

## TOB規制の範囲の細則

制度調査部  
横山 淳

### 金融商品取引法シリーズ-39

#### 【要約】

TOB、大量保有報告制度の見直しに関連して、その細目を定める政令が2006年12月8日に、内閣府令が12日に公布された。

政令・内閣府令では、TOB規制の適用範囲の細目についても定められている。

具体的には、TOB規制の対象となる市場内外にまたがる取引などの判定基準(3ヶ月間に市場外で5%超、市場内外合せて10%超取得した結果、所有割合が1/3を超える)が示されている。

#### はじめに (TOB、大量保有報告制度の見直し)

2006年6月に成立した「証券取引法等の一部を改正する法律」(以下、改正法)によるTOB制度・大量保有報告制度の見直しに関連して、政省令が次の通り公布された。

2006年12月8日、「証券取引法等の一部を改正する法律の一部の施行期日を定める政令」(政令第376号)

2006年12月8日、「証券取引法施行令の一部を改正する政令」(政令第377号)

2006年12月12日、「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」(内閣府令第86号)

は、TOB制度・大量保有報告制度の見直しの施行期日を定めた政令である。 は、TOB制度・大量保有報告制度の見直しの細目を定めるものである。

本稿では、 のうちTOB規制の適用範囲の細目について紹介する。

### 1. 改正法下のTOB規制の適用範囲

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、改正法では、TOB規制の適用範囲の見直しを行い、次のように整理している(証券取引法27の2)。

#### (原則) 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)

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

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 T O B 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。**

(適用除外) 次の a. ~ c. は適用除外 (つまり T O B 手続は不要)。

- 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」。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。

上記 ~ 、及び適用除外の a.b. については、旧ルールの下でも定められていたものである。そのため、新たな政省令でも基本的には旧政省令の内容を引き継いだものとなっている。

それに対して、上記 は改正法で新たに T O B 規制の対象となることが明記されたものである。また、適用除外の c. についても、新しい政省令では一部旧ルールと取扱いが異なっている点がある。

以下、これらの点について解説する。

## 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

わが国における T O B 規制の原則的な考え方は、著しく少数の者から取引所有価証券市場外で買い付けた結果、株券等所有割合が 1 / 3 を超える場合には、T O B を義務付けるというものである。

これは、逆に言えば、取引所有価証券市場外の買付けであっても、著しく少数の者からの取得で、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なる。

ところが、こうした考え方を買収者にとって都合よく解釈すれば、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、という問題がある。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>1</sup>。

こうした問題点に対処するために、改正法では、市場内外にまたがる一連の取得行為に対しても T O B 規制を適用することとしている。

<sup>1</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 C B 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)。

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下記の方法で行う  
 - 特定売買等 ( 2 )  
 - 取引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」。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。

新しい政令では、上記 ~ の具体的な数値基準 ( X ヶ月、Y %、Z % ) として、( 3 ヶ月、10%、5% ) という数値が示されている ( 証券取引法施行令 7 ~ )。

なお、上記の具体的な数値基準 ( X ヶ月、Y %、Z % ) に該当するか否かを判断するための算定式は、内閣府令に委任されている。内閣府令の定める算定式を加味して整理すれば、次の基準を満たす場合に T O B が義務付けられることとなる(発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令 ( 以下、公開買付府令 ) 4 条の 2 )。

期間 ( X ) : 3 ヶ月間の取得行為

割合 ( Y ) : 10% < 
$$\frac{\text{買付者が上記の取得行為で新たに所有することとなる株券等の議決権数 ( )}}{\text{総議決権数} + \text{買付者 ( その特別関係者を含む ) が所有する株券・C B 等の ( 潜在的な ) 議決権数}}$$

割合 ( Z ) : 5% < 
$$\frac{\text{買付者が上記の取得行為のうち、市場外等買付け等により新たに所有することとなる株券等の議決権数 ( )}}{\text{総議決権数} + \text{買付者 ( その特別関係者を含む ) が所有する株券・C B 等の ( 潜在的な ) 議決権数}}$$

上記の取得行為の結果、株券等所有割合が 1 / 3 超となる

- ( ) 種類株式・C B 等についての潜在的な議決権数を含む

### 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>2</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、改正法では、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られる。

