

Legal Update

会社法改正の要点 第 1 回 キャッシュ・アウト

(執筆者) 吉村 龍吾 / 高 賢一 / 草間 絵理子

昨年 11 月 29 日に会社法の改正法案が国会に提出され、現在本年の通常国会において審議されています。施行日については、現時点では確定しておりませんが、本年の通常国会において改正法案が成立した場合には、来年 4 月 1 日が最も有力と見られています^[1]。改正法案は、企業統治の在り方や親子会社に関する規律等について、多くの重要な改正を含んでいます。これから数回に渡って、改正法案の内容の一部をご紹介します予定ですが、第 1 回目となる本稿では、現金を対価として少数株主を株式会社から締め出すキャッシュ・アウトに関する改正についてご紹介します。

1. はじめに

現行法のもとにおけるキャッシュ・アウトの手法としては、全部取得条項付種類株式を用いる手法、株式併合を用いる手法、及び現金対価の組織再編(株式交換等)を用いる手法がありますが、株式併合を用いる手法については、反対株主の株式買取請求権や価格決定申立権が認められておらず法的リスクが高いこと、現金対価の組織再編を用いる手法については、非適格組織再編となり対象会社に対する時価評価課税が行われる可能性があることを理由に、実務上は全部取得条項付種類株式を用いる手法が最も一般的に利用されています。

しかし、全部取得条項付種類株式を用いる手法はそもそもキャッシュ・アウトを行うための制度として導入されたものではなく非常に技巧的であり、また、同手法による場合、キャッシュ・アウトの対象となる株式を発行している会社(「対象会社」)の株主総会の特別決議が常に必要になり、キャッシュ・アウトの完了までの時間的・手続的なコストが大きくなります。

そこで、今回の改正法案においては、かかる問題点を受けて、キャッシュ・アウトの新たな手法として、対象会社の総株主の議決権の 9 割以上を有する株主が、対象会社の株主総会の決議を要することなく、対象会社の他の株主等全員に対して、株式等の全部を現金を対価として売り渡すことを請求することができる、株式等売渡請求という制度が創設されることになりました(第 179 条から第 179 条の 10)^[2]。これにより、直接的かつ迅速にキャッシュ・アウトを行うことが可能となります。

なお、株式等売渡請求が創設されたからといって、従来の手法によるキャッシュ・アウトが禁止されるわけではありません。今回の改正法案においては、従来の手法によるキャッシュ・アウトが今後も利用されることを認めた上で、全部取得条項付種類株式を用いる手法及び株式併合を用いる手法について、他の手法との均衡を図るために、情報開示や少数株主の保護手続を整備・拡充するための手当てが施されています。

2. 株式等売渡請求の概要

(1) 手続の概要

① 請求の主体

株式等売渡請求を行うことができるのは、対象会社の総株主の議決権の 9 割(対象会社が定款でこれを上回る割合を定めた場合は、その割合)以上を単独で又は発行済株式の全部を有する株式会社その他これに準ずるものとして法務省令で定める法人(「特別支配株主完全子法人」とともに保有する株主(「特別支配株主」)です。会社以外の法人(外国の法人も含みます)や自然人も主体になれます。なお、対象会社には、公開会社ではない株式会社も含まれます。

[1] 改正法案の附則によれば、施行日は、公布の日から起算して 1 年 6 月を超えない範囲内において政令で定める日とされています。

[2] なお、会社法制部会での審議過程においては、株式会社に新たに支配株主が現れた場合、又は、株式会社の総株主の議決権の 9 割以上を有する支配株主が存在する場合に、少数株主に、自己の有する当該株式会社の株式を当該支配株主に売却する機会を与える制度(セル・アウト制度)を創設することについても議論がなされましたが、今回の改正法案においては、セル・アウト制度の創設は見送られています。

② 請求の対象となる証券

特別支配株主は、対象会社が発行する株式のみならず、新株予約権及び新株予約権付社債^[3]も売渡請求の対象とすることができます。特別支配株主は、他の株主全員が保有する株式(対象会社の自己株式を除きます)の全部を売渡請求の対象とする必要があり、株式の一部のみを売渡請求の対象とすることは認められていません。ただし、特別支配株主完全子法人が保有する株式を対象から除外することは認められています。

③ 手続の流れ

株式等売渡請求は、特別支配株主と売渡株主等の間の売渡株式等の売買という法形式をとりますが、以下で述べるとおり、実際の手続は、対象会社の関与のもと進められることとなります。

(i) 特別株主から対象会社に対する通知

特別支配株主は、株式等売渡請求をしようとするときは、対象会社に対し、対価の額や取得日を含む株式等売渡請求に関する事項^[4]を通知しなければなりません(第 179 条の 3 第 1 項)。

