

2012年11月1日 全9頁

P T S取引に関するT O B規制の見直し

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2012年10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パブリックコメントの結果等を公表した。これを受けて、10月31日、政令・内閣府令の改正が公布された。
- 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とされている。なお、いわゆる1/3ルールについては、適用を除外されないことが明文化されている。
- 改正後の政令・内閣府令等は、2012年10月31日から施行されている。

※本稿は、2012年7月10日付レポート「P T S取引に関するT O B規制の見直し案」を、最終的な政令、府令等に基づいて書き改めたものである。

1. 改正のポイント

2012年10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）』に対するパブリックコメントの結果等について」¹を公表した。

これを受けて、10月31日、次の政令・内閣府令の改正などが公布された²。

「金融商品取引法施行令の一部を改正する政令」（以下、改正政令）

「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及び株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（以下、改正府令）

「金融商品取引法施行令第六条の二第二項の規定に基づき、電子情報処理組織を指定する件」

¹ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20121026-2.html>）に掲載されている。

² 平成24年10月31日付官報（号外第236号）に掲載されている。

これは、一定の要件を満たすPTS（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³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（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）。

今回の改正政令・改正府令の下では、一定の要件を満たすPTS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、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、今回の改正政令の下においても、PTSにおける取引の適用除外は認められていないことが明文で示されている（改正後の金融商品取引法施行令7条7項1号）。

なお、一部、技術的な修正はあるものの、基本的には2012年6月26日に公表された「『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」⁴（以下、原案）に沿った、改正内容となっている。

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で今回の改正政令・改正府令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、株券等を売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。

³ 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）などと混同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。

⁴ 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。

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⁵。

(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、取引所市場外で買い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け等で、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 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
- 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。

今回の改正政令・改正府令が、主に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

⁵ 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。

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」、すなわち、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 条の 2 第 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) PTS取引の公開買付け規制上の問題点

PTSとは、私設取引システム(Proprietary Trading System)の略称である⁶。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団的・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、PTS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⁷。

そうした中、PTS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。すなわち、PTSでの買付けは、取引所外での買付け等であり、集団的・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、PTS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PTSの利用を避けるなどの対応が必要となるという声

⁶ 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、国際的には、過去のものとなっている。しかし、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。

⁷ 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、5 %を超している月もある（同前）。

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PTSの間のイコール・フッティング（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。

今回の改正政令・改正府令は、こうした問題を踏まえて、PTSにおける取引について、そのPTS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PTSとは

公開買付け規制上の5%ルール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（改正後の金融商品取引法施行令第6条の2第2項2号、株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令3条の2）。

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てい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。

これらの要件の趣旨について、金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」⁸（以下、「金融庁の考え方」）は、次のような説明をしている（「金融庁の考え方」No.6）。

本改正は、市場内取引が、①誰もが参加でき、②取引の数量や価格が公表され、③競争売買の手法によって価格形成が行われていることを理由として、（原則として）公開買付け規制の適用対象外とされていることに鑑み、一定の要件を満たすPTS取引について、いわゆる5%ルールの適用を除外することとするものです。

このため、売買価格の決定方法は基本的に「競売買の方法」に限定することとし、他方で顧

⁸ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20121026-2/00.pdf>）に掲載されている。

客注文対当方式については、成行注文や板寄せがないことを除けば、他に競売買方式と異なる点がないことから、「その他多数の者の参加の下に価格の形成が行われる方法」として認めることとしています。

つまり、①一般投資者のアクセス可能性（要件のハに相当）、②情報の透明性（要件のイに相当）、③適切な価格形成（要件のロに相当）という点で、取引所取引に準じた性質を有するPTS取引が対象とされている。なお、「①誰もが参加」（要件のハに相当）を満たすか否かの判断について、金融庁は次のような見解を示している（「金融庁の考え方」No.7）。

最終的には個別事情に基づき判断することとなりますが、一般的には、①個人投資家を含め、誰もが容易に取引に参加することが可能であり、かつ、②当該取引が適時に処理される取引環境が確保されていることなどが必要と考えられます。

