

公開買付制度等ワーキング・グループ(第3回)

関 係 資 料

平成17年9月16日

— 目 次 —

ページ

1. 公開買付制度の対象範囲・適用除外の主な変遷	1
2. 公開買付制度の対象範囲と適用除外の整理	3
3. 証券取引法（抄）、証券取引法施行令（抄）	4
4. 公開買付制度等に係る討議資料（1）（TWG 2-1）	7
5. 代表的な文献における公開買付規制の対象範囲に関する記述	11
6. イメージ図	19
7. 公開買付規制・大量保有報告制度の国際比較（日米英）	20
8. M&A件数の推移・TOB件数の推移	25
9. 公開買付制度・大量保有報告制度の主な変遷	26
10. 公開買付規制等の実効性を確保するための証券取引法上の主な制度	27
11. 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」（平成17年7月7日） （抜粋）	29
12. 金融審議会の構成	30
13. 公正なM&Aルールに関する提言（平成17年7月7日） 【自由民主党総合経済調査会企業統治に関する委員会】（抜粋）	31

公開買付制度の対象範囲・適用除外の主な変遷

昭和 46 年 (1971年)	<p>公開買付制度 導入</p> <p>【対象範囲等】 公開買付けに関する重要な情報の適正な開示と、投資者間の公平な取扱いを確保するため、</p> <ul style="list-style-type: none"> ①取引所市場外において ②不特定多数の株主に対して行う株式の買付けのうち ③(ア)その買付けにより発行会社株式の 10%以上を所有することとなるもの及び (イ)既に 10%以上所有する株式をさらに買い増すものを規制対象として規定。
平成 2 年 (1990年)	<p>公開買付制度 全面改正</p> <p>【対象範囲等に係る改正点】</p> <ul style="list-style-type: none"> ①(ア)著しく少数の者からの取引所市場外での買付けであっても、買付けにより 1/3 超を所有することとなる場合 又は (イ)既に 1/3 超所有する株券等を更に買い増す場合 について、公開買付けによることを義務化(いわゆる強制的公開買付制度の採用)。 ②公開買付けが義務付けられる買付後の株券等所有割合の引下げ(10%→5%) ③その他、以下のものについて、公開買付規制の適用除外を規定。 (ア)店頭売買有価証券の取引 (イ)新株引受権行使等 (ウ)特別関係者からの買付け等 (エ)売出しの応じて行う買付け等 (オ)持株会の継続買付け
平成 6 年 (1994年)	<p>自己株式公開買付制度 導入</p> <p>(注) 自己株式の取得規制を緩和する商法改正に伴い導入</p>
平成 15 年 (2003年)	<p>公開買付制度 改正</p> <p>(注) 事業再編の迅速化、手続の簡素化の観点からの見直し</p> <p>【対象範囲等に係る改正点】</p> <ul style="list-style-type: none"> ①次の取引を公開買付規制の適用対象から除外。 (ア)担保権の実行による株券等の買付け (イ)公開買付者の兄弟会社・祖父母会社からの特定買付け (ウ)グループ全体で 1/3 超保有する場合におけるグループ会社からの特定買付け (エ)公開買付け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 ②株券等所有割合を算定する際に合算される特別関係者について、買付者が個人である場合において、当該個人とその親族が合わせて 20%超保有する法人等を含めることとする。

<p>平成 16 年 (2004年)</p>	<p>公開買付制度 改正 (注) 公開買付けに要するコストを削減し、手続を簡素化することにより企業再編等を促進する観点からの見直し</p> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px;"> <p>【対象範囲等に係る改正点】</p> <p>①投資証券を公開買付規制の対象証券に導入。</p> <p>②公開買付規制の適用除外要件の拡大 (ア)既に公開買付規制の適用除外とされている、著しく少数の者(10名以下)から50%超保有している株券等の買い増しの判定において、買付者本人以外にその特別関係者の所有割合を含める。 (イ)営業の譲受けによる株券等の買付け等を規制対象から除外する。</p> <p>③「著しく少数の者」に係る基準の緩和 著しく少数の者(60日間で10名以下)からの株券等の買付け等は公開買付けの適用除外とされているが、その算定にあたって、「買付け等」から「公開買付け」を除外。</p> </div>
<p>平成 17 年 (2005年)</p>	<p>公開買付制度 改正 (注) 公開買付制度の信頼性確保のための改正</p> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px;"> <p>【対象範囲等に係る改正点】</p> <p>立会外取引も公開買付規制の対象範囲に含める。</p> </div>

公開買付制度の対象範囲と適用除外の整理

法27条の2 I 本文：原則「市場外取引は公開買付け」
例外「次の各号」

一号：店頭売買有価証券の取引

二号：新株予約権の行使、
その他政令（令7②）

⇒
一号：新株予約権の行使による買付け
二号：新株引受権の行使による買付け
三号：インデックスファンドの受益証券との交換による買付け
四号：ETFの受益証券との交換による買付け

三号：所有割合5%未満の買付け

四号：著しく少数の者（60日間で10人以下）からの買付け（3分の1を超えない場合のみ）

五号：特別関係者からの買付け、
その他政令（令7⑤）

⇒
一号：50%超所有の場合の買付け（著しく少数の者からの買付けのみ）
二号：兄弟会社からの買付け（著しく少数の者からの買付けのみ）
三号：グループ（三親等内の会社）全体で3分の1超保有するグループ内会社からの買付け（著しく少数の者からの買付けのみ）
四号：公開買付けによらないことにつき総株主（株券等の所有者の数が25名以下の場合のみ）の同意がある場合（著しく少数の者からの買付けのみ）
五号：担保権の実行による買付け（著しく少数の者からの買付けのみ）
六号：営業譲渡による買付け（著しく少数の者からの買付けのみ）
七号：売出しに応じて行う買付け
八号：持株会の継続買付け
九号：有価証券報告書提出会社以外の会社の株券の買付け
十号：証券取引清算機関の業務方法書に従った買付け

証券取引法(抄)

第二十七条の二 その株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で政令で定めるもの（以下この章及び第二十七条の三十の十一（第四項を除く。）において「株券等」という。）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による取引所有価証券市場における有価証券の売買等（競売買の方法以外の方法による有価証券の売買等として内閣総理大臣が定めるもの（第四号において「特定売買等」という。）を除く。第一号において同じ。）による買付け等（株券等の買付けその他の有償の譲受けをいい、これに類するものとして政令で定めるものを含む。以下この節において同じ。）以外の買付け等は、公開買付けによらなければならない。ただし、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。

- 一 取引所有価証券市場における有価証券の売買等に準ずるものとして政令で定める取引による株券等の買付け等
- 二 新株予約権を有する者が当該新株予約権を行使することにより行う株券等の買付け等その他の政令で定める株券等の買付け等
- 三 当該買付け等の後におけるその者の所有（これに準ずるものとして政令で定める場合を含む。以下この節において同じ。）に係る株券等の株券等所有割合がその者の特別関係者（第七項第一号に掲げる者については、内閣府令で定める者を除く。次号及び第五号において同じ。）の株券等所有割合と合計して百分の五を超えない場合における当該株券等の買付け等
- 四 特定売買等による株券等の買付け等の後におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合がその者の特別関係者の株券等所有割合と合計して三分の一を超えない場合における特定売買等による当該株券等の買付け等
- 五 著しく少数の者から株券等の買付け等を行うものとして政令で定める場合における株券等の買付け等（当該株券等の買付け等を行う者及びその特別関係者の株券等所有割合の合計が三分の一を超えない場合に限る。）
- 六 株券等の買付け等を行う者がその者の特別関係者（第七項第一号に掲げる者のうち内閣府令で定めるものに限る。）から行う株券等の買付け等その他政令で定める株券等の買付け等

2～8（略）

証券取引法施行令(抄)

第七条 法第二十七条の二第一項第一号 に規定する政令で定める取引は、店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の取引とする。

2 法第二十七条の二第一項第二号 に規定する政令で定める株券等の買付け等は、次に掲げる株券等の買付け等(法第二十七条の二第一項 に規定する買付け等をいう。以下この節において同じ。)とする。

一 新株予約権を有する者が当該新株予約権を行使することにより行う株券等の買付け等

二 新株引受権を有する者が当該新株引受権を行使することにより行う株券等の買付け等

三 投資信託及び投資法人に関する法律施行令(平成十二年政令第四百八十号)第八条第一号 に掲げる証券投資信託の受益証券を有する者が当該受益証券を同号 の交換により行う株券等の買付け等

四 投資信託及び投資法人に関する法律施行令第八条第二号 に掲げる証券投資信託の受益証券を有する者が当該受益証券を同号 ハの交換により行う株券等の買付け等

3、4(略)

