

# 市場内外にまたがる取引も T O B 規制の対象に

制度調査部  
横山 淳

## 金融商品取引法シリーズ-2

### 【要約】

2006年3月13日、証券取引法等改正法案が国会に提出された。

証券取引法等改正法案には、T O B 規制の見直しも盛り込まれている。

そのうち、本稿では、昨今の敵対的買収を巡る案件でも問題となった、市場内外にまたがる取引や、同じ会社の株券等について買付者が競合する場合のT O B 規制を紹介する。

### はじめに（証券取引法等改正法案の国会提出）

2006年3月13日、「証券取引法等の一部を改正する法律案」（以下、証券取引法等改正法案）が国会に提出された<sup>1</sup>。その概要を示すと次のとおりである。

### 【証券取引法等改正法案の構造と概要】

改正される法令名	内容	施行日
1. 証券取引法（名称は証券取引法のまま）	証券取引等監視委員会の権限強化 「見せ玉」規制強化 相場操縦などに対する罰則強化	公布日から起算して20日間を経過した日
2. 証券取引法（名称は証券取引法のまま）	<b>T O B 規制の見直し</b> - T O B 規制の適用範囲の明確化（市場内外にまたがる取引、買付者の競合など） - 情報開示拡充（意見表明報告書義務化など） - T O B 期間の延長 - T O B の買付条件変更等の柔軟化 - 全部買付義務の導入	公布日から6ヶ月以内の政令指定日
	大量保有報告書制度の見直し - 重要提案行為等目的の場合に特例報告の適用を認めない	同上
	- 特例報告の頻度を多くする（原則3ヶ月ごと原則2週間ごと）	公布日から1年以内の政令指定日
3. 証券取引法 金融商品取引法に名称変更	金融商品取引法に全面改正（投資者保護のための横断的法制の整備） 取引所における自主規制機能の独立性確保など	公布日から1年6ヶ月以内の政令指定日
	開示制度の拡充 - 内部統制報告書の導入 - 四半期報告制度の整備 など	同上（ただし、適用は2008年4月1日以後開始事業年度からの予定）

<sup>1</sup> 原文は、金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/index.html>）に掲載されている。

本稿では、これらのうち「TOB規制の見直し」の中の「TOB規制の適用範囲の明確化」を取り上げる。具体的には、昨今の敵対的買収を巡る案件でも問題となった、市場内外をまたがる取引、買付者が競合する取引についてのTOB規制の問題である。

## 1. TOB規制の適用範囲

企業買収などを巡る情報の適切な開示や、株主間の取扱いの平等を図り、投資者保護と取引の透明性を確保する観点から、証券取引法(将来的には金融商品取引法)は、株券等の一定の大量買付行為を行う者に対して、TOBを実施することを義務付けている。

ところが、昨今のいくつかの企業買収事件を巡って、TOBが義務付けられる範囲が、本当に適切に定められているのか、が大きな問題となった。そこで、証券取引法等改正法案では、TOB規制の適用範囲を次のように見直すこととしている(改正証券取引法案27の2)。

現行制度	改正法案
次の がTOB規制の対象	次の ~ に該当する買付け等がTOB規制の対象
取引所有価証券市場外での買付け等 ただし、次の a. ~ e. は適用除外	取引所有価証券市場外での買付け等で株券等所有割合が5%超となるもの (著しく少数からの買付け等を除く)
a. 店頭売買有価証券市場での買付け等	
b. 新株予約権の行使など	
c. 株券等所有割合が5%を超えない取得	
d. 著しく少数からの買付行為で株券等所有割合が1/3を超えないもの	取引所有価証券市場外での著しく少数からの買付行為で株券等所有割合が1/3超となるもの
e. 特別関係者からの買付けその他の政令で定める買付け等	
特定売買等( )による買付行為で株券等所有割合が1/3超となるもの	特定売買等( )による買付け等で株券等所有割合が1/3超となるもの
	取引所有価証券市場内外の取引を組み合わせた一連の取得行為により株券等所有割合が1/3超となるもの
	競合する買付者がTOBを実施している場合に行われる株券等所有割合が1/3超の者が行う一定の買付け等
	前記 ~ に準ずるものとして政令で定めるもの
	ただし、次の a. ~ c. は適用除外
	a. 取引所有価証券市場における売買等に準ずるものとして政令で定める取引
	b. 新株予約権の行使など
	c. 特別関係者からの買付けその他の政令で定める買付け等

( ) 「(取引所有価証券市場における有価証券の売買等のうち)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」。現行制度の下では、金融庁告示により ToSTNeT、J-NET などの立会外取引が指定されている。改正法案の下でも、同様の指定が行われるものと思われる。

規定の仕方は異なるものの、現行法で定められている内容は、ほぼ改正法案でもそのまま引き

継がれている。

改正法案での重要な改正点は、新たに T O B 規制の対象となることが明記された上記の との部分ということになるだろう<sup>2</sup>。即ち、次の 2 点である。

市場内外をまたがる一連の取得行為についても T O B 規制の対象となることを明記する。  
買付者が競合する場合の T O B 規制について、買付者間の公平性を確保する(イコールフッティング)。

## 2 . 市場内外にまたがる一連の取得行為に対する T O B 規制

現行法では、取引所有価証券市場外の買付けであっても、著しく少数からの取得で、取得後の株券等所有割合が 1 / 3 以下であれば、T O B は義務付けられないこととされている。

