



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告（1） —公開買付制度—

2024年5月24日（金）15:00～17:03

大阪取引所5階取締役会議室・東京証券取引所会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

石田 真得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木 晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科名誉教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
北村 雅史	関西大学大学院法務研究科教授
黒沼 悅郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤 真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井 正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋 陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	追手門学院大学法学部教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下 徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行岡 瞳彦	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教

【報 告】

金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告

(1)

一 公 開 買 付 制 度 一

京都大学大学院法学研究科教授

山 下 徹 哉

目 次

- | | |
|-------------------------------------------|------------------------------------|
| 1. はじめに | 下げ 1 |
| 2. 見直し検討の背景 | (6) 公開買付届出書参照による公開買付
説明書の内容の簡素化 |
| (1) 公開買付制度の複雑化、趣旨の混在 | |
| (2) 市場環境の変化 | |
| 3. WG 報告の紹介①——法改正済み | 4. WG 報告の紹介②——見直し提言 |
| (1) 市場取引（立会内）に対する強制公
開買付規制（3分の1ルール）の適用 | (1) 強圧性への対応 |
| (2) 閾値間の取引に関する適用除外 | (2) 5%ルールの例外 |
| (3) 「急速な買付け等」の規制の廃止 | (3) その他 |
| (4) 買収者競合時の公開買付け強制の廃
止 | 5. WG 報告の紹介③——要検討事項 |
| (5) 3分の1ルールの閾値：30%への引 | (1) 欧州型の規制への転換 |
| | (2) 公開買付けの事前・事後の救済制度 |
| | 6. 若干の検討
討論 |

○川口 それでは、定刻になりましたので、今月のJPX金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、京都大学の山下先生から、「金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告（1）－公開買付制度－」と題してご報告をいただきます。よろしくお願ひいたします。

○山下 ご紹介いただきました京都大学の山下です。本日はご報告の機会をいただきまして、ありがとうございます。

本日と次回で金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループの報告をすると伺っております。本日はそのうちの前半と言いますが、公開買付制度について、私が担当いたします。次回は大量保有報告制度について取り扱われます。

1. はじめに

さて、はじめに、金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ（WG）が立ち上がった経緯とその後の経過について、確認

いたします。

令和5年3月2日に金融担当大臣から金融審議会総会・金融分科会に対し、「公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討」が諮問されました。

近時の資本市場における環境変化を踏まえ、市場の透明性・公正性の確保や、企業と投資家との間の建設的な対話の促進等の観点から、公開買付制度・大量保有報告制度等の在り方について検討を行うこととされています。

この諮問を受けまして、金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループが立ち上げられ、令和5年6月5日から12月19日にかけて計6回の会合が開かれています。そのうち、公開買付制度について議論されたのは1回目、2回目、3回目と、4回目を飛ばしまして5回目、6回目です。

最終会合は12月19日で、その後12月25日にワーキング・グループ報告（WG報告）が最終的にまとめられ公表されました。

そして、今年に入りまして、令和6年3月15日、このWG報告と別のワーキング・グループで検討されていた資産運用の件とを併せて、金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案が提出され、5月15日に成立しています。

同法の施行は、原則公布日から1年以内ですけれども、公開買付けに関する部分は公布日から2年を超えない範囲内の政令で定める日というふうに附則の1条3号で定められています。およそ2年以内に施行されることになります。その他、経過措置も附則の中で定められています。

この後、WG報告で取り扱われた論点について順に見ていきたいと思いますが、論点が多岐にわたるうえに、見直しの提言に至ったものと至っていないもの、さらに至っていないものの中に、引き続き検討すべきというものと単に賛成意見と反対意見が列挙されているだけのものと多岐にわたっております。また、見直し提言がされたもののう

ち、金商法改正に盛り込まれたものは、一部に止まっておりまして、それ以外について法改正で対応するのか、政省令で対応するのか、あるいはガイドラインで対応するのかというのを、現時点ではまだ分からぬということになります。差し当たり現時点における状況をレジュメ1ページから2ページにかけて、表のような形でまとめていますので、ご参照いただけますと幸いです。もしかすると間違っているのがあるかもしれません、お気づきの点があればご指摘いただければと思います。

表の見方ですけれども、論点自体は、WG報告の項目だけに沿って順に並べています。そして、◎が付いているのは見直し提言がされたもの、○は引き続き検討とされたもの、△は賛成が多かったと書いてあるもの、×はそれのどれでもない、結論に至らなかったと書かれているものです。

「法改正」の方は、改正の対象になつていれば○、対象外なら×としております。

2. 見直し検討の背景

(1) 公開買付制度の複雑化、趣旨の混在

見直しの検討の背景として挙げられているのは、大きく分けますと2つあります。1つは、公開買付制度の複雑化と趣旨の混在であり、もう1つは、市場環境の変化です。

第1に、公開買付制度の複雑化と趣旨の混在についてです。公開買付制度というのは昭和46年改正でできました。その後、大きな改正としましては平成2年の改正と平成18年の改正があります。そして、それらの改正を経まして、公開買付制度が複雑化し、かつその趣旨として様々なものが混ざってきております。

まず、昭和46年改正の段階では、多数の者から買い付ける場合について、情報開示や投資者間の公平な取扱いをするために、公開買付規制という一定のルールに従いましょうという形で制度が始まったわけですが、平成2年改正で、いわゆる強制公開買付規制、あるいは3分の1ルールと呼

ばれるものを導入し、3分の1を超えて株式を取得する場合には、公開買付けによらなければならぬということになりました。こうしますと、支配権取引の透明性の確保や支配権プレミアムの分配というものが公開買付制度の趣旨として入ってきます。

そして平成18年の改正では、まず、3分の1ルールの脱法禁止のために「急速な買付け」規制が入りました。それに加えて、3分の2を超えて買い付ける場合に、全部買付義務・全部勧誘義務が入りました。そのため、従来とはまた異なる趣旨として、少数株主保護というものが入ってくるわけです。

また、買収者競合時の公開買付けの強制というものも18年改正のときに入りました。そうすると、買収者間の公平性というものが趣旨に入ってくるということで、方向性としては、企業買収法的な要素が公開買付制度にどんどん加わっていったということになります。そのときに、支配権取引を公開買付けという形で透明化するということに加えて、少数株主保護というまた別のものが入ってきたりします。そのあたりを制度の趣旨としてどう考えるべきかということが問題となっていたということが、見直し検討の一つ目の背景として挙げることができます。

(2) 市場環境の変化

第2に、市場環境の変化についてです。公開買付制度は、マイナーな改正は幾つかありますけれども、平成18年改正以降、大きな改正はありませんでした。ところが、日本の資本市場は、平成18年から15年以上たち、その間に大きく環境が変わっています。特に近時では、市場内取引等を通じ、非友好的な買収事例も増加し、裁判例等でも争われ、その弊害等も裁判所によって言及されるというようなことがありました。また、そもそもM&A自体も多様化し、件数もかなり増えてまいりました。そこで、以上のような市場環境の変化と先ほど申し上げた公開買付制度の複雑化、趣旨

の混在とを併せて、公開買付制度について一度全面的に見直そうということで、今回のWGの立ち上げに至ったわけです。

次に、具体的な内容に入っていきたいと思います。WG報告で取り上げられました論点を見ていくわけですけれども、どういう順番で紹介しようかちょっと考えたのですが、前から順番にというわけではなくて、まず、3で法改正で対応されているものを先に紹介し、次に、4でWG報告の中で見直すと提言されたものを取り上げ、5で、引き続き検討を要するとされたものを取り上げます。

その中で見直しに至らなかったものは適宜取り上げるということで、全体を通してみれば、WG報告で取り上げられた論点を一通り紹介するという形にしております。

3. WG報告の紹介①——法改正済み

(1) 市場内取引（立会内）に対する強制公開買付規制（3分の1ルール）の適用

従前は、市場内取引、特に立会内の市場内取引は、強制公開買付規制（3分の1ルール）の適用対象外とされていました（令和6年法改正前27条の2第1項2号・3号）。

その趣旨について、WG報告では、競争売買の手法により価格形成が行われるため、一定の透明性・公正性が担保されているからというふうに説明されています。また、従来の学説では一般に、市場内取引においては透明性・公正性・公開性があるため、規制の必要がないというような説明がされていたかと思います。

透明性というのは、取引の数量や価格が公表され透明性があるということを指します。公正性というのは、取引が競争売買で行われて公正性があるということを指します。公開性というのは、誰でも取引に参加できるという意味です。

ところが、市場内取引においては、その支配権の取得について事前に情報開示があるわけではありません。また、株主間の平等取扱いも不十分で

あるという側面は否めません。そのようなことが、WG の前の段階で指摘されており、そのため、市場内取引を 3 分の 1 ルールの適用対象外とすることについて立法論的な疑問が提起されておりました。

