

# 市場取引と公開買付規制

陳宇

## 一 はじめに

金融商品取引法（以下「金商法」という）二七条の二第一項本文によると、その株券等について有価証券報告書を提出しなければならない発行者の株券等につき、当該発行者以外の者が行う買付等で、本項各号のいずれに該当するものは、公開買付によることが強制される（いわゆる「強制公開買付制度」）。そして、金商法二七条の二第一項一号～六号は、公開買付によるが必要となる買付等の類型を定めている。二号では、著しく少数の者からの市場外買付等であって、当該買付等の後の株券等所有割合が三分の一を超えるものは、公開買付によらなければならないとされている（いわゆる「三分の一ルール」）。

この三分の一ルールは平成二年証券取引法の改正によって導入されたものである。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およ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<sup>1</sup>。すなわち、株券等所有割合が三分の一超となる場合は、対象会社の支配権に移動が生じるために一般株主にも著しい影響を及ぼすと考えられる。また、市場外買付は基本的に相対取引であるから、すべての投資家に取引に参加する機会が保障されているわけではない。相対取引に参加する機会を与えられなかった投資家は、持株の価値が大きく変動する可能性があるにもかかわらず、その可能性に関する情報開示も、開示された情報に基づいて株式を売却する機会も与えられないのである。そこで、公開買付を強制することによって、買収者に、買付期間、買付数量、買付価格等の情報をあらかじめ開示させるとともに、すべての株主にその所有する株式を売却する機会を平等に保障するために、三分の一ルールが設けられた。

このように、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についての規制であり、三分の一を超える買付等を市場内買付で行うことは原則として禁止されない。証券取引法に初めて公開買付に関する規制が導入された昭和四六年改正当時の立案担当者によれば、買付を行う場所が市場内か市場外かで適用範囲を区別する理由は、「自由かつ公開市場」という市場の本質からすると市場内買付に規制を及ぼすのは必ずしも適当でないからだとする<sup>2</sup>。強制公開買付制度が導入された平成二年改正当時の立案担当者も同様の説明をしている<sup>3</sup>。平成一八年改正に際して、公開買付制度等ワーキング・グループの報告書におい

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 内藤・前掲注(1) 二頁、五頁。

でも、この「自由かつ公開市場」という説明と連続的な説明がされている<sup>4</sup>。すなわち、市場内取引には、①誰でも取引に参加できるという意味で「公開性」があり、②取引が競争売買によって行われて「公正性」があり、③取引の数量や価格が公表されて「透明性」があることを理由に、その規制の必要がないとする。

ところが、平成一八年改正法では、市場内外における買付等を組み合わせた上で株券等所有割合が三分の一を超えるような急速な買付等といった一定の場合には、公開性・公正性・透明性を充足する市場内買付であっても強制公開買付制度の対象とされた（金商法二七条の二第一項四号、以下「四号規制」という）。また、外国法においても、イギリスのように、当初市場内買付を公開買付規制の対象外としていたにもかかわらず、その後強制公開買付制度を導入し、市場内買付を規制対象に変更した例もある。したがって、市場内買付を三分の一ルールの対象から除外することは公開性・公正性・透明性といった取引市場の性格の理論的な帰結ではない<sup>5</sup>。

この点に関しては、公開買付制度等ワーキング・グループの報告書では、「取引の態様によっては、立会外取引以外の市場内取引と市場外取引等との差が相対的となる場合もありうるが、一定の基準に基づき規制の線引きをすることが必要であり、立会外取引以外の市場内取引に公開買付規制を及ぼさないという現行制度には一定の合理性があると考えられる。このような考え方に立ち、当ワーキング・グループでは、市場内取引を公開買付規制の対象外としている現行制度は、現状において基本的に維持することが妥当であるとの結論に達した」とされた<sup>6</sup>。この結論に対して、平成一八年改正の立案担当者は、「政策論として未来永劫、市場内外で切ることが絶対真理だというような考えにはなっていないと思う」と述べた<sup>7</sup>。そこで、本稿では、現状においては、市場内買付を三分の一ルールの対象にすべきかについて検討する。

