

米国における新しい M&A 開示規則

米国証券取引委員会（SEC）は、2000 年 1 月 24 日から M&A や公開買付に関わる開示規制を緩和・統合する規則の施行を決定した。新しい規則は、M&A に関する情報が株主や市場に迅速かつ正確に提供されることを促進するほか、M&A の開示規則を全体的に整理・統合するものである。

インターネットをはじめとする電子媒体を通じて情報が瞬時に伝達される今日、新たな M&A 開示規則の導入は、M&A 取引という限られた範囲のコミュニケーションの迅速化を、証券発行全般に及ぼす突破口となるとみられる。

本稿では、新たな M&A 開示規則を紹介するとともに、ますます情報伝達のスピードが速くなる現状において望ましいディスクロージャーのあり方を考えてみたい。

1. 連邦証券諸法上の M&A 関連規制

公開企業において合併・買収(M&A)、公開買付、非公開化などの企業結合が行われる場合、このような情報（以下、M&A 情報という）が正確かつ迅速に株主、投資家、市場に伝達されることが求められている。投資家は、M&A 情報を受け、当該企業の証券の売却、継続保有、買い増しなどの投資判断を行うことになるが、M&A 情報はとりわけ株価へのインパクトが大きく、株価のボラティリティが高いため、機会利益・機会損失の格差が大きい。

米国では、証券取引委員会（SEC）が M&A に関し、継続開示を行う公開企業の支配権の積極的な移転に着目した委任状勧誘規制（レギュレーション 14A）、公開買付（テNDER・オファーまたは TOB）規制および公開買付の対価となる証券の発行開示規制（1933 年証券法）といったルールを定めており、一般投資家が重要な情報を提供され、投資判断において不測の損害を被らないよう配慮がなされている。

1) 委任状勧誘規制

取締役会が合併や営業の全部譲渡・譲受けを行うことを決定した場合には、株主の同意が必要である。経営陣は、その同意を得るために、株主総会を開き、そこで合併等の議案に賛成する議決権行使を株主に勧誘し、賛成の議決権行使の委任状（代理行使の権限）を株主から取り付ける必要が生ずる。

SEC は、委任状勧誘規則（1934 年証券取引所法 14 条(a)項、レギュレーション 14A）において、①委任状勧誘制度の機能、②委任状が勧誘される際に株主が得ておくべき情報、③委任状勧誘に関係なく、毎年各株主に知らされるべき情報を定めている。

委任状は書面であっても口頭であってもよい（34 年法規則 14a-1(e)）が、委任状の勧誘は、委任状説明書（スケジュール 14A）を SEC に提出する前に行うことは禁止されている（14a-3(a)）。また、委任状説明書が提出された後、10 日間を得て勧誘が解禁される。

2）公開買付（TOB）規制

公開買付規制はウィリアムズ法と呼ばれ 1968 年に導入された。公開買付の定義は規定されていないが、公開企業の支配権を取得するために、対象企業の株式等を市場外で短期間に大量に（発行済株式総数の 5%超）買い付けられる場合には、当該株式等の売付けを勧誘される株主が、売却するかどうかの判断をする上で十分な情報を提供されるよう、公開買付届出書の提出と所定の方法による買付が義務づけられている（14 条(d)、(e)項）。また、支配権を取得する目的ではなく、純投資によって大量の株式を取得することとなった株主の情報についても、その後の売買による株価への影響が大きいため開示することを義務づけている（13 条(d)）。発行企業が自己株式を市場外に短期間に大量に取得する場合も公開買付規制の対象となる（13 条(e)項—TOB によるバイバック）。なお、委任状勧誘規制や証券発行の際の登録とは異なり、公開買付届出書には SEC の事前審査は行われず、公開買付届出書提出とともに、株主に売付けの勧誘を行うことができる。

我が国では、米国法にならい、90 年に公開買付規制を緩和する改正が行われている（証取法 27 条の 2～27 条の 22、表 1）。さらに 95 年には株主総会決議による自己株式の利益消却の手続きが規定されたことから、公開会社による自己株式消却のための公開買付規制が導入されている（証取法 27 条の 22 の 2）。