そうしたところ、WG 報告は、以下のような理由で、市場内取引（立会内）も 3 分の 1 ルールの適用対象とすべきであるというふうに提言しています。

近時は、市場内取引（立会内）を通じて議決権の 3 分の 1 超を短期間のうちに取得する事例が見受けられ、会社支配権に重大な影響を及ぼす取引について、投資判断に必要な情報・時間が一般株主に十分に与えられていないという問題がある。会社支配権に重大な影響を及ぼす証券取引は、その透明性・公正性の観点から、投資者による適切な投資判断の機会を確保するためには、当該取引の目的・数量・価格等に関する事前の情報開示や熟慮期間、さらには株主の平等取扱いの機会が担保されるべきであり、市場内取引（立会内）はこれを満たさない。そこで、これを 3 分の 1 ルールの適用対象とすべきである、ということが提言されています。

この提言を受けまして、令和 6 年の金商法等改正におきましては、以下のように条文が改正されています。号自体が大分入れ替わっているのですが、改正前の 27 条の 2 第 1 項 2 号において、いわゆる 3 分の 1 ルールの規定が置かれていました。そこでは、「取引所金融商品市場外における株券等の買付け等……であって著しく少数の者から株券等の買付け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三分の一を超える場合における当該株券等の買付け等」という形で定められていたわけですけれども、改正後の 3 分の 1 ルールを定める規定である 27 条の 2 第 1 項 1 号は、単に「株等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百分の三十を超えている場合における当該株券等の買付け等」というふうに定められ、「取

引所金融商品市場外における」という修飾が削除されました。これをもって市場内取引も適用対象になったということになります。

レジュメにおいて、若干のコメントらしきものを付しております。従来、市場内取引が 3 分の 1 ルールの適用対象外とされていたときには、一定の透明性・公正性が市場内取引には担保されているというふうに言っていたわけです。ところが、今回、市場内取引を 3 分の 1 ルールに加えるという際も、同じくその透明性・公正性の観点から入れるべきだというような説明がされています。同じ「透明性・公正性」という言葉が使われていますが、意味が違っていることに注意が必要かなと思いました。

すなわち、従前使っていた「透明性・公正性」というのは、証券取引自体、あるいは個々の取引自体の「透明性・公正性」であって、それが積み重なって支配権が異動するところについての「透明性・公正性」は直接の対象としていなかったのかなと思うわけです。しかし、今回、WG 報告の中で、市場内取引も 3 分の 1 ルールの適用対象とすべきという理由として掲げられている「透明性・公正性」というのは、支配権が変動するという点に関する透明性・公正性を意味すると解さないと意味が通りません。

そうしますと、個々の取引の数量・価格が公表されてたり、取引が競争売買で行われていたりして、個々の証券取引自体に透明性・公正性があったとしても、誰がどういう形で会社の支配権となるのかについて事前の十分な情報開示や熟慮期間等が担保されなければ駄目だということになります。そういう意味での透明性・公正性が求められるというふうに変わったのだと考えることができます。これは、公開買付制度の趣旨として従来言っていた透明性・公正性の意味が、ここで転換したと見てもいいというふうに思います。

（2）閾値間の取引に関する適用除外

閾値間の取引に関する適用除外については、レ

ジュメ 4 ページに、WG 第 5 回会合事務局説明資料の図（10 頁）を引用しています。ここから分かりますように、市場外取引で少人数から買い付ける場合、過半数から 3 分の 2 以上のところは 3 分の 1 ルールの適用が除外されています。他方、同じ少人数からの買付けであっても、3 分の 1 超から過半数のところは適用除外がない。また、多数者からの買付けは全く適用除外がないということです。

これは、条文で言いますと改正前の 27 条の 2 第 1 項ただし書を受けた金商法施行令 6 条の 2 第 1 項 4 号です。特定買付け等の前に対象会社の議決権の過半数を有する者が市場外取引で株券を追加取得する場合は、3 分の 2 に至るまでは 3 分の 1 ルールの適用を除外するというルールがありました。この趣旨として従来説明されていたのは、議決権の過半数を有する買付者は既に支配権を取得しているので、追加取得したとしても支配権の変動が生じないこととなります。そのため、強制公開買付けの対象としないこととされていました。

ただ、3 分の 2 ルールがあり、3 分の 2 を超えて取得する場合は全部買付義務が発生します。それとの関係で、3 分の 2 を超えるときは適用除外とならないということとされておりました（黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 2 版〕』（有斐閣、2020）282 頁、飯田・前掲注 4）240 頁）。

以上が従来言われていました閾値間の取引に関する適用除外です。これに関して、WG の中で論点として取り上げられました。すなわち、今回の改正で実現したように、市場内取引（立会内）も 3 分の 1 ルールの適用対象とするのであれば、3 分の 1 から半数の取得、さらに過半数から 3 分の 2 の買付けの全てが強制公開買付規制の対象となります。これは制度目的に照らして過剰な規制となるのではないかという問題意識が提示されました。そのような過剰な規制とならないように適宜配慮すべきであると考えられ、そのための見直しとして、ルールの整備が提言されました（WG 報告 4

頁）。

これについて、令和 6 年の金商法等改正において、改正後の 27 条の 2 第 1 項 1 号—先ほど紹介しました 3 分の 1 ルールを定める規定ですが——その中で買付け等の定義として、括弧書きとして除外事由が定められました。「株券等（株券等の買付け等の前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既に百分の三十を超えている場合における株券等の買付けのうち、買付け等を行う株券等の数又は買付け等の価格の総額が著しく少ない場合として政令で定める場合に該当し、かつ、当該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政令で定める割合以上とならないもの（次号に規定する特定市場外買付け等に該当しないものに限る。）を除く。」とされています。

後で紹介するとおり、3 分の 1 ルールは、その閾値が 30% 以上に変わりましたので、100 分の 30 になっており、30% を超えてどこまでかが政令で定める割合となり、もともと 30% を超えて株券を持っている者が政令で定める割合までの取得をする際に、その買付けをする株券等の数や価格の総額が著しく少ない場合は適用除外となるということになりました。それが具体的にはどのような場合かというのは、今後出るであろう政令で定められることになりますが、適用除外の規定自体は、法律の中でまず定められたわけです。

ただ、その際に、特定市場外買付け等、これは改正後の 27 条の 2 第 1 項 2 号に規定されているものですが、要するに、市場外取引であって 60 日以内に 10 名超からの買付けをする場合などですけれども、このような特定市場外買付け等に該当しないときに限る、すなわち市場外取引で多数者から買付けする場合に該当しないときに限るということになっています。

したがって、複雑ですけれども、30% 超の取引で特定市場外買付け等に当たらないものは、僅少な買付けであれば適用除外が認められるという形で、WG 報告の提言が反映されたというふうに理解

することができます。ただ、先ほど申し上げたように、その具体的な要件は政令に委任されていますので、今後の問題となります。

これに関しては、従来の閾値間取引に関する適用除外と今回の 27 条の 2 第 1 項 1 号の括弧書きで定められている適用除外とは趣旨が全然違っています。従来の閾値間取引に関する適用除外というのは、議決権 50% 以上を持っていて支配権を持っている者が市場外で買い増す場合の適用除外だったわけですが、今回の適用除外は、議決権 30% 超の者がわずかに買い増しする場合について適用除外するということです。支配権の変動を伴わないからとか、そういう問題ではなく、影響が少ないがゆえの例外規定ということです。

ただ、WG の議論の中では、従来の趣旨での閾値間取引を前提とした意見なんかも出てきています、WG の議論自体が若干ミスリーディングであったような印象を受けたところです。

(3) 「急速な買付け等」の規制の廃止

従来、「急速な買付け等」（改正前 27 条の 2 第 1 項 4 号・施行令 7 条 2 項～4 項）に関する規制がありました。これまた複雑なのですけれども、①3か月以内に、株券等の総数の 10% 超の株券等の取得を行い、②その取得のうち、株券等の総数の 5% 超の株券等の取得が、市場外取引又は立会外取引（公開買付け及び適用除外買付け等を除く）によるものである場合であって、③取得の後における株券等所有割合が 3 分の 1 超となるときには、その中に含まれる株券等の買付け等は公開買付けによらなければならないとするものです。これは平成 18 年改正で入った規制です。

WG 報告の中で、これを図として分かりやすく示したものがありましたので、それを 6 ページに引用させていただいている（WG 報告 4 頁注 3、5 頁）。

この「急速な買付け等」の規制について、市場内取引（立会内）を 3 分の 1 ルールの適用対象とした場合に、この規制をどうすべきかということ

がまず問題となりました。検討課題①として図の中に示されているものがそれです。すなわち、市場内取引（立会内）を 3 分の 1 ルールの適用対象とする場合には、「急速な買付け等」の規制を廃止すべきではないかという論点が論じられました。しかし、WG 報告においては、結果的に、一定の結論には至らず、賛成意見と反対意見の併記にとどまっています。

