
平成30年度産業経済研究委託事業(経済産業政策・第四次産業革命関係調査事業費)(事業再編の実態等に関する調査)

経済産業省委託調査報告書

2019 年 3 月

PwC 税理士法人(経済産業省委託調査受託者)



目次

1. 事業概要	1
1.1. 本調査事業の背景及び目的	1
1.2. 調査概要	1
1.2.1. 諸外国における株式対価 M&A の課税繰延の要件及びその背景・理論的根拠	1
1.2.2. 諸外国の株式対価 M&A における買収会社等の会社法等の手続	1
1.2.3. データベース、公表資料等による個別の株式対価 M&A 事例	1
1.3. 調査方法	2
1.3.1. 文献調査	2
1.3.2. 有識者に対するヒアリング調査	2
1.3.3. データベースによる調査	2
1.4. 調査従事者	3
2. 調査結果	4
2.1. 調査結果の概要	4
2.2. 各国調査	7
2.2.1. 米国	7
2.2.1.1. 株式対価 M&A の課税繰延の要件	7
2.2.1.2. 課税繰延規定導入の背景及び理論的根拠	9
2.2.1.3. 課税繰延規定の適用に係るその他の税務上の留意点	17
2.2.1.4. 株式対価 M&A における買収会社等に係る会社法等の手続	20
2.2.2. 英国	23
2.2.2.1. 株式対価 M&A の課税繰延の要件	23
2.2.2.2. 課税繰延規定導入の背景及び理論的根拠	25
2.2.2.3. 課税繰延規定の適用に係るその他の税務上の留意点	28
2.2.2.4. 株式対価 M&A における買収会社等に係る会社法等の手続	29
2.2.3. ドイツ	33
2.2.3.1. 株式対価 M&A の課税繰延の要件	33
2.2.3.2. 課税繰延規定導入の背景及び理論的根拠	36
2.2.3.3. 課税繰延規定の適用に係るその他の税務上の留意点	39

2.2.3.4.	株式対価 M&A における買収会社等に係る会社法等の手續.....	40
2.2.4.	フランス.....	43
2.2.4.1.	株式対価 M&A の課税繰延の要件	43
2.2.4.2.	課税繰延規定導入の背景及び理論的根拠	46
2.2.4.3.	課税繰延規定の適用に係るその他の税務上の留意点.....	50
2.2.4.4.	株式対価 M&A における買収会社等に係る会社法等の手續.....	50
2.2.5.	EU 合併指令(制度背景、概要等)と各国税制への影響	53
2.2.5.1.	EU 合併指令の趣旨	53
2.2.5.2.	EU 指令が規定する株式の交換	54
2.2.5.3.	株主における課税繰延.....	54
2.2.5.4.	取得に係る 50%超議決権要件について	55
2.2.5.5.	各加盟国の税制への影響	56
2.3.	株式対価 M&A の事例.....	57
2.3.1.	株式対価 TOB トレンドの概括・事例調査(資料 1~10)	57
2.3.2.	成長企業における株式対価 M&A の概括(資料 11~17)	59
2.4.	我が国税制への示唆.....	63
	調査文献目録.....	66

<別添資料>

データベース、公表資料等による個別の株式対価 M&A 事例調査 資料集

1. 事業概要

1.1. 本調査事業の背景及び目的

経済のグローバル化、人口減少社会、第四次産業革命の急速な進展等企業を取り巻く経営環境が変化するなか、日本企業の持続的な成長を実現するための大胆な事業再編を後押しすること等を目的とした改正産業競争力強化法が平成 30 年 7 月 9 日施行された。

なかでも、買収会社の株式と対象会社の株式の任意の交換による M&A (以下、「株式対価 M&A」) については、欧米では大規模案件において多く用いられているが、これまで日本では会社法上の各種規制や対象会社の株主の課税負担等を要因として活用されてこなかったところ、産業競争力強化法の改正や税制改正において、会社法特例の拡充や対象会社株主の課税繰延措置が講じられている。

今後、これらの措置の活用等により株式対価 M&A のさらなる活用を図る観点から、諸外国における株式対価 M&A の課税繰延の要件及びその元となる背景・理論的根拠や、諸外国の株式対価 M&A においても用いられる会社法上の手続、国内外における当該手法の活用事例等を調査し、もって我が国における株式対価 M&A の活用を促進するための環境整備を進めることを目的に本調査研究を実施した。

1.2. 調査概要

1.2.1. 諸外国における株式対価 M&A の課税繰延の要件及びその背景・理論的根拠

諸外国(米国、英国、ドイツ、フランスの 4 か国)の税制において株式対価 M&A の課税繰延の要件及びその背景・理論的根拠について、各国の立法・判例等に関する資料等の文献調査、国内の租税法学者等有識者に対するヒアリングを行った。

課税繰延の背景・理論的根拠の調査においては、制度導入時等における課税繰延措置の必要性・妥当性についての当局や有識者等による説明内容を、その内容の変遷がある場合には変遷の内容を含め、調査した。

なお、課税繰延の要件については、平成 28 年度産業経済研究委託事業(事業再編関連制度及び実態等に関する調査)調査報告書、並びに平成 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」調査報告書において記載されている内容の変更の有無に関する調査を行い、加えてより詳細な調査を実施した。

1.2.2. 諸外国の株式対価 M&A における買収会社等の会社法等の手続

諸外国(米国、英国、ドイツ、フランスの 4 か国)の株式対価 M&A (合併や我が国の株式交換のように買収会社が被買収会社の 100%の持分を取得するものを除く。)の会社法等における買収会社の手続(日本では現物出資または産業競争力強化法における株式対価 M&A の会社法特例がその買収会社の手続として該当する。)の具体的内容を文献等により調査した。

1.2.3. データベース、公表資料等による個別の株式対価 M&A 事例

データベース及び各社の公表資料等の公開情報を活用し、日本、米国、欧州(英国、ドイツ・フランス)の株式対価 M&A の事例について、案件概要(スキーム、対価の内容、本件の目的)、実施による一定期間後の成果についてまとめた。

なお、大規模公開企業、ベンチャー企業等の企業ステージや、業種等の分類軸を示し、その分類軸それぞれにおける株式対価 M&A 事例の分布を見つつ、分析対象となる案件を抽出した。

1.3. 調査方法

1.3.1. 文献調査

各国の立法・判例等に関する資料等の文献調査については、公表されている出版物や論文、各国税務当局のウェブサイトに掲載されている情報に加え、PwC ネットワークにおけるデータベース等も有効に活用しながら、調査すべき文献の収集を行った。参照した文献は巻末の調査文献目録に列挙している。

1.3.2. 有識者に対するヒアリング調査

以下の有識者に対してヒアリング調査を行った。

- 京都大学大学院法学研究科 岡村 忠生 教授
- 早稲田大学法学学術院 渡辺 徹也 教授
- 一橋大学大学院法学研究科 吉村 政穂 教授
- 中央大学商学部 阿部 雪子 教授
- 広島大学法学部 手塚 貴大 教授

1.3.3. データベースによる調査

諸外国における個別の株式対価 M&A に係る事例に関する情報については、以下のデータベースも活用し情報収集を行った。なお、各データベースが提供するデータの信憑性について、本調査においては独自に調査を行っておらず、またその正確性を保証するものではない。

- トムソンロイター
- CB Insights
- Capital IQ
- SPEEDA
- 各社 IR 開示資料
- 各社ウェブサイト

1.4. 調査従事者

PwC 税理士法人(経済産業省委託調査事業受託者)

高野 公人	パートナー 公認会計士・税理士・米国公認会計士
山岸 哲也	パートナー 公認会計士・税理士・米国公認会計士
小林 秀太	ディレクター ニューヨーク州弁護士
鶴田 将吾	ディレクター 税理士
溝口 豪	シニアマネージャー 公認会計士・税理士
デーヴィッド コーヘン	シニアマネージャー 英国勅許会計士
木野 明日香	マネージャー 税理士
安藤 宏	マネージャー 公認会計士・税理士
古賀 健太郎	マネージャー

PwC アドバイザリー合同会社

吉田 英史	パートナー
和田 浩隆	シニアマネージャー
小川 健二	マネージャー
陳 明熙	アソシエイト

2. 調査結果

2.1. 調査結果の概要

1.の事業概要で述べたとおり、本調査においては、米国、英国、ドイツ、フランスの4か国における株式対価 M&A に係る課税繰延制度の概要及びその制度趣旨、導入の背景や変遷について確認を行った。

米国においては、株式を対価とする買収対象会社(以下、本報告書において「T 社」という。)の取得は組織再編の一形態(いわゆる B 型再編)として整理がされており、取得の直後において T 社の議決権株式の 80%以上、または全ての種類株式の発行済株式総数の 80%以上を保有していることを要件として課税の繰延べが認められている。ただし、対価として交付できるのは買収会社(以下、本報告書において「A 社」という。)またはその親会社の議決権株式のいずれか一方のみとされており、現金等の交付を全く認めないという点において米国における他の組織再編よりも厳格な対価要件が設けられているといえる。これは T 社株主における T 社に対する完全な形での投資持分の継続性に着目し課税繰延が認められていることを制度上も明確にしているものであると考えられる。なお、B 型再編における対価要件は厳格に解釈されており、boot の使用が一切認められていないことから、実務上の株式対価再編では boot に関して柔軟な逆三角合併が用いられることも多い。すなわち、この場合には、A 社が T 社株式取得の対価として A 社子会社(以下、「S 社」という。)を設立し、S 社を消滅法人、T 社を存続法人とする逆三角合併を行い、T 社株主には合併対価として A 社株式が交付される取引として実行される。この場合、最終的な持分関係を見れば、A 社が T 社を A 社株式を対価として取得した場合と同じ結果となるが、これは A 型再編(合併)の一形態として位置付けられ、一定の要件を充足することで、課税繰延が認められている。

英国においては、課税利益法のうち株式の交換取引に関する第 135 条の要件を満たす場合には、その交換取引について資本再編としての取扱いが適用され、T 社株主においては T 社株式の処分・A 社株式の取得はなかったものとされる。第 135 条では、取引前または取引後に A 社が T 社株式の 25%超または議決権の過半数を保有していること等の要件が規定されており、A 社による T 社の一定の支配がある場合には A 社株式の保有を通じて T 社への保有が継続しているものとするという考え方が採られていることが見て取れるが、株式保有割合を 25%までしか求めている点は他の国と比較して特徴的である。また、boot の交付も金額の上限がなく、形式面においては比較的緩やかな要件設定と捉えられる。

ドイツでは、株式の交換取引は、米国と同様に組織再編の一形態であるとして、組織再編税法に規定がされている。要件としては、A 社による T 社の支配、boot 交付額の制限(出資される T 社株式簿価の 25%以内等)、ドイツでの将来の課税権が保持されることのほか、A 社において T 社株式の取得価額につき T 社株主の簿価(または時価未満の価額)で認識することを選択していることが求められる。すなわち、ドイツの組織再編税法においては、まず A 社における T 社株式の取得価額が選択的に決定され、そこで決められた取得価額に対応して、T 社株主における T 社株式の譲渡価額と A 社株式の取得価額が決定されるという構造となっている(例外的に A 社での取得価額にかかわらず T 社株主における譲渡損益及び A 社株式の取得価額を選択できる場合がある。)

フランスにおいては、T 社株主が個人か法人かにより適用される課税繰延規定と要件が異なるが、いずれも公開買付けまたは組織再編等により株式が交換される取引に限定した上で、有価証券の譲渡益に対する課税の例外的な取扱いとして整理がなされている。課税繰延の要件は、個人株主に対してはその担税力を考慮して緩和されており、実質的には boot の交付が A 社株式額面総額の 10%以内であれば課税の繰延べが受けられるようになっている。一方、法人株主に対しては、事業の現物出資とみなせる性質の株式の現物出資に限って課税の繰延べがされるものとし、実質的に事

業が出資されているかの判断基準として、A 社による T 社に対する一定の支配を求めることとしている。

これらの各国の課税繰延制度の特徴を比較すると以下のようになる。

	米国		英国	ドイツ	フランス
税法における位置付け	組織再編の一形態(B 型再編)	組織再編の一形態(A 型再編の特殊形)	要件充足により資本再編として取り扱われる	組織再編の一形態	組織再編等の場合の株式譲渡益課税の特例
対価要件・boot	A 社または A 社親会社の議決権株式いずれかの交付のみ、boot 禁止	boot 交付可能(T 社株式時価の 20% 以内)	boot 交付可能(上限なし)	boot 交付可能(T 社株式簿価の 25% 以下または 500 千ユーロ以下)	boot 交付可能(A 社株額面総額の 10% 以内)
A 社による T 社株式取得割合要件	取得後に議決権株式の 80% 以上を保有	逆三角合併(T 社及び S 社の実質的全資産が合併後において T 社によって保有されること)	取得前または取得後に普通株式の 25% 超または議決権の過半数を保有	取得後に議決権の過半数を保有	法人株主の場合のみ、取得前または取得後に T 社株式の 50% 超または議決権の 30% 超を保有
T 社株式継続保有要件	条文上は該当なし(段階取引法理の適用により継続保有が認められない場合は非適格)	条文上は該当なし(段階取引法理の適用により継続保有が認められない場合は非適格)	該当なし	取得後 7 年間保有	該当なし
その他要件	事業目的要件、支配継続要件、事業継続要件(組織再編規定に共通)	事業目的要件、支配継続要件、事業継続要件(組織再編規定に共通)	該当なし	T 社株式または A 社株式に係るドイツでの将来の課税権の担保	株式公開買付または組織再編等による株式の交換に限る
段階取得時の繰延適用	一連の取引全体または個々の取引について上記要件を適用	該当なし	取得前に普通株式の 25% 超または議決権の過半数を保有していれば繰延適用	取得後において議決権の過半数を保有していれば繰延適用	取得前に T 社株式の 50% 超または議決権の 30% 超を保有していれば繰延適用
A 社における T 社取得価額	T 社株主の税務簿価を引き継ぐ	T 社株主の税務簿価を引き継ぐ	T 社株式取得時の時価	T 社株主の税務簿価または簿価以上時価未満の価額(例外あり)	T 社株式取得時の時価

本調査を通じて見えてきたのは、いずれの国においても、T 社株主による T 社への投資に係る経済的効果の継続を認め、税務的にも中立的に取り扱うことで企業の経済活動を支援するというのが、株式の交換取引に係る課税繰延規定の基本的な趣旨であり、大局的にみれば、経済状況の変化やグローバル化の潮流において、それまで以上に企業買収を含む企業活動の形態が多様化し活発化していく中で、そういった企業活動を制度面で支える必要性に迫られ、税務上の取扱いが整備されてきたという側面があるということである。一方で、個々の国の課税繰延の趣旨に対する見方はそれぞれに異なるところがあり、制度設計も各国の税法の構成や税制に対する基本的な考え方を踏まえた独自のものとなっている。

また、制度趣旨を逸脱するような課税繰延規定の濫用を阻止するための措置についても、各国において異なる対応がなされている。すなわち、米国では投資持分の継続性を求めることで、実質的には売買と同様である取引について課税が繰り延べられることを防止しており、英国及びフランスでは真正な事業目的があり、租税回避が目的ではない取引に対してのみ課税繰延が認められるとする濫用防止規定が、ドイツでは株式の交換後 7 年間の継続保有規定が設けられている。

以下 2.2 の各国調査において、これらの 4 か国の調査結果について具体的な内容を取りまとめた。

2.2. 各国調査

2.2.1. 米国

2.2.1.1. 株式対価 M&A の課税繰延の要件

(1) B 型再編の課税繰延の規定と要件

米国における株式対価 M&A の税務上の取扱いは、株式を含む資産の譲渡・処分に伴い譲渡益を認識するという内国歳入法¹ §1001 の原則的取扱いの例外として、§368(a)(1)(B)に定める組織再編（以下、「B 型組織再編」という。）に該当した場合には、T 社株主において譲渡損益が認識されないこととされている²。

具体的には、A 社が T 社株式を T 社株主から取得する場合において、以下の要件を全て満たすときは、T 社株主における旧株（T 社株式）に係る課税が繰り延べられる。

- 取引直後において T 社の 80%以上の持分(control)を保有していること
- 対価として A 社の議決権株式または A 社の親会社の議決権株式のいずれか一方のみが交付されること

これらの要件は、§368(a)(1)(B)の原文においては以下のような規定ぶりとなっている。

Section 368 – Reorganization Defined

(a) Reorganization

(1) In general For purposes of parts I and II and this part, the term “reorganization” means—

(B) the acquisition by one corporation, in exchange solely for all or a part of its voting stock (or in exchange solely for all or a part of the voting stock of a corporation which is in control of the acquiring corporation), of stock of another corporation if, immediately after the acquisition, the acquiring corporation has control of such other corporation (whether or not such acquiring corporation had control immediately before the acquisition);

(c) Control defined

For purposes of part I (other than section 304), part II, this part, and part V, the term “control” means the ownership of stock possessing at least 80 percent of the total combined voting power of all classes of stock entitled to vote and at least 80 percent of the total number of shares of all other classes of stock of the corporation.

B 型組織再編の適用を受けるためには、A 社による T 社株式の取得直後に A 社が T 社を支配(control)している状態にあることが求められる。すなわち、A 社において取得を要する T 社株式の持分割合は、議決権株式の総数(total combined voting power)の 80%以上であり、議決権株式以外の株式が発行されている場合には、これに加えて、当該議決権株式以外の株式の総数(total number of shares of all other classes of stock)の 80%以上を取得することが必要となる。

支配の有無の判定にあたり、取引直前において既に 80%以上の保有関係があるか否かについては問わないこととされているため、既に 80%以上を保有している場合の追加的な持分取得についても同様に課税繰延が行われる。

¹ United States Code Title 26. 以下、2.2.1.における条文引用は、特に断りがない限り、内国歳入法である。

² §354

T 社株式取得の対価として交付できるのは A 社(または A 社親会社)の議決権株式のみであり、無議決権株式、金銭、その他資産の交付は一切認められない。ここでいう議決権株式とは、取締役の選任、株主が提起した事項、合併、清算等、法人が通常の業務として決定する事項について無条件に投票できる権限をいう。議決権が付与されていれば、普通株式である必要はなく、優先株式でもよい。ただし、普通株式に比べて議決権が著しく希薄化、制限されている場合には、B 型組織再編の要件を満たす議決権株式とは扱われない。また、A 社の議決権株式と A 社親会社の議決株式の両方が交付されることは認められず、いずれか一方である必要がある。

(2) 逆三角合併(A 型再編)の課税繰延の規定と要件

後述するように、B 型再編における対価要件は厳格に解釈されており、boot の使用が一切認められていないことから、実務上の株式対価再編では boot に関して柔軟な逆三角合併が用いられることが多い。すなわち、A 社が T 社株式取得の対価として A 社子会社(以下、「S 社」という。)を設立し、S 社を消滅法人、T 社を存続法人とする合併を行い、T 社株主には合併対価として A 社株式が交付される取引として逆三角合併が用いられる。この場合、最終的な持分関係は、A 社が T 社を A 社株式を対価として取得した場合と同じとなる。

このような逆三角合併における課税繰延規定の適用関係は以下のとおりである。

第一に、§368(a)(1)(A)は、通常の合併に関する課税繰延を定めている。A 型再編の定義は、条文上は「法律上の合併または統合(a statutory merger or consolidation)」という単純なものである。多くの州会社法が LLC 等のパススルー事業体の合併についても認めていることから、財務省規則 §1.368-2(b)(1)(ii)は A 型再編の対象となる「法律上の合併」について、以下の要件を定めている³。

³ Treas. Reg. §1.368-2(b)

(i) Definitions. For purposes of this paragraph (b)(1), the following terms shall have the following meanings:

(A) Disregarded entity. A disregarded entity is a business entity (as defined in § 301.7701-2(a) of this chapter) that is disregarded as an entity separate from its owner for Federal income tax purposes. Examples of disregarded entities include a domestic single member limited liability company that does not elect to be classified as a corporation for Federal income tax purposes, a corporation (as defined in § 301.7701-2(b) of this chapter) that is a qualified REIT subsidiary (within the meaning of section 856(i)(2)), and a corporation that is a qualified subchapter S subsidiary (within the meaning of section 1361(b)(3)(B)).

(B) Combining entity. A combining entity is a business entity that is a corporation (as defined in § 301.7701-2(b) of this chapter) that is not a disregarded entity.

(C) Combining unit. A combining unit is composed solely of a combining entity and all disregarded entities, if any, the assets of which are treated as owned by such combining entity for Federal income tax purposes.

(ii) Statutory merger or consolidation generally. For purposes of section 368(a)(1)(A), a statutory merger or consolidation is a transaction effected pursuant to the statute or statutes necessary to effect the merger or consolidation, in which transaction, as a result of the operation of such statute or statutes, the following events occur simultaneously at the effective time of the transaction -

(A) All of the assets (other than those distributed in the transaction) and liabilities (except to the extent such liabilities are satisfied or discharged in the transaction or are nonrecourse liabilities to which assets distributed in the transaction are subject) of each member of one or more combining units (each a transferor unit) become the assets and liabilities of one or more members of one other combining unit (the transferee unit); and

(B) The combining entity of each transferor unit ceases its separate legal existence for all purposes; provided, however, that this requirement will be satisfied even if, under applicable law, after the effective time of the transaction, the combining entity of the transferor unit (or its officers, directors, or agents) may act or be acted against, or a member of the transferee unit (or its officers, directors, or agents) may act or be acted against in the name of the combining entity of the transferor unit, provided that such actions relate to assets or obligations of the combining entity of the transferor unit that arose, or relate to activities engaged in by such entity, prior to the effective time of the transaction, and such actions are not inconsistent with the requirements of paragraph

(b)(1)(ii)(A) of this section.

- 米国国内外を問わず、管轄地の法律に基づく行為であること
- 当該法律に基づき、以下の2つの事象が同時に発生すること
 - (i) T 社の全資産及び全負債が、A 社の全資産及び全負債となること
 - (ii) T 社がその独立した法律上の存在を失うこと

第二に、§368(a)(2)(E)は、S 社を支配している法人である A 社の株式が対価として交付される合併で、かつ、対価要件以外の A 型再編の要件を充足するものについては、以下の追加要件を満たすことにより A 型再編として取り扱われることを定めている。

- T 社の実質的全資産 (substantially all) 及び S 社の実質的全資産が、合併後において T 社によって保有されていること
- T 社の既存の株主が T 社の資本の 80% 以上を構成する株式を A 社株式と交換すること

したがって、逆三角合併を通じた A 型再編は、B 型再編と異なり、T 社株式の時価の 20% までの boot が許容される。その一方で、T 社の実質的全資産を保有し続ける必要があるため、買収後のスピノフなどは認められない。

逆三角合併が A 型再編に該当すると、T 社株主において譲渡損益の認識が繰り延べられる⁴が、受領した boot の範囲内で T 社株式の譲渡益を認識する⁵。一方、T 社及び A 社において譲渡損益は認識されない⁶。

2.2.1.2. 課税繰延規定導入の背景及び理論的根拠

(1) 課税繰延導入の経緯及び歴史的背景

時期	関連法令	措置(改正)内容
1918 年	Revenue Bill of 1918	資産の交換により生じた譲渡益は原則課税とし、その例外規定として、法人の組織再編、合併もしくは結合により、従前から保有していた株式の代わりに株式を受け取った場合、新株式の額面価額が旧株式より大きくなければ、損益を認識しない旨が定められた。
1921 年	Revenue Bill of 1921	資産の交換により生じた譲渡損益は、受領した資産が容易に実現可能な市場価格を持たない限り認識されないとした。さらに、そのような市場価格が存在する場合であっても、例外として①同種資産の交換、②一定の組織再編、③支配法人への一定の資産譲渡については課税繰延が認められた。 ②に関しては、額面価額要件を廃止し、組織再編の定義を明確化した。組織再編とは、法人の合併あるいは結合、資本再構成、単なる identity・形式・設立地の変更と定義された。結合には、過半数の議決権株式及びその他の種類株式の取得、もしくは、実質的に全ての資産の取得が含まれる。 また、boot 使用時に boot 部分の譲渡益を認識する旨が規定された。
1924 年	Revenue Act of 1924	組織再編の定義を拡大しスピノフが可能となったほか、法人段階の課税繰延が条文化された。
1934 年	Revenue	組織再編の定義について再整備された、株式取得型再編について

⁴ §354

⁵ §356

⁶ §361, §1032

	Act of 1934	ては「買収法人の議決権株式のみを対価として、対象法人の 80% 以上の株式を取得した場合」と定められ、現在の B 型再編と同様の要件となった。また、法人の合併については州法に基づく合併に限定され、現在の A 型再編と同様の要件となった。
1954 年	Revenue Act of 1954	現在の組織再編規定 (§368(a)(1)) と同様の規定ぶりとなった。
1968 年	Revenue Act of 1968	§368(a)(2)(D) が創設され、正三角合併における A 型再編の適用が認められた。
1971 年	Revenue Act of 1971	§368(a)(2)(E) が創設され、逆三角合併における A 型再編の適用が認められた。

1913 年における所得税法立法当時は、組織再編に関する取扱いそのものが条文に含まれていなかったが、第一次大戦の開始により、企業結合が増加したこと、所得税率が大きく上昇したこと、株主数が急増したことにより、この問題を解決する声が高まった⁷。

また、当時創設したばかりの所得税法においては、発生型所得概念と消費型所得概念のいずれを採用すべきかについての論争に決着がついておらず、資産値上がり益に対する課税の有無及びタイミングが不明確であった⁸。発生型所得概念においては資産値上がり益は毎年時価評価課税する必要がある一方で、消費型所得概念においてはキャピタルゲインは免税にすべきであるから、資産値上がり益が何らかの形で消費に用いられるまで課税を行わないことになる。例えば、売却してもこれを再投資に用いた場合には課税されないことになる。

1918 年改正において、所得税法においては資産値上がり益については時価評価を行わず資産の処分時において税務簿価を控除した上で課税する、すなわち発生型所得概念の下で実現時課税を行うことが定められた。他方で、組織再編の場合には、株主において損益不認識となることが定められ、課税繰延が認められた。具体的には、§202 により、資産の交換が行われた場合の譲渡損益を決定するにあたっては、受領した資産の時価と同額の金銭を受領したものとして扱うことが定められ、資産の交換により生じた譲渡損益は売買と同様に認識されることが定められた。一方で、その例外規定として、法人の組織再編、合併もしくは結合 (consolidation) により、従前から保有していた株式の代わりに株式を受け取った場合、新株式の額面価額が旧株式より大きくなければ、損益を認識しない旨が定められた⁹。さらに、翌年発表された 1919 年財務省規則においては、組織再編に伴い取

⁷ Steven A. Bank, FROM SWORD TO SHIELD: THE TRANSFORMATION OF THE CORPORATE INCOME TAX, 1861 to PRESENT, 1st Edition, Oxford University Press (2010), p110-120.は、以下の点を指摘している。

① 1915 年から 1920 年の間で、合併により消滅する会社は年間 139 社であった。また、1916 年には General Motors Corporation、1917 年には Union Carbide and Carbon Corporation、1920 年には Allied Chemical and Dye Corporation といった巨大企業の設立もこの時期である。

② 所得税の最高税率は 1916 年の 15%から 1917 年には 67%、1918 年には 77%へと上昇した。さらに、1917 年改正に伴い最高税率の適用対象となる閾値が\$20,000 から\$5,000 に引き下げられた。

③ 第一次大戦開始前にニューヨーク株式市場で株主となっていた個人の数 は 100,000 人程度であったが、第一次大戦後に戦時公債の償還金を株式ブローカーを通じて株式投資に回す人が増えたため、株主数は 2,000,000 人以上へと増加した。

⁸ Steven A. Bank, From Sword to Shield The Transformation of the Corporate Income Tax, 1861 to Present, Oxford University Press (2010).

⁹ Revenue Act of 1918, Section 202

(b) When property is exchanged for other property, the property received in exchange shall for the purpose of determining gain or loss be treated as the equivalent of cash to the amount of its fair market value, if any; but when in connection with the reorganization, merger, or consolidation of a corporation a person receives in place of stock or securities owned by him new stock or securities of no greater aggregate par or face value, no gain or loss shall be deemed to occur from the exchange, and the new stock or securities received shall be treated as taking the place of the stock, securities, or property exchanged.

得した新株は、組織再編に伴い処分された旧株の税務簿価を引き継ぐことが定められている¹⁰。

1918 年改正について、上院租税委員会報告書は、“purely paper transaction”の場合の課税繰延と説明している¹¹。他方で、対象となる組織再編の範囲については、“reorganization, merger or consolidation”とのみ定義されており、詳細が示されていない。また、当時既に無額面での株式発行が可能となっていたことから、額面価額に依拠する意義も不明確であった。

1921 年、第一次大戦終了後の景気減速、及び戦費調達が不要となったことを踏まえ、最高税率の引き下げ等の減税措置を含む改正が行われた。同時に§202 も改正され、資産の交換により生じた譲渡損益の繰延べを認める各種の例外が整備された¹²。具体的には、資産の交換により生じた譲渡損益は、受領した資産が容易に実現可能な市場価格を持たない限り認識されないこととし、さらに、市場価格が存在する場合であっても、①交換により取得された株式以外の資産が同種ないしは同一の用途である場合、②後述する組織再編に関連して法人の所有する株式または証券(securities)が従前所有していた株式または証券の代わりに取得された場合、③被支配法人に対して法人の適切な価額の株式との交換により資産を移転する場合、の 3 つの場合には、損益が認識されないものとした。その上で、組織再編とは、法人の合併あるいは結合、資本再構成、単なる identity・形式・設立地の変更とする幅広い定義を置く一方で、額面価額に係る要件を課税繰延の要件から除外した。結合には、過半数の議決権株式及びその他の種類株式の取得、もしくは、実質的に全ての資産の取得が含まれる。また、boot が用いられた際には、boot 部分において譲渡益を認識すべき旨が定められた。

1921 年改正について、下院歳入委員会報告書では組織再編の定義の明確化は「重要な不確実性の原因を除去することで、現下の経済状況に企業が対応することを可能にする」と述べられている¹³。

¹⁰ Treas. Reg. 45, art. 1567, 21 Treas. Dec. Int. Rev. 170, 395 (1919).

¹¹ S. Rep. No. 617, 65th Cong., 3rd Sess. 5-6 (1918). (“A provision was inserted designed to establish the rule for determining taxable gains in the case of exchanges of property and to negative the assertion of tax in the case of certain purely paper transactions.”)

¹² Revenue Act of 1921, Section 202

(c) For the purposes of this title, on an exchange of property, real, personal or mixed, for any other such property, no gain or loss shall be recognized unless the property received in exchange has a readily realizable market value; but even if the property received in exchange has a readily realizable market value, no gain or loss shall be recognized—

(1) When any such property held for investment, or for productive use in trade or business (not including stock-in-trade or other property held primarily for sale) is exchanged for property of a like kind or use;

(2) When in the reorganization of one or more corporations a person receives in place of any stock or securities owned by him, stock or securities in a corporation a party to or resulting from such reorganization. The word “reorganization,” as used in this paragraph, includes a merger or consolidation (including the acquisition by one corporation of at least a majority of the voting stock and at least a majority of the total number of shares of all other classes of stock of another corporation, or of substantially all the properties of another corporation), recapitalization, or mere change in identity, form, or place of organization of a corporation, however effected.

(3) When (A) a person transfers any property, real, personal or mixed, to a corporation, and immediately after the transfer is in control of such corporation, or (B) two or more persons transfer any such property to a corporation, and immediately after the transfer are in control of such corporation, and the amounts of stock, securities, or both, received by such persons are in substantially the same proportion as their interests in the property before such transfer. For the purposes of this paragraph, a person is, or two or more persons are, “in control” of a corporation when owning at least 80 per centum of the voting stock and at least 80 per centum of the total number of shares of all other classes of stock of the corporation.

(e) When property is exchanged for property specified in paragraphs (1), (2) and (3) of subdivision (c) as received in exchange, together with money or other property... other than that specified in such paragraphs, the amount of the gain resulting from such exchange shall be computed in accordance with subdivisions (a) and (b) of this section, but in no case shall the taxable gain exceed the amount of the money and the fair market value of such other property received in exchange

¹³ H.R. Rep. No. 67-350, at 1 (1921) (“will, by removing a source of grave uncertainty... permit business to go forward with the readjustments required by existing conditions”).

さらに、上院租税委員会報告書では、既存の§202における資産の交換に係る取扱いが所得税法の他のどの部分よりも不確実性を惹起し、また、必要な事業上の調整 (necessary business readjustments) を阻害しているとした上で、交換すなわち課税取引であるとの前提を修正するために、課税繰延を認めるべき交換の 3 つの類型を設けた、と述べている¹⁴。

さらに、1924 年改正においては組織再編の定義がさらに拡大しスピンオフ¹⁵が可能となったほか、法人段階の課税繰延が条文化された¹⁶。

このように組織再編の定義が拡大するにつれ、実質的には法人を売却した(金銭化した)のと同じ効果を得ながら課税繰延の効果をしようとする納税者が出現した。このような行為に対して、裁判所は、投資持分の継続性 (continuity of interest) の観点から組織再編規定の適用を否認した。

Cortland Speciality Co. v. Commissioner, 60 F.2d 937, 939-40 (2d Cir. 1932)においては、T 社が A 社に資産の約 9 割を譲渡し清算手続に入った際に、T 社株主が対価として金銭と短期約束手形 (short-term promissory notes) を受領しているが、ハンド (Learned Hand) 判事は、資産を譲渡した者において投資の継続 (continuance of interest on the part of the transferor in the properties transferred) が存在しなければならないとして、組織再編に該当しないものとした。

Pinnellas Ice & Cold Storage Co. v. Commissioner, 287 U.S. 462, 470 (1933)においても、T 社が

¹⁴ S. Rep. No. 275, 67th Cong, 1st Sess. (1921) ("Under existing law "when property is exchanged for other property, the property received in exchange shall, for the purpose of determining gain or loss, be treated as the equivalent of cash to the amount of its fair market value, if any..." Probably no part of the present income tax law has been productive of so much uncertainty or has more seriously interfered with necessary business readjustments. The existing law makes a presumption in favor of taxation. The proposed Act modifies that presumption by providing that in the case of an exchange of property for property no gain or loss shall be recognized unless the property received in exchange has a readily realizable market value, and specifies in addition certain classes of exchanges on which no gain or loss is recognized even if the property received in exchange has a readily realizable market value. These classes comprise the cases where productive property (other than stock in trade or property held primarily for sale) used in a trade or business is exchanged for property of a like kind or use; where in any corporate reorganization or readjustment stock or securities are exchanged for stock or securities of a corporation which is a party to or results from such reorganization; and where an individual or individuals transfer property to a corporation and after such transfer are in control of such corporation.

The preceding amendments, if adopted, will, by removing a source of grave uncertainty and by eliminating many technical constructions which are economically unsound, not only permit business to go forward with the readjustments required by existing conditions but also will considerably increase the revenue by preventing taxpayers from taking colorable losses in wash sales and other fictitious exchanges.")

¹⁵ 当時問題となっていた組織再編の 1 つが、デラウェア州法に基づき設立された法人への組織変更を意図して、株主がデラウェア新法人を設立し、新法人の株式を対価として旧法人の株式や資産を移転させる取引であった。United States v. Phillis, 257 U.S. 156 (1921)、Marr v. United States, 268 U.S. 536 (1925)などでは、これらの取引において株主が取得する新法人株式は旧法人株式と異なるものであるという考え方にに基づき、課税取引であると判示されていた。スピンオフを課税繰延とすることで、このような取引に対して課税繰延の取扱いを与えようとしたものといわれている。Ajay K. Mehrotra, Mergers, Taxes, and Historical Materialism, Indiana Law Journal Vol. 83, Issue 3 (2008), p928.

¹⁶ Revenue Act of 1924, Section 203

(h)(1) The term "reorganization" means (A) a merger or consolidation (including the acquisition by one corporation of at least a majority of the voting stock and at least a majority of the total number of shares of all other classes of stock of another corporation, or substantially all the peoperties of another corporation), or (B) a transfer by a corporation of all or a part of its assets to another corporation if immediately after the transfer the transferor or its shareholders, or both, are in control of the corporation to which the assets were tranferferred, or (C) a recapitalization, or (D) a mere change in identity, orm or place of organization, however effected.

(b)(3) No gain or loss shall be recognized if a corporation a party to a reorganization exchanges property, in pursuance of a plan of reorganization, solely for stock or securitites in another corporation a party to a reorganization.

A 社に全資産を譲渡した対価として金銭と短期約束手形が用いられた。最高裁は、課税繰延が認められるためには「売手は対象会社の事業に関する投資 (interest in the affairs of the purchasing company) で、短期約束手形の所有よりも確定的なもの (more definite than that incident to ownership of its short-term purchase-money notes) を保有しなければならない」として、組織再編該当性を否認した。

さらに、1930 年代に入ると、大恐慌後のニューディール政策の一環として法人への資源の集中に対処する税制が模索される中で、組織再編税制についても租税回避を誘発するとの理由で撤廃すべきであるという議論が起こった。財務省は、組織再編税制が様々な課税繰延を認めていることから組織再編に見せかけた実質的な売買取引が弁護士によってアレンジされていると指摘¹⁷し、下院歳入委員会の分科会では課税繰延規定の撤廃が提案された¹⁸。

こうした流れを踏まえて、1934 年改正では、租税回避を規制する観点から組織再編規定の再整備が行われた。具体的には、スピンオフに伴う株式分配に対する課税繰延規定を廃止するとともに、法人の合併について州会社法に基づくものと定義し、また、組織再編における支配要件を過半数取得から 80% 取得へ厳格化することとした。さらに、株式取得及び実質的全資産取得による組織再編において、solely for voting stock 要件が追加された¹⁹。

同改正に関して、下院歳入委員会報告書は、既存の組織再編規定は様々な法形式での組織再編

¹⁷ Statement of the Acting Secretary of the Treasury regarding the Preliminary Report of a Subcommittee of the Committee on Ways on Means Relative to Methods of Preventing the Avoidance and Evasion of the Internal Revenue Laws Together With Suggestion for the Simplification and Improvement Thereof, 73d Cong., 2d Sess. 9 (1933) ("astute lawyers could and did arrange what were really sales to take the technical form of a reorganization within the statutory definition, with resultant loss of revenue".)

¹⁸ Subcommittee of the Committee on Ways and Means, Preliminary Report on Prevention of Tax Avoidance, 73rd Cong., 2d Sess. (1933). ただし、納税が困難 (hardship) の場合には納税を猶予することも提案されていた。Tyler and Ohl, The Revenue Act of 1934, 83 U. Pa. L. Rev. 607, 625 (1935). Bank 教授は、撤廃案自体は、不況に伴う含み損の意図的な認識を防止する観点から採用されなかったと述べている。Steven A. Bank, FROM SWORD TO SHIELD: THE TRANSFORMATION OF THE CORPORATE INCOME TAX, 1861 to PRESENT, 1st Edition, Oxford University Press (2010), p143.

¹⁹ Revenue Act of 1934, Section 334

(a) GENERAL RULE.—Upon the sale or exchange of property the entire amount of the gain or loss, determined under section 111, shall be recognized, except as hereinafter provided in this section.

(b) EXCHANGES SOLELY IN KIND.—

(3) STOCK FOR STOCK ON REORGANIZATION.—No gain or loss shall be recognized if stock or securities in a corporation a party to a reorganization are, in pursuance of the plan of reorganization, exchanged solely for stock or securities in such corporation or in another corporation a party to the reorganization.

(g) DEFINITION OF REORGANIZATION.—As used in this section and section 113—

(1) The term "reorganization" means (A) a statutory merger or consolidation, or (B) the acquisition by one corporation in exchange solely for all or a part of its voting stock: of at least 80 per centum of the voting stock and at least 80 per centum of the total number of shares of all other classes of stock of another corporation; or of substantially all the properties of another corporation, or (C) a transfer by a corporation of all or a part of its assets to another corporation if immediately after the transfer the transferor or its stockholders or both are in control of the corporation to which the assets are transferred, or (D) a recapitalization, or (E) a mere change in identity, form, or place of organization, however effected.

(2) The term "a party to a reorganization" includes a corporation resulting from a reorganization and includes both corporations in the case of a reorganization resulting from the acquisition by one corporation of stock or properties of another.

(h) DEFINITION OF CONTROL.—As used in this section the term "control" means the ownership of at least 80 per centum of the voting stock and at least 80 per centum of the total number of shares of all other classes of stock of the corporation.

