

TOBに全部買付義務 を導入

制度調査部
横山 淳

金融商品取引法シリーズ-8

【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「全部買付義務の導入」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「TOB制度の見直し」の中の「全部買付義務の導入」を取り上げる。具体的には、一定以上の規模のTOBを実施する場合、応募のあった株券等を全て買い付ける義務が課されることについてである。

1. TOBにおける株主保護と全部買付義務

(1)全部買付義務とは？

TOBにおける「全部買付義務」とは、TOBが行われた場合に、応募のあった株券等について、その全部を買い付けることを公開買付者に義務付けることである。

公開買付者に「全部買付義務」が課されている場合、そのTOBに応募した株主は、原則として、その応募した株式の全てをTOB価格で買い取ってもらうことができる。逆に、公開買付者は、全ての株主がTOBに応募した場合にも対応できるように買付資金などの手当てを行っておく必要がある。

わが国においては、現在、TOBについて「全部買付義務」は課されていない。しかし、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）の中で、わが国でも一定の場合には、TOBについての「全部買付義務」を導入することが提言された。

これを受けて、今回の証券取引法等改正法案でも、TOBについての「全部買付義務」の導入が盛り込まれている。

(2)なぜ、全部買付義務の導入が必要とされたのか？

前述のように、現行法の下では、TOBについて「全部買付義務」は課されてない。つまり、応募のあった株式を全て買い付けることも、応募のあった株式のうち（按分比例などにより）一部のみを買い付けることも（所定の手続に従えば）制度上は可能なのである。

確かに、TOBは、常に対象会社を100%支配することを意図した局面でのみ実施されるとは限らない。例えば、対象会社の子会社化を意図するのであれば、議決権の過半数（50%超）を取得できれば十分である。また、単なる資本参加のみが目的であれば、より少ない比率を目標としてTOBを実施すれば足りることとなる。

このようにTOBによる買付者の利便性の観点からは、現行法が「全部買付義務」を設けていないことにも一応の理由があると言えるだろう。

しかし、こうしたTOB規制のあり方は、濫用的な買収者による制度の悪用を招くおそれがあると指摘されている。例えば、「強圧的二段階買収」である。

「強圧的二段階買収」とは、最初の買付で全株式の買付を勧誘することなく、二段階目の買付条件を不利に設定し、あるいは明確にしないで、公開買付け等の株式買付を行うことである²。具体的には、例えば、最初に買い付ける株式数を対象会社の株式の一部分のみに限定した上で、

²経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（2005年5月27日）の定義。

比較的好条件でTOBによる買付けを行う。しかし、その後は極めて不利な条件での合併・株式交換などに応じることを残存株主に強要するといった買収手法である。

現行法のように「全部買付義務」が課されていない、つまり、応募のあった株式のうち一部のみしか買い付けないTOBを任意に実施できるという制度の下では、このような「強圧的二段階買収」を有効に防止する手段がないと指摘されているのである。

こうした指摘を踏まえ、前述のWG報告は、次のような理由から、一定の場合には公開買付者に「全部買付義務を課することが適当である」と提言したのである。

上場廃止等に至るような公開買付けの局面においては、手残り株をかかえることになる零細な株主が著しく不安定な地位に置かれる場合が想定される。

TOB後の株券等所有割合によっては、少数株主による拒否権が基本的になくなるなどの状態にもなり得る。

2 . 改正法案の全部買付義務の内容

(1) TOBと買付予定株式数

まず、改正法案における全部買付義務を説明する上で前提となる、TOBにおける買付予定株式数について説明する³。

TOBを実施する場合、予め公開買付開始公告と公開買付届出書に明示することで、そのTOBによって買い付ける予定の株式数 (=買付予定株式数) に関する条件を設定することができる。

具体的には、TOBによる買付予定株式数について、次のような条件を設けることが認められている(証券取引法27の13)。この点は現行法でも改正法案でも基本的に同じである。

応募のあった株式数が、買付予定株式数に満たない場合は、全部の買付け等を行わない。

応募のあった株式数が、買付予定株式数を超える場合は、その超える部分の全部又は一部の買付け等を行わない。

は、応募株式数が買付予定株式数未満の場合は、一切、株式の買付けを行わないというものである。いわばTOBが成立するための応募株式数の下限を設定して、応募株式数がそれ未満であればTOBを不成立とするものである。