表 1 日米の公開買付制度の概要

	米国	日本
対象範囲	公開買付の結果、対象証券の発行済株式総数の 5%超（株式の場合）の実質的所有者となる相対買付。 適用除外となる場合は、過去 12 カ月間で 2%以下の取得の場合や発行者による取得など。	公開買付の結果、対象証券の発行済株式総数の 5%超（株式の場合）の実質的所有者となる相対買付。 適用除外は、60 日間に 10 人以下の者から証券を買い付ける場合など（但し、既に 1/3 超保有している者が新たに相対で買い付ける場合は公開買付制度によらなければならない）。
対象会社	SEC に証券が登録された発行企業 クローズドエンド型投資会社	上場企業、店頭登録企業、その他証券取引法上の発行届け出をした企業
公開買付代理人	特になし。	申込み株券等の保管・返還、買付代金の支払い等は証券会社または銀行等に委任することを義務づけ。
届出義務者	①実質的所有者（直接または間接に、契約等により当該証券の議決権または投資決定権を所有する者、本規制を回避するために信託、代理、委任等を用いる者） ②共同行為者（パートナーシップ等 2 人以上のグループで証券の取得、所有、処分を目的とする者）	①公開買付者（市場外での買付けの結果、発行済株式総数の 5%を超える場合） ②特別関係者（共同して株券等を取得、譲渡、株主権を行使すること等を合意している者、特別資本関係（20%保有）にある法人など）
別途買付	買付期間終了まで原則禁止	同左。
届け出制度	公開買付公告日に、 ・ SEC に公開買付届出書を提出。 ・ 対象会社及び対抗公開買付を行っている者に届出書の写しを送付。 ・ 証券取引所、NASD に電話で通知後、届出書の写しを郵送。	公開買付公告日に、 ・ 大蔵省に公開買付届出書を提出。 ・ 対象会社に届出書の写しを送付。 ・ 証券取引所、証券業協会にも届出書の写しを送付。
買付期間	買付開始日から 20 営業日以上	買付公告を行った日から 20 日以上 60 日以内（暦日ベース）。対抗公開買付がある場合には、その対抗買付の期間終了まで延長できる。
買付代金の支払手段	現金及び有価証券。	現金及び有価証券。
応募株主の解除権	買付期間中は随時可。	買付期間中は随時可。
公開買付者の撤回権	規定なし。	原則不可。対象会社の業務・財産に重要な変更が生じた場合など公開買付届出書に条件を付した場合は可。
買付条件の変更	原則自由。	原則自由。ただし、買付価格の引下げ、買付予定株数の引下げ、買付期間の短縮など応募株主に不利になる変更はできない。
対象会社の意見表明	公開買付開始後 10 日以内に、①オファーの承諾・拒絶の勧め、②中立の立場、③態度の決定の保留のいずれかの意見に理由を添えて公表し、SEC に書類を提出し、株主に通知しなければならない。	いつでも表明できる。その場合、意見表明報告書を大蔵大臣に提出し、写しを公開買付者、取引所または証券業協会に送付する。

(注 1) 発行会社以外の者が行う公開買付制度を比較したものである。

(注 2) 別途買付とは、公開買付期間中に、公開買付の条件とは異なる方法で株式買付を行うことをいう。

(出所) 野村総合研究所

3) 証券発行を伴う合併及び公開買付の際の開示規制

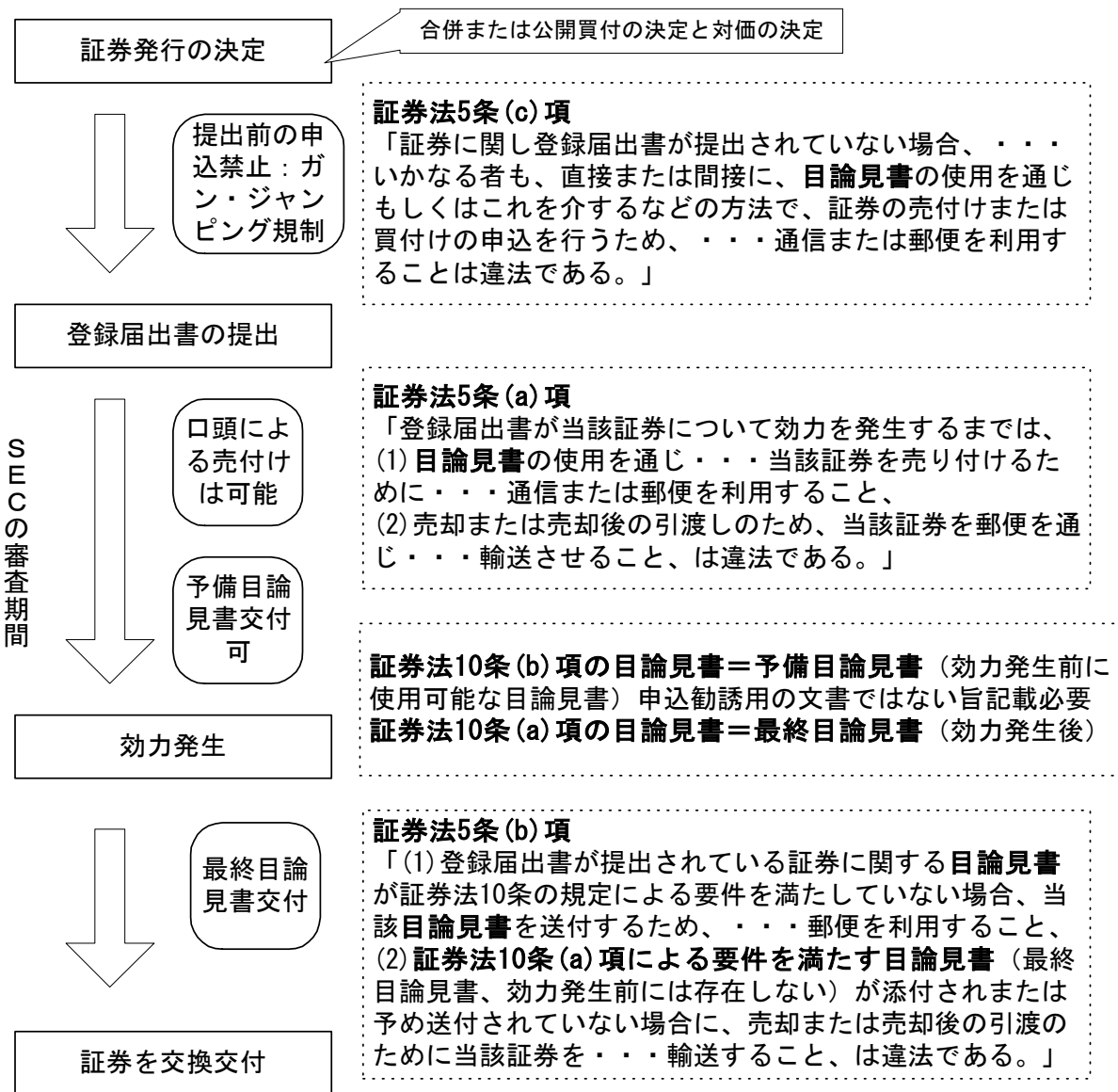
公開会社の株式の発行を伴う合併¹、または公開会社の株式を対象とする公開買付の場合、SEC に対して Form S-4 という登録届出書を提出しなければならない（1933 年証券法 2 条）。