に対して課税繰延の恩恵を与えているため、形式上は組織再編の規定に合致するような方法で、実質的には売却を行ったのと同様の効果を得る取引を行う余地を与えていると指摘した。その上で、上記の改正を行うことで、法人の財務状況を強化するために必要な正当な組織再編については従前どおり認めながらも課税取引である売買を形式上組織再編と構成する取引を規制することができると述べている²⁰。

1934 年改正後も、節税あるいは租税回避が目的と考えられる組織再編取引に対して、裁判所は組織再編規定の適用基準を示していった。1935 年には *Gregory v. Halvering*, 293 U.S. 465 (1935) により事業目的基準が示されるとともに、*Helvering v. Minnesota Tea Co.*, 296 U.S. 378 (1935) においては、資産取得型の組織再編において 44%部分が現金、56%部分が普通株式を表象する議決権付き信託証書であった場合にも投資持分の継続性が存在したものと認められた。これらの判断基準は、その後財務省規則においても採用されている²¹。

1954 年改正において組織再編規定は現在と同じ規定となったが、その際も従前の株式取得型再編の定義がそのまま採用された²²。

逆三角合併²³については、§368 (a)(2)(C)が A 型再編や B 型再編後、対象会社が支配する新設・既存の法人に対して現物出資による資産移転を行う場合も課税繰延を許容していた²⁴にもかかわらず、同じ結果をもたらす逆三角合併の課税繰延は長い間認められていなかった。最高裁は *Groman v. CIR* (1937) 及び *Helvering v. Bashford* (1938)²⁵において、親会社株式を対価とした組織再編の適格性を認めない判決を下しており、当局も 1967 年のルーリング²⁶においてこの取扱いを踏襲していた。

²⁰ H. Rep. No. 704, 73d Cong., 2d Sess. 14 (1934) (“The reorganization provisions have been in effect for many years, having been adopted in substantially their present form in 1924. They state in detail how each step of a reorganization should be treated for tax purposes. The policy was adopted of permitting reorganizations to take a wide variety of forms, without income-tax liability. As a result, astute lawyers frequently attempted, especially during the prosperous years, to take advantage of these provisions by arranging in the technical form of a reorganization, within the statutory definition, what were really sales.”... “By these limitations the committee believes that it has removed the danger that taxable sales can be cast into the form of a reorganization, while at the same time, legitimate reorganizations, required in order to strengthen the financial condition of the corporation, will be permitted. Furthermore, the retention of the other reorganization provisions will prevent large losses from being established by bondholders and stockholders who receive securities in a newly reorganized enterprise which are substantially the same as their original investments.”).

²¹ Treas. Reg. §1.368-1(c)

²² Internal Revenue Code, as amended in 1954, Section 368(a)(1)

(B) the acquisition by one corporation, in exchange solely for all or a part of its voting stock, of stock of another corporation if, immediately after the acquisition, the acquiring corporation has control of such other corporation (whether or not such acquiring corporation had control immediately before the acquisition);

²³ 逆三角合併の立法の沿革に関する記述は、Hoffer & Oesterle, *Tax-Free Reorganizations: The Evolution and Revolution of Triangular Mergers*, 108 Nw. U. L. Rev. 1083 (2014), Bittker and Lokken, *Federal Taxation of Income, Estates and Gifts*, 94.2.に依拠している。

²⁴ Internal Revenue Code, §368 (a)(2)(C)

(C) Transfers of assets or stock to subsidiaries in certain paragraph (1)(A), (1)(B), (1)(C), and (1)(G) cases
A transaction otherwise qualifying under paragraph (1)(A), (1)(B), or (1)(C) shall not be disqualified by reason of the fact that part or all of the assets or stock which were acquired in the transaction are transferred to a corporation controlled by the corporation acquiring such assets or stock. A similar rule shall apply to a transaction otherwise qualifying under paragraph (1)(G) where the requirements of subparagraphs (A) and (B) of section 354(b)(1) are met with respect to the acquisition of the assets.

²⁵ *Groman v. CIR*, 302 US 82 (1937), *Helvering v. Bashford*, 302 US 454 (1938).

²⁶ Rev. Rul. 67-326. 親会社は party to reorganization に該当しないと結論した。

これに対して議会は 1968 年、§368 (a)(2)(D)を創設し、正三角合併に関する課税繰延の取扱いを認めた。立法資料においては、適格合併を適格現物出資を組み合わせると同様の結果が得られることが根拠として指摘されている²⁷。すなわち、従前の組織再編税制は正三角合併に対する課税繰延の必要性を想定していなかったが、持株会社株式を対価として事業会社の合併を行うニーズが高まった²⁸ことを踏まえると、単に買収資産を直接に保有しなかったことを理由に課税繰延を認めない理由はない、という議論である²⁹。

次いで議会は、1971 年、§368 (a)(2)(E)を創設し、逆三角合併に関する課税繰延の取扱いを認めた。立法資料³⁰では、既存の組織再編規定を組み合わせることで同じ結果が達成できることとの平仄や、正三角合併の課税繰延を認めた以上は逆方向の合併に同じ取扱いを認めることが一貫していることが根拠として示されている。興味深いことに、この際に上院報告書は B 型再編と逆三角合併との類似性を指摘した上で、B 型再編が boot を一切認めないことの納税者に対する萎縮効果(過去に対象会社株式を金銭で取得していた場合に、当局が株式対価再編と過去の株式取得とを一連の取引と認定することで B 型再編の適格性を否認するのではないかという懸念)を指摘しているが、結局、B 型再編における boot の柔軟化を提案せずに、上記の観点から逆三角合併の課税繰延の創設を行っている。

(2) 課税繰延規定の趣旨

以上のように、現在の課税繰延規定は、法人の合併や結合があった場合の株主における取扱いを出発点として創設されたものである。当時はそもそも資産の値上がり益を所得税法上どのように扱うかという点自体が不明確であったため、1918 年及び 1921 年改正において、資産の交換時には損益認識が行われることを原則として明確化した上で、同種資産交換、支配法人への譲渡と並ぶ例外規定として組織再編時の課税繰延が設けられた。その意味で、組織再編と同種資産交換とは起源を同じくしており、Bittker 教授及び阿部雪子氏は、組織再編の課税繰延規定は、同種資産の交換規定の類似ないし拡張規定であると指摘している³¹。

他方、1921 年改正による条文上の組織再編の定義が幅広であったため、実質的には売買に類似した組織再編取引が行われるようになったことから、裁判所が「投資持分の継続性」の考え方を基礎として組織再編該当性を判断するようになった。このことを踏まえて、1934 年改正において現在の B 型再編の原型となる株式型組織再編の定義が設けられている。

Bittker 教授は、交換に係る課税繰延規定の前提となる考え方は、新たに受領する資産が実質的に既存の投資が清算されないまま継続したものであること (the new property received is substantially a continuation of the old investment still unliquidated) とし、組織再編に係る課税繰延規定の場合の前提は、新法人または新法人構造、及び旧株式の代わりに受領した新株式が、実質的に旧法人が清算されないまま継続したもの、及びそのような旧法人に対する投資持分 (interest) であることとした上で、投資持分の継続性の原則 (continuity of investment principle) が

²⁷ S. Rep. No. 90-1653, at 3 (1968), H.R. Rep. No. 90-1902, at 2 (1968)

²⁸ 同じ時期において多くの州会社法において三角組織再編が認められた。Bittker & Eustice, Federal Income Taxation of Corporations and Shareholders 12.92.

²⁹ S. Rep. No. 90-1653, at 2-3 (1968)

³⁰ S. Rep. No. 91-1533, at 2 (1971)

³¹ Bittker & Eustice, Federal Income Taxation of Corporations and Shareholder (Warren, Gorham & Lamont, Inc. 5th ed.1987), Chapter 12.01[1] (“In a sense, the corporate reorganization provisions are an analogue or extension of § 1031, providing that gain or loss shall not be recognized on the exchange of investment or business property for other property of a like kind”),阿部雪子「資産の交換・買換えの課税理論」中央経済社(2017)、99 頁。.

課税繰延規定の根幹である(the heart of the nonrecognition provisions)と述べている³²。

また、Mehroya 教授も、組織再編規定の沿革を詳細に検討した上で、組織再編税制の立法と並行して裁判所が示してきた基準の中で、投資持分継続性が主要なものであることを述べている³³。

投資持分継続性の原則が組織再編規定の中心的論点であったことは、1934年改正において、租税回避的な組織再編として規制すべき取引と考えられていたのが、対価として現金を受領する、すなわち売却と同視しうる取引であったことにも示されている。

また、同改正では、B型組織再編の定義として solely for voting stock 要件を導入したが、この点について、渡辺徹也氏は、「B型組織再編成に該当して課税繰延扱いを受けるためには、A社は、議決権株式のみを対価として、T社株の80%以上の支配権を取得する必要がある。・・・交付金など非適格資産(boot)の交付は、一切認められていない。これは、組織再編成取引全般に要求される原則の1つである「投資持分継続性(continuity of interest)」原理の厳格な適用であるといわれる。」と述べている³⁴。また、阿部雪子氏も、Surry教授による投資持分継続性の議論を引用し、「重要となるのは、サリー(Surrey, S.S.)が指摘しているように、「利益の継続性とは被取得法人の株主において投資の形態に類似性があること、また、被取得法人は取得法人(resulting corporation)との間に、ある程度の同一性が必要であり、その同一性は被取得法人が所有者たることと(ownership)、また取得法人との間に存在する同一性の程度に依拠する」としている。つまり、利益の継続性が認定されるためには、資産を移転した法人ならびにその株主において、①取得法人が交付した対価の性質、②その交付された対価が、利益の継続性を担保するのに十分な割合や額であることが要求されるとしている。」「すなわち、「被取得法人とその株主において、新たな投資の形態が従前の投資の形態に類似性があるということは、利益の継続性の観点からは最適な投資形態は議決権株式(voting stock)であり、債権者の利益(creditor interest)はきわめて現金取引に近似するため、たとえその債券の償還期間が長期の場合であっても非適格である」とされている。」と述べている。

他方、組織再編に関する課税繰延規定が、立法と判例法とが並行する中で発展してきた結果、必ず

³² Bittker&Eustice, Federal Income Taxation of Corporations and Shareholder (Warren, Gorham & Lamont, Inc. 5th ed.1987), Chapter 12.01[1] (“The underlying assumption of tax-free-exchange provisions generally is that the new property received is substantially a continuation of the old investment still unliquidated. In the case of the reorganizations, the assumption is that the new enterprise or the new corporate structure that may hold the corporate assets, and the new stock or securities received in exchange for old stock or securities, are substantially continuations of, and interests in, the old corporation still unliquidated. This continuity-of-investment principle lies at the heart of the nonrecognition provisions and is the reason why gain or loss, although technically realized, is not currently recognized at the time of exchange. If, along with the property that represents such continued interest, the taxpayer receives any cash or other property known as boot, however, the taxpayer’s gain, but not loss, must be recognized pro tanto.”)

³³ Ajay, K. Mehroya, The Story of Corporate Reorganization Provisions: From “Purely Paper” to Corporate Welfare, in Steven A. Bank & Kirk J. Stark, BUSINESS TAX STORIES p27-88 (2005). (“Formost among these judicial rules was the “continuity of shareholder interest” requirement. In a series of cases, the courts declared that a reorganization could meet the statutory requirements of tax-deferral, if taxpayers transferring assets or stock received some minimum amount of equity in exchange. Though this judicial requirement, later integrated into Treasury regulations, was based on the theory of permitting the tax benefit for mere rearrangement of capital, the case law’s gradual leniency in defining the type and amount of “equity” that could be received only supported the notion that the tax preference had been transformed to apply to a large swath of M&A transactions. The judicial doctrines of 1930s thus reinforced the view that the application of the reorganization rule had been unmoored from any initial principled policy reason.”)

³⁴ 渡辺徹也「企業組織再編成と課税」弘文堂(2006), P90-91. なお、渡辺氏は、「B型組織再編成にだけ、投資持分継続性が厳しく適用されることには批判がある。また、わずかな非適格資産を交付することで、簡単に非適格取引とすることができるから、事実上、適格・非適格の選択を納税者に認める結果となり、含み損のある株式が交換される場合などを考えると、この取扱いには問題がある」とも述べている。

しも明確な趣旨と論理で一貫していない部分がある。アメリカ法律協会 (American Law Institute) が 1982 年に発表した報告書³⁵の中で、現行の組織再編規定は過剰に複雑で恣意的であると批判されていると述べている。また、solely for voting stock 要件の問題は、1971 年に逆三角合併の課税繰延が認められたことで実務上は一定程度は解決しているといえることができるが、一方で、§368 (a)(2)(E)が正三角合併との一貫性 (consistency) を標榜しつつ既存の B 型再編の取扱いと一貫していないことについては、理論的な批判もなされている³⁶。

2.2.1.3. 課税繰延規定の適用に係るその他の税務上の留意点

(1) 現金等交付 (Boot) の取扱い

前述のとおり、B 型再編において現在の solely for voting stock 要件が創設されたのは 1934 年改正においてである。形式上は再編行為であっても実質的には売買取引であるような取引において裁判所が示した投資持分継続要件を厳格に立法化したものといえることができる³⁷。

solely for voting stock 要件の厳格性について争われたのが *Helvering v. Southwest Consol. Cop.*, 315 U.S. 194 (1942) である。T 社株式取得の対価として新株予約権 (warrant) が交付された事例で最高裁は、同要件の文言は厳格に解釈されるべきである (leaves no leeway) と判示し、B 型再編の適用を認めなかった。

また、*Turnbow v. Commissioner*, 368 U.S. 337 (1961) においては、T 社株式を一者で 100% 保有していた T 社株主が、T 社株式を A 社に譲渡し、対価として 71% 部分を現金で、29% 部分を A 社株式で受領した。T 社株主は、現金交付がなければ B 型再編に該当したはずであろうから譲渡益の認識は boot 部分に限定されるべきであると主張した。最高裁は、B 型組織再編で認められる対価が A 社株式に限定されることは文言から明らか (clear on its face) であるとする IRS の主張を認めた上、譲渡益課税を boot 部分に限定する §356 は、§368 に定める組織再編に該当することが前提であるところ、本件取引は §368 に定める B 型組織再編に該当しないから、§356 の適用はなく、従って譲渡益全額が認識されると判示した。

現在では、これらの判例を前提として、B 型再編においては議決権株式以外の一切の対価の使用が認められないものと考えられている。

例外として、端数株の対価として現金を交付することについては、IRS がルーリングで認めている³⁸。

³⁵ American Law Institute, *Federal Income Tax Project Subchapter C: Proposals on Corporate Acquisition and Dispositions* (1982). 同報告書は、株式取得型再編における課税繰延の根拠として、ペーパー取引、企業再編の促進、納税資金の手当、法人段階の行為、といった複数の角度での検討を行ったうえで、現行の B 型再編の問題である非対称性 (大会社が小会社を買収する場合の持分継続性)、市場性の高い議決権株式の使用、厳格な議決権株式要件について、3 点目を改正する提案 (boot の使用により一律非適格とするのではなく、他の再編行為で適用されている §356 (boot が交付された範囲で譲渡益を認識し、一定の場合は配当とみなす) の取扱いを B 型再編にも採用することを提案している)。

³⁶ Hoffer & Oesterle, *Tax-Free Reorganizations: The Evolution and Revolution of Triangular Mergers*, 108 Nw. U. L. Rev. 1083 (2014) (“Congress’s road to triangular mergers, while paved with good intentions, failed to provide consistency, reduce complexity, or focus on substance over form.”). Bittker 教授は、実質的に同じ三角合併取引に対して、法形式によって異なる取扱いが残ったことを指摘している。 (“the substantive differences between these variations on the triangular-merger technique are slight, the surviving corporation’s identity being the principal technical distinction, so that form continues to play a dominant role in this corner of”), Bittker & Eustice, *Federal Income Taxation of Corporations and Shareholders* 12.53.

³⁷ 同改正以前においては boot 交付時には部分的に株主で課税することが定められていた。

³⁸ Rev. Rul. 66-365.

A 型再編が適用される逆三角合併を通じた株式取得においては、先述のとおり、対象会社株式の時価の 20%までの boot が許容されている。

(2) 段階的に株式を取得する場合の課税関係

§368 (a)(1)(B)は、支配の取得について、取得直前に A 社が T 社を支配していたか否かは問わないと定めている。したがって、複数の取得取引が一連の取得取引として実行された場合、当該一連の取得取引の直後に A 社が T 社を支配していれば、B 型組織再編に該当することとなる。

複数の取引が一連の取引として扱われるか否かは事実認定の問題であるが、財務省規則 § 1.368-2(c)³⁹は比較的短期間(a relatively short period of time)、例えば 12 か月以内に実行された場合には、一つのまたは一連の取引として、課税繰延の対象となると述べている。他方、A 社が過去に現金を対価として T 社の株式を取得している状態で、A 社議決権株式のみを対価として T 社持分の追加取得によって 80%以上を保有し支配に至った場合、前者が後者から独立した取引であるならば、後者は B 型組織再編に該当することとしている。例えば、1939 年に A 社は現金を対価として T 社の議決権株式 30%を取得し、1955 年に A 社の議決権株式のみを対価として T 社持分の 60%を追加取得し、計 90%を保有するに至ったとする。この場合、1955 年の取引は B 型組織再編として課税が繰り延べられる。仮に 1939 年の時点で A 社が現金を対価として T 社の議決権株式 80%を取得していた場合でも、その後に A 社の議決権株式のみを対価として追加取得した T 社持分については、同様に課税が繰り延べられる。

(3) 買収会社 A 社での T 社株式の取得価額

B 型組織再編に該当する場合、T 社株主は A 社株式を T 社株式の税務簿価にて取得することとなるが、一方、A 社が取得する T 社株式の取得価額については、T 社株主の税務簿価が引継がれる⁴⁰。

³⁹ “In order to qualify as a “reorganization” under section 368(a)(1)(B), the acquisition by the acquiring corporation of stock of another corporation must be in exchange solely for all or a part of the voting stock of the acquiring corporation (or, in the case of transactions occurring after December 31, 1963, solely for all or a part of the voting stock of a corporation which is in control of the acquiring corporation), and the acquiring corporation must be in control of the other corporation immediately after the transaction. If, for example, Corporation X in one transaction exchanges nonvoting preferred stock or bonds in addition to all or a part of its voting stock in the acquisition of stock of Corporation Y, the transaction is not a reorganization under section 368(a)(1)(B). Nor is a transaction a reorganization described in section 368(a)(1)(B) if stock is acquired in exchange for voting stock both of the acquiring corporation and of a corporation which is in control of the acquiring corporation. The acquisition of stock of another corporation by the acquiring corporation solely for its voting stock (or solely for voting stock of a corporation which is in control of the acquiring corporation) is permitted tax-free even though the acquiring corporation already owns some of the stock of the other corporation. Such an acquisition is permitted tax-free in a single transaction or in a series of transactions taking place over a relatively short period of time such as 12 months. For example, Corporation A purchased 30 percent of the common stock of Corporation W (the only class of stock outstanding) for cash in 1939. On March 1, 1955, Corporation A offers to exchange its own voting stock for all the stock of Corporation W tendered within 6 months from the date of the offer. Within the 6-months' period Corporation A acquires an additional 60 percent of stock of Corporation W solely for its own voting stock, so that it owns 90 percent of the stock of Corporation W. No gain or loss is recognized with respect to the exchanges of stock of Corporation A for stock of Corporation W. For this purpose, it is immaterial whether such exchanges occurred before Corporation A acquired control (80 percent) of Corporation W or after such control was acquired. If Corporation A had acquired 80 percent of the stock of Corporation W for cash in 1939, it could likewise acquire some or all of the remainder of such stock solely in exchange for its own voting stock without recognition of gain or loss.”

⁴⁰ §362(b)

なお、T 社が上場しており多数の株主が存在する場合や、また第三者 (nominees) 名義で株主登録しており実際の株主情報が明らかでない等、帳簿価額の把握が困難で多額のコストがかかる場合、サンプリングによる調査や見積り額の使用も認められる⁴¹。

(4) 租税回避防止規定

米国の組織再編税制において一般的あるいは個別的な否認規定は存在しない。他方で、判例法や過去のガイダンスを基礎としたいいくつかの判断基準が租税回避行為を規制する適格要件として機能している。

- 投資持分継続要件 (continuity of interest)

前述のとおり、組織再編行為に見せかけた実質的な売買取引を規制している。

- 事業目的要件 (business purpose)

Gregory 事件判決において、最高裁は事業目的のない組織再編行為の適格性を否定した。この点について、財務省規則 §1.368-1(b) は以下のように述べている。

“The purpose of the reorganization provisions of the Code is to except from the general rule certain specifically described exchanges incident to such readjustments of corporate structures made in one of the particular ways specified in the Code, as are required by business exigencies and which effect only a readjustment of continuing interest in property under modified corporate forms [A] sale is nevertheless to be treated as a sale even though the mechanics of a reorganization have been set up.”

他方で、同判決は法律の定める範囲で税負担の軽減を行うことは認められるとも述べており、Rev. Rul. 70-223 においても、IRS は、正当な事業目的が存在する場合には、節税効果のある取引であることを理由として組織再編の適格性が否認されるものではないと述べている。この点について、B 型再編においては、第三者との取引 (株式対価買収) である場合には通常は事業目的が認められるものと考えられる。

- 事業継続要件 (continuity of business enterprise)

財務省規則 § 1.368-1(d) は以下のように述べており、課税繰延の対象を、継続的な持分利益の再調整 (readjustment) に限定することを趣旨として、組織再編の対象会社の事業が買収会社において継続することを要求している。

“(1) General rule.—Continuity of business enterprise (COBE) requires that the issuing corporation (P), as defined in paragraph (b) of this section, either continue the target corporation's (T's) historic business or use a significant portion of T's historic business assets in a business.... The application of this general rule to certain transactions, such as mergers of holding companies, will depend on all facts and circumstances. The policy underlying this general rule, which is to ensure that reorganizations are limited to readjustments of continuing interests in property under modified corporate form, provides the guidance necessary to make these facts and circumstances determinations.”

B 型再編においては、T 社は A 社の子会社として存続することが想定されているから、通常は大きな問題となることはないものと思われる。Rev. Rul. 81-92 においては、T 社が事業を全て売却し、保有

⁴¹ Rev. Proc. 2001-35

資産が現金のみとなった後に株式対価買収を行った事例で、IRS は事業継続要件が満たされていないことを理由に B 型再編の適用を否定した。

- 段階取引の法理 (step transaction doctrine)

判例法上、形式上は複数の取引であっても、「実質において統合され、相互依存しており、特定の結果を目的として (in substance integrated, interdependent and focused toward a particular end result)」⁴²行われる場合には、税務上はその一連の取引全体が単一の取引として扱われる。個々の取引に一定の意味があり、独立の経済的効果がある場合であっても、単一の計画のもとで (pursuant to an overall plan) 行われる場合には同様である⁴³。

B 型再編においては、一連の計画に従い株式対価での買収を行った後に T 社が清算した場合、B 型再編ではなく C 型再編 (合併類似の組織再編) として取り扱うことが IRS によって示されている⁴⁴。

以上のように、B 型再編による買収の文脈では、利益継続要件については最も厳格な **solely for voting stock** 要件が存在しているが、一方で、非関連者間での株式対価再編においてはその他の要件が大きな問題になることは通常は想定されないと考えられる。

2.2.1.4. 株式対価 M&A における買収会社等に係る会社法等の手続

(1) 総論

米国の法制度においては、買収会社の株式を対価として対象会社の株式を取得すること自体を目的とする法制度は定められていないが、米国において株式対価 M&A は企業買収の手段として一般的に行われている。米国における企業買収の際に用いられている主な株式対価 M&A の手法としては、①Securities Exchange Act of 1934 (1934 年証券取引所法。以下、「証券取引所法」) に基づくエクスチェンジ・オファーと②買収会社の自社株式⁴⁵と対象会社株式との交換 (法令において定義された用語ではないが、取引実務上はストック・スワップと呼ばれる) (以下「ストック・スワップ」) が挙げられる⁴⁶。

上記手法のうち、対象会社が公開会社である場合はエクスチェンジ・オファーが、非公開会社である場合にはストック・スワップが用いられている。以下においては、各手法の手続きの概要を説明する (対象会社の属性による差異)。

なお、エクスチェンジ・オファーまたはストック・スワップのいずれの手続きにおいても、買収会社の属性の差異によって利用の可否が定まるものではない。しかし、一般的に、米国における株式対価 M&A は、対価である買収会社の自社株式の流動性が担保されていなければ、これを交付される対象会社の株主の理解を得られない可能性が高いという観点から、買収会社が公開会社である場合 (すなわち、対価として交付される株式が上場株式である場合) に用いられることが多く、逆に非公開会社である買収会社が公開会社である対象会社について株式対価 M&A を実施することは、極めて稀である。なお、買収会社及び対象会社のいずれもが非公開会社である場合には、対象会社の株

⁴² Penrod v. Commissioner, 88 T.C. 1415, 1428 (1987).

⁴³ Esmark, Inc. v. Commissioner, 90 T.C. 171 (1988).

⁴⁴ Rev. Rul. 67-274.

⁴⁵ エクスチェンジ・オファー又はストック・スワップのいずれの場合であっても、必ずしも対価として新株を発行する必要はなく、既発行の自己株式 (treasury shares) を対価として用いることも可能である。新株であるか自己株式であるかを問わず、買収会社が発行する株式を総称して「自社株式」とする。

⁴⁶ エクスチェンジ・オファー又はストック・スワップのいずれの場合であっても、自社株式以外の株式 (親会社株式など) を M&A の対価として用いることも可能である。

主は、流動性の低い対象会社株式を元々保有していたわけであるから、株式対価 M&A により非公開会社である買収会社の株式を保有するに至ることについても抵抗感は比較的高くないものと考えられる(買収会社の属性による差異)。

(2) エクスチェンジ・オファーの手続の概要

エクスチェンジ・オファーは、対象会社が公開会社である場合に適用される、株式を対価とする公開買付手続きであり、対象会社株主による応募の申込の勧誘という側面に加え、対価となる買収会社の自社株式の募集という側面も有する。買収会社(A 社)は、エクスチェンジ・オファーを実行する場合、法令上の手続きに従い、公開会社である対象会社(T 社)の株主への直接の勧誘を通じ、T 社株式の全部または一部を T 社株主から直接取得する⁴⁷。

エクスチェンジ・オファーの手続きとしては、まず A 社は、法令に定める特段の免除事由⁴⁸に該当しない限り、対価として用いる自社株式につき証券取引委員会(以下、「SEC」)に対して **registration statement**(登録届出書)を事前に届け出る必要がある。SEC が登録届出書の有効性を宣言するまでは、A 社は、エクスチェンジ・オファーを実行することができない(エクスチェンジ・オファーの対価となる自社株式が新株である場合には、当該新株を発行することができない。)

A 社は、上記の SEC による登録届出書の有効性の宣言を得た上で、法令上の手続きに従って、A 社提案の条件に基づく A 社株式を対価とする T 社株式の取得に関する勧誘に応募した T 社株主から、これが保有する T 社株式を取得する。上記手続きにより、T 社の発行済株式総数の過半数に相当する株主から T 社株式を取得した場合、A 社は、T 社の支配的な地位を得ることができる⁴⁹。

なお、エクスチェンジ・オファーの実行に関しては、証券取引所法等に基づく手続き以外にも、A 社が設立された州における会社法上の手続きが必要となる⁵⁰。

(3) スtock・スワップの手続の概要

ストック・スワップとは、買収会社(A 社)が、非公開会社である対象会社(T 社)の株式を取得する際に対価として自社株式を用いる株式対価 M&A の実務上の呼称であり、法令上定義された用語ではない。

ストック・スワップの実行に際しては、買収契約(ストック・スワップ契約)の締結・履行や対価となる自社株式の発行等につき、A 社が設立された州における会社法に基づく手続きが必要となる⁵¹。ストック・スワップの典型的な手続きは、以下のとおりである。

(a) A 社と T 社株主との間の買収契約(ストック・スワップ契約)の交渉

(b) 買収契約(ストック・スワップ契約)、新株の発行及び関連する取引に関する A 社取締役会の

⁴⁷ 証券取引所法 14 条(d)及び同法の授權に基づき SEC により公布される **Regulation 14D**。なお金銭など株式以外の資産を対価の一部として組み込むことも可能である。

⁴⁸ **Securities Act of 1933**(1933 年証券法) 4 条(a)2 又は同法に基づく **Regulation D** 等に免除事由が規定されている。

⁴⁹ エクスチェンジ・オファー実行後に残存する T 社少数株主のキャッシュアウトを A 社が望む場合、エクスチェンジ・オファー実行後にそのための合併が行われることも多い。

⁵⁰ エクスチェンジ・オファー、新株の発行、金銭等の資産の対価としての利用及びその他関連事項について、一般的には、適用される州法に基づき取締役会の承認が必要となる場合が多い(例えば A 社がデラウェア州法人の場合、**Delaware General Corporation Law**(デラウェア州一般会社法)141 条、152 条及び 153 条。また A 社がニューヨーク州法人の場合、**New York Business Corporation Law**(ニューヨーク州事業会社法)504 条、701 条及び 708 条)。なお、これらの会社法上の手続きは、基本的にストック・スワップを実行する場合に必要とされるものと同一であり、エクスチェンジ・オファーの場合、これらの手続きに証券取引所法等の手続きが付加されることとなる。

⁵¹ 現金など株式以外の資産を対価の一部として組み込む場合であっても、必要とされる手続は同様である。

承認⁵²

(c) 買収契約(ストック・スワップ契約)の締結⁵³

(d) スtock・スワップの実行

なお、米国の法制度においては、株式対価 M&A に関し、株式の価値評価(valuation)に係る検査
手続や不足額の填補責任等について特段の規定は定められていない。しかし、実際の価値に見合
わない過大な評価額に基づく取引の実行は、デラウェア州法やニューヨーク州法等において規定さ
れる取締役の一般的な **fiduciary duty of care**(信認義務)の違反となり得る。したがって、かかる信
認義務違反を避けるべく、取締役会としては、外部の専門家による株式評価を得て取引条件を決定
するのが通例である。

⁵² 例えば、A 社がデラウェア州法人の場合、デラウェア州一般会社法 141 条、152 条及び 153 条。また A 社がニューヨー
ク州法人の場合、ニューヨーク州事業会社法 504 条、701 条及び 708 条。

⁵³ 例えば、A 社がデラウェア州法人の場合、デラウェア州一般会社法 152 条、153 条及び 166 条。また A 社がニューヨー
ク州事業会社法 503 条及び 504 条。

2.2.2. 英国

2.2.2.1. 株式対価 M&A の課税繰延の要件

英国における株式対価 M&A の税務上の取扱いとは、1992 年課税利益法 (TCGA⁵⁴) 第 135 条において、買収対象会社 (T 社) の株式と買収会社 (A 社) の株式の交換が行われる場合に、T 社株主における課税の繰延べを認めるものとして規定されている。具体的な取扱いとその要件は、TCGA 1992 第 135 条 (及び第 135 条の要件充足により適用されることとなる第 127 条から第 131 条の資本再編成規定) によれば以下のとおりである。

A 社が T 社株式 (または T 社社債) を取得し、T 社株主に対し A 社株式 (または A 社社債) を交付する場合において、以下のうちいずれかの要件を満たすときは、T 社株主における旧株 (T 社株式) に係る課税が繰延べられる。

- A 社が株式の交換取引の直前に T 社の普通株式の 25% 超を保有しているか、または取引の結果として 25% 超を保有することとなること
- A 社が T 社を支配するために株式公開買付けを行い、その対価として株式または社債を発行すること
- A 社が株式の交換取引の直前に T 社の議決権の過半数を保有しているか、または取引の結果として過半数を保有することとなること

これらの要件は、TCGA 1992 第 135 条の原文においては、それぞれ以下のような規定ぶりとなっている。

Section 135 Exchange of securities for those in another company

(1) This section applies in the following circumstances where a company (“company B”) issues shares or debentures to a person in exchange for shares in or debentures of another company (“company A”).

(2) The circumstances are:

Case 1

Where company B holds, or in consequence of the exchange will hold, more than 25% of the ordinary share capital of company A.

Case 2

Where company B issues the shares or debentures in exchange for shares as the result of a general offer—

(a) made to members of company A or any class of them (with or without exceptions for persons connected with company B), and

(b) made in the first instance on a condition such that if it were satisfied company B would have control of company A.

Case 3

Where company B holds, or in consequence of the exchange will hold, the greater part of the voting power in company A.

まず、第 135 条第 1 項において、company B (すなわち A 社) が他の company A (すなわち T 社) の株式または社債の取得に代えて、A 社自身の株式または社債を発行する場合に、第 135 条第 2 項に定める要件に該当することで、本条が適用されることとしている。つまり、第 135 条はその条文の見出しを “Exchange of securities for those in another company” としているとおり、株式または社

⁵⁴ Taxation of Chargeable Gains Act

債といった有価証券の交換に関する規定となっており、必ずしも株式の交換に限定されていない点
が特徴的である。

次に、第 135 条の第 2 項において、課税繰延の要件として 3 つのケースを定めている。ケース 1 では、T 社株式の保有割合が要件となっており、基準となる保有割合は 25%であるが、株式の交換取引の実行前に 25%保有していなかったとしても、取引実行により 25%超を保有することになる場合には要件を充足することとされている。また、25%超を取得すればその後の追加取得についても同様に課税繰延の取扱いが適用されることになる。本ケースの対象となる株式は普通株式 (ordinary share) に限定しているが、ここでの ordinary share は、「other than capital the holders of which have a right to a dividend at a fixed rate but have no other right to share in the profits of the company⁵⁵」(定率での配当請求権があるがそれ以外の利益請求権のない株式以外の株式) であり、議決権付株式であることは求めている⁵⁶。

ケース 2 は株式公開買付け (general offer) による T 社株式の取得を想定したものである。T 社株式の公開買付けの対価として、T 社の株主等に対して A 社の株式または社債を発行する取引で、T 社を支配することを意図して行われるものであることを要件としている。ここで、支配とは T 社株式の 50%超を取得することを意味する⁵⁷。本ケースでは、T 社株式の過半数を取得して支配権を有する意図をもって公開買付けが行われること (made in the first instance on a condition such that if it were satisfied company B would have control of company A) を要件としているため、結果として過半数の取得ができたかどうかは要件としていない。

ケース 3 は T 社の議決権のうち過半数の保有を要件とするものである。ケース 1 と同様に、株式の交換取引の実行前または取引実行の結果として T 社の議決権の過半数を有することとなる場合に要件を充足することとされている。

なお、上記のいずれのケースについても、T 社が公開会社 (public company) であるか非公開会社 (private company) であるかにかかわらず、各ケースの要件を充足すれば課税繰延制度の適用が可能となっている。

以上のケース 1 からケース 3 までのいずれかの要件を充足する場合の取扱いは、第 135 条第 3 項において以下のように規定されている。

⁵⁵ Corporation Tax Act 2010 1119 (The definitions) ““ordinary share capital”, in relation to a company, means all the company's issued share capital (however described), other than capital the holders of which have a right to a dividend at a fixed rate but have no other right to share in the company's profits,…”

⁵⁶ Section 135(4) “In this section “ordinary share capital” has the meaning given by section 1119 of CTA 2010 and also includes—

(a) in relation to a unit trust scheme, any rights that are treated by section 99(1)(b) of this Act (application of Act to unit trust schemes) as shares in a company, and

(b) in relation to a company that has no share capital, any interests in the company possessed by members of the company.”

⁵⁷ Corporation Tax Act 2010 Art 450 (3) “In particular, P is treated as having control of C if P possesses or is entitled to acquire—

(a) the greater part of the share capital or issued share capital of C,

(b) the greater part of the voting power in C,

(c) so much of the issued share capital of C as would, on the assumption that the whole of the income of C were distributed among the participators, entitle P to receive the greater part of the amount so distributed, or

(d) such rights as would entitle P, in the event of the winding up of C or in any other circumstances, to receive the greater part of the assets of C which would then be available for distribution among the participators.”

Section 135 Exchange of securities for those in another company

(3) Where this section applies, sections 127 to 131 (share reorganisations etc.) apply with the necessary adaptations as if company A and company B were the same company and the exchange were a reorganisation of its share capital.

ここでは、T 社と A 社があたかも同一の法人であり、その株式の交換取引が資本再編であるものとして、第 127 条から第 131 条の資本再編規定等を適用するものと規定されている。T 社株主における、T 社株式に係る課税の繰延べについて具体的な規定を置いているのは第 127 条である。第 127 条では、資本再編取引においては旧株の処分及び新株の取得はなかったものとされ、旧株と新株が同一の資産であるものとして取り扱うこととされている。

Section 127 Equation of original shares and new holding

Subject to sections 128 to 130, a reorganisation shall not be treated as involving any disposal of the original shares or any acquisition of the new holding or any part of it, but the original shares (taken as a single asset) and the new holding (taken as a single asset) shall be treated as the same asset acquired as the original shares were acquired.

なお、第 135 条第 6 項において、真正な事業目的があり、租税回避を意図したスキームの一部でないことを要請する濫用防止規定が適用されることが規定されている。

Section 135 Exchange of securities for those in another company

(6) This section has effect subject to section 137(1) (exchange must be for bona fide commercial reasons and not part of tax avoidance scheme).

2.2.2.2. 課税繰延規定導入の背景及び理論的根拠

(1) 課税繰延導入の経緯及び歴史的背景

時期	関連法令	措置(改正)内容
1962 年	Finance Act 1962	・株式譲渡益の繰延制度の導入
1965 年	Finance Act 1965	・課税利益税 (Capital Gain Tax) の繰延制度として整理
1977 年	Finance Act 1977	・株式保有割合に関する要件が 50% 超から 25% 超に緩和 ・濫用禁止規定の導入
1992 年	Finance Act 1992	・繰延の要件に議決権の過半数の保有が追加

英国税法上、株式譲渡益の課税繰延制度が最初に導入されたのは 1962 年である。この時点では T 社の支配権 (control) を A 社が取得する場合、あるいは、支配権取得のための株式公開買付けが課税繰延規定の適用の対象となっていた。その後、1965 年に課税利益税が導入されたことから、課税利益税における株式譲渡益の課税繰延規定として改めて整理がなされているが、規定の内容自体に実質的な変更はない。

1977 年には株式譲渡益の課税繰延の要件のうち支配権の取得に関する要件が緩和され、従来は普通株式の過半数の取得が要件とされていたものが、25% 超の取得に改正された。また、同時期に濫用防止規定 ("bona fide" anti-avoidance rule) が導入されている。

この年の要件緩和の経緯について、当時の議会の記録において直接的な説明は見当たらないが、1977 年の下院会議録によれば、同時に濫用防止規定が導入されていることから、25% に保有比率

の基準を緩和したことは、全体として見るとむしろ税務当局により大きな裁量権を与え、課税繰延の間口が狭まっているとの議論になっていたようである⁵⁸。

1992年には、課税繰延の要件に議決権の過半数の保有が追加され、現在の規定にある要件が整うことになる。1992年の下院会議録によれば、この改正はEUの合併指令⁵⁹に沿う形で行われたものである⁶⁰。

(2) 課税繰延規定の趣旨

前述のとおり、英国における株式対価 M&A の課税繰延規定は、資本再編の一種として位置づけられており、資本再編取引に関する課税繰延規定(TCGA 1992 第 127 条)の適用を受けることにより、対象会社の旧株主における課税が繰り延べられることになる。

TCGA 1992 第 127 条においては、対象会社の旧株主は引き続き従前の株式を保有するものとみなされる。この取扱いの背景にあるのは、資本再編に該当する取引においては、株主による対象会社持分の保有関係に本質的な変化がないという経済実態 (commercial reality) を課税の局面においても反映すべきという考え方であるとされている⁶¹。

第 127 条の適用を受ける資本再編の定義は、第 126 条において「a reorganisation or reduction of a company's share capital」(会社の株主資本の再編または減少)と広範囲に規定されているが、例えば以下のような取引が資本再編に該当するとされている⁶²。

- 株式、新株予約権の無償割当 (a bonus issue of shares)
- 株式の種類変更 (the alteration of rights attached to a class of shares)
- 無償減資 (a reduction of share capital)

通常これらの取引は、いずれも対象会社の既存の株主と対象会社との間の資本関係に実質的な変化をもたらすものではないことから、既存株主による対象会社株式の保有が継続しているものとして

⁵⁸ Standing Committee D debate regarding Finance Bill 1977 “Clause 33 concerns the roll-over relief on capital gains where an exchange of shares is offered from one company for shares of another (...). Clause 2 allows this state of affairs to occur even when, company A shall we say, acquired only just over 25 per cent. Of the shares of another company. In doing so, the effect of the clause as a whole is to tighten up the procedure to give the Inland Revenue far more discretion than it had before, and to Insert a test which does not exist in the present position of the roll-over relief for the capital gains tax. This group of amendments, therefore, tests and promotes these extra tests, the result of which, it is fair to say, is to make it very much more difficult for one company to offer shares in exchange for another. I do not believe that this is desirable for the purpose of business, which indeed is one of the prime intentions of this clause – that is, for bona fide-commercial reasons.”

⁵⁹ Council Directive 90/434/EEC of 23 July 1990 on the common system of taxation applicable to mergers, divisions, transfers of assets and exchanges of shares concerning companies of different Member States

⁶⁰ House of Commons debate regarding Finance Bill 1992 “The clause is essentially technical. It brings existing capital gains tax provisions on share exchanges into line with the European Community mergers directive. As such, it has no particular demerits and we are happy to put it on to the statute book.”

