

NO&T Corporate Legal Update

コーポレートニュースレター

2020 年 7 月 No.2

合併事業に対する見直し・再編圧力に備える

弁護士 田子 弘史

はじめに

新型コロナウイルス感染症の世界的な流行が続いている。複数のセグメント・地域にわたる企業集団として事業を展開している多くの企業では、世界的な感染の終息に至らない現下の状況や、いわゆるポストコロナの世界に備えて、その事業構造・収益構造の見直しを迫られているものと思われるが、とりわけ上場企業においては経営戦略や経営計画を策定・公表し、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために事業ポートフォリオの見直しを行うことを求められている（コーポレートガバナンスコード 原則 5-2 参照。）。また、このような事業環境の変化を機に、グループガイドライン¹や事業再編研究会²で議論されているような事業ポートフォリオの見直しに向けた取り組みが加速することも考えられる。本稿では、例えば自社の完全子会社などと比較して、その事業の見直しや再編の取り組みが難しくなる傾向にある合併事業に関して、事業のリストラ等による縮小、事業売却、株式売却、合併会社への資金供給、合併パートナーの経営悪化等など、事業環境の悪化に伴い考えられる想定シナリオを幾つか設定しながら、その法律上の留意点について概説する。なお、国外の合併事業において採用される法人などの形態（いわゆるエンティティ）は、設立準拠法や税務上の考慮から様々なものが考えられるが、本稿では、論点を概説するという検討の便宜上、日本の会社法上の株式会社と同種の株主有限責任の法人とし、合併事業に対して有する持分は合併会社の「株式」、合併会社の機関も日本の株式会社の取締役会設置会社と同様のもの、とそれぞれ仮定して、日本の株式会社における用語をそのまま利用する。

また、本稿に続いて、アジア地域の海外オフィスで活躍している私達の同僚弁護士が、それぞれの法域における合併事業に対する見直し・再編に関する具体的な留意点を別途とりまとめ、ニュースレター等で解説させていただく予定であるので、是非、ご参照いただきたい。

想定シナリオと留意点

1. 株式の売却

合併会社の株式譲渡は、合併事業自体の継続企業価値を維持したまま投資回収を行い合併事業から完全撤退する方法又は合併解消の方法として、多くの場合、第一の選択肢であろう。一般論としても手続的に簡便である。合併パートナーに対する売却、第三者に対する売却、合併パートナーと共に第三者に売却する場合などが考えられる。

¹ 経済産業省が「コーポレート・ガバナンス・システム研究会（CGS 研究会）（第 2 期）」における議論に基づき策定し、2019 年 6 月 28 日に公表した「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」。

² 日本企業において事業ポートフォリオの新陳代謝、特にノンコア事業の切出しが進みにくい背景・要因を明らかにした上で、事業再編を積極的に行っている企業の取組を参考にしつつ、事業評価の仕組みの構築と開示等の在り方について検討を行うものとして経済産業省が組織した研究会。

(1) 合併契約の確認事項

一般的に合併事業は限定された合併当事者間での共同事業という性格を有しており、合併契約でも、(a)株式譲渡禁止に関する規定を設けるもの、(b)株式譲渡を可能とする規定を設けている場合であっても、(i)合併パートナーに優先買取交渉権や先買権を付与しているもの、(ii)一方当事者のコールオプション（売渡請求権）、プットオプション（買取請求権）、(iii)第三者売却の場合の tag-along（合併パートナーが保有する株式の売却時に自らが保有する株式を共同売却できる権利）や drag-along（自らが保有株式を売却する場合に合併パートナーの保有株式を共同して売却させることができる権利）などの規定が設けられていることがある。株式売却のために必要となる具体的な手続の中身、あるいはこれらの「権利としての強さ」がどの程度のものであるかは、個別の契約書における具体的な取り決め如何による。合併会社の株式譲渡についての具体的な計画を検討する際には、合併契約のこれらの規定を確認・評価する。

