

2024 年 9 月 10 日 全 8 頁

株式対価 M&A の活性化に向けた提言

外国会社の買収や子会社株式追加取得への株式交付利用が提言される

金融調査部 研究員 平石隆太
主任研究員 金本悠希

[要約]

- 株式対価 M&A に係る制度としては会社法で定められた株式交付が存在する。株式交付とは、他の会社を子会社化するために、自社の株式を対価として他の会社の株主から株式を取得することである。
- 規制改革推進会議では、現状認められていない外国会社の買収や子会社株式の追加取得にも、株式交付を利用できるようにすることが提言された。スタートアップ等が現金に依存せずに行うことができる事業再編の範囲が拡大するとの指摘もある。
- 本見直しを実現するには会社法の改正が必要である。規制改革実施計画では、2024 年度中に法制審議会への諮問等を行って、結論を得次第、法案を国会に提出する方針が示されている。
- ただし、会社法の改正は容易ではない。加えて、会社法の改正が実現したとしても、外為法や税制措置に関する課題を克服できなければ実務での活用は難しいだろう。

1. はじめに

内閣府に設置された「規制改革推進会議」¹は、2024 年 6 月 21 日に公表した「規制改革実施計画」²において、「株式対価 M&A の活性化に向けた会社法の見直し」を提言した。この見直しは、株式対価 M&A で利用できる株式交付について制度改正の方向性を示したものである。

本稿では、株式対価 M&A に係る現行制度の概要を確認した上で、見直しの内容と見直しが求められた背景、今後の課題について解説する。

¹ 経済社会の構造改革を進める上で必要な規制の在り方の改革に関する事項を調査・審議することを主要任務としている（参照：内閣府ウェブサイト「[規制改革推進会議 会議情報](#)」）。

² 内閣府「[規制改革実施計画](#)」（2024 年 6 月 21 日閣議決定）

2. 株式対価 M&A に係る現行制度

産業競争力強化法

後述する会社法に基づく株式交付制度の導入前は、産業競争力強化法において株式対価 M&A に係る一定の措置が定められていた（産業競争力強化法の規定は現在も継続している）。この規定の適用が認められるためには、一定水準以上の生産性の向上や財務の健全性などの要件を満たした上で、事業再編計画が経済産業大臣によって認定されなければならない³。

事業再編計画の認定によって株式対価 M&A を実施した案件は 1 件にとどまっている⁴。産業競争力強化法の規定の利用による実務上の難点として、①事業再編計画で目標数値が公表されることによる海外法制（開示）との齟齬、②計画認定手続きを経ることによって生じる柔軟な条件変更への支障、などが指摘されている⁵。これらにより、産業競争力強化法を利用した株式対価 M&A は活用が進まなかったと考えられる。なお、産業競争力強化法の株式対価 M&A には、買収会社に被買収会社の株式を譲渡した株主に対する譲渡益課税の繰り延べ措置が設けられていたが、2021 年 3 月末で当該措置は終了している。税制優遇措置が適用されないことを踏まえると、今後も産業競争力強化法に基づく株式対価 M&A の利用は進まないだろう。

会社法に基づく株式交付制度

株式交付制度の概要

令和元年会社法改正で創設され、2021 年 3 月 1 日に施行された株式交付⁶は、円滑に自社株対価の買収を実施することを可能にする制度であり、以下のように定義されている（会社法 232 条の二、会社法施行規則 4 の 2）。

株式会社が他の株式会社をその子会社（50%超の議決権を所有するものに限り）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

株式交付を行う会社（株式交付親会社）と、株式交付により株式交付親会社の子会社になる会社（株式交付子会社）は、いずれも日本法上の株式会社に限られ、外国会社は含まれない。法務省は、外国会社を含まない理由として、外国会社の性質はその類型ごとに千差万別であるため、客観的かつ形式的な基準で当該外国会社が株式会社と同種であるか判断することが容易ではな

³ 事業再編計画の認定要件については、経済産業省「[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](#)」p. 4 を参照。

