

M&A ニュースレター



- I. キャッシュ・アウト実務の最新傾向
- II. ブラジルにおける会社清算手続

2015年
11月号

I. キャッシュ・アウト実務の最新傾向

執筆者: 松尾 拓也

1 改正会社法により新たに加わったキャッシュ・アウト手法

本年5月1日に施行された会社法改正(以下、「本改正」といいます。)により、(a)特別支配株主の株式等売渡請求と、(b)株式併合が新たなキャッシュ・アウト手法の選択肢として加わったことは、本ニュースレター2015年7月号に掲載の拙著「改正会社法下でのキャッシュ・アウト最新実務」に記載したとおりですが、本稿では、本改正を踏まえ、現時点までにキャッシュ・アウト実務がどのように変わってきているかを、実例の傾向を分析しつつ、ご紹介いたします。

2 キャッシュ・アウト案件におけるスキーム選択の最新傾向

本改正が施行された本年5月1日以降に開始された公開買付けに関する公開買付届出書において、二段階目の取引としてキャッシュ・アウトを予定している旨が記載されていた事例をピックアップすると以下のとおりです。

	公開買付者	対象会社	公開買付開始日	届出書に記載されたキャッシュ・アウト手法	備考
1	(株)モスト・ユー	ウライ(株)	2015/11/12	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	【TOB 期間中】
2	日本生命保険相互会社	三井生命保険(株)	2015/11/9	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	【TOB 期間中】
3	(株)ビッグモーター	(株)ハナテン	2015/11/2	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	【TOB 期間中】
4	イオンディライト(株)	(株)白青舎	2015/10/28	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	【TOB 期間中】
5	アルピコホールディングス(株)	(株)マツヤ	2015/10/16	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	【TOB 期間中】

本ニュースレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法又は現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所又は当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-5562-8352 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

6	NCSC ホールディングス(株)	情報技術開発(株)	2015/9/14	株式併合	約 23%保有株主と非応募合意あり 【株式併合実施に向け臨時株主総会の準備中】
7	QAON 合同会社	(株)ビットアイル	2015/9/9	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	【株式等売渡請求の手中】
8	スキャンポフォーマ合同会社	(株)アールテック・ウエノ	2015/8/27	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	【株式等売渡請求の手中】
9	高島(株)	小野産業(株)	2015/8/14	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	【株式等売渡請求で 100%化完了】
10	FT ホールディングス(株)	日本バイリーン(株)	2015/8/10	株式併合	75%株主・25%株主体制を予定 【株式併合実施に向け臨時株主総会の準備中】
11	(株)EG インベストメント	(株)エコグリーン	2015/7/31	全部取得条項付種類株式	約 82%保有株主と非応募合意あり 【その他全員応募のためキャッシュ・アウト不要】
12	(株)ZE ホールディングス	栄光ホールディングス(株)	2015/6/19	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	【株式等売渡請求で 100%化完了】
13	(株)ツルハホールディングス	(株)レデイ薬局	2015/6/2	全部取得条項付種類株式 (or 株式併合)	51%株主・49%株主体制を予定 【株式併合でキャッシュ・アウト完了】
14	テンプスタッフ(株)	(株)P&P ホールディングス	2015/5/13	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	【株式等売渡請求で 100%化完了】
15	マーレジャパン(株)	国産電機(株)	2015/5/1	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合 (or 全部取得条項付種類株式)	【株式等売渡請求で 100%化完了】

※2015 年 11 月 20 日現在

この表からは、以下の実務傾向が読み取れます。

- ① 本改正の施行当初こそ、本改正以前において圧倒的な主流であった全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュ・アウト手法に言及する公開買付届出書が散見されたものの(上記 11・13・15 の事例)、その後、本改正下でのキャッシュ・アウト実務が定着するにつれて、全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュ・アウト手法に言及する公開買付届出書は見られなくなった。
- ② 現時点で既に、(i)公開買付けで 90%以上を獲得した場合には株式等売渡請求を用いるキャッシュ・アウト手法、(ii)90%未満の獲得にとどまった場合には株式併合を用いるキャッシュ・アウト手法を選択するという本改正を踏まえた実務がほぼ確立されたと言って差し支えない状況である。
- ③ 但し、キャッシュ・アウト実施後に 2 名以上の株主が残る想定の実務の場合(上記 6・10・11・13 の事例)には、保有議決権割合 90%以上の株主(すなわち特別支配株主)が生じないため、株式等売渡請求を用いるキャッシュ・アウト手法を採用することができないことから、当初から株式等売渡請求を用いるキャッシュ・アウト手法は想定されておらず、特に近時の事例においては株式併合を用いるキャッシュ・アウト手法のみが想定されており、また実際に株式併合が用いられる方向である。

