

公開買付けに関する諸論点③ -公開買付けを用いた上場会社の合併会社化-

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

Contents

- 上場会社の合併会社化のための主要なスキーム
- 公開買付けに関するルール上の留意点(強制公開買付け及び公開買付け対価の均一性)
- 上場会社の合併会社化に関するその他の留意点

上場廃止を目的とした公開買付けを行おうとする場合、単独で完全子会社化することを目的とすることが一般的ではあるものの、実務上、合併パートナーを招聘の上、対象会社である上場会社を合併会社化したいというケースもあります。このようなケースの典型例としては、以下を挙げることができます。

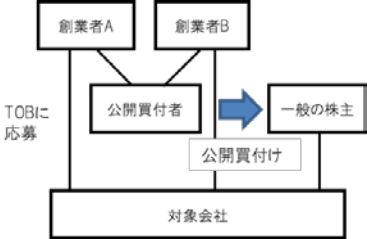
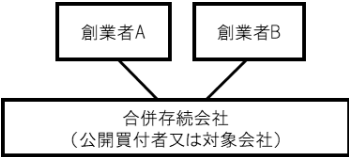
- A) 創業者グループによる MBO(いわゆる純粋 MBO)や、創業者とファンドが協力して行う MBO(いわゆるファンド MBO 案件)
- B) 複数の買付者が共同して行う共同公開買付け
- C) 単独の公開買付けではあるが、特定の株主が公開買付け後も株主として残る場合、又は非株主が公開買付け後に新しく株主となる場合

今回は、上場会社の合併会社化のために公開買付けを実施しようとする場合の実務上の留意点について説明していきます。

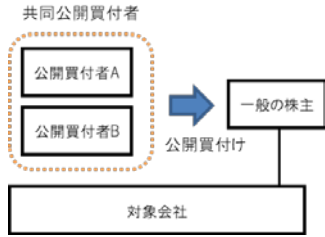


なお、以下に記載するとおり、上場会社の合併会社化は、強制公開買付け(金融商品取引法(「法」)27 条の 2 第 1 項)や公開買付け価格の均一性(法 27 条の 2 第 3 項)などの公開買付けに関する各種ルールを十分に分析する必要があり、また、実際にこれを行おうとする場合には、スキームや開示方法に関して金融庁・関東財務局との間で事前の協議を経る必要がある点に十分留意する必要があります。

1. 上場会社の合併会社化のための主要なスキーム


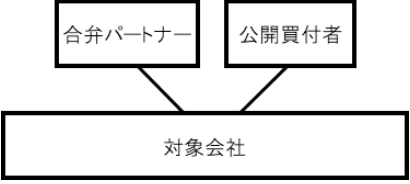

上場会社の合併会社化を目的としたスキームは様々なものがありますが、実務上、典型的に使用される手法は以下のとおりです。

	スキーム	概要	典型的なスキーム図	実際の例(注1)
1.	合併会社による 公開買付け ¹	<ul style="list-style-type: none"> ■ 合併パートナーと共同して合併会社を設立の上、当該合併会社を公開買付者として公開買付けを実施する。 ■ (下記スキーム 2 乃至 4 についても当てはまるが)公開買付けの決済資金として金融機関からの借入れを行い、対象会社の全資産に担保を設定することとなる場合には、公開買付者と対象会社との間で合併がなされる場合が多い。 ■ 合併パートナーが既に対象会社株式を保有している場合には、それについて公開買付けに応募する場合と、そのまま保有し続ける場合がある。 	<p><ステップ 1(公開買付け・スクイズアウトの実施)></p>  <p><ステップ 2(公開買付者と対象会社の合併(完成図))></p> 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 各種 MBO(いわゆるファンドが関与しない純粋 MBO の場合によくみられる。)。例えば、エタニティ株式会社による常磐開発株式会社への公開買付け(2020 年)

