

CALE Discussion Paper No.12

March, 2015

# 企業組織再編法制の改善

---

**魯 赫俊**

Professor Hyeok-Joon RHO

Nagoya University  
Center for Asian Legal Exchange



Center for Asian Legal Exchange (CALE)

Nagoya University, Japan

企業組織再編法制の改善

魯赫俊

ソウル大学校法学専門大学院 教授



## 企業組織再編法制の改善\*

(ノ・ヒョクジュン)

魯 赫 俊 \*\*

翻訳: 長谷川乃理 \*\*\*

### 要約文

本論は最近の買収合併法制の改善、特に逆三角合併の導入に関する議論に際して、韓国の合併、株式交換、三角合併等組織再編法制を全般的に再構成する必要性について扱っている。逆三角合併の導入過程において特定の取引構造を念頭においた特例のみに思い煩うことなく、全般的な企業組織再編法制の改善という観点を反映しなければならないということがこの論文の問題意識である。

企業組織再編に関する商法上の制度の一般的改善の観点からみると、本論の主要な主張は次のとおりである。①合併の際、存続会社の株主が既存の株主としての地位を喪失する形態の逆合併、逆株式交換も認めなければならない。当該株主は合併、株式交換の過程においてなされる株主総会の特別決議手続、株式買取請求権により保護されているためである。②株式交換の際、引受会社(すなわち完全親会社となる会社)の株主保護の水準を合併の際のそれとは別に定めなければならない。すなわち株式交換の際引受会社の株主総会特別決議および株式買取請求権を認める必要はなく、ただ、一定水準以上の新株発行(自己株式の場合を含む)がなされる時にのみ株主総会の承認を受けるようにすれば十分である。これは合併以外の構造再編過程において引受会社の新株発行がなされる時には同様に適用されなければならない法理である。③100%子会社関係(組織再編を通じた100%関係の設定を含む)を活用した企業構造再編において親会社は対象会社の株主に企業再編の対価として直接新株を発行するか、その他の財産を交付することができるようにする。上の3種類の立法論の普遍的な妥当性は本文において述べたところである。もしこのような一般的立法がなされたならば、既存商法が認めている正方向三角合併はより簡単になされるようになる。③により引受会社(A)による直接の新株発行が可能であるので、子会社(S)が100%親

---

\* 本文は筆者の韓国語論文である“企業再編制度の再編: 合併, 株式交換 および三角合併制度를 中心に (기업재편제도의 재편: 합병, 주식교환 및 삼각합병제도를 중심으로)”, 經濟法研究 第13卷 第2號 (2014. 8), 51-77頁をもとに発展させたものであり、名古屋大学における研究結果たる具体的な改正条文案等を含んでいる。本論を作成するにあたり、有用なコメントをくださった名古屋大学の中東正文教授と、名城大学の長谷川乃理准教授、研究に関する行政的な支援を厭わないでくださった CALE (Center for Asian Legal Exchange) の小畑郁教授、大場陽子さんに深く感謝する。本論文における論理的、表現上の誤謬はすべて筆者の責任である。

\*\* ソウル大学校 法学専門大学院 教授

\*\*\* 名城大学 法学部 准教授

会社である A 会社の株式をいったん取得することによる法的な混乱は解消される。一方米国においてよくなされている 100%子会社を活用した逆三角合併も、やはり自然に可能となる。その直接の根拠は正方向三角合併と同様に③である。しかしこの理論的素地には①、②がでんと構えている。すなわち、①によって S と T の合併の際に T を存続会社としつつも T の株主の地位が喪失されることは理論的に説明することができるようになる。また②を通じて既存の制度である株式交換制度との整合性を保証できることとなる。ここで注意することは先に検討した(株式交換に対比した)逆三角合併固有の特徴のうち(ii)の点である。一般的接近論である③によればたとえば逆三角合併の結果引受会社が対象会社株式を 70%程度のみ保有することとなった形態は不可能となり、結局(ii)の点でも株式交換との違いはなくなる。特定の制度(逆三角合併)のみをみるとときには大きな問題として見えなくともむしろ特徴として認識されてきた部分に一般的な観点から見るときには混乱のもととして認識される場合であるといえよう。実務上、上記一部の株式保有のみがなされる形での逆三角合併は非常に異例である。今後その導入可能性を議論することはありえようが、その悪用のおそれを考えるに 100%親子会社関係を前提として立法作業を進めることが妥当であろう。

本論において論じる企業組織再編の再編法理は単に三角合併および逆三角合併のみのためのものではなくこのような基本法理を活用して多様な設計の組織再編を実現することのできるものである。逆合併、逆株式交換、三角分割合併等新たな使途が可能であり、また合併または逆合併をしつつ合併当事会社の親会社が保有する他の株式等を交付することによってかつて多くの段階を踏まなければ不可能であった取引構造を創り出すことができる。ただし税法的観点としての検討、および各種の脱法的行為に対する規整は別になされなければならないことはもちろんである。多様な取引設計に関してその経済的実質を把握し、税法的に裏付ける作業が続かなければ構造再編の実効を達成することが困難となりうる。また逆合併、逆株式交換を通じた迂回上場において見たように新たな制度を濫用しようとする使途は常に存在するものであり、組織再編制度の改善という大きな流れを詳しく補完する作業も必要である。

目次	
I. 序論	5
II. 逆合併、逆株式交換の問題	7
1. 問題の所在	7
2. 立法例	9
3. 検討	10
(1) 機能的分析	10
(2) 具体的な改善方向	12
III. 合併と株式交換の均衡問題	15
1. 問題の所在	15
2. 立法例	16
3. 検討	18
(1) 機能的分析	18
(2) 具体的な改善方向	20
IV. 100%子会社の組織再編の際の親会社による株式発行または対価の交付	22
1. 問題の所在	22
2. 立法例	23
3. 検討	24
(1) 機能的分析	24
(2) 具体的な改善方向	25
1) 合併の場合	25
2) 株式交換の場合	27
3) 分割合併の場合	28
V. 結論	30
[添付資料]	33
[参考資料]	40





## I. 序論

企業の成長戦略の中で、他の企業の買収、合併を行うことはもっとも重要な戦略の一つである。自らの組織の漸進的な発展に比して、成長段階を圧縮する機会となりうるからである。企業の引受、合併はその対象となる相手方企業の立場にとっても重要な機会となる。新規の企業がある程度成長し、他の企業に売却することのできる環境がうまく整っていれば、新たな技術、製品にかかる投資と努力を短期間に回収することができるためである。もちろん、このような企業引受、合併に関する「生態系」は、法制度のみによって完成するものではない。それにも経営主体が構成する組織再編の下絵(青写真)をより効率的に、たやすく実現することができるよう、制度的に後押しすることは経済全体の活力のためにも重要な作業である。

最近、企業の引受合併制度の活性化をめぐる財界と法曹界においては多様な議論がなされている。本論文は、特に我が国の商法が規定する合併、三角合併および包括的株式交換(以下「株式交換」とする)制度に関して既存の体制との整合性を維持しながらも根本的な変化をもたらす代案を提示するためのものである。本論文の直接的な動機となったのは逆三角合併の導入をめぐる最近の議論である<sup>1</sup>。周知のとおり、逆三角合併は買収会社(Acquiring Company)A がその 100%子会社 S を対象会社(Target Company)T に合併させながら、T を 100%子会社化する方式である。その過程においては S と T との間で合併がなされ、T が存続会社となるが、T の株主はその株式を A に移転させ、A から新株(または A の自己株式)を付与されることとなる。このような制度がそもそも我が国に必要なものであるか否かについて政策的論議が繰り返されているが、上記の逆三角合併制度の商法上の導入は、いくつかの根本的な問題点をはらんでいる。まず、我が商法はすでに上記の構造を念頭に置いた制度を備えている点である。商法上の株式交換制度はもともと米国の模範事業会社法(RMBCA: Revised Model Business Corporation Law)上の逆三角合併を簡単に実現するために考案されたものである<sup>2</sup>。すなわち、株式交換によれば上記の逆三角合併の複雑な S と T との間の合併手続をふむ必要なく、逆三角合併と同一の結果をもたらすことができる。原因と目的が同じ制度を追加的に導入し、同時に既存の制度との整合性をとることを思うと、戸惑わずにはいられないところである。二番目に、逆三角合併は既存の合併法理では説明に困る、非常に異質な制

---

<sup>1</sup> 企画財政部、「M&A 活性化方案発表」2014.3.6 日付報道発表;韓国経済新聞「ベンチャー商号を維持して M&A: 逆三角合併技法を導入」2014.3.7A8 面等参照。

<sup>2</sup> American Bar Association, 『Model Business Corporation Act: Official Text with Official Comment and Statutory Cross-References』(2005), 11-13; 日本における株式交換制度の導入当時に、株式取得型企業結合法制としてどのような方式を導入するか議論がなされたところ、逆三角合併の発展した形態である株式交換を導入することが適切であり、もし逆三角合併を導入すればこれを直行列車とすることができるとはいえ、高い費用を払って鈍行列車に乗ることと同じであるという批判が提起された。中東正文「株式取得型の企業結合」『名古屋大学法政論集』第 171 号(1997)。

度である。端的に、Tが合併の際に存続会社であるにもかかわらず、上記Tの株主たちが保有株式を差し出さねばならないのか否かについて、既存の合併法理では説明することはたやすくはない。

もちろん、新たな引受、合併制度を提案しつつこの制度は本来特殊なものであり、独特な法理が適用されるのだと説明する方法もある。特定結果を目標として、ここについてのみ焦点を合わせ、部分的改正をすることもできる。しかし、このような接近は究極的に制度間の矛盾をもたらすこととなる。独特な法理が続くのだとみるならば、本質が揺らぐ結果が生じうる。本論文は既存の法理を固守しようとするものではない。むしろ、その反対である。上記、新たな制度による試金石を契機に、従前は当然であると受け取られてきた合併、株式交換の法理を根本的に再検討してみる必要があるとするものである。

本論文において検討の対象とする既存のドグマと、これに対応する新たな法理はそれぞれ以下のとおりである。

[表 1] 合併、株式交換に関する既存の法理と新たな法理

既存の法理	新たな法理
①合併、株式交換の際、引受会社の株主は <u>既存の株主の地位をそのまま維持する。</u>	①合併、株式交換の際に引受会社の株主も既存株主としての地位を喪失することがある。
②株式交換と合併の際、株主保護は <u>同一の手続と方式によってなされる。</u>	②株式交換の際、引受会社の株主保護の水準は合併とは異なる。
③合併、株式交換、分割合併の場合、引受会社が対象会社の株主に新株等を発行する。	③合併、株式交換、分割合併の場合、引受会社が対象会社の株主に新株等を発行する。 <u>引受会社の100%親会社となる会社も新株発行等が可能である。</u>

もし、上の新たな法理が一般的な合併、株式交換に関して正当化されることが可能であれば、その結果、先に言及した逆三角合併はすんなりと可能となる。特定の法的構造を念頭に置かず、一般的かつ多様な取引構造の創出が可能であるという点で、企業引受、合併法制の全般的な発展にも寄与しうるものである。既存の法理を再検討するため、本論文で採る観点は相当に機能的である。純然に演繹的かつ理論的な接近法から逸れ、実質的に該当企業の引受、再編を通じて利益を脅かされる会社関係者が誰であるかを算定し、それらに対する保護方式を考えたか否か、新株発行の実際の経済的効果が誰に帰属したのか等を考えてみることである。以下の議論は次のように展開する。第II章においては①と関連して逆合併、逆株式交換の問題を扱う。第III章では②と関連して合併と株式交換の規定の衡平性の問題を扱う。つづく第IV章では③と関連して100%子会社を通じた

組織再編問題を扱う。ここでは主に商法上の合併および株式交換問題を扱うこととなるが、③と関連して分割合併の問題にも一部言及する。ここで使用する用語と関連して、「引受会社」とは、「対象会社」を経済的、実質的に取得して、事業領域を拡大しようとする会社を指す。よって引受会社は合併の場合「存続会社」(株式交換の場合には「完全親会社となる会社」とは異なる概念である。すなわち、通常引受会社とは合併時の存続会社を指すが、引受会社が消滅会社となり、引受会社の既存株主たちが存続会社の株式を大量に割当てられ、主導権を行使する形態も想定可能である。