例えば、A社の発行済株式総数の10%を保有するB社が、A社を子会社化することを意図して、発行済株式総数の51%に相当する株式数を目標としてTOBを実施するとする。この場合、公開買付者(B社)が、TOBによって買い付けることを予定するA社の株式数 (=買付予定株式数) は、同社の発行済株式総数の41% (51% - 10%) 相当の株式数ということになるだろう。

ところが、このTOBに対して予定を下回る30%相当の株式数の応募しかなかった場合には、

³ ここでは説明の便宜上、株式についてのTOBを想定して説明している。

公開買付者（B社）としては、対象会社A社を子会社化するという目的が達成できない。こうした場合に、TOBそのものを不成立として、応募のあった株式を一切買い付けないとするために公開買付者（B社）が予め設けておく条件が であると言えることができるだろう。

は、応募株式数がどんなに多数に上ったとしても、買付予定株式数までしか買付けは行わないというものである。いわばTOBで買い付ける株式数の上限を設定するものである。

例えば、C社の発行済株式総数の10%を保有するD社が、C社を子会社化することを意図してTOBを実施するとする。ただ、D社としては、対象会社C社を子会社化するための株式買付コストを抑えるため、C社株式の保有比率を51%に留めたい（言い換えれば51%を超えて買い進めたくない）と考えたとする。

こうした場合に、設ける条件が であるということができる。即ち、D社は、このTOBによって買い付けることを予定するC社の株式数（＝買付予定株式数）を、同社の発行済株式総数の41%（51% - 10%）相当の株式数とした上で、それを超える部分については買付けを行わないという条件を付けるのである。

こうした条件を付ければ、仮に、そのTOBに対して予定を上回る70%相当の株式数の応募があった場合でも、公開買付者（D社）は買付予定株式数（41%相当）までしか買付けを行わないで済ませることができるのである。

全部買付義務との関係で問題となるのは、このうちTOBで買い付ける株式数の上限を設定する の条件である。

(2)改正法案の内容

現行法の下では、前記 の条件（TOBで買い付ける株式数の上限）を付けるための要件は、事前に公開買付開始公告と公開買付届出書で開示を行うことのみである。つまり、予め開示手続きさえ行っておれば、任意にそうした条件を付けることが可能なのである。

それに対して改正法案では、次のような要件が追加されている。

（TOBで買い付ける株式数の上限を設けることができるのは）公開買付けの後における公開買付者（ ）の株券等所有割合が政令で定める割合を下回る場合に限る。
（ ）特別関係者がある場合は、その所有分も加算する。

これは、株券等所有割合が一定比率以上になるようなTOBを実施する公開買付者は、TOBで買い付ける株式数の上限を設けることが許されないということである。つまり、買付予定株式数を超える応募があれば、（その超過分も含めて）応募のあった全ての株式を買い付けなければならないのである。

この点を指して、改正法案の下では、株券等所有割合が一定比率以上になるようなTOBを対象に、公開買付者に対して「全部買付義務」が課されると説明されているのである。

(3) どのくらいの規模のTOBを行う場合に全部買付義務が課されるのか？

それでは、公開買付者に全部買付義務が課される「一定比率」とは、どのくらいの割合なのか？

改正法案では、前述の通り、「政令で定める割合」とされているだけで具体的な数値は示されていない。ただ、前述のWG報告書では「例えば公開買付け後における株券等所有割合が3分の2を超えるような場合」について全部買付義務を課すべきであると提言していた。

WG報告が示した「3分の2」という基準は、おそらく、会社法上、株主総会の特別決議を可決させることができる水準として導き出されたものと思われる。

つまり、一般株主にとって極めて不利な条件での合併や株式交換であっても、公開買付者が「3分の2」を支配していれば、株主総会の特別決議を強行して実施することが理論上、可能となる。これが悪用されれば、「3分の2」までは比較的良い条件でTOBによる買付けを行い、その後は極めて不利な条件での合併や株式交換を残存株主に強要するという「強圧的二段階買収」が行われかねないのである。

こうした事情を考慮して、WG報告は「3分の2」という基準を示したものと思われる。

証券取引法等改正法の成立後に制定される予定の政令の中でも、WG報告の内容に沿った形で、基準が定められるものと予想される⁴。

4 . 施行日

TOB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TOBが対象となる⁵(同附則8)。

⁴ なお、2006年4月20日付日本経済新聞でも同様の趣旨の報道がなされていた。

⁵ 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。