

# 自社株公開買付けに関する若干の検討

宮 崎 裕 介

- 1 はじめに
- 2 アメリカにおける自社株公開買付けの2つの方法
- 3 自社株公開買付けを選択する動機
- 4 日本における自社株公開買付け
- 5 むすびにかえて

## 1 はじめに

上場会社の自己株式取得の方法に関する制度設計をみたとき、多様な方法を認めるもの（日本・アメリカなど）と一つの方法を原則とするもの（イギリスなど）に分けることができる。日本において多様な方法が認められているのは、コスト面を考慮して各会社に相応しい自己株式取得の方法を選択する余地を残す必要性があることが理由の一つとして考えられる<sup>(1)</sup>。他方で、一つの方法として公開買付けを定めこれを原則としているイギリスにおいては、一定の割合以上の自己株式取得を行った場合は経営陣などによる支配の不公平がもたらされる危険性があることがかかる制度設計の背景にある<sup>(2)</sup>。いずれの制度設計をとったにせよ、自己

---

(1) 宮崎裕介「自己株式の取得方法の多様化とその問題点を考える」ビジネス法務16巻7号（2016年）106頁，107頁。

(2) 宮崎裕介「証券市場における自己株式取得と開示規制の意義・機能（二・完）」民商152巻2号（2015年）111頁，114頁。

株式の取得方法として正面から認められているのが公開買付けである。

ところが、我が国においては、公開買付けによる自己株式取得（以下「自社株公開買付け」という。また、これとの対比で、発行者以外の者による公開買付けを「他社株公開買付け」という。）について平成6年の証券取引法改正の際に法整備がなされたが<sup>(3)</sup>、自社株公開買付けはあまり利用されていない。例えば、日経225銘柄の自己株式取得状況をみると、2012年～2016年の決算期において、自社株公開買付けを実施したのは、あおぞら銀行（2012年）、キリンホールディングス（2014年）、NTTドコモ（2014年、2015年）の3社しかない<sup>(4)</sup>。その背景事情としては様々なことが考えられるが、公開買付けは他の取得方法と比べるとコスト面などでどうしても優位性を見出せないことが主として挙げられよう。とは言え、すべての株主に売却機会が与えられること、また公開買付けの手続を用いることで取引の透明性が確保され、投資者に対して公平かつ適切に取得にかかる情報を開示できるという公開買付けの特性に鑑みれば、自社株公開買付けこそ自己株式取得のメインルートに位置付けるべきとも考えられる。しかしながら、前述したように自社株公開買付けの利用実績があまりないためか、学界あるいは実務において自社株公開買付けがホット 이슈となったことはほとんどない<sup>(5)</sup>。

とは言え、上場会社が株主への利益還元を強化し、その手段として自己株式取得をするケースが増えてくる中で、自社株公開買付けを用いる企業も増えてくると思われる<sup>(6)</sup>。だとするならば、自社株公開買付けにつ

---

(3) 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、2012年）78頁。

(4) データについては、樋口達＝松田由貴＝小松真理子『株主還元の実態調査—配当、自己株式の取得・処理、株主優待—（別冊商事法務410号）』（商事法務、2016年）に依拠した。

(5) 商法改正により自己株式取得が容認される前の論考として、龍田節「株式公開買付と自己株式取得」商事600号（1972年）42頁が挙げられる。

(6) 筆者が調査したところ、東証1部に上場している会社で自社株公開買

## 自社株公開買付けに関する若干の検討

いて、制度面あるいは理論面における問題点を考察することも無意義ではないと思われる。そこで、本稿においては、自社株公開買付けについて、我が国の自己株式取得の制度設計の見本とも言えるアメリカの状況あるいは議論を整理した上で、我が国の自社株公開買付けについて検討を行いたい。併せて、発行会社が自社株公開買付けを実施する動機をさぐるべくファイナンス理論からの説明についても触れるつもりである。

### 2 アメリカにおける自社株公開買付けの2つの方法

#### (1) 価格固定型とダッチオークション

アメリカにおいては2つの自社株公開買付けの方法が用いられている。すなわち、買付価格が固定 (fixed price) されているもの (以下「価格固定型」という)、およびダッチオークション (Dutch auction) が自社株公開買付けの手段として利用されている。

公開買付けは、特定の数の株式を限られた期間に取得するものであり、<sup>(7)</sup> 価格固定型の自社株公開買付けは、買付者である会社が特定の買付価格を指定するもので、<sup>(8)</sup> 実際の買付価格は自社株公開買付けを発表する前の市場株価を上回ることが多い。<sup>(9)</sup>

これに対して、ダッチオークションによる自社株公開買付けは、買付者が事前に買付価格を定めるのではなく、その代わりに値域 (range of prices)<sup>(10)</sup> を指定するものである。この値域の最低価格は、多くの場合、公開買付けを発表する前の市場価格をわずかに上回るものが設定され、反対に、最高価格は価格固定型の自社株公開買付けにおける買付価格に

---

付けを行ったのは、2017年は9社、2016年は15社あった。

(7) 最低でも20営業日は公開買付けを継続しなければならない旨がSEC規則14e-1(a)により定められている。See, 17 CFR § 240.14e-1(a).

(8) Jesse M. Fried, *Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers*, 67 U. CHI. L. REV. 421, 428 (2000).

(9) *Id.*

(10) *Id.* at 428-429.