以下では、まず、手続の透明性・公正性確保の観点から、市場内買付において対象会社株主の保護が不十分である問題を明らかにする。その上で、イギリスの公開買付規制の変遷の経緯を踏まえて、現在の日本において、市場内買付に三分の一ルールを適用させるべきかについて検討する。次に、市場内買付を三分の一ルールの対象外とすることから生じた現行法上の問題として、四号規制の問題を明らかにした上で、その立法上の解決策として、市場内買付を三分の一ルールの対象に含めるべきかについて検討する。

## 二 市場内買付における対象会社株主保護の問題

公開買付制度等ワーキング・グループの論点整理においては、「会社支配権に影響のあるよ

<sup>4</sup> 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](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20051222_d1sir/03.pdf)）二頁～三頁。

<sup>5</sup> 石綿学「企業結合の形成過程における株主間の利害調整についての実務からの試論」森本滋編著『企業結合法の総合的研究』（商事法務、二〇〇九年）一四一頁。

<sup>6</sup> 公開買付制度等ワーキング・グループ・前掲注(4) 三頁。

<sup>7</sup> 池田唯一ほか「〈連載〉金融商品取引法セミナー 公開買付け(1)」ジュリスト一三七二号（二〇〇九年）一一五頁〔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）二二頁〔池田唯一発言〕参照。

うな取引について、立会外取引以外の市場内取引であっても、手続の透明性・公正性確保の観点から公開買付規制を及ぼす必要がないか」との論点が提起された<sup>8</sup>。以下では、市場内買付が抱えている透明性・公正性の問題を明らかにしたい。

### (一) 市場内買付の透明性について

透明性という観点からすると、取引市場においては、取引の数量や価格が公表されているが、買付者に関する開示そのものが十分に行われていないといえる。市場内買付であれば、支配権を取得しようとする意図があっても、公開買付制度の開示規制に服することなく支配権を取得できるからである<sup>9</sup>。透明性の観点を重視するならば、市場内買付によって支配権を取得しようとする意図がある場合には、まず「自分は何%取る」と開示したほうが、透明性は高まると考えられる。さらに、市場内買付は、通常部分買付を目的としているところ、部分買付の場合には買付後対象会社に少数株主が残存することとなるから、買付者の属性や買付目的（支配権取得後の経営方針や経営参加後の計画を含む）・内容も含む情報を株主に対して開示する必要性は小さくない<sup>10</sup>。

### (二) 市場内買付の公正性について

市場内買付は誰でも参加できる競争売買の方式によるものである。市場内買付に応じて売却することができるかどうかは「早い者勝ち」ルールによることになる。つまり、早くかつ安い価格で売り注文を出した者から順に売却できるということである。従来は、競争売買によって株主間の公平が確保されると考えられてきた<sup>11</sup>。

これに対して、一般的には、個人株主は、機関投資家に比べて、同じ条件でなされる買付行為に対して反応する能力において不利な立場にあると思われる<sup>12</sup>。買付者がある程度長い期間買付を行い、しかもその間同じ条件で買い付けるという場合には、個人株主も取引に参加できるかもしれない。しかし、そのような場合というのは現実には考えにくい。買付者が長期間市場内買付を行うと、株価はだんだん高騰するからである。現実には、機関投資家は市場内買付において有利な条件を受領することができる地位にある。これに対して個人株主はそのような条件を受領することは実際には不可能である。とりわけ、買付者が公表して市場内買付を行う場合、通常その買付が行われている期間中に株価は上昇し、買付が予告なく終了して株価が下落するため、株主は株価が下落する前に早く株式を売却してしまおうというインセンティブをもつことになる<sup>13</sup>。この場合においては、先着順の方法が認められると、個人株主は十分な投

<sup>8</sup> 平成一七年一月二八日公表の「公開買付制度等ワーキング・グループにおける論点の整理」([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dai1/tob/f-20051128-2/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/tob/f-20051128-2/02.pdf)) 一頁参照。しかし、当該ワーキング・グループの議事録が公表されておらず、この論点をめぐってどのような議論が行われていたかについては不明である。

