

## 公開買付制度等に係る討議資料（４）

## （いわゆる買収防衛策と公開買付規制のあり方）

## 1. はじめに

近時、敵対的な公開買付けの事例の増加に伴い、これに対抗するためいわゆる買収防衛策を導入する事例が増えつつある。いわゆる買収防衛策については、適正に用いられれば濫用的な企業買収等を防止し、対象者の企業価値の向上に寄与するものとなり得る一方で、現経営陣の保身等を目的として濫用的に用いられれば、対象者の企業価値を向上させるような事業再編行為等を阻害しかねないという面もある。

こうした中、合理的な買収防衛策はどうあるべきか等について、各方面で議論が進められている（東京証券取引所の取組みについては第2回ワーキング・グループの議論参照）。

公開買付規制の主な趣旨は、投資者に必要十分な情報と熟慮期間を付与した上での的確な投資判断を行わせるため、手続の公正性・透明性を確保すべき点にあると考えられる。上記のようないわゆる買収防衛策をめぐる実務の動向やその二面性を踏まえつつ、また、諸外国の公開買付制度の状況等に照らして、公開買付規制の趣旨、特に手続の公正性の確保という趣旨が損なわれないようにするため、次のような点について再考する必要はないか。すなわち、

- ①そもそも公開買付期間中にいわゆる買収防衛策が発動されることを許容すること自体相当といえるか（中立義務・ブレイクスルーの要否）、
  - ②公開買付期間中にいわゆる買収防衛策が発動された場合、公開買付者にこれに対する対処措置を認める必要はないか（買付条件等の変更、公開買付けの撤回の可否）
- という論点である。

## 2. 中立義務、ブレイクスルー・ルール

我が国においても、英国の制度のように、公開買付けの対象者が公開

買付期間中に新株発行、重要な資産の売却等の買収防衛の効果を有する取引を行うことを禁止してはどうかとの議論がある。英国の制度は、公開買付けが行われている期間中は、誰が対象者の支配権を取得すべきかを判断するのは株主であって、現在の経営者がその株主判断に介入するような行動をとるべきではない、との考え方に基づくものである。

我が国にこのような制度を導入することの是非を検討する際には、以下のように様々な論点があり得ると考えられるが、どのように考えるべきか。

- ①我が国の公開買付規制の主たる目的は、投資者に必要十分な情報と熟慮期間を付与した上での確かな投資判断を行わせるという手続の公正性・透明性確保にあり、英国とは制度的背景が必ずしも同一ではないとの議論があり得るが、このことをどのように評価するか。
- ②合理性のある買収防衛策を含め、およそ買収防衛の効果を有する会社行為を全面的に禁止してしまうこととなり、対象者の企業価値を下落させかねないとの議論があり得るが、どのように考えるか。
- ③他方、制度的背景のいかんを問わず、現経営陣の保身を容易ならしめるいわゆる買収防衛策については、公開買付期間中にこれを講じることを禁止すべきとの議論もあり得るが、どのように考えるか。
- ④仮に新株発行等が専ら現経営陣の保身目的で行われ、正当な財務活動とは評価できないような場合は、新株発行の差止め等によりその効力を争ったり、事後的に取締役の責任を追及したりするなどの商法上の救済手段が別途存在するので、それらで対処すれば十分であるとの見方もあるが、どう考えるか。
- ⑤一方、株式分割については新株発行等に比べると十分な救済手段が存在しない。このようなことから、公開買付期間中の株式分割は禁止すべきとの議論もあるが、どう考えるか。

また、EU公開買付指令においては、公開買付けの終了後に黄金株や複数議決権株式の効力を否定し、これらの株式を一株一議決権の株式に強制的に戻す制度、いわゆるブレイクスルー・ルールが規定されている。上記の観点等も踏まえ、我が国において同様の制度を導入することの是非について、どのように考えるか。

### 3. 買付条件等の変更

現行制度上、買付価格の引下げ等の応募株主に明らかに不利となる条件変更は明示的に禁止されている。しかしながら、近時ではいわゆる買収防衛策を導入する企業も増えつつあり、これが発動されると公開買付者に不測の損害を与えるおそれがあることから、一定の場合に買付価格の引下げを認めることが公開買付手続の公正性を確保する観点から望ましいとする議論があるが、どう考えるか。

仮にこのような考え方に立った場合、対象者においてこのような事項を行うことを決定したときは、株式分割（株式の無償割当て）や新株・新株予約権の有利発行により株価が希釈化された分だけ、公開買付価格の引下げを認めることとすることが考えられるが、どう考えるか。

この場合、いったん株式分割（株式の無償割当て）や新株・新株予約権の発行等が決定されると一時的に株価が不安定となり投資者に複雑な投資判断を迫ることとなることや、既に応募していた株主に対しても変更後の公開買付価格を踏まえ応募の是非を再考させる必要があることなども考慮し、公開買付期間を通常（10日間）よりも長く伸長させることが考えられるが、どう考えるか。

