

戦略的M&Aに関しては、
Future コンシェルジュ・デスクに
ご相談ください。

業界再編

- リーディングカンパニーの合従連衡により、
新たな業界将来像の構築
- 業界の垣根を超えたリーディングカンパニーの
合従連衡により、新たな市場創出への挑戦
- グローバル市場で戦える、国内勝ち組連合の創造

▶リーディングカンパニー
合従連衡による、
エクセレントカンパニーへの飛躍

経営統合

- 生き残りをかけ、有力企業より
業界リーディングカンパニーへの脱皮
- 企業規模の拡大、経営資源の補完により、
業界内の競争力強化
- 業界再編に向けた布石

▶業界内の生き残りをかけた、
勝ち残り提携戦略

選択と集中

- コアビジネス・ノンコアビジネスの選別による
今後の重点投資戦略の明確化
- 非中核事業の売却により、
中核事業への経営資源の集中
- 事業ポートフォリオの入れ替えによる、
新たな事業領域への進出

▶経営資源の選択と集中を通じた、
中核事業の競争力の強化

成長戦略

- 既存事業強化のための水平展開の買収
(同業ロールアップ)
- 川上川下企業買収により、
事業バリューチェーンの強化
- 成長戦略に基づく新規事業への参入

▶M&A活用による新たな成長戦略

経験豊かな専門家が、無料相談(法務・会計・税務・スキーム含む)承ります。

Future コンシェルジュ・デスク(無料出張相談会実施中)

平成3年に山一証券株式会社に入社、企業開発部配属。同
社自主廃業に伴い大手証券会社を経たのち当社入社。23年
超にわたり一貫して国内外のM&Aアドバイザー業務の第一
線に従事。上場企業同士の経営統合案件から中小企業の事
業承継案件まで、規模の大小を問わず幅広い業界にて200
件超のM&A案件の成約実績がある。

日本M&Aセンター
企業戦略部部长
臼井 智



中堅・中小企業のM&A仲介実績No.1

日本M&Aセンター

- 設立：1991年4月
- 本社所在地：東京都千代田区丸の内1-8-3
丸の内トラストタワー本館19階
- 事業内容：M&A(企業の譲渡・譲受)支援事務
- ホームページ：http://www.nihon-ma.co.jp/

無料相談 TEL: 0120-03-4150(担当:臼井) ✉: senryaku@nihon-ma.co.jp

日本M&Aセンター

Future Vol.5

2014.7.1

発行所/株式会社日本M&Aセンター
発行人/三宅 卓 編集人/平山 龍

〒100-0005

東京都千代田区丸の内1-8-3 丸の内トラストタワー本館19階

TEL: 03-5220-5454 (代) FAX: 03-5220-5455

フューチャー
Future

Vol.5

株式交換

— 金庫株16兆円の戦略的活用

'Future'は話題となったM&A案件を、
各分野のプロフェッショナルの視点で分析・解説する専門誌です

日本M&Aセンター

金庫株を使った株式交換

株式会社日本M&Aセンター
代表取締役社長 三宅 卓



金庫株 16兆円の活用

上場企業の保有する自社株（金庫株）は16兆円を超え、「自社が筆頭株主」という会社が300社を超えています（2014年3月28日付日本経済新聞朝刊より）。2013年度の日本企業のM&A総額は10兆6000億円（トムソン・ロイター調べ）ですから、16兆円という金額がいかに大きいかお分かり頂けるでしょう。金庫株の使い方として考えられるのは、

- 売出
- 消却
- M&A

などですが、『レバレッジを効かせて将来の事業価値を向上させる』という意味合いから「株式交換でM&Aを行う際に活用する」のが有効な使い方として、最近注目を浴びています。

戦略的M&Aで企業価値向上

現在、上場企業の抱えている戦略的なテーマとしては、右記のようなものが挙げられます。

①業界再編に勝ち残る

全国展開、川下戦略、シェアの獲得などをM&Aで実現

②グループ再編で最強の企業グループを作る

弱い部門をM&Aで強化

③戦略的なM&Aで未来に繋ぐ

新規事業、異業種展開をM&Aで実現

これらのテーマを実現するためには、M&Aによる買収が非常に大きな役割を果たすことになります。株主、社員、投資家などのステークホルダーに対して『明確な成長戦略のメッセージ』を打ち出すことが必要な時代です。金庫株を使った株式交換によるM&Aは、明確な成長戦略メッセージになるだけでなく、『譲渡企業オーナーも株主になることによって運命共同体となり、最高のPMI（Post Merger Integration）を実現すること』が容易になります。

戦略的M&A、明確な成長戦略メッセージ、そして最高のPMI実現につながる『株式交換M&A』は大注目すべきです。今回は、この株式交換について、事例も交えて考察します。

表1 コムシスHDの事業内容

事業	内容	売上比率
NTT 設備事業	NTTグループ向け電話通信回線敷設、無線中継基地局建設など、通信インフラ基盤整備業務。同社のコアビジネス	約60%
NCC 設備事業	NTTグループ以外のキャリア向け通信設備、付帯設備の工事。NCCはNew Common Carrierの略。	約13%
IT ソリューション 事業	最先端のネットワーク技術を取り入れながら、顧客に最適なIT分野でのトータルソリューションを提供。	約15%
社会システム 関連事業等	公共施設、オフィスビルなどの電気設備設計・施工、建築、防災設備、太陽光発電システムなどを提供。また一般土木などで都市インフラ整備を行う。	約11%

コムシスHD IR資料より

期的には安定した事業基盤が確保されている。ただし長期的な課題として、NTT依存度が高いため、NTT設備投資が一巡した後、事業の柱が揺らぎかねないとし、非NTTを掲げた長期的事業戦略を立てた。社内リソースに加えて、積極的に社外リソースを取りこむM&Aの実施により、この戦略実現に向けて動き出した。

