

2022年3月24日 全10頁

# 株式対価M&A

## － 株式交付制度の戦略的活用 －

株式交付制度開始1年経過後の活用状況を踏まえて

経営コンサルティング第一部  
主席コンサルタント 弘中 秀之

### [要約]

- 自社株式を対価としたM&Aスキームのひとつとなる株式交付制度が2021年3月の会社法改正により施行され1年が経過した。自社株式を用いたM&Aは、キャッシュアウトを伴わないため、資金に余裕はないが自社外の経営資源や技術を積極的に取り込みたい企業にとっての経営戦略の打ち手となる。
- 株式交付は、株式取得を目指す対象会社を子会社化する場合にのみ利用できる制度である。対象会社の子会社化を伴わない株式の一部取得や既に子会社となっている会社の株式の追加取得には利用できない。また、株式を取得（買収）する会社においては、株主総会の特別決議（簡易株式交付の場合を除く）が必要となるほか、有価証券届出書関連の手続なども必要となる。
- 株式交付制度スタート後1年間における上場会社による株式交付制度の活用状況を適時開示資料より調査したところ、8件を確認することができた。買収対象会社はすべて未上場会社であり、買収する側（上場会社側）の株主総会が不要な簡易株式交付が7件という結果であった。
- 株式交付制度は、「未上場会社の過半数の株式を自社株対価で取得したい」ケースにおいて簡易株式交付になる場合に有効活用しやすい制度と言える。今後は、「上場会社の過半数の株式を特定の株主から自社株対価で取得したい」という株式公開買付（TOB）を伴うような大がかりな事例で活用されることも考えられる。
- 株式交付制度が創設されたが、あらゆるケースで自社株式を用いたM&Aが可能となった訳ではない。しかし、M&Aを検討する際に、完全子会社化までは考えていないケースや、既存の株主が何らかの理由で買収後も残るケースは多くあると思われる。また、完全子会社化を含め、自社株式及び現金を使った混合対価で買収したいケースもあると思われる。このようなケースで対象会社株主に株式を対価とすることを受け入れてもらえるならば、株式交付は有効な手段となり得る。

## 1. 株式対価M&Aを促す株式交付制度の創設

自社株式を対価としたM&Aスキームのひとつとなる株式交付制度が2021年3月の会社法改正により施行され1年が経過した。自社株式を用いたM&Aは、キャッシュアウトを伴わないため、資金に余裕はないが自社外の経営資源や技術を積極的に取り込みたい企業にとっての経営戦略の打ち手となる。

自社株式を対価としたM&Aに関しては、以前より、株式交換を使った手法が存在するが、株式交換は買収対象企業の全株式の取得を前提としているため、株式の過半数のみを取得するようなケースには用いることができない。このような状況の中、自社株式を用いたM&Aをもう少し柔軟に行いたいという期待に応える形で株式交付制度は創設された。しかし、制約もある。本稿では、株式交付制度の概要や施行後1年の活用状況を踏まえ、どのような場合に利用することが有効かを確認したい。

## 2. 株式を対価にしたM&Aが求められる背景

M&Aは事業の成長や拡大のための特別な施策というよりも、むしろ一般的な施策となった。コーポレートガバナンス・コードでは、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための経営戦略を示すことが求められており、その施策のひとつとしてM&Aを掲げている会社も多いことであろう。このような背景の中、キャッシュがない、キャッシュを設備投資や人材投資などに利用したいと考える会社も多く存在し、キャッシュアウトを伴わないM&Aの手法として、自社株式を対価としたM&Aのニーズが高まっている。

また、近年、資本効率改善が経営の重要なテーマになる中、自己株式取得が活発に行われており、自己株式を多く保有する会社が増加している。このような会社が、取得した株式を消却することで資本効率を高める選択をする場合もあるが、取得した株式を保有資産のように捉え、M&Aの対価として積極的な活用を検討している場合があり、このことも株式を対価としたM&Aニーズが高まっている理由のひとつに挙げられるだろう。

