

TOBの買付条件変更等 の柔軟化

制度調査部
横山 淳

金融商品取引法シリーズ-6

【要約】

2006年3月13日、証券取引法等改正法案が国会に提出された。

証券取引法等改正法案には、TOB規制の見直しも盛り込まれている。

そのうち、本稿では、TOBの対象会社が株式分割等を行った場合のTOB価格の変更などについて紹介する。

はじめに（証券取引法等改正法案の国会提出）

2006年3月13日、「証券取引法等の一部を改正する法律案」（以下、証券取引法等改正法案）が国会に提出された¹。その概要を示すと次のとおりである。

【証券取引法等改正法案の構造と概要】

改正される法令名	内容	施行日
1. 証券取引法（名称は証券取引法のまま）	証券取引等監視委員会の権限強化 「見せ玉」規制強化 相場操縦などに対する罰則強化	公布日から起算して20日間を経過した日
2. 証券取引法（名称は証券取引法のまま）	TOB制度の見直し - TOB規制の適用範囲の明確化（市場内外にまたがる取引、買付者の競合など） - 情報開示拡充（意見表明報告書義務化など） - TOB期間の延長 - TOBの買付条件変更等の柔軟化 - 全部買付義務の導入	公布日から6ヶ月以内の政令指定日
	大量保有報告書制度の見直し - 重要提案行為等目的の場合に特例報告の適用を認めない	同上
	- 特例報告の頻度を多くする（原則3ヶ月ごと原則2週間ごと）	公布日から1年以内の政令指定日
3. 証券取引法 金融商品取引法に名称変更	金融商品取引法に全面改正（投資者保護のための横断的法制の整備） 取引所における自主規制機能の独立性確保など	公布日から1年6ヶ月以内の政令指定日
	開示制度の拡充 - 内部統制報告書の導入 - 四半期報告制度の整備 など	同上（ただし、適用は2008年4月1日以後開始事業年度からの予定）

¹ 原文は、金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/index.html>）に掲載されている。

本稿では、これらのうち「 T O B 制度の見直し」の中の「 T O B の買付条件変更等の柔軟化」を取り上げる。具体的には、2005 年の「夢真 H D vs 日本技術開発」の敵対的買収で問題となった、T O B の対象会社が株式分割等を行った場合の T O B 価格の変更などについてである。

1 . T O B の買付条件変更などに関する問題点

一般に、T O B の買付価格を引き下げるなど、T O B の買付条件を（ T O B に応募する）一般投資家にとって不利に変更することは、基本的に許されないと解されている。公開買付者が恣意的に買付条件を変更できるとすれば、その T O B に応じようとする株主・投資家が不安定な立場に立たされることとなる。場合によっては、株主・投資家が不測の損害を蒙ることにもなりかねない。

そこで、現行制度では、T O B の買付条件変更や撤回については、その要件を厳格に定めているのである。これは、証券取引法（将来的には金融商品取引法）が目的として掲げる「投資者の保護」に照らせば、自明のこととも考えられるだろう。

しかし、それだからといって、いつ、いかなるときでも、T O B の買付価格の引下げなどは許されるべきではないとすると、今度は公開買付者が不測の損害を蒙る危険性がある。その問題が明らかになったのが、2005 年の「夢真 H D vs 日本技術開発」の敵対的買収であった。

「夢真 H D vs 日本技術開発」の詳しい経緯は省略するが、最終的には、日本技術開発（ T O B の対象会社）側が、予定する株式分割の比率を事前に明らかにし、夢真 H D（公開買付者）側も、その株式分割が実施された場合の理論価格を基にして T O B の買付価格を設定した。そのため、一連の T O B 手続及び株式分割の当否に関する訴訟の中で、（ T O B の）買付価格の引下げの可否そのものは、直接、争われなかった²。

しかし、その後もいわゆるポイズン・ピルなどの買収防衛策を導入する企業が相次ぐ中で、果たして、T O B の買付条件変更や撤回について厳格な要件を定める現行制度のあり方について、公開買付者と対象会社との公平なバランスの観点から、適切と言えるか、という疑問が指摘された。