賛成意見として挙がっていましたのは、「急速な買付け等」の規制の典型的な対象場面、すなわち、市場外取引でまず買い付けて、その後市場内取引をして、結果として合わせて 3 分の 1 を超えるという場合が典型的なその場面だったわけですけれども、これは市場内取引を 3 分の 1 ルールの適用対象とすることで捕捉できますので、「急速な買付け等」の規制は要らないのではないかという意見がありました。

これに対して反対意見としては、第三者割当增资は 3 分の 1 ルールの適用外とされたままでして、そういったものと組み合わせることで、3 分の 1 ルールの脱法的な買付けというのはなおあり得るであろうと。また、実務的には恐らく重要なポイントであると思われますが、「急速な買付け等」の規制があることで、どういったものが実質的に一体な取引として取り扱われるのかということが法律上明らかとなっているわけです。3 か月以内でこういったことがおこなわれれば一体性が認められて、3 分の 1 ルール、強制公開買付けの対象となると定められているわけです。それが、この「急速な買付け等」の規制がなくなることによって、実質的一体性の範囲がよく分からなくなるということが反対意見として挙がっていました。

そして、検討課題②としまして、「急速な買付け等」の規制を残すとしたときには、公開買付けによる 3 分の 1 超の取得は適用排除としてよいのではないかという検討課題が挙がりました。しかし、これについても結論には至らず、賛成意見と反対意見の列挙にとどまっています。

賛成意見としては、「急速な買付け等」の規制

目的は、3分の1ルールの潜脱防止であるので、公開買付けという3分の1ルールの適用結果そのものを使って3分の1超を取得するのであれば潜脱ではないので、適用除外でよいのではないかというものがあります。

あるいは、市場内取引を通じて一定の株券等を買い付けて買収の toehold を築いた後に公開買付けを開始するという一般的な買収手法が阻害されではならないということで、公開買付けで3分の1を超えるのであれば、適用対象外としてよいのではないかということが主張されたわけです。

これに対しての反対意見として、図のB、すなわち3分の1ルールの対象取引を通じて大量の株券等を取得して、しかし3分の1は超えない状況で、その後に直ちにごくわずかな株券等についてのみ公開買付けを開始して3分の1を超えるようすることは、公開買付けによって3分の1超の取得をしているわけではありますが、ほとんどを市場外取引等で取得しているので、透明性・公正性の観点で疑義があるという意見が主張されました。

3つ目として、市場内取引（立会内）を3分の1ルールの適用対象としたときに、なお「急速な買付け等」の規制を残すのであれば、市場内取引（立会内）は3分の1ルールの対象取引ですので、従来はAの対象外取引だったわけですが、それがBの対象取引に変わったわけですから、「急速な買付け等」の規制の要件としてもBの方に整理すべきであるということが言われまして、それについて特に異論はなかったと思われます。

しかし、結果的に、令和6年の金商法改正では、この「急速な買付け等」の規制は丸ごと削除されました。いろいろ検討課題があつて、要するに、検討課題の①で規制廃止という結論をとらなければ、検討課題の②が出てくるわけですから、法改正で出てきたものは、検討課題①において規制廃止という結論になってしまったので、その後の論点は全部飛んでしまいました。

ということで、WG報告の提言とは異なる形で法改正がされたということになります。その理由は

必ずしも明確ではないのですが、想像すると、市場内取引（立会内）が3分の1ルールの適用対象となることで、規制の典型的な対象場面はカバーできることになりましたので、検討課題①の賛成意見が主張していたとおり、必要性が乏しくなったという判断かもしれません。

また、逆にこの規制を残した場合に、検討課題②において、toehold を用いた買収手法を認めつつ、検討課題②の反対意見がいう懸念に対応できるルールを作るのが難しいということが影響したのかもしれないというふうに思いました。もっとも、以上は特に根拠があるわけではなくて、そろかなかなというふうに勝手に想像しているところです。

「急速な買付け等」の規制が廃止された結果、以下のような株券等所有割合の5%超の取得行為は公開買付けが不要となるという指摘があります（アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業 M&A プラクティスグループ「公開買付制度の改正による実務への影響(速報)」2024年3月3頁 (https://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins1_pdf/240321.pdf)）。

①市場外取引で株券等所有割合の5%超取得し、その3か月以内に、公開買付けを行うことにより株券等所有割合にして10%超を増加させ、その結果、30%超となる場合

②市場外取引で株券等所有割合の5%超取得し、その3か月以内に、新株発行を通じた取得により株券等所有割合にして10%超を増加させ、その結果、30%超となる場合。

これらは、「急速な買付け等」の規制がなくなった以上は、公開買付け不要というふうになると思われます。

②は、WGの議論の中では、検討課題①の反対意見が懸念していたことですが、規制がなくなると、それができるようになるということです。

①は、この指摘をしているのは法律事務所のレターなのですが（前掲）、従来の取扱いとして、

こういう場合に公開買付けを2回やっていましたといっておりまます。つまり、公開買付けの対象会社が経済的に窮境にある場合など、オーナーである筆頭株主が一般株主よりも安価での売却に応じている場合に、筆頭株主から市場価格に対してディスカウントをして対象会社株式を買い付け、その後に一般株主から市場価格にプレミアムを付した形で対象会社株式の買付けを行う場合に、その1回目の取得の結果として、株券等所有割合が3分の1以下であったとしても、急速買付規制との関係で、2回公開買付けを実施していたという、そういう実務があるそうですが、急速買付規制がなくなりましたので、1回目の買付けで株券等所有割合が30%以下なのであれば、公開買付けは要らなくなるということになります。

(4) 買収者競合時の公開買付け強制の廃止

これも平成18年改正で入った規制で、WG報告では特に言及はありませんでしたが、令和6年の金商法等改正では、改正前27条の2第1項5号が削除されていまして、それに対応する規定は定められなかったので、この規制自体がなくなったということになります。

これもWG報告では取り上げられていませんし、WG報告の議論の中でも出てこなかった話ですので、その趣旨は分からぬのですが、恐らくは、市場内取引（立会内）が3分の1ルールの適用対象となることで、そちらでカバーできるというふうに考えられたものと思われます。

(5) 3分の1ルールの閾値：30%への引き下げ

従来、強制公開買付規制のいわゆる3分の1ルールの閾値は3分の1だったわけですが（改正前27条の2第1項2号）、WG報告では、これを30%に引き下げるということが提言されていまして、令和6年の金商法等改正でこれが実現しています。

従来の基準である3分の1というのは、株主総会の特別決議を阻止できる基本的な割合であり、

また、会社に対して一定の支配権を行使できる程度の所有割合であるということで3分の1だったわけです。しかし、実際の議決権行使割合を勘案しますと、30%でも十分特別決議の阻止はできる、また普通決議に対しても重大な影響を及ぼし得るということですので、30%に引き下げるようになったわけです。

(6) 公開買付届出書参照による公開買付説明書の内容の簡素化

従来、公開買付届出書と公開買付説明書というものがあり、別個に作成・交付することが求められていました。もっとも、内容はほぼ重複しておりまして、公開買付説明書の交付そのものや、届出書に訂正があった場合に説明書も訂正しなければならないというところの事務負担が、費用対効果に見合わないという指摘があったところです。

そこでWG報告では、公開買付届出書を参考すべき旨を公開買付説明書に記載することによって、説明書の内容を簡素化できるようにすべきであるということが提言されました（WG報告11頁）。

これを受けて令和6年金商法等改正では、改正後の27条の9第2項が追加され、「公開買付者が、前項の規定に基づき公開買付説明書に記載すべき事項のうち、公開買付届出書に記載された事項（公開買付開始公告に記載すべき事項を除く。以下この項において同じ。）について、公開買付届出書を参考すべき旨及び投資者が当該公開買付届出書に記載された事項を閲覧するために必要な事項として内閣府令で定める事項を公開買付説明書に記載した場合には、公開買付説明書に当該公開買付届出書に記載された事項の記載をしたものとみなす。」とされています。

また、同じく27条の9第4項では、訂正の場合につきまして、「訂正届出書を提出した場合には、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める場合を除き、直ちに、……公開買付説明書を訂正し、かつ、……訂正した公開買付説明書を交付しなければならない。」と

ということで、軽微な場合の適用除外が追加されています。

以上が、法改正として表れたものの紹介です。

4. WG 報告の紹介②——見直し提言

次に、WG 報告の中で見直しの提言がされました
が、金商法等改正では採用されていないものを順に取り上げます。

(1) 強圧性への対応

従前は、部分買付け（上限を付した公開買付け）が許容されておりまして（27 条の 13 第 4 項 2 号）、それが強圧性をもたらすというような指摘があり、それを含む強圧性に対する対応が論点となりました。

