

2017年11月22日 全8頁

自社株対価の買収に関する税制改正要望等

株主総会特別決議が必要であれば、敵対的買収への利用は困難か

金融調査部
主任研究員 金本悠希

[要約]

- 経済産業省が、本年度の税制改正要望において、自社株式等を対価とした買収を円滑化するため、買収に応じた株主に対する株式譲渡所得課税を繰り延べることを要望している。並行して、法務省法制審議会の会社法制部会も、自社株式等を対価とした買収についての会社法上の手続きや取締役等の責任の見直しを検討している。
- これらが実現すれば、特に自己株式を多数保有している会社にとっては、買収手法の選択肢が広がる。
- TOBによる買収であれば、合併や株式交換等による買収と異なり、理論上、対象会社との合意なしに行うことができるという特徴がある。そのため、敵対的買収での利用が考えられるが、会社法制部会は、自社株式等を対価とした買収の際には買収会社の株主総会特別決議を行うことを検討しており、現在の検討内容を前提にすると、現実的には敵対的買収での利用は困難であろう。

1. はじめに

経済産業省は、「平成30年度税制改正に関する経済産業省要望【概要】」（平成29年8月）¹において、自社株式等を対価とした事業買収の実施を円滑化するための課税繰り延べ措置を創設することを要望している。これが実現すれば、諸外国で大規模な買収を行う際に使われている、自社株式等を対価とする公開買付け（TOB）が実施しやすくなる。

並行して、法務省法制審議会に設けられた会社法制（企業統治等関係）部会（以下、「会社法制部会」という）は、自社株式等を対価として他社を子会社化する際の、会社法上の手続きや取締役等の責任を見直すことを検討している²。

自社株式を対価とする TOB による買収が容易となれば、自己株式を多数保有している会社に

¹ 経済産業省ウェブサイト (http://www.meti.go.jp/main/zeisei/zeisei_fy2018/zeisei_r/index.html) 参照。

² 法務省 法制審議会 会社法制（企業統治等関係）部会 第5回会議（平成29年9月6日開催）資料7（第3） (<http://www.mo.j.go.jp/content/001237452.pdf>) 参照。

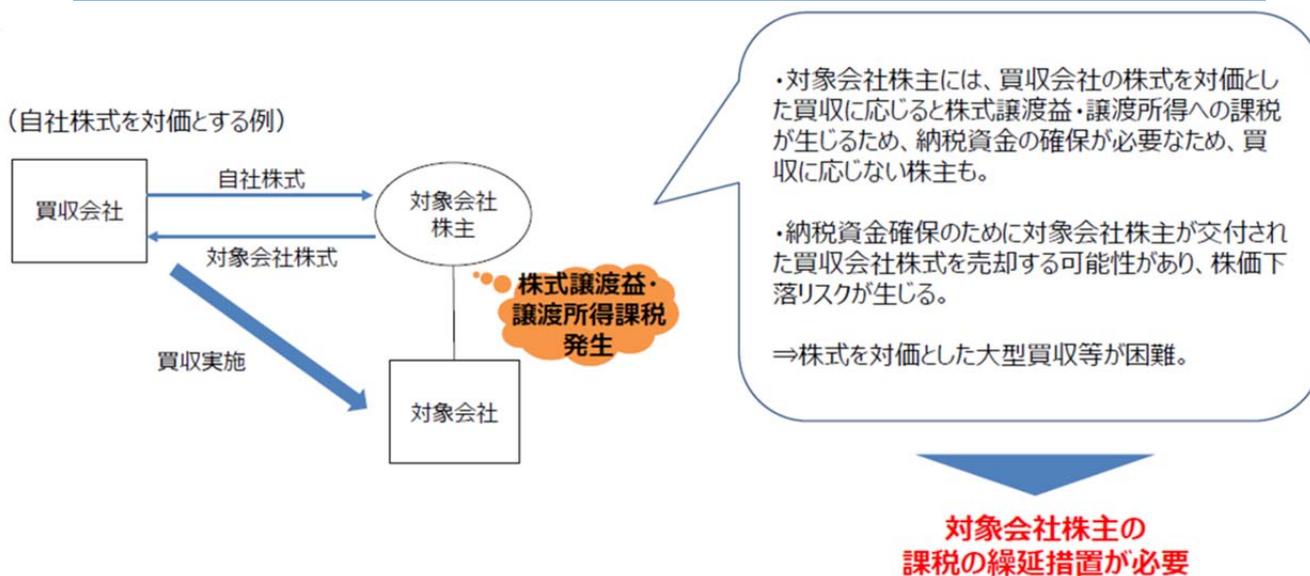
は買収手法の選択肢が広がる。TOBによる買収であれば、合併や株式交換等による買収と異なり、理論上、対象会社との合意（契約）なしに行えるという違いがある。そのため、敵対的買収での利用が考えられるが、下記で検討する通り、現実的には敵対的買収での利用は困難ではないかと考えられる。

