

CORPORATE NEWSLETTER

2015 年 8 月号 (Vol.11)

－会社法／M&A－

株式等売渡請求によるキャッシュ・アウト

- I. はじめに
- II. 株式等売渡請求を利用するメリット
- III. スケジュール
- IV. 対象会社への通知事項
- V. 大量保有報告書
- VI. その他の開示書類・届出等
- VII. 新株予約権の取扱い

森・濱田松本法律事務所

弁護士 林 浩美
TEL. 03 5220 1811
hiromi.hayashi@mhmjapan.com

弁護士 久保田 修平
TEL. 03 6212 8329
shuhei.kubota@mhmjapan.com

弁護士 徳田 安崇
TEL. 03 6266 8934
yasutaka.tokuda@mhmjapan.com

I. はじめに

2015 年 5 月 1 日に改正会社法が施行され、新たに設けられた特別支配株主による株式等売渡請求の制度をキャッシュ・アウト（スクイーズ・アウト）の手法として利用した事例が、近時実施され始めてきています。そこで本号では、株式等売渡請求を利用するメリット、株式等売渡請求を利用したキャッシュ・アウト手法における実務上の留意点を説明いたします。

なお、本号の説明では、典型的な事例である上場会社の二段階買収において、第一段階の取引として公開買付けを実施し、第二段階の取引として株式等売渡請求を利用したキャッシュ・アウト手法を前提としています。

II. 株式等売渡請求制度を利用するメリット

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設された株式等売渡請求の制度は、対象会社の 90%以上の議決権を有する（90%要件）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・アウトが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は、従前から利用されてきた全部取得条項付種類株式を利用した手法や、改正会社法により株主の利益を保護するための手当てが行われたため実務上キャッシュ・アウトの手法として利用可能となった株式併合を利用した手法も想定されるところです。

CORPORATE NEWSLETTER

これらの手法のうち、株式等売渡請求を利用するメリットとしては、株式併合又は全部取得条項付種類株式を利用する場合に必要な対象会社の株主総会決議や対象会社の株主に交付される1株未満の端数の処理の手続が不要なため、完全子会社化までのスケジュールを短縮できることが挙げられます。早期に完全子会社化を図れることにより、買収後のシナジーの実現や、上場会社としての適時開示義務や有価証券報告書又は四半期報告書の提出義務の免除・消滅も早期に可能となります。他にも、株主総会決議を実施する必要がないことから対象会社側としての手続の負担が軽いことや、株式とともに新株予約権を売渡請求の対象とすることができること（株式併合又は全部取得条項付種類株式を利用する場合には新株予約権の強制的な取得はできません）等のメリットが挙げられます。

キャッシュ・アウトの手法の選択に際しては様々な要素を考慮する必要があるものの、これらのメリットを勘案すれば、今後は、先行する公開買付けの結果、90%要件を満たす場合に、株式等売渡請求をキャッシュ・アウト手法として利用する事例が増加していくことが予想されます。

Ⅲ. スケジュール

1. スケジュール例

株式等売渡請求を利用したキャッシュ・アウトのスケジュールの一例を以下に示しています。

日程	事項
A	公開買付けの決済日
A + 1 営業日 (Y - 3 営業日 - 約 1 か月)	<特別支配株主> - 対象会社に対する株式等売渡請求に関する決定事項の通知（会社法 179 条の 3 第 1 項、179 条の 2 第 1 項各号） <対象会社> - 取締役会決議による承認（会社法 179 条の 3 第 1 項・第 3 項） - 特別支配株主に対する株式等売渡請求の承認の通知（会社法 179 条の 3 第 4 項）
A + 2 営業日	<対象会社> - 売渡株主及び売渡新株予約権者に対する公告（会社法 179 条の 4 第 1 項・第 2 項、振替法 161 条 2 項） - 事前開示書類の備置開始（会社法 179 条の 5 第 1 項）
Y - 20 日	価格決定申立期間の開始
Y - 3 営業日	対象会社の上場廃止日

CORPORATE NEWSLETTER

日程	事項
Y - 1 日	価格決定申立期間の末日
Y	株式等売渡請求の取得日
Y 後遅滞なく	<対象会社> ・ 事後開示書類の備置開始（会社法 179 条の 10 第 1 項）
Y + α 日	株式等売渡請求の決済日
※Y 以降	<対象会社> ・ 有価証券報告書提出義務の中断申請（金融商品取引法施行令 4 条 2 項、開示府令 16 条 3 項 1 号）

