

西村あさひ法律事務所

上場会社のガバナンス向上のための株式売却ニーズに応える新たな手法の登場
— 株式需給緩衝信託[®] —

M&A ニュースレター

2022年3月24日号

執筆者:

E-mail✉ [太田 洋](#)E-mail✉ [野澤 大和](#)E-mail✉ [大竹 祥太](#)

1. はじめに

株式会社クロス・マーケティンググループは、2022年2月14日、東京証券取引所プライム市場の上場維持基準を充足するための流通株式時価総額(流通株式数)の向上及びコーポレート・ガバナンス強化を目的として、株式需給緩衝信託[®](以下「緩衝信」といいます)の導入を決議し、同月16日、緩衝信を通じて、同社の大株主が保有する同社株式の大部分を取得したことを公表しました²。緩衝信は、同年6月30日までに、取得した同社株式の全てについて、取引所立会内市場における売却を完了する予定であり、同年2月28日現在、その売却の一部を実施したことが公表されています³。

本ケースは、緩衝信の利用による大株主の保有株式の取得及び売却が実施された本邦初の案件となります。そこで、本稿では、緩衝信の意義について、法的観点も踏まえながらご紹介いたします。

2. 緩衝信の意義

(1) 需給調整を目的とすることの当否

緩衝信は、野村證券株式会社と野村信託銀行株式会社が開発した新しい信託スキームであり、「東京証券取引所の新市場区分への移行等に伴う流通株式数の向上やコーポレート・ガバナンス・コードにおける政策保有株式の縮減要請、親子上場の解消や保有比率の縮減など、上場会社のガバナンス向上に資する株式売却ニーズに応えるとともに、株式市場の需給に配慮した売却方法」とされています⁴。緩衝信は、流通株式数等の向上や政策保有株式の縮減その他コーポレート・ガバナンス向上を目的とした大株主等による株式売却ニーズのある上場会社において、大株主等が直接市場で株式を売却した場合の市場需給への急激な影響を軽減しつつ流通株式数等の向上を円滑に実現するための手法として今後も活用が見込まれるものと考えられます。

流通株式数等の向上及び政策保有株式の縮減等のための手法としては、緩衝信の利用のほか、①大株主等による緩衝信以外への株式売却、②発行会社による新株発行、③発行会社による自己株式の取得及び処分が考えられます。もともと、①及び②については、大規模な株式売却又は新株発行により市場需給が悪化(株価の下落)すること、③については、自己株式の処分可

¹ 株式需給緩衝信託[®]は野村證券株式会社の登録商標です。

² 株式会社クロス・マーケティンググループ「当社の流通株式時価総額(流通株数)向上およびコーポレート・ガバナンス強化を目的とする株式需給緩衝信託[®]の設定に関するお知らせ」(2022年2月14日)(以下「本件プレスリリース」といいます)<https://ssl4.eir-parts.net/doc/3675/ir_material1/177231/00.pdf>、同「株式需給緩衝信託[®]の設定に際して信託が行う当社株式の終値取引(ToSTNeT-2)による買付けに関するお知らせ」(同月15日)<<https://ssl4.eir-parts.net/doc/3675/tdnet/2087203/00.pdf>>、同「株式需給緩衝信託[®]の設定に際して信託が行う当社株式の終値取引(ToSTNeT-2)による取得結果に関するお知らせ」(同月16日)<<https://ssl4.eir-parts.net/doc/3675/tdnet/2087330/00.pdf>>

³ 株式会社クロス・マーケティンググループ「株式需給緩衝信託[®]の設定に伴う当社株式の売却状況に関するお知らせ」(2022年3月1日)<<https://ssl4.eir-parts.net/doc/3675/tdnet/2091508/00.pdf>>

⁴ 緩衝信の仕組みについては、野村證券株式会社＝野村信託銀行株式会社「株式需給緩衝信託[®]のサービス提供開始について」(2022年2月14日)<<https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20220214/20220214.pdf>>をご参照ください。

