慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	急速な買付規制の適用対象と問題点
Sub Title	A study on the takeover bid regulations in Japan
Author	陳, 宇(Chen, Yu)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2016
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.89, No.1 (2016. 1) ,p.309- 331
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	宮島司教授退職記念号
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20160128-0309

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

急速な買付規制の適用対象と問題点

陳　宇

一、はじめに
二、四号規制の適用対象
（一）　四号規制の各要件
（二）「前三号に掲げるものを除く」をめぐる解釈
（三）　四号の規制対象となる取引
（四）　四号の趣旨からみた規制対象
三、四号規制の適用対象に関する問題点
（一）「市場外買付け＋市場内買付け（又は新規発行取得）」について
（二）「市場外買付け＋公開買付け」について
（三）「市場外買付け（又は市場内買付け）＋市場外買付け」について
（四）　適用除外類型の取引について
四、立法上の解決策
（一）　四号規制の見直し
（二）　市場内買付けを三分の一ルールの対象にする場合の対応

一、はじめに

平成二年証券取引法の改正により導入された強制公開買付規制の下では、著しく少数の者からの市場外買付け等であって、当該買付け等の後の株券等所有割合が三分の一を超える場合は、公開買付けによることが強制されることとなった（同法二七条の二第一項五号、いわゆる「三分の一ルール」）。当時の立案担当者によると、三分の一ルールの目的は情報開示及び株券等の売却機会をすべての株主に平等に保障する点にある(1)。

三分の一ルールは、あくまでも株券等所有割合が三分の一を超える際の市場外買付けについての規制であり、三分の一を超える買付け等を市場内買付けで行うことは原則として禁止されない。その理由は、「自由かつ公開」という市場の本質からすると市場内買付けに規制を及ぼすのは必ずしも適当でないからだとされている(2)。

市場内買付けを三分の一ルールの対象外とすることをめぐっては、たとえば少数者からの市場外での取得を三二%に抑えておき、その後市場内買付けで二%を取得する、といった態様の取引を行うことにより、公開買付けを強制されることなく三分の一取得が可能となることをどのように考えるか、との議論が存在したところである(3)。このような議論を踏まえて、金融商品取引法（以下「金商法」という）は、一定期間内に行われる市場内外等の取引を組み合わせた急速な株券等の取得を一連の取引として、強制公開買付規制の対象とすることを明確化した。すなわち、三ヶ月以内に一〇%を超える株券等の取得を株券等の買付け等又は新規発行取得により行う場合（株券等の買付け等により行う場合は、うち五%が特定売買等（立会外取引）又は公開買付け以外の取引所有価証券市場外における株券等の買付け等により行う場合に限る）であって、当該買付け等又は新規発行取得の後における株券所有割合が三分の一を超える場合の当該株券等の買付け等は、公開買付けによらなければならない（金商法二七条の二第一項四号、金商法施行令七条二項～四項。いわゆる「急速な買付規制」であり、以下、便宜的に「四号規制」とい

う）。

このように、四号規制を導入する理由は、三分の一ルールの潜脱を防止する点にあるとされている[4]。しかし、後述するように、四号規制に関しては解釈上不明確な点が多く、条文を形式的に解釈すると、三分の一ルールの潜脱防止という本来の趣旨だけでは説明しきれない、より広範な態様の取引が適用対象となっている。その中には、四号規制の導入の趣旨からは規制する必要性がないと思われる取引にまで規制が及ぶ場合もある。その一方で、四号規制は、適用範囲の明確化を図るために形式的な基準を詳細に設けた結果、形式的な基準に該当しない場合、市場内外買付けの組合せによって三分の一超になるような取引であっても、例外的に許容されることがある。

本稿では、四号規制の適用対象に関する問題点を明らかにした上で、その解決策を検討する。

二、四号規制の適用対象

（一）四号規制の各要件

金商法二七条の二第一項四号においては、以下の場合には、公開買付けによらなければならないとされている。

①三ヶ月以内（金商法施行令七条二項、以下「三ヶ月要件」という）に、

②一〇％（金商法施行令七条三項）を超える株券等を買付け等又は新規発行取得により取得し（以下「一〇％超要件」という）、

③当該取得の中に、五％（金商法施行令七条四項）を超えるToSTNeT等立会外取引又は市場外買付け（公開買付けによるもの及び適用除外買付け等を除く）による取得を含む場合（以下「五％超要件」という）において、

④当該取得後における株券等所有割合が三分の一を超えるとき（以下「三分の一超要件」という）における、⑤当該取得に含まれる株券等の買付け等（前三号に掲げるものを除く）である。

①については、三ヶ月としたのは、法定の公開買付け期間の上限（六〇営業日）と合わせたものとされている。[5] また、条文の文言が「三ヶ月間で」とはされておらず「三ヶ月内に」とされているから、この要件は三ヶ月の期間が完了した時点で五％要件や一〇％要件を満たしているかを問題にするのではなく、三ヶ月以内の任意の期間内に五％要件や一〇％要件を満たす取得があったか否かを問題にしているものと解される。[6] すなわち、任意の株券等の取得から起算して三ヶ月よりも短期間のうちに五％要件、一〇％要件及び三分の一超要件をすべて充足する取得があった場合は、三ヶ月の経過を待たずに四号規制が発動することとなる。

