

## 三角合併

### ～クロスボーダーM&Aに不可欠なツール～

経営戦略研究所  
藤島 裕三

2007年のM&A件数は前年比2.8%減の2,696件となった(レコフ調べ)。本シリーズでは同年のM&A動向を主要なテーマごとに概観する。第二回目は三角合併。

三角合併はあくまでも友好的M&Aが前提。意中の外資を受け入れるのみならず、外国企業を傘下に収める際にも有用な、クロスボーダーM&Aのツールだといえる。

敵対的に使いにくいといっても、外資などが魅力的なプランを提示すれば、経営陣に圧力がかかるだろう。株主価値を最大化する経営に邁進する端緒とすべきである。

#### 2007年5月に三角合併が解禁

いわゆる「三角合併」とは、子会社が親会社の株式を用いて、別会社を吸収合併することをいう。そのバリエーションとして、子会社が対象会社を完全子会社(親会社にとって孫会社)にする「三角株式交換」、新設した持株会社の株式を交付する「三角株式移転」がある。

旧商法は組織再編に際して、被買収会社の株主に交付する財産として、買収会社の株式しか認めていなかった。そこで2006年5月に施行された会社法において、現金などによる「対価の柔軟化」が認められた。三角合併は「他社株式の交付」を活用したスキームである。

従来、国境を越えてM&Aを実施する場合には、合併や株式交換などの組織再編はリーガルリスクが大きいため、事実上は現金による買収しか手段がなかった。現地子会社を通じて三角合併の手法を活用すれば、現金流出を伴うことなくクロスボーダーM&Aを実施できる。

しかし三角合併が解禁されるには、会社法施行からさらに1年を要した。時価総額でわが国企業を大きく上回る外資が、敵対的買収に利用することが懸念されたためである。事前開示書類の記載拡充など会社法施行規則の改正を経て、ようやくコンセンサスを得るに至った。

もっとも、三角合併は株主総会の特別決議が必要で、議決権の2/3までTOBで取得するのでは、現金流出を伴わないメリットは意味をなさない。そもそも現状、外資による国内企業の敵対的TOBがほとんどない以上、三角合併が敵対的買収を喚起するとは考えにくい。

三角合併はあくまでも友好的M&Aが前提で、外資脅威論を煽り立てる具に利用された感は否めない。同スキームは意中の外資を受け入れるのみならず、外国企業を傘下に収める際にも有用である。クロスボーダーな企業再編を促進するツールであることに注目すべきだろう。



## 日興コーディアルグループの事例

2007年10月2日、米シティグループはシティグループ・ジャパン・ホールディングス(CGJH)を通じて、日興コーディアルグループを完全子会社化すると発表した。米シティの株式を対価とする株式交換によるもので、外国企業による三角合併の第一号となった。

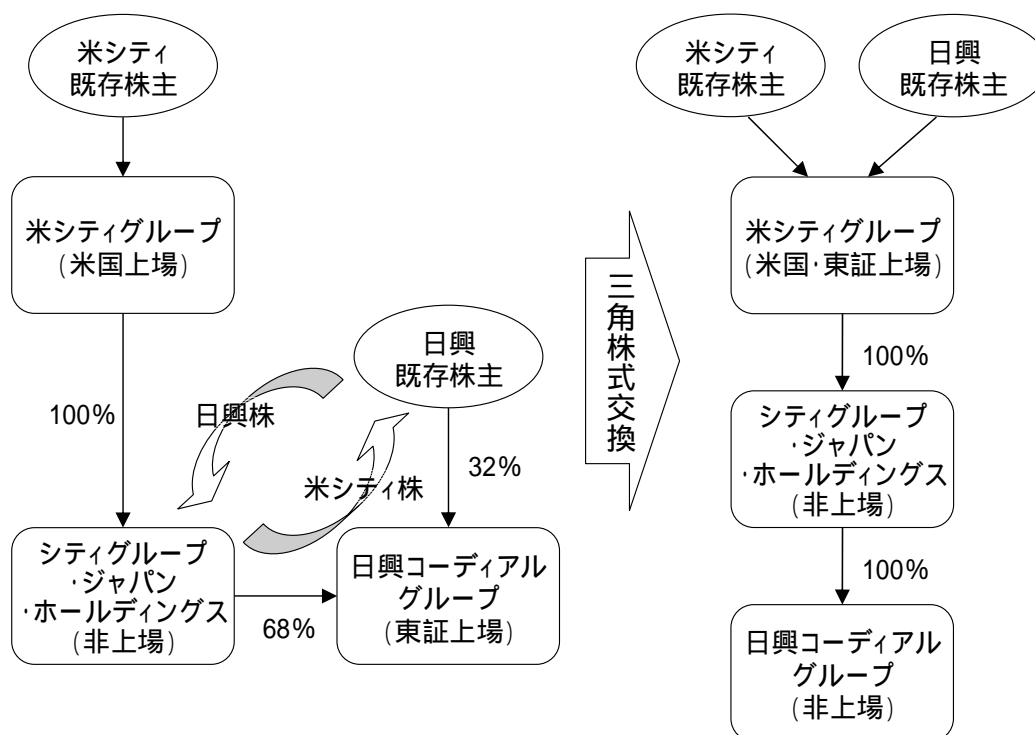
発表時点でCGJHは日興株式の約68%を所有しており、本件の株式交換は未保有分すべてが対象。日興株式は2008年1月22日に上場廃止。同29日に株式交換は発効して、日興の既存株主には同社株式1株につき、米シティ株式0.602株が割り当てられた。