5 法第二十七条の二第一項第五号 に規定する政令で定める株券等の買付け等は、次に掲げるものとする。

一 株券等の買付け等を行う者とその者の特別関係者(法第二十七条の二第一項第五号 に規定する特別関係者をいう。)が合わせて他の発行者の総議決権(商法第二百十一条ノ二第四項 に規定する種類の株式に係る議決権を除き、同条第五項 の規定により議決権を有するものとみなされる株式に係る議決権を含む。第三号において同じ。)の数の百分の五十を超える数の議決権に係る株式又は投資口(投資信託及び投資法人に関する法律第二条第二十一項 に規定する投資口をいい、外国投資法人の社員の地位を含む。第三号において同じ。)を所有する場合における当該他の発行者の発行する株券等の買付け等(著しく少数の者から株券等の買付け等を行うものとして前項に規定する場合に該当するもの(以下この項において「特定買付け等」という。)に限る。)

二 法人等(法人その他の団体をいう。以下同じ。)の行う特定買付け等であつて、当該法人等に対してその総株主の議決権(法第五十四条第一項第四号 に規定する総株主の議決権をいう。第九条、第十五条の四第一項第一号口及び二並びに第二項並びに第十八条の二において同じ。)の百分の五十を超える議決権に係る株式又は出資を所有する関係(内閣府令で定める場合を除く。以下この号において「特別支配関係」という。)にある法人等(次

- 号において「親法人等」という。)が他の法人等に対して特別支配関係を有する場合における当該他の法人等から行うもの
- 三 特定買付け等を行う者と当該特定買付け等を行う者の親法人等その他の内閣府令で定める者(以下この号において「関係法人等」という。)が合わせて他の発行者の総議決権の数の三分の一を超える数の議決権に係る株式又は投資口を所有する場合における当該関係法人等(内閣府令で定めるものを除く。)から行う当該他の発行者の株券等の当該特定買付け等
- 四 株券等の所有者が少数である場合として内閣府令で定める場合であつて、当該株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、当該株券等のすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合における当該特定買付け等
- 五 担保権の実行による特定買付け等
- 六 営業の全部又は一部の譲受けによる特定買付け等
- 七 株券等の売出しに応じて行う株券等の買付け等(当該売出しにつき、法第四条第一項の規定による届出が行われている場合又は法第二十三条の八第一項の規定により同項に規定する発行登録追補書類が提出されている場合に限る。)
- 八 株券等の発行者の役員又は従業員が当該発行者の他の役員又は従業員と共同して当該発行者の株券等の買付け等を証券会社に委託して行う場合であつて、当該買付け等が一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合その他の内閣府令で定める場合における株券等の買付け等
- 九 法第二十四条第一項の規定により有価証券報告書を提出しなければならない発行者以外の発行者が発行する株券等の買付け等
- 十 証券取引清算機関に対し株券等を引き渡す債務を負う清算参加者(法第一百五十六条の七第二項第三号に規定する清算参加者をいう。)が、当該証券取引清算機関の業務方法書において履行すべき期限として定められる時まで当該債務を履行しなかつた場合に、当該業務方法書に定めるところにより行う株券等の買付け等

公開買付制度等に係る討議資料（1）

（公開買付制度等の変遷）

近年、我が国における企業の合併、買收件数は、急速に伸びてきており、企業買収の一手段である公開買付けの件数も増加してきている（関係資料1ページ）。

公開買付制度は、会社支配権の移動を伴う取引等が行われる場合に、投資家に予め情報開示を行うとともに、株主等に平等に株式等の売却の機会を与えることを義務付ける制度であり、英米における制度化や資本の自由化の流れを受けて昭和46年（1971年）に証券取引法上の制度として導入された。

その後、平成2年（1990年）には、株高・金余り現象を背景とする企業合併、買収の活性化、市場における大量買い集め事例の増加等を受け、諸外国の制度との調和を図る観点から、大量保有報告書制度の導入と併せて、全面的に改正され、現行制度の骨格が確立された。

近年においては、事業再編の迅速化、手続きの簡素化の観点等から、公開買付規制の適用除外の範囲を拡大する等の改正が累次にわたり行われてきている（関係資料2ページ）。

（諸外国の状況）

欧米等の諸外国においても、公開買付制度は、企業買収の手法を規律する制度として定着しているが、ルールの厳格さの程度や運用の方法等については個々に相違がある（関係資料4ページ）。

米国においては、公開買付規制の適用範囲について、法令上明文の規定が存在しないが、SEC や私人による裁判所への差止め請求や準司法的な行政手続としての SEC の排除命令を通じ、司法的な枠組みの下に個別事案への公開買付規制の適用の有無が判断される枠組みが確立しているとされている。

一方で、英国においては、公開買付について比較的厳格なルールが存在し、民間の自主規制機関であるテイク・オーバー・パネルが、その実施に責任を持つ仕組みが確立しているとされている。

(検討に当たっての基本的視点)

公開買付制度等について検討を進めていくに当たり、どのような基本的な視点に立って検討を進めていくことが適当か。

例えば、公開買付制度が導入された趣旨等を踏まえれば下記①の視点、昨今の企業買収・合併の活性化に伴う様々な議論を踏まえれば下記②、③のような視点が考えられるが、これらの点についてどのように考えるか。また、視点相互の関係をどのように捉えることが適当か。さらに、①～③以外に踏まえるべき視点はないか。

- ① 公開買付けにおける透明性、投資者間の公平性の一層の確保の視点
- ② 企業価値最大化、株主利益最大化の視点
- ③ 企業の事業再編行為等の円滑性の確保の視点

なお、この他、公開買付けに係る制度設計に当たっては、取引所市場における価格形成機能の十全な発揮が損なわれることのないよう配慮していく必要があるのではないか。

(検討に当たっての留意点)

公開買付制度等について検討を進めていくに当たり、以下のような点についてどのように考えていくか。その他、検討に際し、留意していくべき点があるか。

① 会社法制との関係

公開買付規制の整備を図っていく際には、証券取引法制と会社法制が相まって、結果として、証券取引の透明性、公正性を確保し、株主をはじめとする投資者の保護等を適切に達成していくことが必要となる。

証券取引法は、従来、証券の流通・取引を規制するものとしてその整備が進められてきており、一方、企業買収や買収防衛策の文脈において用いられる組織再編行為や新株（新株予約権）の発行、株式分割

等に係る規制は、会社関係者間の利害調整に関する事項として、主として商法の領域で手当てされてきたところである。

公開買付及びこれに関連する法制度のあり方を検討するに当たって、証券取引法制と会社法制との役割分担についてどのように考えていくか。

② 自主ルールとしての取引所規則との関係

企業の合併・買収に係る取引の複雑性、多様性を考慮すると、予めあらゆる事態を想定した上で規制を法令に規定することには困難が伴う。また、法令改正には相応の期間を要することから、臨機応変に制度面での手当てを講じていくことにも限界がある。

これに対し、市場開設者が設ける取引所規則は、有価証券市場を巡る環境が大きく変化中、取引形態や取引手法の多様化、高度化等に柔軟に対応し、取引市場参加者からの現場の要請を迅速にかつきめ細かく反映させ、取引の公正を実効的に確保していくことができる等のメリットを有している。この点で、証券取引法等による法令の規制を補完するものとして、取引所規則が果たす役割が重要になってきていると考えられないか。

公開買付規制等におけるルール整備を進めるに当たって、法令と取引所規則の役割分担についてどのように考えていくか。

③ 規制の実効性の確保に向けた法的手段の多様化

公開買付規制等の違反行為に対する制裁措置としては、現行制度上、公開買付届出書、大量保有報告書等の開示書類における重要事項の虚偽記載、これら開示書類の未提出、公開買付中の別途買付けの禁止に違反した場合等に対する刑事罰則が規定されている。

米国においては、SEC や私人等が違反行為または将来の違反行為の差止めを裁判所に請求できるほか、行政手続により現在又は将来の違反行為に対して SEC 自らが排除命令を出すことが認められている。

我が国でも、公益及び投資家保護のため緊急を要する場合等に、法令違反行為を行い、または行おうとする者に対し、その行為の禁止、

または停止を命ずるよう、内閣総理大臣等が裁判所に申し立てること（証券取引法第 192 条）が可能とされている。

また、現行制度上、違反行為に係る民事上の責任として、公開買付届出書等の開示書類の重要事項の虚偽記載や未提出、別途買付行為の禁止規定違反等の場合に、買付者等が損害賠償義務を負うこととされているが、公開買付規制等に違反した場合でも、取引の民事上の効果自体に直ちに影響を及ぼすものではないと一般に解されている。

こうした点についてどのように考え、公開買付規制等の実効性確保に向けた法的手段のあり方についてどのように考えていくか（関係資料 8 ページ）。

（今後、検討していくべき課題）

公開買付制度等をめぐっては、今後、以下のような論点につき、検討していくことが必要ではないか。

- 1 公開買付規制の対象範囲と適用除外等
- 2 公開買付規制における透明性の確保と公開買付期間等のあり方
- 3 買収防衛策と公開買付規制のあり方
- 4 投資者間の公平性確保（少数株主の保護）
- 5 公開買付規制を巡るその他の論点
- 6 大量保有報告書制度のあり方