<sup>9</sup> 池田ほか・前掲注(7) 一一五頁〔神作裕之発言〕、池田ほか・前掲注(7) 単行本二三頁〔神作裕之発言〕。

<sup>10</sup> 中東正文「企業結合法制と買収防衛策」森本滋編著『企業結合法の総合的研究』（商事法務、二〇〇九年）一〇九頁、石綿・前掲注(5) 一四一頁。

<sup>11</sup> 証券取引法研究会「公開買付制度—強制公開買付制について」インベストメント四六巻一号（一九九三年）二八頁〔神崎克郎報告〕。

<sup>12</sup> 飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法学協会雑誌一二三巻五号（二〇〇六年）九五三頁。

<sup>13</sup> 飯田・前掲注(12) 九九六頁。

資考慮を行わずに低価格で株式を売却してしまうおそれがある。

このように、個人株主と機関投資家との反応能力の差からすると、公開市場であっても、実質的な不平等が存在するといえよう。株主に公平な売却機会を確保するという三分のルール  
の趣旨を考えれば、支配権の異動を伴う市場内買付に対しては、三分のルールを適用させるべきであると考ええる。

### (三) 現状において市場内買付を規制すべきか

以上にみたとおり、市場内買付においては、対象会社株主の保護が十分に行われているとはいえない。従来は、この問題についての検討が不十分であった。その背景には、市場内買付においては支配権取得が困難であると考えられてきたこと<sup>14</sup>があると指摘されている<sup>15</sup>。かつて日本の上場企業では銀行・事業法人などの法人株主が上位を占めていた。株主構造は極めて安定しており、日本企業の長期的経営を支える基礎となった。しかし、こうした法人優位の株主構造はこの十数年間に劇的に変化した。中心的な動きは持ち合いの解消と、内外、特に海外機関投資家の持株比率の増加である。全上場会社の時価総額に占める海外投資家のシェアはピークの二〇〇六年度末に二八％に上昇し、国内機関投資家のシェアも一七・九％に達した<sup>16</sup>。

このような状況の中、最近の日本では、市場内で大量の株式を短期間に取得する事例がみられるようになった。例えば、二〇一〇年一月二四日以降、ケイマン諸島に本籍を置く投資ファンドのイザベル・リミテッドは数回に分けて市場内で幻冬舎株を取得した<sup>17</sup>。同年一月二一日提出の大量保有報告書では、イザベルによる幻冬舎株の持株比率が二六・一〇％（議決権ベースでは三四・二三％に相当する）に上昇したことが明らかになった<sup>18</sup>。その後、幻冬舎の経営陣による公開買付が成立した（応募株数は議決権ベースで五八・一七％に相当する）ため、イザベルは議決権の三分の一超を保有し第二位株主となった<sup>19</sup>。

また、これまでの日本における敵対的買収の成功事例は、すべて市場内買付により行われており、公開買付によるものは存しないのが実態である<sup>20</sup>。例えば、平成一九年に入り、アインテスラ社の当時の代表取締役から、春日電機に対し、春日電機の株を取得したいとの申込みがなされ、春日電機の当時の代表取締役がかかる申込みを断ったところ、アインテスラ社は株式市場においてグローバックス・ホールディングスの支援のもと春日電機の株の買い取りを進めた。平成二〇年一月二九日提出の大量保有報告書では、アインテスラ社は春日電機の発行済株式総数のうち三七・六一％の株式をグローバックスと共同保有する大株主となったことが明らかになった<sup>21</sup>。同年の株主総会では、春日電機の創業者一族の取締役が再任されず、大株主のアインテスラ社の代表が代表取締役に就任した。

