

Mergers & Acquisitions Review[®]

JANUARY 2010 Vol.24 No.1 通巻212号

SPECIAL FEATURE

2010年、M&Aプロフェッショナルに聞く M&Aアドバイザー36社からのメッセージ

- 銀行・証券会社・投資銀行
- 法律事務所
- 会計事務所・コンサルティング
- M&A専門ブティック・投資ファンド

INTERVIEW

【インタビュー：最近の中国M&A環境】

一次産業で大きく伸びる外国投資 日本の中小企業からの投資も奨励

- ジョーンズ・デイ 上海オフィス 胡 海平

REPORT

公開買付け（TOB）の基礎と実務上の留意点（下）

- オリック・ヘリントン・アンド・サトクリフ外国法事務弁護士事務所/オリック東京法律事務所・外国法共同事業弁護士 黒田 伸太郎／同・弁護士 赤羽根 大輝
- 三宅坂総合法律事務所弁護士 高橋 淳

TRANSACTION REVIEW

M&A取引レビュー

2009年9月、10月 買収・部門買収・子会社の買収・合併

- 編集部

公開買付け(TOB)の基礎と実務上の留意点(下)

オリック・ヘリントン・アンド・サトクリフ外国法事務弁護士事務所

オリック東京法律事務所・外国法共同事業 弁護士 黒田 伸太郎

同 赤羽根 大輝

三宅坂総合法律事務所 弁護士 高橋 淳

前回に引き続き、下記事例を前提に検討を進めていく。

(事例)

株式会社Pは、決算期、定時株主総会における議決権行使の基準日がそれぞれ3月末日である上場会社Tの株式を保有する大株主（議決権ベースの持分比率60%）Aとの間で、T社の株式売買について4月中旬ころ交渉を開始し、前向きな感触を得ていた。交渉の際、Aは、可能な限り早期に、遅くとも定時株主総会前には自らの保有する全てのT社株式を売却したい旨の希望を述べ、P社はこれをおおむね了承した。

4. 公開買付けのスケジュール及び手続

4-1 スケジュール

(実務上の留意点⑥)

公開買付けの準備開始から終了までは、個別の事情にもよるが、3ヶ月程度かかることが通常と考えられることを考慮の上、可能な限り余裕をもったスケジュールを組むべきである。
また、スケジュールに変動をもたらし得る事由が公開買付期間中に生じることがないよう、注意するべきである。たとえば買付け等の期間中における決算短信の開示は、金融庁の見解によれば公開買付届出書の訂正事由となり、買付け等の期間の延長が必要となり得るため¹、極力避けるべきである。

友好的な公開買付けにおける大まかなスケジュールは下記のとおりである。個別の事情にもよるが、買付けの準備開始から終了まで、通常3ヶ月程度かかる。

時 期	手 続	
	【公開買付者】	【対象者】
公開買付開始日 1~2ヶ月前	<ul style="list-style-type: none"> ・公開買付代理人、FA、弁護士等の選任 ・対象者のデュー・ディリジェンス、対象者との諸契約の交渉等 ・株主名簿の取得等の事前準備 ・大株主との公開買付応募契約（以下、「応募契約」）に関する交渉、同契約の締結 ・公開買付開始公告、公開買付届出書、公開買付説明書等の準備 	<ul style="list-style-type: none"> ・意見表明報告書の準備
公開買付開始日 前日	<ul style="list-style-type: none"> ・公開買付けの実施に関する取締役会決議 ・プレスリリース 	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会の意見表明決議 ・プレスリリース
公開買付開始日	<ul style="list-style-type: none"> ・公開買付開始公告 ・公開買付届出書の提出 ・公開買付説明書の作成・交付準備 	
公開買付開始日 翌日～終了日 (20営業日から 60営業日)	<ul style="list-style-type: none"> ・公開買付説明書の交付 ・公開買付開始公告、公開買付届出書、公開買付説明書の訂正 ・買付条件の変更 ・公開買付けの撤回 	<ul style="list-style-type: none"> ・意見表明報告書の提出（公開買付開始公告日から10営業日以内）
公開買付終了日 翌日	<ul style="list-style-type: none"> ・公開買付けの結果の公告又は公表 ・公開買付報告書の提出 ・公開買付けの結果に関する取締役会決議及びプレスリリース ・応募株主への買付等の通知書の送付 ・臨時報告書の提出（特定子会社の異動²が生じた場合） ・大量保有報告書の提出（公開買付終了日翌日から5営業日以内） 	<ul style="list-style-type: none"> ・親会社又は主要株主の異動についてのプレスリリース ・臨時報告書（親会社³又は主要株主の異動⁴が生じた場合）
5営業日以降	<ul style="list-style-type: none"> ・決済（終了日から5営業日後） ・親会社等状況報告書（公開買付けにより新たに親会社等⁵に該当することとなった場合） 	