近似するもので市場株価にプレミアムを付した価格が設定される。<sup>(11)</sup>ここで、ダッチオークションによる自社株公開買付けに応ずる意思のある株主は最低売却価格を指定する。<sup>(12)</sup>これらを踏まえて会社は、株主の売付希望に基づいて供給曲線 (supply curve) を作成し、これに従い、数ある売付希望額のうち希望株式数を確保できる最低価格によって自社株を買い付ける。<sup>(13)</sup>このとき、会社は、各株主が指定した売却価格と同額あるいはそれ以下の価格によって応募された希望株式数をみだす全株式と同額で買い付けなければならない。<sup>(14)</sup>なお、アメリカにおいてダッチオークションによる自社株公開買付けが初めて行われたのが1981年で、1980年代後半には自社株公開買付けの半数がダッチオークションにより行われ、それからダッチオークションが占める割合は増加の一途を辿り、1998年にはすべての自社株公開買付けがダッチオークションにより行われたとの報告がある。<sup>(15)</sup>

## (2) ダッチオークションの具体例

では、ダッチオークションが実際にどのように行われるかフリード教授 (Jesse M. Fried) が示した設例をもとに確認してみよう。<sup>(16)</sup>

〔設例〕 A社が社外株式200株のうち100株を値域9ドル～10ドルとしてダッチオークションによる自社株公開買付けで取得するとするとのオファーを株主に対してしたとする。

---

(11) *Id.* at 429.

(12) *Id.*

(13) *Id.*

(14) *Id.* この点については、(2)において具体例を交えて説明する。

(15) *Id.* at 432.

(16) *Id.* at 429. なお、説明の便宜のため、本文ではフリード教授が示した設例に若干の修正を加えたもので考察を行った。

自社株公開買付けに関する若干の検討

	ケース 1	ケース 2	ケース 3
X (9ドル)	50株	30株	30株
Y (9.5ドル)	50株	30株	90株
Z (10ドル)	50株	30株	0株

(ケース 1)

株主 X が50株を 1株当たり 9ドルで、株主 Y が50株を 1株当たり9.5ドルで、株主 Z が50株を 1株当たり10ドルで応募。

→A社は、取得希望株式数の100株をみたく9.5ドルで X と Y 株から100株を取得する (9.5ドル以下を応募価格とした株主が売り付けることができる)。

(ケース 2)

株主 X が30株を 1株当たり 9ドルで、株主 Y が30株を 1株当たり9.5ドルで、株主 Z が30株を 1株当たり10ドルで応募。

→A社は、買付予定株式数にみたない場合の撤回権を留保していない限り、全株式を取得しなければならないので最高価格となる10ドルで X と Y と Z から90株を取得する。

(ケース 3)

株主 X が30株を 1株当たり 9ドルで、株主 Y が90株を 1株当たり9.5ドルで応募。

→A社は、按分買付ルールに基づいて、株主 X から25株を、また株主 Y から75株をそれぞれ9.5ドルで取得する (X と Y の応募株式数が 1 : 3 であるためこの割合で按分する)。

以上に示した方法でダッチオークションは実施されるが、価格設定において応募株主に支払われるプレミアムは平均して10～15パーセントと言われており、価格固定型の自社株公開買付けと比べると若干低いようである。<sup>(17)</sup>

(3) 価格固定型とダッチオークションの規制に差違はあるか？

これまで述べたようにアメリカでは自社株公開買付けの方法として2つの手段が用いられているが、いずれも1934年証券取引所法（以下「取引所法」）というあるいはSEC規則が定める公開買付け規制を遵守しなければならない、それらは他社株公開買付けが規制されているのと同様である。<sup>(18)</sup> 代表的なものとして、第1に、買付者は公開買付け届出書をSECに提出しなければならない（取引所法14条(d)項(1)号<sup>(19)</sup>）。すなわち、買付者は、スケジュール TO (Schedule TO) を提出し、公開買付け期間や公開買付けに関わる重要な事実を開示しなければならない、その内容に変更が生じた場合は即座に修正することを要し、公開買付けが終了したらその旨の報告を直ちに行わなければならない。第2に、公開買付けは、すべての証券保有者に対して勧誘するものでなければならない（SEC規則14d-10(a)(1)<sup>(20)</sup>）。第3に、買付予定株式数を超える応募があった場合は、応募数に基づいて按分して買い付けなければならない（取引所法14条(d)項(6)号<sup>(21)</sup>）。第4に、買付者は、公開買付け期間中であるならば、いつでも応募者の撤回を認めなければならない（取引所法14条(d)項(5)号<sup>(22)</sup>）。第5に、公開買付けに応募した株主に支払われる対価は、公開買付け期間中に他の株主に支払われた最高価格と同じでなければならない（SEC規則14d-10(a)(2)<sup>(23)</sup>）。つまり、価格固定型とダッチオークション

---

(17) フリード教授の指摘によると、価格固定型の自社株公開買付けにおいては15～20パーセントのプレミアムが応募株主に支払われている。*Id.*

(18) *Id.* at 430.

(19) 15 U.S.C. § 78n(d)(1).

(20) 17 CFR § 14d-10(a)(1).

(21) 15 U.S.C. § 78n(d)(6).

(22) 15 U.S.C. § 78n(d)(5).