②については、まずその三ヶ月の期間中に取得する株券等の総数が一〇％を超えるものであることを要件としている。三ヶ月間の取得の方法は、株券等の買付け等又は新規発行取得が含まれる。一〇％要件の「株券等の買付け等」については、法文上の限定がなく、市場内買付け、公開買付けを含む市場外買付け、ToSTNeT 等立会外取引を広く含むと解される。[7]「新規発行取得」については、法文上は、カッコ書で「（株券等の発行者が新たに発行する株券等の取得をいう。）」という定めがあるが、それ以外の限定はない。そのため、「新規発行取得」には、募集株式の引受けだけでなく、合併等の組織再編行為における新株の取得も含まれることとなると解される。[8]

③の五％要件の適用対象は、ToSTNeT 等立会外取引による株券等の買付け、又は公開買付けと適用除外買付け以外の市場外買付けによる株券等の買付け等に限定される。これは、市場内買付けであれば三分の一ルールを適用しないという現行法の考え方があるから、一連の取引を三分の一ルールの潜脱行為とみるには、ある程度市場外買付けが含まれている必要があると説明されている。[9] そのため、市場内買付けのみによる買収事例には四号規制の適用がない。また、市場外買付けが五％以下であり、それ以外の株券等を市場内買付けで取得する場合に

も、公開買付けによる必要がない。

④の「三分の一超」は、②の取得後における買付者と特別関係者（金商法二七条の二第七項）の株券等所有割合を合算して計算される。なお、②の取得の前において、すでに買付者の株券等所有割合が三分の一を超えている場合については、形式的には常に三分の一超要件を充足することとなる。

⑤の要件によって、本規定の適用を受けた結果、公開買付けによらなければならないと解されるのは「買付け等」に限られている。新規発行取得は一〇％要件におけるカウント対象とはなっているものの、「買付け等」ではないため、公開買付けによらなければならないと解されることはない。

また、「前三号に掲げるものを除く」という規定により、金商法二七条の二第一項一号から三号の規定により公開買付規制の対象となる場合の買付け等については、四号の適用対象から除かれる。たとえば、株券等所有割合二四％の者が、一月一五日に市場外買付けで一一％を取得した場合、四号一〇％超要件、四号五％超要件及び三分の一超要件はいずれも充足される。しかし、当該市場外買付けは二号の三分の一ルールによって規制される買付け等そのものであり、四号における「前三号に掲げるもの」に該当することに疑いはない。したがって、この場合には、一月一五日の市場外買付けが四号に該当することはなく、単純に二号のみが適用されると考えればよい[10]。

一方、以下のように、「前三号に掲げるものを除く」の適用方法については、見解が分かれるものもある。

（二）「前三号に掲げるものを除く」をめぐる解釈

たとえば、株券等所有割合がゼロであった者が、①一月一五日に市場外で三〇％の株券等を買い付け、②さらに二月一五日に市場外で五％の株券等を取得した場合を考えよう。この場合には、四号規制がなければ、②の取

得は単純に二号の規制対象となる。しかし、ここでは、四号の一〇％超要件、四号の五％超要件及び三分の一超要件はいずれも充足されている。この場合、四号における「前三号に掲げるものを除く」との規定はどのように適用されるのであろうか。この点については、以下のように見解が分かれる。

金融庁は、上記事例のうち市場外で行われた②の株券等の買付け等が二号違反となり、それ以前に行われた①の市場外での三〇％の株券等の買付けが四号違反となるとの解釈を示している[11]（以下「A説」という）。

これに対して、一連の取引の結果、株券等所有割合が三分の一を超える場合であっても、三分の一を超える際の買付け等である上記②の取得部分が二号に規定する買付け等に該当し、四号にいう「前三号に掲げるものを除く」に該当するため、一連の取引（②の取得部分のみならず、①の取得部分も含む）は四号には該当しないと解する見解もある[12]（以下「B説」という）。

従前の議論においては、検討対象の株券等の取得が強制公開買付規制の適用を受ける買付け等に該当するか否かのみが重要であった。しかし、平成二〇年一二月施行の金商法改正により強制公開買付規制の違反に対する課徴金制度が導入され、同規制に違反する買付け等に関する買付総額の二五％に相当する金額の課徴金が課されることとなったため（金商法一七二条の五）、一連の買付け等のうち、どの部分の買付け等が同規制に違反し課徴金の対象になるのかも重要である[13]。上記の事例でいえば、A説をとる場合には、①及び②の株券等の買付けのいずれについても同規制に違反するから、三五％の買付けが課徴金の対象となる。一方、B説をとる場合には、当該市場外で行われた②の株券等の買付けのみが二号違反として、五％の買付けだけが課徴金の対象となる。

この点、市場外での買付けの後に市場内買付けを行ったことにより四号に該当する場合との均衡を考えると、B説は妥当な結論を導くものかについて疑問が残る。上記の事例でいえば、②の株券等の買付けが市場内で行われた場合には、①及び②の株券等の買付けのいずれについても一連の取引として四号に違反する（課徴金の対象

となる）。B説をもとにすると、②の買付けが市場内で行われた場合には市場外で行われた場合と比べ七倍の課徴金が課せられるという不合理な結果が生じる。したがって、「前三号に掲げるものを除く」を考える際、B説をとるべきではないと考える。