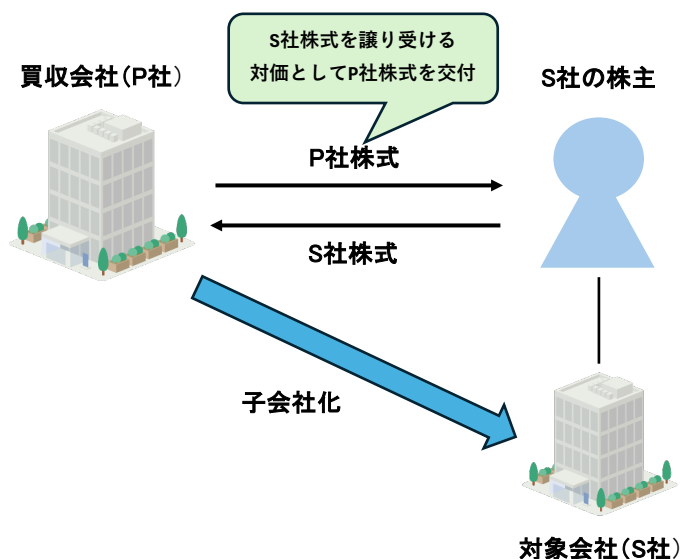
⁴ データセクション株式会社がチリ法人に対して株式対価 M&A を実施した案件である（[事業再編計画認定案件（84 件）（METI/経済産業省）](#)の案件番号 12）。なお、後述の株式交付とは異なり産業競争力強化法の規定では外国会社の買収が可能である。

⁵ 日本証券経済研究所、金融商品取引法研究会記録第 74 号「[株対価 M&A/株式交付制度について](#)」（2020 年 8 月）p. 17 参照。

⁶ 株式交付制度の手続きの詳細については、金本悠希「[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 年 12 月 28 日）を参照。

いことを挙げている⁷。また、これは会社法上の合併や株式交換などと同様の取扱いであることも指摘できる。

図表 1：株式交付のイメージ



(出所) 大和総研作成

また、株式交付を利用できるのは株式交付親会社が株式交付子会社を新たに子会社（議決権 50%超）とする場合に限られ、既存子会社（議決権 50%超）の株式の買い増しや、子会社（議決権 50%超）にならない範囲の株式の取得は、株式交付に含まれない。株式交付親会社は株式交付の対価として自社の株式を交付しなければならないが、自社の株式に併せて金銭等を交付すること（いわゆる混合対価）も認められる（会社法 774 の 3⑤）。

原則として、株式交付を実施するには、株式交付親会社は株式交付計画を作成し、株主総会特別決議の承認を受けなければならない（会社法 309②十二、816 の 3①）。株式交付親会社の反対株主は自己が有する株式を公正な価格で買い取ることを株式交付親会社に請求できる（会社法 816 の 6①）。また、株式交付に際しては原則として債権者保護手続⁸が必要であるが、対価が株式交付親会社株式のみである場合などには不要となる（会社法 816 の 8、会社法施行規則 213 の 7）。

⁷ 規制改革推進会議 第9回 スタートアップ・投資ワーキング・グループ「[法務省 御提出資料](#)」（2024年4月19日）参照。

⁸ 具体的には、株式交付親会社は債権者に対して、1か月以上の一定の期間を定めて株式交付に異議を申し立てられることを公告しなければならない。期間内に債権者が異議を申し立てた場合には、株式交付親会社は債権者に対して弁済、相当の担保提供、弁済を目的とした相当の財産の信託のいずれかを行う必要がある。ただし、株式交付を実施しても当該債権者を害するおそれがないときには前記の措置を行う必要はない。

株式交付創設に係る法制審議会での議論

株式交付創設の背景は次の通りである。株式対価 M&A は金銭以外の財産を出資する現物出資に当たり得るため、会社法の現物出資規制との関係が問題になる。現物出資規制には現物出資財産に係る検査役の調査（会社法 207）と取締役等の財産価額填補責任（会社法 213）が存在する。検査役の調査は現物出資財産の価額が適正であるかを調査することを指し、財産価額填補責任は現物出資財産の価額が定められた価額に著しく不足する場合に不足額を支払う義務を指す。検査役の調査は手続に時間やコストを要する点、財産価額填補責任は責任回避のため取締役が M&A の実施を躊躇する誘因になる点で株式対価 M&A の障害になり得ると指摘されていた。