登録届出書の提出から効力発生までの期間を待機期間といい、原則として売付けようとする証券の取得を勧誘することは禁止されている（1933 年証券法 5 条、図 1）。効力発生とは、証券の募集または売付けの勧誘が可能となることであり、勧誘は目論見書によって行われなければならない。待機期間中に証券の募集または売付けの勧誘を行った場合には、「ガン・ジャンピング（＝フライング）」ルールに違反することになる。だが、実際には、法律に基づいて最終の目論見書が交付される時点では投資家は投資判断を固めているのが通常である。

このように、最終の目論見書だけでは、実際の投資判断の熟慮期間を十分与えることはできないため、SEC は、効力発生前の最終の目論見書以外の書面による勧誘について一定の例外を認めている。すなわち、発行会社が交付する通知書（notice）に、当該証券の募集・売付けは目論見書によってのみ行われる旨の記載があり、発行者の名称、証券の名称、金額、交換発行の場合の対象となる証券の名称など 6 種類の情報のみが記載されている場合、当該証券の売付けの申込みを行ったとはみなされない（規則 135 条）。すなわち、①口頭による情報提供、②墓石広告（tombstone advertisement）、③予備目論見書（preliminary prospectus または red herring prospectus）、④要約目論見書（summary prospectus）及び⑤登録届出書の一部として提出される要約目論見書、による勧誘を効力発生前に行うことは認められている（規則 134 条）。

¹ 米国企業の合併では、存続会社が消滅会社の株主に存続会社の株式を割り当てる株式交換合併(stock merger)のほかに、現金を交付する現金合併（cash merger）が認められている。現金合併では、消滅会社の株主は、消滅会社の支配権を譲渡するだけでなく、存続会社の支配権を合併で取得することができない。我が国では、現金のみを交付する合併は認められていない。

図1 合併または公開買付の際の証券登録から交換交付までのプロセス



(出所) 野村総合研究所

2. 新規導入の背景

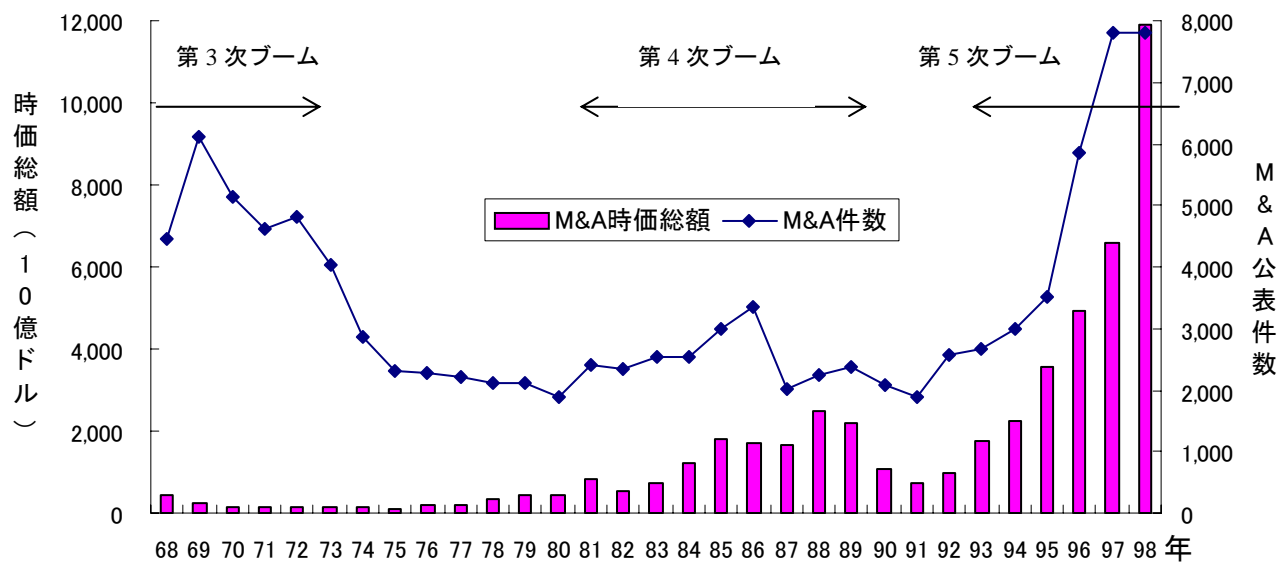
SECがM&A開示規制を行った背景には、過去最大級のM&Aブームとセレクトティブ・ディスクロージャーの問題が挙げられる。