これに対して、A説のように一連の取引に含まれる取引を細分化して四号にいう「前三号に掲げるものを除く」の該当性を判別することとしても、「前三号に掲げるものを除く」に該当する部分については一号から三号に該当しているわけであるから、当該部分について適用除外類型（金商法二七条の二第一項ただし書、金商法施行令六条の二第一項各号）に該当しない限りは公開買付けが強制されるという帰結になるのであって、特に規制が不十分になるとは考えられない。その他の部分についても、上記のとおり、別途四号が適用されると解するのであるから、この点に関しても特に規制が不十分になるとは考えられない。

（三）四号の規制対象となる取引

条文を形式的に適用することを前提とすると、四号の規制対象となる取引には主に次のような類型が含まれると考える。

1、市場外買付け＋市場内買付け（又は新規発行取得）

たとえば、株券等所有割合がゼロであった者が、①一月一五日に市場外で三〇％の株券等を買い付け、②さらに二月一五日に市場内（又は新規発行取得）で五％の株券等を取得した場合には、一〇％超要件、五％超要件及び三分の一超要件はいずれも充足されている。したがって、①及び②の取得のいずれについても一連の取引として四号に違反する。ただし、②は新規発行取得である場合には、②の取得部分について公開買付けは不要である。

2、市場外買付け＋公開買付け

立案担当者が挙げる例では、対象会社の株券等を四月一日に市場外買付けにより買い付け、所有割合を二〇％から二六％に上昇させた者が、さらに所有割合が三分の一超になるまで買い付けるために、六月一日に公開買付けを実施することは四号に違反するという[14]。なぜなら、ここでは三ヶ月間の取引を「かたまり」とみると、三ヶ月間に五％超の市場外買付けを含む一〇％を超える買付けが行われていて、買付け後に株券等所有割合が三分の一を超えることとなるため、その三ヶ月に含まれる株券等の買付け等はすべて公開買付けの方法で行わなければならないからである。

3、市場外買付け（又は市場内買付け）＋市場外買付け

たとえば、（二）で述べたように、株券等所有割合がゼロであった者が、①一月一五日に市場外で三〇％の株券等を買い付け、②さらに二月一五日に市場外で五％の株券等を取得した場合には、一〇％超要件、五％超要件及び三分の一超要件はいずれも充足されている。一方、株券等所有割合が二〇％であった者が、①一月一五日に市場内で五％の株券等を買い付け、②さらに二月一五日に市場外で一〇％の株券等を取得した場合においても、四号の各要件はいずれも充足されている。これらの事例では、「前三号に掲げるものを除く」を考える際、A説をとる場合、市場外で行われた②の株券等の買付け等が二号の三分の一ルール違反となり、それ以前に行われた①の株券等の買付けが四号規制違反となる。

（四）四号の趣旨からみた規制対象

三分の一ルールの潜脱防止という趣旨からすると、「市場外買付け＋市場内買付け（又は新規発行取得）」が四号の規制対象となるのは明らかである。一方、前述したように、条文を形式的に適用することを前提とすると、

「市場外買付け＋公開買付け」や「市場外買付け（又は市場内買付け）＋市場外買付け」も四号違反になりうる。以下では、これらの取引類型に対する規制は三分の一ルールの潜脱防止という趣旨で説明しきれるかについて検討する。

まず、「市場外買付け＋公開買付け」については、平成一八年金商法改正前、市場外で大株主から個別に株式を買い付けた後に、過半数取得や全株取得を目指す公開買付けを開始する実務が行われていた(15)。公開買付けを開始する前に大株主から市場外で株式を買い取る行為は、公開買付けの成否を事前に調査するための有効な方法であり、公開買付けが成功する可能性を高められると思われる(16)。しかし、四号の規制の結果、公開買付けの前段階として、市場外で株式を取得することが制限されるようになった。これに対して、第二段階で公開買付けがなされる以上株主には適切な情報開示に基づいて株式を売却する機会が与えられているといえるから、一連の取引は必ずしも三分の一ルールの潜脱とはいえないと考える。平成一八年金商法改正の際、公開買付制度等ワーキング・グループの報告書もこのような取引態様を問題としなかった。当該報告書では、市場外買付けと市場内買付け又は新規発行取得を組み合わせる行為のみを規制対象と考えていた(17)。しかし、平成一八年改正法は、当該報告書の提言内容を超えて、「市場外買付け＋公開買付け」といった取引態様をも規制の対象に含めるものである。

一方、買付者と特定の大株主との合意によって、プレミアム価格で相対取引を行い、その後一般株主が応募してこないような買付価格（市場価格よりも低い価格）で公開買付け（いわゆる「ディスカウントＴＯＢ」）を行う場合も考えられる。たとえば、特定の大株主から三二％までの株式を市場外で買い付け、その後、ディスカウントＴＯＢで当該株主から二％の株式を買い付けることにより、三分の一超の株券等を所有しようとする者が出てくることが考えられる。この場合、第二段階で公開買付けがなされるものの、一般株主には株式を売却する機会が与えられているといえないから、一連の取引は実質的に三分の一ルールの潜脱になる。