WG 報告では、都合 4 つぐらいの検討課題が挙がっています（WG 報告 6～7 頁）。

まず、措置 I ですが、部分買付けの原則禁止をすべきかどうかという検討課題が挙がっております。これについては引き続き検討すべきとされています。賛成意見として、部分買付けには「強圧性」の問題があり、また部分買付けの結果、支配株主と一般株主の利益相反構造が生じ得るのに、少数株主の売却機会が保障されないという問題があるので、原則禁止とすべきだという意見があります。それに対して、部分買付けを原則禁止すると、望ましい M&A が阻害される、あるいは利益相反構造の解消は他の方策を含めて検討すべきであるという反対意見が述べられました。その結果として、今後引き続き検討されるべきであるという結論になっています。

その代わりとして、2 つ目に、部分買付けの場合に、公開買付届出書における開示の規律強化をすべきであるということが、WG 報告で提言されています。具体的には、利益相反構造への対応策や一般株主から反対された場合の対応策などを開示することが想定されているようです。

措置 II ですが、3 つ目の検討課題としては、一定株主が反対する部分買付けについて、株主意思

確認の義務付けをするという検討課題が挙がっており、また、措置 III、4 つ目の検討課題としては、公開買付け成立後に追加応募期間の設定をするということが挙がっています。

いわゆる強圧性への対応として、公開買付けへの賛成と、その公開買付けへの応募を分離するという仕組みがあり、そのための 2 つの方法が検討課題として挙げられて、それぞれ検討されたわけです。

措置 II ですが、これは一定数の株主が反対した場合には、株主意思確認を義務付ける、例えば株主総会決議を経るといったことが想定されています。しかし、これは、結論に至らなかったということで、賛成は多かったものの、その具体的な株主意思の確認方法について意見の一致が見られなかつたという整理がされております。

措置 III の公開買付け成立後に追加応募期間を設定することにつきましては、まず、これを義務付けるという形で導入することについては、反対意見が比較的多かったと思います。それは、応募判断を先送りする投資家が多く出かねず、公開買付けの成立可能性が低下することになります。そうすると、公開買付けの成立可能性を高めるため、公開買付の下限を設定せず、あるいは低い下限を設定するようになり、かえって強圧性の高い公開買付けを誘引するのではないかという懸念が提起されました。

しかし、任意の措置としてこれを行うことを禁止する必要はないということでは、おおむね意見の一一致が見られまして、任意の措置としてなら認めてよいということになります。任意の措置でも駄目と言った人はいるのですが、報告では、任意ならよいだろうという整理になっています。

個人的に気になりましたのは、措置 II の整理の仕方です。株主意思確認は、株主総会でやることもできますし、あるいは公開買付けのところで何か工夫して、応募の意思表示と別に賛否の意思表示をそこでさせるという方法もあるわけです。以上のように、株主意思確認の方法をめぐる議論は

確かに WG の中であったのですが、結論に至らないという整理にされるほど深刻な対立だったのかというと、私はそうとはちょっと読めなかったので、少し気になったところです。

措置Ⅱについては比較的賛成が多かったはずでして、引き続き検討にすらならず、なぜ結論に至らないという整理になったのかについては、私は疑問を持ったところです。

(2) 5 %ルールの例外

従前では、多数の者（60 日間で 10 名超）から買付け等を行い、その後の株券等所有割合が 5 % 超となる場合は公開買付けが義務付けられます（改正前 27 条の 2 第 1 項 1 号）。これがいわゆる 5 %ルールです。

これについて WG の中では、日常の営業活動等で反復継続的に株券等の売買を行う金融商品取引業者等の売買取引を過度に制限しているのではないかという問題提起がされました。そこで、顧客の流動性を確保する目的で金融商品取引業者等が顧客から自己勘定で行う買付け等のうち、①単元未満株式の買付け等及び②機関投資家等の顧客からの買付け等であって、その後直ちに売却することを予定しているものは、5 %ルールの適用対象とならないことを明確化するということが提言されています（WG 報告 8 頁）。

しかし、令和 6 年金商法等改正の中では、これに対応する改正は見当たりません。今後の政省令の改正で対応されるのかどうかが気になるところです。

(3) その他

公開買付制度の柔軟化・運用体制の整備や公開買付けの予告について、それぞれ進めるべきだということで提言がされています。個別事案ごとの当局承認を得ることによって規制を免除する制度を整備する。具体的な項目は、WG 報告の 9 ページに 6 点ほど列挙されています。

また、各種の規制緩和として、これまた 8 件ほ

ど、WG 報告の 10~11 ページに列挙されています。さらに、当局による是正措置（訂正命令の発出や緊急差止命令の申立て）の活用が提言されています（WG 報告 11 頁）。

そして、公開買付けの予告、すなわち公開買付者が公開買付けを行う予定である旨のみが公表され、具体的な開始日を明示しないものについて一定の対応が必要ではないかということが論点とされました。ひどい場合は、風説の流布や相場操縦行為等に該当するのですが、さほどでもない場合であっても、市場を不安定にするおそれがあるということで、当局のガイドライン等をもって開示のあり方について整備すべきであるという提言がされています（WG 報告 10 頁）。

5. WG 報告の紹介③——要検討事項

(1) 欧州型の規制への転換

従前の日本の規制は、いわゆる事前規制です。支配権の取得は 3 分の 1 ルールですので、3 分の 1 を超えるところの買付けについて公開買付けが義務付けられてきたわけです。これに対し、欧州型のように、いわゆる事後規制で、支配権の取得の方法は自由だけれども、取得したら、その後全部買付けの公開買付けをしなければならないというルールはどうかということが議論されました。欧州型は、その規制趣旨は明確です。支配権が変動すれば少数株主に退出機会を保障するということで、それで一貫した規制になっているので、報告では、魅力的というような感じの取り上げられ方がされております。しかし、結論を出すのは時期尚早で、引き続き検討すべきという整理がされています（WG 報告 2 ~ 3 頁）。

その中で言っていたのは、欧州型の事後規制は、その前提となる一定の体制が必要ではないかということです。支配権を取得すると必ず全部買付義務が生じますので、そこが厳しくなる分、例外を柔軟に認める必要が出て参ります。そのための体制を、当局の認可や審査能力も含めて整備し、また、会社法も含め、少数株主保護の在り方を幅

広く検討したうえで結論を出す必要があるという指摘がされています。

加えて、欧州型との関係で、第三者割当増資を3分の1ルールの適用対象とするかについて、これも検討されましたが、結論には至っていません。その規制趣旨が、支配権異動時に少数株主の退出機会を確保するということなのであれば、第三者割当増資も規制対象とすべきことになります。それに対し、反対意見としては、第三者割当増資は企業の資金調達の手段であるので、それを阻害しないためには、合理的なものについて例外を柔軟に認める体制が必要だが、それについて今後の整備状況を見守る必要があるというようなことが言われております。結局のところ、WGでは、結論に至っていません。

欧州型の規制への転換について、従来、欧州型と日本とで異なっていた部分のうち、市場内取引の規制については今回対応されました。今後も残る違いとして大きいのは、全部買付義務、すなわち部分買付けの原則禁止というところです。これは要検討事項とされていまして、これをどうすべきかということが、今後の議論における大きな焦点になると思われます。

(2) 公開買付けの事前・事後の救済制度

従前の法制度の下では、事前の差止めとしましては、当局が申し立てることによって、裁判所が禁止あるいは停止命令を出せるという制度があり（192条）、事後の救済・制裁としては、民事上の損害賠償責任（27条の16～27条の20）、課徴金（172条の5、172条の6）、刑事罰（197条、197条の2）があったわけです。

ところが、特に事前の差止めについては、裁判所の禁止・停止命令というのは事実上ほとんど使われたことがないので、これとは異なり、私人が差し止めができる制度を導入すべきではないかということが論点となりました。

また、事後の救済・制裁との関係では、議決権停止や売却命令について議論されましたが、いず

れも引き続き検討ということでとどまっています（WG報告11頁）。

6. 若干の検討

このようにかなり大きな見直しが公開買付規制について行われたわけであり、その見直し後の公開買付規制の趣旨をどう考えるべきかということが一つ問題となります。

これについては、WGの第5回会合で藤田友敬先生がそれについて言及されています。もともと日本の強制公開買付制度は支配権取引が不透明な形で行われてはならないということで導入され、しかし市場取引は不透明ではないという整理がされていたわけですが、それが根本的に見直されることになったのだと。

すなわち、改正後の制度の説明としては、支配権の取得は原則公開買付けによるべきである、なぜなら、それ以外の方法だと、投資家に情報と判断の時間が確保された状態で支配権の移転への賛否を問うということが保障されないからであるというふうに、根本的なところで重要な発想の転換をしたとまず言わなければならない、というふうに指摘されています。

これは、先ほど3の（1）のところで「透明性・公平性」の意味が変わったのではないかということを言いましたが、それと同じ話だろうと思います。

他方で、以上の指摘は、3分の1ルールの趣旨について問題となるものですが、5%ルールとの関係では、依然として市場内取引と市場外取引の区別は残っております。そのため、5%ルールと3分の1ルールの趣旨が異なるという部分は今後も残っています。