なお、このような実務傾向となっている背景事情については、上述の本ニューズレター2015 年 7 月号に掲載の拙著、及び、松尾拓也＝若林義人＝西村美智子＝中島礼子著『スクイーズ・アウトの法務と税務－改正会社法で広がるキャッシュ・アウトの選択肢』(共著、中央経済社、2015 年 8 月 1 日発行)に詳述しております。

3 キャッシュ・アウト案件における新株予約権の取扱いに関する最新傾向

上記表の 15 事例のうち、対象会社が新株予約権を発行していた事案は以下の 6 件であり、各新株予約権について公開買付届出書に記載された買付価格とその根拠は以下のとおりです。

	公開買付者	対象会社	公開買付開始日	届出書に記載されたキャッシュ・アウト手法	公開買付届出書に記載された新株予約権 1 個当たりの買付価格と根拠
3	㈱ビッグモーター	㈱ハナテン	2015/11/2	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	297 円 (根拠:本新株予約権にはもともと、1 個 297 円で対象会社が取得できる旨の取得条項が付されているため。)
6	NCSC ホールディングス(株)	情報技術開発(株)	2015/9/14	株式併合	1 円 (根拠:行使条件に照らすと、公開買付者が取得したとしても行使できないため。)
7	QAON 合同会社	㈱ビットアイル	2015/9/9	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	1円～595,000円 (根拠:複数種類の新株予約権が発行されているところ、その行使価額が株式の買付価格922円を上回るものは1円、下回るものは(922円－行使価額)×目的株式数によって算出。)
8	スキャンポフォーマ合同会社	㈱アールテック・ウエノ	2015/8/27	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	1,899円～379,800円 (根拠:複数種類の新株予約権が発行されているところ、いずれもその行使価額が株式の買付価格1,900円を下回るものであったため、(1,900円－行使価額)×目的株式数によって算出。)
10	FT ホールディングス(株)	日本バイリーン(株)	2015/8/10	株式併合	1 円 (根拠:行使条件に照らすと、公開買付者が取得したとしても行使できないため。)
14	テンプスタッフ(株)	㈱P&P ホールディングス	2015/5/13	【90%以上】 株式等売渡請求 【90%未満】 株式併合	30,400 円～50,300 円 (根拠:複数種類の新株予約権が発行されているところ、いずれもその行使価額が株式の買付価格 504 円を下回るものであったため、(504 円－行使価格)×目的株式数によって算出。)

ここでも、本改正の施行前の実務からの変更が見られます。

すなわち、本改正の施行前の実務においては、役員に対するストック・オプションとして発行された新株予約権には、公開買付者が取得しても自ら行使できないような行使条件が通常付されていることから、(そのような新株予約権は公開買付者にとっては価値のないものであると整理して、)1 個当たりの公開買付価格を 1 円に設定する事例が多かったのですが、本改正後においては、上記表の 7・8・14 の事例のように、株式に関する公開買付価格と各新株予約権の行使価額の差額に各新株予約権の目的株式数を乗じた金額を各新株予約権 1 個あたりの公開買付価格とする事例が増加しています。他方で、本改正後においても、上記表の 6・10 の事例のように、従前の実務と同様の理由付けで新株予約権 1 個当たりの公開買付価格を 1 円に設定している事例も見られます。

では、なぜこのような差異が生じているのでしょうか。その理由は、キャッシュ・アウト手法として株式等売渡請求を用いることを想定した事例であったか否かの違いにあるものと考えられます。すなわち、公開買付け後に、株式等売渡請求を行使し、新株予約権をもその対象に含める理論的可能性を想定している事例の場合、当該請求の承認権者であり、この場面では新株予約権者に対しても注意義務を負うと解されている対象会社の取締役会に承認してもらえるだけの価格(すなわち当該新株予約権の客観的な価値相当額)を株式等売渡請求の対価として提示する必要があり、公開買付者が当該提示価格を整合的に説明するためには、第一段階目の取引である公開買付けにおける新株予約権に係る買付価格も同等の価格にするのが妥当であるという考え方に基づくものであると推測されます。このような議論は、上記拙著『スクイーズ・アウトの法務と税務－改正会社法で広がるキャッシュ・アウトの選択肢』を含め、本改正の施行前に刊行された一部の書籍・論文等で既になされていたものですので、その議論にそった実務が定着し始めていると見ることができます。