これらの事例を踏まえて考えると、市場内買付において支配権取得が困難であるという認識

<sup>14</sup> 江頭憲治郎『結合企業の立法と解釈』（有斐閣、一九九五年）二〇九頁、二一一頁。

<sup>15</sup> 飯田・前掲注(12) 九一九頁、石綿・前掲注(5) 一四一頁。

<sup>16</sup> 宮島英昭「企業統治、重み増す機関投資家」日本経済新聞二〇一一年九月二六日朝刊一九頁。

<sup>17</sup> 日本経済新聞二〇一〇年一月二八日朝刊一五頁。

<sup>18</sup> 日本経済新聞二〇一〇年一月二二日朝刊一五頁。

<sup>19</sup> 日本経済新聞二〇一〇年一月三〇日朝刊一一頁。

<sup>20</sup> 石綿・前掲注(5) 一四二頁、一五七頁。

<sup>21</sup> 東京地決平成二〇年一月三日資料版商事法務二九九号三三七頁。



は、少なくとも現在の日本には妥当しないといえる。前述したように、市場内買付においては、対象会社株主の保護が必ずしも十分に行われていないため、とりわけ少数株主が不利益を受けるおそれがある。上記の事例では、アインステラ社の代表は、春日電機の経営権を取得した後、アインステラ社に返済能力がないことを知りながら、春日電機に無担保で計五億五千万円を貸し付けさせた。春日電機はアインステラ社への多額の焦げ付きが影響して平成二一年二月に上場廃止となり、同年七月に東京地裁が会社更生手続の開始を決定した。

このように、会社支配権に影響のあるような取引については、市場内買付であっても、対象会社株主の保護の問題の検討の必要性・重要性を否定することはできない。しかしながら、上記のような市場内買付のみによる買収事例は現行法では対応できない。三分のルールは、あくまでも市場外買付についての規制であり、市場内買付を規制するものではない。また、四号規制は、市場内外における買付等を組み合わせた上で株券等所有割合が三分の一を超えるような急速な買付等を対象とし、市場内買付のみによる買収事例には適用しない。そこで、対象会社株主保護の観点から、市場内買付に三分のルールを及ぼすべきであると考ええる。

### 三 イギリス法からの示唆

前述したように、日本において自由かつ公開市場での取引に法は介入しないという発想は昭和四六年改正当時の立案担当者によって示されたものである。そして、この説明の際に立案担当者は、「各国とも市場を通ずる買占めについては公開買付けのような規制は行われていないと聞く」とも述べた。しかし、現在ではこの説明のなされた当時とは比較法的な事情が異なっている<sup>22</sup>。例えば、イギリスでは、自由かつ公開市場での取引には介入すべきではないという発想がとられていた時代もあったが、この立案担当者の解説が書かれた翌年に強制公開買付制度が導入され、市場内買付に関しても規制の対象に含めることとされた。以下では、イギリスの公開買付規制の変遷の経緯を考察する。

イギリスにおいては、第二次大戦後、とりわけ一九五〇年代には、公開買付による企業買収が急増し、公正な競争を確保するためにも公正なルール作りが必要とされた<sup>23</sup>。このような背景の下で、一九五九年、イングランド銀行は作業部会を招集し、シティ・ノートが公表された。シティ・ノートは短い原則規定と詳細な手続規定に分かれていた<sup>24</sup>。原則規定には①自由な証券市場は干渉を受けるべきではないこと、②株式の売却ないし保有は株主自身が決定すべき事柄であること、③株主が熟慮の上で決定できるよう、株主は適時適切な形で関連するすべての情報を与えられるべきであり、当該情報提供の確保と株主への助言にあらゆる努力を払うことは、対象会社取締役会の義務であること、④関連情報が利用可能になるまで、通常の株価水準に異常をきたすことを回避するあらゆる努力がなされるべきこと、が掲げられていた。これらの原則の中、①の市場自由原則は、資本市場は会社の価値とその株式の価値を決定するもっとも優れた利用可能な仕組みであるという信念から生じたもので、市場内買付により一定数の株式を所有するに至るにはある程度時間を要するため、株主は自身が適切と考える行動をとるこ

<sup>22</sup> 飯田・前掲注(12) 一〇〇二頁。

<sup>23</sup> De Montmorency, *Take-Over Bids*, 1963 J. Bus. Law 246, 246-47 (1963).

