

1. 規制の枠組み

1934年証券取引所法の1968年改正 (Williams Act)

34年法13条(d)項・(e)項、14条(d)項・(e)項・(f)項

当時行われていた濫用的な企業買収を主としてディスクロージャーの観点から規制

州際通商の手段を用いた公開買付にのみ適用される。

公開買付に対する防衛策を禁じていない。→ 主として州会社法の問題

1980年代以降の反買収法 (anti-takeover statutes)

・州証券法によるもの (公開買付の開始を遅らせる、州の証券委員長が買付価格の妥当性を審査する等) → 違憲 (Edgar v. MITE Corp., 457 U.S. 624 (1982))

・州会社法によるもの (買収者が議決権を行使できるかどうかを株主総会の承認に係らしめる「支配株式取得法」) → 合憲 (CTS Corporation v. Dynamics Corporation of America, 481 U.S. 69 (1987))。

買収者と対象会社の第2段階の事業結合取引を規制する事業結合取引法 (ニューヨーク州、デラウェア州等)

2. 開示規制

(1) 届出義務

何人も、開始と同時に SEC へ届出をしなければ、直接または間接に、取引所法12条による登録会社の持分証券の5%を超える実質的所有者となるような、公開買付または提供の申し込みを行ってはならない (法14条(d)項)。

- ・対象：持分証券 (equity security)
- ・募集・売出に基づく継続開示会社の持分証券は除外。
- ・12か月間で2%を超えない買い増しには適用されない。

届出と同時に届出書の写しを対象会社に送付する (規則14d-3(a))。

発行者による自社証券の公開買付には法13条(e)項が適用される。

(2) 開示内容

・公開買付届出書 (スケジュール TO)

買付者の状況、対象会社の状況、買付条件、対象会社との間の過去2年間の取引、公

公開買付の目的・買付後の計画、資金の出所、対象証券の保有状況・過去 60 日間の当該証券の取引、公開買付代理人、買付者の財務状況（もし重要であれば）

・資金調達を条件とする買付も可能。

・公開買付の開始方法（次の 4 つのうちから選択：届出後できるだけ早く開示）

- ① 新聞公告
- ② 資料請求先の記載を伴う簡易な新聞公告
- ③ 株主名簿を用いた直接の勧誘（①または②の内容を含むこと）：買付者は株主名簿の利用を対象会社に請求でき、対象会社は、名簿を渡すか、買付者に代わって勧誘書類を証券保有者に送付しなければならない（規則 14d-5）。
- ④ その他の媒体・手段を用いた勧誘（①の内容を含むこと）

・勧誘時の届出

買付者の関係者が勧誘を行う場合には、スケジュール 14d-9 を SEC に届け出なければならない（勧誘者と買付者の利害関係等を記載する）。この届出書は対象会社に送付される。

・交換買付の場合には目論見書の交付を要する。ただし、登録届出書の効力発生前でも勧誘はできるようにした（証券法規則 162）。

（3）公開買付の定義

・定義規定なし。

公開買付の技術に対応できるよう、議会が SEC と裁判所に何が公開買付に当たるかの解釈権を与えた。

SEC は非典型的な公開買付も Williams 法の公開買付に当たると一貫して主張。

・ 8 要素基準

- ① 一般株主に対する活発で広範な勧誘
- ② 発行者の株式のかなりの部分に対する勧誘
- ③ 流布している市場価格を超えるプレミアムの支払い
- ④ 買付の条件が、交渉次第というよりも固定的であること
- ⑤ 最低買付株数が条件づけられていること
- ⑥ 一定の期間、申し込みがオープンになっていること
- ⑦ 被勧誘者が、提供圧力を受けていること
- ⑧ 株式の買い集めに先立ち、または同時に、購入計画が公表されていること

・ 裁判例

公開市場での取引を公開買付と解釈した裁判例はない。

市場外の相対取引：35%を保有する28名の大株主に対し、同時期に秘密裏に提供を申し込んだケースにつき、公開買付ありとしたもの（Wellman v. Dickinson, 475 F.Supp. 783 (S.D.N.Y.1979)）

対象会社の対抗措置にあい公開買付を撤回した敵対的買収者が、撤回の直後に、少数の機関投資家から相対取引および市場取引を通じて対象会社の株式を25%購入したケースで、当該相対取引および市場取引が公開買付に当たらないとしたもの（Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F.2d 47 (2d Cir. 1985)）

(4) 対象会社の意見表明

10日以内に、①買付申込に対する受諾または拒絶を推奨する、②中立を表明し、意見を差し控える、③どのような立場をとることもできない、のいずれかの意見を、その理由とともに表明しなければならない（規則 14e-2）。

