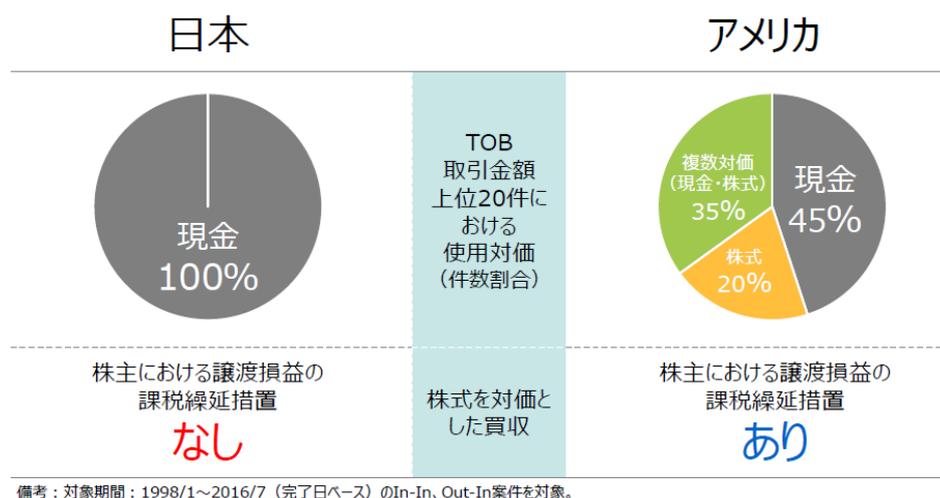
株式譲渡の対価として、買い手が自己株式を使用し、売り手の会社の株式を取得する手法も考えられる。しかし、このスキームは、売り手株主の株式譲渡損益に係る課税関係の問題があり、利用されてこなかった。売り手株主に現金が入らないのに譲渡益にかかる税金を納める必要がある点に課題があった。

2.2 自社株式を対価としたM&Aの解禁

今回の産業競争力強化法の改正（2018年5月成立、7月施行）は、自社株式を活用したM&Aを促し、産業活動における新陳代謝を促進し生産性革命を実現することが目的のひとつとされている。

具体的には、この改正により、会社法上の現物出資規制や有利発行規制を適用除外とする特例措置が公開買付け以外の相対取引等にも適用されることとなった。加えて、自社株式対価のM&A促進に最も効果が高いと思われる売り手株主への課税繰延措置が新設された。自社株式を対価としたM&Aが行われていないひとつの要因が「譲渡益課税」であると指摘されており（図表3）、この改善が背景にある。

（図表3）我が国のM&Aにおける対価の制約



出所：経済産業省資料「産業競争力強化法における事業再編計画の認定要件と支援措置について」より

これにより、対価が現金ではなく自社株式で、かつ買収対象会社の株主の一部が継続して株式を保有するようなM&Aが可能となってきた（図表4）。特定の株主を残し株式を取得したいケースや、特定の株主からのみ株式を取得したいケースにも自社株式を利用できるようになってきたということだ。

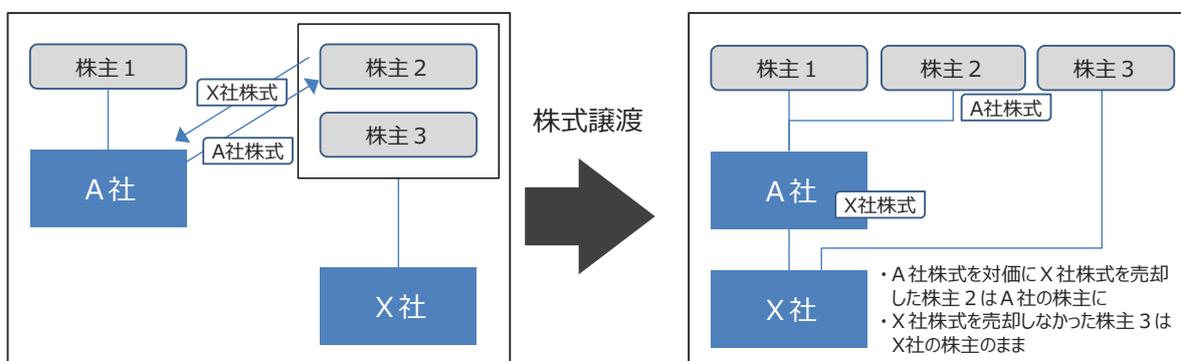
買収対象会社の経営者に引き続き経営を主導してもらいたいケースでは、経営者による株式保有の継続は大きなポイントとなる。例えば、経営者が保有する特定のテクノロジーに関する知見や経営ノウハウ、従業員を束ねる能力等が買収後も欠かせない場合に、経営者に株主として残ってもらうかどうかは、経営者のモチベーションの面からも買収後の経