1 訂正届出書の提出日の翌日以降の公開買付期間が残り10営業日未満であるときは、当該訂正届出書を提出した日から起算して10営業日を経過した日まで買付け等の期間を延長しなければならない（金融商品取引法（以下、「金商法」）27条の8第8項、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（以下、「他社株府令」）22条2項）。

2 企業内容等の開示に関する内閣府令（以下、「開示府令」）19条2項3号。

3 開示府令19条2項3号。

4 開示府令19条2項4号。

5 金商法24条の7第1項。

スケジュールの策定にあたっては、可能な限りスケジュールに変動をもたらし得る事由が公開買付期間中に生じることがないよう、留意するべきである。たとえば公開買付期間中における決算短信の開示は、金融庁の見解によれば公開買付届出書の訂正事由となり、公開買付期間の延長が必要となり得るため⁶、極力避けるべきである。上記の事例の場合、決算期が3月末日であり、かつ売主Aが定時株主総会前の株式売却を希望していること、他方で取引所により決算短信については期末後できるだけ早期の開示が求められること⁷からすれば、T社の決算発表を可能な限り早めに行い、その後に公開買付けを行うべきであろう。

4-2 公開買付けの手続における留意点

公開買付けの手続における留意点は多岐にわたるが、実務上は準備段階における留意点も多いことから、以下では、準備段階の手続のうち、筆者らの経験から実務上留意が必要と考える（1）株主情報の取得方法、（2）公開買付届出書の準備、及び（3）公開買付けに係る株券等の発行者（以下、「対象者」）の意見表明決議について、それぞれ検討を行うこととする。

（1）株主情報の取得方法に関する留意点

（実務上の留意点⑦）

公開買付けの準備において対象者の株主情報を取得しようとする場合、公開買付者が対象者から任意に株主情報の提供を受けることは、個人情報の保護に関する法律（以下、「個人情報保護法」）に抵触するリスクがある。従って、公開買付者は、対象者の株式を取得した上で株主名簿閲覧・謄写請求権を行使する、あるいは、個人情報取扱事業者に該当しない大株主を通じて株主名簿の写しを入手する、等の方法により株主情報を取得することとなる。

公開買付けの準備段階においては、応募株式数の見積り、応募勧誘のための連絡先等の情報の取得等の目的のため、公開買付者が株主情報を取得する必要がある。

しかし、個人株主に関する株主情報は、氏名、生年月日等の、いわゆる個人情報を含むことから、個人情

報取扱事業者⁸に該当する対象者から株主情報を取得することは、個人情報保護法23条1項により禁止される個人データの第三者への提供に該当するおそれがある。

そこで、実務上は、以下の方策により株主情報を取得することが多い。

まず、公開買付者が既に対象会社の株主である場合には、法令に基づく個人情報の提供が個人情報保護法上許容されていることから（個人情報保護法23条1項1号）、株主権としての株主名簿閲覧・謄写請求権（会社法125条2項）を行使すれば足りる。

他方、公開買付者が既に対象会社の株主でない場合にはどうか。この点、まず、株主名簿閲覧・謄写請求権を行使できるように、公開買付開始前に公開買付者が対象会社の株式を1株又は1単元取得することが考えられる（ただし、すでにデュー・ディリジェンス等により未公表の重要事実を入手している場合等、インサイダー取引に該当し得る場合もあり得るので注意を要する）。また、大株主が個人情報取扱事業者に該当しない場合には、売主たる大株主に依頼して株主名簿閲覧・謄写請求権を行使してもらい、大株主が入手した株主名簿の写しを公開買付者が入手する方法も考えられる。

上記事例の場合、大株主Aが個人で個人情報取扱事業者に該当しない場合には、PはAによる株主名簿閲覧・謄写請求権の行使を通じてT社の株主名簿の写しを入手することが簡便であろう。