（以 上）

代表的な文献における公開買付規制の対象範囲に関する記述

1. 内藤純一「新しい株式公開買付制度（上）」（商事法務 N01219 号（1990 年））4 ページ以下

【いわゆる 5%基準】

これまでは買付けの結果発行済株式の 10%以上を所有することとなる同買付けを届出等の対象としてきたが、これを 5%ルールを導入と合わせて買付けの結果 5%超を所有することとなる場合に変更しようとするものである。この改正は 5%ルール導入と合俟って、市場内外の透明性を格段に向上させるものと期待されている。

【いわゆる 1/3ルール関係】

さらに、同改正では、仮に相対取引と認められる少数の者からの市場外での買付けであっても、対象会社の支配権に移動が生ずるような場合には一般株主にも著しい影響を及ぼすものと考えられることから、このような買付けには原則として公開買付制度に拠ることを義務づけることが適当と考えられた。

（中略）

仮にこのような相対取引に当たる場合であっても、買付け後の所有割合が発行済株式総数の三分の一を超える場合（すでに三分の一を超えている場合を含む）には商法上の特別決議を阻止できる、一定の企業支配力を行使しうる所有割合であること等から、原則として公開買付によらなければならないものとされた。

2. 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎「証券取引法入門[新訂第二版]」（商事法務、2003）224 ページ以下

【27条の2第1項本文関係】

公開買付は、市場外の取引であるが、市場外の取引はとかく不透明になりやすい。また、公開買付は支配権の取得を目的とするため、株価に大きな影響を与える。このため、公開買付規制においてとりわけ重要なことは、株主が、公開買付に対して、売付に応じるべきかどうかに関する十分な情報を得て、合理的な判断ができるように確保すること、および株主が公正かつ平等に扱われる

ことを確保することである。支配株式取得には市場価格を上回る価格が提供されるのが通例であるが（上回る部分をプレミアムという）、株主がこれに平等に参加できるようにすべきことから、平等取扱いの必要性が生じる。なお、5%ルールに比べれば、買い付ける者が開示すべき事項は、その内容が詳細になっている。これは、公開買付においては、その開示の主眼が、買付に応じるべきかどうかの判断材料を提供することに存するからである。

（中略）

現行法がこのように、証券市場外での取引は、原則として公開買付によらせることになったのは、次の理由による。一般に証券市場外での取引は不透明であり、一般株主にとって不公正な取引とみられがちである。また、旧規定の「不特定多数」の範囲は必ずしも明確とはいえなかったため、公開買付の規制範囲は明らかでなかった。そこで、いくつかの例外を置きつつ、取引所有価証券市場外での買付は原則として公開買付によらせることとした。そして、買付者にあらかじめ情報を開示させ、広く株主が買付に応じることができるようさせたのである。この場合、買付条件の開示が重要である。多数の者から株式を買い付ける場合において、買付者が一方的に自己に有利な契約内容を定める危険も存するからである。

【いわゆる5%基準関係】

買付者が市場外で買い付ける株式数がきわめて少ない場合については、公開買付の対象から外すことが考えられる。これは、会社の支配権への影響が少ないからである。

【いわゆる1/3ルール関係】

著しく少数の者から買い付ける場合においては、それは相対取引であり、情報を開示させたり、広く株主に買付の機会を与える必要はない。そこで、有価証券市場外取引で行った60日間に10人以下の者からの買付については相対取引であるとみなして、適用除外となっている。

ところが、いくら少数の者から買い付けるものであっても、買い付ける株式数が多い場合には、会社の支配権に変動が生じる可能性も高い。その結果、一般株主には少なからぬ影響を与える。支配株式取得にはプレミアムが付くのであり、他の株主がこれに平等に参加できるようにすべきであるというのが公開買付強制的趣旨であるが、これに反する結果が生じうることにもなる。そこで、買付後の所有割合が三分の一を超える場合には、対象会社の支配権に大きな影

響を及ぼすことは明らかなことから、このような買付も公開買付によらなければならぬとされている。

3. 岸田雅雄「新法学ライブラリ」37 証券取引法[第2版]（新世社、2004）62
ページ以下

【27条の2第1項本文関係】

証券取引法における公開買付けの規制は、買付者に対して買付期間、買付数量、買付価格等をあらかじめ公開呈示することを義務付け、これによって、投資者への情報開示と株主の平等取扱いを保障するものである。公開買付けは、不特定多数の者に有価証券を取得させるように勧誘する点において、有価証券の発行である募集や売出しに対応するものであり、募集や売出しと同様に投資者保護のための特別の開示がなされる。このように公開買付けは、市場外の取引であるが、市場外の取引はとかく不透明になりやすく、また、株価に大きな影響を与えるため、株主が、公開買付けに関する十分な情報を得て、合理的な判断ができるように確保し、株主が公正かつ平等に扱われることを確保するための規制を行っている。

（中略）

有価証券取引市場外での取引について、原則として公開買付けを強制するのは、証券市場外の取引は不透明であり、一般株主にとって不公正な取引とみられがちであるため、買付者にあらかじめ情報を開示させ、広く株主が買付けに応じることができるようにさせるものである。また多数の者から株式を買い付ける場合において、買付者が一方的に自己に有利な契約内容を定める危険を防ぐためにも買付条件を開示させるのである。

【いわゆる5%ルール基準関係】

買付者が市場外で買い付ける株式数が極めて少ない場合は、会社の支配権への影響が少ないとしてその適用を除外している。強制公開買付けの対象となる買付けは、買付けの結果、所有割合が5%を超えて所有する場合に限られる。5%の基準は株券等の大量保有開示において5%を基準としているのに合わせたものである。

【いわゆる1/3のルール関係】

著しく少数の者から買い付ける場合においては、それは相対取引であり、情

報を開示させたり広く株主に買付の機会を与える必要はない。すなわち有価証券市場外取引で 60 日間に 10 人以下の者からの買付については相対取引であるとみなして、適用除外となる。

しかし買付け後の所有割合が 3 分の 1 を超える場合には、対象会社の支配権に大きな影響を及ぼすことは明らかなことから、このような買付けも公開買付けによらなければならない。3 分の 1 が基準の意味は、3 分の 1 以上の株式を所有することになった株主は、株主総会における特別決議（商 343 条）の成立を阻止できる等、会社の支配権に大きな影響を与えうると考えられるからである。

しかし 2003 年改正証券取引法施行令により、法人等が行う特定買付け等（著しく少数の者からの買付け等）のうち、（中略）の場合には、公開買付制度の適用除外となった。

このように公開買付けが強制されるかどうかを判断する基準の一つは支配権の取得である。しかし、大量の株式取得を申し込みながら支配権取得を目的にしていない場合であっても、公開買付けによらなければならない。証券市場外の取引であっても、例外的に支配権に変動がない取引が適用除外されているに過ぎない。

4. 神田秀樹＝野村証券法務部 川村和夫「注解証券取引法」(有斐閣、1997) 249 ページ以下

【27条の2第1項本文関係】

本条は、有価証券市場外における一定の有価証券の取得行為について、取引の方法および条件を定め、それを義務づけることによって、有価証券市場を保護し、取引の公正を確保し、違法行為の取締りを徹底するために、取引を定型化して規制を容易に実施できるようにすることを趣旨とした規定である。

（中略）

たとえ有価証券市場外の取引であっても、取引が大量かつ集団的に行われ、それによって有価証券市場における取引と同様の機能が果たされるのであれば、法は、その種の取引に対してネガティブな評価を与えるにとどまらず、積極的に取引の公正および流通の円滑を確保するための規制を行うものである。なぜなら、有価証券市場外において大量かつ集団的な取引が行われる場合、それが放置されれば、有価証券市場において行われるべき取引が市場外で行われる、あるいは有価証券市場外の取引の結果が有価証券市場における取引に不当に影

響するといった可能性があり、有価証券市場が本来の資金調達および資産運用の機能を十分に果たし得なくなるおそれがあるからである。さらにいえば、その大量かつ集団的な有価証券市場外の取引は、その果している機能からみて1つの「市場」——ちょうど発行市場と同様の意味において、資金と有価証券の流れがそれとは逆の「公開買付市場」——における取引と見立てることができ、その「市場」における取引の公正と流通の円滑を確保するべく規制が行われるのである。

(中略)