1) 過去最大級の第5次M&Aブーム

米国市場は93年から始まる第5次M&Aブームのまっただ中にある。米国M&A情報誌Mergerstat Reviewによると、過去4回のM&Aブームと比べても、取引成立件数、M&A時価総額とも過去最大規模である(図2)。

第5次M&Aブームでは、90年代前半のリストラに成功した企業が、過去のブームのようにあらゆる業務に進出しようとするのではなく、特定の業務に焦点を当て、その業務のマーケット・シェアの支配的地位を獲得しようとする集約型M&Aが特徴的である。防衛分野、通信分野、金融分野の規制緩和とNYダウの上昇とともに、数百億ドルという超大型のM&Aも相次いでいる²。

図2 過去のM&A取引推移



(出所) Mergerstat Review(1985-1999)

2) セレクトティブ・ディスクロージャー

² Mergerstat Review 1999によると、ExxonによるMobilの買収(772億ドル)、SBCコミュニケーションによるAmeritechの買収(613億ドル)など、歴代20位中13件が1998年に行われたM&Aである。

発行会社が合併や公開買付を行おうとする場合、その情報を一般に広く公開した後、さらに詳細な情報については、アナリスト及び機関投資家向けのミーティングにおいて口頭で知らせることが常態化している。M&A 情報などはそれが公表されれば、株価に大きな影響を与えることから、発行会社としては迅速にこうした情報の説明をする必要が生じる。しかしながら、前述のように、証券法は、発行会社の証券の売付けの勧誘について一定の待機期間を設け、目論見書及びそれに準じる一定の書面以外の情報提供は認めていない（証券法 5 条(a)）。口頭での情報提供はこのような規制の対象外となっているため、発行会社は、機関投資家など一部の投資家を対象に、コンファレンス・コール、インターネット上のロードショー、ビデオ、CD-ROM といった「口頭」手段で迅速な情報提供を行っている。

SEC は、このように一部の投資家に先駆けて重要な情報を提供すること（セレクトティブ・ディスクロージャー）は、M&A 情報の詳細を把握し、熟慮期間を比較的長く持ちうるという点で、一部の投資家を情報開示の上で優遇し、結果的に一般投資家が不利な立場に置かれることになるとして問題視している。

また、発行会社が主催するミーティングに、低い投資評価をつけるアナリストを排除し、高い投資評価をするアナリストのみを招待するといった選別がみられることもある。SEC は、これによって一般投資家が不利益を被っている面もあるとし、一般に広く同時に情報が開示されるよう、こうした開示姿勢の是正を求めている。

3) SEC の新規則導入のねらい

SEC は、このように拡大しつづける M&A マーケットにおいて、市場の透明性を確保し、一般投資家を保護する観点から、証券発行者また買収者から適切な M&A 情報が正確かつ迅速に提供される障害となっている規則について見直す必要があると判断し、98 年 11 月 3 日、M&A におけるコミュニケーション規制の緩和と、M&A に関する規則を統合・改定するための改正提案を公表し³、パブリック・コメントを求めた⁴。

今回決定された新規則は、投資家保護の規制水準を維持しつつ、証券保有者（以下、株主とする）と市場とのコミュニケーションを促進し、セレクトティブ・ディスクロージャーを必要最小限とするよう手当てするとともに、各種の M&A 取引におけるディス

³ Release No. 33-7607。同時に、エアクラフト・キャリア（aircraft carrier、空母）提案と題するディスクロージャーの抜本的改正案も公表されている。同提案は、①新たな登録様式への統合（Form S-1,S-2,S-3,S-4 を Form A,B,C へ）、②証券登録における発行企業と株主とのコミュニケーション規制の緩和、③目論見書の交付要件の緩和、④私募と公募の登録手続きの統合、⑤継続開示の見直しを行おうとするものであったが、関係各界から負担が増加するとして、現在のところペンディング状態になっている。

⁴ Release No. 33-7760、34-42055、IC-24107。

クロージャー要件を統一することを目指している。

3. 新規則の概要

新規則は、①公開買付や合併の際のコミュニケーション規制の緩和、②株式公開買付と現金公開買付との規制の調整、③公開買付や合併といった企業の特許取引に関するディスクロージャーの統合、④公開買付規制の改定という4つの改正からなる。

1) M&A に関するコミュニケーション規制の緩和

新規則では、M&A に関する開示情報について、各届出書が提出される前でも、株主及び市場に対する口頭及び書面によるコミュニケーション（orally and written communication）を認めることとした（表2）。書面によるコミュニケーションについては、最初に行われる日にSECに提出されている限り、適時により多くの情報を広めることが認められた⁵。スピーチ、電話勧誘及びスライドショーなどの口頭によるコミュニケーションの場合には、SECへの提出は義務づけられないが、電話勧誘やスライドショーのための台本はSECへの提出が必要となるようだ。

