

組織再編税制の残された課題 ～キャッシュマージャー、混合対価、三角合併～

一橋大学大学院商学研究科 教授
みずほ証券市場情報戦略部 客員上級研究員
田村 俊夫¹

Summary

要約

- 現行の日本の組織再編税制には、経済活動に中立的でなく無用のフリクションを課している部分が残っている。このうち、スピノフについては、平成29年度税制改正により概ね対処されたが、本稿では、残された課題である、キャッシュマージャー、混合対価の解禁および三角合併制度の改善について考察したい。
- 上場企業を現金対価で100%買収する場合、現在の日本では、「公開買付け+スクイズアウト」という2段階方式が可能であるが、米国では逆三角現金合併による1段階方式（キャッシュマージャー）も認められている。1段階方式は、特に独禁・許認可等の理由で買収期間が長期化する場合の早期のリスク遮断に優れており、日本企業による米国上場企業買収においても広く用いられている。
- しかし、日本の税制ではキャッシュマージャーは税制非適格となり企業課税が発生することから、現実には実施困難である。日本でも、買収対象企業の法人格が存続し資産・負債が区分され続ける非適格株式交換においては、株主課税はあるが企業課税のない平成18年度税制改正以前の姿に戻し、キャッシュマージャーを解禁すべきである。
- 上場企業の買収時に、買収対価の種類（現金、株式）は、買収後の資本構成や1株当たり利益、デット格付けに大きな影響を与えるが、100%株式対価、100%現金対価の中間に最適解が存在することも十分にあり得る。ここに、混合対価を認める必要性が発生する。混合対価解禁のポイントはキャッシュマージャー同様、企業課税の回避であり、まずは非適格株式交換における企業課税を撤廃することが望まれる。
- 日本の三角合併制度は、米国の逆三角合併制度（外資も使用可能）を模して導入された株式交換制度が国内法人しか利用できないという欠陥を有していたため、改めて創設されたものと見ることができる。しかし、日本型三角合併は「非常に使い勝手を悪くした株式交換」制度となっている。現行制度は形式的には内外無差別だが、日本企業のみが株式交換を利用できる以上、実質的には外国企業に対して差別的な法制となっており、対日直接投資を促進する立場とは相容れないものである。真の内外無差別実現のためには、法制上・税制上の扱いを株式交換と実質的にイコールフットイングとすべきであろう。

¹ 本稿中、意見にわたる部分は筆者の私見である。

I. はじめに

日本経済の成長戦略を考える上で、国民経済的に価値創造的な組織再編が、税制等の制約により実施困難になっていることは、潜在的に大きな問題である。とりわけ現行の日本の組織再編税制には、経済活動に中立的でなく、無用のフリクションを課している部分が残っている。特に問題が大きいのは、税制の制約により、スピノフやキャッシュマージャー、混合対価の買収が事実上できなくなっており、また三角合併も使いづらい制度になっていることである²。筆者は、2015年の拙稿「成長戦略としてのスピノフ税制改革」³においてスピノフ税制改正の必要性を、また同年の拙稿「対日直接投資とコーポレートガバナンス」⁴においてキャッシュマージャー税制と三角合併税制改正の必要性を論じた。

図表 1：組織再編税制改正の必要性

問題	成長戦略への障害
スピノフができない	経営資源の新結合・イノベーション・業界再編を阻害
キャッシュマージャーができない	現金対価の上場会社買収(特に大型案件)に障害 対日直接投資に障害
混合対価の買収ができない	EPSと格付けのバランス等を考慮する必要のある大型買収に障害
三角合併が使いづらい	対日直接投資に障害

出所：筆者作成

このうち、スピノフについては、2016年12月22日に閣議決定された平成29年度税制改正大綱によりスピノフ取引における課税繰延べ措置の創設が盛り込まれ、2017年3月に法案が成立したが、具体的な制度の使い勝手については、なお若干の課題も残っている。

まず、成立したスピノフ制度の施行上の課題として、上場制度および開示制度の手当てが必要である。上場企業のスピノフの場合、子会社株式は配当と同時に新規上場される必要がある。米国を例に説明すると、この上場は株主の投資判断を伴わないため、通常のIPOにおけるSEC登録書類(フォームS-1)は必要とされないが、新規上場された子会社株式はその後、売買の対象となるため、フォーム10とよばれる書類のSEC登録が必要である。フォーム10の主体は「インフォメーション・ステートメント」(Information Statement)とよばれるプロスペクトスに類似した書類であり、スピノフ取引の内容に加えて、新規に上場される子会社の事業内容、財務状況等が詳細に記載されている⁵。したがって、日本でもスピノフ会社の即時上場制度と開示制度を整備する必要がある。

さらに、日本の場合、上場子会社の切り離しや合弁会社の独立化にもスピノフの活用が望まれるが、今回制定された制度では100%子会社の場合のみがスピノフ税制の対象となっている。これは米国の80%以上保有子会社という要件よりも厳格である。日本の上場子会社は通常80%未満保有であり、合弁会社の場合も一方の親会社が80%以上を保有することは稀であろう。これらの場合には、米国以

² 但し、日本企業が現段階で現実に障害と感じているか否かは別問題である。むしろ、これらの制約を打破するニーズが顕在化していないことが問題である。例えば、スピノフのニーズの顕在化は、コーポレートガバナンス(受託者責任意識)と密接な関係がある。

³ 田村(2015a)。

⁴ 田村(2015b)。

⁵ 田村[2015a], 112-113頁参照。

上に持株比率要件を緩和しなければスピノフは実施できない。一般的な制度としてそこまでスピノフ要件を緩和することは難しいかもしれないが、産業政策的な措置として何らかの手当てが行われることが望まれる。

しかしながら、今回のスピノフ税制改正は、税制が日本経済活性化に正面から向き合った画期的な成果であると高く評価される。本稿では、残された課題である、キャッシュマージャー、混合対価、および三角合併について考察したい。

II. 組織再編税制の概要

これまで日本でスピノフが実施できなかったのは組織再編税制が障害になっていたためであり、現在日本でキャッシュマージャーや混合対価買収が事実上実施困難であり、また三角合併の使い勝手が悪いのも、組織再編税制に原因がある。そこでまず、現行組織再編税制の概要を再確認しておこう。

組織再編税制の概要

組織再編税制の概要は、図表 2 の通りである。組織再編行為（合併、分割、現物出資、現物分配、株式交換、株式移転）につき、適格要件を満たす「適格」組織再編であれば課税が繰り延べられるが、「非適格」になると課税される。ここで、特に問題なのは、適格要件の狭さと、非適格となった場合の課税の過酷さである。

図表 2：組織再編税制の概要

1. 組織再編成の当事者である法人の課税の取り扱い

○ 合併・分割・現物出資・現物分配・株式交換・株式移転

資産が移転する際にはその移転資産の譲渡損益（株式交換及び株式移転の場合には時価評価損益）に課税するのが原則。但し、次の組織再編成で、合併法人等の株式のみの交付（合併、分割及び株式交換については、合併法人、分割承継法人又は株式交換完全親会社法人の100%親法人の株式のみの交付を含む）をする場合には、課税繰延べ。

	企業グループ内の組織再編成	共同事業を営むための組織再編成
適格要件	<ul style="list-style-type: none"> ○ 100%関係の法人間で行う組織再編成 <ul style="list-style-type: none"> ・ 100%関係の継続 ○ 50%超関係の法人間で行う組織再編成 <ul style="list-style-type: none"> ① 50%超関係の継続 ② 主要な資産・負債の移転 ③ 移転事業従事者の概ね80%が移転先事業に従事（株式交換・株式移転の場合は完全子法人の従業者の継続従事） ④ 移転事業の継続（株式交換・株式移転の場合は完全子法人の事業の継続） 	<ul style="list-style-type: none"> ① 事業の関連性があること ② (イ) 事業規模(売上、従業員、資本金等)が概ね5倍以内 又は (ロ) 特定役員への就任(株式交換・株式移転の場合は完全子法人の特定役員の継続) ③ 左の②～④ ④ 移転対価である株式の継続保有(株主) ⑤ 完全親子関係の継続(株式交換・株式移転のみ)

(注) 適格組織再編成の共同事業要件のうち「事業性」及び「事業関連性」について、その判断基準を法人税法施行規則において明記。

2. 株主の課税の取り扱い

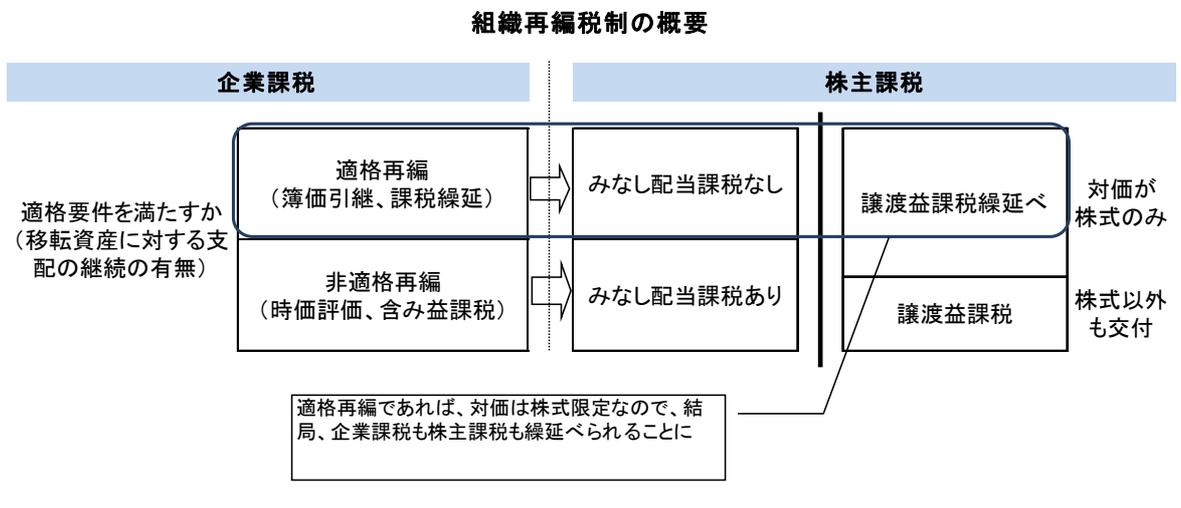
株主が、合併法人等の株式のみの交付（合併、分割及び株式交換については、合併法人、分割承継法人又は株式交換完全親会社の100%親法人の株式のみの交付を含む）を受けた場合は、旧株の譲渡損益課税を繰延べ。

出所：財務省ホームページ

税制適格となるための要件は、対価が100%株式のみであり、かつ以下のいずれかの要件を満たす必要がある。

- (1) 「企業グループ内の組織再編成」に該当するための要件、または
- (2) 「共同事業を営むための組織再編成」に該当するための要件

図表 3：組織再編税制のイメージ



出所：中小企業庁「企業組織再編税制の概要（平成 16 年 11 月）」を参考に筆者作成

投資の継続と支配の継続

対価に株式を求めるのは、米国税制同様に「株主による投資の継続」を適格の条件としたためであるが、一定程度、現金など株式以外の資産（これを“boot”という）を認める米国税法に対し、日本の税制は 100%株式対価しか認めていない。また、企業グループ内組織再編以外の適格要件が「共同事業を営むため」のものしかないのは、適格条件として、米国税制にはない「企業による支配の継続」を求めたためである。この結果、従来はスピノフが税制非適格となっていた。

株主課税と企業課税

組織再編時の課税には、買収対象企業（例えば合併の場合は消滅企業）の株主が受け取る対価に課税される株主課税と、買収対象企業の資産含み益に対して課税される企業課税の 2 種類がある。現行の日本の組織再編税制では、適格の場合は両方の課税が繰り延べられ、非適格になると両方の課税がなされるという「オール・オア・ナッシング」のルールになっている。

図表 4：売り手側税務のイメージ

	株主課税	企業課税	備 考
株式譲渡	あり	なし	売手＝株主は現金を受け取るので、そこから税金を支払えばよい
事業譲渡	なし	あり	売手＝企業は現金を受け取るので、そこから税金を支払えばよい
合併	適格→なし(繰延べ) 非適格→あり		株式対価の場合、売手側の株主も企業も現金の受け取りがないので、課税されると現金の持ち出しになる
株式移転			
株式交換			
会社分割			

(注)極めて簡略化されたイメージであり、制度の詳細はかなり複雑。また、上記以外にも消費税等、様々な税制を考慮に入れる必要。

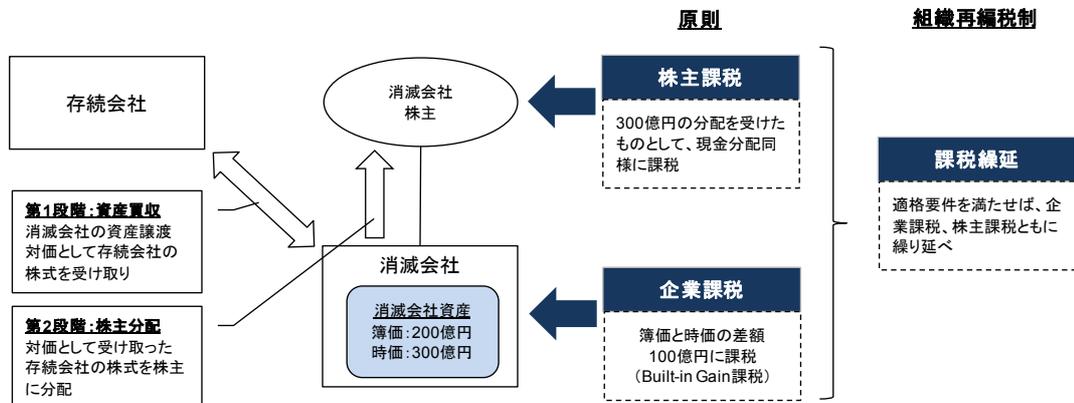
出所：諸種資料より筆者作成

非適格組織再編の場合の企業課税問題

例えば合併の場合、非適格になると、図表 5 のように、株主課税のみならず企業課税も行われる。対価を現金としたため非適格になったような場合、株主は株式を手放して現金を受け取っているため課税されることにはなんら問題はないが、

その際に企業にまで多額の課税がなされるようだと非適格合併は実施困難である。この問題は、PBR の高い優良企業の買収の場合に特に深刻になる。

図表 5：組織再編における企業課税と株主課税－合併の場合



出所：筆者作成

なぜ組織再編税制の更なる改革が必要なのか

キャッシュマージャーと混合対価を困難にしているのは、組織再編税制上非適格とされた場合の企業課税の問題である。また、三角合併の使い勝手を悪くしている一因は適格要件に含まれる事業関連性要件の判定基準の問題である。しかし、そもそもなぜ、キャッシュマージャーや混合対価を可能にし、三角合併の使い勝手を良くする必要があるのだろうか。その理由を理解するためには、海外でキャッシュマージャー等がなぜどのように使われているかを理解する必要がある。以下では、主に米国の制度や事例と対照させつつ、日本の制度改革の必要性を見ていくこととしたい。

Ⅲ. 米国における上場企業買収スキーム

米国上場企業買収スキーム

米国の場合、キャッシュマージャーも混合対価合併も逆三角合併により行われ、基本的なスキームは同じである。そこで本章では、本稿の目的である日本におけるキャッシュマージャー、混合対価、三角合併の検討に先立ち、米国における上場企業買収スキームを、キャッシュマージャー（現金対価による1段階買収）を中心にやや詳しく見ることとする。

典型的な株式買収では、買い手は株式の保有者である売り手と株式譲渡契約を締結し株式を取得するが、不特定多数で流動的な株主を有する上場企業の買収では、個々の株主と交渉して契約を締結することは現実的ではない。そのため、買収対象企業自体と合併契約を締結するか、公開買付けにより統一的な条件で個々の株主の売却応募を募ることになる。前者の場合は、株主の受託者としての買収対象企業の取締役会が合併契約締結の意思決定を行い、原則として株主総会の承認を得る。後者の場合は、買収対象企業（の取締役会）のアクションは必ずしも必要ではないが、友好的な買収の場合は、事前に契約を締結し、買収対象企業の取締役会が公開買付けに対して賛同意見を表明するのが通例である。

米国上場企業の現金による買収については、以前から「1段階買収スキーム」と「2

段階買収スキーム」が代替的な買収手法として用いられてきた⁶。前者は逆三角現金合併により一度に全株式を取得するスキームであり、後者は公開買付けを先行させて、残りの株式を取得するために逆三角現金合併を行うスキームである。広義にはこの逆三角現金合併全般を「キャッシュマージャー (Cash Merger)」と言うが、本稿ではこのうち、公開買付けを介せず逆三角現金合併のみで買収が完了する1段階買収スキームのことを「キャッシュマージャー」と呼ぶことにする。

