

日本における公開買付の現状と課題

名古屋大学大学院法学研究科助教授 中東 正文

目 次

- 一 序論
- 二 公開買付規制の現状
- 三 公開買付と株主の平等
- 四 公開買付に応じなかった株主
- 五 結語

一 序論

企業買収の方法として、株式の公開買付が利用されることが多くなってきた。公開買付とは、「不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買付け等の申込み又は売付け等（略）の申込みの勧誘を行い、取引所有価証券市場外で株券等の買付け等を行うこと」をいう（証取 27 条の 2 第 6 項）。

対象会社の株式を取得して支配を獲得しようとする場合には、市場で株式を買い集めていくという方法も考えられる。しかしながら、市場買付によれば、買付を進めていくにしたがって株価が予想をこえて高騰してしまう可能性があり、買収費用を予め予測できないという危険を避けられない。株価があまりにも高くなってしまい、買収が失敗に終わってしまうと、株価は一気に下落することが予想されるから、途中まで買い進めた株式について大きな売却損が出る可能性がある。

これに対して、公開買付によれば、買収費用を予め予測することができる。また、たとえ買収が失敗に終わったとしても、あらかじめ一定数の株式の獲得を買付の条件としておけば、取得した株式の売却に困ることもない。また、支配獲得の方法としても、委任状の獲得によれば、他の株主のただ乗りを許すことになるが、公開買付においてはそのような問題はない。

本稿では、わが国の公開買付制度を概観した上で、公開買付に関わる法制度の課題を探り、今後の展望について論じる。その際には、大規模な公開会社の議決権付株式に対する公開買付をも

つばら、検討の対象をすることになる。

二 公開買付規制の現状

1. 公開買付制度の歴史

公開買付は市場外の取引であるから、何の規制もなければ不透明になりやすい。公開買付は支配権の取得を通常は目的としているから、株価に大きな影響を与える。これらのことから、公開買付の規制においては、株主が公開買付に応じるべきかどうかに関する十分な情報を得て、道徳的な判断ができるように確保することが重要である。また、支配株式の取得に際しては、市場価格を上回る価格が提供されるのが通例であるから、株主が公正かつ平等に扱われることを確保することが大切となる¹。

わが国においては、1971年(昭和46年)における証券取引法の改正によって、公開買付制度が導入された。これは、資本の自由化が進むにつれて、外資による公開買付が行われることが予想され、所要の規制を行うべきであると考えられたからである²。本格的な資本の自由化に備えて、乗っ取りについての外資対策を望む声が産業界から聞かれたことが、改正の一つの契機になったとされる。

外資対策に規制の眼目の一つがあったとされているが、規制のあり方をしては、企業買収を防止し、会社の現経営者を擁護するという外資対策または産業政策から規制を設けることはせずに、投資家間の公平な取り扱いを確保するための規制措置を設けるという方針がとられた。内容的には、米国の1968年の証券取引所法にならって、制度が構築された。

このように公開買付制度が用意されたものの、わが国では、1980年代の世界的な企業買収のブームの折にも、公開買付は稀にしか行われなかった。もっとも、当時の公開買付制度は、諸外国の制度に比べて、公開買付者にとって不利で、対象社会には有利な面がなかった訳ではないとされる。そこで、1990年(平成2年)の証券取引法改正では、公開買付制度の見直しがなされた。

2. 現在の公開買付制度の概要

公開買付を行う者は、公開買付開始公告を行わなければならない。買付の目的、価格、買付予定株券の数、買付期間などを日刊新聞紙に掲載して公告することが要求されている(証取27条の3第1項)。この公告の日に、公開買付者は、公開買付届出書を内閣総理大臣に提出しなければならない(証取27条の3第2項)。

公開買付は、政令で定める期限内に行わなければならない（証取27条の2第2項）。買付期間は、20日以上60日以内となっている（施行令8条1項）。ただし、対抗する公開買付が開始されたときは、買付期間を延長することができる（施行令13条5号）。公開買付の価格は、均一の条件でなければならないとされている（証取27条の2第3項）。応募株主を平等に取り扱うことが要請されているからであると説明されるが、後述するように、このような要件を課すことの妥当性には疑問がある。