具体的に、どのPTS業者（の電子情報処理組織）が対象となるかは、金融庁長官が個別に「告示」によって指定・公表することとなる（「金融庁の考え方」No.3参照）。実際、今回の改正政令・改正府令に併せて、具体的なPTS業者（とその電子情報処理組織）を指定する告示が公布されている（「金融商品取引法施行令第6条の2第2項の規定に基づき、電子情報処理組織を指定する件」）。

4. 1 / 3ルールとの関係

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、今回の改正政令の下において、公開買付け規制上の5%ルールの適用が免除されるPTSにおける取引であっても、適用除外は認められない（改正後の金融商品取引法施行令第7条7項1号）。つまり、公開買付規制の適用対象となる。

この取扱い自体は、原案も同様の趣旨であったものと考えられるが、最終的な改正政令では、より具体的に明文化されている⁹。

⁹ 「金融庁の考え方」No.1参照。

5. 「著しく少数の者」との関係

公開買付け規制上の5%ルールは、買付け等の相手方の数が「著しく少数」である場合には適用除外とされている（金融商品取引法27条の2第1項1号）。なお、1/3ルールは、相手方の数が「著しく少数」であっても適用除外とはならない（同2号）。

ここでいう「著しく少数」とは、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において行った、対象株券等¹⁰の買付け等の相手方が10名以下である場合とされている（改正前及び改正後の金融商品取引法施行令6条の2第3項）。

改正政令では、ここでの「10名以下」の算定に当たって、公開買付け規制上の5%ルールの適用除外が認められるPTSにおける取引の相手方は、原則として、除外する（つまり、カウントされない）こととされている（改正後の金融商品取引法施行令6条の2第3項）。

この取扱いは、最終的な改正政令によって、明文化されたものである¹¹。

6. 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%ポイント以上増減）の提出義務そのものについては、今回の改正政令・改正府令による変更はない。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¹²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た（改正前の大量保有府令第二号様式 記載上の注意(5)f）。

今回の改正府令では、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（改正政令に基づく大量保有府令第二号様式 記載上の注意(5)f）。

¹⁰ 厳密には、「当該株券等の発行者の発行する株券等」とされている。

¹¹ 「金融庁の考え方」No.2参照。

¹² 変更後の株券等保有割合が、直前60日間に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）。

7. 施行日

改正後の政令・府令は、2012年10月31日から施行され（改正政令附則1項）、施行日以後に開始する株券等の買付け等について適用される（同2項）。

8. 若干のコメント

最後に、今回の改正政令・改正府令を踏まえて、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。

今回の改正政令・改正府令により、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・フットイ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。すなわち、現行法では、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わけだが、この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ように思われる。

これは、今回の見直しに当たって、PTS取引以外にも、弊害が少ないと考えられる取引類型について、5%ルールの適用除外を求めるコメントが寄せられていることから、うかがうことができるだろう（「金融庁の考え方」No.10~12参照）。

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、すなわち、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¹³。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¹⁴。

¹³ 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.242-245、松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011年）pp.196-197など参照。

¹⁴ 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。

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、すなわち、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、無理があるように思われる¹⁵。また、「情報開示」という観点からは（事前か、事後か、という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¹⁶。

その意味では、将来的な課題として、義務的公開買付けのトリガーを「1/3」に集約することも検討する余地があるのではないかと、筆者は考えている。

もちろん、その際には、義務的公開買付けの趣旨の明確化（事前の情報開示か、事後の残存株主に対する公正価格での退出機会の確保¹⁷か）、全部買付（勧誘）義務が課されるべき基準¹⁸など、わが国の規制が「中途半端になっている点が否めない」¹⁹と指摘されている様々な論点とも併せて、より深い議論を行う必要があるだろう。

¹⁵ 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「強制的公開買付け制度はない」（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）。

¹⁶ 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、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。

¹⁷ EUの公開買付け規制の考え方は、これに近いものと考えられる。三井秀範「我が国の公開買付け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など参照。

¹⁸ 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られている（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）。それに対して、EU主要国の規制では、義務的公開買付けの基準と全部買付（勧誘）義務の基準は、原則、同じ水準となっている。EU公開買付け指令（Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids）5条など。三井秀範「我が国の公開買付け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.57も参照。

¹⁹ 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。