

米国で定着するダッチ・オークション方式の自社株公開買付

米国では、自社株買いがごく普通の企業財務手法として公開企業の間で普及し、活発に用いられている。それらは多くの場合、公開市場における買付というかたちで実施されるが、一部の自社株買いはダッチ・オークション方式の自社株公開買付というわが国ではみられない手法で行われる。

当レポートでは、同手法について紹介した後、その特徴や活用目的などについて述べることとする。

1. ダッチ・オークション方式とは

ダッチ・オークション方式の自社株公開買付は、一定価格方式の自社株公開買付、公開市場での買付、相対取引による買付、プット権発行による買付（Transferable Put-Right）¹に並ぶ自社株買いの手法の1つである。

このタイプの自社株公開買付は、一定価格方式の場合と同様、公開買付のアナウンスをするところから始まる。買付者である企業は、買付予定株数と買付価格を公表するが、一定価格方式では、4ドルや8.5ドルというように、買付者が買付価格を一義的に決めるのに対し、ダッチ・オークション方式では、8ドルから10ドルというように、最低買付価格と最高買付価格を定めてその範囲で買い付ける。公開買付に応じる株主は、定められた価格の範囲で最低売却価格を指定する。

その結果、買付者の買付価格は、株主の供給行動によって異なってくる。例えば、企業Aが自社株公開買付の買付予定株数を1万株、買付価格の範囲を11～15ドルと発表したとする。表1のケース1では、最低売却価格11～14ドルの範囲で、応募株数が企業Aの買付予定株数である1万株に達している。このような場合、買付者は買付予定株式の1万株を、株主が提示した最低売却価格のうち最高の価格、すなわち一律14ドルで買い取らなければならない²。

ケース2では、最低買付価格の11ドルの条件で、既に2万株の応募があり、買付予定

¹この手法で自社株を買い付ける企業は、全ての株主に対し、同社が買い付けたい株数の Transferable Put Right（移転可能なプット権）を発行する。通常は、権利を行使した株主が、企業に市場価格を上回る価格で持分を売り付けることができるように条件設定される。例えば、当該企業が発行済み株式の10%を買い付けたい場合、10株当たり1株相当のプット権を付与する。持分を売却したい株主は、プット権を行使し、持分の継続保有を希望する株主はプット権をセカンダリー・マーケットで売却することが出来る。

² SEC 規則 13e-4(f)(8)(i)（全株主ルール）と同(ii)（最高価格ルール）による。

株数を上回っている。このような場合、買付者は按分比例で買い付けなければならない³。すなわち、11 ドルの応募者から均等に応募株数の半分を買い付けることになる。

ケース 3 では、累積応募株数が買付予定株数に達していない。このような場合、買付者は応募株式総数の 3,000 株を 1 株当たり 15 ドルの最高買付価格で買い付けることになる。

表 1 ダッチ・オークション方式

最低売却価格 (ドル)	応募株数(株)		
	ケース 1	ケース 2	ケース 3
11	500 (500)	20,000 (20,000)	0 (0)
11.5	1,000 (1500)	5,000 (25,000)	0 (0)
12.5	2,500 (4,000)	5,000 (30,000)	0 (0)
13	2,500 (6,500)	5,000 (35,000)	0 (0)
14	3,500 (10,000)	5,000 (40,000)	500 (500)
14.5	5,000 (15,000)	5,000 (45,000)	1,000 (1,500)
15	5,000 (20,000)	5,000 (50,000)	1,500 (3,000)