公開買付者は、公開買付の撤回を行う場合を除き、期間中に応募された株券の全部について受渡その他の決済を行わなければならない。ただし、公開買付開始公告および公開買付届出書において、次の または の条件を付けていたときは、そのような義務は生じない（証取27条の13第4項）。それは、 応募株券の総数が買付予定の株券の数に満たないときは、応募株券の全部の買付をしないこと、および、 応募株券の総数が買付予定の株券の数を超えるときは、その超える部分の全部または一部の買付をしないことである。 の場合には、按分比例方式によって決済を行わなければならない（証取27条の13第5項）。按分比例方式での決済も、株主を平等に取り扱うことに資するが、これを常に要求することには疑問がある。

3. 強制的公開買付

会社以外の者が、取引所有価証券市場外において有価証券報告書提出会社の株券を買い付けるためには、原則として、公開買付によらなければならない（証取27条の2第1項）。このような規定がおかれている趣旨は、一般に証券市場外の取引は不透明であり、一般株主にとって不公正な取引であるとみられがちであることに求められている。

上場株券等の発行者である会社が、取引所有価証券市場外において自己株式をかいつけるためにも、公開買付によらなければならない（証取27条の22の2第1項）。わが国では、伝統的に会社の自己株式取得を原則として禁止してきているが（商210条）1994年（平成6年）の商法改正以来、自己株式を取得できる場合が拡大されてきた。自己株式取得規制の緩和にあわせて、その弊害を防止するための規定が証券取引法においても設ける必要があり、買付方法を原則として公開買付に限るという規制が設けられたのである³。

証券市場外での自己株式取得が公開買付に限られているのは、内部者取引や相場操縦などの弊害が心配されたからだけではなく、これによって、株主の平等を確保しようとする趣旨であると考えられている。これに対して、会社以外の者による買付の場合には、公開買付によらせる趣旨を株主の平等に求めるのは一般的ではない。しかしながら、株主の平等を強調して理解するべきであると考えられる。つまり、支配株式の譲渡に際しては、市場価格を越えた価格が支払われるのが

一般的であるが、このような超過額（支配プレミアム）については、株主の全員に分配を受ける機会が均等に与えられるべきである⁴。支配プレミアムを分配しなければならないとすれば、支配権の効率的な移転が妨げられるという批判もあるが、この場面では公正性を効率性よりも優先させて考えるべきである。

4. 部分的公開買付の許容

現行法は、対象会社の株式の一部についてのみ買付をなすこと（部分的公開買付）を禁止してはいない。むしろ、前述のように、部分的公開買付を明文で許容しており（証取27条の13第4項2号）買付予定の株券の数を超えるときは、按分比例方式で決済を行わなければならないことを定めている（証取27条の13第5項）。

もっともこのような制度のあり方については、部分的公開買付を原則として禁止すべきではないかが問われるべきかもしれない。イギリスのシティ・コードにおいては、そのような立場が採られている⁵。

5. 別途買付の禁止

先に述べたように、公開買付社は、買付価格を応募株主によって区別することができない。この意味での株主の平等は、別途買付を禁止することによって、一段と徹底される（証取27条の5）。もしも公開買付者が、公開買付期間中に公開買付によらないで対象会社の株券を買い付けるならば、とりわけ特定の株主から高い価格で買い付けるときには、株主間に不平等が生じてしまう。これを防止しようとするものである。

規制の方法としては、公開買付よりも高値で別途買付が行われた場合に、買付価格の引き上げがあったものとみなして、公開買付に応じた株主にも、別途買付と同じ高値で買い取らせるという方法も考えられる。しかしながら、わが国では立法技術上も難しいと考えられたので、別途買付を一律に禁止することとされた。

三 公開買付と株主の平等

1. 求められる株主の平等

公開買付においては、株主を平等に取り扱うことが要請される。ここでの平等とは、第一次的には、形式的な平等を意味する。すなわち、すべての株主には、公開買付に応じる機会が等しく与えられなければならない。このことは、証券市場において、すべての株主が売却の機会が等し

