Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2026-11-02

公開買付価格の均一性の解釈論

飯田, 秀総

(Citation)
神戸法學雑誌,63(3):1-25

(Issue Date)
2013-12

(Resource Type)
departmental bulletin paper

(Version)
Version of Record

(JaLCDOI)
https://doi.org/10.24546/81005428

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/81005428

KOBE UNIVERSITY

神戸法学雑誌第六十三巻第三号二〇一三年十二月

公開買付価格の均一性の解釈論

飯 田 秀 総

一　はじめに

公開買付価格は、均一の条件によらなければならない。これが、金融商品取引法（以下「金商法」という。）が規定している公開買付価格の均一性に関する規制[(1)]である。この規制は、公開買付けという手続きにおける、応募した株主を平等に取り扱うという理念が現われる基本的な規律の1つである。しかし、その適用範囲についての解釈はまだ確立されているわけではない。なぜなら、日本ではこの規制の適用が争われた裁判例はなく、あまり具体的な局面を想定せずに一般的な解釈が論じられるにとどまっているからである。本稿では、このギャップを埋めるために、アメリカの裁判例における特徴的な解釈論と、それが惹起した問題に対するSECの対応を検討し、日本法の解釈において考慮すべき点を明らかにする。

この規制に関する日本の通説的な理解によれば、公開買付規制は株主を平等に取り扱う制度であるから、公開買付価格についても、同一の公開買付けに応じた株主間の平等・公平を図るために、買付価格は均一でなければならないと解されている[(2)]。

---

(1)　金商法27条の2第3項、金融商品取引法施行令（以下「施行令」という。）8条3項。

(2)　松川隆志「有価証券の公開買付けの届出制度」商事法務556号2頁、8頁（1971）、

そして、買付価格の均一性の規制の適用範囲については次のような場合に問題となる。たとえば、対象会社の株主でもある取締役が、公開買付けに応募する場合で、公開買付けの成立後に取締役としての報酬を増額すると公開買付者が約束しているときに、当該報酬支払の約束が買付価格の均一性に違反しないかどうかが問題となる。

この問題を論じる先行研究においては、同規制違反かどうかが問題となる利益の供与が、公開買付けにおいて買い付けられた株券等の対価としての性質を有するかどうかという問題に帰着すると整理されている[(3)]。この整理は、取引の実質に立ち入って、問題となっている利益の供与が公開買付けへの応募の対価なのか、それとも公開買付け以外の取引（以下「別途契約」という。）における対価なのかを審査する解釈であり、当然の解釈であるようにも思える。

しかし、アメリカでは、日本の公開買付価格の均一性の規制に相当する、最高価格ルール（後掲二1参照。）について、同じように実質を重視する解釈をした裁判例が出た後、公開買付けを利用すること自体を回避する動きが出てくるという問題が生じ、最終的にはSECがセーフハーバー規定を導入するに至った[(4)]ことは、後掲二で検討するとおりである。

規制の潜脱を防止するという観点からは、柔軟に実質を審査する解釈が有益である。しかし、このような解釈には予測可能性を損なうという短所がある。

河本一郎＝神崎克郎『問答式　改正証券取引法の解説』151-152頁（中央経済社、1971）、神崎克郎ほか『金融商品取引法』490頁（青林書院、2012）、近藤光男ほか『金融商品取引法入門　第3版』369頁（商事法務、2013）。

(3)　三井秀範＝土本一郎編『詳説　公開買付制度・大量保有報告制度Q&A』43頁（商事法務、2011）、証券法研究会『金商法大系Ⅰ　公開買付け（2）』38頁（商事法務、2012）、長島・大野・常松法律事務所編『公開買付けの理論と実務〔第2版〕』180頁（商事法務、2013）。

(4)　この点について日本語で紹介するものとして、鈴木香子「米国SEC規則公開買付最高価格ルール改正のポイント」経理情報1141号44頁（2007）、「米国におけるベスト・プライス・ルールの改正とマネジメント・ロール・オーバー」商事法務1845号76頁（2008）、伊藤廸子＝Michael O. Braun監修『アメリカのM&A取引の実務』190-191頁（有斐閣、2009）参照。

アメリカではこの短所が実際の企業買収のスキームの選択に影響を与えた。同じような問題が日本でも生じないのだろうか。

このような問題意識から、本稿では、アメリカにおける最高価格ルールを検討し、なぜ萎縮効果が発生し、SECはこれに対してどのように対応したのかを考察する。なぜなら、この考察により、規制の潜脱の防止と予測可能性の確保という観点から考慮すべき点が明らかになり、日本の公開買付価格の均一性の規制の解釈・運用に役立てることができると考えられるからである。

以下では、二でアメリカ法を紹介し、三で検討をし、四で以上の考察をまとめてむすびとする。

二　アメリカ法

1　最高価格ルール

1934年証券取引所法（以下「取引所法」という。）14条（d）項（7）号[(5)]は、ウイリアムズ法によって、1968年改正で導入された。その規定は次のとおりである。

「公開買付けまたはそれに対する応募の要請もしくは招請の期間満了前にその条件を変更し、当該証券の保有者に提示した対価を引き上げる場合には、公開買付けまたはそれに対する応募の要請若しくは招請の条件変更前に当該証券を買い付けたか否かに関わりなく、当該公開買付けまたはそれに対する応募の要請もしくは招請にしたがって買い付ける全ての証券の保有者に対し、引き上げた対価を支払わなければならない。[(6)]」

また、SEC規則14d-10[(7)]は、1986年に導入され、2006年に改正された規定である。1986年当時の条文で、買付価格の均一性に関する規定は以下のとおり

(5)　15 USCS § 78n（d）(7).
(6)　翻訳は、日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集アメリカ（Ⅲ） 証券法、証券取引所法』203頁（日本証券経済研究所、2008）による。
(7)　17 C.F.R. § 240.14d-10.