2. 特別支配株主による通知・対象会社による承認の時期

特別支配株主は、まず対象会社へ株式等売渡請求に関する通知を行い、対象会社の承認を得る必要があります（会社法 179 条の 3 第 1 項）。対象会社は、承認に際して特別支配株主が 90%要件を充足しているか否かを確認することになります。

90%要件を確認する手法としては、公開買付報告書又は特別支配株主が公表する適時開示の記載を確認する方法や特別支配株主の振替口座の情報に関する情報提供請求（振替法 277 条）を行い、証券保管振替機構から提供された情報により特別支配株主の保有する振替株式の口座残高を確認する方法などが考えられます。情報提供請求を行う場合、その主体は、①証券保管振替機構の加入者（具体的には、特別支配株主/公開買付者の公開買付代理人である証券会社）又は②対象会社（実際の請求事務は株主名簿管理人）のいずれかとなります。このうち、対象会社による部分情報の情報提供請求（株式等の振替に関する業務規程 158 条）を行う場合、請求日の前日の口座残高の情報を通常は請求日当日に取得できるため、公開買付けの決済日の振替株式の口座残高の情報を、その翌営業日には取得することができます。ただし、上記は、特別支配株主の保有する振替株式が直接口座管理機関の口座に記録されている場合を前提としていますので、実際に情報提供請求を行う場合には、個々の事案毎に確認する必要があります。

3. 公告日・取得日

対象会社は、売渡請求の承認をしたときは、売渡株主等に対して通知・公告を行うこととなります（振替株式については公告（振替法 161 条 2 項））。会社法上は、売渡株主等への公告の日から取得日までの期間は最短で 20 日間とすることができます（会社法 179 条の 4 第 1 項）、一般的に、対象会社による承認により整理銘柄の指定を受けてから上場廃止までの間に約 1 か月間ほどの期間を置くよう取扱われること、上場廃止日が取得日の 3 営業日前となること（有価証券上場規程 601 条 1 項 18 号の

CORPORATE NEWSLETTER

2、609条、同施行規則604条6号の2）から、公告日から取得日までの期間は実務上1か月程度は要することになります。

4. 対価の支払事務

株式等売渡請求をした特別支配株主は、取得日に売渡株式等の全部を取得し（会社法179条の9第1項）、対価の支払いは取得日時点の株主に対して行われることとなります。取得日時点（取得直前）の株主は、総株主通知により判明しますが（振替法151条1項6号）、その後の株主の確定、対価支払のための株主宛郵送物の印刷等のために必要な実務上の作業期間を考慮すると、実際に株主に対して対価を支払う準備が整うまで、取得日から1か月～1か月半程度を見込む必要があります。実務上、これらの対価の支払事務は、対象会社の株主名簿管理人を通じて行うことが想定されるため、株主名簿管理人とも事前に協議してスケジュールを確認しておく必要があります。

IV. 対象会社への通知事項

1. 株式等売渡請求権の法的性質

対象会社が特別支配株主からの株式等売渡請求を承認し、対象会社より売渡株主等に対し通知・公告がなされた場合、特別支配株主から売渡株主等に対し、株式等売渡請求がされたものとみなされ（会社法179条の4第3項）、特別支配株主と売渡株主等との間で売渡株式等の売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずることとなります。対象会社が売渡株主等に対して行う通知・公告の内容には、特別支配株主が対象会社に対して株式等売渡請求を行う際の通知事項が含まれており（会社法179条の4第1項1号、会社法施行規則33条の6）、かかる通知事項の内容に基づき、特別支配株主と売渡株主等との間で売渡株式等の売買契約が成立すると考えられます。

2. 通知事項

特別支配株主は、株式等売渡請求を行う場合には、対象会社に対して、以下に掲げる事項を通知する必要があります（会社法179条の3第1項、179条の2第1項、会社法施行規則33条の5）。

- ・ 売渡請求の相手方から特別支配株主完全子法人を除外する場合にはその旨及びその名称
- ・ 売渡株主等に対して売渡株式等の対価として交付する金銭の額又はその算定方法及びかかる金銭の割当てに関する事項

CORPORATE NEWSLETTER

- ・ 売渡株式等の取得日
- ・ 株式売渡等の対価の支払のための資金を確保する方法
- ・ その他の取引条件

3. 取引条件

「その他の取引条件」としては、まず、売渡株式等の対価の支払期限を定めておくことが望ましいと考えられます。前記Ⅲ.4.に記載のとおり、取得日から対価の支払時まで実務的に一定期間を要するため、履行遅滞による遅延利息の発生を回避することを目的として、当該一定期間を置いた支払期限を定めておくことが考えられます。