次に、第三者割当増資による支配権の変動についてどう考えるかについて、やはり藤田友敬先生が以下のような発言をされています。今回、第三者割当増資を3分の1ルールの適用対象としなかったということの説明をするとすればこういう説明があるのではないかということで、要するに、

会社法の方で支配権の異動を伴う新株発行の規制が最近導入され、それとの調整が必要であるので、中長期的な課題として残っていて、今回は手をつけなかったという説明をすることになるとおっしゃっています。確かに、説明をするとすればそうなるのかなというふうに私も思います。

最後に、部分買付けの原則禁止、すなわち強制公開買付けという制度の趣旨として少数株主の退出機会の保障と考えるべきか否かという大きな論点が残ります。これについては、少し考えてはみたのですが、私としてまだ定見を持つに至りません。レジュメでは、問題として残っているということの指摘にとどめています。今後考えていきたいと思っています。

時間の関係がありますので、報告は以上とさせていただきます。どうぞよろしくお願ひいたします。

~~~~~

### 【討 論】

○川口 ありがとうございました。

ご報告にもありましたように、公開買付規制については、わが国で買収事例が多く見られるようになったにもかかわらず、2006年以降、大きな改正はなされていませんでした。金融審議会のワーキング・グループの設置は、市場内取引での支配権取得が問題となった東京機械製作所事件がトリガーになったわけですが、そこでは、これに限らず、公開買付規制の趣旨や規制の在り方など、公開買付規制の根幹に関わる論点が議論されました。

もっとも、本日のレジュメの最初のところで表にまとめていただいたように、法改正が実現した部分はわずかでして、多くの部分は委員の間で意見の集約ができずに、先送りということになりました。しかしながら、論点自体は非常に多岐にわたり、多くの学問的な議論が可能かと思います。

そういうことで、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をお願いいたします。

### 【追加応募期間の設定と撤回制限（1）】

○加藤 ご報告、ありがとうございました。

資料の1ページから2ページにかけて、WG報告の論点と法改正の対応を表の形で整理していただいていますが、この表について1点、質問があります。

法改正がなされなかつた事項の中でも、政省令の改正で対応できる事項はあるかと思うのですが、表の法改正の欄で×になった事項の中で、法改正がないと政省令の改正でも対応できない事項がどれくらいあるのか気になりました。この点について、教えていただけますと幸いです。

○山下 いろいろあるとは思うのですが、部分買付けの場合は、届出書による開示の規律強化なんかは政省令マターだと思います。他方で、公開買付け成立後に追加応募期間の設定を任意としてあっても認めるということについては、これは法改正が要るのではないかと思いました。単に期間延長では済まず、最初の期間に応募した人は追加応募期間では撤回できないというようなルールが提言されていたと思います。そうすると、新たな制度ということになり、何かしら法改正が要るのではないかと思っていたところです。

5%ルールの適用除外で、金融商品取引業者等の顧客からの買付けについては、どこかの適用除外を委任しているところを捕まえて政省令で対応できるのかなと思いつつ、しかし、このような金商業者の買付けを適用除外とする場合にぴったり合うような文言の委任規定があるかというと、ちょっとよく分からなかった部分ではありました。

○加藤 ただ今、山下先生にご指摘いただいた任意の追加応募期間についてだけ、少し追加で先生のご感触を伺いたい点があります。ニデックがTAKISAWAを買収した際に、公開買付けの下限を設定して、下限を超える応募があったら公開買付期間を延長することをあらかじめ条件としておいて、実際に追加応募期間を設定したと思います。しかし、この場合も、追加応募期間においては撤回できないという制約は付いていないようですし、現

行法上は、不可能であると思います。

そうすると、ニデックが TAKISAWA でやった公開買付期間の延長という形での対応は、現行法では適法だけれども、追加応募期間中の撤回を制限することは法改正がないと難しいので、WG 報告での提言の実現は難しいという評価になる、そういう理解でよろしいのでしょうか。

○山下 私の理解は、加藤先生のおっしゃってくださったものと全く同じです。

○加藤 どうもありがとうございました。

#### 【「急速な買付け等」の規制の廃止の意味（1）】

○北村 詳細なご報告をいただき、ありがとうございます。

法改正もされた立会内の取引について 3 分の 1 ルールを適用するということと、5 ページの「急速な買付け等」の規制の廃止との関係について、お伺いしたいと思います。

WG では、急速な買付け等の規制を廃止するか、廃止しないとしたらレジュメ 6 ページの検討課題②をどのように考えるかということでしたけれども、結局、令和 6 年改正で、立会内取引についても 3 分の 1 ルールを適用することによって、「急速な買付け等」の規制は廃止されました。ところが、いろいろ指摘されているように、「急速な買付け等」の禁止でカバーする部分と、3 分の 1 ルールでカバーする部分というのは必ずしも一致していないわけです。

結果として、レジュメ 7 ページの上の方にあるような場合、つまり、30% を超える部分の取得が公開買付けであれば規制がかからないことになりました。急速な買付け等の禁止であれば、そういう場合であっても何段階かの取得を一体のものと考えて公開買付け規制がかかることがありましたけれども、法改正により、30% を超える最後の取得だけ公開買付けをすればよいということになりました。このことについての弊害は今回考えなくていいと理解すればいいのですかね。

つまり、典型的な場面が捕捉可能ということで

れば、それ以外は、弊害という意味ではそれほど大したことがないので、「急速な買付け等」の規制だけが捉えていた部分というのはそれほど重要な規制ではなかったということで、廃止しても問題がないと理解すればいいのか。このあたり、山下先生はどのようにお考えでしょうか。

○山下 おっしゃるとおりで、立会内取引を 3 分の 1 ルールの適用対象とすることでカバーできる部分と「急速な買付け等」の規制でカバーできる部分は、大幅に被っているものの、ずれがあるわけです。そのずれがある部分が大したことないかどうかというのは、評価が分かれると思います。ただ、こういう立法がされた以上は、従来あった規制がなくなってしまったので、法解釈の問題としては、ずれは大したことないという評価をしたとしか解釈できないのではないかというふうに思っています。

その評価は分かれるとと思いますが、今回の改正を見る限りは、立法政策としてはそういう価値判断をしたということではないかというふうに一応理解しています。

○北村 なるほど。両方残すと、さらに例外を設けたり、規制が複雑になり過ぎるということもあったのかなと思いましたけれども、廃止した以上は、そこから漏れるものは規制しなくていいという評価になったということですね。ありがとうございます。

#### 【公開買付規制における実効性の確保の要否】

○高橋

私は次回、大量保有報告制度について報告させていただくことになっており、その関係で気になる点がありましたので、質問させていただきます。

レジュメ 10 ページから 11 ページの「公開買付けの事前・事後の救済制度」というところですが、大量保有報告制度のところでは、「実効性の確保」が独立の項目として大々的に取り上げられております。他方、公開買付けのところでは、それほど大きく取り上げられていないように感じております。

して、その理由は何かというところが少し気になりました。

大量保有報告制度では、違反事例がかなり多いにもかかわらず課徴金納付命令が出されることは非常に少ないことが議論になっていたのですが、公開買付けのところは、そもそもそれほど違反事例が見当たらぬといふ理解でよろしいのでしょうか。それとも、違反はあるけれども、一定程度制裁も課されているから、それほど問題でないということなのでしょうか。このあたりについて、もし何かあれば、ご教示いただければと思います。

○山下　　違反事例の数だけで言えば、大量保有報告は大量にあると思うので、数の問題は影響がないわけではないのかかもしれません、議論状況を確認すれば、事前の差止めであれば、その差止事由を法令違反だけとするのか、法令違反だけではなくて、著しく不公正な場合も含むのかとか、あるいは差止権者として株主のみとするのか、対象会社も含めるのかということが大きく議論されました。

著しく不公正な場合をも差止事由とし、かつ対象会社をも差止権者とすると、経営陣が保身目的で差止めを求めるのではないかということが懸念されます。それが「濫用的な制度利用のおそれ」と表現されていることなのですけれども、大量保有報告の違反とは異なりまして、公開買付けの差止めは、その企業買収を止めるかどうかということに直結しますので、濫用されたときの弊害も大きいということがまず一つあったのかなと思われます。

あと、議決権停止というのも反対意見のところで掲げられております。その要件と効果の結び付きに関する問題といふところで言われていたのが、議決権停止をいつまでするのかとか、あるいは公開買付制度の違反といつてもいろいろある中で、そのうちどれを議決権停止の対象とするのかというあたりの線引きが難しいというような指摘がされたりしていました。

議決権停止についても、大量保有報告の違反の