次に、「市場外買付け（又は市場内買付け）＋市場外買付け」については、四号の規定がなければ、第二段階の市場外買付けは三分の一ルールの規制対象となることにもともと疑いはない。したがって、一連の取引全体を一つの買付け等と捉えて四号の規制対象とすることは、三分の一ルールの潜脱防止という趣旨によるものではないと考える。

このように、四号では、三分の一ルールの潜脱防止という趣旨だけで説明しきれない制限がある。この点に関して、三分の一ルールの潜脱防止が四号の一つの趣旨であることを認めつつも、四号の趣旨には支配権の移転に伴う企業買収のスピードを制限することも含まれているという見解もある[18]。しかし、企業買収のスピードを制限することは、あくまでも四号の実際上の機能であり、立法経緯からみたとおり、三分の一ルールの潜脱防止が規制の趣旨であると理解するのが妥当であろう[19]。

三、四号規制の適用対象に関する問題点

（一）「市場外買付け＋市場内買付け（又は新規発行取得）」について

前述したように、三分の一ルールの潜脱防止という趣旨からすると、「市場外買付け＋市場内買付け（又は新規発行取得）」が四号の規制対象となるのは明らかである。しかし、四号では、場合によっては、三分の一まで市場外買付け等で株券等を取得した後、市場内で買い進んで三分の一を超えることが許されることもありうる。たとえば、株券等所有割合二四％の者が、①一月一五日に市場外で九％の株券等を買い付け、②二月一五日に市場内で一％の株券等を取得した場合、株券等の所有割合は三四％となる。ここでの一％取得は九％の市場外での取得から三ヶ月以内の取得であり、その結果として三分の一超に至っているが、三ヶ月間の一連の取引全体では

一〇％超の取得に至っていない。そのため、四号規制における一〇％超要件を欠くから、この時点では四号規制違反にはならない。

また、一連の取引が三ヶ月を超えて行われる場合においても、「市場外買付け＋市場内買付け」が四号の規制対象に形式的に該当しない。たとえば、株券等所有割合二四％の者が、①一月一五日に市場外で九％の株券等を買い付け、②四月一五日に市場内で一％の株券等を取得した場合、株券等の所有割合は三四％となる。ここでの一％取得は九％の市場外での取得から三ヶ月よりも後に行われた取引であり、その結果として三分の一超に至っているが、四号規制における三ヶ月要件を欠くから、四号規制違反にはならない。

一方、これらの事例では、①②の取引は当初四号が規制しようとしていた行為態様であると思われる[20]。①②の取引に関しては、実質的な価値判断に基づいて、条文上四号の規制対象に該当しなくても実質的に三分の一ルールの違法な潜脱になるという考え方もありうる[21]。これに対して、これまでの立法経緯をみると、四号規制は、従来曖昧な解釈論に委ねられていた三分の一ルールの潜脱となる取引類型について、すべて条文で明確に書き切るという方針で制度設計がなされてきたものと考えられる。そのため、一連の取引が形式的に四号規制に該当しない場合には、さらに潜脱論を持ち出して規制を及ぼすと、規制の外延は不明確なままとなり、取引を行う者の予測可能性を害するおそれがある[22]。価値判断だけの議論は解釈論ではなく立法政策論における価値判断として議論すべきものであり、予測可能性を高める観点からも、立法的な解決が望まれる。

（二）「市場外買付け＋公開買付け」について

四号規制によって、「市場外買付け＋公開買付け」といった取引を行う場合は、最初の市場外買付けから公開買付け実施まで三ヶ月を待たなければならなくなる。三ヶ月の待機期間を置けば、近い将来公開買付けが行われ

る際に支払われるプレミアムへの期待等から、対象会社の株価が高騰する可能性がある。この場合、買付者としては、その後に公開買付けを成功させるために余分な買収資金を調達する必要が生じる。一方、株式の取得に必要な資金が増加することは、企業買収から得られる利益が減少することを意味する。企業買収から得られる利益が減少し、対象会社の現況や成長可能性の調査・分析に必要な費用を賄えない場合には、企業買収の頻度が減少することになる。

また、三ヶ月の期間中に、第三者が対象会社に対して突如公開買付けを開始することも生じうる。この場合、買収者は、対抗の公開買付けを開始することができず（開始した場合には最初の市場外買付けが公開買付規制違反に該当してしまう）、やむを得ず買収計画を変更することもありうるため、市場外買付けを行うに際してその可能性をも加味した慎重な判断が求められる。

そうなると、結局、買付者にとっては、市場外買付けを介在させずに、最初から公開買付けを実施することの方が、簡便かつ経済合理性があると考えられる。当初から公開買付けを実施する場合、買付予定株式に上限を設定する場合は、上限を超える応募とその結果として生じうる按分比例による取得によって、売主である大株主に手残り株が生じるおそれがある。売主としてはこのような事態は回避したいところであるが、そのためには、買付者に買付予定株式数に上限を設けないことが求められる。しかしながら、これは、応募株券等のすべてを買い付けることとなるので、買付者が十分なファイナンスコストを負担できない場合には、企業買収が実行されないおそれがある。

