2020年4月

敵対的公開買付けに対する初動対応等

弁護士 盛里 吉博 / 弁護士 菅 隆浩 / 弁護士 三国谷 亮太

Contents

- 公開買付けの公表日の対応
- 公開買付けの公表日以降の対応
- 公開買付け終了後の対応

日本においては、これまで、敵対的公開買付け(本ニュースレターでは、対象会社の経営陣から反対の意見表明が述べられた、又は述べられることが予想される公開買付けを指します。)は、会社の強引な乗っ取りとして認識され、公開買付者はもちろん、公開買付けに必要なプレイヤー(公開買付代理人又はファイナンシャル・アドバイザーとしての証券会社、公開買付けの決済資金の融資を行う金融機関等)においても、自身のレピュテーションの低下の観点から、M&Aの手法としては忌避される傾向にあり、これが実際に行われた事例は非常に限られてきました。

しかし、2019年頃から、企業等がM&Aを検討する際に、敵対的公開買付けの手法を自身のM&A戦略の一つの手段として積極的に検討するケースが増えている印象を受けます(この背景としては、2019年頃から、世間の注目を集める敵対的公開買付けの事例が相次ぎ、これらの事例において公開買付者やそれに関与するプレイヤーに対して批判的な報道等ばかりではなかったためと推察されます)。これに伴い、敵対的公開買付けに対する証券会社・金融機関等の考え方も変わりつつあり、敵対的公開買付けが、M&A戦略における現実的な選択肢の一つとなりつつある印象も受けます。

敵対的公開買付けに至る経緯としては、①公開買付者が事前に対象会社に対し、公開買付けの可能性を含めた資本提携について協議を持ちかけたものの、これが調わなかった場合や、②(主に情報管理の観点から)公開買付者が対象会社に事前の連絡又は協議の提案なしに一方的に開始する場合等があります。特に後者の場合、公開買付者側は数カ月及び入念な準備期間を経てこれを実施しているのに対し、対象会社は何の準備もしていないため、対象会社は極めて限られた期間内で対応策・ソリューションを見出す必要があり、準備という点において圧倒的に不利な状況にあります。そこで、以下では、主として、上記②の場面における敵対的公開買付けのターゲットとされた対象会社の初動対応等において留意すべき事項を述べることにします。

なお、敵対的公開買付けに対する対抗手段としてどのようなものがあるかの詳細については、本ニュースレターでは立ち入りません。

1. 公開買付けの公表日の対応

(1) 公開買付けが実施されることを知る端緒

一般に、対象会社は、自社の株券等を対象とする公開買付けが実施されることを以下の経緯にて知ることになります¹。

- ・ 報道機関によるリーク(リークは、公表日当日が多いようですが、公表日より前である場合もありえます。)
- ・ 公開買付者による公開買付け開始のプレスリリース(公開買付者側にて適時開示規制に服する者がいる場合です。プレスリリースは市場内立会取引への影響を考慮し、15 時以降になされることが多く見受けられます。)
- ・ 公開買付者による公開買付開始公告(及び公開買付届出書)の提出

(2) 公開買付けの公表日における基本的な対応(プレスリリースの公表、社内チーム体制の構築、外部アドバイザーの招聘)

対象会社が上場会社である場合、金融商品取引所のルール上、プレスリリースにて、①自社の株券等に対する公開買付けが開始した旨、及び②当該プレスリリースにて公開買付けに対する意見を公表するものでない場合にはその旨を記載した開示を行う必要があります(典型的には以下の文案です。)

「

●●による当社の株券等に対する公開買付けの開始に関するお知らせ

●●による当社の株券等を対象とする公開買付けを開始する旨の[プレスリリース/公開買付開始公告及び公開買付届出書]が本日公表されています(以下「本公開買付け」といいます。)。本公開買付けは、当社に事前の申出もなく、突然行われたものです。当社としましては、本公開買付けに係る公開買付届出書等の各種書類及び各種情報を精査した上で、当社の意見を公表いたします。なお、本お知らせは、本公開買付けに関する意見を表明するものではなく、当社の意見は、決定次第、公表いたします。