場合よりは公開買付けの方が違反対応のバリエーションに富んでいる可能性がありまして、大量保有報告だと、要するに出さなかったというだけの話だと思いますが、公開買付けだと、虚偽記載をするとか、そこはいろいろな違反があると思います。その中でひどいものもあれば、大したことないものもある中で、なかなか要件設定が難しいというところが考慮されたのかなという気がいたします。

それでも、一応は引き続き検討事項とされつゝも、しかし、WG報告の中で公開買付けの一番最後の最後に入っていて、ちょっと何か論点の扱いとしては、大分落とされているような感じが、報告書の形式面でからうかがわれます。それはどうなのかなということは正直思いましたけれども、それはともかく、実態としては、大量保有報告のところと公開買付けのところとではちょっと事情が違う部分もあるのではないかというふうには思っています。

○高橋　　ありがとうございました。

#### 【追加応募期間の設定と撤回制限（2）・「急速な買付け等」の規制の廃止の意味（2）】

○白井　　山下先生、ご報告ありがとうございました。大変勉強になりました。

今回の金商法改正の評価をするに当たりましては、私も、先ほど加藤先生及び北村先生がご指摘くださった2点をどう考えるべきかという事が重要だろうと思っておりまして、そのため、先ほどの両先生のご質問と重なるところがありますが、2点ほど質問させていただければと存じます。

1点目ですが、追加応募期間の設定の点につきまして、WGの報告書では、任意に追加応募期間を設けることは許容すべきであって、これを設けることができるよう制度を整備することが適切であるという意見が示されたと思うのですが、この点については法改正で対応はされなかつたと理解しています。

対応がされず、現行の制度のままということで

すと、追加応募期間において、当初の公開買付期間中に応募した株主が自由に応募の撤回ができるしまうことになると思うのですが、そのことは、公開買付者にとっては、公開買付けの成立を不安定にしてしまう点でリスクがあります。つまり、当初の公開買付期間中に公開買付けが成立することを前提に、強圧性の問題をできる限り軽減する観点から、応募しなかった人にも同じ価格で公開買付けに応募する追加の機会を与えることとするというのが、追加応募期間の仕組みの基本的な発想だと思うのですが、その追加応募期間に当初の公開買付期間中に行った応募の撤回ができてしまうということになりますと、公開買付けの成立 자체が不安定になり、公開買付者にとって不利な事情となりますので、任意に追加応募期間を設けようとする公開買付者は現れにくくなってしまうのではないかと考えます。したがって、WGの報告書にありますように、希望する公開買付者が任意の追加応募期間を設けることができるよう制度を整備することが適切であるという発想に立つのであれば、追加応募期間における応募の撤回制限は、加藤先生からもご指摘がありましたように、私も今回の法改正で検討されてもよかったですのではないかと思っているのですが、この点についての山下先生のご感触、ご意見をお伺いできればというのが1点目です。

もう1点は、北村先生がご指摘された急速な買付け等の規制の廃止との関係として、確かに市場内取引は今回、公開買付規制の適用対象にはなるのですが、だからといって、急速な買付け等の規制がこれまで担ってきたと思われる機能は十分にカバーできるといえるのだろうかという質問です。今回の金商法改正で急速な買付け等の規制を廃止したことにより、改正後は、例えば市場内外で1株200円の株式を29.9%まで取得しておいて、その後に、30%を超えることになる0.1%程度の部分だけ、1株200円の株式を1株例えば100円～150円程度の公開買付価格で、いわゆるディスクオント TOB をすることで取得する場合、おそらく

は当該 TOB にあらかじめ応じる予定の株主だけが応募をして30%を超えることになると予想されます。そうすると、結局のところ、買付け等により30%超の株式を取得する者が現れる一方で、一般株主にとっては実質的には TOB の応募機会はなかったということになりかねないように、お話を伺っていて思ったのですが、果たしてそれでよいのだろうか。

このように、スピード規制が従来果たしていた機能というのは、従来の公開買付規制を潜脱する手段として市場内外の取引を組み合わせることを防止するということ以外にも、あり得たようにも思われます。3か月という限られた期間ではありますが、要件を満たす場合には価格規制に近いことを実現していたようにも感じるわけです。もちろんこの問題は、突き詰めて考えていくと、ヨーロッパ諸国のような価格規制のわが国における必要性や妥当性といった観点で正面から議論する必要が出てくるのかもしれないですけれども、いずれにしましても、既に述べましたように、30%を超える部分だけ公開買付けをすればよいとしますと、ディスクオント TOB で済ませてしまうことも可能なわけですから、そのことをどう評価したらよいのか、私自身も非常に悩ましいなと思っているのですが、山下先生のお考えを教えていただければ幸いです。

以上です。

○山下 まず1点目の追加応募期間の設定で、撤回可能では駄目でしょうという話については、私も全くそのとおりだと思っております。そもそも WG の議論の中では、追加応募期間中は撤回不能であるという条件がずっと付された上で議論されていました。しかし、WG報告の中ではそれが出てきていないので、それ自体がちょっとどうかなというところがあります。なぜ落ちたのかはちょっと私には分からぬのですが、追加応募期間を設けることによって強圧性を低減させるということなのであれば、撤回不能という形での制度を設けるということが必要なのではないかなという

ふうに私も思っております。追加応募期間を設定する際に撤回不能とすること才を認めるのであれば、法改正が要ると思うのですけれども、今回は法改正の対象となっていません。

WG 報告において撤回不能とするという条件が落ちているので、そのことをどう理解すればいいのか。当局的には、単なる期間延長でも任意の措置として見るという意思決定をしたのかもしれませんのが、それはあまりよくないのではないかなどという気はしています。

2点目、「急速な買付け等」の規制のところは、おっしゃる懸念は確かにあるようには思います。ただ、そうすると、解釈でそれを拡張するというか、規制がなくなってしまったということを前提とすると、解釈で実質的に一体だからと見て3分の1ルールの適用対象とするのかというところが問題となるのですけれども、それはなかなか難しい気もいたします。まずは29.9%分を取得し、最後の0.1%だけ公開買付けで取得するのだとすれば、明らかに濫用的だといっていいと思うのですけれども、じやあ、どこまでそれを認めるのかというと、25%だったらどうなのかとかいう問題となり、その線引きは悩ましい問題だと思います。

ご懸念は私もよく分かるのですけれども、急速な買付け等の規制が削除された新法の下でどうすべきかと言わると、見るからに濫用の場合は裁判所とかでも対応できるかもしれませんのが、もともとの廃止反対理由の中で、取引の実質一体性の範囲が不明確となってしまうという懸念が言われておりましたが、それがまさに妥当してしまうので、かなり悩ましいなというふうに思っておりまます。

○白井 ありがとうございました。2点目の方ですが、私の質問の仕方がよくなかったと思うのですけれども、新法の下において解釈論でどう対応すべきかということまで山下先生にご意見を求めるつもりはなくて、そもそも立法に対する評価としてどう考えるか、急速な買付け等の規制を今回廃止してよかったですかというところをお

聞きしたかったわけです。私自身は、急速な買付け等の規制を（WG の報告書とは異なり）今回廃止したのは妥当だったのか、少し疑問に思っていましたので、そういう問題意識もあってお伺いしました次第です。解釈論で対応することは現実には容易ではないだろうという先生のご感触につきましては、私も基本的に同感です。

○黒沼

私は、「急速な買付け等」の規制は廃止すべきだという意見を述べたのですが、WG の結論としては、廃止しないという結論になった。それが、結果的に法改正では廃止してしまったということです。

ただ、今問題となっているものについては、現行の規制でも3か月待てばできるわけです。3か月待てば、形式的に合法だからできると言って堂々とするのではなくて、やはり取引の実質的一体性の解釈論で対処すべき問題ではないかと私は思います。線引きができないのは当然なのですけれども、脱法行為に当たるかどうかで判断して、違法なものについては罰則を適用していくということになるのではないかと思います。

この議論の際に、こういうルールがあるからやりやすい面もあるという実務家の発言があったのですが、やはり私は、法律家としては、実質的な脱法、あるいは株主に応募の機会があるかないかというところで見ていくべきではないかと考えています。

【複数の買収が並行する場合の強圧性への対応措置の実効性】

○梅本 ご報告いただき、ありがとうございます。

私が質問させていただきたいのは、レジュメ8ページの「強圧性への対応」というところです。部分買付けの扱いは、大きな議論の1つになっており、先生も最後のところで、部分買付けについての問題はなかなか難しいというふうにおっしゃっていました。私もとても難しいと思うのですが、

これをなくすということは無理なんじゃないかなという気がしつつも、何か制限が必要なのだろうなというのが今のところの感想です。