である。

SEC規則14d-10（a）（2）：「公開買付者は、公開買付けを行ってはならない。ただし、公開買付けにしたがって証券の保有者に対して支払われた対価が、当該公開買付けの期間中に他の証券の保有者に対して支払われた最高の対価である場合は、この限りではない。」

SEC規則14d-10（c）：「本条（a）（2）は、公開買付けにおける1種類以上の対価の申込みを禁止するものではない。ただし、（1）証券の保有者が、提示された種類の対価の中から選択する権利を平等に与えられ、かつ、（2）証券の保有者に対して支払われた各種類の最高の対価が、当該種類の対価を受け取った他の証券の保有者に対しても支払われる場合に限る。」

このうち、SEC規則14d-10（a）（2）は最高価格ルールとよばれている。SEC規則14d-10（c）は、この最高価格ルールを、複数の種類の対価を公開買付けの対価に用いる場合にも適用することを明らかにし、その規律を定めている。

また、これらと同時に規定されたSEC規則14d-10（a）（1）は、全株主ルールと呼ばれており、公開買付けの対象となった証券の種類についての全ての証券保有者に対して、公開買付けが行われなければならないという規定である。

最高価格ルールと全株主ルールは、公開買付けの対象となった株式の全ての保有者を公正かつ平等に取り扱うことを保証することによって、ウイリアムズ法の目的を促進するためのものである[8]。また、このルールは、自己株式の取得のための公開買付けを、敵対的買収者を除外して行うという買収対抗策を是認したユノカル判決[9]の直後に規定されたことから、この点についてのユノカル判決を連邦法によって覆す機能を果たしたともいえる[10]。

最高価格ルールに公開買付者が違反した場合、裁判所は、公開買付価格と、

（8） SEC, *Amendments to Tender Offer Rules: All-Holders and Best-Price*, Release No. 34-23421（July 17, 1986）, 51 FR 25873.

（9） Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946（Del. 1985）.

（10） James D. Cox et al., Securities Regulation, Cases and Materials 1007（7th ed. 2013）.

違反と認定された別途契約において支払われた価格との差額を、公開買付けに応募したその他の株主の全てに対して支払うよう命じることになる[11]。この訴訟はクラスアクションで提起することが可能だから、もしも役員報酬の取決め等が最高価格ルールに違反したと判断された場合には、巨額の損害賠償が命じられるリスクを公開買付者は負っている[12]。そのため、公開買付者にとって、この最高価格ルール違反を主張する訴訟は、訴答の段階で却下の申立てが認められなかった場合には、巨額の和解金で和解する価値があるものとなる[13]。

この最高価格ルールについての4つの裁判例を、次に検討しよう。後掲2(1)、(2) 及び (4) は実質を重視する解釈を採用した裁判例であり、後掲2 (3) は形式を重視する解釈を採用した裁判例である。

2　裁判例

(1) 機能の基準 (functional test)

Field v. Trump, 850 F.2d 938 (2d Cir. 1988)

【事案の概要】

被告Yらは、被告T社の取締役会に対して、T社を対象会社として、1株あたり22ドルで公開買付けを開始することを提案した。その1週間後、Yらは、公開買付価格を22.50ドルに引き上げるとともに、T社の取締役会において承認されなければ、当該公開買付けを撤回することも警告した。これに対して、T社の取締役会で過半数の承認を得られたが、訴外Zら2名の取締役 (T社の株式の18.4％を保有していた。) は反対した。これを受けて、T社は、Yらと合併契約を締結したことと、Yらが1株あたり22.50ドルで公開買付けを開始

(11) Note, "*During the Tender Offer*" (*or Some Other Time Near It*) *: Insider Transactions Under the All Holders/Best Price Rule*, 47 VILL. L. REV. 677, 677-78 (2002).

(12) Ben Walther, *Employment Agreements and Tender Offers: Reforming the Problematic Treatment of Severance Plans Under Rule 14D-10*, 102 COLUM. L. REV. 774, 777 (2002).

(13) *Id*. at 777-78.

する旨のプレスリリースを発表した。その数日後、YらはZらと面談し、Zらの反対を解決する可能性について意見交換した。そして、Yらは、T社取締役会に対して、Zらとの交渉を促進するために、上記公開買付けを撤回する旨を伝えた。また、Yらは、公開買付けの撤回と、Zらとの交渉についてプレスリリースを発表した。そして、その日の夜、YらとZらは合意に達し、1株あたり23.50ドルで公開買付けを行うこと、Zらの株式をYらが取得するオプションの対価として、YらはZらに対して、330万ドルを支払うこと、および、Zらの費用と支出に対して、Yらが90万ドルを支払うことを合意した。1株あたり23.50ドルの公開買付価格に、合計420万ドルの追加の支払を加算すると、Zらの受け取る価格は1株あたり25ドルとなった。翌日、T社取締役会は、1株あたり23.50ドルでの公開買付けを承認し、当該公開買付けが実施された。これに応募した原告Xは、Zらが420万ドルを受け取ったこと（他の株主が受け取った価格よりも1株あたり1.50ドルのプレミアムが付加されていること）は、取引所法14条（d）項（7）号に違反すると主張して、Yらに対してクラスアクションを提起した(14)（公開買付けに応募した約6000人をクラスのメンバーとして、約1780万ドルの支払いを求めた(15)）。

原審は、この訴えを却下した。なぜならば、Yらは、Zらと和解契約を締結した時点では、公開買付けを撤回していたため、取引所法14条（d）項（7）号の違反には当たらないからであるとした(16)。

これに対して、第二巡回区控訴裁判所は、次のような理由から、取引所法14条（d）項（7）号違反に当たるとして、原審決定を破棄・差し戻しとした。

【判旨の概要】

ウイリアムズ法は、公開買付けを定義していない。会社の株式の購入が、私的に交渉されたのか、それとも、公開買付けの一部なのかという問題に直面し

(14)　Field v. Trump, 850 F.2d 938, 941-42 (2d Cir. 1988)
(15)　Field v. Trump, 661 F.Supp. 529, 532 (S.D.N.Y. 1987).
(16)　*Id*. at 532.

