

2021年5月

公開買付けに関する諸論点⑥

親会社による子会社に対する公開買付けと 公開買付けを前置しないスクイズアウト(キャッシュアウト)

弁護士 飛岡 和明 / 弁護士 菅 隆造 / 弁護士 牧 大祐 / 弁護士 中川 雄介

Contents

- 前提:親会社による完全子会社化のための公開買付け
- 公開買付けを前置することなく、現金対価でのスクイズアウトを行った事例
- 公開買付けを前置するか否かにあたっての考慮要素・留意事項

公開買付けの適用ある株券等を発行する株式会社を現金対価にて完全子会社化しようとする場合、典型的には、公開買付け及びその後のスクイズアウト(株式併合又は株式等売渡請求)を組み合わせる二段階買収方式が採用されます。

他方で、公開買付者が対象会社の親会社である場合、公開買付けを実施する前の時点において既に①議決権所有割合がスクイズアウトを行うためのハードルを既に満たしている場合(3分の2以上の議決権を有している場合)や、②対象会社の過去の株主総会における議決権行使割合を考慮すればスクイズアウトを行うための要件を事実上満たす可能性が高い場合があり¹、公開買付けに要する費用や時間を回避するべく、一段階目の公開買付けを省略できないかという点が実務上、議論されることがあります。

今回は、親会社が子会社を公開買付けにより完全子会社化する場合の主たる特徴について紹介した上で、公開買付けを前置することなくスクイズアウト(キャッシュアウト)を行おうとする場合の実務上の留意点をご紹介します。

なお、本レターにおいて、株式併合、全部取得条項付種類株式及び特別支配株主による株式等売渡請求以外の方法による現金対価での完全子会社化(典型的には現金対価による株式交換)は対象外であることにご留意ください。

¹ 例えば、対象会社の過去5年における株主総会の議決権行使比率の平均が80%である場合において、公開買付者が対象会社の議決権総数の60%に相当する株式を所有しており、議決権行使比率の平均の3分の2以上の議決権を所有している場合です。なお、買収者が50%超の議決権に相当する株式を所有しない状態にて株式併合を行う場合、対象会社にて課税が発生する可能性がある点については下記3を参照ください。

1. 前提：親会社による完全子会社化のための公開買付け

まずは、前提として、親会社による完全子会社化を目的とした子会社を対象とする公開買付けの主たる特徴についてご紹介します。

＜親会社による完全子会社化を目的とした子会社を対象とする公開買付けの主たる特徴＞

項目	概要
M&A 指針 ² の適用	<ul style="list-style-type: none"> ■ 親会社による子会社を対象とする公開買付けは、「支配株主による従属会社の買収」に該当するため、実務上、M&A 指針の記載を考慮の上、これを実施する必要がある。具体的には、M&A 指針において公正性担保措置として掲げられた各措置(独立した特別委員会の設置、外部専門家からの専門的助言の取得、マーケット・チェック³、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定等)を採用するかどうかの検討を、主として対象会社側にて行うこととなる⁴。 ■ 公正性担保措置を採用した場合、公開買付けに要する費用や時間は、公正性担保措置を採用しなかった場合に比べて、相対的に増加する可能性がある点について留意する必要がある(典型的には、対象会社側において特別委員会を設置する場合における審議に要する時間や、特別委員会の委員として外部専門家を招聘する場合の報酬等)。
金融商品取引法(政省令を含む。)上の規定に関する留意点	<ul style="list-style-type: none"> ■ 公開買付者における留意事項 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 子会社を対象とする公開買付けの場合、公開買付届出書の添付書類として、「買付け等の価格の算定に当たり参考とした第三者による評価書、意見書その他これらに類するものがある場合には、その写し」の提出を求められる(発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令 13 条 1 項 8 号)。但し、当該規定により、評価書等の取得自体が義務付けられるものではないため、実務上、親会社による子会社を対象とする公開買付けにおいても評価書等の添付がなされないケースも散見される。 ➢ 子会社を対象とする公開買付けにおいては、特別記載事項として、①「算定の基礎」欄において、買付価格の公正性を担保するための措置を講じているときは、その具体的な内容を記載する必要があり、また②「公開買付者と対象会社又はその役員との間の合意の有無及び内容」の箇所において、公開買付けの実施を決定するに至った意思決定の過程を具体的に記載する必要がある(公開買付届出書の様式(第 2 号様式)の記載上の注意(6)f と(27))。 ■ 対象会社における留意事項 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 意見表明報告書にて、「利益相反を回避する措置を講じているときは、その具体的な内容を」を「公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の箇所に記載を