く与えられているのと同じ意味合いを有する。売却の機会が与えられているだけであるから、実際に売却できるかどうかについては、より低い価格を受け入れた者が優先することになる。

形式的な平等を追い求めることは、実質的な平等をも要求することにつながる。ここに実質的な平等とは、対象会社の株主が、自分の望んだ通りの結果を得るか、かりに望んだ結果ではないにしても、持株に対する自分の評価が尊重されることを意味する。公開買付に応じないと決めた場合には、その意思が尊重され、無理矢理に持株を応募させられることはない。応募するかどうかの判断を支えるものは、公開買付者の情報開示にほかならず、実質的な平等を担保するものとして情報開示の正確さは不可欠である。不実の開示を行った者は、損害賠償責任を負う（証取27条の16・27条の19・27条の20）。公開買付に応じると決めた場合には、買い付ける株式数が制限されていなければ、応募株主の意思は尊重される。按分比例方式で買い付けられたとしても、応募株主は自分だけが不利に取り扱われたと感じることはない。

2. 株主の実質的平等

株主の実質的な平等に関しては、自己株式取得のための公開買付の場合に、より慎重な考慮が必要であると考えられているようである。実質的な平等を徹底する立場からは、自己株式の取得の対価が実価よりも高ければ、公開買付に応じ（られ）なかった株主が損害を被り、逆に対価が実価よりも低ければ、それを知らないで応募した株主が損を被るという分析がなされ、結果の平等までもが金銭的価値の形で具体化されなければならない⁶。実質的な平等の実現について楽観的な論者は、それを確保するための手続や環境を作る努力をする。他方で、このような努力は実らないであろうと悲観的な見方をする論者は、自己株式取得以外の平等を確保しやすい代替策によって資金の返却をすべてであると主張している⁷。

もっとも、株式の実価とは果たして何を意味するのか。あたかも一つの値に定まることを前提とした表現であるし、実際にも、特定の会社の株式に対する株主の評価は均一であるとの主張がなされている⁸。というのも、もしも既存の株主の中に市場価格よりも高く評価している者があれば、市場価格が自分たちの評価に一致するようになるまで株式を買い増すはずであるからである。しかしながら、このような論理は、投資家が潤沢な資金を有しており、投資の危険の分散を欲せず、しかも取引費用や税金が存在しないといった非現実的な条件下でのみ成立し得るものにすぎない。現実の証券市場では、特定の会社の株主といえども、その株式に対して有する評価は様々である⁹。とするならば、実価と表現する場合にも、一つの値段を意味するものではなく、情報開示が適切になされていれば株主が有したであろう株式の評価を意味するものであると捉えるべきである。

株式の価値について一つの値を求めるのではなく、個々の株主の評価を問題とする場合には、株主の実質的な平等の問題を、上述の分析とは逆の視点からも眺めてみる必要があるように思われる。すなわち、公開買付によって対象会社の株式に対する自分の評価を上回る対価を得てしまう株主の存在をどのように考えるか。現行法は、公開買付価格が均一の条件でなければならないとしているが、個々の株主の評価が多様であることを前提にすれば、少なくない株主に棚ぼた式の利益を与えることにもなりかねない。公開買付者が戦術の一つとして均一の買付価格を提示することを否定する必要はないが、法が買付価格が均一でなければならないとする必要性は認めがたい。株主の平等といっても、個々の株主が自己の評価に見合うだけの対価を得たかこそが重要である。

このような立場からは、入札方式の公開買付も認められるべきである。すなわち、応募株主には個別的に提供価格を提示させ、公開買付者は低い価格を付けた応募株主から順に買付予定株式数を買付けるという方式である。入札方式の公開買付を可能とするためには、買付価格の均一性を定めた規定を削除するとともに、按分比例方式を定めた規定については、同一価格の応募があった場合にのみ適用されるように修正を施す必要がある¹⁰。公開買付者には、買付価格の上限のみを開示させれば十分であると考えられる。

