

公開買付制度等に係る討議資料（3）

（公開買付規制における透明性の確保と公開買付期間等のあり方）

1 はじめに

公開買付けを公正に進めるにあたっては、必要十分な情報に基づき、必要十分な熟慮期間の中で、株主その他の投資者が的確な投資判断を行うことができるよう、手続の透明性を確保することが必要不可欠である。

一方、昨今の企業の合併・買収（M&A）に関する動きは、公開買付けを利用した合併・買収の一連の過程において、公開買付者や対象会社等にどこまで情報の提供を求めていくか等について、様々な論点を提起している。

株主等の的確な投資判断を確保する上で、どの程度の情報があれば十分か、どの程度の熟慮期間があれば十分か等については、様々な考え方のあり得るところである。①公開買付者による情報開示、②対象者による情報開示、③公開買付期間、等の望ましいあり方について、制度相互の関係にも留意しながら、改めて検討しておく必要があるものと考えられる。

その際、

- ①公開買付規制に伴う過剰なコストの発生を回避し、企業の事業再編行為等の円滑性を確保する
- ②公開買付期間の長期化に伴い公開買付者に生じる価格変動リスクの徒な増大を回避する
- ③公開買付けの対象となる株券等の株主等を長期間不安定な地位に置くことを回避する

など、過剰規制とならないような配慮が必要となるものと考えられる。

2 公開買付者による情報開示

現行制度上、公開買付けを行う者は、買付けの目的、買付価格、買付予定株数、買付期間等を記載した公開買付開始公告を行い、同日に

公開買付届出書を内閣総理大臣（受理権限は財務局長に委任）に提出しなければならないこととされている。公開買付届出書には、公開買付開始公告の記載事項に加え所定の情報を記載するものとされている（関係資料6ページ）。また、公開買付者は、公開買付けに対する応募の勧誘等を行う際には、応募しようとする株主に対し、公開買付届出書と概ね同一の事項を記載した書面（公開買付説明書）を交付しなければならないものとされている。

特に公開買付届出書は、投資者が的確な投資判断を行うための前提として公開買付けに関する情報を過不足なく投資者に伝達するための重要な書類であるが、その記載内容等について何らかの見直しは必要ないか。例えば、次のような論点についてどう考えるか。

(1) 記載事項の充実・整理

現行の記載様式上は明示的に開示することが要求されていない事項のうち、例えば、「買付対象たる株券等の上場を廃止する意図の有無及びその理由」、「従業員の処遇計画」、「公開買付け終了後の株主に与える影響」といった情報も、投資判断のため重要との考え方もありうるが、このような情報も併せて開示させることとする必要がないか。

他方、例えば対象者に関する情報については、その記載内容が対象者の提出に係る継続開示書類と同様の記載内容となることから、有価証券届出書と同様に、公開買付届出書についても組込方式や参照方式の利用を認める余地はないか。

(2) 記載上の注意の充実

現行制度上、買付けの目的については、公開買付届出書に具体的に記載することとされており、支配権取得または経営参加を目的とする場合には、支配権取得後の経営方針または経営参加後の計画について具体的に記載することとされている。

この点、「支配権取得又は経営参加後の計画」については、例えば

- ①買付け後の対象会社の経営への関与の強弱、
- ②上場を維持する意図の有無、

③事業拡大・強化を意図するのか、経営難に陥った企業に対する救済を意図するのかなど、支配権取得の目的、などにより、様々な類型が考えられる。

このような点を踏まえ、公開買付届出書の記載内容について、記載上の注意等で類型をある程度詳細に例示するなど、充実を図ることも考え得るが、どのように考えるか。

その他、公開買付者による情報開示のあり方について、検討しておくべき点はないか。

3 対象者による情報開示

公開買付けにおける手続の透明性を一層確保するとの観点から、対象者による情報開示には現行制度以上の役割を持たせることが望ましいとの議論があるが、以下のような論点についてどのように考えるか。

(1) 意見表明の義務化

現行制度上、対象者による意見表明は任意に行われており、対象者が意見表明を行った場合に限り、意見表明報告書の提出が要求されている。しかし、公開買付けについてその対象者がいかなる意見を有しているかは、投資者の投資判断にとって必要不可欠な情報であるとの考え方もある。特に敵対的公開買付けの場面においては、公開買付者と対象者との間でその是非に関する主張と反論を適切かつ有効に展開させることにより、投資者による投資判断の的確性をより高めることが期待されるとの指摘がある。