## 3. 株式を対価にしたM&Aの制約と株式交付制度

自社株式を用いたM&Aがなぜ難しいかを考えてみよう。自社の株式を使って、他社の株式を取得するという事は、自社の株式が買収対価という側面を持つ一方で、自社の資本増強（＝増資）という側面を持つ。したがって、他社株式を受入対価にした増資として、現物出資規制を受け、検査役の調査が必要になる。

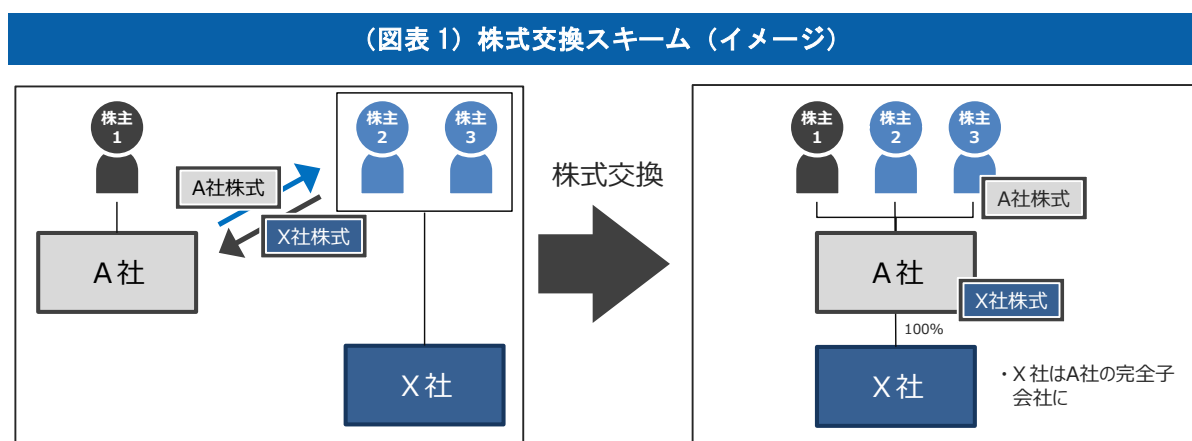
また、対象会社の株主から株式を譲ってもらうために、対象会社の株式にある程度のプレミアムを乗せた価格で株式を取得することも想定されるが、その場合、自社にとっては株式の有利発行になり、株主総会の特別決議が必要になる。

そのほか、他社株式と引き換えに現金代わりの株式を受領した対象会社の株主は、他社株式を売却したと見なされ、株式の価値が増加している場合は、譲渡益課税が課される。対象会社の株主にとっては、現金を受領していないにもかかわらず納税資金が必要になるため、株式を対価にした売却には応じづらい。

加えて、自社にとっては株式の発行（＝有価証券の募集）に該当するため、自社が上場会社の場合、金融商品取引法に従い有価証券届出書などの手続や取引所規則に従った各種開示も必要となり、手間と時間を要する。

このように、自社の株式を使って、他社の株式を一部取得する手法には規定や制約が多く存在するため、株式を取得する単なる対価として自社株式を現金のように扱うことは簡単ではない。