3. 株主の形式的平等

株主の実質的な平等を確保するためには、形式的な平等が確保されていることが前提条件である。その意味で、強制的公開買付の制度は魅力的であり、これは今後とも維持すべきである。

もっとも現状では、強制的公開買付制度も大きな問題を抱えていると言わざるを得ない。というのも、現実の公開買付開始公告においては、米国居住者は公開買付に応募できない旨の条項が入れられるのが一般的になっているからである。このような条項が設けられるのは、わが国に比べて開示規制が厳しい米国証券諸法の適用を回避するためであり、実務の智慧からでたものようである。

このような現象は実際に米国でも問題とされている。米国居住者を排除する公開買付が頻繁に国外で行われるようになり、米国居住の証券所持人が市場プレミアムを受け取る機会を失うなどの弊害が生じているとされるのである。米国証券取引委員会（SEC）は、国外での公開買付について米国証券諸法の適用除外を緩和する規制を2000年1月から施行した¹¹。もっとも、米国居住者を排除する条項は、米国証券取引委員会の努力にもかかわらず、今なお挿入されるのが現状である。

この問題が一段と深刻になるのは、自己株式取得を公開買付の形で行う場合である。株主の平

等が図られるのであろうからこそ、商法や消却特例法は、市場買付に加えて公開買付による自己株式の所得を認めている。にもかかわらず、一部の株主を除外した形で公開買付が行われるのは、適切ではないと考える。「株式の買取を公告して」とは、(商210条ノ2第10項)とは、どの株主もが応募する機会が与えられた形でということの意味し、それこそ公告の実があると言うべきである¹²。

機会の平等を徹底するためには、強制的公開買付制度に加えて、部分的公開買付の禁止を定めることが有益である¹³。英国では部分的公開買付が原則として禁止されていることは既に述べた通りであるが、この理由の一つとして、部分的公開買付が株主に持株を応募する圧力を不当にかけることが指摘されている¹⁴。これは、株式に対する自分の評価を裏切って応募するとの判断を迫られることを意味するから、実質的な平等の問題に直結する。わが国でも、部分的公開買付は原則として禁止されるべきであると考えが、自己株式取得の場面では、これは現実的ではないことに注意すべきである。

四 公開買付に応じなかった株主

1. 残存株主の株式買取請求権

部分的公開買付を原則として禁止するとしても、公開買付に応じなかった株主には、公開買付後に少数株主の地位に甘んじなければならないという不利益が残る。とりわけ、大多数の株式が買い付けられた場合には、発行会社の株券は上場などが廃止され、流動的な流通市場を失うことになる。このような状況を危惧すれば、公開買付が成功しそうな場合には、買付価格に対する自分の評価とはかかわりなく、応募を急かされることになってしまう。有名なケインズの美人コンテストと同様の状況に陥るのである(優勝した美人に投票した人に商品が与えられるという仕組みのコンテストである。このようなコンテストでは、自分が最も美人であると思った候補者に投票するのではなく、他の審査員が投票するであろう候補者に投票することになる)。これもまた、不当な圧力であり、応募するかどうかの選択が歪められることになる。個々の株主の選択が歪められることになると、効率的でない公開買付までもが成功してしまうということにもなりかねない。

このような問題を避けるための鍵は、公開買付の成功に賛成か反対かという意味表明と、自分が応募するかどうかの意思表明を分離することにあると考える¹⁵。そのための1つの方策として

は、公開買付が意図に反して成功してしまった場合には、応募しなかった株主に株式買取請求権を与えることが考えられる。英国でもそのような法制度が採用されており、少数株主の地位に陥った者に対して、そのような境遇から離脱することが認められている¹⁶。わが国においても、少なくとも後述の強制買取の要件が満たされた場合に、つまり公開買付者が対象会社の株式の90%以上を獲得した場合には、少数株主から公開買付者に対する株式買取請求権を認めるべきである¹⁷。この問題を一般化するならば、閉鎖会社における株主の離脱権の問題として考えることができよう¹⁸。

