

2021 年 8 月

公開買付けに関する諸論点⑧ -ディスカウント TOB-

弁護士 飛岡 和明 / 弁護士 菅 隆浩 / 弁護士 牧 大祐 / 弁護士 中川 雄介

Contents

- ディスカウント TOB の具体例
- 公開買付者とディスカウント TOB
- 対象会社とディスカウント TOB
- 売主(公開買付けに係る応募契約を締結する株主)とディスカウント TOB

公開買付けは、実務上、公開買付価格と対象会社の株式の市場価格との対比という観点から、プレミアム TOB とディスカウント TOB に分けることができますが¹、ディスカウント TOB においては、プレミアム TOB の場合には通常問題とならない様々な検討課題が生じます。今回は、それらの検討課題につき、ディスカウント TOB を行う公開買付者、対象会社及び売主(公開買付けに係る応募契約を締結する株主²)それぞれの立場から分析をしていきます。

なお、本レターにおいて、ディスカウント TOB とは、「公開買付けの公表時点における直近の市場価格との関係で、公表をした公開買付価格が市場価格を下回っている公開買付け」を指すものとします³。

1 公開買付け規制の適用のある株券等は、上場会社が発行する株券等以外に、非上場会社が発行する株券等(具体的には、その発行する株券等を理由として金融商品取引法上の継続開示義務を負担している株式会社が発行する株券等)も含まれます。非上場会社が発行する株券等の場合には市場価格がないことから、市場価格との対比でのプレミアム・ディスカウントという観点が妥当しないこととなります。

2 具体的には、公開買付けの公表前に公開買付者と応募契約を締結し、これに基づいてディスカウント TOB に応募する株主を指します。

3 いわゆる予告公開買付け(案件の公表時点において、競争法等のクリアランスの取得等を理由として、公開買付けの開始の公表よりも事前に、公開買付けの開始の「予告」の公表を行う場合を指します。)においては、公開買付けの開始の予告の公表の際に示された公開買付価格をベースとして株式の市場価格が形成される結果、(公開買付けの予告時点の市場価格との関係ではプレミアムであるものの)公開買付開始日における市場価格との対比でディスカウントの状態となることがあります。本レターでは、プレミアム TOB・ディスカウント TOB の判定は「案件の公表時点」における直近の市場価格との比較とするため、上記の事例はディスカウント TOB には該当しないという整理をしております。

1. ディスカウント TOB の具体例

実務上、ディスカウント TOB は典型的には以下の場合に行われることがあります。

なお、下記のうち、「自己株公開買付け」については、本レターの 2 以降では対象外としています（自己株公開買付けにつきましては、本シリーズの⑤（公開買付けに関する諸論点⑤ - 自己株公開買付け - ）をご参照ください。）。

同様に、「公開買付け公表前のリーク報道による市場価格の高騰」のケースについても、公開買付者としては、当初よりディスカウント TOB を企図していたのではなく、予期せぬ事情により市場株価が高騰してしまったことにより、意図に反してディスカウント TOB になってしまったという事例になりますので、本レターの 2 以降では分析の対象外としております。