（2）公開買付届出書の準備に関する留意点

（実務上の留意点⑧）

公開買付届出書の記載事項は多岐にわたる上、重要な事項について虚偽の記載がある公開買付届出書を提出した者は、刑事罰の対象となりうるので（金商法197条1項3号）、その準備に際しては十分な注意が必要である。

なお、大株主と公開買付者との間に応募契約が存在する場合は実務上「買付け等の目的」の内容として記載される例が多い。

6 訂正届出書の提出日の翌日以降の公開買付期間が残り10営業日未満であるときは、当該訂正届出書を提出した日から起算して10営業日を経過した日まで買付け等の期間を延長しなければならない（金商法27条の8第8項、他社株府令22条2項）。

7 東京証券取引所・通期決算短信様式・作成要領（平成21年6月現在）によれば、決算情報は、遅くとも期末後45日以内（45日目が休業日である場合は、翌営業日以内）に開示されることが適当であり、さらに言えば、期末後30日以内（期末が月末である場合は、翌月内）での開示がより望ましいものとされる。

8 過去6ヶ月内のいずれかの日において個人情報の件数が5000件超の者は「個人情報取扱事業者」に該当しうる（個人情報の保護に関する法律施行令2条参照）。

公開買付けの開始に関する金商法上の法定開示書類としては、上掲スケジュールにあるとおり、公開買付公告、公開買付届出書及び公開買付説明書の3種類の書類が規定されているが、本稿においては、これらのうち最も詳細な記載がなされる公開買付届出書の準備について解説する。公開買付届出書の記載項目は、下記5つから構成されている（他社株府令2号様式）。

- 第1 公開買付要項
- 第2 公開買付者の状況
- 第3 公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況
- 第4 公開買付者と対象者との取引等
- 第5 対象者の状況

以下では、紙面の制約もあり、上記の各項目のうち実務上特に留意を要する「第1 公開買付要項」のうちの「買付け等の目的」及び「買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」並びに「第3 公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況」について記載上の留意点を説明する。

ア 「第1 公開買付要項」のうちの「買付け等の目的」及び「買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数」について

①買付け等の目的

- ・対象者の支配権取得又は経営参加を目的とする場合には、支配権取得又は経営参加の方法及び支配権取得後の経営方針又は経営参加後の計画について具体的に記載する⁹。また、買付価格の公正さを推知させる要素として、公開買付けに至る過程を一定程度詳細に記載することが考えられる¹⁰。
- ・対象者の賛同意見（後記（3）参照）を得るためにには、通常は買付け等により対象者の企業価値が上昇すると見込まれることが必要とされるところ、その旨及び理由について一定程度詳細に記載する。
- ・大株主と公開買付者との間に応募契約が存在する場合、実務上「重要な合意に関する事項等」といった表題の下その概要を記載することが多い。ここで、後記5-1で述べるように、応募契約上、大株主によ

る応募の撤回事由又は重要な前提条件がないこととされたり、大株主が応募を行わないことができる又は応募契約を解除できる事由等がないこととされる場合には、そのことを記載する。その趣旨は、買付予定の株券等の数に下限（金商法27条の13第4項1号）を設ける場合において、大株主による応募がないときには、買付け自体が不成立となり得る（脚注16参照）ことを踏まえ、応募契約において、かかる事態が発生しないことを確保するとともに、その旨を開示するということにある。

・買付け等の後、当該株券等の発行者の株券等が上場又は店頭登録の廃止となる見込みがある場合には、その旨及び理由について具体的に記載する必要がある¹¹。この点に関連し、支配権取得後にスクイーズアウトの予定がある場合は、「買付け等の目的」の中に「本公開買付け後の組織再編成等の方針」などといった項目を設けて、当該スクイーズアウトの方法等につき詳細に記載することが多い。

②買付け等の期間、買付け等の価格及び買付予定の株券等の数

買付価格が適切に設定されていることが、株主が応募することの最大のインセンティブになることから、買付価格の算定の基礎及び経緯については、充実した記載が必要である。買付価格の算定にあたって第三者から取得した評価書等を参考とした場合など、算定の際に第三者の意見を聴取した場合には、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¹²。