(23) 17 CFR § 240.14d-10(a)(2). なお、これは最高価格ルール (Best-Price Rule) と呼ばれるもので、株主の平等的取扱いを求めるために、1968年のウィリアムズ法で導入され、1986年にSECが規則制定をしたものである。最高価格ルールについて詳細に検討したものとして、飯田秀総

## 自社株公開買付けに関する若干の検討

のいずれの方法をとっても同一の証券諸法の規制を受けることとなり、規制において差違はない。

### (4) 留保価額と株主の選択

自社株公開買付けにおいては、株主は、公開買付けに応じるか否かの判断をしなければならず、これは当該株主が保有株式を提供してもよいとする価格—留保価額 (reservation value)—<sup>(24)</sup>に依存する。

価格固定型の自社株公開買付けにおいては、株主は公開買付価格が留保価額を下回っている場合に限って公開買付けに応じることになる。<sup>(25)</sup>また、価格固定型の公開買付けでは応ずる株主とそうではない株主とに分かれるのは、同一の株式に対してそれぞれが異なった留保価額を持っているからであり、それは主観的な株式評価・課税環境・取引費用などの<sup>(26)</sup>違いに起因する。

ダッチオークションによる自社株公開買付けにおいても、価格固定型と同様に株主の留保価額によって買付けに応じるか否かが決まる。<sup>(27)</sup>すなわち、留保価額が値域の範疇に収まっていれば株主は買付けに応じるべきことになる。<sup>(28)</sup>また、留保価額が値域の最低価格を下回っている場合は、株主は最低価格で応じるべきとなる。<sup>(29)</sup>逆に、留保価額が値域の最高価格を上回っている場合は、株主は当該公開買付けに応じるべきではなく<sup>(30)</sup>なる。

---

「公開買付価格の均一性の解釈論」神戸法学雑誌63巻3号（2013年）1頁、3頁以下。

(24) Fried, *supra* note 8, at 430.

(25) *Id.*

(26) *Id.* at 430-431.

(27) *Id.* at 431.

(28) *Id.*

(29) *Id.*

(30) *Id.*

(5) 残存株主にとってのダッチオークションの優位性

フリード教授によると同じ数の株式を価格固定型とダッチオークションで取得した場合、後者の方が残存株主 (remaining shareholders) にとって利益となることを指摘する。<sup>(31)</sup> すなわち、XドルでY株の価格固定型の自社株公開買付けをする場合と、値域の最高額をXドルとしてY株のダッチオークションによる自社株公開買付けを実施した場合とでは、後者によればXドルよりも低い買付価格で公開買付けが成立することがあり得るからである。<sup>(32)</sup> この点について、フリード教授が示した設例で確認してみよう。

(価格固定型の場合)

A社が社外株式200株のうち100株を買付価格を10ドルとして価格固定型の自社株公開買付けのオファーをして、150株の応募があったとする。  
→A社は100株を1株当たり10ドルで取得する

(ダッチオークションの場合)

A社が社外株式200株のうち100株を値域9ドル～10ドルに設定し、ダッチオークションによる自社株公開買付けで取得するとオファーし、株主Xが50株を1株当たり9ドルで、株主Yが50株を1株当たり9.5ドルで、株主Zが50株を1株当たり10ドルで応募したとする。  
→A社は取得希望株式数の100株をみたす9.5ドルでXとYから100株を取得する (9.5ドル以下を応募価格とした株主が売り付けることができる)

以上のように、価格固定型ではA社は総額1,000ドル (10ドル×100株) 支払い、ダッチオークションでは総額950ドル (9.5ドル×100株) 支払

---

(31) *Id.*

(32) *Id.*



### 自社株公開買付けに関する若干の検討

うことになるため、価格固定型の方が余分に50ドルを支払わねばならなくなる。<sup>(33)</sup>その意味で、社外に流出する現金が少なくなるためダッチオークションの方が公開買付けに応じなかった残存株主にとっては優位性があるとみることができる。

### 3 自社株公開買付けを選択する動機

#### (1) 市場買付けとの比較—法的規律による説明—

アメリカにおいては、自己株式取得の方法として公開買付けのほか、市場買付け (open market repurchase) および特定の株主との合意による取得 (privately negotiated repurchase) が用いられている<sup>(34)</sup>、その約9割は市場買付けによるとのデータがある。<sup>(35)</sup>このようなデータに接する限り取得者 (会社) にとっては、一見すると市場買付けの方が取得方法として優位性があるように思われる。確かに、市場買付けを用いれば、後述するようにSECへの届出などの厳格な開示規制はなく、公開買付けのように投資銀行などの第三者を雇う必要はない。<sup>(36)</sup>その意味で、市場買付けにかかる取引費用は相対的に低く、<sup>(37)</sup>公開買付けと比較すると市場買付けに取得方法としての優位性があるとも言える。さらに、公開買付けの場合はオファーの条件を満たす限りすべての株式を同じ価格で (時として市場価格にプレミアムを付した高値で) 取得しなければならないが、市場買付けの場合は市場価格が低いときに買付け、市場価格が上昇した場合は買付けをとりやめることもできる。<sup>(38)</sup>また、市場買付けについ

---

(33) *Id.* at 432.

(34) 宮崎裕介「証券市場における自己株式取得と開示規制の意義・機能 (一)」民商152巻1号 (2015年) 1頁, 10頁。

(35) *See e.g.* Franklin Allen & Roni Michaely, *Payout Policy*, in *Handbook of the Economics of Finance VOLUME 1A* 405 (George M. Constantinides et al., ed 2003).

(36) Fried, *supra* note 8, at 432.

(37) *Id.* at 432-433.

