

TOB、大量保有報告書の 見直しに関するQ & A

制度調査部
横山 淳

金融商品取引法シリーズ-22

【要約】

2006年6月7日、証券取引法等改正法が成立し、14日に公布された。

この中には、昨今のファンドやM & Aを巡る一連の事件を受けて、TOB制度や大量報告書制度の見直しも行われている。

本稿では、昨今の事件を受けて、TOBや大量保有報告書が、今回の法改正により、どのように見直されたのかを、制度調査部に寄せられた質問などを基にQ & A形式で解説する。

【目次】

- Q 1 : TOBという言葉は、最近、M & Aを巡ってよく聞くようになったが、そもそもどういう意味なのか？
- Q 2 : 具体的にどのような見直しがTOB制度について行われたのか？
- Q 3 : TOB規制の適用範囲の明確化とは、どのようなものか？
- Q 4 : TOBに関する情報開示の拡充としては、どのような改正が行われたのか？
- Q 5 : TOBの期間に関しては、どのような改正が行われたのか？
- Q 6 : TOBの買付条件の変更やTOBの撤回が容易になるということだが、具体的にはどのようになるのか？
- Q 7 : 新たに導入される全部買付義務とは何か？
- Q 8 : 大量保有報告書制度についてはどのような改正が行われるのか？
- Q 9 : 特例報告の利用が認められないケースがどのように変わったのか？
- Q 10 : 特例報告の頻度・期限についてはどのような改正が行われたのか？
- Q 11 : TOBと大量保有報告書の見直しが実施されるのはいつか？

はじめに

2006年6月7日、現在の証券取引法を全面的に見直して、「金融商品取引法」に衣替えさせるといった内容の「証券取引法等の一部を改正する法律」が成立し、14日公布された。

この中には、昨今のファンドやM & Aを巡る一連の事件を受けて、TOB制度や大量報告書制度の見直しも行われている。

本稿では、昨今の事件を受けて、TOBや大量保有報告書が、今回の法改正により、どのように見直されたのかを、制度調査部に寄せられた質問などを基にQ & A形式で解説する。

Q1：TOBという言葉は、最近、M&Aを巡ってよく聞くようになったが、そもそもどういう意味なのか？

A1：

【TOBとは？】

Take Over Bid = 「公開買付け」

- (対象) 不特定多数の者に
- (手法) 公告により株券等の買付けの申込みなどを行い
- (場所) 取引所有価証券市場外で
- (行為) 株券等の買付等を行うこと

TOBとは、英語の take over bid の頭文字をとった略称で、わが国では「公開買付け」というのが正式な用語です。

具体的には、法律の規定に基づいて、不特定多数の者を対象に、公告を通じて株券等を買ってくれるように呼びかけて、応募のあった株券等を市場外で買い付けること、と行うことができる。

特に会社の支配権・経営権を巡って、市場外で短期間に大量の株式を買い集めようとする場合、不透明な取引が横行したり、一般株主の利益が損なわれたりする危険性がある。そこで、証券取引法(将来的には金融商品取引法となる)では、情報の適切な開示や、株主間の取扱いの平等を図るために、TOBの制度を設けているのである。

Q2：具体的にどのような見直しがTOB制度について行われたのか？

A2：

重要なポイントを示すと次のようになる。

【TOB制度の見直しのポイント】

- TOB規制の適用範囲の明確化
(市場内外にまたがる買付け、買付者の競合など)
- 情報開示の拡充
- 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

Q 3 : T O B 規制の適用範囲の明確化とは、どのようなものか？

A 3 :

昨今、T O B 規制の「抜け穴」を突くような事例が相次いだ。つまり、法律の趣旨に照らせば、T O B を行うべき局面で、T O B を免れようとする行為、言い換えれば「T O B 逃れ」が立て続けに行われたということだ。

こうした状況を受けて、今回の法改正では、T O B が必要とされるケースをより厳格かつ明確に定めようという方向で改正が行われた。

まず、市場内外にまたがる買付行為についてもT O B 規制の対象となることが明確化された。

【市場内外にまたがる買付行為に対するT O B 規制】

買付けの結果、株券等所有割合が1 / 3 を超えるような株式大量取得について

買付けが市場内（立会外除く）のみ	T O B 不要（従来通り）
買付けが市場外（立会外含む）のみ	T O B 規制の対象（従来通り）
<u>市場内外にまたがる一連の取引</u>	（改正前）不明確
	<u>（改正後）T O B 規制の対象</u>