2 経済産業省による 2019 年 6 月 28 日付の「公正な M&A の在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」を指します。

3 M&A 指針においては、買収者が支配株主である場合には、マーケット・チェックが公正性担保措置として機能する場面は限定的であり、実施する意義が乏しい場合が多いと考えられるとされているが、例外的にマーケット・チェックが機能し得る場合もあり得るため、対象会社の取締役会や特別委員会において、このような特段の例外的事情が存在しないかを念のため確認することが望ましいとされております。

4 公開買付者側で採否を最終的に決定する公正性担保措置としては、間接的なマーケット・チェック(公表後、対抗提案が可能期間を比較的長期間確保すること)として公開買付期間を法定の 20 営業日より長い期間設定することが挙げられます。

項目	概要								
有価証券上場規程及び会社情報適時開示ガイドブック	<p>する必要がある(意見表明報告書の様式(第4号様式)の記載上の注意(3)d)。</p>								
	<p>■ 公開買付者における留意事項</p> <p>公開買付者が上場会社である場合には、金融商品取引所の定める規則も遵守する必要がある。東京証券取引所が定める有価証券上場規程及び会社情報適時開示ガイドブック(2020年11月版)によれば、上場会社が、「上場子会社」を対象とする公開買付けを実施しようとする場合には、以下の対応が求められる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 公表予定日の遅くとも10日前までに、開示資料のドラフト及び算定機関からの算定書のドラフトを共有する必要がある⁵。 ➤ また、上場子会社を対象とする公開買付けを行う場合、公開買付けの開始に関するプレスリリースの特別記載事項として、会社情報適時開示ガイドブック上、以下の記載が求められる⁶。 								
	<table border="1"> <thead> <tr> <th data-bbox="571 757 837 801">開示事項の項目</th> <th data-bbox="837 757 1449 801">開示・記載上の注意</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td data-bbox="571 801 837 929">公開買付けの実施を決定するに至った意思決定の過程</td> <td data-bbox="837 801 1449 929">自社におけるグループ戦略の変更の内容を含め、当該公開買付けの実施を決定するに至った意思決定の過程を具体的に記載する。</td> </tr> <tr> <td data-bbox="571 929 837 1057">公正性を担保するための措置</td> <td data-bbox="837 929 1449 1057">公正性を担保するための措置の内容をわかりやすく具体的に記載する(特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。)⁷。</td> </tr> <tr> <td data-bbox="571 1057 837 1187">利益相反を回避するための措置</td> <td data-bbox="837 1057 1449 1187">上場子会社における利益相反を回避するための措置の内容をわかりやすく具体的に記載する(特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。)⁸。</td> </tr> </tbody> </table>	開示事項の項目	開示・記載上の注意	公開買付けの実施を決定するに至った意思決定の過程	自社におけるグループ戦略の変更の内容を含め、当該公開買付けの実施を決定するに至った意思決定の過程を具体的に記載する。	公正性を担保するための措置	公正性を担保するための措置の内容をわかりやすく具体的に記載する(特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。) ⁷ 。	利益相反を回避するための措置	上場子会社における利益相反を回避するための措置の内容をわかりやすく具体的に記載する(特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。) ⁸ 。
	開示事項の項目	開示・記載上の注意							
	公開買付けの実施を決定するに至った意思決定の過程	自社におけるグループ戦略の変更の内容を含め、当該公開買付けの実施を決定するに至った意思決定の過程を具体的に記載する。							
公正性を担保するための措置	公正性を担保するための措置の内容をわかりやすく具体的に記載する(特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。) ⁷ 。								
利益相反を回避するための措置	上場子会社における利益相反を回避するための措置の内容をわかりやすく具体的に記載する(特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。) ⁸ 。								
<p>■ 対象会社側における留意事項</p> <p>公開買付けの対象会社が上場会社である場合には、金融商品取引所の定める規則及び会社情報適時開示ガイドブックも遵守する必要がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 公表予定日の遅くとも10日前までに、開示資料のドラフト及び算定機関からの算定書のドラフトを共有する必要がある⁹。 ➤ 支配株主¹⁰による公開買付けについて意見の公表を行う場合、上場会社(対象会社)の少数株主にとって不利益なものでないことに関し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行う必要がある(有価証券上場規程 									