ては取得を行っている会社が柔軟な対応をとることができることもその優位性として挙げられる。すなわち、市場買付けによれば、自社株買いプログラムを実施する旨を事前に開示すれば足り、<sup>(39)</sup> 具体的な自己株式取得の開始・中断・再開・終了は会社の意向に委ねられている。<sup>(40)</sup> そのため、具体的な自社株の買付け数は、事前に開示した内容に拘束されることはなく、<sup>(41)</sup> 証券市場の状況に依存することになる。

これに対して、自社株公開買付けの場合は、2(3)で述べたように、スケジュール TO の提出が求められるなど法定開示が必要となる。<sup>(42)</sup> そして、<sup>(43)</sup> 公開買付期間や買付け方法など取得方法の規制にも服さねばならない。このように考えると公開買付けによる自己株式取得は種々の規制があるため硬直的な制度とも位置付けることができよう。もっとも、市場買付けには規制がそれほどない分だけ法的リスクがあるとの指摘がなされている。<sup>(44)</sup> とりわけ短期間のうちに市場買付けによって自己株式取得を行った場合に次に述べる2つの法的リスクに晒される可能性がある<sup>(45)</sup> とされる。第1は、取引所法9条(a)項(2)号に基づき相場操縦規制違反となる可能性があることである。<sup>(46)</sup> 第2は、「擬制 (constructive)」的な自社株公開買付けとみなされ会社に対して全ての公開買付規制が及ぼされ得ることである。<sup>(47)</sup> これら2つのリスクに関しては市場買付けの規模と速さによって増大されるとされ、各企業が1日に買い付ける自社株の総額と総数を

---

(38) *Id.* at 433.

(39) *See e.g.*, NASDAQ RULE 5250(b)(1). なお、この点については、宮崎・前掲注(34)11～12頁。

(40) Fried, *supra* note 8, at 433.

(41) *Id.*

(42) *Id.*

(43) *Id.*

(44) *Id.*

(45) *Id.*

(46) *Id.*

(47) *Id.*

## 自社株公開買付けに関する若干の検討

抑制すればリスクを低下させることができるとも指摘されている。<sup>(48)</sup>これらの事情から、会社にとっては、一方で、短期間に規模の大きい自己株式取得をする場合には公開買付けを利用することの法的なインセンティブ<sup>(49)</sup>があるとされ、他方で、早急に終えることを必ずしも要しない小規模な自己株式取得をする場合には市場買付けを利用することに経済的なインセンティブ<sup>(50)</sup>があるとされる。

### (2) ファイナンス理論からの説明

自己株式取得の手段として公開買付けが用いられる動機について、ファイナンスの分野からも説明が試みられている。以下では、代表的な2つの理論について紹介する。

#### (i) フリー・キャッシュフロー仮説

フリー・キャッシュフロー仮説とは、余剰資金を有し適切な投資機会がない企業がかかる余剰資金を株主に分配しなかった場合、当該企業はエージェンシー・コスト<sup>(51)</sup>に直面するというものである。<sup>(52)</sup>すなわち、余剰

---

(48) *Id.*

(49) *Id.* at 434.

(50) *Id.*

(51) エージェンシー・コストに重点を置くならば、次の2つの観点からも説明される。すなわち、第1に、自社株公開買付けのための資金を借り入れた場合に、その利息を支払うために経営者が収益増加、コストカット、そして会社経営を効率的なものとするように重点的に努力するというレバレッジ効果 (leverage effect) が見込める。第2に、自社株公開買付けを行うことで社外株式の総数が減るため、経営者が保有している当該会社の株式の持分が増加することから、かかる持分の価値を高めたい経営者に経営努力するインセンティブを与える所有効果 (ownership effect) が見込める。もっとも、これらの説明によっても、レバレッジ効果については公開買付けの市場買付けや配当と比べたときの取引費用の高さを克服できおらず、また所有効果については自己株式取得で経営者の持分が増大しても新株発行によってそれは容易に希釈化されてしまうとの指摘がなされている。*Id.* at 440.

資金を株主に分配しない代わりに、経営者は自己利益的な投資を行うインセンティブを持ち、豪華なビルを無駄に建設するなど、正味現在価値 (Net Present Value) がマイナスとなるようなプロジェクトに投資してしまう<sup>(53)</sup>というものである。フリー・キャッシュフロー仮説によれば、このような場合に自己株式取得を実施して余剰資金を株主に分配することで、経営者の無駄な投資をするインセンティブを低下させ、企業価値が高められることになる<sup>(54)</sup>。このとき、余剰資金を分配する手段として自社株公開買付けを用いる限り、自社株公開買付けのアナウンスが株価を上昇させるはずであり、これによりフリー・キャッシュフロー仮説は自社株公開買付けのアナウンスに対する市場全体の肯定的な反応を説明できるとされる<sup>(55)</sup>。

もっとも、フリー・キャッシュフロー仮説は、企業が自己株式取得を実施する動機を説明することはできても、公開買付けを用いることについてそれは不十分であるとも言える。とりわけ、(1)で述べたように、公開買付けは市場買付けと比べると取引費用が高くなるが、それでも敢えて余剰資金の株主への分配手段として公開買付けを選択<sup>(56)</sup>することをフリー・キャッシュフロー仮説からは適切に説明できてはいない。

(ii) シグナリング仮説

シグナリング仮説は経営者と株主・一般投資者との間の情報の非対称

---

(52) See e.g., Tom Nohel and Vefa Tarhan, *Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on The Agency Costs of Free Cash Flow*, 49 J FIN ECON 187,188 (1997). なお、シグナリング仮説を説明する邦語文献として、例えば島田佳憲『自社株買いと会計情報』(中央経済社、2013年) 55頁が挙げられる。

(53) *Id.*

(54) *Id.*

(55) Fried, *supra* note 8, at 438.

