

公開買付制度等に係る討議資料（7）

（公開買付制度等をめぐるその他の論点）

1. はじめに

公開買付制度等については、これまで5つの具体的な分野に分けて議論をしてきたところであるが、これまで取り上げられなかった以下の論点についても議論をしておく必要があると考えられる。

2. 買付者間の公平性確保

近時、複数の者が同時期に同一会社の株券等の買付を行い、当該会社に対する支配権の取得を争う事例が出現している。その際、一方の者が公開買付を実施し、別途買付が禁じられている期間中に、他の者が公開買付によらずに取引所市場内で当該株券等を大量に買い進めることがあり、公平性の観点から問題があるとの指摘もなされている。

具体的には、例えば、公開買付を行っている者は、あらかじめ定められた期間、価格の下で買付を行わなければならない、取引所市場内等で別途の買付を行うことは禁じられている。一方、公開買付によらない買付者は、期間の制約はなく、価格の動向を見ながら取引所市場内で機動的に買付を行うことが可能となる。

また、公開買付者は公開買付開始公告や公開買付届出書によって、買付を行うことを開示している一方、公開買付によらない大量買付者については、取引所市場内で買い付ける限りにおいて、たとえ支配権取得を企図している場合であっても、大量保有報告書以上の開示をする必要はない。

このような指摘を踏まえ、支配権の取得が競合するような場面において、何らかの規制を及ぼすことについて、どのように考えるか。例えば以下の（1）、（2）のような規制を導入することが考えられるが、どのように考えるか。

(1) 公開買付期間中の他者による大量の買付けに係る規制

会社支配権の帰趨を左右するような大量の買付けが競合するような場合には、買付けに関する情報を均等に開示させることにより、いずれの者によって会社を支配させる方が相当かを、投資者が十分な情報の下、判断できる枠組みが必要との考え方があり得る。このような観点から、

- ①ある者が公開買付けを実施している期間中に、別の者が当該株券等を大量に買い付ける際には、取引所市場内取引による買付けは認めず、公開買付けを強制する、
- ②あるいは、ある者の公開買付期間中に株券等所有割合が一定（例えば20%、3分の1）以上となる他の者には、株券等の取得の方針等に関する情報を予め開示することを義務付ける、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

(2) 公開買付期間中における別途買付け

公開買付者が公開買付期間中に公開買付けによらずに株券等を買付けする行為（別途買付け）は、公開買付価格より高い価格で買い付ける可能性等を念頭に、株主間に不平等をもたらすことになりかねないとの観点から、現行制度上原則として禁止されている。

【参考】別途買付けに関する諸外国の規制

- ① 米国においては、わが国の制度と同様、別途買付け禁止。
- ② 英国においては、別途買付けを許容しつつ、公開買付価格より高い価格で別途買付けを行ったときは、公開買付価格も当該価格まで自動的に引き上げられるものとされている。

公開買付規制に拘束される公開買付者よりも取引所市場内で買い付ける者の方が機動性に富み、有利であるとの考え方から、公開買付者についても別途買付けを認め、仮に公開買付価格よりも高い価格で別途買付けを行った場合には、公開買付価格を当該価格まで自動的に引き上げるとの制度とすべきとの考え方があるが、どのように考えるか。

仮に別途買付けを認めるとする場合、価格が適正に引き上げられることを担保できるのか等の問題が存在すると考えられるが、どのように考えるか。

3. 証券取引の国際化と公開買付規制

証券取引が国際化している今日、わが国の証券取引所に加え外国の証券取引所にも上場されている株券等や、預託証券化されるなどして外国においても取引されている株券等が存在する。

こうした中、例えば日本国外で行われる買付け行為について、我が国の公開買付規制の対象となると考えるのか、あるいは現地のTOBルールに委ねられるものとするのか、との論点が存在する。

また、公開買付者については公開買付期間中、別途買付けが禁止されているが、公開買付けの対象となっている株式の買付けを外国市場において行うことは、別途買付けにあたるのかとの論点が存在する。

