

2023年9月29日

企業買収における行動指針の概要③ —買収に関する透明性の向上—

弁護士 佐橋 雄介

Contents

- I. はじめに
- II. 「第4章 買収に関する透明性の向上」のポイント

I. はじめに

経済産業省は、2023年8月31日、「企業買収における行動指針 —企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」¹(以下「本指針」といいます。)を公表しました。本指針は、2022年11月に立ち上げられた、「公正な買収の在り方に関する研究会」(以下「本研究会」といいます。)²における審議、パブリックコンサルテーション、パブリックコメント手続を経て、パブリックコメント結果³とともに、公表されたものです。

本ニュースレターでは、このうち、第4章(別紙2を含みます。)のポイント及びこれらに関するパブコメ回答のうち重要と思われるものを紹介することといたします。

¹ https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/20230831_2.pdf

² https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/index.html

³ 「企業買収における行動指針(案)」のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省の考え方(以下、パブリックコメントとして寄せられた意見を「パブコメ」、これに対する経済産業省の回答を「パブコメ回答」といいます。)(https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/20230831_4.pdf)

II. 「第 4 章 買収に関する透明性の向上」のポイント

- 4.1 買収者による情報開示・検討時間の提供
 - 4.1.1 買収者による株式の取得と情報開示
 - 4.1.1.1 買収時における情報の開示・提供
 - 4.1.1.2 事前取得の利用と買収意向に関する情報開示
 - 4.1.1.3 TOB の予告に関する情報開示等
 - 4.1.1.4 実質株主に関する情報提供・情報開示
 - 4.1.2 買収に関する検討時間の提供
- 4.2 対象会社による情報開示
- 4.3 株主の意思決定を歪める行為の防止

別紙 2: 強圧性に関する検討

本章では、買収者及び対象会社の双方の観点から、第 2 章で示された第 2 原則(株主意思の原則)及び第 3 原則(透明性の原則)を実現するための買収に関する透明性の向上の在り方が整理されています。特に、買収者及び対象会社のそれぞれによる情報開示の在り方について、様々な局面を想定し、金融商品取引法や金融商品取引所の開示制度の要請を超える具体的な指針がベストプラクティスとして示されている点が非常に注目されます。また、買収者に関する行動指針については、これまでの経済産業省の M&A に関連する指針や報告書(本指針 1 頁ご参照)においては正面から取り上げられていなかったものであり、この観点からも重要です。

なお、公開買付規制(市場内買付けへの強制公開買付規制、全部買付義務の閾値の引下げ、公開買付けにおける強圧性への制度的な対応を含みます。)や大量保有報告規制の在り方、実質株主把握のための制度の在り方などについては、現在、金融庁の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において議論がされているところであり、今後、当該議論の結果も踏まえて関連制度が見直された場合には、必要に応じ、改めて本指針を見直すことも考えられるとされています(パブコメ回答 No.174、175、181~188、197、200、201、205、262~265)。

- 4.1 「買収者による情報開示・検討時間の提供」
- 4.1.1 「買収者による株式の取得と情報開示」(本指針 23 頁)について

4.1 では、買収者による情報開示に関して述べられています。

まず、買収者が株式の取得を進める場合には、以下の各段階により、投資の性質や市場への影響、求められる透明性が異なるとした上で、各段階において、株主に十分な情報や時間を提供することで、株主の適切な判断(インフォームド・ジャッジメント)が行われることが期待されると述べられています。

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">① 5%以下で株式を取得する段階(当初段階)② 5%超の株式を取得し、大量保有報告書を提出した後の段階(5%超の段階)③ 市場内での株式取得や公開買付けの実施等により経営支配権を取得する段階(買収時の段階) |
|---|

また、下表のとおり、買収者による具体的な情報の開示・提供の在り方について述べられています。いずれも、現在の金融商品取引法の規制では不十分である点などを踏まえて、金融商品取引法の開示要請を超える内容を示したものであり、買収者側にとってはもちろん、対象会社側にとっても買収者側に本指針に即した行動を求めることになるなど、今後の実務に影響を与えることが予想されます。