## II. 逆合併、逆株式交換の問題

### 1. 問題の所在

2つの会社があったと仮定する。引受会社 A は今後新たな市場への進出のために A の規模の1/3 程度である対象会社 T を買収したいとする。A が T を完全に支配できる方法を考えると、(i) A を存続会社、T を消滅会社とする方法と、(ii) A を完全親会社、T を完全子会社とする株式交換が可能である。周知のとおり、2 つの方式の違いとは、合併においては 2 つの会社の人的、物的組織の結合が起こる一方で、株式交換の場合、各会社が別途の法人格を維持するという点である。共通点は、A が T の資産を実質的に支配するものとなる点である。そうであれば、反対方向の場合はどうだろうか？すなわち、A がこのような構造再編を主導したとしても、合併、株式交換以後 T が法的形式上存続会社または完全親会社として残ることはできないのだろうか？このような必要性はむしろ A ではなく T が上場されていたり、T が移転することの困難な認許可を有していたり、市場において T の名声がより知れ渡っていたりする場合に発生する<sup>3</sup>。A が存続会社、完全親会社として残る場合を正方向合併、正方向株式交換であるとすれば(1, 2 類型)、A 会社が消滅会社、完全子会社となり、T 会社が存続会社、完全親会社となる場合は逆方向合併(逆合併)、逆方向株式交換(逆株式交換)と見ることができる(3, 4 類型)。

---

<sup>3</sup> もし A が非上場で T が上場している状態において、A が T の完全親会社となる形態の株式交換をしたならば、T は株式分散要件を満たすことができなくなり(すなわち、株式交換後 T の唯一の株主は A となる)上場廃止となる。

[表 2]合併と株式交換の分類

	正方向	逆方向
合併	[1 類型] 存続会社がA; 消滅会社がT (一般合併)	[3 類型] 存続会社がT; 消滅会社がA (逆合併)
株式交換	[2 類型] 完全親会社がA; 完全子会社がT (一般株式交換)	[4 類型] 完全親会社がT; 完全子会社がA (逆株式交換)

もちろん現行商法下においてもTが存続会社または完全親会社となることはできる。合併の場合引受会社であるAが消滅しその株主たちにTの新株が大量に発行されれば、既存のTの株主構成は大きく変化し、Aの既存株主たちが 結合企業の大株主となる<sup>4</sup>。親子会社間の合併時に、親会社が存続会社となる通常の場合(いわゆる「upstream merger」)とは異なり、子会社が存続会社となる形態(いわゆる「downstream merger」)も実務上たびたびなされている<sup>5</sup>。株式交換の場合にも A の株式が移転し A の既存株主が T の新株を大量に発行されたとすれば同一の結果が発生する。しかし本稿において論じる逆合併、逆株式交換は狭義のもの、すなわち上記既存商法上の方式を除いたものを意味する。T が存続会社または完全親会社となるにもかかわらず、既存 T の株主は T の株主としての地位を失い、その対価として他の会社の株式または金銭等を受け取るものである。このように存続会社または完全親会社となる会社の株主の既存の地位を合併、株式交換手続を通じて喪失させることは既存の会社法理論では到底説明することができない<sup>6</sup>。逆合併、逆株式交換の概念を狭く制限することはこのように現行法上許されない形の逆方向構造調整の導入が理論的に正当化されるか否かを検討するためのものである。

下の図 1 は合併に関して正方向合併(第 1 類型)と逆合併(第 3 類型)を対照したものである。より効果的な対照のため、正方向合併の場合にも対象会社の株主である x,y に合併新株を付与しないいわゆる交付金合併方式を想定している。交付金合併は 2012 年改正商法第 523 条第 4 号によっ

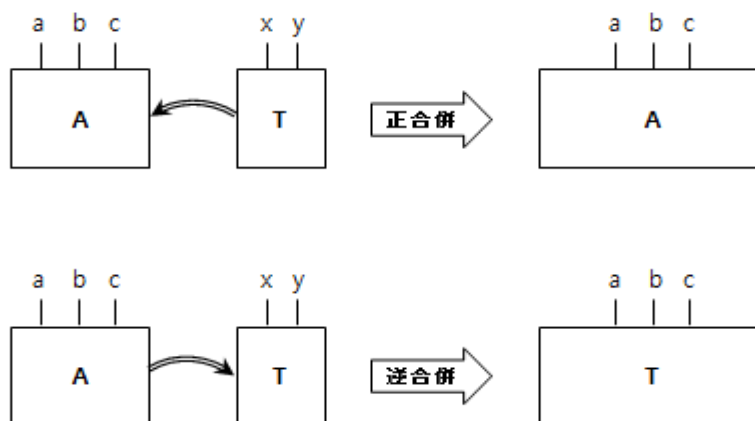
<sup>4</sup> 実務においてはこのようなことを逆合併と呼ぶ。一例として、親会社と完全子会社間の合併をし、完全子会社が存続会社として残った場合である。このとき、既存親会社の株主は結合企業の株主となる。

<sup>5</sup> 米国模範事業会社法第 11.05 条(a)は” A domestic parent company.. may.. merge itself into the subsidiary..” としてこのような downstream merger を明示的に規定している。この条文は簡易合併に関する条文である; カリフォルニア会社法第 1110 条(c)も親会社が子会社に吸収合併されることを前提とした条文である。

<sup>6</sup> 商法第 523 条第 3, 4 号は吸収合併契約書の記載事項として消滅会社株主に存続会社の株式、金銭その他の財産を提供することに関して規定しているのみである。株式交換契約書に関する第 360 条の 3 第 3 項第 2 号は完全子会社となる会社の株主に完全親会社となる会社の株式を配当することのみを規定している。

て可能となっているが、衡平上当然に交付金株式交換も今後立法的に認められなければならないところである<sup>7</sup>。以下の図は交付金合併および交付金株式交換を前提としている。なお、下の図が少数株主の締め出しを意味するものではない。本来、締め出しとは大株主は会社に残り、少数株主を会社から追い出すことを意味する。交付金合併や後述する逆合併はすべて当該会社の大株主および少数株主が平等に交付金等の支払いを受けることとなるものであり、一般的な少数株主の締め出しとは距離がある。よって、下図 1 も(たとえば T の大株主 x が少数株主 y をどうにかして締め出そうとしているかという観点ではない)x,y がすべて対象会社である T から退出するという合意がなされている場合、これをどうやって会社法制上裏付けうるかということに焦点が絞られている。

[図 1]正方向合併(第 1 類型)と逆合併(第 3 類型) - 交付金方式



## 2. 立法例

日本会社法は伝統的な合併、株式交換法理によっている。合併、株式交換の際の、対価の柔軟化に関する議論も消滅会社の株主または完全子会社となる株主に付与される対価に集中していた<sup>8</sup>。合併、株式交換を機に存続会社または完全親会社となる会社の既存株主の地位を一律的に喪失させることは想定しづらい。

<sup>7</sup> なお、この時に通常の株式交換手続とは異なり、交付金が出損される完全親会社に関して債権者保護手続がなされなければならないという議論が提起される。

<sup>8</sup> 合併に関する日本会社法第 749 条第 1 項第 2 号ホは吸収合併契約書に記載する事項として、存続会社が消滅会社の株主に交付する存続会社の株式または金銭等を列挙している。株式交換に関する第 768 条第 1 項第 2 号ホも同様の形態で規定されている。

反面、米国の会社法制は相対的に弾力性が高い。すなわち、模範事業会社法第 11.02 条(c)(2)によれば合併契約の内容として「各」合併当事会社(each merging … business corporation)の株式を、合併を契機として株式、他の証券、現金、その他財産等に変換するよう定めることができることを明示している<sup>9</sup>。これに類似した内容が株式交換に関する第 11.03 条(c)(3)にも規定されている。デラウェア会社法は株式交換を認めず、合併に関してのみ規定しているところ、第 251 条(b)は合併契約に記載する事項として「各」合併当事会社(each of the constituent corporations)の株式が変換されるか、消滅しうることを規定している。カリフォルニア会社法も同様の立場である<sup>10</sup>。米国において逆合併(reverse merger)とは広く消滅会社の株主が存続会社の支配権を持つようになることを通称するものとして迂回上場ないし逆三角合併の過程において多く使用されているものようである<sup>11</sup>。特に逆三角合併は必然的に従属会社既存株主の地位喪失をもたらすこととなるため、本稿において論じる狭義の逆合併概念なしには説明が困難である。

### 3. 検討

#### (1) 機能的な分析

逆合併と逆株式交換を基礎付ける論理は同一であり以下では逆合併を中心に検討し、逆株式交換は必要な範囲で言及するものとする。存続会社の既存株主は一種の占領軍として消滅会社まで実質的に支配するという考えを持つ以上、存続会社の既存株主が会社を去る形である逆合併構造をあっさりと受け入れることは難しい。しかし、このような思考をぐるりと変えて機能的、実質的に考えてみれば、逆合併を受け入れることのできない理由がないと理解できるであろう。具体的な理由は以下の通りである。

まず逆合併実行時の利害関係人保護の観点である。①合併時存続会社の債権者と消滅会社の債権者は商法第 527 条の 5 により別途の保護を受ける。それゆえ、上の例において存続会社が A であるか T であるかによる違いが発生するわけではない。合併前後の資産、負債は結合企業に収められ、その過程において不安を感じる A または T の既存債権者は債権者異議手続を通じて弁済、担保提供等をうけることができるためである。一方、逆株式交換の場合両当事会社の株主構成が変化するのみであり、別途の債権者保護手続を行う必要はない。この点で正方向株式交換と違

---

<sup>9</sup> 第 11.02 条(c)(3)原文の内容は以下のとおりである: “ the manner and basis of converting the shares of each merging domestic or foreign business corporation and eligible interests of each interests, obligations, rights to acquire shares, other securities or eligible interests, cash, other property, or any combination of the foregoing”

<sup>10</sup> California Corporations Code 第 1101 条(d)参照。

<sup>11</sup> William K Sjostrom, Jr., The Truth about Reverse Mergers, Entrepreneurial Bus. L. J.743 (2008); SEC, Investor Bulletin: Reverse Merger (2011)(available at <http://www.sec.gov/investor/alerts/reversemergers.pdf>)

いはない<sup>12</sup>。②A、T の株主はどうであろうか？ 正方向合併の場合、各合併当事会社における株主総会特別決議手続がなされ反対株主には株式買取請求権が付与される。逆合併に関してもこのような保護手続がなされる以上単に逆合併であるがゆえに各会社の株主の利益を実質的に損なうとみることは困難である。もちろん上の特別決議と株式買取請求権が付与されない略式の逆合併/逆株式交換の可能性が問題となりうるところ、これについては後に項をかえて検討することとする。③最後に A、T の労働者保護の問題である。正方向合併が起こった場合各会社の労働者が結合企業として包括的に承継され勤務することとなり、この点で逆合併とは大きく異なるものではない。労働法上の争点が追加的に起こりうるが、これについては消滅することとなる引受会社 A の労働組合の同意を要求する等の労働法的補完策をとればよいことであり、これを理由に逆合併の可能性を全般的に否定する必要はない。このようにみると、単に逆合併、逆株式交換であるという理由のみで存続会社、消滅会社利害関係者の利益が正方向合併、株式交換より深刻に侵害されるとみることは難しい。合併に関する利害関係者保護制度が作動する以上、存続する結合企業の形式的な法人格が何であるかが決定的な要素として作用するとみるのは難しい。

次に、狭義の逆合併は実際には既存の制度下において実現可能な広義の逆合併の連続性上に置かれているという点である。現行商法下においても広義の逆合併が可能であるということは先に述べたところである。すなわち、引受会社 A が消滅する代わりにその株主に対象会社であり存続会社である T の合併新株を大量に発行するものである。このとき、T の既存株主の持分比率が希釈される結果 T の支配権は A の既存株主に移転することとなる。T の既存株主の持分比率は合併新株の発行が増加するほど希釈される。考えてみれば狭義の逆合併はこれをさらに深化させて既存株主の持分比率を 0 とするものである。存続会社既存株主の持分比率希釈が進み、既存株主をして存続会社から退出することを認める合併案は、なじみが薄いように感じられよう。しかし既に 2012 年改正商法において消滅会社の既存株主の離脱を認めるいわゆる交付金合併を認定しているところであり<sup>13</sup>、逆合併を通じて存続会社既存株主が離脱することはやはり論理的には不可能ではないといえよう。

最後に経済的実質面から見ると、(i)引受会社が存続会社となり(対象会社株主を締め出す形態の)正方向合併をしたのち、商号を対象会社のものに変更することと(ii)対象会社が存続会社となる狭義の逆合併をすることを別に扱う理由がないということである。上記の図 1 はこのような観点を明らかにしている。すなわち、正方向合併であれ逆方向であれ結合企業の経済的実体、株主構成に違いはなく、ただ商号が異なるのみである。どの場合にも(逆)合併後の存続会社は既存の 2 社の人的、物的組織を包括承継する状態であり、既存引受会社の株主が株主としての地位を占めている。結合企業の名において対象会社を活用しようとする場合が基本であるが、あえて(i)のように迂回路をとるように強制する必要があるのか疑問である。また、(i)の方式は対象会社の消滅を前