株式交付の創設が議論された 2017 年 4 月～2019 年 1 月の法制審議会「[会社法制（企業統治等関係）部会](#)」では、他の会社の株式等を取得して子会社化する場合には、会社法 199 条第 1 項の募集によらずに、対象会社（以下 S 社）株式等を取得するのと引換えに S 社株式等を有する者に対して買収会社（以下 P 社）の株式を交付することができる⁹制度とすることが議論された。上記部会の議論では、株式交付を部分的な株式交換¹⁰とみることで合併や株式交換と同様の組織法上の行為として位置付け、他の組織再編行為と同様の規定を設けることとなった¹¹。会社法の募集の規定によらず組織法上の行為として位置付けることによって、株式対価 M&A に現物出資規制が適用されることが回避される。

株式交付に係る税制

株式交付では、S 社株主は S 社株式を P 社に譲渡することとなる（前掲図表 1）。通常、株式を譲渡する株主には譲渡益課税が発生する。しかし、株式交付の場合、S 社株主は P 社株式を受け取るのみで、原則として現金は受け取らない。このため仮に課税が発生すると、株主は納税資金を確保するために、受け取った P 社株式を売却することも考えられる。P 社株式が売却され株価が下落することは、株式交付実施の障害となり得る。

この点に対応するため株式交付には税制措置が設けられており、対価のうち P 社株式以外の資産が占める割合が 20%未満であれば、譲渡に伴う課税は繰り延べられる（租税特別措置法 37 の 13 の 4）。つまり、混合対価であっても対価のうち株式以外の金銭等の占める割合が 20%未満であれば税制措置の対象となる。ただし、株式交付後に P 社が同族会社（会社の株主等の 3 人以下とこれらの親族等で発行済株式又は出資が 50%を超える会社。ただし、非同族の同族会社¹²を除く）に該当する場合には課税を繰り延べることができない¹³。

⁹ 法制審議会「会社法制（企業統治等関係）部会」第 7 回会議「[その他の規律の見直しに関する論点の検討（2）](#)」（2017 年 11 月 1 日）参照。

¹⁰ 株式交換は譲渡企業の発行済株式のすべてを他の会社を取得させることにより、100%親子会社関係を生じさせる組織再編行為である。

¹¹ 法務省「[会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱案](#)」（2019 年 1 月 16 日決定）参照。

¹² 同族会社であることについての判定の基礎となった株主のうちに同族会社でない法人（人格のない社団等を含む）がある場合には、その法人をその判定の基礎となる株主から除外して判定するものとした場合において非同族会社となるものを指す。

¹³ オーナー株主が、保有する株式を自己の資産管理会社に移転する際に株式交付を利用するという制度趣旨にそぐわない事例が確認されたため、2023 年度税制改正において措置がなされた。

3. 規制改革推進会議の提言

前述の「規制改革実施計画」で提言された見直しの事項は以下の通りである。

図表 2：株式交付に関して提言された見直し事項

事項	概要
株式買取請求権の撤廃	買収会社が上場会社である場合、当該上場会社の株式流通市場における株式売却の機会が担保されていることを踏まえ、当該買収会社の反対株主の買収会社に対する株式買取請求権を撤廃する。
外国会社買収への利用	現行法上、株式交付は、制度利用可否を一律に判断する観点から、国内株式会社を買収する場合のみに利用が認められているところ、スタートアップ等の積極的な海外展開ニーズが高まっていることを踏まえ、外国会社を買収する場合にも利用可能とする。
子会社株の追加取得	現行法上、株式交付は、一度の制度利用で買収会社が買収対象会社を子会社化する場合のみに利用が認められているところ、既に子会社である株式会社の株式を追加取得する場合や連結子会社化する場合にも利用可能とする。
債権者保護手続	現行法上、株式交付は、買収対価が株式のみである場合には買収会社において債権者保護手続が不要となっているところ、株式と現金を組み合わせた混合対価の場合にも、必ずしも過大な財産流出が生じないことを踏まえ、同手続を撤廃する。