<p>4.1.1.1 買収時における情報の開示・提供</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 大量保有報告書や公開買付届出書を提出しようとする者は、これらの制度に基づき買収の目的について充実した開示を行うことが望ましい。 ➤ 市場内買付けの場合であっても、短期間のうちに市場内買付けを通じて経営支配権を取得するような場面においては、買付の目的、買付数、買収者の概要、買収後の経営の基本的な方針等の重要な項目については、少なくとも公開買付届出書における記載内容と同程度の適切な情報提供を、資本市場や対象会社に対して適時、任意の方法で行うことが望ましい^{4, 5}。 ➤ 買収後にステークホルダー（従業員、主要取引先等）との関係に重要な変化を想定している場合、どのような戦略を描いているかに関する情報を開示・提供することも株主・投資家にとって有益と考えられる⁶。
<p>4.1.1.2 事前取得の利用と買収意向に関する情報開示</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 買収をしようとする者が、公開買付けに先立って市場で株式の取得⁷を進めるに当たり、その後に公開買付けを実施する意向が確定的である場合⁸には、その旨の情報提供を資本市場や対象会社に対して行うことが望ましい。
<p>4.1.1.3</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 公開買付けの実施を予告する場合⁹には、買収のために要する資力等、公

⁴ 買収者に対する対象会社からの情報提供依頼については、過度に詳細な質問を買収者に対して行うことが、実質的に経営支配権を取得する買収を阻止するための措置として行われてはならず、社外取締役はこの観点からも適切な監督を行うべきことには留意が必要であるとされています（本指針 24 頁・脚注 37）。

⁵ 関連する論点として、取締役の選解任を提案する株主が、経営支配権を取得する意図を明かさずに他の株主と協調して相当量の株式を取得した上で、株主総会招集請求を行って多数の取締役を自らの影響力の及ぶ者に入れ替える株主提案を成立させることにより、経営支配権を取得する場合における透明性の論点がある旨が指摘されています（本指針 24 頁・脚注 38）。このような場合、提供される情報が不十分となる問題が生じやすいため、株主総会招集請求を行う場合に、招集請求者は、招集請求の目的や招集請求者（及び共同して株式の取得・処分や株主としての権利行使に関する合意をしている者）の概要、提案が成立した後の経営の基本的な方針等について、少なくとも公開買付届出書における記載内容と同程度の適切な情報提供を株主に対して行うことが望ましいとされています。

⁶ ステークホルダーとの関係性に関する情報について、「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス 2.0」（経済産業省、2022 年 8 月 30 日改訂）が参照されています（本指針 24 頁・脚注 39）。

⁷ 事前取得（toehold）には買収を進める上での意義があり、それ自体を否定的に捉えるべきではないとしつつ、買収意向が明確であるにも関わらずそれを明らかにせずに株式を買い進める場合、株主が（支配権プレミアムが反映されていない）安価で株式を売却することがあり得る旨が指摘されています。

⁸ 事前取得の段階で公開買付けを実施する意向が確定的であることは通常はなく、却って経営陣による保身を目的として悪用される可能性があるといったパコメが複数寄せられているところ（No.181、182、183、187、188）、個別の事案を離れて一義的な取得比率や期間を定めることは困難であることから、「公開買付けを実施する意向が確定的である場合」との記載にとどめているものの、本節の記載をもって、株式取得段階で買収意向が明らかでないにもかかわらず、事後的にその時点での情報提供がなかったことを指摘する根拠とすることは適切ではないものと考えられる旨が説明されています（パコメ回答 No.181～188）。

⁹ 例えば、公開買付けを実際に行う合理的な根拠がないにもかかわらず、公開買付けを実施する可能性がある旨を公表するよ

TOB の予告に関する情報開示等	<p>公開買付けを実際に行う合理的な根拠を有した上で、公開買付けを実施する条件や開始予定時期など、市場の判断に資する具体的な情報を開示することが望ましい。</p> <p>➤ 公開買付けの実施を予告した場合において、合理的な期間内に公開買付けを開始することができない場合には、原則として予告を取り下げることが望ましい¹⁰。</p>
4.1.1.4 実質株主に関する情報提供・情報開示	<p>➤ 買収提案をする者が実質株主である場合には、自らが実質株主である旨や名義株主との対応関係に関する情報を、対象会社に提供することが必要である。</p> <p>➤ 対象会社から共同保有者の範囲について質問を受けた場合には誠実に回答することが望ましく、共同保有者に該当することが推測される事情がある場合¹¹には、その点についても情報提供をすることが望ましい。</p> <p>➤ その時点では正式な買収提案がなされていない状況においても、対象会社が特定の者からの買収の可能性を客観的な事実に基づき認識し、その者に対して対話のための事実確認をしようとした場合には、当該者は、自らが実質株主であるか否かや共同保有者に関する事実確認に応じることが望ましい。</p> <p>➤ 当該者のために名義上の株主となっているカストディアンにおいては、当該者の意向を確認の上、上記の実質株主に関する事実確認に協力することが望ましい。</p>

