



**2017年4月の注目ディール:
パナソニックがパナホームの完全子会社化を株式交換から TOB に変更**

2017年5月12日

スキーム変更の内容

パナソニックは、昨年12月20日に上場子会社であるパナホームを株式交換にて完全子会社化すると公表していましたが、4月21日にそのスキームをTOBに変更する旨発表しました。

昨年末に合意された株式交換における交換比率は1:0.8(パナホーム株式1株に対してパナソニック株式0.8株を交付)でした。これは、公表前日における株価及び同日より過去1か月間の終値平均に対して、それぞれ19.9%、18.0%のプレミアムと説明されています。

一方、TOBの買付価格である一株1,200円は、株式交換発表日前日の株価855円に対して40.4%、同日より過去1か月間の終値平均815円に対して47.2%のプレミアムとなる水準です。但し、TOB公表日の前日の株価1,013円に対しては18.5%、同日より過去1か月間の終値平均1,010円に対しては18.8%のプレミアムが付された水準に留まりました。株式交換の発表後、パナホームの株価が1:0.8の交換比率となるような水準付近にサヤ寄せしていたことを考えると、必ずしも低いプレミアム水準とは言えないと思われませんが、パナホームはフェアネス・オピニオンを取得し、少数株主にとって不利な金額ではないとお墨付きを得ています。

また、株式交換では交換契約締結から半年後の6月下旬に予定される両社の定時株主総会の承認を経て実施されることとされていました。TOBでは買付期間を4月28日から6月13日までとし、議決権の90%以上を取得できた場合には10月2日以降を取得日とする株式売渡請求を実施、90%未満の場合は臨時株主総会の承認を経て10月2日以降に株式併合を実施して完全子会社化をすることが予定されています。

変更の理由となった税制改正

連結納税を採用しているパナソニックの場合、他社を新たに100%子会社化すると、当該会社は連結納税の対象となるため、M&Aの際にはその影響に係る検討が必要です。

新たに連結納税に加入する子会社は加入時点で資産の時価評価が行われて課税されるため、時価評価対象資産に含み益を抱えていると、資金の流出が発生します。これまで、適格株式交換による完全子会社化の場合は、資産時価評価に係る課税の繰り延べが認められていましたが、TOBを利用した場合は時価評価課税が避けられませんでした。

平成29年度税制改革では、全部取得条項付種類株式の端数処理、株式併合の端数処理及び株式売渡請求によって完全子会社化をする場合に、適格株式交換と同様の適格要件を満たせば連結納税に加入する際の課税繰り延べが可能となりました。即ち、TOB後の二段階買収



Topics / Insight

による完全子会社化でも、時価評価課税を避けることが可能となったわけです。

パナソニックは、当初時価評価課税のデメリットを回避するために株式交換を選択していましたが、平成 29 年税制改正の内容が確定したことにより、スキームの見直しがなされることとなりました。完全子会社化の手続きが 10 月 2 日以降とされているのは、10 月 1 日以降に実施される組織再編に改正税法が適用されるためです。

スキーム変更に対する疑問

本件では、他の案件ではあまり感じる事のない疑問を幾つか抱かされます。

まず、パナソニックは、株式交換から TOB にスキームを変更するメリットとして、株主資本コストの削減と ROE の向上という財務メリットを享受できること、希薄化を防止することによる 1 株当たり利益の増加という株主の利益にも資することを挙げています。但し、当初の株主交換でパナホーム株主に割当てられる予定のパナソニック株式は、自己株式を除いた発行済株式数の約 2.6% に過ぎません。一方で、プレミアムを上乗せした現金支出 (924 億円) が必要となること及び完全子会社化のために二段階の手続きが必要となることがデメリットとして指摘できます。

また、パナホームは 2 月 28 日付で、株式交換に係るフェアネス・オピニオンを取得したことと株式交換に係る FAQ を発表しました。株式交換契約締結後にフェアネス・オピニオンを取得した理由は、期末配当の額を決定するに際して株式交換比率が公正であることを改めて検証するためとしています。株式交換に関連することは相手方のパナソニックにも事前に共有されるでしょうから、同社がスキーム変更の検討をしている最中に、これらが同社の了承の下で実施されたと推測されます。

更に、前述の通り、臨時株主総会を開催するのではなく、株式交換契約より半年後の定時株主総会で株式交換の承認を得ようとしていました。契約から承認までの期間が長いということは、その分株主の地位が不安定な状況に置かれるということになります。

株式交換契約を締結した時点では、既に与党による税制改正大綱が公表されていたため、税制改正の可能性は予見可能であったはずですが、完全子会社化スキーム決定のタイミングをもう少し遅らせていれば、今回のようなスキーム変更にはならなかったかもしれません。

上場会社同士のグループ再編で大切なことは、少数株主の利益の保護です。本件ではその最低ラインはクリアされているものと思われませんが、すっきりしない部分があることは否めません。

<問い合わせ先>

ベネディ・コンサルティング株式会社

Mail: info@benediconsulting.jp

Web site: <http://benediconsulting.jp>