（出所）内閣府「規制改革実施計画」（2024 年 6 月 21 日）より大和総研作成

この提言された見直しは、現行の会社法で規定された株式交付では、活用範囲が狭い、手続負担が過剰という点で使い勝手が悪いといった実務からの指摘に端を発している。さらに、株式対価の買収であれば、手元のキャッシュが十分でなくても M&A を実施することが可能となり、外国会社の買収にも用いることができるようになればグローバル企業同士の大規模 M&A にも利用できる。株式交付の使い勝手の向上は、「今まで国内では必ずしも多くなかった挑戦的・戦略的な M&A の一手段」¹⁴にもなり得ると指摘されている。

活用範囲が狭い点への対応については、「外国会社買収への利用」と「子会社株の追加取得」が提言された。既述した通り、現行の会社法では株式交付親会社と株式交付子会社は日本法上の株式会社に限られている。見直しの提言では外国会社を株式交付子会社とする株式交付を認めることで、スタートアップ等による外国会社の買収にも利用できるようになると指摘している。加えて、現行制度では株式交付子会社を子会社化する場合にのみ利用可能とされていたところ、既に子会社である株式会社の株式を追加取得する場合にも利用できるように提言された。

手続負担の軽減については、株式交付の実施時の「株式買取請求権」「債権者保護手続」の撤廃が提言された。現行制度では株式交付親会社の反対株主には株式買取請求権が認められている。株式交付親会社が上場会社であれば株式の売却の機会が担保されていることを踏まえて、上場会社に限り株式買取請求権を撤廃することが提言された。また、債権者保護手続についても現行制度では対価が株式のみである場合には不要とされているところ、株式と現金の混合対

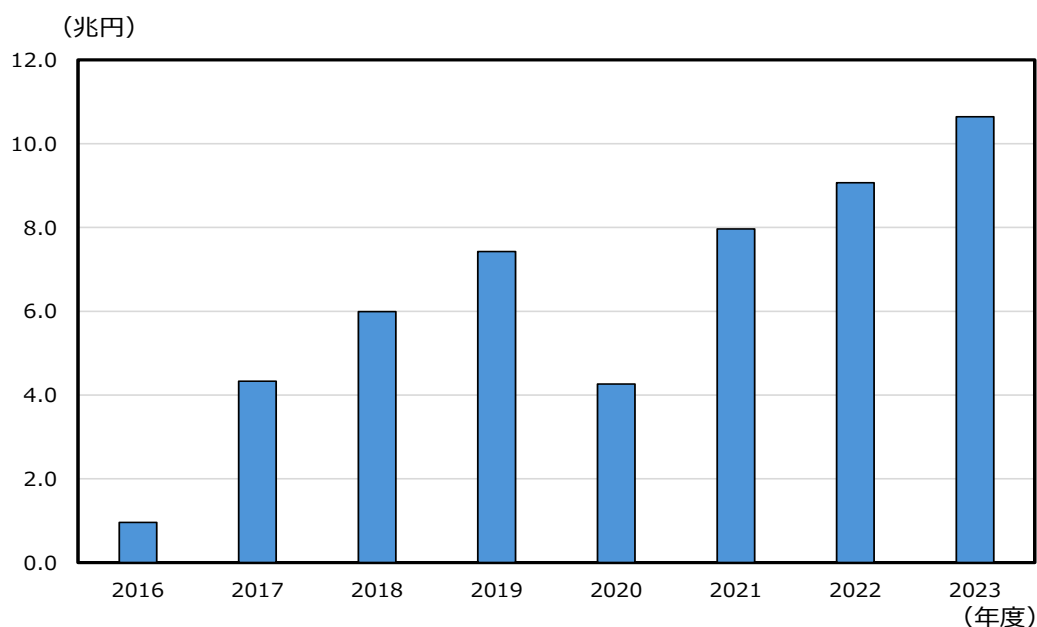
¹⁴ 規制改革推進会議 第 9 回 スタートアップ・投資ワーキング・グループ「議事録」（2024 年 4 月 19 日）における落合座長発言。

価の場合でも撤廃されることが提言された。

4. 提言の経済的背景

以上の見直し事項は、株式交付が創設された段階でも実務からの要請として求められていた。加えて、2023 年に東京証券取引所（以下、東証）が、上場会社に対し資本コスト・資本収益性を意識した経営資源の配分を求め¹⁵、これを受けた日本企業による余剰資金還元を目的とした自己株式取得（自社株買い）が増加していることも、今回の提言の背景として考えられる。実際に、2023 年度の日本企業の自己株式取得（自社株買い）は総額で 10 兆 6,800 億円と過去最高となった（図表 3）。株式交付は増加した自己株式の有効な活用方法になり得るとの指摘もある。