コムシスHDは、東証1部上場企業の中でも自社株買いに積極的な企業の1社である。発行済株式総数（2014/5/13終値ベースでの時価総額約2,500億円）に占める自社株は18%、金額にして約450億円である。

同社は、先述のような環境下、当該自社株の積極活用による拡大・成長を戦略とし、以下に挙げる2つのケースのM&Aを実施した。

ケース1：つうけんとの経営統合（2010年10月）

株式会社つうけんは、コムシスHDと同年に設立され、その後札幌証券取引所に上場した（経営統合と同時に上場廃止）、北海道屈指の名門企業である。基盤である北海道の情報通信設備の構築とネットワークソリューションの提供を主業

株式会社つうけん
本社：北海道札幌市
設立：1951年4月2日
（大北電建㈱、その後北日本通信建設㈱）
売上高：約400億円
従業員数：約1850名
事業内容：電気通信設備・無線システム・その他設備
工事全般の設計・施工・保守

務とする。主要顧客はNTT東日本であり、主業務、及び主要顧客はコムシスHDと同一だ。ゆえに、コムシスHD同様、非NTT分野の拡大、インフラ設備構築のための設備投資減少への対応、あるいは価格競争力強化のためのコストダウンなどを課題としていた。さらに、北海道という物理的なカバーエリアの広大な市場への対応という特殊要因も加わり、両社の提携への気運が高まって、2010年10月に両社の経営統合がなされた。

この経営統合においてとられたスキームが、金庫株を活用

した株式交換だ。形として、つうけんはコムシスHDの100%子会社となり、グループの主要事業会社の1社となった。コムシスHDは株式交換においては新株の発行を行わず、それまで進めていた自社株買いで蓄積した金庫株を対価としてつうけんの株主に割当交付した。

ここで注目すべきは本件の株式交換比率である。最終的に合意した交換比率は、コムシスHD：つうけん＝1：0.4であった。すなわち、つうけん株式1株に、コムシスHD株式0.4株を割り当てるというものである。コムシスHDの2010年5月12日付リリースで明示されている算定根拠等によれば、それぞれの第三者算定機関の交換比率の評価レンジは以下のようなものである（シンプル化のため市場株価分析及びDCF分析のみ記載）。

コムシスHDサイドの評価

採用手法	交換比率の評価レンジ
市場株価分析	0.22～0.40
DCF分析	0.33～0.42

つうけんサイドの評価

採用手法	交換比率の評価レンジ
市場株価分析	0.26～0.40
DCF分析	0.31～0.43

2010年5月12日「コムシスホールディングス株式会社と株式会社つうけんの株式交換による経営統合に関する株式交換契約締結に関するお知らせ」より

これらのレンジを総合すれば、0.22～0.43となり、両社はこのレンジを参考として交換比率を交渉することになるが、最終合意においては0.4がとられた。レンジの上限に近く、かつきりのよい数字でまとめられた。このことは、コムシスHDが、北海道の名門つうけん及びその株主に最大限の敬意を表したことを示すものであり、また経営統合のインパクトの大きさ及び両社に及ぼす好影響を確信しての合意といえるであろう。現実には、その後の株価は、アベノミクスの影響等もあいまって、堅調に推移している。現時点において、当該経営統合は大成功であったといえよう。

ケース2：つうけんによる「アドオン」～セントラルビルサービスの子会社化（2014年3月）

株式会社セントラルビルサービス（CBS）は、釧路を拠点に、ビルメンテナンス事業及び警備事業をメインビジネスとする。ケース1の場合がプラットフォーム型と呼ばれ、グループの中核企業（プラットフォーム）を直接コ

株式会社セントラルビルサービス
本社：北海道釧路市
設立：1973年9月
事業：ビルメンテナンス、警備
売上：490百万円
（平成25年3月期）
経常利益：19百万円（同上）
従業員：26名

株式交換を利用したM&A事例 ～コムシスHD

株式会社日本M&Aセンター
企業戦略部 課長 皆己 秀樹



コムシスHDの概要

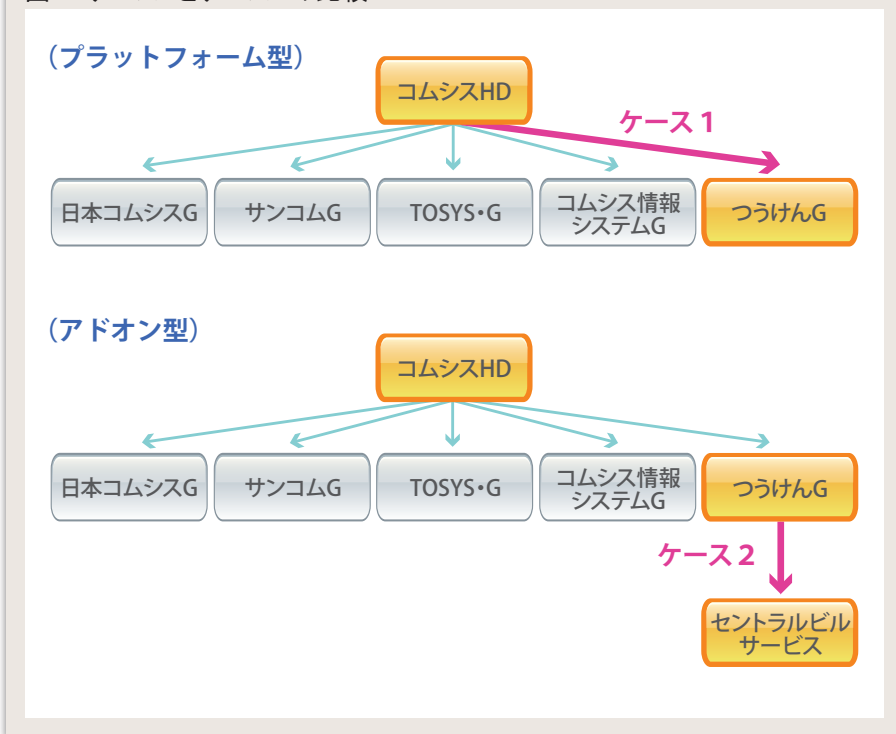
コムシスホールディングス株式会社（コムシスHD）は、日本最大の電気通信工事会社である。戦後、日本のライフライン構築が急務となり、全国を網羅する電気通信工事会社の設立が必要となった。そこで当時の経済界を代表するリーダー達が発起人となり設立されたのがコムシスHDである（日本通信建設株式会社として発足）。1951年、日本初の通信事業者である日本電信電話公社（現NTTグループ）設立の1年前のこ