4.1.2 「買収に関する検討時間の提供」(本指針 27 頁)について

株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会を確保するためには、対象会社の株主や取締役会に対して十分な時間が提供されることも重要であると示した上で、買収に関する検討や準備の時間が不足する可能性のある場合及び望ましい対応の例として、下表のものを挙げています。

対象会社との交渉を経ずに公開買付けが開始される場合	<p>➤ 対象会社は公開買付期間を 30 営業日まで延長させることができるものの、この日数では不足すると客観的に考えられる場合には、買収者は、当初より公開買付期間を長く設定する、もしくは、対象会社やその株主のニーズも踏まえ合理的な範囲で期間を延長することが望ましい。</p>
急速な市場内買付けにより対象会社の株式を取得する場合	<p>➤ 一般論としては、買収者は株主等の判断のための十分な時間を確保できるスキームやスケジュールを選択することが望ましい。</p>

うな場合、風説の流布や相場操縦行為等に該当する場合もあり得るとされている旨が指摘されています(金融庁企画市場局「株券等の公開買付けに関するQ&A」問 48 の回答ご参照)。

¹⁰ 許認可取得(競争法のクリアランス等)との関係で買収予定の公表が必要となる場合などでは、公開買付けの開始までに相応の期間(延長も含む)を要したとしても、「合理的な期間内」と考えるべきと指摘されています(本指針 26 頁・脚注 42)。

¹¹ 例として、「経営支配権の取得に向けて外形的に協調して行動する者が存在し、共同して取得する合意や株主としての法令上の権利行使に関する合意の存在を疑うに足りる相当な理由がある場合など」が挙げられており、外形的に協調して行動する者が存在する一定の場合についても示されている点に注目されます(本指針 26 頁・脚注 45)。

また、適切な交渉時間・機会を確保する方法の例として、本指針別紙 1 で示された、秘密保持契約においてスタンズティル条項等を定める方法が示されています。

4.2 「対象会社による情報開示」(本指針 28 頁)について

4.2 では、対象会社による情報開示に関して述べられています。

対象会社からの情報開示を充実させ、取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供することで、株主によるインフォームド・ジャッジメントが可能となることを述べた上で、対象会社が買収提案をどのように取り扱い、買収実施に至ったのかについて事後的に情報開示を行い、取引条件の形成過程の透明性を向上させることで、一般株主等の目を意識したより慎重な検討・交渉等が行われることが期待できるとも述べられています。また、対抗提案に関する事実についても、一定の開示が望ましいとされており、今後の実務への影響が注目されます。

<p>a) 買収が実施される段階での開示</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 適時開示規制による開示制度を遵守するにとどまらず、自主的に、取締役会や特別委員会における検討経緯や、買収者との取引条件の交渉過程への関与状況に関し、充実した情報開示を行うことが望ましい。取締役会や特別委員会の構成員は、意見の一致に向けて議論を尽くすことが望ましいが、その上でなお意見が一致しない場合もあることから、その後の株主総会における選解任の判断に資するように、個々の社外取締役がどのように監督機能を発揮したのかについて、情報開示を行うことも検討に値する。 ➤ 対抗提案がなされ、現に複数の提案において異なる取引条件が提示され、公知となった場合には、賛同した買収提案が公表された後、当該提案に賛同する理由の説明の中で、他にも対抗提案があったが当該提案がより望ましいと判断した旨とその理由を開示すべきである¹²。
<p>b) 買収提案の検討中で報道がされた場合の開示</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 買収を検討中の段階で、報道や噂の流布がされた場合には、情報の真偽等の事実関係について開示をすることが必要になり得るため、この点に留意して検討する必要がある。本指針別紙 1 の 1.のとおり、こうした場合に開示が必要となり得る点に留意し、秘密保持契約に例外条項を設けるなどの工夫をすることも考えられる。 ➤ なお、報道などがなされていないにも関わらず検討中の段階で開示することは、さまざまな憶測を生じさせるとともに、それによる市場の反応により買収が頓挫する可能性があるなど、マイナスの面が大きい。徹底した情報管理を行うか、情報開示を行うかについては、この点を考慮し、慎重に判断すべきである。