能性がその時点の市場需給・動向等に依存し、必ずしも流通株式数等の向上が実現されないことに懸念があり、これらの懸念が相対的に小さいと評価できる緩衝信の方がより優れた手法であると考えられます。この点、商法・会社法の研究者の間では、従来、上場会社が株式の需給調整のために自己株式の取得を行うことは相場操縦の懸念があるとして、否定的に評価する見解が一般的であったとされています。もっとも、実務上は、需給調整目的での自己株式の取得には一定のニーズが認められており、かつ、実際に需給調整目的で自己株式の取得を行った事例は多数存在しています。また、近時においては、学説上も、需給調整のための自己株式の取得に対して肯定的な評価を与える見方もあり得るとの考察が示されているところです⁵。

(2) 会社法上の規制との関係

緩衝信に係る会社法上の規制、特に自己株式に関する規制についてみると、緩衝信による株式の取得並びに保有及び売却については、「自己株式にかかる諸規制(会社法 155 条乃至 160 条、165 条、461 条等)の主旨・目的および本信託(緩衝信)の内容を勘案し、必要と考えられる規制に対応した形で行われる」⁶とされています。このような考え方は、会社法上、自己株式取得の手續規制・財源規制・自己株式処分の手続等の自己株式に関する諸規制が一律に適用されるべきと解するのではなく、それぞれの規制の趣旨に照らして、規制毎にその適用又は類推適用の有無を判断すべきという考え方⁷を背景にしていると考えられます。

まず、緩衝信による発行会社株式の取得についてみると、形式的には緩衝信の受託者が株式を取得するので自己株式の取得に該当しないものの、実質的には取得の態様や資金の出所等に鑑みて発行会社の計算で自己株式の取得を行ったものとして、自己株式取得の取得規制・財源規制(会社法 156 条等)が課される(又は当該規制の趣旨が及ぶ)可能性が高いと考えられます。したがって、緩衝信による発行会社株式の取得は、自己株式取得の手續規制・財源規制を遵守する形で行われる必要がありますので、かかる観点からは、発行会社自身が自己株式の取得を実施する場合と手続的な負担に変わりはないといえます。

他方で、緩衝信が取得した株式について「自己株式」に関するその他の規制が課されるかについては、自己株式取得の手續規制・財源規制が課される(又は当該規制の趣旨が及ぶ)かとの問題とは別に、その規制の趣旨に照らして、規制毎にその適用又は類推適用の有無を判断すべきであると考えられます。

例えば、緩衝信が保有する発行会社株式を処分する場合に、募集株式の発行等に係る規制(会社法 199 条以下等)が課されるかについてみると、その規制の趣旨は既存株主と新たな株主との利害調整にあるので、緩衝信が、立会内市場においてあらかじめ信託契約に定められた方法に従って株式を売却し、かつ、発行会社は当該売却について指図を行う権限を有しないとされていること⁸からすると、緩衝信による発行会社株式の売却に募集株式の発行等に関する規制が課される可能性は低いと考えられます。

また、緩衝信が保有する発行会社株式に剰余金の配当を受け取る権利がないものとする規制(会社法 453 条括弧書)が課されるかについては、自己株式への受取配当金を収益に計上すると、会社の経営成績に関する有用な情報を提供できなくなるおそれがあること等がその規制の趣旨として指摘されていることを踏まえると、自益信託としての観点などから、総額法による会計処理⁹として自己株式としての扱いを想定しているとのことであり¹⁰、発行会社の収益力に誤解を生じさせるおそれがあることは否定できないと考えられます。もっとも、そのような場合であっても、緩衝信が保有する発行会社株式に対する受取配当金を発行会社の収益として認識しないようにする等の会計上の処理¹¹を行う場合には、緩衝信が保有する発行会社株式につき、剰余金の配当

⁵ 以上について、田中亘「自己株式規制の過去・現在・未来―需給調整のための自己株式取得を真剣に考える」久保大作ほか編『吉本健一先生古稀記念論文集 企業金融・資本市場の法規制』(商事法務、2020)64-66 頁、92-95 頁

