



Title	公開買付制度の意義及び諸課題
Author(s)	兼田, 克幸
Citation	経済学研究, 58(1), 21-37
Issue Date	2008-06-12
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/33842
Type	departmental bulletin paper
File Information	21-37.pdf



公開買付制度の意義及び諸課題

兼 田 克 幸

1. はじめに

金融商品取引法上の公開買付制度(Take Over Bid System)は、会社の支配権の獲得や強化等を目的として、取引所金融商品市場外(以下、「市場外」という。)において有価証券報告書提出会社の株券等の買付けが行われる場合に、投資者に対して予め情報開示を行うとともに、株主等に平等に株券等の売却の機会を与えるための制度であり、昭和46年(1971年)に証券取引法上の制度として導入されたものである。(注1)(注2)

近年、わが国における企業の合併及び買収の件数が急増しており、企業買収の一手段である公開買付けの件数も増加傾向にある。(注3)また、敵対的な企業買収の事例が増加し、上場会社は相次いで買収防衛策を策定している。そのほか、合併や買収に至らない株式の大量取得の事例も多く見られるところである。

このような中で、公開買付けの手続の透明性・公正性及び株主・投資者間の公平性を確保する観点から、平成18年6月に証券取引法が改正されるとともに、同年12月に証券取引法施行令(政令)及び内閣府令が改正され、公開買付制度について大幅な見直しが実施された。

なお、上記の改正は、平成17年12月に金融審議会金融分科会第一部会から公表された「公開買付け等のあり方について」(公開買付制度等ワーキング・グループ報告)と題する報告書の提言を踏まえたものである。

公開買付制度においては、市場外で株券等を

大量に買い付ける際に、株主が買付けに応じるべきか否かを合理的に判断できるよう、買付け者に対して一定の情報開示を義務付けるとともに所定の取引規制が課されているが、公開買付けは、友好的な企業買収や企業グループの再編などのほか、敵対的な買収においても積極的に活用されている。このように、公開買付制度は、会社法上の諸規制と相俟って、企業買収や組織再編との関係において、重要な役割を果たしてきている。

本稿では、公開買付制度の概要及び平成18年の法令改正の内容について整理したうえで、「投資者及び株主の保護の強化」及び「公開買付者と対象会社の公平性の確保」等の観点から、同制度をより充実・強化するための諸課題について考察することとしたい。

2. 公開買付制度の概要

(1) 公開買付けの意義

公開買付けとは、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(買付けその他の有償の譲受けをいう。)の申込み又は売付け等(売付けその他の有償の譲渡をいう。)の申込みの勧誘を行い、市場外で株券等の買付け等を行うことをいう(法第27条の2第6項)。

公開買付けは、会社の支配権の獲得や強化等を目的として、市場外で有価証券報告書提出会社の株券等を特定の価格で大量かつ短期間に取得するために行われるものであるが、市場外の取引は不透明になりやすく、また、株価に与え

る影響も大きいのが一般的である。

このため、金融商品取引法上の公開買付制度においては、会社の支配権に影響を与えるような株券等の買付け等が行われる場合に、投資者に対してあらかじめ情報開示を行うとともに、株主等に平等に株券等の売却の機会を与え、取引の透明性を確保するため、次のような二つの諸規制が設けられている。

- ① 開示規制……株券等の公開買付者に対して、公開買付届出書や公開買付説明書により、買付期間、買付数量、買付価格等をあらかじめ開示するなど、一定の情報開示を義務付けている。
- ② 取引規制……株主等に対する平等待遇を保証し、取引の公正性を確保するため、公開買付期間の制限、買付価格の均一、別途買付けの禁止、買付条件の変更の制限などの諸規制を置いている。

公開買付制度には、「発行者以外の者による株券等の公開買付制度(他社株公開買付制度)」(法第 27 条の 2～法第 27 条の 22)と「発行者による上場株券等の公開買付制度(自社株公開買付制度)」(法第 27 条の 22 の 2～第 27 条の 22 の 4)があり、これらに関する内閣府令として、「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令」(以下、「他社株買付府令」という。)及び「発行者による上場株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令」が定められている。

なお、公開買付制度の対象となる株券等とは、株券及び潜在株式(新株予約権証券、新株予約権付社債券、外国法人の発行する証券・証書でこれらの有価証券の性質を有するもの、投資証券、及び預託証券・証書でこれらの有価証券に係る権利を表示するもの)をいい、株主総会における議決権に関係しない有価証券は除外される(施行令第 6 条第 1 項、他社株買付府令第 2 条)。

また、市場内での取引については、基本的には誰でも参加でき、取引数量や価格が公表さ

れ、競売買(競争売買)の方法により価格が形成されており、投資者が公平に取り扱われる仕組みになっている。このため、立会外取引を除き、公開買付規制の対象外とされている。

公開買付制度においては、投資者に対して適正な情報開示が行われるとともに、株主等に対する平等待遇が確保されることが重要であるが、平成 18 年の法令改正においては、「公開買付者と対象会社との公平性の確保」や「少数株主の保護」といった点にも配慮された措置が講じられており、企業買収や組織再編等の局面において、同制度の果たす重要性が高まっているといえる。

(2) 公開買付けの対象となる買付け等

株券等について有価証券報告書を提出する義務(継続開示義務)のある会社が発行する株券等を、発行会社以外の者が市場外で買付け等を行う場合は、原則として公開買付けによらなければならない(法第 27 条の 2 第 1 項)。(注 4)

これは、会社の支配権が移動するような市場外における大量の株券等の買付けは株主にとって大きな影響があるほか、取引価格に会社の支配権プレミアムが含まれることが多いため、投資者に対してあらかじめ情報を開示させ、広く株主が買付けに応じることができることを確保するためである。

そのほか、上場株券等の発行会社が自己の株券等を市場外で買付ける場合も、原則として、公開買付けによることが義務付けられている(法第 22 条の 2 第 1 項)。

発行者以外の者による株券等の市場外での買付けについては、次のような場合に、公開買付けが義務付けられている。

① 買付け後の株券等の所有割合が 5% を超える買付け等

買付け後の株券等の所有割合が、特別関係者の分と合わせて 5% を超える場合には、会社等への支配への影響力が大きいと考えられること

図表 1 特別関係者の範囲

形式基準による特別関係者 (法第 27 条の 2 第 7 項第 1 号, 施行令第 9 条)	株券等の買付け等を行う者と、株式の所有関係、親族関係その他の政令で定める特別の関係にある者 1. 公開買付者が個人の場合 ① その者の親族(配偶者、1 親等内の血族及び姻族) ② その者(その者の親族を含む)が法人等に対して総株主の議決権の 20% 以上の議決権に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する関係(特別資本関係)にある法人等及び法人等の役員(取締役、執行役、監査役、理事、監事又はこれらに準ずる者) 2. 公開買付者が法人等の場合 ① 買付者の役員 ② 買付者が特別資本関係を有する法人等及びその役員 ③ 買付者に対して特別資本関係を有する個人、法人等及びその法人等の役員
実質基準による特別関係者 (法第 27 条の 2 第 7 項第 2 号)	株券等の買付け等を行う者との間で、株券等を共同して取得、譲渡又は株主としての議決権その他の権利を行使することに合意している者