た裁判所は、公開買付けの様々な顕著な特徴とウイリアムズ法の目的の文脈において、当該購入を審査する機能の基準（functional test）を適用してきた。株式の取得がウイリアムズ法の目的において公開買付けの一部であるかどうかは、買収者が使った分類をそのまま信じることによって決めることはできない。もしそうしてしまうと、登録・開示の要件を含めてウイリアムズ法のほぼ全ての規定を、公開買付者は私的な購入であると宣言することで簡単に潜脱できてしまいかねない。

同様に、大株主に対して支払われる差別的なプレミアムを許すこととなる、問題とされている公開買付けの撤回の全てを有効と認めることは、最高価格ルールを完全にだめにしてしまうだろう。…

最高価格ルールの目的において、撤回の公表が有効となるのは、公開買付者が真に、もとの公開買付けの目的を放棄する意図を有しているときである。本件では、Yらの公開買付けは、Zらとの交渉を行う目的で撤回された。当該交渉は、T社の支配を獲得するという継続的な意図を示している。…

…（1）公開買付けが、買収の単一の計画の一部であるか；（2）公開買付けが同一の種類の証券の購入に関するものであるか；（3）公開買付けが同時もしくはほぼ同時になされたか。これらの要素は、公開買付けの撤回を公表した際に、公開買付者が最初の公開買付けの目的を放棄したかどうかを決定するのに有益である。この目的が放棄されていない場合には、問題となっている撤回のあとに新しい公開買付が行われたとしても、最高価格ルールの目的においては、単一の継続的な公開買付けであると取り扱わなければならない。

【検討】

本件は、公開買付け開始後に、いったん撤回し、その後に再度公開買付けを開始したという場合で、公開買付けを撤回している間に、特定の株主に対して、特別の対価を支払ったという事案である。公開買付けの撤回は有効であるか

ら[17]、形式的に見れば、特別の対価の支払いは公開買付け期間中に行われたわけではないため、最高価格ルールに違反しない。しかし、判旨は、実質を重視し、最高価格ルールの適用との関係では、本件の公開買付けの撤回は有効ではなく、募集の通算（integration）の法理を類推して、撤回前後の2つの公開買付けを通算し、単一の公開買付けとみなした[18]。したがって、特別の対価の支払いは、形式上は、公開買付けが撤回されている間に行われたが、実質的には単一の公開買付け期間中に行われたため、最高価格ルールに違反するとした。

この判旨に対しては、「取得の計画」とは何かを定義づけていないなど、基準として曖昧さがあり[19]、対価の性質の決定の問題がケースバイケースの判断に委ねられてしまうことが批判された[20]。

日本では、公開買付けの撤回は原則として禁止されるので（金商法27条の11第1項、施行令14条）、本件のような紛争は日本で起こることは考えにくい。しかし、日本でも公開買付けの開始前に、大株主が公開買付けに応募する旨を約束する応募契約が締結されることは多い。もしも、応募契約の締結の対価として本件のような金銭が支払われた場合には、日本でも公開買付価格の均一性の規制の対象になると解すべきケースが多いだろう。また、公開買付けに近接した時期に、公開買付価格と異なる価格で取引を行う場合、急速な買付け等の規制（金商法第27条の2第1項4号）の対象となれば、そのような取引は違法

---

(17) この事案の当時に効力を有していたSEC規則14d-2（b）は、公開買付け開始の公表後5営業日以内に当該公開買付を継続しない旨を公表すれば、当該公開買付けは開始されなかったとみなされる、と規定していた。本件では、まさに5日目に撤回の公表が行われたので、原審はこの撤回が有効でとした（Field v. Trump, 661 F.Supp. 529, 532（S.D.N.Y. 1987））。なお、1999年改正によって、公開買付けの撤回に関する5営業日ルールが廃止され、相場操縦目的での公開買付けの開始を規制する規則14e-8が制定された。

(18) *Field*, 850 F.2d at 945.

(19) John Mueller, *The 'All-Holder-Best Price' Rule: Executive Compensation Agreements and Their Place in Tender Offers*, 1 DePaul Bus. & Comm. L.J. 287, 302（2003）.

(20) Walther, *supra* note 12, at 783.

であるし、そうでなければ適法となるだろう。

(2) 不可欠な部分の基準（integral part test）

Epstein v. MCA, Inc., 50 F.3d 644 (9th Cir. 1995)

【事案の概要】

被告A社が、被告T社を対象会社として、1株あたり71ドルで公開買付けを行った。被告Yは、T社のCEOであり、T社の株式を約495万株保有していた。Yは、公開買付けに応募すると課税されてしまうので、公開買付けに応募せずに、A社と「資本出資と融資合意」という別の契約（以下「本件別途契約」という。）を締結した。この契約によると、Yは、その保有するT社株式を、A社の100％子会社である訴外M社の優先株と交換する。また、A社は、Yが交換するT社株式の数に、公開買付価格を乗じた額の106％に相当する額を出資して、M社を設立する。そして、Yが受け取るM社の優先株は、年に8.75％の配当を支払う、信用状（letters of credit）によって保証する、および、Yもしくはその妻のいずれかが死去した時点で買い戻し請求できる、とされていた。本件別途契約が締結されてから、本件公開買付けが開始された。また、本件別途契約の履行は、本件公開買付けの終了後に行われた。

本件公開買付けに応募した原告Xは、本件別途契約がSEC規則14d-10に違反すると主張して提訴した。

原審は、本件別途契約はSEC規則14d-10に違反しないとして、被告の却下の申立を認めた。これに対して、第9巡回区控訴裁判所は、次のように述べて、破棄・差し戻しとした。

【判旨の概要】

本件別途契約がSEC規則14d-10に違反するか否かは、Yが「公開買付けの期間中に（during such tender offer）」（SEC規則14d-10（a）（2））他のT社株主よりも大きい額の対価を受け取ったか否か、または、「公開買付けにおいて（in a tender offer）」（SEC規則14d-10（c））他のT社株主に対しては提供され

ていない種類の対価をYが受け取ったか否か、によって決まる。

もしも、本件別途契約がA社の本件公開買付けの不可欠な部分（integral part）である場合、A社はSEC規則14d-10に違反したことになる。なぜなら、A社は、T社の他の株主に対して提供したのとは異なり、かつ、おそらくより価値の高い対価をYに支払ったからである。