また、万が一大株主による応募がなされなかった場合に備えて、大株主の保有株数を買付予定数の下限（金商法27条の13第4項1号）として記載することも考えられる。

イ 「第3 公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況」について

特別関係者（金商法27条の2第7項）が存在する場合には、特別関係者による株券等の所有状況について記載する必要があるので、その前提として、誰が特別

9 他社株府令2号様式「記載上の注意」(5)a。

10 平成18年12月パブリックコメントNo.78参照。

11 他社株府令2号様式「記載上の注意」(5)e。

12 他社株府令2号様式「記載上の注意」(6)f。

関係者に該当するかを把握する必要がある。特別関係者の要件に関する留意点については、本稿（上）3-3においてすでに述べた。

（3）対象者の意見表明決議における留意点

ア 意見表明決議の内容

（実務上の留意点⑨）

対象者による公開買付けに対する意見表明は、①公開買付け自体に対する賛否と②公開買付けに対する応募を推奨するか否かの2つに分かれる。①公開買付け自体に賛同するにとどまる場合には、買付価格が時価を必ずしも上回るものでなくとも不合理ではないが、②公開買付けに対する応募を推奨する場合には、買付価格が時価を上回るものであることが必要である。

公開買付けが実行される場合、対象者は公開買付けに関して意見表明報告書を提出する義務がある（金商法27条の10第1項）。

意見の内容は、①公開買付け自体に対する賛否と②公開買付けに対する応募を推奨するか否かの2つに分かれる。このうち、①公開買付け自体に対する賛否は、基本的に、公開買付けの結果対象会社の企業価値が向上するか否かにより決定されるものであるから、買付価格の決定要因にはならない。これに対し、公開買付けに対する応募を推奨するか否かについては、買付価格が時価を下回る場合に応募推奨意見を表明することには、特段の事情がない限り、合理性がないことから、対象会社の応募推奨意見の表明を必要とする場合には、この点が買付価格の重要な決定要因となる。

公開買付けに賛成する場合には応募を推奨するのが自然であるが、公開買付けに賛成しつつ、応募については中立（株主の判断に委ねる）という場合も考えられる。

なお、レンダーによる公開買付者に対する貸付けの実行のためには、通常、公開買付けに対する賛成が必須とされているようである。ただし、応募推奨まで要求されるか否かは、レンダー毎に異なるものと思われる。

イ 意見表明決議における利益相反性の回避・軽減措置

（実務上の留意点⑩）

意見表明決議は、会社における重要な業務執行として取締役会決議による必要があるが（会社法362条4項）、MBO等取締役と対象者の間に利益相反的な状況が認められる場合には、かかる利益相反性を回避又は軽減するため、第三者委員会に対する諮問等の措置を講ずる必要がある。

対象者が意見を表明するにあたり、その意見内容の決定は、会社における重要な業務執行の決定に該当し、対象者が取締役会設置会社である場合、取締役会の決議により行われるのが原則である（会社法362条4項）¹³⁾。

ここで、公開買付者が対象者の役員又は対象者の役員と利益を共通にする者であるような場合等（例えばMBOの場合）には、取締役と対象者の間に利益相反的な状況が認められたため、このような利益相反性の回避又は軽減措置を講ずることが望ましい。具体的には、社外役員又は独立した第三者委員会に対する諮問、取締役及び監査役全員の承認を得ること等が考えられる¹⁴⁾。

なお、意見表明決議について特別の利害関係を有する取締役は、当該議決に加わることができない（会社法369条2項）が、かかる特別利害関係人に該当するかは一義的に明らかでなく、議決から排除すべき取締役の範囲については慎重な検討が必要となる¹⁵⁾。

13 アンダーソン・毛利・友常法律事務所編「ANALYSIS 公開買付け」227頁。なお、金商法27条の10第1項による委任を受けた他社株府令25条1項3号が、意見表明報告書の記載事項として「取締役会の決議」と規定していることからすると、金商法及び他社株府令は、意見表明が取締役会決議によるべきことを当然の前提としているものと解しうる。

14 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（平成19年9月4日）（以下、「MBO指針」）14頁は、利益相反の問題が存在することにかんがみ、取締役の不當に恣意的な判断がなされないための措置として、以下①ないし④を挙げている。

①（社外役員が存在する場合には）当該役員、又は独立した第三者委員会等に対するMBOの是非及び条件についての諮問（又はこれらの者によるMBOを行う取締役との交渉）、及びその結果なされた判断の尊重

②取締役及び監査役全員の承認（特別の利害関係を有する取締役を除く）

③意思決定方法に関し、弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスを取得すること及びその名称を明らかにすること

