

公開買付制度等に係る討議資料（5）

（投資者間の公平性確保、株主の保護）

1. はじめに

企業の合併、買収等の件数が急速に伸びてきている中、合併・買収等の企業再編行為の態様についても今後ますます多様化していく可能性が考えられる。このような企業再編行為の多様化の可能性を視野に入れると、現行の公開買付制度について、企業の事業再編行為等の円滑性の確保の視点にも配慮しつつ、投資者間の公平性確保や株主保護の視点から、更なる手当が必要ないかについて検討を加えておくべきものと考えられる。

2. 我が国制度における投資者間の公平性確保、株主保護の位置付け

現行の公開買付制度は、基本的に、一回の公開買付け手続において、投資者間の公平性等が確保されていることを要求する制度となっており、例えば2回目の公開買付けが行われた場合に、1回目の参加者と2回目の参加者との間の公平性までを求める制度とはなっていない。

また、公開買付けにおいて買付け予定を上回る応募があった場合に、あん分比例の方法により買い付けることが認められているが、応募した株券の一部について売付けが行えず手残り株を抱えることとなったような株主等をどのように保護するかが問題となり得る（会社法上の組織再編行為における株式買取請求権等の存在を含め、後述「5. 公開買付け後の取引規制等について」参照）。

諸外国の制度を見渡すと、米国の制度は我が国同様、一回の公開買付け手続に着目をして、投資者間の公平性等を確保し、以って投資者の保護を図る仕組みとなっている。

一方、英国等の制度においては、

- ①公開買付価格について過去12ヶ月間における最高取引価格以上とされていることから、例えば第二回目の公開買付けを行うに当たっては買付者は過去の取引状況を考慮しなければならない。

- ②公開買付けそのものの場面においても、全部買付けの義務化により応募株主に売却の機会を最大限認めることとしている。
- ③また、公開買付け後についても、爾後 6 ヶ月間、従前の公開買付けより有利な条件による株券等の取得一般が禁止されるなど、一定の取引制限を設けている。

近年、公開買付けによって上場廃止に至るようないわゆるゴーイング・プライベート取引、特にその一形態としてのMBOが件数を増加させているところである。仮にこのようなゴーイング・プライベート取引が全部買付けによらずに部分的公開買付けにより行われた場合、換金手段が著しく制限されたいわゆる手残り株を抱えたような株主等について、十分な保護が図られているかとの議論があり得るが、どのように考えるか。

また、上場廃止に至らないまでも、公開買付けを通じて大株主が出現した場合には、いわゆる手残り株の保有者は不安定な地位に置かれることが考えられるところである。投資者間の公平性確保・株主保護の観点から、仮にゴーイング・プライベート取引について何らかの措置を講じる必要があるとした場合、それと同様の考慮をしなければならない取引態様が他にあるか。

3. 部分的公開買付けの是非について

現行制度上、公開買付者は、原則として応募株券等の全部を買い付ける義務を負うが、応募株券等の数の合計が買付予定数を超えるときは、その超える部分の全部又は一部の買付けをしないことが認められている（部分的公開買付けの容認）。部分的公開買付けによる場合には、応募株券等をあん分比例の方法により買い付けることとされている。

部分的公開買付けについては、買付けにかかるコストについての公開買付者の予測可能性を確保する、という意味では、企業の事業再編行為等の円滑性に寄与するものと考えられる。

一方で、部分的公開買付けを許容すると、応募株主は自己が応募した株券等の全てを売り付けたくとも、売ることができなくなるという事態が生じ、結果としていわゆる手残り株を抱えたような株主等が以下のよ

うな不利益を被るのではないか、との指摘がある。

(1) 部分的公開買付けによる公開買付け後、当該株券等が上場廃止にいたるなど流動性が限定される場合等には、換金手段が著しく制約される、安価での売却を余儀なくされるなど、いわゆる手残り株を抱えた少数株主の不利益が大きいのではないか、

(2) 部分的公開買付けを許容すると、例えば一段階目の買付けで会社支配権を獲得した上で、残った株主から公正でない価格で一段階目の買付けにおける手残り株を買い付けるなど、いわゆる強圧的な二段階買収が行われる場面が考えられるのではないか、

といった指摘である。

このうち、(1)の問題点については、後述「3. 全部買付義務について」と、(2)の問題点については、後述「4. 公開買付け後の取引規制等について」「5. 公開買付価格規制の是非」と関連しており、多面的な検討が必要となる。

