

公開買付制度等に係る討議資料(2)

(公開買付規制の対象範囲と適用除外等について)

1 はじめに

公開買付規制は、会社支配権の移動を伴う取引等が行われる場合に、取引の公正性を確保するため、投資者に予め情報開示を行うとともに、株主に平等に株式売却の機会を与えることを義務付ける制度として設けられている。

こうした制度の趣旨に鑑み、我が国の証券取引法においては、株券等の取引所有価証券市場外における買付け等のうち、当該株券等の所有割合が一定以上となるものについては、原則として公開買付けの方法によらなければならないこととされている。一方で、かような原則の硬直的な貫徹から生じる様々な不合理的を回避するため、証券取引法上、公開買付規制の適用除外規定が設けられているところである。

公開買付規制の対象範囲と適用除外をどのように考えるかは、公開買付制度を巡る他の論点と密接に関わる重要な問題である。このような観点に立ちつつ、

- ① これまでの対象範囲と適用除外にかかる制度の変遷(関係資料1ページ)
- ② 第2回ワーキングにおいて討議された「検討に当たっての基本的視点」(関係資料7ページ)

等も踏まえて、対象範囲と適用除外の問題について検討していくことが必要となる。

2 公開買付制度の対象範囲に係る基本的考え方

公開買付規制の対象範囲については、法令に詳細な規定が存在するが、対象範囲を画する基本的な柱となる考え方としては、概ね以下の四つの柱が挙げられる。

第一の柱として、規制の対象とするのは、取引所有価証券市場外における株券等の買付け等である。(法第27条の2第1項本文)

一方で、第二の柱として、会社支配権等への影響が少ないと考えられる

小規模な量の取引は規制の対象外としている。具体的には、買付け後の所有割合が特別関係者分と合わせて5%以下の場合については、公開買付けによらずに買付け等を行うことができることとされている。(法第27条の2第1項第3号)

さらに、第三の柱として、著しく少数の者からの買付けについては、広く情報を開示させる必要や株主に買付けの機会を与える必要はないとの考え方に基づき規制の対象外としている。具体的には60日間で10人以下の者からの買付け等については、公開買付けによらずに行うことができることとされている。(法第27条の2第1項第4号)

最後に、第四の柱として、著しく少数の者(60日間で10人以下)からの買付けであっても、買付け後の株券等所有割合が3分の1を超える場合には、会社支配権等に大きな影響を及ぼすこと等から、公開買付けによらなければならないこととされている。(いわゆる3分の1ルール、法第27条の2第1項第4号)

これら四つの柱を全体としてとらえたときに、

- ・ それぞれの柱の関係をどうとらえるのか
 - ・ 公開買付制度全体の中でそれぞれの柱の考え方は整合的か
- 等については様々な議論があり得る(関係資料11ページ以下)。この四つの柱のあり方や相互関係についてどのように考えるか。

3 取引所有価証券市場内取引と公開買付規制

取引所有価証券市場は、投資者が売買の動機にかかわらず、自由に、いつでも、適正な価格で上場株券等を売買できるようにする、という重要な機能を有している。

取引所有価証券市場内取引は、基本的には、第一に誰もが参加できる意味で公開の取引であり、第二に取引の数量や価格が公表される透明な取引であり、第三に競争売買の手法によって価格形成が行われる取引である。こういった3つの観点から、取引所有価証券市場内取引は、基本的には、相対で行われる市場外取引とは異なる性質を持つものである。

こうした取引所有価証券市場内取引の本質に鑑み、投資者への情報開示、株主の平等な株式売却の機会の確保を制度趣旨とする公開買付規制を、取引所有価証券市場内取引に及ぼすことは妥当ではなく、また格別規

制を加えなくとも投資者保護に欠けるところがないとの考え方から、我が国においては、証券取引法上、これを規制の対象外として位置付けてきた。こうした原則について、どう考えるか。

また、市場内取引においても、大量のクロス取引などの取引類型については、公開買付規制の対象とすべきとの議論があるが、どう考えるか。

4 いわゆる3分の1ルールについて

現行制度上、著しく少数の者(60日間に10人以下)からの買付けについては、契約自由の原則に基づき、原則として公開買付規制の対象範囲外とする一方、買付け後の株券等所有割合の合計が3分の1を超える場合には、強制的に公開買付規制を及ぼす仕組みとされている(いわゆる3分の1ルール)。