<sup>12</sup> 株式交換に関する商法第 360 条の 2 以下は合併とは異なり別途の債権者保護手続を規定していない。交付金株式交換が導入される場合にもこのような立場を維持しなければならないか否かについては議論がある。

<sup>13</sup> 商法第 523 条第 4 号参照。

提とするものであり社会的資源が浪費されるおそれもある。

このような機能的分析に関して提起されうる反論としては、逆合併、逆株式交換を認めることが迂回上場等各種の規整規範を迂回、潜脱する手段として悪用されうるという批判が提起されよう。実際米国 SEC は逆合併を活用した迂回上場とそれによる投資者被害を憂慮する立場を表明している<sup>14</sup>。しかしこのような悪用のおそれは既存・広義の逆合併、逆株式交換においても発生することであり、規制当局は合併、株式交換を通じた迂回上場等の利用法に対する対応策を講じたところである<sup>15</sup>。脱法的、犯罪的意図が狭義の逆合併、逆株式交換であれば既存の広義の逆合併、逆株式交換におけるように適切に規制策を講じれば十分であろう<sup>16</sup>。

## (2) 具体的な改善方向

上の論拠をよりどころとして逆合併、逆株式交換を導入するとしても、このような結論が逆合併、逆株式交換を当然に正方向合併、株式交換と同一の要件及び手続で規制しなければならないということを意味しているわけではない。ここで扱おうとするのは、正方向合併(第 1 類型)と逆合併(第 3 類型)を同じように取り扱い、正方向株式交換(第 2 類型)と逆株式交換(第 4 類型)を等しく取り扱えば十分なのかという問題である。

まず、合併に関して検討する。基本的に正方向合併の場合存続会社であれ消滅会社であれその重要な利害関係者、すなわち株主および債権者に関して同一の取り扱いを規定しているところ、逆合併の場合にも同じような方式、すなわち株主のためには両会社の株主総会特別決議および株式買取請求権、債権者のためには両会社の債権者保護手続をとるようにすれば足りる。ここで問題となるのは小規模合併、簡易合併に関する条項が逆合併にも適用されるのか否かについてである。商法上簡易合併の場合消滅会社の株主総会特別決議は不必要であり、小規模合併の場合存続会社の株主総会特別決議、株式買取請求権に関する規定は適用されない。はじめに簡易合併について、正方向簡易合併の場合 A が T 株式を 90%以上所有し T を吸収するものである。このとき T の株主総会特別決議は T の取締役会における承認で代えることができる(商法第 527 条の 2)。逆方向簡易合併の場合 A が T 株式を 90%以上所有しているにもかかわらずむしろ T が A を吸収する状況である。このとき T の株主総会をあえて開催する必要はない<sup>17</sup>。よって簡易合併に関する

---

<sup>14</sup> SEC, Investor Bulletin: Reverse Merger (2011)(available at <http://www.sec.gov/investor/alerts/reversemergers.pdf>) 参照。

<sup>15</sup> 一例として、資本市場法施行令第 176 条の 5 は証券上場会社と非上場会社が合併し、証券上場会社が存続会社となる場合厳格な要件を充足するよう要求した。

<sup>16</sup> その他逆合併の導入が実質的に商法第 360 条の 24 の締め出し要件 95%を緩下させる効果があるものだというおそれが提起されうるが、一般的な交付金合併と同様に、逆合併の場合にも存続会社 T の大株主および少数株主が全部株主平等の原則の適用をうけずべて存続会社を離れるものであるから(大株主は残り、少数株主を排除する)締め出しの方法として利用することは難しい。

<sup>17</sup> 米国模範事業会社法第 11.05 条(a)は、親会社と、親会社が 90%以上の持分を所有する子会社が合併して子会社が存続会社となる場合、子会社株主総会の承認を要求していない。この子会社が親会社の他の子会社と合併する場合にも同様である。



限り正方向合併であれ逆合併であれ本質的に同一の法理、すなわち、どのみち T において株主総会を開催したとしても結論は決まっているのであって、あえて T の株主総会を開催する必要がないという論理が適用される<sup>18</sup>。二番目に、小規模合併の場合にはたやすく問題がある。正方向小規模合併は(上で前提とした事実関係とは異なり)A が T の規模を圧倒するほどに大きな場合が生じる。すなわち、A が合併時の T の株主に発行する株式が発行済株式総数の 10%を超えないとき、A の株主総会の特別決議、株式買取請求権の付与は免除される(商法第 527 条の 3 第 1, 5 項)。逆方向小規模合併とは引受会社である A が T の規模を圧倒する点では正方向と同一であるが、ただ T が存続会社となる形で合併がなされるという違いがある(図 2 参照)。このときに A において株主総会特別決議、株式買取請求権の付与を免除する小規模逆合併特例を認めるものであろうか? 上の正方向小規模合併における議論をそのまま取り入れ、A が T より非常に大きな場合に、A における株主総会特別決議、株式買取請求権手続なしに A の既存株主を存続会社 T の株主とすることができるという見解も可能である。しかし、上で見た通り逆合併を認める基本的な前提は各会社の株主および債権者等に実質的な保護手段が与えられているという点である。逆方向小規模合併を認める場合 A の株主は合併の過程において如何なる統制権をも持つことができないまま T の株主としての地位が変化することとなり上の前提とは反する。このような地位の変更は T の規模が小さければ小さいほどたやすく濫用の危険性がある。よって逆合併が導入されたとしても逆合併に関する小規模合併の特例を準用することは認めることができない<sup>19</sup>。後述するように米国模範会社法においても小規模合併または小規模株式交換の特例が適用される前提要件として株主総会決議を省略しようとする会社の株主がそのまま株式を保有することを要求している<sup>20</sup>。

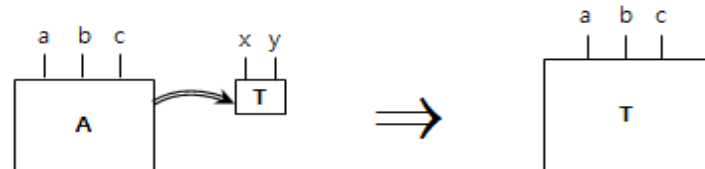
---

<sup>18</sup> 具体的な条文の構成方式に関して、逆合併の場合には第 527 条の 2 第 1 項中消滅会社を存続会社と、存続会社を消滅会社とみなすという規定を置けばよい。

<sup>19</sup> これに対する反論として①T が A を逆方向小規模合併することに対して A の株主統制権を認めるのであれば、②A が T を正方向小規模合併(A の株主統制権なし)した次に T に商号を変更することと均衡が取れないという見解をとることができよう。しかし②の場合に商号変更の段階で定款変更時に株主総会特別決議が必要であるから、株主の統制権はある程度認められるとすることができる。

<sup>20</sup> 米国模範会社法第 11.04 条(g)(3)。

[図 2] 小規模逆合併



次に株式交換に関して検討を行う。簡易合併、小規模合併に関する議論は株式交換においても同様にあてはめることができる。よって逆方向の簡易株式交換特例は認めることができるが、逆方向の小規模株式交換に関する特例はたやすく受け入れがたい。

一方、このような略式の株式交換ではない場合株主および債権者保護手続はどうであろうか？ 正方向の株式交換と逆株式交換は同じ手続によれば十分なのであろうか？ 正方向の株式交換の場合完全子会社となる会社であれ完全親会社となる会社であれすべて債権者保護手続は規定されておらず株主総会の特別決議手続、株式買取請求権付与手続が認められている。これを考えると逆株式交換の場合にも同様の手続によれば十分であることになる<sup>21</sup>。なお、後述するように本稿においては株式交換の場合完全親会社となる会社に関して株主保護手続を緩和させなければならないという立場をとっている。例えば正方向株式合併において株主総会特別決議および株式買取請求権が認められる T(完全子会社となる会社)とは異なり A(完全親会社となる会社)においては一定の場合に株主総会の普通決議を得られれば十分であるという立場をとるのであれば、逆方向株式交換の手続的要件をどのように構成しなければならないであろうか？ 完全子会社となる A においては株主総会の特別決議および株式買取請求権の付与が必要であることは当然である。一方完全子会社となる T の株主の場合においても単純な株主権の希釈ではない、株主としての地位の喪失が発生するため、株主総会の特別決議手続、株式買取請求権付与が必要となる。結局正方向株式交換の株主保護手続を一部緩和したとしても逆方向株式交換の株主保護を緩和することは困難である。先に書いた機能的分析によると、逆株式交換が認められる前提は各株主による株主総会特別決議、株式買取請求権による保護が認められるという点によるからである。

<sup>21</sup> 今後交付金株式交換が認められ、完全親会社となる会社に債権者保護手続が導入される場合でも、債権者保護手続の観点から正方向株式交換と逆方向株式交換には大きな違いはない。即ち正方向株式交換時の交付金が支払われる会社(すなわち A)に債権者保護手続が認められるように、逆方向株式交換においても交付金が支払われる会社(すなわち T)に債権者保護手続を認めればよい。

### Ⅲ. 合併と株式交換の均衡問題

#### 1. 問題の所在

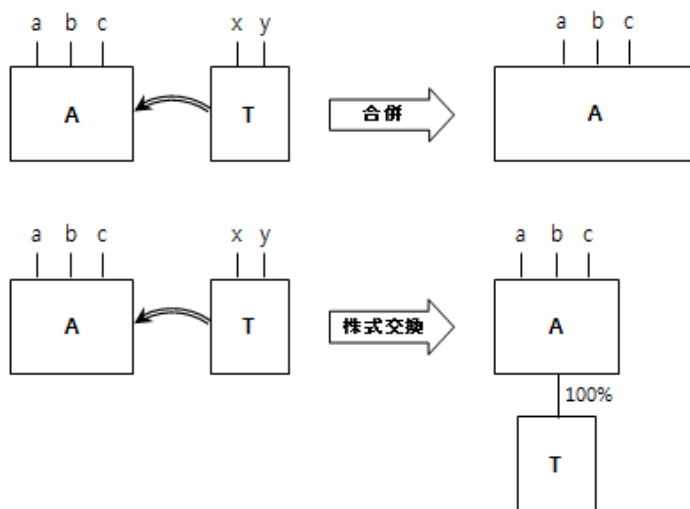
これまでの議論は正方向合併と逆合併の組織再編を比較しながら逆合併、逆株式交換の可能性を模索するものであった。これは表2の縦軸を相互に比較したものである。即ちすでに認められている第1類型(正方向合併)、第2類型(正方向株式交換)を考慮するとき、あえて第3類型(逆合併)、第4類型(逆株式交換)を禁止する必要があるのかということをおもに論じてきた。ここでは表2の横軸を相互比較することとする。表1をみると正方向の構造再編においては合併(第1類型)と株式交換(第2類型)がある。逆方向については逆合併(第3類型)と逆株式交換(第4類型)がある。合併と株式交換は同一線上に規律しなければならないのだろうか? 言い換えれば、以下の議論は第1類型を第2類型と、第3類型を第4類型とそれぞれ比較するものであるといえよう。

争点となるのは引受会社であるAの株主保護の問題である。債権者保護問題と関連して、合併時の両当事会社の債権者は別途の手続により厚く保護される一方、株式交換のときには債権者保護手続が適用されない。このような違いは2つの会社の資産、負債が融合する合併と異なり株主の変更、追加にとどまる株式交換の特性を反映したものであり、この点に関して異見を述べる立場もあり得ようが、本論においては詳しくは述べない。対象会社であるTの株主に関しても、組織再編の方式が合併であれ株式交換であれ株主総会特別決議、株式買取請求権による保護が付与されなければならないという点で大きな異見はない。反面引受会社Aの株主に対してはそうではない。商法は合併と株式交換を同一視し、引受会社株主総会の特別決議と株式買取請求権付与手続を規定している<sup>22</sup>。これに対して株式交換の場合Aの株主に保護手段を下げてもかまわないという立場が提起されている。