1 全ての事例を網羅的に記載しているものではない点についてご注意ください。


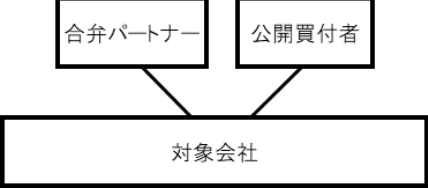
	スキーム	概要	典型的なスキーム図	実際の例(注1)
2.	共同公開買付け ²	<ul style="list-style-type: none"> ■ 合併パートナーと共に共同公開買付者となり、公開買付けを実施する。 ■ 共同公開買付けによる取得割合は、共同公開買付者間で自由に設定が可能だが、共同公開買付けの後に、合意された合併比率の達成のために、議決権割合の調整を目的として共同公開買付者間にて株式の譲渡がなされることもある。 	<p>＜ステップ1(共同公開買付け・スクイズアウトの実施)＞</p>  <p>＜ステップ2(完成図)＞</p> 	<ul style="list-style-type: none"> ■ KDDI 株式会社・電源開発株式会社による株式会社エナリスへの公開買付け(2018年) ■ 東レ株式会社・三井物産株式会社による曾田香料株式会社への公開買付け(2017年) ■ 株式会社GIT・株式会社ビーエスエスによるポケットカード株式会社への公開買付け(2017年)
3.	単独公開買付け (合併パートナーが株主)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 合併当事者の一方当事者が単独で公開買付けを実施する。 ■ 対象会社の株主である合併パートナーが公開買付けに応募するかどうかでタイプが分かれる。 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 合併パートナーが公開買付けに応募する場合、①対象会社への出資又は②公開買付者からの取得により、公開買付者や対象会 	<p>＜ステップ1(公開買付け・スクイズアウトの実施)＞</p> 	<ul style="list-style-type: none"> ■ FC ホールディングス合同会社による富士通コンポーネント株式会社への公開買付け(富士通株式会社が公開買付けに応募。対象会社による自己株取得や株式の種類の変更により合併比率を達成)(2018年) ■ 日本生命保険相互会社による三井生命保険株式会社への公開買

2 同一のグループ会社又はそれが運用するSPCが株主となる合併会社が公開買付者となる場合や、同一のグループ会社又はそれが運用するSPCが共同公開買付者となる場合を除きます。

	スキーム	概要	典型的なスキーム図	実際の例(注1)
		<p>社の株主となることで合併会社が完成する。</p> <p>➤ 合併パートナーが公開買付けに応募の場合であっても、目標としている合併比率の実現のために、その後に公開買付者と合併パートナー間で対象会社(又は公開買付者)の株式の譲渡がなされることがある。</p>	<p>＜ステップ 2(スクイズアウト実施後(合併パートナーが公開買付けに応募する場合))＞</p>  <p>＜ステップ 3(完成図(合併パートナーが、①対象会社に出資か、②公開買付者から株式を取得する))＞</p> 	<p>付け³(大株主が公開買付けに応募後、再び公開買付者から対象会社の株式を取得)(2015年)</p> <p>■ その他、ファンドと協同して行うファンドMBO案件(但し、対象会社ではなく、公開買付者の株式を取得する場合も多い。)</p>
4.	<p>単独公開買付け (合併パートナーが非株主)</p>	<p>■ 合併当事者の一方当事者が単独で公開買付けを実施する。</p> <p>■ 非株主である合併パートナーが、公開買付け後に、(①対象会社への出資又は②公開買付者からの取得により)対象会社の株主となることで、合併会社が完成する。</p>	<p>＜ステップ 1(公開買付け・スクイズアウトの実施)＞</p> 	<p>■ HKE ホールディングス合同会社による株式会社日立国際電気に対する公開買付け(公開買付けの後、公開買付者が、①株式会社日立製作所⁴、及び②日本産業パートナーズ株式会社が管理・運営・情報提供等を行うファンドが出資する会</p>

3 厳密には、三井生命保険株式会社は、公開買付け開始時、有価証券報告書の提出義務のある会社ではありますが、上場会社ではありません。

4 株式会社日立製作所はもとも対象会社の株主ですが、公開買付けに応募せず、その後に行われた対象会社による自己株式取得により全ての株式を売却の上、公開買付者から株式の譲渡を受けています。

	スキーム	概要	典型的なスキーム図	実際の例(注1)
			<p data-bbox="981 304 1413 331"><ステップ 2(スクイズアウト実施後)></p>  <pre> graph TD A[公開買付者] --- B[対象会社] </pre> <p data-bbox="981 547 1648 624"><ステップ 3(完成図(合併パートナーが、①対象会社に出資か、②公開買付者から株式を取得する))></p>  <pre> graph TD C[合併パートナー] --- D[対象会社] E[公開買付者] --- D </pre>	<p data-bbox="1715 304 2119 384">社へ、20%ずつ株式を譲渡) (2017年)</p>

2. 公開買付けに関するルール上の留意点(強制公開買付け及び公開買付けの均一性)

