

The asialaw

ジャパンレビュー

asialaw

特別増刊

第3号

公開買付け制度をめぐる近時の論点と証券取引法改正について

近時日本においても敵対的公開買付がなされているが、これに関連し公開買付け制度の盲点が明らかとなった。最近生じた2件の裁判事件をもとに、問題の所在および証券取引法改正等の対応策について概説する。



はじめに

公開買付け制度は、その株券等について有価証券報告書を提出しなければならない発行者の株券等について、当該発行者以外の者が一定の大量の買付けを行う場合に、(i)その買付者に買付けの条件等一定の事項を事前に開示させるとともに、(ii)買付けの方法についても厳格な制限を課し、株主に公平な売却の機会を保障するものである。原則として取引所有価証券市場外における買付け等が規制対象である。

また、「一定の大量の買付け」とは、主に、(i)買付け等の後の株券等所有割合が5%を超える場合((ii)を除く)、および(ii)過去60日以内に10名以下から買付け等を行う場合には、買付け等の後の株券等所有割合が3分の1を超える場合がこれにあたる。

ここ数年の証券取引法改正においては、公開買付けが強制適用される範囲を制限する方向での改正がなされてきたが、今年に入って敵対的買収における公開買付けをめぐる現行制度の脆弱な点が露呈した事件が生じ、証券取引法の改正を含めた議論が起こった。本稿では、公開買付けの観点からかかる事件の概要およびこれに対してとられた対応を紹介し、問題点と今後の課題を検討したい。

ライブドアによるニッポン放送株式の取得

事件の概要

株式会社ニッポン放送(「ニッポン放送」)はAMラジオ放送事業等を行う株式会社であり、その発行する普通株式が当時東京証券取引所市場第二部に上場されていた。株式会社フジテレビジョン(「フジテレビ」)はニッポン放送の発行済株式総数の約12.4%の普通株式を保有していたが、ニッポン放送の発行済株式すべての取得を目指して公開買付けを開始した。

一方、株式会社ライブドア(「ライブドア」)はニッポン放送の普通株式を約5.4%保有していた。ライブドアは、フジテレビによる上記公開買付けの期間中に、東京証券取引所のToSTNeT-1を利用した取引によって、(関連会社を通じて)ニッポン放送の普通株式を買付

asialaw ジャパン・レビュー 目次

公開買付け制度をめぐる近時の論点と証券取引法改正について

1

プライベートエクイティファンドの投資ビークル

5

中国の破産法案について

9

日本の戦略家

労働実務の観点から見たデューデリジエンス調査と公益通報者保護法

13

有限責任事業組合(LLP)制度の創設

14

国家外国為替管理局の新通達が中国の個人のオフショア投資に及ぼす影響について

15

法

Asia Law
& Practice

け、その結果約35%の普通株式を保有するに至った。その後、ニッポン放送はライブドアが支配株主となることは妥当でないと判断し、フジテレビ宛て新株予約権の付与を決定したため、当該新株予約権の発行差止めを求めてライブドアが仮処分を提起したものである。

なお、ToSTNeT-1とは東京証券取引所が運営する立会外電子取引システムであり、取引所取引における時間優先・価格優先の原則が排除されているため、有価証券市場外の相対取引に近い取引も可能である。

論点

本件の論点は多岐にわたるが、公開買付けとの関係では、ライブドアによる買付けが公開買付けではなくToSTNeT-1により行われたことが、証券取引法で求められる公開買付けの強制適用に違反するのではないかが問題とされた。

上記のとおり、買付け後の株券等所有割合が3分の1を超えることとなる買付けは公開買付けの方法によらなければならないが、その場合でも有価証券市場を通じて行うものであれば公開買付けによる必要はない。「経営権支配の目的をもって行われる株式の買占めであっても、それが有価証券市場を通じて行われる場合には、法令や自治規則に違反し

ない限りは、有価証券市場の自由かつ公開市場としての本質に照らし、特別の規制を加えることは必ずしも適当ではない」というのがその理由である。ToSTNeT-1による取引は形式的には東京証券取引所という有価証券市場における取引である。しかし、上記のとおり相対取引に近い性格を持つことから、公開買付けの趣旨を潜脱するものであって許されないという立場も根強かった。

裁判所の判断

本件につき東京高等裁判所は、証券取引法の定義上ToSTNeT-1による取引は取引所有価証券市場における取引に該当するから、公開買付けを行わなかったことは証券取引法違反ではないと結論づけた。その一方、結論に影響こそ与えなかったものの、「ToSTNeT-1による取引によって市場の一般投資家が会社の支配価値の平等分配に与る機会を失う結果となって相当でなく、公開買付け制度を利用すべきであったとの批判もありうる」と指摘した。