---

<sup>22</sup> 合併に関して、第522条第3項、第322条の3; 株式交換に関して第360条の3第2項、第360条の5。

[図 3] 正方向合併(第 1 類型)と正方向株式交換(第 3 類型)<sup>23</sup>



## 2. 立法例

株式交換を規定する米国の立法例は完全親会社となる会社の場合合併と同一の手続的保護を規定するものようである。米国の場合デラウェア会社法は合併のみを規定する一方で、模範会社法は合併と株式交換のどちらも規定しているところ、両者について同じ手続を定めている。すなわち、合併および株式交換に必要な手続は模範会社法第 11.04 条にまとめて規定されている。これによれば合併契約または株式交換契約は両当事会社における議決権ある株式の過半数が出席した株主総会において出席した議決権ある株式の過半数の賛成により承認されなければならない(第 11.04 条(e))。両当事会社の反対株主に対して株式買取請求権が与えられることも合併と株式交換とで同一である(第 13.02 条(a))。なお、これに対しては重大な例外がある。以下の条件を満たす場合合存続会社(合併のとき)または完全親会社となる会社(株式交換のとき)においては株主総会における承認は求められず、株式買取請求権も認められない(第 11.04 条(g))：①その会社の定款がそのまま維持されること<sup>24</sup>、②その会社の既存株主が合併、株式交換以前の株式をそのまま保有すること、③合併、株式交換による新株または潜在的株式(転換社債等)の発行が第 6.21 条(f)により株主総会による承認が必要となる事案でないことである。最後の要件として引用される第 6.21 条(f)は新株発行時の議決権希釈を牽制するための一般的規制条項である。これによれば新株または潜在的株式の発行数が既存の発行済株式総数の 20%を超える場合議決権ある株式の過半数が出

<sup>23</sup> 株式交換の場合、上で述べたところと同様に、対照しやすいよう交付金株式交換が今後導入されることを前提とした図である。

<sup>24</sup> なお、会社の存続期間を延長し、設立時取締役の氏名を削除する等第 10.05 条に規定する些少な定款変更である場合には問題とはならない。

席する株主総会において出席した議決権ある株式の過半数の賛成により承認されなければならない<sup>25</sup>。このように見ると模範会社法は合併と株式交換とを同一平面で規定し、特に存続会社および完全親会社となる会社の株主保護の観点からは単純な新株発行に準ずるものと構成している。その結果模範会社法においては逆三角合併と株式交換との間に引受会社株主保護の点で決定的な違いは生じない。どの場合であれ発行済株式総数の 20%を超える新株を発行する場合には承認手続きがとられ、それ以下である場合株主総会の承認や、株式買取請求権手続きは必要ない<sup>26</sup>。さらに模範会社法の法理によらない会社である場合にも米国の主要取引所に上場している会社であれば上の 20%規則に従わなければならない。もともと先にあげた模範会社法の条項は取引所において投資者保護のために負わされた 20%規則を取り入れたものである<sup>27</sup>。具体的な要件に多少の違いはあるものの NYSE<sup>28</sup>、NYSE MKT<sup>29</sup>(従来の AMEX)、NASDAQ<sup>30</sup>はすべて 20%以上<sup>31</sup>の新株を発行しようとする際に株主総会の承認を得るよう要求している。

日本会社法の株式交換の時完全親会社となる会社の株主に対する保護方式は我が国商法と類似している<sup>32</sup>。すなわち、合併と同様に引受会社の場合にも株主総会の決議が必要であり、反対株主に対しては株式買取請求権を認めている(第 795 条、第 797 条)。消滅会社、完全子会社となる会社の株主に与える株式その他の財産の評価額が存続会社、完全親会社となる会社の総資産額の 20%以上となる場合存続会社、完全親会社となる会社の株主総会の承認は必要ない(第 796 条、第 3 項)。その趣旨は我が国の小規模合併、小規模株式交換と同じである。

---

<sup>25</sup> なお、新株または潜在的株式の発行対価が現金または現金等価物である場合は株主総会の承認は必要とされない。模範会社法第 6.21 条(f)(1)(i)。合併、株式交換の場合合併新株、株式交換新株の発行対価は営業か株式等の現物とみなしなければならないので上の例外には該当しない。

<sup>26</sup> 一方カリフォルニア会社法は一般的な合併の当事会社のみならず三角合併の親会社に関しても株主総会の承認および株式買取請求権を認めている。

<sup>27</sup> American Bar Association, Model Business Corporation Act:

Official Text with Official Comment and Statutory Cross-References (2005), 6-30.

<sup>28</sup> NYSE Listed Company Manual Sec. 312.03 (c)(2) によれば、”the number of shares of common stock to be issued is, or will be upon issuance, equal to or in excess of 20percent of the number of shares of common stock outstanding before the issuance of the common stock or of securities convertible into or exercisable for common stock ”である場合、株主総会の承認が必要である。

<sup>29</sup> NYSE MKT Company Guide Sec. 712 も 20% 基準による。

([http://wallstreet.ccn.com/MKTtools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp\\_1\\_1\\_7&manual=/MKT/CompanyGuide/mkt-company-guide/](http://wallstreet.ccn.com/MKTtools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_1_7&manual=/MKT/CompanyGuide/mkt-company-guide/))

<sup>30</sup> NASDAQ Listing Rule Sec. 5635 も 20% 基準である。

([http://wallstreet.ccn.com/NASDAQtools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp\\_5\\_4\\_3&manual=/nasdaq/main/nasdaq/equityrules/](http://wallstreet.ccn.com/NASDAQtools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_5_4_3&manual=/nasdaq/main/nasdaq/equityrules/))

<sup>31</sup> 超過でない点において模範会社法と多少の違いがある。

<sup>32</sup> 実際に日本の場合株式交換制度の導入時には完全親会社となる会社に対して株主総会決議を要求する必要があるか否かに関する議論が展開されていたところである。神作裕之「株式交換、編入、会社分割」『商事法の展望－新しい企業法を求めて』竹内昭夫先生追悼論文集、商事法務研究会(1998)、288 頁参照。

[表 3] 組織再編時引受会社側の少数株主保護方法：略式の再編でない場合

	合併	株式交換	逆三角合併	三角合併
韓国	株主総会特別決議 + 株式買取請求権	株主総会特別決議 + 株式買取請求権	制度なし	X <sup>33</sup>
米国 模範会社法	株式総会決議 <sup>34</sup> + 株式買取請求権	株主総会決議 + 株式買取請求権	株主総会決議 <sup>35</sup>	株主総会決議
米国 デラウェア 会社法	株主総会決議 <sup>36</sup> + 株式買取請求権	制度なし	X <sup>37</sup>	X
日本	株主総会特別決議 + 株式買取請求権	株主総会特別決議 + 株式買取請求権	X (二段階逆三角 合併である場合)	X

### 3. 検討

#### (1) 機能的分析

以下の議論はいったん小規模、簡易合併(または小規模、簡易株式交換)の要件には該当しないものを前提とする。まず通常の合併(第 1 類型)と株式交換(第 2 類型)の引受会社株主保護の側面を検討する。やはり株式交換の際完全親会社となる A の株主に関して現行商法がそうであるように株主総会特別決議と株式買取請求権を認める必要があるのであろうか？これに対する回答は否定的である。

<sup>33</sup> 100 子会社である S を利用する A の少数株主保護観点である。新株の第三者割当要件(商法第 418 条第 2 項)による間接的な統制装置はあるものの、A 会社において株主総会の承認や株式買取請求権付与手続はなされない。

<sup>34</sup> 米国模範会社法第 11.04 条(e)によれば議決権ある株式過半数の出席および出席した議決権の過半数により承認される。

<sup>35</sup> 米国模範会社法第 6.21 条(f)(1)によれば議決権ある株式過半数の出席および出席した議決権の過半数により承認される。

<sup>36</sup> 米国デラウェア会社法第 251 条(c)によれば全体の議決権ある株式の過半数の賛成により承認される。

<sup>37</sup> 上で検討したところと同様に、逆三角合併および三角合併の場合にも該当親会社が上場会社である場合には新株発行の分量により株主総会の承認が必要となりうる(いわゆる 20% 規定の適用)。

はじめに、引受会社株主の立場に立つとき、株式交換取引は単に引受会社が第三者割当による新株発行をして対象会社の新株全部を引受けるものにすぎない<sup>38</sup>。対象会社の資産、負債が包括的に承継される合併とは質的な違いがある。第三者割当新株発行という点に着目するとき、もちろん株式交換を通じて株式の希釈化が発生するおそれはある。しかしこのような希釈化が通常第三者割当新株発行の際の希釈化と本質的に異なり株主総会の特別決議および株式買取請求権というもっとも強力な保護手段を動員しなければならないほどであるか否かは疑問である。対象会社の株式全部の引受という点に着目しても、自ら保有する株式全部を「処分」する場合はともかく<sup>39</sup>相手方が保有する株式全部を「取得」という点において営業譲渡、営業の譲受に準じるものであるとみるのは難しい<sup>40</sup>。これに対して①(i)第一段階として株式交換を済ませたのち(ii)第二段階として完全親会社と完全子会社間の新株を発行しない形態の小規模合併を行う場合と<sup>41</sup>②合併を行う場合とは、実質的に同等であると扱わなければならないという点をふまえて反対する見解が提起されよう。筆者の立場としては、①の方式の場合②に比して引受会社株主の保護に空白が発生しうるといえるものである。似たような規模の会社同士であるにもかかわらず完全親子会社関係であるという理由で親会社株主保護手続なしに(実質的債務超過である可能性の高い)子会社を小規模合併することができること自体が問題である。新株発行の規模のみで小規模合併の可否を判断する方式を改善し補完することができよう。より根本的には、②の効果を取り込むため意図的に(i)、(ii)の段階を経る場合、その実体は②であると構成することができよう。ただこのような例外的に便法的な迂回行為を防ぐために、(i)段階行為を一律に、厳格に統制することはやりすぎであるといえよう。

<sup>38</sup> ソン・オクリョル(송옥렬)『商法講義(第4版)』博英社(2014)、1205頁;ユン・ヨンシン(윤영신)「三角合併制度導入と活用性の法律問題」『商事法研究』第32巻第2号(2013)、39頁;韓国商事法学会編『株式会社法大系Ⅲ』(キム・テジン(김태진)執筆部分)、法文社(2013)、566頁も引受会社にまで一般的に株主総会の承認を要求することに関して否定的な立場であると思われる。

<sup>39</sup> 大法院(最高裁判所)は「訴外3会社が訴外2会社に売渡した株式は所有していた株式のうち特に一部に該当し訴外3会社の訴外1会社に対する支配構造が変化するほどではなく商法上営業譲渡の規定を受けなければならないほどの営業用財産の重要な一部の譲渡に該当するとみることにはできない」と判じたところである(大法院 2004.9.23 宣告 2003 다 49221 判決)。これは株式「処分」の場合状況によっては営業の全部または一部を譲渡するか廃止することと同一の結果をもたらす営業用財産の処分であると認めるものであり(大法院 1992.8. 18 宣告 91 다 14369 判決)、株主総会特別決議を受ける必要があることを示す。

<sup>40</sup> その他に株式交換による新株発行を株式現物出資による新株発行と比較する立場もありえよう。後者は法院(裁判所)の現物出資審査、個別株主の同意等煩わしい手続を経なければならないが、前者は非常に容易に認められ、むしろ後者との均衡が取れないという問題提起である。しかし株式交換による新株発行は多分に組織法的なものであって個別的現物出資による新株発行と異なる法理の上になつたものであると捉えることができる。また後述するように一定規模以上の株式交換である場合株主総会の承認を受けることで通常の株式現物出資手続による新株発行とはまた異なる手続的規制がなされている。たとえば2つの制度は適用局面が異なるものであってあえて規制の型を揃えておく必要はない。

<sup>41</sup> 現行商法第527条の3第1項は小規模合併の可否を新株発行の分量により判断する。親会社はその100%子会社を吸収合併する場合子会社の株主である親会社自身に新株を発行せずともよく小規模合併の要件を満たすものであると解釈することができる。

二番目に株式交換方式と三角合併方式との均衡問題である。2012年改正商法は第523条第4号、第523条の2を通じて正方向の三角合併制度を導入した。これによれば引受会社は100%子会社を対象会社と合併させるとき子会社を存続会社として、実質的に対象会社を100%子会社として支配することができる。このとき、合併は子会社および対象会社間になされるものであるとして引受会社親会社の株主に手続的な統制権を与えていない<sup>42</sup>。正方向の三角合併は存続会社が(対象会社ではない)引受会社の100%子会社であるという点で株式交換と若干の形式的な違いがあるが、今後逆方向の三角合併が導入されればこれはすなわち株式交換と完全に同じ結果をもたらすこととなる。株式交換制度に関して引受会社の株主保護法制を基準としたまま引受会社の株主保護を緩和する三角合併制度を運用することはそれ自体が矛盾であるとすることができる。