(1) 合併パートナーが公開買付け以外の方法で対象会社の株式を取得する場合の留意点

共同公開買付けを採用しない場合、合併パートナーはどこかのタイミングで対象会社の株式を取得することとなりますが(既に合併パートナーが対象会社の株式を所有している場合であっても、合併比率の調整のために株式を取得する必要があることがあります。)、通常、合併パートナーは公開買付者の実質的特別関係者(法 27 条の 2 第 7 項 2 号)に該当することとなるため、合併パートナーが対象会社の株式を取得するタイミングについて留意が必要です。

すなわち、

- ① 公開買付けの前: 合併パートナーが株式を取得することで急速買付け(法 27 条の 2 第 1 項 6 号、金融商品取引法施行令(「令」)7 条 7 項 2 号)の 5%超要件を満たす可能性が生じる点(それにより公開買付けを一定期間実施することができなくなる可能性)
- ② 公開買付け期間中: 合併パートナーが株式を取得することで別途買付けの禁止(法 27 条の 5)に抵触する可能性
- ③ 公開買付け終了後: 対象会社が有価証券報告書の提出義務が消滅又は免除とならない時点で、合併パートナーが株式を取得することは、3 分の 1 ルール(法 27 条の 2 第 1 項 2 号)に反する可能性についてそれぞれ留意する必要があります⁵。

上記を受けて、合併パートナーが対象会社の株式を取得する時点は、スクイズアウト後(有価証券報告書の提出義務が消滅又は免除となった後)とする等の対応が採られることが通常です(詳細は下記 3(4)を参照ください。)

なお、上記と同様のことが、公開買付者が合併パートナーから対象会社の株式を取得する場合にも当てはまります(但し、合併パートナーが公開買付者にとって、1 年以上形式的特別関係者に該当する場合(法 27 条の 2 柱書ただし書き、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(以下「府令」)3 条 1 項)等、強制公開買付けの適用除外となる買付け等の場合は除きます。)

(2) 合併比率の実現のために、公開買付者と合併パートナーとの間で対象会社の株式の譲渡を行う場合、公開買付け価格の均一性の要請に留意すること

上記のとおり、合併パートナーと合意した合併比率の達成のために、公開買付者と合併パートナーの間で、対象会社の株式の取引(①公開買付者が合併パートナーから取得すること、及び②合併パートナーが公開買付者から取得すること)を行うことがあります。

上記の①において公開買付者が合併パートナーから公開買付け価格よりも高値で取得する行為や、上記の②にお

⁵ より厳密に言えば、公開買付けが強制される「株券等の買付け等」は、株券の取得に関する契約の締結を含みますので、契約の締結のタイミングに留意する必要があります(例えば、予め、株券等の譲渡に関する契約を締結する場合であっても、契約の効力発生に停止条件を付したり、株券等の譲渡実行のための前提条件を工夫したりすること等により、有価証券報告書提出会社でなくなつてから初めて譲渡が実行される形とすることで、当該契約の締結により直ちに強制公開買付けがトリガーしないのではないかという議論が実務上なされることがあります。)

いて(合併パートナーが公開買付けに応募をしているという前提で)合併パートナーが公開買付者から公開買付価格よりも安値で取得する行為(例えば、1株100円の公開買付けに応募しつつ、その後、1株80円で公開買付者から取得する行為)は、公開買付けに応募した一般株主よりも合併パートナーが利益を享受している外観が生じるため、公開買付価格の均一性の要請に反しているのではないかといった問題が生じ得ます(法27条の2第3項、令8条3項)。なお、上記のように、合併パートナーが公開買付けに応募したにもかかわらず、その後、公開買付者から対象会社の株券等を取得するというのは、一見不自然のようにも見えます(最終的に、対象会社の株券等を所有するのであれば、全部又は一部を公開買付けに応募しないことでも達成し得るためです。)。しかし、合併パートナーの所有割合が小さい場合には、スクイズアウト後、合併パートナーが端株主となってしまうことから、上記の②のような方法が検討されることがあります。