2. 税制改正要望

経済産業省が要望している、自社株式等を対価とした事業買収の実施を円滑化するための課税繰り延べ措置の概要は以下のようなものである。

ある会社が他社（対象会社）を買収する際に、対象会社の株主から株式を取得する対価として、自社株式を交付する場合、現行法においては対象会社の株主に株式譲渡益・譲渡所得への課税が生じる。経済産業省は、この課税を繰り延べることを要望している（図表1参照）。

図表1 自社株式等を対価とした株式取得に関する課税繰り延べ措置の要望



(出所) 経済産業省「平成30年度税制改正に関する経済産業省要望【概要】」(平成29年8月)

図表1の通り、現行法においては、原則として³対象会社の株主は株式譲渡益・譲渡所得への課税が生じるため、納税資金の確保が必要となり、株主によっては買収に応じないことも考えられる。一方、買収に応じた株主も、納税資金確保のため、対象会社の株主が買収会社の株式を売却する可能性があり、株価下落リスクが生じる。このため、現行法では株式を対価とした大型買収が困難であるという問題が指摘されている。

これらの問題を受け、上記の要望が行われている。なお、要望されている課税繰り延べ措置

³ 適格株式交換の場合は、対象会社の株主に対する株式譲渡益・譲渡所得への課税は生じない。

の対象（「自社株式等」）として、自社株式以外にどのようなものが認められるか⁴や、どのような要件を満たす場合に課税繰り延べ措置が認められるかは、本稿執筆時点では明らかではない。

3. 会社法上の手続きに関する検討

(1) 現行法の扱い

(ア) 募集手続き

前述の通り、会社法制部会は、会社が自社株式等⁵を対価として他の会社の株式を取得することにより、その会社を子会社化しようとする場合について、会社法上の手続きについて検討している。

買収会社が、対象会社の株主に対して自社株式を交付する場合、第三者割当ての形式で「募集株式の発行等」の手続き（募集手続き）を行うこととなる。その際、対象会社の株主が買収会社に交付するのは、金銭ではなく株式であるため、現物出資を行うこととなる。

現行法上、現物出資の形式で株式の第三者割当てを行う場合の募集手続きは、以下の通りである。まず、会社は、株式を発行又は自己株式を処分し、第三者に割り当てる場合、割り当てる株式（募集株式）について以下の事項（募集事項）を、公開会社の場合は原則として取締役会で決議しなければならない。ただし、有利発行の場合、株主総会の特別決議で決議しなければならない（会社法 199①②、201①、309②五）。

- ①募集株式の数（※）
- ②募集株式の払込金額又はその算定方法
- ③現物出資を認める場合、その旨、現物出資財産の内容及び価額
- ④金銭の払込み又は現物出資財産の給付の期日又は期間
- ⑤増加する資本金及び資本準備金に関する事項