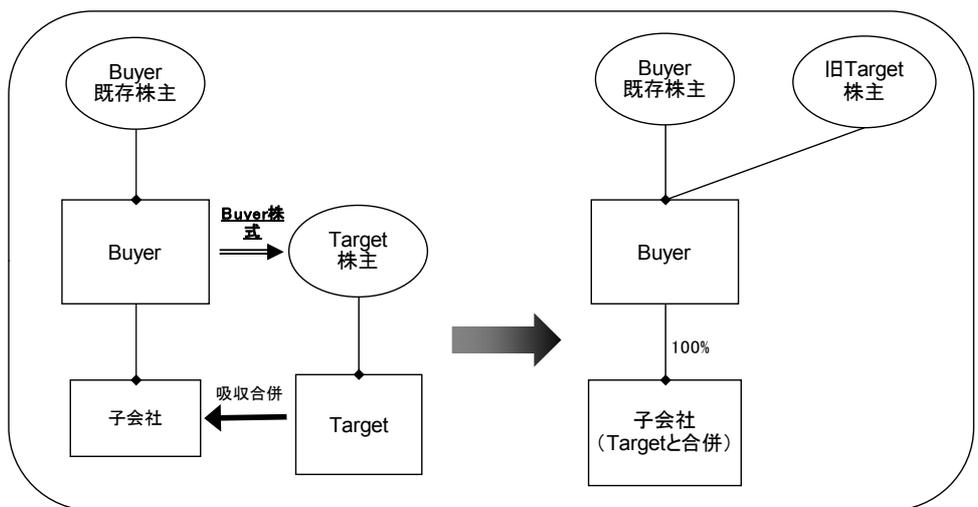
以下、デラウェア州法の適用を前提に、各々のスキームを簡潔に説明するが、なぜ1段階買収も必要であるかに特に留意して頂きたい。なぜなら現行日本制度でも「公開買付け+スクイズアウト」という2段階現金買収は可能だからである。

1. 1段階買収スキーム

逆三角現金合併

1段階買収スキーム (One-Step Transaction) は、組織法的行為である「逆三角合併 (Reverse Triangular Merger)」により、上場企業を100%買収するスキームである。現金のみを対価とする場合には、「逆三角現金合併 (Reverse Triangular Cash Merger)」と呼ばれる。米国逆三角現金合併の特徴をよく理解するために、まず日本の会社法における三角合併と比較してみる。日本では三角合併は会社法による合併等対価の柔軟化により可能になった。

図表 6. 日本会社法における三角合併



出所：筆者作成

日本の三角合併制度

旧商法下では、合併時に消滅会社の株主に渡すことのできる対価は存続会社の自社株式に限定されていたが、会社法の規定により合併対価が自由化され、親会社株式や現金を渡すことが可能になった。これによって、親会社=買収者 (Buyer) が買収対象企業 (Target) を買収する際に、自ら合併当事者となることなく子会社を合併当事者としつつ、対価として親会社=買収者の株式を渡すことが可能になった。このような三角合併により、買収者は株式を対価に買収対象企業を100%子

⁶ 混合対価の場合の場合も1段階買収と2段階買収のどちらも可能であるが、混合対価の場合は公開買付けを先行させる2段階買収は稀であり、ほとんどが1段階買収である。

会社化することができる⁷。

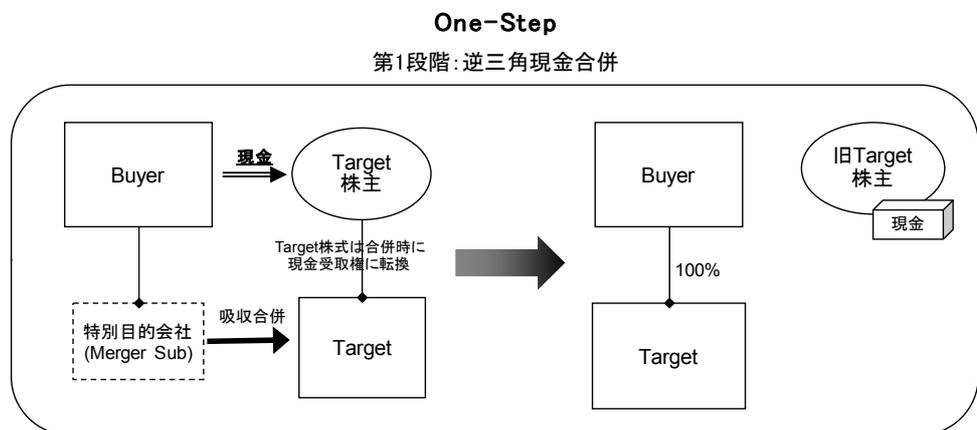
ただし、日本の会社法における三角合併については、存続会社は買収者の子会社側でなければならず、買収対象企業を存続会社とすることはできない。これを「順三角合併 (Forward Triangular Merger)」と呼ぶ。また、合併対価についても、会社法上は現金を対価とすることも可能であるが、組織再編税制上の問題⁸から現実的には対価は存続会社の親会社株式に限定される。これに対して米国では、買収対象企業を存続会社とする逆三角合併が一般的であり、かつ現金を対価とすることも広範に行われている⁹。

1 段階買収のプロセス

それでは、米国における逆三角現金合併のメカニズムをみてみよう。まず買収者 (Buyer) と買収対象企業 (Target) が、各々の取締役会の承認を得て、「合併契約 (Agreement and Plan of Merger)」を締結する。この時、買収者が設立した買収のための特別目的会社 (Merger Sub) も契約当事者となる。合併当事会社はこの特別目的会社と買収対象企業であるが、日本の場合と異なり、買収対象企業が存続会社となり、特別目的会社は買収対象企業に吸収される。買収対象企業の株主は、合併対価として、特別目的会社の親会社である買収者から現金を受け取る。

デラウェア州会社法では、合併には原則として合併当事会社双方の株主総会による特別決議が必要である。この場合、合併当事会社は、買収対象企業と特別目的会社であるので、その2社の株主総会特別決議が必要である¹⁰。特別目的会社は買収者の100%子会社 (ないし間接子会社) であるので、株主総会は形式的なものにすぎず、即座に完了することができる。問題は、買収対象企業の株主総会である。

図表 7. 1 段階買収スキーム



出所：筆者作成

⁷ 株式交換でも同様のことが可能であるが、三角合併で可能となった外資による株式対価の買収は、株式交換では不可能である。なぜなら、合併や株式交換のような組織法的行為の場合、両当事会社がいずれも日本法人でなければならないからである。

⁸ 非適格組織再編となり、株主課税のみならず企業課税も行われる。

⁹ 米国税法では、逆三角現金合併は現金対価の株式買収と同様に扱われ、買収対象企業の株主は課税されるが、企業課税はなされない。

¹⁰ 買収者がニューヨーク証券取引所やナスダックに上場している場合、合併対価として親会社である買収者の株式を渡し、かつそのための新規発行株式が発行済株数の20%以上になると、取引所規則により、原則として買収者の株主総会の承認が必要である。ただし、対価が現金のみの場合には、買収者は株主総会を開く必要がない。

買収対象企業が上場企業である場合、株主総会の招集通知を兼ねる「委任状勧誘書面 (Proxy Statement: スケジュール 14A)」を株主に発送する前に、SEC の承認を得る必要がある。そのために、まず「予備的委任状勧誘書面 (Preliminary Proxy Statement)」を作成して SEC に提出・登録し、SEC のコメントに応じて内容を適宜追加・修正する。最終的に SEC の承認が得られると、「最終版委任状勧誘書面 (Definitive Proxy Statement)」を SEC に登録し、株主に発送する。その後、株主総会の特別決議により合併契約が承認される。デラウェア州会社法では、合併承認の特別決議の要件は、日本法と異なり「全議決権の過半数」である。

合併契約にはクロージングの前提条件が付されている。上場企業との合併の場合、代表的な前提条件は、株主総会の承認と独禁その他規制当局の承認である。株主総会決議前に規制当局の承認等の前提条件が全て充足されている場合には、通常、株主総会終了後直ちに合併が完了する¹¹。独禁手続きやその他規制当局の承認が完了していない場合には、株主総会による承認後、それらの前提条件が全て満たされた直後に合併を実施する。

合併実施時には、特別目的会社（消滅会社）が買収対象企業（存続会社）に吸収合併される。日本の吸収合併では、存続会社の株主はそのまま存続会社の株式を保有し続け、消滅会社の株主のみが存続会社の株式等の合併対価を受け取るが、デラウェア州会社法では、合併時に存続会社の株主が保有する株式も、合併契約で定める他の対価に変換することができる。逆三角現金合併では、存続会社＝買収対象企業の株主が保有する存続会社株式は（買収対価である）現金を受け取る権利に変換され、消滅会社＝特別目的会社の株主（＝買収者）が保有する消滅会社株式は存続会社株式に変換される。この結果、買収対象企業の新株主は特別目的会社の株主である買収者のみとなり、買収対象企業は買収者の 100%子会社となるのである。

2. 2 段階買収スキーム

公開買付け＋略式合併

2 段階買収スキーム (Two-Step Transaction) では、第 1 段階として、公開買付け (Tender Offer) により買収対象企業の株式をできるだけ取得する。しかし、公開買付けへの応募は任意であるから、公開買付けのみで買収対象企業の株式 100% を取得することはできない。そこで、第 2 段階として、組織法的行為である逆三角現金合併を行い、残りの株式を全て取得する。この第 2 段階の逆三角現金合併は法的には 1 段階買収スキームと同じであるが、公開買付けで一定数以上の株式を集めると、「略式合併 (Short-form Merger)」により買収対象企業の株主総会を省略できる。

2 段階買収のプロセス

具体的には、まず買収者（および特別目的会社）と買収対象企業が、各々の取締役会の承認を得て、「合併契約 (Agreement and Plan of Merger)」を締結する。この契約は、第 1 段階の公開買付けに関する合意事項と、第 2 段階の逆三角合併に関する合意事項をあわせて規定しているが、伝統的に「合併契約」と呼ばれている。内容的には 1 段階買収スキームの合併契約と共通する部分が多いが、第 1 段階の公開買付けに関する条項が入っているのが大きな違いである。公開買付けは通常、特別目的会社が主体となって実施される。合併契約締結後、特別目的会社（および買収者）は、公開買付け届出書 (スケジュール TO¹²) を SEC に登録し、公開買付

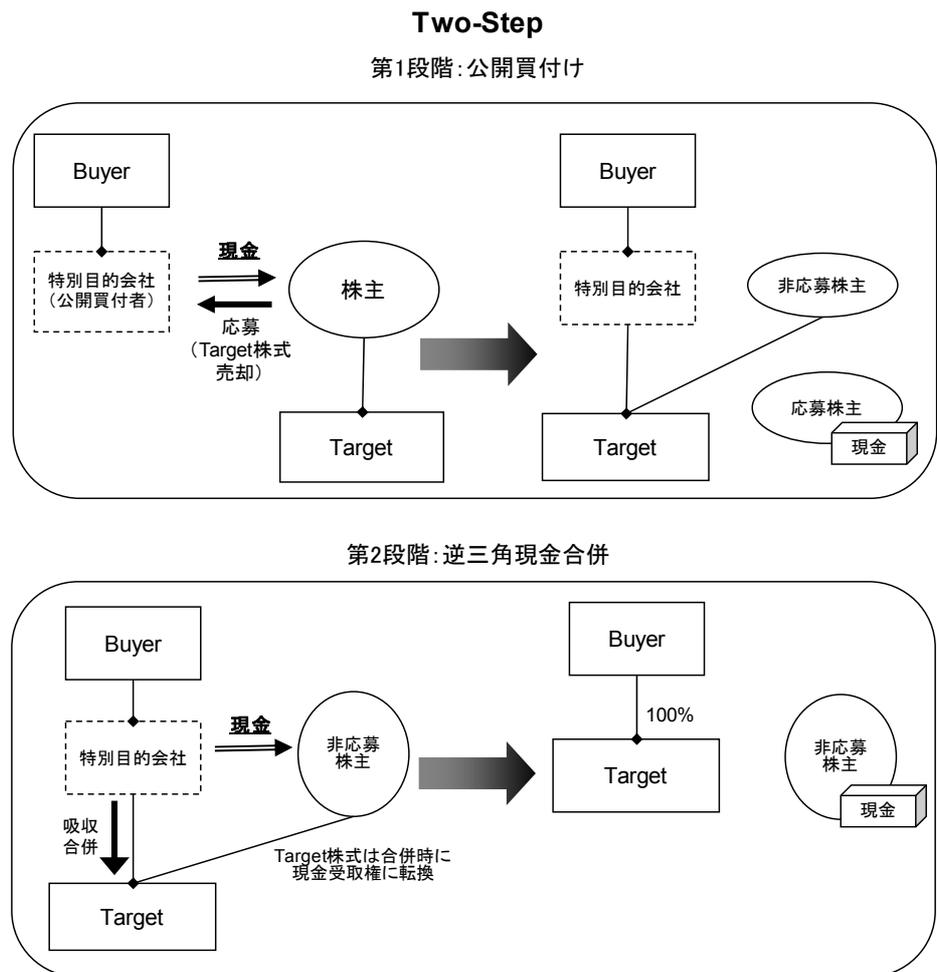
¹¹ これは、4月1日や10月1日などきりのいい日付を合併期日とすることが多い日本との違いである。

¹² スケジュール TO には、株主に交付される Offer to Purchase が添付されている。

けを開始する。買収対象企業は、合併契約の合意に沿って意見表明報告書（スケジュール 14D-9）を SEC に登録し、公開買付けへの賛成を表明する¹³。

公開買付けの最短期間は 20 営業日であるが、何度でも延長することができる¹⁴。通常、公開買付けには最低応募株数の条件が付されており、完全買収を目指す場合には最低応募株数を 50%超¹⁵とすることが多い。その場合、応募が 50%を超えた場合には必ず応募された株式を取得しなければならないが、50%以下の応募の場合には株式を取得する義務はない。

図表 8. 2 段階買収スキーム



出所：筆者作成

略式合併に持ち込めるか

50%超の応募があり公開買付けが成立した場合には、対価を支払って応募された株式を取得し、合併契約の合意に従い、引き続き残りの株式を全て取得するための第 2 段階（逆三角現金合併）の手続きに入る。既に 50%超の株式を保有してい

¹³ 敵対的買収の場合には、合併契約が締結されないまま公開買付けが開始され、買収対象企業は意見表明報告書で、公開買付けへの反対を表明する。

¹⁴ 日本では公開買付け期間は最短 20 営業日、最長 60 営業日と定められているので、延長には限界がある。

¹⁵ 公開買付け前から保有する買収対象企業株式を含む。

るので、買収対象企業の株主総会での合併承認の議決（特別決議）は確実であるが、株主総会を開催する限り、既述の委任状勧誘書作成等の手続きを経る必要があり、時間的にも費用の面でも負担が大きい。しかし、略式合併の要件を満たすと、買収対象企業の株主総会を省略することができ、公開買付けのクロージングの直後に合併を完了させることができる。したがって、2段階買収スキームの場合、略式合併に持ち込めるか否かが大変重要である。

従来、デラウェア州会社法における略式合併の要件は、90%以上の株式保有であった¹⁶。しかし、公開買付けで90%以上の応募はなかなか高いハードルであり、公開買付け期間中に応募が90%に達しないことも珍しくない。その場合に略式合併に持ち込む手法として従来典型的に用いられてきたのが、「追加買付け期間 (Subsequent Offering Period)」と「トップアップ・オプション (Top-Up Option)」である。

追加買付け期間とは、公開買付けが最低応募株数等の条件を満たして成立した後に、3営業日以上20営業日以下、追加の応募を受け付ける期間のことである。通常の公開買付け期間中と異なり、追加買付け期間中の応募には撤回権がない。

トップアップ・オプションとは、公開買付けの結果如何により、買収者が買収対象企業の株式を追加で取得できる権利のことである。典型的には、公開買付けによる取得比率が90%に満たなかった場合に、持株比率が90%以上になるように、買収対象企業が第三者割当により新株を買収者に割り当てる。ただし、新株発行により分母の発行済株数も増加するので、公開買付けによる取得が90%を大きく下回る場合には、株式発行の授權枠に抵触するなどの問題で、トップアップ・オプションにより90%以上の持株比率を達成するのは難しくなる¹⁷。

3. 1段階買収スキームと2段階買収スキームの比較

それでは、米国上場企業の買収を検討する日本企業は、1段階買収スキーム (One-Step) と2段階買収スキーム (Two-Step) のどちらを採用すべきであろうか。近年の日本企業による米国上場企業買収事例 (図表9) を見ると、どちらのスキームも用いられている。なぜ、ある会社は1段階買収スキームを採用し、別の会社は2段階買収スキームを採用したのだろうか。以下、両スキームの比較を通じて、その要因を探ってみよう。

3-1. 2段階買収スキームのメリット

買収完了までのスピード

2段階買収スキームの最大のメリットは、買収合意から100%買収完了までのスピードである。たとえば、ある調査によると、デラウェア州法人上場企業現金買収案件 (2003年-2013年7月) の平均完了期間は、1段階買収スキームの88日に対し、2段階買収スキームは47日である¹⁸。図表9の日本企業の事例をみても、1段階買収スキーム (未完了を除く) の平均完了期間が154日であるのに対し、2段階買収スキーム (敵対的買収のOSI案件を除く) では48日である。2段階を踏むにもか