先ほど来、加藤先生と白井先生もコメントされました追加応募期間のところ、措置Ⅱ、措置Ⅲあたりの話で、加藤先生のおっしゃったニデックとTAKISAWAの話ですが、私、ブラザーのローランドDGに対するTOBの提案の中にこういった追加応募期間というのがあって、あつ、変なことをしているなど、失礼ながら思ったのですけれども、先にニデックの方が実施していたということは恥ずかしながら存じませんでした。加藤先生や白井先生もおっしゃったように、任意の追加応募期間の設定というのは公開買付け側にとってみると成立をかなり不確実、不安定にしてしまうものなので、必要があるとするなら、法律で撤回不可能な形でないと、ちゃんと動かないだろうなと思いました。

私は、措置Ⅱについても、措置Ⅲについても、単発の公開買付けについての強圧性排除というコンテクストで考えれば、理論的にとても整理されていると思うのですが、企業買収というのは、往々にして複数のTOBや買収提案が一緒に行われたり、あるいはタイミングをずらして買収提案や公開買付けをかけられたりということがありますよね。そうした場合に、株主総会で意思確認をしたり、あるいは追加応募期間を設けたりということをやっている間に、制度の間隙を上手くついた別の買収者が油揚げをさらっていくようなができるのではないかという気がします。複数の買収者、複数のTOBを前提にしてもうまくワークするのかという視点が必要ではないかなと常々感じております。

コメントなのか質問なのか分かりませんが、私からは以上です。

○山下 複数の買収が並行する場合は、あまり考えていなかったのですけれども、それについてはどうですかね。措置Ⅲについては、一応成立した後の追加応募期間なので、共謀していたとして

も、どっちかが買った後にという話だから、ワークするような気もします。

措置Ⅱについては、公開買付けと切り離して株主総会決議ということになりますと、確かにややこしいことになりかねない気はいたします。その辺はもう少し検討が要るということにつきましては理解しました。ご指摘いただきまして、ありがとうございます。

○梅本 ありがとうございます。私も考えがあるわけではないので、単なる思い付きです。もっと考えを詰める必要がありますね。

#### 【閾値間の取引における僅少な買付けの場合の適用除外】

○松尾 閾値間の取引のところで、5ページのコメントで書いておられるように、50%を持ってからの適用除外と、改正後は30からということだと思いますが、それとは意味が全然違うというのはおっしゃるとおりだと思います。4ページの図を見ると、30を超えてから50までは、支配権に与える影響が同じ程度だから、公開買付をしなくてもよいというような理由付けも可能なよう見えてしますが、先生は、本文の方で、僅少な買付けの場合などについて適用除外を認めるものだと説明されています。このあたりは、なぜこういう適用除外を認める必要があるのかというところがはっきりしないといけなくて、政令でどう定められるかのところにも影響すると思うのですが、こういう適用除外を設けないといけない合理的な理由というのはそもそも何なのでしょうか。

どういう取引が、ここに公開買付規制がかかると過剰規制になってしまうというふうに考えられるのでしょうかというのが質問です。

○山下 何かのタイミングで持株比率が下がってしまったときに、ストックオプション行使されて、発行済株式総数が増えてしまって若干下がったのを回復させたいというときとかに僅少な買付けをするのですが、それをTOBでやるんですかという話が出ていたと思います。それで、それは

外していいでしょうと。確かにそれも支配権に一定の影響はあるかもしれません、それは無視できる程度ということですし、話としては合理的なので、適用除外にするという話かなというふうに思います。

○松尾 あくまでその範囲ということ、そういう理解にしておけばいいということですね。政令がそうでなかつたらまずいということで。

○山下 そうですね。

○松尾 ありがとうございました。

#### 【全部買付義務の是非と少数株主の退出権】

○齊藤 山下先生、丁寧に議論を整理いただきまして、誠にありがとうございました。大変勉強になりました。

先生が検討の対象外とされたところで、恐縮なのですが、全部買付義務の是非と少数株主の退出権につきまして、山下先生の現時点でのご感触があれば、お教えいただければ、大変うれしく存じます。

と申しますのも、全部買付義務の閾値を引き下げるのことや欧州型への移行というのは大きな政策転換になりますことから、今回の1年たらずのWGの議論で、会社法との足並みもそろわない中、果たして実現し得るのか、とも個人的には感じていたところでした。本日のような場を通じて、議論が深まることは、今後の立法を検討していく上でもありがたいことと感じております。

そこで、欧州型についてなのですが、欧州型では、株式の支配権取得にはいろいろな形態があることを前提に、すなわち、日本の3分の1ルールのような取得方法の制約はないけれども、支配権を取得した後に残りのすべての株式について買付けをせよという事後型の規制になっていまして、支配権の取得の態様を網羅的にカバーする形で対象会社の株主に退出の機会を確保しているわけです。

ただ、EUの構成国においても、様々な適用除外が認められています。ですので、欧州型への移

行といつても、単純な欧州型というのがあるのではなく、全部買付義務を課すとして、いかなる場合を適用除外にしていくのかという次の課題についてある程度検討することが必要であると考えているところです。

日本では、新株発行について、会社法206条の2が設けられていますけれども、仮に、全部買付義務の閾値を30%に引き下げるとして、上場会社について、会社法206条の2のほうも、閾値を30%に引き下げた場合、全部買付義務の適用を排除するというような立法はあり得る選択肢とお考えになりますでしょうか。

現時点で先生に何かご感触がありましたら、お伺いできればありがとうございます。

○山下 部分買付けを認める、つまり、ある買付者が支配権を取得した後に、当該支配株主が残存する少数株主をスクイーズアウトしてくれないとすると、構造的な利益相反構造ができる上がるわけで、その大株主と少数株主との利害対立の状況が構造的にでき上がります。その場合に、日本法において、大株主が信任義務を負っているというような形で事後的に裁判手続等を通じて対応するルールが充実しているかというと、あんまりそうではないというふうに認識しています。そうすると、一旦そのような構造的利息相反構造ができるとなってしまうと、少数株主としてはかなり困ったことになりかねないということで、じゃあ、その入り口を閉めましょうというのは一つあり得る議論かなというふうには思っております。

そうすると、そもそも部分買付けがよろしくないという話につながるのですけれども、他方で、日本の会社の実態として、構造的な利益相反の状況になったときに、どこまで株主が私的利息を搾取するのかというところの評価が、私はまだ定見がありません。そこがひどいという話なのであれば、入り口規制をかけましょうという話になると思うのですけれども、それほどでもないのだったら、むしろ部分買付けというのは残しておいて、いろいろなM&Aの方法を残しておいた方が全体と

してうまく回るような気もしています。その実態の評価というのが先に必要かなというところで、しかし、ちょっとよく分からぬと思っておりました。

何年か前に宍戸善一先生たちが、日本の親子上場でどれほど搾取されているかみたいな実証研究をされていたことを覚えているのですが、それはそんなに実態としては搾取されていないというような結論だったという記憶があります（宍戸善一ほか「親子上場をめぐる議論に対する問題提起〔下〕一法と経済学の観点から」商事法務 1900号（2010）35頁）。であれば、それほど問題はないのかも知れないと思います。

しかし、そこは、その後の日本のガバナンス改革とか、あるいは市場環境の変化もありますので、その後状況も変わっているかもしれません。そのあたりについてまずどう考えるかというところが大事なのですけれども、私自身はそれを評価する材料を持ち合わせておらず、まだそこはよく分からぬと思っているところです。なので、結局、結論は留保ということになるのですが。

もう1点、206条の2で閾値を30%に引き下げたときにどうなるかというご質問は、第三者割当増資を3分の1ルールの対象に一切しないということですかね。

○齊藤　　はい、そうです。現在の3分の1ルールというより、全部買付義務の閾値を3分の1なり、30%なりに引き下げ、広く支配権の取得につき横断的に網をかけようとする場合に、会社法で手当てされている新株発行は適用を排除してもよい、と整理するということはできそうか、ということです。

急速買付規制は新株発行も適用対象に入っていますけれど、あのような形で新株発行を規制の対象とすることもしない、必要な株主保護というのは会社法で手当てされているという評価をしてよいかという点についてのご感触があれば、お伺いしたいなと思った次第です。

○山下　　第三者割当増資を単体で考えると、確

かに、会社法で対応しているから公開買付規制からは外すというのはあり得ると思うのですが、結局、組み合わせの規制をどうするのかというところが問題となります。第三者割当増資とほかの買付け方法を組み合わせたときに適用除外のままでいいのかというあたりがちょっとよく分からぬので、会社法で30%に引き下げたから、直ちに全部外していいというわけではないような気がしているところです。

○齊藤　　ありがとうございます。これは事前規制型と事後規制型で考えるときでそれぞれ課題が違ってきますので、事前規制型にするのだったら、山下先生のおっしゃるように、総合的にどこまで一体なのかという議論が必ず出てくるかな、と私も思いました。事後規制型だったら、どのような態様の取得であれ、ある時点で支配権の閾値を超えるれば、義務が発生するので、組み合わせによる潜脱のようなものを考えなくてよい、というのが欧州型の事後規制を導入した場合の整理の仕方かな、と思っている次第です。