これらの点について、どう考えるか。

その他、証券取引が国際的な規模で行われている今日の状況を踏まえ、公開買付規制について検討しておくことが必要な点はないか。

4. 将来発行される新株等と公開買付規制

現行制度上、公開買付規制の対象は「株券等の買付け」とされている。近時、特に敵対的買収の局面において、対象会社が買収防衛策として株式分割や新株、新株予約権の発行などを行い、買付者の持分を希釈化させようと試みるケースが見られる。

これに関連して、株式分割や新株、新株予約権の発行の決議により、将来発行されることとなる新株券、新株予約権を対象とする公開買付けを行うことができるか、という論点が存在する。

この点、株式分割により将来発行される新株券については、仮にこれを公開買付規制の対象としないとすれば、証券取引法令の規制を受けず全く自由に取引できることとなり、かえって株主保護の観点から問題が

生じるものと考えられ、基本的には公開買付規制の対象となる株券等に該当するものと解されている。この点について、法令上更なる明確化等が必要との考え方もあり得るが、どのように考えるか。

新株、新株予約権発行の決議に基づき将来発行される新株券、新株予約権については、

- ①発行の形態等が多様である（株主割当か第三者割当か、時価発行か有利発行か等）、
- ②商法上の位置づけが異なる（株式分割は取締役会決議で成立するが、例えば、新株の第三者に対する有利発行の場合は、更に株主総会の特別決議が必要となる）、

等、株式分割による発行の場合と異なる点がある。

しかしながら、これらの新株券、新株予約権についても、発行が確実なものとなっているにもかかわらず、公開買付規制の対象としないとすれば、上記株式分割の場合と同様、株主保護の観点から問題が生じるとの考え方があり得るが、どのように考えるか。

5. その他

（1）いわゆる買収防衛策に係る開示のあり方

最近のM&A件数の増加に対応する形で、いわゆる買収防衛策を講じる企業が増加している。いわゆる買収防衛策については、当該企業の財務会計や資本関係に影響を及ぼすものもあり、適切な開示が必要ではないかとの指摘がある。

この点、会社法の事業報告におけるいわゆる買収防衛策の取り扱いについては、会社法施行規則においてどのようなルールとするかを現在、法務省において検討中である。

また、いわゆる買収防衛策を導入した企業が適時開示を行う手段として、証券取引所の適時開示システムの活用が検討されているところである。

以上に加えて、有価証券報告書等においても、いわゆる買収防衛策についての開示を求めるべきとの指摘があるが、開示企業の発行する有価

証券に関し、投資判断上、必要となる情報を、一定の基準に従って投資者に対し提供させることを義務付けているという制度の趣旨に鑑み、どのように考えるか。

仮に何らかの開示を求めるとした場合、明確な定義が存在しないいわゆる買収防衛策に関連して、既存の開示項目との整合性を保ちながら、どのような考え方にに基づき、どのような範囲で開示を求めていくことが考えられるか。

(2) いわゆる三角合併と継続開示義務

現在、企業内容等の開示に関する留意事項（事務ガイドライン）においては、合併等により株式を発行する場合には有価証券の募集には該当せず、有価証券届出書提出義務が発生しないこととされる一方、同ガイドラインでは、有価証券報告書の提出会社と非提出会社とが合併する場合、前者が消滅会社となり後者が存続会社となるときには、前者の継続開示義務が後者に承継されることとされている。

一方、平成19年からは、会社法により合併対価が柔軟化されることが予定されている。合併の際に消滅会社株主に対価として自社の株式ではなく、第三者の発行する株式を交付することも可能となる（いわゆる三角合併）。

その際、消滅会社が有価証券報告書の提出会社であって、存続会社あるいは交付される株式の発行者が非提出会社であるというケースも想定される。いわゆる三角合併に際して、存続会社及び交付される株式の発行者に対する開示ルールを整備しておく必要があると考えられるが、どのように考えるか。

以上、公開買付規制等をめぐるその他の諸論点を見てきたが、上記の他に検討しておくべき論点はないか。

(以 上)