表2 合併・交換買付の際の委任状勧誘・売付け勧誘に関する新規則の概要

	届出書提出前	届出書提出後～効力発生前	効力発生後
委任状勧誘規制	SECに提出した書面によるコミュニケーションは自由（不可）	予備委任状勧誘説明書	確定委任状勧誘説明書
公開買付規制		公開買付開始公告など	
交換買付・株式合併の際の証券発行		予備目論見書など	最終目論見書

（注1）かっこ内は従来規則
（出所）野村総合研究所

（1）証券法における規制

交換買付または株式合併取引を行おうとする場合、対価となる証券に関する登録届出書（Form S-4）が提出される前であっても、株主に対して口頭または書面でコミュニケーションすることが認められる。ただし、書面によるコミュニケーションの場合は、それが初めて使用される日にSECに提出しなければならない（新規則165、166、425、改正規則135、145）。

コミュニケーション用の書面について、重大でなくまたは意図しない提出ミスや遅れ

⁵ SECへの提出とは、EDGAR（電子的開示情報提出・検索システム）の会社情報のデータベースに当該情報を提出する方法による。

があっても、そのミスを発見した後直ちに当該書面が提出されれば、証券法 5 条(b)(1)または(c)に違反することにはならない。

(2) 委任状勧誘規制

企業結合取引に関する議案の有無に関わらず、議決権行使勧誘のために書面によるコミュニケーションが初めて行われる日に当該書面が SEC に提出されている限り、委任状説明書を提出する前に書面及び口頭でのコミュニケーションを認めることとした（規則 14a-12）。委任状説明書には、委任状用紙は添付されないが、株主の承認が必要な企業結合取引やコーポレート・ガバナンスに関する事項などについて、発行会社から送付される委任状説明書の理解を助ける説明や議決権行使を判断するためのアドバイス、その他の株主に関する情報などが提供されると考えられる。

(3) 公開買付規制

これから行おうとする公開買付に関する公表後 5 日以内に、公開買付を開始するか撤回しなければならないということが明示されるとともに、交換買付については対価となる株式の登録届出書を公開買付の公表後に適切に提出されなければならないという要件を定めた規則 14d-2(b)が撤廃された。同規則に代わって採択された規則 14d-2(a)では、公開買付の「開始」を定義し、公開買付者が公開買付を初めて公表し、株券送付用紙や株券送付用紙の入手方法を記載した書類を送るなどして、株主に売付けの申込方法を伝え、コミュニケーションした日の午前 0:01 に開始することとされた。

5 営業日ルール⁶に代えて、公開買付に関するすべての書面によるコミュニケーションは、公開買付が公表された時から実際に買付を開始される前までに、スケジュール TO に基づき提出されなければならないこととされた。書面によるコミュニケーションには、公開買付の全容を理解できるよう株主に助言する説明が必要となる。

そのほか、市場に虚偽の公開買付情報が広まることへのセーフ・ガードとして、①公開買付者が適切な時期に公開買付を開始し、終わらせる意思がない場合、②公開買付者が公開買付者である会社や対象会社の株価を意図的につり上げようとする場合または、③公開買付者が公開買付を完了するために証券を購入する手段があると合理的に信じられない状態である場合において、公開買付者自身がまだ開始されていない公開買付を公表することを禁止する規則が新たに採択された（新規則 14e-8）。

公開買付を仕掛けられた対象企業に対しても公開買付者と同様、公開買付開始前のコミュニケーション規制を緩和し、公開買付者が公開買付届出書を提出し、買付を始める前にコミュニケーションする場合に義務づけられていたスケジュール 14D-9 の提出を不要とした（改正規則 14d-9）。もちろん、この場合、対象企業が行うコミュニケー

⁶ 5 営業日ルールとは、公開買付公表後 5 日以内に公開買付届出書が提出されなければ、証券保有者にその情報を伝えて、公開買付者が撤回権を行使することができるというものである。

