

TOBに関する 素朴な疑問Q & A

制度調査部
横山 淳

TOBの条件変更を中心に

【要約】

王子製紙による北越製紙に対するTOBも、期限まで2週間を切り大詰めを迎えている。それに伴って制度調査部にも、TOB制度を巡る様々な質問が寄せられている。本稿では、寄せられた質問に基づいてQ & A形式で解説する。

はじめに

王子製紙による北越製紙に対するTOBも、期限まで2週間を切り大詰めを迎えている。

それに伴って制度調査部にも、TOB制度を巡る様々な質問が寄せられている。

本稿では、寄せられた質問の中から、主にTOBの条件変更に関するものについてQ & A形式で解説する。

Q1：劣勢の買収者の挽回策は？

劣勢にある公開買付者が、TOBを成功させるための挽回策としてはどのようなものが考えられるか？

A1：

TOBは個別案件ごとに背景、環境、事情が異なることから、一律に論じることはできない。

ただ、一般論としては、次のようなTOBの条件変更をするという方策が考えられるだろう。

TOB価格の引上げ

TOBの成立ラインの引下げ

TOB期間の延長

は、市場価格がTOB価格を上回る状態が継続しているため、株主・投資家の多くがTOBの趣旨には賛同しているものの、価格面で折り合いが付かないようなケースには有効な対応策と考えられるだろう。

ただし、後述(Q 2)するように問題点もある。例えば、市場価格は常時変動している。そのため、仮に T O B 価格を引き上げたとしても、市場価格がすぐに追いつき、再度、逆転してしまう可能性もある。そうなると、結局、事態の根本的な解決策にはならないこととなる。

は、T O B について、当初想定したほどの応募は見込めないが、一定規模の応募は期待できるようなケースに有効だろう。

この場合、T O B によって一気に相手を攻略することはできなかったものの、一定規模の株式数を確保し、いわば攻略への「橋頭堡」を築いたこととなる。今後、プロクシー・ファイトを仕掛けるなど、次の一手が重要となるだろう。

は、様々な思惑・情報が錯綜するなど一時的に市場が混乱しており、一定の冷却期間を置く必要があるような場合や、公開買付者として株主・投資家の説得仕事を継続する必要がある場合などの対応策ということになるだろう。

Q 2 : T O B 価格の引き上げの問題点

公開買付者が劣勢に立っている場合、T O B 価格を引き上げれば、一気に形勢を逆転できるように思われる。なぜ、もっと積極的に T O B 価格の引き上げが行われないのか？

A 2 :

確かに、T O B 価格の引上げは、T O B の趣旨には賛同しているものの、価格面で折り合いがつかない株主・投資家からの応募を促す効果は期待できる。

しかし、その一方で次のような問題点もある。そのため、公開買付者としては、T O B 価格の引上げには慎重にならざるを得ない面がある。

当初の T O B 価格に対する信頼性

安易に T O B 価格の引上げを実施した場合、当初の T O B 価格の設定根拠に対する信頼性が揺らぐこととなる。

T O B 価格の引上げについて十分な説明責任を果たせない場合には、中長期的な利益を反映しない短期的な株価で、企業を買い叩こうとした「濫用的買収者」との疑いを持たれる危険性がある。

買収コストの上昇

T O B 価格の引上げは、公開買付者にとっては買収コストの増加を意味する。

仮に、経営統合案が優れたものであったとしても、そのための買収コストが極端に増加すれば、公開買付者としては、自社の株主に対して説明がつかないこととなる。

市場価格の変動性

市場価格が T O B 価格を上回る水準で推移しているような場合、T O B 価格を引き上げることが上策である、といった論調をよく見かける。

しかし、市場価格は常時変動している。仮に、TOB価格をその時点の市場価格を上回る価格に引き上げたとしても、市場価格がすぐに追いつき、再度、逆転してしまうというシナリオは十分考えられるものである。

そうなると、結局、「市場価格がTOB価格を上回る水準で推移している」という事態の根本的な解決策にはならないこととなる。

Holdか？ Sellか？ いわゆる「株主のジレンマ」の問題

公開買付者の示す経営統合案については賛同する株主・投資家にとっては、TOBに応じるか否かは非常に難しい問題である。

つまり、公開買付者支持の立場からTOBに応じて保有する株式を売却してしまえば、対象企業との関係は断ち切られてしまうこととなる。仮に、その後の経営統合によって大きな利益が上がったとしても、その成果を享受することはできない。