以上述べたように、法は、一定の有価証券市場外取引について、その取引が市場取引に準ずるものとして機能する場合に、有価証券市場を保護するために、あるいは「公開買付市場」の取引自体が公正かつ円滑に行われるようにするために一定の規制を行うものである。このように解すると、たとえ公開買付けが会社の支配権争いの道具として利用されたとしても、そうした事態そのものは、規定の射程外であるということができる。ただ、法は、大株主の動向が将来の株式の需要関係およびその投資価値に対して重要な情報となり得る点に着目して、開示等の規制を行うものである。なぜなら、支配権に関する取引であることは、有価証券市場における取引であろうと公開買付けであろうと変わりなく、要は程度問題にすぎない。よって、公開買付けに関してのみ、支配権の取得等が目的とされているゆえに価格に大きな影響が及び特別な開示が要請されると考えることは、妥当ではないであろう。また、市場の機能を保護し促進するという証取法の趣旨からいって、株主としての地位に着目した、支配権の取得等によって生じる公開買付者・株主間または株主同士の利害対立の調整は、証取法の規制の範囲外のものであるというべきであろう。なぜなら、証取法は支配権を表象する有価証券の取引の公正と円滑を図るべく規制を行うものであり、支配権争いに関する利害得失には一切関知しないものだからである。そのような問題は、まさしく純粹の会社法によって解決されるべき性質のものである。上述したように、証取法が問題とするのは、公開買付けに関連して、大株主の動向が将来の株式の需給関係およびその投資価値に対して重要な情報となり得る点であり、かつそれに尽きるのである。

【いわゆる5%基準関係】

有価証券市場外における株券等の買付け等であっても、その取引量が少ない場合は、規制の必要性が乏しい。なぜなら、取引量が少なれば有価証券市場に与える影響が小さいし、その取引自体を「市場」と見立てて規制する必要性

も乏しいからである。取引量が少ないにもかかわらず、あえて規制を強制すれば、かえって取引に要するコストを増大させる結果になり、証取法の規制の理念に反することとなる。現行法は、買付け等の後にその者の株券等の所有割合とその特別関係者の株券等の所有割合の合計が5%を超えないときは公開買付けの適用除外になっているとしている。

【いわゆる 1/3 ルール関係】

取引の相手が少数の場合、たとえ大量の株券等が取引されるとしても、規制の必要性は乏しい。なぜなら、そのように少数の者から大量の株券等の買付けがなされる場合は、すでに取引相手が特定されているので、これについて公開買付けを強制することは煩瑣であり、かつ、かえって迅速かつ安価な取引を阻害する可能性が高いからである。また、この場合取引相手は大株主であることが多いであろうが、取引相手が大株主であれば零細な株主に比較して会社の状況等を知悉しており、また、当該会社の株券等を保有することに相対的に大きな利害関係を有していることが多いと思われるから、著しく不公正な取引が行われるおそれも少なく、取引の公正につき特に配慮する必要もないと考えられる。

(中略)

その場合でも、買付け等の結果、所有割合の3分の1以上を保有することとなる場合は公開買付けの手続が強制される。これは、そのような相対取引であっても、それがあまりにも大規模に行われる場合あるいはそれによって大規模な株主が出現する場合は、有価証券市場へ影響を及ぼすものとしてその情報を開示し、また、そのような取引自体を「市場」と類似の機能を担うものとして取引の公正と円滑を確保することが適切であると考えられるからである。すなわち、会社経営に対して直接的に一定の影響力を及ぼす株主の出現は、それまで会社経営に質的転換をもたらすものとして、市場で再評価を行う必要があると考えられるからである。その際の基準を所有割合にして3分の1以上としたのは、たとえば発行済株式総数の3分の1以上を所有していれば商法上の特別決議を阻止でき、一定の企業支配力を行使し得る所有割合だからである。

5. 龍田 節「証券取引法 I」(悠々社、1994) 236 ページ以下

しかしこれは一応の原則であり、多くの例外がある。

(中略)

【いわゆる5%基準関係】

(3) 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。5%以下なら会社の支配に影響しない。また、売方株主との合意による取引であるかぎり、第三者がどのような価格で買付けようと、それは全く自由である。

【いわゆる1/3関係】

(4) 10名以下の者からの買付けで、買付け後の所有割合が特別関係者分と合わせて3分の1以下の場合。狭い範囲の株主から買付けるのであるかぎり、価格など買付条件が特別であっても、市場に及ぼす影響は無視できると考えるからである。買付けの相手方が狭い範囲の株主であっても、株数が3分の1超と大きくなれば、会社支配の変動をもたらす、そのことが市場に与える影響が無視できないため、株数に上限を設けた。

6. 松井秀樹「法務担当者のための証券取引法〔第2版〕」(商事法務、2005) 104ページ以下

【27条の2第1項本文関係】

証券市場外で行う取引に、原則として公開買付けの手続きを強制するのは、会社の支配権が移動するような証券市場外における大量の株式の買付けは、株主に大きな影響がありますし、取引価格に会社の支配権プレミアム(相対取引の際の支配株式の価格と市場価格との差額)が含まれることが多いので、投資者に対して情報を開示させ、すべての株主に均等な価格と条件によって売却する機会を平等に与えるためです。

【いわゆる5%ルール基準関係】

ウ 買付け後の株券等所有割合が特別関係者の分とあわせて5%以下である買付け(27条の2第1項3号)

ウが除外されているのは、買い付ける株券等の数が少なく会社の支配への影響が少ないからです。

【いわゆる1/3のルール関係】

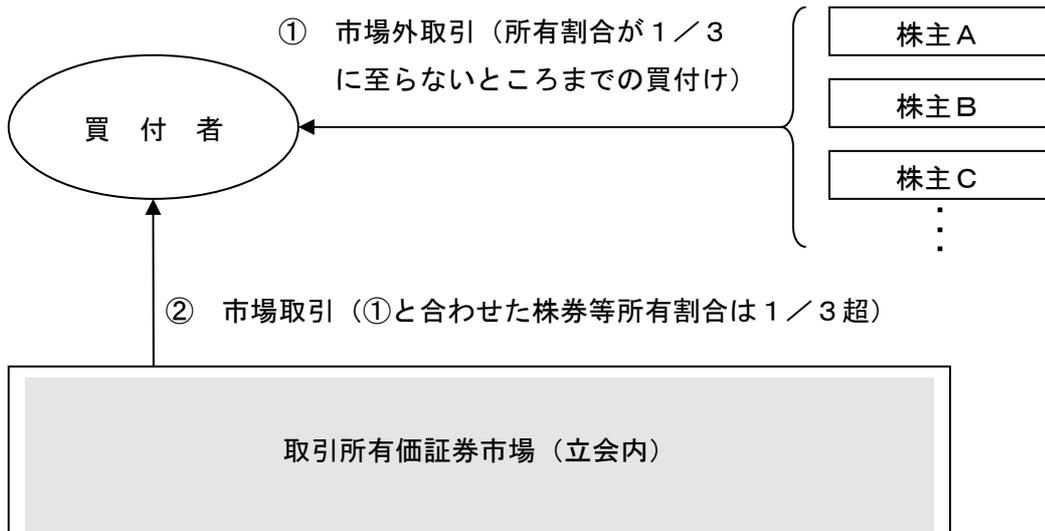
エ 60日間に10名以下の者からする買付け(以下、「特定買付け等」といい

ます)のうち、買付け後の株券等所有割合が特別関係者の分とあわせて3分の1以下の場合(27条の2第1項4号、施行令7条4項)

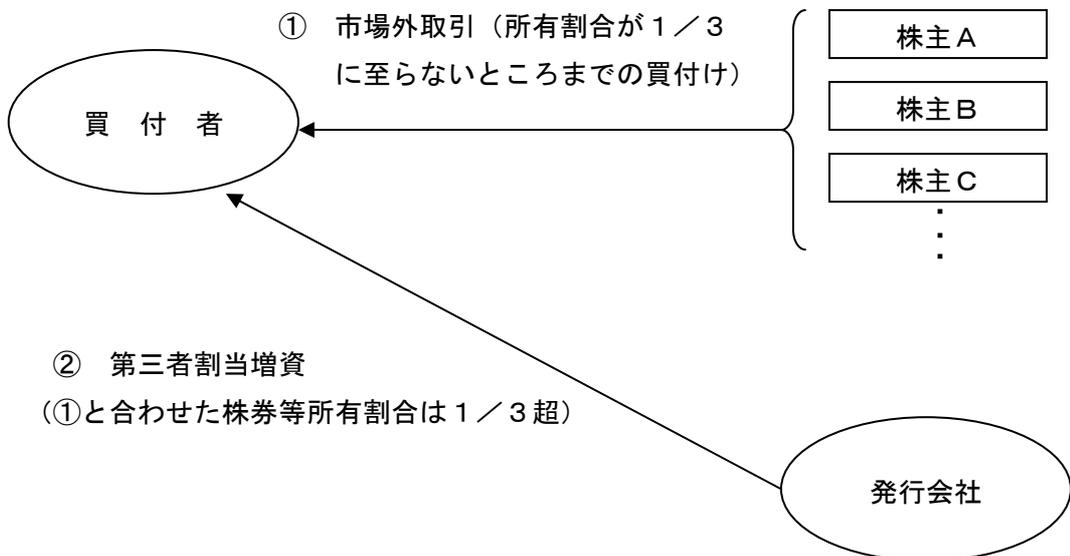
エを除外するのは、少数の者からの買付けなので、支配権が移動する場合を除けば、情報を開示させたり、広く株主に買付けの機会を与える必要がないからです。