¹⁶ 日本の会社法でも、略式合併の要件は90%以上の株式保有となっている。

¹⁷ たとえば、公開買付け後の持株比率が70%の場合、第三者割当増資で持株比率を90%にするためには、 $(70+x)/(100+x)=0.9$ を解くと、発行済株数を3倍にする第三者割当増資が必要になることが判明する。Bab (2013)参照。なお、ニューヨーク証券取引所等の上場規則では、発行済株数の20%以上の第三者割当増資には株主総会の議決が要請されているが、トップアップ・オプションが用いられる状況では、買収対象企業は即座に非上場の100%子会社となるので、取引所規則は適用されない。Sullivan & Cromwell (2013), 脚注5参照。

¹⁸ Morrison Foerster (2013)

かわらず 1 段階よりも早く買収を完了できるのは、略式合併により株主総会を省略できるからであり、図表 9 の日本企業の事例でも、2 段階買収スキームは全て略式合併を実施している。

図表 9：日本企業による米上場企業買収スキーム（主要事例：すべて現金対価）

買収対象企業	事業	買収者	公表日	完了日	所要日数	スキーム
Bandag	再生タイヤ	ブリヂストン	2006/12/5	2007/5/31	177	One-Step
Steel Technologies	鋼材加工	三井物産	2007/3/1	2007/6/1	92	One-Step
MGI Pharma	医薬	エーザイ	2007/12/10	2008/1/28	49	Two-Step
Millennium Pharmaceuticals	医薬	武田薬品工業	2008/4/10	2008/5/14	34	Two-Step
Philadelphia Consolitated	損保	東京海上	2008/7/23	2008/12/2	132	One-Step
IKON Office Solutions	事務機器	リコー	2008/8/27	2008/10/31	65	One-Step
Sciele Pharma	医薬	塩野義製薬	2008/9/1	2008/10/9	38	Two-Step
Sepracor	医薬	大日本住友製薬	2009/9/3	2009/10/21	48	Two-Step
Bare Escentuals	化粧品	資生堂	2010/1/15	2010/3/12	56	Two-Step
OSI Pharmaceuticals	医薬	アステラス製薬	2010/3/1	2010/6/8	99	Two-Step
Delphi Financial Group	生保・損保	東京海上HD	2011/12/21	2012/5/15	146	One-Step
ZOLL Medical	医療機器	旭化成	2012/3/12	2012/4/26	45	Two-Step
LaCrosse Footwear	靴製造販売	ABCマート	2012/7/6	2012/8/16	41	Two-Step
FSI International Inc.	洗浄装置	東京エレクトロン	2012/8/13	2012/10/10	58	Two-Step
Astex Pharmaceuticals	医薬	大塚製薬	2013/9/5	2013/10/11	36	Two-Step
Zoltek	炭素繊維	東レ	2013/9/27	2014/3/3	157	One-Step
Beam Inc	酒類	サントリーHD	2014/1/13	2014/4/30	107	One-Step
Protective Life	保険	第一生命	2014/6/4	2015/2/1	242	One-Step
Ambit Biosciences	医薬	第一三共	2014/9/29	2014/11/10	42	Two-Step
Avanir Pharmaceuticals	医薬	大塚製薬	2014/12/2	2015/1/12	41	Two-Step
Polypore International	セパレータ	旭化成	2015/2/23	2015/8/26	184	One-Step
HCC Insurance Holdings	保険	東京海上HD	2015/6/10	2015/10/27	139	One-Step
StanCorp	保険	明治安田生命	2015/7/23	2016/3/8	229	One-Step
Symetra Financial	保険	住友生命	2015/8/11	2016/2/1	174	One-Step
Adept Technology	産業用ロボット	オムロン	2015/9/16	2015/10/24	38	Two-Step
Pep Boys	タイヤ販売	ブリヂストン	2015/10/26	terminated	N/A	Two-Step
Ocata Therapeutics	医薬	アステラス製薬	2015/11/10	2016/2/10	92	Two-Step
Joy Global	鉱山機械	コマツ	2016/7/21	pending		One-Step
Intersil Corporation	半導体	ルネサスエレクトロニクス	2016/9/13	pending		One-Step
Endurance Specialty Holdings	保険	SOMPOホールディングス	2016/10/5	pending		One-Step
InvenSense	電子部品	TDK	2016/12/21	pending		One-Step
Ariad Pharmaceuticals	医薬	武田薬品工業	2017/1/9	pending		Two-Step

出所：諸種資料より筆者作成

2 段階買収スキームでも、公開買付届出書（スケジュール TO）を SEC に登録する必要があるが、1 段階買収スキームで株主総会を開催する場合の委任状勧誘書面（スケジュール 14A）と異なり、登録したら SEC の承認を得ることなく、直ちに公開買付けを開始することができる。開示内容も委任状勧誘書面と比べると（特に現金対価の場合は）簡易であり、買収合意公表から 1 週間程度で公開買付けが開始されることも珍しくない。公開買付期間は最短で 20 営業日であり、略式合併の要件を満たせば、公開買付け終了後直ちに 100%買収を完了することができる。

したがって、2 段階買収スキームのメリットを生かすためには、なんとしても略式合併に持ち込む必要がある。そのための手法が、既述の追加買付期間やトップアップ・オプションである。日本企業の事例をみても、それらの手法の活用により略式合併に持ち込んでいるケースが目立つ。たとえば、塩野義製薬によるサイエル・ファーマの買収では追加買付期間により 90%以上の株式取得を達成しているし、大日本住友製薬によるセブラコールの買収では、追加買付期間に加えてトップアップ・オプションを行使することにより 90%以上の株式取得を達成している。

図表 10. 塩野義製薬による Sciele Pharma の買収（2 段階買収スキーム）

2008年	9月1日	買収合意公表(合併契約締結)
	9月8日	公開買付届出書(スケジュールTO)登録 賛同表明報告書(スケジュール14D9)登録 公開買付け開始
	9月18日	米国独禁法(HSR)待機期間満了
	10月3日	公開買付け期間終了(応募85.4%)
	10月8日	追加買付け期間終了(応募92.0%) 応募株式買付け
	10月9日	略式合併により完全子会社化(買収完了)

出所：筆者作成

図表 11. 大日本住友製薬による Sepracor の買収（2 段階買収スキーム）

2009年	9月3日	買収合意公表(合併契約締結)
	9月15日	公開買付届出書(スケジュールTO)登録 賛同表明報告書(スケジュール14D9)登録 公開買付け開始
		米国独禁法(HSR)待機期間満了
	10月13日	公開買付け期間終了(応募78.2%)
	10月19日	追加買付け期間終了(応募86.9%) 応募株式買付け Top-Up Option行使(保有比率90%超に)
	10月20日	略式合併により完全子会社化(買収完了)

出所：筆者作成

スピードメリットを享受
できないケース

逆になんらかの理由で速やかなクロージングができない場合には、2 段階買収スキームのメリットはほとんどなくなる。スピードのメリットを享受できない代表的なケースは、(1) 略式合併に持ち込めない場合と、(2) 独禁手続きやその他規制当局の認可取得、第三者の同意取得等の理由により公開買付けを速やかに完了できない場合である。

第一に、株式取得比率等の要件を満たさず略式合併に持ち込めない場合には、公開買付けの手続きに加えて通常の株主総会開催の手続きも行わなければならないので、1 段階買収スキームよりもかえって時間がかかる¹⁹。ただし、公開買付けで過半数の株式を取得していれば、株主総会を開催しても「対抗買収者 (interloper)」出現のリスクを回避することができるのはメリットである。

第二に、独禁手続きやその他規制当局の認可取得、第三者の同意取得等の理由により公開買付けを速やかに完了できない場合には、2 段階買収スキームは意味を失う。一般業種では独禁手続きの完了、金融、通信等の規制業種では規制当局の認

¹⁹ そのため、公開買付け開始と同時に、略式合併の要件を満たせない場合に備えて委任状勧誘書面(スケジュール 14A)の SEC 登録手続きも平行して行う「デュアルトラック (Dual-Track)」方式も考案されているが、手続きの手間・コストが嵩むことと、公開買付けの帰趨も不明なうちから委任状勧誘書面をレビューすることに対する SEC の懐疑的なスタンスや株主からの訴訟リスクがあり、必ずしも決定打とはならない。

独禁手続き

可取得がとりわけ重要である。

まず独禁手続きについて述べる。一般に、独禁手続きが終了するまでは支配持分を取得することができないので²⁰、公開買付けは「独禁手続きが終了すること」という条件付で開始することになる。したがって、当初の公開買付け期限が到来して十分な株式の応募があっても、独禁手続きが終了していない限り公開買付けを成立させて株式を取得することができない。その場合、独禁手続きが終了するまで、公開買付けの期限を延長し続けることになる²¹。

米国の独禁法は「反トラスト法 (Antitrust Law)」と総称されており、シャーマン法 (Sherman Act)、クレイトン法 (Clayton Act) などからなる。このうちクレイトン法が主に企業結合規制を行っており、クレイトン法の一部をなすハート・スコット・ロディノ法 (Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act of 1976 : HSR 法) により事前届出制度が定められている。届出先は独禁法実施当局である司法省反トラスト局 (DOJ) または連邦取引委員会 (FTC) である。

一定規模以上の買収や企業結合については HSR 法上の事前届出義務が課せられる。事前届出を行うと一定期間の待機期間 (Waiting Period) が課され、その間は株式取得や合併を実行することができない。待機期間は一般には 30 日²²であるが、現金対価の公開買付けの場合は 15 日である。この期間に独禁当局からなにもアクションがなければ、待機期間の満了時に独禁当局の認可が得られたものとみなされる。もし独禁当局が詳細審査の必要ありと認めたときには、待機期間満了前に独禁当局から詳細資料提出の請求がなされる。これを「セカンド・リクエスト (Second Request)」と呼び、セカンド・リクエストを受領すると、資料作成や当局審査により独禁手続きが大幅に長期化することが予想される。

事前届出が必要な場合でも、事実上、独禁上の問題がないと考えられる場合には、独禁手続きの完了を条件に加えて公開買付けを開始する。たとえば塩野義製薬や大日本住友製薬の事例でも、独禁手続きの完了が公開買付け成立の条件になっている。この場合、20 営業日の公開買付け期間中に 15 日間の待機期間が終了するので、独禁手続きはクロージングまでのスピードに影響を与えない。独禁手続きの長期化が予想される場合には、一般的に 1 段階買収スキームが採用される。これについては次節で説明する。

規制当局の事前承認

企業結合に規制当局の事前承認が必要となる金融、通信等の規制業種では、独禁のように実質上審査がなされずに待機期間満了で手続きが終了することはなく、通常は必ず実質審査が行われ認可取得までに時間を要するので、基本的に 1 段階買収スキームが採用される。

敵対的買収

なお、時間がかかることが予想されても 2 段階買収スキームが採用される例外的なケースとして、敵対的買収があげられる。1 段階買収スキームの場合、株主総会にかける合併契約の締結には買収対象企業の取締役会の承認が必要になるため、

²⁰ 日本の独禁法では、従来、合併等の企業結合と異なり、株式取得については事前の届出を要せず事後報告制度が採用されていたが、2009 年の独禁法改正で事前届出制度に統一された。米国や EU では以前から事前届出制度が採用されている。

²¹ 米国では公開買付け期限を何度でも延長することができるが、日本では公開買付け期間の上限が 60 営業日と定められているので、独禁手続きの終了後 (ないし独禁手続き終了の目処が確実に立ってから)、公開買付けを開始する。

²² ただし、早期終了制度の適用を受ければ、それより短期間で終了することができる。

敵対的買収の場合には採用できない²³。しかし、2段階買収スキームの第1段階である公開買付けは、事前に合併契約を締結しなくても開始可能である。買収対象企業がポイズン・ピルを導入している場合²⁴には、ポイズン・ピルの消却を条件にして公開買付けを開始する。そして、買収対象企業の取締役会と合意が成立²⁵してポイズン・ピルが消却され条件が成就するまで、どれだけの応募があっても公開買付けは成立せず、公開買付け期間の延長を続けることになる。

3-2. 1段階買収スキームのメリット

独禁手続きや規制当局の認可取得などでクロージングまでに時間を要する場合（特に第1段階の公開買付けによる株式取得が迅速に行えない場合）には、2段階買収スキームのメリットは大きく失われ、1段階買収スキームが選好される。

対抗買収者リスクの遮断

たとえば、独禁手続きの長期化が予想される場合には、公開買付け期間を延々と引き延ばすことになり、その間は常時、対抗買収者のリスクにさらされる²⁶。それよりも、1段階買収スキームで肅々と株主総会を開催し合併契約の承認議決を取り付ければ、その時点で対抗買収者のリスクを遮断することができる²⁷。米国企業の取締役には株主への受託者責任として、買収や合併の合意が成立した後でも、より優れた条件のオファーがあった場合、公開買付けへの賛同表明を取り消したり、株主総会における合併契約承認の推薦を撤回したりすることが求められる²⁸。しかし、株主総会による承認後には、もはや買収対象企業の取締役会のアクションは基本的に発生しないので、独禁手続きの完了までどれだけ時間がかかっても、その間に対抗買収者にひっくり返されることはまずない。そして、独禁手続きの完了を含むクロージングの前提条件がすべて満たされた直後に合併が実行される。

リコーによるアイコン・オフィス・ソリューションズの買収（図表12）では、独禁法の手続きも迅速に完了し、1段階買収スキームとしてはきわめて短期間（65日）で買収が完了している。

図表 12. リコーによる IKON Office Solutions の買収（1段階買収スキーム）

2008年	8月27日	買収合意公表(合併契約締結)
	9月11日	予備的委任状勧誘書面(第1稿)をSECに登録
	9月29日	米国独禁法(HSR)待機期間満了
	10月3日	株主総会招集通知(委任状勧誘書面)最終版をSECに登録 株主総会招集通知(委任状勧誘書面)発送
	10月31日	IKON社臨時株主総会開催、合併承認 即日、現金合併により完全子会社化(買収完了)

出所：筆者作成

²³ 買収提案を公表して買収対象企業の取締役会に合併契約の締結を迫るタイプの Unsolicited Offer は、合意がなくても可能であるが、最終的な買収実現には買収対象企業取締役会の同意か、委任状争奪戦による取締役の入れ替えが必要になる。

²⁴ 米国では一般に、ポイズン・ピルは取締役会限りで採択可能であり、機動的に導入できる。

²⁵ 委任状争奪戦により選任された新たな取締役が主導する取締役会との合意を含む。

²⁶ Simpson Thacher (2013)

²⁷ 株主総会で承認される合併契約にはクロージングの前提条件の1つとして独禁手続きの完了が含まれるので、独禁手続き終了前に企業結合が完了することはない。したがって、独禁手続き終了前でも株主総会の議決を得ることができる。

²⁸ その場合には、一定のターミネーションフィーの支払いが合併契約に一般的に盛り込まれている。

これに対してブリヂストンによるバンダッグ買収の事例（図表 13）では、米国の独禁手続きは迅速に完了したものの、欧州、カナダ、中国の独禁手続き完了までに時間がかかったため、買収完了には 177 日を要している。このように、米国企業の買収であっても、必要な独禁手続きは米国以外に及ぶこともしばしばある。

図表 13. ブリヂストンによる Bandag の買収（1 段階買収スキーム）

2006年	12月5日	買収合意公表(合併契約締結)
	12月22日	予備的委任状勧誘書面(第1稿)をSECに登録
2007年	1月29日	米国独禁法(HSR)待機期間早期終了
	3月2日	株主総会招集通知(委任状勧誘書面)最終版をSECに登録 株主総会招集通知(委任状勧誘書面)発送
	4月3日	Bandag社臨時株主総会開催、合併承認
	この間に、欧州、カナダ、中国独禁当局の認可取得	
	5月31日	現金合併により完全子会社化(買収完了)

出所：筆者作成

規制当局の承認が必要な例としては、たとえば東京海上ホールディングスによるデルファイ・フィナンシャル・グループの買収（図表 14）があげられる。本件、日米金融当局の認可が必要だったため、買収完了には 146 日を要している。

図表 14. 東京海上 HD による Delphi Financial Group の買収（1 段階買収スキーム）

2011年	12月21日	買収合意公表(合併契約締結)
2012年	1月13日	予備的委任状勧誘書面(第1稿)をSECに登録
	1月30日	臨時株主総会期日を3月13日に設定
	2月21日	株主総会招集通知(委任状勧誘書面)最終版をSECに登録 株主総会招集通知(委任状勧誘書面)発送
	3月13日	Delphi社臨時株主総会開催、合併承認
	この間に、日米金融当局の許認可取得	
	5月15日	現金合併により完全子会社化(買収完了)

出所：筆者作成

ファイナンスの必要性

スピードとは別の要因で 1 段階買収スキームが採用されることがある。その代表的な要因はファイナンスの必要性である。特にプライベートエクイティファンドによる米国上場企業の買収については、独禁法や許認可の問題がない場合でも、従来はほとんどのケースで 1 段階買収スキームが採用されてきた。その最大の理由は、略式合併の成立の不確実性である。