平成2年の導入時におけるいわゆる3分の1ルールに係る考え方は、以下のとおりであった。すなわち、たとえ少数の者からの買付けであっても、対象会社の支配権の移動を伴うような取引であって、一般株主に重大な影響を及ぼすものと考えられるものについては、一般株主の保護の立場から、公開買付制度に基づいて買付けを行うことが適当である、というものである。その際、会社支配権の移動を伴う取引の基準として、商法上の特別決議を阻止できる割合(発行済株式総数の3分の1)が採用された。

(1)いわゆる3分の1ルールのあり方について

会社支配権の帰趨に影響を及ぼし得るほど大量の取引については、いかなる者が会社支配権を把握するかは投資者にとって重大な関心事であり、著しく少数の者からの買付けであろうとも、一般投資者への情報開示や少数株主の株式売却機会の確保が必要であることを理由として、いわゆる3分の1ルールを積極的に評価する考え方がある。

昨今、公開買付制度が論点となり得る事例が多く見られるが、その際にも、いわゆる3分の1ルールについて、これを厳格に適用すべきとの指摘もなされ、法制面の手当てもなされたところである。

このような立場からは、いわゆる3分の1ルールを今後とも基本的には維持することが適当との主張がなされ得る。

一方、公開買付手続には時間と費用がかかり、いわゆる3分の1ルールは企業価値を高めるような取引を阻害しているとの問題意識に立ち、その見直しが必要であるとする考え方もあり得る。

例えば、会社支配権に影響がある大きな所有割合の株券等の取引のうち、例えば一対一の相対取引により、ブロックとして売買移転をするような場合に、現行制度では、他の株主が応募しないように、買付価格が市場価格を下回るディスカウント買付けを行うことがあるという不合理が存在する。売主・買主間に情報の偏在はなく、情報が不十分であることに起因する売主への不合理な提供圧力も生じない、このような取引にまで公開買付規制を及ぼす必要はないのではないか、との考え方である。

(注1) 事業再編等の迅速化、手続の簡素化の観点から、公開買付制度に服させる必要がないと考えられる取引の類型については、平成15年改正、平成16年改正を中心に公開買付規制の適用除外とされており（「5 公開買付規制の適用除外の範囲について」参照）、いわゆる3分の1ルールを見直すべき、との指摘に対しては一定の解決が図られているところである。

(注2) なお、平成18年施行予定の会社法においては、特別決議に必要な議決権数について、定款で変更できることとされている。

以上のような点を踏まえ、いわゆる3分の1ルールのあり方についてどのように考えるか。

(2) いわゆる3分の1ルールに関するその他の論点

現行制度上、株券等所有割合が既に3分の1を超えているような場合、わずか数パーセント買い増す場合であっても、取引所有価証券市場外で行おうとすれば、公開買付けによらなければならない。

一方で、ひとたび株券等所有割合が50%を超えてしまえば、特別関係者からの買付けという扱いとなり、取引所有価証券市場外であっても、60日間に10人以下の者から行う買付けであれば、公開買付けによらずに買付けを行うことができる。

この点について、何らかの手当は必要ないか。

5 公開買付規制の適用除外の範囲について

現行制度上、公開買付規制の適用除外となる場合としては、著しく少数の者からの買付け、特別関係者からの買付け等に加え、平成15年には、企業の事業再編等の迅速化、手続の簡素化の観点から、担保権の実行による特定買付け、買付者の兄弟会社・祖父母会社からの特定買付け、グループ全体で3分の1超保有する場合のグループ内会社からの特定買付け、公開買付によらずに取得することにつき買収対象企業の総株主が同意している場合等が、適用除外として追加された。

更に、平成16年の改正において、営業の譲受けによる特定買付けも適用除外として追加された。

適用除外の範囲については、企業における事業再編の円滑化の要請と、公開買付制度本来の趣旨を潜脱しかねない取引の防止等の要請とのバランスにかかわる、公開買付制度の全体像にも絡む論点であるが、これを拡充していくのか縮小していくのかといった基本的方向性についてどのように考えるか。

この他、適用除外に関しては以下のような論点が具体的に提起されているが、これらの点についてどのように考えるか。また、以下の論点のほかにも、適用除外について検討しておくべき取引類型があるか。

- ・ 現在、公開買付規制が適用されるのは、その株券等につき有価証券報告書を提出しなければならない発行者の発行する株券等である。このうち、例えば50名以上の従業員にストック・オプションを付与するために有価証券届出書を提出した非公開の発行者の株券等についても規制の対象となるなど、対象範囲が広すぎるのではないか。
- ・ ある発行者の発行する株券等が上場廃止になったとしても、多くの場合において、当該株券に係る有価証券報告書提出義務は存続し、引き続き公開買付制度の対象となる。この点について、そもそも規制対象を上場株券等に限る、あるいは有価証券報告書提出義務免除の要件を緩和する等の措置が必要ではないか。