⁶¹ HMRC internal manual Capital Gains Manual CG CG51805 “The effect of treating a change in a company's share capital as a share reorganisation is dealt with in TCGA92/S127. This section imposes what has been described as two statutory fictions the no disposal fiction, and the single continuous asset fiction. These fictions have their origin in the policy behind the share reorganisation rules. The policy is to make the tax treatment follow the commercial reality if there has been no fundamental change in the ownership of the company. The taxpayer is treated as not having disposed of the original shares. Instead the original shares and the new holding are treated as the same asset. All the shares in the new holding are treated as acquired at the same time, and for the same amount, as the original shares.”

⁶² TCGA 1992 section 126 (2)(a), (b) and (3)

取り扱い、実質的な持分の処分が行われるまで課税を繰延べることとしているものと考えられる⁶³。

この点に関し、渡辺徹也氏は、「組織再編成に関する明確な定義がないにもかかわらず、一定の取引が組織再編成に該当するという内容の規定は存在する(既に述べた 1992 年課税利益法 135 条など)。ここで重要なのは、一般的な定義よりも、取引が組織再編成に該当すると課税繰延扱いを受けているという効果の方である。1992 年課税利益法 127 条によれば、組織再編取引によって、従前の株式(original shares)を譲渡したとか、新しい持分(new holdings)を取得したとして扱う代わりに、従前の株式と新しい持分を、従前の株式取得時から保有していた同一資産とみなすことによって、課税が繰り延べられることになる。その背後にある考え方は、持分(share)に変化がないという株主としての同一性の継続である。例えば、株主が保有している株式の割合に対応する形で、新たな株式等を割り当てる行為は、1992 年課税利益法 126 条(2)(a)に基づく、組織再編成であるが、この場合、株主が法人に対して有する持分に変化が無い為、株主の同一性が継続しているとして課税が行われないと考えられている。」⁶⁴と述べており、株主としての同一性の継続がこの課税の繰延べの背後にあると考察している。

TCGA 1992 第 135 条に規定する株式の交換取引は、この第 127 条の適用により課税繰延べの取扱いを受けることとなるが、その論理は、買収会社(A 社)が対象会社(T 社)を支配するような場合には、実質的に T 社と A 社は同一の法人とみなすことが可能となり、T 社の旧株主は A 社株式を保有することを通じて実質的に T 社株式の保有が継続されるという考え方にあるといえる。これは、第 135 条の要件を充足する場合に、第 135 条第 3 項において T 社と A 社が同一の法人であるものとして、T 社株式と A 社株式の交換取引を資本再編とみなすこととしている点にも表れている。したがって、第 135 条の株式の交換取引に関する課税繰延の趣旨は、第 127 条と同様に、対象会社に対する持分保有の実質的な継続性に着目し、対象会社株式に係る課税を繰り延べることとしているものと考えられる⁶⁵。

この点、1989 年に reorganisations の定義について争われた Dunstan vs Young Austen & Young Ltd. ([1989] BTC 77)において、控訴院(courts of appeal)の裁判官である Mr. Balcombe L.J.J は、reorganisation の場合の株主の譲渡益課税の繰延べの趣旨(policy)について、資本取引後の株主の対象会社に対する持分が取引前と同じ比率であれば、株式数が増減したとしても、これを新株の取得及び旧株の譲渡が起こったとするべきではなく、これはテイクオーバー(take-over, reconstruction or amalgamation)において株主が保有していた旧株が新株に替わる場合も同様であると述べており⁶⁶、この考え方は判例法として、英国税法上の reorganisations の範囲を考える際に考慮されてきたようである。

⁶³ TCGA 1992 第 126 条第 3 項において、金銭による株式の償還は資本再編の範囲からは除かれることとされているが、金銭を対価として株式を引き渡す形での資本取引の場合は、株主による実質的な保有が継続しているものとは見られないことによるものと考えられる。

⁶⁴ 渡辺徹也「イギリスにおける企業結合税制」(森本滋『企業結合法の総合的研究』商事法務より)

⁶⁵ Tiley's Revenue Law (Glen Louzenhiser) - 41.5.1 Exchange of Securities for Those in Another Company "The issue of share or debentures in exchange for shares or debentures in another company is treated as if the two companies were the same and the exchange was a reorganisation of the share capital. In this way the reorganisation treatment already described is invoked."

⁶⁶ Dunstan (H.M. Inspector of Taxes) vs Young, Austen & Young Ltd. [1989] BTC 77 "We are left with the clear impression that the policy behind those paragraphs of Sch. 7 to which we have referred is that, for the purposes of capital gains taxation, there shall not be a disposal of the original holding, or the acquisition of the new holding (or any deemed disposal or acquisition) where the shareholders remain the same and they hold their shares in the same proportions, notwithstanding that the number of the shares increases (a reorganisation or conversion) or decreases (a reduction) within the same company, or the old shares are replaced by new shares in a company which effectively replaces or represents the old one (take-over, reconstruction or amalgamation)."

第 135 条の要件を充足する場合には、株式の交換取引後も T 社の旧株主は A 社株式の保有を通じて T 社株式を保有し続けることとなり、その結果、取引前と同じ比率の持分保有が継続していると考えることができる。このように整理することによって、株式の交換取引の場合であっても旧株主が保有する持分に実質的な変化はないと考える立場をとっているものと考えられる⁶⁷。

この他、実質的な持分の処分が生じておらず、納税原資となるキャッシュの創出が伴わない点についても課税を繰り延べる理由の一つとする考え方も見られる⁶⁸。

個々の要件の制定趣旨については、本調査において、本制度制定時の議会の記録等において特段の記載を確認することはできなかった。一定の支配関係があることを要件としているのは、一つには A 社株式を通じて T 社株式を保有していると認めるための形式的な要件という側面が考えられるが、第 135 条の課税繰延は事業上の目的のあるテイクオーバーやグループ再編について適用されることを意図したものであり、単なるポートフォリオ投資に対しては適用されないよう制約を設けるために、一定数の株式の取得を要件としたものと捉える意見もあるようである⁶⁹。

また、英国の会社法においては株主総会の特別決議は 75%以上の議決権を保有する株主の賛成が要求されているため、一般的に議決権の 25%超を保有する株主は株主総会の特別決議に関する拒否権を有しているとされる⁷⁰。上記ケース 1 ではこの拒否権を一定程度の支配権を表象するものと捉えて、25%超の普通株式保有を判断基準とされた可能性がある。

2.2.2.3. 課税繰延規定の適用に係るその他の税務上の留意点

(1) 対価として現金等 (boot) を交付する場合の取扱い

A 社が T 社株式取得の対価として T 社株主に A 社株式の他に現金等を交付する場合には、当該現金等の交付部分については T 社株式が譲渡されたものとされ、当該部分についての課税繰延の適用はないものとされている⁷¹が、これをもって株式対価部分の課税繰延が認められなくなるわけで

⁶⁷ Taxation of Company Reorganisations (Pete Miller, George Hardy) “The reason for the policy decision may well have been because transactions of reorganization or reconstruction left shareholders in practically or substantially the same position as before (and, of course, with no cash bounty from the transactions with which to pay any tax bill).” (Chapter 16.4)

⁶⁸ Taxation of Company Reorganisations (Pete Miller, George Hardy) “Again, there is no assistance from the Notes on Clauses for these exceptions to the general rules on disposals, but, arguably, the same logic applies as it does to ordinary reorganisations, that the person either has not made a real disposal (conversions of securities) that the disposal has not generated any cash to permit a tax liability to be paid.” (Chapter 8.2), “The reason for the policy decision may well have been because transactions of reorganisation or reconstruction left shareholders in practically or substantially the same position as before (and, of course, with no cash bounty from the transactions with which to pay any tax bill). Alternatively, it maybe that Parliament realized the commercial importance of transactions such as reorganisations and reconstructions and did not want to discourage cash transactions by imposing an onerous tax burden” (Chapter 16.4)

⁶⁹ Taxation of Company Reorganisations (Pete Miller, George Hardy) “Although there is no available material to discern Parliament’s intention, we assume that these cases exist because the intention was to ensure that the exemption represented by section 135 was available for commercial takeovers and group reorganisations and not for mere portfolio investments and the like”, “Case 1 was replaced by the 25% test in 1977 and Case 3 was introduced in 1992. The amendment to Case 1 was never formally explained, but has always been accepted as a relieving provision, as the 100% rule sometimes operated harshly to deny relief, perhaps where a full takeover was not required (or possible) or where there was a joint takeover. Of course the generosity of Parliament here was tempered by the fact that the same Act introduced the requirement for the transactions to be carried out for bona fide commercial reasons and not for the avoidance of tax.” (Chapter 9.5)

⁷⁰ Companies Act 2006 Article 283

⁷¹ TCGA 1992 section 128(3)

はない。すなわち、英国税務上、株式対価 M&A について boot の交付は認められているといえる。

現金を対価として譲渡した T 社株式に係る譲渡益は、T 社株式の税務簿価を譲渡時の（交付する A 社株式と現金の）時価の比で按分して算出した譲渡原価をもとに計算され、残った T 社株式の税務簿価が課税繰延の対象分として A 社株式の税務簿価に付け替わることとなる⁷²。

(2) 段階的に株式を取得する場合の課税関係

課税繰延要件のうちケース 1 は普通株式の保有割合を基準とするものであるが、株式の交換取引直前に 25% 超の保有がある場合には、そもそもこの要件を充足するとされていることから、株式の交換により追加で何%取得することになるかは課税繰延規定の適用にあたって問題とならない。これはケース 3 の議決権に関しても同様である。つまり、株式の交換取引の実行前に既に要件を充たしている場合には、その後の追加取得の割合にかかわらず課税繰延の対象となるのである⁷³。r

(3) 買収会社 A 社での T 社株式の取得価額

株式の交換取引において課税繰延の取扱いを受ける場合、T 社の旧株主は A 社株式を T 株の税務簿価にて取得することとなるが、一方、買収会社 A 社においては T 社株式を取得時の時価にて取得したものとされる⁷⁴。これは、課税繰延の規定は T 社の旧株主における取扱いを定めたものであり、買収会社 A 社の取扱いには影響を及ぼさないものとして取り扱っている（したがって、通常の株式取得と同様に、資産を時価で取得したものとする原則的な取扱いが適用される）ためである。

(4) 租税回避防止規定

株式の交換取引について、真正なる商業上の理由 (bona fide commercial reasons) がなく、もしくは、課税利益税または法人税を回避することを主な目的とするスキーム等の一部として行われるものである場合は、課税繰延制度の適用が受けられないこととされている⁷⁵。

2.2.2.4. 株式対価 M&A における買収会社等に係る会社法等の手続

(1) 総論

英国の法制度においては、買収会社の株式を対価として対象会社の株式を取得すること自体を目的とする法制度は定められていないが、英国において株式対価 M&A は企業買収の手段として一般的に行われており、その手法は、日本法における現物出資に相当するものと考えられる⁷⁶。具体的には、買収会社が、金銭以外の資産である対象会社株式による出資につき、当該出資を行った対象会社株主に対して自社株式を交付する手法をとることにより、買収会社が自社株式を対価として対象会社の株主から対象会社株式を取得するものとして整理することができる（以下、当該手法を、便宜的に「現物出資」という）⁷⁷。

⁷² TCGA 1992 section 129

⁷³ TCGA 1992 section 135(2)

⁷⁴ TCGA 1992 section 17(1)

⁷⁵ TCGA 1992 section 137

⁷⁶ なお、英国における株式対価の企業買収の手法としては、英国会社法に基づくスキームオブアレンジメント（債権者や株主との間で、和解又は取決めに目的とする手続）も用いられているが、スキームオブアレンジメントは対象会社の株式の 100% を取得する手法であることから、本件調査対象ストラクチャーには含まれないものとする。

⁷⁷ （新規発行ではなく）保有している自己株式の処分については、法文上、金銭を対価とする売却が前提とされている（会社法 727 条）ことから、原則として、①自己株式の処分について対象会社株式を対価とする現物出資の手法をとることは認められず、また②自己株式と他の会社の株式を交換する取引も認められない（そのため、後述するドイツ及びフランスにお

現物出資に関する規制は、英国会社法(以下「会社法」)に定められており、その規制は、英国における会社形態によって異なる。すなわち、英国における会社形態としては、様々な形態が存在するが、大別すると、①Public Company(公開会社)と②Private Company(非公開会社)に分けられ⁷⁸、現物出資の規制も会社形態に応じて必要な手続きが異なる。そこで、まずは、以下において、英国における株式対価 M&A の手法である現物出資に関して、現物出資を受ける買収会社が Public Company である場合と Private Company である場合に分けて規制の概要について説明する(買収会社の属性による差異)。

加えて、2.2.2.1 のとおり、英国の株式対価 M&A において課税繰延が認められる要件の 1 つとして、対象会社の普通株式の 25% 超または議決権の過半数を買収会社が保有する必要があることに鑑み、上場会社等の株式を一定程度取得する際に適用され得る公開買付規制⁷⁹についても、必要な範囲でその概要を説明する⁸⁰(対象会社の属性による差異)。

(2) 現物出資規制の手続の概要

発行会社(すなわち、株式対価 M&A における買収会社)が Public Company または Private Company いずれであっても、会社法上、株式の払込方法に関する総則において、金銭以外の金銭的価値を有するものによる払込みが認められている⁸¹。

もっとも、買収会社(A 社)が Public Company である場合、すなわち、Public Company を発行会社とする現物出資については、出資される非金銭的対価である対象会社(T 社)の株式に関する規制として「株式に対する非金銭対価の評価」(Public company: valuation of non-cash consideration for shares)を実施することが求められている⁸²。具体的には、A 社において、金銭以外の財産の出資を受けて株式を割当てて場合には、一定の例外⁸³を除き、①Valuer(評価人)⁸⁴の報告書が、当該株式割当ての直前 6 か月の期間内に、A 社に提出されており、②当該報告書の写しが、割当てを受ける予定の者(T 社株主)に送付されている必要がある⁸⁵。

いては、株式対価 M&A の手法として、株式譲渡取引の一類型として買収会社が保有する自己株式を対価として対象会社の株式と交換する方法が挙げられるが、英国においては、当該手法は原則として認められないものと考えられる。)

⁷⁸ Public Company と Private Company の主要な相違点としては、①Public Company には証券公募が認められているのに対して、Private Company には証券公募が認められていない(会社法 755 条等)こと、及び②Public Company には 5 万ポンドの最低資本金規制(会社法 763 条)が課せられているのに対して、Private Company には最低資本金の規制は設けられていないことが挙げられる。

⁷⁹ 英国における公開買付けは、従来は英国における M&A 実務関係者による自主規制として存在してきた The Takeover Code(以下「コード」)により規制されてきたが、2006 年に会社法の中にもコードの存在を前提として公開買付けに関する明文規定が設けられることになった。

⁸⁰ 公開買付規制は、規制の内容や適用関係が複雑であり、本書では課税繰延との関係で必要最小限の記載に留めているため、全ての規制について触れているわけではないことに留意されたい。

⁸¹ 会社法 582 条 1 項

⁸² 会社法 593 条 1 項

⁸³ A 社と T 社との間で一定の取決め(スキームオブアレンジメントなどを含む、合意、計画等がこれに該当する。)がある場合が挙げられる(会社法 594 条)。

⁸⁴ Valuer は、以下の要件を満たす必要がある(会社法 1150 条・1151 条)。

(i) Statutory auditor(法定監査役)として選任される資格を有する者であること(①recognised supervisory body(認可監督団体)の会員であり、かつ②当該団体の規則に基づき選任される適格性を有すること(会社法 1212 条))、及び(ii)英国会社法 1151 条に定められる独立性の要件を満たす者であること(例: 当該会社又は関係会社の役員若しくは従業員ではないこと等)。

なお、Valuer の選任にあたっては、英国会社法上、特段の手続は要求されておらず、株主総会や取締役会の選任決議は不要であるとともに、裁判所の関与も必要とされていない。

⁸⁵ 会社法 593 条 1 項

これに対して、A 社が **Private Company** である場合、すなわち、**Private Company** を発行会社とする現物出資については、上記の **Public Company** に関する「株式に対する非金銭対価の評価」のような非金銭的対価に関する特段の規制は定められていないため、**Valuer** の報告書の作成・提出という手続的な制約なく現物出資を行うことができる。

なお、**Public Company** 及び **Private Company** いずれにおいても、取締役に対する現物出資財産の不足額填補責任等、現物出資財産の評価自体を対象とする取締役の法的責任は明文では規定されていないが、特に、現物出資において **Valuer** の評価書が必要とされない **Private Company** においては、取締役の一般的義務との関係で現物出資財産の評価について問題が生じないよう慎重な対応が求められるのが通例である。

(3) 公開買付規制の手続の概要

英国においては、対象会社である T 社が(上場・非上場を問わず) **Public Company** である場合は、A 社が T 社の株式を一定割合以上取得したことにより、さらに公開買付けの実施が義務付けられるなどの規制が適用され得る。

英国における公開買付けの手法としては、一定の場合に公開買付けの実施が義務となる **Mandatory Offer** と、任意の公開買付けである **Voluntary Offer** があり、**Mandatory Offer** の規律としては、大要、①30%超の議決権を取得した場合または②既に 30%以上 50%以下の議決権に係る株式を所有している者が株式を追加的に取得した場合に、当該取得後にさらに公開買付けの実施が義務付けられる^{86・87・88}。

株式対価 M&A を実施するに際して影響を及ぼす **Mandatory Offer** と **Voluntary Offer** の主要な相違点としては、**Mandatory Offer** においては、買付けに係る条件として、現金を対価(または現金を選択的な対価)とする必要があるのに対して⁸⁹、**Voluntary Offer** においては、一定の例外⁹⁰の場

⁸⁶ 日本においては、例えば、買付け後の株券等所有割合が 3 分の 1 超となる買付け自体を公開買付けにより行わなければならないのに対し、英国においては、議決権割合が 30%超となる株式の取得自体については公開買付け以外の方法により可能であるが、当該取得後に他の全ての株式を対象として **Mandatory Offer** を行わなければならない。

⁸⁷ コード 9.1

⁸⁸ なお、**Mandatory Offer** により公開買付けが義務付けられる場合以外においても、A 社は、T 社の株主から T 社株式を広く買い集めることを目的として、**Voluntary Offer** を行うことができる。

⁸⁹ 加えて、最低買付価格に関する制約が定められている(コード 9.5)。

⁹⁰ 一定の例外としては、例えば、買付期間及び過去 12 か月間に現金を対価として T 社の株式に係る議決権の 10%以上を取得した場合等には、原則として当該取得において支払った最高価格を現金による対価(又は現金を選択的な対価)とする必要がある点が挙げられる(コード 11.1)。

合を除き、これらの制約は課せられず、対価に関しても（現金を選択的な対価とせずに）自社株式を対価⁹¹とすることが可能であることが挙げられる^{92・93}。

⁹¹ なお、親会社株式の取得は原則として禁止されていることから（会社法 136 条）、A 社の親会社株式を対価として T 社株式を取得する取引は一般的ではないと考えられる。

⁹² **Mandatory Offer** 及び **Voluntary Offer** いずれにおいても、かかる公開買付けにより A 社が 50% 超の議決権を取得するだけの応募がない限り、原則として、当該公開買付手続きによっては 1 株も取得することができない（すなわち、**Mandatory Offer** 及び **Voluntary Offer** いずれにおいても、原則として、その実施により議決権割合が 30% 以上 50% 以下となる取得は認められていない）に加えて、50% 超の応募があった場合、原則として、当該応募された株式の全てを取得しなければならない（全部買付義務）。

⁹² 上記①のとおり、30% 超の議決権を取得した場合には更に **Mandatory Offer** の実施が義務付けられるのが原則であるが、**Mandatory Offer** を義務付けられない状況において **Voluntary Offer** を実施した結果として議決権を取得する場合には、更に **Mandatory Offer** を実施する必要がない場合もある（例えば、30% 超の議決権を保有していない状況で **Voluntary Offer** を行い、その結果、50% 超の議決権を取得した場合には、**Mandatory Offer** が適用される上記①の要件に形式的には該当することになるが、このように **Voluntary Offer** を行った結果として議決権を取得することとなった場合には、更に **Mandatory Offer** の実施が義務付けられることはない（コード 9.1））。

2.2.3. ドイツ

2.2.3.1. 株式対価 M&A の課税繰延の要件

ドイツにおける株式対価 M&A を含む「株式の交換取引」に関する税務上の取扱いは、組織再編税法 (UmwStG) 第 21 条に規定されており、そこでは、時価取引を原則としつつ、一定の要件を満たす場合に、買収対象会社 (T 社) の株主における課税の繰延べを認めている。

課税繰延の基本的な要件は以下のとおりである。

- A 社から T 社株主に対して、1 以上の株式が発行されること
- A 社が T 社株式の簿価引継を選択すること
- A 社が T 社に対する議決権の過半数を直接取得すること (既に保有している議決権と合算して過半数に達する場合を含む)
- A 社により交付された株式以外の対価が、出資された T 社株式簿価の 25% 以下であるか、または、500,000 ユーロ以下 (ただし T 社株式簿価が 500,000 ユーロ以下である場合は、その価額以下) であること
- T 社株式の将来の譲渡にかかる譲渡益に対するドイツの課税権が制限されないこと
- A 社株式の将来の譲渡にかかる譲渡益に対するドイツの課税権が制限されないこと

これらの要件は、組織再編税法第 21 条の原文において、具体的に次のとおり規定されている。

Umwandlungssteuergesetz (組織再編税法)

§ 21 Bewertung der Anteile beim Anteilstausch (第 21 条 持分の交換に係る持分の評価)

(1)⁹⁴ ① Werden Anteile an einer Kapitalgesellschaft oder einer Genossenschaft (erworbene Gesellschaft) in eine Kapitalgesellschaft oder Genossenschaft (übernehmende Gesellschaft) gegen Gewährung neuer Anteile an der übernehmenden Gesellschaft eingebracht (Anteilstausch), hat die übernehmende Gesellschaft die eingebrachten Anteile mit dem gemeinen Wert anzusetzen. ② Abweichend von Satz 1 können die eingebrachten Anteile auf Antrag mit dem Buchwert oder einem höheren Wert, höchstens jedoch mit dem gemeinen Wert, angesetzt werden, wenn

1. die übernehmende Gesellschaft nach der Einbringung auf Grund ihrer Beteiligung einschließlich der eingebrachten Anteile nachweisbar unmittelbar die Mehrheit der Stimmrechte an der erworbenen Gesellschaft hat (qualifizierter Anteilstausch) und soweit

2. der gemeine Wert von sonstigen Gegenleistungen, die neben den neuen Anteilen gewährt werden, nicht mehr beträgt als

a) 25 Prozent des Buchwerts der eingebrachten Anteile oder

⁹⁴ (第 21 条第 1 項仮訳)「① 法人または協同組合 (被取得会社) の持分が、他の法人または協同組合 (取得会社) の新しい持分の付与を対価として、当該取得会社に対して拠出されたときは、取得会社は、被取得会社の持分を時価をもって評価しなければならない。

② 第 1 文にかかわらず、以下のいずれをも満たす場合、申請により、簿価、または簿価以上時価未満の価額をもって受け入れることができる。

1. 当該拠出の結果、取得会社が被取得会社にかかる議決権の過半数を直接に保有することが証明されること (適格持分交換)

2. 持分以外の対価の時価が、(a) 拠出された持分の簿価の 25%、または、(b) 500,000 ユーロ (ただし、拠出された持分の簿価を上限とする) を超えないこと

③ 第 20 条第 2 項第 3 文を準用する。

④ 拠出者が新しい持分に加えてその他の対価を受領する場合、当該その他の対価の時価が第 2 文の価額を超えるときは、拠出された持分は、第 2 文にかかわらず、当該その他の対価の時価を下回らない価額をもって評価しなければならない。」

b) 500 000 Euro, höchstens jedoch den Buchwert der eingebrachten Anteile.

③ § 20 Absatz 2 Satz 3 gilt entsprechend. ④ Erhält der Einbringende neben den neuen Gesellschaftsanteilen auch sonstige Gegenleistungen, sind die eingebrachten Anteile abweichend von Satz 2 mindestens mit dem gemeinen Wert der sonstigen Gegenleistungen anzusetzen, wenn dieser den sich nach Satz 2 ergebenden Wert übersteigt.

組織再編税法第 21 条は、買収会社 (A 社) において、出資により受け入れる買収対象会社 (T 社) 株式をどのように評価するかを規定しており、その第 1 項第 1 文において、まず、原則として時価取引によりこれを評価すると定めている。すなわち、買収対象会社たる法人⁹⁵または協同組合の株式⁹⁶が、他の法人または協同組合 (買収会社) の新株の付与を対価として当該買収会社に対して拠出された場合、買収会社は、買収対象会社株式を時価をもって受け入れなければならない。

続いて第 2 文及び第 3 文は、上記の時価取引の原則に対する例外として、以下 3 つの要件のいずれをも満たす場合、買収会社 (A 社) の申請により、簿価、または簿価以上時価未満の価額をもって受け入れることができると定める。

- 当該拠出の結果、A 社が T 社にかかる議決権の過半数を直接に保有することが証明されること (「支配要件」)
- 株式以外の対価の時価が、(a) 拠出された株式の簿価の 25%、または、(b) 500,000 ユーロ (ただし、拠出された株式の簿価を上限とする) を超えないこと (「Boot 制限条項」)
- 拠出された T 社株式の (将来における) 譲渡により A 社において生じる利益に対するドイツ連邦共和国の課税権が排除または制限されないこと (第 20 条第 2 項第 3 文の準用)⁹⁷

第 4 文は、株式以外の対価が交付された場合の処理を定めている (後述)。

以上は、A 社における T 社株式の受入れに関する規定である。次に、第 21 条第 2 項において、T 社株主における課税の取扱いが定められている。

(2)⁹⁸ ① Der Wert, mit dem die übernehmende Gesellschaft die eingebrachten Anteile ansetzt, gilt für den Einbringenden als Veräußerungspreis der eingebrachten Anteile und als Anschaffungskosten der

⁹⁵ 本稿では、Kapitalgesellschaft (資本公司) を便宜上、「法人」と訳す。

⁹⁶ 本稿では、Anteile (持分) を便宜上、「株式」と訳す。

⁹⁷ “das Recht der Bundesrepublik Deutschland hinsichtlich der Besteuerung des Gewinns aus der Veräußerung des eingebrachten Betriebsvermögens bei der übernehmenden Gesellschaft nicht ausgeschlossen oder beschränkt wird” (「拠出された資産の譲渡により生じる利益に対するドイツ連邦共和国の課税権が排除または制限されないこと」)

⁹⁸ (第 21 条第 2 項仮訳) 「① 取得会社がその拠出された持分の評価に用いた価額は、拠出者において、その拠出した持分にかかる譲渡価額及びその受領する持分の取得価額として取り扱われる。

② 第 1 文にかかわらず、拠出された持分に関して、当該拠出の後において当該持分の譲渡により生じる利益に対する課税に関するドイツ連邦共和国の権利が排除または制限されるときは、拠出者における譲渡価額及び受領した持分の取得価額は、当該拠出された持分の時価とする。当該受領した持分の譲渡により生じる利益に対する課税に関するドイツ連邦共和国の権利が排除または制限されるときも同様とする。

③ 第 2 文の場合において、第 1 項第 2 文に定める条件を満たすときは、次のいずれかの場合、申請により、帳簿価額または帳簿価額以上時価未満の価額をもって、拠出した持分の譲渡価額及び受領した持分の取得価額とみなすことができる。

1. 当該受領する持分の譲渡により生じる利益に対する課税に関するドイツ連邦共和国の権利が排除または制限されない場合

2. 持分の交換により生じる利益に対する課税が EU 合併指令第 8 条を理由として認められない場合 (この場合、二重課税防止条約の規定にかかわらず、受領する持分の将来の譲渡により生じる利益については、被取得会社の持分の譲渡があったものとみなして課税する。所得税法第 15(1a) 条第 2 文を準用する。)

erhaltenen Anteile. ❷ Abweichend von Satz 1 gilt für den Einbringenden der gemeine Wert der eingebrachten Anteile als Veräußerungspreis und als Anschaffungskosten der erhaltenen Anteile, wenn für die eingebrachten Anteile nach der Einbringung das Recht der Bundesrepublik Deutschland hinsichtlich der Besteuerung des Gewinns aus der Veräußerung dieser Anteile ausgeschlossen oder beschränkt ist; dies gilt auch, wenn das Recht der Bundesrepublik Deutschland hinsichtlich der Besteuerung des Gewinns aus der Veräußerung der erhaltenen Anteile ausgeschlossen oder beschränkt ist. ❸ Auf Antrag gilt in den Fällen des Satzes 2 unter den Voraussetzungen des Absatzes 1 Satz 2 der Buchwert oder ein höherer Wert, höchstens der gemeine Wert, als Veräußerungspreis der eingebrachten Anteile und als Anschaffungskosten der erhaltenen Anteile, wenn

1. das Recht der Bundesrepublik Deutschland hinsichtlich der Besteuerung des Gewinns aus der Veräußerung der erhaltenen Anteile nicht ausgeschlossen oder beschränkt ist oder

2. der Gewinn aus dem Anteilstausch auf Grund Artikel 8 der Richtlinie 2009/133/EG nicht besteuert werden darf; in diesem Fall ist der Gewinn aus einer späteren Veräußerung der erhaltenen Anteile ungeachtet der Bestimmungen eines Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung in der gleichen Art und Weise zu besteuern, wie die Veräußerung der Anteile an der erworbenen Gesellschaft zu besteuern gewesen wäre; § 15 Abs. 1a Satz 2 des Einkommensteuergesetzes ist entsprechend anzuwenden.

❹ Der Antrag ist spätestens bis zur erstmaligen Abgabe der Steuererklärung bei dem für die Besteuerung des Einbringenden zuständigen Finanzamt zu stellen. ❺ Haben die eingebrachten Anteile beim Einbringenden nicht zu einem Betriebsvermögen gehört, treten an die Stelle des Buchwerts die Anschaffungskosten. ❻ § 20 Abs. 3 Satz 3 und 4 gilt entsprechend.

A 社によって選択された T 社株式の取得価額は、抛出者(T 社株主)側で、その抛出した株式にかかる譲渡価額及びその受領する株式(A 社株式)の取得価額として取り扱われる(第 2 項第 1 文)。すなわち、ここで、T 社株式の受入価額として A 社が選択した取得価額が、基本的には T 社株主における T 社株式の譲渡価額として取り扱われることが定められている。

ただし、当該抛出の結果として、抛出された T 社株式の A 社における将来の譲渡益に対するドイツの課税権が排除または制限される場合、または、T 社株主が受領する A 社株式の T 社株主における将来の譲渡益に対するドイツの課税権が排除または制限される場合には、抛出する T 社株式の譲渡価額及び受領する A 社株式の取得価額は、T 社株式の時価とされる(第 2 文)。

もっとも、第 2 文のケースに対するさらなる例外として、上記第 1 項第 2 文の要件(すなわち、支配要件及び Boot 制限条項)を満たすことを前提として、①受領する A 社株式の将来の譲渡益に対するドイツの課税権が排除または制限されない場合、または、②株式の交換取引にかかる譲渡益に係る課税が EU 合併指令第 8 条⁹⁹を理由として認められない場合、T 社株主の申請により、簿価、または簿価以上時価未満の価額をもって、T 社株式の譲渡価額及び受領する A 社株式の取得価額とみなすことができる(第 2 項第 3 文)。ここでは、支配要件と Boot 制限条項を満たすことが求められているが、A 社が実際に簿価(または簿価と時価の中間の価額)によって T 社株式を受け入れたかどうかは問われない。

④ 当該申請は、申告書の最初の提出までに、抛出者の所轄税務署に対して提出しなければならない。

⑤ 抛出された持分が抛出者の事業資産の一部ではなかった場合、取得費用をもって帳簿価額とみなす。

⑥ 第 20 条第 3 項第 3 文及び第 4 文を準用する。」

⁹⁹ EU 合併指令 (Council Directive 90/434/EEC、Council Directive 2005/19/EC により修正) 第 8 条は、同指令が定める合併、分割及び株式の交換 (exchange of shares) に際して、買収対象会社株主に対して課税してはならない旨を規定している (“On a merger, division or exchange of shares, the allotment of securities representing the capital of the receiving or acquiring company to a shareholder of the transferring or acquired company in exchange for securities representing the capital of the latter company shall not, of itself, give rise to any taxation of the income, profits or capital gains of that shareholder.”)。

2.2.3.2.課税繰延規定導入の背景及び理論的根拠

(1) 課税繰延導入の経緯及び歴史的背景

時期	関連法令	措置(改正)内容
1969 年	1969 年組織再編税法	課税繰延規定の立法化
1977 年	1977 年組織再編税法	1969 年組織再編税法からの重大な変更はない。
1992 年	1992 年改正	EU 合併指令施行 ・ 「議決権過半数」要件の規定 ・ Boot 制限(10%)の導入
1995 年	1995 年組織再編税法	改正前と基本的に変わらない
2006 年	2006 年組織再編税法	EU 域内クロスボーダー再編への適用拡大 ・ 現物出資一般にかかる規定(第 20 条)から独立した条項(第 21 条)へ、「持分の交換」(Anteilstausch)を定義
2015 年	2015 年改正	「Porsche-Deal」(実質的には現金対価であった再編取引)への対応として、Boot の制限として 25%/EUR 500k ルールを導入

株式の交換取引について、T 社株主レベルにおける課税繰延の取扱いに関する最初の立法は、1969 年のドイツの最初の組織再編税法である「企業形態の変更における課税措置に関する法律」(“Gesetz über Steuererliche Maßnahmen bei Änderung der Unternehmensform“、以下「1969 年組織再編税法」)の第 17 条(「取得会社の新規出資持分の付与を対価とする、事業、部分事業または組合持分の法人への拠出」¹⁰⁰)にまで遡る。かかる立法以来、課税繰延に関する規定は数度の改正を経ているが、出資を行う T 社株主レベルでの税務中立性(株式の含み益に対する課税の繰延べ)を、買収会社における税務中立性(取得した T 社株式の簿価引継)の選択に関連付けるといった基本コンセプトは、現在に至るまで変更されていない。

1992 年改正は、同時期に導入された EU 合併指令と調和させるべく、議決権過半数要件及び Boot 制限条項を導入した。

2006 年の改正では、「持分の交換」(Anteilstausch)を一般の現物出資とは別に独立の条項として規定することとし、EU 合併指令の改正に合わせて、EU 域内で行われるクロスボーダー再編にも課税繰延の適用を拡大することとした。現行法は基本的に 2006 年組織再編税法をベースとしているが、2015 年、Boot の使用制限について新しいルールが導入されている。

(2) 課税繰延規定の趣旨

(i) 課税繰延を正当化する根拠

1969 年組織再編税法は、「持分の交換」のみならず合併等の組織再編を包括的に取り扱っているが、当時の法案によれば、それは、(その当時における)現代経済社会の環境変化、すなわち、進展増大する国境を越えた欧州レベルでの企業結合及びグローバリゼーションに対応するために導入されたものとしている。企業は益々急速に変化する市場条件に対してよりダイナミックに適応する必要があること、また、必要な組織再編(現物出資による事業の移転や合併)の実現が課税によって妨

¹⁰⁰ “Einbringung eines Betriebs, Teilbetriebs oder Mitunternehmeranteils in eine Kapitalgesellschaft gegen Gewährung von Gesellschaftanteilen“

げられていることも指摘されていた。特定の業種については組織再編にかかる税制上の優遇規定が既に存在していたが、そのような経済上の課題に対処する観点から、これを一般化して包括的な立法とすることについてコンセンサスがあり、また、他の欧州諸国において既に同様の制度が導入されていた、とも説明されている¹⁰¹。

もともと、現物出資に際しての出資者レベルでの課税繰延取扱いは、当時既に、第二次世界大戦前にまで遡る一連の判例によって確立された法的根拠を与えられており、1969 年組織再編税法第 17 条は、既に実務において適用されていた判例法を成文化したものであった。1969 年組織再編税法にかかる法案において、第 17 条(法案提出段階では第 15 条)の立法趣旨が次のとおり述べられている¹⁰²。

「取得会社の新規出資持分の付与を対価とする、事業、部分事業または組合持分の法人への抛出は、それ自体として、出資対象資産の含み益の実現を導く交換取引である。しかしながら、判例法は、出資者が当該出資の後において、当該法人に対して重要な持分を保有し(**wesentlich beteiligt**)、当該法人が出資された経営資産を旧来の帳簿価額をもって取得する場合には、含み益の実現を否定している。これは、旧来の個人企業または旧来の人的会社の経営を通じて携わってきた経済的取組み(**wirtschaftliche Engagement**)は、その形態は異なれども、継続されることを前提としているものといえる。また、経済的見地からは、いまや、付与された出資持分は出資された経営資産を表象するものといえる¹⁰³。したがって、出資時点においては未だ利益の実現がないとの仮定が正当化される。このようにして、出資は損益中立的に実施されることとなり、その場合、利益の実現は、付与された出資持分を出資者が譲渡する際に初めて生じる。(中略)

本法案は、法人の出資持分を対価とする、事業、部分事業または組合持分の法人への損益中立的な抛出に対して適用される規定を制定することを目的とする。ここで、出資者が法人に対して重要な持分を保有する場合にのみ損益中立的な出資を認めるとする判例により採用された条件は放棄されるが、かかる制限は、必須のものではないからである。すなわち、かかる制限は、ドイツ経済における再編、さらにはまた小規模企業の大企業への統合のための必要性を満たさないものであり、したがって、法案は、出資者が取得企業に対して重要な持分を保有しない場合であっても、法人の出資持分を対価とする、事業、部分事業または組合持分の損益中立的な出資を認めることを規定しようとするものである。」

ただし、1969 年組織再編税法においては、法人の株式を他の法人に対して抛出する場合(すなわち、本稿が検討の対象とする株式の交換取引)においては、抛出される T 社株式が T 社の資本金の全額を構成する場合、すなわち T 社株主が T 社株式を 100%保有している場合のみ、課税繰延に係る規定を準用するものと規定されていた(1969 年組織再編税法 17 条 6 項)。

しかしながら、1969 年に立法化された、「取得会社の新規出資持分の付与を対価とする、事業、部分事業または組合持分の法人への抛出」に関する課税繰延規定は、(いわば現物出資の一つの特殊な形態としての)株式の交換取引に関する規定を含め、現行法の規定と極めて近いものであった。

¹⁰¹ 1969 年組織再編税法法案 - BT-Drs. V/3186, „Entwurf eines Gesetzes über Steuerleichterungen bei Änderung der Unternehmensform“, 8.

¹⁰² Ibid. 14.

¹⁰³ “Sie geht dabei davon aus, daß das durch den Betrieb des bisherigen Einzelunternehmens oder der bisherigen Personengesellschaft eingegangene wirtschaftliche Engagement - wenn auch in einer anderen Form - fortgeführt wird. Wirtschaftlich gesehen repräsentierten nunmehr die gewährten Gesellschaftsanteile das eingebrachte Betriebsvermögen.”

課税繰延の趣旨に関しては、判例法をベースとして、「出資者が出資に際して税金を負担しない限りにおいて、出資者が現物出資に際して取得する取得企業の持分は、出資された資産の含み益を表象する」という考え方を踏まえて設計されている。

T 社株式の価値(含み益を含む)が受領する A 社株式に表象されるという考え方により、A 社株式の新規の持分が付与されることが求められ、また、取得企業の増資(資本金の増加)が要件とされた。そのようなケースにおいて、T 社株式を簿価で認識することが許容され、他方、T 社株主レベルでの処理は A 社において認識された価値(受入価額)に拘束されることが規定された。

これに対応して、A 社において T 社株式を時価(または簿価以上時価未満の価額)で受け入れた場合、すなわち、いわゆる移転資産のステップアップが生じた場合には、T 社株主は、旧株の含み益に対する課税を負担しなければならない。

boot が用いられるケースに関しては、T 社株主に対して付与される金銭等の対価の時価が T 社株式の簿価を超える場合には、強制的にステップアップする(すなわち T 社株主レベルで課税される)ことと規定された¹⁰⁴。この原則は判例法によって確立されたものであるが、その論理は、追加的な対価が出資対象資産たる T 社株式の簿価を超える限りにおいて、出資者が既存事業を株主の立場という形で継続するとの前提を置くことはできない、という考え方により、正当化されたものである¹⁰⁵。

(ii) 課税繰延措置に対する制限

課税繰延は、買収会社レベルにおいても、T 社株主レベルにおいても、繰延べられた含み益に対する課税が、将来において実現しうることが保証される場合にのみ正当化される。このような認識から、課税繰延措置に対する制限が導入された。資産の含み益に対するドイツの課税権を確保するため、T 社株主が受領した A 社株式に対するドイツの課税権が(租税条約等により)制限されない場合等の要件が課されている(詳細は上記参照)¹⁰⁶。

(iii) 50%超議決要件

上述のとおり、株式の交換取引に対する課税繰延規定は、立法当初、出資者(T 社株主)が対象会社持分を 100%保有する場合において、その 100%持分を他の法人に拠出する場合にのみ適用されていた。ところが、1992 年の改正により、そのような「100%株式交換」の限定が外され、買収会社が買収対象会社に対する議決権持分の過半数を取得する場合(「適格株式交換」)には、原則として、課税繰延が適用できることとなった。

かかる改正は、1990 年に採択され 1992 年より適用開始となった旧 EU 合併指令における exchange of shares に関する規定との整合を図るために行われたものである。

課税繰延の条件として、ドイツの判例及び 1969 年組織再編税法は上述のとおり 100%株式交換を要求していた一方で、EU 合併指令は、交換取引の結果として A 社が T 社にかかる議決権の過半数を有することを要件としている。過半数の議決権を通じた「支配影響力」の取得により、100%の資

¹⁰⁴ 組織再編税法第 21 条第 1 項第 4 文

¹⁰⁵ 1969 年組織再編税法法案 - BT-Drs. V/3186, 15.