以上のような点を踏まえ、部分的公開買付けについてどのように考えるか。

4. 全部買付義務について

全部買付義務とは、公開買付けを行う際、売付けの応募があった全ての株券等について買い付けることを公開買付者に要求する制度であり、英国等において採用されている。

我が国においても、

- ①公開買付けについて一律に全部買付義務を課す、
 - ②公開買付け後に当該株券等が上場廃止となる場合、あるいは、手残り株を抱えるような株主等が著しく不安定な地位に置かれる場合など、場合を区切って全部買付けを義務付ける、
 - ③全部買付けは、公開買付けのコストを引き上げ、企業の事業再編行為等の円滑性に影響があることから義務付けない
- などの考え方があり得るが、どう考えるか。

仮に、場合を区切って全部買付けを義務付けるとした場合、義務付けの範囲については、どのように考えるか。例えば、当該買付けによ

り対象となる株券等が上場廃止にいたるような場合には全部買付けを義務化することが考えられるが、どう考えるか。

その他、全部買付義務の対象とすべき公開買付けがあるか（例えば会社法上の特別決議の基礎となる割合を参考に、株券等所有割合が3分の2を超えるような公開買付けなどについてはどう考えるか。）

5. 公開買付け後の取引規制等について

いわゆる強圧的な二段階買収の防止等を念頭に、投資者間の公平性確保・株主保護の観点から、公開買付け後の取引について一定の規制を及ぼすことも考えられる。ここでいう「強圧的な二段階買収」として用いられ得る取引類型の代表的なものとして、主に以下の二つが指摘されているところである。

- ①まず公開買付けを行い、例えば会社法上の特別決議ができる水準まで株券等を買付けする。その後、会社法上の組織再編行為（合併、株式交換等）を行い、少数株主に対しては対価を支払って退出させる。
- ②まず一段階目の公開買付けを行い、大株主の地位を確保する。その際、この一段階目の公開買付けは部分的公開買付けによると、手残り株を抱えたような株主が生じる。その後、大株主となった者が二段階目の公開買付けを行い、既に一段階目の公開買付けの結果不安定な地位に置かれた、手残り株を抱えるような株主等から安価で株券等を買付けする。

（注）米国においては、いわゆる強圧的な二段階買収を防止する観点から州会社法による事業結合規制法、公正価格法等の枠組みが設けられているところ。

①の取引類型については、会社法において、会社の組織再編行為に反対する株主に、会社に対する株式買取請求権が認められている。その際の買取は「公正な価格」によることとされており、組織再編行為によるシナジーの評価も反映させるべきものと解されている。

公開買付けの後に会社法上の組織再編行為が行われるような場合、少数株主を保護するための枠組みは十分に整備されていると考えてよいか。

②の取引類型については、現行制度上、一段階目の公開買付けを部分的公開買付けで行い、それに引き続いて二段階目の公開買付けを行うことについて、特段の規制は存在しない。

投資者間の公平性確保・株主保護の要請を踏まえて、

- ①公開買付け後一定期間は、公開買付けを含め買付者による当該株券等の取得を禁止する、
- ②公開買付け後、買付者が行う当該株券等取引に価格規制を及ぼす、等の規制を導入するとの考え方もあり得る。

一方、これらの規制については、

- ①一定期間さえ経過すれば、結局二段階目の公開買付けを行うことができることから、規制の実効性という観点からは限定的なものとならざるを得ないのではないか、
- ②例えば、一段階目の公開買付け後に、対象会社の経営上の理由等から企業価値の向上に資するような二段階目の公開買付けを迅速又は安価に行うニーズがあることも考えられるが、その際、上記のような期間や価格にかかる規制が足枷となることが考えられる、などの指摘もあり得るが、これらの点を含め、どのように考えるか。

6. 公開買付価格規制の是非

英国においては、公開買付け一般について、直近12ヶ月の最高価格以上を公開買付価格としなければならないという規制を及ぼす制度となっている。

我が国について、公開買付価格を例えば過去の一定期間における最高取引価格以上とする規制を導入することも考えられるが、どのように考えるか。

この点については、

- ①例えば経営が悪化している企業の事業再生を目的とするような公開買付けなども想定され、そのような場合には価格規制が過度な制約となりかねない、
- ②市場全体について株価が下落局面にあり、それに連動する形で価格が下落している株券等を公開買付けの対象とする場面も視野に入れる

必要があるのではないか、
などの指摘がなされ得るが、どのように考えるか。

この他、投資者間の公平性の確保、株主の保護の観点から検討しておくべき点はないか。

(以 上)