このように見るとき正方向の株式交換の際引受会社株主保護方式は正方向合併の際のそれよりいかなる形態であれ緩和する必要がある。反面逆方向の場合はどうか？逆株式交換の株主保護装置を逆合併のそれより緩和しなければならないとみるのは難しい。引受会社株主の立場からみると逆株式交換は単に第三者割当による新株発行および対象会社株式引受の次元を超えている。引受会社の株主自身が既存株式を譲渡し、他の会社の株主とならなければならないためである。今後引受会社株主の手続的関与を緩和する形で逆三角合併が導入されるのであれば逆株式交換においても引受会社株主の手続的関与を緩和しなければならないと考えることもできるが、逆三角合併と同じ結果をもたらすことは株式交換であって逆株式交換ではないため、このような比較は適切ではない。

## (2) 具体的な改善方向

正方向の株式交換の際完全親会社となる会社の株主の保護手段を緩和するとしたとき、その手段はどのように定めるのであろうか？現在と同じく株主総会特別決議および買取請求権を保障するのでなければ、株主にもたらす実質的な影響力、特に持分の希釈の程度による対応策を備える必要がある。

これに関連してまず小規模株式交換の関係を考慮しなければならない。現行商法はすでに完全子会社となる会社の規模が小さい場合完全親会社となる会社における株主総会特別決議、株式買取請求権による保護を排除している。すなわち完全親会社となる会社が株式交換のため発行する新株または自己株式の総数がその発行株式の5%を超えない場合その会社の株主総会の承認は取締役会による承認に代えることができる(第360条の10第1項)。小規模合併の場合この比率が10%を超えないように引上げられている(第527条の3)。債務不履行状態にある対象会社を引受けることによるリスク負担が、株式交換よりも合併の場合に、より大きいという点を考慮すれば、小規

---

<sup>42</sup> もちろん三角合併の際に親会社株式の発行に関しては新株発行に関する手続きおよび要件が必要でありその範囲では親会社株主の関与があるとみることもできる。しかしこれは間接的なものであり、もし親会社が自己株式を利用する場合株主が自己株式の処分に関与することは容易ではない。



模合併の要件を小規模株式交換より緩和する現行法制は均衡を失するものであるように思われ小規模株式交換の比率要件を少なくとも 10%水準まで引き上げなければならない。さらに株式交換の場合にはこれを 20%に引き上げその範囲内では引受会社株主の手続的統制を排除することができるようにすることも考慮に値しよう<sup>43</sup>。

この境界線を基準として 5%に定めるかまたは今後の改善を通じて 10%ないし 20%に定めるか、これを超えない交換株式の発行である場合(自己株式の交付を含む)引受会社株主に関して特別の保護手続を備える必要はない。問題はこのような境界線を越える場合である。先に分析したようにこれを合併と同様に規律することはやり過ぎである。特にこのような取引に株式買取請求権を与えることは他の株式引受ないし現物出資取引と均衡をとることができない。正反対の側面からみて、これを単純に第三者割当による新株発行であるとみれば十分であるという主張もありえよう。しかし株式交換と同じ企業再編取引である場合、第 418 条第 2 項の第三者割当の要件を充足すること、すなわち新技術の導入、財務構造の改善等会社の経営上目的を達成するためのものであるとたやすく認める可能性が高くなければ実効的な規制とはなりえない。新株発行に関する一般的規制、すなわち新株発行の差止請求や新株発行無効の訴えも既存株主に対する十分な保護手段とはなりえない。株式交換は新株発行の側面以外に組織法的な行為であり、対象会社の株式全部を引受けるという側面もあるのであり、これに対して株主総会の普通決議を得るようにすればよいのであると考える。さらに一般的な観点として、現物出資方式で他の会社の株式を引受ける場合一定規模以上であれば引受会社の普通決議による株主総会の承認をうけるよう立法的な補完をなす必要がある<sup>44</sup>。

関連する問題として、株式交換とともに規定されている株式移転の場合完全子会社となる会社の株主はその地位を喪失することとなるのであって、現行商法下と同様に株主総会特別決議および株式買取請求権による保護を受けなければならない。

---

<sup>43</sup> もしも(i)交付金株式交換が導入され、これにより(ii)小規模株式交換に該当するか否かが単に新株発行のみならず交付金等の規模まで合わせて判断されるようになれば、引受会社の手続的統制を排除することができる基準も新株発行のみならず交付金等の規模も合わせて考慮しなければならないものである。

<sup>44</sup> 本論文の主旨に正確に符合するわけではないが、譲受渡する資産の規模が譲受渡する会社自己持分の 50%以上である場合株主総会の特別決議を得るようすべしであるという法案が国会に提出されたところである。2013.6.17 日付商法一部改正案(議案番号 5513。ユ・スンヒ(兪승희)議員代表発議)参照。

[表 4]正方向および逆方向組織再編時の株主保護改善方案比較<sup>45</sup>

		正方向		逆方向	
合併	一般合併	引受会社(A)	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権
		対象会社(T)	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権
	小規模合併	引受会社(A)	—	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権
		対象会社(T)	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権
株式交換	一般株式交換	引受会社(A)	株主総会普通決議	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権
		対象会社(T)	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権
	小規模株式交換	引受会社(A)	—	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権
		対象会社(T)	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権	株主総会特別決議 + 買取請求権

#### IV. 100%子会社の組織再編の際の親会社による株式発行または対価の交付

##### 1. 問題の所在

合併、株式交換の取引構造に関して根深い法理の一つに、このような構造再編により株主としての地位を喪失する株主に新株その他の対価を交付する主体は合併、株式交換の当事会社でなくてはならないということである。このような論理はどう考えても、あまりにも当然に思われる。第三者たる会社が他の二つの会社の合併、株式交換に関して新株を発行したりその他現物、現金を交付したりする理由はないのである。もし第三者たる会社がこのように新株発行等出損行為をしたのであれば当該会社の取締役はむしろ対価を全く受け取ることのできない出損行為として背任罪に問われるおそれまでである。2012年改正商法第523条第4号、第523条の2もこのような伝統的な接近

<sup>45</sup> この表で、色をつけてある部分は商法の条文は改正されているが、関連条文が新設されなければならない部分である。

法によるものであるように思われる。三角合併を導入しようとしつつもこれを単純に合併対価の柔軟化という次元において構成している。その結果三角合併による子会社(S)はいったん親会社(A)の株式を取得し、その自身の合併対価として対象会社(T)株主にこれを交付しなければならない<sup>46</sup>。このような基本構造にしてみると子会社のためにする親会社株式の取得等、様々な争点に関する複雑な議論が進行するほかにない<sup>47</sup>。

ここでは他の二つの会社間の組織再編行為に関して新株発行等をおこなう「第三者」が一般的な第三者ではなく 100%親会社である場合には理論上特則を適用しうることを論証しようとするものである。すなわち、親会社の子会社を経由して間接的に株式等を交付するのではなく、直接対象会社の株主に新株発行等をする行為も認められるというものである。100%の親子会社関係を設定した理由は、それより低い持分率による支配関係にまで許容範囲を拡張する場合価値評価が難しくなる結果このような親子会社構造を利用した便法が使われるおそれがあり、実際組織再編のために暫定的に設立される特別目的会社(SPC)はほとんど 100%の所有関係にあるためである。

## 2. 立法例

米国の場合デラウェア会社法によりなされるようになった三角合併、逆三角合併が代表的な事例であるといえる。実際企業買収の実務契約は親会社が直接対象会社の株主に新株発行等をする事で構成される場合が多い。

一方で日本の場合合併対価柔軟化に対する議論がいち早くなされたが、組織再編の当事会社でない会社による組織再編対価の交付はなじみの薄い概念である。例として、日本において認められている三角合併、三角株式交換は子会社が引受対象会社の株主に合併対価として親会社株式を交付することができる点に焦点を合わせている<sup>48</sup>。我が国とよく似た状況である。三角株式交換も完全親会社となる会社(S)がその親会社(A)の株式を対象会社(T)に交付することを意味している。このように日本の三角合併及び三角株式交換は合併、株式交換の対価に親会社株式を含めることができるという意味、すなわち合併対価の柔軟化に焦点を合わせている。よって親会社(A)による直接的な新株発行等は法的には認めていない。

---

<sup>46</sup> 親会社が直接対象会社の株主に新株を発行することができるという見解もあるが、多数説は存続する会社はその交付によって親会社株式を取得できるという第 523 条の 2 の文言、親会社が対象会社の株主に直接新株を発行する場合特別な条文がない以上交付対価を特定することは困難である点、我が国商法上三角合併の直接的な当事者は従属会社と消滅会社である点に鑑みて不可能であるとみる立場である。韓国商事法学会編、株式会社法大系Ⅲ(キム・ビョンテ(김병태)、ノ・ヒョクジュン(노혁준)執筆部分)、法文社(2013)、366 頁;ユン・ヨンシン(윤영신)、前掲論文 36 頁;ソン・ジョンジュン(송종준)「逆三角合併制度の導入をめぐる商法上の争点」『商事法学会 2014 年度春季学術大会発表資料集』(2014)、21 頁。

<sup>47</sup> 多様な争点に関しては前掲脚注 38 の文章を参照。

<sup>48</sup> 三角合併に関しては日本会社法第 749 条第 1 項第 2 号ホ;三角株式交換に関しては日本会社法第 768 条第 1 項第 2 号ホ;三角分割合併に関しては日本会社法第 758 条第 4 号ホ。

### 3. 検討

#### (1) 機能的分析

引受会社Aが100%持分を持つ子会社Sを通じて対象会社Tとの組織再編行為を実行しようとする要因は多様である。A社の株主総会特別決議、株式買取請求権を回避しようとするかもしれないし、Tの潜在的債務超過によるリスクの転移を遮断しようとするかもしれない。先に検討したとおり、新株発行による希釈化等の問題点を補完する装置が導入されたとき、このような要因を避けるため、ひたすらに禁止する必要はないと考えられる。特に外国において設立された会社である場合法制度の違いにより国内会社との直接的な合併、株式交換が不可能であるとき、100%国内子会社を利用する方式を選ぶことができる。このように子会社Sを中間媒体として利用する場合、実際に構造再編の対価を交付する者がAである点を考慮するとき、あえて上の対価をSを通じて交付するよう強制する必要はない。特に子会社に営業上の実体がなく、子会社による親会社株式取得が商法上厳格に規制されている現実を考慮するとき、このような強制は無益な手続費用を増やすのみであるといえる。

またAが組織再編行為にあたって新株を発行するか現金その他の現物を交付する場合このような新株発行の対価をAが会計的に認識することは不可能ではない<sup>49</sup>。即ち上の新株発行または現金等の交付を通じて組織再編行為がうまくいき、その結果A会社が100%株式を保有する子会社の価値が増大するようになる。このような子会社価値の上昇は必ず新株発行または現金等の交付の対価としてなされるものである。特にここでは100%の持分関係を想定しているので価値の増加分を認識することはさらに容易となる。

よって企業組織再編の際に一般当事会社はその対価を支払、交付しなければならないという固定概念から抜け出し一般当事会社の100%親会社が実質的な経済主体としてその対価の支払、交付をすることができるのみならず必要がある。改正商法上合併対価等の柔軟化がなされたため、100%親会社が支払い、交付することのできる対価についても当該親会社の株式のみならず現金等多様な形態を認めなければならないのである。

---

<sup>49</sup> これに対して米国とはことなり我が国では親会社の払込なき新株発行が資本維持の原則上問題となりうる。結合企業利益概念が存在しないので納入を認識することが困難でありうるというおそれも提起されている。ソン・ジョンジュン(송종준)「三角合併の構造と関連法問題」『企業法研究』第27巻第3号(2013)、154頁。

## (2) 具体的な改善方向

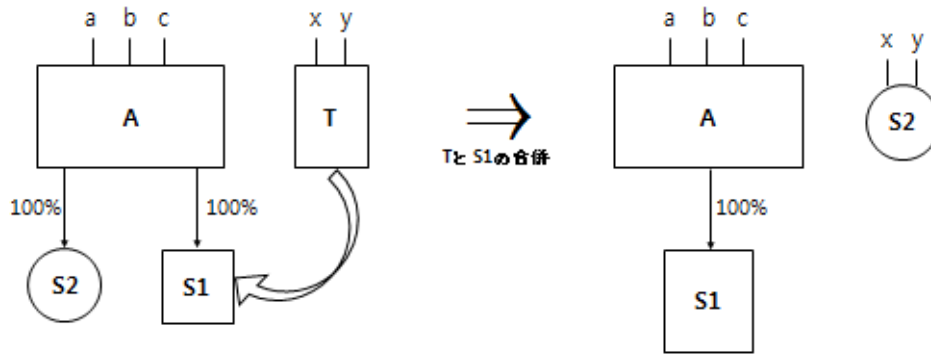
### 1) 合併の場合

正方向合併である場合、すなわちAの100%子会社であるSがTを吸収合併する場合には上の議論がそのまま適用される。AはTの株主に対してAの新株を直接発行することができ、合併対価柔軟化の論理により金銭その他の財産を交付することもできる。新株発行である場合には基本的に第三者割当による要件を備えなければならない。そして株式交換に関して上記の議論のとおり大量の新株発行に関する引受会社株主総会承認要件が導入されればこれとの均衡上正三角合併および逆三角合併の場合にもAの株主総会承認要件を付加しなければならない。