我々は、本件別途契約は、本件公開買付けの不可欠な部分であり、SEC規則14d-10の規制に服さなければならないと結論づける。2つの事実から、この結論を導かざるを得ない。第1に、Yの優先株式の買い戻し価格が、本件公開買付価格を参照して決定されること、第2に、本件別途契約が本件公開買付けの成立を条件としていることである。もしも本件公開買付けが失敗していたならば、YはT社の株主のままだっただろう。これは、A社の公開買付けに十分な数の株式の応募がなかった場合には、他のT社株主もまたT社の株主のままだっただろうことと同じである。A社がYと行った取引が本件公開買付けと異なるのは、提供された対価の種類（およびおそらくその価値）という、重要な点だけである。SEC規則14d-10（c）（1）は、このような取引を禁止している。

【検討】

判旨は、公開買付けの開始前に締結し、公開買付け終了後に履行を行った本件別途契約が、公開買付けの不可欠な部分を構成するとした。また、本件別途契約の内容が、特定の株主に対して、他の株主には提供されていない種類の（そしてより多額の）対価が支払われたとして、SEC規則14d-10違反を認定した。Y社は、本件別途契約が公開買付け期間中の行為でないことから違反に当たらないと主張したが、判旨はこの主張を否定した。さもなければ、公開買付者は簡単にSEC規則14d-10を脱法できてしまうからである。(21)

判旨で重要なのは、本件の事案の特徴として、本件別途契約の効力が、本件公開買付けの成否に条件付けられていた点である。判旨は、もしも本件別途契

(21) Epstein v. MCA, Inc., 50 F.3d 644, 655 (9th Cir. 1995).

約が、本件公開買付けの成否にかかわらず、確定的に効力を発生するものであったならば、本件別途契約はSEC規則14d-10に違反しなかっただろうとしている[22]。

なお、後の別の事件において、第3巡回区控訴裁判所は、取引が公開買付けの成否に条件付けられているか否かという本判決の判断基準を批判している。なぜなら、公開買付者は、いつものように、公開買付けの成功を条件とする、証券の取得以外の取引（別途契約）を行っており、第9巡回区控訴裁判所が本判決で採用した判断基準では、これらの取引をことごとく最高価格ルールに服せしめてしまうことになり、妥当でないからである[23]。

さて、本判決の判断基準と、機能の基準との異同は、取引の実質に着目するという点で共通しているものの、本判決の不可欠な部分の基準は、公開買付けの成否と連動しない形での取引であれば、それは不可欠な部分には該当しないとする点で、取引の形式を相対的にはより尊重するものともいえる。

しかし、この不可欠な部分の基準は、ケースバイケースの判断をするというだけであり、将来公開買付けを行う者にとってのガイドラインとしては機能していないと批判されている[24]。問題となっている利益の供与が、公開買付けに応募したことへの対価なのか、それとも役員報酬なのかということが論点であるのだから、公開買付けの不可欠な部分かどうかを問うことは無関係な問題を基準とするものであると批判されている[25]。

日本でも、別途契約の対価性を審査する際に、抽象的に公開買付けの不可欠な部分を構成するかどうかに着目してしまうと、本件判旨に対する批判があてはまり、公開買付価格の均一性の規制の適用範囲が広くなりすぎるおそれがある。

（22） *Id*. at 656-57.

（23） *In re* Digital Island Securities Litigation, 357 F.3d 322, 336-37 (3rd Cir. 2004)（むしろ、中心の論点は、支払われたものが、公開買付者が、株主に対して公開買付けを支持し、その保有する株式を応募する報酬として与えたプレミアムに該当するかどうかである、とする）.

（24） Mueller, *supra* note 19, at 303.

（25） Walther, *supra* note 12, at 791-92.

(3) 画一基準 (bright line test)

Lerro v. Quaker Oats. Co., 84 F.3d 239 (7th Cir. 1996)

【事案の概要】

被告A社は、被告T社に対して、1株あたり14ドルで、公開買付けを行った。本件公開買付けが公衆に対して公表されたのは1994年11月4日だった。T社の株式の35％を保有していた被告Lは、本件公開買付けに応募することを約束するとともに、たとえ本件公開買付けが不成立になったとしても、その保有している株式を取得する権利をA社に与えていた。

また、A社の子会社である訴外S社と、T社は、訴外Z社と、それぞれの製品の流通のために新たな流通契約を締結した(以下「本件別途契約」という。)。Z社の過半数の株式をLの関連会社が保有し、20％の株式をT社が保有していた。本件別途契約において、Z社は、インディアナ州、イリノイ州及びウイスコンシン州の特定の地域において、特定の量のA社とT社の製品の排他的な流通権が与えられた。

本件公開買付けに応募した原告Xらは、本件別途契約が、Lに対して追加的な対価を支払うものであって、取引所法14条(d)項(7)号とSEC規則14d-10(a)(2)に違反すると主張して、本件訴訟を提訴した。

原審は、本件別途契約が締結されたのが公開買付けの前であったことから、SEC規則14d-10(a)(2)には違反しないとした。第7巡回区控訴裁判所は、次のように述べて、この結論を維持した。

【判旨の概要】

公開買付けの前は、公開買付け期間中(during the offer)ではない。

公開買付けに近接した時期だが、公開買付けではないところで行う株式の取得は、全ての投資家にとって利益がある取引にとってきわめて重要かもしれない。支配株主は、しばしば、間接的な又は非金銭的な利益を受け取っているので、他の投資家にとって魅力的な価格であっても、その株式を手放したがらない。同時に、潜在的な買収者は、その大株主に株式を手放させるのに必要な

価格を全ての株主に対して支払ってしまうと、利益を得ることは不可能になってしまうかもしれない。たとえば、会社の株式が20ドルで取引されており、30％の株式を保有するインサイダーが30ドル以下ではその株式を売却せず、また、潜在的な買収者は当該会社を1株あたり25ドルの価値があると評価しているとしよう。全ての株式に対して25ドルの買付申込みをしても、インサイダーの株式を取得することはできず、支配株式を取得できなければ公開買付けの失敗に至るだろう。しかし、もしも買収者が支配グループに対して、公開買付けを開始する前に、30ドルを支払って取得し、残りの株式について1株あたり22ドルで取得し、結果として平均1株あたり24.40ドルで取得できるのであれば、取引は実行可能である。そして、一般投資家、支配株主グループ、買収者の全員にとって利益をもたらすことができる。