(注) 過去に有価証券届出書を提出した会社が、上場廃止後に有価証券報告書提出義務を免除されるための要件の例

- ① 申請日の属する事業年度の直前事業年度末の有価証券の所有者数が25名未満であって、
- ② 内閣総理大臣(金融庁長官へ権限委任)の承認を受けること。

6 種類株式等の取扱い

株式の種類については、累次にわたる商法改正で多様化してきたところであり、平成18年施行予定の会社法により、種類株式等の設計が更に柔軟化されることとなる。

一方、公開買付制度の導入時においては、こうした株式の種類が多様化を必ずしも前提としていなかった。

我が国の公開買付規制においては、会社支配権の移動を伴う取引等に着目した制度であることに鑑み、無議決権株式は公開買付規制の対象外とされている。一方、議決権株式に転換可能な無議決権株式又は転換後の議決権数が増加する議決権付株式などについては、株券等所有割合の算定にあたっていかに取り扱うべきかにつき、更なる法令上の明確化の必要性があると考えられるが、どうか。

(注)平成15年12月24日の金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループの報告においては、「議決権のない株券であっても、議決権のある株券への転換請求権が付されているものについては、公開買付けの対象有価証券とすることが適切であると考えられる。」とされている。

また、種類株式の公開買付制度上の取扱いについて、例えば、議決権付普通株式と議決権付種類株式は、それぞれを独立の公開買付けの対象とできるものと解されているが、更なる法令上の明確化の必要性があると考えられるが、どうか。

(注)なお、議決権付普通株式と議決権付種類株式について、いずれかを独立の公開買付けの対象とする場合であっても、株券等所有割合算定に当たっての分母には、双方の議決権を含めるものとされている。

種類株式の多様化をめぐる会社法制や実務の動向を踏まえ、株券等所有割合の算定方式における取扱いを含め、その公開買付規制上の取扱いについて法令上何らかの手当は必要ないか。その際、上記の他、具体的に検討しておくべき点があるか。

7 公開買付規制の及ぶ外延とプレTOB規制

公開買付制度については、法令によって対象範囲を画し、あるいは適用除外を設けていることの裏返しとして、対象範囲について限界的な態様の取引を行うことにより、公開買付けによらずに3分の1超の株券等を所有するに至る者が出てくることが想定される。

例えば、33%までの株式を60日間に10人以下の少数の者から相対で買い付け、その後、取引所有価証券市場内で1%の株式の買付けを行う、あるいは、新株の第三者割当を受けるような場合(関係資料19ページ)が考えられる。

こうした行為については、現行制度においても、前後の取引が全体として一つの取引と捉えることができるような場合には、先行する市場外取引について公開買付規制の適用があると解釈する余地があると解してきているが、法令上、どういった形でこれを明確化していくことが適当と考えられるか。

例えば、取引所有価証券市場外での株券等の買付け等と、それと同時に又は引き続き行われる取引所有価証券市場外以外での株券等の取得とを合計すると株券等所有割合が3分の1を超える場合に、一連の行為として規制を明示的に及ぼすことも考えられるが、どう考えるか。

その際、一連の行為として規制を及ぼす範囲を明文化すると、その裏返しとして規制が及ばない範囲が画されることになる点に留意が必要である。当初予期されていなかった態様の取引が、こうした規制の及ばない範囲で行われ、不合理な結果をもたらすような場合に、法律改正が柔軟・迅速に行えない、ということにもなりかねないが、この点についてどのように考えるか。

また、こうした行為を抑制する手法として、例えば、英国で採られているように、公開買付規制の前段階の規制(いわゆるプレTOB規制)を導入することも考えられるが、どう考えるか。

8 第三者割当増資について

証券取引法における公開買付制度は、株券等の流通市場における規制として、既発行の株券等の取引所有価証券市場外における買付け等につきルールを定めている。

一方、株式等の第三者割当についても、その割当数や割当の態様によっては、会社支配権の帰趨を左右できることとなる。この点については、商法上、株主保護のための手続が規定されるとともに、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は、差止めといった商法上の救済制度が設けられており、証券取引法上はそれ以上に特段の規制は設けていない。

第三者割当増資の取扱いについては、引き続きこのような形で問題ないと考えてよいか。

その他、公開買付規制の対象範囲と適用除外について検討しておくべき論点はないか。