ファンドによる買収では、買収資金の相当部分をノンリコースの銀行融資で調達することが多い。銀行は買収対象企業のキャッシュフローや資産を引き当てに融資を行うが、もし公開買付けが成立して株式が取得されたにもかかわらず略式合併を行えないと、株主総会を開催して合併契約が承認され合併が実行されるまでの間、買収対象企業のキャッシュフローに直接手が届かず、買収対象企業の資産を

担保にとることもできない。しかも、FRB のいわゆる「マージン・ルール」²⁹により、株式買収資金を融資する場合、当該株式を担保とする融資は株式価値の 50% 以下でなければならないので、略式合併が行えないと融資の担保面でも問題が生じる。

それでは、公開買付けの成立条件を、通常の「過半数株式の応募」ではなく、略式合併が可能な「90%以上の株式の応募」にしてはどうだろうか。これについては、買収者側にとって好ましくない³⁰のみならず、なによりも買収対象企業の取締役会が同意を渋るであろう。なぜならば、買収対象企業の株主が買収の成否についてきわめて不安定な状況におかれるからである³¹。

したがって、ノンリコースファイナンスが必要なファンドによる買収の場合には、従来は 1 段階買収スキームが基本であった。1 段階買収スキームであれば、株主総会による合併契約の承認後、独禁等のクロージングの前提条件が満たされていれば直ちに、そうでなければ条件充足後にクロージングが行われ、買収対象企業株式の 100%が取得され、買収対象企業は（融資を受けた）特別目的会社と合併するので、融資のタイミング（＝クロージングのタイミング）で、レンダーは買収対象企業のキャッシュフローに手をかけ、その資産を担保に取ることができる。

また、ファンド以外による買収の場合でも、買収のためのファイナンス組成に相当の時間がかかる場合には、短期間で資金を用意しなければならない公開買付けは適しないため、1 段階買収スキームが採用されることになる。

4. 歴史的経緯

ベストプライスルール

それでは、実際の米国上場企業の買収はどちらのスキームがより用いられているのだろうか。1980 年代から 1990 年代初めころまでは、スピードに勝る 2 段階買収スキームの方が主流だったが、1990 年代半ばに 2 段階買収スキームの使用は急減し、1 段階買収スキームが主流になる³²。その原因は、SEC のいわゆる「ベストプライスルール」³³を巡る司法の混乱である³⁴。

ベストプライスルールはもともと公開買付けに関する差別的取扱いを防止するために 1986 年に制定されたルールで、「公開買付けに従って（pursuant to the tender offer）」ある株主に支払われる対価は、「当該公開買付けの期間中に（during such tender offer）」他の株主に支払われる対価の最高額と同じでなければならないというものである。つまり、公開買付けに際して一部の株主にだけ他の株主よりも高い対価を払ってはならないというごく当然のルールである。ところが、株主訴訟で原告側がこれを拡大解釈して、株式を保有する買収対象企業の経営者などが、買収に際して雇用契約の一環として受け取った対価などまでも、「公開買付けに従って、当該公開買付けの期間中に」支払われた対価だと論じたのである。これに対して裁判所の判断が分かれたことから、実務に混乱が生じた。なぜなら、もし敗訴した場合に天文学的な金額の支払いを要求される可能性があるからである。

²⁹ 1934 年証券取引所法第 7 条に基づき FRB が制定したレギュレーション T およびレギュレーション X の総称。

³⁰ せっかく支配権を得られて株主総会で合併を確実にできる 50%超の応募があっても、公開買付けを成立させられない。

³¹ Climán, et al. (2012), 631 頁。

³² De Weid, Golden & Richter (2006); Gilroy (2010)

³³ 1934 年証券取引所法 Rule 14d-10（第三者による公開買付けに関するベスト・プライス・ルール）

³⁴ 以下、Securities and Exchange Commission (2006)参照。

このようなリスクは取れないということで、公開買付けを含む 2 段階買収スキームは急減した。

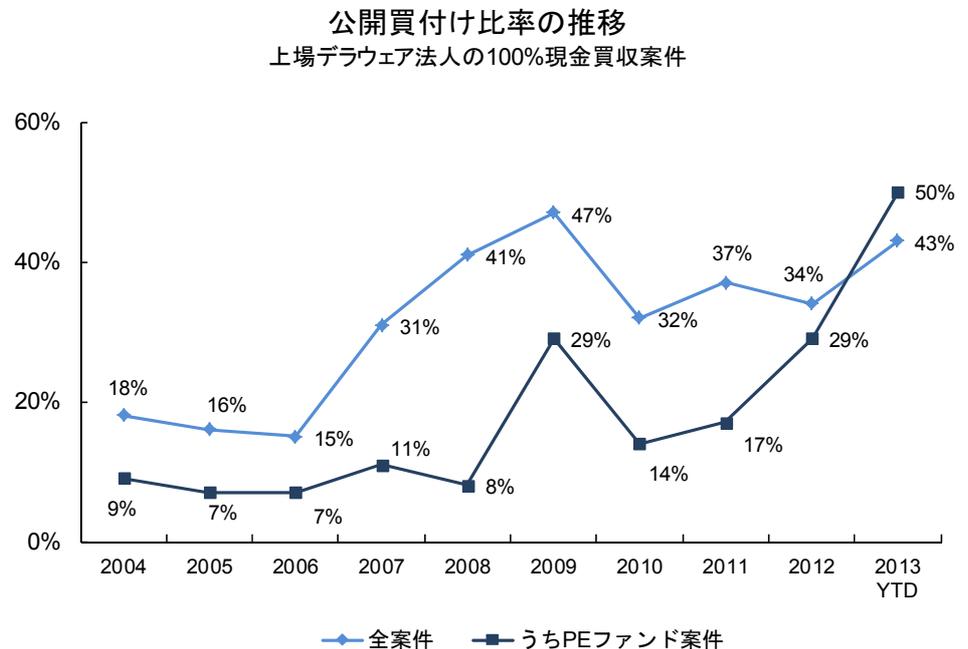
2 段階買収スキームの復活

その後、米国上場企業の買収は 1 段階買収スキームが原則という時代が長く続いたが、2006 年に SEC が 2 段階買収スキームを復活させる画期的な「ベストプライスルール」の規則改正を行った。改正ルールでは、「公開買付けに応募された株式に対して (for securities tendered in the tender offer)」ある株主に支払われる対価は、「公開買付けに応募された株式に対して (for securities tendered in the tender offer)」他の株主に支払われる対価の最高額と同じでなければならない、と改められた。さらに、SEC はセーフ・ハーバー・ルールを制定し、どのような条件を満たせば経営者に支払われる報酬がベスト・プライス・ルールの逸脱とみなされないかを示した。これによって、2 段階買収スキームが徐々に復活したのである。

現在は両スキームが拮抗

2 段階買収スキームの復活後も、ファイナンス問題からファンドによる 2 段階買収スキームの採用比率は低かったが、近年、ファンドによる 2 段階買収スキームの採用比率は上昇している。そして、2013 年デラウェア州会社法の改正 (Appendix 参照) により、2 段階買収スキームの活用がさらに進展する可能性が高いと目されているが、2015 年までの段階では全現金買収案件に占める 2 段階買収の比率は横ばい基調となっている (2015 年で 42%)³⁵。独禁手続きや規制当局の許認可取得に時間がかかるケース、株式を対価に含むケース、ファイナンス組成に時間がかかるケースなど 1 段階買収スキームが適する案件も多く、要は案件の状況に応じて、1 段階買収と 2 段階買収が適宜選択されているということである。

図表 15. 米国上場企業買収における 2 段階買収スキーム (公開買付け) の比率推移



出所 : Morrison Foerster, "Tender Offers: The New Paradigm and SEC M&A Updates" (August 9, 2013) – Original Source: FactSet
(注) 完了案件ベース (Unsolicited Offers を含み、自社株買いを除く)

³⁵ American Bar Association (2016), 10 頁, 121 頁および Simon (2017) 参照。

IV. キャッシュマージャー

1. 問題の所在

上場企業の現金対価による
100%買収

「上場企業を現金対価で100%買収したい」というニーズがある。株主が少数であれば、株式買収（取引法的行為）により現金対価で100%買収できるが、株主が分散した上場企業では、合併（組織法的行為）等のなんらかの多数決による強制措置がなければ100%買収できない。

現在の日本で可能なスキーム

現在の日本では、上場企業の現金対価による100%買収を行う場合、まず現金対価の公開買付けを行って大部分の株式を取得する。しかし、公開買付けは会社法的に見れば株式買収（取引法的行為）であるため、応募しない株主に売却を強制することはできない。そこで、公開買付け後に、「スクイーズアウト取引」³⁶により、残った少数株主の株式を強制的に現金で買い上げるという2段階方式を取る。

このような現行の2段階方式ではなく、もし上場企業の現金対価による100%買収を1段階で行おうとすると、考えられるスキームは、現金対価による合併、株式交換、三角合併、ないし三角株式交換である。しかし、いずれも現金対価のために非適格となり、株主のみならず企業の含み益にまで課税されてしまい、現実には実施困難である。

2. 米国の上場企業現金買収スキーム

1段階買収と2段階買収

これに対して、米国では、第III章で詳述したように、上場企業の現金対価による100%買収の手法として、日本のような2段階買収方式（Two-Step Transaction）だけでなく1段階買収（One-Step Transaction）も広く用いられている。以下、主に組織再編税制の議論に関連する部分を中心に第III章のポイントを振り返ってみよう。

2段階買収では、まず第1段階で現金対価の公開買付けを行い、第2段階で少数株主のスクイーズアウト³⁷を行う。ほぼ、日本と同じスキームである。これに対して1段階買収では、買収対象企業の株主総会の議決を経て1段階で完全に買収することができる。このような合併等の組織法的行為による現金買収のことを既述のように「キャッシュマージャー（Cash Merger）」という。キャッシュマージャーのスキームとしては、買い手企業と買収対象企業が直接合併するのではなく、現金対価による逆三角合併により買収対象企業が買い手企業の完全子会社となる手法が一般的である。これは日本法では、現金対価の株式交換、三角合併、ないし三角株式交換にほぼ相当する。

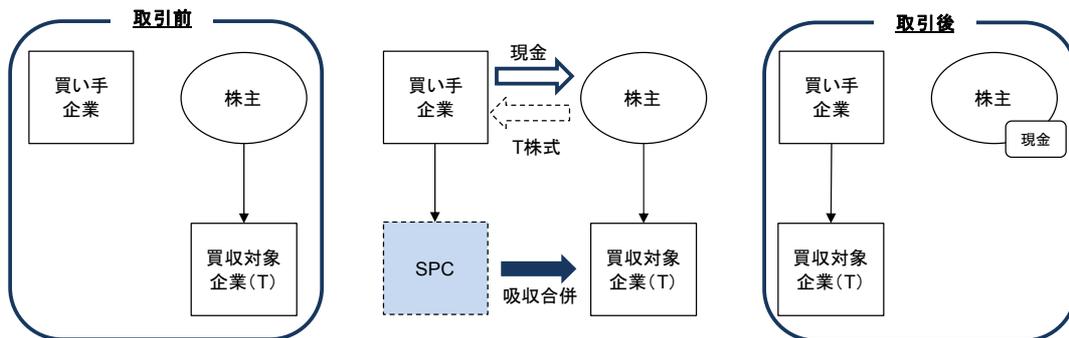
逆三角現金合併のスキーム

現金対価の逆三角合併（逆三角現金合併）では、買い手企業が特別目的会社（SPC）を100%子会社として設立し、買収対象企業とSPCが合併する。このとき、買収対象企業を存続会社とするため、「逆」三角合併（Reverse Triangular Merger）と呼ばれる。これに対して、SPCの方を存続会社とする（日本の三角合併と同様の）方式は、「順」三角合併（Forward Triangular Merger）と呼ばれる。

³⁶ 「スクイーズアウト取引」については、従来は、全部取得条項付株式や株式併合を利用したテクニカルな方法が取られてきたが、平成26年会社法改正で売渡請求制度が導入された。さらに、今次平成29年度税制改正大綱では、合併、株式交換という組織再編成スキームを使っても、第1段階の公開買付け後に3分の2以上の株式を保有していれば、少数株主への対価を現金としても、グループ内再編の適格要件を満たすものとされている。すなわち、スクイーズアウトの場合に限って、企業課税の課されない現金対価の合併を認めるということである。

³⁷ 通常は逆三角現金合併が用いられる。

図表 16：キャッシュマージャーのスキーム（米国）



出所：筆者作成

日本の合併では保有する株式と引き換えに対価を受け取るのは消滅会社の株主だけであるが、米国会社法では形式上の存続会社の株主も、保有する株式と引き換えに対価を受け取るようなアレンジメントが可能である。逆三角合併においては、形式上の存続会社である買収対象企業の株主は、保有する株式と引き換えに、買い手企業から対価（現金）を受け取ることになる。

逆三角現金合併のプロセス

逆三角現金合併では、買い手企業（および SPC）と買収対象企業が、各々取締役会の承認を得て合併契約を締結し、買収対象企業の株主総会特別決議で合併が承認される。買い手企業は合併当事者でないため原則として株主総会は不要である。その後、独禁・許認可手続完了等のクロージング条件充足後に買収が実行される。

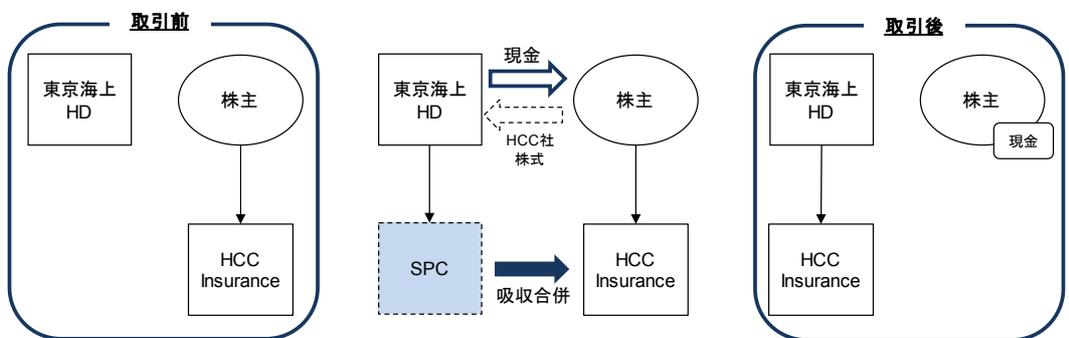
逆三角合併の税務

米国税制では、逆三角合併が税制適格（Tax-Free）になる条件として、対価の少なくとも 80%が議決権付株式であることが求められているので、逆三角現金合併は税制非適格（Taxable）である。しかし、税制非適格の逆三角合併は、税務上、株式買収と同様に扱われるので、現金対価を得た株主は課税されるが、日本の非適格合併と異なり、企業課税は発生しない。

東京海上 HD による HCC 社買収事例

このような逆三角現金合併による 1 段階買収スキームは、日本企業による米国上場企業買収の手法として一般的に用いられている。例えば、2015 年に買収が完了した東京海上ホールディングスによる HCC Insurance の買収案件を見てみよう。

図表 17：東京海上 HD による HCC Insurance 買収事例



出所：諸種資料より筆者作成

図表 18：東京海上 HD による HCC Insurance 買収タイムライン

2015年	6月10日	東京海上HDとHCC社が合併(買収)契約書に調印・公表
	9月18日	HCC社の株主総会で合併(買収)承認
	～10月19日	保険当局(日米等)、独禁当局(米、EU)の認可手続完了
	10月27日	合併(買収)完了

出所：諸種資料より筆者作成

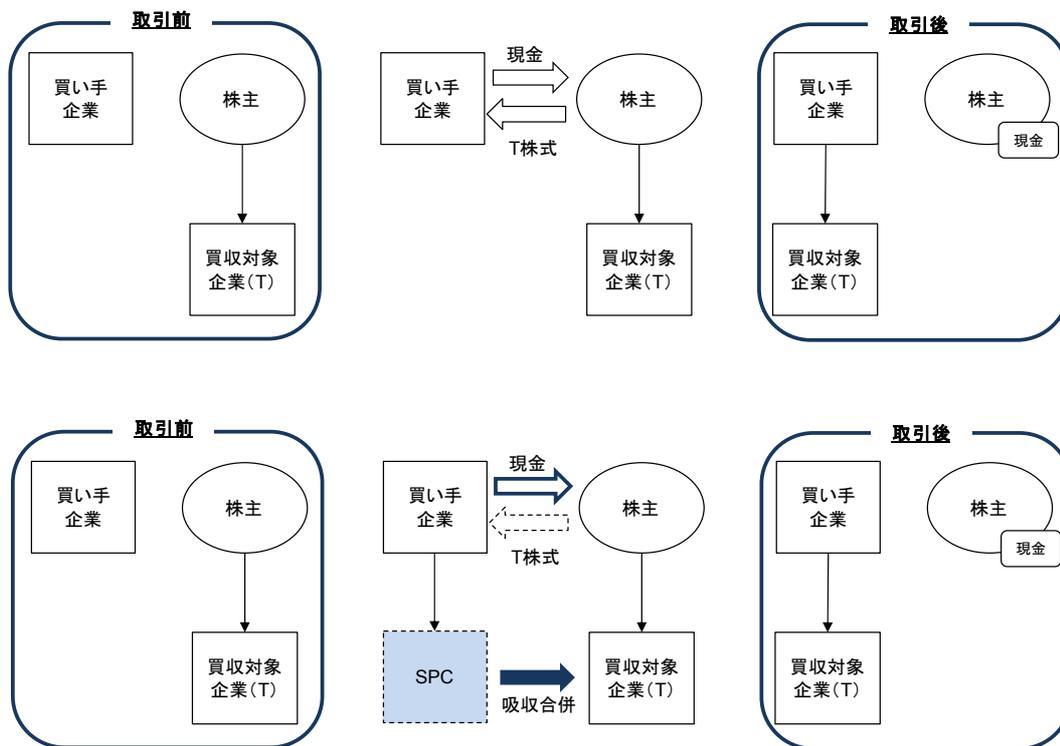
この案件では、東京海上ホールディングスが現金対価でHCC社を100%子会社化し、HCC社の株主は受け取った現金対価に課税されたが、HCC社に対する企業課税は発生しなかった。もしこれが日本であれば、HCC社に多額の含み益があった場合、企業課税の発生により買収エコノミクスが成立しなかったであろう。