(56) *Id.* at 439.

## 自社株公開買付けに関する若干の検討

性にに基づく説明である。すなわち、経営者は株価に反映されていない内部情報を保有しており、このような経営者が会社についての好ましい見通しという内部情報を市場に対して明らかにするために自己株式取得を行うことを前提とする仮説である。<sup>(57)</sup> シグナリング仮説のもとでは、会社の内部情報を有している経営者が、自社株が市場で過小評価されていることを伝達するために自己株式取得を実施し、これを受けた市場参加者が、経営者により発せられた株価が過小評価されているというシグナルに基づき過小評価を是正するため、株価が上昇すると説明される。<sup>(58)</sup> このとき、シグナリング仮説のもとでは、会社についての好ましい見通しという強いシグナル（情報）が、当該情報を有していない一般投資者らに対して、公開買付けを介して会社が自社株にプレミアムを付して買い付ける意思があるものとして伝えられる。<sup>(59)</sup>

もっとも、シグナリング仮説に基づいたとしても、株式が過小評価されているという誤ったアナウンスをしたところで会社経営陣にはコストは発生しない。<sup>(60)</sup> そうなると、株式が過小評価されているというアナウンスは信頼に足らないということになる。そこで、株式が過小評価されているというシグナルが信頼に足るものであるためには、仮に株式が実際には過小評価されていなかったとして、そのような場合に会社経営陣が自らに実質的なコストが課されるような行動をとらなければ意味がない。<sup>(61)</sup> 実際には、誤ったシグナルを発信しようとしている者が、このようなシグナルを送るには余りにもコストがかかりすぎると気付く程度に、ここにいうコストが非常に高くなる必要がある。<sup>(62)</sup>

---

(57) Nohel and Tarhan, *supra* note 52, at 188.

(58) F. H. Buckley, *When the Medium is the Message: Corporate Buybacks as Signals*, 65 *IND. L. J.* 493, 525 (1990).

(59) Nohel and Tarhan, *supra* note 52, at 188.

(60) Buckley, *supra* note 58, at 527.

(61) Fried, *supra* note 8, at 442.

(62) *Id.*

シグナリング仮説に基づくと、自社株公開買付けは、前述した信頼に足るシグナルを発することが可能となる。特に、市場株価にプレミアムを付した買付価格で自社株公開買付けをオファーし、かつ、内部者が当該公開買付けに応募しないことを約束することで、内部者は当該株式が自社株公開買付けの買付価格よりも高いとのシグナルを発することができる<sup>(63)</sup>。すなわち、実際の株式価値が自社株の取得価格を下回っていた場合、自社株公開買付けに応じなかった内部者（および他の自社株公開買付けに応じなかった株主）は、自社株公開買付けに応じた株主が高値で保有株式を会社に買い取ってもらうことになるため経済的な損失を被る（コストを負担する）こととなる<sup>(64)</sup>。ここでいう内部者の損失は公開買付けに応じなかった残りの株式に占める内部者の株式保有割合に比例する<sup>(65)</sup>。このようにして、シグナリング仮説によれば、内部者が株式の実際の価値が自己株式の取得価格を上回っていること（株価が過小評価されていること）を確信していることにつき信頼性をもって伝えるために自社株公開買付けを利用することができるのである<sup>(66)</sup>。また、誤ったシグナルを発することにより内部者にかかるコストは、自己株式の規模と内部者の持株比率に依存する<sup>(67)</sup>。したがって、自己株式取得の規模と内部者の株式保有割合が大きいほど、シグナルの信頼性はより高まる。

もっとも、フリード教授は、たとえ内部者が自社株公開買付けに応じないことを約束したとしても、市場売却など公開買付け以外の方法を用いて保有株式を売却することができてしまうことから、かかる自社株公開買付けに応じないことの約束は内部者による当該株式が市場で過小評価されていることの信頼に足るシグナルにはなり得ないとしてシグナリ

---

(63) *Id.*

(64) *Id.*

(65) *Id.* at 442-443.

(66) *Id.* at 443.

(67) *Id.* at 443.

自社株公開買付けに関する若干の検討  
(68)  
ング仮説を批判する。

#### 4 日本における自社株公開買付け

##### (1) 制度の概要

我が国において、金融商品取引法（以下「金商法」という）は、上場株券等の発行者が市場外で自己株式を取得する場合、①会社法156条1項の規定による買付け等、②上場株券等の発行者が外国会社である買付け等のうち、多数の者が当該買付け等に関する事項を知りうる状態に置かれる方法により行われる買付け等に該当するものについては、公開買付けによらなければならないと定める（金商法27条22の2第1項）。つまり、株主総会決議を得て特定の株主から株式を取得する場合を除いて、市場外で自己株式を取得するためには公開買付けを用いなければならない<sup>(69)</sup>。このような自社株公開買付けの制度は、平成6年に自己株式の取得規制が一部緩和された際に、当時の証券取引法が改正されて「発行者による公開買付け」の制度として創設されたものである。自社株公開買付けの制度が設けられたのは、(1) すべての株主に平等に発行会社に売却機会を与えることができること、(2) 取引の透明性が確保されること、(3) 一般の投資者に対して公平かつ適切に取得に係る情報を開示することが公開買付けを利用すれば可能となると考えられたからである。そのため、自社株公開買付けであっても、他社株公開買付けと同様に、公告を用いた手続などに関して適切な規定を設けて投資者への情報の開示と投資者間の公平を図る必要性はある<sup>(70)</sup>。したがって、自社株公開買付けについては、基本的に他社株公開買付けの規定が準用されている（金商法

---

(68) *Id.* at 446-447.

