

公開買付けにおいて対象者の意見表明は必要か

宮 下 央

I. 本稿のテーマ

本稿では、金融商品取引法（以下「金商法」という。）における意見表明報告書について、どのようなことが述べられるべきであるのかということを議論したい。

II. 法令上の定め

議論の前提として、まず、法令上の定めを概観する。

金商法上、公開買付けの対象となった会社は、公開買付けが開始された日（公開買付開始公告が行われた日）から10営業日以内に、意見表明報告書を提出しなければならないとされている（金商法27条の10第1項、金商法施行令13条の2第1項）。法律上、意見表明報告書に記載しなければならない内容は「当該公開買付けに関する意見その他の内閣府令で定める事項」としか規定されておらず、「意見」が、どのような内容のものを指しているのかも明らかにされていないが、内閣府令（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）に規定された意見表明報告書の様式（第4号様式）及びその「記載上の注意」に詳細に規定されており、かかる「記載上の注意」に、「意見」とはどのようなものを指しているのかを推し量ることができる記載が存在する。それによれば、（例示にとどまるものの）「意見の内容については、例えば『公開買付けに応募することを勧める。』、『公開買付けに応募しないことを勧める。』、『公開買付けに中立の立場をとる。』、『意見の表明を留保する。』等わかりやすく記載すること。」とされている。これを見ると、「意見」とは、公開買付けに応募することを勧めるか勧めないかについての対象会社の考えを記載することが想定されていると捉えるのが自然であると思われる。

Ⅲ. 実務の対応

1. 実際の記載

以上のような法令上の定めに対して、実際に提出された意見表明報告書においてどのような記載がなされているかを概観する。

現在の実務において、意見表明報告書には、①当該公開買付けに賛同するか否か、②当該公開買付けに応募することを勧めるか否かの2種類の意見が記載されることが通常である。実際に2023年中に提出された意見表明報告書においては、ほぼ全て上記の2種類の意見が記載されている（具体的には、①の意見については、74件中74件記載されており、②の意見については、74件中73件に記載されている。②の意見について記載がない1件は、いわゆる「同意なき買収」の事案である。）。

上記のような、①②の意見は、どのような理由に基づいて（それぞれ、①「賛同する」か否かについて、②「応募を勧める」か否かについて）判断されているのか。この点について、法令上は明確な定めはないものの、実務上一般的に、①の意見については、当該公開買付けによって対象会社の企業価値が向上するか否かという観点から判断されていると思われる。一方、②の意見については、公開買付価格に対する評価を理由として判断されていると思われる。前述のとおり、そのような判断の理由が記載されるべきことについて、法令上の明確な要請はないものの、そのような記載がなされることが実務上のプラクティスとして徐々に形成されていったことに加え、それと相前後して、公開買付関連書類を審査する関東財務局が、そのような記載を求める行政指導を行うようになったことが¹⁾、現在、ほぼ必ずそのような記載がなされるようになったことの背景にあると考えられる²⁾。

このような実務上の対応は必ずしも論理必然的なものであるとはいえず、実際、かつては、現在のように判断の理由の記載に関する実務は確立していなかった。例えば、「賛同する」ことのみが記載されており、「応募を勧める」かどうかについての記載がない（②の意見の記載がない）ものや、「賛同する。したがって、応募を勧める。」のように、①と②の意見の理由が区別されていない（②の意見の理由が①の意見である）ものが多く見受けられた。ま

1) 公開買付けを実施する場合、公開買付者は、公開買付届出書を関東財務局に提出する（金商法27条の3第2項、194条の7第1項及び第6項、金商法施行令40条1項1号）。実務上、公開買付者は、公開買付けの開始に先立ち、公開買付届出書の記載内容について関東財務局に事前に相談を行うことになるが（金融庁が2024年10月に公表した「公開買付けの開示に関する留意事項について（公開買付開示ガイドライン）」（以下「公開買付けガイドライン」という。）においては、「関東財務局は、公開買付届出書の記載内容について事前の相談に応じることとする。」と記載されているが（同ガイドライン A の3）、実務上は、必ず事前相談を行う必要があると捉えられている。）、その際の関東財務局とのやり取りにおいて、公開買付届出書の記載内容について詳細な行政指導がなされている。