【検討】

本件は、公開買付けの前に締結された契約であれば、最高価格ルールに違反することはないとした判決である。「公開買付けの期間中（during）」という要件のルールについて、どこかに線を引かなければならず、その線は明確なものであるのが一番よいとした[(26)]。機能の基準や不可欠な部分の基準と対比すると、この画一基準は、取引の実質に立ち入らず、形式的に、取引が行われた時期に注目する点に特徴がある。そのため、機能の基準や不可欠な部分の基準を曖昧であると批判する学説も、画一基準に対しては支持するものもある[(27)]。

ただし、判旨は、完全に形式的に、公開買付けの期間中かどうかだけでしか判断しないという規範を定立したわけではない。たとえば公開買付けで14ドル支払い、公開買付けの1か月後に追加で6ドルを支払うという約束をしている場合、追加の支払は公開買付けの期間中に支払われたものとみなすとしている[(28)]。

---

(26) Lerro v. Quaker Oats. Co., 84 F.3d 239, 243 (7th Cir. 1996).
(27) Note, *supra* note 11; Mueller, *supra* note 19, at 305.
(28) Lerro v. Quaker Oats. Co., 84 F.3d 239, 245 (7th Cir. 1996).

いずれにしても、画一基準は、時期に着目するものであることが原則である。それは、裏返すと、問題となっている別途契約の性質を考慮せず、支払われた対価が公開買付けに応募することへの対価かどうかに着目しない。そのため、画一基準の下では、支払われた対価が公開買付けに応募することへの対価である場合であっても、時期をずらすことで最高価格ルールを回避することが可能になってしまう点で過小規制になると批判されている[(29)]。

また、画一基準においても、別途契約のどの部分が公開買付けの期間中になされている場合に、最高価格ルールの対象になるのかという点が実は明らかではないという指摘もある。すなわち、別途契約に基づく支払が公開買付けの期間中になされると規制の対象になるのか、それとも、別途契約の締結が公開買付けの期間中になされれば規制の対象になるのかという問題がある。また、公開買付者が別途契約の当事者でなければならないのか、それとも、役員報酬のように対象会社が支払う場合でも最高価格ルールの対象になるかという問題がある、というわけである[(30)]。

なお、本件判旨では、支配株主にプレミアムの独占を認めることの意義が論じられているが、日本法はプレミアムの分配を要求する機会均等ルールである3分の1ルール（金商法27条の2第1項2号）を採用しているので、この点の判旨は日本法の解釈で直接的に参照することはできない。

(4) 機能の基準と不可欠な部分の基準を併合する基準

Katt v. Titan Acquisitions, LTD., 133 F.Supp.2d 632 (M.D.Tenn. 2000)

【事案の概要】

被告A社は、訴外T社に対して、1株あたり11.75ドルの価格で公開買付けを行った。原告Xの主張は、被告らが、次のような契約を締結したことによっ

(29) Walther, *supra* note 12, at 799-801.

(30) Jason A. Gonzalez, *Sunglasses: The Secret to Making Tender Offers Fashionable, Side Agreements and the All-Holders/Best-Price Rule*, 1 N.Y.U.J.L. & Bus. 335, 349 (2005).

て、取引所法14条（d）項（7）号の最高価格ルールに違反した、というものだった。すなわち、公開買付けの開始とともに、A社は、T社と、T社の株主でもある特定の役員たちとの間での様々な契約を尊重するという契約である。

この様々な金銭に関する契約（以下「本件別途契約」という。）において、報酬の継続、T社の支配権の変更が発生した場合およびT社の役員の雇用契約が終了した場合における、T社役員に対するインセンティブ報酬の支払いが規定されていた、とXは主張する。

本件別途契約は、A社と被告U社が、公式の公開買付けを公表する直前の数か月の間に履行された。本件別途契約は、これらの会社の役員に、他の投資家がその株式を売るように促させるためのものであり、また、T社の所有権をU社にスムーズに移転することを約束するためのものだった。

Xの主張は、本件別途契約が、特定の株主に対してのみ支払われた追加的な対価であり、Xや他のT社株主に対しては支払われていないから、取引所法14条（d）項（7）号に違反するというものである。Xは、これと同額の追加的な支払をするように求めて、本件クラスアクションを提起した。

【判旨の概要】

当裁判所は、第2巡回区と第9巡回区の不可欠な部分の基準と機能の基準を採用し、A社と、株主でもあるT社役員との金銭的なインセンティブ契約が、A社によるT社に対する公開買付けの不可欠な部分にあたると結論づける。本件別途契約は、A社の公開買付けの直前に締結され、T社をA社が買収することが成功することを確保するように作られている。したがって、本件別途契約は、A社の公開買付けの不可欠な部分であるとみなされ、取引所法14条（d）項（7）号およびSEC規則14d-10に服するものである。

証券法は、その性質上、矯正的なものであり、法の目的を達成するために広く解釈すべきであるという何よりも大切な原則が、当裁判所の指針となるルールである。

当裁判所は、公開買付けの不可欠な部分の基準と、機能の基準を採用する。

なぜなら、これらの基準の主要な目的は、取引所法14条（d）項およびSEC規則14d-10の立法の目的にかなうからである。

A社がT社の株主でもある役員と締結したインセンティブ契約は、A社の公開買付けの不可欠な部分であり、特定の株主にのみ支払われた追加的な対価に該当し、取引所法14条（d）項（7）号とSEC規則14d-10に服する。A社は、買収を確実にするために、3000万ドルもの追加的な対価をT社役員に支払うことを合意した、とXは主張する。このような対価は、主に（たとえそれが排他的ではないとしても）A社の公開買付けを支持するように誘引するためのものだった。このような契約が、A社によるT社に対する公開買付けの公表の直前の数か月前に締結された。これらのインセンティブ契約は、A社の公開買付けが成立した場合にのみ支払われた。本件別途契約は、A社の公開買付けの不可欠な部分である。