(69) 証券法研究会編『金商法体系 I 公開買付け(2)』（商事法務、2012年）463頁。

(70) 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣、2016年）295頁。

(71) 証券法研究会編・前掲注(69)463頁。

(72) 神崎ほか・前掲注(3)505頁。

27条の22の2第2項以下)。もっとも、自社株公開買付けは支配権の獲得を目的とするものではなく、その点において他社株公開買付けと制度趣旨を異にするため、株券等の所有割合についての規定（金商法27条の2第8項）および特別関係者の規定（金商法27条の2第7項）は準用されない。また、自社株公開買付けでは公開買付者と買付け対象者が同一であることから、<sup>(73)</sup>対象者に要求される意見表明報告書の提出（金商法27条の10）の規定も準用されない。なお、自己株式取得には、その弊害としてインサイダー取引など市場の公正さを害するおそれがあることが指摘されている。<sup>(74)</sup>すなわち、投資者の投資判断に影響を与えるような重要な情報が会社に存在しているにも関わらず、これを開示せずに自社株公開買付けを実施することは会社と投資者との間に著しい不平等をもたらすことになる。<sup>(75)</sup>このような弊害を回避するために、会社に未公表の重要事実があるときは、自社株公開買付けを実施するためには、公開買付届出書を提出する前に、かかる重要事実を公表しなければならない（金商法27条の22の3第1項）。加えて、公開買付届出書を提出した後に、公開買付期間の末日までの間に、会社に重要事実が生じたときは、直ちにかかる重要事実を公表し、かつ、公開買付けにかかる上場株券等の買付け等の申込みに対する承諾または売付け等の申込みをした者および上場株券等の売付け等を行おうとする者に対して、<sup>(76)</sup>公表の内容を通知することが求められる（金商法27条の22の3第2項）。

---

(73) 神崎ほか・前掲注(3)505頁。

(74) 例えば、江頭憲治郎『株式会社法〔第7版〕』（有斐閣、2017年）247頁。

(75) 神崎ほか・前掲注(3)506頁。

(76) 本文でいう重要事実とは、インサイダー取引規制における重要事実（金商法166条1項）と同様であり（金商法27条の22の3第1項括弧書）、公表の概念もインサイダー取引規制におけるもの（金融商品取引法施行令（以下「金商令」という）30条）と同様となる。



## 自社株公開買付けに関する若干の検討

### (2) 制度の各論的検討

我が国の自社株公開買付けについて、いかなる点が問題となり、検討すべきであろうか。以下では、紙幅の都合上包括的な検討はできないため、2あるいは3で紹介した議論と接合点を見出し易い(i)公開買付期間および(ii)公開買付価格について検討を行い、これらを踏まえて(iii)では分析を試みたい。

#### (i) 公開買付期間

自社株公開買付けを実施するにあたっては、他社株公開買付けと同様に、公開買付開始公告を行った日から起算して20営業日以上60営業日以内の期間を定めて公開買付けを行わなければならない(金商法27条の2第2項・27条の22の2第2項、金商令8条1項・14条の3の3第1項)。

この公開買付期間は、公開買付けが開始された後に短縮することは禁じられていること(金商法27条の6第1項3号・27条の22の2第2項)、および60営業日の範囲内で任意に期間延長をすることができること(金商法27条の6第2項・1項・27条の22の2第2項、金商令13条2項2号柱書・14条の3の8第1号)は他社株公開買付けと異なるところはない。

他方で、自社株公開買付けは公開買付者と対象会社が同一であることから、<sup>(77)</sup>対象者の請求による期間延長制度(金商法27条の10第2項2号、金商令9条の3第6項)は適用されない。また、公開買付期間内に重要事実の公表をしなければならない場合は、公開買付期間の末日の翌日から、重要事実が公表された日より起算して10営業日を経過した日までの期間、公開買付期間を延長し、直ちにその旨を公告または公表しなければならない(金商法27条の22の3第4項・27条の8第8項、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25条)。このような延長制度が認められているのは、公開買付期間中に新たな重要事実が発生した場合または未公表の重要事実の存在が判明した場合には、新た

---

(77) 証券法研究会・前掲注(69)474頁。

に公表される重要事実を踏まえて自社株公開買付けに応募するか否かを判断する機会を株主に保障する必要性があるためである。<sup>(78)</sup>

(ii) 公開買付価格

自社株公開買付けにおける買付け等の価格は、すべての応募株主等について均一にしなければならず（金商法27条の2第3項・27条の22の2第2項、金商令14条の3の3第3項）、この価格の均一性に関する制度設計あるいは議論は他社株公開買付けと何ら異なるところはない。

自社株公開買付けにおける買付価格の設定について、他社株公開買付けとの制度上の違いは、自社株公開買付けにおいては買付価格の引き下げが一切認められない点が挙げられる（金商法27条の22の2第2項後段）。自社株公開買付けにおいて価格引き下げが認められないのは、他社株公開買付けでは公開買付者が対象会社による株式分割等により不測の損害を被ることを防止するために価格引き下げを認める必要があるが、自社株公開買付けにおいては買付者と対象会社が同一であるため公開買付者を前述したような不測の損害から保護する必要性がないからである。<sup>(80)</sup>

