

2012年7月10日 全7頁

P T S取引に関するT O B規制の見直し案

金融調査部 制度調査課
横山 淳

[要約]

- 2012年6月26日、金融庁は、公開買付け（T O B）規制の見直しに関する政令・内閣府令の改正案を公表した。
- 具体的には、一定の要件を満たすP T S（私設取引システム）における取引については、いわゆる公開買付け規制上の5%ルール¹の適用を除外することが盛り込まれている。なお、いわゆる1/3ルール²については、適用を除外されていない。
- 金融庁は、2012年10月の施行を予定している。

1. 改正案のポイント

2012年6月26日、金融庁は、「『金融商品取引法施行令の一部を改正する政令（案）』及び『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（案）』の公表について」¹（以下、改正政・府令案）を発表した。

これは、**一定の要件を満たすP T S（私設取引システム）における取引について、いわゆる公開買付け規制上の5%ルール²の適用の除外を認める**というものである。

つまり、取引所外において買付け後の株券等所有割合が5%を超えることとなるような株券等の買付け等を行う場合は、著しく少数の者からの買付け等を除き、公開買付け（T O B）によることが、原則、義務付けられている（金融商品取引法27条の2第1項1号など、いわゆる公開買付け規制上の5%ルール）。

今回の改正政・府令案では、一定の要件を満たすP T Sにおける取引によって買付け等を行うのであれば、買付け後の株券等所有割合が5%を超えることとなる場合であっても、

¹ 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20120626-1.html>) に掲載されている。

² 単に「5%ルール」といった場合、大量保有報告書の提出義務（金融商品取引法27条の23）や銀行等の株式（議決権）保有制限（銀行法16条の3、私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律11条）などと混乱する可能性があることから、本稿では「いわゆる公開買付け規制上の5%ルール」などと表記している。

公開買付けを行う必要はないものとしている。

なお、取引所外において買付け後の株券等所有割合が1 / 3を超えることとなるような株券等の買付け等を行う場合は、著しく少数の者からの買付け等であっても、公開買付け（TOB）によることが、原則、義務付けられている（金融商品取引法 27 条の2 第1項 2号など、いわゆる1 / 3ルール）。

この1 / 3ルールについては、今回の改正政・府令案の下においても、PTSにおける取引の適用除外は認められていない。

以下では、2において公開買付け規制とPTSでの取引を巡る論点を整理し、3で今回の改正政・府令案で適用除外の認められるPTSの範囲を説明する。

2. 公開買付け規制とPTSを巡る論点

(1) 公開買付けとは

公開買付けとは、一般には、不特定多数の者を対象に、公告等を通じて、株券等を買ってくれるように勧誘して、取引所外でそれらの株券等を買付けること、と言えるだろう（金融商品取引法 27 条の2 第6項参照）。英語の take over bid の頭文字をとって「TOB」という略称で呼ばれることも多い。

例えば、会社の支配権・経営権を巡って、市場外で短期間に大量の株式を買い集めようとする場合、特定の株主のみを優遇したり、不透明な取引が横行したりする危険性がある。そこで、金融商品取引法では、情報の適切な開示と、株主間の取扱いの平等（公平な売却機会）を図るために、公開買付け制度を設けているのである³。

(2) 義務的公開買付け

金融商品取引法上、公開買付けの実施が義務付けられるのは、原則として、株式について有価証券報告書を提出している会社（上場会社、株主数が一定以上の会社など）が、発行する株券等（株券、新株予約権付社債など）を、取引所市場外で買付ける場合とされている（金融商品取引法 27 条の2 第1項）。具体的には、原則、次の①～⑥のいずれかに該当する買付け等が義務的公開買付けの対象とされている。

①取引所金融商品市場外（注1）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

³ 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、2007年）p.27など。なお、松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011年）pp.198-199は、これらに加えて「手続の公正を図る」ことも趣旨の一つであるとしている。

少数の者からの買付け等を除く)

- ②取引所金融商品市場外(注1)での著しく少数の者からの買付行為で株券等所有割合が1 / 3超となるもの
- ③特定売買等(注2)による買付け等で株券等所有割合が1 / 3超となるもの
- ④取引所金融商品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
- ⑤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
- ⑥前記①～⑤に準ずるものとして政令で定めるもの