¹² なお、対抗提案が公知となっていない場合においても、買収提案に賛同する理由の説明の中で、対抗提案をした者の名称や提案の詳細は非開示とした上で、対抗提案があった旨やその検討の有無について一定の開示を行うことが望ましいとも述べられています(本指針 28 頁・脚注 49)。

4.3 「株主の意思決定を歪める行為の防止」(本指針 29 頁)について

4.3 では、株主が買収に対する判断を行う際には、必要な情報の提供を受けた上で、合理的な意思決定が阻害されない状況が確保されることが重要であると述べた上で、この観点から、買収者及び対象会社による望ましくない行為(法令違反行為として行ってはならない行為を含みます。)を例示しています。

<買収者による望ましくない行為>

- 強圧的二段階買収等の強度の強圧性を有する買収手法を行うこと(後述の本指針別紙 2 もご参照)
- 不正確な情報開示や株主を誤導するような情報開示・情報提供を行うこと
- 買収の意図があるにもかかわらず、それを隠して買付けを進めること
- 買収のために要する資力など、公開買付けを実際に行う合理的な根拠なく、公開買付けの実施を予告すること
- 買収者の取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけを行うこと
- 議決権行使や委任状の勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うこと

<対象会社による望ましくない行為>

- 不正確な情報開示や株主を誤導するような情報開示・情報提供を行うこと
- 対象会社の取引先株主等への優越的な地位に乗じた働きかけを行うこと
- 議決権行使や委任状の勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うこと

「別紙 2: 強圧性に関する検討」(本指針 40 頁)について

別紙 2 では、公開買付けにおける強圧性、市場内買付けにおける強圧性に大別して、本指針内で参照される強圧性¹³に関する一定の理論的な整理が行われています。

< 公開買付けにおける強圧性 >

a) 強圧的二段階買収	➤ 最初の買付条件を有利に、二段階目の買付条件を不利に設定する、あるいは明確にしないで行う買収(強圧的二段階買収)については、強度の強圧性が指摘されている。
b) 少数株主として残存する可能性のある公開買付け	➤ 上限が設定されている場合(部分買付け)や、上限を設定しない場合(全部買付け)であっても、下限の設定がない、もしくは、下限が非常に低く設定されている場合には、公開買付けが成立しても、少数株主を残存させる可能性が高いため、強圧性の問題が生じうると考えられる。 ➤ ただし、少数株主として残存する可能性があることのみで強圧性の問題の程度を評価することはできず、実際にどの程度の強圧性が生じうるかを考えるためには、個別の事案に即した検討が必要となる。
c) 強圧性の排除の工夫をした公開買付け	➤ 上限を設定せず(全部買付け)、買付後の株券等所有割合を株式併合などができる水準(議決権数の 3 分の 2 以上)となるように下限を設定し、公開買付け成立後に公開買付価格と同額でキャッシュ・アウトを行うことを予告する二段階買収では、強圧性の問題は排除されていると考えられる。

< 市場内買付けにおける強圧性 >

市場内買付けの強圧性については、公開買付けと異なり、定型的・類型的に判断することは容易ではないと述べた上で、以下のような指摘があることを紹介するとともに、実際にどの程度の強圧性が生じうるかを考えるためには、個別の事案に即した検討が必要となると説明されています。

- 企業価値を下げる可能性がある買収の場合には、そうであるがゆえに、買収を成立させやすくなる側面がある。
- 按分比例方式により買付けが行われる部分買付けと異なり、先に市場で売り注文を出した株主から「早い者勝ち」で株式の買付けが行われるとともに、売り手と買い手の間の情報の非対称性が大きいいため、公開買付けよりも強圧性が生じやすい。
- これまでの裁判例の中には、一定の場合の市場内買付けについて、株主に対する売却への動機付けない売却へ向けた圧力(強圧性)が認められるとするものも存在する(東京機械製作所事件(最決令和 3 年 11 月 18 日)参照)。
- 市場内買付けにおける売り急ぎの問題については、市場内買付けがまだ続くからできるだけ遅く(市場価格が十分上昇するのを待って)売ろうとする者もいると考えられるため「遅い者勝ち」となる可能性もある。

以上

¹³ 強圧性とは、対象会社の株主が買収に応じない間に買収が実現すると、買収に応じた場合と比較して不利益を被ると予想される場合には、たとえ多くの株主が買付価格は客観的な株式の価値より低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じようとする圧力を受けるという問題と定義されています。

-
-
- 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 佐橋 雄介 (yusuke.sahashi@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。

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

www.amt-law.com