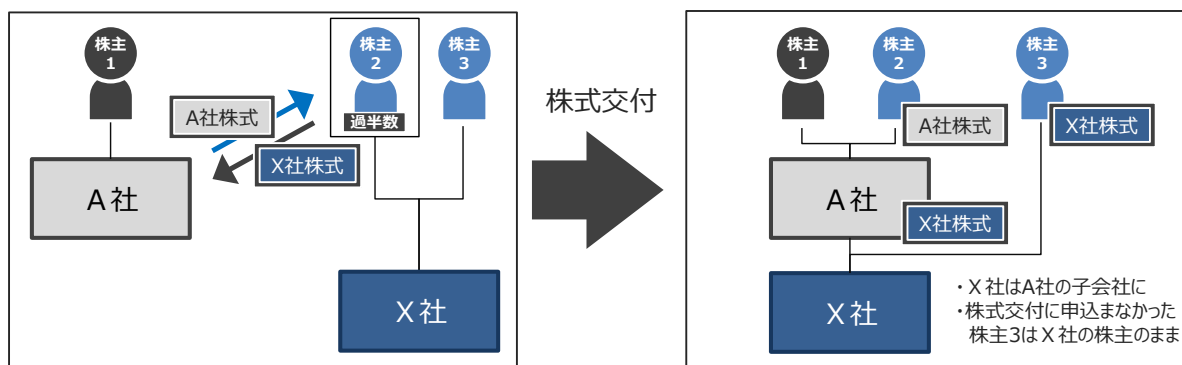
以上のような理由から、株式交付制度が施行される前までは、自社の株式を使ったM&Aの手法は、対象会社のすべての株式を取得し、自社（もしくは自社の親会社）の株式と交換する株式交換（図表1）にほぼ限られていた。



出所：大和総研作成

そこで、前述した現物出資規制や有利発行規制の制約を受けず、株式を対価としたM&Aを促進する手法として、株式交付制度（図表2）が創設された。並行して、2021年の税制改正及び産業競争力強化法の改正により、株式交付制度を利用する場合は、産業競争力強化法の認定なしで、①株式を対価とした場合の対象会社株主の株式譲渡益課税繰り延べ、②総額の20%までなら現金を対価の一部に用いても①の課税繰り延べ（株式対価部分のみ）、という税制措置が恒久的な制度として創設された。

(図表 2) 株式交付スキーム (イメージ)



出所：大和総研作成

## 4. 株式交付制度の概要

### 4.1 株式交付制度とは

株式交付制度の概要を簡単に表現すると、株式を取得（買収）しようとする会社にとって、全株式を対象としなくても使える株式交換と言える。

株式交付は、会社法における組織再編行為のひとつとして整理され、以下のとおり定義されている。

「株式会社が他の株式会社をその子会社とするために当該他の株式会社の株式を譲り受け、当該株式の譲渡人に対して当該株式の対価として当該株式会社の株式を交付することをいう。」  
(会社法第2条32号の2)

このとおり、自社株式を対価に他の会社の株式を譲り受ける旨が定義されているが、その中に「子会社とするため」と規定されている。つまり、株式取得を目指す対象会社を子会社化する場合にのみ利用できる制度となっている点に留意が必要となる。対象会社の子会社化を伴わない株式の一部取得や既に子会社となっている会社の株式の追加取得には利用できない。また、株式を取得（買収）する会社においては、株主総会の特別決議（簡易株式交付の場合を除く）が必要となるなどの制約がある。

一方で、株式交付により株式を取得しようとすることを、対象会社の株主すべてに通知することは求められていない。また、想定を超える株式譲渡の申込みがあった場合、按分比例のように申込者を平等に取り扱うなどの規定はなく、譲り受ける株主や株式数を自由に定めることができる（いわゆる割当て自由の原則）。これにより、特定の株主から株式を譲り受けることが可能となっている。

## 4.2 株式交付制度の手続

株式交付においては、株式を交付する会社（買収する側）が「株式交付親会社」、譲り受ける株式を発行する会社（買収される側）が「株式交付子会社」と定義される。株主から株式交付子会社に関しては、会社法の手続に特段の定めはないため、ここでは、株式交付親会社の会社法の手続（一部抜粋・要約）を記載する。

### － 株式交付親会社の手続 －

#### 1 株式交付計画の作成

株式交付親会社は株式交付計画を作成（会社法第 774 条の 2）し、以下に掲げる事項を定める必要がある（会社法第 774 条の 3①）。

- ▶ 株式交付子会社の商号及び住所
- ▶ 株式交付親会社が譲り受ける株式交付子会社の株式の数の下限
- ▶ 株式交付親会社が株式交付子会社の株式の譲渡人に対して当該株式の対価として交付する株式交付親会社の株式の数又はその数の算定方法
- ▶ 株式交付親会社の資本金及び準備金の額に関する事項
- ▶ 株式交付親会社が株式交付子会社の株式の譲渡人に対して当該株式の対価として金銭等を交付するときは、当該金銭等に関する事項
- ▶ 株式交付子会社株式の譲渡しの申込みの期日
- ▶ 株式交付の効力発生日