(ii) 対象会社による承認

通知を受けた対象会社(取締役会設置会社の場合には、対象会社の取締役会)は、売渡株主等の利益に配慮し、キャッシュ・アウトの条件の適正性を検討した上で、売渡請求を承認するか否かを決定し、決定の内容を特別支配株主に通知します(第 179 条の 3)。

(iii) 対象会社による通知・公告

対象会社が承認した場合には、対象会社は、取得日の 20 日前までに、当該承認をした旨、特別支配株主の名称・住所、並びに対価の額や取得日を含む株式等売渡請求に関する事項を、売渡株主等に対して通知又は公告^[5]しなければなりません(第 179 条の 4 第 1 項及び第 2 項)。対象会社が売渡株主等に対する通知又は公告をしたときに、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ます(第 179 条の 4 第 3 項)。

(iv) 対象会社による事前開示

対象会社は、通知の日又は公告の日のいずれか早い日から取得日後 6 ヶ月(対象会社が公開会社でない場合は、1 年)を経過する日までの間、所定の事項を記載した書面等を本店に備置き、売渡株主等の閲覧等に供しなければなりません(第 179 条の 5)。かかる事前開示書類の詳細は法務省令で決まりますが、キャッシュ・アウト対価の相当性に関する事項(取締役会の判断・理由)や売渡株主等の利益を害さないように留意した事項などが含まれる予定です。

(v) 取得日の到来

取得日の前日までに対象会社の承諾を得て特別支配株主が株式等売渡請求を撤回しない限り(第 179 条の 6)、特別支配株主は、売渡株主等の意思にかかわらず、取得日において、売渡株式等の全部を取得します(第 179 条の 9 第 1 項)。

(vi) 対象会社による事後開示

対象会社は、取得日から 6 ヶ月間(対象会社が公開会社でない場合は、1 年間)、所定の事項を記載した書面等を本店に備置き、売渡株主等であった者の閲覧等に供しなければなりません(第 179 条の 10)。

^[3] 新株予約権付社債に付された新株予約権について売渡請求をするときは、併せて、新株予約権付社債についての社債の全部についても、原則として、売渡請求の対象としなければなりません。

^[4] 具体的には、特別支配株主は、(i)特別支配完全子法人に対して株式売渡請求をしないこととするときは、その旨及び当該特別支配株主完全子法人の名称、(ii)売渡株主に対して売渡株式の対価として交付する金銭の額又は算定方法、(iii)売渡株主に対する金銭の割当てに関する事項、(iv)株式売渡請求に併せて新株予約権売渡請求をするときは、その旨及び(イ)特別支配特別支配完全子法人に対して新株予約権売渡請求をしないこととするときは、その旨及び当該特別支配株主完全子法人の名称、(ロ)売渡新株予約権者に対して売渡新株予約権の対価として交付する金銭の額又は算定方法、(ハ)売渡新株予約権者に対する金銭の割当てに関する事項、(v)特別支配株主が売渡株式等を取得する日、(vi)その他法務省令で定める事項を通知する必要があります。

^[5] 対象会社が上場会社などの振替株式発行会社の場合は、公告が強制され、それ以外の会社の場合は、売渡株主に対しては通知が強制されるものの、新株予約権者や登録質権者に対しては通知に代えて公告を行うことが認められています。

(2) 売渡株主等の救済手段

株式等売渡請求に反対する売渡株主等が取りうる手段として、取得日の前日までは価格決定申立て及び差止請求が、取得日後は取得無効の訴えがそれぞれ認められています。

① 価格決定の申立て

売渡株主等は、取得日の20日前から取得日の前日までの間に、裁判所に対し、その有する売渡株式等の売買価格の決定の申立てをすることができます(第179条の8)。なお、全部取得条項付種類株式を用いる手法における価格決定の申立ての場合と異なり、対象会社ではなく特別支配株主が、裁判所が決定した価格の支払義務の主体となります。