(注1) 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を除く。なお、現在、これに該当するものは存在しない。

(注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。

今回の改正政・府令案が取り上げているのは、上記①の公開買付け規制上の5%ルールに係わる問題である。

すなわち、取引所金融商品市場外(店頭売買有価証券市場における取引を除く)での株券等所有割合が5%超となる買集め行為については、公開買付けの実施が義務付けられている(金融商品取引法27条の2第1項1号)。これは、いわゆる公開買付け規制上の5%ルールと呼ばれており、大量保有報告書制度上の「5%ルール」とも対応関係を有するものだとされている。

ただし、この公開買付け規制上の5%ルールは、これまで前記②のいわゆる1 / 3ルールと比較して、M&Aの実務においてはそれほど重視されてこなかった。それは、取引所における売買であれば適用除外が認められる上に、取引所外の売買であっても「著しく少数の者から買付け等を行うものとして政令で定める場合」、即ち、買付け等を行う相手方の人数と、その買付け等を行う日前60日間に取引所金融商品市場外での買付け等の相手方の人数の合計が10名以下である場合には、適用が免除されているためである(金融商品取引法施行令6条3項)。つまり、M&Aの場面において、公開買付け以外で多数者を相手方として上場株式等を相対取引で買い集めることは、実務上、それほど一般的ではない。その意味で、義務的公開買付けの発動について、公開買付け規制上の5%ルールの該当の有無が問題となるケースは限られていると考えられる。

ところが、近年、M&Aとは異なる局面で、この公開買付け規制上の5%ルールが注目されることとなった。それがPTSにおける取引である。

(3) P T S取引の公開買付け規制上の問題点

P T Sとは、私設取引システム(Proprietary Trading System)の略称である⁴。具体的には、コンピュータ・ネットワークなどを活用して、一定の価格決定方法による集团的・組織的な取引の場を提供する（取引所には該当しない）業者といえるだろう。わが国においては、1999年12月に、いわゆる取引所集中義務の撤廃と併せて「私設取引システム運營業務」として導入され、現在の金融商品取引法に引き継がれている。

当初は、P T Sにおける取引の占める割合は僅少であったが、最近になって大きく増加し、2011年（年間）には、上場株式の売買代金の3%強を占めるようになったとされている⁵。

そうした中、P T Sでの買付けにより、株券等所有割合が5%を超えることとなるような場合、前述の公開買付け規制上の5%ルールに抵触するという問題がクローズアップされてきた。即ち、P T Sでの買付けは、取引所外での買付け等であり、集团的・組織的な取引を行う関係上、買付けの相手方の人数が「著しく少数」とはいえない可能性が高いためである。

その結果、例えば、P T Sを利用している機関投資家等から、ある銘柄の株券等所有割合が5%に近付くと、その銘柄についてはP T Sの利用を避けるなどの対応が必要となるという声が上がっていた。また、機関投資家等が、こうした行動をとらざるを得ないことが、取引所とP T Sの間のイコール・フットィング（均等な競争条件）の観点から問題があるとの指摘もなされていた。

今回の改正政・府令案は、こうした問題を踏まえて、P T Sにおける取引について、そのP T Sが一定の要件を満たすことを条件に、公開買付け規制上の5%ルールの適用除外を認めることとしているのである。

3. 適用除外が認められるP T Sとは

公開買付け規制上の5%ルールの適用除外が認められるのは、次の要件を全て満たすものとして金融庁長官が指定する電子情報処理組織（コンピュータ・ネットワーク）を使用して行われるものに限るとされている（改正政・府令案に基づく金融商品取引法施行令6条の2第2項2号、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3条の2）。

⁴ 今日、こうした電子証券取引ネットワークのことを、米国では、ATS（代替的取引システム、Alternative Trading System）、EUでは、MTF（Multilateral Trading Facility）と呼んでおり、PTSという呼称は過去のものとなっている。わが国においては金融庁を含め、なおPTSないし私設取引システムという用語が一般に用いられていることから、本稿においてもPTSの呼称を用いている。

⁵ 日本証券業協会ウェブサイト（<http://pts.offexchange.jp/html/statisticsindex.html>）。なお、月次ベースでは、2012年5月には5%を超している（同前）。