(注) 括弧内は累積応募株式数

(出所) 野村総合研究所作成

2. 定着するダッチ・オークション方式

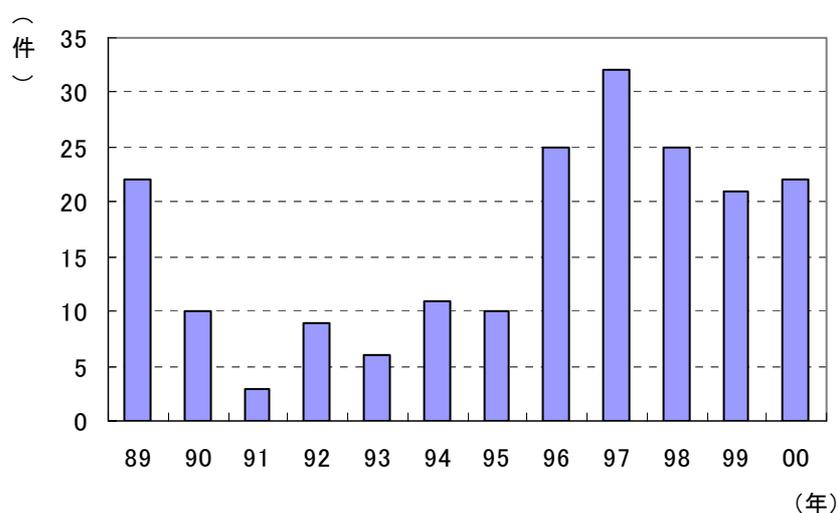
米国では、99 年に約 2,100 件、2000 年に約 1,800 件、そして 2001 年には約 1,250 件の自社株買いの発表がなされた⁴。また、別の資料⁵によれば、99 年にはニューヨーク証券取引所上場の 1,253 企業が総額で推計 1,810 億ドルの自社株を買い付けたとされる。99 年のニューヨーク証券取引所上場全企業の配当総額がおよそ 2,160 億ドルであったのに比べても非常に大きな金額である。ただ、これらのうち件数ベースで 9 割以上は公開市場での買付である。それに対し、ダッチ・オークション方式の自社株公開買付の件数は、最近 5 年間で見ても年間 20~35 件程度である (図 1)。

³ SEC 規則 13e-4(f)(3) (按分買付ルール)。

⁴ ブルームバーグより

⁵ Justin Pettit, "Is a Share Buyback Right for Your Company?", *HARVARD BUSINESS REVIEW*(April 2001)

図1 ダッチ・オークション方式の自社株公開買付の件数



(出所) パイパー・ジャフレー社資料等より

自社株公開買付が用いられ始めたのは 70 年代前半で、当時はわが国と同じように一定価格方式で全て行われていた。ダッチ・オークション方式の自社株公開買付を最初に実施したのは、1981 年の Todd Shipyards 社であると言われている。同社は、当初一定価格方式の自社株公開買付を予定していたが、ディーラー・マネージャーを務めるベア・スターンズ社がダッチ・オークション方式を提案して、初めて採用された。その後もしばらくは、一定価格方式の方が件数が多かったが、80 年代の終わり頃に逆転し、現在ではダッチ・オークション方式の割合がかなり高くなっている。

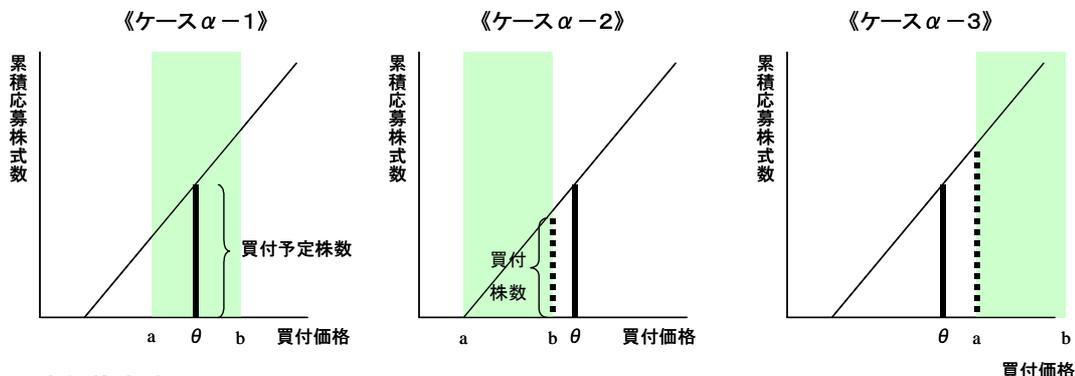
3. ダッチ・オークション方式の特徴

ダッチ・オークション方式の最大の特徴は、株主に売却価格を決めさせるという点である。各株主の間で株価の評価や期待収益率、買付者との関係など様々に異なることから、累積応募株式数を縦軸にとり、買付価格を横軸にとった時のグラフは右上がりの供給カーブを描く、すなわち、買付価格が上昇するにしたがって、累積の応募株式数が増加してゆくと考えられる。ダッチ・オークション方式は、この右上がりの供給曲線を利用する。