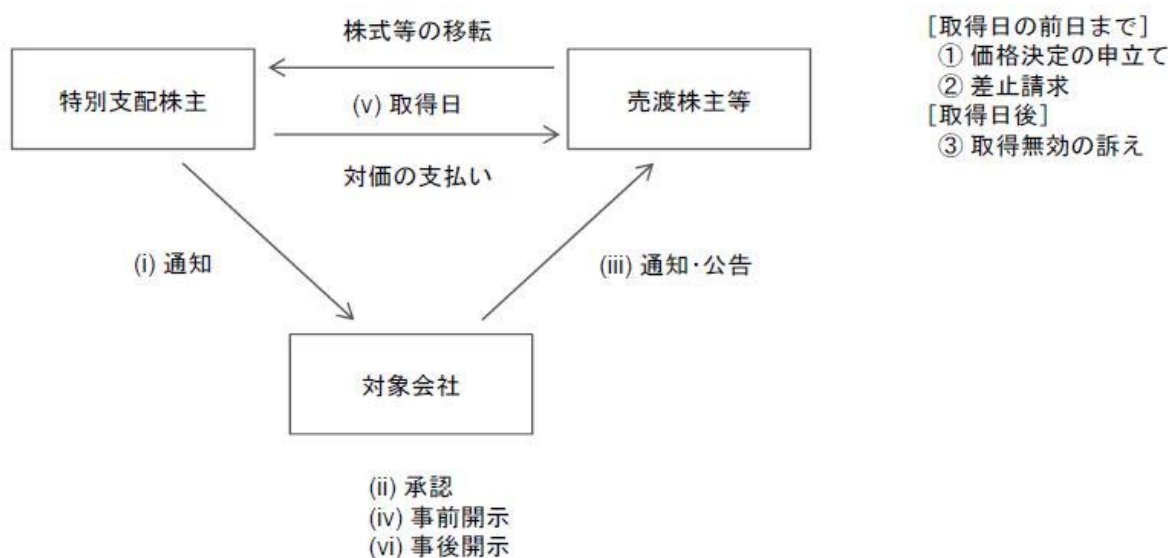
② 差止請求

売渡株主等は、(i)株式等売渡請求が法令に違反する場合、(ii)対象会社が、売渡株主等に対する通知・公告に関する規定又は事前備置に関する規定に違反した場合、又は(iii)対価が対象会社の財産の状況その他の事情に照らし著しく不当である場合において、売渡株主等が不利益を受けるおそれがあるときは、特別支配株主に対し、売渡株式等の全部の取得をやめることを請求することができます(第179条の7)。実際には、売渡株主等は、かかる差止請求権を被保全権利として、裁判所に対し、差止めの仮処分を申し立てることになります。

③ 取得無効の訴え

売渡株主等は、取得日から6ヶ月以内(対象会社が公開会社でない場合は、1年以内)に、裁判所に、売渡株式等の全部の取得の無効の訴えを提起することができます(第846条の2)。請求を認容する判決が確定したときは、第三者に対しても判決の効力が及び(第846条の7)、無効とされた取得は将来に向かってその効力を失うこととなります(第846条の8)。なお、何が無効事由になるかについては会社法に定められておらず、対価が著しく不当である場合に無効事由になるか否か等については、今後の解釈に委ねられることとなります。

【図表 1】 株式等売渡請求における手続の流れ及び株主の救済手段



3. 株式等売渡請求を用いる手法と全部取得条項付種類株式を用いる手法との比較

これまでは、キャッシュ・アウトの手法として、全部取得条項付種類株式を用いる手法が最も一般的に利用されてきましたが、今後は、新たに創設された株式等売渡請求を用いる手法が広く利用されることになると考えられます。全部取得条項付種類株式を用いる手法と比較した場合の株式等売渡請求を用いる手法の主なメリット・デメリットは以下のとおりです。

(1) 株式等売渡請求のメリット

① 株主総会決議が不要である

全部取得条項付種類株式を用いる手法では、対象会社が必ず株主総会を開催し、株主総会の特別決議による承認を得る必要がありますが、株式等売渡請求を用いる手法では、対象会社が株主総会を開催する必要はなく、対象会社の取締役会による承認のみによって、キャッシュ・アウトを行うことが可能です。したがって、株式等売渡請求を用いた場合には、キャッシュ・アウトに要する時間的・手続的コストの削減が可能となります。

② 端数処理手続が不要である

全部取得条項付種類株式を用いる手法では、取得日後、発生した端数株式を対象会社が裁判所の許可を得て売却した上で、売却代金を少数株主に交付するという端数処理手続が必要となります。他方、株式等売渡請求を用いる手法では、端数処理手続は必要なく、特別支配株主が売渡株主等に直接対価を支払うこととなります。したがって、上記①と同様、キャッシュ・アウトに要する時間的・手続的コストの削減が可能となります。

③ 新株予約権及び新株予約権付社債をキャッシュ・アウトの対象にすることができる

全部取得条項付種類株式を用いる手法では、新株予約権及び新株予約権付社債をキャッシュ・アウトの対象とすることはできず、対象会社がこれらを発行している場合には、事後的にこれらが行使され完全親子会社関係が崩れるリスクがあります。しかし、株式等売渡請求を用いる手法では、株式だけでなく、新株予約権及び新株予約権付社債もキャッシュ・アウトの対象にすることができますので、そのようなリスクを回避することができます。