仮に公開買付価格の引下げを認めることとした場合、引下げが容認される事由については、株式分割（株式の無償割当て）や新株・新株予約権の発行以外に含めるべきものはあるか。

一方、買付価格の引下げを認める考え方については、

①現実の株価は必ずしも理論的な希釈率に対応する分だけ下がるわけではない、

②株式分割（株式の無償割当て）や新株等の発行が買収防衛目的で行われたか否かは客観的一義的には明らかではない、

などといった理由から、公開買付価格の引下げを認めると、短期間で投資者に複雑な投資判断を強いることとなり、投資者保護の趣旨に反するのではないかとこの考え方もあり得るが、どう考えるか。

また、公開買付期間中に株式分割（株式の無償割当て）や新株・新株予約権の発行等が決定されることを想定し、公開買付価格を予め算式により表示することを認めてはどうかとの議論もある。この点については、

算式により自動的に公開買付価格が引き下げられることとすれば、投資者に十分な熟慮期間を与えることができず、投資者保護の観点から問題があるとも考えられるが、どう考えるか。

その他、買付条件等の変更について、検討しておくべき点はないか。

#### 4. 公開買付けの撤回

現行制度上、対象者側の事情による公開買付けの撤回は、対象者の株式交換、合併、破産等の法令上具体的に列挙された事由や、これらに準ずる事項で公開買付届出書において指定した事項が決定され又は発生した場合にのみ認められている。

公開買付けの撤回事由が厳格に制限されている趣旨は、安易な公開買付けの開始を防ぎ、相場操縦のおそれを回避することにある。しかしながら、近時ではいわゆる買収防衛策を導入する企業も増えつつあり、このいわゆる買収防衛策の発動を前提としても公開買付けの撤回が一切認められないとすれば、公開買付者に不測の損害を与えるおそれがある。

そこで、一定の場合には公開買付けの撤回を許容すべく撤回条件を緩和することが、公開買付手続の公正性を確保する観点からむしろ望ましいとする議論があるが、これについてどう考えるか。

仮にこのような考え方に立った場合、例えば次のような制度設計例（以下では3つを例示）が考えられるが、どう考えるか。

##### 制度設計例①

公開買付期間中に株式分割（株式の無償割当て）や新株・新株予約権の発行が決定され、又は予め発行されていた新株予約権が株主に割り当てられた場合、公開買付けの目的の達成に重大な支障となり、公開買付者に不測の損害を与えるおそれがある。そこで、対象者においてこのような事項を行うことを決定し又はこのような事項が発生したときは、公開買付けの撤回を認めることが考えられるが、どう考えるか。

##### 【上記制度設計例の留意点】

このような制度設計を採用する場合、いわゆるライツ・プランの

ような買収防衛策には対抗できるが、例えば重要な資産の売却（いわゆるクラウン・ジュエル）、複数議決権株式、黄金株等のような買収防衛策には対抗できないこととなるが、どのように考えるか。

#### 制度設計例②

上記の撤回事由を厳格に規定する制度設計に加え、対象者の業務執行決定機関がいわゆる買収防衛策の導入を既に決定しており、かつ公開買付け期間中にいわゆる買収防衛策の廃止を決定しないときは、公開買付けの撤回を認めることが考えられるが、どのように考えるか。

##### 【上記制度設計例の留意点】

このような制度設計を採用する場合、

(i) いわゆる買収防衛策の定義を仮に「公開買付けの目的の達成に重大な支障となる一切の措置」とすると、その具体的内容が曖昧となり、撤回事由の範囲も過度に広範に過ぎることとならないか、

(ii) 公開買付け期間中に買収防衛策の廃止を決定しないときに公開買付けの撤回が認められることとすると、結果として撤回が認められる予定が大幅に広がることとなり、相場操縦のおそれの回避という現行制度の趣旨と矛盾することとならないか

などといった問題点が考え得るが、どう考えるか。

#### 制度設計例③

対象者において予め、例えば公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情として、公開買付け公告及び公開買付け届出書において指定した事情が公開買付け期間中に決定または発生したような場合に、公開買付けの撤回を認めることが考えられるが、どう考えるか。

##### 【上記制度設計例の留意点】

このような制度設計を採用する場合、

(i) 公開買付け者が公開買付け開始公告及び公開買付け届出書において膨大な量の撤回事由を指定したり、曖昧な撤回事由を指定したりするような事態が生じ、公開買付け全体の手続の安定性を害

することとならないか、  
(ii) 安易な公開買付けの開始による相場操縦のおそれを回避する  
という現行制度の趣旨を損うことにならないか  
などといった問題点が考え得るが、どう考えるか。

その他、公開買付けの撤回について、検討しておくべき点はないか。

(以 上)