から、公開買付けによることとされている(法第 27 条の 2 第 1 項第 1 号)。(注 5)

具体的には、60 日間に 10 名超の者からの買付け等であって、買付け等の後の株券等の所有割合が特別関係者の分と合わせて 5% を超える場合には、公開買付規制の対象となる。

なお、特別関係者には、「形式基準による特別関係者」と「実質基準による特別関係者」とがあるが、その範囲を示すと、図表 1 のとおりである。

② 著しく少数の者からの一定割合を超える特定買付け等

著しく少数の者(60 日間に 10 名以下の者)から市場外で株券等の買付け等を行う場合であっても、買付け等の後の株券等の所有割合が特別関係者の分と合わせて 3 分の 1 を超えるときは、公開買付によることとされている(法第 27 条の 2 第 1 項第 2 号、施行令第 6 条の 2 第 3 項)。これは、いわゆる 3 分の 1 ルール又は強制的公開買付制度といわれるものである。

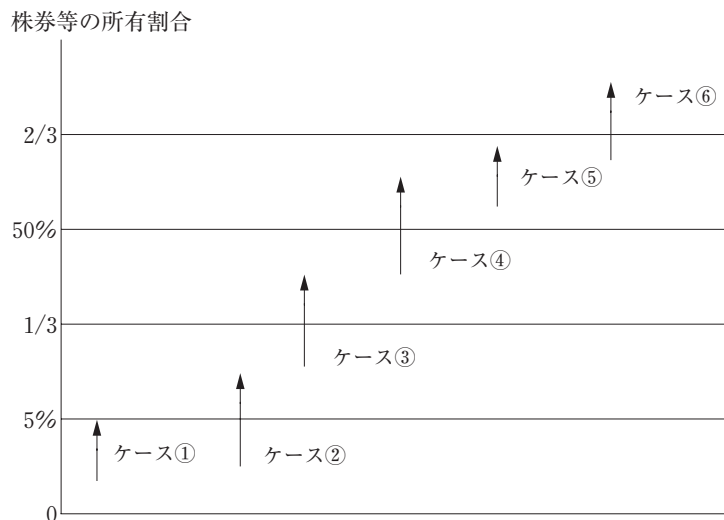
上記の取扱い、平成 2 年の証券取引法の改正により義務付けられたものであるが、これは、相対取引と認められる少数の者からの買付け等であっても、対象会社の支配権に移動が生ずるような場合には一般株主に与える影響が重

大であると考えられることによるものである。すなわち、著しく少数の者からの買付け等であっても、買付け等の後の所有割合が 3 分の 1 を超える場合には、株主総会の特別決議を阻止できる、一定の企業支配力を行使し得る所有割合である点を考慮したものである。(注 6) このような取引においては、売主に対して市場価格を超えるプレミアムが支払われることが多いため、株主に平等に売付けの機会を提供し、プレミアムの公平な配分を図るため、公開買付けが義務付けられている。(注 7)

平成 15 年 12 月に公表された金融審議会の「ディスクロージャーワーキング・グループ」報告では、企業支配権の移動を伴うような相対取引は株主又は投資者にとって重要な影響を及ぼすものであり、強制的公開買付制度は、投資者への情報開示及び株主の平等待遇の観点から重要な制度であるとしている。また、強制的買付制度は、発行者にとっては「敵対的な支配権の移動」を抑制する効果も合わせ持つものと考えられるとしている(同報告 27 頁)。

ただし、自己及び形式基準による特別関係者として総議決権の数の 50% 超を所有している会社の株券等を、市場外で著しく少数の者から買付けける場合には、支配権に重大な影響を及ぼすとはいえないことから、公開買付けの適用除

図表 2 公開買付けの要否



	60 日間に 10 名超の者からの 市場外での株券等の買付け	60 日間に 10 名以下の者からの 市場外での株券等の買付け
ケース①	×	×
ケース②	○	×
ケース③	○	○
ケース④	○	○
ケース⑤	○	×
ケース⑥	○(全部買付義務)	○(全部買付義務)

外とされている(施行令第6条の2第1項第4号)。しかしながら、買付け等の後の所有割合が3分の2以上となる場合には、後述の全部買付義務との関係で、公開買付けが強制される(同条第1項第4号括弧書)。

なお、60日間に10名以下の者から行う買付け等を、特定買付け等という(施行令第6条の2第1項第4号、第3項)。

上記①の場合を含め、公開買付けの要否を図示すると、図表2のとおりである。

③ 一定割合を超える立会外取引(特定売買等)

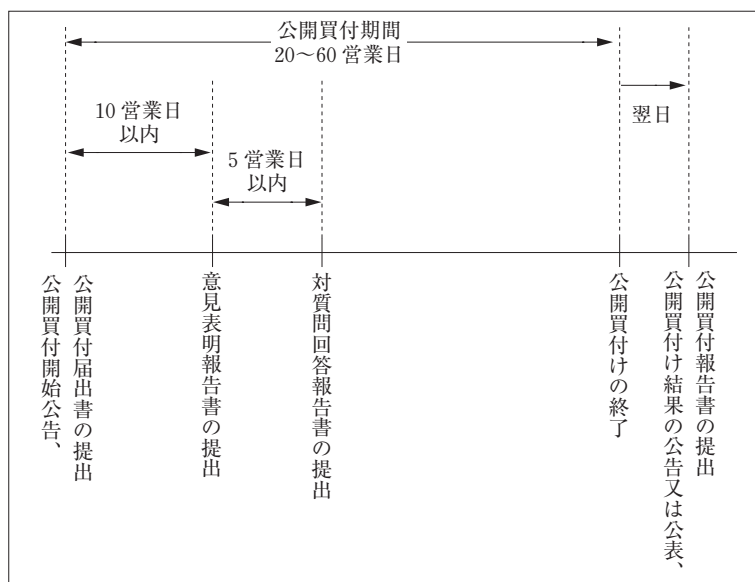
平成17年6月の証券取引法の改正により、証券市場における売買等であっても「競売買の

方法以外の方法による有価証券の売買等として内閣総理大臣が定めるもの」(特定売買等という)については公開買付の対象にすることとされ(法第27条の2第1項)、同年7月の金融庁告示により、現在行われている立会外取引(東京証券取引所におけるToST NeT取引等)のすべてが公開買付規制の対象として指定された。

これは、立会外取引は、売買立会取引で決定した終値から一定の範囲内の価格で取引を行うものであり、市場外の相対取引と類似した性格を有していることによるものである。(注8)(注9)

立会外取引による株券等の買付け等の後、その所有割合(買付者及び特別関係者の所有割合

図表 3 公開買付けの手の続の流れ



の合計)が3分の1を超える場合には、公開買付けによることとされている(法第27条の2第1項第3号)。

(3) 公開買付制度における開示規制

公開買付制度においては、下記のとおり、株券等の公開買付者に対して、公開買付届出書や公開買付説明書により、買付期間、買付数量、買付価格等をあらかじめ開示するなど、一定の情報開示を義務付けている。