④MBOにおいて提示されている価格に関し、対象会社において、独立した第三者評価機関からの算定書等を取得すること

15 この点、MBO指針15頁が、「MBOにおける意思決定の透明性・合理性を高める」という観点からは、当該「特別の利害関係」を広く解釈することも検討すべきとの指摘もある。例えば、MBOを行う代表取締役のみならず、買付者側への出資や経営参画につき既に合意が成立している取締役も除外されると解釈すべきではないかとの指摘がある。他方、MBOに参加しない取締役が自己保身を企図する可能性もあり、当該解釈を広げることが必ずしも透明性・合理性の向上に資するとは限らないとの指摘もある。」と述べていることからしても、現状では、MBO等における特別利害関係人の範囲を明確に画することは困難であるといえよう。

上記事例において、大株主Aが公開買付者Pとの間で応募契約を締結しており、かつAがT社の取締役を務めているような場合には、Aが公開買付けの成立について特別の利害関係を有していると判断される余地もあるので、決議の公正性を担保するためAを意見表明決議から排除しておくことが無難であろう。

5. 公開買付けに関する諸規制

5-1 応募株主等の解除権

(実務上の留意点⑪)

応募契約において、大株主が公開買付けに応募し、かつその公開買付けに係る契約を解除しないことを合意した場合、金商法27条の12が、公開買付けへの応募株主等は、公開買付期間中、いつでも公開買付けにかかる契約の解除ができる（同条1項）、公開買付者は応募株主に対し、当該解除に伴う損害賠償又は違約金の支払を請求できない（同条3項）と規定することとの関係で、かかる合意の有効性が問題となる。

金商法上、公開買付けへの応募株主等は公開買付期間中、いつでも公開買付けにかかる契約の解除ができることがされ（金商法27条の12第1項）、また、公開買付者は応募株主等に対し、当該解除に伴う損害賠償又は違約金の支払を請求できないものとされる（同条第3項）。

上記規制との関係で、応募契約において、大株主の応募を確保するため、大株主が公開買付けに応募し、かつその公開買付けに係る契約を解除しないことを合意する（以下、かかる合意を「応募合意」という）ことの有効性が問題となる¹⁶。

この点、金商法27条の12が応募株主等に解除権を認めることによって株主保護の徹底を図っていることや公開買付規制の画一性に鑑み、当事者間の合意によって本条の適用を排除することはできないと解すると、応募合意は無効であると考えることになる¹⁷。

他方、応募合意が行われる場合は、一般に、交渉力のある大株主が公開買付けの開始前から公開買付者と事前交渉し、公開買付けの買付条件等や応募契約の内容について十分に検討を行ったうえで応募合意をしていることが多い。そのような事情を考慮し、公開買付者と事前交渉を行った大株主にまで、一般株主と同様に金商法27条の12による保護を与える必要性は全くなかったり、すなわち、金商法27条の12は、応募合意を一律に禁止するものではなく、応募合意は必ずしも無効ではないとする解釈もあり得よう。ただし、かかる解釈によると、大株主が応募合意に反して応募契約を解除しても、解除の効力は無効とされず、公開買付者が大株主に対し、応募契約に従って損害賠償を請求できるにとどまる解釈であるべきであろう¹⁸。

後者の解釈を前提とすれば、上記事例において、PがAとの応募契約において、Aが公開買付けに応募し、かつその公開買付けに係る契約を解除しないとの合意をした場合、かかる合意は有効であることになる。

5-2 その他の諸規制

公開買付けの条件等については、上記の応募株主等による解除権のほかにも様々な規制がなされているが、特に重要なものは以下の①ないし④である。

①全部買付義務及び全部勧誘義務

買付け等を行った後における株券等所有割合が、特別関係者と合計して3分の2以上となる場合、公開買付者は、応募株券等の全部について、買付け等に係る受渡しその他の決済を行わなければならず（全部買付義務。金商法27条の13第4項、金融商品取引法施行令（以下、「施行令」）14条の2の2）、また、原則として、対象者が発行する全ての株券等について、買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘を行わなければならない（全部勧誘義務。金商法27条の2第5項、施行令8条5項3号）。

かかる義務が発生するか否かを事前に予測すること

16 大株主の保有持株数が過半数以上の場合であって、買付予定株数の下限を大株主の保有持株数に設定したときには、公開買付開始後に大株主が応募しなかったり、あるいは、応募を撤回すると、公開買付けが自動的に不成立となる。従って、このような場合、大株主の応募を確実なものとするため、かかる合意がなされることがある。