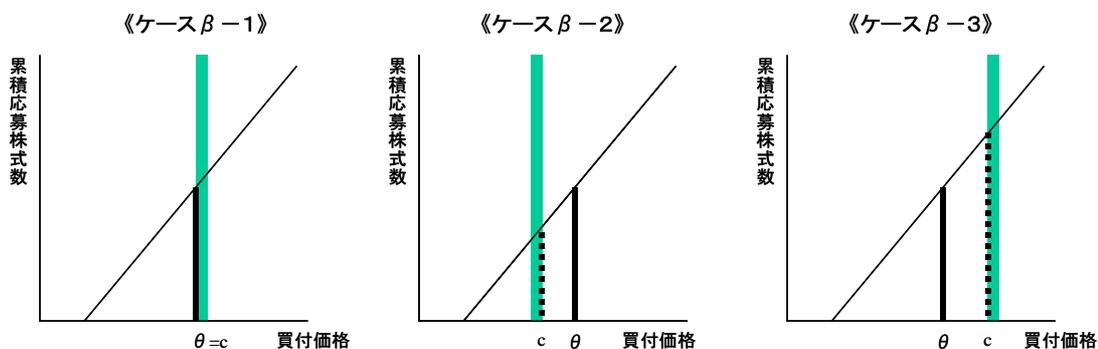
自社株公開買付を実施する際、買付予定株数と累積の応募株式数がほぼ一致する買付価格が存在するはずであり、いま仮にその価格を θ と定める (図 2)。

図2 供給カーブと自社株公開買付の類型

<ダッチ・オークション方式>



<一定価格方式>



【ダッチ・オークション方式】

ケース	買付価格	買付株数
α-1	θ	予定株数通り
α-2	$b(<\theta)$	予定株数以下
α-3	$a(>\theta)$	予定株数通り

【一定価格方式】

ケース	買付価格	買付株数
β-1	$c(=\theta)$	予定株数通り
β-2	$c(<\theta)$	予定株数以下
β-3	$c(>\theta)$	予定株数通り

(出所) 野村総合研究所作成

買付者である企業にとって最も望ましいのは、買付予定株数を価格 θ で買い付けることである。《ケース $\alpha-1$ 》では、買付者が定めた範囲内に θ があり ($a \leq \theta \leq b$)、また《ケース $\beta-1$ 》では、一義的に定めた買付価格 c と θ が一致するため、買付価格は θ になる。だが、《ケース $\alpha-2$ 》や《ケース $\beta-2$ 》のように、買付価格を θ よりも低めに設定してしまった場合、予定通りの株数を買付けることができない。一方、《ケース $\alpha-3$ 》や《ケース $\beta-3$ 》のように買付価格を高めに設定してしまった場合、予定通りの株式数は確保できるものの、買付コストが高かつき、公開買付終了後の株価の下落要因になる上に、按分比例での買付を強制される。

θ の値がいくつになるか事前にはわからないので、買付価格に一定の幅を持たせ、株主からの供給を募るダッチ・オークション方式の方が、一定価格方式よりも価格 θ で買い付

けられる可能性が高いという点で優れている。

4. 実証分析

ダッチ・オークション方式と一定価格方式の比較については、過去に複数の実証研究がある。以下では、自社株公開買付のプレミアム、発行済み株式数に占める買付株数等の比率などについて、80年代の事例を基に行われた2つの実証研究⁶の結果と、2000、2001年の自社株公開買付のデータ集計の結果を紹介する。

