

CORPORATE NEWSLETTER

2015年4月号 (Vol.9)

—会社法/M&A—

会社法改正がキャッシュ・アウト実務に与える影響

I. はじめに

II. 株式等売渡請求制度

III. キャッシュ・アウト手法の選択

森・濱田松本法律事務所

弁護士 内田 修平

TEL. 03 5220 1859

shuhei.uchida@mhmjapan.com

弁護士法人森・濱田松本法律事務所

弁護士 李 政潤

TEL. 06 6377 9406

seijun.lee@mhmjapan.com

I. はじめに

2015年5月1日施行予定の改正会社法では、M&A実務に影響を与える種々の改正が行われています。

本号では、その中でも、キャッシュ・アウト（スクイーズ・アウト）の実務に大きな影響を与え得る改正として、①特別支配株主による株式等売渡請求の制度の概要について解説したうえで、②キャッシュ・アウト手法の選択に当たっての留意点等を検討します。

II. 株式等売渡請求制度

1. 株式等売渡請求制度の意義

少数株主が有する対象会社の株式の全部を、その個別の同意なく金銭を対価として取得することを、キャッシュ・アウトといいます。改正会社法によって新たに創設される株式等売渡請求制度は、対象会社の90%以上の議決権を有する（以下「90%要件」といいます。）株主（特別支配株主）が、他の株主・新株予約権者（売渡株主等）に対し、その有する株式・新株予約権（売渡株式等）の売渡しを請求することにより、キャッシュ・アウトを実現できるようにする制度です。

キャッシュ・アウトの手法として現行会社法下で一般的な全部取得条項付種類株式の取得を用いた方法では、対象会社の株主総会決議や、全部取得条項付種類株式の取得対価として交付される1株未満の端数の処理の手続（裁判所の許可手続を含みます。）が必要とされています。新たにキャッシュ・アウトの手法として実務上選択可能となった株式の併合も同様です（以下これら2つの手法を「端数処理型」といいます。）。これに対し、株式等売渡請求制度では、対象会社の株主総会決議や端数処理の

CORPORATE NEWSLETTER

手続が不要となるため、キャッシュ・アウト完了までのスケジュールを短縮することができるように見込まれています。

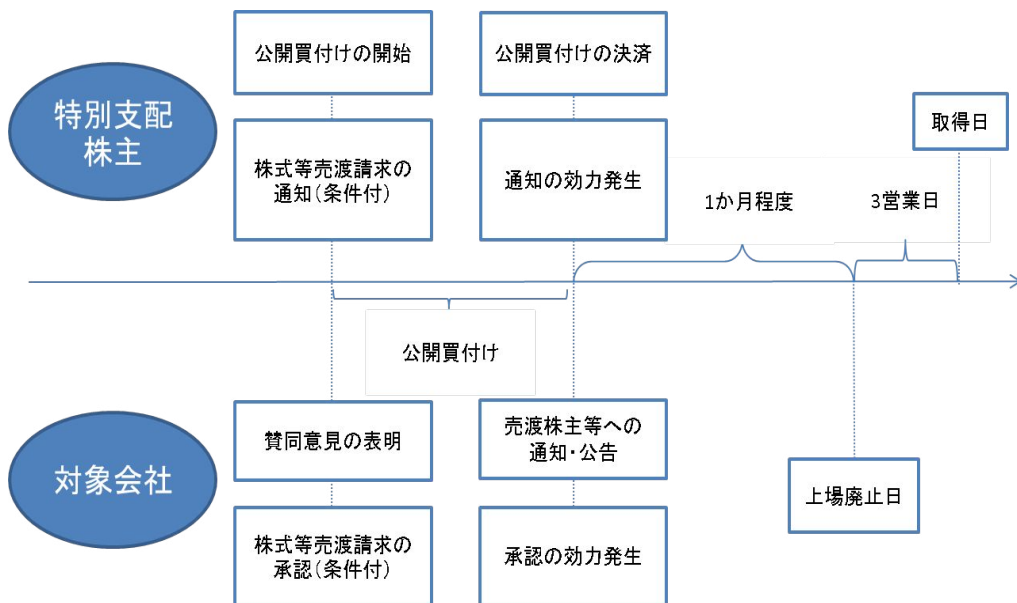
また、全部取得条項付種類株式の取得では新株予約権を強制的に取得することができないのに対し、株式等売渡請求制度では新株予約権をも対象とすることができるため、新株予約権の処理に関して個別の保有者の同意は必要なく、キャッシュ・アウトの法的安定性が高まります。

このように、株式等売渡請求制度には、既存の手法にはなかったメリットが存在するため、改正会社法のもとでは、90%要件を満たす限り、株式等売渡請求がキャッシュ・アウトの手法として第1の選択肢とすることが見込まれます。