¹⁰⁶ ドイツの課税権に制限が課される場合としては、二重課税防止のための租税条約を締結している国が関与するケースが想定されている。例えば、T 社株主(ドイツ居住者)が A 社(ドイツ法人)に対して T 社(ドイツ法人)株式を出資拠出し、対価として A 社株式を受け取る。このとき、A 社株式が T 社株主のドイツ国外支店によって保有されることとなる場合、ドイツとその国の租税条約で二重課税排除の方法として国外所得免除方式が採用されているときは(実際、ドイツが締結している租税条約のほとんどは国外所得免除方式を採用している)、ドイツの課税権が及ばなくなるため、ドイツ課税権留保の要件を満たさないこととなる。

本関係がなくとも、T 社の旧株主と移転した法人の事業との間に継続した関係を認め、これを課税繰延の根拠としたと整理することも考えられるが、この点を明確に論じた文献は見当たらない。

2.2.3.3. 課税繰延規定の適用に係るその他の税務上の留意点

(1) 対価として現金等交付 (boot) を交付する場合の取扱い

ドイツ税務上、株式対価 M&A について boot の交付は認められている。株式以外の対価の時価が、(a) 抛出了された株式の簿価の 25%、または、(b) 500,000 ユーロ (ただし、抛出了された株式の簿価を上限とする) を超えない範囲であれば、boot を交付したとしても株式対価部分について課税繰延は適用される。

(2) 段階的に株式を取得する場合の課税関係

議決権の保有割合に関する要件は、A 社が T 社に対する議決権の過半数を直接取得すること (既に保有している議決権と合算して過半数に達する場合を含む) とされている。つまり、株式の交換取引の時点で、既に A 社が T 社に対する議決権の過半数を保有している場合には、その他の課税繰延要件を充足すれば、その後追加取得する議決権数にかかわらず課税繰延の対象となるのである。

(3) 買収会社 A 社での T 社株式の取得価額

前述のとおり、A 社における T 社株式の取得価額は、原則として T 社株式の取得時の時価となるが、組織再編税法第 21 条第 1 項第 2 文に定める要件を満たす場合は、A 社の申請により簿価または簿価以上時価未満の価格によることが可能とされている。この A 社における T 社株式の取得価額が、基本的には T 社株主における T 社株式の譲渡価額及びその譲渡の対価として取得する A 社株式の取得価額となるという関係となっている¹⁰⁷。

(4) 租税回避防止規定

2006 年改正では、EU 域内クロスボーダー再編に対して広く課税繰延措置の適用を認めると同時に、一定の歯止めも設けている。株式の交換取引により取得した T 社株式を、A 社がすぐに第三者に譲渡するような場合まで課税の繰延べを認める必要はない。そのような第三者への譲渡のためのいわば準備段階として行われる株式の交換取引に対する課税を確保するため、組織再編税法第 22 条 2 項において、遡及的課税が定められている。

A 社が、株式の交換取引により時価未満の価額をもって取得した T 社株式を、当該株式の交換取引が行われた時点から 7 年以内に、直接または間接に譲渡した場合 (仮に交換取引時点において T 社株主が譲渡した場合に、資本参加免税 (法人税法第 8b 条第 2 項) の適用により免税となる場合を除く¹⁰⁸)、抛出自ら生じる譲渡益は、抛出自ら行われた事業年度に遡及して、抛出自ら (T 社の旧株主) の譲渡益として課税される。

当該規定は事実上、課税繰延の濫用防止規定として機能するが、当事者 (特に T 社の旧株主) の認識や関与といった主観的な要件はなく、A 社による 7 年内の T 社株式の譲渡という客観的な要件に従って機械的に適用される。

時の経過に比例して濫用の可能性は低くなるであろうとの仮定のもと、遡及的課税の対象となる譲渡

¹⁰⁷ 例外的取扱いについては 2.2.3.1 参照

¹⁰⁸ 法人株主の場合は通常、持分割合に関係なく、資本参加免税制度により株式譲渡益に対する課税が免除されるため、実際に問題となるのは個人株主である。

益は、12 か月ごとに 7 分の 1 ずつ低減することとされている（第 22 条第 2 項第 2 文、第 22 条第 1 項第 2 文）。

2.2.3.4.株式対価 M&A における買収会社等に係る会社法等の手続

(1) 総論

ドイツの法制度においては、買収会社の株式を対価として対象会社の株式を取得すること自体を目的とする法制度は定められていないが、ドイツにおいて株式対価 M&A は企業買収の手段として一般的に行われており、その手法としては、①株式譲渡取引の一類型として買収会社が保有する自己株式を対象会社の株式の取得の対価とする方法、及び②日本法における現物出資に相当する方法（具体的には、金銭以外の資産である対象会社株式による出資につき、当該出資を行った対象会社株主に対して自社株式を交付する手法をとることにより、買収会社が自社株式を対価として対象会社の株主から対象会社株式を取得するものとして整理することができる）が挙げられる（以下、当該手法を、便宜的に「現物出資」という）。この点、上記①については、株主総会等の特別な手続は不要であることから、本調査の対象とはせず、以下、ドイツにおける現物出資の規制の概要について記載する¹⁰⁹。

現物出資に関する規制は、ドイツ株式会社法（以下「株式会社法」）やドイツ有限責任会社法（以下「有限責任会社法」）に定められており、その規制は、ドイツにおける会社形態によって異なる。すなわち、ドイツにおける会社形態は、様々な形態が存在するが、主なものとしては、AG（株式会社）と GmbH（有限会社）が挙げられ、現物出資の規制も会社形態に応じて必要な手続きが異なる。そこで、まずは、以下において、ドイツにおける株式対価 M&A の手法である現物出資に関して、現物出資を受ける買収会社が株式会社、有限会社及び（有限会社の一形態である）UG（有限責任事業会社）である場合に分けて規制の概要について説明する（買収会社の属性による差異）¹¹⁰。

加えて、2.2.3.1 のとおり、ドイツの株式対価 M&A において課税繰延が認められる要件の 1 つとして、対象会社に対する議決権の過半数を買収会社が取得する必要があることに鑑み、上場会社等の株式を一定程度取得する際に適用され得る公開買付規制についても、必要な範囲でその概要を説明する（対象会社の属性による差異）。なお、ドイツにおける公開買付規制は、Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz（以下「公開買付法」）に定められている¹¹¹。

(2) 現物出資規制の手続の概要

株式会社及び有限会社いずれにおいても、現物出資が認められている¹¹²。これに対して、有限責任事業会社においては、出資は金銭に限定されており、現物出資は認められていない¹¹³。

¹⁰⁹ 現物出資において、（新規発行ではなく）保有している自己株式を交付することは認められていないことから、以下、現物出資においては、新規発行を前提とする。

¹¹⁰ 株式会社と有限会社の相違点として、株式会社における株式は原則譲渡が自由（株式会社法 68 条）であるのに対して、有限会社における出資持分を譲渡する場合には公証が必要とされている（有限会社法 15 条）。また、株式会社の最低資本金は 50,000 ユーロ（株式会社法 7 条）であるのに対して、有限会社の最低資本金は 25,000 ユーロ（有限会社法 5 条 1 項）とされているとともに、有限責任事業会社における最低資本金は 1 ユーロ（有限会社法 5a 条 1 項参照）とされている。

¹¹¹ 公開買付規制は、規制の内容や適用関係が複雑であり、本書では課税繰延との関係で必要最小限の記載に留めているため、全ての規制について触れているわけではないことに留意されたい。

¹¹² 株式会社においては株式会社法 205 条 1 項が定められており、有限会社においては有限会社法 5 条 4 項等が定められている。

¹¹³ 有限会社法 5a 条 2 項

まず、買収会社(A社)が株式会社である場合、対象会社(T社)の株式の現物出資を受ける際には、原則として¹¹⁴、裁判所が選任する Auditor¹¹⁵による評価書が必要となる¹¹⁶。

これに対して、A社が有限会社である場合、T社株式の現物出資を受ける際には、株式会社とは異なり、裁判所が選任する Auditor による評価書は必要とされていない。もっとも、この場合、実務上は、有限会社自らが選任する十分な経験等を有している専門家が作成する評価書に基づく現物出資財産の評価を行うことが通例である。

なお、株式会社及び有限会社いずれにおいても、取締役に対する現物出資財産の不足額填補責任等、現物出資財産の評価自体を対象とする取締役の法的責任は明文では規定されていないが、特に、株式会社において上記現物出資の例外規定で対応する場合やそもそも現物出資の規制のない有限会社においては、取締役の一般的義務との関係で現物出資財産の評価について問題が生じないよう慎重な対応が求められるのが通例である。

(3) 公開買付規制の手続の概要

ドイツにおいては、対象会社である T 社が上場会社である場合は、A 社が T 社株式を一定割合以上取得したことにより、さらに公開買付けの実施が義務付けられるなどの規制が適用され得る。

ドイツにおける公開買付けの手法としては、一定の場合に公開買付けの実施が義務となる **Mandatory Offer** と任意の公開買付けである **Voluntary Offer** があり¹¹⁷、**Mandatory Offer** の規律としては、大要、対象会社である T 社の 30% 以上の議決権を取得した場合に、当該取得後にさらに公開買付けの実施が義務付けられる^{118・119・120}。

この点、**Mandatory Offer** 及び **Voluntary Offer** においては、対価は、金銭(ユーロ)または取引所に上場されている株式でなければならない^{121・122}。従って、A 社株式が取引所に上場されていない

¹¹⁴ 例外としては、例えば、①現物出資財産が市場価格のある株式である場合で、かつ当該株式の評価額が直近 3 か月の当該市場価格の加重平均で算定されている場合、又は②市場価格のある株式以外の財産(例: 市場価格のない株式等)については、その評価額が現物出資の直前の 6 か月の期間内に十分な経験等を有している専門家により行われたものである場合には、上記現物出資の規制は適用されないとされている(株式会社法 33a 条 1 項)。

¹¹⁵ Auditor に関しては、会計に関する専門的知識及び経験等を有することが法律上求められている(株式会社法 33 条 4 項)。

¹¹⁶ 株式会社法 205 条 5 項、33 条 3 項等

¹¹⁷ なお、厳密には、**Mandatory Offer** 及び **Voluntary Offer** いずれにも該当しない Offer もある(以下「Normal Offer」)。詳細については本書では触れないが、一例として、(a)既に **Mandatory Offer** 又は **Voluntary Offer** を実施した者で 30% 以上の議決権を有している者が上限付きで T 社株式の買増しを行う場合、又は(b)30%の議決権に満たない株式を上限とする場合が、**Normal Offer** として整理されることが考えられる。

¹¹⁸ 公開買付法 35 条 1 項

¹¹⁹ **Voluntary Offer** は、**Mandatory Offer** の要件は満たさないが、任意に T 社の全株式を対象として行う公開買付けをいう。

¹²⁰ **Mandatory Offer** 及び **Voluntary Offer** ともに、応募された株式の全てを取得しなければならない全部買付義務が課せられており上限付きの部分的公開買付けは認められていない。他方、**Mandatory Offer** においては最低応募株式数(下限)を定めることができないのに対して、**Voluntary Offer** においては、最低応募株式数(下限)を定めることができる。

¹²¹ 公開買付法 31 条 2 項・39 条。なお、株式会社法において、子会社による親会社株式を取得することは原則として禁止されていることから(株式会社法 56 条 2 項)、A 社の親会社株式を対価として T 社株式を取得する取引は一般的ではないと考えられる。

¹²² 上記のとおり、30%以上の議決権を取得した場合には更に **Mandatory Offer** が義務付けられるのが原則であるが、**Mandatory Offer** を義務付けられない状況において **Voluntary Offer** を実施した結果として議決権を取得する場合には、更に **Mandatory Offer** を実施する必要がある場合もある(例えば、30%以上の議決権を保有していない状況で **Voluntary Offer** を行い、その結果、30%以上の議決権を取得した場合には、**Mandatory Offer** が適用される上記の要件に形式的には該当することになるが、このように **Voluntary Offer** を行った結果として議決権を取得することとなった場合には、更に **Mandatory Offer** が義務付けられることはないとされている(公開買付法 35 条 3 項。))。

ケースにおいては、**Mandatory Offer** 及び **Voluntary Offer** によって A 社株式を対価として T 社の株式を取得することは認められない。

2.2.4. フランス

2.2.4.1. 株式対価 M&A の課税繰延の要件

フランスにおける株式対価 M&A の税務上の取扱い、T 社株主が個人であるか法人であるかにより異なる。すなわち、T 社株主が個人の場合には、フランス税法(FTC¹²³) 第 150-0 B 条に定める要件を充足した場合には T 社株主における課税が繰延べられることとなり、T 社株主が法人株主であれば FTC 第 210B 条に定める要件を満たすことにより、T 社株主における課税が繰り延べられることとされている。

まず個人株主については、A 社が T 社株式を取得し T 社株主に対し A 社株式を交付する場合において、以下の全ての要件を満たすときは T 社株主における旧株(T 社株式)に係る課税が繰り延べられる。

- 株式公開買付または組織再編等により T 社株式と A 社株式が交換される取引であること
- A 社が法人税の課税対象になる法人であること
- 対価として T 社株主が受ける現金等の額が交付される A 社株式の額面総額の 10% 以下であること

これらの要件は、FTC 第 150-0 B 条の原文においてはそれぞれ以下のような規定ぶりとなっている。

Article 150-0 B

Sous réserve des dispositions de l'article 150-0 B ter, les dispositions de l'article 150-0 A ne sont pas applicables, au titre de l'année de l'échange des titres, aux plus-values et moins-values réalisées dans le cadre d'une opération d'offre publique, de fusion, de scission, d'absorption d'un fonds commun de placement par une société d'investissement à capital variable, de conversion, de division, ou de regroupement, réalisée conformément à la réglementation en vigueur ou d'un apport de titres à une société soumise à l'impôt sur les sociétés¹²⁴.

Ces dispositions s'appliquent aux opérations d'échange ou d'apport de titres mentionnées au premier alinéa réalisées en France, dans un autre Etat membre de l'Union européenne ou dans un Etat ou territoire ayant conclu avec la France une convention fiscale contenant une clause d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales, ainsi qu'aux opérations, autres que les opérations d'apport de titres à une société soumise à l'impôt sur les sociétés, pour lesquelles le dépositaire des titres échangés est établi en France, dans un autre Etat membre de l'Union européenne ou dans un Etat ou territoire ayant conclu avec la France une convention fiscale contenant une clause d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales¹²⁵.

¹²³ French Tax Code (一般税法典(Code General des Impots)と同じ)

¹²⁴ (仮訳)「第 150-0 B 条の 3 により、株式の交換が実行された年度において、現行法に基づいて行われる株式公開買付、合併、会社分割、オープンエンド型集団投資スキーム(SICAV)による集団投資ファンドの吸収、株式の転換、株式分割、株式併合、もしくは、法人所得税の課税対象である法人に対する株式の現物出資に係るキャピタルゲイン及びキャピタルロスに対して、第 150-0 A 条は適用されない。」

¹²⁵ (仮訳)「これらの条項は、フランス国内もしくはその他の EU 加盟国、またはフランスと租税回避、脱税行為を防止するための条項を締結した国家、領地、領土において実行された株式の交換、もしくは第一段落に述べられた現物出資に対して適用される。同様に、フランス国内もしくはその他の EU 加盟国、またはフランスと租税回避、脱税行為を防止するための条項を締結した国家、領地、領土において交換された株式の管理人が置かれている場合における法人所得税の課税対象となる法人に対する株式の現物出資以外の取引に対してこれらの条項が適用される。」

Ces dispositions sont également applicables aux échanges avec soulte à condition que celle-ci n'excède pas 10 % de la valeur nominale des titres reçus. Toutefois, la plus-value est, à concurrence du montant de cette soulte, imposée au titre de l'année de l'échange¹²⁶.

個人の有価証券の譲渡益についての取扱いとは第 150-0 A 条から第 150-0 F 条において定められているが、第 150-0 A 条において、有価証券の譲渡益について所得税の課税がされるという原則的な取扱いが定められており、第 150-0 B 条において、一定の要件を満たす場合には、有価証券の譲渡益の課税が繰り延べられる特例的な取扱いが規定されている。

具体的には、まず、第 150-0 B 条の第一文において、T 社株式と A 社株式の交換取引が、株式公開買付、合併、分割等の組織再編等 (d'offre publique, de fusion, de scission, d'absorption d'un fonds commun de placement par une société d'investissement à capital variable, de conversion, de division, ou de regroupement) によることが必要とされている。

さらに、同じく第 150-0 B 条の第一文において、買収会社である A 社が、法人税の課税対象となる法人であることが必要とされている。

そして、第 150-0 B 条の第三文において、対価として個人株主が受け取る現金等の額が交付される A 社株式の額面金額の 10%相当額を超えないことが要件とされている。

ここで、上記のとおり、第 150-0 B 条において、T 社株式取得の対価の一部が A 社株式ではなく現金等で交付される場合であっても、現金の額が取得する A 社株式の額面総額の 10%相当以内である場合は、第 150-0 B 条が適用されることとされており、A 社株式を対価として T 社株式との交換が行われる部分について譲渡益の課税が繰り延べられることとなる(ただし、現金対価部分については T 社株主において即時課税される¹²⁷)。一方、交付される現金の額が取得する A 社株式の額面総額の 10%相当を超える場合には、第 150-0 B 条の適用はなく、原則のとおり譲渡益全額が課税の対象となる。

次に、法人株主が課税繰延の適用を受けることができるかどうかについては、株式の現物出資が事業の現物出資 (apport partiel d'actifs) として取り扱われることにより、第 210A 条における組織再編等に係る買収対象会社株主の株式譲渡益に関する特例的取扱いの適用を受けることができるかどうかによることになる。すなわち、ここでの事業の現物出資とは、その取引が単なる資産の移転ではなく、あくまでも事業 (branches complètes d'activité) の移転といえるものであることが求められているところ、株式の現物出資が事業の移転に該当するには、以下のいずれかの要件を満たすことが必要とされている¹²⁸。

- A 社が T 社資本の 50%超に相当する T 社株式を取得する
- A 社が既に T 社の資本の 50%超に相当する T 社株式を保有している場合に、A 社が T 社株式を追加で取得する
- A 社が T 社の議決権の 30%超に相当する T 社株式を取得する (A 社以上に T 社に対する議決権を有する株主が他にいない場合に限り)

¹²⁶ (仮訳)「これらの条項は、現金対価が交付を受けた株式の額面金額の 10%を超えない場合における株式の交換に対しても適用される。しかしながら、株式交換が行われた事業年度において、現金対価相当に達するまでのキャピタルゲインに対して課税される。」

¹²⁷ 2016 年税制改正以前は、個人である T 社株主が株式公開買付 (exchange offer) により T 社株式と引き換えに A 社株式と 10%以内の現金対価を受ける場合は、現金対価部分についても課税が繰延べられることとされていたが、現在は法人株主と同様に、現金対価部分は即時課税を受けることとされている (2016 年改正法第 32 条、FTC 第 150 B 条 第三文)

¹²⁸ FTC 第 210B 条 第三文

- A 社が既に T 社の議決権の 30%超に相当する T 社株式を保有している場合に、A 社が T 社株式を追加で取得する(取得後も A 社以上に T 社に対する議決権を有する株主が他にいない場合に限る¹²⁹)

これらの要件は、FTC 第 210 B 条の原文においては以下のような規定ぶりとなっている。

Article 210B

1. L'article 210 A s'applique à l'apport partiel d'actif d'une ou plusieurs branches complètes d'activité ou d'éléments assimilés¹³⁰.

Le même article 210 A s'applique à la scission de société comportant au moins deux branches complètes d'activité lorsque chacune des sociétés bénéficiaires reçoit une ou plusieurs de ces branches¹³¹.

Les apports de participations portant sur plus de 50 p. 100 du capital de la société dont les titres sont apportés ou, si un tel pourcentage du capital est déjà détenu par la société bénéficiaire, les apports venant renforcer cette détention sont assimilés à une branche complète d'activité, sous réserve que la société apporteuse respecte les règles et conditions prévues aux troisième et quatrième alinéas du 7 bis de l'article 38. Il en est de même, d'une part, des apports de participations conférant à la société bénéficiaire des apports la détention directe de plus de 30 % des droits de vote de la société dont les titres sont apportés lorsqu'aucun autre associé ne détient, directement ou indirectement, une fraction des droits de vote supérieure et, d'autre part, des apports de participations conférant à la société bénéficiaire des apports, qui détient d'ores et déjà plus de 30 % des droits de vote de la société dont les titres sont apportés, la fraction des droits de vote la plus élevée dans la société¹³².

上記の要件を充足して事業の現物出資として認められる場合¹³³、個人株主の場合と同様に、法人株主の場合でも、交付される現金等が交付される A 社株式の額面総額の 10%以内であれば、T 社株主において課税が繰り延べられることとされている¹³⁴。

一方、A 社が株式の公開買付けにより T 社株式を取得し、その対価として法人株主である T 社株主に A 社株式を交付する場合には、現金の交付要件を充足すれば株式譲渡益の課税が繰り延べられることとされている¹³⁵。

¹²⁹ 取引時点で 30%超の議決権を保有していれば、追加取得する議決権の割合は問われない

¹³⁰ (仮訳)「1. 第 210A 条は、一つもしくは複数の事業 (branches complètes d'activité) もしくはそれらと同一視される要素の現物出資に対して適用される。」

¹³¹ (仮訳)「各分割承継法人が一つもしくはそれ以上の資産の集まり (branches) を承継する場合、最低でも 2 以上の事業が分割される会社分割 (Scission) に対して第 210 A 条が適用される。」

¹³² (仮訳)「会社資本の 50%以上の株式の保有を現物出資する場合、もしくは、既に取得法人がその割合を保有していてその保有割合を強化する現物出資である場合、被取得企業が第 38 条 7 の 2 条第 3、4 段落に定める条件及びルールを満たすのであれば、これらの現物出資は事業の現物出資と同一視される。

被取得企業に対する直接保有による議決権の 30%以上を保有させる現物出資について、他に直接もしくは間接的にそれ以上の議決権を保有する株主がいらない場合には、210 A が適用される。また、被取得企業に対する議決権の 30%以上を既に保有する企業に対して、被取得企業に対する最大の割合の議決権を保有させることとなる現物出資に対しても第 210 A 条が適用される。」

¹³³ FTC 第 210B 条第 1 項の要件を充足しない場合には基本的には課税繰延の適用を受けることはできないが、第 210B 条第 3 項において、交換の結果交付を受ける A 社株式を 3 年間継続保有することを確約する等の一定の要素を考慮して、税務当局による合意が得られた場合には、課税繰延の適用を受けられるとされている。

¹³⁴ FTA ガイドライン、BOI-IS-FUS-20-40-20-20181003、n° 300

¹³⁵ FTC 第 38 条第 7 項

ただし、いずれの場合においても現金対価部分に係る譲渡益については課税繰延規定の適用はなく、株主において即時課税される¹³⁶。

なお、複数の T 社株主との株式の交換が同時 (de manière concomitante)¹³⁷に行われる場合には、交換される株式の合計数で一定割合の判定を行うこととされているが、「同時」に関する定義は明確に定められておらず、また、判例法においても特に定められていない。

2.2.4.2. 課税繰延規定導入の背景及び理論的根拠

(1) 課税繰延導入の経緯及び歴史的背景

時期	関連法令	措置(改正)内容
1965 年	The law No 65-566 of 1965	・現在の組織再編に係る特別税制の基礎となる制度の導入
1976 年、 1978 年	Finance law for 1976, FTA's guidelines 1978-05-01	・税務当局による事前承認の要件廃止 ・50%以上の株式保有要件に係るガイドライン策定
1988 年	Finance Law for 1988	・株式の公開買付けの場合の繰延措置の導入
1991 年	Finance Law 1991	・50%超の株式保有要件の本則化 ・10%以下の現金対価要件の導入
1995 年	FTA's guidelines 1995	・公開会社に係る 30%要件の導入
2002 年	Finance Law 2002	・30%超の議決権保有要件の導入 ・1995 年に導入された公開会社に係る 30%要件の廃止
2017 年	Finance Law 2017	・特別税制の適用対象範囲の拡大(追加取得の場合)

前述のとおり、フランス税法上は個人株主と法人株主で課税繰延の要件及び規定の位置づけが異なるところだが、ここでは法人株主が株式の交換取引を行う場合の譲渡益の課税繰延規定と、それを包含する組織再編規定に限定して、その導入の経緯と変遷を見ていく。

会社の合併行為に対する租税負担の免除または軽減が法律上具体化したのは、1928 年 3 月 19 日付法律においてである。この法律において設けられた合併に係る優遇制度は、その後数回の改正を受け、1942 年には会社分割にもその適用範囲を広げている。この制度はその後、1965 年に大幅な改正がなされ、同制度における各規定は FTC に取り入れられて現在に至っている¹³⁸。

ただし、1965 年に特別税制が制定される以前は、組織再編の税務上の取扱いが明確ではなく、事例ごとに独立した複数の取引の複合体として、個々の取引に応じた課税関係が適用されていた。¹³⁹

1965 年には、株式を対価とする合併等の組織再編を促進することを目的として、現在の組織再編成に係る特別税制の原点となる制度が導入された¹⁴⁰。合併や事業を現物出資する場合、原則的な取扱いによれば、合併存続会社もしくは事業譲受会社において、引き受けた事業を継続するにもかかわらず、譲渡会社においては事業の清算があったものとして取り扱われ、譲渡損益が実現することと

¹³⁶ FTC 第 38 条第 7 項

¹³⁷ FTA ガイドライン、BOI-IS-FUS-20-40-20-20181003、n° 10

¹³⁸ 北研 15(2.1)185 フランス税法における会社の合併と分割(一) 藤原雄三

¹³⁹ COUDERT, M.-A., Fusions de Société, JurisClasseur Fiscal Impôts direct Traité, 2018-01-22.

¹⁴⁰ Law No 65-566, 1965-07-12, Bill and Assemblée Nationale debates, 1965-06-12.

されていた。そこで、このような組織再編について課税の中立性を保ち、移転を受けた事業を、譲渡会社における事業の清算による税負担を生じることなく、事業譲渡先において継続することを可能にすることを目的として、譲渡益の課税を繰り延べる特別税制が導入された。

1965 年改正の主眼点は、組織再編税制を経済的にも税務的にも中間的な取引であり、中立性が保たれるべき取引であると考えたことにあったといえる¹⁴¹。当該特別税制は経過措置として導入されたものであり、ヨーロッパの経済統合を見据えて 1970 年に廃止される予定であった。1970 年以降も当該特別税制は合併等の組織再編成を促進することにより、経済統合されたヨーロッパ市場への参入と、より一層グローバル化した環境において競争力を持つことを可能とするヨーロッパ企業群を創出するというヨーロッパの経済統合の目的に沿うように、適用期限が繰り返し延長された。ただし、この時点では株式の交換に関して独立した規定はなく、現物出資の一類型とされていた。現物出資に関して課税繰延の適用を受けるためには依然として税務当局の承認が必要であった¹⁴²。

1976 年には事業の現物出資に該当する取引の概念が導入され、事業の出資と同一視する要素が出資される場合にも、特別税制の適用が可能となる改正が行われた。当時の議会や研究機関による公表資料のいずれにおいても、この「事業の出資と同一視する要素」について明確に記載されたものは本調査においては確認できていない。また、この時の改正で、事業の現物出資に係る特別税制の適用に関して従来要件とされていた税務当局の承認が撤廃された¹⁴³。

その後 1978 年 FTA ガイドラインにて、一定の要件を充足する株式の現物出資を事業の現物出資と同一視するという規定が設けられた。これにより、組織再編税制に係る課税繰延の特別税制が、一定の要件を満たす場合の株式の現物出資についても適用されることが明確となり、買収対象会社の旧株主において、将来取得した買収会社株式を譲渡する時まで、株式譲渡益の課税が繰り延べられることとなった¹⁴⁴。本ガイドラインによれば、一定の要件を満たす場合の株式の現物出資とは、以下(i)から(iii)のいずれかに該当する場合とされている。なお、以下(i) から(iii)に該当しない場合は、税務当局の承認が必要である。

- (i) 法令上の支配権(すなわち、会社の資本の 50%以上)の現物出資
- (ii) 市場で株式が流通している会社の資本の 30%以上の現物出資
- (iii) 複数の会社により同時に行われる会社に対する支配権の現物出資

1988 年の税制改正においては、株式の公開買付け(*offre publique d'échange*)により行われた株式の交換について法人株主の課税繰延の対象とする制度が導入された。この改正は現金対価を用いずに行う市場取引の促進を目的として行われたものであり、株式の公開買付けの場合には、現金対価が交付を受ける株式額面総額の 10%以内であれば、株式保有割合の要件なしに課税繰延が認められることとなった¹⁴⁵。

1991 年の税制改正においては、一定の株式の現物出資について事業の現物出資として特別税制が適用されることが本則化された。当該本則規定は、1978 年来のガイドラインにおける規定に比べ

¹⁴¹ FTA's guidelines, Merger of companies tax regime, Article 15 to 17 of Law No65-566, 1966-04-07, No30 (inside Rapport ANSA).

¹⁴² Law No 65-566, 1965-07-12, article 16; ¹⁴² FTA's guidelines, Merger of companies tax regime, Article 15 to 17 of Law No65-566, 1966-04-07, No63 [inside Rapport ANSA].

¹⁴³ Decree about FTA's approval for special tax regime for mergers, corporate split, contributions, 1971-05-24, Article 3; Finance Law for 1976, No 75-1278, 1975-12-30, Article 62

¹⁴⁴ Amending Finance Law for 1991 Bill, Senate, Financial Committee, art. 19 and FTA's guidelines, 13DD2213, 1978-05-01, No 3.

¹⁴⁵ Finance Law for 1988 No 99-1172, 1987-12-30, Article 90

て対象となる取引が限定されており、1978 年ガイドラインの(i)から(iii)のケースのうち、(ii)と(iii)のケースは除外されている¹⁴⁶。つまり、1991 年改正以降は、会社の資本の 50%以上に相当する株式を出資する場合のみが課税繰延措置の適用可能性があるということになる。

1978 年ガイドラインでは要件とされていた(ii)の 30%ルールが除かれた理由は、主に市場で株式が流通している会社に該当するの判断基準が明確でなかったこと、また EU 合併指令における言葉の用法上、株式の交換については過半数の議決権が要求されていることである。会社の資本の 50%以上に相当する株式の現物出資について、これが事業の現物出資と同一視されるのは、これがその会社及び事業活動に対する法的な支配を及ぼすものであるということが根底にあるものと考えられる。50%の要件を満たす場合は課税繰延措置が適用されるが、満たさなければ FTA の承認がない限り課税繰延措置は適用されないということになる。

1991 年以前、対価に現金等が含まれる組織再編に対して特別税制は適用されなかったが、1991 年改正により対価に現金等が含まれる組織再編であっても、当該現金対価の金額が交付された株式の額面金額、もしくは実現したキャピタルゲインの 10%を超えない場合には課税繰延措置が適用されることとされた。現金対価に係る 10%の要件については、EU 合併指令の規定が起源となっているものであると推察されるが、当該規定が導入された背景等について触れられているものは、議会や FTA、政府による公表資料のいずれにおいても見つかっていない。ただし、金銭交付の認められる金額が 10%以内に制限されていることから、担税力に着目して設けられたものではないかと考えられる。つまり、株式の交換の対価として得られる現金が少額である場合、キャピタルゲインにより生じる税を負担するための資金を確保出来ないことが想定されるため、納税資金を獲得するまで(株式の交換により取得した株式を将来売却する時まで)課税を繰り延べ、現金対価の額が一定額を超える場合には、担税力の問題はもはや生じないことから即時課税することとしたものと考えられる。

1995 年、FTA ガイドラインにて、さらに(i)公開会社の株式であること、及び(ii)資本の 30%以上の株式の全てが同時に出資されることの 2 つの要件を満たす株式の現物出資について課税繰延措置が適用されることが示された。

また、2002 年改正において、以下 2 つの要件を満たす株式の現物出資が特別税制の適用対象に加えられた。

- 30%の議決権が出資されること(他に 30%以上の株式を保有する者がいない場合に限る)
- 既に 30%以上の議決権を保有する者が株式の現物出資を受けることにより筆頭株主、もしくは最大の議決権を保有することとなること

当該改正の背景については、ごく簡潔に「ビジネスの発展のために税制の近代化を図る。そして、フランス企業群の国際化等の一助となることを目的としている」と述べられた記述が確認されている¹⁴⁷。2002 年に導入された 30%の議決権保有に係る要件は、公開会社であるか非公開会社であるかを問わず、株式の希薄化の影響を考慮に入れることを可能とすることが根底にあったものと考えられる。つまり、企業投資において必ずしも 50%超の株式を取得することが一般的ではなくなってきた状況に合わせ、この要件が追加されており、実際に、株式の希薄化の影響によって特別税制の恩恵を受けることが難しくなっているケースが見られた。ただし、その後 FTA ガイドラインから公開会社に係る本要件は削除されている。

2017 年には、株式の現物出資に係る特別税制の適用対象となる範囲がさらに拡大され、既に 50%以上の株式を保有している者がさらに追加取得する場合には、現物出資する株式が 50%に満たな

¹⁴⁶ Amending Finance Law for 1991 No 91-1323, 1991-12-30, Article 25, VII.

¹⁴⁷ Finance Bill 2002, Sénat, Financial Committee Report, 2001-11-22.

くとも課税繰延措置の適用が認められることとされた。この改正は、EU 合併指令の指針に沿うために行われたとされている。

(2) 課税繰延規定の趣旨

株式の現物出資について組織再編(合併、分割、事業の現物出資)に係る特別税制が適用されるのは、株式の現物出資が事業の現物出資と同一視されることが根拠になっている。1978 年までは、株式の現物出資について課税繰延の恩恵を受けるための要件は規定されておらず、1978 年になって初めて、FTA ガイドラインにて株式の現物出資が事業の現物出資と同一視される場合の要件が設けられたことにより、当該要件を満たす株式の現物出資について事業の現物出資とみなされ、組織再編に係る特別税制が適用されるようになった。

現在の特別税制の原型となる制度が導入されたのは 1965 年であるが、この制度導入の背景には、ヨーロッパ統合がある。すなわち、市場規模の拡大、国と国の間の経済的なボーダーが低くなる等の変化が急速に起こり、規模の経済性の追求やシナジーの追求を目的とした組織再編成が行われることが想定され、このような経済活動に対して制度面から応えられるようにしておく必要性が背景にあったといえる。そのような状況下で、フランス法人がさらなる国際化に対応し、世界規模の市場に進出することを促進する(妨げない)ことを目的として組織再編成に係る特別税制が導入されたといわれている¹⁴⁸。

特別税制導入の理論的な根拠としては、1966 年にフランス税務当局が発行したガイドラインによると、当該特別税制の導入の背景には組織再編は経済的にも税務的にも純粋に中間的(*intercalair*)で、かつ、中立的な取引であるとの考え方があったようである¹⁴⁹。つまり、原則法によると組織再編は事業の清算であるとして譲渡人において譲渡益課税が起きるが、組織再編を中間的な取引であり、組織再編後も取得法人において対象事業が継続されるため、取引前後で経済的にも税務的にも不変であるということから、取引がないものとするという考え方を根拠に特別税制として課税繰延制度を法に導入したものと考えられる。

組織再編成に係る特別税制は、合併・分割・事業の現物出資を対象としたものであって、株式の現物出資は対象にはなっていなかった。しかし、前述のとおり、1978 年 FTA ガイドラインにより、一定の要件を満たす株式の現物出資は事業の現物出資とみなされることとされ、これにより当該組織再編成に係る特別税制を株式の現物出資に適用できるようになった。何をもって株式の現物出資が事業の現物出資としてみなされるのかという点については第 210B 条 1 項に要件として定められているが、当該要件の理論的根拠は以下のように考えられる。

一定の株式の保有は企業に対する支配を及ぼすものであり、企業の支配を通じて事業を支配しているということになるから、一定の株式の保有は事業に対する支配を有していることになる。よって、株式の現物出資が事業の現物出資としてみなされるためには、会社に対する支配が移転することが必要であるといえる。この点については、1991 年税制改正時の国会の討議録における考え方(50%以上の株式保有を事業と同一視することについて、50%以上の株式保有は会社及びその事業に対する法的な支配(“*de jure control*”)を及ぼすことを根拠に挙げている¹⁵⁰)にて示されている。

¹⁴⁸ Law No 65-566, 1965-07-12, Bill and Senat debates 1965-06-25.

¹⁴⁹ FTA's guidelines, Merger of companies tax regime, Article 15 to 17 of Law No65-566, 1966-04-07, No30 (inside Rapport ANSA).

¹⁵⁰ Amending Finance Law for 1991 Bill, Report of the Financial Committee of the Assemblée Nationale, No 2379, Article 19 1991-11-22.

特別税制の適用を受ける要件として、2002 年に 30%超の議決権を要求する要件が導入されたが、この要件導入の理論的論拠については国会の討議録について特に見当たらず、株主構造の希薄化に伴い、50%要件を満たすことは実務的に困難であったことから、この実態に合わせるためであったとの記載¹⁵¹に留まっている。この点、資本構造の多様化に伴い企業の資金調達手段として種類株式が用いられるようになったことも背景にあると考えられる。例えば、仮に T 社が議決権株式と議決権がない株式を発行している会社であり、T 社が資金調達を目的として議決権がない株式を発行した場合、取得企業が 50%要件を満たすために取得しなければならない T 社株式は増加する(必要となる資金も増加する)一方で、30%要件を満たすために取得しなければならない議決権株式の数は変わらないといえる。

2.2.4.3.課税繰延規定の適用に係るその他の税務上の留意点

(1) 対価として現金等(boot)を交付する場合の取扱い

A 社が T 社株式取得の対価として T 社株主に A 社株式の他に現金等を交付する場合には、現金対価部分については譲渡益課税対象となる。また、現金対価が A 社が交付する株式の額面総額の 10%を超えている場合には特別税制は適用されず、全ての譲渡益が課税となる¹⁵²。

(2) 段階的に株式を取得する場合の課税関係

50%または 30%の保有要件を既に満たす株主が追加で T 社株式を取得する場合、現金交付の割合が 10%以内であれば特別税制が適用される。つまり、株式の現物出資の実行前に既に 50%または 30%の保有要件を満たしている場合には、その後の追加取得に関しては取得する株式の割合にかかわらず特別税制が適用される。

(3) 買収会社 A 社での T 社株式の取得価額

株式の現物出資において特別税制が適用される場合、買収会社 A 社においては買収対象会社 T 社の株式を時価にて取得したものとされるが、一方の T 社株主においては A 社株式を旧株の税務簿価にて取得したものとされる¹⁵³。

(4) 租税回避防止規定

組織再編の特別税制のうち、課税繰延規定に係る租税回避防止規定は、2017 年改正法により導入され、FTC 210-0 A 条にて規定されている¹⁵⁴。当該規定は組織再編が脱税や租税回避を主な目的としたものであり、その取引に経済合理性がない場合には、特別税制の恩恵を認めないとするものである。

2.2.4.4.株式対価 M&A における買収会社等に係る会社法等の手続

(1) 総論

フランスの法制度においては、買収会社の株式を対価として対象会社の株式を取得すること自体を目的とする法制度は定められていないが、フランスにおいて株式対価 M&A は企業買収の手段として一般的に行われており、その手法としては、①株式譲渡取引の一類型として買収会社が保有する

¹⁵¹ Report of The Assemblée Nationale Financial Committee and Comments on the Tax Law Review (Revue Droit Fiscal).