ションは、初めて使用される時点で SEC に提出されなければならない。

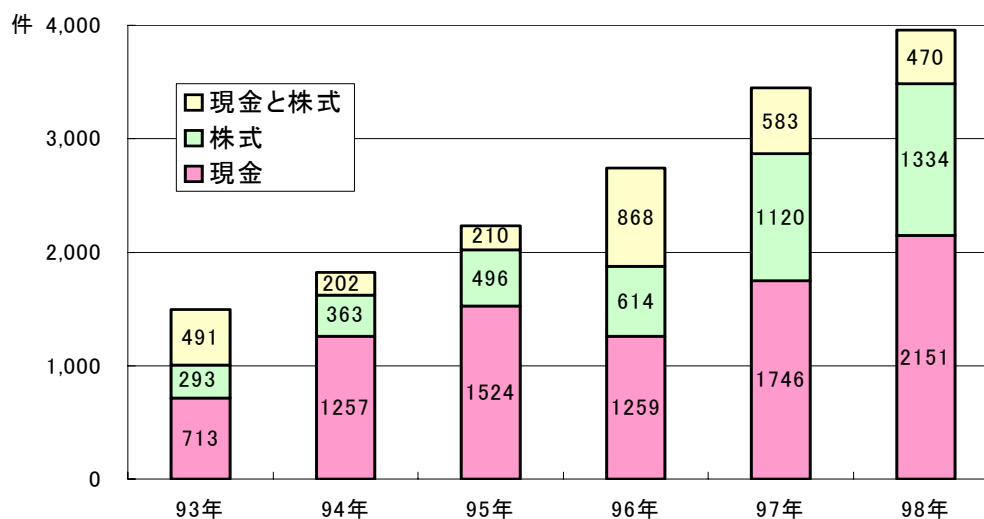
2) 交換買付の開始要件の緩和

(1) 現行法における問題点

現金による公開買付 (cash tender offer) は、公開買付開始公告と SEC への公開買付届出書の提出によって直ちに開始することができる。一方、株式や他の有価証券を対価とする交換買付を行う場合には、公開買付規制に基づくディスクロージャーのほか、対価となる証券について登録届出書 (Form S-4) を提出し、効力が発生してからでないと買付けを開始することはできず、現金買付に比べ不利である (規則 14d-2(a)(4))。なぜなら、対価となる証券の発行に関しては 20 日という待機期間を経て効力が発生することとなる (1933 年証券法 8 条(a)項) が、公開買付はその公表及び進行とともに株価が大きく変動するため、20 日間に対象会社の株価とこれから発行しようとする証券の交換比率が投資家にとって魅力的でなくなる場合もある。そうなれば、公開買付者としては交換比率を再度調整し、より株主に有利な条件を提示しなければ公開買付を成功させることが難しくなる。

最近の M&A における支払い形態をみても、現金を対価とする M&A が全体の 5 割を占めている (図 3)。

図 3 M&A における支払い形態の推移



(出所) Mergers & Acquisitions (1994~1998) より野村総合研究所作成

(2) 新規則

新規則では、このような株式公開買付（交換買付）と現金公開買付の手続き上のアンバランスを是正し、交換買付を行う場合には、対価となる株式の登録届出書の提出をもって公開買付を開始することができるようにした。交換買付の勧誘は、登録届出書の提出時点、またはそれ以降で買付者によって選択された任意の日から開始できる。これは、発行者と第三者のいずれが交換買付を行う場合でも、登録届出書の提出と同時に開始することを認める。ただし、実際の対価となる株式の交付に当たっては、当該株式の発行の効力が生じていなければならない。公開買付期間は最短で 20 営業日、対価となる株式の効力発生までの待機期間は届け出後 20 営業日であるので、両届出書が同時に提出されれば、公開買付期間を最短で届け出ていても、実際の受渡は買付期間終了後行うことができる。

なお、我が国では、公開買付制度導入当初から、有価証券との交換による公開買付の場合、公開買付届出書の提出と同時に、当該有価証券届出書を提出すれば、直ちに届け出の効力を発生させ、公開買付を行うことができる（証券取引法 27 条の 4 第 1 項）⁷。

3) 公開買付および合併の開示要件の統合

(1) レギュレーション M-A

発行者及び第三者による公開買付、非公開化、その他特殊な取引に対する様々なディスクロージャー事項については、レギュレーション S-K（財務諸表とは直接関係のない開示内容を定める規則）において別々に定められている。新規則では、それらディスクロージャー規定をレギュレーション S-K の中にサブパート 1000 という条項を設け、レギュレーション M-A として統合される。

また、発行者による公開買付向けの開示様式（スケジュール 13E-4）及び第三者による公開買付向けの開示様式（スケジュール 14D-1）、非公開会社化（13E-3）を 1 つの開示様式（スケジュール TO とする）に統合し、すべての公開買付に適用できるようにする。

(2) 要約条件シート

一般投資家が膨大な開示情報を容易かつ正しく理解できるよう、現金による公開買付および合併、非公開化という取引のディスクロージャーには、これから行おうとする取引についての重要な情報及び関連情報を明確に示したプレイン・イングリッシュ（「簡潔な英語」）の要約条件シート（summary term sheet）が必要となる（レギュレーション

⁷ 通常、有価証券届出書提出から 15 日を経過しなければ、当該有価証券の募集・売出しの効力は生ぜず、発行者及び売出人は有価証券取得の勧誘をすることができない（証券取引法 8 条 1 項、15 条 1 項）。

M-A 項目 1001)。

ただし、公開買付等について、すでにその要件を具備した要約条件シートが作成されている場合は、改めて作成する必要はない⁸。

(3) 財務報告書要件の統合

新規則では、合併か公開買付か、現金を対価とするか株式を対価とするかに関係なく、委任状説明書または公開買付届出書に要する財務報告書の要件を緩和し、共通化している。

現金公開買付の手続きに合わせて、現金交付合併における被買収企業に関する財務報告を委任状説明書に記載する要件を廃止した（スケジュール 14A 項目 14）。また、買収企業の財務報告は現金交付合併には要求されないことを明確にするとともに、株主が議決権行使をする上で当該取引の評価に重要な情報となるため買収企業の財務報告が要求される場合にも、開示対象期間を3年から2年に緩和した。

さらに、現金公開買付の場合に公開買付者の財務報告が要求されないことを明確にするとともに、第三者による公開買付について財務報告が要求される場合でも、開示対象期間を3年から2年に緩和することとした。

そのほか、株式交付合併及び株式公開買付において非公開の対象企業の財務報告書を不要としている。

4) 公開買付規制の改定

公開買付規制は86年の改正以来13年を経て、現状に合うように改定する必要が生じた。SECは、以下のように、全株買付における二段階公開買付の規制緩和、別途買付禁止規定の明確化、公開買付届出書に記載する財務報告負担の軽減などを行った。