なお、そのような価格設定がなされた上記表の 7・8・14 の事例のうち、8 と 14 の事例においては、実際には各新株予約権はその全てが公開買付期間中に行使されるか又は対象会社により取得されており、結果的に株式等売渡請求の対象には含まれませんでした。また、7 の事例についても、公開買付けにおける買付価格が 1 円とされた 1 種類の新株予約権を除く全ての新株予約権について同様でした。このように、株式等売渡請求を行使し、新株予約権をもその対象に含める理論的可能性を想定して各新株予約権に 1 円を上回る公開買付価格を付けた事例であっても、実際には各新株予約権の処理が株式等売渡請求の行使前に完了し、当該請求の対象に含める必要がない結果となっている事例が一般的であることにも留意が必要です。



まつお たくや
松尾 拓也

西村あさひ法律事務所 パートナー 弁護士

t.matsuo@jurists.co.jp

国内外の M&A、組織再編、資本・業務提携等の案件に多数関与。株主総会対応、コーポレート・ガバナンス、役職員の報酬体系の構築、危機管理対応などを含む一般企業法務にも豊富な経験を有する。創業家系の大株主がいる会社を巡る諸問題(ガバナンス、効率的な資本政策、IPO、M&A、事業承継・相続など)にも注力している。

Ⅱ. ブラジルにおける会社清算手続

執筆者: 清水 誠

1 はじめに

日本とブラジルは今年外交関係樹立 120 周年を迎え、ブラジルは日本国外においては日系人の最大のコミュニティを抱えており、日本企業も多数進出しているなど、両国は古くから親密な関係にあります。また、ブラジルは、その人口及び年齢分布や中間層が拡大している状況などから、中長期的に見て日本企業にとって魅力的な市場であると目されています。しかしながら、ブラジルの足元の経済停滞やリアル安等から、現在、少なくないブラジル進出日本企業が事業上、財務上の困難に直面しており、ブラジルからの撤退を検討している企業も出てきていると思われます。

ブラジルの事業から撤退するための現地法人の処理の方法としては、清算のほか、倒産手続を利用する方法(ブラジルにおいては、破産手続、会社更生手続(recuperação judicial; 日本における会社更生法や米国における Chapter 11 に基づく手続に類似)及び裁判外再生手続(日本の私的整理手続に類似)が存在します。)や現地法人を(備忘価格等で)第三者に売却する方法等が考えられますが、本稿においては、日本企業がまず最初に検討するであろう清算手続の概要及び実務上の留意点について解説します。

2 清算手続の概要

ブラジルの会社¹の典型的な清算手続は以下のとおりです。

- ① 出資者総会における、会社の解散、清算開始及び清算人選任の決議
- ② 上記①の決議日から 30 日以内に、出資者総会の議事録の州商業登記所への登記並びに官報及び新聞紙上における公告
- ③ 清算人による資産換価、債務弁済、関係当局の必要手続等の手続
- ④ 出資者総会における解散条項の執行及び会社消滅の決議
- ⑤ 解散条項の執行日から 30 日以内に、解散条項の州商業登記所への登記並びに官報及び新聞紙上における公告

¹ 本稿において、ブラジルの会社とは、ブラジルにおけるもっとも一般的な法人形態であり、日本企業のブラジル子会社の法人形態としてもよく用いられている合同会社(sociedade limitada)を意味するものとします。なお、ブラジルにおける法人形態及びその概要については、山口勝之＝森本大介＝清水誠「ラテンアメリカ進出法務の基礎(1)」NBL1058 号(2015)35 頁参照。

上記③の関係当局の必要手続の一環として、法人税登録番号(CNPJ)の更新手続や社会保険院(INSS)及び失業保険基金(FGTS)からの証明書取得等が必要となります。

日本企業を含む外国企業のブラジル子会社を清算する場合、実務上、清算人及び清算業務は、外部の会計事務所やエージェント等に委託する場合がございます。

3 ブラジルの清算手続における留意点及び実務上の対応策

(1) 租税債務の処理

上記のとおり、ブラジルの会社の典型的な清算手続は、日本における株式会社の清算手続と比較的類似しているものの、日本における清算と比較して遥かに時間を要することがしばしばあります。

その大きな理由として、税務当局との問題があります。すなわち、ブラジルにおいては、税制が極めて複雑かつ頻繁に改正されることやルールも日本と比較して解釈の余地が大きいことから、会社が意図せず税法違反となる処理をしてしまうことがしばしばあります。加えて、税務当局も税務上の問題を行政上及び司法上の手続を通じて処理しようとする傾向があることから、日本企業のブラジル現地法人であっても多くの税務紛争ないしはその原因を抱えていることが一般的です。上記のとおり、ブラジルの会社が清算手続を進めるためには CNPJ の更新を行う必要があり、これによって連邦及び地方自治体レベルの税務当局はその会社が清算を行おうとしていることを認知します。清算手続が完了してしまうと租税債務の回収も不可能になるため、税務当局は清算手続に入った会社の税務調査を行うことがしばしばあり、その結果、当局から税法違反と見られる事項が発見されるとその処理が終わるまでは清算が終了できないこととなるため、会社の清算には長期間を要することとなります。