た、「株主に対して合理的な売却機会を提供するものであるため賛同する」という趣旨の意見（現在の実務では②の意見の理由として一般的な公開買付価格に対する評価を根拠として①の意見を述べるもの）も見られた。

一方、現在の実務においては、上記のとおり①②の意見の判断の理由に関する考え方が確立した結果、実際に表明される意見の内容には顕著な傾向がみられる。具体的には、公開買付けが全部買付け（ここでは、公開買付けの後に会社法上のスクイーズアウトの手続を行って対象者の株式を全部取得することを目的とした公開買付けを意味する。この場合、公開買付け者以外の株主が一連の取引の完了後に対象者の株主に留まる余地は基本的にない。）である場合と部分買付け（ここでは、対象者の発行済み株式の全ての取得を目指していない公開買付けを意味する。この場合、既存株主が取引の完了後においても対象者の株主に留まる余地がある。）である場合で、①②の意見への対応は明確に分かれる。まず、部分買付けについては、調査対象とした15件（2023年中に提出された意見表明報告書のうち部分買付けの事案におけるもの）のうち「応募を勧める」旨の意見を述べているものは1件もなく、全て「応募するか否かは株主の判断に委ねる」旨の意見になっている³⁾。これに対し、全部買付けの場合は、調査対象とした58件（2023年中に提出された意見表明報告書のうち全部買付けの事案におけるもの）のうちのほぼ全て（56件）において「応募を勧める」旨の意見となっている⁴⁾。

2) 但し、公開買付けガイドラインBの1-3-3②においては、「公開買付けに関する意見として、公開買付けの実施に係る意見と公開買付けへの応募に係る意見を区別する場合には、例えば、公開買付けの実施に賛同する旨の意見を表明しつつ、公開買付けに応募することを勧めない旨の意見を表明する場合等、その意見の関係性が投資者にとって明確でない場合があり得る。」と規定されており、公開買付けの実施に係る意見と公開買付けの応募に係る意見を区別せずに記載することもあり得るかのような記載がなされている。また、公開買付けガイドライン上も、「賛同する」か否かや「応募を勧める」か否かがどのような理由に基づいて判断されるべきものであるか（意見の理由として何を記載すべきか）については記載されていない。

3) 特殊な事例として、エムスリー株式会社による株式会社ベネフィット・ワンに対する公開買付けの株式会社ベネフィット・ワンによる意見表明の内容は、当該公開買付けの開始後に対抗提案が行われたことにより、最終的には意見を留保することとなっている。もっとも、本稿では、そのような特殊事情が発生する前の当初の意見（「応募するか否かについては、当社の株主の皆様のご判断に委ねる」）についてカウントした。

4) 「応募を勧める」旨の意見となっていない2件については、市場株価を下回る公開買付価格での公開買付け（いわゆるディスカウントTOB）の実施後に株式交換を実施すること、あるいは、あらかじめ2回公開買付けを行うことを予定し、後行する2回目の公開買付けよりも低い公開買付価格で先行する1回目の公開買付けを実施することにより最終的に対象者の株式を全部取得することを目指した取引であった。先行する公開買付けにおいては、あらかじめ合意した大株主のみが公開買付けに応募することが想定されていたため、いずれの事案においても、その他の株主も含めた株主一般に対する意見としては、「応募するか否かは株主の判断に委ねる」旨の意見になっている。このような特殊な事例であるため、実質的には、全部買付けの場合は、調査対象とした全件について「応募を勧める」旨の意見となっていると捉えて良いといえる。

2. 記載の傾向についての理解

このような顕著な傾向が見られることの理由は次のように理解できる。

(1) 部分買付けの場合

まず、部分買付けの場合は、既存株主は、公開買付けが終わった後も対象者の株主に留まる余地がある取引である。そして、対象者が公開買付けに賛同している場合、対象者は公開買付けにより対象者の企業価値が向上すると考えているということになるので、企業価値が向上するのであれば、引き続き対象者の株式を保有する一すわなち、公開買付けに応募しないことが合理的であるということになるので、「応募を勧める」という意見にはならないことになる。