2006年12月に日興は不正会計を指摘されて、証券取引等監視委員会(SEC)より処分を受けた。同社は経営体制を刷新して信用回復に努めており、今回の三角合併に至る一連の提携強化策も、同社の毀損したブランド価値の再構築に貢献するものと考えられる。

米シティは今回の完全子会社化を通じて、事業統合の取り組みを一層、推進・強化すると説明している。親子上場に対する批判を考慮した面もある。またサブプライム問題の影響で信用が収縮する中、三角合併を用いることで、追加的な現金流出を防ぐことができる。

その反面、非上場化で日興のブランド価値が減耗する、既存株主が米シティ株式を持ちたがらず売却する(フローバック)、など弊害も考えられる。なお2007年11月、米シティは東証上場を果たした。今後、わが国における同社プレゼンスの向上度が注目される。

図表：米シティによる日興の完全子会社化スキーム



出所：ニュースリリースを元にD I R 経営戦略研究所が作成

## G C Aホールディングスの事例

G C Aホールディングスは2007年11月、米投資銀行サヴィアンとの経営統合を発表した。両社が共同で株式移転を実施することで、持株会社G C Aサヴィアングループを新たに設立。新持株会社は2008年3月3日、東証マザーズに上場した（G C Aは上場廃止）。

まず前段階として、米サヴィアンが日本に親会社を設立。その際、米サヴィアンの既存株主は持ち株を現物出資することで、親会社の株主（米サヴィアンの間接的な所有者）となった。この親会社が株式移転の主体となり、既存株主は新持株会社の株式を受け取った。

本件はG C Aが米国に子会社を構えるのではなく、米サヴィアンが日本に親会社を持つことで、わが国会社法の下で三角スキームを実現した。G C Aは今回の統合によりクロスボーダーM & Aに対応できる体制を確立、10年以内に世界トップクラスを目指すとする。

もっとも本件は、両社の売上利益や従業員数がほぼ同規模で、対等な統合として持分プーリング法を採用している。また米サヴィアンが非上場であるため、フローバックのリスクが小さい。わが国企業による海外進出のモデルとするには、留保すべき点も少なくない。

### 三角合併によりもたらされるもの

手続や税務に不透明な部分が存することもあり、三角合併は十分に活用されているとはいえない。しかし上述した2件などが前例となって、徐々に同スキームによるクロスボーダーM & Aは増加しよう。もちろん、優れた外資による不振な日本企業の買収も望ましい。

三角合併は敵対的に使いにくいといっても、外資が魅力的なプランを資本市場に提示すれば、検討するよう経営陣に圧力がかかるかもしれない。買収提案者が多数の株主から支持を得た場合、株主総会で委任状争奪戦を仕掛けるなど、強行策を採る可能性もある。

そういった意味まで含んでの「三角合併 = 外資脅威」論ならば、買収防衛策や株式持ち合いに走ることは、怠惰な経営陣による保身とされても仕方ない。資本市場による規律付けを正面から受け止めて、株主価値を最大化する経営に邁進することが本道といえよう。

- 以上