2. 強制買取制度の導入

公開買付に応募しなくても事後的に株式買取請求権が与えられるとすると、抱え込み問題 (hold-out problem) が顕著になってしまう。つまり、公開買付がなされた場合に、対象会社の株主は、支配権の交代によって対象会社の価値が高められると予想すれば、株式を提供しないで会社に残ろうとしてしまう。こうなれば、効率的な支配の移転を伴う公開買付ですら、失敗に終わってしまうことになりかねない。

この問題を比較的穏和な形で解決するためには、強制買取 (Compulsory acquisition) の制度をイギリス法¹⁹やカナダ法²⁰などにならって導入すべきである²¹。対象会社の全株式に対して公開買付を実施した上で、既に保有していた株式を除いた発行済株式の90%以上の買付に成功した場合には、残りの株式を同一の条件で強制的に買い取ることができるようにすべきである。株式の強制的な収容ではないかとの批判もあり得るが (憲法 29 条参照) 株式は金銭的な見返りのみを所有者の効用として捉えることができ、利用自体に効用が存在する土地などは異なることに注意すべきである。90%もの株式が提供されたにもかかわらず、あえて公開買付に応じなかった者は、株式の評価について通常人から見れば常識はずれの期待を持っていたと見ることができ、そのような者が有していた評価は一般的にいって実現可能性が極めて低いと言わざるを得ないであろう。さらには、少数株主による多数株主に対する抑圧や嫌がらせを防ぐためにも、強制買取制度の導入が正当化されよう。

強制買取制度を導入するとしても、入札方式での公開買付を認める場合には、買取価格を幾らにすべきかという問題が残る。この点は、既に述べた株式買取請求権についても同様である。公開買付者が買い付けた最高価格で買い取ってもらえるとすれば、他の株主の応募によって公開買付が成功することを期待しつつも、自らは持株を提供しないという行動を選択することが予想され、抱え込み問題が一段と大きなものになってしまう。そこで、残存株主が公開買付者に持株を買い取るよう請求する場合には、買付価格の加重平均を目安として裁判所が公正な価格を決定す

ることとし、逆に公開買付者から買取を強制する場合には、買付価格の最高価格によることとするのがよからう。

五 結語

本稿では、わが国の公開買付規制の現状を踏まえた上で、やや冒険的な試みではあるが、幾つかの改革すべき点を提示した。すなわち、公開買付においては、公開買付者に入札方式を採用することを認め、按分比例方式は同一価格での入札があったときのみ利用する。部分的公開買付を原則と禁止するとともに、公開買付に応募しないまま公開買付が成功してしまった場合に、残存株主には株式買取請求権を与え、株主の平等を徹底するとともに、対象会社の株主に応募をする圧力が不当にかかるのを防止する。他方で、抱え込み問題を軽減するために、公開買付者が一定の場合に残存株主から強制的に株式を買い付けることができないという強制買取制度を導入すべきである。

いずれの点も試論の域を出ていないが、本稿を契機として、公開買付規制の常識となっていた点が再検討されることを期待したい。

註

¹ 以上につき、近藤光男 = 吉原和志 = 黒沼悦郎『証券取引法入門〔新訂版〕』205 - 206頁（商事法務研究会、1999年）。以下の叙述も同書に負うところが大きい。

² 1946年（昭和39年）にわが国もOECDに加盟して、資本の自由化を行う対外的な責務を負った。1967年（昭和42年）の第1次自由化から1970年（昭和45年）の第3次自由化までは、外国企業による直接投資が起こりそうもない業種が選ばれて、対内直接投資の規制が緩和された。そのうえ、株式の取得は50%までしか自由化されなかった。ところが、1971年（昭和46年）になると、外国企業にとって投資の魅力がある業種についても資本の自由化がなされ、持株比率についても100%の自由化という新しい段階に入ることが予想された。黒沼悦郎「証券市場の再生へ----証券取引法の制定とその後の諸改正----」浜田道代編『日本社会立法の歴史的展開』568頁、589頁（商事法務研究会、1999年）。以下の叙述も、これに負うところが大きい。