とである。その後幾多の変遷を経て、東証1部上場、連結売上高約3,200億円、事業コアカンパニー5社、連結従業員約1万人を抱える企業へと成長を遂げた。同社の中核事業は次頁表1の4つに大別される。

M&Aの背景

コムシスHDは、今後さらに本格化が予想される震災復興工事や東京オリンピックに向けた各種インフラ工事等により、中

図1 ケース1とケース2の比較



ムシスHDの子会社にするのに対し、本件ケース2は、プラットフォーム強化のため、買収主体を事業子会社のつうけん（実際はつうけんの子会社のつうけんアクト）とする、「アドオン型」と呼ばれるものだ（図1参照）。

アドオンを検討することにより、コムシスHDは規模の大小にかかわらず、事業性と成長可能性を重点ポイントとして買収対象企業の選定を行っている。実際の運営は、事業中核会社に委ね、きめの細かいPMIを行っていくこととなる。

さて、CBSは、長年にわたって築かれた信用を土台として、釧路信金、釧路市、あるいは北海道庁などを顧客としている。また、近年は札幌にも進出し、清掃・設備管理等の本業から派生する業務の拡大・多角化を進めている。売上・利益あるいは財務面でも健全な企業であるが、創業者吉田社長の後継者問題を抱えていた。吉田ご夫妻のご子息・ご令嬢ともに医者になられており、会社の後継者になり得ない。数年間の検討ののち、最良の解決方法はM&Aであるという結論に至り、日本M&Aセンターにご相談いただいた。

弊社のマーケティングの結果、売却先としてコムシスHDグループを提案した。ケース1後、コムシスHDはつうけんという

プラットフォームを得て、北海道エリアでのアドオンを検討中であった。非NTT事業、道内でのビルメンテナンス、警備業全般のノウハウの取得は、つうけんにとって魅力的であった。売上5億円と規模は決して大きくはないものの、健全な財務状況、及び事業拡大の可能性を考え、CBSを買収することを決断した。

2014年4月に、CBSはつうけんのグループ企業となったが、ここで取られたスキームも株式交換である。コムシスHDとCBSがまず株式交換を実施し、その直後にコムシスHDは100%子会社となったCBSの株式を、つうけんの子会社であるつうけんアクトに譲渡した。

株式交換において最もセンシティブな問題は、実行後の株価変動である。上場企業同士の株式交換であれば、株主は変動リスクを承知の株主であるので、より企業価値が高まるのであれば株式交換

をいとわない。他方、非上場企業の場合、株価変動リスクに敏感なオーナーが多く、実行後の株価変動リスクを避けたい、とのニーズから現金での買収を望みがちである。CBS吉田社長もこの点は変わらなかったが、コムシスHDおよびつうけん経営陣への信頼、つうけんという同エリア内の名門という安心感、コムシスHDの堅固な事業・財務基盤あるいはコムシスHDから提示されたプレミアムなどを総合的に判断し、最終決断をなされた。

コムシスHDは、今後も積極的に金庫株を利用し、買収・資本提携を推進していくであろう。表1の中核4事業にかかわるものであれば、ケース2に見られるように、コムシスHDでの株式交換、その後グループ内での株式譲渡というアドオン型スキームをとりうるし、大型案件あるいは新規ビジネスにおいては、あらたなプラットフォームとして、コムシスHD直下の中核企業と位置付けて育てていく道もあろう。

今後もコムシスHDの動向に注目していきたい。

執筆者紹介

日本M&Aセンター 企業戦略部 課長 皆己 秀樹（みなみ ひでき）

一橋大学卒業後、大手金融機関及び大手外資系証券会社で法人営業。その後、大手外資系金融機関プライベートバンキング部の日本支社立ち上げプロジェクトに参画。現在は日本M&Aセンターにて、上場企業を中心にM&A戦略からクロージングに至るまで幅広いアドバイスをを行う。コムシスHD社を担当。

M & Aにおける株式交換活用のメリットと法的規制のポイント

三宅坂総合法律事務所
弁護士 江端 重信



株式交換の仕組み

株式交換とは、既存の会社間において100%親子関係を構築する組織再編手法であり、100%子会社（完全子会社）となる会社の発行済株式の全部を100%親会社（完全親会社）となる会社に取得させる行為をいう。すなわち、株式交換により、完全子会社となる会社の株主が有する全ての株式が完全親会社となる会社に移転し、それと引換えに、当該株主には完全親会社となる会社の株式等の財産が交付されることになる（下記図1参照）。

株式交換は、

- M&A（買収会社による買収対象会社の完全子会社化、売手において株式交換により買収対象会社を完全子会社化した上での買収対象会社株式の買手への譲渡）
- グループ内再編（既存子会社の完全子会社化）
- スクイーズアウト（買収対象会社の少数株主からの株式取得による買収対象会社の完全子会社化）