【検討】

判旨は、不可欠な部分の基準と機能の基準を採用するとしつつ、適用したのは前者の基準である。本件の報酬契約は、A社による公開買付けが成功した場合にのみ効力が発生すると構成されていたので、公開買付けの不可欠な部分に該当すると判断された。

判旨の基準に対しては、公開買付けが完了した際に効力を発生する別途契約が、訴訟リスクに直面することになったと批判されている。なぜなら、買収の成否が、主に、対象会社の役員・従業員が当該会社に残ると決心するか否かにかかっている場合が多く[31]、原告が、当該別途契約は公開買付けの不可欠な部分であると主張するのは容易だからである[32]。

3　セーフハーバー規定の導入

上記2で検討したように、裁判例は、実質を審査する基準と、形式的に審査

(31)　Note, *supra* note 11, at 677.
(32)　Mueller, *supra* note 19, at 305-06.

する基準とに分かれていた。そして、実質を審査する基準を採用する裁判所に訴訟が係属した場合には、報酬に関する支払が最高価格ルールに違反すると主張する訴えが提起されて責任が認められる可能性があることから、公開買付けを実施するというスキームが魅力的ではないものになってしまっているという問題があった。法律事務所の多くは、最高価格ルールの規制のない、会社法上の合併が利用可能な場合には、合併がたとえ時間・コストの面で非効率的ではあっても、公開買付けではなく合併を利用するようにアドバイスしていたという意見があった。このことを、SECは認識していた。(33)

そこで、SECは、2006年、最高価格ルールの規制の目的を潜脱する行為を防止しながら、規制の明確性を確保して公開買付けに対する萎縮効果を取り除く目的で、次のようにルールの明確化とセーフハーバーの規定を導入した。(34)

第1に、最高価格ルールのSEC規則14d-10（a）（2）の文言が修正され、公開買付けにおいて応募された証券に対して提示され、かつ、支払われた対価に関してのみ、最高価格ルールが適用されることが明確化された。(35)

第2に、最高価格ルールは、雇用の報酬、退職金、もしくは他の雇用関連給付の取決めを規律する意図ではないことを明確にする目的で、次のようにSEC規則14d-10（d）が導入された。(36)

まず、報酬等に関して支払われた対価が、一定の要件を満たす場合には、最高価格ルールに違反しないという次のような内容が、SEC規則14d-10（d）（1）において規定された。すなわち、同条（a）（2）は、対象会社の証券の保有者との間における、雇用の報酬、退職金または他の雇用関連給付についての交渉、執行もしくは修正、それらの取決めにしたがって支払われたもしくは支払われる予定の支払金、または、与えられたもしくは与えられる予定の給付を禁止す

(33) SEC, *Amendments to the Tender Offer Best-Price Rules*, Release No. 34-54684 (Dec. 8, 2006), at 8, *available at* http://www.sec.gov/rules/final/2006/34-54684.pdf.
(34) *Id*. at 22.
(35) *Id*. at 1.
(36) *Id*. at 1.

るものではない。ただし、当該取決めにおいて支払うことができる額が、①証券の保有者によって行われた過去の業務、将来行われるだろう業務、または行うことを差し控えるだろう業務に対しての対価として支払われ又は与えられ、かつ、②証券の保有者が公開買付けにおいて応募したまたは応募する予定の証券の数に基づいて計算されたわけではない場合に限る（SEC規則14d-10（d）(1)）。

この2つの要件のうち①は、結局、報酬の対価が、公開買付けへの応募の対価ではなく、別途契約における対価であるという要件である。また、②は、不可欠な部分の基準の要素を部分的に取り込んでいるといえる。ただし、この規定は、上記2で検討した裁判例のいずれかの基準をそのまま採用したわけではなく、いずれとも異なる要件を課したといえる。

そして、このSEC規則14d-10（d）（1）のセーフハーバー規定として、SEC規則14d-10（d）（2）が導入され、雇用の報酬、退職金または他の雇用関連給付についての取決めが、次のように独立取締役によって承認された場合には、本条（d）（1）の要件を満たしたと認められることとなった。すなわち、①対象会社の報酬委員会もしくは報酬委員会と類似の機能を果たす取締役会の委員会が、当該取決めを承認した場合（対象会社が当該取決めの当事者となっているかどうかを問わない。）、または、公開買付者が当該取決めの当事者の場合は、公開買付者の報酬委員会もしくは報酬委員会と類似の機能を果たす取締役会の委員会が当該取決めを承認したとき、②対象会社もしくは公開買付者の取締役会に、報酬委員会もしくは報酬委員会と類似の機能を果たす取締役会の委員会がない場合、または、対象会社もしくは公開買付者の報酬委員会もしくは報酬委員会と類似の機能を果たす取締役会の委員会の委員に、独立した者がいない場合には、当該取決めを検討・承認するために構成された取締役会の特別委員会が、当該取決めを承認したとき、または、③対象会社もしくは公開買付者が外国の発行者である場合は、当該国の法又は規則の下で、雇用の報酬、退職金、もしくは他の雇用関連給付を承認する権限のある、取締役会の構成員またはその委員会が、当該取決めを承認したときである（SEC規則14d-10（d）(2)）。

このように、対象会社または公開買付者の独立取締役が承認することでセーフハーバーとする以上は、独立取締役の独立性の要件が重要となる。そして、ここでいう独立取締役の独立性の判断基準について、SECは、規則14d-10（d）（2）に対する指示において、次のように規定する。まず、公開買付者又は対象会社が上場会社の場合は、上場している証券取引所の上場規則における、報酬委員会の構成員の独立性の基準に従う。もしも公開買付者又は対象会社が上場会社でない場合であっても、証券取引所の上場規則における、報酬委員会の構成員の独立性の基準に従う。公開買付者又は対象会社が外国会社の場合、当該会社の本国における、承認権限のある取締役会の構成員または委員会の独立性についての法、規制、規則または基準を満たせばよい。つまり、SECは、独立性の要件について独自の基準を立てることはしなかった。

このように独立取締役からなる報酬委員会による承認をセーフハーバーの要件としている理由は、取締役の信認義務、報酬委員会の独立性の要件のかなりの進歩、およびコーポレート・ガバナンスの最近の進歩があるので、これらがセーフハーバー導入に際しての予防手段となるからである、とSECは述べている[37]。

このセーフハーバー規定は、画一基準のように、別途契約の時期にのみ注目するのではなく、報酬の決定プロセスに着目することによって、最高価格ルールの適用の有無を明確にしており、予測可能性が十分に高められた。現に、この2006年改正が行われてから、公開買付けが利用される件数の割合が、急激に増えており[38]、最高価格ルールによる公開買付けに対する萎縮効果をセーフハーバー規定の導入で取り除くという目的は実現できているといえる。

（37） *Id*. at 21.