＜実務上見られるディスカウント TOB の類型＞

項目	概要
自己株公開買付け	■ 上場会社が自身の発行する株券等を対象として実施する公開買付け（自己株公開買付け）に関しては、公開買付価格を、案件公表時の直近の市場価格との関係で 10% 程度までのディスカウントとする案件が散見されます。
大株主による売却	■ 上場会社を持分法適用関連会社又は連結子会社とする大株主が、当該上場会社の株式の全部又は大部分を売却するべく、ディスカウント TOB に応じる場合があります（大株主にとっては、市場で分割して売却していく場合には需給バランスに悪影響が生じることで対象会社の株式の市場価格が下落する可能性があるところ、このような株価への悪影響を減少させつつも短期間での売却の完了が見込まれる点を考慮し、ディスカウント TOB に応じることが合理的な選択肢の一つとなり得ます⁴。）。 ■ 大株主による全部又は大部分の売却の具体例としては、以下の場合を挙げることができます。以下のいずれの事例においても、大株主と公開買付者との間で公開買付けに係る応募契約が締結されることが多いように思われます（契約書までは作成しない場合もあります。）⁵。 ➢ ＜非中核資産の売却＞ 大株主が対象会社の事業を非中核事業と捉えており、早期に売却することを目的としている場合 ➢ ＜大株主の手元流動性の確保＞ 大株主自身に緊急の資金需要があり、早期に現金を必要としている場合 ➢ ＜対象会社の業績不振＞ 対象会社の業績等に関する不透明感がある結果、ディスカウントでの売却もやむを得ないと判断した場合
株式の整理・企業集団における再編成	■ 上記の「大株主による売却」の亜種となりますが、実務上、①上場会社の大株主（創業者）が自身の保有する上場会社株式を整理するために、資産管理会社に対して売却

4 上場維持等の観点から買付予定数に上限を設定する場合、一般株主が応募することによってあん分比例方式による決済が行われる結果、大株主に手残り株が生じるといった事態を避けるためにディスカウント価格が設定される場合もあります。

5 公開買付者が対象会社の完全子会社化を目指す場合には、第 1 段階では大株主のみからの応募を予定するディスカウント TOB を行いつつも、第 2 段階として一般株主からの応募を予定するプレミアム TOB を行うことがあります。このようなスキームが採用される背景としては、公開買付者が対象会社の完全子会社化を目的としつつも、大株主も含めてプレミアム TOB を実施することも希望していないというケースにおいて、大株主として売却価格よりも早期の売却をより優先し、自らはディスカウント TOB に応募するという判断によることが多いものと思われます。

項目	概要
	を行うべく公開買付けが行われる場合や、②企業集団の中における対象会社の位置づけを変更するために（例えば、現在の大株主が、対象会社の事業との親和性のより高いグループ会社に対して株式を売却する場合）、公開買付けが行われる場合があります。このような場合には、支配権の移転が実質的には発生しないことから、売主となる大株主がプレミアムを付して売却をするという動機が欠ける場合があることや、また、他の一般株主の応募を期待した取引でもないため、ディスカウント TOB の形を採用することがあります。 ■ このタイプのディスカウント TOB においては、大株主にとっては公開買付けではなく、売主・買主の 1 対 1 の相対取引でもって実現するべく、強制公開買付けルールの適用を受けないよう適用除外買付け（金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項但書）の利用可能性を模索することが通常ですが、これが利用できない場合には、やむを得ず公開買付けを実施することとなります。
公開買付け公表前のリーク報道による市場価格の高騰	■ 公開買付けの準備中に、公開買付けに関するリーク報道がなされてしまったため、対象会社の株価が高騰してしまった結果、予期せぬ形でディスカウント TOB となってしまう場合があります。 ■ このような場合、ディスカウント TOB となることで公開買付けへの応募状況に悪影響が生じる可能性もあるため、公開買付けの準備に当たっては、リーク報道が生じないよう最善の注意を払う必要があります。

以下では、ディスカウント TOB の主たる当事者となる公開買付者、対象会社及び売主（公開買付けに係る応募契約を締結する株主）ごとに、ディスカウント TOB との関係での留意点について検討します。

2. 公開買付者とディスカウント TOB

ディスカウント TOB を行おうとする公開買付者は、主として、以下の事項に留意する必要があります。

項目	概要
プレミアム TOB と比較した場合の準備の負担・費用	■ ディスカウント TOB は対象会社の特定の株主のみからの取得を予定している場合が多く、実質上、1 対 1 の相対取引の性格を有することがあるものの、そのことを理由として、公開買付けに適用される各種規制や、開示書類の種類、各種書類における開示の水準が緩和されるというわけではなく、作業の負担はプレミアム TOB と大きく変わるわけではありません。 ■ 同様に、公開買付けを行う上で必要となる各種費用（日刊新聞紙への公告掲載費用⁶・弁護士費用・公開買付代理人への報酬・印刷会社への報酬等）についても一般的には