こうした観点から、昨年（2005 年）12 月に公表された金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループ報告「公開買付制度等のあり方について」（以下、WG 報告という）は、次のような制度改正を行うことを提言していた。

T O B の撤回要件の柔軟化

..... T O B の目的の達成に重大な支障となるような一定の場合には、T O B の撤回を認める。
..... T O B の目的の達成に重大な支障となるような取引を子会社が行った場合も、T O B の撤回を認める。

² なお、再度の株式分割が実施された場合には T O B を撤回する可能性がある旨を明示した（夢真 H D の）公開買付届出書を金融庁は受理していた。また、東京地裁の決定（2005 年 7 月 29 日付株式分割差止仮処分命令申立事件）もそうした金融庁の対応を前提として、判断を下していた。その意味では、間接的には、過度な希釈化が発生する場合に T O B の撤回や買付条件の変更を行うことは、判例・実務上、許容されたと考えることも可能であろう。

TOBの買付条件変更の柔軟化
 ……株式分割等によって株価が希釈化された場合には、その希釈分に対応したTOB買付価格の引下げを認める。

今回の証券取引法等改正法案でも、基本的にこれらの内容を踏まえた改正事項が盛り込まれている。

2. TOBの撤回

(1) 子会社に生じた事由に基づく撤回も認める

TOBの撤回に関する規定を、現行法と改正法案とで比較すると次のようになる。

現行法	改正法案
<p>第 27 条の 11 公開買付者は、公開買付開始公告をした後においては、公開買付けに係る申込みの撤回及び契約の解除（以下この節において「公開買付けの撤回等」という。）を行うことはできない。ただし、公開買付者が公開買付開始公告及び公開買付届出書において公開買付けに係る株券等の発行者の業務若しくは財産に関する重要な変更その他の公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情（政令で定めるものに限る。）が生じたときは公開買付けの撤回等を行うことができる旨の条件を付した場合…（中略）…には、この限りではない。</p>	<p>第 27 条の 11 公開買付者は、公開買付開始公告をした後においては、公開買付けに係る申込みの撤回及び契約の解除（以下この節において「公開買付けの撤回等」という。）を行うことはできない。ただし、公開買付者が公開買付開始公告及び公開買付届出書において公開買付けに係る株券等の発行者若しくはその子会社（会社法第 2 条第 3 号に規定する子会社をいう。）の業務若しくは財産に関する重要な変更その他の公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情（政令で定めるものに限る。）が生じたときは公開買付けの撤回等を行うことができる旨の条件を付した場合…（中略）…には、この限りではない。</p>

つまり、改正法案の下では、TOBの対象会社だけでなく、その子会社について「公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情」が生じた場合でも、予めその旨を開示してあれば、TOBの撤回が認められることとなる。

これは前述のWG報告を踏まえた改正である。

(2) 撤回事由の詳細は政令に委任

TOBの撤回が認められる「公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情」の細目に関しては、政令に委任されており、この点は改正法案でも変わりはない。

そのため、TOBの撤回が認められる「事情」がどの程度柔軟化されるかについては、現時点では明らかではない。ただ、前述のWG報告では、次の ~ に該当する場合で、「公開買付けの目的の達成に重大な支障となるようなときは」、TOBの撤回が認められるべきであると提言が行われていた。

ものと予想される。

4 . 施行日

T O B 規制の適用範囲に関する改正は、証券取引法等改正法の「公布の日から起算して 6 月を超えない範囲内において政令で定める日」から施行される予定である(証券取引法等改正法案附則 1 三)。

実際の適用は、施行日以後に(公開買付期間が)開始される T O B が対象となる⁴(同附則 8)。

⁴ より厳密には、「施行日以後に開始する... (中略) ...公開買付期間中に行う... (中略) ...公開買付けによる株券等の買付け等」から適用することとされている。