17 神崎克郎「ディスクロージャー制度（その2）」法学教室154号72頁、西村総合法律事務所編「M&A大全」（商事法務研究会）77頁参照。

18 商事法務1855号31頁、清原健「詳解公開買付けの実務」（中央経済社）244頁、石井禎=関口智弘「実践TOBハンドブック」（日経BP社）145頁参照。

は困難な場合もあり、全部勧誘義務に基づき行われる複数の異なる種類の株券等に対する勧誘が同一の公開買付けによらなければならないことに鑑みると（金商法27条の2第5項、施行令8条5項3号、他社株府令5条5項）、かかる場合には可能な限り当初より全部を勧誘の対象としておくことが無難である点に実務上留意する必要がある。

②買付条件等の変更の制限

公開買付者は原則として買付条件等の変更を行うことができるが（金商法27条の6第2項）、応募株主等に不利となるような一定の場合、具体的には下記（a）ないし（g）の場合には買付条件等の変更は許されない（金商法27条の6第1項、施行令13条2項）。

- (a) 買付け等の価格の引下げ（金商法27条の6第1項1号）¹⁹
- (b) 買付予定の株券等の数の減少（金商法27条の6第1項2号）
- (c) 買付け等の期間の短縮（金商法27条の6第1項3号）
- (d) 買付予定の株券の数の下限の増加（金商法27条の6第1項4号、施行令13条2項1号）²⁰
- (e) 60営業日を超えた買付け等の期間の延長（金商法27条の6第1項4号、施行令13条2項2号柱書、同8条1項）²¹
- (f) 買付け等の対価の種類の変更（金商法27条の6第1項4号、施行令13条2項3号）
- (g) 対象者等の重要な事情変更があれば公開買付けの撤回等を行うという条件を付している場合（金商法27条の11第1項但書）における当該条件の内容の変更（金商法27条の6第1項4号、施行令13条2項4号）

以上について、脚注で言及した各例外が存するが、中でも(a)買付け等の価格の引下げに関する、対象者が株式の分割等を行ったときにおける例外については、

公開買付開始公告及び公開買付届出書において内閣府令で定める基準に従い買付け等の価格の引き下げを行うことがある旨の条件を「付した」こと、すなわちこれらに記載していたことが必要である点について実務上留意が必要である。

③公開買付けの撤回等の制限

（実務上の留意点⑫）

公開買付けに係る株券等の買付け等につき、改正独禁法に基づく株式取得の事前届出を行った場合において、公開買付期間の末日の前日までに排除措置命令の事前通知を受ける可能性のある期間（措置期間）が終了しない場合、金融庁の見解によれば、通常、株券等の取得につき「許可等」（施行令14条1項4号）を得られなかったものとして、公開買付けの撤回等を行うことができると解される。

ただし、かかる撤回等を行うためには、あらかじめ公開買付開始公告及び公開買付開始届出書において、上記の事情が生じたときは公開買付けの撤回等をすることがある旨の条件を付しておくことが必要である。

公開買付者は、公開買付開始公告をした後においては、原則として、公開買付けに係る申込みの撤回及び契約の解除（公開買付けの撤回等）を行うことができない（金商法27条の11第1項本文）。

ただし、公開買付者が、公開買付開始公告及び公開買付届出書において、対象者又はその子会社の業務又は財産に関し一定の事由が生じたときは公開買付けの撤回等をすることがある旨の条件を付した場合、当該事由が生じたときには例外的に公開買付けの撤回等を行うことができる（金商法27条の11第1項但書）。かかる事由は、施行令14条1項各号に列挙されたもの（株式交換、株式移転、会社の分割、合併、株式又は投資口の分割など）に限られており、その範囲は従前において大幅に拡大してきたとはいえ、依然として自由な撤回は認められていない。この例外は、このよ

19 ただし、さらに例外として、公開買付開始公告及び公開買付届出書に対象者が株式の分割等を行ったときは内閣府令で定める基準に従い買付け等の価格の引き下げを行うことがある旨の条件を付した場合において、変更が可能とされる（金商法27条の6第1項1号・第2項、施行令13条1項）。この例外は、このような条件を付したこと、すなわち公開買付開始公告及び公開買付届出書に記載していたことが必要である点について実務上留意が必要である。

20 ただし、さらに例外として、対象者の発行する株券等について、競合する公開買付者が現れた場合、又は競合する公開買付者が買付予定数を増加させた場合において、買付予定数の下限の増加が可能とされる（施行令13条2項1号但書）。