しかし、まず、部分買付けをどこまで認めるかという点について、山下先生におかれまして、本当に少数派株主になる者の保護が必要かということについて疑念があるとすると、全部買付義務を認める 것을前提に、その例外とすべき場合は何か、という議論をする必要もかならずしもないで、先走った質問をしてしまいました。先生のご感触が分かってありがとうございました。ありがとうございます。

#### 【5%ルールと3分の1ルールの趣旨の違い】

○石田　　ご報告、ありがとうございました。勉強になりました。

レジュメの11ページのところで、先生のお考えをお聞きしたいと思います。5%ルールとの違いをどう考えるのかという点です。

5%ルールの方には依然として市場内外の区分けが残っているということで、3分の1ルールとの違いをどう説明したらいいのかという点をお教

えいただきたいと思いまして、ご質問させていただきました。

○山下 5%であれば、支配権の変動に対して重大な影響を与えるわけではありません。そのため、5%ルールというのは、もともと支配権の変動に関するルールではなくて、多数の人が買い付けるときに、売り手となる株主がひどい目に遭うんじゃないかということで、情報開示だとか、買付けのルール、すなわちこういう条件で買いますということを規制しているのが5%ルールだと思います。それはまさに証券取引の透明性・公正性ですので、これについては、市場内取引に公正性・透明性が認められるので、したがって相対の取引だけ規制すればいいと。市場内取引は少なくとも規制しなくてもいいということになるのかなという理解です。

○石田 ありがとうございます。

○川口 ご報告では、最初に、公開買付の規制について、今回の改正で「透明性・公正性」という趣旨が変わったのではないと言われたのですが、5%を超える買付について公開買付を強制するという部分については、以前として、その趣旨は維持されている、変わらないということでおろしいのですか。

○山下 そうですね、そうだと思います。

#### 【本改正の会社法への影響】

○伊藤 ご報告、ありがとうございます。

私は、こういうふうな改正をやったとして、会社法にどの程度影響するのかが気になった点があります。

例えば、企業買収への防衛策に関するルールへの影響です。今回の改正で部分買付けは許容されたままでありますので、強圧性ですとか少数株主に売却機会が完全には保障されないという問題は残っています。また、3分の1ルールは違反へのサンクションが弱いですから、防衛策はもはや要らなくなつたとか、そんな話にはならないだろうとは思います。

他方で、市場内取引が3分の1ルールの対象になり、支配権に影響をもたらすような株式取引の目的等について情報開示が十分にされるようになるとしますと、結局、防衛策が正当化される事情が残つてはいるけれども、従来に比べて問題がある買収手法を適法に使える余地は狭くなつております。それに応じて、防衛策が正当化される事情も弱まるというふうに評価してよいのではないかとも感じた次第です。そのあたりについてのご感触を伺いたいというのが1点目です。

2点目ですが、会社法の規定で公開買付けというものがどこに出てくるかというと、自己株式取得なのですね。会社法165条では、市場取引と公開買付けが同列に扱われて、自己株式の取得手続について例外が定められています。しかし、今回の改正というのは、根本的なアイデアとして、支配権が異動する可能性があるシチュエーションでは、市場取引には公開買付けほどの正当性というか透明性・公正性はないという評価を前提にするものなのだろうと思います。市場取引というものが常に公開買付けと同程度に透明で公正なものとは評価されなくなるようにも思われるわけです。そうすると、先ほどお話しした市場取引による自己株式の取得について少し考え方直す必要はないのだろうかということが、少し気になりました。

実際にはそれほど生じないような話かもしれないのですが、かなり多くの数の自己株式を取得する場合に、それを市場取引でやることについて、公開買付けと同様の簡単な手続で済ませてよいと言えるのかが気になっているところです。何かご感触があれば、伺えればと思います。

○山下 まず、1点目の買収防衛策との関係につきましては、私も伊藤先生と同じ感触を持っていました。今回の公開買付制度の改正で、完全に問題のある買収が抑制されるわけではないはずなので、買収防衛策で対抗するという場合はあり得ると思いますけれども、他方で、東京機械製作所事件とかありましたように、市場内で急速に買い上げてとか、買収防衛策で対抗するというよう

なことについては起こりづらくなるはずなので、そういうことは、従来は防衛策で対応していた部分が公開買付規制で対応するということになるのかしらというふうには思っていました。結果的に防衛策を使う場面が減る可能性があるということです。

自己株式取得につきましては、すみません、全く考えていなかったのですけれども、どうでしょう、うーん……。

○伊藤 取得数が少なかつたら、従来のルールで特に問題はないと思うのです。他方で、実際にはあまりないことなのかもしれません、取得数が多い場合に、それと同様に考えてよいかということです。

○山下 つまり、取得数が多くて、支配権に重大な影響を及ぼし得るような自己株式の取得についてどうかということになりますと、確かに今回の金商法の改正というのは、立会内取引と公開買付けとでは、支配権の変動における透明性・公正性というのは異なるものであるという価値判断をとったと思いますので、会社法においても解釈論としてそれが影響し得る余地はあるように思います。ただ、どう影響するのかについてはちょっとよく分からぬ部分がありまして……。

立法論とかでは何かあるかもしれません、すみません、答えになつていませんが。

○伊藤 ありがとうございます。

○川口 先ほど議論となった買収防衛策と公開買付けの関係ですが、一般的に、買収防衛策の発動要件は取得割合が20%に達したときというのが多いですよね。そうすると、公開買付規制の閾値を20%まで下げないと、その代替には成らないのではないかですか。

○山下 ただ、急速に買い上げられると、気づいたらいきなり30%だったりとかしたのが過去の事例なので、それは防げるかなということです。

【市場内取引に対する公開買付規制の適用の趣旨、部分買付けの強圧性への対処方法、第三者割当増

資に対する公開買付規制の是非】

○黒沼 時間のないところ申し訳ありませんが、少しだけ感想を述べてよろしいでしょうか。

まず、市場内取引に対するTOB規制の適用については、これは東京機械製作所事件の判決などもWGでは引用されていまして、強圧性があるから規制すべきだという意見も一部ではありました。しかし、それは強圧性の問題ではなくて、透明性とか情報開示の問題ではないかと指摘し、むしろ公開買付けにすれば、公開買付けに付随する強圧性が生じるという意見を述べたところ、一部の委員からは、「公開買付けの強圧性もちろん手当てはします、そのうえで市場買付けを禁止する」と、そういう方向だったので。しかし、部分買付けについての規制は結局入らず、市場買付けのみ規制の対象になってしまったことは、私としては非常に心残りです。

ただ、「透明性・公正性」というのがなぜここに出てくるかというと、強圧性を理由にしてTOB規制の対象にしているわけではないという意味で、この言葉が使われていると思っています。

それから、部分買付けの強圧性への対処の方法について、I、II、IIIとあって、IIについての賛成が多く、私もIIに賛成したのですが、具体的な株主意思の確認方法については意見の一致が見られなかつたと報告書にあって、その結果採用されなかつたという形になっています。この点は議事録を見ていただければ分かるのですが、意見の一致は見られたんじゃないかというご意見もあったのですけれども、異なる意見とは私が言っていたこととして、買付者の下で集計させるのか、株主総会で株主の意思を確認するのかで大きく効果が違ってくるのではないか、だから株主総会での意思確認は認められないという意見を強く言ったものですから、こういう結果になっていると思います。

もう1点だけ、第三者割当を対象にするかどうかというのは、欧州型の規制への転換とも関係している問題として、特に藤田教授から提起されていた問題です。私も全くそれに同感だったので

すが、市場買付けを対象にするならば、第三者割当ても対象にせざるを得ないのでないのではないか、第三者割当てを対象にするのであれば、欧州型に転換せざるを得ないのでないのではないか、だとしたら欧州型への転換も議論しておく必要がある、というところから話は始まっていったわけです。

ところが、第三者割当てを対象とするという話も途中から立ち消えになってしまいまして、結局、市場内取引に対する規制の適用だけという話になってしまったのです。

第三者割当てについては、ほかの皆さんからもご指摘があったように、これを規制の対象にするときには、やはり事後的な公開買付け義務を課さないとうまくいかないと思うのです。第三者割当ては市場価格よりも少し安い価格で行われるのが普通なのですが、それと同じ価格でTOBをかけても誰も応募しないわけですから、別途に公開買付けが必要で、そのときの価格規制をどうするかという問題が当然出てくるわけで、これをきちんと議論しなければいけなかったのですが、そこまでちょっと今回のWGでは、やっている時間も、そこまで活発な議論もなかったというのが実情です。

○川口 ありがとうございます。

ほかにいかがでしょうか。よろしいでしょうか。まだまだご発言はあるかと思いますけれども、時間が参りましたので、本日の研究会はこれで終了させていただきたいと思います。

山下先生、ご報告ありがとうございました。また、活発なご議論、ありがとうございました。