1) プレミアム

ここで言うプレミアムとは、自社株公開買付の発表日以前の株価に対して、どの程度割増（もしくは割引）した買付条件であるかということである。ダッチ・オークション方式では、最高買付価格には平均で15～20%程度のプレミアムが、最低買付価格には平均で2～3%程度のプレミアムが付いている。そして、実際の買付価格には、平均13～17%程度のプレミアムが付いた（表2）。これより、実際の買付価格は、最大買付価格に近いことがわかる。2000、2001年に実施されたダッチ・オークション方式の自社株公開買付のうち約6割のケースで、実際の買付価格が最高買付価格と等しくなった。ただし、実際の買付価格が、最高買付価格と最低買付価格の間となったケースも25%程度存在した。

⁶ Kamra, Sreenivas, George Kanatas, and Steven Raymar, “Dutch Auction Versus Fixed-Price Self-Tender Offers for Common Stock,” *Journal of Financial Intermediation*, 2, 1992, pp. 277-307（実証研究A）と Comment, Robert, and Gregg A. Jarrell, “The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases,” *Journal of Finance*, 46, September 1991, pp. 1243-1271（実証研究B）。

表 2 自社株公開買付のプレミアム

(単位:%)		ダッチ・オークション方式				一定価格方式			
		平均値	中央値	最低値	最高値	平均値	中央値	最低値	最高値
プレミアム (最高買付 価格)	実証研究A	16.7	15.7	4.1	41.2	-	-	-	-
	実証研究B	15.7	14.3	na	na	-	-	-	-
	00、01年	21.5	20	▼3.0	77.5	-	-	-	-
プレミアム (最低買付 価格)	実証研究A	2.9	1.9	▼11.1	18.0	-	-	-	-
	実証研究B	2.0	1.2	na	na	-	-	-	-
	00、01年	3.4	2.9	▼14.4	33.1	-	-	-	-
実際に支 払われた プレミアム	実証研究A	13.2	13.0	▼8.6	41.2	19.2	17.6	▼9.2	50.0
	実証研究B	12.8	12.5	na	na	20.6	16.0	na	na
	00、01年	16.4	15	▼9.0	47.9	24.7	21.9	5.8	72.2

(注) 1. 実証研究 A は、1985～89 年までの 120 件の自社株公開買付（うちダッチ・オークション方式 57 サンプル、一定価格方式 63 サンプル）を、実証研究 B は、1984～89 年までの 128 の自社株公開買付（うちダッチ・オークション方式 63 サンプル、一定価格方式 65 サンプル）を分析対象とする。2000 年、2001 年のデータは、ダッチ・オークション方式 31 サンプル、一定価格方式 15 サンプルを基に算出。

2. プレミアムは、実証研究 A 及び 2000、2001 年のデータ分析では自社株公開買付発表日の 5 営業日前の株価を、実証研究 B では 3 営業日前の株価を基準に計算。

(出所) 野村総合研究所作成

一方、一定価格方式では、平均で 20～25%程度とダッチ・オークション方式より高い水準のプレミアムが付いている。すなわち、ダッチ・オークション方式を選択した方が、買付者は買付予定株数をより低いコストで買い付けられることになり、そのことがダッチ・オークション方式の件数が一定価格方式の件数を上回っている理由の 1 つになっていると考えられる。ちなみに、2000、2001 年のデータは、どちらの方式についても実証研究 A、B の数値を上回っており、ここ数年は 80 年代よりもプレミアムの水準が若干上昇していることが伺える。

2) 発行済み株式総数に対する買付株数等の比率

自社株公開買付実施企業の発行済み株式数に対して、どの程度の比率で買い付けを行っているのか集計したのが表 3 である。買付予定株数に関しては、ダッチ・オークション方式では平均 15～17%程度、一定価格方式では平均 19～25%程度で、一定価格方式の方がより高い買付比率を目標としている。実際に買い付けられた株数に関しても、ダッチ・オークション方式の平均 13～15%程度に対して、一定価格方式では平均 16～22%程度と、一定価格方式の方がより高い比率の株式を買い付けている。