」

上記(1)のとおり、公開買付者による公開買付け開始のプレスリリースは、通常、15 時以降に公表されます。対象会社においては、限られた時間ではありますが、株主に対する早期の情報提供の観点から、その日のうちにプレスリリースを公表することが望ましいものと考えられます。

上記に加え、公表日当日から取り組むべき課題としては、公開買付者からの接触があった場合、それを社内の担当チームに、早期に情報共有される体制を構築することです。例えば、公表日当日から、公開買付者は株主名簿の閲覧謄写請求の申出を行ってくる可能性があります。この場合、閲覧謄写請求に対応する部署

¹ 本文の記載は「公開買付けが実施されることを知る端緒」ですが、より広げて「公開買付けが実施される可能性を知る端緒」としては、公開買付けを行おうとする者からの業務提携の提案、株主名簿閲覧請求権の行使、大量保有報告書の提出があります。

(主に総務部又は法務部が想定されます。)に対する頭出しの連絡及び実際に閲覧謄写請求があった場合の迅速な情報共有及び対応方針(会社所定の書式による請求を求めめるか、電子データによる提供を行うか、謄写のための複写機を貸与するか等)について指示をすることが大切です。また、対象会社によるメディア対応(情報統制)についても留意する必要があります。特に、公開買付けに対する意見は追って公表する旨のプレスリリースを公表した直後に、経営陣がメディアに対して反対である旨のコメントをすること等は、対象会社による追加的なプレスリリースの公表を求められる原因となりうるため、留意が必要です。

加えて、公表日当日から、外部アドバイザー(弁護士、ファイナンシャル・アドバイザー、株式価値算定機関、メディア対応・IR対応についてのアドバイスを行う者等)を確保することが大切です。例えば、上記プレスリリース、株主名簿閲覧謄写請求に対する対応方針及び全般的な進め方についてアドバイスを行う弁護士や、全体スケジュールの作成・作業工程の整理・アクションリストの策定を行うファイナンシャル・アドバイザーの選定は、公表日当日の対応及びその後の対応(意見表明を含みます。)について一貫した姿勢にてこれを行うために、直ちに取り組むことが望ましいといえます(また、敵対的公開買付けの公表を受けて、買収者以外にも対象会社株式の取得を考える者が出現し、これらの者との間で外部アドバイザー確保に関する競争が生じる場合もあります。)

2. 公開買付けの公表日以降の対応

(1) 体制整備

公表日以降は、公開買付けに対応するための体制整備を行うこととなります。具体的には、①社内におけるチーム体制の構築、②特別委員会の組成、③外部アドバイザーの招聘です(③については上記 1(2)に記載のとおりです。)

社内のチームは、対象会社における組織体制に応じて異なりうるものの、一般的には、プレスリリース等に対応するIRの部署、M&A・経営企画を担当する部署及び法務面を担当する部署からの代表者により組成されることが多いものと思われます(なお、チームの組成に際しては、敵対的公開買付けは、公開買付け期間が長期化する傾向にあるため、特定の個人に依拠した体制を構築することは避けるべきと思われます。)。また、機能別にみた場合には、部署横断的に、公開買付けに対する意見を表明するための準備を行うチーム、公開買付けに対して対抗手段を講じる場合には当該対抗手段を検討するためのチームを組成することも考えられます。このようなチームを組成した場合、特に対象会社によるプレスリリース等の情報開示に係る書類の作成に際しては、IRの部署を起点として、それぞれのチームからの情報を的確に吸い上げ、チームの間で認識の齟齬及びIR方針と矛盾する行動が生じない体制を構築する必要があります(メッセージのヨコの一貫性の確保)。