2. 株式等売渡請求の手続

株式等売渡請求は、対象会社の上場の有無にかかわらず利用可能ですが、典型的には、上場会社を対象とする二段階買収において、先行する公開買付け（以下「先行公開買付け」といいます。）に続く二段階目の手続として利用されることが想定されます。この場合の手続のイメージは、下図のようになります。

<株式等売渡請求を利用する場合の手続のイメージ>



まず、株式等売渡請求を行おうとする特別支配株主は、対象会社へ通知を行い、対象会社の取締役会決議による承認を受ける必要があります。この通知及び承認は、買付者が90%要件を満たす前であっても、90%要件を満たすことを条件として行うことができます。そのため、例えば先行公開買付けの開始時に条件付で通知及び承認を

CORPORATE NEWSLETTER

行うことも可能です。

対象会社は、株式等売渡請求の承認をした場合、取得日の20日前までに、売渡株主等に対する通知・公告を行います。この通知・公告は、承認の効力発生後、すなわち買付者が90%要件を満たした後に行わなければなりません。二段階買収の場合には、先行公開買付けの決済により買付者に株式が移転した後に行うことになります。加えて、対象会社においては、事前備置手続や事後備置手続も必要となります。

対象会社の上場株式は株式等売渡請求により上場廃止となりますが、上場廃止前には、株式等売渡請求の承認の効力発生から1か月程度、証券取引所において整理銘柄に指定されることが想定されます。上場廃止日は取得日の3営業日前とされているため、株式等売渡請求の承認（の効力発生）から取得日までの期間は、最短で1か月強となることが想定されます。

3. 株式等売渡請求制度における少数株主保護

株式等売渡請求によるキャッシュ・アウトを阻止したいと考える売渡株主等の救済手段としては、取得日前は①売渡株式等の取得の差止請求制度が、取得日後は②売渡株式等の取得の無効の訴えの制度が、それぞれ利用可能とされています。また、対価に不満のある売渡株主等の一義的な救済手段は、③売渡株式等の売買価格決定の申立制度となります（対価が著しく不当である場合は①差止請求も可能です）。この申立ては、取得日の20日前の日から取得日の前日までの間に裁判所に対して行う必要があります。

また、対象会社の取締役は、善管注意義務の内容として、株式等売渡請求を承認するに当たって売渡株主等の利益に配慮しなければならないと解されています。そこで、取締役としては、特別支配株主から通知された対価の額や対価の支払資金を確保する方法等を踏まえ、対価の定め相当性や対価の交付の見込み等を判断することになります。売渡株主等の利益に配慮する義務を怠って株式等売渡請求を承認した場合には、売渡株主等に対して損害賠償責任を負うことがあります。

Ⅲ. キャッシュ・アウト手法の選択

1. 株式等売渡請求以外の手法を選択する必要性

前記Ⅱ1.のとおり、株式等売渡請求には端数処理型にはないメリットがありますが、90%要件を満たさない場合には株式等売渡請求を利用することはできません。また、株式等売渡請求により売渡株式等を取得する特別支配株主は1人でなければならぬため、キャッシュ・アウトにより2人以上の株主を残存させたいというニーズがある場合には、やはり株式等売渡請求を利用することができません。そのため、改正会

CORPORATE NEWSLETTER

社法施行後も、端数処理型を利用する必要性が生じる場面は引き続き想定されます。

端数処理型のうち全部取得条項付種類株式の取得を利用する手法については、改正会社法により、少数株主保護の観点から取得手続や救済手段に関する改正等が行われました。また、従来は少数株主保護のための手続的保障が不十分であるとして実務上利用されてこなかった株式の併合についても、改正会社法のもとで整備がなされ、実務上キャッシュ・アウトの手段として利用することが可能となりました。端数処理型という基本的な仕組みは共通している一方、両者には、いくつかの点で違いが生じます。以下では、これらの手続を選択する際の考慮要素について留意すべき点を整理します。

2. 全部取得条項付種類株式の取得か株式の併合か

(1) 端数処理手続の法的安定性

端数処理型のキャッシュ・アウトでは、少数株主に対しては、1株未満の端数が割り当てられますが、実際には、その端数の合計を売却した代金が交付されることとなります。この売却の際、端数の合計数が1株未満となってしまうと、全体が切捨てとなり、少数株主にキャッシュ・アウトの対価を交付することができなくなることから、これを避けるため、端数の合計数は1株以上とする必要があります。少数株主にいかなる割合で端数が交付されるかは、株主総会決議によって定められますが、交付される端数の数が株主総会決議時に想定されていた数よりも大幅に減少する事態が生じると、端数の合計数が1株以上とならない事態が発生し得ることとなります。