¹⁵² FTA Guideline BOI-IS-FUS-20-40-20-20181003, n°300

¹⁵³ FTC 第 210B 条第 2 項

¹⁵⁴ FTC 第 210-0A 条 III

自己株式を対象会社の株式の取得の対価とする方法、及び②日本法における現物出資に相当する方法(具体的には、金銭以外の資産である対象会社株式による出資につき、当該出資を行った対象会社株主に対して自社株式を交付する手法をとることにより、買収会社が自社株式を対価として対象会社の株主から対象会社株式を取得するものとして整理することできる)が挙げられる(以下、当該手法を、便宜的に「現物出資」という)。この点、上記①については、定款に特段の定めがない限り、株主総会等の特別な手続は不要であることから、本調査の対象とはせず、以下、フランスにおける現物出資の規制の概要について記載する。

現物出資に関する規制は、フランス会社法(以下「会社法」)に定められており、その規制は、フランスにおける会社形態によって異なる。すなわち、フランスにおける会社形態は、様々な形態が存在するが、主なものとしては、①SA(株式会社)と②SARL(有限会社)が挙げられ、現物出資の規制も会社形態に応じて必要な手続きが異なる。そこで、まずは、以下において、フランスにおける株式対価 M&A の手法である現物出資に関して、現物出資を受ける買収会社が株式会社及び有限会社である場合に分けて規制の概要について説明する(買収会社の属性による差異)¹⁵⁵。

加えて、2.2.4.1 のとおり、フランスの株式対価 M&A において課税繰延が認められるための要件として、例えば、法人株主の場合には対象会社の議決権の 30% 超に相当する株式を取得する等の必要があることに鑑み、上場会社等の株式を一定程度取得する際に適用され得る公開買付規制¹⁵⁶についても、必要な範囲でその概要を説明する(対象会社の属性による差異)。なお、フランスにおける公開買付けは、主に、Règlement Général de L'autorité des Marchés Financiers(以下「一般規則」)に定められている。

(2) 現物出資規制の手続の概要

買収会社(A 社)が株式会社または有限会社いずれであっても、以下のとおり、現物出資は認められているが、いずれにおいても現物出資規制が定められている¹⁵⁷。

まず、A 社が株式会社である場合、対象会社(T 社)株式の現物出資を受ける際には、原則として¹⁵⁸、株主の全員一致によって選任(なお、株主の全員一致とすることができない場合は裁判所により選任)される Contribution Auditor¹⁵⁹による評価書が必要となる¹⁶⁰。

これに対して、A 社が有限会社である場合にも、T 社株式の現物出資を受ける際には、有限会社においても、上記株式会社の場合と同様、原則として¹⁶¹、社員の全員一致によって選任(なお、社員

¹⁵⁵ 株式会社と有限会社の相違点として、株式会社と有限会社において、主な相違点としては、株式会社の最低資本金は 37,000 ユーロ(会社法 L224-2 条)であるのに対して、有限会社においては最低資本金の規制は設けられていないことが挙げられる。

¹⁵⁶ 公開買付規制は、規制の内容や適用関係が複雑であり、本書では課税繰延との関係で必要最小限の記載に留めているため、全ての規制について触れているわけではないことに留意されたい。

¹⁵⁷ なお、株式会社においては、現物出資の際に、T 社の株主に対して交付する A 社の株式については、新規に発行する以外に、その時点で A 社が保有している自己株式を交付することも認められている。

¹⁵⁸ 例外としては、例えば、①現物出資財産が市場価格のある株式である場合で、かつ当該株式の評価額が直近 3 か月の当該市場価格の加重平均で算定されている場合、又は②市場価格のある株式以外の財産(例:市場価格のない株式等)については、その評価額が現物出資の直前の 6 か月の期間内に評価専門家により行われたものである場合には、上記現物出資の規制は適用されないとされている(会社法 L225-147-1 条)。

¹⁵⁹ Contribution Auditor は、所定の名簿に登録された会計士又は上級及び下級裁判所の作成する名簿中の 1 つに登録された専門家の中から選ばれる(会社法 R223-6 条、R225-7 条)。

¹⁶⁰ 会社法 L225-147 条

¹⁶¹ 例外として、例えば、累積の現物出資の総額が 30,000 ユーロを越えず、かつ、全現物出資全体の評価総額が資本の半分を越えないときは、Contribution Auditor による評価書は不要とすることを社員の全員一致をもって決定することができる(会社法 L223-9 条)。

の全員一致とすることができない場合は裁判所により選任)される Contribution Auditor による評価書が必要となる¹⁶²。

この点、現物出資財産の実際の価額が評価額を下回る場合には、株式会社においては、特段の明文規定はなく取締役の一般的な責任違反の有無が問題になるのに対して、有限会社においては、明文において、Manager(業務執行者)及び出資者は、当該評価額について、第三者に対して、5年間連帯して責任を負うとされている¹⁶³。

なお、以下の公開買付規制が適用される場合には、A社株式を対価としても上記現物出資規制は適用されない¹⁶⁴。

(3) 公開買付規制の手続の概要

フランスにおいては、対象会社であるT社が上場会社である場合は、A社がT社株式を一定割合以上取得したことにより、さらに公開買付けの実施が義務付けられるなどの規制が適用され得る。

フランスにおける公開買付けの手法としては、一定の場合に公開買付けの実施が義務となるMandatory Offerと任意の公開買付けであるVoluntary Offerがあり、Mandatory Offerの規律としては、大要、①対象会社であるT社の30%超の議決権を取得した場合、または②議決権の30%から50%の範囲で所有している者がさらに1%以上買い増した場合に、当該取得後にさらに公開買付けの実施を義務付けられる^{165・166・167}。

この点、Mandatory Offer及びVoluntary Offerいずれにおいても、株式を対価とすることができる(ただし、対価とする株式について、欧州連合加盟国または欧州経済領域協定締結国の規制市場で取引されている流動性の高いものではない場合には、現金を選択的対価に含める必要がある)

^{168・169・170・171}。

¹⁶² 会社法 L223-33 条

¹⁶³ 会社法 L223-9 条

¹⁶⁴ 会社法 225-148 条

¹⁶⁵ 一般規則 234-2 条、234-5 条

¹⁶⁶ Mandatory Offer が必要とされる場合以外の場面で、T社の株主からT社の株式を広く買い集めることを目的として、Voluntary Offerを行うことができる。

¹⁶⁷ Mandatory Offer 及び Voluntary Offer いずれにおいても、かかるオファーにより50%超の議決権を取得するだけの応募がない限り、原則として、1株も取得することができない(一般原則 231-9 条 1 項)ことに加えて、50%超の応募があった場合、原則として、当該応募された株式の全てを取得しなければならない(一般原則 231-6 条)(全部買付義務)。

¹⁶⁸ 一般原則 231-8 条

¹⁶⁹ なお、会社法において、10%超の株式を保有されている会社の株式を取得することは原則として禁止されていることから(会社法 233-29 条及び 233-30 条)、A社の親会社株式を対価としてT社株式を取得する取引は一般的ではないと考えられる。

¹⁷⁰ Mandatory Offer 及び Voluntary Offer の主な相違点として、①Mandatory Offer においては、最低価格規制(一般原則 234-6 条)があるのに対して、Voluntary Offer においては、最低価格規制はないこと、及び②Mandatory Offer においては、取得する株式数について下限を設定することはできないのに対して、Voluntary Offer においては、取得する株式数について下限を設定することができる(一般原則 231-9 条 2 項)ことが挙げられる

¹⁷¹ 上記①のとおり、30%超の議決権を取得した場合には Mandatory Offer が義務付けられるのが原則であるが、Mandatory Offer を義務付けられない状況において Voluntary Offer を実施した結果として議決権を取得する場合には、更に Mandatory Offer を実施する必要がある場合もある(例えば、30%超の議決権を保有していない状況で Voluntary Offer を行い、その結果、30%超の議決権を取得した場合には、Mandatory Offer が適用される上記①の要件に該当することになるが、このように Voluntary Offer を行った結果として議決権を取得することとなった場合には、更に Mandatory Offer が義務付けられることはない(一般原則 231-38 条 1 項)

2.2.5. EU 合併指令(制度背景、概要等)と各国税制への影響

2.2.5.1. EU 合併指令の趣旨

(1) 沿革

1990 年、現在の EU 合併指令のもととなる旧 EU 合併指令¹⁷²が成立し、異なる EU 加盟国の会社間で行われる合併、分割、資産の譲渡及び株式の交換にかかる課税関係が規定された。これにより、各加盟国は、1992 年 1 月 1 日までに、当該指令を遵守するに必要な法制度を施行することが求められた。

EU 合併指令は 2005 年に修正され¹⁷³、当該指令の適用対象となる事業体のリストに、欧州会社(European Company (SE))及び欧州協同組合(European Co-operative Society (SCE))を追加するとともに、SE 及び SCE の登録地を他の加盟国に移転する場合の取扱いについても、指令の規制対象範囲に含まれることとなった¹⁷⁴。

その後 2009 年に、EU 合併指令は現行の新しい指令¹⁷⁵に編纂しなおされているが、本質的な修正は行われていない。

(2) 指令の目的とその手段としての課税繰延

EU 合併指令の目的は、EU 域内におけるクロスボーダー合併等の事業再編にかかる税制面での障害を除去することである。指令は、一定のクロスボーダー事業再編に関して、加盟国が、税制上の制約、不利益または差別によって制約を設けることを禁じている。すなわち、指令の適用対象となる再編行為は、一加盟国内に閉じた純粋な国内事業再編と同じように、税制中立なものでなければならないとしている¹⁷⁶。

上記の目的から、指令は課税繰延を規定している。すなわち、指令が対象とする事業再編によって再編当事者企業及びその株主レベルにおいて、再編時点における直接税の課税を生じさせてはならず、資産の含み益に対する課税それ自体は否定されないが、含み益が実現するまでは課税してはならないものとしている。

¹⁷² Council Directive 90/434/EEC of 23 July 1990 on the common system of taxation applicable to mergers, divisions, transfers of assets and exchanges of shares concerning companies of different Member States.

¹⁷³ Council Directive 2005/19/EC (17 February 2005).

¹⁷⁴ 分割に関して、旧指令では、分割によって分割法人が自動的に消滅する“complete division”のみを対象としていたが、2005 年の改正では、分割法人が存続する(日本の分割型分割に相当)“partial division”が、指令の規制対象とする再編行為のリストの加えられた。

¹⁷⁵ COUNCIL DIRECTIVE 2009/133/EC of 19 October 2009 on the common system of taxation applicable to mergers, divisions, partial divisions, transfers of assets and exchanges of shares concerning companies of different Member States and to the transfer of the registered office of an SE or SCE between Member States.

¹⁷⁶ 指令の前文は次のとおり定める。“Mergers, divisions, partial divisions, transfers of assets and exchanges of shares concerning companies of different Member States may be necessary in order to create within the Community conditions analogous to those of an internal market and in order thus to ensure the effective functioning of such an internal market. Such operations ought not to be hampered by restrictions, disadvantages or distortions arising in particular from the tax provisions of the Member States. To that end it is necessary, with respect to such operations, to provide for tax rules which are neutral from the point of view of competition, in order to allow enterprises to adapt to the requirements of the internal market, to increase their productivity and to improve their competitive strength at the international level.”

2.2.5.2. EU 指令が規定する株式の交換

(1) 定義

EU 合併指令の適用対象となる株式の交換 (exchange of shares) の定義は、その第 2 条(e)において次のように規定されている。

Article 2

(e) 'exchange of shares' means an operation whereby a company acquires a holding in the capital of another company such that it obtains a majority of the voting rights in that company, or, holding such a majority, acquires a further holding, in exchange for the issue to the shareholders of the latter company, in exchange for their securities, of securities representing the capital of the former company, and, if applicable, a cash payment not exceeding 10 % of the nominal value, in the absence of a nominal value, of the accounting par value of the securities issued in exchange;

すなわち、株式の交換とは、買収会社 (A 社) が、他の会社 (T 社) の株主に対する A 社株式の付与を反対給付として、T 社の資本持分を取得し、その議決権の過半数を取得する再編行為とされている。既に T 社に対する議決権の過半数を保有する場合に、さらに追加で持分を取得する再編行為も含まれる。

金銭を対価として交付することも認められるが、その場合、交付される金銭の価値が交付される株式の額面の 10%を超えない場合にのみ、指令の適用対象となる (すなわち課税繰延の適用対象となる) 株式の交換となる。

なお、T 社株主に対する A 社株式の交付に関して、持分割合に応じて比例按分により交付しなければならないといった定めはなく、また、交付する株式は新株に限定されていない。

また、A 社における T 社株式の受入価額については、指令において何ら言及されていない。

(2) 指令の適用範囲

株式の交換に限らず、EU 合併指令の適用対象となる再編行為は、異なる EU 加盟国に属する企業による EU 域内クロスボーダー再編のみである。

同一の加盟国内にある複数企業によって行われる再編は、そのいずれかの再編当事企業が他の EU 加盟国に支店を有する場合であろうと、また、いずれかの再編当事企業の株主が他の EU 加盟国の居者であろうと、指令の適用対象外である。ただし、加盟国が任意に EU 合併指令に基づく国内法規定の適用範囲を拡張し、同一加盟国内の企業同士による再編であっても、例えば再編当事企業の株主が他の加盟国居住者である場合に、合併指令が想定するのと同じ課税税上の取扱いを適用することはありうる。

2.2.5.3. 株主における課税繰延

EU 合併指令第 8 条 1 項により、株式の交換における T 社株主レベルでの課税繰延について、合併や分割における消滅会社株主の立場と並列して規定されている。

Article 8

1. On a merger, division or exchange of shares, the allotment of securities representing the capital of the receiving or acquiring company to a shareholder of the transferring or acquired company in exchange for securities representing the capital of the latter company shall not, of itself, give rise to any taxation of the income, profits or capital gains of that shareholder.

ここでは、T 社株主に対する買収会社(A 社)株式の交付それ自体に対する、譲渡益課税等の直接税の課税を禁じている。これはあくまで課税繰延を規定したものであって、課税繰延事由がなくなる将来時点で、株式の交換の時点における譲渡益に対して課税を行うことは認められている(第 8 条第 6 項)。

Article 8

6. The application of paragraphs 1, 2 and 3 shall not prevent the Member States from taxing the gain arising out of the subsequent transfer of securities received in the same way as the gain arising out of the transfer of securities existing before the acquisition.

また、再編の対価として金銭が交付された場合は、T 社株主に対する課税禁止は適用されない。加盟国は、T 社株主に対する課税に際して、再編により交付された金銭対価を考慮してよい、とされている(第 8 条第 9 項)。

Article 8

9. Paragraphs 1, 2 and 3 shall not prevent a Member State from taking into account when taxing shareholders any cash payment that may be made on the merger, division, partial division or exchange of shares.

2.2.5.4.取得に係る 50%超議決権要件について

EU 合併指令は、株式の交換の定義規定において、上述のとおり、A 社が T 社議決権の 50%超を取得することと定めているが、かかる「50%超議決権要件」が導入された背景は明確ではない。

指令が採択されたのは 1990 年であるが、1969 年にまで遡る指令案では、そもそも株式の交換それ自体が全く取り上げられていないように見受けられる。最終指令案には、規制対象再編行為の一つとして株式の交換が含まれたが、公開されている資料からは、合併指令において株式の交換が取り込まれた理由、また、50%超議決権要件の背後にある何らかの理論は読み取ることができない。

推測ではあるが、その当時のいずれかの加盟国において同様の要件が採用されていたとすれば、域内の課税制度の調和と単一市場強化の観点から、それを参考にした可能性はあるものと考えられる。

この点、フランスにあっては、上述のとおり、1978 年 FTA ガイドラインにおいて、法令上の支配権(すなわち、会社の資本の 50%以上)の現物出資について、事業の現物出資と同等とみなして課税繰延の対象とすることとされていた。1990 年の旧 EU 合併指令の起案に際してフランスの制度が参考とされた可能性は考えられる。ただし、1978 年 FTA ガイドラインによる「法令上の支配権」は議決権ベースの判定ではない。

最終的に EU 合併指令と同じタイミングで施行されている EU 親子指令(Parent-Subsidiary Directive)の採択に際して、支配影響力の要件に関する議論がなされている¹⁷⁷。そこでは、特定の保有比率を定義することには問題があるとされ、特定の数値的指標ではなく、支配影響力という基準のみを用いることが提案されている。かかる議論が EU 合併指令の規定に対して影響があったかどうかは定かではない。その同一の文書の中で、EU 合併指令についても議論されていることは確かであるが、議決権要件あるいは株式の交換自体に関する言及は見当たらない。¹⁷⁸

¹⁷⁷ Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, Mitteilungen und Bekanntmachungen, Nr. C 100, 1. August 1969

¹⁷⁸ 50%超議決権要件に関して、その判定が実務上困難である場合がありうること等の問題を指摘するものとして、“G.F. Boulogne, *Shortcomings in the EU Merger Directive*, 7 January 2016, Chapter 2, sec. 5.”

2.2.5.5.各加盟国の税制への影響

EU 合併指令は他の欧州連合理事会指令と同じく、各加盟国に対する法的拘束力を有する法令であり、したがって各加盟国は、指令の内容を実現すべく国内法を整備する義務がある。既に見たとおり、EU 合併指令の施行に対応する形で、英国、フランス及びドイツにおいて、50%超議決権要件等を国内法に取り入れる改正が行われている。

2.3. 株式対価 M&A の事例

2.3.1. 株式対価 TOB トレンドの概括・事例調査(資料 1~10)

本調査においては、諸外国の株式対価 M&A の事例について、M&A 事例に関する専門データベースを利用して調査を行った。まず初めに、最近における株式対価 TOB の利用のトレンドを俯瞰し、次に、主な個別の事例調査結果を報告することとする。なお、調査結果から得られたグラフ、図表、個別事例の概要は、別添の資料集として取りまとめている。

(1) TOB 取引における株式対価 TOB の概括

資料 1 は、1998 年以降現在に至る期間に発生した米国、英国、ドイツ、フランスに対象会社が所在する TOB の取引件数の推移を対価別(株式対価、現金対価、株式・現金の複数対価、その他¹⁷⁹⁾)にまとめたものである。

TOB 取引件数のピークは 2000 年前後の期間であったと読み取ることができる。これは、90 年代末から 2000 年にかけて米国を中心に IT バブルに伴い株式市場が活況を呈するなか TOB 取引件数が増加し、2001 年の IT バブル崩壊とともに TOB 取引も減少したものと解釈できる。なお、直近 5 年においては、年間 100 件前後の取引件数で安定推移している状況にある。

また、TOB 取引件数の推移を対価別に捉えると、20 年前から現在に至るまで現金対価が主流であることは明白であるが、株式対価と株式・現金の複数対価を合算した取引件数も年間 TOB 取引件数の 10%程度のシェアを占めて推移してきたことが分かり、株式対価 TOB に対する一定のニーズが存在してきたことが窺える。

資料 2 は、1998 年以降現在に至る期間に発生した TOB 取引について、対価別取引件数シェアを国ごとに集計したものである。先述した資料 1 において、株式対価及び株式・現金の複数対価を合算した取引件数は TOB 取引件数全体のおよそ 10%程度を占めることが明らかとなったが、その傾向は米国、ドイツ、フランスについて当てはまる。一方、英国においては株式対価及び株式・現金の複数対価を合算した取引件数シェアは 20%程度と他の 3 カ国に比べ若干高い傾向にある。

資料 3 は、買収金額¹⁸⁰⁾が 50 億ドルを超える大型の TOB 取引に限定して資料 2 と同様の方法で対価別取引件数シェアを国ごとに集計したものだが、株式対価及び株式・現金の複数対価を合算した取引件数シェアは、資料 2 で示す買収金額規模によらず全ての TOB 取引を対象とした場合に比べ高いことが見て取れ、TOB 案件の買収金額規模が大きくなると株式を対価として含む取引の存在感も大きくなることが分かる。

(2) 株式対価 TOB のトレンドの概括

資料 4 は、1998 年以降現在に至る期間に発生した株式対価 TOB¹⁸¹⁾の取引件数の推移を対象会社の所在国別にまとめたものである。過去 20 年の期間に 445 件の株式対価 TOB の取引が発生しているが、大半は 2000 年前後に発生したものであり、直近 10 年においては年間 10 件前後で推移している。

¹⁷⁹ 「その他」対価には、現金、株式以外の対価を含み、例として事業資産などがある。

¹⁸⁰ トムソンロイターのデータベースにて“Value of Transaction”を参照。Value of Transaction は、対象会社株式の取得に際して支払われる現金、株式対価の総額に加え、対象会社株主や従業員に対して与えられるストックオプション等を含めた金額と定義される。

¹⁸¹ 本章においてこれ以降「株式対価 TOB」とは TOB 取引のうち、株式対価及び株式・現金の複数対価とする取引を総称することとする。

株式対価 TOB の取引件数を国別にみると、過去 20 年間の期間では英国がその過半を占める状況にあるが、英国での取引は主に 2000 年前後に発生したものと分かる。2010 年以降は英国での取引件数が減少したこともあり、米国における取引件数の比重が相対的に高くなってきた。

資料 5 は、株式対価 TOB の取引件数の推移を買収金額規模別にまとめたものである。1998 年以降 2013 年頃まで、買収金額 1 億ドル未満の比較的規模の小さな案件が主流であったが、直近 5 年においては 1 億ドル未満の案件が減少し、10 億ドル超の規模の大きな案件が主流となってきた。

資料 6 は、株式対価 TOB の取引件数を国ごとに買収金額規模別(1 億ドル以下、1~10 億ドル、10~50 億ドル、50 億ドル超の 4 区分)にまとめたものである。10 億ドル超の取引比率が高い国として米国が挙げられる一方、1 億ドル以下の取引比率が高い国として英国が挙げられ、国によってより多く発生する買収金額の規模感に差異が見られる。

資料 7 は、株式対価 TOB の取引件数を対象会社が属する業種別にまとめたものである。ここでいう業種とは、トムソンロイターにおける業種分類の大分類 13 業種を用いている(資料 18)。4 カ国全体でみると幅広い業種において株式対価 TOB 取引が行われていると見なせる一方、国別にみると、例えば米国においてはハイテク、ヘルスケアの業種において取引件数シェアが他国に比べ高いことが確認できる。

資料 8 は、株式対価 TOB の取引件数の推移を買収会社の総資産(簿価ベース)規模別にまとめたものである。2010 年頃までは主に総資産 10 億ドル未満の会社を買収会社であったところ、近年はそのような企業を買収する事例が減少した。一方、総資産 10 億ドル超の会社による買収は、2010 年以降年間 10 件程度の取引件数で安定的に推移しており、近年の取引の主流になっている。

以上、各資料から読み取れることを改めて俯瞰すると、株式対価 TOB は 2000 年前後をピークにその取引件数は減少し、またその取引規模等のトレンドも変容した。2000 年前後においては英国における小規模案件が主流であったが、近年では米国を中心とした大企業による大型案件が主流となったといえる。なお、その米国において買収のターゲットとなる企業として多いのはハイテクやヘルスケアセクターである。

(3) 株式対価 TOB の個別事例調査(資料 9~10)

資料 9 及び資料 10 においては、個別事例の調査結果を抜粋して取り上げ、買収目的やスキーム、対価の種類について言及する。

最初に紹介する 2 つの事例は、AbbVie による Pharmacyclics の買収と Alexion Pharmaceuticals (Alexion)による Synageva BioPharma (Synageva)の買収である。いずれも米国の製薬メーカーによる新薬開発パイプラインの獲得を目的とした買収事例であり、買収金額規模が大きいことがその特徴として挙げられる。製薬業界は、一般に巨額の研究開発費を長期にわたって要する一方、一旦特許を取ればそれが長年にわたって独占的に利益を生むビジネスモデルとなっている。近年の新薬開発において、癌、心疾患、脳疾患など有効な治療薬が少ない領域や、再生医療の分野への研究開発投資が集中しているなか、有力なパイプラインを有する企業に対する買収ニーズが一段と高まっている状況にある。

2015 年の AbbVie による Pharmacyclics の買収は、TOB により株式取得した後、合併により 100% 子会社化するスキームが取られた。買収目的として、今後の市場拡大が見込まれる血液がん治療薬関連のパイプラインを獲得することがある。買収金額 202.3 億ドルに対する支払対価は現金 58.5%、株式 41.5%であったが、株式が対価として使用された背景には、買収直前の四半期決算時

(2015年3月)におけるAbbVieの現預金残高は79.1億ドルであることから、手許現預金だけでは買収資金を賄えなかったこと、借入調達に伴う財務負担を出来るだけ軽減したい意向があったと推察される。またAbbVieの時価総額は2015年3月時点で1,038.7億ドル、PBR36.2倍水準¹⁸²で評価されており、借入によらず自社株式価値を最大限活用することの蓋然性もあったと思われる。

Alexionによる2015年のSynagevaの買収は、難病、希少疾患に対する先端医療分野の開拓を目的としたもので、AbbVieによるPharmacyclics買収と同様の買収スキームが取られ、対価においても現金に加え株式が使用された事例である。株式が対価として使用された背景には、買収金額88.4億ドルに対して、Alexionの買収直前の四半期決算時(2015年3月)における現預金残高は9.2億ドルで、借入調達に伴う財務負担をできるだけ軽減させたい意向と、株式価値評価(2015年3月末時価総額359.4億ドル、PBR11.1x)を活用できる余地があったと推察される。

次に、半導体業界の再編の事例として、米国におけるMACOM Technology Solutions HD (MACOM)によるApplied Micro Circuits (Applied Micro)の買収事例を取り上げる。一般に半導体業界は、技術革新が激しく、巨額の研究開発費と設備投資で高性能な製品を作り続けるビジネスモデルであり、規模の経済が働きやすくM&Aによる業界再編が進展している状況にあるとされる。

2017年のMACOMによるApplied Microの買収は、TOBにより株式取得した後、合併の手法により100%子会社化するスキームが取られた。買収目的として、市場の成長が見込まれるデータセンターやネットワーク関連の半導体製品ポートフォリオを拡充し市場競争力を高めることがあった。買収金額7.8億ドルに対する支払対価は現金41.5%、株式58.5%であったが、株式が対価として使用された背景には、買収直前の四半期決算時(2016年12月)におけるMACOMの現預金残高は3.5億ドルであることから、手許現預金だけでは買収資金を賄えなかったこと、さらには、総資産(簿価)12.0億ドル規模のMACOMにとって買収資金の大半を借入で調達するには財務負担が大きかったことがあったと推察される。

また、子会社株式の100%取得のために株式対価TOBが活用された2つの事例を取り上げる。株式対価TOBの多くは、これまで資本関係のなかった企業の買収を目的とした株式比率の過半数を超える株式取得の事例であるが、子会社を完全子会社化する目的で株式を対価とする事例も散見された。

不動産タイトル保険業を展開するFirst Americanによる子会社First Advantageの完全子会社化、医療事務関連のシステム開発会社のCBay Systems Holdings (CBay Systems)による子会社Med Quistの完全子会社化は、いずれも米国での事例で、株式のみが対価として使用された。TOBの結果、First Americanは74%から約94%、CBay Systemsは82.2%から約97%まで持分比率の引き上げに成功し、その後合併の手法により100%子会社化するスキームが取られた。対象会社は既に関係会社の連結グループに属している状況と思われるが、親会社と子会社との間で一定の事業リスク、財務リスク等が共有されていると想定されるなか、親会社である買収会社の株式との交換は比較的受け入れ易いとの判断から、株式のみを対価としたのではないかと推察される。

2.3.2. 成長企業における株式対価 M&A の概括(資料 11~17)

M&A事例及び企業財務に関するデータベースより、諸外国の時価総額上位企業のなかから急速な成長を遂げている企業を抽出した。これら成長企業による株式対価M&Aに関する個別の事例調査結果を報告することとする。なお、調査結果から得られたグラフ、図表、個別事例の概要は、別添の資料集として取りまとめている。

¹⁸² Capital IQの買収直前の四半期データのうち、時価総額は期末日、PBRは期間平均値を参照。他事例においても同様。

(1) 成長企業における M&A の活用について

資料 11 は、各国時価総額上位 20 社(金融、不動産を除く)に関する時価総額規模合計、過去 5 年における時価総額 CAGR(年平均成長率)、PBR 及び EV/EBITDA 倍率の 5 年平均指標をまとめたものである。

各国市場を比較すると、米国の時価総額の規模とその成長率の高さに注目すべきである。米国の時価総額上位 20 社の時価総額合計は 7.5 兆ドルで、英国、ドイツ、フランスの各 20 社を合計した時価総額を凌ぐ規模で、かつ年 10%水準で増加している。また、PBR や EV/EBITDA 倍率指標を踏まえると、こうした米国企業の将来の成長性に対してポジティブな評価を資本市場が与えているといえる。

米国の時価総額上位 20 社のうち 9 社が IT 関連企業で、首位の Microsoft(直近時価総額 8,303 億ドル)を筆頭に、Apple(同 8,036 億ドル)、Amazon.com(同 7,898 兆ドル)、Alphabet (Google) (7,763 億ドル)、Facebook(4,638 億ドル)と上位 5 社に IT 関連企業が名を連ねる。一方、他 3 カ国の上位に IT 関連企業が占める割合は小さく、エネルギー、自動車、消費財等の比重が高く、時価総額の規模と成長スピードの差異に業種構成の違いが作用しているものと思われる。

IT 関連企業を中心に米国企業の高い成長を実現するドライバーとして、各社のオーガニックグロースだけでなく、M&A の積極的な活用があるのではないかと考えられる。そこで、各社の時価総額 CAGR と M&A 取引件数の関係性を散布図にて各国毎にまとめたものが、資料 12 である。

資料 12 によれば、米国市場において、M&A 取引件数の多い企業は概して時価総額 CAGR も高い傾向にあるといえる。Microsoft、Google、Facebook、Intel、Cisco Systems (Cisco)においては、年平均 5 件超のペースで M&A を実行し、時価総額は年平均 10%超の水準で増加しているといえる。これら企業に共通することとして、全て IT 関連企業であり、各社圧倒的な IT 事業基盤を背景に、技術、データ、資金、人材といった豊富なリソースを成長の源泉とし、M&A を通じて最先端の技術や新たなプラットフォームを獲得することで、さらなる事業領域の拡張を図っているといえる。

一方、英国、ドイツ、フランスにおいては、M&A 取引件数の多い企業が必ずしも高い時価総額 CAGR を実現しているとは言い切れない。唯一、フランスの眼鏡メーカー Essilor Luxottica において年 5 件超のペースで M&A を実行し、時価総額 CAGR10%超を実現していることが観測されるのみである。同社は、眼鏡のデザイン企画から製造販売までの垂直統合化、商品ラインナップの拡充のためのブランド買収、グローバルなサプライチェーン構築を実現する手段として M&A を活用しているように見受けられる。

資料 13 は、上記で言及した Microsoft、Google、Facebook、Intel、Cisco、Essilor Luxottica の 6 社について、時価総額 CAGR と PBR や EV/EBITDA 倍率の株式指標データを整理したものである。株式指標を踏まえると、マーケットは積極的に M&A を活用するこれら 6 社の将来性に対してポジティブな評価を与えていると解釈できる。

(2) 成長企業における株式対価を活用した M&A 事例

資料 14 は、これら 6 社の M&A 事例のなかで株式を対価とした事例を抽出してリスト(米国、英国、ドイツ、フランスの In-In、Out-In 案件に限定、買収金額データ確認できる案件のみに限定)にしたものである。

以下においては、上記リストの中から対価として株式の比率が高い事例を 4 つ取り上げ、M&A 取引件数が多くかつ急速な成長を実現している企業において、M&A の対価として株式がどのように活用されているのかを取り上げる。

(2)-1. Alphabet (Google) (資料 15)

1998 年に創業した Google は、検索エンジンで台頭し、スマートフォン、自動運転技術、人工知能など次々とその事業領域を広げ、時価総額は 7,763 億ドルにまで成長した。M&A は同社の成長戦略の中核として位置付けられ、この 10 年で少なくとも 150 社近くを買収したことが確認されている。

資料 15 は、2009 年に買収した映像圧縮技術を有する上場会社 On2 Technologies の事例と同年買収した携帯電話向け広告事業の AdMob の事例である。

On2 Technologies の買収事例は、同社の有する映像圧縮技術やそれに関連する重要な特許を取り込むことを意図したもので、現在 Google の WebM ビデオファイルのフォーマットのコア技術として活用されている。買収金額 1.2 億ドルのうち 78.4% 相当が株式対価であったが、当初 Google の提示した条件は株式対価のみであったところ、On2 Technologies (上場会社) の株主による買収差し止め請求を受け、現金対価を追加し前述の条件となった経緯がある。買収直前の四半期決算時 (2009 年 12 月) において現預金残高を 102.0 億ドル保有していたことを考えると、少なくとも本取引において Google の資金調達上の制約により株式対価が選択されたわけではないと思われるものの、当時年間およそ 30 億ドル規模の研究開発費用を要していたことや、買収を成長戦略の柱として位置付けており、将来の現金対価を伴う大型買収に備えるためにも、本件のような規模の買収においても可能な限り自社株式を対価として活用したい意図があったのではないかと推察される。

AdMob の買収事例について、Google はプレスリリースを通じ「モバイル広告が我々の顧客やパートナーの戦略の重要な要素になりつつあることは明確だ。AdMob の買収により、モバイル広告は我々自身のビジネスの中心になった」と述べ、従来のモバイル検索広告と AdMob のモバイル向けディスプレイ広告及びテキスト広告のソリューションを統合することで総合的なモバイル向け広告プラットフォームを顧客に提供していくことを意図したものとされる。買収金額の大部分が株式対価であったが、買収完了直後に株式価値希薄化を避ける意味合いで同額規模の自社株買いが実施されたことから、少なくとも Google の資金調達上の制約により株式対価が選択されたわけではなく、On2 Technologies 買収と同様の理由で可能な限り自社株式を活用したい意図があったのではないかと推察される。また、AdMob 株主にはベンチャーファンドが数社含まれていたが、いくつかのベンチャーファンドにおいて本取引から間もなく市場で Google 株式を売却し始め、現金化したと思われる形跡が散見された。

(2)-2. Facebook (資料 169)

2003 年に創業した Facebook は、広告収入を収益の源泉とするソーシャルネットワークサービスを運営し、全世界で月間アクティブユーザー数 22.7 億人 (2018 年 9 月時点) にまで拡大している。同社は 2012 年の Nasdaq 上場前後から M&A を積極的に行うようになった。

資料 16 は、2014 年に買収したインスタントメッセージアプリの WhatsApp の事例である。

WhatsApp の買収事例は、毎月の利用者が約 4.5 億人にのぼるインスタントメッセージサービスを展開する同社のプラットフォームの獲得を目的とした買収とされる。買収金額 172.3 億ドルのうち 80.1% 相当が株式対価であった。買収直前の四半期決算時期 (2014 年 6 月) における Facebook の現預金残高は 43.8 億ドル、総資産 (簿価) は 207.7 億ドルであったことから、同買収は Facebook にとって手許現預金だけでは買収できない大型案件であり、借入調達による現金対価支払の場合

の財務リスクを可能な限り避け、株式価値(2014年6月末時価総額1,949.5億ドル、PBR9.5x)を最大限活用することで実現した買収であったことが分かる。なお、買収に際して借入調達を若干行った形跡が確認できるが、買収後もネット Debt はマイナスであったため、本件の大型買収後も実質無借金経営を維持したことになる。

(2)-2. Cisco Systems(資料 17)

1984年に創業したCiscoは世界最大のコンピュータネットワーク機器ベンダーとして、スイッチ機器、ルータ、ワイヤレス機器、Web会議等コラボレーション、映像配信ネットワーク、データセンター、セキュリティ事業、クラウド、モバイルインターネット、次世代ネットワークなどのネットワーク技術を基軸に、顧客の企業システムに係るサービスを網羅的に提供する。急速な進展を遂げる技術革新や企業ニーズの変化に対応するため、同社の成長戦略においてM&Aは重要な位置づけられ、創業以来買収した企業は百数十社に及ぶ。

資料 17にある事例は、2009年に買収した動画共有サイト向けビデオカメラ「Flip Video」開発のPure Digital Technologies(非上場)の事例である。本買収に対して当時のCiscoのCEOが「家電メーカーと敵対しない」と明言していることから、買収目的には、コンシューマ市場で使われる技術や経験を社内に取り込み、成長分野のネットワーク関連領域でのビジネスの伸長を意図したものと解釈できる。買収金額5.1億ドルの全額が株式対価であった。買収直前の四半期決算時(2009年4月)において現預金残高を73.65億ドル保有していたことを勘案すると、Ciscoの調達サイドの事情で株式対価が選択されたわけでないことが分かる。Ciscoは対象会社の創業者をコンシューマ部門のGeneral Managerとして迎え入れられたことから、株式を対価とすることで創業者に対し引き続き経営に関与しCiscoの企業価値向上に対するインセンティブを与えようとした意図があったと推察することができる(しかし創業者は2011年にレストラン事業立ち上げのためCiscoを退職。)

2.4. 我が国税制への示唆

本調査においては、諸外国における株式対価 M&A の課税繰延の要件及びその背景と理論的根拠について、調査期間中に入手可能な文献及び有識者ヒアリングをベースとした調査を行い、また、関連する会社法等の規定、事例の調査を行った。2.2 において報告のとおり、各国における課税繰延措置の適用のための具体的要件はそれぞれ異なるが、課税繰延を認める理論的根拠については、各国とも株主レベルでいわゆる「投資持分の継続性(continuity of interest)」が図られているときに課税繰延を認めようとしているといった重要な共通点を見い出せる部分もあり、株式を対価とした法人取得に係る我が国税制の今後の在り方についての参考となるべき事項も多いものと考えられる。以下では、本調査において明らかとなった諸外国における課税繰延措置の要件及び理論的根拠に関して、我が国税制において参考となり得ると思われる各論点について考察する。

(1) 各国の課税繰延の理論について

諸外国の課税繰延の要件及び理論を総括すると、いずれの国においても、経済状況の変化に企業が対応するために、M&A を行うことの重要性を認識し、本調査の対象とした株式対価 M&A についても、T 社株主による T 社への投資に係る経済的効果の継続を認め、税務的にも中立的に取り扱うことで企業の経済活動を支援するというのが、株式の交換取引に係る課税繰延規定の基本的な趣旨であることが明らかになったと考えられる。その前提で、売買取引と区別するために、一定割合の T 社の株式を取得し、その対価として A 社株式と交換することを基本的な制度上の要件とし、それを支える理論的な根拠として、「株主による投資持分の継続性」が存在しているといえる。

つまり、一定の割合の株式を取得し、その対価として A 社株式と交換する行為に対して原則として課税繰延を認め、他方で、実質的には売買取引であるのに、再編に見せかけることで制度を逸脱することを防止するために、各国では租税回避防止策が措置されている。すなわち、米国では投資持分の継続性が T 社株主において認められる場合に限って課税繰延を認め、英国及びフランスでは真正な事業目的があり、租税回避が目的ではない取引に対してのみ課税繰延が認められるとする濫用防止規定の導入によって、ドイツでは株式の交換後 7 年間の継続保有規定を設けることによって、濫用の防止が図られている。

このような各国の状況を踏まえれば、日本においても、株式取得割合等の外形的要件、売買取引と区別するための理論の確立、濫用防止規定を措置しつつ、原則として、株式対価 M&A に係る課税繰延を原則として認めることが適切であると考えられる。

(2) 株主段階における課税繰延の理論的根拠について

株式対価 M&A の課税繰延を考えるにあたっては、これが行われたときの株主段階での課税関係の継続と法人段階での課税関係の継続を考慮する必要があるが、これらを独立のものとして考えるのか、あるいは一体のものとして考えるのかによって、そのそれぞれに求められる要件も異なってくるものとなる。

諸外国の制度においても、これら双方への考慮が図られてはいるが、株主段階での課税関係の継続は法人段階での課税関係の継続とは必ずしも一体で整理されているというわけではなく、むしろ、切り放した形で整理されているというのが全般的な傾向であるといえる。すなわち、米国においては、組織再編の税務の枠組みにおいて、株主における投資持分の継続性(continuity of interest)が株主段階における課税繰延の根拠の中核をなしており、法人段階における事業継続性(continuity of business enterprise)は派生的な要件として組織再編の各形態において求められる場面があるが、法人取得に係る課税繰延を律した B 型組織再編においては、規定上、法人段階における事業継続性は課税繰延の要件としては求められておらず、取得法人及び取得対象法人のいずれにおいても

法人レベルでの変化がないことから、実際上も法人段階における事業継続性が充足されない場面というのが想定しづらく、これをあえて求めることとしなかったのではないかと考えられる。英国においても、株主段階での課税繰延の根拠は、株主における投資持分に本質的な変化がないという経済実態を重視したものであり、法人段階における事業継続性を課税繰延の要件としては求めている。ドイツにおいては、租税回避防止措置として、取得法人による取得対象法人株式の継続保有要件が求められているが、課税繰延の根拠の趣旨は、付与された出資持分(取得法人株式)は出資された経営資産(取得対象法人株式)を表象するものであるという側面に着目するものであり、これも株主における投資の継続性を株主段階での課税繰延の根拠として求めているものといえる。フランスにあっては、一定の持分割合を超える株式の現物出資を事業の現物出資と同一視して組織再編の特別税制を適用させるという構造となっているが、組織再編を取引前後で経済的にも税務的にも不変であるという中間的な取引として位置づけていることや、法人段階における事業継続性要件を求めていることから、これもやはり株主における投資持分の継続性を重視した考え方が採られているものと考えられる。

