

T O B の開示拡充

制度調査部
横山 淳

金融商品取引法シリーズ-43

【要約】

- T O B、大量保有報告制度の見直しに関連して、その細目を定める政令が 2006 年 12 月 8 日に、内閣府令が 12 日に公布された。
- 政令・内閣府令の中には、T O B の開示拡充も盛り込まれている。
- 具体的には、T O B 後の経営方針・行動方針などを具体的に記載することが求められている。
- 加えて、M B O について、第三者による T O B 価格の意見書等を受けている場合には、その意見書等の写しを添付することを求めている。
- 以上の改正は、2006 年 12 月 13 日から施行されている。

はじめに（T O B、大量保有報告制度の見直し）

- 2006 年 6 月に成立した「証券取引法等の一部を改正する法律」（以下、改正法）による T O B 制度・大量保有報告制度の見直しに関連して、政省令が次の通り公布された。

2006 年 12 月 8 日、「証券取引法等の一部を改正する法律の一部の施行期日を定める政令」（政令第 376 号）

2006 年 12 月 8 日、「証券取引法施行令の一部を改正する政令」（政令第 377 号）

2006 年 12 月 12 日、「発行者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等の一部を改正する内閣府令」（内閣府令第 86 号）

- は、T O B 制度・大量保有報告制度の見直しの施行期日を定めた政令である。 は、T O B 制度・大量保有報告制度の見直しの細目を定めるものである。

- 本稿では、 のうち T O B の開示拡充について紹介する。

1 . T O B と情報開示

- T O B が実施されるということは、ある会社の支配権を巡って、重大な影響のある取引が行われつつあるということである。その意味では、T O B に当たって、株主・投資者が的確な投資判断を行うことができるように、「情報提供の充実を図り、手続の透明性を確保することが必要不可欠」¹とすることができる。

¹ 金融審議会金融分科会第一部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」。

- こうした観点から、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）では、TOB に関する情報開示の拡充を求める提言を行っていた。
- 具体的には、WG 報告は、次のような事項の開示を求めている。

TOB 価格の決定プロセス

買付け後における対象会社の経営への関与の具体的内容

（MBO などに関連して）TOB 価格の妥当性や利益相反を回避するためにとられている方策

- 以下、WG 報告の提言内容（TOB の開示拡充）について、新しい政令・内閣府令の下で、どのような対応がなされているかを紹介する。

2 . TOB の価格決定プロセスに関する開示

- 新しい「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」（以下、公開買付府令）の下では、公開買付者が提出する開示書類である「公開買付届出書」（第二号様式）において、新たに「買付け等の価格」の「算定の経緯」を開示することを求めている。これは、TOB の価格決定プロセスに関する開示を要求するものである。
- 具体的には、次のような形で記載することを求めている（記載上の注意(6)f）。

算定の際に第三者の意見を聴取した場合に、当該第三者の名称、意見の概要及び当該意見を踏まえて買付価格を決定するに至った経緯を具体的に記載すること。

- つまり、TOB 価格について第三者に価格算定・判定を依頼した場合には、その依頼先と算定・判定結果の概要を開示するということである。
- 加えて、その第三者の算定・判定結果を踏まえて、実際に TOB 価格を決定したプロセスについても「具体的に」開示することを求めている。
- これは、応募株主が、その TOB 価格が正当であるかどうかを判断するための材料を提供する趣旨であることは言うまでもない。
- なお、MBO のための TOB については、より詳細な開示が求められている。この点については、後述 4 . (2) で説明する。

3 . 買収者の経営への関与の具体的内容に関する開示

- 新しい公開買付府令の下では、公開買付者が TOB の実施後、どのようなスタンスで TOB の対象会社に関与するのかを、より詳細に開示することを求めている。
- 具体的には、公開買付者が提出する開示書類である「公開買付届出書」（第二号様式）の「買付け等の目的」の項目において、次のような開示を行うことを求めている。