⁶ 本件プレスリリース 2 頁

⁷ この点に関して、自己株式の貸株に募集株式の発行等に係る諸規制が適用されるか否かとの論点に関する、岩原紳作教授の「諸規制[注:募集株式の発行等に係る諸規制]が全て一律に適用されると解されるべきではなく、それぞれの規制の内容ごとに、貸株の特性やその契約内容に応じて、規制が適用される範囲や適用の在り方をきめ細かく検討する必要がある」との指摘(岩原紳作『商事法論集 I 会社法論集』(商事法務、2016)140 頁が参考になります。

⁸ 本件プレスリリース 4 頁

⁹ 総額法の下では受取配当金が当該信託の委託者である当該株式を発行する株式会社の収益として認識されることとなります。

¹⁰ 本件プレスリリース 2 頁

¹¹ なお、本稿は、緩衝信が保有する発行会社株式に対する受取配当金を発行会社の収益として認識しないようにするなどの会計上の処理が一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行(会社法 431 条)に従うものであるか否かについて意見を述べるものではないことにご留意ください。

が認められる可能性は高いと考えられます。

以上のとおり、緩衝信による発行会社株式の取得は、形式的には緩衝信の受託者による株式の取得であるため、「自己株式の取得」に該当しないものの、自己株式に関する規制が部分的に及ぶものと思われませんが、自己株式に関する規制その他会社法上の規制が具体的にどのように及ぶかについては、緩衝信の設計内容や取引態様等の個別具体的な事情を踏まえて慎重に検討する必要があると考えられます。

なお、緩衝信については、会社法上の規制以外にも、例えば、金融商品取引法上の規制(例えば、開示規制、インサイダー取引規制、相場操縦行為等)が論点になり得るところであり、会社法上の規制と同様に目配りをする必要があると考えられます。

3. おわりに

近年、流通株式数等の向上や政策保有株式の縮減等への要請が高まっており、これらへの対応は上場会社における喫緊の課題となっていると考えられます。すなわち、流通株式数等については、2022年4月4日適用が開始される東京証券取引所の市場区分・上場基準の見直しに伴う流通株式時価総額に係る基準の引上げや流通株式の定義変更による流通株式数等に係る基準の実質的な引上げが行われており、移行を選択した市場区分の流通株式比率等の上場維持基準を満たしていない上場会社は経過措置の適用を受けるため「上場維持基準の適合に向けた計画書」を実行しなければならず、現時点で上場維持基準は満たしてはいるものの十分な余裕がない上場会社においても将来の上場基準に適合しなくなることを避けるべく流通株式数等の向上が課題となっております。また、政策保有株式については、2018年6月のコーポレートガバナンス・コードの改訂により政策保有株式の縮減の傾向が強まっていること(原則1-4、補充原則1-4①、②)に加え、機関投資家の議決権行使に大きな影響を与える議決権行使助言機関の議決権行使助言方針においても政策保有株式の貸借対照表計上額の純資産額に占める割合が一定割合を超える場合には経営トップの選任議案に対して原則として反対推奨とするものとされる¹²など、政策保有株式の縮減の圧力が更に強まっております。

かかる状況の下で、緩衝信は、市場需給への急激な影響を軽減しつつ、流通株式数等の向上や政策保有株式の縮減等を目的とした大規模な株式売却のニーズに対応できる株式売却の手法であり、このようなニーズを有する多くの上場会社において有力な選択肢になり得るものと考えられます。

本稿が、流通株式数等の向上や政策保有株式の縮減等の要請への対応を迫られている上場会社において、緩衝信の利用を選択肢の一つとして検討する際の参考となり、我が国の上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの向上の一助になれば幸いです。

¹² Institutional Shareholder Services「2022年版日本向け議決権行使助言基準」(2022年2月1日施行)<<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Japan-Voting-Guidelines-Japanese.pdf>>5-6頁・9頁、Glass Lewis「2022 Proxy Paper Guidelines Japan」<<https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2022/02/%E6%97%A5%E6%9C%AC-Japan-2022-Voting-Guidelines-in-Japanese.pdf>>9頁