1 / 3 の直前まで市場外で買い付けて、その後、市場内で買い付けることでT O B 規制を逃れようとする行為を防止する趣旨の改正

証券取引法では、証券取引所市場外（立会外取引を含む）で1 / 3 を超える株式を取得する場合は、著しく少数の者から買い付ける場合であっても、T O B を行うことを義務付けている。

他方、証券取引所市場内（立会外取引を除く）、いわゆるザラバでの買付けであれば、1 / 3 を超える株式の大量取得であっても、T O B を行う義務はない。

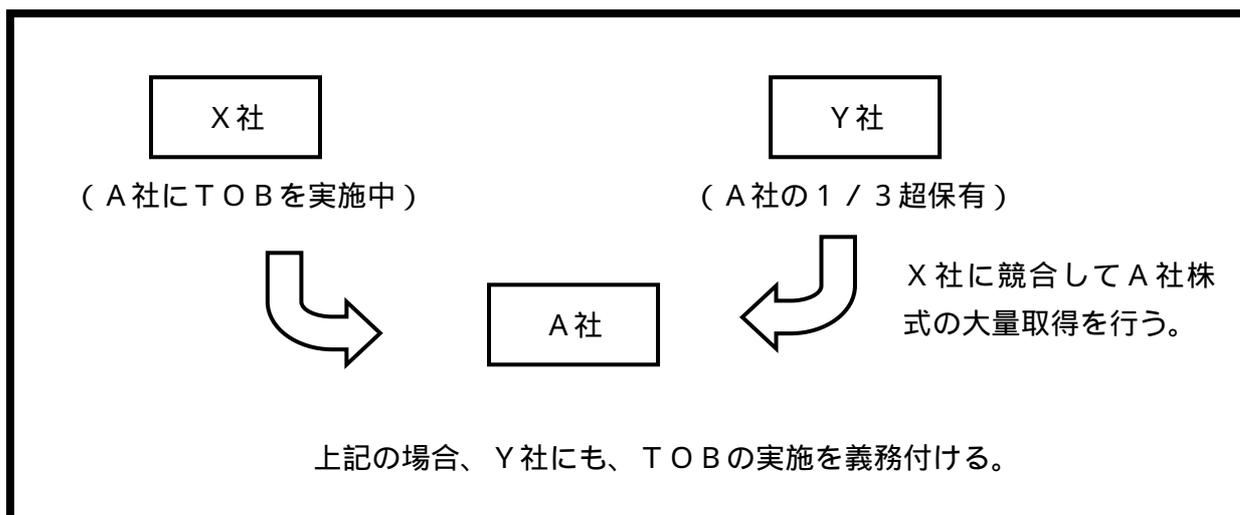
ところが、一部を市場外で買い付け、一部を市場内で買い付ける場合には、T O B 規制が適用されるのか否か、従来は必ずしも明確ではなかったのである。

改正法では、法律上、市場内外にまたがる一連の取引で1 / 3 を超える株式を取得する場合にはT O B 規制の対象となることが明確に示された。

もちろん、改正前でもこのような取引は「T O B 逃れ」の疑いが強いとの見解が関係者から示されてはいた。しかし、今回、法律上、明記された意味は大きいと思われる。

次に、買付者が競合する場合のT O B 規制についてである。

【買付者が競合する場合のTOB規制】



例えば、X社がA社に対してTOBを行っているとする。このとき、別の会社Y社が、X社に競合してA社株式を市場内で大量に買い付けようとしたとする。

確かに、法律上の原則に照らせば、市場内で買い付ける限り、Y社はTOBを行う必要はないということになる。しかし、これをそのまま認めると大きな問題が生じる。

つまり、X社は、厳しい開示規制や、よほどの事情がなければ一旦開始した買付を撤回できないといった取引規制を遵守しながらTOBを実行している。それに対して、競合するY社は、市場内で買付けを進める限り、開示も不必要であり、いつでも買付を中止することもできる。

これでは、同じA社株式の大量取得を目指すX社とY社とで明らかに不公平であると言える。加えて、Y社の買付けが進めば、需給が逼迫して市場価格が上昇し、X社のTOBが成立しにくくなる、言い換えれば、実質的にX社のTOBの妨害にもなるということも考えられる。