ただし、公開市場における自社株買いの買付比率の平均が約 7%⁷であるのに比べて、どちらの方式もそれを大きく上回っており、より高い買付比率を目標とする場合に、自社株公開買付の手法が好んで用いられている可能性が高いことがわかる。

⁷ ある実証研究によれば、1980～90 年に発表された公開市場における自社株買いの、発行済み株式数に対する買付比率は平均 6.6%であった。

表3 発行済み株式数に対する買付株数等の比率

(単位:%)		ダッチ・オークション方式				一定価格方式				
		平均値	中央値	最低値	最高値	平均値	中央値	最低値	最高値	
発行済み株式数に対する	買付予定株数の比率	実証研究A	17.4	15.9	4.4	53.3	24.8	20.8	3.7	67.9
		実証研究B	15.6	14.7	na	na	18.8	16.6	-	-
		00、01年	15.5	14.7	2.5	42.7	na	na	na	na
	応募株数の比率	実証研究A	na	na	na	na	na	na	na	na
		実証研究B	15.7	12.5	na	na	25.0	12.9	na	na
		00、01年	na	na	na	na	na	na	na	na
	買付株数の比率	実証研究A	15.1	13.7	0.1	53.3	22.0	19.1	1.4	61.1
		実証研究B	13.1	12.5	na	na	16.6	13.6	na	na
		00、01年	14.7	14.6	0.1	44.2	15.6	17.6	2.9	29.2

(注) 実証研究 A、B の分析対象はプレミアムの場合と同様。2000、2001 年のデータは、ダッチ・オークション方式 30 サンプル、一定価格方式 12 サンプルを基に算出。発行済み株式数は、自社株公開買付の直前期末の数値を使用。

(出所) 野村総合研究所作成

また、実証研究 A によれば、応募株数のうち実際に買い付けられた株数の割合は、ダッチ・オークション方式では平均 93.9%、一定価格方式では平均 73.9%となっている。これより、一定価格方式では、応募が買付予定株数に達するように若干高めのプレミアムが付けられる結果、応募株数が買付予定株数を大幅に上回るケースが多いことが推察される。

3) 時価総額

80 年代の自社株公開買付を分析対象とした実証研究 A、B では、ともにダッチ・オークション方式を実施した企業の方が、一定価格方式を実施した企業よりも時価総額が大きいという分析結果が出ている (表 4)。又同時に、ダッチ・オークション方式を実施した企業の上場先を見ると、ニューヨーク証券取引所もしくはアメリカン証券取引所である場合が多く、ナスダック登録の企業の数には少なかった。

しかし、2000、2001 年にダッチ・オークション方式を実施した 29 社の時価総額⁸は平均 9.41 億ドル、中央値は 1.73 億ドルと 80 年代に比べその水準が低下している。また、この 2 年間については、実施企業の約 7 割がナスダック登録企業であった。

表 4 自社株公開買付実施企業の時価総額

(単位:億ドル)	ダッチ・オークション方式		一定価格方式	
	平均値	中央値	平均値	中央値
実証研究 A	21.12	10.23	5.76	0.61
実証研究 B	20.13	10.35	7.23	0.96

(出所) 野村総合研究所作成

⁸ 自社株公開買付実施直前の決算期末時の計数。

5. ダッチ・オークション方式の活用目的

1) 様々な活用目的

企業がダッチ・オークション方式の自社株公開買付により自社株買いを実施する動機や目的は、以下のように多岐に渡ると考えられる。ただ、どの目的で行う場合が多いのかに関してははまだ明らかになっていない。

(1) 「シグナリング効果」による株価の上昇

企業の経営陣が、現在の自社の株価が割安であると判断した場合、そのメッセージを市場に伝え、経営陣が妥当とする水準まで株価を引き上げることを目的として自社株公開買付が実施されることがある。買い付けにより発行済み株式数が減少するので、利益の水準が変わらなければ、EPS や ROE といった財務指標の数値が向上し、株価の上昇につながる。