3. 株式買収とキャッシュマージャー

株式買収とキャッシュマージャー

それではなぜ、米国税法上は、現金対価等の要因で非適格となる逆三角合併を株式買収と同様に扱っているのだろうか。それは、図表 19 で明らかなように、現金対価の株式買収と現金対価の逆三角合併は、途中経過の法的構成を捨象すれば、取引前と取引後の姿がまったく同じだからである。

図表 19：株式買収（上図）とキャッシュマージャー（下図）



出所：筆者作成

株主が1人ないし少数の場合には取引法的行為である株式買収により買収対象企業を完全子会社化することが可能であるが、株式が不特定多数に分散している上場企業では、組織法的行為である逆三角合併等の手法を用いなければ100%買収は

できない。このような事実上の問題により、経済的には同じタイプの行為に対して企業課税の有無という税務上ドラスティックな違いが生じることのないようにしたものと考えることができる。

4. 英国のキャッシュマージャー税制

英国上場企業の買収スキーム

ちなみに英国では、米国のキャッシュマージャーに相当するものとして、現金対価の「スキーム・オブ・アレンジメント (Scheme of Arrangement)」という手法が広く用いられている³⁸。もともと英国では日本や米国のような合併制度は存在せず³⁹、株主総会特別決議の承認に加え裁判所の許可等を必要とするスキーム・オブ・アレンジメントが公開買付けと並ぶ上場企業の買収スキームとして活用されてきた。スキーム・オブ・アレンジメントでは、対価は現金、株式、混合対価のいずれも可能であり、かつ基本的に株式買収扱いであるので、米国のキャッシュマージャー同様に企業課税は発生しない。このため、日本企業による英国上場企業の買収スキームとしては、スキーム・オブ・アレンジメントが一般的となっている。

図表 20：日本企業による英国上場企業の買収スキーム（主要事例：すべて現金対価）

Target	Nationality	Buyer	Announced	Structure
Aegis	英国	電通	2012	Scheme of Arrangement
Optos	英国	ニコン	2015	Scheme of Arrangement
Domino Printing Sciences	英国	ブラザー工業	2015	Scheme of Arrangement
Amlin	英国	三井住友海上火災保険	2015	Scheme of Arrangement
ARM Holdings	英国	ソフトバンク	2016	Scheme of Arrangement

出所：諸種資料より筆者作成

5. キャッシュマージャー解禁の必要性

2段階買収のメリット： スピード

日本では1段階買収は税務上困難であるが、2段階買収は米国同様に可能である。2段階買収の場合、第1段階の公開買付けの結果、一定比率以上⁴⁰の株式を保有することになれば、買収対象企業の株主総会を開くことなく少数株主をスクイーズアウトすることができる⁴¹。株主総会を省略できるので、独禁・許認可等の問題がなければ買収合意から完了までのスピードは1段階買収よりも速くなる。

実際に、日本企業による米国上場企業買収案件でも、2段階買収は1段階買収と並んで一般的に用いられている。図表9で示した主要事例を見ても、1段階買収スキームの平均所要日数が154日であるのに対し、2段階買収スキームの平均所要日数は48日である。（もともと、1段階買収の所要日数が長期化しているのは、株主総会の開催以上に独禁・許認可取得のために時間がかかるのが原因となっている。）

³⁸ スキーム・オブ・アレンジメントは英国のみならず、オーストラリア、カナダ、香港などのコモンウェルス諸国にも見られる。

³⁹ EU Merger Directives の施行（2007年12月）により、英国でも合併制度が創設されたが、一般的には使われていない。Slaughter & May (2016)参照。

⁴⁰ 日本では90%以上、米国（デラウェア州法）でももともとは90%以上であったが、2013年の会社法改正で50%超に引き下げられた。Appendix 参照。

⁴¹ 日本では「略式合併」、米国では“Short-form Merger”という。

なぜ1段階買収も必要なのか

それではなぜ、日本でも1段階買収を可能にする必要があるのだろうか。言い換えれば、2段階買収だけではなにか足りないのだろうか。以下、第三章の議論を振り返りつつ論じるが、米国上場企業の買収で1段階買収が選好されるのは、主に、独禁手続や規制当局の認可取得などでクロージングまでに時間を要する場合である。その場合、いずれにせよ許認可取得までクロージングは実施できないので、2段階買収のスピードメリットは失われる。

独禁・許認可手続が終了するまでは、公開買付けで株式を「取得」することができない（「開始」することはできる）。特に、日本では公開買付期間の上限があるため、独禁・許認可手続完了の見込みがつかうまで公開買付けを開始できない。例えば、パナソニックによる三洋電機の買収事例では、独禁手続の長期化により、買収合意の公表（2008年12月19日）から、公開買付けの開始決定（2009年11月4日）まで、1年近くの時間がかかっている。

図表 21：パナソニックによる三洋電機の公開買付け（1回目）のタイムライン

2008年	12月19日	パナソニックによる三洋電機の公開買付け合意公表
2009年	2月27日	進捗状況公表：日本、米国、欧州、中国、その他諸国で手続中（米国については、セカンドリクエスト受領）
	10月29日	進捗状況公表：米国、中国以外の国で独禁手続終了
	11月4日	公開買付け開始決定
	11月24日	米国独禁当局の認可を取得し、独禁手続は全て完了
	12月10日	公開買付け成立を発表

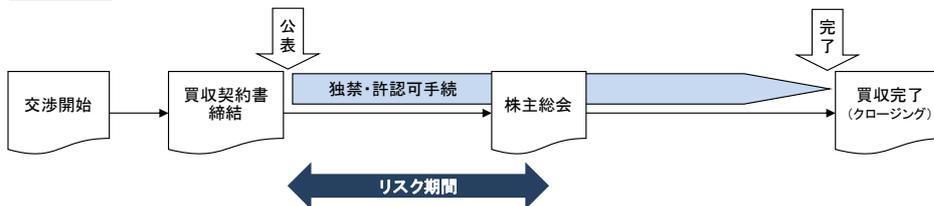
出所：諸種資料より筆者作成

リスク期間の長短

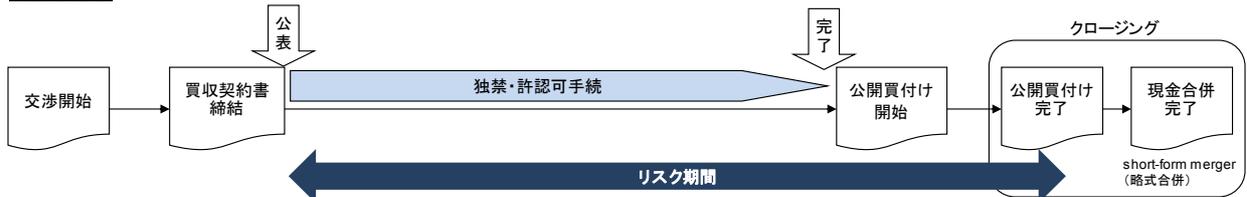
このような2段階買収の弱点は、買収合意から公開買付け「完了」（＝取得）までの期間、対抗買収者やアクティビスト株主の反対運動、資金調達の不確実性などのリスクにさらされることである。これに対して1段階買収では、株主総会で買収契約の承認議決を受けた時点で、対抗買収者等のリスクを遮断できる。

図表 22：独禁・許認可手続に時間がかかる場合のリスク期間の違い

1段階買収



2段階買収



出所：筆者作成

米国企業の取締役会には受託者責任として、買収や合併の合意が成立した後でも、より優れた条件のオファーがあった場合、公開買付けへの賛同表明を取り消したり、株主総会における買収契約承認の推薦を撤回したりすることが求められるが、株主総会承認後には、もはや買収対象企業の取締役会のアクションは基本的に発生しないので、独禁手続等の完了までにどれだけ時間がかかっても、その間に対抗買収者にひっくり返されることは基本的にない。そして、独禁手続等の完了を含むクロージングの前提条件がすべて満たされた直後に買収が実行される。

**リスク期間を短縮できる
1段階買収の必要性**

従来の日本では、対抗買収者やアクティビスト株主による反対運動のリスクはほとんど意識されていなかったが、今後そのようなリスクが高まることが予想され、かつ取締役会の受託者責任が強く意識される流れの中で、リスク期間を短縮する1段階買収が税法上活用できないのは大きな問題である。特に、パナソニック・三洋電機の事例のように、日本国内企業どうしの案件ですら海外独禁当局の審査が行われ、それが長期化することもしばしばある状況で、案件がひっくり返されるリスクを早期に遮断する必要性はますます高まるものと考えられる。

ファイナンスの組成しやすさ

また、1段階買収の方がファイナンスを組成しやすいことも重要である。2段階買収の場合、公開買付け決済時に買収資金の大部分が必要となるが、資金を借り入れるSPCと買収対象企業の略式合併が完了するまでは、銀行は買収対象企業の資産とキャッシュフローを返済原資とすることが困難である。

貸出実行後に略式合併が万一成立しなかったり、略式合併の完了までの期間がなんらかの事情で長期化するといった不確実性に伴うリスクを回避する目的もあり、米国ではノンリコースファイナンスが必要なプライベートエクイティファンドによる上場企業の買収は1段階買収が基本となっている。1段階買収の場合、資金が必要なクロージング時に買収対象企業はSPCと合併してSPCの負債は買収対象企業の負債となるので、「空中ブランコ」の手を放すような瞬間は存在しない。

6. キャッシュマージャー解禁の方向性

**オール・オア・ナッシング
の現行組織再編税制**

現行の組織再編税制は、すでに述べたように、「オール・オア・ナッシング」であり非常に硬直的である。税制適格であれば、株主課税・企業課税ともに繰り延べられ、税制非適格になると、株主課税・企業課税ともに発生する。

**株式買収とのイコールフッ
ティング**

キャッシュマージャー税制改革のポイントは、上場企業の買収においても、経済実体の等しい株式買収とイコールフッティングの税制を実現し、現金対価の場合、企業課税が発生しないようにすることである（株主課税は当然課される）。

**買収対象企業の法人格が
存続するか否か**

米国では税務上、非適格の場合、買収対象企業の法人格が（株式買収同様に）引き続き存続する逆三角合併では、株式買収扱い（株主課税あり・企業課税なし）となり、買収対象企業の法人格が（事業買収同様に）消滅して、買収対象企業の資産・負債が他社の法人格内に取り込まれる合併・順三角合併では、事業買収扱い（株主課税あり・企業課税あり）となる。

**非適格株式交換における
企業課税撤廃**

このように米国税制では、買収対象企業の法人格が存続するか否かに応じて、税務上株式買収扱いにするか事業買収扱いにするかを区分している。確かに、買収対象企業の資産・負債が買い手企業に取り込まれる合併では、資産買収的扱いとすることには一定の合理性がある。なぜなら、買収対象企業の資産・負債が買い手企業側の資産・負債と混在するからである。これに対して逆三角合併では買収

対象企業の法人格が存続し、資産・負債は区分され続ける。したがって、同様に買収対象企業の法人格が存続し、資産・負債が区分され続ける非適格株式交換においても、株式買収と同様の扱いとすべきであろう。

図表 23：組織再編税制の日米比較

日本

		株主課税	企業課税
取引法型M&A	株式譲渡	あり	なし
	事業譲渡	なし	あり
組織法型M&A	適格	なし	なし
	非適格	あり	あり

米国

		株主課税	企業課税	
取引法型M&A	株式譲渡	あり	なし	
	事業譲渡	なし	あり	
組織法型M&A	適格 (Tax-free)	なし	なし	
	非適格 (Taxable)	逆三角合併	あり	なし
		順三角合併	あり	あり

(注) 適格は株式対価、非適格は現金対価の場合

現金対価の順三角合併は、事業譲渡後、対価を株主に分配したものとみなされる

出所：諸種資料より筆者作成

株式交換税制の変遷

日本では、もともと株式交換（平成 11 年度商法改正で導入）に関する税務は租税特別措置法で規定されており、現金等交付が 5%未満である場合に株主の譲渡益課税の繰延べが認められていたが、株主課税の繰延べが認められない場合にも企業課税は課されなかった。租税特別措置法で規定されたのは、平成 11 年度当時は、未だ組織再編税制が導入されていなかったためである。その後、平成 13 年度税制改正で合併等について法人税法の本則として組織再編税制が制定され、平成 18 年度税制改正で株式交換税制も組織再編税制に組み込まれるようになった際に、合併との扱いを「整合的」にするために、適格となる株式交換の対価を 100%株式に限定するとともに、非適格株式交換については、一定の資産を時価評価して課税する企業課税が導入された。しかし、合併と異なり、株式交換の場合は買収対象企業の法人格が引き続き存在し資産・負債の移転もないのであるから、そもそも合併と「整合的」に企業課税を行う必要があったのか、大いに疑問が残る⁴²。

非適格三角株式交換

なお、仮に非適格株式交換の企業課税が撤廃されても、株式交換の両当事者は日本法人でなければならないので、外資による対日直接投資には使えない。その場合には外資が日本法人である子会社を利用した三角株式交換スキームを用いることになるだろう。

逆三角合併には会社法改正が必要

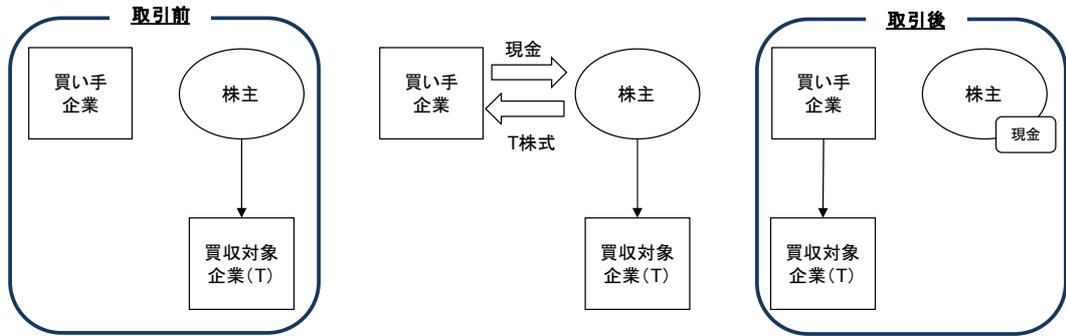
本来は、日本でも（株式交換と同様の機能を持つ）逆三角合併を認め、税制非適格の場合は株式買収と同様の課税関係とすることが望ましいが、これは会社法の改正を必要とする問題である。もし会社法で逆三角合併を認めるのが当面困難な

⁴² 木村(2008), 115-116 頁参照。

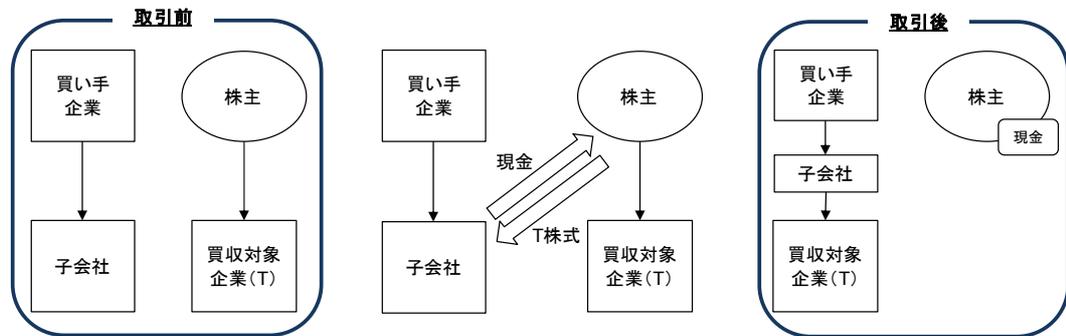
のであれば、少なくとも、株式交換の税制を平成 18 年度税制改正以前の扱いに戻し、キャッシュマージャーを解禁することが望まれる。