上記に定める株式交付親会社が譲り受ける株式交付子会社の株式の数の下限は、株式交付親会社の子会社となる数としなければならない（会社法第 774 条の 3②）。

#### 2 株式交付計画の承認

株式交付親会社は、効力発生日の前日までに、株主総会の特別決議によって、株式交付計画の承認を受けなければならない（会社法第 816 条の 3①、第 309 条⑫）。

ただし、他の組織再編と同じように交付する株式数に応じた純資産額が、株式交付親会社の純資産額の五分之一（20%）を超えない場合は、株主総会の承認は要しない（株式交付親会社が公開会社でない場合等除く。会社法第 816 条の 4）。

### 3 株式交付計画書等の通知・株式の譲渡しの申込み

株式交付親会社は、株式の譲渡しの申込みをしようとする者に対し、株式交付計画書の内容等を通知する必要がある（会社法第 774 条の 4①）。

申込みをする者は、譲り渡そうとする株式の数等を記載した書面を株式交付親会社に交付する必要がある（会社法第 774 条の 4②）。

### 4 株式交付親会社が譲り受ける株式交付子会社の株式の割当て

株式交付親会社は、申込者の中から株式交付子会社の株式を譲り受ける者を定め、かつ、その者から譲り受ける株式交付子会社の株式の数を定め、効力発生日の前日までに、申込者に対し、通知しなければならない（会社法第 774 条の 5）。

株式譲渡しの申込み期日において、株式交付計画で定めた下限の数に満たない場合、申込者に対し、遅滞なく、株式交付をしない旨を通知しなければならない（会社法第 774 条の 10）。

### 5 株式交付の効力の発生

株式交付親会社は、効力発生日に、株式交付子会社の株式を譲り受け、株式交付子会社の株式の譲渡人は株式交付親会社の株主となる（会社法第 774 条の 11）。

### 6 その他の手続

他の組織再編と同様に事前開示書面の備置き（会社法第 816 条の 2）や事後開示書面の備置き（会社法第 816 条の 10）、反対株主の株式買取請求（会社法第 816 条の 6）などに関する規定も定められている。

出所：会社法をもとに大和総研作成

## 5. 株式交付制度開始 1 年経過後の活用状況

株式交付制度が 2021 年 3 月にスタートし 1 年が経過した。上場会社による株式交付制度の活用状況を適時開示資料より調査したところ、図表 3 に示す 8 件を確認することができた。

それぞれの内容を見てみると買取対象会社はすべて未上場の会社であった。8 件のうち、1 件は持ち株比率ゼロからの完全子会社化、5 件が持ち株比率ゼロもしくは 1% 以下からの子会社化、2 件が持ち株比率 40% 超からの子会社化であった。

対価に関しては、現金及び自己株式の併用が 2 件、自己株式のみが 3 件、新株発行が 3 件で



あった。

買取する側（上場会社側）の株主総会を要するものは1件であり、7件が株主総会が不要な簡易株式交付であった。

8件のうち、3件は、株式交付親会社が譲り受ける株式交付子会社の株式の総数の譲渡しを受ける旨の「総数譲渡し契約」を締結している。このため、株式交付子会社の「株式の譲渡しの申込み」及び「株式交付親会社が譲り受ける株式交付子会社の株式の割当て」に関する手続は行われていない（会社法第774条の6）。

株式交付公表日から効力発生日までの日数は平均41日、簡易株式交付のみで集計すると36日、最短は24日であった。株式交付は、株主総会や債権者異議手続の有無などによって効力発生日までに要する日数は変動するが、事例から見ると機動的な組織再編が可能な制度として活用されていることがうかがわれる。