(2) 適用法令に関する確認・検討事項

合併契約は合併当事者間の合意に過ぎず、(a)株式譲渡の効力を発生させるためには合併会社の設立準拠法に基づく手続を経る必要があり、また、(b)設立準拠法が合併会社の定款(articles of incorporation/bylaws)等の社内規則にその手続の一部を定めることを委譲しているケースもある。さらに、(c)法令や定款に定められていなくても、例えば、登記・登録実務慣行により予想外の別段の手続を踏むことが必要となることもある。合併契約の確認に加えて、これら適用法令や現地の実務慣行の分析も必要となる。例えば、仮に合併契約に基づき保有株式を第三者に売却することが可能な場合であっても、これら法令、定款、商業登記・登録等の実務慣行に基づき合併パートナーが実質的に拒否権を有していると評価すべき場合もある。

(3) その他

上記の他にも、株式譲渡により政府許認可に悪影響が生じないか、具体的な合併事業の内容や買受候補者の属性によって外国投資家による投資の制限の対象とならないか、外国為替関連規制に基づき売却代金を受領することができるかなどが、株式譲渡取引の関係で問題となることがある。また、限定された合併当事者間による共同事業という合併事業の性質から、株主が合併会社との間でその合併事業の継続に重要な取引を行っていることもあり、株式を売却する場合には、そのような取引を終了させた上で、且つ、同事業が継続できるような取り組みについて道筋をつける必要がある案件も多い（いわゆる stand-alone issue と呼ばれる問題）。これらも株式譲渡の実現の過程で検討すべき事項である。

2. 合併事業の縮小・廃止

合併当事者による合併事業の継続は希望するが、その収益性改善のために、合併事業の一部売却、売却先が見つからない場合の合併事業の一部廃止、生産調整等に伴う人員の整理解雇等を行うこともある。これらの措置が事業の全部にわたる場合には、合併事業の全部の廃止として、会社の解散・清算を行うことになる。ここでは債務超過や資金のショート（支払不能）に陥っていないケースを主に想定する。

(1) 合併契約の確認事項

合併事業の縮小・廃止は、通常は合併会社における事業上の重要な意思決定となり、例えば、株主総会、取締役会等の合併会社の機関決定を経ることが必要となる。合併契約には、これら重要事項の意思決定方法について、例えば、(a)株主総会、取締役等の会議体の開催手続、定足数、決議要件、(b)一定の重要事項について少数株主たる合併当事者に付与する「拒否権」条項、(c)合併当事者間で具体的な施策について合意を形成できない場合（いわゆるデッドロック）の解消方法等について定めていることがある。合併事業の縮小・廃止の是非及びその具体的な施策について合併パートナーとの間で見解が分かれている場合には、合併会社の意思決定プロセスにおいてそれぞれの合併当事者にどのような権限が付与されているのか、確認することが必要である。

(2) 適用法令等に基づく検討

上記で検討したような合併会社の意思決定が有効・適法になされるためには、合併契約の規定に従うのみならず、

適用法令の規定、あるいは定款その他の社内規則の規定に従った意思決定を行うべきことが通常であろう。これに関して問題となる具体例としては、合併契約に基づき拒否権を行使したにもかかわらず適用法令等に基づく要件を満たした決議が強行されるようなケース、合併契約や定款等に従って決議をしたが、これら合併契約や定款等の規定が合併事業組成後に改正された法令に適合していない場合に決議の効力をどのように解するかという問題が生じるようなケースを挙げることができ、これらは、合併会社における意思決定が有効・適法になされたと言えるか否かについての疑問の原因となる。これらの問題の解決に向けた実際の取り組みは、適用法令や、必要とされる承認を行う会議体、合併当事者の株式保有比率、あるいは合併当事者がそれぞれ指名する取締役の数、その他具体的な状況によって様々な見解があり得る大変難しい問題であるが、まずは合併当事者間で誠実に協議を行い、合意を形成することが第一の目標となろう。合併当事者間で方針や考え方についての乖離を埋めることができない場合には適用法令・定款その他の社内規則の規定を遵守した対応は避けては通れないものとなり、また、その具体的な解決方法として採用する対応如何によっては合併当事者間での紛争の原因ともなり得る。