公開買付けの手の続の流れを示すと、図表3のとおりである。

① 公開買付開始公告及び公開買付届出書の提出

公開買付者は、公開買付の目的、価格、買付予定株券等の数、買付期間、買付後における公開買付者の株券等の所有割合、対象会社又はその役員との公開買付けについての合意の有無等を、電子公告(EDINETを使用)又は日刊新聞紙2紙以上への掲載の方法により、公開買付開始公告をしなければならない(法第27条の3第1項、施行令第9条の3第1項、他社株開示府令第10条)。

また、公開買付者は、公開買付開始公告を行った日(その日が休日である場合にはその翌日)に公開買付届出書を内閣総理大臣(関東財務局長に権限委任)に提出することが義務付けられている(法第27条の3第2項、他社株買付府令第12条)。

なお、公開買付期間は、公開買付開始公告を行った日から20日以上60日以内(営業日ベース)の期間で公開買付者が決定することとされている(法第27条の2第2項、施行令第8条第1項)。

公開買付届出書には、次のような事項を記載することとされている(他社株買付府令第2号様式)。

- イ. 買付け等をする株券等の種類
- ロ. 公開買付けの目的(買付け等の後において更に取得する予定の有無等を含む)
- ハ. 買付けの期間、買付価格、算定の基礎及び経緯、買付予定の株券等の数、買付けを行った後における株券等の所有割合、買付けに要する資金、決済の方法、公開買付けに付した条件等
- ニ. 公開買付者の状況(会社の概要及び経理の

状況)

ホ．公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況

ヘ．公開買付者と対象者との取引等

ト．対象者の状況

公開買付者、特別関係者、公開買付けの事務を行う証券会社等は、公開買付開始公告を行った日の翌日以後は、公開買付届出書を提出していなければ、勧誘行為ができないこととされている(法第 27 条の 3 第 3 項、他社株買付府令第 15 条)。

なお、公開買付者は、公開買付届出書の内容等を記載した公開買付説明書を作成し、株券等の売付け等を行おうとする者に対して、買付け等に先立って又は買付け等と同時に交付することが必要である(法第 27 条の 9、他社株買付府令第 24 条)。

② 意見表明報告書及び対質問回答報告書の提出

公開買付けに係る株券等の発行者は、公開買付開始公告が行われた日から 10 営業日以内に、当該公開買付けに関する意見の内容等(意見の内容及び根拠、取締役会又は執行役の決定に基づくものか否かなど)を記載した意見表明報告書を内閣総理大臣(関東財務局長に権限委任)に提出することが必要である(法第 27 条の 10、施行令第 13 条の 2 第 1 項、他社株買付府令第 25 条)。

また、意見表明報告書に公開買付者に対する質問が記載されている場合には、公開買付者は、意見表明報告書の送付を受けた日から 5 営業日以内に、対質問回答報告書を提出することとされている(法第 27 条の 10 第 11 項、施行令第 13 条の 2 第 2 項)。

なお、意見表明報告書の提出の義務化及び対質問回答報告書の導入は、平成 18 年の法令改正により手当てされたものである。

③ 公開買付け結果の公表等及び公開買付報告書の提出

公開買付けの成否は、証券市場に大きな影響を及ぼす重要な投資情報である。このため、公開買付者は、公開買付期間の末日の翌日に、公開買付けの結果(応募株券等の数及び買付けを行う株券等の数など)を公告又は公表することが義務付けられている(法第 27 条の 13 第 1 項、他社株買付府令第 30 条)。

また、公開買付けの結果の公開又は公表を行った公開買付者は、公開又は公表を行った日にその内容等を記載した公開買付報告書を内閣総理大臣(関東財務局長に権限委任)に提出することとされている(法第 27 条の 13 第 2 項、他社株買付府令第 31 条)。

3. 平成 18 年の法令改正の内容

平成 18 年 6 月に証券取引法が改正されるとともに、同年 12 月に証券取引法施行令(政令)及び内閣府令が改正され、脱法的な態様の取引への対応、投資者への情報提供の充実などの観点から、下記のとおり、公開買付制度について大幅な見直しが行われた。

これらの改正は、企業の合併・買収等をめぐる最近の状況を踏まえて、公開買付けの手の透明性・公正性及び株主・投資者間の公平性をより一層確保することを主眼とするものであり、平成 2 年の公開買付制度に関する改正以来の抜本的な改正内容となっている。

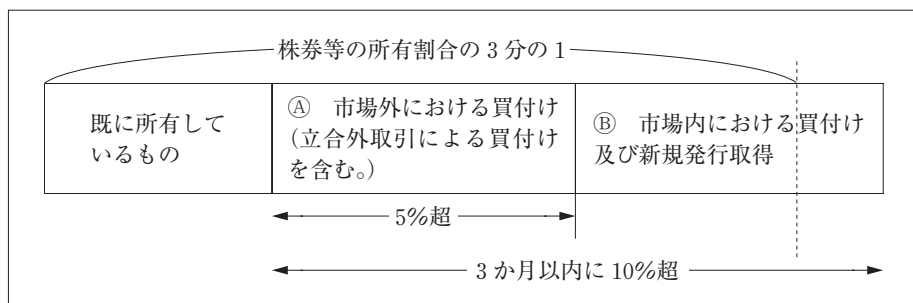
(1) 公開買付規制の適用範囲の拡大

公開買付規制の適用範囲が拡大され、新たに以下のような場合にも、公開買付けを義務付けられることとされた。

① 市場内外の取引等の取引を組み合わせた急速な買付け

脱法的な態様の取引に対応するため、市場内外における買付け等の取引を組み合わせた急速

図表 4 公開買付けが義務付けられるケース



な買付けの後、買付け後の所有割合が3分の1を超えるような場合について、公開買付規制の対象とすることとされた。

つまり、著しく少数の者(60日間で10人以下の者)からの買付け等であっても、買付け後の所有割合が3分の1を超える場合には公開買付けによることが義務付けられているが(いわゆる3分の1ルール)、例えば、32%までの株式を市場外で買付け、その後、市場内で2%の株式を買い付ける、あるいは、新株の第三者割当を受ける、といった態様の取引を行うことにより、公開買付けによらずに3分の1超の株券等を所有するに至る者が出てくることが想定される。(注10)

この点について、平成17年12月に公表された公開買付制度等ワーキンググループ報告では、一定期間に行われる一連の取引において、市場外での取引と、それと同時又は引き続いて行われる市場内での取引あるいは第三者割当て等を合計すると株券等所有割合が3分の1を超えるような場合に、公開買付規制の対象となることが明確なものとなるよう、所要の手当てを講じることが適当であるとの提言がなされた(同報告2の(2))。

この点を踏まえて、改正法では、3か月以内に市場外(立会外取引による買付けを含む)において5%超の株券等を買付け、これと同期間において行われる取引所市場内の取引及び新規発行取得を含めると10%を超える場合であって、取得後の株券等の所有割合が特別関係者と

合計して3分の1を超えるときは、これらを一連の取引とみなして公開買付けを義務付けることとされた(法第27条の2第1項第4号、施行令第7条第2項～4項)。

これは、3か月以内に行われる市場内外の取引を組み合わせた急速な株券等の取得を一体のものと捉えて、一連の取引全体について公開買付規制を及ぼそうとするものである。(注11)