論文情報 (2021年12月～2022年3月)

- * 「Protecting the Rights of Minority Shareholders in Privately-Owned Japanese Companies(英)」 スティーブン・ポーラー、濱田啓太郎、The Corporate Counselor No.33(2022年3月)
- * 「東京機械製作所事件をめぐる一連の司法判断の概要と射程[上][下]」 太田洋、旬刊商事法務 No.2284、2282(2022年1月25日号、2021年12月25日号)
- * 「Merger control in Japan: overview」 川合弘造、小林和真呂、角田龍哉、Practical Law – Competition Global Guide: Merger Control Q&A(2022年1月)

書籍情報 (2021年12月～2022年3月)

- * 「実務問答金商法」 有吉尚哉・上島正道、商事法務
- * 「新たな信託ソリューションと法務」 中山龍太郎・有吉尚哉・石崎泰哲、金融財政事情研究会
- * 「東南アジア4か国のジョイント・ベンチャー法制と実務対応」 ルーキー・ワランギ、商事法務

セミナー情報 (2021年12月～2022年3月)

開催予定

- * 「M&A 契約のポイント【株式譲渡契約・出資契約編】」 高木智宏・山本晃久
開催日時:2022年4月21日(木) 13:30～16:30
お申し込み・詳細:<[セミナー:M&A 契約のポイント【株式譲渡契約・出資契約編】](#) | [西村あさひ法律事務所](#)>
- * 「TOB・MBO の最新実務動向」 田原吏・渡邊貴久
開催日時:2022年4月19日(火) 10:00～12:00
お申込み・詳細:<[開催セミナー詳細](#) | [金融財務研究会・経営調査研究会](#)>
- * 「事業会社による戦略的提携のポイント(合併会社の組成編)」 高山陽太郎
開催日時:2022年3月28日(月) 13:30～16:30
お申込み・詳細:<[開催セミナー詳細](#) | [金融財務研究会・経営調査研究会](#)>

公開中

- * 「サステナビリティと法務」 保坂雅樹・杉山泰成・柴原多・湯川雄介・葛西陽子・安井桂大・塚本健夫・細谷夏生
収録日:2022年3月9日(水)(ライブ配信) 公開期間:2022年3月15日(火)～2022年4月15日(金) 17:00まで
お申込み・詳細:<[セミナー:サステナビリティと法務](#) | [西村あさひ法律事務所](#)>
- * 「M&A における ESG デューデリジェンスの実務」 安井桂大・米信彰
公開期間:2022年3月8日(火) 10:00～2022年4月8日(金) 17:00
お申込み・詳細:<[PRONEXUS SUPPORT](#) | [株式会社プロネクサス](#)>
- * 「欧州 M&A の最新動向 - コロナ禍の状況を踏まえ」 木津嘉之
収録日:2022年1月21日(金)(ライブ配信) 公開期間:2022年2月17日(木)～2022年4月21日(木) 17:00まで
お申込み・詳細:<[セミナー:欧州 M&A の最新動向](#) | [西村あさひ法律事務所](#)>

開催済

- * 「親子上場に関する法的論点と実務対応」 石崎泰哲
- * 「イノベーション創出をもたらす M&A」 大井悠紀
- * 「自己株式の取得・処分を巡る法的留意点と実務 第2回」 野澤大和
- * 「上場会社が把握しておくべきアクティビストへの対応実務」 石崎泰哲
- * 「株式交付」の概要と法務・税務の実務ポイント」 増田貴都
- * 「買収防衛策の最新議論と実務対応」 石崎泰哲
- * 「M&A 契約のポイント【合併(JV)契約・株主間契約編】」 高木智宏
- * 「ベトナムスタートアップとの協業に向けた法務・会計解説」 大矢和秀・水島淳・池田展子・村田知信
- * 「東南アジアにおけるスタートアップ企業への投資の実務と留意点」 山中政人・高山陽太郎・メリッサ・タン

以上

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイス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、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。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、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所 広報室 [E-mail](#) 