（三）「市場外買付け（又は市場内買付け）＋市場外買付け」について

前述したように、「①市場外買付け（又は市場内買付け）＋②市場外買付け」を四号の規制対象とするには、

「前三号に掲げるものを除く」の適用に際し、二号に該当する②の取得部分のみを捉えて四号の適用を排除し、①は依然として四号違反のままである、といった文言解釈（A説）が必要となる。

これに対して、立案担当者は、四号規制の適用にあたっては、一連の取引に含まれる個々の取引を細分化するのでなく、一連の取引全体から規制の有無を判断する必要があると説明している[23]。そうすると、「①市場外買付け（又は市場内買付け）＋②市場外買付け」を四号の規制対象とするには、①及び②の買付けのいずれについても一連の取引として四号に違反するとしつつも、「前三号に掲げるものを除く」の適用に際し、一連の取引に含まれる個々の取引を細分化するといった理論構成が必要となると思われる[24]。この理論構成については、前後の整合性がとれているか疑問が残る。

（四）適用除外類型の取引について

平成一八年改正前の証券取引法二七条の二第一項では、原則として市場外における株券等の買付け等には公開買付けが適用されるとしながら、「次に掲げる株券等の買付け等については、この限りでない」と定めており、「買付け等」のうち、法律に列挙された事由について公開買付けが適用除外になるという条文構造をとっていた。

これに対して、金商法では、「買付け等」のうち二七条の二第一項一号～六号に該当するものについてのみ公開買付けを要求するという構造（限定列挙）に変わっている。なお、個々の公開買付け適用事由に該当する場合であっても、別途本条一項ただし書及び施行令において、公開買付けの除外事由が定められている。そこで、本項における公開買付けの発動要件の有無を判断するにあたっては、当該買付け等は個々の公開買付け適用事由に当たるかを検討した後に、適用除外事由に該当するかどうかを検討する必要がある[25]。

この場合の適用除外規定の適用方法については、四号に該当する一連の取引を細分化して適用除外類型の該当

性を判断すると思われる。[26] これに対して、立案担当者は、四号規制の適用にあたっては、一連の取引に含まれる取引が細分化して認識されることはなく、一連の取引全体が公開買付けによらなければならないと説明している。この説明からすると、適用除外類型への該当性についても、四号に該当する一連の取引を細分化して判断することはできず、一連の取引全体を一つの買付け等と捉えて判断することになるであろう。現行法においては、四号に該当する一連の取引全体を一つの買付け等と捉えた場合には、ある一つの適用除外類型に該当すると解することができる場合はほとんど存在しない。[27]

平成二五年改正前の金商法は、条文の文言上、五％超要件・一〇％超要件において、法二七条の二第一項ただし書及び施行令六条の二第一項各号に規定される適用除外類型の取引等とその他の市場外等買付けとを何ら区別していなかった。したがって、条文上は、適用除外類型に該当する買付け等であっても、五％超要件・一〇％超要件の計算上はカウント対象となると解さざるを得なかった。[28] そうすると、市場内買付けと適用除外類型に該当する買付け等を組み合わせただけでも、公開買付けによることが強制される。たとえば、株券等所有割合がゼロであった者が、①一月一五日に事業の譲受けによって三〇％の株券等を買い付け、②さらに二月一五日に市場内で五％の株券等を取得した場合には、四号の各要件はいずれも充足されている。この場合には、①及び②の買付け等を一連の取引として全体で一つの買付け等と捉えると、当該買付け等が該当しうる適用除外類型は存在しないから、①及び②の買付け等はすべて公開買付けによらなければならないこととなってしまう。一方、四号に該当する一連の取引は細分化して適用除外類型の該当性を判断するとの見解をとるとしても、一般的な市場内買付けを想定した適用除外類型は存在しないため、②の市場内買付けは公開買付けによらなければならないこととなる。市場内買付け及び適用除外買付けは、それぞれ単独では公開買付けによることを要しないが、他方で、これらを組み合わせただけで、公開買付けが強制されるのは不合理であると思われる。[29] 四号が三分の一ルールの潜脱

防止を趣旨とする規制であることからしても、これは過剰規制といえよう。

このような不合理な結論を避けるためには、平成二五年金商法改正において、適用除外となる買付け等は五％超要件の計算に加算しないことが規定されている。この改正によって前述した不合理な問題は立法的に解決されることとなった。上記の事例でいえば、一連の取引は、五％超要件を満たさず、公開買付けによることが不要となる。

四、立法上の解決策

（一）四号規制の見直し

以上にみたとおり、四号においては、三分の一ルールの潜脱防止という趣旨に照らせば、規制する必要性がないと思われる取引にまで規制が及ぶ場合があるし、当初規制しようとしていた行為態様であるが例外的に許容されてしまう場合もある。これらの問題に対する立法上の解決策としてまず考えられるのは、前述した平成二五年金商法改正のように四号規制の要件を見直すことである。そこで、これらの問題を解決するには、四号規制をどのように改正するべきかを次に考えてみたい。

1、「市場外買付け＋市場内買付け（又は新規発行取得）」について

三（一）で述べたような潜脱行為を四号規制の適用対象とするには、一〇％超要件や三ヶ月要件を引き下げることが考えられる。しかしながら、たとえ一〇％超要件を六％超に引き下げても、一連の取引を六％以下にするような行為が起こりうるから、本質的な解決にはならない。三ヶ月要件についても同様である。たとえ三ヶ月要件を二ヶ月以内に引き下げても、一連の取引が二ヶ月を超えて行われるような行為が起こりうる。