これらについて、図示すると、図表4のとおりである。

ただし、市場外(立会外取引による買付けを含む)において5%超の株券等が買付けられることが前提となっているため、不意打ち的な支配株主の出現を予防し、企業防衛を可能にする観点からは、後述のとおり、公開買付規制をより強化する必要があるものと考えられる。

なお、市場外取引と第三者割当を組み合わせた取引も規制対象となるが、株式等の第三者割当のみにより割当先の株券等所有割合が3分の1を超える場合には、公開買付規制は適用しないこととされている。これは、株式等の第三者割当については、会社法上、有利発行や著しく不公正な方法による新株発行等の場合に、差止請求といった救済制度が設けられており(会社法第210条)、基本的には会社法上の問題であると考えられるためである。(注12)

② 買付者が競合する場合における公開買付け
会社支配権に影響のある株券等の買付けが競合する場合には、買付者間のイコールフッティ

ングを図るとともに、いずれの者によって会社を支配させる方が相当かを投資者が十分な情報の下で判断できるよう、他の者にも公開買付けを義務付けるべきであるとの指摘がある。

このため、このような指摘を踏まえて、第三者により公開買付けが実施されている期間中に、特別関係者と合わせて株券等の3分の1超を所有している者(当該株券等の発行者以外の者)が、その公開買付期間中にさらに5%を超える株券等の買付け等を行う場合においても、公開買付けを義務付けることとされた(法第27条の2第1項第5号、施行令第7条第5項第6項)。

これは、競合者にも公開買付制度による情報開示を行わせることで、買付者間の手続の公平性及び透明性を確保するための措置であり、過剰規制とならないよう、株券等の所有割合が3分の1超となっている者が更に買い進むという厳格な要件のもとで、公開買付けの義務付けを行ったものである。

例えば、敵対的な公開買付けが仕掛けられた際に、現経営陣と友好的ないわゆるホワイトナイト(現経営陣と合意のうえで友好的な立場から株券等の買付けを行う者)が新たに株券等の買付けを行うような場合が想定される。

会社支配権に影響のある株式の買付けが競合するような局面においては、株主や投資者がより複雑な投資判断を迫られるほか、競合者以外の株主が零細な立場に追いやられる懸念もあり、手続の公正性及び透明性が確保されることが重要であると考えられる。(注13)

③ 子会社株券等の買付け

従来、子会社の株券等の買付け等については公開買付規制の適用除外とされていたが(旧証券取引法施行令第7条第5項第2号)、株券等の所有割合が50%超の株主により株券等の買付けが行われ、その結果、買付け後の株券等の所有割合が3分の2以上となる場合は、公開買付けによることとされた(法第27条の2第1項

第6号、施行令第6条の2第1項第4号)。

これは、買付け後の株券等の所有割合が3分の2以上となる場合は、少数株主が不安定な地位に置かれるため、少数株主を保護するためのものである。

(2) 公開買付届出書における情報開示の充実

公開買付者は、公開買付開始公告を行った日(その日が休日である場合にはその翌日)に公開買付届出書を内閣総理大臣(関東財務局長に権限委任)に提出することが必要であるが(法第27条の3第2項)、株主及び投資者が的確な投資判断を行うことができるよう、公開買付届出書について開示内容の充実が図られた。

具体的には、下記のような開示内容の充実措置が講じられている(他社株買付府令第12条、第二号様式・記載上の注意⁽⁵⁾、⁽⁶⁾)。

- ① 支配権取得又は経営参加を買付け等の目的とする場合において、対象者の経営方針に対して重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為を予定しているときは、その内容及び必要性を記載する。
- ② 純投資又は政策投資を買付け等の目的とする場合には、株券等を取得した後の株券等の保有方針、売買方針、議決権の行使方針等を具体的に記載する。
- ③ 買付け等の後、当該株券等の発行者の株券等を更に取得する予定の有無、その理由及びその内容を具体的に記載する。
- ④ 買付け等の後、当該株券の発行者の株券等が上場廃止の見込みとなる場合には、その旨及び理由について具体的に記載する。
- ⑤ 公開買付価格の算定に際して第三者の意見を聴取した場合には、当該第三者の名称、意見の概要及び当該意見を踏まえて買付価格を決定するに至った経緯を具体的に記載する。

敵対的な公開買付けにおいては、公開買付者(買取提案者)による経営方針や事業計画等の開示は株主が公開買付けに応じるかどうかを判断するうえで極めて重要であり、これらの内容が

適切に開示されることが必要であると考えられる。

また、公開買付制度等ワーキンググループ報告では、MBO(Management Buy-Out: 株式の非公開化を目的とする経営陣による株式の買取り)や親会社による子会社株式の買付けについては、経営陣等が買付者となり、株主との関係において経営陣等の利益相反が問題となることがあり得ることから、公開買付価格の妥当性や利益相反を回避するために採られている方策等について、より細かな開示が求められるとの提言がなされた(同報告3の(1))。

これを踏まえ、MBO等による買付けについて、下記のような開示内容の充実措置が講じられている(他社株買付府令第12条、第二号様式・記載上の注意(6)、(25))。

- ① 公開買付価格の公正性を担保するための措置を講じているときは、その具体的な内容を記載する。
 - ② 当該公開買付けの実施を決定するに至った意思決定の過程について、具体的に記載する。また、利益相反を回避する措置を講じているときは、その具体的な内容を記載する。
- なお、買付価格の算定に当たり参考とした第三者による評価書等がある場合には、その写しを公開買付届出書に添付することとされている(他社株買付府令第13条第1項第8号)。

MBOによる買付けについては、買付者が株式の非公開を視野に入れているため、株主に対して売却への心理的圧力が掛かりやすいと思われるが、経営者と株主との利益相反の問題もあり、買付価格の適正性が確保されることが特に重要であると考えられる。

(3) 意見表明報告書の提出の義務化等

従来、公開買付けに対する対象会社の意見表明は任意とされていたが、対象会社がいかなる意見を有しているかは、株主が公開買付けに応じるか否かを判断するうえで重要な情報である。このため、公開買付けに係る株券等の発行

者に対して、公開買付開始公告が行われた日から10営業日以内に、当該公開買付けに関する意見の内容等を記載した意見表明報告書を内閣総理大臣(関東財務局長に権限委任)に提出することが義務付けられた(法第27条の10、施行令第13条の2第1項)。

意見表明報告書についても開示内容の充実が図られており、公開買付けに対する意見のほか、下記のような事項を記載することとされている(他社株買付府令第25条第1項・第2項、第4号様式・記載上の注意(3)~(8))。

- ① 賛成・反対等の意見の根拠(意思決定に至った過程)
- ② 意見の理由(賛否・中立を表明している場合にはその理由、意見を留保する場合には、その時点において意見が表明できない理由及び今後表明する予定の有無)
- ③ MBO等において、対象者として利益相反を回避する措置を講じているときは、その具体的内容
- ④ 役員が所有する当該公開買付けに係る株券等の数及び議決権の数
- ⑤ 買収防衛策等を行う予定の有無、予定がある場合にはその内容
- ⑥ 公開買付者に対する質問がある場合には、その質問の内容
- ⑦ 公開買付者が設定した公開買付期間が30営業日未満に設定されている場合における公開買付期間の延長請求の有無、延長請求の理由等