5 有価証券上場規程施行規則 417 条 10 号(上場会社が上場子会社を対象とする公開買付けを行うことを決定した場合において、当事会社以外の者であって、企業価値又は株価の評価に係る専門的知識及び経験を有するものが、買付け等の価格に関する見解を記載した書面を作成後直ちに提出)も参照

6 実務上は、公開買付届出書と公開買付けの開始に関するプレスリリースの内容の平仄を合わせるため、会社情報適時開示ガイドブック上、記載が必要とされる事項について、公開買付届出書にも同様の記載をすることが多い。

7 公正性を担保するための措置の例として、「当事会社が自らの株主のために算定機関を選定し、当該公開買付けの内容に関する見解を記載した書面(公正性に関する評価を含む。)を取得することなどが考えられ」とされている。

8 利益相反を回避するための措置の例として、「上場子会社における決定プロセスに自社として関与しないことや、上場子会社において当該公開買付けの決定プロセスにおいて当該公開買付けに利害関係を持たない社外監査役又は社外取締役が関与することや、当該公開買付けの決定を取締役会から独立した特別委員会の判断に委ねることなどが考えられ」とされている。

9 有価証券上場規程施行規則 417 条 11 号(公開買付者が上場会社の支配株主である場合において意見の公表を行う場合において、当事会社以外の者であって、企業価値又は株価の評価に係る専門的知識及び経験を有するものが、買付け等の価格に関する見解を記載した書面を作成後直ちに提出)も参照

10 支配株主には親会社も含まれる(有価証券上場規程 2 条 42 号の 2)。

項目	概要										
	<p>441条の2第1項1号)。また、支配株主による公開買付けについて意見の公表を行う場合、必要かつ十分な適時開示を行うことが求められる(有価証券上場規程441条の2第2項)。</p> <p>➤ 支配株主による公開買付けについて意見の公表を行う場合のプレスリリースの特別記載事項として、会社情報適時開示ガイドブック上、以下が求められる。</p> <table border="1" data-bbox="571 499 1437 1482"> <thead> <tr> <th data-bbox="571 499 839 544">開示事項の項目</th> <th data-bbox="839 499 1437 544">開示・記載上の注意</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td data-bbox="571 544 839 629">開示資料の表題</td> <td data-bbox="839 544 1437 629">支配株主による公開買付けであることが判別できる表題とする必要がある¹¹。</td> </tr> <tr> <td data-bbox="571 629 839 931">意見の根拠及び理由</td> <td data-bbox="839 629 1437 931">意見を表明する場合、公開買付けの実施による上場会社の企業価値の向上に関する判断の内容を含め、その理由をわかりやすく具体的に記載する。公開買付けに応募することを勧める意見である場合、買付け等の価格に関する判断の理由¹²、及び、公正な手続きを通じた株主利益への配慮に関する説明等をわかりやすく具体的に記載する。</td> </tr> <tr> <td data-bbox="571 931 839 1099">算定の概要</td> <td data-bbox="839 931 1437 1099">親会社による公開買付けに関して意見表明を行う場合、市場株価法、類似会社比較法及びディスカунテッド・キャッシュ・フロー法について、各評価方法ごとに、通常の開示事項よりも詳細な開示が求められている¹³。</td> </tr> <tr> <td data-bbox="571 1099 839 1482">公正性を担保するための措置</td> <td data-bbox="839 1099 1437 1482">公正性を担保するための措置の内容(以下の内容を含む。)をわかりやすく具体的に記載する(特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。)¹⁴。 <ul style="list-style-type: none"> ■ 算定機関から算定書を取得した旨。 ■ 弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスを取得した場合には、その名称並びに公開買付者及び上場会社との間における重要な利害関係の有無及びその内容(弁護士・アドバイザー等に途中で変更があった場合には、その旨及びその理由)。 </td> </tr> </tbody> </table>	開示事項の項目	開示・記載上の注意	開示資料の表題	支配株主による公開買付けであることが判別できる表題とする必要がある ¹¹ 。	意見の根拠及び理由	意見を表明する場合、公開買付けの実施による上場会社の企業価値の向上に関する判断の内容を含め、その理由をわかりやすく具体的に記載する。公開買付けに応募することを勧める意見である場合、買付け等の価格に関する判断の理由 ¹² 、及び、公正な手続きを通じた株主利益への配慮に関する説明等をわかりやすく具体的に記載する。	算定の概要	親会社による公開買付けに関して意見表明を行う場合、市場株価法、類似会社比較法及びディスカунテッド・キャッシュ・フロー法について、各評価方法ごとに、通常の開示事項よりも詳細な開示が求められている ¹³ 。	公正性を担保するための措置	公正性を担保するための措置の内容(以下の内容を含む。)をわかりやすく具体的に記載する(特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。) ¹⁴ 。 <ul style="list-style-type: none"> ■ 算定機関から算定書を取得した旨。 ■ 弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスを取得した場合には、その名称並びに公開買付者及び上場会社との間における重要な利害関係の有無及びその内容(弁護士・アドバイザー等に途中で変更があった場合には、その旨及びその理由)。
開示事項の項目	開示・記載上の注意										
開示資料の表題	支配株主による公開買付けであることが判別できる表題とする必要がある ¹¹ 。										
意見の根拠及び理由	意見を表明する場合、公開買付けの実施による上場会社の企業価値の向上に関する判断の内容を含め、その理由をわかりやすく具体的に記載する。公開買付けに応募することを勧める意見である場合、買付け等の価格に関する判断の理由 ¹² 、及び、公正な手続きを通じた株主利益への配慮に関する説明等をわかりやすく具体的に記載する。										
算定の概要	親会社による公開買付けに関して意見表明を行う場合、市場株価法、類似会社比較法及びディスカунテッド・キャッシュ・フロー法について、各評価方法ごとに、通常の開示事項よりも詳細な開示が求められている ¹³ 。										
公正性を担保するための措置	公正性を担保するための措置の内容(以下の内容を含む。)をわかりやすく具体的に記載する(特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。) ¹⁴ 。 <ul style="list-style-type: none"> ■ 算定機関から算定書を取得した旨。 ■ 弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスを取得した場合には、その名称並びに公開買付者及び上場会社との間における重要な利害関係の有無及びその内容(弁護士・アドバイザー等に途中で変更があった場合には、その旨及びその理由)。 										