そこで、一〇％超要件や三ヶ月要件を廃止することが考えられる。三ヶ月要件に関して、実務的には、合算で三分の一になる取引全部を規制の対象にする場合、仮に期間制限がなければ、際限なく古い取引も合算の対象になってしまい、それを公開買付けにしなければならなかったなどといったら、極めて大きな障害になってしまう(30)。したがって、合算ルールにするのであれば、合理的な期間内のものに限定する必要がある。

三ヶ月要件を残したままで一〇％超要件を廃止すると、四号の規制対象は、「三ヶ月以内に、株券等を買付け等又は新規発行取得により取得し、当該取得の中に、五％を超える ToSTNeT 等立会外取引又は市場外買付け（公開買付けによるもの及び適用除外買付け等を除く）による取得を含む場合において、当該取得後における株券等所有割合が三分の一を超えるときにおける、当該取得に含まれる株券等の買付け等（前三号に掲げるものを除く）」になると考える。そうなると、株券等所有割合二四％の者が、①一月一五日に市場外で九％の株券等を買い付け、②二月一五日に市場内で一％の株券等を取得した場合、①及び②の取得のいずれについても一連の取引として四号に違反する。一方、一連の取引が三ヶ月を超えて行われる場合、「市場外買付け＋市場内買付け」が四号に形式的に該当しないという問題が依然として残る。

2、「市場外買付け＋公開買付け」について

市場外買付けを公開買付けと組み合わせた結果、公開買付けによることが必要となる事例について、公開買付けによることを不要とするため、一定の規制緩和措置を講ずる必要がある。そこで、株券等の一連の取得から公開買付けによるものを除くとすることが考えられる。一〇％超要件の廃止と合わせると、四号の規制対象は、「三ヶ月以内に、株券等を買付け等（公開買付けによるものを除く）又は新規発行取得により取得し、当該取得の中に、五％を超える ToSTNeT 等立会外取引又は市場外買付け（適用除外買付け等を除く）による取得を含む場合において、当該取得後における株券等所有割合が三分の一を超えるときにおける、当該取得に含まれる株券等

の買付け等（前三号に掲げるものを除く）」になると考える。

これによって、「市場外買付け＋公開買付け」は四号規制の適用対象でなくなるため、三（二）で述べた問題は解消されることになる。一方、改正後、特定の大株主から三三％までの株式を市場外で買い付けた直後に、買収者が、ディスカウントＴＯＢで当該株主から二％の株式を買い付けることが禁じられなくなる。これに対して、現行法においても、先行買付けから三ヶ月の期間を設ければ、約定した買付価格でディスカウントＴＯＢを行うことが可能である。したがって、この改正によって、三分の一ルールの潜脱行為に対する規制が大幅に緩和されるというわけではない。

（二）市場内買付けを三分の一ルールの対象にする場合の対応

四号規制の制定について、平成一八年改正法の立案担当者は、「市場内買付けも対象にするという割切りをすれば、非常にシンプルになることは事実なので、このルール（筆者注：四号規制）を考えているころは、市場内も入れてしまえばこんなに難しいことを考えなくてもいいのだけれどもという思いももちながら、練り上げていったというのが実際だと思う」と述べている。(31)

この点に関しては、市場内買付けを三分の一ルールの対象にすれば、四号規制を廃止して差し支えないとする見解がある。(32)四号規制を廃止するとしても、市場内買付けを三分の一ルールの対象にする限り、たとえば、市場外買付けによって三三％の株式を取得し、その後に市場内買付けで二％の株式を取得するといった取引は、当然に禁止される。一方、四号規制を廃止すれば、先行買付けによって三分の一以下の株式を取得し、その直後に公開買付けを開始することが禁じられなくなる。

これに対して、市場内買付けを三分の一ルールの対象にするとしても、四号規制を存続させるべきであると考

える。四号規制を廃止した場合、たとえば、買付者は、市場外（又は市場内）で三三％の株券等を買い付け、直後に新規発行によって一％の株券等を取得することが可能となる。このような新規発行取得を使った三分の一ルールの潜脱行為に対応するために、四号規制を設けるべきである。

新規発行取得に関しては、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、基本的には会社法上の問題として解決が図られていくものとして、三分の一ルールの対象とすることは必要ないものと思われる(33)。この点、平成二六年改正会社法においては、資金調達の場面における企業統治のあり方に関する改正として、支配権の異動を伴う募集株式の割当等の特則が新設された。すなわち、公開会社が募集株式の発行等を行うについて、引受人（その子会社等を含む）が有することとなる議決権が総株主の議決権の過半数となる場合には、公開会社は、当該引受人に関する情報を株主に通知又は公告しなければならない（同法二〇六条の二第一項、二項）。そして、総株主の議決権の一〇分の一以上の議決権を有する株主が反対通知をしたときは、公開会社は、株主総会決議（普通決議）による承認を受けなければならない（同条四項本文）。