意見表明に当たっては、上記②のとおり、状況に応じてその理由を示したうえで、意見表明を留保することも容認されている。

また、上記⑥のとおり、対象会社による意見表明に際して、意見表明報告書の中で公開買付者に対して質問をする機会が付与されている。これは、質問をする機会を付与することにより、公開買付者と対象会社の意見の対立点等がより鮮明になり、投資者及び株主が投資判断を行ううえで有益であると考えられるためであ

る。

なお、公開買付者に対する対象会社からの質問は実務上広く行われていること等に鑑み、法律上の制度による質問機会の付与は1回にとどめ、その余については、基本的に市場における当事者間の自主的な取組みに委ねることとされている。(注 14)

そのほか、不適切な者によって発行者の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組みを行っている場合には、意見表明報告書においてその内容を開示することとされているが(他社株買付府令第 25 条第 1 項第 6 号)、買収防衛策に関する情報は株主や投資者にとって重要な情報であり、その内容が適切に開示されることが必要である。

(4) 対質問回答報告書の導入

対象会社からの質問に対する回答を行うため、新たな開示書類として、対質問回答報告書が導入された。具体的には、意見表明報告書に公開買付者に対する質問が記載されている場合には、公開買付者は、意見表明報告書の送付を受けた日から5営業日以内に、対質問回答報告書を内閣総理大臣(関東財務局に権限委任)に提出することとされた(法第 27 条の 10 第 11 項、施行令第 13 条の 2 第 2 項)。

対質問回答報告書には、下記のような事項を記載することとされている(他社株買付府令第 25 条第 3 項・第 4 項、第 8 号様式・記載上の注意⁽³⁾)。

- ① 意見表明報告書に記載された質問及びそれに対する回答
- ② 当該質問に回答する必要がないと認めた場合には、その旨及びその理由
- ③ 回答に至った時系列での経緯

なお、公開買付者が行う回答については、回答の有無も含めて投資者及び株主による評価の対象となることを踏まえ、上記②のとおり、理由を付せば回答しないことを選択することも認められている。(注 15)

(5) 公開買付期間の延長

従来、公開買付期間は、公開買付開始公告を行った日から 20 日から 60 日(実日数ベース)の間で公開買付者の選択により決定することとされていた。しかし、連休等が重なる時期の公開買付けにおいて、対象会社の経営陣が対抗提案等を行う時間的余裕が乏しくなり、株主や投資者への十分な情報提供や株主や投資者による十分な熟慮期間の確保等が阻害されるおそれがあることから、営業日ベース(20 営業日から 60 営業日)に改められた(法第 27 条の 2、施行令第 8 条第 1 項)。

また、対象会社の請求による公開買付期間の延長制度が導入された。具体的には、公開買付者が設定した公開買付期間が 30 営業日未満に設定された場合には、公開買付けの対象会社は、意見表明報告書において公開買付期間を延長することを請求する旨及びその理由を記載することができ、その場合には、公開買付け者は、公開買付期間を 30 営業日に延長しなければならないとされた(法第 27 条の 10 第 2 項第 2 号、第 3 項、施行令第 9 条の 3 第 6 項)。これは、対象者の経営陣が公開買付けに反対である場合などにおいて、株主や投資者に対する対抗提案等を提示するための期間を確保することなどの観点によるものである。

(6) 公開買付けの撤回の柔軟化

公開買付者は、公開買付けの開始公告を行った後は、原則として公開買付けに係る申込みの撤回及び契約の解除を行うことはできないこととされており(法第 27 条の 11 第 1 項)、従来、公開買付けの撤回は、対象会社の破産や合併など、限定された場合のみ認められていた。

これは、公開買付けは対象となる株券等の市場価格に重要な影響を及ぼすものであることから、公開買付けの撤回を広く認めると、安易な公開買付けが行われ、相場操縦に利用される虞れがあるためである。(注 16)

しかしながら、近時、買収防衛策を導入する企業が増加しており、これらに関して公開買付けの撤回が一切認められないとすると、公開買付者に不測の損害が発生する可能性がある。また、株式分割等の買収防衛策が発動された場合や買収防衛策が解除されない場合において公開買付けの撤回を認めないと、敵対的な公開買付けはほとんど不可能になると考えられる。(注 17)

このため、買収防衛策として、株式分割、株式又は新株予約権の無償割当て、新株又は新株予約権の発行、自己株式の処分、既発行の株式への拒否権条項又は取締役監査役選解任権条項の付与、重要な財産の処分・譲渡、多額の借財が対象会社において行われた場合においても、公開買付けの撤回を認めることとされた(施行令第 14 条第 1 項第 1 号)。

なお、従来から認められてきた対象会社の業務又は財産に関する重要な変更等のほか、その子会社の業務又は財産に関する重要な変更等についても、撤回事由として認めることとされた(法第 27 条の 11 第 1 項ただし書)。

そのほか、すでに導入している買収防衛策が解除されない場合にも、公開買付けの撤回を認めることとされた。具体的には、下記のような場合が、これに該当する(施行令第 14 条第 1 項第 2 号、第 5 号、他社株買付府令第 26 条第 4 項)。

- ① 公開買付開始公告を行った日において、当該公開買付けの後に公開買付者の株券等所有割合を 10% 以上減少させることとなる新株の発行等を行うことがある旨の決定をすでに行っており、当該決定を維持する旨の決定を行ったとき
- ② 公開買付開始公告を行った日において、拒否権条項付株式又は取締役監査役選解任権付株式を発行している場合において、これらの条項を変更しない旨の決定を行ったとき
- ③ 公開買付けの後に公開買付者及びその特別利害関係者の議決権を変更させることになる株式の交付等を行うことがある旨の決定をす

で行っており、当該決定を維持する旨の決定を行ったとき

このように、公開買付者に不測の損害が及ぶことを回避するため、公開買付けの撤回の柔軟化が図られている。

(7) 公開買付けの買付条件の変更の柔軟化

公開買付けの条件について、買付価格の引下げ、買付予定株数の減少、買付期間の短縮など、応募株主に不利となる条件変更は認めないとされている(法第 27 条の 6 第 3 項、施行令第 13 条)。

しかしながら、公開買付期間中において、対象会社が株式分割や、株式又は新株予約権の無償割当てを行ったときは、公開買付者の不測の損害を回避するため、公開買付価格の引き下げを認めることとされた(法第 27 条の 6 第 1 項第 1 号、施行令第 13 条第 1 項)。

その場合、公開買付けの条件の実質を変更するものとならないよう、下記のとおり、引き下げ割合の下限が設定されており、希積分に対応した公開買付価格の引き下げを認めることとされている(他社株公開買付府令第 19 条第 1 項)。

- ① 対象会社が株式の分割を行った場合には、その分割の比率を下限とする。
- ② 対象会社が株式又は新株予約権の無償割当てを行った場合には、割当前の株数の割当後の株数に対する比率を下限とする。

上記の取扱い、買収防衛策に関連して、公開買付者と対象会社との公平なバランスを確保する観点から認められたものである。(注 18)