立会外取引に関する証券取引法の改正

裁判では、公開買付けによらずToSTNeT-1による立会外取引で3分の1を超える株式を買付けることは適法とされたが、このような状態は望ましいものではなく、法令の不備が明らかとなった。このため、急遽公開

ANDERSON MŌRI & TOMOTSUNE

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

アンダーソン・毛利法律事務所と友常木村法律事務所は、2005年1月1日に合併し、アンダーソン・毛利・友常法律事務所となりました。合併により、より多くの業務分野において一層高度なリーガル・サービスを提供することが可能となり、M&Aやファイナンス取引、グローバル・オファリング、その他の国際的な投資案件などの超大型・複雑な取引に対応する体制を整えています。

現在、アンダーソン・毛利・友常法律事務所には約180名の弁護士が所属しております。当事務所の全ての弁護士は英語に堪能であり、また、パートナーおよびシニア・アソシエイトのほぼ全員が、米国、英国またはオーストラリアにおいて、学位を取得し、研修を行っております。また、当事務所には、コモン・ロー法域における法曹資格を有する外国弁護士が10名以上、外国法事務弁護士(原資格法:米国ニューヨーク州)が1名、それぞれ所属しております。また、弁理士、中国律師も所属しております。当事務所は北京にも事務所を有しており、対中投資案件、紛争案件等を中心に、内外の依頼者に助言を行っております。

主な業務分野

- | | | | |
|-------------------|----------------|--------|----------|
| ・ M&A | ・ キャピタル・マーケット | ・ 金融法務 | ・ 商事取引法務 |
| ・ ストラクチャード・ファイナンス | ・ 訴訟・仲裁 | ・ 租税法 | ・ 知的財産権 |
| ・ 倒産法 | ・ 独占禁止法および競争法規 | ・ 労働法 | ・ 中国法 |

〒106-6036 港区六本木一丁目6番1号泉ガーデンタワー

Tel: (813) 6888 1000 Email: info@amt-law.com Website: www.andersonmoritomotsune.com

買付制度の見直しは証券取引法改正案に盛り込まれた。改正証券取引法のうち公開買付け制度の見直しにかかる部分は直ちに施行され、証券取引所の立会外取引は取引所有価証券市場における取引の定義から除外されることとなった。すなわち、公開買付けによることが強制される場面において、これを証券取引所の立会外取引を用いることによって回避することはできないことが明確化された。

夢真ホールディングスによる日本技術開発株式の公開買付け

事件の概要

現行の公開買付け制度の問題点が指摘されたもう一つの事件は、株式会社夢真ホールディングス(「夢真ホールディングス」)による日本技術開発株式会社(「日本技術開発」)の株式の公開買付けと株式分割をめぐる事件である。

日本技術開発は建設コンサルタント業務等を行う株式会社であり、その普通株式をジャスダック証券取引所に上場している。夢真ホールディングスは日本技術開発の発行済株式総数の過半数の取得を目指し、その意向を日本技術開発に伝えた。その後、日本技術開発は「大規模買付行為への対応方針に関するお知らせ」という文書をもって一種の敵対的買収防衛策を公表した。

これによると、大規模買付行為に応じるかどうかは株主の判断に委ねられるべきものであるから、株主の判断のために、大規模買付行為に関する情報が大規模買付者から提供された後、取締役会がこれを評価・検討して意見を開示するとされた。そのための方法として、(i)事前に大規模買付者が日本技術開発に対し十分な情報を提供する、(ii)日本技術開発の取締役会による一定の評価期間が経過した後に大規模買付行為を開始する、(iii)このルールが守られない場合、日本技術開発の取締役会は会社および株主の利益を守ることを目的として株式分割、新株予約権の発行等の対抗措置を講ずる場合がある、ことが定められた。

夢真ホールディングスがかかるルールに従うことなく日本技術開発の株式の公開買付けを行うことを発表した。日本技術開発はこれに対抗し、公開買付け期間中の日を基準日として普通株式を1対5の割合で株式分割することを発表した。そこで、夢真ホールディングスは日本技術開発による株式分割の差止めを求めて仮処分を提起するとともに、公開買付けも開始した。

論点

本件でも論点は多岐にわたるが、公開買付けとの関係では、現行の公開買付け制度の下で公開買付け期間中の日を基準日とする株式分割が行われた場合買付者は適切な対応をとることができるか、また、それができない場合には株式分割は法令違反ないし著しく不公正な方法によるものとなるか、であると思われる。