の手段として利用される。

M&Aにおける株式交換の活用場面

株式交換においては買収対価として買収会社の株式を用いることができるため、株式交換のメリットの1つとして、キャッシュを用いずにM&Aを行うことができるという点がある。もっとも、買収対象会社のオーナー経営者にとっては、株式交換の対価が株式である場合には、当該株式の流動性の面で早期

のキャッシュ獲得を実現できない可能性や株価下落リスクがあるため、一定数の株式譲渡（によるキャッシュの獲得）と併せて株式交換を行うケースもある。

買収会社の株式を株式交換の対価とする場合、買収会社は、新株を発行して対価に充てることもできるが、新株を発行せずに自社株（金庫株）を利用することもできる。上場企業の抱える自社株は総額16兆円規模、筆頭株主が自社である上場企業は300社超とも言われており、このような金庫株の活用策の1つとして、株式交換を利用することも検討に値する。また、買収会社の株式ではなく、買収会社の親会社の株式を株式交換の対価とすることもできる（このような株式交換を「三角株式交換」という。次頁図2参照）。

ただし、買収会社の株式や買収会社の親会社の株式を株式交換の対価とする場合には、買収会社にとっては、完全子会社となる会社の株主が株式交換により自社や自社の親会社の株主となるため、それが資本政策の観点から妥当なのかという点の検討は別途必要となる。

株式交換に関する法的規制のポイント

以下では、株式交換による買収を進めるにあたって企業の実務担当者が最低限押さえておくべき主な法的規制のポイントを、紙幅の許す範囲で概説する。

【会社法】 原則として、株主総会決議（特別決議）、株主保護手続（株主に対する通知又は公告）、事前・事後開示手続（法定書類の作成・備置）が必要となる。ただし、株式交換

図1 株式交換

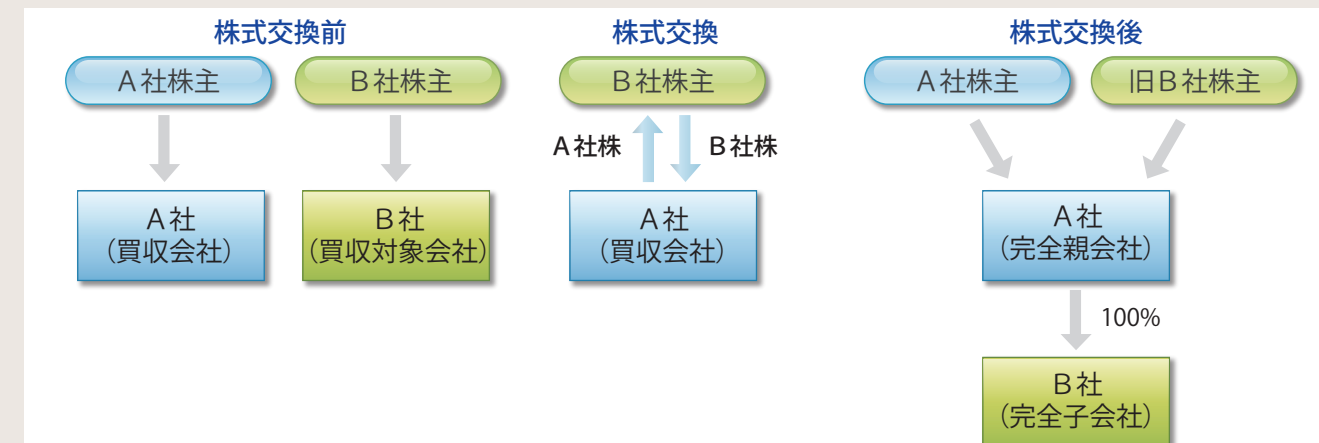
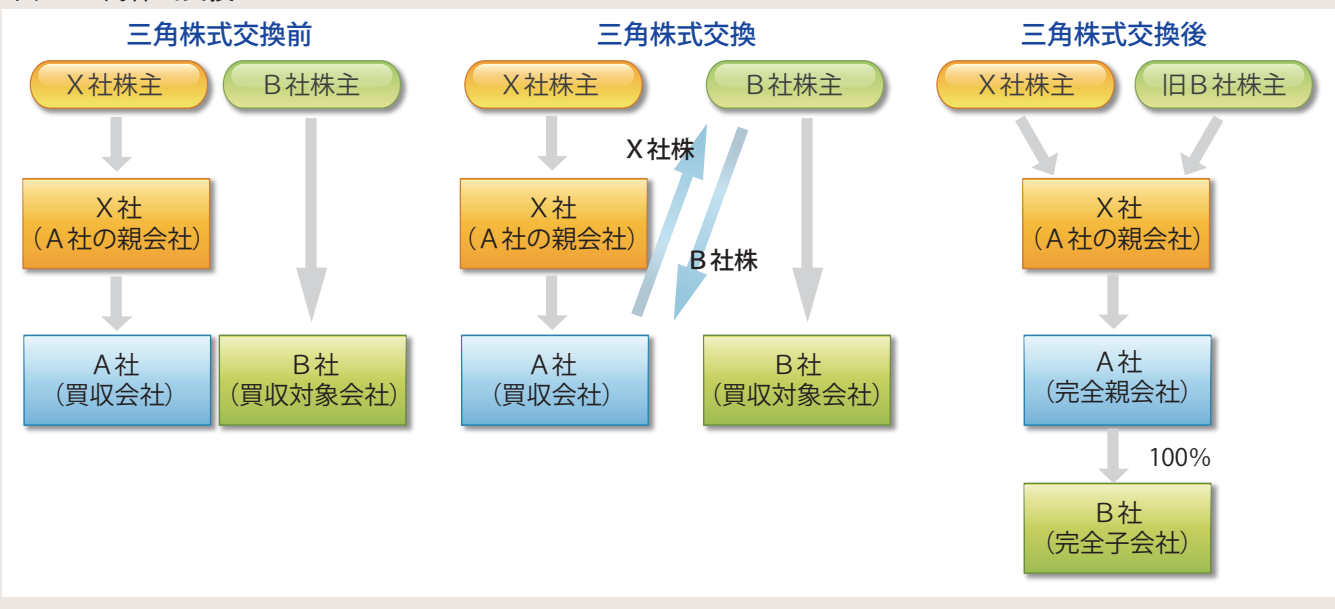


