

TOBの全部買付義務

制度調査部
横山 淳

金融商品取引法シリーズ-47

【要約】

TOB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、内閣府令が同月12日に公布され、同月13日から施行されている。

政令の中では、新たに導入されたTOBにおける「全部買付義務」の細目も定められている。

本稿では、TOBにおける「全部買付義務」について解説する。

はじめに（TOB、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TOB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、TOB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、TOB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、新たに導入されたTOBにおける「全部買付義務」の詳細について紹介する。

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。

(2)なぜ、全部買付義務が導入されたのか？

わが国においては、長い間、TOBについて「全部買付義務」は課されてこなかった。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）制度上は可能だったのである。

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、これまで「全部買付義務」を設けてこなかった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。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¹。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。

「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を自由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、という訳である。

こうした指摘を踏まえ、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」が、次のような理由から、「全部買付義務を課することが適当である」との提言を行った。

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。

これを受けて、2006年6月の法改正で、わが国においても、TOBについての「全部買付義務」が導入されるにいたったのである（施行は2006年12月13日）。

¹ 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。

2 . 改正法の下での全部買付義務の内容

(1) T O B と買付予定株式数

改正法で導入された全部買付義務を説明する前に、まず、その前提となる T O B における買付予定株式数について説明する²。

T O B 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 T O B 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、T O B 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)。この点は改正の前後を通じて、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 T O B 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 T O B 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 社の経営権を取得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 T O B を実施するとする。この T O B に対して A 社の発行済株式総数の 41% (51% - 10%) 相当以上の株式数の応募があれば、公開買付者 (B 社) としては、予定通り A 社の経営権を取得することができる。

ところが、この T O B に対して、例えば、20% 相当の株式数の応募しかなかった場合には、公開買付者 (B 社) としては、対象会社 A 社の経営権取得という目的が十分達成できない。

こうした事態に備えて、公開買付者 (B 社) の立場としては、応募が予定数に達しなければ T O B 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いう取決めを行っておきたいと考えることも多いだろう。このようなケースに、予め設けておく条件が、 であると言うことができる。

それに対して、 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 (いわゆる部分買付け)。いわば T O B 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 T O B 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 T O B 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

² ここでは説明の便宜上、株式についての T O B を想定して説明している。

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 (いわゆる部分買付け) の条件である。

(2) 「全部買付義務」の内容

改正前の証券取引法の下では、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であった。

それに対して改正法では、次のような要件が追加されている (証券取引法 27 の 13)。

(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³。

それでは、この「政令で定める割合」とは、どれくらいの割合なのか? この点については、2006 年 12 月 8 日に公布された改正政令の中で次のように定められている (証券取引法施行令 14 の 2 の 2)。

... (前略) ... 政令で定める割合は、3分の2とする。

つまり、買付後の株券等所有割合が 2 / 3 未満であれば、いわゆる部分買付けを行うことは許される。しかし、買付後の株券等所有割合が 2 / 3 以上となる場合については、応募のあった全ての株式を買い付けなければならないということである。

この点を指して、改正法の下では、株券等所有割合が 2 / 3 以上になるような TOB 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。

なお、改正政令が示した「2 / 3」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⁴。

³ 買い付けなければならないのは、あくまでも応募のあった株式についてである。つまり、応募のなかった株式についてまで、例えば、一定期間内は同一価格で買い付けなければならない、一定期間は追加取得をしてはならない、といった義務は生じない。この点が、英国のルール (The Takeover Code) などと異なる点である。

⁴ 金融庁「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」(2006年12月13日)参照。なお、英国

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「2 / 3」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、「2 / 3」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、改正政令は「2 / 3」という基準を示したものである。

3. すべての株券等の所有者に対するTOB

(1) 「全部の種類株券等」に対する買付け

全部買付義務との関係でもう一つ問題となるケースがある。それは「全部の種類株券等」に対する買付けの問題である。

例えば、企業によっては、複数の種類株式を発行している場合がある。こうした企業を対象にしたTOBの場合、特定の種類株式のみを買い付けて、それ以外の種類株式の買付けを拒むことが許されるか、という問題が生じるのである。