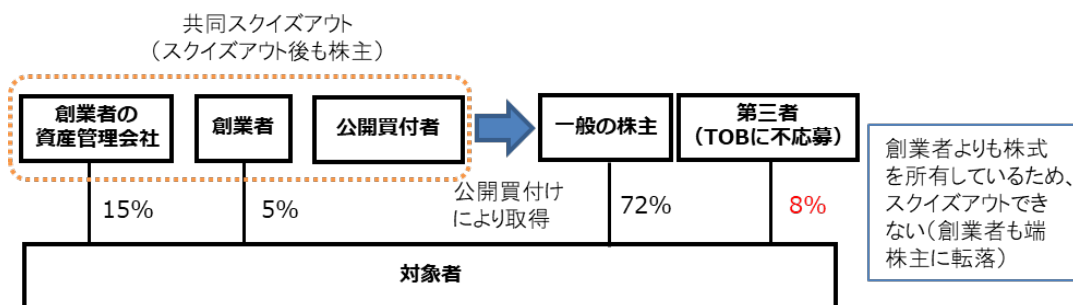
3. 上場会社の合併会社化に関するその他の留意点

上場会社による合併会社化を実現する上での留意点は様々なものがありますが、以下にて法務の観点から特に留意すべき事項について記載します。

(1) 第三者の介入リスク

上場会社の合併会社化を実現する上で、通常、スクイズアウトを行うこととなりますが、スクイズアウト後において複数の株主が、引き続き対象会社の株主であり続けるスキームとする場合(例えば、単独での公開買付けに合併パートナーが応募せず、スクイズアウト後も合併パートナーが株主であり続ける場合。上記1のスキーム3をご参照ください。)(以下、スクイズアウト後に複数の株主が残り続けるスクイズアウトを「共同スクイズアウト」といいます。))には、第三者による株式の買い集めや、他の大株主の公開買付けへの不応募により、合併パートナーよりも高い比率の株券等所有割合を有する株主が生じる可能性(以下「第三者介入リスク」といいます。))が存在します。

< 第三者介入リスクが具体化した場合 >



第三者介入リスクが具体化した場合でも、共同スクイズアウトから単独スクイズアウトに切り替えた上で、単独スクイズアウト後に合併パートナーに株式の譲渡を行うという方法でも、最終的な合併パートナーとの合併会社化という目的は達成し得ます。しかし、その場合、合併パートナーは一度株式をスクイズアウトにより手放すことが必要となり、合併パートナーに譲渡益課税が発生する可能性があります。合併パートナーにこのような課税を避けたいといった要望等がある場合には、この方法を採用する上でさらなる検討を要することとなります。

なお、上記のほかにも、共同スクイズアウトを維持しつつも、議決権所有割合の小さい合併パートナーから大きい合併パートナーに対して株式の貸株をすることで、合併当事者以外の第三者はスクイズアウトされつつも、合併パートナーはスクイズアウトされず株主であり続けるという方法もあります。但し、この方法を採用する場合、当該貸株に関する合意が強制公開買付けに該当しないことが前提となりますので⁶、実務上は、適用除外買付け(典型的には、貸株を行う当事者が1年以上形式的特別関係者に該当することの要件を満たすなどの方法)を確保した上でこれを行うこととなります⁷。

(2) 合併パートナーの譲渡益課税の問題

上記(1)のとおり、合併パートナーが、既に対象会社の株主である場合には、上場会社の合併会社化を達成する上で、対象会社の株式を譲渡することによる譲渡益課税を回避したいという要望を有する場合があります。

しかし、特に合併パートナーが所有する株式数が小さい場合には、スクイズアウト後に公開買付け・合併パートナーのみの株主構成を達成できない可能性が生じます。この場合には、合併パートナーに対して、公開買付けに応募するよう、又はスクイズアウトされることに応諾するよう働きかける必要が生じ得ます。

(3) 共同公開買付けに関する理論上の未解決事項について

共同公開買付けは、公開買付け届出書の様式(府令第二号様式)の記載上の注意(1)にて、共同して公開買付けを行うことが想定されていることから、実務上、少なからず実施例がありますが、法令上、共同公開買付けを念頭においた規定は存在しません。

そのため、例えば、想定されなかった事情が発生した際(①共同公開買付けのうち一方のみに撤回事由が発生した場合に一方のみが撤回できるのか、②共同公開買付けのうち一方のみが公開買付けの決済のために必要な資金の確保が難しくなった場合、内部の取得割合に関する合意にかかわらず、応募した一般株主との関係で買付けに係る債務は連帯債務となってしまうのか等)の帰結が必ずしも明確ではなく、理論上の未解決事項は少なからず存在します。

共同公開買付けを実施する際には、理論上の未解決事項が少なからず存在するという点に留意の上、これを検討し、上記のような法令上想定されていなかった事情が生じた場合の取り扱いについて、少なくとも共同公開買付け間で共同公開買付け契約を締結し、予め合意をしておくことも考えられます。

(4) 出資か株式譲渡か

上場会社の合併会社化を達成する上で、公開買付け及びそれに続くスクイズアウトのみでは、合意された合併比率がそのまま実現されるとは限りません。

6 株券等の公開買付けに関するQ&A第6番及び第17番では、完全子会社化を達成するために必要な範囲での株券等の取得が強制公開買付けの対象外とされているにすぎません。なお、一般に貸株は株式の消費貸借とされていますので、株券等の買付け等に該当すると考えられています。