この問題を回避するため、実務上は、会社の事業を休止した後、清算手続に入る前に休眠会社化して租税債務の時効期間が経過した後に清算手続を開始するということが行われることがあります。この場合、租税債務の時効が完成する前には清算終了できないこととなりますので、相応の時間を要することとなりますが、休眠会社である間に生じる事務手続等の負担は限定的ですので、大きな負担なく清算手続を完了できることが期待できます。

(2) 労働債務及び環境債務の連帯責任

また、労働債務及び環境債務に関する清算会社の関係会社の連帯責任に留意する必要があります。

すなわち、清算会社の負債が資産の額を超過する場合、通常清算手続により会社を消滅させることはできず、破産手続を申し立てることになります。そして、破産手続において負債の一部を弁済し、残りの負債は消滅することとなります。あるいは、債務超過のため会社を清算できないことを理由に当該会社を清算せず放置するという選択肢もあり得ます。しかし、ブラジル労働法上、債務会社と同一の「経済グループ」に所属する会社は、労働債務を連帯して負担することとされています。環境法に基づく債務についても同様に一定の関係会社等が連帯債務を負うことがあります。このため、ある日本企業のブラジル子会社が労働債務ないし環境債務を全部弁済しないまま、破産したり、清算せず放置されたりした場合、当該ブラジル子会社の親会社である日本企業やその日本企業の他のブラジル子会社がこれらの労働債務ないし環境債務を負担する場合があります。そのため、清算対象となるブラジル子会社が債務超過である場合、特にブラジルにおいて他に子会社を有している場合や将来ブラジルへの再進出の可能性がある場合には、必要に応じ当該子会社に返済原資を提供した上で、少なくとも連帯債務の原因となる労働債務や環境債務は全部弁済することを検討する必要があります。

4 まとめ

以上を踏まえると、ブラジルの子会社の清算については、以下の選択肢を検討することになります。

選択肢	長所	短所
未払債務(特に労働債務及び環境債務)を完済せず事業を休止	- 追加コストが生じない	- 通常清算できない - 連帯債務の問題→他のブラジル子会社への影響及びブラジルへの再進出の障害
未払債務を完済した上で直ちに清算	- 連帯債務の問題が生じない	- 未払債務の弁済のための資金を要する - 税務調査が開始された場合、時間を要する
既に認識している未払債務を完済した上、租税債務の時効期間休眠会社化した後に清算	- 税務当局の関心を引かず、税務調査が開始されないことが期待される	- 未払債務の弁済のための資金を要する - 清算の終了まで時間を要する



しみず まこと
清水 誠

西村あさひ法律事務所 アソシエイト 弁護士

m2_shimizu@jurists.co.jp

2004年弁護士登録。2012年～2013年 Paul, Weiss, Rifkind, Wharton and Garrison 法律事務所(ニューヨーク及び東京)、2013年～2014年 Pinheiro Neto 法律事務所(サンパウロ)出向のほか、中南米諸国における実務経験を有する。現在、M&A を中心とするコーポレート案件に従事するとともに、ブラジルを中心とした中南米各国における日本企業の事業展開について幅広く助言している。

論文情報 (2015 年 9 月～2015 年 11 月)