意見表明を行った対象会社は、スケジュール 14D-9 による届出を行わなければならない。これらの表明に虚偽があった場合、民刑事の制裁が発動される。

(5) 詐欺的表示の禁止

14条(e)項は、公開買付に関する重要事実の不実表示・誤導的な表示、および詐欺的行為を禁止する。

何が重要な不実表示になるかは、判例に委ねられている。公開買付にいたるまでの交渉の不開示、対象会社の資産評価や将来性に関するソフト・インフォメーションの開示などが問題とされてきた。

公開買付期間中のインサイダー取引の禁止については、特別規定（規則 14e-3）がある。インサイダーによる信任義務の違反や情報の不正流用を要件としていない。

3. 取引規制

(1) 公開買付期間

20 営業日以上（規則 14e-1(a)）

買付割合の増減、買付対価の増減が行われたときは、10日間延長しなければならない。

最長期間の制限はない。

買付期間に提供しなかった証券保有者のために、買付者は3日から20日間、延長する

ことができる（規則 14d-11）。この期間に応募した者には撤回権は与えられない。

（2）別途買付の禁止

買付者は公開買付期間中、公開買付によらないで対象証券を取得できない（規則 14e-5）。
ただし、適用除外取引がある。

（3）応募者の撤回権

公開買付期間中は、応募者は応募を撤回できる（規則 14d-7）。

（4）按分比例による買付

買付予定株数を超える応募があった場合、提供株数に応じて按分比例で買い付けなければならない（規則 14d-8）。

- ・空提供（short tendering）も禁止（規則 14e-4）

（5）証券保有者の平等取扱い（規則 14d-10）

公開買付は、対象証券の保有者の全てに向けられたものでなければならない。

証券保有者に与えられる対価は、公開買付期間中に支払われた最高価格でなければならない。ただし、対価を 2 種類以上定め、対象証券保有者に対価を選択させることを妨げない。

- ・ 2 つの連続した公開買付が一つの買付とみなされて「最高価格ルール」が適用されることがある。

（6）買付条件の変更

上記のルールに従う限り、買付条件の変更について制限はない。

ただし、変更前の条件で買付を行う意思がなかったときは、不実表示に該当しうる。

（7）2 段階公開買付（部分的公開買付）

公開買付の価格よりも低い対価で 2 段階目の買収行為（合併等）を行う。

州によっては禁止（fair price statutes）

連邦法は禁止していない。SEC はかつて検討を加えたことがあったが、ルールは変更しなかった。

（8）その他の詐欺的取引

法 14 条(e)項の適用対象

公開買付の撤回は制限されない。公開買付の撤回が相場操縦に該当しないとされた例あり。

合理的な期間内に公開買付を開始する意思がないのに公開買付の意思を表明することは禁止される（規則 14e-8）。資金の裏づけがない場合は、「意思がない」ことの徴表。

4. 大量保有報告制度（5%ルール）

（1）報告義務

取引所法 12 条による登録会社の持分証券の 5%を超える実質的所有者となった者は、10 日以内に、SEC に届出をしなければならない（13 条(d)(1)項）。

- ・ 12 か月に 2%を超えない割合で買い増す場合には適用されない（13 条(d)(6)項）。
- ・ 議決権のない持分証券は含まれない（規則 13d-1(h)(i)）。

発行者による 5%超の取得には、13 条(e)項が適用される。

10 日の猶予期間：この間に買い集めが行われる。立法上の課題。

以後、重要な変更が生じる度に訂正報告書を提出。

1%以上の変動は重要な変更にあたる（規則 13d-2(a)）。

グループのメンバーが、ある株式の取得、保有、または処分の目的をもって共同行動をとるときは、グループメンバーの保有割合が合算される（13 条(d)(3)項）。解釈上の問題。

（2）開示内容

スケジュール 13D による報告書

保有者の同一性と背景、資金の出所、保有証券数、対象証券に関する契約、保有の目的

スケジュール 13G による報告書

記載が簡略化。

- ・ 一定の機関投資家（規則 13d-1(b)(1)）

支配権に影響を及ぼす意思がある場合を除く。

報告義務を生じた年の年末後 45 日以内に、年末の状況を届出る。

ただし、10%を超えたときは、10%を超えた月の月末後 10 日以内に届出なければならない。

- ・ 「受動的投資者」（passive investors）（規則 13d-1(c)）

支配権に影響を及ぼす意思がない者で、(b)の機関投資家以外の者

ただし、20%を超えたときは、スケジュール 13D による報告書を提出。