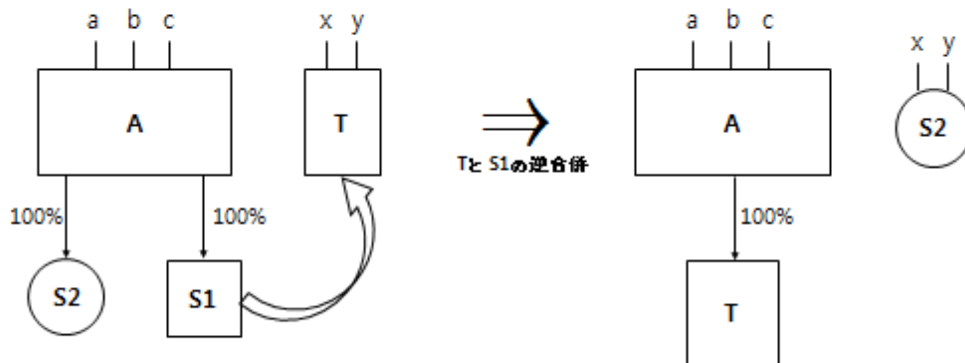
逆合併の場合はAの100%子会社であるSがTに吸収されるものであり若干複雑な側面がある。どのような形態であれ合併の結果AがTを100%子会社として支配するようになるのであればその過程においてAが直接新株発行等を行うことができるよう規定するのが妥当である。上で議論した根拠、すなわち子会社価値が上昇した分をそのまま新株発行の対価とすることができるという点は上の逆合併の場合でも同様に適用されうからである。このときA会社の貸借対照表には逆合併以前に(名目的な価値にすぎない)S株式が資産として表示されており、逆合併を通じて新株が発行されると同時にS株式が消滅しT会社株式の100%が資産として計上されることとなる。

上の例では米国式正方向、逆合併の典型的な事例、すなわち親会社が直接対象会社の株主に新株を発行することを検討した。対象会社の株主に交付することのできる対価は親会社の株式に限定されるものではなくその他多様な形態の組織再編が可能である。たとえば親会社が支配するまた別の子会社の株式の全部または一部を対象会社株主に交付することも可能である(図4-1、4-2参照)。このとき(i)親会社資産の部に新たに計算される(SとTが結合した)結合企業の株式100%の価額と(ii)親会社資産の部に移転することとなったまた別の子会社株式の価額との間の等価性が問題となるのみである。(i)の場合にも親会社が結合企業の株式を100%保有することを前提としているので価額の評価に大きな困難が発生するわけではない。

[図 4-1] 100%親会社による直接の対価交付(1):合併構造



[図 4-2] 100%親会社による直接の対価交付(2):逆合併構造



## 2) 株式交換の場合

正方向株式交換の場合、Aの100%子会社であるSがTを相手に株式交換を行いその対価としてAが直接株式を発行するという形態が問題となる。その結果AはSを、SはTをそれぞれ100%支配し、A、S、Tは親、子、孫の関係を築く。一方Tの既存株主はAの新株発行を通じてAの株主として吸収される。これは正方向三角株式交換とよぶことができるものである。日本会社法の場合Sが株式交換の対価としてその親会社であるAの株式をTの株主に交付することができるため(第768条第1項第2号ホ)、これと同じ結果をもたらすことができる。しかし上の例でみたようにAが直接株式を発行する形は認めていないので、SがいったんAの株式を取得しなければならない等複雑な手続が潜んでいる。我が国会社法は合併と異なり株式交換の場合にはその対価を完全親会社となる会社の株式に限定しているため、さきの日本式の正方向三角株式交換は不可能である<sup>50</sup>。思うに正方向合併で見たように直接Aが株式を発行する形態のSとT間の株式交換も禁止する理由はないのではないか。この時大量の新株発行に関する引受会社株主総会による承認要件を導入すれば、これとの均衡上もしも一定水準以上の希釈化が発生するのであれば正方向三角株式交換の場合にもAの株主総会承認要件が付加されなければならないのである。

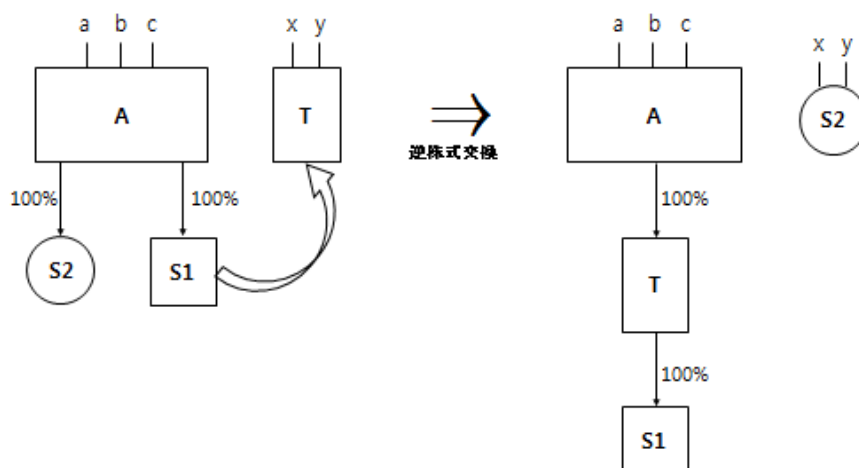
逆方向株式交換の場合、A会社の100%子会社となる点で違いがある。その結果A、T、Sがそれぞれ100%親、子、孫の関係となる<sup>51</sup>。Tの既存株主はAの新株発行を通じてAの株主として吸収される。上で見た逆株式交換の一般法理のように引受会社(すなわちここではS)と対象会社Tが株式交換を行い、Tを完全親会社としてTの既存株主は株主としての地位を喪失する代わりに引受会社の株主(すなわちここではA)がこれに移転してTの唯一の株主として残ることとなる。逆株式交換をしてTの既存株主に相手方会社の親会社株式を与えるものとみればよい。このような形態の逆株式交換も上で見た逆合併におけるそれと同様に認められなければならないものである。

上の正方向と逆方向を比較するとき、結果的に親、子、孫の関係を創り出すことは同じである。ただし事業会社であるTを子会社として直接支配するのかそれともS支配下の孫会社として支配するのかという違いがあるのみである。もしもAがTの株主にAの株式を交付するのではなく他の対価を交付するのであれば多様な形の構造調整が可能である。たとえばA-S-Tとつながる結果をそのまま踏まえて既存株主に他の系列会社の株式を交付することもできる(図5参照)。

<sup>50</sup> 現行法下においてはまずSがTを完全子会社とする株式交換をしたのち、またAがSを完全子会社とする株式交換をする煩雑な手続きをなしてはじめて同じ結果を達成できるだけである。

<sup>51</sup> 現行法下においてはまずTがSを完全子会社とする株式交換をしたのち、またAがTを完全子会社とする株式交換をするという煩雑な手続きをしてようやく同じ結果を達成することができる。

[図 5] 100%親会社による直接の対価交付(3):逆株式交換構造



### 3) 分割合併の場合

単純分割の場合分割新株に代えてその 100%親会社株式を交付するという概念を想定することは難しく<sup>52</sup>、相手方のある分割合併の場合にのみ問題となる。すなわち承継会社(S)が分割会社(T)の一部を包括承継する場合、承継会社ではない承継会社の 100%親会社(A)が分割会社の株主(人的分割合併である場合)または分割会社(物的分割合併である場合)に直接親会社株式を交付するものである<sup>53</sup>。これは T の事業部門の一部が S に吸収されるもので正方向の分割合併であると

<sup>52</sup> 単純人的分割である場合分割会社の株主に新設会社の分割新株の代わりに新設会社の親会社または分割会社の親会社株式を交付するというものであるが、前者は初めから親会社がある状態で新設される状態を想像しづらく、後者は分割会社の親会社の対場で上の交付により資産価値が増加するわけでもなく上の論拠と符合しない。単純物的分割である場合にも分割会社の 100%親会社が株式を交付する理由はない。

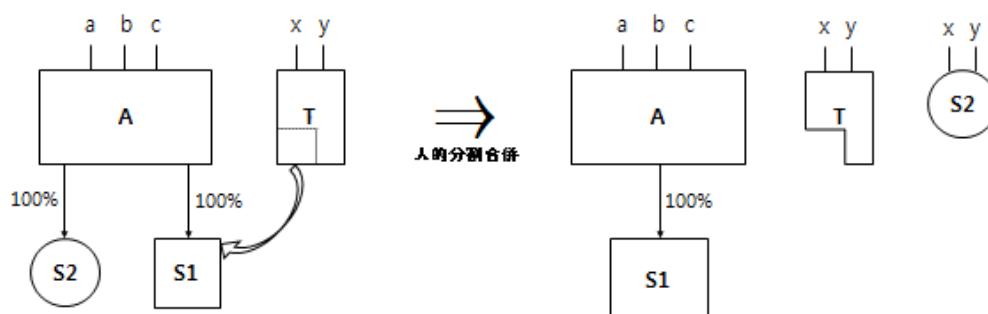
<sup>53</sup> 物的分割に関して商法第 530 条の 12 は「…分割合併により設立される会社の株式の総数を取得する場合…」としているところ、会社の新設がされない上記例示のように物的分割合併が認められるか否かについて疑問があるところである。このような形態は当然認められなければならないものである{韓国商事法学会編、株式会社法大系Ⅲ(ノ・ヒョクジュン(노혁준)、キム・ビョンテ(김병태)執筆部分)、法文社(2013)、437 頁。2003.10. 8 制定大法院商業登記先例 1-246(供託法人 3402-239 質疑応答)も同じ立場である:「甲会社を分割してその一部と乙会社を合併して、甲会社と乙会社はどちらも存続する吸収分割合併を行い、分割された甲会社の一部に該当する出資持分に関して存続会社甲会社に株式を配当、交付するいわゆる物的吸収分割合併の場合にも分割合併による変更登記が可能である」。



することができる<sup>54</sup>。

承継会社の立場から見ると分割合併の実質は通常の合併が量的に縮小したものであるとすることができ、この点を考慮して商法は分割合併に、合併に関する条項を多く準用している<sup>55</sup>。一般的な正方向合併に関して A が直接新株発行等を行うことができるならば、正方向分割合併の場合にも同様の結論を下せるのが論理的である。A が新株発行以外に保有株式等を交付することができるという点も同様である。

[図 6] 100%親会社による直接の対価交付(4): 人的分割合併構造



<sup>54</sup> それ以外に T が S を吸収し同時に A の支配を受ける逆方向の分割合併は、たとえそれが可能であったとしても、本論の対象ではない。組織再編の結果 A が T を 100% 支配するようになればこれはすなわち逆合併であり、もし 100% 支配できなければ上で述べた全体を免れるものであるためである。また A 会社の立場からは分割合併をする理由が T の特定部門のみを直接支配しようとすることであり T 株式全部または一部を移転する方法ではこの目的を達成することはできない。

<sup>55</sup> 第 530 条の 11 第 2 項によれば、株式買取請求権(第 374 条第 2 項、第 522 条の 3)、略式の合併(第 527 条の 2、3)、債権者保護手続(第 527 条の 5)が準用されている。

## V. 結論

本稿の着想機会となった逆三角合併で振り返ってみよう。既存の株式交換以外に逆三角合併を導入しなければならない点は何であろうか？2012年改正商法を通じて導入された三角合併の問題点としては、(a)取引の実質にあわないという点、すなわち中間の100%子会社(S)は単に道具としての役割を担当して実際には対象会社(T)を引受けるものであるにもかかわらずTは消滅しSが存続会社として残るといふ点、(b)Tが消滅する結果それが保有していた各種認許可等承継による煩雑さがあるという点等が指摘される。しかしこのような問題点はあえて逆三角合併を導入しなくても既存の株式交換を通じて解消できるものである。思うに株式交換以外に逆三角合併を導入しなければならない論拠としては(i)株式交換の際の厳格な手続的要件、特に引受会社の株主総会、株式買取請求権付与を必要としない迅速な手続が必要であるという点、(ii)引受会社が対象会社株式を100%移転しなくてもよいという点、(iii)外国企業の国内会社引受時に株式交換方式が不可能であるが、逆三角合併方式の可能性がとりうるという点等を挙げることができる<sup>56</sup>。そのうち(i)は新たな制度の導入論拠として説得力は強くない。もしこれが目的であれば株式交換の厳格な手続要件を緩和する方がより効果的である。もし株式交換の要件をそのままにして、同じ効果をもたらしつつその要件を緩和した逆三角合併を導入するならばこれは商法上組織再編制度の適合性を害することとなる。もともと米国において株式交換制度は逆三角合併とその由来を同じくする制度であるという点を考慮すればさらにそうである。(ii)、(iii)の場合若干の疑問はあるが株式交換とは区別される逆三角合併のみの独特の効用であるとする事ができよう。