<sup>24</sup> Alexander Johnston, *The City Take-Over Code*, p20 (1980).

とができるとの想定に基づいていた<sup>25</sup>。

シティ・ノート制定後、公開買付は以前にもまして行われるようになった。これに対して、シティ・ノートは法的拘束力がない紳士協定とでもいうべきものであり<sup>26</sup>、著しく増加した公開買付に十分に機能しておらず、株主保護等の役割を果たすには不十分であった<sup>27</sup>。

ロンドン証券取引所はこの状況に対応すべく、一九六七年七月、イングランド銀行総裁と協議を行い、シティ作業部会の再招集を要請した。同年一〇月にはコードと呼ばれる新規則の起草委員会が初会合を行い、ドラフトの修正作業等を経て、翌一九六八年三月二七日に初版のシティ・コードを公表した。

一九六八年シティ・コードの制定を受けて、シティ・ノートの勧告的な内容は買付の当事者および関係者に対する要求となった。さらに、翌一九六九年の改正によって、コード違反に対する制裁措置が導入された。公開買付規制の厳格化に連れ、公開買付によらない株式取得の魅力はより一層増すこととなった。一方、小規模な個人投資家の持株比率が低下し、機関投資家が一層大規模に株式を所有する傾向が現れた<sup>28</sup>。機関投資家の持株比率の上昇に伴い、市場取引または相対取引を通じて、短期間に大規模な株式の所有が可能となった。このような状況の中、一九七〇年後半から一九七一年にかけ、市場での現金による株式取得を通じて、事実上の支配権を獲得した後、より安価な有価証券等の対価の受領を残存株主に強要するケースが発生した<sup>29</sup>。一九七〇年秋、Gamagesに対して行われたSterling Guarantee Trustの事例や、一九七一年初頭のRegis Propertyに対するBritish Landの事例がこれに該当する。このような手法は非常に安価に会社を取得する手段を買収者に与えるもので、対象会社の株主に対して不公平であるとの見方が支配的となった。

これに対して、シティ・ノートにおいては、前述のとおり、市場買付について干渉すべきでないという原則があった。この考えはシティ・コードにも引き継がれていた。ところが、短期間で市場取引によって会社支配権を獲得することが可能であることが証明されたという事実の下では、市場取引自由の原則と対象会社の株主に対する平等の取り扱い原則との調整が急務となった。

一九七二年一月一八日、シティの作業部会は、次のような声明を出した。「シティ・コードが初めて制定されて以来、資本市場の通常的作用による効果的支配の取得または会社の法的支配の取得までもが、シティ・コードの規定の適用をもたらす公開買付または合併にはあたらないという基本的な原則が存在していた。この考え方は、実際問題として、市場内買付によって短期間のうちに支配を取得することは不可能であり、せいぜい、株主が何が起きているかを知ることができるくらい、そして各個人の投資に関して独自の意思決定を行うことができるくらい長期間行われるような例外的場合にのみ市場内買付による支配の取得が可能であるという仮定に基づいていた。この考え方は、公開買付の状況について投資家の認識が増加したという背景および数日のうちに市場内買付によって効果的な支配を獲得することが可能であることが

<sup>25</sup> Johnston, *supra* note 24, p66.

<sup>26</sup> 飯田・前掲注(12) 九三九頁

<sup>27</sup> John H. Farrar & Brenda M. Hannigan, *Farrar's Company Law*, p590 (4th ed., 1998).

<sup>28</sup> John Armour & David A. Skeel, Jr., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? —The Peculiar Divergence of U. S and U. K Takeover Regulation*, 95 Geo. L. J. 1727, 1769 (2007).

<sup>29</sup> Johnston, *supra* note 24, p70.