また、公開買付け開始以降のプレスリリースや意見表明報告書は、公開買付けの進展に応じて、経過事項の開示として、又は訂正意見表明報告書を提出する形で、日々アップデートをしていくこととなります。これらの一連の開示のメッセージがぶれることがないよう(後出しと言われたり、場当たり的に対応しているに過ぎないと言われたりすることがないよう)、メッセージのタテの一貫性を確保することも大切です。なお、上記 1(2)にて情報統制について述べましたが、反対の意見表明を行うに際して、記者会見や報道機関からの個別のインタビューを設定する場合には、IRの部署が、記者会見・インタビューにおける回答の内容について、開示資料との整

合性を確保する必要があります。

(2) 特別委員会の組成

特別委員会は、公開買付けに対する分析(例えば、敵対的公開買付けが企業価値の向上に資するかどうかの分析、公開買付けに係る取引条件が妥当であるかどうかの分析、買収に関する手続が公正であるかどうかの分析)を、取締役会に提供すること等を目的として、組成されることがあります。仮に特別委員会を組成する場合には、メンバーの選定をいち早く行う必要があります。特別委員会のメンバーは、公開買付者及び公開買付けそのものに利害を有していない社外取締役が中心ですが、弁護士・公認会計士がメンバーとなる場合があります(特に特別委員会のメンバーを社外取締役のみとする場合には、対象会社自身のアドバイザーとは別に、特別委員会に対してアドバイスをする弁護士・価値算定機関が選任されることがあります。)。なお、敵対的公開買付けは、日々、事態が進展しうるものであるため、これに応じて、特別委員会からの意見の取得も比較的短時間で行う必要が生じます。そのため、柔軟に対応が可能であるかどうかという点もメンバーの選定にあたっては考慮する必要があります。

(3) 意見公表に向けた準備

対象会社は、公開買付開始公告があった日から 10 営業日以内に意見表明報告書を提出しなければなりません。ここでは、①公開買付けに対する対象会社による評価と、②対象会社の株主に対して、公開買付けに対して応募すべきか、応募すべきでないかの推奨を記載することになります。

但し、特に特別委員会を組成する場合には、質問権を行使し、その回答を待ってから、意見表明をしたいというニーズが高く、また質問権を行使し、その回答を待ってから意見を表明することで、より説得的な意見を述べるのが期待できます。そのため、敵対的公開買付けにおいては質問権を行使するニーズが高いものと言えますが、仮に質問権を行使する場合には、対象会社・外部アドバイザー・特別委員会にて、公開買付届出書等の各種情報を分析した上で質問を募り、意見表明報告書に記載して、これを公表することになります。質問権を行使する場合、意見表明報告書では、意見を留保する旨を述べ、公開買付者による対質問回答報告書(意見表明報告書の提出から 5 営業日以内が提出期限です。)における回答を分析した上で、訂正意見表明報告書の中で、上記①及び②の意見を述べることとなります。

質問権の行使は訂正意見表明報告書で行うことができません。そのため、最初の意見表明報告書にて質問の項目に抜け漏れがないよう慎重に行う必要があります。なお、質問数には制限はありませんが、あまりに数が多い場合には、他の株主から見て争点があいまいになりやすく、また公開買付者側の回答内容の詳細さも落ちる傾向にあり、その回答内容についての是非を判断しにくい事態が生じるといったデメリットがあるため、ポイントを絞って質問を行うという戦略を採る場合もあります。

なお、意見表明報告書等に事実関係に関する記述について誤りがあった場合には、公開買付者からは、公開買付者への批判を行いたいがために意図的に事実関係を曲げた記載を行っているとして、恰好の反論材料を提供してしまふことがあります。典型的には、社内のチームに含まれていない役員・従業員に対し、公開買付者から協議の打診があったことについて認識が漏れており、意見表明報告書の記載から当該協議の打診に関