もっとも、これはやや単純化し過ぎた説明であり、公開買付けにより企業価値が向上する場合であっても、公開買付け後の（向上した）企業価値に基づき想定される1株当たりの株式価値を上回る公開買付け価格である場合には、やはり応募することが合理的であるということになるはずで、「応募を勧める」かどうかについても、公開買付けにより向上することが想定される企業価値（に基づき想定される1株当たりの株式価値）と公開買付け価格とを比較して判断されるべきであるが、実際に提出されている意見表明報告書の中でその点を検証しているものは通常ない。これには主に2つの理由があり、1つは、公開買付けによって企業価値が向上することが期待できる場合であっても、どの程度向上するかを定量化することは難しいため、比較検証することが困難であるということが挙げられる。もう1つの理由として、公開買付け者が合理的であれば、公開買付けの結果高められる企業価値（に基づき想定される1株当たりの株式価値）を超えて公開買付け価格を設定することはないと考えられるため、(i) 公開買付けにより企業価値が向上し、かつ、(ii) 公開買付け者が合理的であれば、公開買付けに応募しないことが正しい判断であるという一般論が一応成り立つと考えられるためである。

このように考えると、部分買付けの場合に、公開買付けの実施について賛同する対象者が述べるべき②の意見は、（公開買付け価格についての評価のみで判断した場合には）「株主に委ねる」ではなく、むしろ「応募しないことを勧める」ということになりそうであるが、既存株主が応募しなかったことの結果として公開買付けによる買収が実現しなくなってしまうと公開買付けの結果として企業価値が向上することもなくなってしまうため、応募しないことによって企業価値の向上による利益を既存株主が享受できるかどうかは定かではない。結果として、いずれが正しいとも判断できないため、「株主に委ねる」という意見になっていると考えられる。

(2) 全部買付けの場合

一方、全部買付けの場合、現在の実務においては、公開買付者が3分の2以上の議決権（あるいは、確実に対象者の株主総会特別決議を可決できると見込まれる数の議決権）を取得することが公開買付けの成立条件になっており、公開買付けが成立した場合には確実にスクイーズアウトが行われることになっているのが通常であるため、このような取引形態においては、既存株主は、公開買付けが成立した上で対象者の株式を継続保有する余地が基本的でないという点に特徴がある。この場合、既存株主は、公開買付けの成立後、公開買付者の下で対象者の企業価値が向上することによる利益に与かることはできないため、そうであるとすると、仮に、買収により実現する企業価値向上後の1株当たりの株式価値よりも低い公開買付価格であったとしても、買収が存在しない場合の対象者の1株当たりの株式価値よりも高い公開買付価格でありさえすれば、応募することが合理的であるということになる⁵⁾。そして、対象者が①の意見において賛同する公開買付けの場合、対象者の企業価値は買収が実現しない場合よりも実現した場合の方が高まるという前提であるため、公開買付価格も買収が実現しない場合の1株当たりの株式価値よりも高いことが通常である。このようなことが、全部買付けの場合には、基本的に全ての事案で「応募を勧める」旨の意見になっている理由であると考えられる。

もう1つ、より実務的な理由として、全部買付けの実務においては、公開買付けの終了後に、公開買付価格と同額で会社法上のスクイーズアウトの手続が行われるところ、このスクイーズアウトの手続は、基本的には対象者の取締役の意思に基づいて行われるという点が挙げられる⁶⁾。このようなプロセスにおいては、取締役は、仮に公開買付価格に対して「応募を勧める」旨の意見ではないとすると、既存株主に対して応募を勧めることができないような対価でスクイーズアウトを実施したということになるため、一種の自己矛盾のような状況が生じてしまうことになる。そのような状況を回避するために、対象者が「応募を勧める」旨の意見ではないような状況においては、そもそも全部買付けの公開買付けは実施されないということも考えられる。

5) ここでは、公開買付け後のスクイーズアウトの手続において株式買取請求権及び価格決定の申立権を行使し、より高い対価を求める余地があることや、“買収により実現することが期待されるシナジーが既存株主に適切に分配されるべき”であるといった価値判断については捨象している。