11 例えば、「親会社である〇〇〇〇株式会社による当社株券に対する公開買付けの実施及び応募推奨に関するお知らせ」

12 例えば、算定結果の合理性を確認したうえで、買付け等の価格が算定結果と比較して合理的な水準にあるかといった観点から判断の理由を説明することが考えられる。なお、算定の前提条件において考慮されていない事象がある場合(例えば、市場株価法を用いる場合で、公開買付けに関する意見表明と同時に業績予想の大幅な上方修正を行う場合など)や、特殊な前提条件が存在する場合には、これらを踏まえて買付け等の価格に関する判断の理由について記載することとなる。また、当該取引の公表前短期間に業績の大幅な下方修正その他株価が大幅に下落する開示を行った場合には、これらを踏まえて買付け等の価格に関する判断の理由について記載することが求められる。

13 例えば、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法の場合には、「割引率の具体的な数値(レンジ可)」や「継続価値の算定手法及び算定に用いたパラメータの具体的な数値(レンジ可)」の記載が求められる。

14 公正性を担保するための措置の例として、「意思決定過程における恣意性を排除する観点から、算定機関から当該意見表明の内容に関する見解を記載した書面(公正性に関する評価を含む。)を取得することや、意思決定方法に関し、弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスを取得し、その名称並びに公開買付者及び上場会社との間における重要な利害関係の有無及びその内容を明らかにすること、また、必要に応じてそのアドバイスの内容を説明することなどが考えられ」とされている。加えて、「価格の適正性を担保する客観的状況を確保する観点から、公開買付期間を比較的長期(30営業日以上)に設定することにより対抗的TOBの機会を提供することや、公開買付者との間で、上場会社による対抗者との接触等を過度に制限するような内容の合意等(いわゆる取引保護条項)を行わないことなどが考えられ」とされている。