（38） Jim Mallea, *Timing to Close – Tender Offers vs. Mergers*（Feb. 24, 2010）, available at https://www.factsetmergers.com/marequest?an=dt.getPage&st=1&pg=/pub/rs_20100224.html.（友好的買収において公開買付けが利用される割合が、2004年は8.71％だったのが、2010年には33.33％になった）

三 検討

アメリカで公開買付け利用の萎縮効果が発生した原因を考えるにあたり、機能の基準や不可欠な部分の基準を採用する裁判例において、別途契約である報酬契約が最高価格ルールに抵触すると判断された実例があることが重要である。たんに学説上の解釈論として、条文の解釈が分かれていたというのとは、そのインパクトが大きく違うだろう。そして、このような裁判例から、取引実務において萎縮が生じた背景としては、次の2点が特に重要である。

第1に、ゴールデン・パラシュートを導入している場合、買収後の対象会社において、継続して経営陣として残ってもらうには、報酬額の増額等をしないと、CEOとして会社に残るインセンティブが生じないという前提がある。対象会社の優秀なCEOがいるからこそ、当該会社を買収しようと思う公開買付者にとっては、当該対象会社のCEOが退職してしまったのでは、当該公開買付けを実行する意味もなくなってしまうという場合がある。対象会社のCEOに残ってもらうために、公開買付者は、当該CEOと別途契約を締結し、公開買付けの成功を条件として、公開買付けの開始前に、ゴールデン・パラシュートで支払われただろう金額と同等の額の支払いをする代わりに、CEOに公開買付けへ応募するとともに、対象会社に役員として残ってもらうという契約を締結することがあり得る[39]。

第2に、このような報酬契約を締結したいというニーズが多いにもかかわらず、これが最高価格ルールの規制の対象に含められる可能性がある場合には、公開買付者にとって訴訟リスクはかなり深刻な問題となる。最高価格ルールの違反を理由とする損害賠償請求は、クラスアクションによる訴訟となり、かつ、原告の勝訴の見込みがそれなりにある場合には、公開買付者にとって訴訟リスクが大きすぎ、公開買付けを利用すること自体を止めさせてしまうことすらある。たとえば、0.1％の株式を保有している者に対して、2000万ドルを公

(39) Walther, *supra* note 12, at 782–83.

開買付けで支払い、さらに、別途契約の報酬契約において500万ドルを支払った場合、これが最高価格ルールに違反していると認定されたときには、最大で約50億ドルの損害賠償が認められる可能性がある(40)。このリスクを避けようとすれば、公開買付者は、和解に応じるだろう。そして、公開買付者が和解に応じるであろうことを見越して、勝ち目のない訴訟でも提起して、和解金を受け取ることを目的に提訴する動機をもつ原告や代理人弁護士が出てくる可能性がある。

以上の状況を日本と対比させると、次のようにいえる。第1に、日本の判例において、別途契約の対価を、公開買付価格の均一性の規制に違反すると判断した事例はない。そのため、アメリカにおいて、最高価格ルール違反と判断した裁判例が存在するのとは状況が大きく異なる。

第2に、日本では、ゴールデン・パラシュートが巨額に設定されているという実務が一般的とは思われず、公開買付けに際して報酬の増額が、企業買収の不可欠な部分になるとまではいえないケースが多いのではないだろうか。公開買付け後も、対象会社の経営陣が会社に残るというケースは多数あるように思われる。

第3に、和解目的での（勝ち目のない）訴訟の提起は、日本でも理論上は考えられなくはないが、日本の弁護士の実務の現状では、深刻な問題を惹起しているとまではいえない。しかも、日本にはクラスアクションはない。そのため、巨額の損害賠償責任を問われる可能性は、アメリカと比べるとかなり低い。

したがって、現在の日本において、公開買付価格の均一性の規制のせいで、公開買付けの実務に萎縮効果が生じるとは考えにくい。

そして、理論的には、結局、公開買付価格の均一性の規制や最高価格ルールの適用にあたり、問題となる利益の供与の性質決定（対価関係の審査）が重要であるということが、日本でもそうであるし、2006年改正のSEC規則でもそうであるという点を確認することに意義がある。

---

(40) *Id*. at 808.

この問題となる利益の供与の対価関係の審査は、ケースバイケースの判断にならざるを得ないが、基本的には、公開買付けとは別個の契約として別途契約が存在している場合には、当該別途契約の対価として支払われたものと扱うのが自然だろう。別途契約が形式上存在するが、それは全くのダミーに過ぎないという場合には、当該利益の供与は、公開買付けの対価と考えるべきこととなるだろうが、これはかなり例外的な場合に限定されて然るべきである。たとえば、別途契約の対価が、当該別途契約の当事者である株主が保有している株式の数に基づいて計算されたものである場合には、当該対価は公開買付けの対価として支払われたと扱うべきだろう。これに対して、たとえばSEC規則のように、独立取締役からなる報酬委員会が報酬額を決定したときは、当該報酬契約は正当に存在すると解すべきである。これと同様のことは、その他の契約（たとえば、応募契約における表明保証の条項で、大株主関係者を役員に選任することを約束し、これに違反した場合に公開買付者が補償責任を負う場合[41]）においても当てはまり、通常の手続きで契約が締結されていれば、これは正当に存在するものであって、公開買付規制を脱法しようとするものではないと考えてよいだろう。