(3) その他

合併事業の縮小・廃止の具体的な方法・手続などについて、適用法令の検討が必要になる。例えば、合併事業を売却する場合には、利用できる組織再編行為の内容・手続、また、事業を構成する資産・負債、契約関係、人員の移管、許認可の承継の可否や手続などが問題になり得る。事業の縮小・廃止の場合には、人員の整理解雇、継続的な契約関係を解消する際に相手方を保護する法理の有無などが問題となるであろう。いずれの点も方針策定の重要な検討要素となる。

3. 合併会社の資金・財務状況の悪化

合併会社の資金・財務状況によっては、その支払不能や債務超過を回避するために、上記で検討したような第三者に対する事業譲渡や重要な資産の譲渡により資産の現金化を行い（あるいは譲渡益を実現させ）、従業員の整理解雇等を実施して追加の損失発生を回避する施策を講じることが考えられるが、当座の資金調達のための借り入れや、財務状況の改善の目的も踏まえた増資等を行う必要に迫られることもある。追加損失発生回避策等の合併会社における意思決定の問題は上記 2. のとおりであるが、株主である合併当事者自らが融資を行い、増資の引き受けの検討をしなければならない場合にはさらに以下の(1)及び(2)に記載した点に留意が必要になる。

(1) 合併契約の確認事項

合併株主による資金調達に応じる義務についての合併契約での取り扱いは様々なものがあり得る。(i)何も定めない（又は義務がないことを明示的に定める）ケース、(ii)株式保有比率に応じた責任を抽象的に定めるだけのケース、(iii)いずれかの当事者又は両当事者が資金調達に応じる具体的な義務について規定が存在するケース、(iv)(iii)の義務に違反があった場合のペナルティについても具体的に定めるケースなどがある。

(2) 役員の善管注意義務

合併会社の資金需要に応じるための株主による融資や増資引き受けの判断は、とりわけこれら実行後の貸倒れや、増資を引き受けた上での減損損失計上が生じた場合の株主における役員の善管注意義務違反（会社法 423 条 1 項）の問題を招来する可能性もあり、慎重な検討が必要である。日本の会社役員の善管注意義務違反の有無を審査する判例法理として「経営判断の原則」が適用されると一般的にいわれているが、これは米国法上の「Business Judgement Rule」とは異なり、任務懈怠の有無が問題となっている取締役の業務執行上の判断の経緯や内容について判断基準を明確にするルールに過ぎない³。下級審における具体的な事案においては、例えば、債権管理・回収における経営判断においては回収可能性・回収可能金額という明確な基準があり、取締役の裁量の幅が相対的に狭くなる経営判断の類型にあるといわれるもの⁴がある一方、事業会社における子会社の救済等に際しては高度且

³具体的には、①経営判断当時の状況に照らして、また、当該業界における通常の経営者が有すると考えられる知見と経験を基準とし、②判断の前提となった事実の認識に不注意な誤りがなかったか、③その事実に基づく判断が著しく不合理でなかったか、という基準により判断するものと考えられている。

⁴ 東京地判平成 16.7.28 判例タイムズ 1228 号 269 頁、東京地裁判例平成 17.3.10 判例タイムズ 1228 号 280 頁。

つ総合的な経営判断が求められ、取締役の裁量範囲はきわめて広範なものになるとするものもある⁵。合併会社が置かれた個別具体的な状況を十分に踏まえた上で、十分に社内で投融資の必要性・合理性についての検証及び議論を行った上で適切な機関決定を経ることが、役員の善管注意義務違反の有無の議論との関係でも重要となる。