このいわゆるシグナリング効果を利用した自社株買いの成否に関しては様々な論議がなされていて、その効果を疑問視する意見もある。過去の実証研究では、一般にダッチ・オークション方式は一定金額方式よりもシグナリング効果が弱いことが指摘されている。前節で紹介した実証研究 B の集計では、自社株公開買付の発表から 1 週間後のリターンが、ダッチ・オークション方式では平均約 8%、一定価格方式では平均約 12%となっている。

(2) 余剰キャッシュの株主還元

企業が他に資本コストを上回るような投資対象を持たない場合、余剰なキャッシュを株主に還元することを目的として自社株公開買付が実施されることがある。株主への利益還元の方法としては、配当を増やすという選択肢もある。しかし、配当を頻繁に変更することは、増配の時はよいものの、減配の場合、株価に与えるマイナスの影響が大きい。また、配当は毎年支払わなければならない。以上のことから、必ずしも繰り返し毎年実施することが期待されず、より柔軟性の高い運用ができる自社株買いが経営者には好まれるといわれる。

株主にとっても、配当による還元の場合と異なり、分配を今受けるか、将来受けるかを選択することができる。自社株買いに応じた個人株主にとっては、多くの場合、キャピタル・ゲインに対する税率の方が配当に対する税率よりも低いので⁹、配当による分配よりも有利になる。一方、自社株買いに応じなかった株主は、キャピタル・ゲインを将来に繰り延べたことになり、節税効果を上げられる。

⁹ 米国では、個人が受け取る配当には 15~39.6%の 4 段階の税率による総合課税がなされる一方で、キャピタル・ゲインには、保有期間が 1 年超の場合、10%もしくは 20%の優遇税率が適用される。

ただし、競争的な業界の企業が自社株買いを実施すると、新規の事業創出に行き詰まり、他のライバル企業に比べて成長性が低いと評価され、マイナスの効果を生む危険性がある。

(3) 資本構成の調整

企業が株主資本比率を適正な水準に調整する、もしくは、総資産に対する負債の比率を高めて負債のガバナンス機能を働かせ、エージェンシー・コストを削減することを目的として自社株公開買付を実施する場合がある。例えば、自社株公開買付を実施するために新たに資金を借入れ、レバレッジを高めることにより、経営者に利払いのプレッシャーを与え、経営を規律するといった効果が期待できる。また、増加した負債に対する利子支払いは損金参入されるので、課税所得を引き下げる効果もある。資本構成を大きく変更するためには、発行済み株式の一定割合以上の買付をする必要があるが、短期間に大量の株式を買い付けることが可能な自社株公開買付は、このようなケースで特に威力を発揮する。

(4) 敵対的 TOB に対する防衛策

敵対的 TOB をかけられた企業が、その防衛策として自社株公開買付を実施する場合がある。すなわち、一定量の自社株を買い付けて売り手の売却価格水準を引き上げ¹⁰、買収企業の買収コストを上げることにより、TOB を断念させるのが目的である。当該目的の自社株公開買付は、敵対的 TOB が活発化した 80 年代に盛んに行われた。

(5) ストック・オプションへの対処

企業は、役員等のストック・オプションの権利行使に備えて自社株公開買付を実施する場合があり、買い入れられた自社株は金庫株として保持される。これにより、企業は、権利が行使された際の費用を予め確定することができる。ちなみに、ストック・オプションを持つ経営者は、1 株当たり純資産価値を希薄化させないように、配当よりもむしろ自社株買いを好むと言われる。

(6) 短期投資目的の株主排除

短期のキャピタル・ゲイン狙いの株主に持ち株を売却させることを目的に、自社株公開買付を実施する場合がある。買付後には、長期投資を目的とした、ロイヤリティーの高い株主の比率が高まると考えられ、安定株主比率を高めたい企業にとっては望ましい。また、自社株公開買付に自社株を保有する経営陣等の内部者が応じなければ、内部者の持ち株比率が上昇し、経営権が強化されるという点も指摘できる。