支配権取得又は経営参加目的の場合	支配権取得又は経営参加の方法 支配権取得後の経営方針 経営参加後の計画 次の行為を予定している場合はその内容及び必要性も記載 - 組織再編 - 企業集団の再編 - 解散 - 重要な財産の処分・譲受け - 多額の借財 - 代表取締役等の選解任 - 役員の構成の変更 - 配当・資本政策に関する重要な変更 - その他対象者の経営方針に対して重大な変更を加え、重大な影響を及ぼす行為
純投資・政策投資目的の場合	保有方針 売買方針 議決権の行使方針 それらの理由 長期的な資本提携を目的とする政策投資の場合はその必要性も記載
T O B 後の買増予定の有無	T O B 後に更に株式等を取得する予定の有無 その理由 その内容
T O B 後、第三者に転売する目的の場合	転売先の第三者に関する情報 その第三者と公開買付者との関係 その第三者の譲受けの目的 その第三者が届出日において所有する株式等の数
上場廃止の見込みの場合	その旨 その理由

- これらのうち、「純投資・政策投資目的の場合」の開示事項（保有方針など）、「T O B 後の買増予定の有無」、「上場廃止の見込みの場合」の開示事項が、新しい公開買付府令で新たに設けられた開示事項である。いずれもT O B 後に株主としてどのような行動方針をとるのかを明らかにすることを求めるものである。
- また、「支配権取得又は経営参加目的の場合」の開示事項についても、従来よりも開示内容が拡充されている。具体的には、次のような点である。

「支配権取得又は経営参加の方法」の開示が要求されている。

T O B の対象会社の経営に対する要求内容（組織再編、役員の構成の変更、配当・資本政策に関する重要な変更など）の開示がより詳細に定められている。

4 . M B Oなどに関する開示

(1) M B Oとは

- M B Oとは、Management Buy-Out の略称で、一般には経営者による自ら経営する企業（あるいは事業）の買取りを意味している。
- M B Oが利用される局面は、例えば、非上場会社の経営者が親族や有望社員に事業を引き継ぐために行うケース（事業承継型）や、会社が一部の事業部門を売却するために行うケース（事業分離型）など、様々である。最近では、上場会社が非公開化するために実施するケースが、しばしばマスメディアなどでも報じられ、話題となることが多い²。
- 新しい公開買付府令の下で、開示の拡充が問題となっているのは、上場会社が非公開化するために実施する M B O についてである³。

(2) 利益相反回避措置等の開示

- 新しい公開買付府令では、M B O に関して、公開買付者が提出する開示書類である「公開買付届出書」（第二号様式）の「公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容」の項目において、次のような情報開示を求めている（記載上の注意(25)）。

T O B の実施を決定するに至った意思決定の過程を具体的に記載する。

利益相反を回避する措置を講じているときは、その具体的内容を記載する。

T O B 実施の意思決定プロセス開示

- は、T O B 実施の意思決定のプロセスを開示することを求めたものである。
- 一般的な T O B の場合、公開買付者の提示した買付条件などについて、対象会社が（企業価値・株主利益の観点から）精査・検討・交渉などを行うこととなる。
- その意味で、対象会社が T O B に対して「適正な条件である（T O B に賛成）」「不当な条件であり、企業価値・株主利益に反する（T O B に反対）」といった判断を示した場合は、こうした判断プロセスを経た上での結論だと一般的には言えるだろう。
- しかし、M B O の場合、一般に、公開買付者（又はその一部）が、同時に T O B 対象会社の役員等でもある。従って、対象会社（の役員等）が『適正な条件である』として T O B に同意したとしても、こうした評価プロセスが適切に機能した結果とは一概に言えない。
- そこで、M B O の場合には、T O B 実施の意思決定プロセスがどのように行われたのかを、より具体的に開示することを求めているのである。