個別事例を見ていくと、株式会社Eストアーは、対象会社のオーナー経営者である2名が保有するそれぞれの株式に対し、現金及び自己株式を対価に50.17%を譲り受ける株式交付を行っている。現金を交えた混合対価である点と株式対価による過半数（全株式ではない）株式取得によるM&Aである点で、株式交付の利点を生かした事例と言える。

株式会社ソフトフロントホールディングスは、株式交付により筆頭株主の子会社株式を株式交付で譲り受け、同社株式を筆頭株主に譲り渡す組織再編を行っている。これにより、同社の第二の柱となる事業の獲得と同時に、筆頭株主は保有比率を高め（5.18%⇒14.80%）主要株主となっている。同一資本グループ内での資本構成の見直しに株式交付を活用した事例と言える。

（図表3）株式交付制度活用状況

No.	公表日 効力発生日	証券コード 市場	会社名	株式交付前後の 持ち株比率	対価	簡易株式交付	総数譲渡し 契約締結
1	2021/05/14 2021/07/12	4304 JASDAQ	株式会社Eストアー	0% ⇒ 50.17%	現金 自己株式	○	○
2	2021/05/24 2021/06/21	9449 東証1部	GMOインターネット株式会社	0% ⇒ 62.20%	自己株式	○	-
3	2021/06/18 2021/08/31	2315 JASDAQ	株式会社CAICA	40.72% ⇒ 83.76%	新株	-	-
4	2021/06/25 2021/07/21	8256 JASDAQ	株式会社プロルート丸光	0% ⇒ 50.23%	新株	○	-
5	2021/10/18 2021/12/01	9416 東証1部	株式会社ビジョン	0.78% ⇒ 50.10%	自己株式	○	-
6	2021/11/05 2021/11/29	2321 JASDAQ	株式会社ソフトフロントホールディングス	0% ⇒ 60.71%	新株	○	○
7	2021/12/24 2022/02/07	6069 東証マザーズ	トレンダース株式会社	0% ⇒ 100%	現金 自己株式	○	○
8	2022/01/21 2022/02/15	3762 東証1部	テクマトリックス株式会社	48.56% ⇒ 56.26%	自己株式	○	-

出所：各社プレスリリース（2021年3月1日～2022年2月28日）より大和総研作成

トレンダーズ株式会社は、対象会社の全株式を保有するオーナー経営者 1 名から、現金及び自己株式を対価に全株式を譲り受ける株式交付を行っている。全株式を取得する場合に従来用いられてきた株式交換では難しかった現金を交えた混合対価による組織再編を実現しており、株式交換の代替手法として株式交付が活用された事例と言える。

テクトマトリックス株式会社は、対象会社の少数株主から 50%弱まで株式取得を進めた後に大株主から株式を譲り受ける株式交付による子会社化を行い、その後自社の子会社と合併させる組織再編を行っている。自社の子会社との再編も交えたM&Aスキームに株式交付を利用した事例と言える。

利用実績が 8 件にとどまっていることを踏まえると、株式対価M&Aを促進する制度として始まった株式交付制度ではあるが、買収対象会社を完全子会社化する株式交換制度と同様に、株主総会の特別決議が必要になるなど手続などの負担からか、株主総会が必要なケースでは利用が限定的になっていることがうかがえる。一方で、株主総会決議が不要な簡易株式交付を利用する事例は一定数の実績があり、自社と比較し相対的に規模の小さい会社を子会社化する際の株式対価M&Aスキームとして、今後も活用されていくことが想定される。

## 6. 株式交付制度の戦略的活用

最後に、前述の活用事例も踏まえ、株式交付制度をどのような場合に有効に活用できるかを考えてみたい。図表 4 に、株式を対価とするM&Aや出資のパターンを整理し、そのパターンごとに、株式交換と株式交付の利用の可否を示した。