こうした点を踏まえて、改正法では、次の条件に当てはまる場合には、Y社に対して、TOBを行うことを義務付けることとしている。

X社が、A社の株券等に対してTOBを実施している

X社と競合する買付者Y社が、A社の株券等について、一定期間内に一定割合を超える買付け等を行う

Y社（競合する買付者）は、発行会社（A社）以外の者である

Y社（競合する買付者）の株券等所有割合が1/3を超えている

Q4：TOBに関する情報開示の拡充としては、どのような改正が行われたのか？

A4：

重要なポイントは次の2点である。

【 T O B の情報開示の拡充 】

対象会社による情報開示

- 意見表明報告書の提出義務化
- 公開買付者に対する質問機会を確保

公開買付者による対質問回答報告書

- 対象会社からの質問に対する回答
- 回答する必要がないと認めた場合には、その理由を記載

まず、T O B の対象会社が、その T O B に賛成するのか、反対するのか、態度を保留するのかを明確にすることが義務付けられる。

改正前も、T O B の対象会社が、その T O B に対し賛成、反対といった見解を示す場合には、原則として、意見表明報告書を提出することが義務付けられていた。しかし、見解を示さず、沈黙を守る場合には、意見表明報告書を提出する義務はなかった。

これが、改正法では、T O B の対象会社は、必ず、意見表明報告書を提出することが義務付けられるのである。

次に、T O B の対象会社による買付者に対する質問制度が、法律上、設けられたということである。つまり、T O B の対象会社は、前述の意見表明報告書の中で、買付者に対して質問を行うことができる。この場合には、買付者は「対質問回答報告書」を提出して、その質問に回答しなければならないこととされた。

もちろん、回答できない点、回答不能な点については、理由を示した上で回答しないことも認められる。その意味では、どの程度の回答が行われるかは疑問だとする意見もあるようだ。しかし、一般投資家の目の届くところで、対象会社と買付者の質問と回答が行われる意義は大きいものと考えられる。

Q 5 : T O B の期間に関しては、どのような改正が行われたのか？

A 5 :

【 T O B 期間の延長 】

T O B の対象会社による期間延長請求

- T O B 期間が一定期間（30 営業日の予定）未満
 - 合理的な理由を示して、意見表明報告書を通じて期間延長を請求
- 一定期間（30 営業日の予定）を超えない範囲で T O B 期間の延長を認める。

期間そのものも伸長の予定（最短 20 日 最短 20 営業日の予定）

TOBの期間について、最も注目されるのは、TOBの対象会社が買付者に対して、TOB期間の延長を請求できるようになった点である。

即ち、TOB期間が一定期間に満たない場合には、TOBの対象会社は、合理的な理由を示した上で、一定期間の範囲内でTOB期間の延長を請求することが認められることとなった。請求を受けた買付者は、TOB期間の延長に応じなければならない。

この「一定期間」がどのくらいの期間となるのかについては、現時点では明らかではないが、おそらく「30営業日」となる可能性が高いのではないかとされている。

また、TOB期間そのものについても、今後、制定される政省令によって、実日数ベースから営業日ベースに変更される見通しである。その結果、TOBの最短期間も「20日」から「20営業日」（実日数ベースで26～30日程度）に延長されることとなる予定である。

Q6：TOBの買付条件の変更やTOBの撤回が容易になるということだが、具体的にはどのようなになるのか？

A6：

従来は、TOBの買付価格の引下げは原則として禁止されていた。また、TOBの撤回も、例えば、対象会社が破産したとか、買付者が死亡したとか、極めて限定された場合を除いては、原則として禁止されていた。

ところが、最近、各種の買収防衛策を導入する企業が増加している。そうした中で、TOBを実施中に買収防衛策を発動されても、TOBの買付価格の引下げやTOBの撤回がほとんど認められないのでは、買付者は予期しないような巨額の損失を蒙る可能性がある。これは買付者と対象会社とのバランスという点で余りにも不当であると考えられる。

そのため、昨年の夢真vs日本技術開発のM&Aでは、裁判所や金融庁は解釈によってTOBの条件変更や撤回に柔軟に対応する方向性を示していた。今回の改正法では、こうした方向性を法律の中に正式に盛り込んでいる。

【TOBの買付条件変更等の柔軟化】

TOBの条件変更

- 株式分割などによる希積分に応じたTOB価格の引下げを容認

TOBの撤回についても同様の柔軟化が認められる予定

即ち、TOBの実施中に株式分割などによる希積化が生じた場合は、その希積化の程度に応じてTOB価格の引下げが容認されることとされている。

また、TOBの撤回についても、今後、制定される政省令の中で、同様に対応がなされる見込みである。つまり、株式分割などによる希積化が生じた場合に、それが軽微であるときを除き、TOBの撤回が容認されることとなる予定である。