6 公開買付け制度においては、公開買付けの開始を電子公告した場合、電子公告をした旨を「全国において時事に関する事項を掲載する日刊新聞紙」（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 9 条の 2）に掲載しなければならないとされているところ、実務上、日本経済新聞に、EDINET を通じて電子公告したことを掲載することが一般的となっています。会社法上の公告として日刊新聞紙への掲載を行う場合には、費用の観点から、他の新聞紙が選択される例も散見されますが、会社法上の公告掲載に利用されている日刊新聞紙であっても、必ずしも全てが上記の「全国において時事に関する事項を掲載する日刊新聞紙」に該当するわけではないと当局は整理をしており、新聞紙によっては公開買付け制度における掲載新聞としては認められない場合がある点に留意する必要があります。

項目	概要
ディスカウント TOB の成立を妨げ得る事情(売主の株主による介入・第三者による対抗提案)	プレミアム TOB とは大きくは変わらないようです⁷。
	■ ディスカウント TOB は、主として以下の 2 つの事情により、その成立が妨げられる理論的な可能性があります。ディスカウント TOB を行おうとする公開買付者にとっては、この可能性を事前に評価・対応することが重要となります。 1. 売主(公開買付けに係る応募契約を締結する株主)の株主によるディスカウント TOB への反対(「株主介入」)⁸ 売主(公開買付けに係る応募契約を締結する株主)が上場会社である場合、一部の株主から、当該売主の役員の善管注意義務を述べつつ、「なぜそのような市場価格を割り込む値段で売却をするのか」、「入札プロセスを実施したのか」といった指摘がなされることにより、ディスカウント TOB に対する応募を阻止する動きが発生する可能性があります(このような異論を挟む株主には、ディスカウント TOB の公表時点の株主のみならず、ディスカウント TOB の公表以降に売主(公開買付けに係る応募契約を締結する株主)の株式を取得した株主も含まれます。) 2. 対抗提案者によるディスカウント TOB の阻止(「対抗提案」) 公開買付けの公表に至るまでの過程において、入札プロセスが採用されていない場合、公開買付けの公表をきっかけとして、第三者が対抗提案を行う可能性があります(対抗提案は、プレミアム TOB の場合にも発生し得ますが、ディスカウント TOB の場合には、第三者が、より高い金額を示しやすいことから、一般にプレミアム TOB の場合に比べて対抗提案の発生可能性が高いという見方もできます。) ■ 上記のディスカウント TOB の成立を妨げ得る事情は、いずれにおいても、入札プロセスの採用が効果的な対応策となり得ます。すなわち、入札プロセスを採用することで、第三者からの対抗提案の可能性を低減することができるとともに、入札プロセスにもかかわらずプレミアム TOB とならなかったこと(すなわち、市場株価以上での TOB は望めず、ディスカウント TOB であっても公開買付者による公開買付けが妥当な提案であること)を売主(公開買付けに係る応募契約を締結する株主)の株主に説明することができます。しかしながら、入札プロセスは売主(公開買付けに係る応募契約を締結する株主)が主導する手続であり、ディスカウント TOB を提案する公開買付者側が積極的に入札プロセスの採用を自ら提案することは想定し難いといえます。 ■ したがって、売主の株主介入や対抗提案の可能性の大小を評価しつつ、各種措置の採用を検討することとなります。例えば、①応募契約において、売主が公開買付けの応募を見送ることのできる事由(応募した後に撤回することができる事由を含む。)を限定することで売主を牽制すること、②対象会社との公開買付けの賛同に関する契約において賛同・応募推奨を撤回することができる事由を限定することや賛同・応募推奨の撤回を牽制することで対象会社を牽制することが考えられます⁹。

7 但し、ディスカウント TOB へ応募を検討する対象会社の株主は限られていることから、一般のプレミアム TOB との比較において、公開買付説明書の印刷費用については限定的になる可能性があります。