(図表 4) 株式交付・株式交換のパターン別利用可否

No.	買収対象会社区分	株式を対価とするM&Aや出資のパターン	組織再編手法	
			株式交換	株式交付
①	未 上 場	全株式を取得したい	○	○
②		過半数の株式を取得したい	—	○
③		マイノリティ出資を行いたい	—	—
④	上 場	全株式を取得したい	○	○ (+TOB)
⑤		過半数の株式を取得したい	—	○ (+TOB)
⑥		3分の1超の株式(過半数未満)を取得したい	—	—
⑦		マイノリティ出資(3分の1以下)を行いたい	—	—

出所：大和総研作成



株式交付は、②のように「未上場会社の過半数の株式を、自社株式を対価として取得したい」パターンにおいて簡易株式交付になる場合に有効活用しやすい制度と言える。自社株式を対価とすることを対象会社の株主が受け入れることを前提として、具体的な活用シーンを考えてみたい。

- ベンチャー企業の子会社化を検討する際に、創業経営者に引き続き経営者として残ってもらいたい、そのために株式を継続保有して欲しい
- 資金に余裕のないベンチャー企業が、自社にない経営資源を獲得するようなM&Aを行いたい
- 現金による株式取得などを通じ過半数近くまで保有比率を高めてきた会社に対し、さらに株式を取得し過半数を保有することで支配力を高めたい
- ある会社の買収を検討しているが、株式の売却に応じてもらえない株主やコンタクトできない大株主がいる
- 同一資本グループ内の資本構成見直しのため、筆頭株主の子会社の株式をグループ内A社に異動させるとともに、対価としてA社株式を筆頭株主に譲り渡すことで、筆頭株主のA社保有比率を高めたい

その他視点を少し変えると株式交換の代替策として、以下のような活用シーンが考えられる。

- ある会社の完全子会社化を考えているが、自社株式に、現金も加えた混合対価で買収したい（混合対価を対象会社株主が望んでいる）
- ある会社の完全子会社化を考えているが、買収対象会社が何らかの理由で会社法などに基づく再編手続を行うことが難しい
- ある会社の完全子会社化を考えているが、会社法などに基づく買収対象会社の再編手続を簡素化したい
- 筆頭株主となっている関連会社を完全子会社化した後に売却することを考えているが、株式交換を利用すると非適格組織再編となり、買収対象会社の資産の時価評価課税の課題が出てくる

株式交付制度は、上記に示したような未上場会社を対象にしたM&Aの際にこれからも活用されていくと考えられるが、今後は、⑤のような「上場会社の過半数の株式を、特定の株主から自社株式を対価として取得したい」という株式公開買付（TOB）を伴うような大がかりな事例で活用されることも考えられるだろう。

株式交付制度が創設され、このような様々な活用方法が考えられるようになったが、あらゆるケースで自社株式を用いたM&Aが可能となった訳ではない。また、株式交付制度を使ったとしても、株式取得の対価として自社株式を現金のように扱うことができるようになった訳でもない。このため、自社株式を対価とするM&Aが劇的に増加していくことはないと思われる。

しかし、キャッシュアウトを抑えるために自社株式を対価としたM&Aを行いたい場合に、完全子会社化までは考えていないケースや、既存の株主が何らかの理由で買収後も残るケースは多くあると思われる。また、完全子会社化を含め、自社株式及び現金を使った混合対価で買収したいケースもあると思われる。このようなケースで対象会社株主に株式を対価とすることを受け入れてもらえるならば、株式交付は有効な手段となり得る。今後、M&Aを検討する際には、スキーム選択肢のひとつとして株式交付制度も頭に入れておく必要があるであろう。

—以上—

## 参考文献

- 「産業競争力強化法等の一部を改正する等の法律」の制度概要（2021年6月）経済産業省
- 「株対交付制度」商事法務 No. 2236 2020. 7. 15 大杉謙一中央大学教授
- 「自社株対価の買収を促す税制措置の創設」大和総研レポート 2020. 12. 28  
金融調査部 主任研究員 金本悠希