図2 三角株式交換



の対価が買収会社の純資産額の20%以下の場合、買収会社における株主総会決議は原則不要である（簡易株式交換）。また、株式交換の当事会社の一方が他方（従属会社）の議決権の90%以上を保有する場合は、従属会社における株主総会決議は原則不要である（略式株式交換）。これらに該当する場合には、取締役会決議による機動的な株式交換の実行が可能となる。

なお、他の組織再編手法においては必要とされることの多い債権者保護手続（債権者に対する公告・個別催告）は、限られた場合（株式交換の対価のうち5%以上が買収会社株式以外の財産である場合、買収対象会社の新株予約権付社債権者に買収会社の新株予約権を交付する場合）を除き、不要とされている。

【金融商品取引法】 一定の場合には、金商法上の開示規制（臨時報告書、有価証券届出書・有価証券通知書等の提出）やインサイダー取引規制の対象となる。

【独占禁止法】 買収会社の企業結合集団の国内売上高合計額が200億円超で、買収対象会社及びその子会社の国内売上高合計額が50億円超の場合には、原則として公正取引委員会に対する事前届出が必要となり、届出受理から原則30日間の待機期間中は株式交換を実行することができない。

また、一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなる株式交換は禁止されている。

【東証等の金融商品取引所規則】 上場企業が株式交換の機関決定を行った場合、適時開示が必要であり、上場企業が完全子会社となる場合など一定の場合には、当該株式交換の公正性を担保するための措置や利益相反を回避するための措置の記載が必要となる。また、簡易株式交換に該当する場合を除き、算定機関作成の算定書の提出が義務づけられている。

【米国証券法】 買収対象会社における米国居住株主の株式保有比率が10%超の場合は、株式交換に際して発行する証券の米国証券取引委員会（SEC）への登録及びその後の継続開示が必要となる。SEC登録等には多大な事務的・金銭的負担が伴い、実務上、株式交換選択の大きな障害となるため、留意が必要である。

以上の各種手続を行うべき時期は法令・規則により定められている。管轄財務局や取引所等の関係諸機関への事前相談に要する期間も考慮の上、綿密なスケジュールリングのもとに各種手続を適切に進めていく必要がある。

会社紹介

三宅坂総合法律事務所

弁護士 江端 重信

2001年東京大学法学部卒業、2002年弁護士登録。三宅坂総合法律事務所パートナー。

上場・非上場企業の会社法案件、M&A・グループ内再編案件、各種企業間紛争解決（M&A関連紛争を含む契約紛争、損害賠償、権利侵害差止、経営権紛争等）、事業再生案件を多数取り扱う。会社法、金商法、M&A等をテーマとするセミナー講師歴多数。

【事務所概要】 上場会社、金融機関、その他各種企業、ファンド等のクライアントを中心に、国内外の紛争解決、トランザクション、事業再生・倒産処理、コンプライアンス・リスク管理等のコンサルティング、国際取引・国際紛争等の企業法務全般を幅広く取り扱い、各分野において高度な専門性を有する各弁護士の知識とノウハウを活用してクライアントの利益に合致するリーガルサービスを提供している。

企業買収における金庫株の戦略的活用

株式会社ピー・アンド・イー・ディレクションズ
ディレクター 八十川 祐輔



2001年に本格的に金庫株が解禁されて以来およそ13年が経過。積極的な事業投資の方向性が定まらない企業では、持ち合い解消の受け皿、自社株の買い支え、株主還元施策の一環といった、“余剰”キャッシュの消極的な活用方法の一つとしてこの制度が利用されてきた。一方で、アベノミクスの効果等による株式市場の活性化もあって、いまや様々な経緯で積みあがった金庫株は全体で16兆円と、上場株式の時価総額430兆円と比較しても3.7%を占めるまでになっている。

こういった背景の中、含み益を内在した金庫株を積極的に活用し、自社の企業戦略を実現したいと考える経営者は多い。「守り」からスタートした金庫株は、まさに「攻め」の武器になろうとしている。

金庫株を使った企業買収の意味

言うまでもなく金庫株を使った株式交換は、取得する株式の対価を自社（A社）の株式で支払う取引である。取引の結果として、売り手（B社）の株主にとっては、保有するB社株式がA社株式に入れ代わる取引であり、A社にとっては保有するA社株式がB社株式に入れ代わることになる。つまり株式交換は、取引当事者が各々の保有株式を交換する物々交換と見ることもできる。

そのため一般的な現金を用いた株式取引と比較すると、『物々交換』上の対価（＝株式）の客観的な貨幣価値は必ずしも定まっておらず主観的かつ動的なものであることが大きく異なる。ゆえに、例え取引の対象が上場株式の場合であっても、現時点で取引されている市場価額（＝株価）はあくまで「参考価格」に過ぎず、各取引当事者の立場等によって評価額の相違が生まれて当然である。

金庫株を使った企業買収においては、この株価評価・形成のダイナミズムを売り手・買い手の双方が十分に理解した上で、そのダイナミズムを両者の利害関係の解決・一致に上手く利用することが必要である。