8 ディスカウント TOB に対しては、それにより株価に悪影響が生じることを懸念した、対象会社の株主が対象会社に対してクレームをすることもあり得ます。

9 例えば、応募契約にて、応募の見送りや撤回が可能となる対抗提案の種類を一定程度限定する方法(例えば、ディスカウント TOB の価格よりも X%以上高い金額の対抗提案に限定することや、当該対抗提案の条件等に鑑み、ディスカウント TOB に応募すること(既にした応募を撤回すること)が、売主(公開買付けに係る応募契約を締結する株主)の役員の善管注意義務に違反する旨の

項目	概要
公開買付価格の均一性	■ ディスカウント TOB は、実質上、対象会社の特定の株主のみからの取得を予定している場合が多いものの、公開買付価格の均一性の要請（公開買付けの対価として対象会社の株主に交付される金銭等については、同じ条件（目的物の同一性、株券等と対価の交換比率の均一性）としなければならないことを指します¹⁰。）はディスカウント TOB にも及ぶ点に留意する必要があります。 ■ そのため、例えば、ディスカウント TOB への応募に応じてもらえるよう、その説得材料として、特定の株主にのみ応募に対する見返りを提供すること（例えば、ディスカウント TOB に応じる見返りとして、公開買付者が当該特定の株主に対して、当該株主に特に有利な条件にて製品・役務の提供をすることをセットで提案すること）は、公開買付価格の均一性の要請との関係で問題が生じ得ることとなります¹¹。

3. 対象会社とディスカウント TOB

ディスカウント TOB の対象会社において、ディスカウント TOB への意見表明、及び応募の推奨・非推奨の検討をするに当たり、主として、以下の事項に留意する必要があります。

項目	概要
賛同意見の可否	■ ディスカウント TOB は、公開買付価格が市場価格を下回っているため、通常、対象会社は一般株主に対して公開買付けへの応募を推奨する意見を述べることはありません。一方で、応募の推奨とは別の問題として、対象会社として、公開買付価格が市場価格を下回っている公開買付けに賛同できるかという点があります。ここで、対象会社の立場からは、「ディスカウント TOB は、対象会社の株式の市場価格よりも低い価格での公開買付けであることから、一般株主に対して応募をするかどうかの判断を委ねるという意見を公表しているにもかかわらず、公開買付けに賛同をすることは心理的に抵抗を覚える」というご意見を頂戴することもあります（例えば、「ディスカウント TOB に対して賛同をすることは、株式の市場価格が割高であることを経営陣が自認する行為と市場から評価された場合、株価に対して悪影響が生じるのではないか」といったご懸念を頂戴することがあります。）。 ■ この点については、公開買付けに対する賛同・反対・中立は、公開買付けによって公開買付者が対象会社の株式を取得することに対する評価であることから、公開買付者が提示する公開買付価格の多寡だけで決めなければならないというものでは必ずしもありません。すなわち、ディスカウント TOB であったとしても、公開買付者が自身の大株主となることで、対象会社の事業上のシナジーが生まれるといった理由で企業価値の向上が見込める等、他の一般株主の利益となるような理由があるのであれば、ディスカウント TOB に対

弁護士からの意見書の提出を求めること）が考えられます。また、応募契約にて売主（公開買付けに係る応募契約を締結する株主）が対抗提案に対して応募をする場合に公開買付者に対して一定の金額の支払い（いわゆるブレイクアップ・フィー）を義務付ける合意をするといった方法や、対象会社との公開買付けの賛同に関する契約にて対象会社が対抗提案に賛同・応募推奨をする場合に公開買付者に対して一定の金額の支払いを義務付ける合意をするといった方法も理論的には考えられます。

10 金融商品取引法 27 条の 2 第 3 項、金融商品取引法施行令 8 条 2 項及び 3 項

11 公開買付価格の均一性（対価の均一性）の要件に反する買付けを行う場合（特定の者のみ優遇する場合）、不利に扱われた応募株主に対して、優遇された応募株主に支払われた金銭と公開買付価格の差額を支払う民事上の責任が発生します（金融商品取引法 27 条の 18）。