「会社法制の見直しに関する中間試案」に関するパブリック・コメントでは、引受人が総株主の議決権の三分の一を超える数の議決権を有することとなるような第三者割当による募集株式の発行等にまで規律の対象を広げるべきであるとの意見が多数であったが、三分の一では一義的に明確な支配権の変動が生ずるわけではないとして、これに反対する意見も寄せられている(34)。

金商法の強制公開買付規制と平仄を合わせる形で、会社法において上記特則の規制対象となる議決権要件を三分の一超にすれば、四号規制で新株発行を使った脱法的な態様の取引を規制する必要がなくなるであろうが、平成二六年改正会社法が議決権要件を過半数としていることを考慮して、「市場外買付け（又は市場内買付け）＋新

規発行取得」といった脱法的な態様の取引に対応するために、四号規制を存続させるべきであると考える。

市場内買付けを三分の一ルールの対象にすべきかについては別途検討することとするが[35]、以下では市場内買付けを三分の一ルールの対象に含めるとした場合、四号規制をどのように改正するべきかを考えてみたい。

市場内買付けを三分の一ルールの対象に含める場合、「市場外買付け＋市場内買付け」といった取引態様は三分の一ルールの潜脱行為でなくなるため、四号が規制しようとする三分の一ルールの潜脱行為は「市場外買付け（又は市場内買付け）＋新規発行取得」といった取引態様のみになる。そのため、規制対象となる一連の取引を現在の「買付け等又は新規発行取得」から「買付け等及び新規発行取得」に改正するべきである。また、市場内買付けを三分の一ルールの対象にすれば、市場内買付けも市場外買付けと何ら区別なく取り扱われることとなるため、四号規制の五％超要件の適用対象に市場内買付けを含めるべきである。

そうすると、四号の規制対象は、「三ヶ月以内に、一〇％を超える株券等を買付け等及び新規発行取得により取得し、当該取得の中に、五％を超える市場内買付け、ToSTNeT 等立会外取引又は市場外買付け（公開買付けによるもの及び適用除外買付け等を除く）による取得を含む場合において、当該取得後における株券等所有割合が三分の一を超えるときにおける、当該取得に含まれる株券等の買付け等（前三号に掲げるものを除く）」になる。

このように改正した後、現行法上実質的に三分の一ルールの潜脱になる市場内外買付けの組合せは、四号規制の適用がなくても、三分の一を超える際の市場内買付けについて公開買付けによることが強制される。これによって、三（一）で述べた「市場外買付け＋市場内買付け」の問題は自然に解消されることになる。一方、たとえば、株券等所有割合二四％の者が、①一月一五日に市場外で九％の株券等を買い付け、②二月一五日に新規発行によって一％の株券等を取得した場合、四号規制における一〇％超要件を欠くから、この時点では四号規制違反にはならない。

また、改正後、「市場外買付け＋公開買付け」は四号規制の適用対象でなくなるが、「市場外買付け（又は市場内買付け）＋新規発行取得＋公開買付け」は四号規制の適用対象になりうる。たとえば、株券等所有割合二四％の者が、市場外で八％の株券等を買い付けた後、新規発行によって一％の株券等を取得した場合、最初の買付けから公開買付け実施まで三ヶ月を待たなければならなくなる。これは、買収者が「足がかり」として対象会社の株式を事前取得することを難しくするおそれがある。

これらの点を考慮すると、上記の改正に加えて、四（一）で述べたように、四号の一〇％超要件を廃止し、規制対象となる一連の取得から公開買付けによるものを除くとするべきであると考える。そうすると、四号の規制対象は、「三ヶ月以内に、株券等を買付け等（公開買付けによるものを除く）及び新規発行取得により取得し、当該取得の中に、五％を超える市場内買付け、ToSTNeT 等立会外取引又は市場外買付け（適用除外買付け等を除く）による取得を含む場合において、当該取得後における株券等所有割合が三分の一を超えるときにおける、当該取得に含まれる株券等の買付け等（前三号に掲げるものを除く）」になる。

（1）内藤純一「株式公開買付制度の改正」商事法務一二〇八号（一九九〇年）五頁。
（2）松川隆志「有価証券の公開買付けの届出制度」商事法務五五六号（一九七一年）二頁、五頁、渡辺豊樹ほか『改正証券取引法の解説』（商事法務、一九七一年）一一八頁。
（3）池田唯一＝大来志郎＝町田行人『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』（商事法務、二〇〇七年）三三頁。
（4）大来志郎「公開買付制度・大量保有報告制度」商事法務一七七四号（二〇〇六年）三九頁、池田ほか・前掲注（3）三三頁。
（5）大来・前掲注（4）三九頁、大来志郎「公開買付制度の見直しに係る政令・内閣府令の一部改正の概要」商事法務一七八六号（二〇〇六年）四頁、池田ほか・前掲注（3）八頁。ただし、公開買付期間の上限である六〇営業日と

四号規制の三ヶ月との具体的な関連性は不明である。

（6）金融庁「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」（二〇〇六年一二月一三日、http://www.fsa.go.jp/news/18/syouken/20061213-1/01.pdf）№27参照。

（7）金融庁「株券等の公開買付けに関するQ＆A」（二〇一二年八月三日、http://www.fsa.go.jp/news/24/sonota/20120803-1/02.pdf）問5参照。