④ 完全子会社等をキャッシュ・アウトの対象から除外することができる

全部取得条項付種類株式を用いる手法では、株主の持株数に応じた一律の取扱いとなるため、持株数とは無関係に特定の株主のみを株主として残すことはできません。他方、株式等売渡請求を用いる手法では、持株数に関わらず特定支配株主完全子法人をキャッシュ・アウトの対象から除外し、株主として残すことが可能です。

(2) 株式等売渡請求のデメリット

① 9割以上の議決権数が必要となる

全部取得条項付種類株式を用いる手法では、多数派株主が保有する議決権数について直接的な制限はなく^[6]、多数派株主が対象会社の議決権数の3分の2以上を保有している場合(株主が単独で保有している場合に加え、キャッシュ・アウトを企図する複数の株主が合算して保有している場合も含みます)には、他の株主の意思に関わらず、株主総会の特別決議を可決することができ、キャッシュ・アウトを行うことができます。他方、株式等売渡請求を行うためには、対象会社の総株主の議決権の9割以上を単独で又は完全子会社等とあわせて保有する必要があります(資本関係のない他の多数派株主と合意して9割以上を確保するという事は想定されていません)、9割に満たない場合には、株式等売渡請求を用いる手法は利用できません。

② 継続開示義務(有価証券報告書提出義務)が当面継続する

対象会社が上場会社その他継続開示義務を負っている会社である場合、全部取得条項付種類株式を用いる手法では、実務上、取得日後、対象会社が全部取得によって取得した株式を全て消却した場合には、継続開示義務の対象となる種類の株式が存在しなくなることから、対象会社の継続開示義務はその時点で消滅するとされています。他方、株式等売渡請求を用いる手法では、特別支配株主は継続開示義務の対象となる種類の株式を取得し、当該株式は取得日後も引き続き存在することになりますので、現行の金融商品取引法のもとでは、対象会社の継続開示義務も存続します。したがって、株式等売渡請求を用いる手法では、金融商品取引法の新たな改正がなされない限り、継続開示義務を免れるためには、例えば、事業年度末日をまたぎ、直前事業年度末日の株主数が25名未満であることを理由に継続開示義務の中断申請を行い、当局の承認を得る手続等を行う必要があります。

^[6] もっとも、実務上は、法的リスク等を考慮し、9割以上の議決権を保有することが望ましいとされています。また、MBO等による非公開化案件において、キャッシュ・アウトに先立ち公開買付けが行われる場合には、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する買付予定数の下限を設定することも望ましいとされています。

③ 完全子会社等以外の株主をキャッシュ・アウトの対象から除外することができない

全部取得条項付種類株式を用いる手法では、株式の交付割合を調整することによって、筆頭株主以外の大株主(全部取得日時点での第二位株主等)をキャッシュ・アウト後も対象会社の株主として残すことが可能です。他方で、株式等売渡請求を用いる手法では、特定支配株主完全子法人以外の株主をキャッシュ・アウトの対象から除外することはできません^[7]。

4. 全部取得条項付種類株式及び株式併合に関する改正

全部取得条項付種類株式を用いる手法及び株式併合を用いる手法について、他の手法との均衡を図るために、情報開示や少数株主の保護手続を整備・拡充する手当てとして、主として以下の手当てが施されることになりました^[8]。

(1) 対象会社による事前開示・事後開示(全部取得条項付種類株式・株式併合)

情報開示の充実を図るため、全部取得条項付種類株式を用いる手法及び株式併合を用いる手法においても、事前開示手続及び事後開示手続が設けられることになりました。すなわち、対象会社は、キャッシュ・アウトの前後において、所定の事項を記載した書面等を本店に備置き、株主等の閲覧等に供しなければなりません(第 171 条の 2、第 173 条の 2、第 182 条の 2、第 182 条の 6)。なお、事前開示書類には、キャッシュ・アウト対価の相当性に関する事項などが含まれる予定です。

(2) 少数株主による差止請求(全部取得条項付種類株式・株式併合)

少数株主の保護手続として、全部取得条項付種類株式を用いる手法及び株式併合を用いる手法においても、株主による差止請求が新たに認められることになりました。すなわち、全部取得条項付種類株式の取得又は株式併合が法令又は定款に違反する場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は、対象会社に対し、全部取得条項付種類株式の取得又は株式併合をやめることを請求できることになりました(第 171 条の 3、第 182 条の 3)。なお、株式等売渡請求における差止請求と異なり、対価が著しく不当であることは差止事由とはされていません。