（※）種類株式発行会社の場合、募集株式の種類及び数。

会社は、上記の募集事項を決議後、次の流れで現物出資による株式の第三者割当てを行う。募集事項の公告（又は株主への通知）後、株式を引き受けようとする者に募集事項を通知し、その者が申込みを行う。会社は、申込者の中から割当てを受ける者を決定し、その者へ割り当

⁴ T&A master（2017年11月6日号）は、親会社株式も対象に含まれる可能性がある旨、指摘している。この場合、外国企業の100%子会社である日本企業が、その親会社（外国企業）株式を対価とするTOBにより他の日本企業を買収することが懸念されている旨、指摘している。

⁵ 「自社株式等」として、自社株式以外にどのようなものが認められるかは明らかでない。しかし、会社法制部会が検討している自社株式対価の買収に関する会社法の見直しは、産業競争力強化法でほぼ同様の制度が設けられており、同法では、親会社株式を対価とすることが可能である。同法の前身である「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」における株式対価公開買付けの導入について、横山淳「株式対価公開買付けに関する産活法改正法案」（2011年2月21日付大和総研レポート）参照。

てる株式の数を通知する。通知を受け、株式の引受人は現物出資財産の給付を行う（会社法 201③④、203①②、204①③、208②）。

（イ）現物出資の場合の追加手続き・取締役等の責任

前述の通り、対象会社の株主が買収会社に交付するのは、金銭ではなく株式であるため、現物出資を行うこととなる。現物出資の場合、現物出資財産が、募集事項として定めた価額を下回らないようにするため、以下の手続きや取締役等の責任が定められている。

具体的には、現物出資を行う場合、現物出資財産の価額を調査させるため、会社は裁判所に對し、原則として検査役の選任を申し立てなければならない⁶（会社法 207①）。さらに、現物出資財産の価額が、募集事項として定めた価額に著しく不足する場合、一定の取締役等は、会社に対し不足額を支払う責任（財産価額填補責任）を負う（会社法 213①）。

（2）会社法制部会の検討内容

（ア）検討の趣旨等

他社を買収（子会社化）しようとする場合、対象会社を完全子会社化する場合は株式交換を利用できるが、完全子会社化までは目指していない場合⁷は、対象会社の株式を現物出資財産として上記（1）（ア）の手続きで募集を行う必要がある。しかし、この場合は、前述の通り、原則として検査役の調査が必要なため一定の時間や費用がかかる。さらに、取締役等が財産価額填補責任を負うことから、現物出資財産である株式の価格が下落した場合、巨額の填補責任を負う可能性があり、現物出資財産を株式とすることの大きな障害として指摘されている。

そこで、会社法制部会は、株式を対価とする買収をより円滑に行えるよう、（対象会社を完全子会社化までせずに）対象会社の株式を現物出資財産として募集を行う場合にも、株式交換と同様の規律を適用することについて検討している。具体的には、検査役の調査や取締役等の財産価額填補責任が適用されない一方、株式交付に関する事項を記載した書面等の備置き及び閲覧等や、反対株主の株式買取請求権や株主の差止請求権が適用されることが考えられるとしている。