このように逆三角合併固有の機能を認めるとするときにも、その導入過程において特定の取引構造を念頭に置いた特例のみを思い煩うよりは全般的な企業構造再編法制改善の観点を反映しなければならないということが本論文の問題意識であった。このような論議の過程は、もし結果的に狭い範囲にのみ適用される特例のみが導入されたとしても必ず必要となるものである。新たな特例と既存の体系間の調和に関して熾烈な理論的苦悶がありうるからである。さらに逆三角合併は既存の会社法の体系がやすやすと受け入れることのできない法理を内包している。

企業組織再編に関する商法上の制度の一般的改善の観点からみると、本論の主要な主張は次のとおりである。①合併の際、存続会社の株主が既存の株主としての地位を喪失する形態の逆合併、逆株式交換も認めなければならない。当該株主は合併、株式交換の過程においてなされる株主総会の特別決議手続、株式買取請求権により保護されているためである。②株式交換の際、引受会社(すなわち完全親会社となる会社)の株主保護の水準を合併の際のそれとは別に定めなければならない。すなわち株式交換の際引受会社の株主総会特別決議および株式買取請求権を認める必要はなく、ただ、一定水準以上の新株発行(自己株式の場合を含む)がなされる時にのみ株

---

<sup>56</sup> もちろんここでは外国換取引法等様々な法的要件が充足されなければならない。強行法規である組織再編法制(合併、株式交換等)をそのまま国際的に適用することに比べて、逆三角合併、三角合併は(合併自体は国内法制によりつつ)海外発行株式の取得という所有権法制を主に活用することでもう少し流通性をもつことができることを意味する。

主総会の承認を受けるようにすれば十分である。これは合併以外の構造再編過程において引受会社の新株発行がなされる時には同様に適用されなければならない法理である。③100%子会社関係(組織再編を通じた100%関係の設定を含む)を活用した企業構造再編において親会社は対象会社の株主に企業再編の対価として直接新株を発行するか、その他他の財産を交付することができるようにする。上の3種類の立法論の普遍的な妥当性は本文において述べたところである。もしこのような一般的立法がなされたならば、既存商法が認めている正方向三角合併はより簡単になされるようになる。③により引受会社(A)による直接の新株発行が可能であるので、子会社(S)が100%親会社であるA会社の株式をいったん取得することによる法的な混乱は解消される。一方米国においてよくなされている100%子会社を活用した逆三角合併も、やはり自然に可能となる。その直接の根拠は正方向三角合併と同様に③である。しかしこの理論的素地には①、②がでんと構えている。すなわち、①によってSとTの合併の際にTを存続会社としつつもTの株主の地位が喪失されることは理論的に説明することができるようになる。また②を通じて既存の制度である株式交換制度との整合性を保証できることとなる。ここで注意することは先に検討した(株式交換に対比した)逆三角合併固有の特徴のうち(ii)の点である。一般的接近論である③によればたとえば逆三角合併の結果引受会社が対象会社株式を70%程度のみ保有することとなった形態は不可能となり、結局(ii)の点でも株式交換との違いはなくなる。特定の制度(逆三角合併)のみをみるとときには大きな問題として見えなくともむしろ特徴として認識されてきた部分に一般的な観点から見るときには混乱のもととして認識される場合であるといえよう。実務上、上記一部の株式保有のみがなされる形での逆三角合併は非常に異例である。今後その導入可能性を議論することはありえようが、その悪用のおそれを考えるに100%親子会社関係を前提として立法作業を進めることが妥当であろう。

本論において論じる企業組織再編の再編法理は単に三角合併および逆三角合併のみのためのものではなくこのような基本法理を活用して多様な設計の組織再編を実現することのできるものである。逆合併、逆株式交換、三角分割合併等新たな使途が可能であり、また合併または逆合併をしつつ合併当事会社の親会社が保有する他の株式等を交付することによってかつて多くの段階を踏まなければ不可能であった取引構造を創り出すことができる。ただし税法的観点としての検討、および各種の脱法的行為に対する規整は別になされなければならないことはもちろんである。多様な取引設計に関してその経済的実質を把握し、税法的に裏付ける作業が続かなければ構造再編の実効を達成することが困難となりうる。また逆合併、逆株式交換を通じた迂回上場において見たように新たな制度を濫用しようとする使途は常に存在するものであり、組織再編制度の改善という大きな流れを詳しく補完する作業も必要である。



[添付資料]

## 新たな法理による韓国商法改正条文案の提案及び解説

### A. 逆(三角)合併の認定及び三角合併/逆三角合併の際の対象会社株主に対する新株直接 配当方式の許容

現行	改正案
	<p><b>第 523 条の 3 (三角合併に関する特則)</b></p> <p>① 親会社は、その全部の株式を所有する子会社が吸収合併の存続する会社となるときには合併により消滅する会社の株主に直接新株発行等をし、または金銭その他の財産を提供することができる。このとき子会社と消滅する会社間の合併契約書には当該親会社が直接新株発行等をし、または金銭その他の財産を提供する旨が含まれなければならない。</p> <p>② 第 1 項の場合に親会社はあらかじめ株主総会の承認を得なければならない。ただし、子会社の合併時に提供する次の各号の金額の合計額が第 1 項の合併契約締結日当時の親会社に現存する純資産額の 100 分の 20 を超えないときには株主総会の承認はこれを取締役会の承認に代えることができる。</p> <p>親会社が第 1 項により発行する新株または移転する自己株式の総数に親会社の 1 株当たり純資産額を乗じた金額</p> <p>親会社が第 1 項により金銭その他の財産を提供する場合には親会社の最終貸借対照表上の帳簿価額</p> <p>③ 第 1 項による新株発行等の場合には第 336 条第 1 項、第 337 条第 1 項、第 423 条第 1 項にかかわらず合併によって消滅する会社の株主は第 528 条第 1 項の登記がなされる日まで株主としての権利を有する。</p> <p>④ 第 421 条第 1 項は第 1 項による新株発行にはこれを適用しない。</p>

	<p><b>第 523 条の 4 (逆三角合併に関する特則)</b></p> <p>① 親会社はそのすべての株式を所有する子会社が吸収合併により消滅する会社となるときには存続する会社の既存の株主に直接新株発行等をし、または金銭その他の財産を提供することができる。このとき第 523 条にかかわらず子会社と存続する会社との間の合併契約書には次の事項を記載しなければならない。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 第 523 条 第 5 号ないし第 9 号に記載される事項</li> <li>2. 親会社のみが合併後存続する会社の株主となる旨</li> <li>3. 親会社が合併時に新株発行等を行うときには発行する新株または移転する自己株式の総数、種類と数および存続する会社の株主に対する新株の配当または自己株式の移転に関する事項</li> <li>4. 親会社が存続する会社の既存の株主に提供する金銭、その他の財産を提供する場合にはその内容および配当に関する事項</li> <li>5. 存続する会社は合併時に新株等を行わない旨</li> <li>6. 存続する会社の準備金が増加する場合 増加する準備金に関する事項</li> </ol> <p>② 第 1 項による新株発行等の場合には第 336 条第 1 項、第 337 条第 1 項、第 423 条第 1 項にかかわらず存続する会社の既存の株主は第 528 条の登記がなされた日から新株または自己株式に関して株主としての権利を有する。</p> <p>③ 第 523 条の 3 第 2 項、第 4 項は第 1 項による新株発行等に準用する。</p>
<p><b>第 527 条の 3(小規模合併)</b></p> <p>①-⑤ 省略</p>	<p><b>第 527 条の 3(小規模合併)</b></p> <p>①-⑤ 左に同じ</p> <p>⑥ 第 523 条の 4 による合併に対しては第 1 項を適用しない。</p>

## □ 解説

### 1. 合併対価の柔軟化 v. 直接配当

- 既存の三角合併に関する第 523 条の 2 は基本的に合併対価の柔軟化、すなわち合併対価が存続会社株式以外の他の物でも可能であるという観点に立つものである。これはいったん上記の対価が子会社に移転し、その上で交付されるということを想定している。日本法の立場も同様である。
- 一方で、親会社による直接配当、交付方式は合併対価の柔軟化とは次元が異なる。合併当事会社でなくとも構造に関与することができ、配当または交付する親会社は子会社の株式価値の増加分により払込代金を受領するという考え方である。
- 直接配当する方式を導入したとしても合併対価柔軟化を基礎づける第 523 条の 2 をただちに廃止する必要はない(ネオウィズ持株会社の三角合併事例のように、自己株式が十分である場合いくつもの段階を経て第 523 条の 2 による三角合併をしようとする試みがあり得よう)。

### 2. 逆吸収合併の一般的認定 v. 逆三角合併のみの認定

- アメリカ式の逆三角合併は存続会社株主の株式移転を含んでいる。これを説明するために逆吸収合併を一般的に認める方法も考慮しえよう。この場合、改正の度合いが行き過ぎるものとなるおそれが提起されうる。
- 上の改正案は示範的な改正案であり、とりあえず逆吸収合併の種類のうち逆三角合併のみを規定している。

### 3. 引受会社の株主保護

- アメリカ模範事業会社法は発行株式総数の 20%以上を発行する際株主総会の普通決議を得るようにしている。これにともない合併、株式交換、逆三角合併を問わず引受会社の株式希釈が発生するのであれば株主総会が統制する。
- 反面、我が国の株式交換はすべて包括的株式交換に対して(小規模株式交換でない以上)株主総会特別決議および株式買取請求権を保障している。
- 改正提案は、逆三角合併および三角合併において(通常の第三者新株配当に関する手続的規制に加えて)株主総会の普通決議による承認を得ることとしている。なお、小規模合併、小規模株式交換におけるそれと同様に買取会社(A)に与える影響が大きくない場合には上の承認手続を必要としないものとして規定する。後述するように株式交換の場合にも買取会社の株主保護装置をこれと同様に定めている。

### 4. 逆三角合併の際の、小規模合併に関する条項の排除

- 逆三角合併の場合、対象会社(T)が新株を発行せず子会社の財産のみを吸収することで形式的に小規模合併の要件に該当するものとみなすおそれがある。小規模合併の条文においてこれを排除する条文を置かなければならない。

## 5. 改正案以後の三角合併実行の具体的態様

### (1) 正方向三角合併

- 子会社: 無増資合併。資本準備金のみ増加。
- 対象会社: 消滅。株主は親会社の株式を受領。
- 親会社: 新株発行。借方において子会社株式の価値が増加し、貸方においては資本および資本準備金が増加。
- 小規模合併の可否: 子会社はいかなる対価を支払うこともなく小規模合併の要件を備えることとなる。よって子会社においては株主総会特別決議を経る必要はなく、株式買取請求権もない(実際 100%親会社が主導するものであって株主総会特別決議の難しさはないため、大きな違いが発生するものではない)

### (2) 逆方向三角合併

- 子会社: 消滅。
- 対象会社: 無増資合併、資本準備金のみ増加。
- 親会社: 新株発行。借方においては子会社株式の価値が増加し、貸方においては資本および資本準備金が増加。
- 小規模合併の可否: 存続会社(対象会社である T)の場合新株を発行せずに子会社の財産のみを吸収合併するものであり形式的に小規模合併の要件に該当すると認められるおそれがある。小規模合併の条文においてこれを排除する条文を置かなければならない。

## B. 株式交換制度と三角合併制度との整合性の維持

現行法	改正案
<p><b>第 360 条の 3(株式交換契約書の作成と株主総会の承認)</b></p> <p>① 株式交換をしようとする会社は株式交換契約書を作成し、株主総会の承認を受けなければならない。</p> <p>② 第 1 項の承認決議は第 434 条の規定によらなければならない。</p>	<p><b>第 360 条の 3(株式交換契約書の作成と株主総会の承認)</b></p> <p>① <u>株式交換によって完全子会社となる会社は株式交換契約書を作成し第 434 条による株主総会の承認を受けなければならない。</u></p> <p>② <u>株式交換によって完全親会社となる会社は株式交換契約書を作成して第 368 条 1 項による株主総会の決議を受けなければならない。ただし株式交換によって定款を変更する場合には第 434 条による株主総会の承認を受けなければ</u></p>