(3) 少数株主による株式買取請求(株式併合)

株式併合を用いる手法において、現行法のもとでは認められていなかった反対株主による株式買取請求が新たに認められることになりました(第 182 条の 4)。

5. まとめ

株式等売渡請求の創設は、新たなキャッシュ・アウト手法を追加するものであり、従前の手法によるキャッシュ・アウトが禁止されるわけではありません。改正法案を前提とした各キャッシュ・アウト手法の主な相違点は下記図表のとおりですが、今後は、完全子会社化を目的とする二段階買収において、第一段階の取引として行われる公開買付けにより対象会社の議決権の 9 割以上を取得できた場合には、第二段階の取引として行われるキャッシュ・アウトを株式等売渡請求を用いる手法で行い、9 割に満たなかった場合には、全部取得条項付種類株式を用いる手法で行う等^[9]、株主が有する議決権割合や各手法の特徴を踏まえた上で、事案に応じて、各キャッシュ・アウトの手法が利用されることになると考えられます。

^[7] 株式等売渡請求に基づき一旦特別支配株主に保有株式を売渡した上で、その後、特別支配株主から売渡した株式を買戻せば、キャッシュ・アウトの対象から除外された場合とほぼ同様の目的を達成することも可能ではありますが、税務・会計上の問題が生じます。

^[8] 本稿で記載したものの他、全部取得条項付種類株式に関し、株主に対する通知・公告義務や価格決定の申立て期間の制限等の改正が行われることになっています。

^[9] 公開買付けを開始する段階では、キャッシュ・アウトをどちらの手法によって行うかについて確定できない場合も多いと考えられます。その場合、公開買付け届出書等の開示書類への記載や全体のスケジュールリングについて、両方の可能性を考慮してなされる必要があります。

【図表 2】各キャッシュ・アウト手法の主な相違点

| | | 株式等売渡請求 | 全部取得条項付 種類株式 | 株式併合 | 現金対価の株式交換 | |
|----------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------|-------------------|----------------------------|-------------------------------|
| | | | | | 略式以外 | 略式 |
| 必要な議決権割合 | | 9割（自ら及び完全子 会社等を合算） | 3分の2 | 3分の2 | 3分の2 | 9割（自ら及 び完全子会 社等を合 算） |
| 対象会社における 株主総会の要否 | | 不要 | 必要 | 必要 | 必要 | 不要 |
| 対象会社による端 数処理手続の要否 | | 不要 | 必要 | 必要 | 不要 | |
| 対象会社における 情報開示手続 | | 事前／事後 | 事前／事後 | 事前／事後 | 事前／事後 | |
| 少数 株主 等の 保護 手続 | 株式買取請 求権・価格 決定申立権 | 価格決定申立権 | 価格決定申立権 | 株式買取請求権 | 株式買取請求権 | |
| | 差止請求 ^[10] | あり | あり | あり | あり | |
| | 株主総会決 議取消訴訟 | なし | あり | あり | あり | なし |
| | 無効訴訟 | あり | なし | なし | あり | |
| 対象となる証券 | | 株式 新株予約権 新株予約権付社債 | 株式のみ | 株式のみ | 株式のみ ^[11] | |
| 完全子会社の取扱 い | | キャッシュアウトの 対象から除外可能 | 持株数に応じた一律 の取扱い | 持株数に応じた一律 の取扱い | 持株数に応じた一律の取扱 い | |
| 継続開示義務 | | 当面継続 | 取得した株式の消却 により消滅 | 当面継続 | 当面継続 | |
| 税務 上の 取扱 い | 株主に対す る課税 | あり | あり | あり | あり | |
| | 対象会社に 対する課税 | なし ^[12] | なし | なし | あり（時価評価課税） ^[13] | |

このニュースレターがご提供する情報は一般的なもので、いかなる個別の事案に対しても適用されることを保証したり、解決を提供するものではありません。具体的な事案においては、当該事案に対する個別の法的助言なくして、ご判断をなされないようお願い申し上げます。

^[10] 株式等売渡請求及び略式株式交換の場合のみ、対価が著しく不当であることが差止事由となります。

^[11] 完全親会社の新株予約権の交付により新株予約権を消滅させることは可能ですが、現金の交付により消滅させることはできません。

^[12] 現時点では明らかではありませんが、対象会社に対する時価評価課税の問題は生じないことが見込まれています。

^[13] 対象会社に対する時価評価課税は一般的にはデメリットと考えられていますが、対象会社に対する時価評価課税が望ましい場合には、現金対価の組織再編をキャッシュ・アウトの手法として利用することも考えられます。