7 株式会社BCJ-48による株式会社麒麟堂ホールディングスへの公開買付け(2020年)においては、1年以上形式的特別関係者である残存株主の間で貸株を行う可能性があることが記載されています(スクイズアウトにより、株式数が極端に減少する結果、株式の返還ができなくなる可能性があることから、株式分割が行われる可能性についても言及されています)。

合意された合併比率を達成するためには、①合併当事者間での株式譲渡か、又は②対象会社又は公開買付者への出資(第三者割当て)が選択肢となります。一般の資本業務提携と同様、一定の株券等所有割合を実現する上で必要となる株式数は、既存株主からの譲渡の方が少なく済みます(すなわち、上記②は株式の希薄化が発生するため、上記①の方が効率的に目標とする議決権所有割合を実現できます。)

もっとも、ここで合併当事者間での株式譲渡を選択する場合(又は、第三者割当てによる方法であっても対象会社の自己株式の処分の方法による場合)には、当該譲渡が、強制公開買付けの適用対象とならないかについて留意する必要があります。すなわち、上記(1)に記載のとおり、合併当事者間の株式の移動であっても、通常、両者は実質的特別関係者となることから、当該株式の移動について公開買付けが求められる可能性があるため⁸、実務上は、以下の方法が採用されます。

- (ア) 株式譲渡に関する契約を締結するものの、公開買付け制度の対象とならない株券等となること(有価証券報告書提出義務の消滅・免除)を停止条件として設定し、左記の停止条件が成就した後に譲渡を行う
- (イ) 株券等の全ての所有者から、公開買付けによらず、買付けがなされることについて同意書を取得する(法 27 条の 2 第 1 項ただし書き、令 6 条の 2 第 1 項 7 号)
- (ウ) 株式譲渡に関する契約を締結せず、有価証券報告書提出義務の消滅・免除が発生した後に株式譲渡に関する契約を締結し、その上で、株式譲渡を実行する⁹

(5) 合併当事者間の合意の開示

これは、公開買付けの一般的な留意事項の一つですが、公開買付者が公開買付けに関連して締結した重要な契約は、実務上、その概要を公開買付届出書やプレスリリースに記載する必要があります。上場会社の合併会社化にあたっては、合併当事者間の合意(基本合意、共同公開買付契約や株主間契約)についても、その概要を開示する必要があります。

(6) スクイズアウトとしての株式等売渡請求の選択肢の確保

完全子会社化のためのスクイズアウトの手法としては、実務上、株式併合によるスクイズアウトと、株式等売渡請求によるスクイズアウトの 2 つがあります¹⁰。このうち、株式等売渡請求による場合、原則として、その完了後は 1 名の株主のみが存続することが予定されており、共同スクイズアウトは一般的に認められておりません。すなわち、支配株主完全子法人を株式等売渡請求の対象から除外することができるのみであり(会社法 179 条 1 項ただし書き。支配株主完全子法人は、典型的には、株式等売渡請求を行使する者の完全子会社を指

8 A と B が実質的特別関係者に該当する場合において、A から B への株式の移動によっても、B の株券等所有割合に変更はありませんが、当該株券等所有割合が 3 分の 1 を超えている場合には 3 分の 1 ルール(法 27 条の 2 第 1 項 2 号)との関係で問題となります。

9 例えば、譲渡対象となる株式数について目安(例えば、1%から 2%の間)のみ合意をしておくという方法が考えられます(株式譲渡契約は売買契約であるため、その本質的な要素は、譲渡する株式数と譲渡代金となりますが、価格の均一性の観点から譲渡代金については柔軟性がないため(上記 2(2)を参照ください。)、価格については、当事者間で自由に設定できない場合があるものと考えられます。)

10 もちろん、それ以外の手法によることも可能です。やや特殊な例ですが、株式交換がスクイズアウトの方法として選択される例もあります(株式会社りそなホールディングスによる株式会社関西みらいフィナンシャルグループに対する公開買付け(2020 年))。

します。)、それ以外の株主は、例え合併パートナーであっても株式等売渡請求の対象から除外することはできません。

そのため、共同スクイズアウトを実施する場合には、株式等売渡請求は利用できず、株式併合を利用せざるを得ないという場合が生じ得ます(株式併合によってもスクイズアウトは達成できますが、株主総会を開催する必要があるなど、一般に、株式等売渡請求よりも、スクイズアウトの完了のために要する期間が長期間に及ぶとされています。)

以上

-
- 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。