そのため、市場内と市場外の両方で併行して株式の大量買付けを実施している場合、株券等所有割合が 1 / 3 を超える時点(及びそれ以降)の買付けが市場内で行われれば、T O B 規制は免れるのではないかと、ということが問題として指摘された。言い換えれば、1 / 3 の直前まで市場外で買い進めても、1 / 3 を超える瞬間が市場内での取得であれば、T O B 規制を免れることができるのではないかと、ということである<sup>3</sup>。

こうした問題点に対処するために、証券取引法等改正法案では、市場内外にまたがる一連の取得行為に対する T O B 規制を整備している。具体的には、次のような条件を充たす一連の取引については、T O B 規制の対象とすることとしているのである。

一定の期間内 ( X ヶ月 ? ) に行われる取得行為である  
一定割合 ( Y % ) を超える株券等の買付け等又は新規発行取得 ( 1 ) である  
一定割合 ( Z % ) を超える株券等の買付け等を行う  
- 特定売買等 ( 2 )  
- 取引所有価証券市場外における買付け等  
前記 の買付け等又は新規発行取得により、株券等所有割合が 1 / 3 超となる

- ( 1 ) 株券等の発行者が新たに発行する株券等の取得をいう。  
( 2 ) 「(取引所有価証券市場における有価証券の売買等のうち)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」。現行制度の下では、金融庁告示により ToSTNet、J-NET などの立会外取引が指定されている。改正法案の下でも、同様の指定が行われるものと思われる。

の「一定の期間内」については、法案では「6月を超えない範囲内において政令で定める期間内」とされている。政令は、法律の成立後に制定されるため、現時点では具体的な内容は明らかではない。ただ、「6月を超えない範囲内」とされていることから「Xヶ月以内」といった形で指定がなされる可能性が高いものと思われる。

<sup>2</sup> なお、 は証券取引法等改正法成立後に制定される政令の具体的な内容を見なければ評価できない事項であるため、ここでは割愛する。

<sup>3</sup> 新聞報道などでは、2005 年秋の M&A コンサルティングによる阪神電鉄 CB の取得がこれに該当するのではないかと指摘されている(2005 年 10 月 7 日付日本経済新聞など)。

及び の趣旨は、 で定められた一定の期間内 ( X ヶ月 ? ) に合計 Y % 超の株券等の取得が行われ、かつ、Z % 超の取得が市場外取引などによって行われたということである。ここでの「 Y % 」 「 Z % 」 という「一定割合」についても、法案では「政令で定める割合」とされており、具体的な数値は現時点では明らかではない。

なお、 においては、株券等を買付ける行為だけではなく、新規発行による取得も対象となっている点にも注意する必要がある。

は、一連の取得行為によって、株券等所有割合が  $1 / 3$  を超えるということの意味している。これは「著しく少数の者からの買付け等であっても株券等所有割合が  $1 / 3$  を超える場合は T O B が原則必要である」という、いわゆる「  $1 / 3$  ルール」に合せたものであろう。

この改正が実現すれば、従来、指摘されてきた「市場内外の取引を組み合わせることにより、T O B 規制を免れる」という脱法的行為に対して、規制を課すことが期待できるだろう。

ただ、規制の実効性は、政令に委任されている具体的な数値基準 ( X ヶ月、 Y %、 Z % ) の内容によって左右される可能性も大きいものと思われる。その意味で、証券取引法等改正法成立後の政令制定の動きにも注意する必要があるだろう。

### 3 . 買付者が競合する場合の T O B 規制

同じ会社の株券等について買付者が競合する状況下で、一方の買付者は様々な規制に服しながら T O B を実施しているにも関わらず、他方の買付者は市場を通じて同じ株券等を買集めるということは、買付者間の公平性の観点から問題があると指摘されてきた<sup>4</sup>。つまり、会社支配権に影響のある株券等の買付行為が競合している中で、どちらの買付者に会社を支配させる方が相当か、投資家が十分な情報の下で判断できない可能性がある。

そこで、証券取引法等改正法案では、ある買付者が T O B を実施している一定の場合には、それに競合する買付けを実施しようというものにも T O B を義務付けることとしている。具体的には、次の要件に該当する場合、競合する買付者 ( B ) に対しても T O B を実施することが義務付けることとしている。

A が、甲社の株券等に対して T O B を実施している

A と競合する買付者 B が、甲社の株券等について、一定期間内に一定割合を超える買付け等を行う

B ( 競合する買付者 ) は、発行会社 ( 甲社 ) 以外の者である

B ( 競合する買付者 ) の株券等所有割合が  $1 / 3$  を超えている

この改正が実現すれば、T O B を実施している買付者がいる状況で、別の買付者が市場を通じて株券等を  $1 / 3$  を超えて買集める行為に対しては、一定の歯止めがかかるものと考えられる。

<sup>4</sup> 実際の敵対的買収で問題となったのは、ライブドア vs ニッポン放送 (ライブドアとフジテレビが競合)、ドン・キホーテ vs オリジン東秀 (ドン・キホーテとイオンが競合) などが挙げられる。

なお、 の「一定期間内」については「6月を超えない範囲内において政令で定める期間内」、  
「一定割合」については「政令で定める割合」とされており、具体的な基準は現時点では明らかではない。

#### 4 . 施行日

T O B 規制の適用範囲に関する改正は、証券取引法等改正法の「公布の日から起算して6月を超えない範囲内において政令で定める日」から施行される予定である（証券取引法等改正法案附則1三）。

実際の適用は、施行日以後に開始される株券等の買付行為が対象となる<sup>5</sup>（同附則7）。

---

<sup>5</sup> より厳密には、「施行日以後に開始する...（中略）...政令で定める期間内に行う株券等の買付け等」から適用することとされている。