図表 24：日本型キャッシュマージャーのスキーム（案）

現金株式交換



現金三角株式交換



出所：筆者作成

V. 混合対価

1. 問題の所在

混合対価の必要性

上場企業の買収時に、対価を現金とするか株式とするかは重要な問題であるが、現金と株式をミックスした混合対価で支払いたいというニーズも存在する。特に、買い手企業からみて大型の買収の場合、買収対価の種類（現金、株式）は、買収後の資本構成や 1 株当たり利益、デット格付けに大きな影響を与えるが、100%株式対価、100%現金対価の中間に最適解が存在することも十分にあり得る話である。ここに、混合対価を認める必要性が発生する。

もちろん、買収ファイナンス（デット、エクイティ）により買収後のデット・エクイティ比率を調整することも可能であるが、買収契約を締結しても、（特に大型買収では）独禁法その他の問題により必ずクローリングが行われるとは限らない。うえ、クローリングのタイミングも流動的である。したがって、買収のクローリング時には、ブリッジローンによりいったん現金で支払って、その後、社債や株式発行によるパーマナントファイナンスでリファイナンスすることが一般的であ

るが、買収後の環境変化等によりエクイティファイナンスが当初想定した条件で実施できるか否かなど不確実性が残る。やはり、確実に（かつ事後的なエクイティファイナンス時点でのディスカウントなしに）株式を発行するには、クロージングと同時に株式が発行される混合対価を実施可能にすることが重要である。

2. 米国の混合対価スキームと税制

順三角合併方式と逆三角合併方式

米国における上場企業の混合対価による買収の手法は、キャッシュマージャー同様に、主に三角合併方式による。キャッシュマージャーの場合は、逆三角合併（Reverse Triangular Merger）が一般的であり、現金対価のため税制非適格となり株主は課税される。しかし、逆三角合併は税制上、株式買収として扱われるため、企業課税は発生しない。

これに対して、混合対価の場合は、順三角合併（Forward Triangular Merger）が一般的に用いられてきた。順三角合併は税制非適格になると資産買収扱いになり企業課税が発生するが、比較的税制適格要件が緩やかで、株式以外の対価（通常は現金）がおおむね 60%以内であれば税制適格となる。適格になると企業課税はなく、株主は現金等の対価の範囲内で譲渡益課税を受ける⁴³。

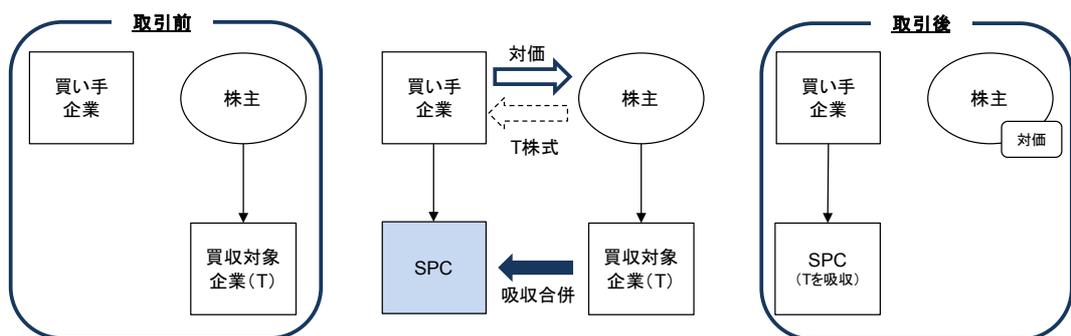
混合対価の場合、逆三角合併もしばしば用いられている。この場合、株式以外の対価（通常は現金）が 20%以内であれば税制適格となるが、通常、わざわざ混合対価にする場合には、現金比率が 20%を超えることが多いため、キャッシュマージャー同様に税制非適格となることが多い。しかし、株主はキャピタルゲインに課税されても、100%株式対価の場合と異なり、受け取った現金対価部分から税金を支払うことができるので、さほど問題にはならない。企業課税は非課税である。

これに対して日本では、混合対価は組織再編税制で税制非適格となり企業課税が発生するため、事実上活用できなくなっている。

スキームとプロセス

順三角合併方式による混合対価のスキームを具体的に見てみよう。

図表 25：混合対価のスキーム（米国）



出所：筆者作成

⁴³ 但し、万一税制適格性が否認されると企業課税が発生し不測の損害を被るため、実務上は、いったん逆三角合併を行ったうえで、第二段階で順三角合併を行うという 2 段階方式を取ることが多い。この場合、税制適格性が否認されても、第一段階の逆三角合併が歯止めとなって企業課税は発生しない。

AT&TによるDirecTVの
買収事例

まず買い手企業がSPCを設立し、買収対象企業とSPCが合併する⁴⁴が、この時、存続会社はSPCとする。これは日本における三角合併と同様である。買収対象企業株主は、買い手企業から混合対価（株式+現金等）を受け取る。プロセス的にはキャッシュマージャーと同様だが、対価の株式が買い手企業発行済株式総数の20%以上だと、取引所規則により原則として買い手企業側も株主総会決議が必要になる。

具体的な事例として、AT&TによるDirecTVの買収案件を見てみよう⁴⁵。本件は、2014年5月18日に合併契約書が調印・公表され、9月25日にはDirecTVの株主総会で承認されたが、独禁上の懸念からFCC等の許認可取得に時日を要し、合併完了は翌年7月24日となった。

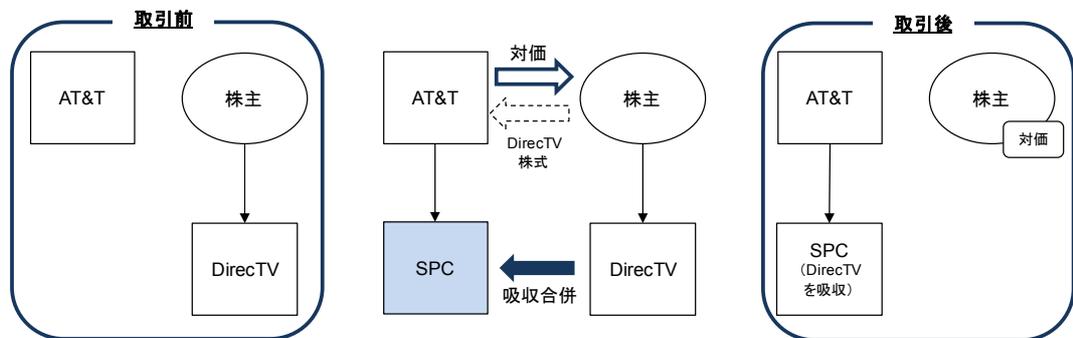
図表 26 : AT&TによるDirecTV買収タイムライン

2014年	5月18日	AT&TとDirecTV社が合併(買収)契約書に調印・公表
	9月25日	DirecTV社の株主総会で合併(買収)承認
	～独禁上の懸念があり、FCC等の許認可取得に1年以上を要する～	
2015年	7月24日	合併(買収)完了

出所：諸種資料より筆者作成

スキーム的には(1段階の)順三角合併方式であり、対価は「現金28.5ドル+AT&T株式66.5ドル相当分」という混合対価である。税務的には、順三角合併で株式部分が約70%であるため税制適格である。したがって、企業課税は発生しない。株主課税については、現金対価部分の範囲内で譲渡益課税される。

図表 27 : AT&TによるDirecTV買収事例



出所：諸種資料より筆者作成

近年の混合対価主要事例と
スキーム

近年の混合対価による米上場企業買収スキームを見てみると、やはり税制適格要件を満たした順三角合併が多いが、税制非適格の逆三角合併もかなり多い。いずれも企業課税がかからないことは同じであり、株主課税についても、税制適格であっても現金対価とキャピタルゲイン額の少ない方を益金額として課税を受ける

⁴⁴ 2段階方式の場合は、SPCを2つ設立し、第1段階では買収対象企業とSPC1が合併し、買収対象企業を存続会社とする(逆三角合併)。続けて第2段階では買収対象企業とSPC2が合併し、今度はSPC2を存続会社とする(順三角合併)。

⁴⁵ DIRECTV, Schedule 14A (proxy statement), filed on August 21, 2014; DIRECTV, Attachment to Form 8937 (Report of Organizational Actions Affecting Basis of Securities), dated August 20, 2014 参照。

⁴⁶ので、よほど現金対価が少ないか、株式保有簿価が低くないかぎり、キャピタルゲイン全額を益金認識される逆三角合併と大差がない。

図表 28：混合対価による米上場企業買収スキーム（最近の主要事例）

買収対象企業	買収者	公表日	スキーム	税制適格性	混合対価の特徴
Forest Laboratories	Actavis (アイルランド)	2014/2/18	順三角合併(2段階)	適格	選択制混合対価
DirecTV	AT&T	2014/5/18	順三角合併	適格	固定混合対価(カラー付)
Allergan	Actavis (アイルランド)	2014/11/17	逆三角合併	非適格	固定混合対価
Freescall Semiconductor	NPX Semiconductor (蘭)	2015/3/1	逆三角合併	非適格	固定混合対価
Pharmacocyclics	AbbVie	2015/3/5	公開買付け +順三角合併(2段階)	適格	キャップ付選択制混合対価
Kraft Foods Group	H.J. Heinz	2015/3/25	順三角合併(2段階)	適格	株式対価+特別配当
Time Warner Cable	Charter Communications	2015/5/26	順三角合併(2段階)	適格	選択制混合対価
Cameron International	Schlumberger	2015/8/26	逆三角合併	非適格	固定混合対価
Media General	Nexstar Broadcasting	2015/9/28	逆三角合併	非適格	固定混合対価
Time Warner	AT&T	2016/10/22	順三角合併(2段階)	適格	固定混合対価(カラー付)
Reynolds American	British American Tobacco (英)	2017/1/17	逆三角合併	(非適格)	固定混合対価

出所：諸種資料より筆者作成

3. 英国の混合対価スキームと税制

ちなみに英国等でも、スキーム・オブ・アレンジメントの手法により、米国同様に企業課税の課されない混合対価買収が可能である。

図表 29：混合対価による欧州企業買収スキーム（最近の主要事例）

Target	Nationality	Buyer	Announced	Closed	Structure
Cadbury	英国	Kraft Inc.	2009	2010	TOB
Covidien	アイルランド	Medtronic	2014	2015	Scheme of Arrangement
Shire	アイルランド	Abbvie	2014	terminated	Scheme of Arrangement
BG Group	英国	Royal Dutch Shell	2015	2016	Scheme of Arrangement
SABMiller	英国	Anheuser-Busch InBev	2015	2016	Scheme of Arrangement
Meda	スウェーデン	Mylan NV	2016	2016	TOB

出所：諸種資料より筆者作成

4. 混合対価解禁の方向性

日本の現行税制の混合対価 阻害要因

日本の現行の組織再編税制が混合対価を阻害している理由としては、(1) 適格要件（対価要件）が厳しすぎることと、(2) 非適格になると自動的に企業課税が課されることが挙げられる。

適格要件については、米国では順三角合併の場合、対価の 40%以上が株式であればよい（逆三角合併の場合は 80%以上）のに対し、日本では 100%株式対価の場合のみである。しかし、米国でも税制非適格の逆三角合併による混合対価スキームがしばしば用いられていることから分かるように、本当に障害になっているのは、非適格の場合の企業課税である。すなわち、キャッシュマージャーの阻害要

⁴⁶ “Boot within gain”ルールと呼ばれる。PwC (2011), 74-75 頁参照。

因と混合対価の阻害要因は同一である。

企業課税撤廃の必要性

今後、日本における混合対価解禁の方向性を考察すると、適格要件の対価要件を一定程度、緩和することが望ましいが、最も重要なのは、キャッシュマージャーで考察したのと同様に、非適格株式交換（および非適格三角株式交換）における企業課税を撤廃することであろう。

VI. 三角合併⁴⁷

1. 問題の所在

三角合併制度の合理化

2007年に解禁された三角合併においては、外国親会社（買い手企業）が日本国内に子会社を設立し、その子会社が買収対象日本企業を吸収合併する際に、（合併当事者の子会社株式ではなく）親会社株式を対価として交付することを認め⁴⁸、クロスボーダーの株式対価買収を可能にした。その場合、最も重要なのは、株主レベルにおいても買収対象企業レベルにおいても、課税繰延べが認められることである。日本の組織再編税制では、適格要件を満たさない限り、株主のみならず買収対象企業も資産の含み益に課税される。それではクロスボーダーの株式対価買収は実質的に不可能になる。

そこで税法改正により一定の適格要件下に親会社株式を対価とする三角合併に課税繰延べ措置（株主課税、企業課税とも）が認められたが、問題はその「一定要件」である。通常の合併では、（グループ内再編でない限り）一定要件の中に、合併両当事企業の「事業関連性」を要求している。三角合併に関しても、その「事業関連性」が要件となるが、それは外国親会社と買収対象日本企業の事業関連性でなく、合併の直接の当事者である外国親会社の日本子会社と、買収対象日本企業の事業関連性とされたのである。

すなわち、外国親会社が以前から買収対象企業と同種の事業を営む子会社を日本に有していない場合、少なくとも、事業を営む場所および人を確保した上で事業の開始を準備している事業準備会社を事前に設立しておく必要があるのである。これは、合併当事者となる外国親会社の日本子会社が、買収のために設立された特別目的会社（いわゆる「幽霊会社」）であってはならないということである。

米国の「逆三角合併」

それでは米国ではどうであろうか。米国企業を株式対価で買収する場合には、買い手企業が米国企業であっても外国企業であっても、「逆三角合併」によるのが一般的である。日本の三角合併との違いは、合併時の存続企業を買い手企業の子会社ではなく、買収対象企業とすることである（存続会社が逆になることから、「逆三角合併」と呼ばれる）。買い手企業の子会社は、通常は買収のために一時的に設立される特別目的会社であるが、それは課税繰延べに影響しない。

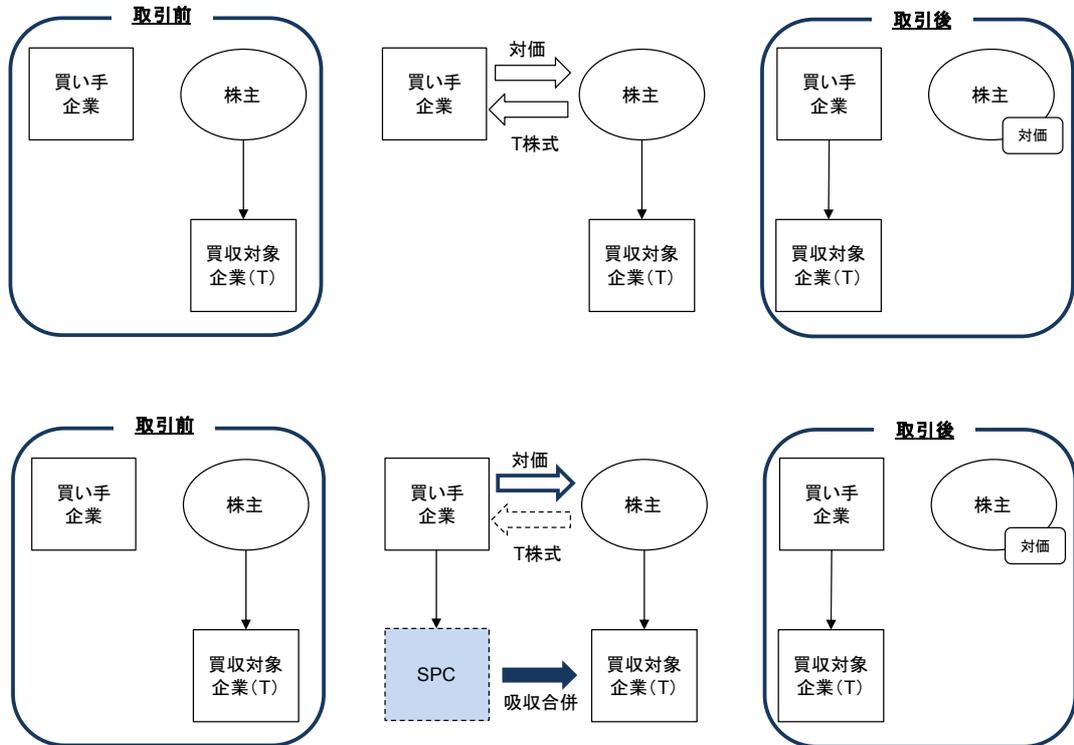
一見、「幽霊会社」を用いた課税回避スキームのように思われるかも知れないが、そうではない。図表 30 の米国の逆三角合併制度と日本の株式交換制度は機能的には同じものである（取引前の状態と取引後の状態が全く同様）。米国の逆三角合併制度では法的フィクションとしていったん SPC を関与させるが、SPC はいわば「経

⁴⁷ 本章の内容は田村(2015b), 89-92 頁の議論を加筆修正したものである。

⁴⁸ 会社法により認められた合併等対価の柔軟化の一類型である。

過勘定」のようなものであり、取引前の姿と取引後の姿を比較すると、株式交換と逆三角合併には違いがない。要は、取引前の状態を取引後の状態に変化させるために、間に介在させる法的構成を変えたというだけの話である。