項目	概要	
		<ul style="list-style-type: none"> ■ 公開買付者との間で、上場会社による対抗者との接触等を過度に制限するような内容の合意等(取引保護条項)をした場合には、その内容及び当該合意等をした理由。 ■ 公開買付期間が短期間に設定されている場合、延長請求を行わない場合は、その理由。
	利益相反を回避するための措置	<p>利益相反を回避するための措置の内容(以下の内容を含む。)をわかりやすく具体的に記載する(特段の措置を講じていない場合にはその旨を記載する。)¹⁵。</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 意見表明に利害関係を有する役員に関し、その内容及び上場会社の意思決定に至る過程への関与の有無(役員が公開買付者との間で公開買付け後の役員への就任等に関して合意している場合には、その内容を記載)。 ■ 取締役会から独立した特別委員会を設置した場合には、その概要(各委員の氏名・職業等)(特別委員会の構成に途中で変更があった場合には、その旨及びその理由)。 ■ 取締役会から独立した特別委員会又は独立役員に対して、①当該公開買付けに関する意見表明に関する諮問をした場合には、諮問の内容及び諮問に対する答申の内容(理由を含む。)や、②公開買付者との間で交渉を行うことを委嘱した場合には、その旨。 ■ 利害関係を有する役員を除く取締役及び監査役全員の承認を受けている場合には、その旨(受けていない場合には、その理由)。

上記のように、親会社による完全子会社化を目的とした子会社を対象とする公開買付けにおいては、対象会社と資本関係を有しない者による完全子会社化を目的とした公開買付けに比べて、手続面・費用面における負担は相対的に大きくなる可能性があります¹⁶。

そのような背景もあり、一段階目の公開買付けを省略し、最初からスクイズアウトを行うことができないかという議論が実務上なされることがあります。

15 利益相反を回避するための措置の例として、「当該意見表明に至る意思決定の過程において利害関係を有する取締役及び監査役の関与を排除することや、当該意見表明に利害関係を有しない社外監査役又は社外取締役が関与すること、取締役会から独立した特別委員会を設置し、当該公開買付けに関する意見表明に関し諮問すること、当該特別委員会に公開買付者との間で交渉を行うことを委嘱することなどが考えられ」とされている。

16 資本関係を有しない者による完全子会社化を目的とした公開買付けにおいても、保守的に、M&A 指針が掲げる公正性担保措置が採用されることも実務上はあります。

2. 公開買付けを前置することなく、現金対価でのスクイズアウトを行った事例

実務上、公開買付けを行わずともスクイズアウトを行うに足りる議決権を有している親会社が、子会社を完全子会社化する場合であっても、まずは公開買付けを行う場合が多いように見受けられます¹⁷。

他方で、公開買付けを前置しない現金対価でのスクイズアウト(キャッシュアウト)を採用する例も見受けられます。例えば、下表のとおりです(網羅的ではない点に十分にご留意ください。)

事例	概要
株式会社 MAG ネットホールディングスの全部取得条項付種類株式の発行を通じた株式会社ファイによる完全子会社化(2016年8月3日株主総会の開催の公告、2016年9月30日全部取得条項付種類株式に係る株主総会開催、2016年10月25日全部取得条項付種類株式の効力発生) ¹⁸	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株式会社ファイは、2016年3月31日時点において、発行済み株式総数の78.12%に相当する株式会社 MAG ネットホールディングスの株式を所有 ■ 株式会社 MAG ネットホールディングスは、2期連続の債務超過となったため、2016年8月1日に上場廃止となったが、同年9月30日の同社の株主総会により全部取得条項付種類株式を用いたスクイズアウトに係る議案が承認(スクイズアウトされる株主には、普通株式1株につき1円を交付) ■ 本件は反対株主による取得価格の決定の申立てが裁判所になされている。詳細は下記3を参照されたい
株式会社光製作所の株式併合を通じた株式会社光商らによる完全子会社化(2018年11月30日公表、2019年1月23日株主併合に係る株主総会開催、同年2月12日上場廃止、同年2月15日株式併合の効力発生)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株式会社光商ら(合計4社)¹⁹は、所有割合にして93.4%に相当する株式会社光製作所の株式を所有 ■ 公表日の前営業日の終値、直近1カ月間の終値単純平均値との関係で、それぞれ36.64%、33.95%のプレミアムを付した現金を端数株主に交付 ■ 株式会社光製作所は公正性担保措置として、①第三者評価機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得、②リーガル・アドバイザーからの助言の取得、③第三者委員会の設置、④利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見の取得といった措置を採用
株式会社東京博善の株式併合を通じた株式会社廣濟堂による完全子会社化(2020年1月31日公表、同年3月7日株式併合に係る株主総会開催、同年3月31日株式併合の効力発生) ²⁰	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株式会社廣濟堂は、持株比率にして60.9%に相当する株式会社東京博善の株式を所有 ■ 端数株主に対して交付される金銭は1株当たり1600円(株式会社東京博善は上場会社ではないため、直近の金融商品取引所における取引価格とのプレミアム・ディスカウントは不記載) ■ 株式会社東京博善は、公正性担保措置として、①第三者算定機関からの株式価

