

規制改革推進会議 スタートアップ・投資WG 御中

株式交付制度の見直し

～経済成長戦略としての株対価M&Aのイコールフットィングな制度環境整備～

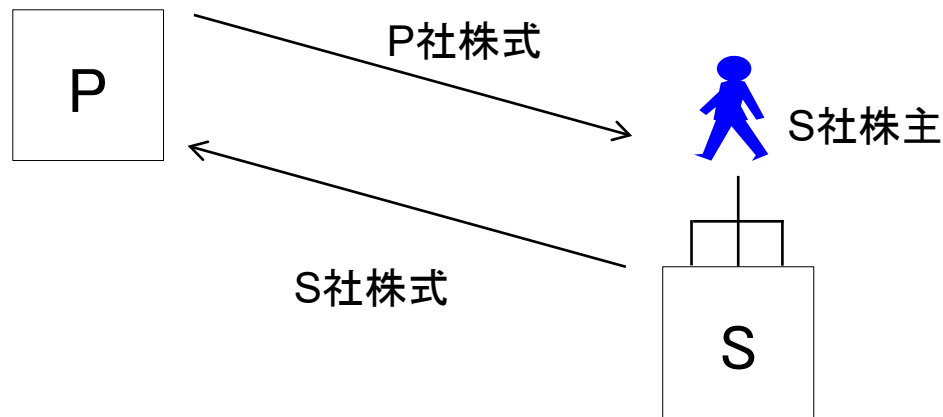
2024年4月19日

弁護士 武井 一浩

弁護士 水島 淳

株対価M&Aの活性化に向けた株式交付制度

- M&Aにおいて現金対価か自社株対価(株対価)かは中立的な選択肢。しかし日本では法制的理由もあり株対価が使いにくい。
- 令和元年会社法改正で株式交付制度が新設。株式交付制度については税制上も組織再編税制(法人税法)の射程外の租特法の世界で課税繰延措置が手当てされた(なおS社株式の譲渡損益の一定の課税繰り延べがないと株対価M&Aはそもそも利用されない)。
- しかし現行の株式交付制度は射程があまりに狭く、課題が残っている。



株対価M&Aの意義

1 株対価M&Aの意義・重要性

● 買収時点での金銭換算という一種の手切れ金的性格を有する現金対価と異なり、株対価（エクイティ対価）では、S社株主がP社株を持つ結果、S社株主はM&Aによるシナジー（相乗効果）を享受できる。両者協働によるオープンイノベーション促進やエコシステム形成等の前提となる重要な選択肢である。

2 混合対価（現金対価と株式対価とのミックス）の重要性

- 元々、M&A対価における現金と株式との混合比率には、財務の健全性や株式発行希釈化等のバランスから、適正な混合比率がある。オール現金対価かオール株対価を主眼に法制が整備されている現状をさらに改革していくべき。
- 大規模M&Aにおいて、欧米では案件の約3割から5割が混合対価。しかし日本は法制的課題もあってほぼすべて現金対価（逆に欧米では行われうるM&Aが行われにくい法制的課題がある）。

株対価M&Aの制度インフラがイコールフットイングになっていない

	対価がP社株 Only	混合対価(P社株+現金)
S社株式を100%取得(強制取得)	A 組織再編行為(会社法+法人税法)	B 会社法上の課題+税制上の問題点
S社株式を100%未満取得	C 会社法上の株式交付制度の射程が狭い	D 会社法上の株式交付制度の射程が狭い

株対価M&Aの意義②

1 イノベーション促進/経済成長戦略/経済活性化の重要な選択肢である

- シリコンバレー系やDPF等において欧米で普通に積極的に活用されている。
- 手元資金に余裕のない新興企業等にとっても事業提携やM&Aの機会が拡大する。株式市場等で将来の成長が期待されるが足元で資金に余裕のない企業にとって、企業成長に向けた積極的施策がより打ちやすくなる。
- 売手側の創業者や投資家はM&Aを一定の利益確定機会として見る人が多いことから、①買手側の手元資金・②売手側の取引の誘因のバランスとして株式・現金の混合対価が望ましいケースがしばしば存在。
- デジタル化＋グローバル化が急速に進む第4次産業革命/デジタルイノベーションの時代において、日本企業が欧米企業を含む海外企業等とイコールフットイングになっていないことは重大な問題である。