買い手の視点

前述の議論を踏まえて、まずは買い手（買収会社であるA社）から見た株式交換を考えてみる。

買い手が考慮すべきポイントは、当然ながらその企業買収が自社の成長戦略にどうかかわるのか、ということである。これ

株式交換比率の決定



は現金買収の際も最重要課題であるが、対価として自社の株式を売り手に渡す株式交換においては、将来的なグループの企業価値の向上について可能な限り明確に共有する必要がある。なぜならば、A社にとっての株式交換はA社の株主を恣意的・選択的に作る行為であるとも言えるからだ（株式交換を資本政策の一環として解釈するとB社株主に対する第三者割当増資と見なすこともできる）。

さらにB社経営陣が買収後も継続的にB社の経営に関与する場合、株式交換によってB社経営陣をA社株主とすることで、A社株式価値（＝企業価値）の増大というインセンティブによって、企業買収の主要目的であるA社とB社とのシナジー

創造に対するコミットメントを取り付けることができる。

北海道を地盤にスーパーマーケットを展開する株式会社アークスは、「ハケ岳連峰経営」を掲げながら2002年頃から株式交換を積極的に活用しながら企業買収を行っている（金庫株の活用ではないが）。売り手企業の創業者・代表者は継続的に自社の経営を行うとともに、アークスの取締役兼株主としてグループ経営の一翼を担っている。まさにアークス創業経営者の横山氏の示す経営理念とリーダーシップによって、言うなれば「地方の豪族」を次々と陣営に引き込みながら、より大きな全国レベルでの覇権との決戦に臨もうとする様子が、同社の役員名簿・株主名簿からも伺い知ることができる。

売り手の視点

次に売り手（買収対象会社であるB社の株主）から見た株式交換を考えてみよう。

前述のとおり、株式交換でA社がB社を子会社化する取引を売り手から見ると、手元にあったB社株式がA社株式に代わる取引である。つまり、自分が保有している資産（B社株式）を用いて代わりに何を手に入れるのか、という観点でこの取引を検討することになる。

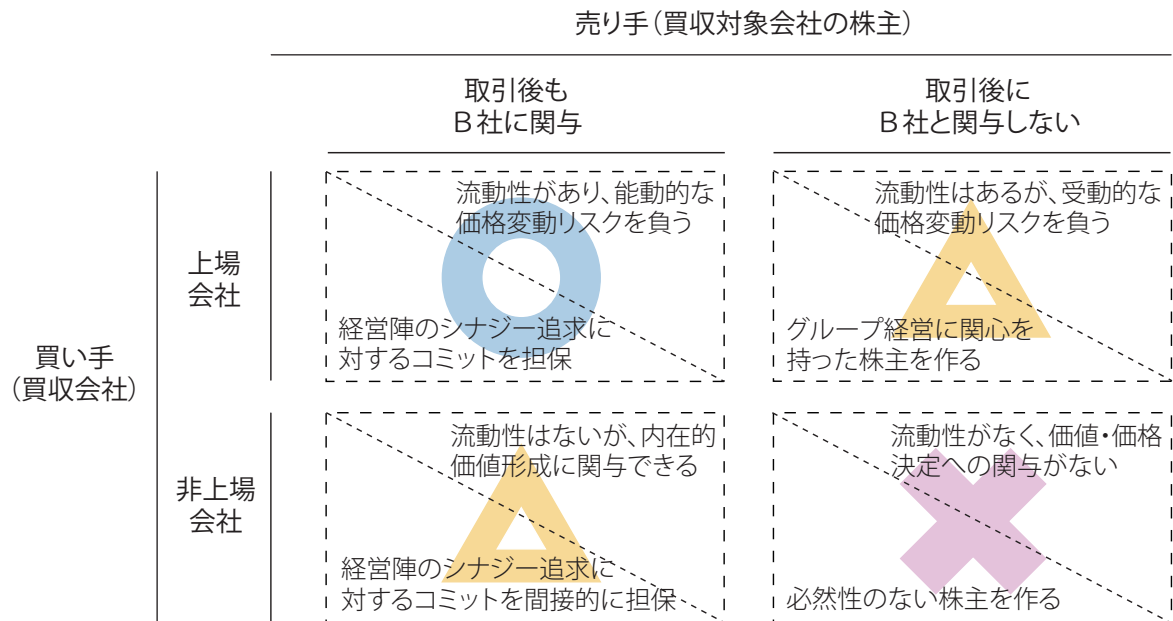
このように株式交換を「投資」として見た場合、当然であるがA社株式の現時点の評価額は妥当か、A社株式は将来的に価値が上がりと考えられるか、B社がA社の子会社にな

ることによってA社グループの株式価値（＝企業価値）が増大するか、といった論点を検討することが重要となる。A社株式の評価額の妥当性は株式の交換比率に反映されるが、特にB社が非上場企業の場合は市場価格がない中で、B社の株主兼経営陣は自社のキャッシュフローの安定性や成長性といった株価算定における重要なパラメータを誰よりも深く正確に知り得る立場を活かしながら、できる限り有利な投資条件を獲得することが求められる。

ちなみに前述のアークスは、2011年に青森を地盤とする株式会社ユニバースを株式交換により完全子会社化しているが、買収時点で一株1,200円であったアークス株式は現在約2,000円で取引されている。ユニバースの創業経営者は、アークスグループ初の北海道以外での資本提携案件として、本州以南への事業基盤拡大に向けた大きな一歩としての貢献で（その後2012年には本社盛岡市の株式会社ジョイスが株式交換によってアークスグループ入りしている）、既に大きな含み益（約25億円）を享受しているとともに更なる成長性も期待できるだろう。

このように、取引後もグループ会社となる企業の経営に携わる立場であり、かつ親会社となる企業の株式を継続保有する場合は、グループとしてのシナジー実現による親会社の株式価値（＝企業価値）の増大という、従来よりも一段高い視座での経営を担っていくことが求められる。一方で、より大きな事業実現へのステップアップともなり得る。