(3) 倒産手続利用の可能性の検討

資金調達ができなければデフォルト（債務不履行）という局面においては、合併会社を債務者とする倒産手続の利用も視野に入れる必要が生じるものと思われるため、この点についても触れておきたい。一般論として述べると、合併会社に対する出資割合や、自社ブランドの取り扱いの有無その他合併会社の事業形態等、合併会社を取り巻く状況によっては倒産手続の利用をなるべく避けたいと考えることも多いだろう。国外の会社について倒産手続を利用した場合に、合併会社の債権者に対する株主の責任を認める法令や判例法理が存在する法域もある。他方、倒産法令が適切に整備・運用されている法域では、裁判所等の公的機関の関与・監督の下に合併会社の経営陣又は管財人の管理下で、事業再生又は清算手続を行うことが有益な状況も想定される。例えば、債権者からの強硬な支払要求など（給与支払を求めた騒乱も含む。）が生じ企業価値の毀損のおそれがあるためその取り立てを一時的に停止する必要がある場合、様々な原因（現地の合併パートナー側の経営陣の不正等）で債務の実態を把握できずその確定手続を行う必要がある場合、債権者の多数決により債権の一部について免除を受けることが期待できる場合などが考えられる。

合併会社の倒産手続申立に際して、合併契約及び適用法令等に基づき、合併パートナーの同意や合併会社の機関決定が必要か否かについて確認が必要であるのは他のシナリオと同様である。

(4) その他

合併会社において資金調達を実行する場合には、そのための機関決定が必要となる。これについては上記 2. の議論が参考になる。また、増資の場合には株式割り当てのための法令上の手続を遵守する必要がある。さらに、増資の引き受けを行う結果、株式保有比率に変更が生じる場合には、その変更後の株式保有比率に応じた合併契約の条件の見直し（例えば、指名権を有する役員人数、決議要件、拒否権事項等の変更）の要否についても検討すべきであり、また、連結対象となる場合にはこれに伴うインパクトも事前の検証課題となることがあろう。

4. 合併パートナーの信用不安・デフォルト

合併会社又は合併事業自体に問題が生じていなくても、現地の合併パートナーの信用不安やデフォルトにより合併事業に対して悪影響が生じることもある。例えば、合併パートナーが合併会社との間で締結している重要契約の債務不履行、合併パートナーから派遣されている合併会社の役職員のモラル（士気）の低下、合併パートナーによる合併会社株式の譲渡又は第三者による差押え・競売、さらに、合併パートナーについて倒産手続が開始される場合などである。株式保有割合、合併事業に対する実質的な関与の度合い、合併会社の事業継続に重要な取引の有無等に応じて、合併パートナーの信用不安・デフォルトが合併事業に与える悪影響の深刻さは異なる。また、以下のように、このような場合の自社の権限行使に制限が課される状況も想定され、合併パートナーの信用状況については継続的に注意を払うことが望ましい。

(1) 合併契約の確認事項

合併パートナーについて生じた信用不安やデフォルトの具体的な事実関係が、合併契約における債務不履行に該当するか否か、また、債務不履行と認められる場合に自社がどのような権限を行使できるのかを確認する。端的には合併パートナーの債務不履行に基づく解除権などが考えられるが、解除権を行使して合併契約を終了させるだけでは合併事業に生じる悪影響を排除できない。つまり、解除権行使後に、例えば合併パートナーを株主としての地位から排除すべく、その株式の買い取る権利が確保されているか否かといった点についての合併契約の定めも重要な確認事項である。また、合併パートナーが事業継続において重要な契約の義務を履行しない場合には、合併会社において事業継続のために代替となる取引を行わせて事業継続に支障がないようにしなければならない。

⁵ 東京地判平成 8.2.8 資料版商事法務 144 号 115 頁、東京地判平成 10.9.24 判例時報 1665 号 119 頁等、また、会社法コンメンタール 機関 (3) 244 頁。

(2) 適用法令による制約

合併パートナーについて倒産手続が開始された場合には、合併契約や、合併会社と合併パートナーとの間の重要契約の規定に基づく権限の行使に制約が生じる場合がある。例えば、合併パートナーについて倒産手続が開始されたことを理由に契約上の解除権を行使できないようなケースや、合併パートナーが保有している株式についてのプットオプション(買取請求権)を行使できないようなケースもあることから、(1)のとおり合併契約の定めと並行して適用法令上の制限の確認も必要となる。