イメージ図

イメージ1（市場外買付けと市場内買付けの組み合わせ）



イメージ2（市場外買付けと第三者割当増資の組み合わせ）



公開買付規制・大量保有報告制度の国際比較(日米英)

	日本	米国	英国
公開買付規制の適用範囲	<ul style="list-style-type: none"> ● 5%超 法令に定める事由に該当する場合(60日間で10名以下の株主等から買い付ける場合等)は適用除外 ● 1/3超 法令に定める事由に該当する場合(①既に当該株券等を50%超取得している場合、②公開買付者の親会社等から取得する場合、③既にグループで当該株券等を1/3保有している場合、④担保権の実行による場合等であって、60日間で10名以下の株主等から行う買付け等)は適用除外 (注)いずれの基準においても、取引所市場内取引は規制対象とされてない。 	<p>原則5%超 (注1)法令上、規制適用範囲について明文の規定がなく、裁判例で提示された基準等を総合考慮の上、個別事例毎に規制適用の要否が判断される。SEC又は私人による差止請求により裁判所が、または、SECの排除命令(行政手続)を通じて SEC または裁判所が判断。 (注2)取引所市場内取引は規制対象とされていない模様。</p>	<p>30%以上 (注1)①7日間で1名の株主からの買付け、②対象会社取締役会との協定に基づく買付け、③対象会社株主総会の承認がある買付け等については、個別事例毎にパネル(自主規制機関)が規制適用の要否を判断。 (注2)取引所市場内取引か否かは、規制適用の要否を分けるメルクマールとはされていない。</p>
1/3超(30%以上)株主による買付け	既に1/3超を保有する株主による買付けについては、1名のみの株主からの買付けであっても、原則として公開買付規制の適用対象	原則として5%超となる買付けは公開買付規制の適用対象 (注)法令上公開買付規制の適用範囲について明文規定がないため、裁判例で提示された基準等を総合考慮の上、個別事例毎に規制適用の要否が判断される。	既に30%以上を保有する株主による買付けについては、原則として公開買付規制の適用対象
50%超株主による買付け	60日間で10名以下の株主等から買い付ける場合、公開買付規制の適用対象外		公開買付規制の適用対象外

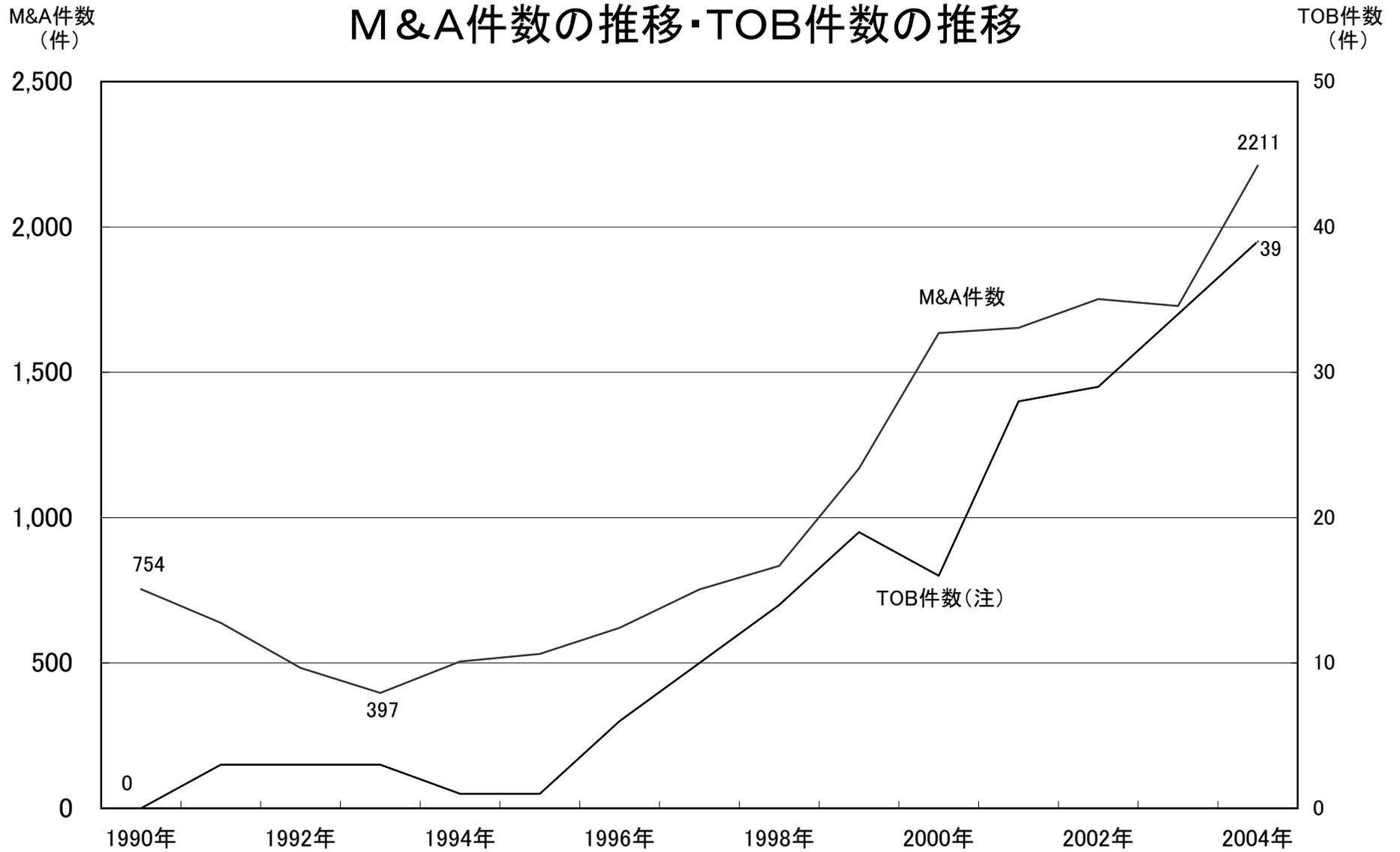
種類株の取扱い	ある種類株のみを対象とする公開買付けも可能と解されている	ある種類株のみを対象とする公開買付けも可能 (注)法令上は、買付け後の当該種類株の株券等所有割合が5%を超えるか否かが規制適用の要否を分けるメルクマールとされている。	議決権の30%以上を取得する場合、ある種類株のみを対象とする公開買付けは不可能 (注)議決権株式か無議決権株式かを問わず、全株主にオファーすることが必要。
新株発行の取扱い	公開買付規制の適用対象外	公開買付規制の適用対象外	原則として公開買付規制の適用対象 ただし、ある者が新株発行により30%以上の株券等を保有するときは、その旨を株主に通知し、株主総会の承認が得られれば、公開買付規制の適用対象から除外される。
プレ公開買付規制	なし	なし	あり (注)15~30%の株券等を取得するときは、7日間で10%以上取得してはならない。
別途買付け	原則禁止 (注)公開買付期間中、公開買付けによらない株券等の買付けは禁止。ただし、法令所定の取引(公開買付け前の契約に基づく買付け等)は適用除外。	原則禁止 (注)公開買付期間中、公開買付けによらない株券等の買付けは禁止。ただし、法令所定の取引(公開買付け前の契約に基づく買付け等)は適用除外。	許容 (注)公開買付期間中、公開買付けによらずに株券等の買付けを行うことも可能。ただし、公開買付価格以上の価格により買い付けた場合、公開買付価格は当該価格まで自動的に引き上げられる。

<p>公開買付者による 情報開示</p>	<p>公開買付届出書＋公告等の勧誘資料 (注1)公開買付者の状況、対象会社の状況、買付条件、対象会社との取引状況、公開買付けの目的・買付け後の計画、資金の出所(資金証明書の添付)、対象株券等の保有・取引状況等を記載。 (注2)資金調達を条件とする公開買付けは不可能。</p>	<p>公開買付届出書＋公告等の勧誘資料 (注1)公開買付者の状況、対象会社の状況、買付条件、対象会社との取引状況、公開買付けの目的・買付け後の計画、資金の出所、対象株券等の保有・取引状況等を記載。 (注2)資金調達を条件とする公開買付けも可能。</p>	<p>公表＋勧誘資料 (注1)公開買付者の状況、対象会社の状況、買付条件、買付け後の計画(特に事業に重大な変更がある場合はその内容)、従業員の雇用計画、買付けを長期的視点から正当化する理由、資金の出所(資金証明書の添付)、対象株券等の保有・取引状況等を記載。 (注2)資金調達を条件とする公開買付けを行うためには、パネルの承認が必要(ただし、事実上承認されることはない模様)。</p>
<p>対象会社による 意見表明</p>	<p>任意</p>	<p>義務 (注)公開買付け開始後10日以内に公開買付けに対する賛否を表明。対象会社から公開買付者に対する質問権の制度はない。</p>	<p>義務 (注)公開買付者は、公開買付けの開始日前28日間以内に対象会社取締役会に公開買付けの意思があることを通知。対象会社取締役会は、公開買付け開始後14日以内に公開買付けに対する賛否を株主に対して表明。対象会社から公開買付者に対する質問権の制度はない。</p>
<p>公開買付期間</p>	<p>20日以上60日以内</p>	<p>20営業日以上(上限なし)</p>	<p>21日以上74日以内(公開買付け開始後60日以内に50%超の応募を集めることが必要)</p>
<p>中立義務</p>	<p>なし</p>	<p>なし</p>	<p>あり (注)株主総会の承認がある場合等を除き、公開買付期間中、買収防衛策(新株発行、重要な資産の売却等)を講ずることができない。</p>
<p>ブレイクスルー・ ルール</p>	<p>なし</p>	<p>なし</p>	<p>現状なし (注)EU公開買付指令に基づき、2006年5月までに、公開買付け終了後に黄金株や複数議決権株式の効力を否定する旨のルールを導入することが可能。</p>