まず、(i)公開買付け制度においては買付者は一旦設定した買付価格を引き下げることができないため、株式分割後の希釈化された株式を株式分割前の価格で買付けることを余儀なくされるという問題がある。公開買付け期間中に希釈化が生じた場合には買付価格を引下げるといった条件を設ければ良いが、かかる条件を付すことが許容されるかは明らかでない。

次に、(ii)株式分割によって株式数が増加するが、公開買付け期間中には株式分割の効力は発生していないため、かかる株式分割によって付与される株式を公開買付けによって買付けることはできず、公開買付けの目的を達し得ないのではないかという問題がある。

さらに、(iii)公開買付け期間中の日を基準日とする株式分割が決定された場合には公開買付けを撤回することができる旨の条件を公開買付けに付すことができるかも問題となる。

裁判所の判断

まず、上記(2)(i)については、本件では結局買付価格は株式分割による権利落ちを前提とした価格に設定されたことから、東京地方裁判所は何らの判断も示さなかった。

次いで、(2)(ii)については、株式分割によって付与される株式をあわせて買付けることも可能であり、株式分割があっても公開買付けの目的を達することが法的には可能であるとした。また、株式分割によって付与される株式については決済が大幅に遅れることとなるが、これについては、それがゆえに公開買付けが目的を達しえないことになるという疎明がないとした。

なお、(2)(iii)について裁判所は何らの判断も示さなかったが、関東財務局は株式分割を条件とする撤回が記載された公開買付け届出書を受理している。さらに、金融庁も金融担当大臣が会見において「株式分割が行われ、公開買付けの目的の達成に重大な支障となる場合には、公開買付けの撤回が可能であると解することが妥当である」との見解を示した。

結論として、裁判所は、公開買付け期間中の日を基準日とする株式分割が行われた場合でも公開買付者は適宜の対応をとることができるから、株式分割が法令違反ないし著しく不公正な方法によるものとなることはない判断した。

今後に残る問題点

本件で問題となった個別論点の一部は上記の裁判所の判断あるいは金融庁の見解表明によって一応の方向性が示された。今後はこれを具体的な法律・規則として表現し、ルールの安定化を図る必要がある。

さらに、本件は日本において敵対的買収防衛策を講じた企業に対して敵対的な公開買付けを実施した最初のケースと思われるが、敵対的買収防衛策との関係も整備していく必要がある。公開買付制度は前述のとおり買付者に一定事項の情報開示を課すとともに買付け方法も厳格に規制しているが、これは株主に公平な売却の機会を与えるためのものである。

買付者が公開買付制度に従って買付けを行う場合に、法令で利益調整された行為準則を超えてさらに厳格な要件を課す敵対的買収防衛策にも買付者が従うよう要求することを許容すべきであるか検討を要する。また、一定の敵対的買収防衛策を認める場合には、上述のとおり買付者と買収対象会社(究極的にはその株主)との間の公正なバランスを確保するための調整が必要である。

具体的には、現行の公開買付制度では買付条件の設定方法が厳格かつ硬直的であるが、買付者の側でも敵対的買収防衛策に対抗できるよう、例えば一定の条件により買付価格の下方修正を許容する等買付条件を一定程度柔軟に定めることを認める必要があると思われる。

結びに代えて

今年に入って多数の日本企業が敵対的買収防衛策を導入した。それぞれの具体的なスキームが適法・有効なものであるかどうかは商法、会社法の問題であるが、公開買付制度との関係でも諸々の調整を要する。金

融庁では公開買付制度に関するワーキング・グループを立ち上げ、検討が開始されている。

諸外国の状況を見ると、EUの公開買付指令 (Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids - 公開買付けに関する欧州議会および理事会指令)では、公開買付期間中に買収対象会社が公開買付けを阻止しうる防衛措置を講ずるためには株主総会の承認を得なければならないとする等、公開買付けによる買付者のほうにウエイトをおく。多種の敵対的買収防衛策が認められる米国とは異なるアプローチである。日本の公開買付制度がどの方向で、またどの程度改正されるか、今後の動向に注目したい。

本稿の執筆に当たってアンダーソン・毛利・友常法律事務所のフォーリン・リーガル・トレイニーのステイブン・J・ロビンソン氏の協力得た。ここに謝意を表したい。

著者について

庭野議隆

アンダーソン・毛利・友常法律事務所パートナー弁護士(日本国およびニューヨーク州)。東京大学法学部法学士、カリフォルニア大学バークレー校法学修士(LL.M)。アレン・アンド・オヴァリ法律事務所のロンドンオフィスにて実務研修。