以上を踏まえると、すべての応募株主等について均一な買付価格を設定する限り、買付価格の設定は会社の自由と考えられそうである。つまり、自社株公開買付けを成功させるために、破格のプレミアム（合理的な説明のつかないプレミアム）を付して高値で買い取るということも考えうるのである。すなわち、自社株公開買付けであっても、会社法上の自己株式取得に他ならないため分配可能額の規制（会社法461条1項2号）は受けるが、分配可能額の規制を踏まえた上での株主総会あるいは

---

(78) 山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法学説〔第2版〕』（有斐閣、2017年）298頁〔加藤貴仁〕。

(79) 有価証券その他金銭以外のものをもって買付け等の対価とする場合は、金商令14条の3の3第2項を参照。

(80) 証券法研究会・前掲注(69)475頁。

取締役会の授権を得た会社法156条1項各号に定める条件（以下「取得枠」という）の範囲内であればどのような価格設定であっても問題ないとも解せる。取得枠を受けた実際の取得価格は会社が決定するか取締役会決議により決められるかによるが（会社法157条1項柱書・2項）、取締役会設置会社を念頭に置けば、この問題は最終的には取締役の裁量の問題に帰着するであろう。では、破格のプレミアムを付した自社株公開買付けであっても、分配可能額の規制を遵守し、かつ、取得枠の範囲内であれば取締役の経営判断として尊重されるのだろうか。この点について、取得枠の範囲内であれば、買付価格が割高であったとしても、基本的には取締役の経営判断として尊重されると考えられているようである<sup>(81)</sup>。もっとも、破格のプレミアムを付したような場合については、自社株公開買付けの性質からみて次の2点で問題があるように思われる。まず、第1に、そもそも自社株公開買付けは会社財産を財源として行われることを看過してはならない。すなわち、破格のプレミアムを付してしまうことで、それが分配可能額の範囲内であっても、会社財産が余分に社外に流出してしまい、それによって企業価値が毀損され、結果的に残存株主が保有する株式の経済的価値（株価）が低下してしまう<sup>(82)</sup>。第2に、自社株公開買付けは分配可能額の範囲内で行われることから、現実的には株主のうち一部からの買付けにとどまることとなり、すべての株主に平等に売却機会を与えるという公開買付制度の趣旨は必ずしも貫徹することができない。このような場合には、破格のプレミアムを付して一部の株主から買付けを行うことにより、残存株主から売却株主への富の移転が発生するとも考えられる<sup>(83)</sup>。これらの点を踏まえると、分配可能額の規

---

(81) 前田雅弘「自己株式取得と取締役の責任」ジュリ1052号（1994年）23頁，26頁。

(82) 証券法研究会・前掲注(69)476頁。

(83) 江頭憲治郎＝神作裕之＝藤田友敬＝武井一浩『改正会社法セミナー 株式編』（有斐閣，2005年）53頁〔江頭憲治郎発言〕参照。

制を遵守し、かつ取得枠の範囲内での自社株公開買付けであっても、買付価格によっては取締役の善管注意義務・忠実義務に違反したものと<sup>(84)</sup>して当該取締役が責任追及を受ける場面も生じよう。

(iii) 分析—アメリカとの比較も踏まえて—

(a) 公開買付期間について

日本においては、(i) で述べたとおり、①公開買付期間は20営業日以上60営業日以内の期間を定めなくてはならず、②自社株公開買付けについては公開買付期間中の新たな重要事実の発生あるいは未公表の重要事実の存在の判明があった場合に期間延長が認められている。①の規制の趣旨は、下限を設けることにより投資者に熟慮期間を与え、上限を画することにより公開買付けに応募した投資者を長期間不安定な地位に置かないという点にある<sup>(85)</sup>。これは自社株公開買付けおよび他社株公開買付けに共通のルールである。加えて、②が法定されているのは、自社株公開買付けにおいては、新たな重要事実が発生したり、未公表の重要事実の存在が判明した場合に、これら重要事実を踏まえた投資判断を投資者ができるような時間的余裕を確保する必要性が考慮されたものである<sup>(86)</sup>。

他方で、アメリカにおいては、20営業日という下限は設定されており、買付価格または買付予定株数の変更がなされた場合に10営業日を継続する制度（SEC 規則14e-1(b)<sup>(87)</sup>）はあるが、上限は設定されていない。アメリカにおいて下限が設定されているのは、投資者に熟慮期間を与えるためであり、これは日本と異なるところはない。なお、自社株公開買付けに特化した制度は存在しないが、例えば新たな重要事実が発生したよ

---

(84) 証券法研究会・前掲注(69)476頁。

(85) 黒沼・前掲注(70)284頁。

(86) 山下ほか・前掲注(78)298頁〔加藤貴仁〕。

(87) 17 CFR § 240.14e-1(b)。

(88) James D. Cox et al., SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 1003 (8th ed. 2016)。

## 自社株公開買付けに関する若干の検討

うな場合においては、スケジュール TO を即座に修正しなければならず、投資者はこれをもとに投資判断することになる。

以上を踏まえると、日本とアメリカとでは、公開買付期間の下限を設定することは共通しているが、自社株公開買付けに関し、投資者の投資判断に影響を与える重要事実が会社（発行会社）に発生したような場合に日本では公開買付期間の延長が認められているのに対し、アメリカではそのような制度はなく、スケジュール TO の修正を速やかに行うことが求められているに過ぎない。