¹⁰ 株主間で期待収益率が異なることが前提。

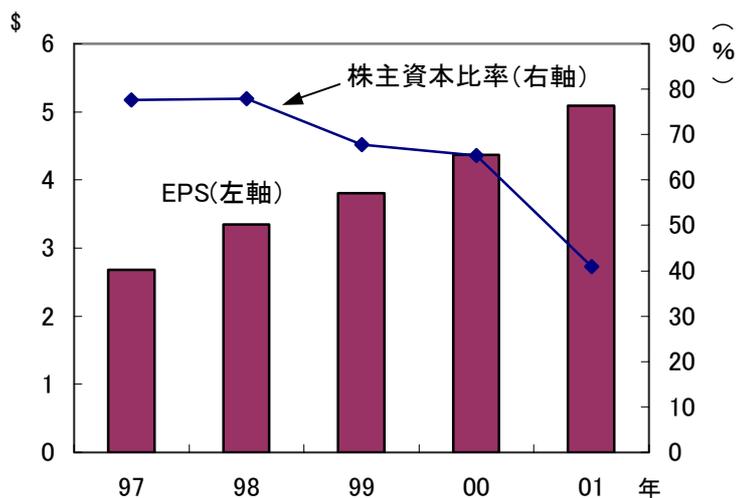
2) ケース・スタディ：資本構成の調整 ～Payless ShoeSource 社

Payless ShoeSource 社は、1956 年創立の靴の小売業者である。79 年に百貨店チェーン経営の May Department Stores 社に吸収合併されたが、96 年にスピン・アウトされ、同時にニューヨーク証券取引所に上場した。スピン・アウト後の 97 年の株主資本比率は約 80%と非常に高く、経営陣は株主価値を最大化するために同比率を適正な水準に下げることを経営課題の 1 つとしていた。

発行済み株式数を圧縮するために、同社は 97 年より公開市場での買付を実施し、2000 年 1 月末までに 65%まで株主資本比率を引き下げた。そして 2000 年 3 月には、更なる資本構成の調整のために、ダッチ・オークション方式の自社株公開買付の実施を発表した。同社の提示買付価格 48～53 ドル（発表日から 5 営業日前の終値を基準としたプレミアム：18.0～30.3%）、買付予定株数 755 万株（発行済み株式数の 25.5%）という条件に対して、買付予定株数を超える応募があり、結局 755 万株を 53 ドルで買い付けた（総額約 4 億ドル）。同社は買付資金をファイナンス子会社から 6 億ドルの優先担保付融資枠（4 億ドルのターム・ローンと 2 億ドルのリボルビング・ローン）を設定することで賄った。

その結果、2001 年 1 月末現在の同社の資本構成は大幅に調整され、自己資本比率は 40% 近くまで低下した。そして同社の 1 株当たり利益（EPS）は 98 年以降順調に増加している（図 3）。

図 3 Payless ShoeSource 社の株主資本比率と EPS（1 株当たり利益）



(注) 各年のデータは 1 月の数値。
 (出所) ブルームバーグ資料より野村総合研究所作成

6. わが国の自社株公開買付への示唆

1) わが国の自社株公開買付の現状

わが国でも、94年と97年の商法改正及び97年の株式消却特例法の制定により、自社株買いの規制が緩和された結果、96年のアサヒビールによるものを皮切りに、2001年9月末までに133件¹¹⁾の自社株公開買付が実施されている。それらの全ては、いわゆる一定価格方式で行われており、過去にダッチ・オークション方式が用いられた実績はない。

わが国の自社株公開買付の特徴としてまず挙げられるのは、買付価格のプレミアムが低く、半分以上のケースでは逆にディスカウントの買付価格条件が設定されているということである(表5)。その背景には、自社株公開買付がしばしば持ち合い解消の手段として利用されており、ある特定の株主を想定した買付価格の設定が行われているという事情があるとも言われる。

第二の特徴は、総じて発行済み株式数に占める買付株数比率の水準が、米国の自社株公開買付に比べて低いということである。買付予定株数の比率は平均6.4%、実際の買付株数の比率は平均6.0%にとどまり、資本構成を大幅に変更するような自社株公開買付はほとんど行われていない。