このように、本調査において調査を行った米国、英国、ドイツ、フランスにおいては、自社株式を対価とする法人取得に係る対象会社株主の課税繰延の根拠を、いずれも株主の投資持分の継続性に求めているといえる。我が国の現行組織再編税制は、その創設時において、法人グループ(支配関係がある法人間)内の再編を主眼としたものであったために、そこで求める適格要件については、株主における投資持分継続性要件だけでなく、法人段階における事業継続性要件をより重視した構造となっているが、このような自社株式を対価とした法人取得に係る対象会社株主の課税関係の継続にあたっては、本来その範疇外にあるともいえるものであり、法人段階における事業継続性要件(この場合には共同事業要件)を求める必要性は必ずしも高くないものとも考えられる。こうしたことから、株主における課税繰延については、法人擬制説の立場を徹底し、株主における投資持分継続性をより重視した企業取得に係る税制として再構築すべき検討を行うことも意義があるものと考えられる。その際には、税の障害を除去して我が国企業の M&A の活性化を図るという政策的意図や納税資金確保の必要性にも配慮しつつ、個人株主に対しても課税繰延を認める取扱いや、株式交換に係る税務取扱いとのバランス、租税回避防止措置の必要性等についても併せて検討すべきものと考えられる。

(3) 支配要件 – 取得法人による取得対象法人への支配

株主における課税繰延の根拠を投資持分の継続性に求める場合、まずはじめの主要な要件として挙げられるのが、買収直後において取得法人が取得対象法人の持分を何%取得することになるかという支配要件である。この支配要件には、判定要素となる株式の種類に係る要件と取得割合に係る要件がある。

まず、判定要素となる取得対象株式の種類については、米国及びドイツは議決権株式の取得を求めており、フランスは議決権株式による判定のほか、発行済株式ベースの取得の判定も認めている。英国は普通株式(ordinary share)を基準にしているが、普通株式は通常は議決権が付されているものと考えられるため、各国とも支配の判定には議決権をベースとした判定を前提としているものと考えられる。

次に、取得割合については、米国が最も高い取得割合を求めており、議決権株式の 80%の取得を必要としているが、EU 合併指令の影響を受けている英国、ドイツ、フランスは発行済株式の 50%超ないしはそれより低い取得割合で課税繰延を認める形になっている。すなわち、ドイツについては議決権株式の 50%超の取得、フランスについては、発行済株式ベースでは 50%超の取得、A 社が筆頭株主となる場合には議決権株式の 30%超の取得となる場合に課税繰延を認めており、緩和要件が措置されている。英国にあっては、普通株式の 25%超の取得となる場合には課税繰延を認めて

おり、調査対象の 4 か国のなかで最も要件が緩いものとなっている。なお、EU 合併指令においては議決権の 50%超取得を課税繰延の要件としている。

また、各国、EU 合併指令ともそれぞれの支配要件を充足した後の追加取得についても課税繰延を認めている。これは一定の支配権を獲得した後の追加取得は支配株主による投資持分の継続が当然に担保されているということが背景にあると考えられる。

上記の諸外国における要件を踏まえ、我が国において株式対価 M&A に係る株主における課税繰延を認めようとする場合には、「支配権獲得を目的とした法人取得」をその対象とすべきものと考えられるが、その場合に求められる要件として議決権の過半数取得は必須の要件であるといえ、また、我が国の組織再編税制や移転価格税制などの企業グループを対象とした我が国現行税制に係る「支配」の考え方を踏まえると、本要件については、取得法人による取得対象法人の議決権株式の 50% 超の取得を要件とするのが適当ではないかと考えられる。また、支配要件を充足した後の追加取得についても投資持分の継続性が図られていることからこれを認めることが適当であると考えられる。

(4) 対価要件 – 一定の現金等対価 (boot) の容認

投資持分の継続性を考えるにあたって、もう一つの重要な要件が、株主に交付する対価を株式に限定するか、一定の現金等の株式以外の対価 (いわゆる boot) を認めるかどうかに関する要件である。

まず、米国においては、いわゆる B 型組織再編においては一切の boot を認めておらず、ここに厳格な投資持分継続性要件が適用されているものと考察されるが、A 型組織再編や C 組織再編等の他の形態の組織再編において比較的広く boot の使用を認めている米国の組織再編税制の枠組みのなかでは、B 型組織再編に一切の boot を認めていないことに対する批判も多く、これが実務の世界で B 型組織再編の利用があまり一般的とならず、その結果として、逆三角合併等の他のストラクチャーを利用することによって株主段階での課税繰延を実現させようとする要因ともなっていると考えられる。一方、英国、ドイツ、フランスにおいては、いずれも boot の利用を認めており、英国においてはその上限を定めていないが、ドイツにおいては、T 社株式簿価の 25% 以下または 500 千ユーロ以下を上限としており、フランスにおいては、対価株式の額面総額の 10% までを上限としている。なお、許容範囲内の boot が使われた場合、英国、ドイツ、フランスとも、boot 部分についてのみ課税を行い、株式対価部分については課税繰延の取扱いとするという税制となっている。なお、EU 合併指令においては、対価株式の額面総額の 10% までを上限とした boot の使用を認めており、その場合の boot 部分への課税を妨げるものとしていない。

我が国においては、組織再編税制の原則的な考え方として、株式以外の対価を認めない、すなわち、株式以外の対価が使われた場合には、非適格組織再編成として取り扱うという制度構造となっているが、近年ではスクイズアウト税制の導入等に代表されるように、実質的な boot の利用について柔軟な考え方が取り入れられつつあるように考えられる。特に、株式を対価とする法人取得に係る株主段階の課税関係の継続の根拠を投資持分の継続性に求めた場合には、boot 部分についてはその継続性が断絶されるが、株式部分については依然として当該部分についての投資持分は継続しているものであり、その投資持分に大きな変動がない場合には、全体としての投資持分の継続性が維持されているものとして取り扱うこととしても差し支えないものと考えられる。その際には、boot の利用によってどこまでの投資持分の変動を認めるかという検討課題があるが、boot の利用も容認している株式交付制度の活用等の実務上のニーズにも応え、また、課税上の弊害等を発生させないようにするためには、例えばフランス(あるいは EU 合併指令)のように株式対価の 10% までの boot の利用を認め、boot 部分については繰延べを行わず課税するという形で設計するのが適当ではないかと考えられる。

以上

調査文献目録

(1) 米国

- Steven A. Bank, FROM SWORD TO SHIELD: THE TRANSFORMATION OF THE CORPORATE INCOME TAX, 1861 to PRESENT, 1st Edition, Oxford University Press (2010)
- S. Rep. No. 617, 65th Cong., 3rd Sess. 5-6 (1918)
- H.R. Rep. No. 67-350, at 1 (1921)
- S. Rep. No. 275, 67th Cong, 1st Sess. (1921)
- Ajay K. Mehrotra, Mergers, Taxes, and Historical Materialism, Indiana Law Journal Vol. 83, Issue 3 (2008)
- H. Rep. No. 704, 73d Cong., 2d Sess. 14 (1934)
- Hoffer & Oesterle, Tax-Free Reorganizations: The Evolution and Revolution of Triangular Mergers, 108 Nw. U. L. Rev. 1083 (2014),
- Bittker and Lokken, Federal Taxation of Income, Estates and Gifts, 94.2.
- Groman v. CIR, 302 US 82 (1937), Helvering v. Bashford, 302 US 454(1938)
- S. Rep. No. 90-1653, at 3 (1968), H.R. Rep. No. 90-1902, at 2 (1968)
- Bittker&Eustice, Federal Income Taxation of Corporations and Shareholder (Warren, Gorham & Lamont, Inc. 5th ed.1987)
- S. Rep. No. 90-1653, at 2-3 (1968)
- S. Rep. No. 91-1533, at 2 (1971)
- 阿部雪子「資産の交換・買換えの課税理論」中央経済社(2017)
- Ajay, K. Mehroya, The Story of Corporate Reorganization Provisions: From “Purely Paper” to Corporate Welfare, in Steven A. Bank & Kirk J. Stark, BUSINESS TAX STORIES p27-88 (2005)
- 渡辺徹也「企業組織再編成と課税」弘文堂(2006)
- American Law Institute, Federal Income Tax Project Subchapter C: Proposals on Corporate Acquisition and Dispositions (1982)

(2) 英国

- 渡辺徹也「イギリスにおける企業結合税制」(森本滋「企業結合法の総合的研究」商事法務(2009)より)
- 松宮信也「英国における組織再編税制の実務 [上]、[中]、[下]」
- 角谷仁之「株式を対価とする英国上場会社の買収:クロスボーダーM&A の新たな手法」旬刊商事法務 = Commercial law review (2150)
- Tiley's Revenue Law (Glen Louzenhisier)
- Taxation of Company Reorganisations (Pete Miller, George Hardy)
- Revenue Law: Principles and Practice (Natalie Lee)
- House of Commons debate on Finance Bill 1962
- Committee debate regarding Finance Bill 1965
- Report debate regarding Finance Bill 1965
- Standing Committee D debate regarding Finance Bill 1977
- Report debate regarding Finance Bill 1977
- House of Commons debate regarding Finance Bill 1992
- Standing Committee F debate regarding Finance Bill 2002
- Explanatory notes regarding Finance Bill 2002
- Floor vs Davis (52 TC 609)
- Furniss vs Dawson (55 TC 324)
- Dunstan vs Young, Austen & Young Ltd. ([1989] BTC 77)
- NAP Holdings vs Whittles ([1994] STC 979)
- Westcott vs Woolcombers ([1987] STC 600)
- Fallon vs Fellows ([2001] STC 1409)

- Chitty's commentary on Finance Act 1962
- Simon's commentary on Finance Act 1965

(3) ドイツ

- Entwurf SEStEG 2006
- Entwurf StÄndG 1992 - Anpassung 20 UmwStG 1977
- Entwurf StÄndG 2015 – Beschlussempfehlung
- Entwurf UmwStG 1969
- German Federal Council, Draft Bill of the Federal Government, 11 August 2006
- German Federal Council, Recommendations of the Finance Committee and the Economic Committee, 11 September 2006
- German Parliament, Information Federal Government, 12 October 2006
- German Parliament, Report Finance Committee, 9 November 2006
- German Parliament, Recommendation for a decision of the Finance Committee, 8 November 2006
- Beck, Comment on § 21 Restructuring Tax Act as of 30 September 2018
- Rödder/Herlinghaus/van Lishaut, Comment on § 21 Restructuring Tax Act as of 2013
- Frotscher/Drueen, UmwStG 2002

(4) フランス

- 横田文志「フランスの企業組織再編税制について」租税研究 2003・3
- 立川正三郎「クロスボーダー合併:フランス税制の概要」租税研究 2004・10
- 藤原雄三「フランス税法における会社の合併と分割(一) - (四)」北研 15(2・1)
- observations and amendments proposed to the Committee and Assemblée Nationale debates, in Tax Law Review 1965, No 22
- Law No 65-566, Assemblée Nationale debates, 1965-05-11, 1st and 2nd session
- Law No 65-566, Bill and Assemblée Nationale debates, 1965-05-12
- Law No 65-566, summary of the Financial Committee Report, Sénat debates, in Tax Law Review 1965, No 23
- Law No 65-566, 1965-07-12, summary of Assemblée Nationale second debates, in Tax Law review 1965, No 24
- Law No 65-566, 1965-07-12, Sénat debates 1965-05-25
- Law No 65-566, 1965-07-12, summary of Sénat second debates, in Tax Law review 1965, No 26
- Finance Law for 1976 Bill, Assemblée nationale, Debates, 1975-11-19
- Finance Law for 1976 Bill, Sénat, Financial Committee Report, 1975-11-20
- Finance Law for 1976 Bill, Sénat, Debates, 1975-12-11
- Amending Finance Law for 1991 Bill, Assemblée Nationale, Parliamentary debates, 1991-12-4 and 1991-12-5 [unavailable]
- Tax Law review, Droit fiscal No 2, 1992 01 08, comm.47
- Second Amending Finance Law for 2017 Bill, Parliamentary works
- Finance Bill 2000, Assemblée Nationale, Financial Committee Report, n°1861
- Finance Law for 2000 Bill, Sénat, Debates, 1999-12-13
- Finance Law for 2000 Bill, Assemblée Nationale, Debates, 1999-11-22
- Tax Law review, Droit fiscal No 18, 2000 05 03, 100141
- Assemblée Nationale, Parliamentary debates [unavailable]
- Sénat, Parliamentary debates, 1978-06-14
- Tax Law review, Droit fiscal No 30, 1978 07 24, comm.1207
- Finance Law for 1988 Bill, Sénat, Debates, 1987-12-05
- Finance Law for 1988 Bill, Assemblée Nationale, Debates, 1987-13-11
- COUDERT, M.-A., Fusions de Société, JurisClasseur Fiscal Impôts direct Traité, 2018-01-22
- MERCIER, Fusions, apports partiels d'actif, scission, 3e ed., F. Lefebvre, 2014-09-01
- IBFD, Country analyses, France

(5) EU 合併指令

- Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, Mitteilungen und Bekanntmachungen, 1 August 1969
- IBFD/M. Helminen, Corporate Tax Directives in EU Tax Law – Direct Taxation – 2018 – Online Books, Chapter 3.3 ‘EU Merger Directive’
- G.F. Boulogne, Shortcomings in the EU Merger Directive, 1 January 2016

本書は概略的な内容を紹介する目的で作成されたもので、プロフェッショナルとしてのアドバイスは含まれていません。個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく、本書の情報を基に判断し行動されないようお願いします。本書に含まれる情報は正確性又は完全性を、(明示的にも暗示的にも)表明又は保証するものではありません。また、本書に含まれる情報に基づき、意思決定し何らかの行動を起こされたり、起こされなかったことによって発生した結果について、ブライスウォーターハウスクーパース、及びその職員、代理人は、法律によって認められる範囲においていかなる賠償責任、責任、義務も負いません。

本書において、**PwC**とは、**PwC税理士法人**、又は、**ブライスウォーターハウスクーパース インターナショナルリミテッド**のメンバーファームを指しています。各メンバーファームは別組織となっています。

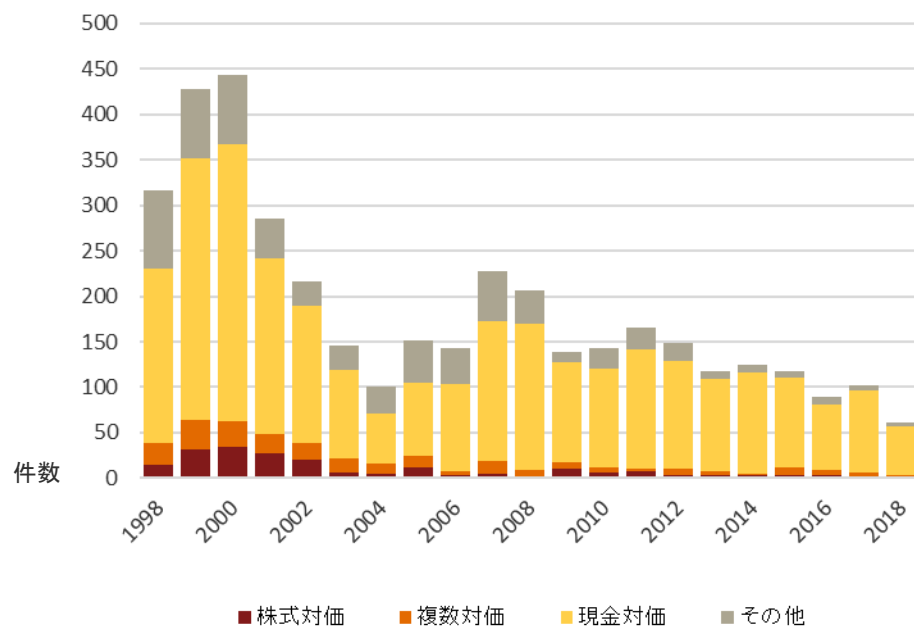
別添資料

データベース、公表資料等による 個別の株式対価M&A事例調査

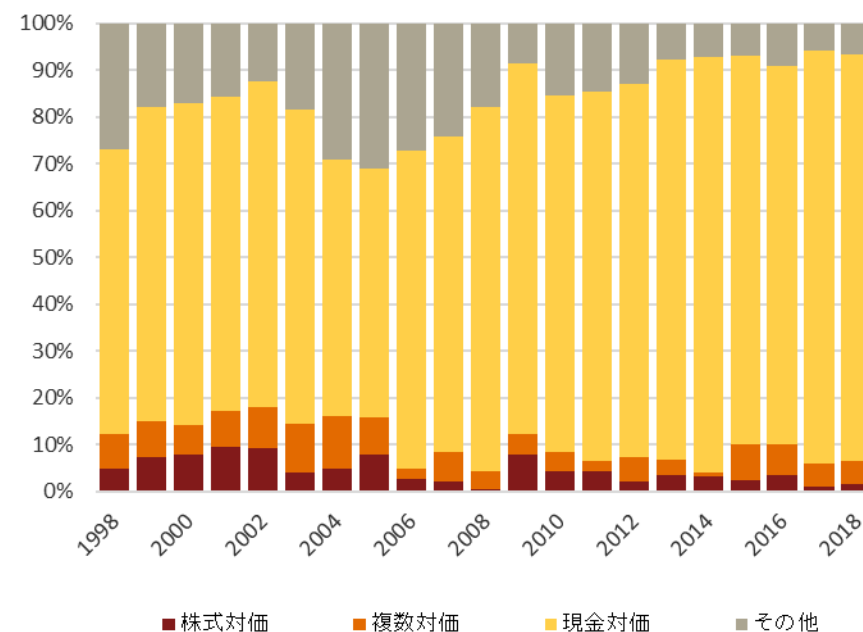
資料集

資料1. 米国、英国、ドイツ、フランスにおけるTOB取引件数推移 ～対価別(1998～2018年)(計3,874件)

TOB取引件数～対価別



TOB取引件数シェア～対価別



データベース：トムソンロイター

対象期間：1998/1～2018/12（完了日ベース）

M&Aのマーケット：対象会社所在国が米国、英国、ドイツ、フランス

取得対価：

株式対価：株式を使用したM&A

複数対価：現金・株式を含んだ複数の対価を使用したM&A

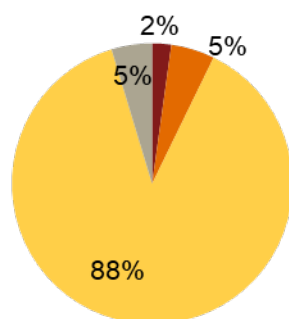
現金対価：現金を使用したM&A

その他：上記以外の対価（資産など）を使用したM&A

その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

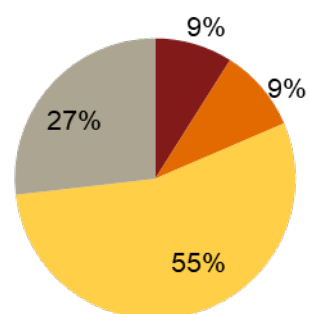
資料2. TOB取引件数シェア ～対価別(1998～2018年) (計3,874件)

米国 N=1412



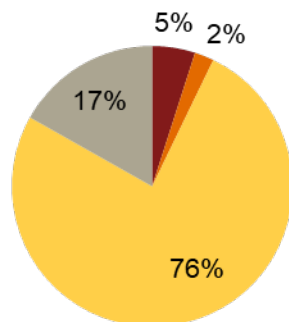
■ 株式対価 ■ 複数対価 ■ 現金対価 ■ その他

英国 N=1305



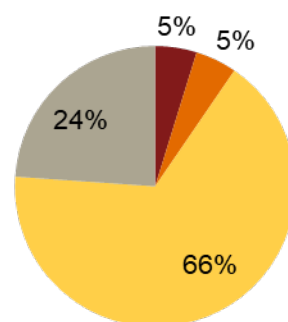
■ 株式対価 ■ 複数対価 ■ 現金対価 ■ その他

ドイツ N=404



■ 株式対価 ■ 複数対価 ■ 現金対価 ■ その他

フランス N=753

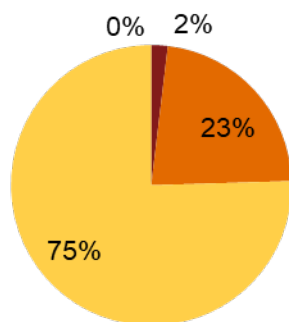


■ 株式対価 ■ 複数対価 ■ 現金対価 ■ その他

データベース：トムソンロイター
対象期間：1998/1～2018/12（完了日ベース）
M&Aのマーケット：対象会社所在国が米国、英国、ドイツ、フランス
取得対価：
株式対価：株式を使用したM&A
複数対価：現金・株式を含んだ複数の対価を使用したM&A
現金対価：現金を使用したM&A
その他：上記以外の対価（資産など）を使用したM&A
その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

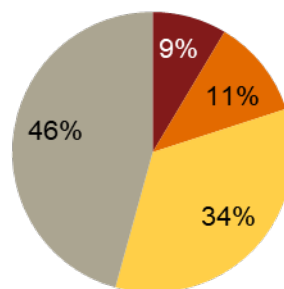
資料3. TOB取引件数シェア ～対価別(買収金額50億ドル超)(1998～2018年)(計113件)

米国 N=53



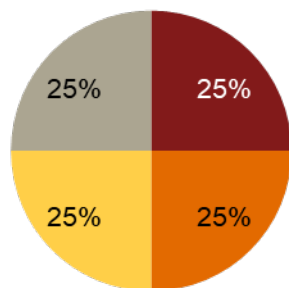
■ 株式対価 ■ 複数対価 ■ 現金対価 ■ その他

英国 N=35



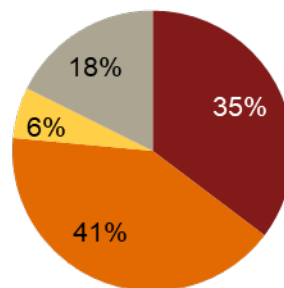
■ 株式対価 ■ 複数対価 ■ 現金対価 ■ その他

ドイツ N=8



■ 株式対価 ■ 複数対価 ■ 現金対価 ■ その他

フランス N=17



■ 株式対価 ■ 複数対価 ■ 現金対価 ■ その他

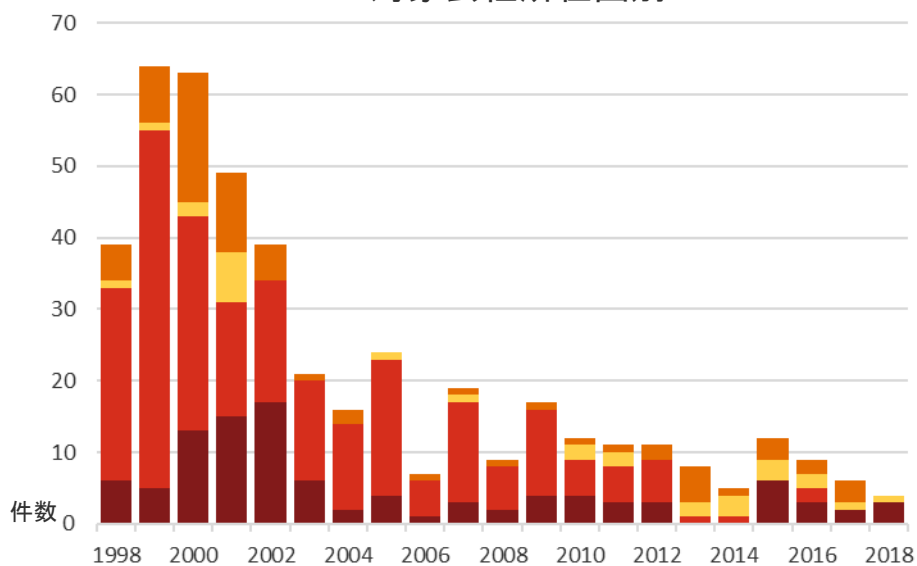
データベース：トムソンロイター
対象期間：1998/1～2018/12（完了日ベース）
M&Aのマーケット：対象会社所在国が米国、英国、ドイツ、フランス
取得対価：
株式対価：株式を使用したM&A
複数対価：現金・株式を含んだ複数の対価を使用したM&A
現金対価：現金を使用したM&A
その他：上記以外の対価（資産など）を使用したM&A
その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

資料4. 米国、英国、ドイツ、フランスにおける株式対価TOB取引件数推移 ～対象会社所在国別(1998～2018年)(計445件)

※これ以降「株式対価TOB」は、TOB取引のうち株式対価または複数対価とする取引を総称することとする。

※4カ国のTOB取引3,874件（資料1-2）のうち、株式対価TOBと確認できた445件を分析対象とする。

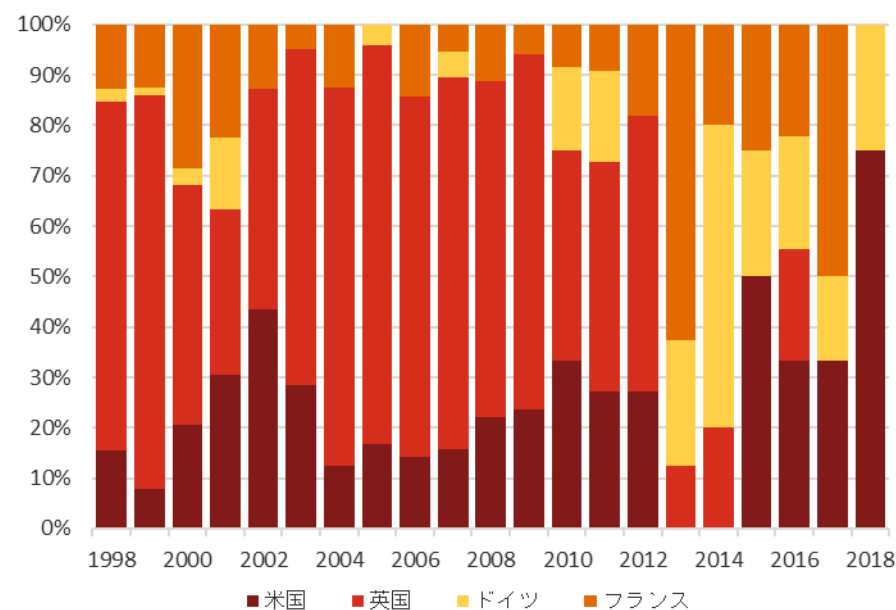
株式対価TOB取引件数
～対象会社所在国別



期間シェア ■ 米国 ■ 英国 ■ ドイツ ■ フランス

	1998～2018	2010～2018
米国	22.9%	30.8%
英国	54.4%	25.6%
ドイツ	6.5%	20.5%
フランス	16.2%	23.1%

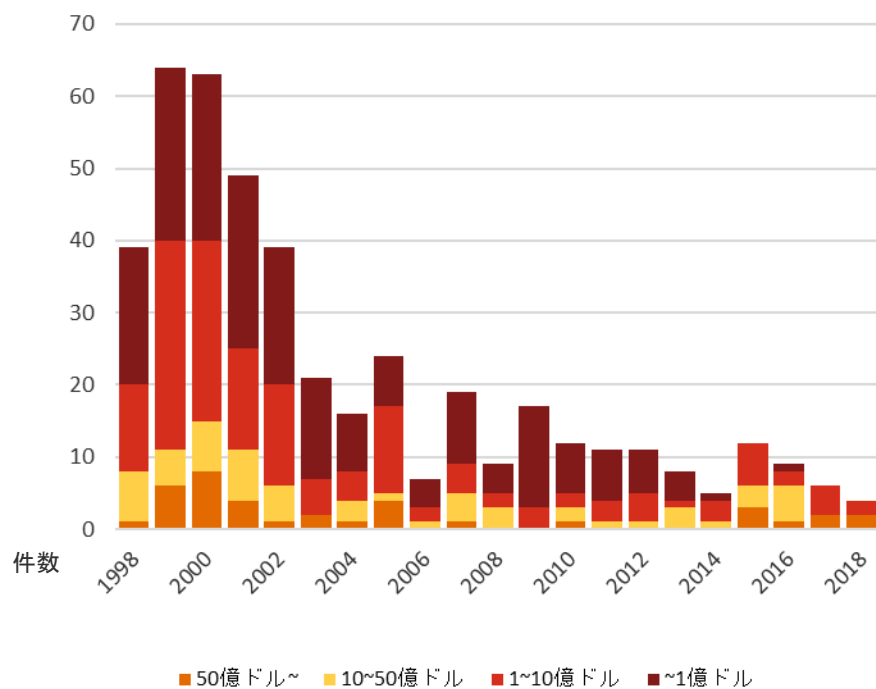
株式対価TOB取引件数シェア
～対象会社所在国別



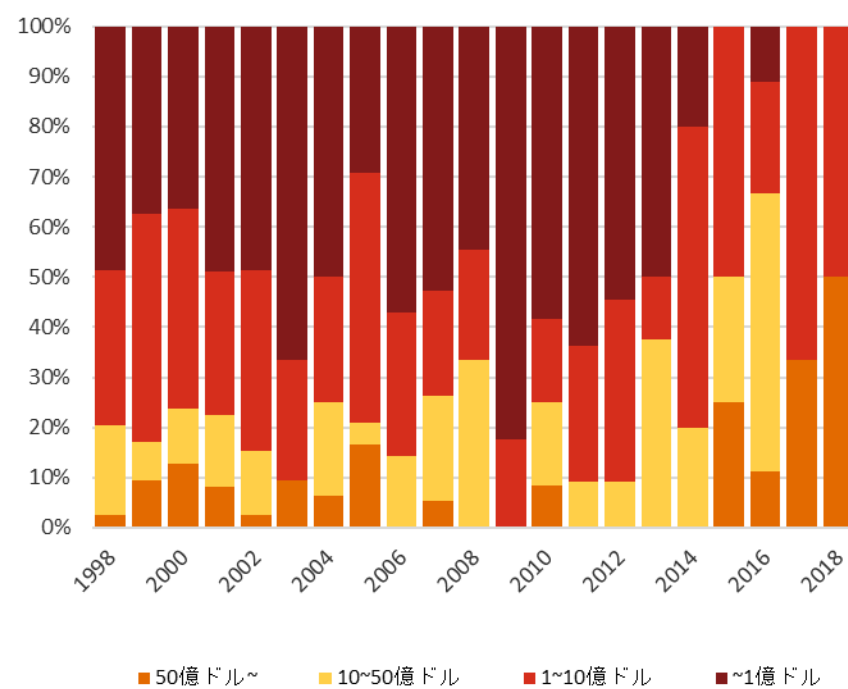
データベース：トムソンロイター
対象期間：1998/1～2018/12（完了日ベース）
M&Aのマーケット：対象会社所在国が米国、英国、ドイツ、フランス
その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

資料5. 米国、英国、ドイツ、フランスにおける株式対価TOB取引件数推移 ～買収金額規模別(1998～2018年)(計445件)

株式対価TOB取引件数
～買収金額規模別



株式対価TOB取引件数シェア
～買収金額規模別

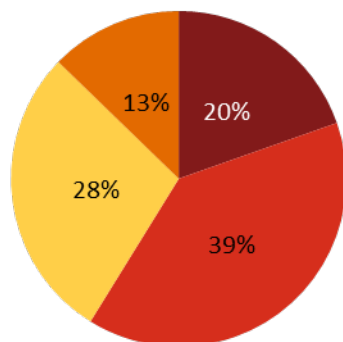


データベース：トムソンロイター
対象期間：1998/1～2018/12（完了日ベース）
M&Aのマーケット：対象会社所在国が米国、英国、ドイツ、フランス
その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

資料6. 株式対価TOB取引件数シェア ～買収金額規模別(1998～2018年)(計445件)

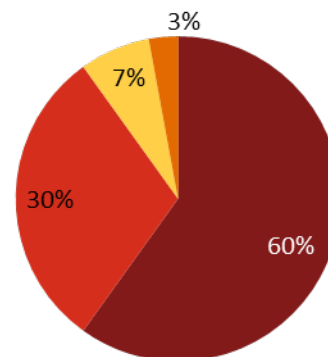
米国 N=102

■ ~1億ドル ■ 1~10億ドル ■ 10~50億ドル ■ 50億ドル~



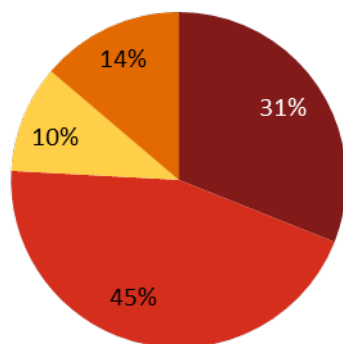
英国 N=242

■ ~1億ドル ■ 1~10億ドル ■ 10~50億ドル ■ 50億ドル~



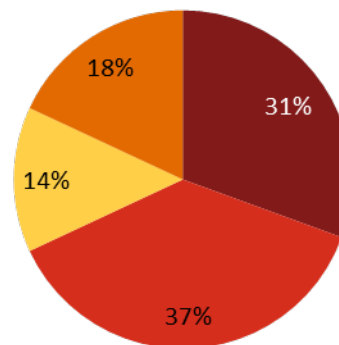
ドイツ N=29

■ ~1億ドル ■ 1~10億ドル ■ 10~50億ドル ■ 50億ドル~



フランス N=72

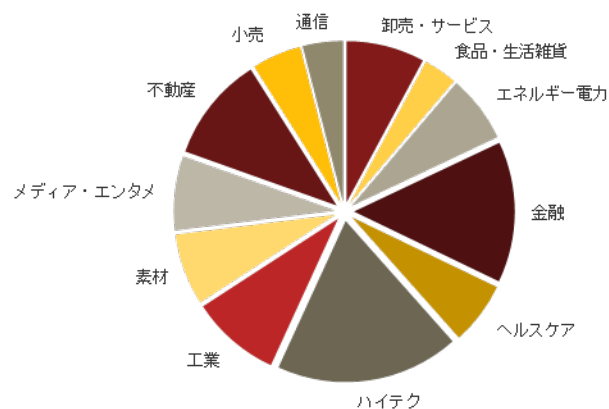
■ ~1億ドル ■ 1~10億ドル ■ 10~50億ドル ■ 50億ドル~



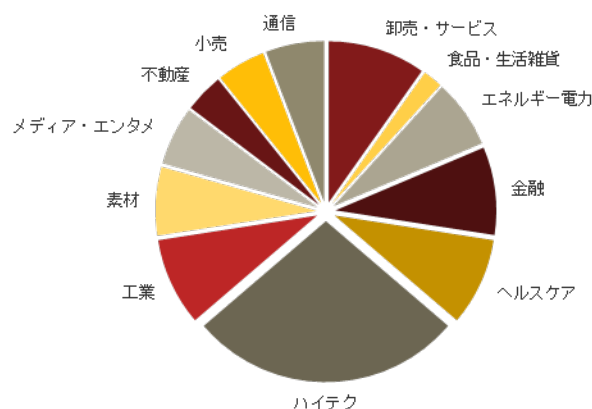
データベース：トムソンロイター
対象期間：1998/1～2018/12（完了日ベース）
M&Aのマーケット：対象会社所在国が米国、英国、ドイツ、フランス
その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

資料7. 株式対価TOB取引件数シェア ～対象会社業種別(1998～2018年)(計445件)

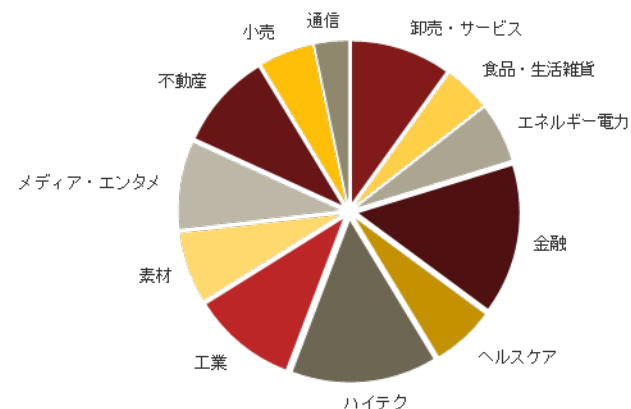
4カ国 N=445



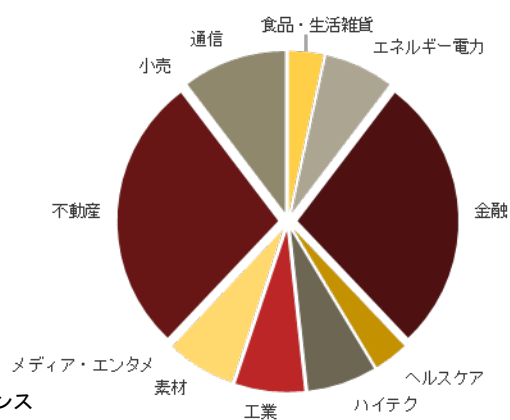
米国 N=102



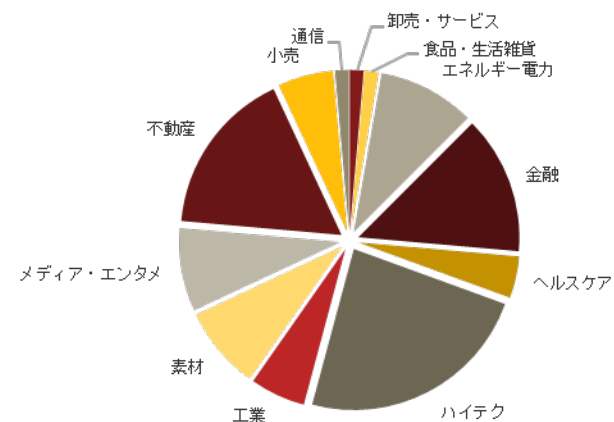
英国 N=242



ドイツ N=29



フランス N=72



データベース：トムソンロイター

対象期間：1998/1～2018/12（完了日ベース）

M&Aのマーケット：対象会社所在国が米国、英国、ドイツ、フランス

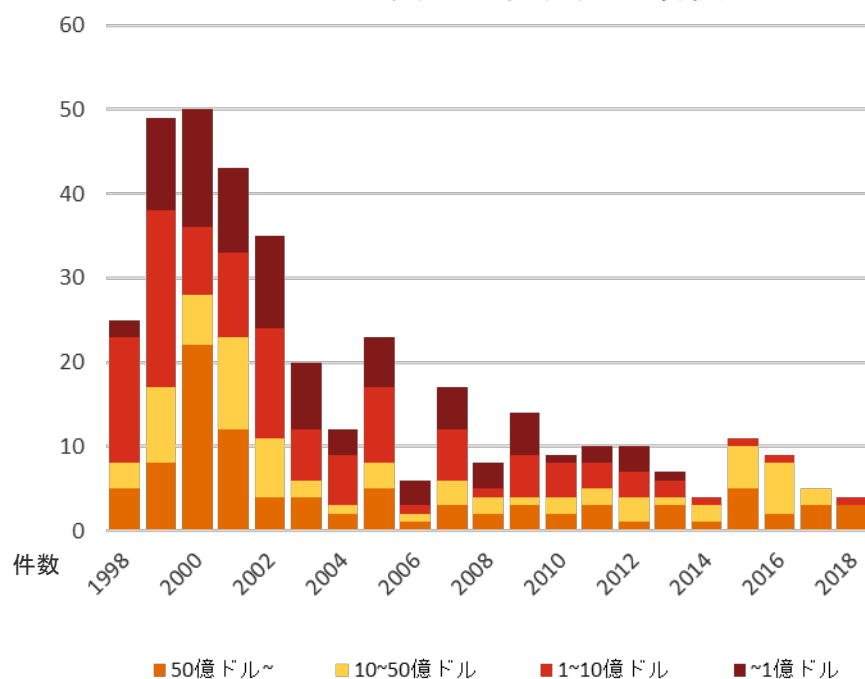
業種：トムソンロイター業種中分類（資料18参照）

その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

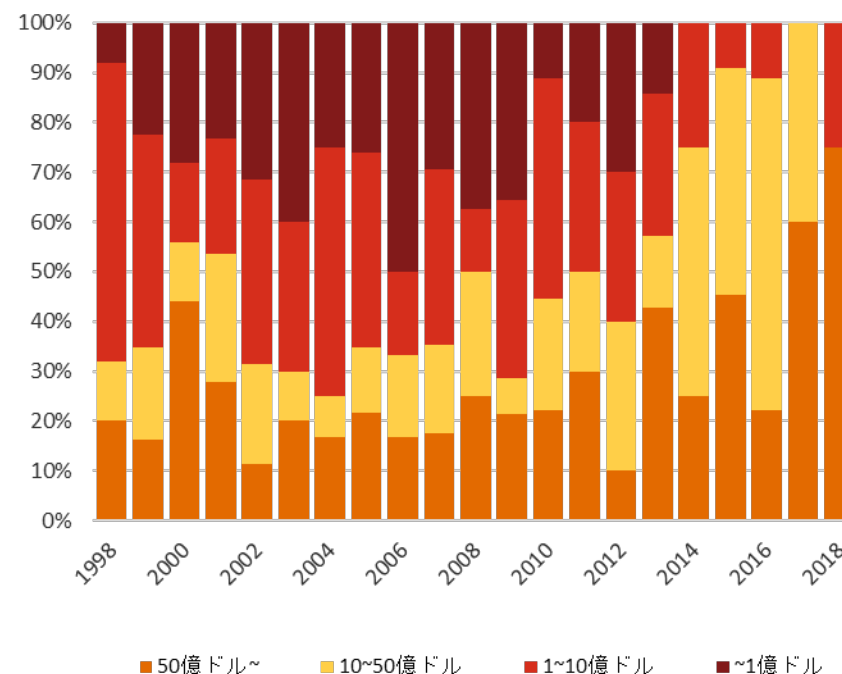
資料8. 米国、英国、ドイツ、フランスにおける株式対価TOB取引件数推移 ～買収会社総資産規模別(1998～2018年)(計371件)