17 例えば、Levi Strauss & Co によるリーバイ・ストラウスジャパン株式会社に対する公開買付け(2019年10月15日開始。公開買付け開始時の株券等所有割合:約83.67%)、株式会社高松コンストラクショングループによる青木あすなる建設株式会社に対する公開買付け(2019年8月7日開始。公開買付け開始時の株券等所有割合:約79.08%)、エイチ・アイ・エス株式会社による九州産業交通ホールディングス株式会社に対する公開買付け(2019年3月1日開始。公開買付け開始時の株券等所有割合:約84.64%)があります。

18 東京地決令和2年7月9日LEX/DB25566237及び東京高決令和2年10月6日LEX/DB 25566835

19 株式会社光製作所の代表取締役、常務取締役らが株式を所有している株式会社4社のみを株主とすることを目的としている。4社合算すると所有割合にして90%を超えるものの、株式等売渡請求は単独又は完全子会社を通じて90%以上の議決権を有していることが必要であり、当該4社は完全親子関係にないため株式等売渡請求の要件を満たさないことから株式併合を選択したものと推察されます。

20 株式会社東京博善は非上場会社であるものの、有価証券報告書提出義務会社であり、その発行する株券等の取得には公開買付け規制が及ぶ関係にあったようです。

事例	概要
	<p>値算定書の取得、②特別委員会の設置、③リーガル・アドバイザーからの助言の取得、④利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役の意見の取得、⑤マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)の達成を考慮した条件設定等²¹といった措置が採用</p>
<p>株式会社新生銀行による株式会社株式会社アプラスフィナンシャルに対する株式等売渡請求(2020年10月30日公表、同年11月27日上場廃止、同年12月1日株式等売渡請求に基づく取得)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株式会社新生銀行は、自ら又は子会社(新生フィナンシャル株式会社)を通じて、議決権所有割合にして94.9%に相当する株式会社アプラスフィナンシャルの株式を所有 ■ 公表日の前営業日の終値、直近1カ月間の終値単純平均値との関係で、それぞれ7.59%、8.97%のプレミアムを付した価格での買い取り ■ 株式会社新生銀行は、既に株式会社アプラスフィナンシャルの特別支配株主であり、株式会社アプラスフィナンシャルにおける手続的及び費用的負担や所要期間等も考慮し、株式等売渡請求を行う方法によることが適切であると判断 ■ 株式会社アプラスフィナンシャルは公正性担保措置として、①特別委員会の設置、②リーガル・アドバイザーからの助言の取得、③第三者評価機関からの株式価値算定書の取得、④独立した検討体制の構築(兼務役職員の関与を排除)、⑤利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見の取得といった措置を採用

3. 公開買付けを前置するか否かにあたっての考慮要素・留意事項

考慮要素・留意事項	概要
<p>3分の2以上の議決権を有していない状態でキャッシュアウトを行おうとする場合の留意点</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株主総会における否決リスク 端数株主に交付される予定の金銭について、プレミアムが十分付されていない場合には、これに反対する株主が、株式の買い集めを進め、又は株式併合に係る株主総会議案へ反対を行うよう他の株主に働きかける等のキャンペーンを行う可能性がある。これにより、対象会社の株主総会における議決権行使割合が予想せぬ形で増加することにより、株主総会決議に必要な賛成票を得られない可能性があることとなる ■ 対象会社レベルにおける課税 平成29年度税制改正により、株式併合・株式等売渡請求についても組織再編税制と同等の規律に服することとなった。この関係で、公開買付者が自ら又は子会社を通じて、対象会社の発行済み株式(自己株式を除く)の50%超を有していない状態にて株式併合や全部取得条項付種類株式を行う場合には、適格要件を満たさないこととなる結果、対象会社における時価評価課税が発生する可能性がある点に留意する必要がある²²