項目	概要
	して賛同を行う理由が生じ得ます(そういった理由を適切に開示し、市場に説明を行うことで、株価への悪影響も回避し得る場合もあり得ます。)。ディスカウント TOB のうち、ディスカウント率の高い、いわゆるディープディスカウント TOB においても、対象会社が賛同を表明している例もあり、公開買付価格の多寡のみではなく、その他の事情も個々の案件において勘案の上、意見の内容を判断することになります。
対抗提案への対応	■ 上記「2. 公開買付者とディスカウント TOB」の「ディスカウント TOB の成立を妨げ得る事情(売主の株主による介入・第三者による対抗提案)」に記載のとおり、ディスカウント TOB に至る経緯によっては、ディスカウント TOB の公表後に第三者からの対抗提案がなされる可能性があります。いわゆる M&A 指針¹²では、「対抗提案者が出現した場合には、その対抗提案が具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案である限り、対象会社の取締役会や特別委員会としては、当該対抗提案の内容についても真摯に検討する必要がある、合理的な理由なくこれを拒絶することは適切とはいえない」(M&A 指針 37 頁)とされているため、具体的かつ実現可能性のある真摯な対抗提案を受けた場合には、当該提案の内容を検討する必要があります。 ■ このような第三者から対抗提案がなされた場合において、ディスカウント TOB に対する賛同を維持し続けることに問題が生じ得るという観点から、賛同を撤回するための条件について公開買付者と交渉を行う場合があります。但し、当該交渉において、賛同の撤回により公開買付者に対して一定の金銭を支払うよう求められるということも理論的にはあり得る点にも留意する必要があります(詳細は脚注 9 を参照ください。)
支配株主との重要な取引等に係る遵守事項	■ ディスカウント TOB の対象会社が公開買付けについて意見を述べようとする場合において、当該ディスカウント TOB により株式を売却しようとする者が自身の支配株主である場合、有価証券上場規程上の「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」(441 条の 2)の適用があることに留意する必要があります。すなわち、有価証券上場規程 441 条の 2 第 1 号によれば、ディスカウント TOB の対象会社が公開買付けに対して意見の公表を行う場合(有価証券上場規程 402 条 1 号(y)参照)において、当該意見の公表に支配株主が関連する場合には、当該意見の公表は支配株主との重要な取引等に該当することとなり、これにより、「少数株主にとって不利益なものでないことに関し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行う」ことが求められることとなります。 ■ 「支配株主との間に利害関係を有しない者による意見」としては、独立役員(一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役をいいます。)や、特別委員会からの意見を取得する場合があります。

4. 売主(公開買付けに係る応募契約を締結する株主)とディスカウント TOB

売主(公開買付けに係る応募契約を締結する株主)が、公開買付けの公表前に公開買付者と応募契約を締結し、これに基づいてディスカウント TOB に応募することを検討する場合、主として、以下の事項に留意する必要があります。

¹² 経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針-企業価値の向上と株主利益の確保に向けて-」(2019 年 6 月 28 日)