図表 3：日本企業の自己株式取得（自社株買い）額



（注 1）公表された日本企業の自己株式取得の額を合計している

（注 2）取得枠ベースでの集計

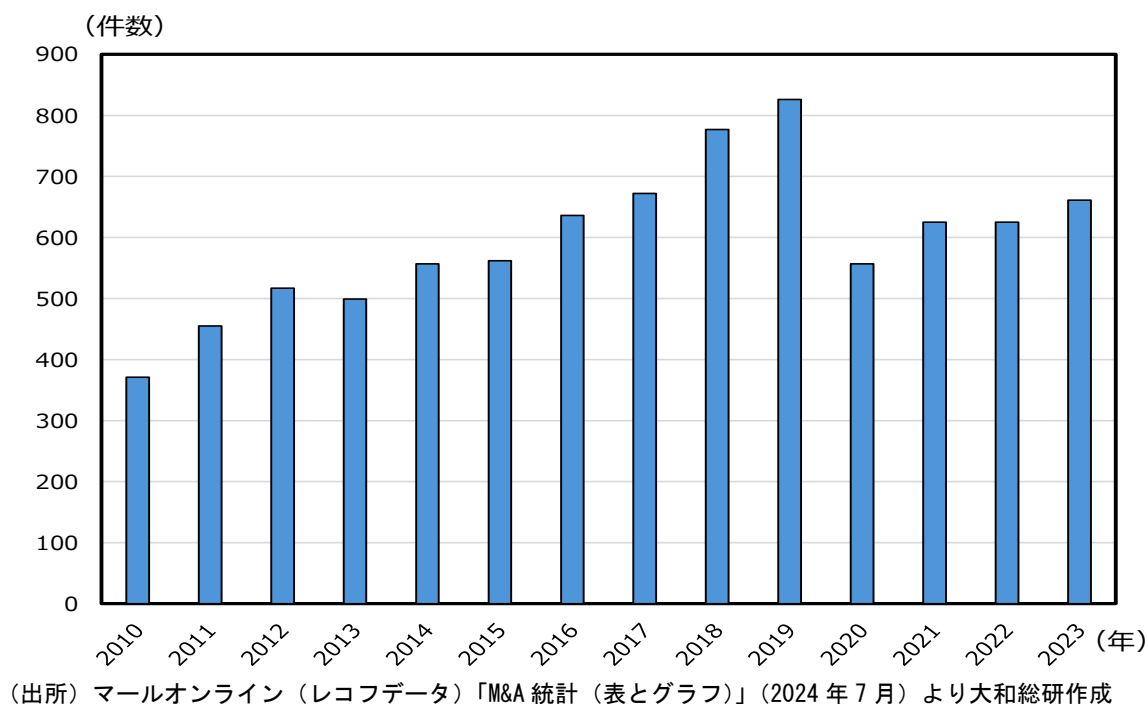
（出所）Bloomberg より大和総研作成

さらに、日本企業による外国会社の買収も増加している（図表 4）。外国会社の買収に株式交付を活用できるようになれば、M&A の活性化に資するだろう。日本企業による外国会社の買収は 2010 年代に大幅に増加した後、コロナ禍によって落ち込んだ。直近では回復傾向が見られ、2023 年は前年と比較して件数が増加している。

¹⁵ 日本取引所グループ「[資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて](#)」（2023 年 3 月 31 日）

上記の内容の詳細は、神尾篤史「[株価・PBR などの市場評価の分析を求める東証の開示要請](#)」（大和総研レポート、2023 年 4 月 6 日）を参照。

図表 4：日本企業による外国会社の買収件数



5. 今後の展望

会社法上の課題

「規制改革実施計画」で提言された 4 項目（前掲図表 2）は実務から求められる事項であるものの、その実現に向けては会社法上の課題が指摘されている¹⁶。

①外国会社買収への利用、②子会社株式の追加取得への利用に関しては、株式交付制度が創設された令和元年会社法改正の際にも議論された課題であり、その際に指摘された点がまだ解消していないとされている¹⁷。すなわち、①については、株式交付を株式交換等の組織法上の行為として位置付けられたため、そもそも外国会社との株式交換等は認められていないという問題がある。②についても、新たに親子会社関係が創設されることに着目して、株式交付に組織再編行為と同様の規定を設けているため、新たに親子会社関係が創設されない子会社株式の追加取得にまで拡張することは、制度趣旨を踏まえれば難しいだろう。