以上の点を踏まえ、対象者による意見表明を義務化してはどうかとの議論があるが、どう考えるか。

その際、公開買付けに対する賛否のみならず、その意見の理由、いわゆる買収防衛策を講ずる予定があるときはその内容等も併せて開示させるとの制度設計もありうるが、どう考えるか。

更に、意見表明を行わなかった場合のサンクションについてはどのように考えるべきか。

(2) 公開買付者に対する質問の機会の付与

公開買付者による情報開示のみでは投資者の投資判断にとって不十分であるような場面を想定すると、対象者にも公開買付けに関する情報開示について何らかの関与を認めることにより、公開買付者と対象者の意見の対立点等がより鮮明になり、投資者の投資判断のため一層の便宜となるとの見方がある。

このような視点に立ち、対象者が質問の機会を有することを明確にし、その質問内容を投資者一般に広く知らしめるため、対象者が公開買付者に対し質問を行ったときは、その内容等を開示させるべきとの指摘もあるが、どう考えるか。

他方、仮に上記のように対象者が質問の機会を有することを明確化するための制度上の見直しが行われた場合、公開買付者にこれに対する回答義務を課すべきかどうか論点となる。

この点、買付け後の買付者による対象会社の経営への関与の方針等については、高度な経営判断に係るものである場合もあり、回答は義務付けになじまないとの指摘もある。

また、対象者による質問は、本来、株主をはじめとする投資者全体の利益のため、投資判断に必要不可欠な情報が不十分である場合に限り行われることが望ましいものであるが、特に敵対的な公開買付けの場面では、対象者の役員等が保身目的で投資判断とは無関係の質問を延々と行い、公開買付けの手続を無駄に引き伸ばすための方便として濫用されることとならないかとの懸念もある。

対象者の質問に関する公開買付者の回答のあり方については、

- ① 質問への回答についても義務化し、これを開示させる
- ② 質問の場合と同様、回答については開示させることとし、買付者が回答を拒否する場合には、理由を付してその旨を明らかにさせる
- ③ 公開買付者が対象者からの質問に回答する必要があると考えたとき、すなわち、投資者の投資判断のため必要不可欠な情報を追加的に開示することが必要と考えたときに限り、公開買付届出書の訂正届出書等によりその内容を開示させることで足りる

等、様々な考え方がありうるが、これらの点についてどのように考えるか。

その他、対象者による情報開示について、検討しておくべき点はないか。

4 公開買付期間

現行制度上、公開買付期間は、20日以上60日以内で公開買付者が設定するものとされている。この20日の下限は株主等の熟慮期間を確保するとの観点から、60日の上限は公開買付けにより対象株券等の株主等を長期間不安定な地位に置くことを回避するとの観点から、各々設けられているところである。

近時、特に敵対的公開買付けに対する防衛の場面を念頭に置き、①友好的な第三者に対する新株等の第三者割当てや新株予約権の株主割当て等のいわゆる買収防衛策を講ずる時間的余裕に乏しい、②年末年始等休日が重なる時期に敵対的な公開買付けが開始されると、対象者の経営陣が公開買付けの是非を判断する時間的余裕にも乏しい等の問題意識から、公開買付期間を現行のものより伸長すべきではないかとの議論があるが、この点について、どのように考えるべきか。

その際、公開買付けの手続の透明性を高めるためには、必要十分な情報開示と熟慮期間という二つの要素が必要と考えられるところ、公開買付期間のあり方の問題は、公開買付者による情報開示や対象者による情報開示のあり方と密接に関連するとの考え方もありうるが、どう考えるべきか。

公開買付期間を伸長することとした場合、「1 はじめに」でも述べたように、①公開買付規制に伴う過剰なコストの発生に伴う事業再編行為等の円滑性の阻害、②公開買付期間の長期化に伴う買収者の負う価格変動リスクの増大、③対象株券等の株主等が不安定な立場におかれる期間の長期化、といった問題点が生じ得るが、どう考えるべきか。

仮に、公開買付期間を伸長することとした場合、以上のような論点も踏

まえると、以下に述べるような例も含め、様々な制度設計のあり方が考えられる。それぞれの利点や問題点等も踏まえつつ、どのような制度設計のあり方が望ましいと考えられるか。