21 株式会社廣済堂を除く、一般株主の議決権の過半数を有する株主が、株式併合議案に反対する議決権を行使することが委任状その他の方法により合理的に明らかになっていないことが株式併合の実施の前提条件となっています(これにより、「いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)」に相当する議決権を有する株主にも本件完全子会社化に関する議案に賛成して頂ける可能性を高める措置」を講じているとのこと)。

22 (買収者が対象会社の発行済み株式の50%以下に相当する株式を所有している場合にであっても課税繰延べを認める)共同事業要件による適格組織再編が株式併合及び全部取得条項付種類株式については適用がないためである(法人税法2条12号の17ハ参照)

考慮要素・留意事項	概要
短期間で完全子会社化を達成する必要性の程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ 公開買付けを前置せず株式併合又は株式等売渡請求のみで完全子会社化を達成しようとする場合、公開買付けに要する期間(公開買付期間+決済の開始日までの期間)を短縮することが可能(公開買付期間を 30 営業日とした場合には、約 35 営業日程度の短縮が可能)。実際に、公表日から、株式併合にあつては 3 カ月程度、株式等売渡請求にあつては 1 カ月程度にて完全子会社化を達成している例もある(詳細は上記 2 を参照されたい。)²³ ■ そのため、早期に完全子会社化を達成する必要がある場合には、公開買付けを前置しないことも検討に値することとなる
書類作成の事務負担	<ul style="list-style-type: none"> ■ 公開買付けを前置する場合には、公開買付けに係る書類を準備する必要が生じると共に、公開買付届出書については金融庁・関東財務局のレビューを、公開買付け開始に関するプレスリリースについては東証のレビューをそれぞれ受けることとなる ■ 他方で、公開買付けを前置しない場合には、上記の書類の準備が不要となるため事務負担が軽減されることとなる。但し、対象会社が上場会社の場合には、株式売渡請求に係る承認・不承認や株式併合の決定に関して開示義務を負うこととなるため、書類作成自体は必要であること(加えて、東証によるレビューも、通常のプラクティスと異なることを踏まえ積極的なものとなり得る可能性があること)に留意が必要である²⁴
争訟リスク①(差止め、決議取消、損害賠償請求)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上記 2 に記載のとおり、実務上、公開買付けを行わずともスクイズアウトを行うに足りる議決権を有している親会社においても、子会社を完全子会社化する際に、公開買付けを前置する機会が多いように見受けられる。そのため、公開買付けを経ることなく行われるキャッシュアウトは通常のプラクティスと異なると考えた株主が、公開買付けへの(多数の)応募を通じた価格の妥当性が検証されていないとして、差止め等の主張をする可能性がある ■ この関係で、株式等売渡請求の場合には、(ア)売渡請求に係る売買価格が著しく不当である場合には株式等売渡請求の差止事由となる(会社法 179 条の 7 第 1 項 3 号及び同 2 項 3 号)。また、(イ)平成 26 年会社法改正の立案担当者によれば、「少なくとも、売渡株式等の売買価格が著しく不当であることは、売渡株式等の取得の無効事由となり得るものと解される」とされており²⁵、売買価格によっては、株式等売渡請求に基づく取得が無効となる可能性があることが示されている(なお、株主は、株式等売渡請求に基づく取得日から6カ月以内に無効の訴えを提起する必要がある(会社法846条の2)) ■ 株式併合との関係においては、(ア)株式併合による端数株主に交付される対価が不当であることを理由とした株式併合の差止めは原則としては認められないとされ

23 但し、公開買付けを前置しない場合にあつても、案件の公表までに至る準備期間(プレスリリースの作成や公正性担保措置の実施に係る期間)が短縮されるわけではない点は留意する必要があります。

24 社情報適時開示ガイドブック上、公開買付けを前置しない形で上場廃止を目的とする株式併合の公表を行うにあつては、10 日前までに開示資料(案)と算定機関による算定書(案)を東証に送付する必要や、公正性を担保するための措置や利益相反を回避するための措置を記載する必要があります。その結果、対象会社側においては、親会社による二段階買収に対して賛同のプレスリリースを公表する場合と同程度の作業負担が強えられる可能性があります。