この点、全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュ・アウトでは、改正会社法により、価格決定申立てをした株主に対しては取得対価が交付されない旨が明文で規定されました。そのため、株主総会決議後に多数の株主が価格決定申立てを行った場合には、交付される端数の数が減少し、上記のような事態が発生する可能性があります。これに対し、株式の併合を用いたキャッシュ・アウトではこのような事態は想定されません。そのため、端数処理手続の法的安定性という観点からは、株式の併合を用いる方が望ましいといえます。

(2) 新株予約権の処理

端数処理型のキャッシュ・アウトでは、新株予約権を対象とすることができないため、新株予約権の処理には原則として個々の新株予約権者の協力を得る必要があります。もっとも、実務上ストック・オプションとして発行される新株予約権には、対象会社が当該新株予約権を取得することのできる事由として全部取得条項付種類株式の取得を挙げる取得条項が付されていることが少なくなく、これによって新株予約権を処理することができる場合があります。これに対し、現在発行されている

CORPORATE NEWSLETTER

新株予約権では、株式の併合を取得事由とする取得条項は定められていないのが通常です。そのため、新株予約権の処理という観点からは、全部取得条項付種類株式の取得を用いる方が望ましい場合があります。

(3) 有価証券報告書提出義務の消滅

全部取得条項付種類株式の取得を用いる場合には、対象会社が取得した株式を全部消却した時点で有価証券報告書提出義務も消滅すると解されています。これに対し、株式の併合の場合には、当然に有価証券報告書提出義務が消滅するわけではなく、有価証券報告書提出義務を免れるためには、キャッシュ・アウトの完了後に中断申請を行い、金融庁長官の承認を得る必要があります。但し、改正会社法の施行に伴う企業内容等の開示に関する内閣府令の改正により、中断申請を要することに伴う実務上の負担は、大幅に軽減されることとなります（なお、この点は特別支配株主による株式等売渡請求の場合も同様です。）。

(4) 株主における税務上の取扱いと先行公開買付けへの影響

改正会社法では、定款変更に係る株式買取請求の効力発生時が定款変更の効力発生日に改正される結果、全部取得条項付種類株式の取得を用いたキャッシュ・アウトに際して、対価に不服のある反対株主は、現行法上利用可能な価格決定申立てに加えて、（全部取得条項を付す旨の定款変更に係る）株式買取請求も利用できるようになります。

そして、現行法（及び現時点での税制改正予定）を前提とすると、全部取得条項を付す旨の定款変更に係る株式買取請求を行った反対株主に対しては、譲渡益課税に加えてみなし配当課税がなされることになるため、法人株主としては、株式買取請求を行うことにより、みなし配当による損益不算入のメリットを享受できることとなります。先行公開買付けに応募した株主には譲渡益課税のみがなされるため、先行公開買付けに応募せずに株式買取請求を行うというインセンティブが働き、これが先行公開買付けへの応募率にも影響を及ぼす可能性もあります。

これに対し、株式の併合においては、株式買取請求を行った反対株主にはみなし配当課税はなされず、譲渡益課税のみが行われることとなる予定です。そのため、先行公開買付けへの応募と株式買取請求とで全部取得条項付種類株式の取得の場合のような税務上の取扱いの差はなく、上記のような懸念は生じません（なお、この点は特別支配株主による株式等売渡請求の場合も同様です。）。先行公開買付けへの影響の中立性という観点からは、株式の併合を用いる方が望ましい面があるといえます。

以上に加え株式等売渡請求も含めたキャッシュ・アウト手法の3つの制度の比較を簡単にまとめると、下図のようになります。

CORPORATE NEWSLETTER

<3つの制度の比較>

手法	株主総会	端数処理手続の要否と安定性	新株予約権の処理	有価証券報告書提出義務	反対株主への課税
全部取得条項付種類株式の取得	必要	必要 (安定性に懸念)	個別処理 (取得条項の利用可能性あり)	当然に消滅	譲渡益課税 (価格決定申立ての場合) ----- 譲渡益課税+みなし配当 (株式買取請求の場合)
株式の併合	必要	必要 (安定性の懸念なし)	個別処理	中断申請必要	譲渡益課税 (株式買取請求)
株式等売渡請求	不要	不要	一括処理可能	中断申請必要	譲渡益課税 (価格決定申立て)

キャッシュ・アウトについては、既に確立された実務に加え、改正会社法の施行を踏まえた様々な要素を考慮の上、さらに新たな実務が蓄積されていくことが予想されます。当事務所では、各取引固有の状況に応じた的確なサポートを提供させて頂くとともに、M&A全般について、コーポレート・ニュースレターでも引き続きタイムリーな情報提供をさせていただく予定です。

(当事務所に関するお問い合わせ)
 森・濱田松本法律事務所 広報担当
 mhm_info@mhmjapan.com
 03-6212-8330
 www.mhmjapan.com