（イ）募集手続き

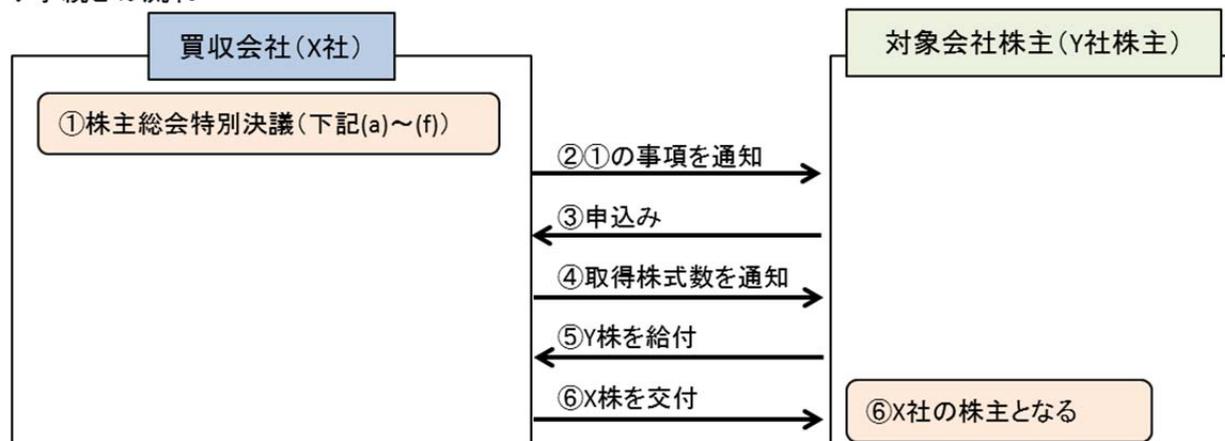
会社法制部会は、対象会社の株式を現物出資財産として募集を行う場合、上記（1）（ア）の手続きではなく、以下の手続きを適用することを検討している（図表 2 参照）。

⁶ 現物出資者に割り当てる株式数が発行済株式総数の 1/10 以下の場合、現物出資財産の価額の総額が 500 万円以下の場合、現物出資財産が市場価格のある有価証券であり、募集事項として定めた価額が市場価格以下の場合などは、検査役の選任は不要（会社法 207⑨）。

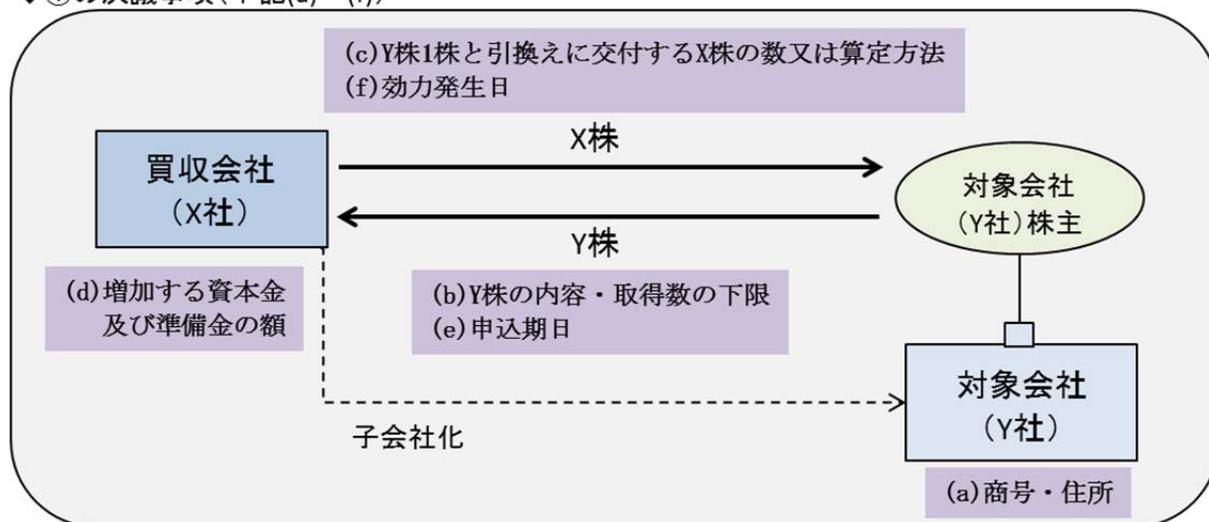
⁷ 第一段階で、自社株式を対価として対象会社の株式を一定数取得した上で、第二段階で株式交換で完全子会社化を行う場合も考えられる。

図表 2 対象会社株式を現物出資財産とする場合の募集手続き（会社法制部会の検討内容）

◆手続きの流れ



◆①の決議事項(下記(a)~(f))