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

新しい政令では、 の「一定期間内」を「A ( 公開買付者 ) の公開買付期間内」、 「一定割合」を「5%」としている ( 証券取引法施行令 ) 。

なお、「5%」を超えるか否かを判断するための算定式は、内閣府令に委任されている。内閣府令の定める算定式を加味して整理すれば、次の基準を満たす場合に T O B が義務付けられることとなる ( 公開買付府令 4 条の 2 ) 。

期間： A ( 公開買付者 ) の公開買付期間内における B ( 競合者 ) の取得行為

割合： 5% <  $\frac{B ( \text{その特別関係者も含む} ) \text{ が上記の取得行為により、新たに所有することとなる株券等の議決権数 ( )}}{\text{総議決権数} + B ( \text{その特別関係者を含む} ) \text{ が所有する株券} \cdot C B \text{ 等の ( 潜在的な ) 議決権数}}$

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

( ) 種類株式・ C B 等についての潜在的な議決権数を含む

<sup>2</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。

## 4 . 特別関係者による買付け等

改正法で、T O B 規制の対象とされる「その他……準ずるものとして政令で定める株券等の買付け等」の内容についても、新しい政令で明記されている。

具体的には、買付者単独では前記 1 . の T O B 規制の適用対象に該当しない場合であっても、買付者の「特別関係者」による買付行為等を合せて判断すれば、T O B 規制の適用対象に該当するケースが定められている（証券取引法施行令 7 ）

これは、買付者と密接な関係を有する「特別関係者」を利用した迂回的な買付行為によって、T O B 規制を回避しようという行為を封じる趣旨と考えられる。

なお、「特別関係者」の範囲は次のように定められており、法改正の前後で大きな変更はない（証券取引法 27 の 2 ）。

株式の所有関係、親族関係その他の特別の関係にある者

共同して株券等の取得・譲渡、議決権その他の権利の行使、買付後の相互の株券等の譲渡・譲受を合意している者

## 5 . 適用除外

T O B 規制の適用除外となる株券等の取得行為について、新しい政令では次のように規定している（証券取引法施行令 6 の 2 など）。

株式の割当てを受ける権利を行使することにより行う株券等の買付け等

E T F などの受益証券の現物株式との交換

自己及び特別関係者で議決権を 1/2 超所有している会社の株券等の買付け等( 買付後の株券等所有割合が 2 / 3 以上となる場合を除く )

「兄弟会社」等からの買付け

企業グループで 1/3 超の議決権を所有する会社の株券等のグループ内での移動

買付けの対象となる株券等の所有者が 25 名未満で、その全員が T O B を行わないことについて同意しているとき( 買付けの対象とならない株券等が存在し、買付後の株券等所有割合が 2 / 3 以上となる場合は、買付けの対象とならない株券等の所有者による一定の同意手続( ) が必要 )

担保権の実行

事業譲受

取得請求権付種類株式の取得請求権行使に伴う株券等の取得

取得条項付種類株式・取得条項付新株予約権の取得条項の発動に伴う株券等の取得

株券の売出しに応じて行う株券等の買付け等

役員持株会、従業員持株会による買付け等で一定のもの

有価証券報告書提出会社以外の会社の株券等の買付け等

証券取引決済の未了に伴う一定の買付け

( ) 具体的には、次のイ、ロのいずれかが必要。

イ 買付けの対象とならない株券等についての種類株主総会の決議

ロ 買付けの対象とならない株券等の所有者が 25 名未満で、その全員が書面で同意

これは基本的には、旧ルール（改正前証券取引法施行令 7 など）の内容を引き継いだものとなっている。ただし、上記 の下線部に修正が加えられている。

上記 について、新しい政令では、買付後の株券等所有割合が 2 / 3 以上となるケースについて、T O B 規制の適用除外を認めないこととしている。この点について、金融庁は「手残り株をかかえることになる零細な株主が著しく不安定な地位に置かれることが想定されることから、公開買付けを義務付けることとする」と説明している。

同様に、上記 についても、買付後の株券等所有割合が 2 / 3 以上となるような大規模買付後の残存株主を保護するための手続が設けられている。

上記 は、新しい会社法に基づく取得請求権付種類株式、取得条項付種類株式、取得条項付新株予約権の取扱いを明確化したものと考えられるだろう<sup>3</sup>。

## 6 . 施行日

上記の政令・府令については、2006 年 12 月 13 日から施行されている。

<sup>3</sup> 2006 年 9 月 13 日公表の改正案では、取得条項付新株予約権に関する規定は設けられていなかった。