また、売渡株主等への対価の支払方法は会社法上は特に定められていないことから、「その他の取引条件」としては、支払期限に加えて、売渡株式等の対価の支払方法についても定めておくことが考えられます。

実務上、売渡株式等の対価の支払いは、配当金の支払方法に準じて行うことが想定され、配当金の場合と同様に、会社から連絡が取れずに対価の支払いが困難な株主等が一定数は生じることは避けられないものと思われます。このような株主等との関係で債務不履行の発生を防ぐことを目的として、対価の支払方法を工夫しておくことが望まれます。

この点、従前あまり明確な議論はなされていなかったように思われますが、民法上は持参債務が原則であることを考慮すると、取引条件に何ら定めを置かない場合には、債権者である売渡株主等の現在の住所が弁済地になると考えられ（民法 484 条）、売渡株主等の口座や住所が不明な場合には弁済の提供を行うことができずに特別支配株主の債務不履行となってしまうおそれがあると思われます。そこで、取引条件において、売渡株主等の口座や住所が不明な場合等には、対価の支払債務が取立債務（売渡株主等が対価の受領に向けた何らかの行為を起こす必要がある債務）となるような支払方法を定めておくことが望ましいと考えられます。

実務上、これらの対価の支払事務は対象会社の株主名簿管理人を通じて行うことが想定されますので、支払方法を定めるにあたっては株主名簿管理人と事前に協議しておく必要があります。

V. 大量保有報告書

上場会社である対象会社の株券等保有割合が 5%を超える場合には、大量保有報告書の提出が必要となり、株券等保有割合に 1%以上の増減があれば変更報告書を提出する必要があります（金融商品取引法 27 条の 23 第 1 項、27 条の 25 第 1 項）。

公開買付けの結果に関しては、公開買付者が応募株主から株式の買付け等を行うことが確定する公開買付け期間の末日を報告義務発生日として大量保有報告書又は変更報告

CORPORATE NEWSLETTER

書を提出する必要があると解されています。

これに加えて、特別支配株主が株式等売渡請求により売渡株式等を取得する結果として、株券等保有割合に1%以上の増加があれば変更報告書を提出する必要が生じます。

この点、大量保有報告書及び変更報告書の提出義務を負う株式の「所有者」とは、株式を実際に所有する者だけでなく、売買その他の契約に基づき株式の引渡請求権を有する者も含まれています（金融商品取引法27条の23第3項本文）。他方で、上記のとおり、対象会社が売渡株主等に対して公告（会社法179条の4第1項・第2項、振替法161条2項）をすることにより、株式等売渡請求がされたものとみなされ、この時点で特別支配株主と売渡株主等との間に売渡株式等の売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずると考えられています。

したがって、対象会社が売渡株主等に対して公告をした時点で、特別支配株主は売渡株式等の引渡請求権を有する者となると考え、公告日を報告義務発生日として、売渡株式等の数も計算に含めた株券等保有割合を記載した変更報告書を提出することが、実務上は妥当と考えられます。

VI. その他の開示書類・届出等

1. 臨時報告書

対象会社においては、①特別支配株主から株式等売渡請求の通知がなされた場合には、(i) 通知の年月日、(ii) 特別支配株主の商号、本店所在地及び代表者の氏名、並びに (iii) 通知の内容を記載した臨時報告書を、②対象会社が当該株式等売渡請求を承認するか否かの決定を行った場合には、(i) 通知の年月日、(ii) 決定の年月日、(iii) 決定の内容、並びに (iv) 決定の理由及び決定に至った過程（売渡株式等の対価の支払いの確実性に関する判断の内容を含みます）を記載した臨時報告書を、それぞれ提出する必要があります（企業内容等の開示に関する内閣府令19条2項4号の2）。

かかる通知と承認が同日に行われる場合には、まとめて一通の臨時報告書を提出すれば足りると考えられます。

2. 適時開示

対象会社においては、①特別支配株主による株式等売渡請求を行うことについての決定が行われた場合には、(i) 当該決定に至った経緯、(ii) 特別支配株主の概要、(iii) 売渡請求が行われた年月日、(iv) 売渡請求の内容、(v) 当該決定への会社の対応方針等を、②対象会社が当該株式等売渡請求の承認又は不承認を行うことを決定した場合には、(i) 売渡請求の概要（特別支配株主の概要、日程、売渡対価）、(ii) 承認又は不承認に関する判断の根拠及び理由等（算定に関する事項、上場廃止の見込み、公正性