ただし、後述のとおり、買付価格以外の条件変更は認められておらず、公開買付者の利益を保護するうえで不十分であると考えられる。

(8) 全部買付義務の導入

公開買付けにおいて、応募株券等の総数が買付予定の株券等の数を超えるときは、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

認められており、按分比例で買付けを行えば足りるものとされている(法第 27 条の 13 第 4 項第 2 号、同条第 5 項、他社株買付府令第 32 条)。

しかしながら、買付け後の株券等の所有割合が 3 分の 2 以上となる場合には、当該取扱いは認められず、公開買付者に応募株券等の全部を買付ける義務を課すこととされた(法第 27 条の 13 第 4 項)。これは、株券等の所有割合が 3 分の 2 以上となるときは、買付者以外の少数株主が会社法上の特別決議を阻止できなくなるほか、株券等が上場廃止になる可能性が高く、手残り株を抱える少数株主が著しく不安定な地位に置かれることに配慮したものである。

なお、公開買付制度等ワーキング・グループ報告では、全部買付義務を公開買付者に一律に課すことについては、買付けコストを増加させるとともに、買付けコストに係る公開買付者の予測を困難とする面があり、企業の事業再編行為等の円滑性の観点から、慎重に対応することが適当であるとされている(同報告 5)。

4. 公開買付制度における諸課題

金融商品取引法上の公開買付制度は、株券等の大量保有報告制度と並んで、企業買収や組織再編との関係において重要な役割を果たしているが、「投資者及び株主の保護の強化」及び「公開買付者と対象会社の公平性の確保」等の観点から、更なる充実・強化策が講じられることが必要であると考えられる。

公開買付制度における諸課題及びこれらについての私見を述べると、下記のとおりである。

(1) 投資者及び株主の保護の強化のための諸課題

① 強制的公開買付けの適用範囲の拡大の必要性

近年、企業買収の一手段である公開買付けの件数が増えているが、その中でも特に敵対的な公開買付けの事例が相次いで発生している。(注 19)

こうした中で、平成 18 年の法令改正においては、強制的公開買付け(60 日間で 10 人以下の者からの買付け等であって、買付け後の所有割合が 3 分の 1 を超える場合における公開買付けの義務付け)についての脱法的な態様の取引に対応するため、市場内外における買付け等の取引を組み合わせた急速な買付けの後、買付け後の所有割合が 3 分の 1 を超えるような場合について、公開買付規制の対象とすることとされた。

つまり、3 か月以内に市場外(立会外取引による買付けを含む)において 5% 超の株券等を買付け、これと同期間において行われる取引所市場内の取引及び新規発行取得を含めると 10 %を超える場合であって、取得後の株券等の所有割合が特別関係者と合計して 3 分の 1 を超えるときは、これらを一連の取引とみなして公開買付けを義務付けることとされた(法第 27 条の 2 第 1 項第 4 号、施行令第 7 条第 2 項～4 項)。

これは、会社の支配権に変動が生じるこのような取引については、投資者に適切な情報開示を行うとともに、株主に売付けの機会を提供し、プレミアムの公正な配分を図ることが必要であると考えられることによるものである。また、不意打ち的な支配株主の出現を予防し、経営者が敵対的買収の脅威に対処するうえでも、重要な意味合いを有するものといえる。(注 20)

しかしながら、不意打ち的な支配株主の出現を予防し、企業防衛を可能にする観点からは、公開買付規制をより強化することが必要であると考えられる。具体的には、3 か月以内に市場内外での取引及び新規発行取得により一定比率を超える株券等の取得が行われ、取得後の株券等の所有割合が特別関係者と合計して 3 分の 1 を超える場合には、市場外(立会外取引による買付けを含む)における株券等の買付けが 5 %以下であったとしても、公開買付規制の対象とすることが適当であると考えられる。

なお、買付け等の後の株券等の所有割合が特別関係者と合計して 3 分の 1 を超える場合に

は、市場内外の別を問わずすべて公開買付規制の対象とすべきであるとの考え方もみられるが、公開買付規制は、基本的に市場外での取引を対象とするものであり、このような考え方は、過剰規制に繋がるものと思われる。(注 21)

② 意見表明報告書及び対質問回答報告書における開示内容の充実

平成 18 年の法令改正により、公開買付けに係る株券等の発行者に対して当該公開買付けに関する意見の内容等を記載した意見表明報告書の提出が義務付けられたが、提出時点において意見が表明できない場合には、その理由を示したうえで意見表明を留保することが認められている(他社株買付府令第 4 号様式)。例えば、対象会社が質問に対する回答を待った上で、意見を表明するようなケースが考えられる。

また、意見表明報告書に公開買付者に対する質問が記載されている場合には、公開買付者に対して対質問回答報告書の提出が義務付けられたが、当該質問に回答する必要がないと認めた場合には、理由を付した上で回答しないことが許容されている(法第 27 条の 10 第 11 項、施行令第 13 条の 2 第 2 項)。

しかしながら、敵対的な公開買付けの場面においては、公開買付者と対象会社との間で主張と反論が株主や投資者に見える形で展開されることにより、株主や投資者の投資判断の的確性をより高めることができるものと考えられる(平成 17 年 12 月に公表された公開買付制度等ワーキング・グループ報告の 3 の(2))。また、公開買付けを行う者の見解と対象会社の見解とを比較することにより、株主や投資者は公開買付けに応じるかどうかについて、合理的な判断が可能になるものと思われる。(注 22)

このため、対象会社からの合理的な情報提供要求に対しては、公開買付者は回答を留保できないものとするのが適当であると考えられる。

また、法律上の制度による質問機会の付与は

1 回にとどめることとされているほか、公開買付者から対象会社に対する質問権についても規定されていないが、公開買付期間中における公開買付者と対象会社との議論等の動きについて、正確な情報がタイムリーに開示されるよう、更なる充実措置が講じられることが必要であると考えられる。

敵対的な公開買付けにおいては、公開買付者及び対象会社の双方から経営方針や経営計画等について十分な情報開示が行われ、株主や投資者の適切な判断を可能ならしめることが極めて重要であると考えられる。

③ 少数株主の保護の強化

公開買付制度においては、応募株券等の総数が買付予定数を超えるときは、按分比例により買付け等を行うことが認められているが(法第 27 条の 13 第 4 項第 2 号、同条第 5 項、他社株買付府令第 32 条)、平成 18 年の法令改正により、買付け後の株券等所有割合が 3 分の 2 以上となる場合には、当該取扱いは認めず、公開買付者に応募株券等の全部を買付ける義務を課すこととされた(法第 27 条の 13 第 4 項)。

これは、既に述べたとおり、株券等所有割合が 3 分の 2 以上となるときは、買付者以外の少数株主が会社法上の特別決議を阻止できなくなるほか、株券等が上場廃止になる可能性が高く、手残り株を抱える少数株主が著しく不安定な地位に置かれることに配慮したものである。

このように、少数株主保護の観点から全部買付義務が課されているが、手残り株を抱える少数株主の保護の観点からは、更なる法制度上の手当てが講じられる必要があるものと考えられる。

具体的には、公開買付けに応募しなかったため公開買付けの終了後に少数株主となってしまった者の利益保護について、法令上の手当てがなされていないという問題がある。(注 23)