こうした特定の種類の株券等のみを対象としたTOBを無条件に認めれば、前述の「強圧的二段階買収」と同様の問題が生じ、一部の株主・投資家の利益を著しく損なうようなM & Aが強行されてしまう危険性がある。具体的には、特定の種類株主のみに限定した上で、比較的好条件でTOBによる買付けを行う。しかし、それ以外の株主・投資家には、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強要するといった買収手法がとられる可能性がある。

そこで、2006年12月8日に公布された改正政令では、前記(2)を踏まえて、次のような「全部の種類株券等」に対する買付義務が定められている⁵(証券取引法施行令8三)。

買付後の株券等所有割合が2 / 3以上となる場合は、原則として、すべての株券等(公益又は投資者保護に欠けることがないものとして内閣府令で定める場合を除く)を対象としてTOBを実施しなければならない。

つまり、買付後の株券等所有割合が2 / 3未満であれば、特定の種類の株券等のみを買い付けることは許される。しかし、買付後の株券等所有割合が2 / 3以上となる場合については、原則として、全種類の株券等を対象としてTOBを実施し、応募のあったものはすべて買い付けなければならないということである。

(2) 買付義務の対象となる「株券等」の範囲

買付義務の対象となるのは「株券等」とされている。

つまり、株式だけではなく、新株予約権付社債(いわゆるCB等)なども含まれることとなる。

のルール(The Takeover Code)が「原則30%」という基準を設定していることと比較すると、明らかに高いラインが引かれていると言えるだろう。

⁵ 大来志郎(金融庁総務企画局企業開示課課長補佐)「公開買付制度の見直しに係る政令・内閣府令の一部改正の概要」、『商事法務』No.1786(2006年12月15日)p.9参照。

具体的には次の通りである⁶（証券取引法施行令 6 ）。

株券、新株予約権証券、新株予約権付社債券

外国法人の発行する証券・証書で前記 の性質を有するもの

投資証券等（ ）

いわゆる預託証券（DR）等で前記 ~ の権利を表示するもの

（ ）「投資証券等」は、投資法人（いわゆる会社型投信）を対象としたTOBを想定した規定であり、一般の事業会社を対象としたTOBにおいては、問題となるケースはほとんどないだろうと思われる。

ただし、次のものは、そもそもTOB規制の対象外とされている（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）2）。つまり、「全部の種類株券等」に対する買付義務の対象からも除かれることとなる。

イ 議決権のない株式であって、その株式の取得と引換えに議決権のある株式を交付する旨の定款の定めのない株式

ロ 上記イの株式のみを取得する権利を付与された新株予約権証券、新株予約権付社債券

ハ 外国法人の発行する証券・証書で、上記イ、ロの性質を有するもの

上記以外にも、例外的に、「公益又は投資者保護に欠けることがないものとして内閣府令で定める場合」には、「全部の種類株券等」に対する買付義務が免除される。具体的には、次のケースが規定されている（公開買付府令 5 ）。

TOBの対象とならないことに同意する旨の（会社法上の）種類株主総会決議による承認が行われている場合

TOBの対象とならないことについて、その株券等の所有者（25名未満の場合に限る）の全員が書面（又は電子媒体）により同意している場合

(3) 「全部の種類株券等」を対象としたTOB手続

以上のルールに従って、「全部の種類株券等」を対象としてTOBを実施する場合には、同一のTOB手続の中で実施することが求められている（同内閣府令 5 ）。

その際、同時に複数の種類の株券等（種類株式、CBなど）を対象として買付けを行うことから、その種類に応じて具体的な買付価格の設定が異なる場合がある。

こうした「株券等の種類に応じた公開買付価格の価額の差異」については、公開買付届出書において「換算の考え方等の内容を具体的に記載すること」が求められている⁷（同内閣府令 第二号様式記載上の注意(6)e）。

⁶ 金融庁「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」（2006年12月13日）では、「ストックオプションとしての新株予約権証券も当該義務の対象に含める」との見解を示している。

⁷ なお、金融庁「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」（2006年12月13日）では、株券等の種類に応じて買付価格が相違する場合でも、（種類に応じて合理的に算定されている限り）TOBの買付価格の均一性原則（証券取引法施行令 8 など）には反しないとの見解を示している。

4 . 施行日

上記の改正については、2006 年 12 月 13 日から施行されている。