25 「平成二六年改正会社法の解説〔VII〕」旬刊商事法務 2047 号 11 頁

考慮要素・留意事項	概要
	<p>ているものの²⁶、(イ)株式併合による端数株主に交付される対価が著しく不当であるときは、そのような株式併合を承認した株主総会決議は取消事由(会社法 831 条 1 項 3 号)に該当すると解釈されている(なお、株主は、株主総会決議があった日から3カ月以内に株主総会決議取消の訴えを提起する必要がある(会社法 831 条 1 項 柱書))。</p> <p>■ また、株式等売渡請求及び株式併合に共通する争訟リスクとして、キャッシュアウトにおける条件設定が少数株主の利益を損なうものであることを理由として、少数株主が、対象会社の取締役に対して損害賠償責任を追及する可能性もある(会社法 429 条)。</p>
<p>争訟リスク②(株式買取請求権行使による価格決定の申立て、売買価格決定の申立て)</p>	<p>■ いわゆる「公正な手続論」の適用可能性</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 上場会社を対象とする組織再編や二段階買収における株式併合又は株式等売渡請求に際して、反対する株主が裁判所に対して価格決定の申立てを行った場合、いわゆるテクモ事件最高裁決定(株式交換)²⁷やジュピターテレコム事件最高裁決定(親会社による公開買付け後の株式併合)²⁸において、一般に公正と認められる手続により株式交換や公開買付けが行われた場合、特段の事情のない限り、株式交換の当事者間(株式交換完全親会社・株式交換完全子会社)・公開買付けの当事者間(公開買付者及び対象会社)で合意された経済条件(株式交換比率・公開買付価格)が尊重されるとされている ➢ 他方で、公開買付けを前置しない株式併合や株式等売渡請求における、反対株式による価格決定の申立てにおいて、当事者間で合意された経済条件が、裁判所にて、そのまま尊重されるか明らかではない。その結果、裁判手続にて、当事者で合意された取引価格以上の金額が採用される可能性は否定できない(特に、株式等売渡請求においては、株主総会決議が不要であるため、株主総会にて高い賛成率を達成できたことを踏まえ、十分な情報の提供を受けた株主の多数の賛成により承認されているといった主張をすることが困難となる点に留意が必要となる) ➢ 特に上記 2 の株式会社 MAG ネットホールディングスの事案においては、裁判所の決定文を見る限りは、同社にて公正な手続論に依拠しなかったようであるが、会社側における 1 株 1 円の主張に対して、東京高裁は 1 株当たり 25 円が公正な価格であると判断している²⁹ ➢ この点に関して、上記 2 の株式会社東京博善の株式併合においては、多数の株主により賛同を得ている状況を確認する趣旨で、株式併合に係る臨時株主総会

26 株式等売渡請求の差止めに係る規定と異なり、株式併合に係る差止事由は法令・定款違反に限定されているところ、対価の不当性はこれらに該当しないとされているためである(「立案担当者による平成 26 年改正会社法の解説」別冊商事法務 393 号 205 頁)。もっとも、株主総会決議取消の訴えを本案とする仮処分を申し立てることで、差止めの請求も可能となり得るとの見解もある。

27 最決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁

28 最決平成 28 年 7 月 1 日民集 70 卷 6 号 1445 頁。なお、非上場会社を対象とした二段階買収にあっても、いわゆる「公正な手続論」は採用され得る(三井生命保険株式会社株式売買価格決定申立事件。最決令和 2 年 3 月 12 日(公開買付けの後に株式等売渡請求が行われた案件))。

29 但し、東京高裁は、1 株当たり 28 円と認定をした東京地裁の決定に対して株式会社 MAG ネットホールディングスの側で抗告を行わなかったことから、不利益変更禁止の原則の趣旨から、抗告をした反対株主に不利な買取価格に変更することはできないとして、結論において、東京地裁が認定した 1 株 28 円を維持することとしている。

考慮要素・留意事項	概要
	<p>の日の前日までに少数株主が保有する議決権の過半数(いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)」)に相当する議決権を有する株主が反対した場合には株式併合についての議案を上程しない旨の措置を講じている点が注目される。</p>

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 飛岡 和明 (kazuaki.tobioka@amt-law.com)
弁護士 菅 隆浩 (takahiro.suga@amt-law.com)
弁護士 牧 大祐 (daisuke.maki@amt-law.com)
弁護士 中川 雄介 (yusuke.nakagawa@amt-law.com)

 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。

 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。