③株式買取請求権の撤廃、④債権者保護手続の撤廃に関しても、①、②と同様に他の組織再編行為と同様の規定として定められているため、改正が困難との指摘がある。ただ、③については、株式交付は実質的には新株発行であると理解すると株式買取請求権を認めないという制度設計も理論的には可能、といった解釈が示されている。④についても、混合対価であれば現金のみを対価とする場合よりも債権者に与える影響が相対的に小さいといえる、との見解がある。

¹⁶ 以下、商事法務研究会・会社法制に関する研究会「[第 11 回議事要旨](#)」（2024 年 4 月 15 日）参照。

¹⁷ 前掲脚注 7 参照。

以上を踏まえると、法的には 4 項目すべてに適切に対処した上で改正を実現することは容易ではないといえよう。会社法上の株式交付を創設する際に、現物出資規制の回避等を目的として株式交換に類する組織再編行為として位置付けたことで、制度設計上、提言に沿った改正が困難になっている面があることは否定できない。実務上の要請を満たすには、株式交付制度の見直しではなく、新制度の創設等での対応が必要との考え方もあるようだ。

提言内容が実現した場合の課題

上記のように本見直しが法的に実現するには会社法の改正が必要となる。「規制改革実施計画」では 2024 年度中に法制審議会への諮問等を行い、速やかに結論を得るとされている。法制審議会での議論を経て、会社法の改正案が国会において成立した場合に見直し事項（前掲図表 2）が利用可能となる。

前述のように、外国会社の買収に株式交付の適用を認めれば、外国会社の買収を多額の現金を使わずにできるため、この点を見直すことにはニーズがあるだろう。ただし、会社法改正が実現しても、外国会社の買収に利用する場合は、外国為替及び外国貿易法の対内直接投資審査制度への対応についての検討が必要になるだろう。外国会社を買収する場合に株式交付を適用する場合、外国会社の株主が株式交付親会社の株式を取得することになる。仮に株式交付親会社が安全保障等に関する業種など、同審査制度の対象となる業種を営んでいれば¹⁸、その株式を外国投資家（非居住者・外国法人等）が取得する場合は日本政府への事前届出が義務付けられ、審査の対象となる可能性があるためである¹⁹。

その他、外国会社を買収する場合に利用することについては、外国会社の株主に株式交付親会社の株式を交付する方法など、実務的な検討も必要になるだろう。

加えて既述した通り、株式交付に係る税制は P 社が一定の同族企業である場合には適用されない。規制改革推進会議で意図されているようなスタートアップによる株式対価 M&A の促進を考えると、3 人以下で 50%を超える発行済株式を有している一定の場合に税制措置を適用できないことは障害になる可能性がある。実務として株式交付が積極的に活用されるには税制措置の適用が不可欠である。一定の同族企業に対する税制措置の不適用の趣旨を守った上で、スタートアップには問題なく適用されるような税制措置が求められるだろう。

¹⁸ 上場企業については、財務省が同審査制度の対象となる指定業種に該当する企業のリストを公表している。2023 年 4 月 24 日時点で、上場企業 3,979 社中、1,975 社（49.6%）が指定業種に該当しており、該当するケースは少なくない。また、指定業種にはソフトウェア開発業も含まれており、スタートアップでも該当する可能性はある（参照：財務省『[『本邦上場会社の外為法における対内直接投資等事前届出該当性リスト』の改訂について](#)』（2023 年 5 月 19 日））。

¹⁹ 株式交付親会社（又はその子会社）が指定業種に該当する事業を行っている場合、株式交付親会社が上場会社のときは、外国投資家はその株式を取得し、取得後の出資比率等が 1%以上となる場合に原則として事前届出が必要となる。株式交付親会社が非上場会社のときは、外国投資家が 1 株でも株式を取得する場合に原則として事前届出が必要となる。