### (b) 公開買付価格について

公開買付価格については、日本とアメリカの双方においても、同一の公開買付け手続きにおいては、すべての応募株主について均一にしなければならないという点では共通しており、それは株主の平等的取扱いを図ることが目的である。

公開買付けにかかる価格設定の方法については、日本では会社側が募集の際に提示する買付価格は一本値であることが前提とされている<sup>(89)</sup>が、アメリカでは2で述べたようにダッチオークションという手法を用いることが認められており、一本値の買付価格で募集するほか、値域を指定することもできる。仮に、フリード教授が提示したダッチオークションの方が残存株主の利益となる一社外に流出する現金が少なくなる一の場合は、価格固定型とダッチオークションの2つ手段を認めているアメリカの方が日本よりも会社にとっては都合のよいことなのかもしれない。もっとも、これは、自社株公開買付けにかかる取引費用が低くなるとの観点からは首肯できるものかもしれないが、会社が自社株を株主から買い取るという場面で、一方当事者の会社（あるいは残存株主）のみの利益を考えることで良いのかという問題を残しているとも言える。この点

---

(89) 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第2号様式記載上の注意(7)b参照。

についての結論は留保したい。

なお、買付価格の合理性については、例えば破格のプレミアムを付した買付価格としてしまったような場合に取締役をはじめとした役員等が責任を負うかという問題が生じ得るが、これは日本においてもアメリカにおいても取締役の裁量の問題として処理されることとなろう<sup>(90)</sup>。

## 5 むすびにかえて

本稿では自社株公開買付けに関する問題点を検討することを試み、アメリカの制度設計や議論状況などを参考に論じた。

公開買付期間や公開買付価格については、日本とアメリカとでは、おおかた同様の問題意識を持っているよう思われる。すなわち、公開買付期間については、投資者が投資判断をするのに十分な時間と情報を確保することが念頭に置かれており、公開買付価格については、当該買付価格が合理的かという文脈においては最終的には取締役ほか会社経営陣の裁量の問題として処理されることがわかった。

もっとも、アメリカでは価格固定型の自社株公開買付けに加えてダッチオークションによる買付けも認められていることは検討すべき問題点を提示しているように思われる。ダッチオークションはアメリカにおいては自社株公開買付けのそのほとんどで用いられている手法であり、それは取得者である会社にとって価格固定型と比べて取引費用を抑えることができる点にメリットが見出せる。他方で、日本においては、少なくとも公開買付けについてはアメリカでいうところの価格固定型しか認められていない。現状として、筆者が調べる限りでは、我が国にダッチオークションを導入すべきとの立法論などはみられない。この理由として次

---

(90) この点については、別稿において検討した。宮崎裕介「自己株式取得と取締役の経営裁量との関係についての一考察」岡田豊基＝吉本健一編『(神戸学院大学法学部開設50周年記念企業法論文集) 企業関係法の新潮流』(中央経済社, 2018年) 279頁以下。

## 自社株公開買付けに関する若干の検討

の点が挙げられよう。すなわち、日本では自己株式取得の手段として多様な方法を用いることができ、例えば東京証券取引所の立会外市場である ToSTNeT (Tokyo Stock Exchange Trading NeTwork System) 市場における取引である ToSTNeT-3 (あるいは ToSTNeT-2) を用いれば、短期間のうちにまとまった数の自己株式を取得することができ、かつ、公開買付けとは異なり公告にかかる費用や手続に必要な事務負担も重くないことが多く、低コストでの自己株式取得が可能となる。<sup>(91)</sup>このような点に鑑みれば、現行の制度のもとでは、ダッチオークションを敢えて導入する必要性もないのかもしれない。とは言え、ダッチオークションにおける買付価格の決定は、自社株公開買付けが対峙する問題点に1つのヒントを与えてくれるものと思われる。すなわち、会社(会社経営陣)としては自社の株式が割安であるというシグナルを市場に送る意図があったとしても、それぞれ留保価額が異なる株主がいる中でいかなる買付価格が適切であるかを判断することは難しい。そのような場合に、ダッチオークションを用いれば、公開買付けのオファーを受けた株主が売却価格を提示して、その上で供給曲線が作られ買付けが成立するので、その意味で最適な公開買付価格を見出すことができる。この場合、ダッチオークションによって売付けをすることができた株主と残存株主との利害調整をいかにするかが問題となろう。この点については、本稿では十分な検討ができなかったため他日を期したい。

本稿では、現在の日本における、自社株公開買付けにかかる問題点の提示と検討を試みた。検討においてアメリカの制度設計や議論、そしてファイナンス理論を参照したが、そこから直接的な示唆は得られなかったかもしれない。それでも、上場会社による自己株式取得が増加している現在の日本において、少なくとも制度設計上は主たる取得手段として位置付けられている自社株公開買付けについて制度面あるいは理論面に

---

(91) 宮崎・前掲注(1)107頁。

おいて詰めるべき問題を提示することで本稿の第一次的な目的は達せられたのではないだろうか。自社株公開買付けについては、本稿で検討し尽くせなかった多くの問題がまだ残っている。これらについては今後の研究課題としたい。

【追記】 本稿は JSPS 科研費15K16968による成果の一部である。