※4カ国の株式対価TOB取引445件（資料4-7）のうち、買収直前決算期における買収会社総資産額（簿価ベース）が確認できた371件を分析対象とする。

株式対価TOB取引件数
～買収会社総資産規模別



株式対価TOB取引件数シェア
～買収会社総資産規模別



データベース：トムソンロイター
対象期間：1998/1～2018/12（完了日ベース）
M&Aのマーケット：対象会社所在国が米国、英国、ドイツ、フランス
その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

資料9. 株式対価TOB事例(1/2)

※ 4カ国の株式対価TOB取引445件（資料4-7）のうち、2009年以降の事例を対象に11件を選出。

取引完了日	買収会社	買収会社 所在国	買収会社 SIC業種	対象会社	対象会社 所在国	対象会社 SIC業種	買収金額 (百万ドル)	取得比率	取得対価	株式対価 比率	報告書本文 引用事例
05/26/2015	AbbVie Inc	United States	Pharmaceutical preparations	Pharmacyclics Inc	United States	Pharmaceutical preparations	20,225.0	100.00	複数対価	41.50	○
06/22/2015	Alexion Pharmaceutical s Inc	United States	Pharmaceutical preparations	Synageva BioPharma Corp	United States	Biological products	8,842.6	100.00	複数対価	51.29	○
01/26/2017	MACOM Technology Solutions Hol	United States	Electronic components, nec	Applied Micro Circuits Corp	United States	Semiconductors and related devices	782.1	100.00	複数対価	58.54	○
06/18/2012	Myriad Group AG	Switzerland	Prepackaged Software	Synchronica PLC	United Kingdom	Communication s equipment, nec	33.4	100.00	株式	100.00	
10/31/2018	Praxair Inc	United States	Industrial gases	Linde AG	Germany	Industrial gases	43,426.0	92.05	株式	100.00	
02/05/2016	Nokia Oyj	Finland	Radio & TV broadcasting & communication s equipment	Alcatel Lucent SA	France	Communication s equipment, nec	9,974.4	95.32	株式	100.00	
10/01/2015	Liberty Interactive Corp	United States	Cable and other pay television services	Zulily Inc	United States	Catalog and mail-order houses	2,375.43	100.00	複数対価	51.07	

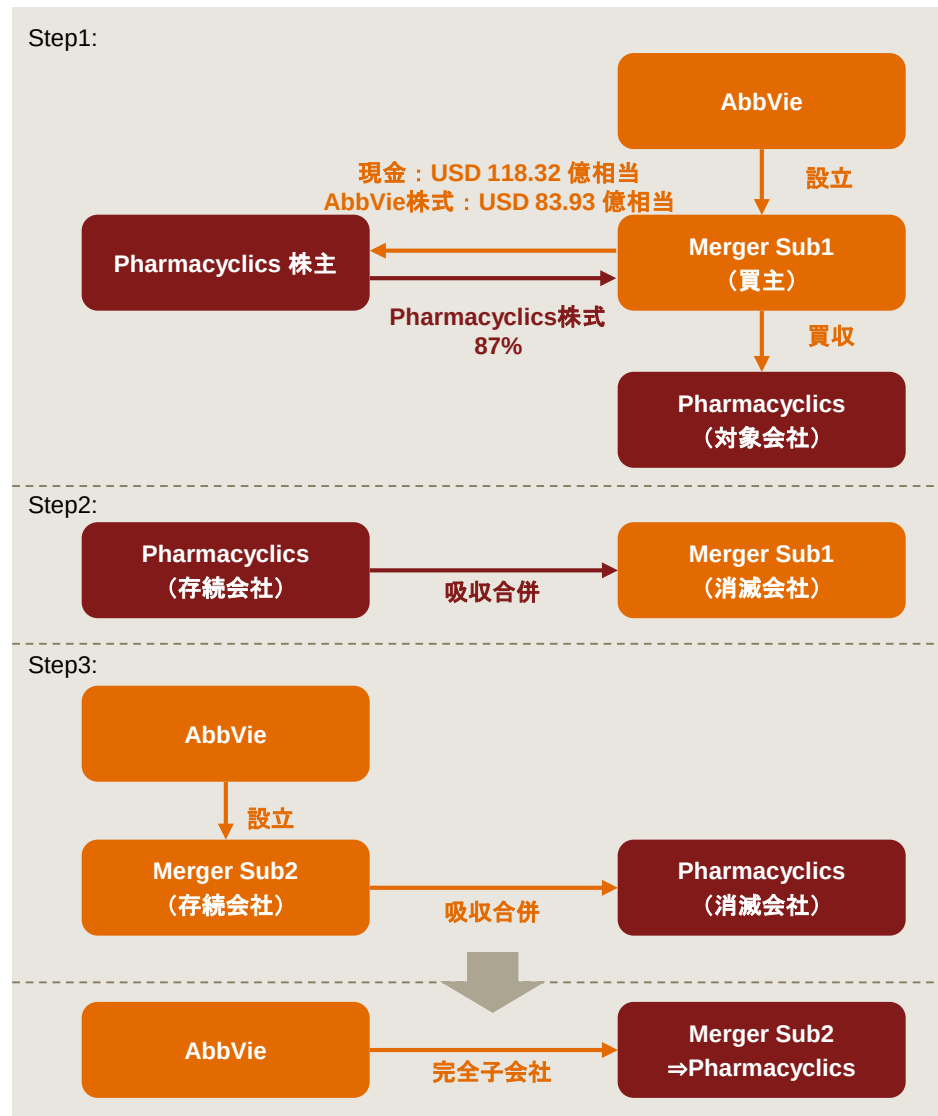
データベース：トムソンロイター、Capital IQ
 対象期間：2009/1~2018/12（完了日ベース）
 SIC業種：1937年米国政府によって定められた産業分類コード
 その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

資料9. 株式対価TOB事例(2/2)

取引完了日	買収会社	買収会社 所在国	買収会社 SIC業種	対象会社	対象会社 所在国	対象会社 SIC業種	買収金額 (百万ドル)	取得比率	取得対価	株式対価 比率	報告書本文 引用事例
09/10/2014	Sopra Steria Group SA	France	Computer facilities management services	Steria SA	France	Computer facilities management services	696.3	90.52	株式	100.00	
08/01/2016	RPC Group PLC	United Kingdom	Plastics products, nec	British Polythene Inds PLC	United Kingdom	Packaging paper & plastics film, coated & laminated	358.3	100.00	複数対価	52.48	
11/17/2009	First American Corp	United States	Title insurance	First Advantage Corp	United States	Management consulting services	320.8	20.23	株式	100.00	○
03/03/2011	CBaySystems Holdings Ltd	United States	Business services, nec	MedQuist Inc	United States	Data processing services	14.2	17.80	株式	100.00	○

データベース：トムソンロイター、Capital IQ
 対象期間：2009/1~2018/12（完了日ベース）
 SIC業種：1937年米国政府によって定められた産業分類コード
 その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

米AbbVie Inc (AbbVie) による米Pharmacyclics Inc (Pharmacyclics) 買収案件



<案件概要>

- 米国を拠点とするバイオ医薬品メーカーAbbVie(上場)による、米国を拠点とする同業のPharmacyclics(上場)の100%買収案件。
- AbbVieはPharmacyclics株主から現金およびAbbVie株式を対価としてPharmacyclics株式をTOBにより取得し、その後完全子会社化。(2015年5月26日)

<対価>

- Pharmacyclics 1株あたり、①現金USD261.25、②現金USD152.25とAbbVie1.6639株(USD109.00相当)のいずれかを対価として選択。公表直前のPharmacyclics株価はUSD216.76。
- 買収金額:USD 202.25 億相当
- 現金
金額:USD 118.32 億相当
- AbbVie株式
金額:USD 83.93 億相当

<本件の意義>

- Pharmacyclicsが持つ血液がん治療薬を取り込み、癌治療薬領域での商品ポートフォリオ拡充することが買収目的のひとつであると思われる。

<特筆事項>

- ステップとしては、AbbVieが買収のための特別目的会社であるMerger Sub 1とMerger Sub 2を設立し、Merger Sub 1を通してAbbVie株式と現金を対価とするTOB(エクスチェンジ・オファー)によりPharmacyclics株式を87%取得、その上で、PharmacyclicsはMerger Sub 1を吸収合併しスクイズアウト。その後Merger Sub 2がPharmacyclicsを吸収合併し、Merger Sub 2が社名変更して存続会社となったと想定される。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

米Alexion Pharmaceuticals Inc (Alexion) による米Synageva BioPharma Corp (Synageva) 買収案件

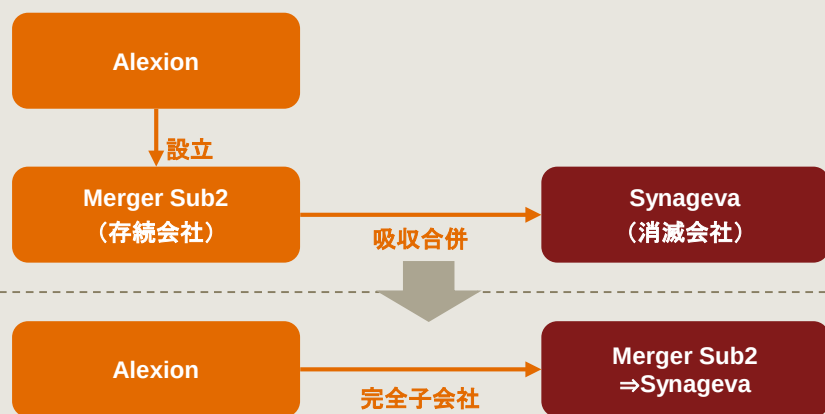
Step1:



Step2:



Step3:



<案件概要>

- 米国を拠点とするバイオ医薬品メーカーAlexion(上場)による、米国を拠点とするバイオ医薬品メーカーSynageva(上場)の100%買収案件。
- AlexionはSynageva株主から現金およびAlexion株式を対価としてSynageva株式をTOBにより取得し、その後完全子会社化。(2015年6月22日)

<対価>

- Synageva 1株あたり、現金USD115.00とAlexion0.6581株を対価とし、USD225.92に相当。公表直前のSynageva株価はUSD168.55。
- **買収金額:USD 88.42 億相当**
- **現金**
金額:USD 43.07 億相当
- **Alexion株式**
金額:USD 45.35 億相当

<本件の意義>

- Synagevaがフォーカスする難病、希少疾患に対する先端医療とされる酵素補充療法分野に進出することが買収目的のひとつであると思われる。

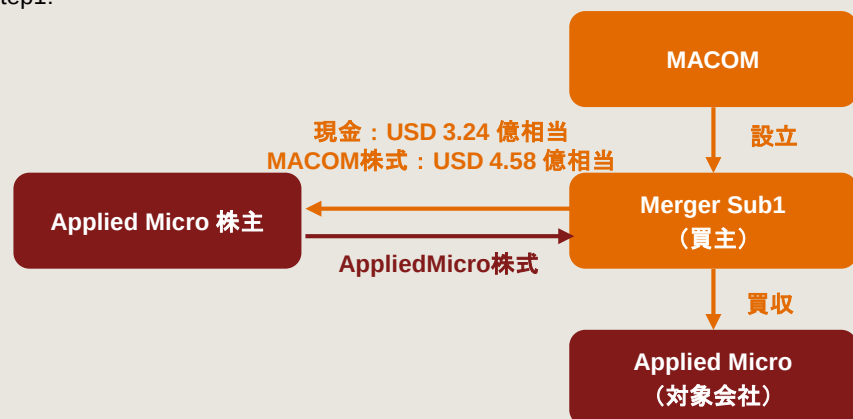
<特筆事項>

- ステップとしては、Alexionが買収のための特別目的会社であるMerger Sub 1とMerger Sub 2を設立し、Merger Sub 1を通してAlexion株式と現金を対価とするTOB(エクスチェンジ・オファー)によりSynageva株式を取得し、その上で、SynagevaはMerger Sub 1を吸収合併しスクーズアウト。その後Merger Sub 2がSynagevaを吸収合併し、Merger Sub 2が社名変更し存続会社となったと想定される。
- Synagevaの創業者はAlexionの役員として経営に参画。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

米MACOM Technology Solutions HD Inc. (MACOM)による米Applied Micro Circuits Corp (Applied Micro)買収案件

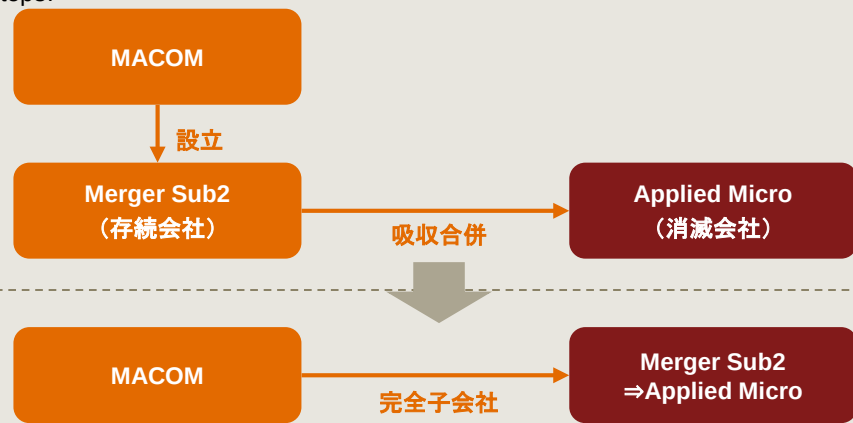
Step1:



Step2:



Step3:



<案件概要>

- 米国を拠点とする半導体製造事業者MACOM(上場)による、米国を拠点とする同業のApplied Micro(上場)の100%買収案件。(2017年1月26日)

<対価>

- Applied Micro 1株あたり、現金USD3.25とMACOM0.1089株を対価とし、USD8.36に相当。公表直前のApplied Micro株価はUSD7.25。
- 買収金額: USD 7.82 億相当
- 現金
金額: USD 3.24 億相当
- MACOM株式
金額: USD 4.58 億相当

<本件の意義>

- 今後市場の成長が見込めるデータセンターやネットワーク関連の半導体製品ポートフォリオを拡充し、成長分野への投資を加速することが買収目的のひとつであると思われる。

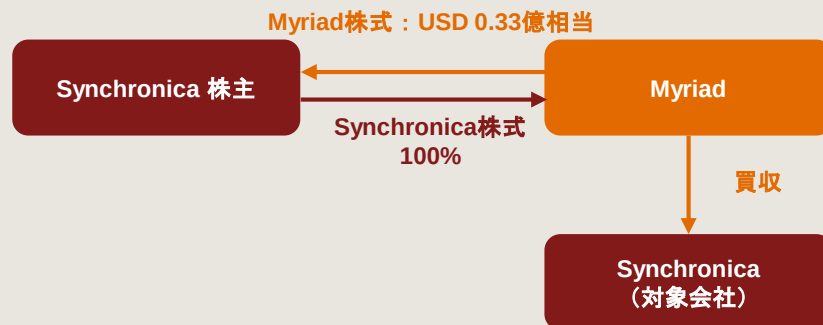
<特筆事項>

- ステップとしては、MACOMが買収のための特別目的会社であるMerger Sub 1とMerger Sub 2を設立し、Merger Sub 1を通してMACOM株式と現金を対価とするTOB(エクステンジ・オファー)によりApplied Micro株式を取得し、その上で、Applied MicroはMerger Sub 1を吸収合併しスクイズアウト。その後Merger Sub 2がApplied Microを吸収合併し、Merger Sub 2が社名変更し存続会社となったと想定される。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

スイス Myriad Group AG (Myriad) による英 Synchronica PLC (Synchronica) 買収案件

Step1:



<案件概要>

- スイスを拠点とするモバイル関連のソフトウェア開発のMyriad(上場)による、イギリスを拠点とする同業Synchronica(上場)の100%買収案件。
- MyriadはSynchronica株主からMyriad株式を対価としてSynchronica株式をTOBにより取得し、完全子会社化。(2012年6月18日)

<対価>

- Synchronica1株あたり、Myriad0.046株を対価とし、USD0.24に相当。公表直前のSynchronica株価はUSD0.12。
- 買収金額:USD 0.33億 相当
- Myriad株式
金額:USD0.33 億相当

<本件の意義>

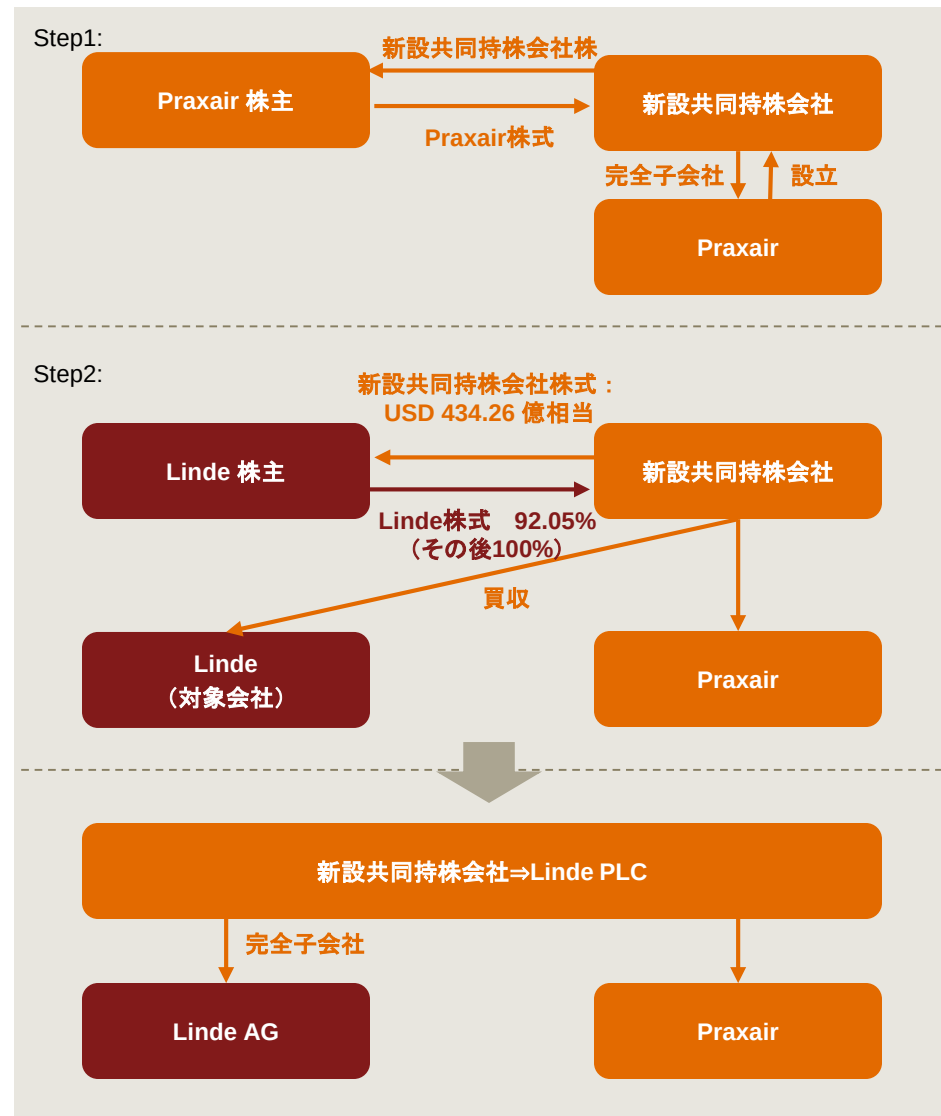
- モバイルメッセージ関連のシステム開発技術を取り込むことで、自社のソフトウェア開発領域を拡張することや、Synchronicaの顧客基盤を獲得しクロスセルによるシナジーを得ることが買収目的のひとつであると思われる。

<特筆事項>

- ステップとしては、Myriad株式を対価とするTOB(General Offer)によりSynchronica株式を94.85 %取得、その後スクイズアウトによりSynchronicaを100%子会社化したと想定される。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

米Praxair Inc (Praxair) によるドイツLinde AG (Linde) 買収案件



<案件概要>

- 米国を拠点とするガス事業者Praxair(上場)による、独国を拠点とする同業Linde(上場)の買収案件。(2018年10月31日)

<対価>

- Linde 1株あたり、新設共同持株会社1.54株を対価とし、USD254.14に相当。公表直前のLinde株価はUSD169.78。なお、新設共同持株会社株式とPraxair株式の交換比率は1:1。
- 買収金額:USD 434.26 億相当
- 新設共同持株会社株式
金額:USD 434.26 億相当

<本件の意義>

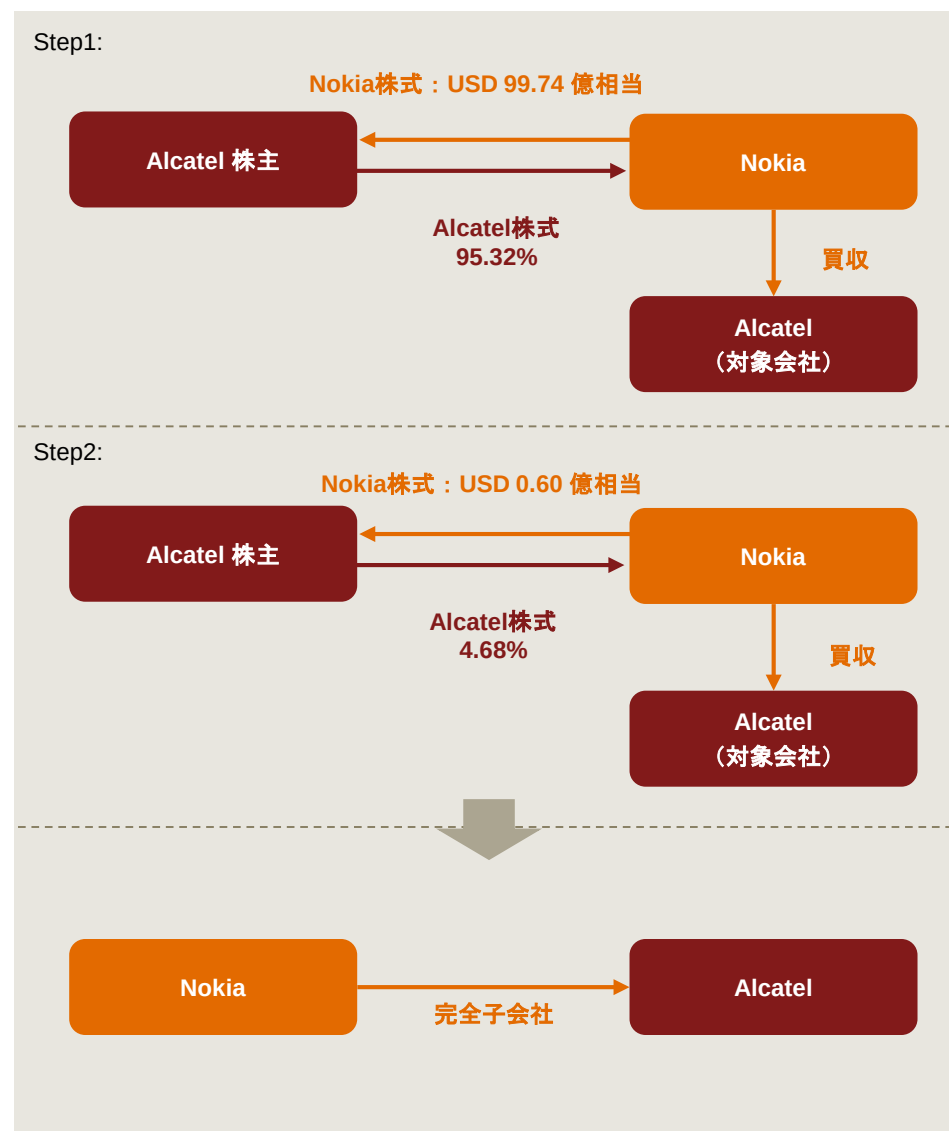
- Praxairにおいては、産業用ガス事業へ事業領域を拡張し事業ポートフォリオの多様化を実現すること、Lindeにおいては、欧州事業のリストラクチャリングを断行しバランスシート改善することが双方において買収目的のひとつであると思われる。

<特筆事項>

- ステップとしては、Praxairがアイルランド法人の共同持株会社を新設。その上で、新設共同持株会社株式を対価とするTOBによりLinde株式を92.05%取得し、スクーズアウトを実行。最終的に、PraxairとLindeは新設共同持株会社傘下の100%子会社となったと想定される。
- TOBは、最低応募株式数の下限が全株式の75%と設定された形跡があることから、Voluntary Offerであったと想定される。
- 新設共同持株会社株式の持分比率はPraxair株主、Linde株主との間で50%ずつとなったとされる。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

フィンランドNokia Oyj (Nokia) によるフランスAlcatel Lucent SA (Alcatel) 買収案件



<案件概要>

- フィンランドを拠点とする通信インフラ開発大手Nokia(上場)による、フランスを拠点とする同業のAlcatel(上場)の買収案件。(2016年2月5日)

<対価 (Step1)>

- Alcatel1株あたり、Nokia0.55株を対価とし、USD3.90に相当。公表直前のAlcatel株価はUSD3.95。
- 買収金額:USD 99.74 億相当
- Nokia株式
金額:USD 99.74 億相当

<本件の意義>

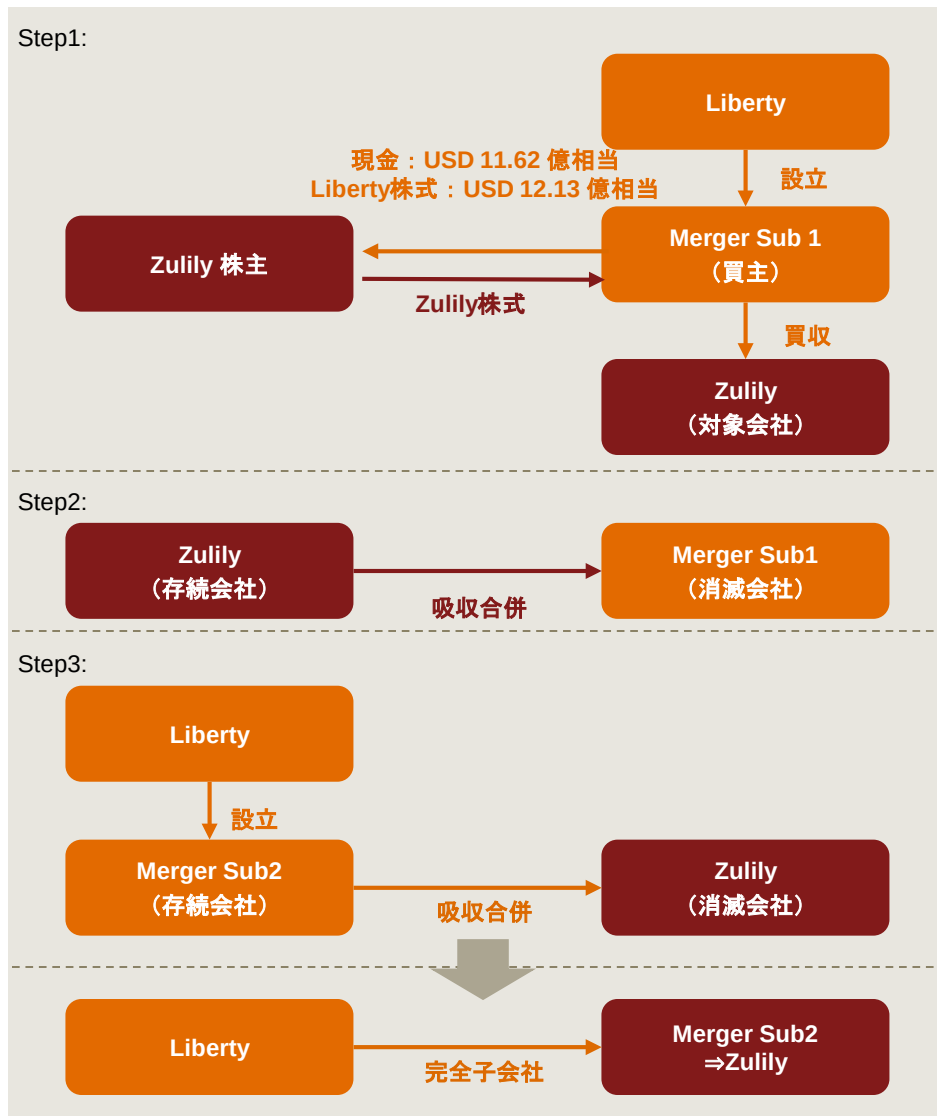
- Alcatelは、通信事業者やプロバイダ、一般企業に対する通信インフラ、システムを世界規模で提供し、固定通信および移動通信向けブロードバンドインターネット接続、アプリケーションの分野において主導的な地位を占め、宇宙事業や軍用通信分野にも進出しており、Nokiaは同社の開発技術と顧客基盤を取り込み、事業額大を狙うことが買収目的のひとつであると思われる。
- Nokiaは今後の成長市場であるIoT領域等での投資を加速させる一環として本件買収を行うと同時に、既存事業ポートフォリオの見直しにも着手しており、この買収に合わせて、地図関連事業「HERE」の売却を検討する模様。

<特筆事項>

- TOBは株式を対価としたExchange Offer(offers publiques d'echange)であったと想定される。
- ステップとしては、TOB実施後にスクイーズアウトによりAlcateを100%子会社化したと想定される。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

米Liberty Interactive Co. (Liberty) による米Zulily Inc.(Zulily) 買収案件



<案件概要>

- 米国を拠点とする通販チャンネルQVCを運営するLiberty(上場)による、米国を拠点とするアパレル関連のeコマースサイト運営Zulily(上場)の100%買収案件。(2015年10月1日)

<対価>

- Zulily1株あたり、現金USD9.375とLiberty0.3098株を対価とし、USD18.75に相当。公表直前のZulily株価はUSD30.26。
- 買収金額:USD 23.75 億相当
- 現金
金額:USD 11.62 億相当
- Liberty株式
金額:USD 12.13 億相当

<本件の意義>

- Libertyが運営するケーブルテレビの通販チャンネルやeコマース大手のQVCがZulilyが運営するeコマースサイトを傘下に加えることで、ユーザー層をテレビ視聴者からモバイルユーザーにまで拡充することが買収目的のひとつであると思われる。

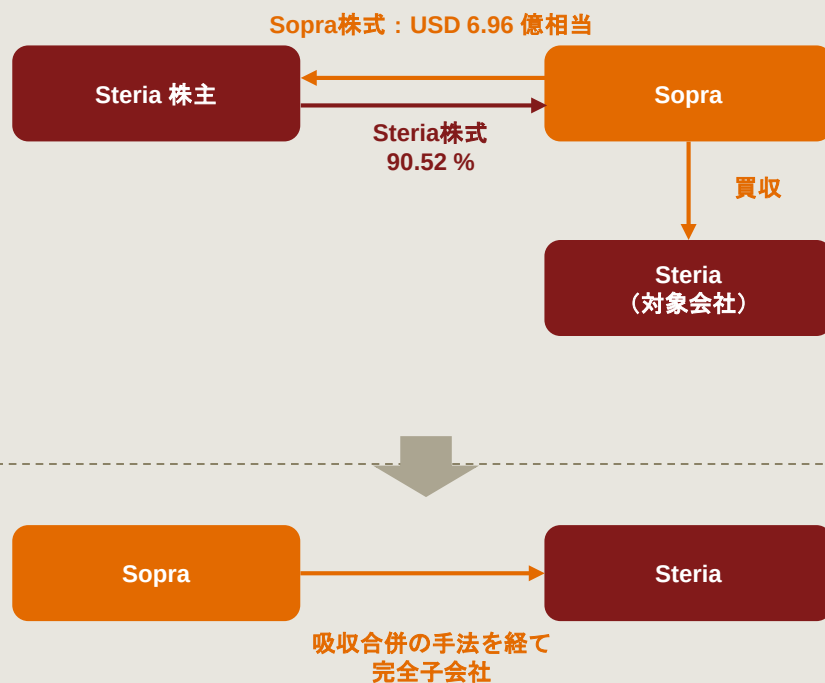
<特筆事項>

- ステップとしては、Libertyが買収のための特別目的会社であるMerger Sub 1とMerger Sub 2を設立し、Merger Sub 1を通してLiberty株式と現金を対価とするTOB(エクスチェンジ・オファー)によりZulily株式を取得し、その上で、ZulilyはMerger Sub 1を吸収合併しスクイズアウト。その後Merger Sub 2がZulilyを吸収合併し、Merger Sub 2が社名変更し存続会社となったと想定される。
- ZulilyはLibertyの傘下に入った後も独立したサイト運営を維持する。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

フランスSopra Group SA (Sopra) によるフランスGroupe Steria SA (Steria) 買収案件

Step1:



<案件概要>

- フランスを拠点とするITコンサルティングのSopra(上場)による、フランスを拠点とする同業のSteria(上場)の買収。(2014年9月10日)

<対価>

- Steria1株あたり、Sopra株式0.25株を対価とし、USD19.21に相当。公表直前のSteria株価はUSD20.38。
- **買収金額:USD 6.96 億相当**
- **Sopra株式**
金額:USD 6.96 億相当

<本件の意義>

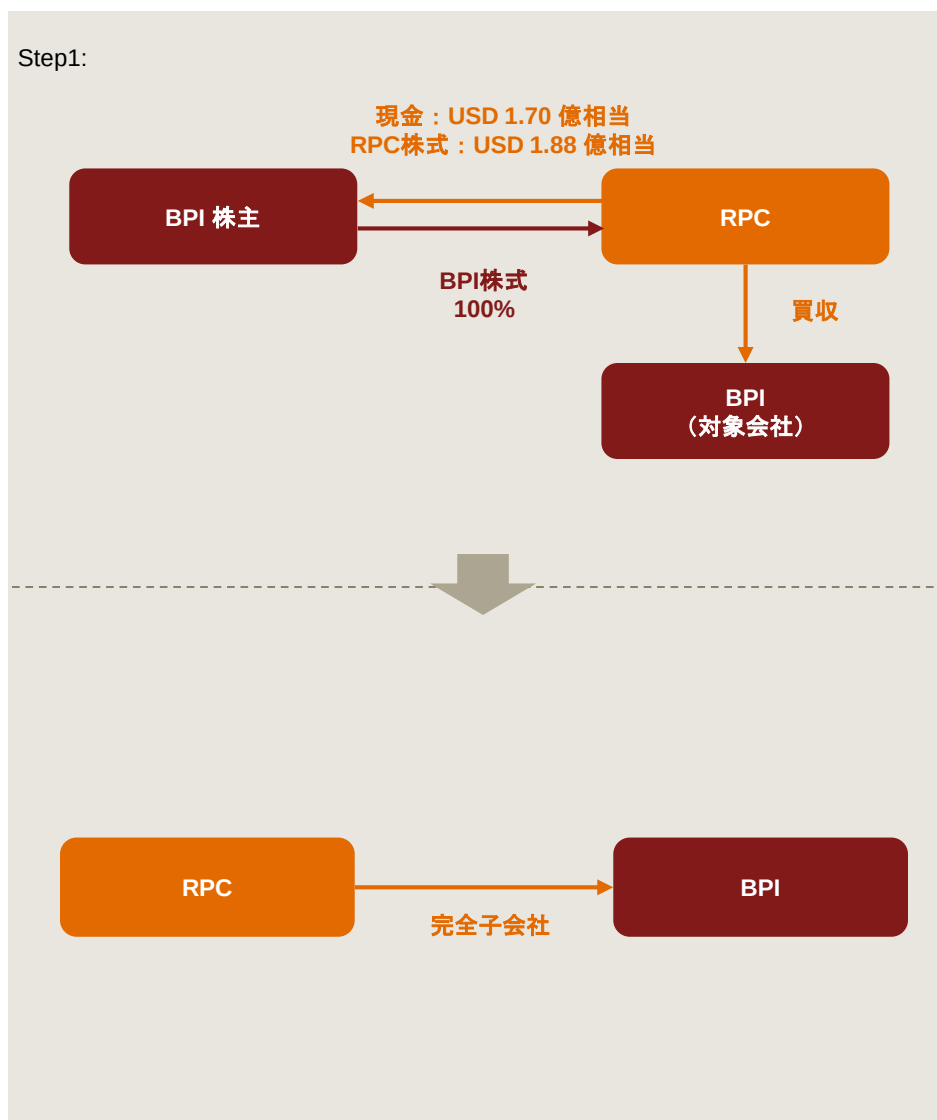
- ITコンサルティングサービスのラインナップ拡充による事業拡大と、事業規模拡大による開発コスト低減効果の獲得、Steriaの持つ顧客基盤獲得による市場シェア拡大(買収後フランスにてシェア4位に)が買収目的としてあると思われる。

<特筆事項>

- 公表時の開示資料によると、TOBは株式を対価としたExchange Offer (offers publiques d'echange) であったと想定される。
- TOB期間において90.52%株式取得し、下限の60%を超えTOB成立。TOB成立を受け、SopraはSopra Steria Groupに社名変更している。
- その後吸収合併の手法により100%子会社化したものと想定されるが、スキームの詳細については開示がないため不詳。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

英RPC Group Plc (RPC)による英British Polythene Industries PLC (BPI)買収案件



<案件概要>

- 英国を拠点とするプラスチック製品メーカーRPC Group Plc (上場)による、英国を拠点とするポリエチレン包装製品メーカーBritish Polythene Industries PLC(上場)の買収案件。(2016年8月1日)

<対価>

- BPI1株あたり、現金GBP 4.77とRPC0.60141株を対価とし、USD13.06に相当。公表直前のBPI株価は10.50。
- 買収金額:USD 3.58 億相当
- 現金
金額:USD 1.70 億相当
- RPC株式
金額:USD 1.88 億相当

<本件の意義>

- ヨーロッパのポリエチレン製品市場でのシェア拡大とスケールメリットを活かして製造コスト低減が買収目的としてあると思われる。

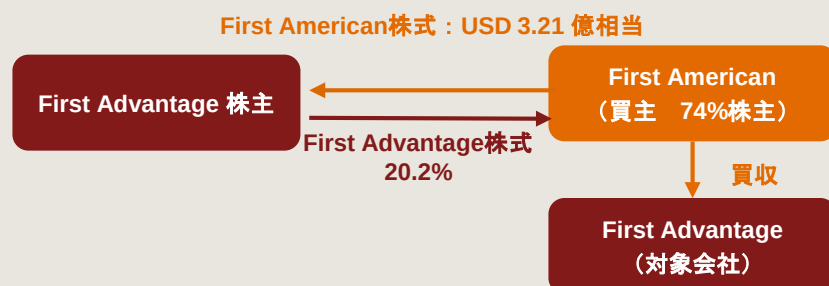
<特筆事項>

- 適時開示資料から、本件取引は現金と株式対価によるスキーム・オブ・アレンジメントと想定される。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

米First American Corp. (First American)による米・子会社First Advantage Corp. (First Advantage)の完全子会社化案件

Step1:



<案件概要>

- 米国を拠点とする不動産タイトル保険業のFirst American（上場）による、同社子会社で米国を拠点とする不動産関連の各種信用調査業のFirst Advantage（上場）の100%子会社化案件。（2009年11月17日）

<対価>

- First Advantage1株あたり、First Advantage0.58株を対価とし、USD19.64に相当。公表直前のFirst Advantage株価は12.75。
- 買収金額:USD 3.21 億相当
- First American株式
金額:USD 3.21 億相当