公開買付け条件の変更	株主に不利な方向の条件変更(買付価格の引下げ等)は禁止	可能 (注)変更前の条件で公開買付けを行う意思がなかったときは、不実表示に該当する。	可能 (注)公開買付価格は過去12ヶ月間における最高取引価格以上としなければならないので、買付価格の引下げは一定程度制限される。
公開買付けの撤回	原則不可能 (注)法令所定の事由に該当する場合(対象会社の合併、破産等)には可能。	可能 (注)公開買付けを行う意思がないのに公開買付けの意思を表明することは禁止。	原則不可能 (注)撤回にはパネルの承認が必要。
全部買付義務	なし (注)買付予定数を超える応募がある場合、あん分比例方式による買付けも可能。	なし (注)買付予定数を超える応募がある場合、あん分比例方式による買付けも可能。	あり (注)全株主に買付け申込みの勧誘を行い、応募分すべてを買い付けることが必要。ただし、①7日間で1名の株主からの買付け、②対象会社取締役会との協定に基づく買付け、③対象会社株主総会の承認がある買付け等について、公開買付規制の適用は不要とパネルが判断した場合、全部買付義務も課されない。
公開買付けの成立条件としての50%超応募	なし	なし	あり (注)30%以上の株券等を取得する場合、公開買付け開始後60日以内に50%超の応募を集めることが必要。
公開買付価格規制	なし	なし	あり (注)過去12ヶ月間における最高取引価格以上。
公開買付け後の取引規制	なし (注)公開買付け後に企業結合取引が行われる場合、反対株主に株式買取請求権が付与される(商法・会社法)。	なし (注)州会社法により、①公正価格が支払われない限り事業結合取引が禁止される、②公開買付け後の事業結合取引が一定期間制限されるなどの規制が課される場合あり。	あり (注)①公開買付け失敗の場合、爾後12ヶ月間、30%以上の株券等の取得禁止。②公開買付け成功の場合、爾後6ヶ月間、従前の公開買付けより有利な条件による株券等の取得禁止。

<p>大量保有報告義務</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 5%超取得後5営業日以内に大量保有報告書を提出 • 以後、1%増減後5営業日以内に変更報告書を提出 <p>(注)①証券会社、銀行、信託会社、保険会社、投資信託委託業者、投資顧問業者等であり、②支配権取得目的がなく、かつ③株券等保有割合が10%以下である場合、概ね1~3ヶ月以内に提出すれば足りる。</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 5%超取得後10営業日以内に大量保有報告書を提出 • 以後、1%増減後速やかに変更報告書を提出 <p>(注1)支配権取得目的を有しない機関投資家等(証券会社、投資顧問業者、ファンド等)の場合、一年毎(月末時点で10%超保有しているか、5%超の持分変動があれば一月毎に)報告すれば足りる。</p> <p>(注2)機関投資家等以外の者にも、支配権取得目的がなければ、(注1)類似の特例報告制度の適用がある。</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 3%超取得後2日以内に発行者に通知(発行者は通知受領日の翌日までに上場当局に通知) • 以後、1%増減後2日以内に発行者に通知(発行者は通知受領日の翌日までに上場当局に通知) <p>(注1)大量保有者がファンド・マネジャー等であるときは、「3%超」を「10%超」と読み替えて適用。</p> <p>(注2)特定の業種(保険会社、投資サービス業者、銀行等)については、個別業法に基づく大量保有報告制度の特例が存在する模様。</p> <p>(注3)EU透明性指令に基づき、2007年1月までに、上記取扱いが変更される見込み(5%、10%、15%、20%、25%、30%(1/3)、50%、75%(2/3)を上回り又は下回ったときは、4取引日以内に発行者に通知。発行者は通知受領日後3取引日以内に公表)。</p>
-----------------	---	--	---

M&A件数の推移・TOB件数の推移



(注) 自社株買付けを除く。

※ M&A件数については(株)レコフ調べ。TOB件数については公開買付届出書提出件数による。

公開買付制度・大量保有報告制度の主な変遷

昭和 46 年 (1971年)	<p>公開買付制度 導入</p> <p>(注) 米英における制度化や資本の自由化進展の流れを受けて導入(法 4 号)。実際のニーズは少なく、平成 2 年改正までに利用例は 3 件のみ</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-top: 10px;"> <p>【制度概要】</p> <p>公開買付けに関する重要な情報の適正な開示と、投資者間の公平な取扱いを確保するため、取引所市場外において不特定多数の株主に対して行う株式の買付けのうち、その買付けにより発行会社株式の 10%以上を所有することとなるもの及び既に 10%以上所有する株式をさらに買い増すものを規制対象とする。また、①大蔵大臣への事前届出(対象会社にも事前に情報開示)、②株主への情報開示、③買付条件その他の面における株主の公平取扱いを義務付け</p> </div>	「企業内容開示制度等の整備改善について」(昭和 45 年 12 月 14 日証券取引審議会報告書)
平成 2 年 (1990年)	<p>公開買付制度 全面改正</p> <p>(注) 株高・金余り現象を背景とする M&A の活性化、市場における大量買い集め事例の増加 ⇒諸外国の制度との調和の観点から全面改正(法 43 号)</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-top: 10px;"> <p>【主な改正点】</p> <p>①強制的公開買付制度の採用(著しく少数の者からの取引所市場外での買付けであっても、買付けにより 1/3 超を所有することとなり又は既に 1/3 超所有する株券等を更に買い増す場合には、公開買付けによらなければならない)、②公開買付けが義務付けられる買付後の株券等所有割合の引下げ(10%→5%)、③事前届出制の廃止、④公開買付期間の延長(長期 30 日→60 日)、⑤応募株主による撤回の自由化、⑥条件変更の原則自由化(ただし、応募株主に不利な条件変更(買付価格の引下げ等)は禁止)、⑦損害賠償規定の新設(公開買付届出書の不実記載等)</p> </div>	「株式等の大量の保有状況に関する開示制度の在り方について」(平成元年 5 月 31 日証券取引審議会報告書)
	<p>大量保有報告制度 導入(法 43 号)</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-top: 10px;"> <p>【制度概要】</p> <p>①上場会社等の株券等につき発行済総数の 5%超を保有する者は、5 営業日以内に大量保有報告書を提出、②株券等保有割合が 1%以上増減した場合、5 営業日以内に変更報告書を提出、③大量保有報告書を大蔵大臣に提出したときは、発行会社・証券取引所(店頭銘柄の場合、証券業協会)に写しを送付、④共同保有者の保有分は合算して報告、⑤特例報告制度、⑥報告書の不提出、虚偽記載等につき、刑事罰</p> </div>	
平成 6 年 (1994年)	<p>自己株式公開買付制度 導入</p> <p>(注1) 自己株式の取得規制を緩和する商法改正に伴い導入(法 70 号) (注2) その後、平成 9 年(法 55 号・56 号)、平成 13 年(法 80 号)、平成 15 年(法 132 号)に、自己株式取得規制緩和等に伴う改正</p>	「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」(平成 6 年 2 月 21 日証