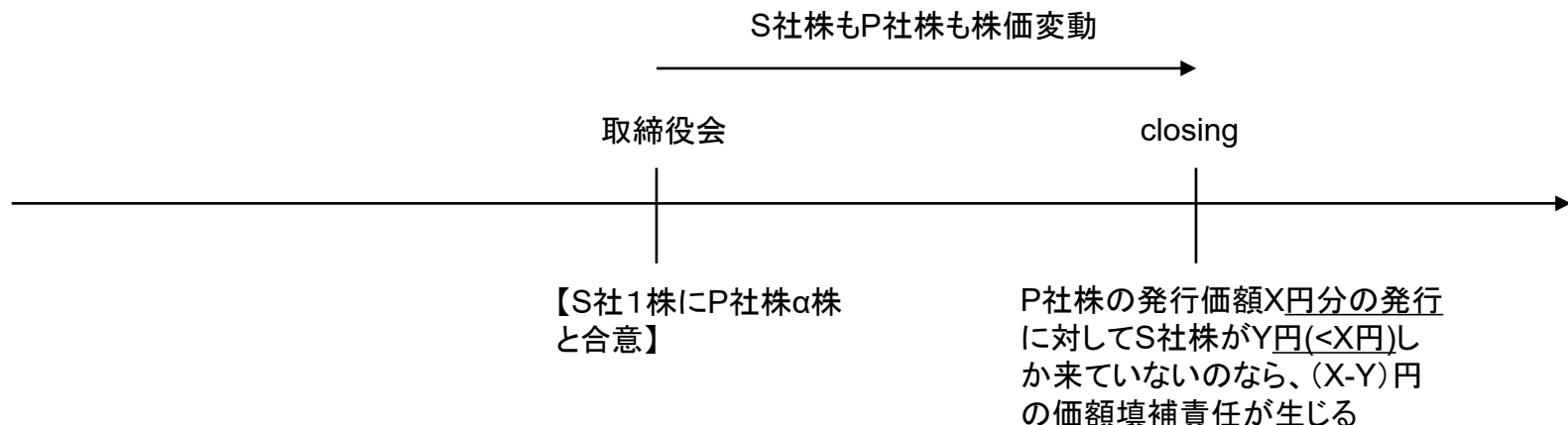
2 大規模M&Aを実施するための重要な選択肢となる

- 大規模M&Aで「all 現金で調達することが基本」というのはおかしい。日本企業P社が海外S社との間で事業提携/M&Aを行う形での活用。
- 日本では株対価M&Aは会社法上の問題で(日本のS社株式を100%強制取得する組織再編行為以外)ほとんど実施されていない。
- NISA改革/資産運用立国等で進む日本株の国際的魅力的向上にも資する。

3 事業承継等の近時の重要な社会的ニーズに対しても多様な選択肢を提供できる

株式交付制度の拡張がなぜ必要か

- 1 株式交付制度(や株式交換等の組織再編行為)は「現物出資規制」の射程外となっている。現物出資規制の世界では、(1)P社取締役及びS社引受株主の価額填補責任、(2)検査役調査、(3)P社における有利発行規制において、株対価M&Aは実施が困難。
- 2 株対価M&AはS社株主の手元ではS社株式とP社株式との比率での交換行為。P社とS社とが真摯に交渉して交換「比率」で決めたものを、(募集事項決定時点からクロージング時点までの間にP社株価もS社株価も当然変動するのに)わざわざS社株式の「価額/金額」とかP社株式の「価額/金額」に置き換えて、価額填補責任や有利発行規制等を課している現行法制度が、株対価M&Aの基本構造に合っていない。



株式交付制度についての制度改革論点

- 株式交付制度自体が現物出資規制の例外。以下の点について制度的に手当てをし、欧米企業が採れている選択肢とイコール・フットイングにする。

1 株式交付制度の射程の拡張

(1) S社を「子会社にするとき」という一瞬しか使えないという現行の射程を見直し、①「既に子会社であるS社株式の追加取得」や②「連結子会社化する取引」も射程に含める

(2) 日本企業(P社)が外国会社(S社)を取得する場合も射程に含める

注 P社が日本企業なので日本の会社法事項。他方でS社の全株式を(S社の総会決議を経て)強制収容する行為ではないしS社の事業上の権利義務の承継を受ける行為でもないので、S社が外国会社でも射程に含めるべき。

注 上記の規律はすでに従前の産業競争力強化法において(現物出資規制の例外として)認められている事項であり、現行の株式交付制度では後退している。

株式交付制度についての制度改革論点②

2 P社側の株式買取請求権

簡易でない場合(P社の発行株式比率が2割を超える場合)についても、P社側の株式買取請求権を外すこと(P社が上場会社の場合に限るか否かは論拠次第)

● 現行の産業競争力強化法ですでに導入されている規律。せつかく適正な混合比率の混合対価を定めたにもかかわらず、P社側の株式買取請求権のため最大で3分の1に至るキャッシュアウトがあり得る不確実性は許容しがたい。

● 合併は「S社の権利義務もS社株式もP社がすべて強制収容する行為」でP社側に株式買取請求権あり。合併が因数分解されて株式交換と会社分割へ。しかし株式交付はP社株式とS社株式とを任意に交換している行為(S社権利義務の承継もない)であり、元の合併等とは相当異なる(むしろ株式譲受(買取請求権なし)に近い)。P社側で総会決議(しかも特別決議)を経ているのに、「合併等と同じでP社側株式買取請求権は必須」と制度設計する必然性はないのではないか。

3 その他

(1) 簡易要件の判定において、現金対価部分は外して算定すること

(2) 混合対価で現金を交付する場合、P社側の債権者保護手続を不要とすること