（8）金融庁・前掲注（6）№25参照。

（9）池田ほか・前掲注（3）四〇頁参照。

（10）証券法研究会編『金商法大系Ⅰ　公開買付け(1)』（商事法務、二〇一一年）三〇〇頁。

（11）金融庁・前掲注（7）問22参照。

（12）石井禎＝関口智弘編著『実践ＴＯＢハンドブック（改訂版）』（日経ＢＰ社、二〇一〇年）九五頁〔関口智弘〕、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法（第一巻）』（金融財政事情研究会、二〇一一年）六七七頁〔関口智弘〕。

（13）石井＝関口・前掲注（12）九四頁、岸田・前掲注（12）六七六頁。

（14）池田ほか・前掲注（3）三四頁。

（15）石井＝関口・前掲注（12）九三頁、黒沼悦郎「企業買収ルールとしての公開買付規制」ジュリスト一三四六号（二〇〇七年）二七頁。

（16）山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣、二〇一〇年）二五八頁〔加藤貴仁〕、黒沼・前掲注（15）二八頁。

（17）平成一七年一二月二二日公表の金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループ報告「公開買付制度等のあり方について」（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20051222_d1sir/03.pdf）三頁。

（18）山下＝神田・前掲注（16）二五七頁～二五八頁、黒沼・前掲注（15）二八頁。

（19）証券法研究会・前掲注（10）二八四頁。

（20）石井＝関口・前掲注（12）九一頁、岸田・前掲注（12）六六四頁。

(21) これに関して、金融庁担当者は「金融庁においては、かねてより、①形式的には公開買付規制が適用されるとは必ずしも読めないように思われるものの、透明性の高い手続の下で、株主に公平な売却の機会を確保するなどの公開買付規制の趣旨・目的に照らして解釈すれば公開買付規制が適用されると解すべき場合がある一方、②条文の文言のみを読めば公開買付規制が適用されるように一見読めるものの、前述の公開買付規制の趣旨・目的に照らせば、むしろ公開買付規制が適用される局面ではないと解すべき場合もあるとの考え方に基づき判断がなされてきた」と述べている（三井秀範＝土本一郎＝宮下央「株券等の公開買付けに関するQ＆Aの解説（I）」商事法務一八九八号（二〇一〇年）五八頁）。

(22) 井上広樹＝岡野辰也「強制公開買付けの具体的適用（上）」商事法務一八四二号（二〇〇八年）五〇頁、長島・大野・常松法律事務所『公開買付けの理論と実務（第二版）』（商事法務、二〇一三年）七八頁。

(23) 池田ほか・前掲注（3）三四頁。

(24) 石井＝関口・前掲注（12）九五頁、岸田・前掲注（12）六七七頁。

(25) 池田唯一ほか「〈連載〉金融商品取引法セミナー（第二回） 公開買付け(2)」ジュリスト一三七四号（二〇〇九年）七五頁〔松尾直彦発言、池田唯一発言〕、当該連載をまとめた単行本として、池田唯一ほか『金融商品取引法セミナー 公開買付け・大量保有報告編』（有斐閣、二〇一〇年）五八頁〔松尾直彦発言、池田唯一ほか『金融商品取引法セミナー』公開買付け・大量保有報告編』（有斐閣、二〇一〇年）五八頁〔松尾直彦発言、池田唯一発言〕参照。これに対して、「四号規制は、三分の一ルールとは別個独立の規制として設けられ、三分の一ルールの例外規定が適用されない」という見解もある（黒沼・前掲注（15）二八頁）。

(26) 池田ほか・前掲注（25）ジュリスト七四頁〜七五頁〔武井一浩発言〕、池田ほか・前掲注（25）単行本五四頁〜五七頁〔武井一浩発言〕、井上＝岡野・前掲注（22）四五頁〜四六頁、長島・大野・常松法律事務所・前掲注（22）六一頁、証券法研究会・前掲注（10）三二五頁。

(27) 理論的には、同じ適用除外類型に該当する買付け等を二回以上行った結果四号に該当するに至った場合に関しては、四号に該当する一連の取引全体が当該適用除外類型に該当することがあるが、このようなケースは非常に限定的であると思われる（証券法研究会・前掲注（10）三二二頁）。

(28) アンダーソン毛利友常法律事務所編『ANALYSIS 公開買付け』（商事法務、二〇〇九年）九五頁、井上＝岡

野・前掲注（22）四八頁、長島・大野・常松法律事務所・前掲注（22）七四頁～七五頁、証券法研究会・前掲注（10）三一六頁。

（29）証券法研究会・前掲注（10）三一六頁。

（30）中村直人『M&A取引等のための金融商品取引法』（商事法務、二〇〇八年）七二頁。

（31）池田ほか・前掲注（25）ジュリスト六五頁〔池田唯一発言〕、池田ほか・前掲注（25）単行本四〇頁〔池田唯一発言〕。

（32）田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、二〇一三年）四二七頁。

（33）公開買付制度等ワーキング・グループ報告・前掲注（17）四頁。

（34）会社法制部会資料（21）「企業統治の在り方に関する個別論点の検討」（http://www.moj.go.jp/content/000097726.pdf）一四頁。

（35）この問題については、拙稿「市場取引と公開買付規制」名古屋商科大学論集五九巻二号（二〇一五年）において詳述している。