取引の類型による株式交換の意味



アークスグループの『ハケ岳連峰経営』

企業再編の沿革

1961年	札幌市で生鮮食料品小売の(株)ダイマルスーパー（現、(株)アークス）を設立。
1987年	大丸建装株式会社（現、(株)エルディ）に資本参加し、子会社とする。
1989年	(有)イワイ（現、(株)イワイ）に資本参加し、酒類販売事業の子会社とする。 (株)コーセーに資本参加し、子会社とする。
1995年	(株)イチワ（現、(株)道東ラルズ）に資本参加し子会社とする。
1996年	(有)ライフポート（現、(株)ライフポート）を医療品販売事業の子会社とする。
1997年	(有)サンフーズ（現、(株)道北ラルズ）に資本参加し子会社とする。
2000年	(株)いちまるに20％資本参加し、関連会社とする。 (株)ホームストアに90％資本参加し、子会社とする。
2002年	(株)福原（本社帯広市）を株式交換により完全子会社とする。
2004年	関連会社の(株)北海道流通企画（現、(株)道南ラルズ）を完全子会社とする。 (株)ふじ（本社旭川市）を株式交換により完全子会社とする。 (株)いちまるとの資本提携を解消する。
2009年	(株)札幌東急ストア（現、(株)東光ストア）の全株式を取得し完全子会社とする。
2011年	(株)ユニバース（本社八戸市）を株式交換により完全子会社とする。 (株)篠原商店の全株式を取得し完全子会社とする。
2012年	(株)ジョイス（盛岡市）を株式交換により完全子会社とする。
2014年	(株)ベルグループを株式交換により完全子会社とする経営統合を発表。

(株)アークスの役員構成

代表取締役会長	三浦 紘一	(株)ユニバース 代表取締役社長
代表取締役副会長	福原 朋治	(株)福原 代表取締役会長
代表取締役社長	横山 清	(株)アークス 創業者
取締役常務執行役員	古川 公一	(株)北海道銀行 出身
取締役執行役員	守屋 澄夫	生え抜き
取締役執行役員	六車 亮	(株)ふじ 代表取締役社長
取締役執行役員	小苅米 秀樹	(株)ジョイス 代表取締役社長
取締役執行役員	福原 郁治	(株)福原 代表取締役社長
取締役執行役員	井上 浩一	(株)ユニバース 取締役
取締役	佐伯 浩	北海道大学名誉教授

グループ概要

■会社名	株式会社アークス	■連結経営成績		■グループ企業
■本社所在地	北海道札幌市	売上高	454,391 百万円	(株)ラルズ、(株)ユニバース、(株)福原、
■事業内容	スーパーマーケットの運営	営業利益	13,435 百万円	(株)道北アークス、(株)東光ストア、
■店舗数	290 店舗	当期純利益	6,375 百万円	(株)道南ラルズ、(株)道東ラルズ、
■従業員数		総資産	177,564 百万円	(株)篠原商店、(株)ジョイス、(株)イワイ、
	グループ社員	純資産	110,019 百万円	(株)エルディ
	パートナー社員			
	4,214 名			
	19,982 名			

アークスグループWEBサイトより

まとめ

金庫株を活用した企業買収では、現金による買収とは異なった留意点が多く存在する一方で、この取引の持つメリットを当事者間で十分に検討し戦略的に活用できれば継続的な企業価値向上やガバナンスの仕組みを組み立てるキッカケともなり得ることを理解いただいたであろう。

また改めて強調しておきたいことは、買い手は「ビジネスと経営陣をセットで獲得する」という意義を検討すべきであり、売り

手は「自社が買われるのではなく、自社株式で何を買うべきなのか?」という観点を持つべきだと言うことである。

特に創業経営者の方には、自社の株式が、「地方大会の優勝チーム」から「全国大会の常勝チーム」さらには「世界大会の強豪チーム」としてグローバル企業と伍して戦う一員となる『プレミアムチケット』に化ける可能性があるということに想いを馳せていただきたい。

会社紹介

株式会社ピー・アンド・イー・ディレクションズ（<http://www.ped.co.jp>。本社：東京都中央区。社員数30名）

お客様の戦略策定(Planning)と実行支援(Execution)を行う経営コンサルティング・事業支援会社。新規事業の立ち上げ、海外市場への進出、アライアンス・M&Aの推進、新商品・新サービスの上市、新販路の拡大など、成長戦略の企画から実行までを多段階にわたり支援。中国（北京）、シンガポール、タイ（バンコク）、マレーシア（クアラルンプール）に拠点およびスタッフを設置。2001年創業以来、大企業、中堅・中小の上場企業、プライベート・エクイティファンドなど中心に数多くの支援実績。代表の島田は株式会社日本M&Aセンターの社外取締役に兼務。

日本M & A センター成約事例にみる 株式交換スキーム成功のポイント

株式会社日本M & A センター
執行役員 コーポレートアドバイザー室長
公認会計士 澤村 八大



中堅中小企業M&Aにおける株式交換スキームの活用状況

日本M&Aセンターでは、上場企業が買い手となるM&A案件の成約を数多く支援している。そのうち株式交換スキームを用いたのは、昨年度で4件、その以前3年間で1件であったことを考えれば、株式交換スキームがここにきて注目を浴びていることがわかる。成約には至らなかったが、交渉過程で株式交換スキームを検討するケースは数多い。この背景には、やはり金庫株の増加・価値増大が背景にある。売り手である未上場企業株主（オーナー）は、現金対価を望むケースが多いが、株式交換のメリット（税務の繰り延べ、高配当利回り、株価上昇等）を理解することで、株式交換活用例が増加していくことが予見される。