アメリカの裁判例にみられた、公開買付けの成立を条件にした別途契約一般に公開買付価格の均一性の規制の対象範囲内とするのは、広すぎて妥当でない。また、別途契約のタイミングについては、公開買付けの期間中に締結・履行がされれば、当該別途契約の対価が真実は公開買付けの対価であると扱うべきケースである可能性が高くなり、逆に公開買付けと離れた時期になればその可能性が低くなるという程度にすぎないと解すべきだろう。アメリカの画一基準を採用した裁判例も、完全に時期だけで規制の適用の有無を決めていたわけではないことからも明らかなように、時期だけで対価の性質を審査する基準では、規制が容易に潜脱されてしまうおそれがあるからである。

より大切なのは、このような別途契約の存在が開示された上で、公開買付け

---

(41) 証券法研究会・前掲注（3）46頁参照。

の是非を、対象会社の株主が判断したか否かである。このような考え方は、別途買付の禁止の例外の規定においてもみられる。すなわち、公開買付開始広告を行う前に締結した契約に基づく場合で、公開買付届出書にその契約の存在・内容が明らかにされているときは、公開買付けによらないで買付けをすること（別途買付）が認められている[42]。そうであるとすれば、株式の買付けではない別途契約において、特定の株主に対して利益の供与が行われたとしても、そのことを開示していれば問題はないと扱うことは、勿論解釈的に、許容されて然るべきだろう。そして、現行法でも、対象会社の役員と公開買付者との間の契約に関しては、開示が要求されている[43]。したがって、解釈論としては、別途契約が公開買付届出書にて開示されていた場合には、原則として公開買付価格の均一性の規制に違反しないと解することとしてよい。

株主の平等取扱という理念からみると、このような議論には疑問の余地があり得るかもしれない。しかし、平等取扱の理念が及ぶのは、規制が明確に規定している場合に限られ、その他の場面ではこの原則を貫徹しなくても不当とはいえない。もしも、欧州型の公開買付規制のように、公開買付けの直前の6ないし12か月間に対象会社の株式を取得していた場合には、支払った価格の最高額以上の価格を公開買付価格としなければならない、という公開買付価格の最低価格の規律を採用しているのであれば、別途契約の対価関係の評価をできる限り慎重に行うべきだという議論につなげることは可能かもしれない。ところが、日本法には、そのような最低価格規制は存在しない。したがって、平等の理念を最大限に尊重して公開買付価格の均一性の規制の解釈論を展開する必要は必ずしもない[44]。なぜなら、公開買付価格の均一性の規制と最低価格規制

(42)　金商法27条の5第1号。

(43)　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「他社株府令」という。）10条5号、他社株府令第2号様式記載上の注意（27）、他社株府令25条1項5号、第4号様式記載上の注意（5））参照。

(44)　日本の公開買付け価格規制の具体的な制度設計にあたり、平等の理念は重要ではあるが、どの程度まで平等の理念を実現して制度を構築するのかにとっての決め手は、平等の理念だけからは決まらないという点について、飯田秀総「公

とは別のルールだからである。しかも、本稿の上記の議論は、別途契約を常に問題なしとするわけではなく、原則として問題はないと扱うにすぎず、例外的に公開買付価格の均一性の規制に違反する場合があることを排除するわけではないから、平等の理念を無視しているわけでは全くない。

四　むすび

本稿では、アメリカにおける最高価格ルールをめぐる裁判例を検討し、公開買付者と対象会社の役員の間の報酬契約が最高価格ルールの対象に含まれるとした例があるせいで、公開買付けを利用することを萎縮させる効果が発生し、SECはこれに対してセーフハーバー規定を導入することでこの萎縮効果を取り除いたということを明らかにした。そして、日本の状況に関して、アメリカと対比すると、日本の裁判例にはこのアメリカの裁判例のようなケースがない等のため、萎縮効果が発生しているとはいえないこと、重要なのは問題となっている利益の供与の対価関係であることに日米で違いはないことを確認した。

本稿で紹介したアメリカ法の展開は、アメリカの状況に固有のものであって、日本とは状況が異なるというのが本稿の結論ではある。しかし、日本法の解釈論や司法制度の変化が将来生じる場合には同じような問題が起こりうる。

開買付規制における対象会社の保護」法協123巻5号912頁（2006）参照。また、平等の理念を前面に押し出すと、複数の種類株式に対する公開買付の場合に、プレミアムも平等に設定するべきだという議論につながりやすいが、日本法はそのように設計されておらず、最高裁（最判平成22年10月22日民集64巻7号1843頁）も平等の理念を前面に押し出すような解釈は採用していない（飯田秀総「カネボウ少数株主損害賠償請求事件最高裁判決の検討［平成22.10.22］」商事法務1923号4頁（2011）参照）。この意味で、複数の種類株式に対する公開買付けにおける公開買付価格の均一性の規制は、同一の種類株式の価格が均一でなければならないという意味にすぎず、異なる種類株式に対する対価を均一とすることまでは求められていないと解すべきである。証券法研究会・前掲注（3）43頁、長島・大野・常松法律事務所・前掲注（3）177頁、清原健『詳解公開買付けの実務』209頁（中央経済社、2007）参照。

また、そのような変化が生じていない現在の日本における公開買付規制の解釈論に対しても、アメリカ法の展開は思考実験としての検討の素材を提供するものであり、重要である。

本稿で検討した問題は、公開買付規制でしばしば登場する、規制の潜脱を防ぐという要請と、法の適用の予測可能性を確保する要請とが対立する領域の問題である。公開買付規制のような技術的な概念によって構築されている規制については、様々な具体例を通じて初めて問題の所在が明らかになることが少なくない。この意味で、本稿のように比較法によるアプローチを用いて、公開買付規制の検証を行うという作業は、今後も必要である。本稿はこの作業の一部分に過ぎない。公開買付規制の全体をこのような問題意識で検証する作業は、今後の課題としたい。

［付記］本研究について、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の助成金を受けました。心より感謝申し上げます。