(1) 二段階公開買付と別途買付禁止の緩和

新たに設けられる規則 14d-11 では、発行会社以外の者が、すべての発行済株式に対する公開買付を終了した時点で、残存株主があれば、引き続き任意に3~20日間の買付期間の延長ができる。

また、公開買付の場合の別途買付を禁止するルール 10b-13 は、新たにルール 14e-5 とされ、公開買付規制のなかに包含されることになった。従来、別途買付に関する規定が公開買付規制に置かれず、相場操縦禁止規定の中に置かれていたのは、公開買付期間

⁸ 目論見書は証券の売付けを勧誘する際の正式な書面であるが、発行会社は訴訟に備えて法的に問題がないよう複雑な表現が多くなっていた。SECは、本来の最終的な投資判断情報となる目論見書の記載内容が、一般投資家にとってわかりやすい表現及び体裁とするよう、プレイン・イングリッシュ・ルール（証券法規則 421(d)）を制定した。

中に公開買付者が市場で対象証券を買い付けることによって価格を上昇させれば、市場自体がこの公開買付を評価しているという状態を意図的に作り出すこととなるため、相場操縦的なこうした行為自体に着目されたためである。

継続して公開買付が行われる場合、続く公開買付期間中に公開買付によらない取得が、最初の買付期間に提示された支払対価の形態及び対価の額であれば、後の公開買付けには規則 14e-5 は適用されない。

(2) スケジュール TO の開示内容

スケジュール TO における開示方針は次のように規定された。

まず、現金公開買付の場合や公開買付に財務的な条件が付されていない場合、公開買付者が公開企業であり EDGAR で電子的に報告書が提出されている場合または全株を買い付けようとする場合には、公開買付者の財務報告書は重要ではないとしてスケジュール TO に載せる必要はないこととされた。

また、公開買付や非公開化の際に買付者の財務報告書の開示内容を改定している。すなわち、現金による公開買付終了後、残存株主からさらに株式を買い付けようとする公開買付者は、二段階公開買付の最初の公開買付において公開買付に応じるかどうかの株主の判断を促すため、買付者と対象企業の財務情報を形式的に合体させた財務情報を提供することを義務づける。ただし、当該証券の取得が発行済株式総数の 20% を超える相対取引に限定される。

そのほか、いったん第三者による公開買付が始まった場合、発行者が自己株式の買い戻しをしようとする場合はその旨を報告しなければならないことが規定される（ルール 13e-1）などの見直しが行われている。

5) 施行時期

新しい M&A 開示規則は 2000 年 1 月 24 日から適用される。例えば、登録届出書、委任状説明書、公開買付届出書が施行日以前に SEC に提出されている場合でも、新しい規則に基づくコミュニケーションを行うことができる。交換買付を行う場合には、施行日前に届出書が提出されている場合、施行日以後であれば、効力発生日を待たずに任意の日に交換買付の勧誘を行うことができる。

4. 日米におけるディスクロージャーに対する取り組みの違い

1) 米国 SEC の取り組み

今回の M&A の開示規制の改正は、98 年秋に、証券発行手続きを抜本的に変えようとする規則提案とセットで公表された⁹。新しい M&A の開示規制の導入は、合併や公開買付に関する各種規定の整理・統合以上に、合併や公開買付に伴う証券発行に際して、発行会社・株主そして市場の間の自由なコミュニケーションを促進するために、目論見書の物理的交付による証券の売付け申込の勧誘という発行手続きの大原則を維持しつつ、今日のインターネット情報社会にあったコミュニケーション手続きを認めたという点が最大のポイントといえる¹⁰。肝心の証券発行手続きの抜本的な見直しについては、関係者の反対意見が強く採択のめどは立っていないが、SEC は、今回の M&A 開示規制の採択が突破口となって、証券発行手続きの抜本的改正を 2000 年に再度提案し、実施する姿勢を強めている。

SEC の目指す開示規制は、インターネットその他の電子メディアを正しく活用して、発行者に対しては規制遵守のためのコストをできる限り抑制し、コミュニケーションのインセンティブを減殺しないよう配慮しつつ、市場及び投資家に対しては提供される情報の質や速度を高めることによって、効率的な市場運営を可能とするものである。このため、SEC は、開示規制の多面的な見直しを通じて、より市場の効率性・信頼性を高めようとしている。ここ数ヶ月の間に、M&A 開示規制のほかに、外国発行企業に対して IOSCO 開示基準を導入した開示要件の見直し¹¹、外国企業による米国株主に対する勧誘規制の緩和¹²なども続々と決定している。

⁹ 「米国ディスクロージャー制度の大改正提案」『旬刊商事法務 1528 号（1999.6.15 号）』48-49 頁参照。

¹⁰ 99 年 2 月のコンファランス(SEC Speaks 1999)において、SEC の I.ハント委員は、待機期間中の発行会社と投資家とのコミュニケーションの促進はその後の投資判断のための教育の機会を提供するものであるが、そこで使用される書面は後に配布される目論見書に付加的な情報であり、依然として目論見書に記載される情報が投資家の投資判断上最もプライオリティの高い情報と位置付けていると述べている。その理由として、目論見書はプレイン・イングリッシュ化が進められ、一般投資家の最終的な投資判断に最も有用な情報を提供する手段であるということも挙げていた。さらに、自由なコミュニケーションに使用される書面を SEC へ提出させることによって、虚偽記載や誤解を生じさせる記載といった不法行為から一般投資家を保護する体制は揺るぎないとも警告している。