³ 発行会社の取締役または使用人に株式を譲渡するためになされる自己株式取得と株式の消却のためになされる自己株式取得については、商法などにおいても、市場取引外の買付は公開買付によらなければならないとされている（商210条ノ2第10項・212条ノ2第4項、消却特例4条）。

⁴ 前田雅弘「支配株式の譲渡と株式売却の機会均等（1）（2・完）」法学論叢115巻4号64頁、6号57頁（1984年）参照。反対の立場を採るものとして、戸川成弘「アメリカにおける支配株式の売却----

売却プレミアムの帰属を中心として----」名古屋大学法政論集 106号 275頁 (1985年)。

⁵ Penal on Takeovers and Mergers, City Code on Takeovers and Mergers, Rule 36 (6th ed., 2000).

⁶ 龍田節「自己株式の取得と株主の平等」法学論叢 134巻 5-6号 24頁、26頁 (1994年) 参照。

⁷ 龍田・前掲注(6) 26頁。会社の余剰資金を返却するためには自己株式取得よりも利益配当などを活用すべきであるとする論客に関しては、同28頁注(13) および引用文献を参照。

⁸ E.g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law 1137-38 (1991)

⁹ Melvin A. Eisenberg, The Structure of Corporation Law, 89 Colum. L. Rev. 1461, 1497-98 (1989) は、すべての株主は持株を市場価格よりも高く評価しているとする。アイゼンバーグ教授は、一般のファイナンス理論とは異なるが、この点を消費者余剰 (consumer surplus) で説明しようとする (直接お教えいただいた)。

¹⁰ 公開買付には関係しないが、新株発行についても同様のことが言えると考えられる。入札方式の新株発行を許容するためには、発行価額などの均等さを求めた商法280条ノ3を削除すべきである。と同時に、同一の入札価格の引受については、按分比例方式を強制して、取締役の割当自由の原則なるものは廃棄すべきである。

¹¹ Securities and Exchange Commission, Final Rule: Cross-Border Tender and Exchange Offers, Business Combinations and Rights Offerings <<http://www.sec.gov/rules/final/33-7759.htm>>. 本文での議論は、「サイバースペースにおける証券取引の法規整」というテーマで家田崇名古屋商科大学講師を行っている共同研究の成果でもある。この研究に対しては、国際コミュニケーション基金からの助成を受けた。

¹² 消却特例法4条は、「公開買付けによる」と述べるだけであるから、本文のような解釈をすることは困難かもしれない。としても、これは立法の不備であるというべきである。

¹³ 神崎克郎ほか「企業買収〔1991年私法学会シンポジウム〕」私法54号 161 - 167頁〔浜田発言〕が参考になる。

¹⁴ Paul L. Davies, Gower's Principles of Modern Company Law 975 - 96 (6th ed. 1997)

¹⁵ Lucian A. Bebchuk, Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, 98 Harv. L. Rev. 1693, 1747-50 (1985)

¹⁶ Companies Act, 1985, ss. 430 A, 430B. カナダにおいても、オンタリオ州会社法は、同様の規定を設けている (Business Corporations Act, R. S. O. 1990, c. B16, s. 189)。

¹⁷ 拙著『企業結合・企業統治・企業金融』435頁 (信山社、1999年)。自己株式取得のための公開買付については、少数株主の地位に転落する危険を株主に負う訳ではないから、株主に株式買取請求権を認める必要がない。これを認めてしまうと、会社の財産的基盤を危うくするばかりか、株主が存在しなくなってしまう可能性すら理論的には存在する。

¹⁸ 浜田道代「株主の無条件株式買取請求権(1) - (3・完)」商事法務982号 59頁、983号 12頁、984号 24頁 (1983年) 参照。

¹⁹ Companies Act, 1985, ss. 428-430F, as amended by Financial Service Act, 1986, s. 172 Sch. 12. イギリス法についての概要は、拙著・前掲注(17) 413 - 416頁などを参照。

²⁰ Canada Business Corporation Act, R. S. C. 1985, c. C44, s. 206. カナダ法の概要については、拙著・前掲注(17) 468 - 470頁を参照。

²¹ 拙著・前掲注(17) 434頁。