証明されたという事実の下では、もはや維持できない。そこで、シティ・コードを改正して、いかなる方法によって取得したかを問わず、四〇%以上の議決権を取得した者に対してパネルの規制を及ぼすようにする。』<sup>30</sup>

新たに設けられた規則二九B条において、四〇%以上の議決権を取得した者は、パネルが特に認める場合を除いて、合理的な期間内に他の株主に対して無制限の公開買付を行わなければならない、この買付の対価は現金または現金同等物でなければならない、かつ、ここ一年間で支払った対価の最高価格以上の価格でなければならないこととされた。以上のような経緯で最初の強制公開買付制度が導入されたのであるが、その後もいくつかの改正を受けて現在の強制公開買付制度となった<sup>31</sup>。

このように、イギリスでは、自由かつ公開市場での取引には介入すべきでないという考えが支持されていた時代もあった。しかし、短期間のうちに市場内買付による大量の株式取得が現実問題として起こったことを契機に、一九七二年にシティ・コードの改正が行われて強制公開買付制度が導入され、市場内買付に関しても規制の対象に含めることとされた。

日本の強制公開買付制度はイギリス法を参考にして平成二年に導入されたが、その際に市場内買付が対象外とされた。前述したように、その背景には、当時市場内買付において支配権取得が困難であると認識されていたことがある。しかしながら、現在の日本では、一九六〇～一九七〇年代時のイギリスと同じように、機関投資家のシェアの増加に伴い、市場内で大量の株式を短期間に取得する事例が実際に発生している。イギリスの公開買付規制の変遷の経緯を踏まえると、対象会社株主の保護の観点から、日本も市場内買付を規制の対象に含めるべきであると考えられる。

#### 四 四号規制の問題

金商法における公開買付の各適用事由の中で、四号規制は二号の三分の一のルールを潜脱を防止する趣旨で導入されたものであるとされる<sup>32</sup>。平成二年に三分の一のルールが導入された後、市場内買付を三分の一のルールの対象外とすることをめぐっては、例えば少数者からの市場外での取得を三二%に押さえておき、その後市場内買付で二%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<sup>33</sup>。このような議論を踏まえて、平成一八年改正では、四号規制が導入された。すなわち、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は、一連の取引として、強制公開買付制度の対象とされた。

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、公開買付によらなければならない

<sup>30</sup> The Times 19.1.1972, 19; Johnston, *supra* note 24, p75. 飯田・前掲注(12) 九四一頁参照。

<sup>31</sup> 現在の強制公開買付制度では、三〇%以上の議決権に係る株式を取得した場合、又は、三〇%以上五〇%以下の議決権に係る株式を所有している者が株式を追加的に取得した場合には、その後、すべての株主に対して公開買付を行い、当該買付に対して応募があったすべての株式を取得しなければならないとされている(Code Rule9.1)。

<sup>32</sup> 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。

<sup>33</sup> 池田ほか・前掲注(32) 三三頁。

いとされている。

①三ヶ月以内（金商法施行令七条二項）に、

②一〇％（金商法施行令七条三項）を超える株券等を買付等また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 等立会外取引または市場外買付（公開買付によるものを除く）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等（前三号〔金商法二七条の二第一項一号～三号〕に掲げるものを除く）である。

このように、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（三ヶ月、五％超、一〇％超）を使用している。形式的な基準に該当しない場合には、市場内外買付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りうる<sup>34</sup>。例えば、株券等所有割合二七％の者が、①一月一五日に市場外で六％の株券等を買付け、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％の取得は六％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。ここでは、三ヶ月以内一〇％超という要件が設けられているから、実質上企業買収のスピードが制限されている。この点に関連して、三分の一ルール of 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<sup>35</sup>。

しなしながら、上記の事例では、三分の一ルール of 潜脱防止という趣旨を重視するのであれば、①②の取引は公開買付による必要があると考える。四号規制は、五％を超える株券等の買付等を、市場外買付（または ToSTNeT 等立会外取引）によって行うことが要件とされている。逆にいえば、市場外買付が五％以下であり、それ以外の株券等を市場内買付で取得しているのであれば、公開買付は必要がないということである。これは、市場内買付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 of 潜脱防止とみるには、ある程度市場外買付が含まれている必要があると説明されている。上記の事例では、①の市場外買付の時点で五％超要件が充足されているため、①②の取引を三分の一ルール of 潜脱防止とみることができる。