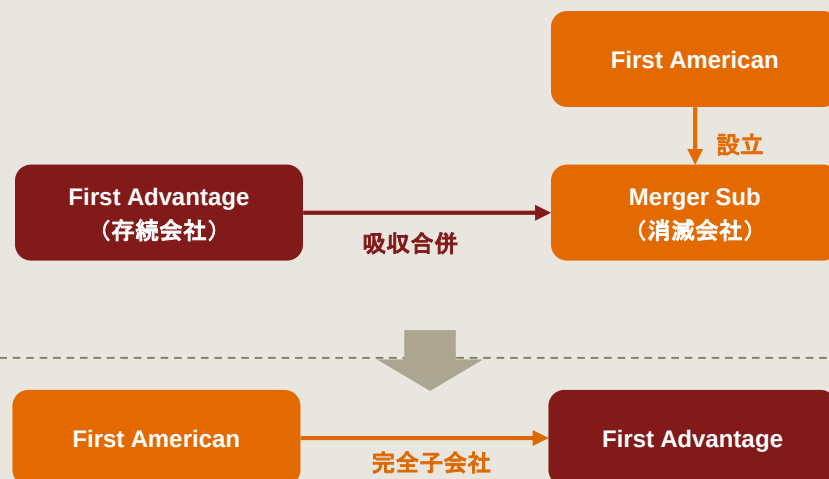
<本件の意義>

- First Advantageは2003年にFirst Americanの信用調査、各種統計事業部門とUS Search社（非上場）が新設合併により設立され同時にIPO。US Search社株主が合併対価として受け取ったFirst Advantage株式はIPOを通じて売却。本取引は、IPO時に売却された株式をFirst Americanが買い取り完全子会社化を目的とするもの。

<特筆事項>

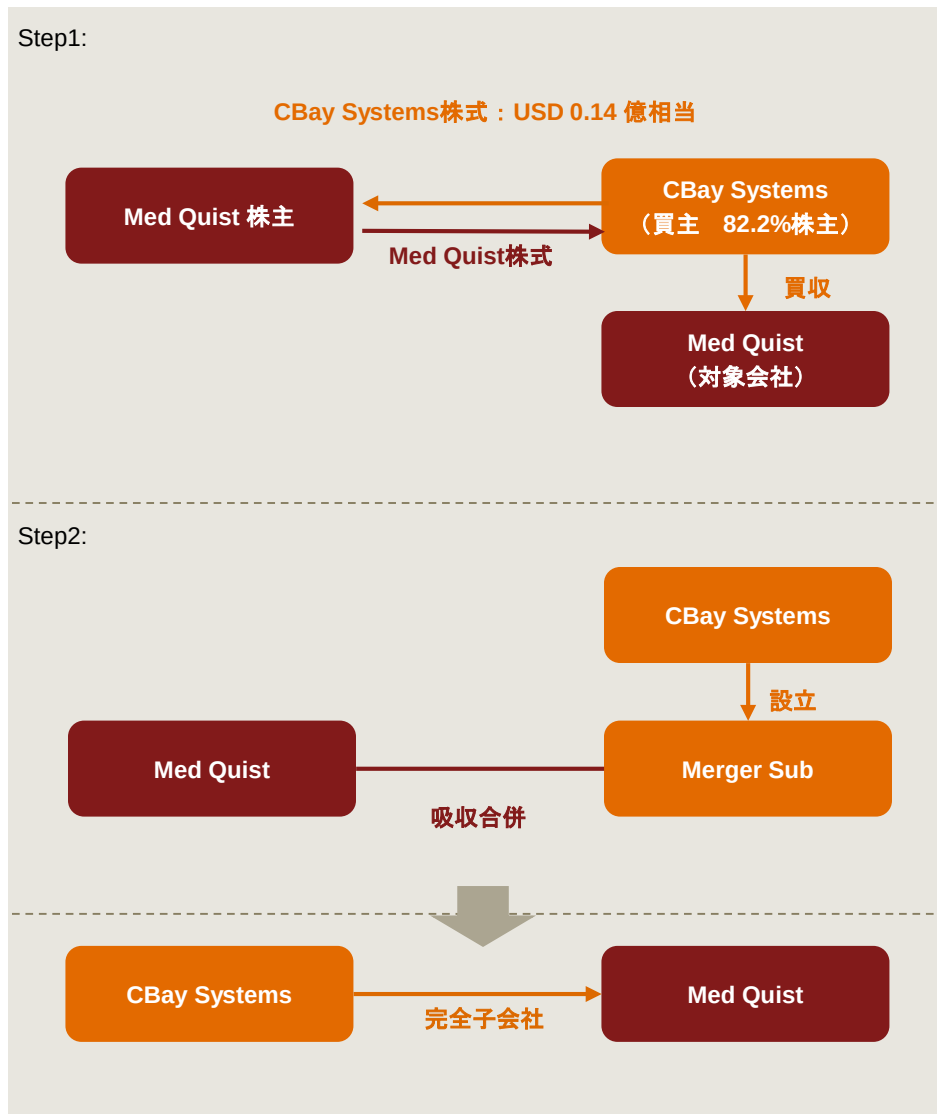
- 適時開示資料から、本件取引は株式のみを対価としたTOB（エクステンジ・オファ）により20.2%取得し、既存保有株合わせ約94%保有。その上で、First AdvantageがMerger Subを吸収合併しスクイズアウトしたと想定される。

Step2:



出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

米CBay Systems Holdings Ltd (CBay Systems)による米・子会社Med Quist Inc. (Med Quist)の完全子会社化案件



<案件概要>

- 米国を拠点とする医療事務関連のシステム開発のCBay Systems（上場）による、同社子会社で米国を拠点とするMed Quist（上場）の100%子会社化案件。（2011年3月3日）

<対価>

- Med Quist1株あたり、CBay Systems4.0株（株式分割前）を対価とし、USD9.59に相当。公表直前のMed Quist株価はUSD9.00。
- 買収金額:USD 0.14 億相当
- CBay Systems株式
金額:USD 0.14 億相当

<本件の意義>

- 2008年8月にCBay SystemsとSAC Private Capital Group (SAC) との間の資本提携のなかでSAC傘下のMed Quistの株式69.5%を取得。その後持分比率を82.2%に引き上げたのちに、100%子会社化を目的とするもの。
- Med Quistは米国の医療カルテルシステム開発市場の大手であったが、海外販路乏しく販売減の状況にあったところ、CBay Systemsの販路等のリソースを活用して業績改善を図ることが買収目的のひとつと思われる。

<特筆事項>

- 適時開示資料から、本件取引は株式のみを対価としたTOB（エクステンジ・オファー）により既存保有株合わせ約97%保有。その上で、Med QuistとMerger Subが吸収合併しスクイーズアウトしたと想定される。（存続会社がMed Quistであるかは不詳。）
- TOBおよびスクイーズアウト合算で17.8%取得。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

資料11. 時価総額上位20社にかかる時価総額平均成長率と株価評価

	米国	英国	ドイツ	フランス	(参考) 日本
時価総額合計 (2019.2)	7.5兆ドル	1.2兆ドル	1.0兆ドル	1.3兆ドル	1.2兆ドル
時価総額 5yCAGR	9.8%	0.4%	1.5%	9.4%	8.1%
PBR 5y平均	6.2X	5.8X	2.6X	3.0X	2.4X
EBITDA倍率 5y平均	14.0x	11.1x	10.3x	12.2x	11.4x

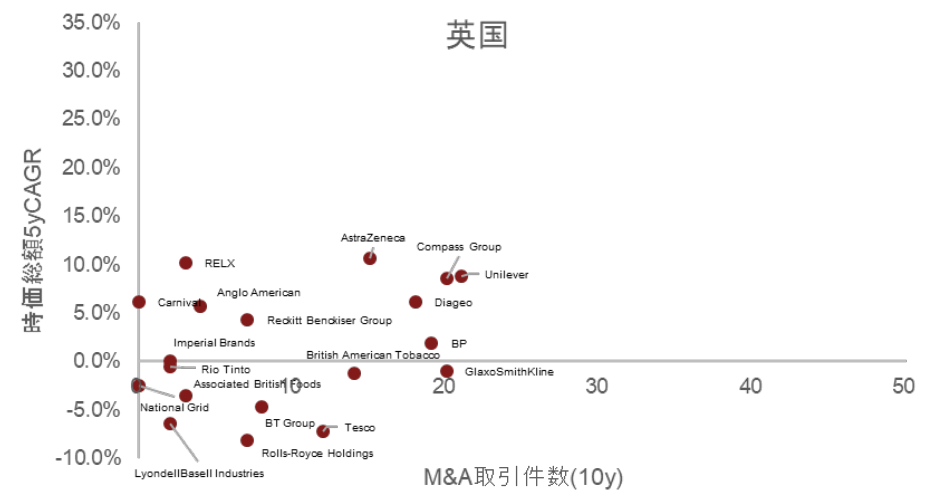
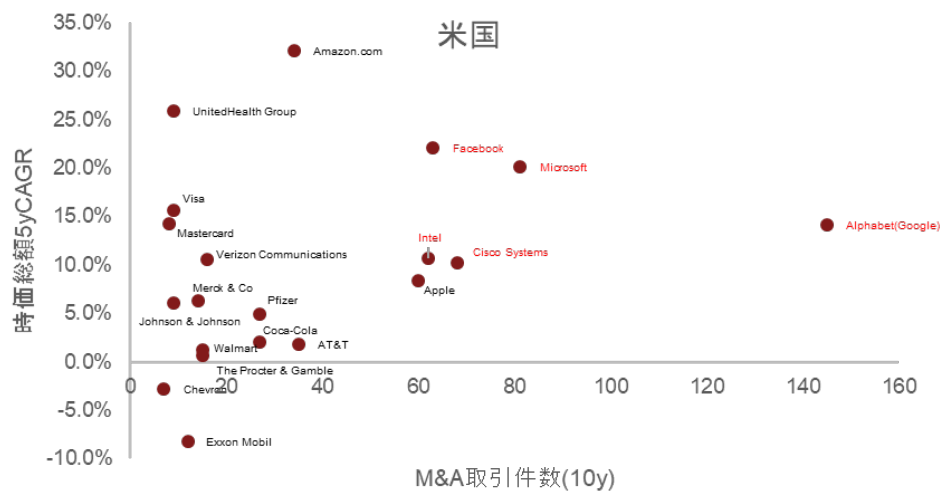
※上位20社: 2019年2月時点の時価総額上位20社。ただし、金融、不動産セクターに属する企業および2013年以降上場した企業を除く

※算出方法:

- 時価総額合計: 各社2019年2月時点の時価総額を参照し、20社分を合算して算出。
- 時価総額5yCAGR(年平均成長率): 各社2013年12月および2018年12月末時価総額から5年のCAGRを算出。20社分の各社5年CAGRを単純平均にて算出。
- PBR5y平均: 各社年平均PBRを参照し、5年分のPBRを単純平均。そのうえで20社分の単純平均にて算出。
- EBITDA倍率5y平均: 各社5年分年単位のEBITDA倍率を算出し、単純平均。そのうえで20社分の単純平均にて算出。

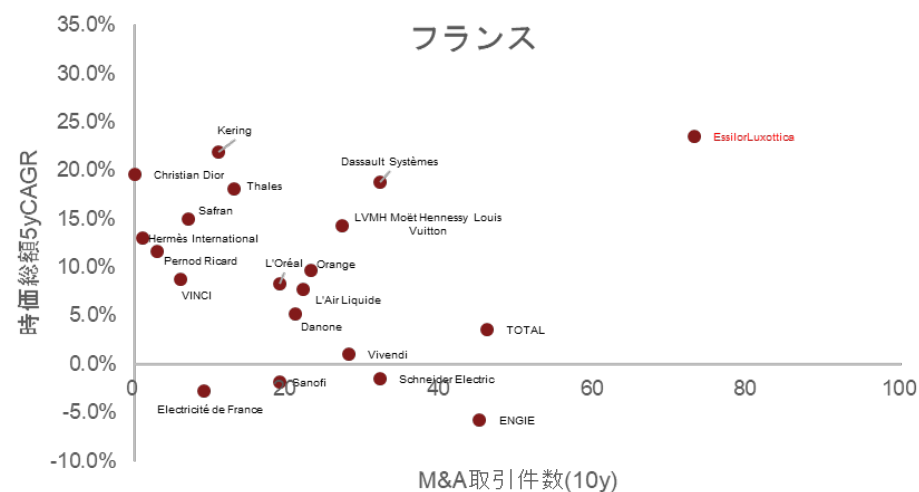
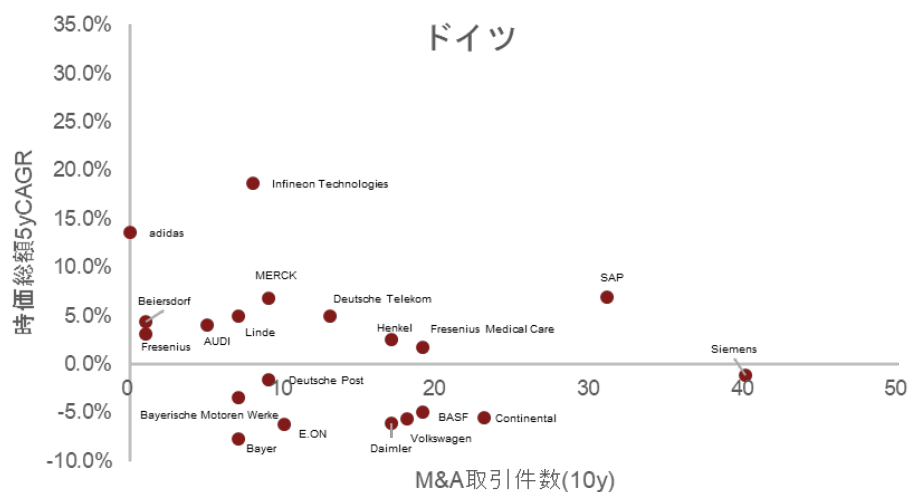
データベース: Capital IQ

資料12. 過去10年のM&A件数と5年時価総額成長率との関係性 (各国時価総額上位20位)



データベース : Capital IQ

資料12. 過去10年のM&A件数と5年時価総額成長率との関係性(続き) (各国時価総額上位20位)



データベース : Capital IQ

資料13. 成長企業6社の株式指標

所在国	企業名	時価総額 (USD Billion)	時価総額 5yCAGR	PBR 5y平均	EBITDA倍率 5y平均
米国	Microsoft Corporation	830,286.9	20.1%	6.8x	13.3x
米国	Alphabet Inc.	776,262.8	14.1%	4.1x	16.3x
米国	Facebook, Inc.	463,773.3	22.1%	5.9x	23.9x
米国	Intel Corporation	232,315.0	10.7%	2.9x	7.9x
米国	Cisco Systems, Inc.	222,235.4	10.2%	2.9x	9.3x
フランス	EssilorLuxottica S.A.	4,6243.9	23.5%	4.5x	19.3x

※算出方法:

- 時価総額: 2019年2月時点の時価総額を参照。
- 時価総額5yCAGR: 2013年12月および2018年12月末時価総額から5年のCAGR算出。
- PBR5y平均: 年平均PBRを参照し、5年分のPBRを単純平均。
- EBITDA倍率5y平均: 5年分年単位のEBITDA倍率を算出し、単純平均。

データベース: Capital IQ

資料14. 成長企業6社の株式対価M&A事例(1/2)

取引完了日	買収会社	買収会社業種	対象会社	対象会社所在国	対象会社業種	買収金額(百万ドル)	取得対価	株式対価比率(%)	個別事例調査対象
02/19/2010	Alphabet Inc.	Interactive Media and Services	On2 Technologies Inc.	United States	Application Software	122.4	複数対価	78.36	○
05/27/2010	Alphabet Inc.	Interactive Media and Services	AdMob, Inc.	United States	Application Software	681.0	複数対価	96.18	○
05/22/2012	Alphabet Inc.	Interactive Media and Services	Motorola Mobility Holdings, Inc.	United States	Communications Equipment	11,936.3	複数対価	0.11	
05/19/2014	Alphabet Inc.	Interactive Media and Services	Divide	United States	Application Software	120.0	複数対価	不詳	
12/08/2016	Microsoft Corporation	Systems Software	LinkedIn Corporation	United States	Interactive Media and Services	28,165.4	複数対価	6.27	
10/25/2018	Microsoft Corporation	Systems Software	GitHub, Inc.	United States	Internet Services and Infrastructure	7,500.0	複数対価	不詳	
08/31/2012	Facebook, Inc.	Interactive Media and Services	Instagram, Inc.	United States	Internet Services and Infrastructure	739.0	複数対価	59.41	
10/06/2014	Facebook, Inc.	Interactive Media and Services	WhatsApp Inc.	United States	Interactive Media and Services	17,227.9	複数対価	80.06	○

【備考】

- 買収金額不詳の事例件数が多く存在することがデータベースにおいて確認されているが、上記事例一覧から除外している。
- 適時開示の対象とならない買収規模の事例が、データベースにおいて買収金額等が確認できない事例となっていると思われる。

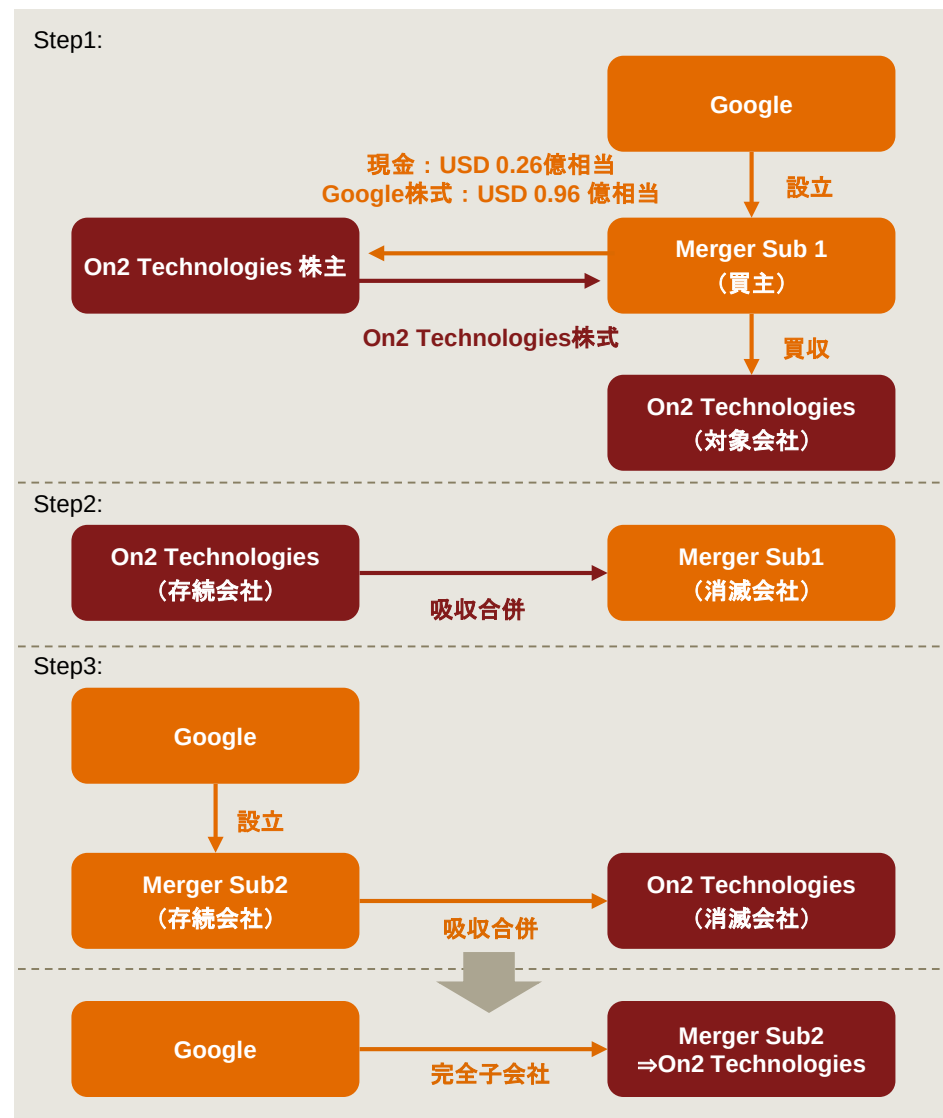
データベース：Capital IQ
対象期間：2009/1~2018/12（完了日ベース）
買収金額不詳データ除く
その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

資料14. 成長企業6社の株式対価M&A事例(2/2)

取引完了日	買収会社	買収会社業種	対象会社	対象会社所在国	対象会社業種	買収金額 (百万ドル)	取得対価	株式対価比率 (%)	個別事例 調査対象
02/28/2011	Intel Corporation	Semiconductors	McAfee LLC	United States	Systems Software	7,577.7	複数対価	3.67	
05/20/2009	Cisco Systems, Inc.	Communications Equipment	Pure Digital Technologies LLC	United States	Consumer Electronics	511.4	株式	100.00	○
12/18/2009	Cisco Systems, Inc.	Communications Equipment	Starent Networks LLC	United States	Communications Equipment	2,554.5	複数対価	1.33	
08/26/2015	Cisco Systems, Inc.	Communications Equipment	OpenDNS, Inc.	United States	Application Software	635.0	複数対価	不詳	
05/26/2017	Cisco Systems, Inc.	Communications Equipment	MindMeld, Inc.	United States	Application Software	120.1	複数対価	9.84	
07/31/2017	Cisco Systems, Inc.	Communications Equipment	Viptela, Inc.	United States	Internet Services and Infrastructure	610.0	複数対価	不詳	
10/01/2018	Cisco Systems, Inc.	Communications Equipment	Duo Security, Inc.	United States	Systems Software	2,350.0	複数対価	不詳	

データベース：Capital IQ
 対象期間：2009/1~2018/12（完了日ベース）
 買収金額不詳データ除く
 その他抽出基準、用語定義は資料19参照のこと

米Alphabet Inc. (Google) による米On2 Technologies Inc.(On2 Technologies) 買収案件



<案件概要>

- 米国を拠点とするIT大手Google(上場)による、米国を拠点とする動画処理ソフトウェア開発会社On2 Technologies(上場)の100%買収案件。
- GoogleはOn2 Technologies株主から現金およびGoogle株式を対価としてOn2 Technologies株式を取得し、完全子会社化。(2010年2月19日)

<対価>

- On2 Technologies1株あたり、現金USD 0.15とGoogle株式0.0010株を対価とし、USD 0.69に相当。公表直前のOn2 Technologies株価はUSD 0.38。
- 買収金額:USD 1.22 億相当
- 現金
金額:USD 0.26 億相当
- Google株式
金額:USD 0.96 億相当

<本件の意義>

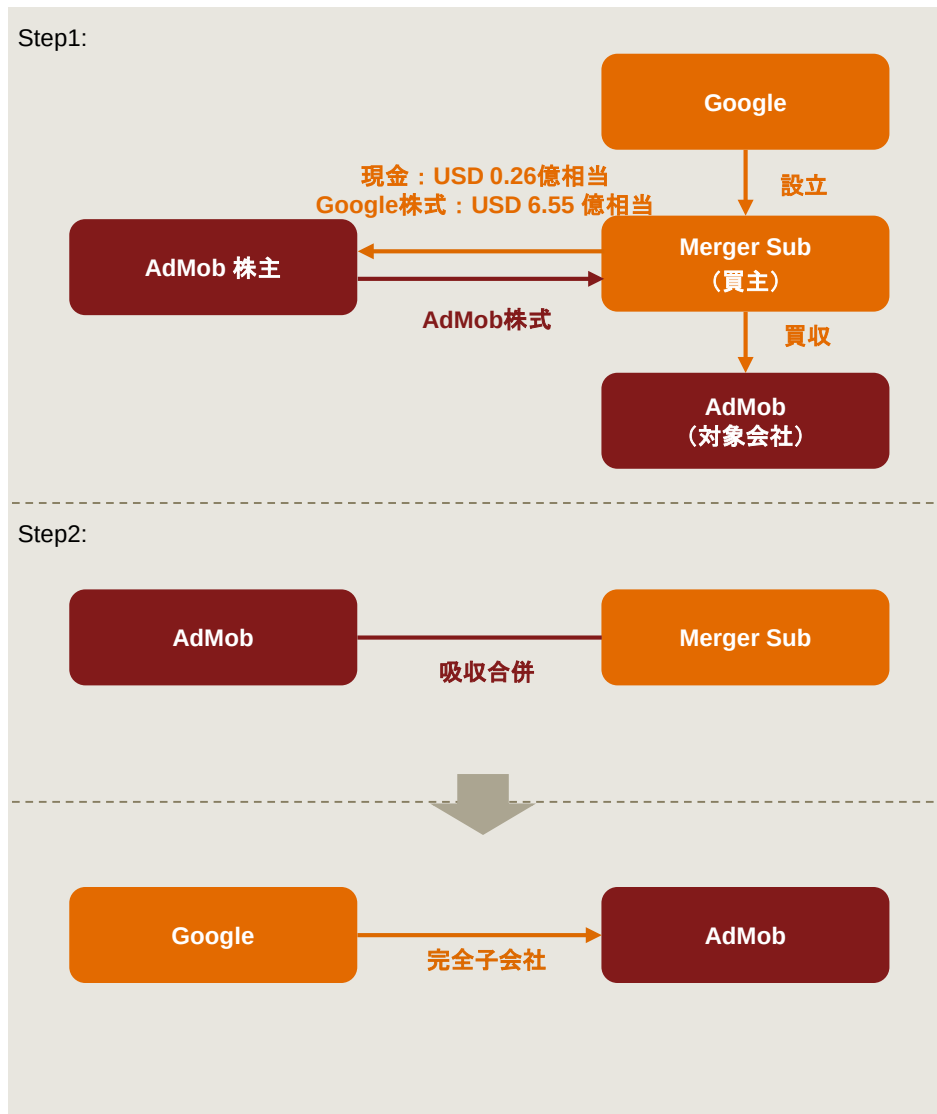
- Googleは傘下に抱えるYoutubeにおける動画加工処理技術の向上のため、On2 Technologiesが有する動画処理技術の取得することが買収目的としてあると思われる。
- 現在GoogleのWebMビデオファイルのフォーマットのコア技術として活用。

<特筆事項>

- ステップとしては、Googleが買収のための特別目的会社であるMerger Sub 1とMerger Sub 2を設立し、Google株式と現金を対価としてMerger Sub1をOn2 Technologiesが吸収合併し、その上で、Merger Sub2がOn2 Technologiesを吸収合併し、Merger Sub 2が社名変更し存続会社となったと想定される。
- Googleは当初株式のみを対価とする買収条件をOn2 Technologies株主に提示していたもの、買収差し止めの集団訴訟を受け、現金対価を追加した条件にOn2 Technologies株主が応諾したもの。
- 人材維持のため、On2 Technologiesの特定社員に対して、リテンションボーナスを提供。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

米Alphabet Inc. (Google) による米AdMob, Inc.(AdMob) 買収案件



<案件概要>

- 米国を拠点とするIT大手Google(上場)による、米国を拠点とするモバイル向けデジタル広告企業AdMob(非上場)の100%買収案件。
- GoogleはAdMob株主から現金およびGoogle株式を対価としてAdMob株式を取得し、完全子会社化。(2010年5月27日)

<対価>

- 買収金額:USD 6.81 億相当
- 現金
金額:USD 0.26 億相当
- Google株式
金額:USD 6.55 億相当

<本件の意義>

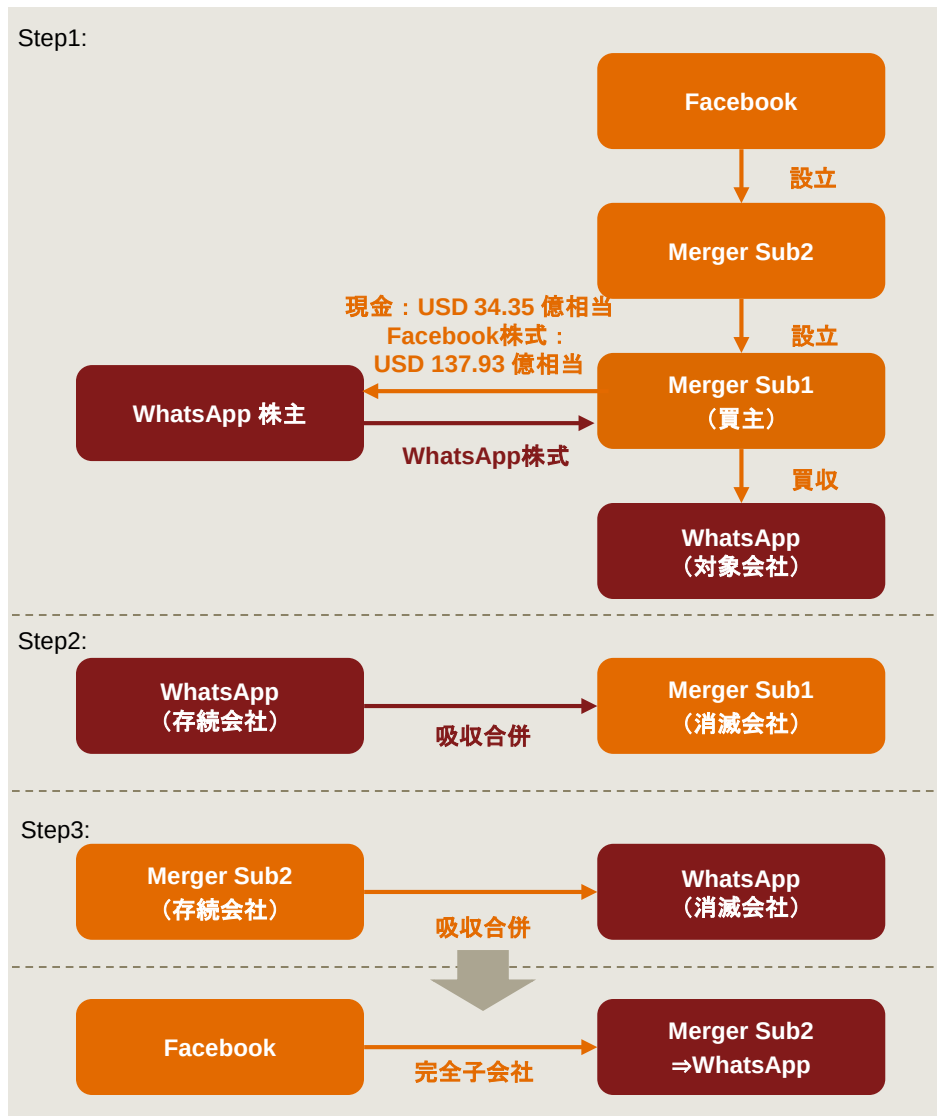
- Googleにおいて当時PC環境における広告事業がメインであったところ、AdMobのモバイル向けディスプレイ広告およびテキスト広告のソリューションを取り込みGoogleのモバイル広告事業を強化・加速することが買収目的としてあると思われる。

<特筆事項>

- ステップとしては、Googleが買収のための特別目的会社であるMerger Subを設立し、Google株式を対価としてMerger SubとAdMobとの間で吸収合併を実行し、その上で、Merger SubまたはAdMobのいずれかを存続会社としてGoogleの完全子会社化されたと想定される。
- 創業者Omar Hamouiは買収後Googleに加入したが、2010年10月に退職し、ベンチャー投資家に転身。
- AdMob株主には創業者以外にベンチャーファンドが数社含まれていたが、ベンチャーファンドにおいては、ExitによりGoogle株式を対価として受け取った数か月後から、当該株式を何度かに分けて市場で売却し始めた形跡が確認できた。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

米Facebook, Inc. (Facebook) による米Whatsapp Inc. (WhatsApp) 買収案件



<案件概要>

- 米国を拠点とするインターネット大手Facebook(上場)による、米国を拠点とするメッセージングアプリ企業WhatsApp(非上場)の100%買収案件。
- FacebookはWhatsApp株主から、現金およびFacebook株式を対価としてWhatsApp株式を取得し完全子会社化ののち、吸収合併。(2014年10月6日)

<対価>

- WhatsApp株に対して、Facebook株式0.78株を対価とし、USD 101.10に相当。公表直前のWhatsApp株価はUSD 67.30。
- **買収金額: USD 172.28 億相当**
- **現金**
金額: USD 34.35 億相当
- **Facebook株式**
金額: USD 137.93 億相当

<本件の意義>

- 4億5千万を超えるWhatsAppユーザーを取り込むこと、WhatsAppのメッセージングアプリ活用によるFacebookのサービスを充実させることで、最終的にはFacebookユーザーの増加につなげ、本業の広告事業を成長させることが買収目的としてあると思われる。

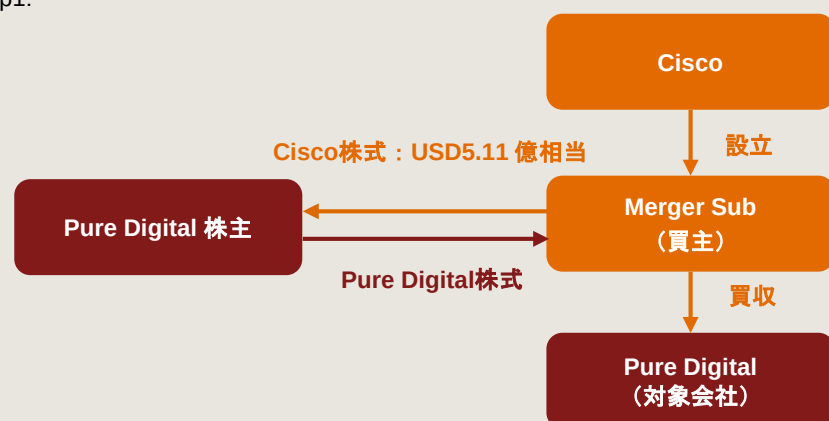
<特筆事項>

- ステップとしては、Facebookが買収のための特別目的会社であるMerger Sub1とMerger Sub2を設立し、Merger Sub1を通してFacebook株式と現金を対価としてWhatsAppがMerger Sub1を吸収合併。その後Merger Sub2がWhatsAppを吸収合併し、Merger Sub2が社名変更し存続会社となったと想定される。
- WhatsAppは独立した運営を維持。WhatsAppの創業者はFacebookの役員として経営に参画。

出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

米Cisco Systems, Inc. (Cisco) による米Pure Digital Technologies LLC(Pure Digital) 買収案件

Step1:



<案件概要>

- 米国を拠点とする通信機器大手Cisco(上場)による、米国を拠点とするカメラ機器企業Pure Digital(非上場)の100%買収案件。
- CiscoはPure Digital株主から、Cisco株式を対価としてPure Digital株式を取得し、完全子会社化。(2009年5月20日)

<対価>

- 買収金額:USD 5.11 億相当
- Cisco株式
金額:USD 5.11 億相当

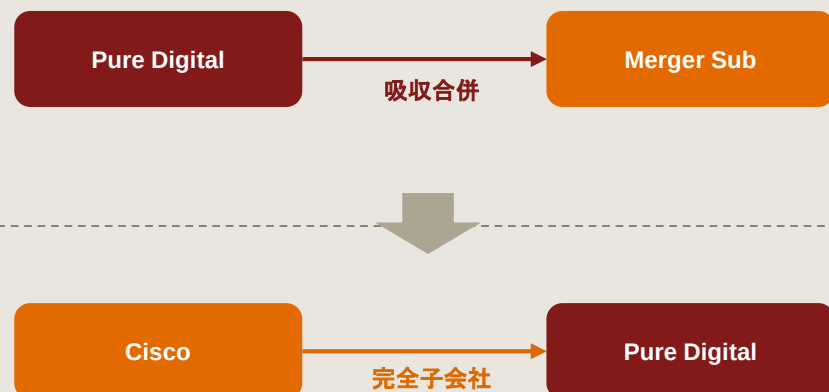
<本件の意義>

- Ciscoはビジネス向け事業をメインとしているところ、Pure Digitalが有するコンシューマ向け製品で応用される技術や経験を自社ビジネスユーザー向け製品に展開し、成長分野と見込むネットワーク関連領域への取り組みが買収目的としてあると思われる。

<特筆事項>

- ステップとしては、Ciscoが買収のための特別目的会社であるMerger Sub を設立し、Cisco株式を対価としてMerger SubとPure Digitalとの間で吸収合併を実行し、その上で、Merger SubまたはPure Digitalのいずれかを存続会社としてCiscoの完全子会社化されたと想定される。
- Ciscoは対象会社創業者をコンシューマ部門General Managerとして迎え入れたが、2011年に創業者は別の事業立ち上げのため退職。

Step2:



出典：プレスリリース、各社ホームページからPwC作成

資料18. トムソン・ロイター業種分類

大分類 卸売・サービス	中分類 教育 人材 家具、インテリア卸売 法律 その他サービス、卸売 専門サービス 旅行	大分類 ハイテク	中分類 コンピュータ、周辺機器 Eコマース、B2B 電気機器 ハードウェア インターネットインフラ ソフトウェア、 インターネットサービス ITコンサルティング その他ハイテク 半導体 ソフトウェア	大分類 不動産	中分類 商業用不動産 その他不動産 REIT 不動産マネジメント、土地開発 住宅
エネルギー・電力	代替エネルギー資源 石油、ガス その他エネルギー、電力 石油化学 パイプライン 電力 水道、廃棄物	工業	航空宇宙産業、軍事産業 自動車、自動車部品 建設、エンジニアリング 工業関連コングロマリット 機械 その他工業 交通、運送、インフラストラクチャー	小売	衣類販売 自動車販売 電化製品販売 デパート、ディスカウントストア 食料品販売 家庭雑貨、インテリア用品販売 通信販売 その他小売
金融	アセットマネジメント、投資顧問 銀行 証券 ノンバンク 総合金融 政府系金融機関 保険 オルタナティブ投資 その他金融	素材	化学 建築資材 金属、採鉱 その他原料、資材 包装 パルプ、紙	食品・生活雑貨	農業、畜産 食品 家庭雑貨、生活雑貨 その他雑貨 繊維、衣服 タバコ
ヘルスケア	バイオテクノロジー 健康／医療器具、資材 ヘルスケアサービス 病院 その他医療、健康関連 医薬品	メディア・エンタメ	広告、宣伝 放送 ケーブル カジノ、ゲーム、パチンコ ホテル、旅館、民宿 レジャー、娯楽 映画、映像 その他メディア、エンターテインメント 出版	通信	その他通信 衛星通信 通信機器 通信サービス 無線
				政府・政府系金融機関	地方公共機関 地方自治体（市、区等） 政府系機関、特殊法人 中央政府 超国家機関 その他政府、政府機関 行政機関、特殊法人、認可法人 地方公共機関（都道府県機関）、公社 地方政府（都道府県）

資料19. データベース調査 前提事項、定義

- データベース: トムソン・ロイター(資料1~9)、Capital IQ(資料9、11~14)
- 対象期間: 1998/1~2018/12(資料1~8)、2009/1~2018/12(資料9、12、14)、2013/1~2018/12(資料11~13)
- M&Aのマーケット: 対象会社所在国を米国、英国、ドイツ、フランスとするM&A
- M&Aの形態:
 - 合併・経営統合: 合併、もしくは株式取得による100%統合(子会社以外の完全子会社化)
 - 過半数以上の株式取得: 50%未満保有している会社の株式を、50%以上100%未満まで取得するもの
 - 過半数以下の株式取得: 50%未満保有している会社の株式を、50%未満まで取得するもの、もしくは50%以上保有している会社の株式を、100%未満まで取得するもの
 - 未取得分の株式取得: 50%以上保有している会社の株式を、100%まで取得するものなお、以下形態は集計・分析対象として含まない。
 - 資産・事業取得: 会社、子会社、事業部門の資産取得
 - その他: 自己株式取得など
- 取得対価:
 - 現金: 現金を使用したM&A
 - 株式: 株式を使用したM&A
 - 複数対価: 現金・株式を含んだ複数の対価を使用したM&A
 - その他: 上記以外の対価(資産など)を使用したM&A
- 買収金額:
 - トムソンロイターのデータベースでは”Value of Transaction”を参照。
Value of Transactionは、対象会社株式取得に際して支払われる現金、株式対価等に加え、対象会社株主や従業員に対して与えられるストックオプション等も含めた金額として買収公表時点において判明した数値と定義される。
なお、トムソンロイターのデータベーススクリーニングに際して完了日時点のデータは含まれないため、公表日時点の数値を採用した。
 - Capital IQでは”Consideration to Shareholders(Current/Final)”を参照。
Consideration to Shareholders(Current/Final)は、対象会社株式取得に対して支払われた金額として買収完了時に判明した数値と定義される。
なお、買収金額データのない事例は集計・分析対象として含まない。
- 個別事例調査のスキーム図および特筆事項について(資料10、15~17):
 - スキーム図および特筆事項欄におけるコメントについては、プレスリリース、各社HPから直接引用したものでなく、これら資料をもとにPwCが推測したものであるため、その正確性について保証するものではない点にご留意されたい。



PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This publication has been prepared for general guidance on matters of interest only, and does not constitute professional advice. You should not act upon the information contained in this publication without obtaining specific professional advice. No representation or warranty (express or implied) is given as to the accuracy or completeness of the information contained in this publication, and, to the extent permitted by law, PwC, its members, employees and agents do not accept or assume any liability, responsibility or duty of care for any consequences of you or anyone else acting, or refraining to act, in reliance on the information contained in this publication or for any decision based on it.