つまり、公開買付けの段階では、支配権プレミアムを反映する高い価格で株式の買付けが行

われるが、支配権取得後においては少数株主としての地位に応じた低い価格で株式の買付けが行われるという二段階での取得が行われ、公開買付けに応じなかった少数株主が不利な取扱いを受ける虞れがある。また、株券等所有割合が3分の2以上となる場合には、上場廃止となる可能性もあり、その場合には、少数株主が容易に株式を処分できなくなる虞れがある。

このため、このような少数株主の保護策として、公開買付期間が終了した後の少数株主に株式の買取請求権を付与し、公開買付価格をベースとした一定の価格で株式を買い取ることができるよう法律上の手当てが講じられることが適当であると考えられる。(注 24)

なお、株主保護の問題は主として会社法で手当てし、投資者保護の問題は金融商品取引法で手当てするという側面が強く、上記の問題は、会社法において手当てされるべき問題であるとも思われる。しかしながら、近年、会社法と金融商品取引法の関係が交錯してきていることから、これらの法律相互間の連携を強化し、相互に関連させて制度のあり方について検討されることが求められるところである。(注 25)

(2) 公開買付者と対象会社の公平性の確保のための諸課題

——公開買付けの買付条件の変更の更なる柔軟化——

すでに述べたとおり、平成 18 年の法令改正により、対象会社が公開買付期間中において株式分割や株式又は新株予約権の無償割当てを行ったときは、公開買付者が不測の損害を被ることがないように、希釈分に対応した公開買付価格の引き下げを認めることとされた(法第 27 条の 6 第 1 項第 1 号、施行令第 13 条第 1 項、他社株公開買付府令第 19 条第 1 項)。

これは、買取防衛策に関連して、公開買付者と対象会社との公平なバランスを確保する観点から認められたものであるが、買付価格以外の条件変更は認められておらず、公開買付者の利益を保護するうえで不十分であると考えられ

る。

具体的には、公開買付制度においては、応募株券等の総数が買付予定の株券等の数の全部又は一部としてあらかじめ公開買付開始公告及び公開買付届出書において記載された数(最低買付株数)に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等をしないことが認められているが(法第 27 条の 13 第 4 項第 1 号)、現行の制度においては、最低買付株数の引き上げは認められていないという問題がある。つまり、株式分割や株式又は新株予約権の無償割当てが行われた場合には、希釈分に対応した公開買付価格の引き下げが認められているが、最低買付株数の引き上げは認められていない。このため、総議決権の一定割合に相当する数を取得しようとする本来の目的が達成できない虞れがある。

株式分割等が行われた場合には、公開買付者が本来意図していた目的を達成できるよう、最低買付株数の引き上げを認めるよう改められることが適当であると考えられる。(注 26)

(3) その他

① 公開買付規制の適用対象の緩和

公開買付規制は、有価証券報告書を提出する義務(継続開示義務)のある会社が発行会社である株券等が対象とされている。

なお、有価証券報告書を提出する義務のある会社は、以下の会社である(法第 24 条第 1 項、施行令第 3 条、第 3 条の 5、第 3 条の 6 第 1 項、第 3 項)。

イ. 金融商品取引所に上場されている有価証券の発行会社(上場会社)

ロ. 認可金融商品取引業協会に店頭売買有価証券として登録されている有価証券の発行会社(店頭登録会社)(注 27)

ハ. その募集又は売出しについて、有価証券届出書又は発行登録追補書類を提出した有価証券の発行会社(上場会社及び店頭登録会社を除く。)

ニ. 上記イ～ハ以外の会社で、最近 5 事業年

度(当該事業年度又は当該事業年度の開始の日前4年以内に開始した事業年度)のいずれかの末日における株主数が500名以上である会社(ただし、当該事業年度の末日において、資本金が5億円未満又は株主数が300名未満である場合には、提出義務が免除される)。

しかしながら、公開買付規制は、基本的に、金融商品取引所や店頭市場において公開されている株券等の市場外での短期間かつ大量の売買について、投資者保護のための情報開示及び公正な取引の確保の観点から一定の規制が設けられているものである。

したがって、公開買付規制の適用対象を金融商品取引所や店頭市場において公開されている株券等に限定し、上場又は店頭登録していない有価証券報告書提出会社の株券等については、適用の対象から除外するよう、規制を緩和することが適当であると考えられる。

ちなみに、株券等の大量保有報告制度においては、対象となる有価証券は金融商品取引所や店頭市場において公開されている株券等に限定されており(法27条の23第1項、施行令第14条の4第2項)、公開買付制度及び大量保有報告制度との整合性という観点からも、上記のような見直しが行われることが適当であると考えられる。(注28)

② 第三者割当に係る開示規制等の強化

我が国においては、近年、株式等の第三者割当が増加してきているが、株式等の第三者割当についても、その割当数や割当の態様によっては会社支配権の趨勢に影響があり、強制的公開買付け(いわゆる3分の1ルール)の対象とする必要があるのではないかと議論がある。(注29)

この点について、現行制度においては、基本的には会社法上の問題であるとし、第三者割当のみにより割当先の株券等所有割合が3分の1を超える場合においては、公開買付規制は適用しないこととされている。

しかしながら、第三者割当が実施されると既存株主の持株比率が低下するほか、不公正な価格で新株発行等が行われた場合には既存の株主が経済的な不利益を被ることになる。また、経営者の保身の目的で第三者割当が実施される虞れもある。更に、企業買収の手法として第三者割当が利用される局面もある。

このため、有価証券報告書提出会社について株式等の第三者割当により割当先の株券等所有割合が3分の1を超えるような場合には、会社の支配権に重大な影響が及ぶことから、有価証券届出書及び臨時報告書において、第三者割当の実施の経緯や割当先に関する情報などを詳細に開示することとし、開示規制を強化することが必要であると考えられる。(注30)(注31)

また、一定規模以上の株式等の第三者割当については、株主総会における特別決議を義務付けるなど、手続の透明性確保の観点から、会社法において一定の措置が講じられることが必要であると考えられる。

注

(注1) 平成18年6月に「証券取引法等の一部を改正する法律」及び「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」が公布されるとともに、平成19年7月に「証券取引法等の一部を改正する法律の施行期日を定める政令」が閣議決定され、従来の証券取引法が改組され、平成19年9月30日から金融商品取引法が施行されている。

なお、上記の法律改正は、幅広い金融商品についての投資者保護のための横断的な法制の整備を行うことにより、利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上、貯蓄から投資に向けての市場機能の確保及び金融・資本市場の国際化への対応を図ることを目的とするものであり、その内容は、広範かつ多岐にわたっている。

(注2) 取引所金融商品市場とは、金融商品取引所(証券取引所等)の開設する金融商品市場をいう(法第2条第17項)。

(注3) 昭和46年の制度導入から平成2年の公開買

付制度の改正時までの間の公開買付件数は、わずか3件であり、いずれも友好的公開買付けであったとされている(内藤純一「株式公開買付制度の改正」『商事法務』No.1208(平成2年)3頁)。しかし、平成10年頃からM&Aの件数が増加し、公開買付件数も増加してきている(「M&A件数の推移・TOB件数の推移」金融審議会公開買付制度等ワーキング・グループ第7回資料(平成17年11月)67頁)。ちなみに、最近における公開買付件数は、平成16年39件、平成17年53件、平成18年65件となっている(㈱レコフ公表資料)。