<p>③ 株式交換契約書には次の各号の事項を記載しなければならない。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 完全親会社となる会社が株式交換により定款を変更する場合にはその規定</li> <li>2. 完全親会社となる会社が株式交換により発行する新株の総数、種類と種類別株式の数および完全子会社となる会社の株主に対する新株の配当に関する事項</li> <li>3. 完全親会社となる会社の増加する資本金と資本準備金に関する事項</li> <li>4. 完全子会社となる会社の株主に支給する金額を定めた時にはその規定</li> </ol> <p>5- 9. 省略</p> <p>④ 省略</p> <p>⑤ 省略</p>	<p>ならない。</p> <p>③ 株式交換契約書には次の各号の事項を記載しなければならない。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 同左</li> <li>2. <u>完全親会社となる会社が株式交換に際して新株を発行しまたは自己株式を移転（以下この款においては「新株発行等」とする）する場合新株または自己株式の総数、種類と数および株式交換により完全子会社となる会社の株主に対する新株の配当または自己株式の移転に関する事項</u></li> <li>3. <u>完全親会社となる会社の資本金または準備金が増加するときには増加する資本金または準備金に関する事項</u></li> <li>4. <u>完全親会社となる会社が完全子会社となる会社の株主に第 2 号にかかわらずその対価の全部または一部として金銭その他の財産を提供する場合にはその内容および配当に関する事項</u></li> </ol> <p>5 - 7 省略</p> <p>④ 省略</p> <p>⑤ 省略</p>
<p><b>第 360 条の 10 (小規模株式交換)</b></p> <p>① 完全親会社となる会社が株式交換により発行する新株の総数が当該会社の発行株式総数の 100 分の 5 を超過しない場合にはその会社への第 360 条の 3 第 1 項の規定による株主総会の承認はこれを取締役の承認に代えることができる。ただし... (以下 省略)</p>	<p><b>第 360 条の 10 (小規模株式交換)</b></p> <p>① 完全親会社となる会社が株式交換により提供する次の各号の金額の合計額が株式交換契約締結日当時その会社の現存する純資産額の 100 分の 20 を超えないときにはその会社の<u>第 360 条の 3 第 2 項の</u> 規定による株主総会の承認はこれを取締役会の承認に代えることができる。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 第 360 条の 3 第 2 号により株式交換の後完全親会社となる会社が株式交換により発行する新株および移転する自己株式の総数にその完全親会社となる会社の 1 株当たり純資産額を乗じた金額</li> </ol>

<p>②- ⑦ 省略</p>	<p>2. 第 360 条の 3 第 4 号により金銭その他の財産を提供する場合には完全親会社となる会社の最終貸借対照表上の帳簿価額</p> <p>② - ⑦ 省略</p>
----------------	--

□ 解説

1. 株式交換と逆三角合併との整合性

- 株式交換の完全親会社となる会社（引受会社）の場合普通決議を要求し、株式買取請求権も認めないこととした。小規模株式合併である場合普通決議も要求しない（現行と同一である）。ただし、以下の事項の場合個別的に検討。
  - 株式交換時の引受会社の定款変更（既存第 360 条の 3 第 3 項第 1 号）：この場合引受会社においても株主総会の特別決議を経ることとする。ただし株式買取請求権の対象とはしない
  - 株式交換時の引受会社の取締役、監査役等の選任（既存第 360 条の 3 第 3 項第 9 号）：この場合普通決議で十分である

2. 株式移転時の移転会社の株主保護

- 株式交換時に完全親会社となる会社とは異なり、株式移転時に完全子会社となる会社である場合、投資した会社の株主としての地位を喪失することとなるため、保護の必要性が高い。また逆三角合併との整合性の問題も発生しない。通常、共同移転を通じて統合親会社を創設する事例が多いところ、このときには単純な新株発行以上の結果が発生。
- 株式移転の場合には従来の株主保護装置をそのまま維持。

### C. 直接配当方式の拡張: 直接配当方式の三角株式交換、三角分割合併

現行法	改正案
	<p>第 360 条の 00 (三角株式交換に関する特則)</p> <p>① 親会社はその株式全部を所有する子会社が相手方会社との株式交換により完全親会社となるときにはその相手方会社の株主に直接新株を発行または自己株式を移転(以下本条においては「新株発行等」とする)し、また金銭その他の財産を提供することができる。このとき子会社と相手方会社間の株式交換契約書には上の親会社が直接新株発行をし、または金銭その他の財産を提供する旨が含まれていなければならない。</p> <p>② 第 523 条の 3 第 2 項ないし第 4 項は第 1 項による新株発行等に準用する。</p>
	<p>第 530 条の 00 (三角分割合併に関する特則)</p> <p>① 親会社はその株式全部を所有する分割承継会社が分割会社との間に分割合併を行うときには分割会社の株主に直接新株を発行しまたは自己株式を移転(以下本条においては「新株発行等」とする)し、あるいは金銭その他の財産を提供することができる。このとき分割承継会社と分割会社との間の分割合併契約書には上の親会社が直接新株発行をし、または金銭その他の財産を提供する旨が含まれていなければならない。</p> <p>② 第 523 条の 3 第 2 項ないし第 4 項は第 1 項による新株発行等に準用する。</p>

#### □ 解説

- 株式交換(分割合併)対価柔軟化に対する条文は先にみた合併と同様に導入されることが前提。対価柔軟化を通じた方式と直接交付を通じた方式とを並行することとする。
- 逆三角合併とは異なり、逆三角分割合併は考慮しないものとする。理論的にも想定しづらく、実務的な必要性が大きくないものと判断。

[参考資料]

## 現行韓国商法の関連条文

[株式交換関連条文]

第 360 条の 3(株式交換契約書の作成と株主総会の承認) ①株式交換をしようとする会社は株式交換契約書を作成し、株主総会の承認を受けなければならない。

②第 1 項の承認決議は第 434 条の規定によらなければならない。

③株式交換契約書は次の各号の事項を記載しなければならない。<改正 2011.4.14.>

1. 完全親会社となる会社が株式交換によって定款を変更する場合にはその規定
2. 完全親会社となる会社が株式交換により発行する新株の総数・種類と種類別株式数および完全子会社となる会社の株式に対する株式の配当に関する事項
3. 完全親会社となる会社の増加する資本金と資本準備金に関する事項
4. 完全子会社となる会社の株主に支払う金額を定めるときにはその規定
5. 各会社が第 1 項の決議をする株主総会の期日
6. 株式交換を行う日
7. 各会社が株式交換をする日までに利益配当をするときにはその限度額
8. 第 360 条の 6 の規定により会社が自己の株式を移転する場合には移転する株式の総数・種類および種類別株式数
9. 完全親会社となる会社に就任する取締役と監査役または監査委員会の委員を定めるときにはその姓名および住民登録番号

④会社は第 363 条の規定による通知に次の各号の事項を記載しなければならない。<改正 2014.5.20.>

1. 株式交換契約書の要旨
2. 第 360 条の 5 第 1 項の規定による株式買取請求権の内容および行使方法
3. 一方の会社の定款に株式の譲渡に関して取締役会の承認を要する旨の規定があり他の会社の定款にその規定がない場合その旨

⑤ 株式交換によって株式交換に関連する各会社の株主の負担が加重される場合には第 1 項および第 436 条の決議のほかその株主全員の同意がなければならない。<新設 2011.4.14.>

[本条新設 2001.7.24.]

## [吸収合併関連条文]

**第 523 条(吸収合併の合併契約書)** 合併する会社の一方が合併後存続する場合には合併契約書に次の事項を記載しなければならない。〈改正 1998.12.28., 2001.7.24., 2011.4.14.〉

1. 存続する会社が合併によりその発行する株式の総数を増加する場合にはその増加する株式の総数、種類および数
2. 存続する会社の増加する資本金と準備金の総額
3. 存続する会社が合併時に発行する新株の総数、種類と数および合併により消滅する会社の株主に対する新株の配当に関する事項
4. 存続する会社が合併で消滅する会社の株主に第 3 号にかかわらずその対価の全部または一部として金銭その他の財産を提供する場合にはその内容および配当に関する事項
5. 各会社において合併の承認決議をする社員または株主の総会の期日
6. 合併を行う日
7. 存続する会社が合併により定款を変更することを定めたときにはその規定
8. 各会社が合併において利益配当をするときにはその限度額
9. 合併により存続する会社に就任する取締役と監査役または監査委員会の委員を定めるときにはその姓名および住民登録番号

**第 523 条の 2(合併対価が親会社株式である場合の特則)** 第 342 条の 2 にもかかわらず第 523 条第 4 号により消滅する会社の株主に提供する財産に、存続する会社の親会社株式を含む場合には存続する会社はその支払いのために親会社株式を取得することができる。

[本条新設 2011.4.14.]

**第 527 条の 2(簡易合併)** ①合併する会社の一方が合併後存続する場合に合併により消滅する会社の総株主の同意があるか、その会社の発行株式総数の 100 分の 90 以上を合併後存続する会社が所有している時には合併により消滅する会社の株主総会の承認はこれを取締役会に代えることができる。

②第 1 項の場合に合併により消滅する会社は合併契約書を作成した日から 2 週間内に株主総会の承認を受けずに合併をする旨を公告するか株主に通知しなければならない。ただし、総株主の同意があるときにはこの限りでない。

[本条新設 1998.12.28.]

**第 527 条の 3(小規模合併)** ①合併後存続する会社が合併により発行する新株の総数がその会社の発行済株式総数の 100 分の 10 を超えないときにはその存続する会社の株主総会の承認はこれを取締役会の承認に代えることができる。ただし、合併により消滅する会社の株主に支払う金額を定めたときにその金額が存続する会社の最終貸借対照表上に現存する総資産額の 100 分の 5 を超過するときにはこの限りでない。 <改正 2011.4.14.>

②第 1 項の場合に存続する会社の合併契約書には株主総会の承認を受けずに合併を行う旨を記載しなければならない。

③第 1 項の場合に存続する会社は合併契約書を作成した日から 2 週間内に消滅する会社の商号および本店の所在地、合併を行う日、株主総会の承認を受けずに合併を行う旨を公告するか株主に通知しなければならない。

④合併後存続する会社の発行済株式総数の 100 分の 20 以上に該当する株式を所有する株主が第 3 項の規定による公告または通知をした日から 2 週間内に会社に対して書面により第 1 項の合併に反対する意思を通知したときには第 1 項本文の規定による合併をすることはできない。

⑤第 1 項本文の場合には第 522 条の 3 の規定はこれを適用しない。

[本条新設 1998.12.28.]

**第 527 条の 5(債権者保護手続)** ①会社は第 522 条の株主総会の承認決議があった日から 2 週間内に債権者に対して合併に異議があれば 1 月以上の期間内にこれを提出することを公告し、知れたる債権者に対してはこれを催告しなければならない。

②第 1 項の規定を適用するにおいて第 527 条の 2 および第 527 条の 3 の場合には取締役会の承認決議を株主総会の承認決議とみなす。

③第 232 条第 2 項および第 3 項の規定は第 1 項及び第 1 項の場合にこれを準用する。





## Professor Hyeok-Joon RHO

Dr. Hyeok-Joon RHO studied at Seoul National University (LLB, 1994; Master in Law, 1998; Ph.D. in Law, 2002) and stayed in Germany as a Humboldt research fellow. Before joining the faculty of Seoul National University School of Law in 2007, he worked as a judge of the Seoul Southern District Court and as a senior associate at Woo & Yoon. His areas of teaching include corporate law, commercial transactions and trust law.

In September and October 2014, he was invited to the Center for Asian Legal Exchange (CALE) at Nagoya University, Japan, as a visiting professor to complete his research project over regulations on statutory merger, triangular merger and share exchange.

### CALE Discussion Paper No.12

#### 企業組織再編法制の改善

Author 魯 赫俊 Professor Hyeok-Joon RHO

Published by Center for Asian Legal Exchange (CALE)  
Nagoya University  
464-8601 Furo-cho, Chikusa-ku, Nagoya, JAPAN  
Tel: +81 (0)52-789-2325 Fax: +81 (0)52-789-4902  
<http://cale.law.nagoya-u.ac.jp/>

Issue date 15 March, 2015

Printed by Nagoya University Co-operative Association

© All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise without the prior permission of the publisher.





**CALE** Discussion Paper No.12 (March, 2015)

---

**CALE** Nagoya University  
Center for Asian Legal Exchange