- イ 売買注文（注1）又は売買について、その対象となった有価証券の種類、銘柄、価格、数量、売買の別（売買注文の場合）、注文時刻（売買注文の場合）、売買成立日時（売買の場合）が、直ちに公表されることになっている。
- ロ 売買価格の決定方法が、競売買方式（注2）又は顧客注文対当方式（注3）である。
- ハ 対象となる有価証券の所有者が、その有価証券を適時に売却する機会が確保されると認められること

（注1）厳密には「売付け若しくは買付けの申込み」とされている。

（注2）いわゆるオークションによる方法。

（注3）顧客の提示した指値が、取引の相手方となる他の顧客の提示した指値と一致する場合に、その一致した指値を用いて両者の注文を対当させることにより取引を成立させる方法のこと（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令17条1号参照）。この方式の下では、原則、注文はいわゆる「指値注文」のみで、いわゆる「成行注文」は認められないものと考えられる。また、売買の成立方法として、いわゆる「板寄せ」は行われたいものと考えられる。

つまり、取引等に関する情報の透明性が確保されること（イ）、買付け等に伴う需給の変化が適切な価格形成にある程度反映される仕組みが採用されていること（ロ）、一般株主の売却機会が確保されること（ハ）を要件に、金融庁長官が個別に指定を行うことが予定されていると整理できるだろう。

4. 大量保有報告書（変更報告書）における短期大量譲渡の相手方

大量保有報告書（株券等保有割合が5%超）及びその変更報告書（直前の報告から1%以上増減）の提出義務そのものについては、今回の改正政・府令案による変更はない。ただし、（大量保有報告書の）変更報告書の記載事項について、一部、技術的な修正がなされている。

具体的には、短期大量譲渡⁶により大量保有報告書の変更報告書を提出する場合には、原則、最近60日間の譲渡の相手方を開示することが義務付けられている（金融商品取引法27条の25第2項、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令（以下、大量保有府令）10条、第二号様式）。例外として、取引所金融商品市場における売買取引、店頭売買有価証券の店頭売買取引であって相手方を知ることができない場合は、開示は不要とされている（大量保有府令第二号様式 記載上の注意(5)f）。

今回の改正政・府令案では、短期大量譲渡における譲渡の相手方の開示を不要とするケースとして、新たにPTSにおける取引であって相手方を知ることができない場合を追加している（改正政・府令案に基づく大量保有府令第二号様式 記載上の注意(5)f）。

⁶ 変更後の株券等保有割合が、直前60日間における最高の株券等保有割合の1/2未満となり、かつ、5%ポイントを超えて減少したことをいう（金融商品取引法施行令14条の8）。

5. 施行日（予定）

金融庁は、今回の改正政・府令案について、2012年10月の施行を予定している。

6. 若干のコメント

最後に、今回の改正政・府令案について、若干のコメントを行いたい。なお、コメントの内容は、あくまでも筆者の個人的な見解であることをお断りしておく。

今回の改正政・府令案により、公開買付け規制上の5%ルールについて、一定のPTSでの取引が適用除外とされることは、従来から適用除外が認められてきた取引所（特に立会外取引）との間のイコール・フッティングという観点から、合理性があるものと考えられる。また、この見直しにより、わが国におけるいわゆる市場間競争が促されるとの見方も、おそらく可能であろう。

ただし、公開買付け規制の全体像としてみると、今回の見直しは、あくまでも「応急措置」という印象を拭い去れない。

筆者には、問題の根本にあるのは、「取引所対PTS」という流通市場の執行方法を巡る対立ではなく、「5%」と「1/3」という二重の基準が、義務的公開買付けのトリガーとして設定されていることにあるように思われる。即ち、買付け等の相手方の数が「著しく少数」か否かによって、「5%」と「1/3」という大きく異なる二つの基準が設けられていることを、公開買付け規制の目的（情報の適切な開示と株主間の取扱いの平等（公平な売却機会））に基づいて、合理的に説明することは難しいものと考えられる。

おそらく、「5%」と「1/3」という二重の基準は、わが国の公開買付け制度の歴史的経緯、即ち、1971年（昭和46年）改正により情報開示と公正手続の確保を主眼として米国型のモデルを導入した後、1990年（平成2年）改正により全部買付（勧誘）義務などを通じた残存株主（少数株主）の公正な価格での売却機会を重視する欧州型のモデルを接ぎ木したために、生じたものではないかと考えられる⁷。国際的に見ても、義務的公開買付けに二重の基準が設定されているのは、独特の仕組みであると思われる⁸。