おわりに～社内での検討体制について～

最後に、社内での検討体制に触れておきたい。合併事業に限らず、事業の見直し・再編案件、特に「縮小・撤退」の側面を持つ取り組みは、社内外で後ろ向きのイメージで捉えられる傾向もあると思われ、社内での意思決定に向けた検討体制や、案件の社内での位置づけや対応方針が曖昧になるケースもあるように思われる⁶。一方、本稿で見てきたとおり、合併事業の見直し・再編案件は、その進捗が合併パートナーの意向に左右される側面もあり、また、時間の経過とともに判断材料の変化が生じ、解決までの道のりが一筋ではない。加えて、資金の流出を伴うような状況が続けば、無傷で取り組みを奏功させる好機は限られ、取り得る選択肢もシビアなものになる。合併事業の見直し・再編においては、(i)合併事業を所管している事業部のみならず、全社的なマネジメントや経営企画的な観点からの判断、法務・経理上の本社部門における知見等を総合できる検討体制とし、また、(ii)問題解決が著しく困難となる前に、早期に検討に着手し、様々な想定の下、解決に向けての道筋や対応方針を明確にした上で具体的なアクションを展開し、その上で、(iii)状況の変化に応じて対応方針を軌道修正しながら、より良い着地点を見いだす努力が重要である。

なお、本稿で見てきたように、法律上の理由により合併事業の見直し・再編の選択肢が限定されることもあり、早期の段階から、例えばどのような選択肢が採用できるのかなどの論点整理の段階から、弁護士との相談を開始することも大変有益であることを付言しておきたい。

2020年7月17日

⁶ 事業再編研究会においても、「基準が不明確なため、撤退・売却の判断がしにくい」、「社内での検討プロセスが明確でないため、撤退・売却の検討が進みにくい」、「事業の撤退・売却により企業規模・売上規模が縮小することに抵抗感がある」、「各事業部門の権限が強く、グループ本社（コーポレート部門）の横串機能が相対的に弱いこと」、「取締役や執行役員が特定の事業部門の利益を代表する立場になっており、全社的なマネジメントの目線になりきれていないこと」などが、事業撤退・売却を進める上での課題として認識されているようである（2020年5月22日付事業再編実務指針（案）参照。

https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyo_saihen/pdf/006_03_00.pdf）。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイス構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

[執筆者]



田子 弘史（弁護士・パートナー）

hiroshi_tago@noandt.com

M&A取引を軸に企業活動に生じる様々な問題の解決に従事。M&A取引そのものは勿論のこと、合併の組成・解消に関する交渉・助言、付随する競争法対応、投資先・主要取引先の管理や破綻に伴う処理、これに伴う不祥事対応、経済事犯等、そして、クロスボーダーの性質を持つ案件など。多角的な助言でマネジメントの意思決定を強化し、依頼者の活動をサポートすることを信条とする。

[編集協力]

滝川 佳代（弁護士・パートナー）

kayo_takigawa@noandt.com

真野 光平（弁護士・パートナー）

kohei_mano@noandt.com

本稿「合併事業に対する見直し・再編圧力に備える」で取り上げたトピックに関する具体的な留意点を、主として当事務所のアジア地域の海外オフィスよりニュースレター、セミナー等で続編としてご紹介させていただきます。本稿と併せてご参照ください。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 J Pタワー

Tel: 03-6889-7000（代表） Fax: 03-6889-8000（代表） Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、約500名の弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所です。東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ及び上海にオフィスを構えるほか、ジャカルタに現地デスクを設け、北京にも弁護士を派遣しています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

NO&T Corporate Legal Update 〜コーポレートニュースレター〜の配信登録を希望される場合には、
<<https://legal-lounge.noandt.com/portal/subscribe.jsp>>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<newsletter-corporate@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承くださいませようお願いいたします。