- * 「ラテンアメリカ進出法務の基礎(3・完)」 山口勝之・森本大介・清水誠、NBL No.1062(2015 年 11 月 15 日号)
- * 「M&A 契約研究会 第 2 回「表明・保証」」 中山龍太郎、論究ジュリスト No.15(2015 年秋号)
- * 「監査等委員としての実務対応 - 監査役との違い - (下)」 武井一浩、月刊監査役 No.646(2015 年 11 月号)
- * 「市場参入のチャンス拡大! 中国医療機器関連法改正による規制緩和」 張翠萍・郭望、ビジネス法務 2015 年 12 月号
- * 「ラテンアメリカ進出法務の基礎(2)」 山口勝之・森本大介・清水誠、NBL No.1060(2015 年 10 月 15 日号)
- * 「日本企業の視点から見たブラジル M&A の実務の最新動向」 清水誠、株式会社アミダスパートナーズ Website
- * 「フランス語圏のアフリカ諸国における法務(下)」 山口勝之・菅悠人、国際商事法務 Vol.43 No.10(2015 年 10 月号)
- * 「コーポレートガバナンス・コードへの対応」 武井一浩、日経研月報 2015 年 10 月号
- * 「わが国におけるスピノフに関する法制上・税制上の課題」 太田洋、証券アナリストジャーナル(2015 年 10 月号)
- * 「改正個人情報保護法の実務ポイント」 柴田寛子、Website「法と経済のジャーナル Asahi Judiciary」
- * 「監査等委員としての実務対応 - 監査役との違い - (上)」 武井一浩、月刊監査役 No.645(2015 年 10 月号)
- * 「平成 27 年度監査役監査基準の改定について - 平成 26 年会社法改正及びコーポレートガバナンス・コードへの対応 -」 武井一浩、月刊監査役 No.645(2015 年 10 月号)
- * 「「コーポレート・ガバナンスの実践」に関する会社法の解釈指針について」 山口勝之・菅悠人、国際商事法務 Vol.43 No.9(2015 年 9 月号)
- * 「フランス語圏のアフリカ諸国における法務(中)」 山口勝之・菅悠人、国際商事法務 Vol.43 No.9(2015 年 9 月号)
- * 「ラテンアメリカ進出法務の基礎(1)」 山口勝之・森本大介・清水誠、NBL No.1058(2015 年 9 月 15 日号)
- * 「IBM 事件東京高裁判決の検討」 太田洋、月刊国際税務 Vol.35 No.9(2015 年 9 月号)
- * 「自社株公開買付けと他社株公開買付けの価格差組合せ取引の検討 - 増進会出版社による栄光ホールディングスの完全子会社化事例を踏まえて - 」 森本大介・浅岡義之・安井桂大・高田陽介、旬刊商事法務 No.2077(2015 年 9 月 5 日号)
- * 「コーポレートガバナンス・コードへの対応」 武井一浩、ジュリスト No.1484(2015 年 9 月号)

セミナー情報 (2015 年 9 月～2015 年 11 月)

開催予定

- * **申込受付中**「種類株式を活用した M&A・資金調達の実務」 大井悠紀

開催日: 2015 年 11 月 27 日(金)

お申込・詳細: <http://www.jurists.co.jp/ja/seminar/article_18536.html>

開催済

- * 株式譲渡の際の留意点及び株式譲渡契約作成の際のポイント 森本大介
- * 企業再編・M&A の基礎 鈴木正靖
- * 改正会社法をふまえた会社分割の最新実務知識 森本大介
- * グループ会社管理をめぐる法的留意点と実務対応 森本大介
- * テック M&A 2.0: 変化し続けるビジネス環境の中で、どのようにクロスボーダー案件を進めるべきか。 中山龍太郎
- * コーポレートガバナンス・コードの導入と企業への影響 岩倉正和
- * 業績連動報酬の導入と課題 柴田寛子
- * 平成 27 年度 第 3 回「成長市場対策委員会」 久保光太郎・臼杵弘宗・ディーパク・シンマー
- * 種類株式の評価と普及見通し 太田洋
- * チャンスの創出: 日本でのノンコア 事業・不採算事業の売却と処分 藤本欣伸
- * メキシコ投資リーガルセミナー 山口勝之・清水恵・大井悠紀・松平定之・Juan Carlos Serra
- * 海外子会社まで踏まえたグループ会社管理のポイント 森本大介

当事務所は、M&A 分野における日本のリーディング・ファームとして、多様な業種の事業会社及び投資ファンド等による、様々な手法を用いた企業買収、グループ内事業再編、事業再生型 M&A、ゴーイング・プライベート、MBO、その他あらゆる種類の M&A 案件を取り扱っております。また、クロス・ボーダー案件についても、アウトバウンド・インバウンド案件双方について、欧米に限らず、近年増加しているアジア諸国の M&A 案件を含め、多数の案件に関与しております。当事務所は、M&A 分野に関する最先端の知識並びに豊富な経験及びノウハウに基づき、また、必要に応じて、他の分野及び実務の動向に精通した当事務所の多数の弁護士・外国法事務弁護士等と協働することにより、迅速かつ的確なリーガルサービスを提供しております。

本ニューズレターは、クライアントの皆様のニーズに即応すべく、M&A 分野に関する最新の情報を発信することを目的として発行しているものです。西村あさひ法律事務所では、他にもアジア・中国・ビジネススタックスロー・金融・事業再生等のテーマで弁護士等が時宜に合ったトピックを解説したニューズレターを執筆し、随時発行しております。バックナンバーは<<http://www.jurists.co.jp/ja/topics/newsletter.html>>に掲載しておりますので、併せてご覧ください。