表5 わが国の自社株公開買付

		平均値	中央値	最高値	最低値
プレミアム(%)		▼1.1	▼0.2	30.1	▼23.2
発行済み株式数に占める	買付予定株数の比率(%)	6.4	4.9	46.2	0.2
	応募株数の比率(%)	7.8	5.2	78.6	0.3
	買付株数の比率(%)	6.0	4.6	43.9	0.2
買付金額(億円)		49.9	20.2	600.0	0.8

(注) 2001年9月末までに発表された、利益消却を目的とする自社株公開買付114件を基に算出。プレミアムは、自社株公開買付発表日より5営業日前の株価終値を基準とする。

(出所) 野村証券大阪資本市場部資料より野村総合研究所作成

¹¹⁾ うち114件が利益消却目的で、19件がストック・オプション目的で実施されている。

2) 制度的課題

わが国における自社株買いの方法としては、公開市場における買付と公開買付、及び特定の株主からの買付が認められている¹²。公開買付の手続きは、証券取引法第2章の2に定められているが、その中で公開買付の買付価格は“全て”の応募株主に均一にしなければならないことが規定されている¹³。ダッチ・オークション方式では、実際の買付価格以下で応募され、買付対象となる株式に関しては買付価格は均一であるが、買付株数を上回る応募があった場合、実際の買付価格よりも高い価格を提示した応募株主からは株式を買い付けられないため、この“全て”という文言に抵触すると解釈される可能性がある。また、同様の理由で、応募株数が買付予定株数を超える時は、按分比例によって買い付けなければならないという規定¹⁴にも抵触するとされる恐れがある。ただし、解釈によっては問題ないとされることも考えられる。

一方、米国におけるダッチ・オークション方式の自社株公開買付は、SEC 規則 13e-4 (Tender Offers by Issuers) の下で行われる。規則 13e-4 自体はダッチ・オークション方式を想定して構成されているわけではなく、ダッチ・オークション方式の自社株公開買付は、SEC の解釈により認められている。例えば、公開買付に応じた株主への対価は、一律に公開買付の期間中に提示された最高価格とするという規定 (SEC 規則 13e-4(f)(8)(ii))¹⁵がある。これに対してダッチ・オークション方式では、実際の買付価格以下で応募され、買付対象となる株式に関して、全て一律の価格で買い付けるため、この規定には抵触しないという解釈がされている。また、応募株数が買付予定株数を超える場合に按分買付を要請する規定 (同 13e-4(f)(3)) に対しても、ダッチ・オークション方式では、実際の買付価格以下で応募された株式数が買付予定株数を超える場合は、それらの買付対象となる株式についてのみ按分買付をすることで許容されている。これらに加え、ダッチ・オークション方式の自社株公開買付を実施する場合には、①最低買付価格と最高買付価格を開示すること、②応募株主に対して公開買付の契約解除権を付与すること、③公開買付期間の最終日以前に買付価格が決定した場合は、速やかにその価格を発表すること、などの条件を満たすことが SEC より要請されている。

¹² 商法第210条第8項 (2001年10月施行)

¹³ 証券取引法第27条の2第3項、第27条の22の2第2項、同施行令第8条第3項

¹⁴ 証券取引法第27条の13第4、5項、第27条の22の2第2項

¹⁵ この規定は、公開買付期間中に買付者が買付価格を引き上げた場合には、価格を引き上げる前に公開買付に応じた株主からも一律に引き上げ後の価格で買い取ることを想定して設けられている。

3) おわりに

2001年の商法改正によりわが国でも金庫株が解禁された。これを契機に自社株買いが更に活発化し、その用途にも拡がりが出てくる可能性があり、その結果、不特定の株主から相当数の株式を買い付けるというニーズも出てこよう。その際、どの程度のプレミアムをつければよいのかといったことが問題になると思われるが、株主側に売却価格を提示させることにより株主の要求水準に合ったプレミアムを設定できるダッチ・オークション方式は1つの解決策になりうる。今後わが国でもダッチ・オークション方式の採用検討が望まれる。

(岩谷 賢伸)