21 ただし、さらに例外として、訂正届出書を自発的に提出する又はその提出命令があったときにおいて、買付け等の期間を延長しなければならない場合（施行令13条2項2号イ）、及び、競合する公開買付けが開始された場合又は競合する公開買付者が買付け等の期間を延長した場合（同号ロ）においては、60営業日を超えて買付け等の期間が延長されうる。

うな条件を「付した」こと、すなわち公開買付開始公告及び公開買付届出書に記載していたことが必要である点について実務上留意が必要である。さらに、実務上留意すべき点としては、施行令14条1項1号イからソに列挙される各決定事項に「準ずる」事項（同号ツ）、又は同項3号イからリまでに列挙される各決定事実に「準ずる」事実で、公開買付者が公開買付開始公告及び公開買付届出書において指定したもの（同号ヌ）についても撤回等が認められていることから、デュー・ディリジェンス等において判明した事項等について、かかる事項等として示しておく必要があるか否かについて慎重な判断が必要である。「準ずる」か否かの判断については当局との擦り合わせを要する。

この点、平成22年1月1日から施行された「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律の一部を改正する法律」（平成21年法律第51号。以下、「改正独禁法」）により、一定規模以上の株式取得については、公正取引委員会（以下、「公取委」）への事前届出が義務付けられることとなり（改正独禁法10条2項）、かかる届出を行った会社は、原則として届出受理の日から30日を経過するまで（同条8項）、さらに、当該期間中に、公取委が報告等を求めた場合には、事前届出の受理から120日を経過した日か、報告等の受理から90日を経過した日のいずれか遅い日まで、排除措置命令の事前通知を受ける可能性がある（同条9項。以下「措置期間」）。金融庁の見解によれば、かかる措置期間が公開買付期間の末日の前日までに終了しない場合、通常、株券等の取得につき「許可等」（施行令14条1項4号）を得られなかったものとして、公開買付けの撤回等を行うことができるものと解されている²²。ただし、すでに述べたとおり、かかる撤回等を行うためには、あらかじめ公開買付開始公告及び公開買付開始届出書において、上記の事情が生じたときは公開買付けの撤回等をすることがある旨の条件を付しておくことが必要である。

また、あらかじめ条件を付した場合でなくとも、公開買付者に関し破産手続開始の決定その他の政令で定

める重要な事項の変更が生じた場合には、公開買付けの撤回等を行うことができる。具体的には、施行令14条2項に列挙された事由（死亡、後見開始の審判を受けたこと、解散、破産手続開始決定など）が撤回事由となる。

④別途買付けの禁止

公開買付者等は、原則として、公開買付期間中に、公開買付けによらないで当該公開買付けに係る株券等の発行者の株券等の買付け等を行うことはできない（金商法27条の5柱書本文）。公開買付者等には特別関係者等が含まれること（金商法27条の3第3項、施行令10条・8条4項）、別途買付けが禁止される株券等には、当該公開買付けの対象たる株券等に限らず対象者の発行するすべての種類の株券等が含まれること等に実務上留意する必要がある（終）。

（お詫びと訂正）

本稿（上）において、以下の2箇所に誤記がありましたので、謹んでお詫び申し上げますとともに、下記のとおり訂正させていただきます（筆者一同）。

・4頁脚注7

（誤）「②当該第三者割当による希釈化率が25%以上となるとき又は支配株主が異動するときにおいて、経営陣から一定程度独立した者による第三者割当の必要性及び相当性に関する意見の入手及び株主総会の決議などの株主の意思確認が要求されることとなり、」

（正）「②当該第三者割当による希釈化率が25%以上となるとき又は支配株主が異動するときにおいて、経営陣から一定程度独立した者による第三者割当の必要性及び相当性に関する意見の入手又は株主総会の決議などの株主の意思確認が要求されることとなり、」

・6頁（d）下から4行目

（誤）「Aが本ルールの適用を免れるためには」

（正）「Pが本ルールの適用を免れるためには」

22 金融庁「株券等の公開買付けに関するQ&A」（平成21年11月26日追加分。
http://www.fsa.go.jp/policy/m_con/20091126.html）及び商事法務1886号14頁以下参照。

JALは再生するか

私的整理か法的整理かが注目されたJAL問題は、大方の予想通り会社更生法による再建に決まった。JALは今後裁判所の管轄下に置かれ、企業再生支援機構と日本政策投資銀行の主導のもとで再建が進められることになる。