6) 会社法上のスクイーズアウトの方法として、対象者が株式併合を実施する方法がオーソドックスであるが（会社法180条）、この場合、対象者の取締役会の決議により、株式併合に係る議案が株主総会に付議されることになる（なお、株主（ここで想定されるのは公開買付けにより対象者の株式を取得した公開買付者）が、株主提案により株式併合に係る議案を提案することも可能であり、実例は限られるものの、その場合は、必ずしも対象者の取締役の意思に基づかずにスクイーズアウトが実施されることもあり得る。）。また、公開買付けにより公開買付者が90%以上の議決権を取得した場合には、株式等売渡請求の方法によりスクイーズアウトが実施されるが（会社法179条1項）、この場合は、対象者の取締役会は、当該株式等売渡請求を承認するという形でスクイーズアウトの実施にかかわることになる（会社法179条の3）。

IV. 現在の実務の潜在的な問題点

1. ほぼ必ず応募推奨がなされる実務の影響

このように、対象者が賛同している全部買付けの事例においてはほぼ必ず「応募を勧める」旨の意見（以下「応募推奨意見」という。）が表明されるという実務が定着したことの効果として、全部買付けの事案においては、対象者側が応募推奨意見を表明しないと、公開買付けを実施すること自体が困難になってしまうということが挙げられる。このような効果は、公開買付者にとって、“対象者による応募推奨意見の表明がない全部買付け”という、これまでの事例からすると異例な状況が起こっている中で公開買付けを実施する判断をすることが容易ではないため生じると考えられる⁷⁾。また、公開買付者にとっては、対象者による応募推奨意見の表明がない状態で公開買付け（及びその後の公開買付価格と同額の対価でのスクイズアウト）を実施すると、事後的に少数株主との間で、スクイズアウトの対価を巡る紛争が生じやすいという点も挙げられる⁸⁾。

2. 「応募を勧める」か否かについての対象者取締役のインセンティブ構造

このような状況も1つの理由として、対象者の取締役が「応募を勧める」かどうかを判断するに際して、取締役の個人的な立場にも着目すると、様々なインセンティブが働き得る構造になっている。

（1）取締役が取引の実現に消極的である場合

全部買付けの場合、対象者としては、もともと上場会社であったところ非上場会社になるという状況であるが、一般論として、対象者の取締役としては上場会社であり続けたいとい

7) もっとも、直近においては、そもそも対象者の賛同自体がない公開買付け（いわゆる「同意なき買収」。この場合は、対象者の賛同も（もちろん）応募推奨もない公開買付けとなる）に対する市場や投資者の抵抗感が大きく薄れてきていると思われるため、この点については、今後大きく変化していく可能性もある。

8) カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式取得価格決定申立事件大阪地裁決定（大阪地決平成24年4月13日）には、対象者側が応募推奨意見を表明していないということを、スクイズアウトの対価が妥当でない理由の1つの要素として捉えているように読める部分がある。また、ファミリーマート株式買取価格決定申立事件（東京地決令和5年3月23日）は、決定の内容としては、対象者が応募推奨意見を表明していないことを直接の理由としているわけではないが、事実としては対象者が応募推奨意見を表明していなかった事案であり、そのことは事件の帰趨に影響を与えたであろうというのが一般的な見方であると思われる。このように対象者が応募推奨意見を表明していない場合、裁判所の判断に影響を与えることがあり得ることに加えて、対象者が応募推奨意見を表明していない事実に着目したアクティビストなどが、裁判において「勝ち目がある」と判断して公開買付けの公表後に株式を取得して株式買取請求（価格決定申立て）をしてくることを招来し得る側面もある。

うことがあり得る⁹⁾。このような場合を含め、買収自体には反対ではないが、全部買付けには消極的である場合、対象者の取締役としては、全部買付けを回避するため、応募推奨意見を表明しないインセンティブが生じ得る。また、対象者にとって、買収により企業価値が向上しないという主張よりも、公開買付価格が十分ではないという主張の方がしやすい場合もあり¹⁰⁾、そのことから、取引の実現に消極的である取締役は、公開買付者に取引を断念させるために、応募推奨意見を表明しないという方法を採用することがあり得る。