する記載が漏れてしまった場合等が考えられます。このため、意見表明報告書等の提出にあたっては、重要な事実関係については社内調査を確実に行うことが重要となります。

対象会社が上場会社の場合には、上記の意見表明報告書の提出に併せて、同様の内容のプレスリリースを公表することとなります。

(4) 対抗手段の検討・実施

公表日以降、対象会社は、上記の意見表明に向けた準備を行いつつも、公開買付けに対する対抗手段も同時に検討することとなります。一般に、買収者による公開買付けの期間は、30 営業日に設定されることが多いため、この期間のうちに効力を生じるような形で対抗手段を効率よく準備する必要があります。

対抗手段としては、反対意見を説得的に述べることで株主に応募を取りやめるよう説得するといったシンプルなものから、友好的な支援者・買収者(「ホワイトナイト」)に対する第三者割当増資、ホワイトナイトによる対抗的公開買付けや、買収防衛策の発動又は導入といったドラスティックなものまで様々なものがあります。このうち、準備期間・作業期間を要するもの、又は(相手方との交渉や許認可等の関係で)スケジュールのコントロールが及びにくいものから優先的に着手することが重要です。

例えば、ホワイトナイトへの第三者割当増資やホワイトナイトによる対抗的公開買付けは、ホワイトナイトが対象会社についてデュー・ディリジェンスを実施することが必要となること、出資や買付条件等についての契約交渉が必要となること、各国競争法上の企業結合規制に係る届出等が必要となることから、準備期間・作業期間が長期化する傾向にあります(加えて、複数のホワイトナイト候補者に打診を行い、入札方式を採用する場合には、これらの候補者に対応するための事務負担も一気に増えます。但し、対象会社側の外部アドバイザーが、法務・会計・財務等の各種事項についてレポートを作成し、それを候補者に交付した上で、ホワイトナイト候補者からのフォローアップ・デュー・ディリジェンスの実施を認めるという方法によれば、対象会社の事務負担を大幅に減少することも可能です。)

(5) 日々の開示の検討

対象会社が上場会社である場合、公表日以降、公開買付けの進展に応じて、敵対的公開買付けに関するプレスリリースを公表するかどうかを日々確認する必要があります。また、同様に、意見表明報告書の提出以降には、当該報告書の記載事項について変更が必要ではないかを日々確認することも必要となります(典型的には、公開買付者が買付条件を変更する等、公開買付者側にて新規の開示があった場合や、意見表明報告書に記載した事項に変更が生じた場合(対抗手段が具体化した場合等)です。)

上記のような開示をタイムリーに行うためには、対象会社において、社内チームと外部アドバイザーの両方から日々の進捗状況を吸い上げ、開示を行うかどうかを検討する体制を構築する必要があります(上記(1)のとおり、ヨコとタテのメッセージの一貫性に留意することが必要です。)。また、迅速な情報確保という点からは、メディア対応の外部コンサルタントを招聘することも重要です。

なお、特に敵対的公開買付けにおける買付価格に高いプレミアムが付されている場合においては、反対の意見表明後に大株主からの質問(一般に公表される形で質問をする場合も含まれます。)がなされる場合もあり

ます。この場合の回答案の作成に際しても、従前の開示内容との一貫性に留意することが重要です。また、当該質問が一般に公表される形でなされた場合には、対象会社による回答も一般に公表する形で開示を行うかという点も検討する必要があります。

3. 公開買付け終了後の対応

公開買付者による公開買付けの結果報告(公開買付報告書又はプレスリリース)を踏まえて、対象会社自身もプレスリリースにてその旨を公表する必要があります。これに加えて、公開買付けが成立した場合には、主要株主の異動等の理由に基づいて、臨時報告書やプレスリリースの提出が求められることとなります。

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 盛里 吉博(yoshihiro.morisato@amt-law.com)
弁護士 菅 隆浩(takahiro.suga@amt-law.com)
弁護士 三国谷 亮太(ryota.mikuniya@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。