¹¹ 外国発行企業が米国内で証券発行を行おうとする場合、Form 20-F に基づく登録届出書が必要となる。

¹² Release Nos. 33-7759、34-42054、39-2378、International Series Release No. 1208.米国の開示規制が厳格なことから、外国企業が米国の投資家に対する公開買付などを回避する傾向が強い。このため、ら米国投資家が公開買付等に参加し、利益を得る機会を逸していることへの危惧から採択された。

2) 我が国における開示規制の動向

我が国公開企業の M&A に関する法定ディスクロージャーは、米国法にならった証券取引法のもと、公開買付届出書や有価証券報告書の臨時報告書など、大蔵大臣に届け出、証券取引所、日本証券業協会に写しを送付することになっている。また、証券の募集・売出しに関しては、有価証券届出書の提出、効力発生要件、目論見書の交付要件なども米国と同じスキームである。そのほか、証券取引所及び日本証券業協会の諸規則として、公開企業に対し、重要事実等が生じた場合直ちにその開示を要請する適時開示制度があるが、88 年に制定されたインサイダー取引規制を契機として導入されたため、適時に開示すべき事項がインサイダー取引規制の対象となる重要事実とオーバーラップしている¹³。

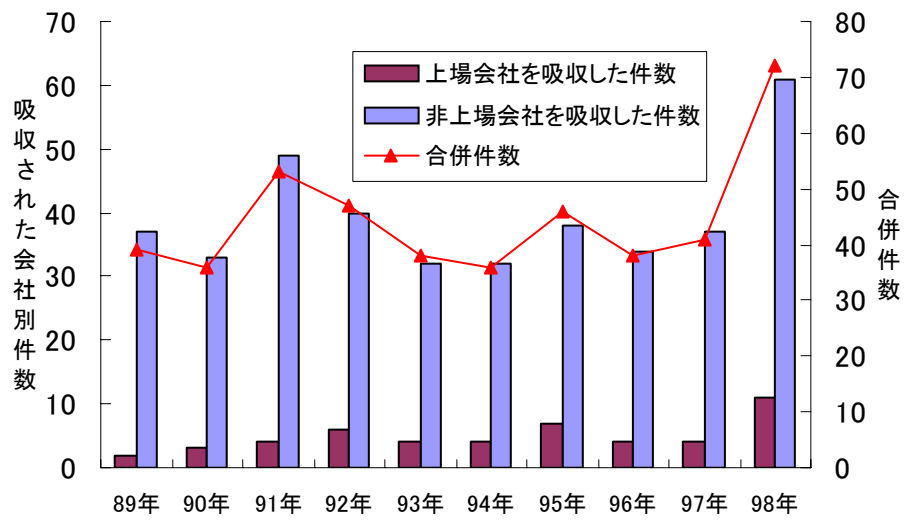
我が国公開企業の法定ディスクロージャー、有価証券届出書や有価証券報告書などは紙媒体が中心である。提出会社は、印刷された有価証券報告書等を所轄の財務局、証券取引所または日本証券業協会へ持参している。また、投資家や株主が、投資先企業の開示書類から情報を得るには、印刷物を政府刊行物センターで購入したり、大蔵省、証券取引所または日本証券業協会等に出向いて閲覧する必要がある。

大蔵省は、印刷費など企業の事務負担を軽減し、効率的なコミュニケーションを行えるようにするとともに、投資家が迅速かつ容易に当該情報にアクセスできるようにするため、米国の EDGAR のように、法定開示書類をインターネットで、提出、受理、審査、縦覧を行えるよう、電子システム EDINET (エディネット) を導入することを明らかにしている。そのため、証券取引法の改正案が 2000 年の通常国会に提出され、2001 年度からの導入が予定されている。EDINET が稼働されれば、投資家は大蔵省や証券取引所のホームページにアクセスすることによって容易に有価証券報告書などを見ることができるようになる。

さて、我が国上場企業の M&A は、98 年度に大幅に増加しており、99 年度もその傾向は続いている (図 4)。さらに、株式交換制度・会社分割制度など、株式を対価とする企業再編ツールが揃いつつあり、企業再編取引はさらに複雑化する可能性がある。M&A 以外の会社イベントに関しても、とりわけ新規公開企業自身からの企業情報・証券情報について、一般投資家や株主が十分な情報を得て投資判断ができるとともに、虚偽または詐欺的な情報の流布によって不測の損害を被らないようなコミュニケーションのあり方を考える必要があると思われる。今後ますます証券取引におけるインターネットの利用が拡大していく中で、発行会社から、投資家や株主に迅速かつ正確な情報が提供される体制の確保がさらに重要になるだろう。

¹³ 上村達男「会社情報の適時開示とインサイダー取引規制」証券業報 530 号 (97.5) 25 頁以下参照。

図4 上場会社の合併件数



(出所) 旬刊商事法務「増資白書1999年版」(商事法務研究会発行)より野村総合研究所作成

(橋本 基美)