(1) 公開買付けの開始前に予備交渉期間を設ける制度設計例

公開買付けの是非をめぐって公開買付者と対象者との間に意見の対立があり、いわゆる買収防衛策が発動される可能性が高いような場合、公開買付けの開始前に、両者間で意見調整させるための予備交渉期間を設けることとする制度設計が考えられる。具体的には、公開買付者は、公開買付けの開始前に（例えば公開買付け開始予定の概ね10営業日程度前までに）、公開買付けを行う旨予告させるとともに、一定期間内に（例えば予告日から概ね5営業日以内に）、対象者がこれに対する質問等を行うこととさせるとの枠組みが考えられる。

このような制度設計を採用する場合、対象者が予め公開買付けに賛同の意思を持っているときは、予告を省略することができることとすれば、友好的な公開買付けについては円滑に手続を進めることも可能と考えられる。

また、多くの敵対的な公開買付けの場合に、公開買付開始前に事実上予備交渉が行われている実態があることを踏まえれば、敵対的な公開買付けについては、予備交渉段階を制度的にも位置付けることで、事後の公開買付開始後の手続を円滑に進めることが期待できるとともに、いわゆる買収防衛策が公開買付期間中に発動され、証券市場が一時的に混乱する事態を未然に回避することも期待できる、等の利点が主張されうる。

他方、このような制度設計に対しては、例えば、

- ① 事前予告と開始公告という二重の手続を要求すると、公開買付けに係るコストが増加するとともに、予告日から思惑買いが増えるなど証券市場が不必要に混乱する要因とならないか、
- ② 意見調整の結果、公開買付条件を見直す必要が生じたり、公開買付けの開始を断念するとの結論に至ったりする場合も想定されるが、予告段階での開示情報に基づき投資行動をとった投資者に不測の損害を与えたり、安易な予告の実施により相場操

縦のおそれが高まるなどの弊害は生じないか、等の問題点も考えられるが、これらの点も含め、このような制度設計について、どう考えるか。

(2) 公開買付開始後に期間の伸長を認める制度設計例

対象者が公開買付者に質問を行った場合等に、株主等の熟慮期間を確保する観点から、例えば10営業日を上限としつつ、何らかの回答が公開買付者からなされるまでに要した期間、公開買付期間を自動的に伸長することとする制度設計も考えられる。このような制度設計の下では、友好的な公開買付けについては機動的に手続を進めることができる一方で、敵対的な公開買付けについては株主等に十分な熟慮期間を付与することができると考えられる。

他方、このような制度設計には、

- ① 公開買付者の意思によらずに公開買付期間が伸長されるとすれば、公開買付者の側で買収資金の調達計画等を見直さざるを得なくなる等、公開買付者にとって過大な負担となるのではないか、
 - ② 公開買付期間の末日がいつになるか分かりにくくなり、投資者が混乱するおそれはないか、
- 等の問題点が考えられるが、これらの点も含め、このような制度設計について、どう考えるか。

(3) 公開買付期間を一律に伸長する制度設計例

現行の20日という下限では、株主等の十分な熟慮期間としてはそもそも十分ではないのではないかとこの観点から、米国における例を参考に、公開買付期間そのものを例えば「20営業日以上60日以下」と一律に改める制度設計も考えられる。特に、年末年始等休日が重なる時期に、法定の最短期間で公開買付けが開始されるような場面では、投資者が市場動向に目を配りつつ投資判断を行うことが難しくなる可能性があるという実態を踏まえれば、下限について営業日ベースとすることには合理性があるとの考え方があり得る。

投資判断にとって必要十分な情報開示がなされることを前提に、20営業日あれば、熟慮期間としては十分であるとの考え方に立つことができれば、上記（1）案や（2）案よりも単純で分かりやすいという利点もあり得ると考えられる。

他方、このような制度設計には、例えば

- ① 友好的な公開買付けを行うためにも現行よりも長い期間を要することとなるが、事業再編行為等の円滑性の観点から問題ないか、
- ② 対象者に何ら予告なく公開買付けが開始されると、公開買付け期間中に条件交渉が行われたり、いわゆる買収防衛策が不用意に発動されたりするなど、公開買付けの手続が混乱するおそれはないか、

等の問題点も指摘されうるが、これらの点も含め、このような制度設計についてはどのように考えるか。

この他、公開買付け期間の上限については60日（+場合により一定の伸長）という現行制度を維持することで問題ないと考えてよいか。いわゆる買収防衛策を導入する企業が増加しているなどの状況の中、何らかの見直しの必要はないか。

その他、公開買付け期間等について、検討しておくべき点はないか。

（以 上）