		券取引審議会報告書)
平成 15 年 (2003年)	<p>公開買付制度 改正</p> <p>(注) 事業再編の迅速化、手続の簡素化の観点からの見直し(令 116 号・内閣府令 28 号)</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>【主な改正点】</p> <p>次の取引を公開買付規制の適用対象から除外。①担保権の実行、②公開買付者の兄弟会社・祖父母会社からの特定買付け等、③グループ全体で 1/3 超保有する場合における特定買付け等、④公開買付け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</p> </div>	<p>「証券市場の改革促進プログラム」(平成 14 年 8 月 6 日金融庁)</p> <p>「証券市場の改革促進」(平成 14 年 12 月 16 日金融審議会第一部会報告)</p>
平成 16 年 (2004年)	<p>公開買付制度 改正</p> <p>(注) 公開買付けに要するコストを削減し、手続を簡素化することにより企業再編等を促進する観点からの見直し(法 97 号・令 354 号・内閣府令 91 号)</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>【主な改正点】</p> <p>①公開買付規制の適用除外要件の拡大(営業の譲受けによる株券等の買付け等を規制対象から除外)、②公開買付制度の対象証券の見直し(投資証券を規制対象とする)、③買付条件等の変更に伴う公開買付期間の延長の弾力化(条件変更時には 10 日間の期間延長が必要であるが、公開買付期間のみ延長する場合は、当該延長期間分のみ延長すれば足りる)、④公開買付公告制度の見直し(EDINET による公告を許容)</p> </div>	<p>「市場機能を中核とする金融システムに向けて」(平成 15 年 12 月 24 日金融審議会第一部会報告)</p>
平成 17 年 (2005年)	<p>公開買付制度 改正</p> <p>(注) 公開買付制度の信頼性確保のため改正(法 76 号・告示 53 号)</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>【主な改正点】</p> <p>立会外取引にも公開買付規制を適用</p> </div>	<p>「証券取引法上の企業情報の開示について」(第 26 回金融審議会第一部会(平成 17 年 3 月 3 日開催)にて説明)</p>

公開買付規制等の実効性を確保するための証券取引法上の主な制度

公開買付規制の実効性を確保するための主な制度			
刑事罰	法197条 (5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金又は併科)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公開買付開始公告の虚偽記載 (1項2号) ・ 公開買付届出書の虚偽記載 (1項3号) 	等
	法198条 (3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金又は併科)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公開買付開始公告の不作为 (4号) ・ 公開買付届出書の不提出 (5号) 	等
	法200条 (1年以下の懲役若しくは100万円以下の罰金又は併科)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公開買付届出書の写しの不提出 (1号) ・ 別途買付禁止違反 (3号) 	等
民事責任		<ul style="list-style-type: none"> ・ 別途買付禁止違反に伴う賠償責任【無過失責任】 (法27条の17) ・ 不実の公開買付説明書の使用者に係る賠償責任【過失責任】 (法27条の19・17条) ・ 不実の公開買付開始公告に係る賠償責任【無過失責任】 (法27条の20・18条1項) ・ 不実の公開買付届出書の届出者の賠償責任【無過失責任】 (法27条の20・18条1項) 	等

大量保有報告書制度の実効性を確保するための主な制度			
刑事罰	法198条 (3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金又は併科)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 大量保有報告書および変更報告書の不提出 (5号) ・ 大量保有報告書および変更報告書の虚偽記載 (6号) 	等
	法200条 (1年以下の懲役若しくは100万円以下の罰金又は併科)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 大量保有報告書の写しの虚偽送付 (11号) 	等

その他投資者保護等の観点から設けられている制度			
		<ul style="list-style-type: none"> ・ 内閣総理大臣等の申立てに基づく裁判所の禁止又は停止命令 (法192条) 	

金融審議会金融分科会第一部会 「中間整理」（平成17年7月7日） （抜粋）

IV 市場のあり方

3. ディスクロージャー制度

（2）公開買付規制等

公開買付規制については、会社支配権の移動を伴う取引等が行われる場合に、投資家に予め情報開示を行うと共に、株主に平等に株式売却の機会を与えることを義務づける制度として、証券取引法において手続の整備が図られてきた。

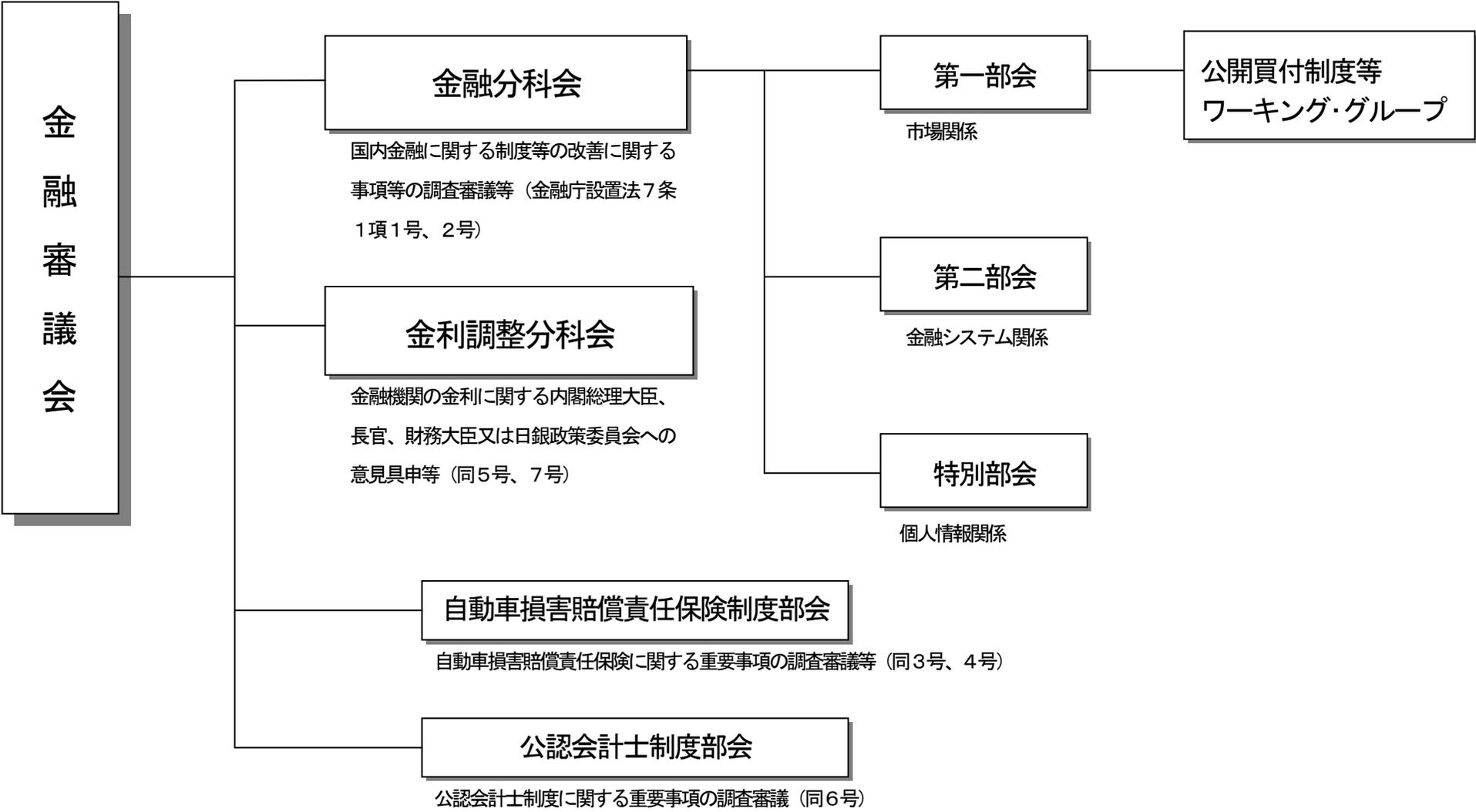
最近の企業の合併・買収（M&A）をめぐる動きとこれに伴う会社法制や公開買付規制にかかる議論は、公開買付規制のあり方について、企業価値の最大化の観点から、再点検を行っておく必要がないかとの論点を提示している。企業価値の最大化は、株主の利益の最大化を通じて証券市場において取引される株式等の価値を高めていくものであり、証券市場の効率性を追求していく上で極めて重要な要素となる。

更に、合併・買収（M&A）に関する最近の動きは、公開買付けにおける透明性、投資者間の公平性の一層の確保という論点をも提起している。公開買付けの手続において、買付者や対象会社等にどこまで情報の提供を求めていくか、また、公開買付けを利用した合併・買収（M&A）の一連の過程において、株主・投資者間の公平をどこまで追及していくか等について検討していくことが求められている。