図表 30：日本の株式交換制度（上図）と米国の逆三角合併制度（下図）



出所：筆者作成

株式交換とのパリティ

同一経済実体であれば同一の法効果を認めるべきであるとすれば、特別目的会社を用いた三角合併についても株式交換同様の効果を認めるべきであろう。ちなみに日本の組織再編税制では、株式交換の適格要件としての事業関連性は買い手企業と買収対象企業の間で判定される。そうであれば、「組織再編当事者間」という形式論理に惑わされることなく、三角合併の場合も外国親会社と買収対象日本企業の間で事業関連性が判定されるべきであろう。

また、株式交換の場合には、①買収対象企業の法人格が存続し、②対価は買い手企業から買収対象企業の株主に直接支払われる。米国の逆三角合併の場合も全く同様である。しかし、日本の三角合併の場合には、①買収対象企業の法人格は消滅し、②対価はいったん子会社を経由しなければならないという点で大変不便かつ面倒である。

日本における株式交換制度導入の経緯

そもそも、米国の逆三角合併と日本の株式交換の効果がそっくりなのには理由がある。独占禁止法改正により 1997 年に純粋持株会社が解禁された後、完全親会社関係を作り出すスキームとして、米国の逆三角合併等のスキームの日本への導入が検討された。しかし、(逆)三角合併につき、「幽霊会社を設立する必要がある点で手続的に煩雑である」等の（米国では全く問題になっていない）批判が出

たため⁴⁹、取引前と取引後の状態が逆三角合併とまったく同様になる株式交換制度を創設したのである（1999年商法改正）。

株式交換の欠陥と三角合併制度の導入

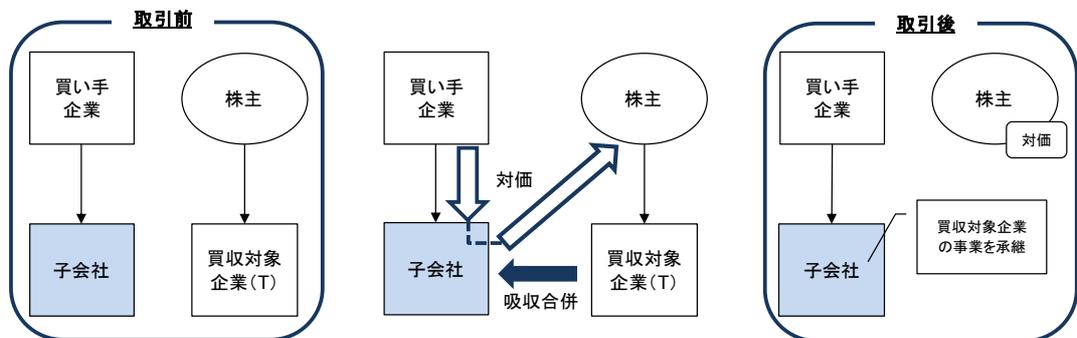
ところが、株式交換には大きな欠陥があった。合併、株式交換等の組織法的行為は、原則として両当事者が同じ国・法域（同じ会社法）に存在しないと実施できない。三角合併であれば、日本企業どうしでなくても、特別目的会社を買収対象企業と同じ国に設立することにより外国企業も利用することができるが、株式交換の場合は外国企業は利用できない。つまり、株式交換はクロスボーダー案件には使えないのである。いったん逆三角合併と同等の制度として株式交換制度を創設しながら、その後、新たに外国企業でも利用できる三角合併制度も創設せざるを得なかったのは、そのような事情によるものと推察される。

対価の柔軟化

こうして導入された日本の三角合併制度は、具体的には会社法による合併等対価の柔軟化（会社法 749 条 1 項 2 号他）が根拠条文となっている。すなわち、従来は合併時に交付できる対価は存続会社株式のみであったが、それを柔軟化したことにより、現金を対価とする現金合併や親会社株式を対価とする三角合併が、会社法上は可能になったのである。

会社法上特段「三角合併」という制度が新設されたわけではなく、従来への合併における対価の払い方が多様化しただけであるので、対価を受け取るのは消滅会社の株主であるという日本的合併制度の大枠は変わっていない。したがって、日本の三角合併では、米国の逆三角合併のように買収対象企業を存続会社としながら、存続会社の株主に対価を交付して存続会社の株式をキャンセルする「逆三角合併」スキームは採用できず、買い手企業の子会社を存続会社として、買収対象企業を消滅会社とする「順三角合併」のスキームのみが実施可能となっている。

図表 31：日本の三角合併制度



出所：筆者作成

使い勝手を悪くした株式交換

以上をまとめると、日本の三角合併制度は、米国の逆三角合併制度（外資も使用可能）を模して導入された株式交換制度が国内法人しか利用できないという欠陥を有していたため、改めて創設されたものと見ることができる。しかし、こうして導入された日本型三角合併は、すでに見てきたように米国の逆三角合併や日本の株式交換と比べて非常に使いにくい制度になっており、いわば「非常に使い勝手を悪くした株式交換」と評価される。

⁴⁹ 橋本(1998)参照。

図表 32：三角合併と株式交換の比較

		米国	日本	
		逆三角合併	株式交換	三角合併
組織再編税制	税制適格要件「事業関連性」	不要	買い手企業と買収対象企業	子会社と買収対象企業
会社法	買収対象企業を存続会社にできるか	○	○	×
	親会社が対価を直接支払えるか	○	○	×

出所：諸種資料より筆者作成

2. 三角合併制度改革の方向性

外国企業に差別的な法制

現行の三角合併制度は形式的には内外無差別だが、日本企業のみが株式交換を利用できる以上、実質的には外国企業に対して差別的な法制となっており、対日直接投資を促進する立場とは相容れないものである。真の内外無差別実現のためには、法制上・税制上の扱いを株式交換と実質的にイコールフットィングとすべきであろう。

事業関連性の判定当事者

具体的には、組織再編税制については、株式交換の適格要件としての事業関連性は買い手企業と買収対象企業の間で判定される以上、「組織再編当事者間」という形式論理に惑わされることなく、三角合併の場合も外国親会社と買収対象日本企業の間で事業関連性が判定されるべきである。そうすれば、子会社は米国同様、新設の SPC でもよいことになり、実質的に株式交換と同様の扱いとなる。

会社法上の問題

また、会社法上の問題については、米国型の逆三角合併を認めて、買収対象企業の法人格が存続できるようにするとともに、親会社が対価を直接支払えるようにすることが望まれる。逆三角合併は、存続会社である買収対象企業の株主が、なぜ保有する株式を対価と交換することになるのかなど、従来の日本の感覚では一見理解しがたいところもあるが、合併等の組織法的行為の本質が、法定要件・法定手続を満たせば、法定効果が発生するという事に鑑みれば、株主総会の特別決議等により、合併契約で定めた逆三角合併的な結果を認めることには特段の問題はないものと思われる。もし、このような従来の日本会社法上の合併のコンセプトを変革するような会社法改正が困難なのであれば、法人格問題と対価支払問題についてのなんらかの代替的手当を講じることが望まれる。

VII. 総括

1. 組織再編税制の発想

株主課税と企業課税

上場企業買収時の課税問題としては、すでに見てきたように、株主課税の問題と、企業課税の問題が重要である。

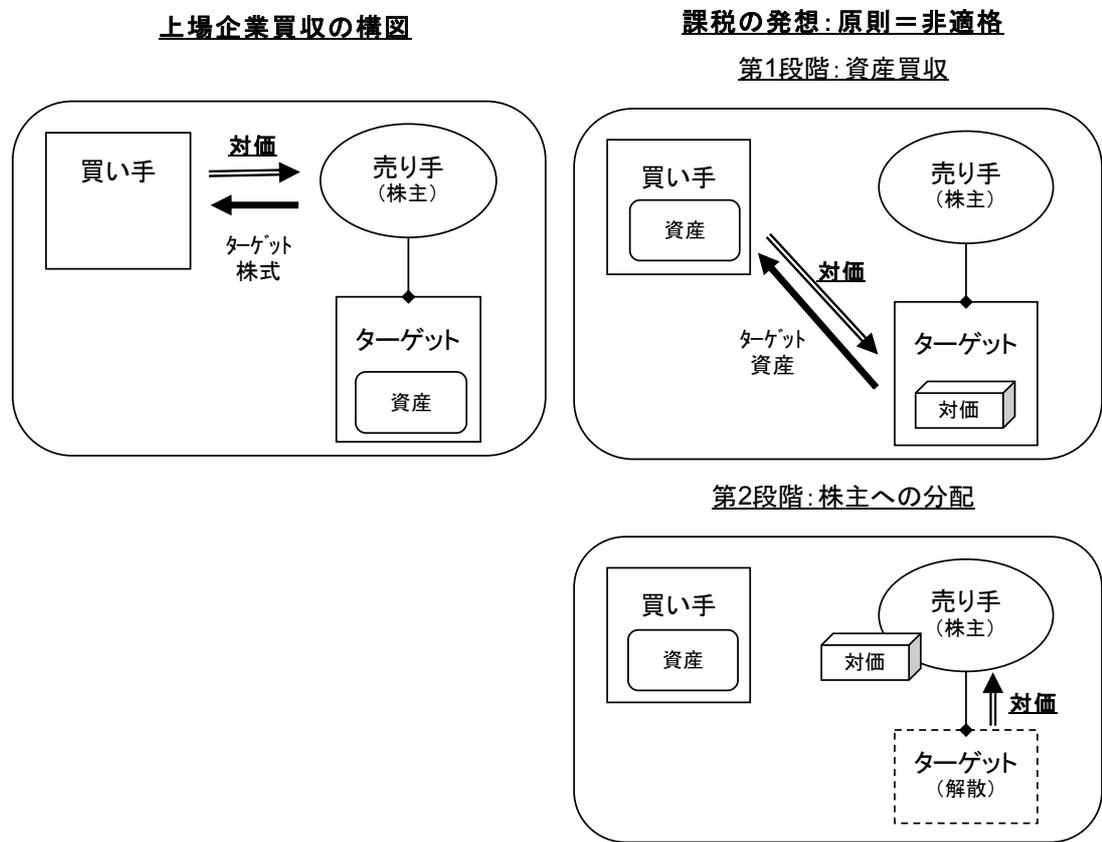
前者は、売り手株主が受取対価と（税務上の）株式保有簿価の差額に課税⁵⁰されるかという問題であり、現金対価の場合は問題ないが、株式対価の場合、現金を受け取らないのに税金を払う必要があると取引が阻害される。

後者は、買収価格とターゲット保有純資産の税務簿価との差額（資産の含み益）に課税されるかという問題であり、現金対価、株式対価にかかわらず問題になる。一般に、資産の含み益（ビルトインゲイン）が大きいと、企業課税は取引を阻害する。また含み益が少なくても、企業課税額を確定するための作業は非常に面倒である。

組織再編課税の論理

合併等の組織再編時に、株主課税、企業課税を行うかどうかという税制ルールは、どのように決定されるのだろうか。一般に、組織再編成（合併等）の税務的見方は、課税（非適格）が原則である。

図表 33：課税の発想



出所：筆者作成

税務の観点からは、まず第1段階でターゲットが資産を売却して対価を受け取り、第2段階で、その対価を株主に分配すると構成する⁵¹。したがって、第1段階では、企業のビルトインゲインが実現したものととして企業課税を行い、第2段階では、株式を手放して対価を受け取った株主に対する株主課税を行う。これが税務のベースラインである。

⁵⁰ キャピタルゲイン課税、みなし配当課税など。

⁵¹ Vanistendael (1998)参照。

公共政策的な課税緩和

しかし、過剰な税負担は、社会的に有用な組織再編を阻害するので、例外的に一定の税制適格要件を満たす組織再編については、課税を繰延べる。これは、国民経済の観点からの公共政策の問題である。したがって、税制適格要件や非適格の場合の効果をどのように定めるかは、経済活動への中立性や望ましい経済活動を阻害しないことを考慮して政策的に決定されるものであり、演繹的・一義的に決定されるものではない。

2. 日本の組織再編税制の問題点

日米税制適格条件の比較

日米の組織再編税制を比較すると、主要適格条件と非適格の場合の効果に大きな違いがある。

米国税制の主要適格条件は、(1) 株主による投資の継続 (Continuity of Interest) と、(2) 事業の継続 (Continuity of Business Enterprise) である。前者については、対価の「一定比率以上」が株式であることを要求している。具体的には、吸収合併や順三角合併が 40%以上、逆三角合併の場合が 80%以上である。さらに重要なのは、税制非適格でも、逆三角合併は株式取得とみなされ、企業課税がないことである。これは、逆三角合併の場合、吸収合併、順三角合併と異なり、買収対象資産を包む法人格に変化がないことが理由となっている。後者は、買収対象事業の継続ないし買収資産の他事業における活用が条件となっている。

これに対して、日本の主要適格条件は、(1) 株主による投資の継続と、(2) 企業による支配の継続である。前者については、対価は 100%株式のみしか認められておらず、しかも、税制非適格の場合、株主課税のみならず企業課税が必ず発生することが大きな問題である。企業課税は、(米国の逆三角合併と機能的に類似する) 株式交換のように、法人内の資産の変化がない場合も課される。後者は、日本独自の要件で、このため適格になるのはグループ内再編か共同事業のための再編のみとなっている。

日本の税制の問題と解決の必要性

日本の組織再編税制の特に大きな問題点は、税務理論的な不合理性というよりも、公共政策的に望ましい企業活動を阻害している点にある。具体的には、以下の 3 点が特に問題である。

- 企業による支配の継続要件が事業分離取引を困難にしていること
- 適格条件を満たすための対価の柔軟性がないこと (100%株式のみ)
- 非適格になった場合、一律に企業課税が発生すること

企業による支配の継続要件はスピンオフを事実上不可能にしていたが、これは今次税制改正で一定の手当がなされた。他方で、対価要件の厳しさと非適格時の企業課税は、キャッシュマージャーや混合対価の M&A を困難にしている。特に非適格時の企業課税が最大の阻害要因となっている。

キャッシュマージャーが特に必要とされるのは、国内案件、クロスボーダー案件を問わず、独禁・規制当局手続きが長期化する可能性のある戦略的大型案件である。そのような案件で対抗買収者やアクティビストによる介入リスクを早期に遮断するためにはキャッシュマージャーが有効である。日本企業が海外企業を買収する場合に混合対価を使うことは (株式が海外で上場されていない限り) 現状では稀であろうが、日本国内の大型買収案件で混合対価を使うメリットは大きい。

特に買い手企業の規模に対して買収対象企業の規模がかなり大きい場合には、対価がすべて現金かすべて株式かという二者択一では買収後の資本構成が歪むリスクが高い。また、三角合併の株式交換とのパリティ達成は、対日直接投資を促進するうえで重要である。

日本経済活性化のためにも、スピンオフ税制改正に引き続き、残された組織再編税制の課題を早急に解決することが強く期待される。

図表 34：日本の組織再編税制の問題（総括）

	米国	日本		
		阻害される取引	組織再編税制改正の方向性	
株主による投資の継続 (Continuity of Interest)	必要	必要		
対価	対価は「主要部分」が株式 一定比率まで、現金等株式以外の対価(boot)が認められる ・吸収合併・順三角合併:60%以内 ・逆三角合併:20%以内	対価は100%株式のみ	混合対価(適格)	対価100%株式要件の緩和
※非適格の場合	逆三角合併は株式買収とみなされ企業課税なし (株主課税はあり) 順三角合併は資産買収とみなされ企業課税あり(株主課税もあり)	常に企業課税あり (株主課税もあり)	キャッシュマージャー 混合対価(非適格)	一定の株式交換、三角合併につき企業課税繰延べ
事業の継続	必要	必要		
企業による支配の継続	不要	必要(以下のいずれか) ①グループ内再編 ・(要件略) ②共同事業のための再編 ・ 事業関連性要件 ・その他要件	スピンオフ 三角合併	支配の継続要件緩和 事業関連性判定基準合理化

出所：筆者作成

以 上

Appendix 2013年デラウェア州会社法改正の影響

1. 大塚製薬によるアステックス社の買収

2013年9月5日、大塚ホールディングス子会社である大塚製薬は、米国上場バイオベンチャー企業のアステックス社（Astex Pharmaceuticals, Inc.）との買収合意を公表した。買収スキームはいわゆる「2段階買収スキーム」である。第1段階として、大塚は、アステックス社取締役会の賛同を得て、米国に設立する特別目的子会社による公開買付け（1株8.5ドル）を実施し、応募されなかった株式については、第2段階の「逆三角現金合併」によりフリーズアウトして、完全子会社化する。株式買収総額は約886百万ドル、対価はすべて現金である。

この買収合意契約（Agreement and Plan of Merger）に基づき、大塚製薬は9月13日に公開買付けを開始した。期限は10月10日（期間は20営業日）である。本件は友好的公開買付けであり、アステックス社は9月13日付で賛同意見報告書（Recommendation Statement）をSECに登録している。ところが、その後、アステックス社株式約5%を保有するアクティビスト・ヘッジファンドのサリッサ・キャピタル（Sarissa Capital）が、「オファー価格は安すぎる」と批判して、公開買付け期間の延長運動を開始した。狙いは他の買収者を引き出して買収合戦に持ち込み、買収価格を増額させることである。そのために、サリッサは自ら潜在的買収者に接触するとともに、とりあえず現行条件での公開買付けには応募しないように他の株主に働きかけた。