また別の観点であるが、取締役個人としては、取引に積極的に反対ではないものの、賛成でもない場合、積極的に応募推奨意見を表明するインセンティブは生じづらい。そのような状況の場合、取締役個人としては、積極的に株主の投資判断（応募するかどうか）については是非を述べる（応募推奨意見を表明する）よりも、「株主の判断に委ねる」という意見の方が株主から非難や責任追及を受けづらい（取締役個人の責任が問題になりづらい）と考える可能性がある。

（２） 取締役が取引の実現に積極的である場合

取締役が取引の実現に積極的である場合、単純に考えて、取引を実現するために株主に応募を勧めるインセンティブが生じる。取締役が一義的には会社（対象者）に対して善管注意義務を負っていることからしても、“会社（対象者）の企業価値向上のために”株主に応募を勧めることが理に適っているという捉え方もできる。

加えて、公開買付価格が高いことは、必ずしも対象者にとって良いこととは限らない側面がある。典型的には、公開買付者がLBOローンにより買収資金を調達し、買収後に公開買付者と対象者が合併することが想定されているため、買収資金が増大すると対象者の財務面が対象者の事業に悪影響を生じさせることが想定されるような場合である。対象者が応募推奨意見を表明しないことにより（その旨を事前に公開買付者に伝えることにより）、公開買付価格が引き上げられる可能性があるが、そのことが対象者にとって良いことではないとした場合、対象者の取締役は、対象者の企業価値向上を第一に考えた結果として、既存株主にとっては十分ではない公開買付価格について応募推奨意見を表明するインセンティブが理論的には生じ得る。

このように、対象者の取締役が株主に応募を勧めるかどうかを判断することについては、株主の利益の確保の観点とは別のインセンティブが複数存在し得る。それに加えて、対

9) 上場会社である方が対象者の企業価値が向上するということであれば、そのように主張すれば良いわけであるが、企業価値の向上というよりも、上場会社であるというステータスに取締役が個人的な価値を見出しているような状況を想定している。

10) 公開買付価格が十分ではない（≡公開買付価格を引き上げよ）という主張は、表面的には既存株主の利益を確保することを意図しているように見えやすいからである。

象者の取締役は、必ずしも投資判断の専門家であるとは限らないため（むしろ、投資判断の専門家ではないことの方が通常である）、そうであるとする、対象者の取締役が、応募することを勧めるかどうかについて意見を述べる必要なのか、また適切なのかという疑問が生じる。

V. 解決の方向性

それでは、対象者が応募することを勧めるかどうかについての意見を述べることに代えてどのような制度があり得るか。

応募することを勧める場合も勧めない場合も、その論拠となっている客観的事実や評価があると考えられるため、例えば、それらについて提示することだけを義務付け、主観的な意見は述べる必要がないという制度設計もあり得るのではないか¹¹⁾。

客観的事実や評価の内容としては、過去の市場株価、プレミアム率、対象者から独立した第三者評価機関による算定結果、当該算定の基礎となっている事業計画の内容等が考えられる¹²⁾。

(TMI 総合法律事務所弁護士)

11) 仮に、応募を勧めるか否かについての意見を表明することを法的に義務付けなかった（あるいは、ガイドライン等で記載することを求めなかった）としても、対象者が任意に応募推奨意見を表明し、それが通常であるという実務が定着すると、結果的に本稿で取り上げた問題点は解消されないことになる。したがって、本稿の問題意識からは、応募を勧めるか否かについての意見を表明することを法的に義務付けない（あるいは、ガイドライン等で記載することを求めない）というを超えて、応募を勧めるか否かについての意見を表明してはならないという規制を課すことが考えられるが、これは現行法や現在の実務とあまりにもかけ離れており現実的ではないと考えられる。

12) これらの大部分は、現行法の下においても開示が義務付けられている（あるいは、公開買付けガイドラインにおいて記載が求められている）ため、開示される情報の内容としては現在と大きな差異はないが、法令の根拠をもって、個々の案件において開示される情報をより標準化・画一化することが考えられる。