①②のような取引を四号規制の適用対象とするには、一〇％超要件を引き下げることが考えられる。しかしながら、たとえこの要件を六％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りうるから、本質的な解決にはなっていない。

<sup>34</sup> 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）八九頁〔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）六六四頁〔関口智弘〕。

<sup>35</sup> 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）二五七頁～二五八頁〔加藤貴仁〕、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）二八頁。



以上にみたとおり、四号においては、三分の一ルールの特脱防止という趣旨に照らせば、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。そもそも、この問題は、市場内買付が三分の一ルールの対象とされていないことに起因するものである。市場内買付が三分の一ルールの対象とされていないから、三分の一を超える取引のみを市場内で行うといった態様の取引が起ころうようになり、このような脱法的な態様の取引に対応するために四号規制が設けられたのである。これに対して、市場内買付を三分の一ルールの対象にすれば、上記の問題も解消され则认为する。

この点に関しては、平成一八年改正法の立案担当者も、「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）を考えているところは、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<sup>36</sup>。

## 五 おわりに

日本では、従来、取引所市場に公開性・公正性・透明性があることを理由に、市場内買付が三分の一ルールの対象外とされてきた。その背景には、市場内買付においては支配権取得が困難であると考えられてきたことがあると指摘されている。これに対して、現状においては、四号規制の問題だけではなく、市場内で大量の株式を短期間に取得することが可能となったことに伴い、市場内買付固有の問題も浮き彫りになった。これらを踏まえて考えると、三分の一ルールを市場内買付に対しても適用する時機が到来していると考える。

もっとも、三分の一ルールを市場内買付に拡大すると、機関投資家は、支配権取得以外の目的で株式売買を行うことが困難となり、市場における株式の流通性を大きく損なうおそれがある。そこで、市場内で行われてきた大規模取引のニーズをよく精査し、柔軟な適用除外規定を設けることにより、会社の支配権の取得を目的としない機関投資家の投資活動に対して不必要な制約が生じないように配慮すべきである<sup>37</sup>。

また、市場内買付に三分の一ルールを及ぼすことについては、これによって敵対的買収自体が行われなくなる可能性があるから、このような改正には慎重であるべきという見解もある<sup>38</sup>。一般に、公開買付規制の適用により生じ得る企業買収阻害性としては、買付者に不当なコスト負担を強いてしまう点が考えられる。

しかしながら、もともと公開買付というのは、市場内買付より費用負担が少なく、短期間で大量に株式を取得できる企業買収の手段であると思われる<sup>39</sup>。市場で大量に株式を購入しようとする場合、必然的に株価が上昇してしまうが、公開買付は公表した買付価格で株式を買い取るため、資金計画が立て易くなる。また、買付期限までに買付予定数の株式が集まらなかった

<sup>36</sup> 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）六五頁〔池田唯一発言〕、池田ほか・前掲注（7）単行本四〇頁〔池田唯一発言〕。

<sup>37</sup> 石綿・前掲注（5）一四二頁。

<sup>38</sup> 黒沼・前掲注（35）三四頁。

<sup>39</sup> 古山正明『企業買収と法制度』（中央経済社、二〇〇五年）四二頁。池田ほか・前掲注（7）一一八頁〔岩原紳作発言〕、池田ほか・前掲注（7）単行本二八頁〔岩原紳作発言〕。

場合には、公開買付を実施しないという事も可能であるから、市場内買付と比べるとリスクが少ない。一方、公開買付の場合には、買付者が情報開示や買付期間を確保しなければならないというコストもあるが、支配権を取得する企業買収との関係では、これは必要なコストであるという考えも十分成立しうる<sup>40</sup>。したがって、市場内買付に公開買付を強制することは、買付者に不当なコスト負担を強いるとはいえず、企業買収に対する阻害効果は通常大きくないはずである。

---

<sup>40</sup> 石綿・前掲注(5) 一四二頁。