項目	概要
ディスカウント価格で売却することの役員責任	■ ディスカウント TOB への応募を目的として応募契約を締結する大株主においては、「公開買付価格よりも市場価格が高いにもかかわらず、わざわざ低い金額の買付価格を提示する公開買付けに応募することは、役員の善管注意義務・忠実義務の関係で問題がないか」という点が(特に上場会社において)検討課題となります¹³。 ■ この点については、ディスカウント TOB に応募するかどうかについては、通常、経営判断原則が妥当するものと考えられるところ、ディスカウント TOB に応募することでもって、当然に、善管注意義務・忠実義務違反となるというわけではない点に留意する必要があります。例えば、①売却する株式数が多いことから、市場で一括又は分割して売却することにより、需給バランスに悪影響が生じることが想定されるため、市場売却を選択することで、かえってディスカウント TOB よりも低い売却価格になってしまう可能性があるという判断をする場合や、②入札プロセスを実施したものの、ディスカウント価格での提案しか受領できなかったためディスカウント TOB への応募を行う判断をする場合もあり、それらが合理的な判断といえる場合もあり得ます。
対抗提案への対応	■ 上記「2. 公開買付者とディスカウント TOB」の「ディスカウント TOB の成立を妨げ得る事情(売主の株主による介入・第三者による対抗提案)」に記載のとおり、ディスカウント TOB に至る経緯によっては、ディスカウント TOB の公表後に第三者からの対抗提案がなされる可能性があります。このような第三者から対抗提案がなされた場合において、応募契約を締結する大株主がディスカウント TOB への応募を維持することが難しい状態が発生し得ます¹⁴。 ■ そのため、ディスカウント TOB に応募しないこと(又は、既に応募済みの場合にはこれを撤回すること)が一定の場合に許容されるよう、応募契約にて提案・交渉をする場合があります。このような提案に対しては、公開買付者から、ディスカウント TOB に応募しないこと(又は、既に応募済みの場合にはこれを撤回すること)を認めるとしても、公開買付者に対して一定の金銭を支払うよう求められる可能性がある点にも留意する必要があります(詳細は脚注 9 を参照ください。) ■ 一方で、より高い公開買付価格での対抗提案がなされた場合であっても、当該提案の実現可能性が高くない場合等には、引き続きディスカウント TOB への応募を維持するということもあり得ます。
有価証券通知書	■ 公開買付者と売主(公開買付けに係る応募契約を締結する株主)の間での応募契約の締結は、当該売主による有価証券の売却を目的とするものであるため、発行者関係者等による有価証券の売出しに関する規制(より具体的には、対象会社の議決権の 10%以上を所有している主要株主による売出しを理由とする有価証券通知書の提出及び目論見書の交付義務)に服するかが実務上問題となります(金融商品取引法 4 条 6 項、13 条 1 項後段)。 ■ この点については、主要株主が公開買付けに応じて応募する行為は売出しに該当しないことが金融庁により明らかにされていますが(平成 21 年 12 月 28 日付の金融庁パブリック

13 市場価格が公開買付価格を上回っていた状況において、公開買付けに応募したこと(公開買付けへの応募を解除しなかったこと)が取締役の善管注意義務・忠実義務に違反するとして株主代表訴訟が提起された事例として、東京高裁平成 18 年 10 月 25 日判決(資料版商事法務 274 号 245 頁)があります(ただし、判決では義務違反がないと認定)。

14 例えば、先行する公開買付けと対抗提案に係る買付条件が、公開買付価格の点を除いて、同一(又は実質的にほぼ同一)という場合には、この問題が特に顕在化します。

項目	概要
	クコメントの 62 番)、公開買付けに応募する株主が、単なる応募にとどまらず、第三者が公開買付けを行うよう、より積極的に働きかける行為(例えば、上場子会社の売却のために買主選定プロセスを主導し、候補者に対して公開買付けによる取得を働きかける行為)について有価証券通知書・目論見書が不要となるかは必ずしも明らかではありません。 ■ この点については、実際の案件ごとに法律顧問によるアドバイスを受けつつ、検討を進める必要があります(例えば、買主となる公開買付者の属性によっては売出しに該当しないという整理ができる場合もあります¹⁵⁾)。 ■ なお、有価証券通知書及び目論見書の作成が求められた場合であっても、それ自体が案件の実施に際して重大な障害になるということは通常はないものと思料されますが、作成によるスケジュールへの影響は考慮する必要があります。

15 典型的には、公開買付者が既に対象会社の主要株主である場合には、発行者関係者等の間における売買として、売出しに該当しないという整理が可能です(金融商品取引法施行令 1 条の 7 の 3 第 7 号ハ)。

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 飛岡 和明 (kazuaki.tobioka@amt-law.com)
弁護士 菅 隆浩 (takahiro.suga@amt-law.com)
弁護士 牧 大祐 (daisuke.maki@amt-law.com)
弁護士 中川 雄介 (yusuke.nakagawa@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。