CORPORATE NEWSLETTER

担保措置、利益相反回避措置)、(iii) 今後の見通し等を、それぞれ直ちに適時開示する必要があります(有価証券上場規程第402条第1号aq・第2号nの2)。

適時開示についても臨時報告書と同様に、特別支配株主による株式等売渡請求の通知と対象会社による承認が同日に行われる場合には、まとめて一度に適時開示を行えば足りると思われれます。

3. 外為法上の手続

特別支配株主が、海外の法人、組合等や非居住者の個人である場合又はかかる法人等により議決権の50%以上を保有等されている会社の場合には、外為法(外国為替及び外国貿易法)26条1項に定義される外国投資家に該当します。売渡株式等を取得する時点では、対象会社は上場廃止となっていることから、売渡株式等の取得は、上場会社以外の会社の株式の取得に該当し、外国投資家以外から売渡株式等を取得する場合には、対内直接投資等に該当します(外為法26条2項1号)。

したがって、対象会社の事業内容等を確認した上で、外為法に従って事前届出又は事後報告を行う必要があります。事前届出を行う場合には、売渡等請求による株式の取得を行う前に株式・持分の取得等に関する届出書を、日本銀行を経由して財務大臣及び事業所管大臣に提出しますが、かかる届出から30日以内(ただし、国の安全等に係る対内直接投資等に該当しない場合には、この期間は通常2週間程度に短縮されます。)は、株式の取得を行うことができないので留意が必要です(外国為法27条2項)。事後報告に該当する場合には、取得した日が属する月の翌月15日(当該日が休日の場合には前営業日)までに、株式・持分の取得等に関する報告書を日本銀行を経由して財務大臣及び事業所管大臣に提出する必要があります(外為法55条の5、対内直接投資等に関する政令6条の3第1項)。

VII. 新株予約権の取扱い

前記Ⅱ.に記載のとおり、株式等売渡請求においては、新株予約権も対象に含めることができるため(会社法179条2項・3項)、確実なキャッシュ・アウトを行うことができます。

対象会社が株式等売渡請求を承認する場合に、対象会社の取締役は善管注意義務の一環として株式等売渡請求の条件等が適正といえるか否かを検討する必要があり、新株予約権の対価についても、そうした検討が行われると考えられます。

ストック・オプションである新株予約権については、対象会社の役職員であることが行使条件であって公開買付者にとっては当該新株予約権には価値がないという考え方があり、公開買付けにおける買付価格を1円とする例も多く見られます。これに対して、新株予約権者の立場からは、少なくともイン・ザ・マネーであれば、その経済的価値を

CORPORATE NEWSLETTER

認めるという考え方もありえます。その価値の適正な評価方法は必ずしも一義的ではありませんが、株式の譲渡対価から新株予約権の行使価額（発行株式 1 株当たりの行使価額）を差し引いた金額を基準として考えることも、一定の合理性を有すると思われます。

なお、第二段階の取引である株式等売渡請求での新株予約権の対価を上記の考え方に基づき設定する場合には、第一段階の取引として先行する公開買付けにおいても、同様の考え方に基づき対価を設定することが検討されることになると思われます。

NEWS

➤ 名古屋オフィス開設のご挨拶

4 月 27 日に発表いたしましたとおり、森・濱田松本法律事務所は、名古屋オフィスの開設を決定いたしました。

名古屋オフィスには、M&A、会社法関連業務、アジア業務、税務等において豊富な経験を有する小島 義博弁護士に加え、園田 観希央弁護士及び村井 智顕弁護士が所属し、案件に応じて東京オフィス等の弁護士とも共同して、M&A、会社法関連業務、独禁法、危機対応、アジア業務、知財、ファイナンス、税務等の幅広い分野のリーガル・ニーズにお応えしてまいります。さらに、クロスボーダーの M&A やアジア業務等につきましては、国内拠点のみならず、北京、上海、シンガポール、バンコク、ヤンゴンを含めた海外の各拠点と連携をとりながら、東海地区のクライアントの皆様に充実した最先端のリーガル・サービスを提供してまいります。

名古屋オフィスの開設については、2015 年 9 月のスタートを目指しております。開設日・オフィスの所在地等の詳細が決まりましたら、改めてお知らせいたします。

※ 名古屋オフィスは、弁護士法人森・濱田松本法律事務所の従事務所として開設する予定です。

（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