会社更生開始後は、再生計画の中味と実現の見通しが焦点になる。現時点で示されている再建計画は、金融債務の削減、年金水準の切り下げ、1万人以上の整理、資産の売却等を骨子とするが、これは破綻企業の再建においてはどこでも行われる基本的な措置である。しかし、これはあくまでも外科的手術。意欲と創意に基づいた活力のある組織へと経営体質を改善していく内科的治療が必要である。企業再生の本質はそこにある。

その意味では、倒産処理の方法とは別に、JAL経営が破綻したそもそもその要因まで遡っての改革、改善がなければ、「JALは本当に再建できるのか」の答えは出てこない。

「GMの言い分」と題する本がある（原題“Why GM Matters”）。リック・ワゴナーを中心とするトップマネジメントやマネージャーへの何百ものインタビューを通じて、巨大組織を追いつめた原因が何かを探った労作である。

GMの破綻には様々な要因が絡んでいる。一言で言えば、外的環境の変化に適切に対応できなかつたことに尽きるが、もちろんこの間経営者が何もしてこなかったわけ

はない。80年代の後半、日本車の進出とともにGM車の競争力低下に危機感を抱いた経営陣は、マネジメント組織から生産システムまで抜本的な改革に手をついている。しかし、長い間王者に君臨してきたGMの巨大組織の意識改革は難しく、実行のスピードも遅かった。その背景には、経営層から従業員までの組織全体に染んだ奢りと守りの意識が改善を阻んでいたことも挙げられる。例えば、同書によると、GMは1980年代後半、高品質高効率のトヨタ生産システムの導入を試みているが、導入に成功したのはトヨタとの合弁工場（NUMMI）と米国以外の海外工場にとどまっている。それは、伝統的な工場であればある程、変革に消極的であることを物語っている。GMの経営者がトヨタ生産方式の有効性を認めるのに5年、それを学ぶために5年、さらに導入するのに5年という長い時間を必要としたという話もある。

同様に、JALの破綻にも官僚と政治の介入をはじめとする様々な要因がある。さらに、JALの経営を象徴する経営陣の内紛、イデオロギーや職種別組織まで多数の労働組合が存在する異常な労使関係は30年前から指摘されていた問題である。法的整理を選択したJALが、そうした政治の思惑や圧力を排除しつつ、民間企業としてどう再生していくか。更正計画の策定、組織・人事の再構築、実行手順の決定、そして最も重要な意識改革等、JAL再生のプロセスはこれから始まる。

(HK)

「M&A Review」アドバイザリー・ボード・メンバー

CFAコーポレイトファイナンス株式会社
代表パートナー 久世 洋一

一橋大学大学院国際企業戦略研究科
教授 服部 輝達

森・濱田松本法律事務所
パートナー 米 正剛

GCAサヴィアングループ株式会社
取締役 佐山 展生

Masuda International (New York)
代表 横田 淳二

(敬称略・五十音順)

M&A Review © 2010年1月15日発行 第24巻第1号 通巻212号 (Vol.24 No.1)

発行日：隔月15日発行 購読料：年間 50,000円（送料込み）

編集・発行：(株)ポリグロット インターナショナル 代表者 酒井雷太

販売：MIDCグループ (株)ポリグロット インターナショナル

印刷・製本：(株)オートプレス

問い合わせ・申し込み先

M.I.D.C. グループ (株)ポリグロット インターナショナル

〒101-0021 東京都千代田区外神田3-16-13 日進ビル9階 ☎ 03(5294)1540 FAX 03(5294)1543

「M&A Review」の掲載記事ならびに本誌の提供するデータベースは、現在最も信頼でき、かつ最高であると信ずる方法によって入手された情報に基づいて作成されておりますが、情報の正確度と完全性においてそれを保証するものではありません。したがって、本誌ならびに本誌提供のデータベースの情報を基にしたいかなる行為の結果についても、本誌は、一切の責任を負いません。

禁無断転載複写

M&A Review のすべての記事について転載あるいはコピーを禁止いたします。また米国 Mergers & Acquisitions 誌 (Securities Data Publishing社) の日本での出版権は **M&A Review** が取得しています。したがって同誌からの引用、複写についても禁止いたします。なお、この件についてのお問い合わせは下記まで。

(株)ポリグロット インターナショナル **M&A Review** 編集室
電話 03-5294-1540(代) FAX 03-5294-1543