以上を踏まえ、公開買付規制のあり方について、証券取引法と会社法の整合性にも留意しながら検討を行っていくべきである。

なお、公開買付規制のあり方の検討に当たっては、大量保有報告書制度のあり方についても検討を行う必要がある。

金融審議会の構成



公正なM&Aルールに関する提言

平成17年7月7日
自由民主党総合経済調査会
企業統治に関する委員会

1. 本格的なM&A時代の到来と「企業統治に関する委員会」の設置

- (1) 企業の合併・買収は、適正に行われれば、企業価値を高め、産業再編を促す。海外の資本を日本に呼び込む手法でもあり、国際的な連携を促す効果も期待される。90年代後半以降、我が国においても、M&Aの件数は急増し、主要産業で大型の産業再編が実現した。実際、90年代前半には年間500件程度であったM&Aの件数は、現在、年間2000件を超えるレベルに達している。また、株式持合の解消、株主重視の考え方の浸透など、日本的な企業社会の構造も大きく変化しつつある。このため、我が国にも、企業戦略としてM&Aを積極的に活用する本格的なM&A時代が到来しつつある。
- (2) しかしながら、我が国の企業社会は、敵対的買収に関する経験が少なく、これを企業価値向上につなげるノウハウも不足している。こうした状態を放置すれば、潜在的な企業買収が阻害され経営資源の有効活用が遅れたり、敵対的な買収の局面で奇襲攻撃や過剰防衛などが繰り返され、買収者と被買収者双方の体力と時間を消耗する結果のみをもたらすことにもなりかねない。
- (3) このように、我が国は、本格的なM&A時代を迎えるに当たり、公正なM&Aルールの整備を急がねばならないという大きな課題を抱えている。そして、このルールには、買収者を規律する公開買付ルール、会社の防衛策を規律する会社法、税制、外資規制を担う外為法など、多くの法制度が関連しており、その包括的な制度整備が要請される。
- (4) こうした省庁横断的な課題に取り組むため、3月23日、自由民主党総合経済調査会の下に当委員会が設置された。企業買収に関する制度改革としては、すでに、今国会で証券取引法改正や会社法が成立し、買収防衛策に関する指針も策定された。外為法の厳正な運用も継続され、間接保有規制の強化のための電波法改正法案も用意されている。当委員会は、こうした制度改革にとどまらず、「国際的に見ても公正なM&Aに関するルールを早急に整備することにより、グローバルな資本移動の中で、最も進んだ制度環境、ルールの下で、日本の企業社会を活性化する」という視点から、延べ11回、19名の有識者からのヒアリングを含め(別紙1)、M&Aに関する制度のあり方について検討を重ねてきた。

2. 公正なルールの構築とM&Aを促すための環境整備

- (1) 当委員会は、こうした検討を踏まえて、
- ① 企業買収を適正に進めるために、徹底した情報開示を促して買収プロセス・手法の**透明性**を高める、
 - ② 買収者と被買収者との間の**フェアなバランス**（攻撃と防衛のバランス）を確保する、
 - ③ 企業価値の向上、市場の健全性の確保等の観点から、**一般株主及び多様なステークホルダーの利益確保**に万全を期する、
- という3つの視点から、M&Aに関する制度の包括的な見直しを行った。
- (2) この結果、第一に、上記の3つの目標を達成する公正な企業買収ルールを整備するために、TOB制度や大量保有報告制度をはじめとした証券取引法制の整備や買収防衛策の開示制度の創設、買収防衛策に関する課税関係の明確化など、4項目7つの制度改革を早期に実現すべきであるとの結論に達した（下記3「早急に実現すべき企業買収ルール」）。
- (3) また、第二に、公正なM&Aを促すための幅広い環境整備として、企業統治制度の充実、M&Aにおける少数株主保護制度のあり方、司法インフラの強化という重点3項目に関して、今後、当委員会が関係部会等と連携して一層の検討を加える必要がある（下記4「今後の検討課題」）。

3. 早急に実現すべき企業買収ルール【4項目7つの制度改革】

(1) TOB制度の改革

①経営方針の開示とTOB期間の伸長

企業買収を企業価値や株主利益の向上につなげるためには、買収者及び経営者の経営方針や具体的な事業計画に関する十分な情報が株主に開示されることが不可欠である。

このため、買収対象企業に対して、買収者への質問の機会を付与し、意見表明を義務付けることや、これと併せてTOB期間を伸長することについて、早急に検討すべきである。

②TOB条件の柔軟化

現行のTOB制度の下では、TOBの撤回は極めて限定的にしか認められていない。このため、買収対象企業がライツプランや株式分割などの防衛策を採用した場合、買収企業にとってTOBを開始するリスクが大きいものとなる。

そこで、買収企業と買収対象企業の公正な競争を確保するため、安易な撤回等が相場操縦の弊害を生まないよう留意しながら、**対象企業が防衛策を廃止しない場合には買収者側にTOBの撤回を容認することや、TOB期間中に株式分割が行われることによる株式の希釈化に対応するなどの場合には、TOB価格の下方修正を認めること**を早急に検討すべきである。

③買収者間の公平性確保

TOBを行っている企業は別途買付が禁止されている中、他の買収者が市場で株式を買い進める行為は、買収者間の公平性に欠けることになりかねない。

そこで、TOB対象企業に対する**買収者間の公平が保たれるよう買付ルールの整備**を早急に検討すべきである。

(2) 企業買収の公正性を確保するための開示制度の改革

①大量保有報告制度の特例の見直し

大量保有者（5%超の株券等を保有する者）の株式の売買は、株主や投資家の投資判断に大きな影響を与える。特に、企業買収の局面では、大量保有者の株式保有状況について、制度の原則にのっとり、迅速かつ正確に開示されることが望ましい。

そこで、現状認められている機関投資家等に対する大量保有報告制度の特例について、開示制度の本来の趣旨が損なわれることのないよう、株主及び企業に対する**迅速かつ適正な情報開示を確保する**との視点で**改善策を早急に検討**すべきである。

②買収防衛策に関する会社法による開示制度の創設

防衛策の開示については、証券取引所が自主的にルールを定める動きはあるが、法的な開示制度は設けられていない。

指針策定や会社法案の成立により、企業側が採りうる防衛策が多様化することもあり、株主や投資家、買収者の予見可能性を高める観点から、策定作業中の**会社法の省令**において、防衛策の内容等を**事業報告により開示する制度**を創設すべきである。

また、米国をはじめとする**外国証券規制**による我が国企業への開示要求等についても**十分注目**していく必要がある。

(3) 新株予約権を利用したライツプランに関する課税関係の明確化

新株予約権を利用したライツプランが有効に機能するためには、平時（敵対的買収者登場前にライツプランを導入する局面）、有事（敵対的買収者登場後ライツプランが発動する局面）を通じて、一般株主に関する課税関係を明確化する必要がある。

この点に関し、当委員会の検討を通じて、平時においては原則として課税関係は生じないこと、有事においては、買収者の新株予約権を行使可能な第三者に譲渡できるよう設計すれば、一般株主への経済的価値の移転は生じないと考えられることから、原則として、新株予約権の付与時または行使時において一般株主に対する課税関係は生じないことが明確化されたところであり（別紙2）、今後その旨の周知を図るべきである。

(4) 過剰防衛の抑止など投資家保護を踏まえた証券取引所における適切なルール形成

経済産業省と法務省が策定した買収防衛策に関する指針は、適法性と合理性の観点から過剰防衛とならない買収防衛策の要件を提示しており、買収防衛策の導入にあたり、企業はこれに準拠した対応をとる可能性が高い。

一方、投資家保護の観点から、証券取引所による上場規則の整備も予定されているが、その際には、指針の内容等を踏まえて整合性のあるルールを形成することが重要である。

4. 今後の検討課題【公正なM&Aを促すための環境整備重点3項目】

以下の3つの課題については、企業買収のみに関係する課題ではなく、企業統治の実効性を高め、企業価値を向上させる上で必要な共通の課題であり、今後、関係の部会等と密接に連携しつつ検討を進めることとする。

(1) 企業統治制度の充実

敵対的買収の側面においては、社外取締役や社外監査役が、内部経営者の行動を監視する重要な役割を担う。また、近年相次ぐ企業不祥事を防止する観点からも企業統治制度における社外者の役割が大きく、さらに企業経営者自らが実効性のある内部統制システムを構築することも必要である。企業が企業価値を高め、株主利益を実現するために、社外者のあり方や実効性ある内部統制システムなどの企業統治に関連した制度整備は不断に進める必要がある。

このように買収防衛策や不祥事防止等の観点も含めて、日本の法制度や市場ルールの中でどのように社外者の独立性を確保していくか、実効性のある内部統制のシステムをどう構築していくかなどの課題について、関係する部会等とも連携して検討を進める。

(2) M&Aにおける少数株主保護制度のあり方

今後、我が国でも、敵対的、友好的双方のM&Aは増加する見込みである。こうした中で、どのようにして少数株主の権利保護を図り、どのような場合に会社側に少数株主の排除を認めるのかについて再度検討すべき時期に来ている。

諸外国では、TOBルールにおける**全部買付義務、事業結合規制条項、公正価格条項**など、各国それぞれの枠組みで少数株主保護に対応しており、こうした**制度の是非**について、関係する部会等とも連携して、M&A促進に対する副作用という観点も含めて検討を進める。

(3) 司法インフラの強化

何が公正な買収方法で、何が公正な防衛策かは、最終的には裁判所の判断に委ねられる。米国における公正なM&Aルール形成を主導してきたのは、迅速で専門性の高い司法判断であり、これを支える厚みのある法曹専門家であったと言われている。

本格的なM&A時代を間近に控え、我が国においても、**質量とも充実した専門性の高い司法インフラが不可欠**であり、関係する部会等と連携して、これを充実加速する方策を検討する。