上記メリットに対して、株式交換スキームの手続の煩雑さ、組織再編税制、売り手株価下落等のデメリットも、当然のことながら存在する。しかしながら、税務上の問題をクリアしたケースや売り手オーナーが株式対価を厭わないケースでは、株式交換スキームは非常に有効である。以下、株式交換を実施する上での具体的な課題と、その課題をクリアしたケースについ

て、弊社事例を基に解説したい。

税務上の問題

1999年の商法改正で誕生した株式交換スキームにおいて、当初は株式交換で完全子会社となる会社、すなわち買収対象会社では、ほとんど税務関係に留意する必要はなかった。しかし、2006年の税制改正で組織再編税制に取り込まれたことにより、一定の要件を満たせない株式交換（非適格株式交換）に該当した場合、買収対象会社で課税が生じる扱いになった。具体的には、買収対象会社で含み益があった場合、その含み益に対して課税が生じる扱いになる。さらに、困ったことに「のれん」に対して課税が生じるかどうかという非常に重要な問題について、税務上不確かな状態が続いており、非適格株式交換が忌避される傾向がある。

したがって、こうした非適格株式交換とならないスキーム構築が重要となってくるのだが、中堅中小企業のM&Aで株式交換を利用する場合、なかなか一度に適格要件を満たすことが難しいのが実情である。

逆に、たとえ非適格となっても課税関係が発生しないケースでは、この問題はクリアになる。弊社事案で、時価評価をすると含み損の状態であり、かつのれんもマイナスという案件が過去にあった。こうしたケースの場合、受取った株式を市場でただちに売却したとしても、買収対象会社での課税は生じない。

なお、昨年までは非上場企業株式の株式譲渡益課税が20%であるのに対して、上場企業株式の場合10%であった。株式交換を実施した時点ではたとえ非適格株式交換であっても原則株主では課税は生じず、株式交換で受取った上場会社株式を譲渡した時点で初めて課税が生じる。よって、売り手オーナーの譲渡益課税は、上場企業の株式譲渡になるため10%で済み、このことが株式交換スキーム採用の後押しになることがあった。しかし、現在こうした優遇措置はなくなっているため、売り手オーナー側における税務上のメリットが得られなくなっている点に留意が必要となる。

中堅中小企業オーナーの傾向と対策

弊社でご相談を受ける案件の多くは後継者問題を機にM&Aを決意されるケースである。そうしたオーナーにとって、「M&A＝経営者としての引退」であり、引退時に受取る対価は、価格が日々変動する株式ではなく確実性の高い現金を好むという傾向が顕著にみられる。

株価変動リスクをヘッジする方法としては、本号で取り上げたセントラルビルサービスとコムシスホールディングスの事案のように、変動制株式交換比率方式をとった上で、交換後ただちに売却するといったスキームも有効である。ただし決済実務の関係上、数日間の株価変動はヘッジしきれないことや、ある程度まとまった株数を市場で売却し切れるか、といった対処すべき課題がある。

売り手オーナーが株価変動リスクは承知の上で、受取った株式の継続保有を考えているようなケースでは、株式交換は有効である。こうしたケースに該当するものとして、M&A後も経営を続けるような若手経営者のM&Aがあげられる。

実は、弊社での株式交換事例で多くみられるのは、売り手オーナーが40歳前後の若手経営者というケースである。自らは引き続き経営に従事しながらも大手グループの傘下に入ることで会社のさらなる発展を目指すためにM&Aを決意されたというケースだ。こうしたオーナーの場合、M&Aの対価として受取った買い手企業の株式の価値を、M&Aによるシナジーを実現させることによってさらに上げていくという夢を買い手企業とともに追うことができるため、株式交換が有効なスキームとなる。

まとめ

株式交換というと、現金が不要というメリットに注目しがちだが、税務上や売り手オーナーの意向等様々な課題に留意する必要がある。ここでは省略したが、反対株主による買取請求権の行使などの形で思わぬキャッシュアウトが生じるといったことだ。その一方で、経営者が続投するような案件では、株式交換でグループに取り込んだ後も、譲受企業と同じ方向を目指した、高いモチベーションで経営に向かってもらえるという大きなメリットがある。

このように、M&Aにおいてどのようなスキームが最適であるかは、様々な要素を総合的に判断して決定する必要がある。豊富な経験をもった公認会計士、税理士、弁護士、司法書士など専門家による十分な議論をふまえたアドバイスをもとに、慎重にスキーム構築を行ってほしい。

昨年度の弊社における株式交換事例

買収企業	買収対象企業	備考
コムシスホールディングス	セントラルビルサービス	買収企業が株式交換で子会社化後、買収企業の別子会社に株式譲渡
K 社	B 社	株式譲渡で子会社化後、残りを株式交換で取得
M K 社	M P 社（K N 社子会社）	分散した買収対象会社株式を譲渡企業が株式交換で完全子会社化後、買収企業に株式譲渡
F 社	S 社	株式譲渡で株式取得後、残りを株式交換で取得

執筆者紹介

日本M & A センター 執行役員 コーポレートアドバイザー室長 公認会計士 澤村 八大
2000年公認会計士登録。監査法人トーマツ企業財務部（現デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー）、野村證券株式会社企業情報部を経て、2007年日本M & A センター入社。監査法人時代から一貫して財務・会計面を中心としたM & A に関するコンサルティング業務に従事し、株式交換ディールも多数手掛ける。
現在、当社にて公認会計士、税理士、弁護士、司法書士らからなるプロフェッショナルチームであるコーポレートアドバイザー室を率いる。
著書に「M & A ファイナンシャル・アドバイザー・サービス」（中央経済社）などがある。

M&A NEWS M&Aニュース配信中！

日本M&Aセンターでは、公式ウェブサイト（<http://www.nihon-ma.co.jp/news/>）ほか、公式アカウント（Facebook, Twitter, Google+）にて、上場企業各社が公表したM&Aをニュースとしてご提供しています。