10月3日、アステックス社は株主への公開書簡を出して、買収価格やプロセスの正当性を訴え、株主に公開買付けに応募するよう呼びかけたが、サリッサは立て続けに公開書簡を出して、他の株主に公開買付けに応募しないように訴えるとともに、自らも応募しないつもりであることを明言した。会社側も反論するなど応酬が続く中で10月10日深夜12時の応募期限を迎えたが、応募株式数は発行済株式数の52.3%⁵²にとどまった。大塚による公開買付けの成立条件は「過半数の応募」であったので、公開買付けは成立し、大塚は応募された株式を取得した。翌10月11日、大塚製薬は略式合併により、応募しなかった株式にも同額の8.5ドルを支払い、アステックス社を完全子会社とした。

米国上場企業を買収する場合には、100%の株式取得が原則である。少数株主の保護が強く株主訴訟のリスクが高い米国では、一般株主を残したままではシナジーの追求に制約がでてくるし、そもそも買収対象企業の取締役会は、全株主に対する受託者責任を遂行するために、完全買収を求めることが多い。しかし、公開買付けでは応募を強制できず100%の株式取得は事実上不可能であるため、第2段階として残った少数株主の株式を強制的に取得すること（これを「スクイーズアウト（Squeeze-Out）」ないし「フリーズアウト（Freeze-Out）」という）が必要である。公開買付けで支配持分を取得した後に最も典型的に用いられるスクイーズアウトの手法が、略式合併である。

⁵² Notice of Guaranteed Deliveryにより応募された2.9%を含まず。Notice of Guaranteed Deliveryとは、株主が所有する株式の公開買付けに応募しようとする際に、一定の理由で公開買付け期間終了までに応募手続きを完了することができない場合、所定の金融機関に提出する書面で、これにより、公開買付け終了後であっても3営業日以内においては、応募することが可能となる。2013年10月11日付大塚ホールディングス・プレスリリース「米国アステックス社株式に対する公開買付けの結果および買収完了にともなう子会社の異動に関するお知らせ」参照。

略式合併とは、支配被支配関係にある会社の合併において、被支配会社側の株主総会を開くことなしに合併を行うことである。圧倒的多数の株式を保有する親会社の子会社と合併する場合に、子会社の株主総会を開いても特別決議の可決は明らかであるから、時間、手間、費用のかかる株主総会開催を不要にする趣旨である。但し、たとえ親会社が特別決議の可決に必要な株式を保有していたとしても、なお、株主総会に向けたディスクロージャーにより（訴訟の可能性も含め）少数株主の保護を図ることができるという側面もあるので、通常は、略式合併のバーは、特別決議よりも相当高く設定されている。たとえば、日本の会社法では、特別決議要件が「出席株主の議決権の 2/3 以上（定足数は全議決権の過半数）」であるのに対し、略式合併の要件は 90%以上の株式保有である。

アステックス社の場合、本社所在地はカリフォルニア州であるが、設立準拠州はデラウェア州なので、合併についてはデラウェア州会社法（Delaware General Corporation Law）が適用される。デラウェア州会社法では、合併のための特別決議の要件は「全議決権の過半数」なので、大塚製薬は公開買付けにより単独で合併を承認できる株式を取得したことになる。しかし、デラウェア州会社法による略式合併要件は、従来 90%以上であったので、本件の場合、従来のみであれば略式合併を行うことができず、第 2 段階のアステックス社の完全買収には、正式な株主総会の開催が必要であった。ところが、2013 年のデラウェア州会社法改正（8 月 1 日施行）により、略式合併のバーが（一定の要件を満たす場合には）「全議決権の過半数」まで引き下げられたため、大塚製薬は略式合併により即座に買収を完了することができたのである。

以下では、2013 年デラウェア州会社法改正の概要を解説し、この改正がスキーム選択に与える影響を論じる。

2. 2013 年デラウェア州会社法改正の内容

2013 年 6 月、デラウェア州議会は会社法改正を可決し、251 条(h) (Section 251(h)) を新設して、株主総会を開催しないで 100%子会社化を可能にする略式合併（Short-form Merger）の利用要件を拡大した。従来、デラウェア州会社法 253 条では、議決権付株式の 90%以上を保有している場合に略式合併を認めていた。今回の改正は、従来の 253 条に加えて、新たに略式合併が可能な要件を定めるものである。

251 条(h)の要件を満たせば、合併承認の特別決議を通すのに必要な株数、すなわち議決権の 50%超（ないし定款で加重されている場合にはその比率）の株式を取得すれば、略式合併が可能になる。そのための主な要件は、以下の通りである。

- (1) 買収対象企業が米国の証券取引所（national securities exchange）に上場しているか合併契約締結直前時点で 2000 人以上の株主がいること
- (2) 合併契約が明文で 251 条(h)の適用を定め、公開買付けの終了後、可及的速やかに合併を行うと規定していること
- (3) 公開買付けは全ての株式を対象とし、取得株数に上限がないこと（“any and all” offer）
- (4) 合併の対価は公開買付けの対価と同じであること

(5) 買収対象企業の取締役会が合併契約を承認した時点で、合併契約の当事者のいずれも「利害関係株主 (“interested stockholder”）」でないこと

(2)の要件は、両当事者が選択 (“opt-in”) しない限り 251 条(h)が使えないことを意味する。なぜなら合併契約の調印には両当事者の合意が必要だからである。つまり、253 条と異なり 251 条(h)は敵対的買収には使えない。したがって、買収対象企業の取締役会は、敵対的買収を開始する可能性がある買い手企業との交渉時に、本条項の適用を交渉材料とすることができる⁵³。

(5)の「利害関係株主」とはデラウェア州会社法 203 条(c)で定義される株主であり、(関連当事者を含めて)株式の 15%以上を保有する株主等である。その趣旨は、大株主による非上場化 (Going Private) 取引等、コンフリクトの疑いが生じる場合、少数株主保護のために略式合併を認めず、正規の株主総会開催のためのディスクロージャー・プロセスを踏ませるということである。したがって、合併契約時に既に 15%以上の株式を保有する大株主による買収はもちろん、合併契約締結前に 15%以上を保有する大株主 (ないし複数の大株主) から公開買付け応募のコミット⁵⁴を取り付けたりすると、買収者が関連当事者を含めて 15%以上の株式を保有するものとみなされ、251 条(h)の適用を受けることができなくなる可能性がある⁵⁵。

251 条(h)が適用される合併では、株主総会は開かれないものの、反対株主の株式買取請求権 (Appraisal Right) が与えられている。また重要なことに、251 条(h)は買収や合併の局面における買収対象企業の取締役の受託者責任を変えるものではないので、買収対象企業の取締役は、251 条(h)の適用によるスピードの利点が株主の最善の利益に適うものであるかどうか慎重に検討する必要がある⁵⁶。

3. 2013 年デラウェア州会社法改正の影響

2013 年デラウェア州会社法の改正が、2 段階買収スキームへの更なる追い風になることは疑いない。2013 年 8 月 1 日の施行以降、251 条(h)を活用した 2 段階買収スキームがいくつも出現している。たとえば、アムジェンによるオニックスの買収案件では、2013 年 8 月 24 日に合併契約⁵⁷を締結し、9 月 3 日に公開買付けを開始した。公開買付けの結果は約 78.5%の応募にとどまった⁵⁸ので、もし 251 条(h)が施行されていなかったら、(追加買付期間やトップアップ・オプションで 90%に達しない限り) 株主総会を開催しなければならなかった。しかし、実際には 251 条(h)の適用により 10 月 1 日には略式合併が完了したのである。

大塚製薬によるアステックスの買収案件 (図表 35) でも同様に、251 条(h)のおかげで短期間の買収完了が可能になった。大塚製薬の場合は公開買付けの応募が 52.3%にとどまったことから、仮に追加買付期間やトップアップ・オプションがあったとしても、90%に達したかどうかは疑問である。したがって、251 条(h)が決定的な機能を果たしたものと評価できる。近年、友好的買収に対して、アクティビスト・ヘッジファンドなどの株主が、さらなる買収価格の引き上げを求めて反対

⁵³ Skadden (2013)

⁵⁴ その場合、通常“Tender and Support Agreement”と呼ばれる契約を締結する。

⁵⁵ Sullivan & Cromwell (2013)

⁵⁶ Sullivan & Cromwell (2013)

⁵⁷ Agreement and Plan of Merger by and among Onyx Pharmaceuticals, Inc., Amgen, Inc., and Arena Acquisition Company, dated as of August 24, 2013 (Onyx Pharmaceuticals, Form 8K, filed on August 26, 2013, EX-2.1). 合併契約 2.4 条で本合併がデラウェア州会社法 251 条(h)によることが規定されている。

⁵⁸ Matarese & Lauzon (2013)

活動を行うケースが増えており⁵⁹、90%のバーに達するのは必ずしも容易ではなくなっている。251条(h)の制定は、そのような一部株主側の吊り上げ圧力に対する有効な対抗手段を提供するものといえる⁶⁰。

図表 35. 大塚製薬による Astex Pharmaceuticals の買収（2段階買収スキーム）

2013年	9月5日	買収合意公表(合併契約締結)
	9月13日	公開買付届出書(スケジュールTO)登録 賛同表明報告書(スケジュール14D9)登録 公開買付け開始
	10月4日	米国独禁法(HSR)待機期間満了
	10月10日	公開買付け期間終了(応募52.3%) 応募株式買付け
	10月11日	略式合併により完全子会社化(買収完了)

出所：筆者作成

251条(h)の適用を受けられる案件では、トップアップ・オプションの必要性はほぼ消滅した。トップアップ・オプションは公開買付けが成立した後でさらに持株比率をあげるために使われるものであるが、251条(h)を使えば、公開買付けの成立要件（通常50%超の応募）と略式合併の要件のバーが一致しており、公開買付けが成立すればトップアップ・オプションを使う必要はない。したがって、大塚製薬とアステックスの合併契約⁶¹をみても、トップアップ・オプション条項は入っていない。

251条(h)の制定は、またファンドなど買収のためのファイナンスを必要とする買収者が2段階買収スキームを採用するのを、従来よりも容易にする。公開買付け成立のバー（通常50%超）と略式合併のバーが一致することにより、公開買付けが成立しながら略式合併ができないという状況を回避することが可能になるためである⁶²。

このようなことから、2013年法改正後、デラウェア州を設立準拠州とする米国上場企業の買収について、2段階買収スキームの利用がさらに増えていくことが想定されているが、実際には2015年までの段階では全現金対価買収に占める2段階買収スキームの利用比率は横ばい基調である⁶³。

以 上

⁵⁹ たとえば2013年、デルのMBOでは、アイカーンの反対運動により買収価格の増額を余儀なくされた。Hoffman (2013)参照。

⁶⁰ また、公開買付け+略式合併により、ISS等の議決権行使助言会社の影響力を削ぐことができる。なぜならその場合、1段階買収スキームと異なり、議決権の行使がないからである。Latham & Watkins (2007)参照。ただし、株主総会議決のない公開買付け等の買収案件でもISSが勧奨を出すことはある。Climan, et al. (2012), 注41参照。

⁶¹ Agreement and Plan of Merger by and among Otsuka Pharmaceutical Co., Ltd., Autumn Acquisition Corporation and Astex Pharmaceuticals, Inc., dated as of September 5, 2013 (Astex Pharmaceuticals, Form 8K, filed on September 5, 2013, EX-2.1).

⁶² ただし、既述の「利害関係株主」問題や、経営陣等既存株主によるエクイティ・ロールオーバー分の株式が略式合併の要件である「過半数」の株式取得にカウントされるか否かの不透明性、その他テクニカルな問題もあり、ファンドが引き続き1段階買収スキームを選択するケースも多いものと思われる。Latham & Watkins (2013), Sullivan & Cromwell (2013)参照。

⁶³ American Bar Association (2016), 10頁参照。

【参考資料・文献】

1. American Bar Association (M&A Market Trends Subcommittee, Mergers & Acquisitions Committee) (2016), “Strategic Buyer/Public Target M&A Deal Points Study (for Transactions Announced in 2015).” Available at: <https://www.srz.com/images/content/1/4/v2/146858/2016-MA-Public-Target-Deal-Points-Study-1-4.pdf>
2. Bab, Andrew (2013), “Tender Offers Poised to Become an Acquisition Structure,” Debevoise & Plimpton, The Private Equity Report, Vol. 13, Number 3 (Spring 2013).
3. Climan, Richard, George Bason, Jr., Frederick Green and Joel Greenberg (2012), “Negotiating Acquisitions of Public Companies in Transactions Structured as Friendly Tender Offers: Transcripts,” Penn State Law Review, Vol. 116:3 (2012).
4. Darby III, Joseph (2009), “The Forward Triangular Merger: A Not-So-Straight-Forward Transaction,” Practical U.S./Domestic Tax Strategies, Volume 9, Number 8 (August 2009).
5. De Weid, Warren, Peter Golden and Philip Richter (2006), “A Best Case for “Best Price”?: Proposed amendments from the SEC,” The M&A Journal, Vol. 6, Number 7 (2006).
6. Gilroy, Matthew (2010), “A Word of Caution: Tender Offers and Appraisal Rights,” Weil Gotshal, M&A Alert (June 2010).
7. Hoffman, Liz (2013), “Is The One-Step Merger Dead?” Law360 (August 27, 2013).
8. Latham & Watkins (2007), “Shareholder Pushback on M&A Deals,” M&A Commentary (December 2007).
9. Latham & Watkins (2013), “Amendments to Delaware Merger Statutes: An Arrow in Your Quiver, Not a Silver Bullet” (June 2013).
10. Matarese, James and Danielle Lauzon (2013), “Death of the Top-Up Options in Two-Step Transactions,” The CLS Blue Sky Blog (October 17, 2013).
11. McCarthy, Neil (2006), “Will M&A Start Doing The Two-Step?” The Metropolitan Corporate Counsel (December 2006).
12. Morrison Foerster (2013), “Tender Offers: The New Paradigm and SEC M&A Updates” (August 9, 2013).
13. Schler, Michael (2012), “Basic Tax Issues in Acquisition Transactions,” Penn State Law Review, Vol. 116:3.
14. Securities and Exchange Commission (2006), “Amendments to the Tender Offer Best-Price Rules,” 17 CFR Parts 200 and 240 (December 8, 2006).
15. Simon, Claudia (2017), “Trends in Public-Target Mergers: Takeaways from ABA Study,” posted on January 25, 2017 in Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation.
16. Simpson Thacher (2013), “Proposed Amendment to Delaware Law May Increase Pressure for Private Equity-Sponsors to Use Two-Step Merger Structures in Going-Private Transactions” (April 17, 2013).
17. Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom (2013), “Amendments to Delaware General Corporation Law to Facilitate Short-Form Mergers in Two-Step Transaction” (July 26, 2013).
18. Slaughter and May (2016), “Tax on inbound investments 2017” (October 2016).

19. Spatt, Robert (2016), “Selected Legal Issues Relating to the Selection and Implementation of Differing Forms of Consideration in M&A Transactions,” Simpson Thacher (March 4, 2016) Available at [http://www.stblaw.com/docs/default-source/related-link-pdfs/mixed-merger-consideration-\(march-2016\).pdf](http://www.stblaw.com/docs/default-source/related-link-pdfs/mixed-merger-consideration-(march-2016).pdf).
20. Sullivan & Cromwell (2013), “Recent Amendments to Delaware Corporation and LLC Statutes” (September 17, 2013).
21. Vanistendael, F. (1998), “Taxation of Corporate Reorganizations,” Thuronyi, V. ed., Tax Law Design and Drafting, Vol. 2, Ch. 20, International Monetary Fund.
22. 太田洋編著(2014), 『M&A・企業組織再編のスキームと税務〔第二版〕』大蔵財務協会。
23. 木村吉孝(2008), 「株式交換税制の論点」関西学院大学商学論究,56(1),105-125 (2008年6月30日)。
24. 田村俊夫(2015a), 「成長戦略としてのスピンオフ税制改革」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2015年春季号。
25. 田村俊夫(2015b), 「対日直接投資とコーポレートガバナンス」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2015年春季号。
26. 橋本基美(1998), 「機運高まる株式交換制度の創設」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』1998年秋号。
27. プライスウォーターハウスクーパース (PwC) (2011), 「平成22年度産業組織法の適切な執行：「組織再編の実態とそれにふさわしい税制のあり方に関する調査」調査報告書」(2011年3月18日) 経済産業省委託調査。

留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはなりません。

本資料の日本での配布は、両社が行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。

MIZUHO みずほ証券

商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア

市場情報戦略部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台4-6 御茶ノ水ソラシティ

E-Mail: srd_qr@mizuho-sc.com



株式会社日本投資環境研究所
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋1丁目17番10号 新光ビルディング日本橋1号館

URL: <http://www.j-iris.com>