(出所) 大和総研金融調査部制度調査課作成

まず、買収会社（株式交付親会社）は、原則として（取締役会ではなく）**株主総会の特別決議**で、以下の事項を定める（項番は図表 2 に対応）。

- (a) 子会社とする他の会社（株式交付子会社）の商号及び住所
- (b) 取得する株式等の内容及びその数の下限（※1）
- (c) 株式等 1 個を取得するのと引換えに交付する株式の数（※2）又はその算定方法
- (d) 増加する資本金及び準備金の額に関する事項
- (e) 株式等の譲り渡しの申込みの期日（申込期日）
- (f) 株式交付がその効力を生ずる日（効力発生日）

（※1）取得する株式等の数の下限は、株式交付子会社が株式交付親会社の子会社となるように定める。

（※2）種類株式発行会社の場合、株式の種類及び種類ごとの数。

株式交付親会社は、上記の事項を決議後、次の流れで株式交付子会社の株主に自社の株式を交付する（図表 2 参照）。まず、株式交付親会社は、（株式交付子会社の株主のうち）株式等の

譲り渡しの申込みをしようとする者に対して上記の決議事項その他の事項を通知する。これを受け、申込みをしようとする者が、譲り渡そうとする株式等の数その他の事項を記載した書面を株式交付親会社に交付する。株式交付親会社は、申込者に対し、取得する株式等の数⁸を通知する。効力発生日において、申込者は通知された数の株式等を給付し、同日、株式交付親会社から株式の交付を受けて、株式交付親会社の株主となる。

ただし、上記は対象会社を子会社化する場合を前提としており、申込みの総数が対象会社を子会社化するために必要な最低限の数を下回る場合は、株式交付を認めないとしている。

上記の通り、会社法制部会は会社法の手続きについて検討しているが、TOBを行う場合は金融商品取引法に基づく公開買付けの手続きも並行して行う必要がある。

4. 検討

(1) 有利発行に該当する可能性

買収会社が、自社株式を対価として他の会社の株式を取得する場合、TOBを利用する方法がある。TOBを行う場合、TOBの対象となる株式の価値に対して、対価（自社株式）に一定以上のプレミアムを乗せることが一般的である。例えば、X社（買収会社）がY社（対象会社）に対してTOBを行い、対価としてX社株式を交付するケースを想定する。仮に、X社株式とY社株式の1株の価値がいずれも100であったとする。このとき、X社が20%のプレミアムを乗せてTOBを実施するとすれば、Y社株式1株に対してX社株式1.2株を対価とする計算になる。

これをX社株式の発行（又は自己株式の処分）としてみれば、X社株式1株に対して、払い込まれる資産がY社株式0.833（ $=1 \div 1.2$ ）株であることを意味する。その結果、本来の価値100であるX社株式に対して、払い込まれた財産の価値は83.3（ $=100 \times 0.833$ ）相当しかなく、実質的に約17%のディスカウントによって発行（又は自己株式の処分）されたと判断されることになる。そのため、いわゆる有利発行と判断される可能性が高い。

前述の通り、現行法では、株式を発行（又は自己株式を処分）する場合、有利発行に該当しないときは取締役会で決議するとされている。一方、会社法制部会では、対象会社の株式を現物出資財産として、買収会社が株式を発行（又は自己株式を処分）する場合の手続きとして、有利発行に該当するか否かにかかわらず、原則として株主総会の特別決議で決議することとしている。このように、現行法よりも厳格な手続きとしているため、手続き面での懸念は少ないと言えるだろう⁹。

⁸ 株式交付親会社は、申込者から取得する株式等の数を、申込者が申込みをした株式等の数よりも減らすことができる（ただし、申込者から取得する株式等の総数が、取得する株式等の数の下限を下回らない範囲に限る）。

⁹ しかし、有利発行とされた場合、買収会社は対象会社の株式を割安で取得しているため、取得価額と時価の差額が受贈益として益金に算入されるという問題が生じ得ると指摘されており、慎重な検討が必要だろう。武井