Q 7 : 新たに導入される全部買付義務とは何か？

A 7 :

【全部買付義務】

全部買付義務 =
株主平等の観点などから、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

改正法では、TOB後における株券等所有割合が一定割合(2 / 3の予定)以上となる場合が対象となる。

全部買付義務とは、TOBに応募のあった株券等について、その全部を買い付けなければならないという義務である。

従来は、TOBを行う場合、TOB開始公告でその旨を明らかにしていれば、応募数が多数の場合は、その一部のみしか買い取らないとすることも自由であった。しかし、こうした制度は、「強圧的二段階買収」という手法に悪用される危険性がある。

「強圧的二段階買収」とは、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、比較的好条件で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・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のことである。こうした買収手法は、事実上、株主にTOBへの応募を強要し、しかも、最初のTOBに応募できなかった少数株主に大きな損害を与えるものとして、極めて不公正なものとされている。

改正法では、こうした考え方を踏まえて、ある程度の大規模なTOBを行う場合には、応募のあった株券等について、その全部を買い付けなければならない(全部買付義務)としている。

全部買付義務の対象となるTOBの範囲は、政省令に委ねられていて、現時点では明らかではないが、TOB後の株券等所有割合が2 / 3以上となるようなTOBが対象となる見通しである。

Q 8 : 大量保有報告書制度についてはどのような改正が行われるのか？

A 8 :

敵対的買収を巡っては、大量保有報告書についても様々な問題が指摘された。特に、機関投資家に認められる「特例報告」と呼ばれる簡便法を悪用して、売買の実態を適切に開示しようとしない「ファンド」に批判が集中したことは、記憶にも新しいところである。

改正法では、この「特例報告」制度に関連して、大量に株式を買い集めた者を、より迅速に明らかにするために次のような改正内容が盛り込まれている。

【大量保有報告書の見直し】

重要提案行為等を目的とする場合に特例報告の適用を認めない

特例報告の頻度を多くする。

Q 9 : 特例報告の利用が認められないケースがどのように変わったのか？

A 9 :

従来は、「事業支配目的」で株式を保有する場合には、特例報告による簡便な報告は認められないとされてきた。ところが、「事業支配目的」が何を意味するかについては必ずしも明確ではなかった。その結果、「ファンド」が事業会社の株式をかなりの割合まで買い進めて様々な要求を突きつけるにも関わらず、あくまで「純投資目的」と言い張るような問題が指摘されていた。

こうした問題を踏まえて、改正法では、「事業支配目的」はなくても、発行会社の事業活動に大きな変更を加えたり、重大な影響を及ぼすような「重要提案行為」などを行う場合には、特例報告は認めないとしている。

具体的にどのような行為が「重要提案行為等」に該当するかについては、政省令に委任されているので、現時点では明らかではないが、いわゆる「アクティビスト」と呼ばれる「ファンド」の活動などが想定されているものと思われる。

【特例報告の利用が認められないケース】

改正前	改正後
基準日の届出なし	同左
事業支配目的	重要提案行為等目的
株券等保有割合が一定割合（注）を超える	同左
その他内閣府令で定める場合	同左

（注）現行法令では、10%と定められている。

Q 10 : 特例報告の頻度・期限についてはどのような改正が行われたのか？

A 10 :

証券会社や機関投資家に認められる簡便な報告方法である「特例報告」については、その頻度・期限が大幅に短縮される。

つまり、これまでは原則として3ヵ月ごとの基準日時点の数値を、翌月15日までに報告すればよいとされていた。それが改正法では、原則2週間ごとの基準日時点の数値を5営業日以内に報告することとなった。

【特例報告の頻度・期限】

	改正前	改正後
基準日	原則、3 ヶ月ごと	原則、2 週間ごと
報告期限	基準日の翌月 15 日まで	5 営業日以内

その結果、これまでは最長3 ヶ月半の間、取引内容が開示されない可能性があったものが、改正法の下では、最長でも20 日程度で開示されることとなる。

Q 1 1 : T O B と大量保有報告書の見直しが実施されるのはいつか？**A 1 1 :**

T O B の見直しと、大量保有報告書のうち「重要提案行為等」に関する部分は、公布日（2006 年6 月14 日）から6 ヶ月以内の政令で定める日から施行される。

大量保有報告書のうち特例報告の頻度・期限に関する部分は、公布日から1 年以内の政令で定める日から施行される。