(注4) 社債を発行したことのみにより継続開示義務を負う会社の発行する株券については、公開買付けは義務付けられない。

(注5) 昭和46年の公開買付制度の創設当時は、買付け後の株券等の所有割合が10%を超える場合に公開買付が義務付けられていたが、平成2年の証券取引法の改正により、大量保有報告書(いわゆる5%ルール)の導入に合わせて、株券等の所有割合が5%を超える場合に公開買付けを義務付けることとされた。

(注6) 内藤純一「新しい株式公開買付制度(上)」『商事法務』No.1219(平成2年)4頁。

(注7) 黒沼悦郎「公開買付制度・大量保有報告制度の改正」『法律のひろば』vol.59, No.11(平成18年)20頁。

(注8) 谷口義幸「証券取引法の一部改正」『ジュリスト』No.1298(平成17年)85~86頁。

(注9) 平成17年2月にフジテレビがニッポン放送株式に対して公開買付けを行った際、ライブドアは東京証券取引所の立会外取引(ToST NeT-1)によりニッポン放送株式を買進め、その3分の1超を取得したが、当該取引が市場取引といえるか否かが問題となった。この点について、東京高等裁判所は、ToST NeT-1は市場取引に該当するとして3分の1を超える株式の取得を許容したが(東京高裁平成17年3月23日判例時報1899号56頁)、当該事件を契機として法令改正が実施された。

(注10) ドンキホーテは、平成18年1月にオリジン東秀株式を市場外取引により30.92%取得し、その約1か月後に市場取引により、さらに15.28%を買付けしたが、このことを契機として、強制的公開買付制度の適用範囲の拡大が図られた。

(注11) 大来志郎「公開買付制度・大量保有報告制度」『商事法務』No.1774(平成18年)39頁。

(注12) 金融審議会金融分科会第一部会「公開買付け等のあり方について」(平成17年12月、公開買付制度等ワーキング・グループ報告)の2の(3))。

(注13) 大来志郎「公開買付制度・大量保有報告制度」『商事法務』No.1774(平成18年)42頁。

(注14) 大来志郎「公開買付制度・大量保有報告制度」『商事法務』No.1774(平成18年)40~41頁。

(注15) 三井秀範、池田唯一「一問一答金融商品取引法[改訂版]」商事法務(平成20年)199頁。

(注16) 神崎克郎、志谷匡史、川口恭弘「証券取引法」青林書院(平成18年)323頁。内藤純一「新しい株式公開買付制度(下)」『商事法務』No.1223(平成2年)34頁。

(注17) 黒沼悦郎「公開買付制度・大量保有報告制度の改正」『法律のひろば』vol.59, No.11(平成18年)25頁。

(注18) 松尾直彦「証券取引法等の一部を改正する法律等について」『ジュリスト』No.1321(平成18年)132頁。

(注19) 例えば、平成18年から平成19年にかけては、王子製紙の北越製紙に対する敵対的公開買付け、スティール・パートナーズの明星食品に対する敵対的公開買付け、ダヴィンチ・アドバイザーズのテーオーシーに対する敵対的公開買付け、スティール・パートナーズのブルドックソースに対する敵対的公開買付け等が行われている。しかし、これらの一連の敵対的公開買付けは、多数の株主の支持を得ることができず、いずれも不成立に終わっている。

(注20) 大崎貞和「金融商品取引法(第3版)」弘文堂(平成19年)128頁では、公開買付け制度には、買取者による不意打ちを防止し、経営者が敵対的買収の脅威に対処するために必要な規制という側面があることが、企業経営者の間で認識され始めたといわれている。

(注21) 証券取引法研究会編「平成17年・18年の証券取引法等の改正」商事法務(平成18年)111頁では、株主が支配権プレミアムにあずかる機会を確保すべきことを強調し、それを貫徹しようとする立場からは、支配株式を所有することとなる場合には、市場における買付けの場合にも、公開買付規制に服させるべきではないかという提案が行われていたと

されている。

(注 22) 近藤光男「公開買付制度」『金融商品取引法の理論と実務』経済法令研究会(平成 19 年)43 頁。

(注 23) このような問題が残されている点については、清原健「公開買付けの実務」中央経済社(平成 19 年)408 頁、中東正文「敵対的企業買収に関する法規制」『証券・会社法制の潮流』日本証券経済研究所(平成 19 年)203 頁、黒沼悦郎「企業買収ルールとしての公開買付規制」『ジュリスト』No. 1346(平成 19 年)32 頁においても指摘されている。

(注 24) 中東正文「敵対的企業買収に関する法規制」『証券・会社法制の潮流』日本証券経済研究所(平成 19 年)203 頁では、公開買付価格が低いため成功しないと判断して公開買付けに応募しなかったところ、公開買付けが成功し、少数株主として残らなかったような場合には、公開買付価格で持株を買い取るよう、公開買付者に請求することができるようにすべきであるとされている。

(注 25) 例えば、内部統制については、会社法において委員会設置会社及び大会社である監査役設置会社に対して内部統制システムの構築義務が課されているほか(会社法第 348 条第 3 項第 4 項、第 362 条第 5 項、第 416 条第 2 項)、金融商品取引法において内部統制報告制度が設けられており(金融商品取引法第 24 条の 4 の 4、第 193 条の 3 の 2 第 2 項)、両者の関係が交錯している。この問題については、拙稿「財務報告に係る内部統制の意義及び役割」『会社法におけるコーポレート・ガバナンスと監査』同文館出版(平成 20 年)において詳述している。

(注 26) 黒沼悦郎「企業買収ルールとしての公開買付

規制」『ジュリスト』No. 1346(平成 19 年)34 頁では、例えば、発行済株式総数の 2 分の 1 に相当する株式数の応募があることを買付けの条件とした場合、1 対 2 の割合による株式分割が行われても、最低買付株数を引き上げることはできず、4 分の 1 に相当する株式の応募があれば買付けを行わなければならないことになり、不合理であるとの問題点が指摘されている。

(注 27) 平成 16 年 12 月にジャスダック証券取引所が設立されたことに伴い、現在、店頭登録会社に該当する会社は存在しない。

(注 28) 公開買付制度と大量保有報告制度とは、表裏一体の関係にある。公開買付制度における開示規制は、公開買付けに応じて株券等を売却するかどうかを判断するために必要な情報を株主等に開示するものであるが、大量保有報告制度は、株券等の大量の取得又は処分の結果による株券等の保有状況等を開示するものである。

(注 29) 金融審議会金融分科会第一部会「公開買付け等のあり方について」(平成 17 年 12 月、公開買付制度等ワーキング・グループ報告)の 2 の(3)。

(注 30) 有価証券報告書提出会社が第三者割当増資を行う場合には募集に該当し、その金額が 1 億円以上であるときは、有価証券届出書の提出義務が発生する。

(注 31) 株式等の第三者割当により割当先の株券等所有割合が 3 分の 1 を超えた場合には、会社の支配権に重大な影響が及ぶことから、臨時報告書の提出事由とすることが適当であると考えられる。