営に大きな影響を与えることが考えられる。特に歴史の浅いスタートアップ企業の買収にあたって、創業経営者の経営へのかかわりは重要となる。

また、事業構造を変革するような大型M&Aでの活用が想定されるほか、ベンチャー企業等が自社外の経営資源や技術を積極的に取り込むことを促すようなケースでの活用も税制改正の目的に明示されている。資金に余裕は無いが、将来の成長が期待されるような企業による利用が想定されているのであろう。

その他の活用事例としては、買収対象会社が上場会社であり、かつ米国株主が10%を超える会社をM&Aしたいケースが想定される。今までは自社株式を利用するには株式交換しか選択肢はなかった。しかし、株式交換は、対象会社を完全子会社化するとともに、米国株主が10%を超える場合には米国証券法におけるいわゆる「Form F-4」への対応の必要性もあり、実現が難しかったケースも多い。これが、米国株主もしくは海外株主を除いた国内の株主から自社株式を対価に対象会社の株式を取得することで、一定の資本関係を構築することも可能となる。このように、株主構成上の問題から特定の株主を除いた株主から株式を取得したい場合にも自社株式を利用できるようになってきた。

(図表 4) 株式譲渡スキーム (自社株対価)



出所：大和総研作成

3. 最後に

3.1 自社株対価M&Aを検討するうえでの留意点

自社株式を対価とするM&Aが使えるようになったといっても、その制度を利用するためには、まず産業競争力強化法に基づく特別事業再編計画の認定を受ける必要がある。認定にあたっては、大項目ベースで9つの要件（図表5）を満たす必要がある。

(図表 5) 特別事業再編計画 (9要件)

計画期間
生産性の向上
財務の健全性
雇用への配慮
事業構造の変更
前向きな取組
新事業活動
新需要の開拓
経営資源の一体的活用

出所：経済産業省資料「産業競争力強化法における事業再編計画の認定要件と支援措置について」より
※ 橙色は、「事業再編計画」の6要件に加えて「特別事業再編計画」で必要となる3要件

この中の「新事業活動」要件では、以下のいずれかの新事業活動を行う必要がある。

- ①著しい成長発展が見込まれる事業分野の事業活動
- ②プラットフォームを提供する事業活動
- ③中核的事業へ経営資源を集中する事業活動

その他「事業構造の変更」要件では、「対価として交付する株式の価格（対価の額）が余剰資金を上回ること」等を満たす必要がある。

このように認定要件が複数設定されており、申請すれば無条件で認定されるというものではない。認定要件を満たすことが難しいケースもあると思われる。認定にあたっては、一般的には申請後数ヶ月の期間も必要となる。

また、買い手が上場会社であるような場合は、金融商品取引法上の規制を受けるため、株式の募集行為（第三者割当による自己株式処分）に基づく対応を行う必要がある。具体的には、有価証券届出書を作成し、財務局に提出し、その効力発生を条件とする必要があり、期間や事務負担が発生する。この点は、従前どおりの対応が求められる。これは、買い手にとっては、自己株式が現金の代わりに対価と考えがちであるが、金融商品取引法上では株式の発行と同じであり、それに準じた手続が必要になるということである。この点も、自己株式対価の株式譲渡スキームのハードルを高くしている理由のひとつとして挙げられるだろう。

3.2 イノベーション実現に向けたM&A成功の鍵

このように、M&Aは、戦略の策定から、適切なスキーム選定、株価算定、デュー・デリジェンス、相手先との交渉に加え、産業競争力強化法に基づく特別事業再編計画の認定、有価証券届出書の届出等、より専門領域が広がり、自社単独での対応が益々難しくなっている。各分野に知見のある専門家やアドバイザーとチームを組んで実施していくことがM&A成功の鍵を握る。

今回の産業競争力強化法の改正により、自社株式を対価としたM&Aが行えるようになり、M&Aスキームの選択肢は広がった。認定にはハードルもあり、さらなる改善も期待される場所であるが、今まで対価の現金を用意できないことで滞っていたM&Aがこれを機に進み始め、M&A件数が増加していく可能性もある。M&Aが行い易くなることで、買い手、売り手、社会にとって好循環が生まれ、イノベーションの実現や、当事者それぞれが抱える課題の解決に、ひいては中小企業の雇用維持、産業衰退の抑制、技術・商品の伝承等の日本が直面している社会的課題の解決に少しでもつながっていくことが期待される。

—以上—

参考文献

- 「産業競争力強化法における事業再編計画の認定要件と支援措置について」
経済産業省
- 「新しい経済政策パッケージについて（平成29年12月8日閣議決定）」内閣府
- 「平成30年度税制改正（租税特別措置）要望事項」経済産業省
- 「平成30年度税制改正」（平成30年4月発行）財務省
- 「自社株対価の買収に関する税制改正要望等」大和総研レポート 2017.11.22
金融調査部 主任研究員 金本悠希
- 「株対価M&A解禁の実務上の意義」商事法務No.2176 2018.9.5
武井一浩弁護士、松尾拓也弁護士、森田多恵子弁護士、田端公美弁護士
- 「改正産業競争力強化法の法務・税務」経理情報2018.9.20 No.1523
大石篤史弁護士・税理士、間所光洋税理士、緒方航弁護士