(2) 買収会社の株価下落リスク

自社株式を対価とする買収を行う場合、対象会社の株主が対価として得るのは買収会社の株式である。そのため、対象会社の株主が取得することになる買収会社の株式の数が決定した後で、買収会社の株価が下落した場合、対価の価値が下落することになる。

この場合、取締役等の財産価額填補責任が生じ得るが、この点については会社法制部会は取締役等の財産価額填補責任を適用しないこととしており、対応が予定されている。しかし、対価の価値が下落した場合、そもそも対象会社の株主が対象会社の株式の給付に応じず、買収が成立しない可能性が生じる。

(3) 敵対的買収での利用可能性

前述の通り、会社法制部会の検討では、自社株式を対価とする買収を行う場合、買収会社は株主総会で特別決議を行う必要があることとされている。そのため、自社株式を対価とする買収を行う場合、当該議案について、議決権の過半数を有する株主が出席し、出席株主の議決権の2/3以上の賛成が必要になる。つまり、出席株主の議決権の1/3超の反対があった場合は実施できない。

株主総会の決議事項は、株主総会の2週間前までに株主に対して発信される招集通知に記載される（会社法299①）。近年、多くの上場会社は株主総会関連資料を株主総会前に自社ウェブサイト上で開示しており、株主総会開催前に招集通知をウェブサイトに掲載しているケースも見られる¹⁰。そのため、實際上、株主総会の2週間前までに、自社株式を対価とする買収を行うことが公表されることになる。その結果、自社株式を対価とする買収が敵対的買収としてTOBにより行われる場合は、対象会社はTOBの開始の前に、いわゆるホワイトナイト（友好的な買収者）を連れてくるなど対抗措置を準備する期間が2週間以上与えられることとなる。

敵対的TOBに対して対象会社が何らかの対抗措置を取ることが考えられる。このときに、買収会社側でも、プレミアムの引き上げなど、対象会社の措置に対するさらなる対抗措置を取ろうとした場合に、再度株主総会の特別決議を行う必要が生じることも考えられる。そのため、機動的に対応を行うことが困難である。

以上の理由から、現在の会社法制部会の検討内容のように、株主総会の特別決議を必要とするのであれば、實際上、自社株式を対価とする買収は敵対的買収に利用することは難しいのではないかと考えられる。

一浩・郡谷大輔 編著/田中麻理恵・赤坂屋潤 著「改正産活法スキームの解説 株対価M&Aの実務Q&A」（2011年6月）P12参照。

¹⁰ 東証上場会社は、招集通知を発送する場合、東証ウェブサイト上に招集通知が掲載され公表される（上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則13条）。

5. 最後に

TOBによるM&Aで使用された対価に関する経済産業省の調査によれば、各国で取引金額トップ20のTOBのうち、米国では20%、英国では15%、フランスでは35%、ドイツでは5%が株式が対価となっている（我が国では0%）¹¹。自社株式を対価とするTOBであれば、買収資金を調達せずに行うことができるというメリットもある。よって、我が国でも、特に自己株式を多数保有している会社の間で、自社株対価のTOBを利用するニーズは存在すると考えられる。

一方で、上記の税制改正要望や会社法見直しが実現したとしても¹²、自社株式を対価とする買収には依然上記で指摘した課題が存在する。自社株式を対価とする買収を、例えば敵対的買収においても利用しやすくするのであれば、引き続き実務上の課題を解決するための検討が必要だろう。

(以上)

¹¹ 注1参照。

¹² 産業競争力強化法において、認定事業再編計画に従った自社株対価のTOBに際して株式の発行等を行う場合には、現物出資規制や有利発行規制を適用しないとする特例が認められている（同法34）。しかし、これまでその実例は存在しておらず、その理由として譲渡益課税の繰り延べが認められていないことが指摘されている。