仮に、公開買付け規制の主眼を「情報開示」に置くとすれば、「5%」という相対的に低い基準を設定し、そのタイミングで必要な情報を開示させることにも一定の合理性があると考えられよう。しかし、こうした低い割合を、そのまま義務的公開買付けのトリガー、即ち、不特定多数の株主からの義務的な買付けのタイミングとすることには、無理がある

⁷ わが国における公開買付け制度の変遷等については、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、2007年）pp.242-254、松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011年）pp.196-197など参照。

⁸ 国際的な比較については、三井秀範「我が国の公開買付制度と欧州制度との比較」（『金融法務事情』No.1909、2010年11月10日号）p.58、松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011年）pp.195-196など参照。

ように思われる⁹。また、「情報開示」という観点からは（開示のタイミングに違いがあるとはいえ）大量保有報告書制度と役割が重複する面もあると言えるだろう。

他方、公開買付け規制の主眼を、重要な支配権等の移動に際して、残存株主（少数株主）が公正な価格で売却する機会を確保することに置けば、「1/3」という水準は合理性があるものと考えられよう。また、こうした考え方や基準設定は、EU主要国の規制ともバランスのとれたものと考えられる¹⁰。

しかし、残存株主（少数株主）の保護のために不可欠と考えられる全部買付（勧誘）義務が課されるのは、わが国では、株券等所有割合が「2/3」以上となる場合に限定されている（金融商品取引法 27 条の 13 第 4 項、金融商品取引法施行令 14 条の 2 の 2）。つまり、「1/3」超であっても「2/3」未満であれば、応募のあった株式全部を買付けなくてもよい（部分買付け）こととなる。その意味では、義務的公開買付けには、原則、全部買付（勧誘）義務が伴う EU 主要国の規制と比較して、残存株主（少数株主）の保護として不徹底な面があると言わざるを得ない。

また、わが国における義務的公開買付けは、これから一定の比率を目指して買付け等を行う際に（つまり、未だ支配権等が移転する前に）、要求されるものとなっている。それに対して、EU 主要国における義務的公開買付けは、一定の割合を既に取得した者に対して（つまり、支配権等が既に移転した後に）、残った株主に対しても公正な価格で買い付けることを要求するものである。この点でも、EU の規制の方が、残存株主（少数株主）の保護という考え方をより明確に示しているものと考えられる¹¹。

これらの点について、義務的公開買付けの仕組みとして見た場合、わが国の規制は「中途半端になっている点が否めない」との指摘がなされている¹²。今後、これらの論点も踏まえ、公開買付け制度のあり方について、より深い議論がなされることが望まれよう。

⁹ 米国の 1934 年証券取引所法においても、わが国と同様の「5%」という基準が採用されているが、規制の内容は情報開示と詐欺的行為の禁止が中核となっており（同 14(d)(e)）、わが国におけるような「強制的公開買付制度はない」（松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011 年）p.195）ともいわれている。また、公開買付けに係わる規制の適用の有無についても、判例上、単に「5%」という数値基準だけではなく、実態を踏まえた様々な要素が考慮されている（マーク・I・スタインバーグ著小川宏幸訳『アメリカ証券法』（雄松堂出版、2008 年）pp.527-528 など）。

¹⁰ 例えば、英国（The Takeover Code（テイクオーバー・コード）9.1）、ドイツ（Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz（有価証券の取得及び買付けに関する法律）29、35 条）では「30%」という基準が採用されている。ただし、後述するように、わが国と異なり、これから実施する買付け等によって 30%以上となる者ではなく、既に 30%以上保有した者に対して義務付けられている。

¹¹ 三井秀範「我が国の公開買付制度と欧州制度との比較」（『金融法務事情』No.1909、2010 年 11 月 10 日号）pp.58-59、神田秀樹「M&A 法制について考える—ヨーロッパ M&A 制度研究会報告書を契機として」（『証券レビュー』第 51 巻第 10 号）pp.68-71 など。

¹² 神田秀樹「M&A 法制について考える—ヨーロッパ M&A 制度研究会報告書を契機として」（『証券レビュー』第 51 巻第 10 号）p.78。