しかし、TOBに応じなければ、公開買付者は必要な株式数を獲得することができず、結局、経営統合案は日の目を見ないというリスクもある。

こうした株主・投資家の希望としては、公開買付者が対象会社の経営権を握り、経営統合を進めるが、自分は今後も対象企業に対する直接又は間接の出資関係を維持したいと考えることとなる。

仮に、こうした株主・投資家が多数を占める場合、公開買付者（＝買収者）としては、TOB価格を中途半端に引き上げたとしても必ずしも効果は期待できないだろう。むしろ、今後、予定される株主総会でのプロクシー・ファイトに照準を絞るべきだということになる。

Q3：TOBの成立ラインの引下げ

法令上、買付予定株式数の減少は禁止されていると聞いたことがある。だとすれば、TOBの成立ラインを、例えば、50.1%から33.4%に引き下げることは許されるのか？

A3：

解釈上、許されると考えられている。

確かに、証券取引法施行令は「買付予定の株券等の数を減少させること」を「禁止される買付条件等の変更」と定めている（証券取引法施行令13三）。

しかし、これはTOBにより買い付ける株式数の上限（それを超える株式数は応募があっても買い付けないという水準）を引き下げることを禁止する趣旨と、一般には解釈されている。

他方、TOBの成立ラインは、TOBにより買い付ける株式数の下限（応募株式数がそれ未満ならそもそも買付けを行わないという水準）を意味している。これについて証券取引法施行令は、一定の例外を除き、引き上げることが禁止している（証券取引法施行令13二）。しかし、引き下げることは、明確には禁止していないと考えられている。

これを整理すると、TOBの買付レンジ(最低 株から最大 株まで買い付けるという幅)を広げる変更は許容されるが、狭める変更は許されないというのが、現時点での一般的な解釈である。これは次のような趣旨だと理解されている。

TOBの買付レンジを広げることは、株主・投資家にとって売却機会を広げる有利な条件変更である。また、買い付ける株式数に制限設けない(応募が何株であっても買い付ける)というTOBの本来あるべき姿に近づける条件変更でもある。従って、こうした変更は許容されると考えられている。

逆に、TOBの買付レンジを狭める行為は、株主・投資家から売却機会を奪う条件変更である。そのため、許されないと解されているのである。

Q 4 : 期間の延長の限度

TOB 期間は、最大どれだけ延長できるのか？

A 4 :

現行法令上、TOB 期間は最大 60 日までとされている¹(証券取引法施行令 8)。従って、期間延長も、原則として、この範囲内で実施する必要がある(証券取引法施行令 13 五)。

なお、昨年の金融審議会の提言を受けて、改正証券取引法(いわゆる金融商品取引法)の下では、TOB 期間を最大 60 営業日とする方向で議論が進められている。

Q 5 : TOB 条件の変更はいつまで可能か？

TOB の条件変更は、いつまで行うことができるのか？

A 5 :

TOB 期間中であれば、特に変更のタイミングについての規制はない。

ただし、単純な TOB 期間の延長を除き、条件変更を行った場合には、その条件変更後 10 日間²は株主・投資家のための周知期間を確保しなければならないこととされている(証券取引法 27 条の 8、発行会社以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令 22)。

例えば、TOB 期間の残り 15 日というタイミングで条件変更を実施するのであれば、10 日間の周知期間はそもそも確保できているため、特に期間の延長は不要である。しかし、TOB 期間の残り 3 日というタイミングで条件変更を行った場合は、(10 日間の周知期間を確保するため) TOB 期間を最低 7 日間は延長しなければならないことになる。

仮に、TOB 期間の延長をせずに条件変更を行いたいというのであれば、少なくとも TOB 期間満了の 10 日前までに条件変更を行う必要があるという計算になる。

¹ なお、Q 5 で説明する条件変更の周知期間が必要な場合や、対抗 TOB が実施された場合などについては、例外的に 60 日を超える期間の延長が許容される(証券取引法施行令 13 五)。

² 厳密には「訂正届出書を提出する日より起算して 10 日を経過した日まで」とされている。