² 例えば、2005 年にはワールド、ポッカコーポレーションなどが、2006 年にはすかいらーくなどが実施している。

³ 公開買付府令では、厳密には次のように定義されている。

「公開買付者が対象社の経営者又は経営者の依頼に基づき公開買付けを行う者である場合」

なお、公開買付府令は、親会社の子会社を対象として T O B を行う場合についても、M B O と同様の規制に服することも求めている。

利益相反回避措置の開示

- は利益相反回避措置の開示である。利益相反とは、同一主体が、利益の相反する複数の立場に同時に立つことを意味する。MBOに関しては、公開買付者（又はその一部）であると同時に、TOB対象企業の取締役でもある者が、このような立場に立つと言えるだろう。
- 企業の取締役は、その企業の株主に対して善管注意義務・忠実義務を負っている。つまり、取締役は、株主の信任に基づいて、企業価値・株主利益を（長期的な観点から）最大化するように行動しなければならない。
- 従って、TOBの局面でも、対象会社の取締役は、例えば、買付価格が不当に低すぎるような場合は、「企業価値・株主利益に反するため“No”」と拒否しなければならない立場にあると言える。
- ところが、MBOの場合、対象会社の取締役は、同時に公開買付者（＝買い手）でもある。つまり、その会社の株式を出来る限り安く有利な条件での買取りを望む立場にもあると言える。
- その結果、MBOにおいて、対象会社の取締役は、二つの矛盾する立場を同時に抱え込んでいると考えられる。そして、このような立場（利益相反）に立った対象会社の取締役は、株主の利益（不当に低い買付価格を拒否する）よりも、自分の利益（出来る限り安く有利な条件で買い取る）を優先して行動することが危惧されるのである。
- 新しい公開買付府令では、こうした問題を受けて、MBOに伴う利益相反状態を回避するために何らかの対策を講じている場合は、その具体的な内容を開示することを求めているのである。
- なお、新しい公開買付府令の下でも、利益相反回避措置そのものをMBOに義務付けている訳ではない。あくまでも利益相反回避措置を講じている場合に、その開示を求めたものである。しかし、こうした開示規制が設けられることによって、利益相反に対して何の対応も行っていないMBOは、投資家の眼に明らかになり、厳しい批判を受けることが十分予想できる。その意味では、MBOを実施する場合に、利益相反を回避するための対策を要求することは一定の間接的な強制力を持つとも評価できるだろう。

(3) TOB 価格の妥当性（第三者の評価書・意見書など）

- 新しい公開買付府令では、前述 2 . の通り、TOB 価格について第三者に価格算定・判定を依頼した場合には、その依頼先と算定・判定結果の概要を開示することが求められている。
- MBO の場合には、加えて、「公開買付届出書」において次のような開示が求められている。

TOB 価格等の算定に当たり参考とした第三者による評価書、意見書などがある場合は、その写しを添付する（公開買付府令 13 条 1 項 8 号）。

TOB 価格の公正性を担保するためのその他の措置を講じているときは、その具体的な内容も開示する（第二号様式 記載上の注意(6)f）。

- MBO において、買い手であるその企業の役員等は、TOB の対象となる企業の状況を最も詳細に把握しうる立場にある。それに対して、売り手であるその企業の一般株主は、必ずしも、その企業の状況について十分な情報が提供されているとは限らない（いわゆる情報の非対称性

の問題)。

- その結果、MBO目的のTOBが実施された際、一般株主としてはそのTOB価格が適正であるか十分に判断できない危険性がある。言い換えれば、仮に、不当に低いTOB価格が設定されていても、一般株主はそれに気付かないまま(上場廃止で換金が困難になることをおそれて)応募せざるを得なくなる可能性がある。
- そこで、新しい公開買付府令では、第三者に価格算定・判定を依頼した場合の評価書・意見書等の写し()と、TOB価格の妥当性を確保するためのその他の措置の内容()を開示するように求めているのである。
- これらのうち、評価書・意見書の写しの添付()については、その趣旨は明らかであると言えるだろう。他方、「価格の妥当性を確保するためのその他の措置」()については、具体的にどのような措置が想定されているのかが問題となる。
- この点について、金融庁はパブリックコメントに対する回答の中で、「個別事案に応じて様々となる」と断った上で、「独立の第三者からなる委員会」の設置を例示している。
- なお、新しい公開買付府令の下でも、第三者の評価書・意見書などを取得すること自体をMBOに義務付けている訳ではない。あくまでも第三者の評価書・意見書などがある場合にその開示を求めたものである。しかし、こうした開示規制が設けられることによって、TOB価格の妥当性のチェックを受けていないMBOは、投資家の眼に明らかになり、厳しい批判を受けることも十分予想できる。その意味では、MBO第三者の評価書・意見書などを要求することは一定の間接的な強制力を持つとも評価できるだろう。

(4)その他

- 上場会社が非公開化するために実施するMBOの場合、必然的に、上場廃止が見込まれることとなる。
- そのため、前記3. に従い、「上場廃止の見込み」についての「その旨」「その理由」の開示を行う必要がある。

5. 施行日

- 上記の政省令については、2007年1月1日から施行されている。