

# 株券等の間接取得と公開買付規制に関する一考察

赤木 真美

## 第1節 はじめに

公開買付けとは、一般には公開買付けの対象となる会社（以下、対象者と呼ぶ）の支配権取得あるいは強化を目的として、当該対象者の株式を保有している者（対象者の株主）に対し、公告により当該株券等（この詳細については後述する）の買付け等の申込みまたは売付け等の申込みの勧誘を行い、取引所金融商品市場（以下、市場と呼ぶ）外で株券等の買付け等を行うことである（金融商品取引法（以下、金商法と呼ぶ）（以下、条文だけを示している場合には金商法を指すこととする）27条の2第6項参照）。市場内取引や相対取引と並ぶ株式買い集めのための一方法であるが、株券等を買付けする価格（買付価格）について公開買付けを行う者（以下、買付者と呼ぶ）がその時の市場価格（を基準にすることはあっても）に拘束されることなく決めることができる点において市場内取引とは異なり、公開買付けの対象になっている株券等を保有している者全員が対象になる点において相対取引と異なる。

同規制の適用範囲については詳細な規定が設けられている（概要については後述する）が、それにもかかわらず適用の有無を中心とする多くの問い合わせが金融庁によせられた<sup>1</sup>という。

公開買付規制は、会社の支配権獲得等に影響を及ぼしうるような市場外での株券等の買付け等の場合において、対象者の株主に対し買付価格、買付数量、買付期間等をあらかじめ呈示することを買付者に義務づけ、これにより投資者に対する開示と株主間の平等待遇を確保する点にその立法目的がある<sup>2</sup>。しかしながら、証券取引の発展等に伴い、形式的に公開買付規制の適否を考えるならば、同規制の趣旨から判断すると規制対象にされるべきもの

が対象からはずれたり、対象外にされるべきものが同規制の適用を受けるなどの事態が生じるようになった。そこで、金融庁は、法令の解釈・適用にあたり当該法令の趣旨を踏まえた実質的な解釈・運用がなされるべきであるというこれまでの考え方を明らかにするとともに、こうした実質的な判断をするならば公開買付規制が適用されるか否かが必ずしも明確でない場合が生じうる<sup>3</sup>として、行政対応の予測透明性と予測可能性の向上を図る趣旨<sup>4</sup>より、問い合わせの件数が多かった質問を取り上げ、平成21年7月3日に「株券等の公開買付けに関するQ&A」（以下、金融庁Q&Aと呼ぶ）を公表、また同年11月26日と翌年3月31日にも追加分を示した。

このうち本稿では、金融庁が平成22年3月31日に追加・発表した金融庁Q&Aの問15を取り上げ検討する。これは、有価証券報告書提出会社の株券等の3分の1超を所有する資産管理会社の株式を取得すること（間接取得）が公開買付規制上どのような問題があるのかという質問に対して金融庁が見解を示したものである。金融庁は、資産管理会社の株式取得が、形式的には（公開買付けの適用対象になる）「株券等の買付け等」に該当しないとしつつも、実質的には対象者による「株券等の買付け等」の一形態にすぎないと認められるような場合もあることを明らかにしたのであるが、問題はこれに付け加えて、「取引の実態に照らし、実質的に投資者を害するおそれが少ないと認められる場合には、この限りではない」と述べて、その例として挙げた内容である。これには通常公開買付けと比較して厳しい条件を課しているが、それははたして妥当なのだろうか。この点について考えていくのが本稿の目的である。

それにさきだち、まず公開買付規制の適用範囲を概要し、比較的最近生じた間接取得の事案を紹介する。そのあとで、金融庁が示す「実質的に投資者を害するおそれが少ないと認められる」場合について考えていきたい。

## 第2節 公開買付けの適用範囲

金商法は、(a)「株券等」について有価証券報告書を提出しなければならない

い発行者または特定上場有価証券（流通状況がこれに準ずるものとして政令で定めるものを含み、株券等に限る）の発行者の株券等につき、(b)当該発行者以外の者が行う「買付け等」であって、(c)後述する6つのいずれかに該当する場合には、公開買付けによらなければならないと規定している（27条の2第1項）。

このことに関連するファクターを個別にみたのち、適用範囲について言及していく。

## 1 公開買付けの当事者

### （1）買付者

買付者は、当該公開買付けの対象になっている有価証券の「発行者」（27条の22の2）または「発行者以外の者」（以下では第三者と呼ぶ）（27条の2第1項本文）である。金商法はこれら2つを区別して規制しているが、これは前者が自己株に対する公開買付けであるからにすぎない。買付者が同時に対象者になることから、その点を原因として生じる違い（たとえば、対象者による意見表明報告書と買付者による対質問回答報告書は不要（27条の22の2第2項））を除いて、発行者による公開買付規制内容は第三者によるそれを準用している（27条の22の2第2項以下参照）。

なお、第三者は法人に限られず、個人でもよい。買付者に関する制約はないといえる。

### （2）特別関係者

特別関係者は、公開買付けの「当事者」そのものではないが、買付者に準ずる者として位置づけられる。そのため、後述するように、その者の株券等の所有割合は買付者のそれと合算して公開買付けの要否が判断される（27条の2第1項1号）。

特別関係者には、形式的基準の特別関係者（27条の2第7項1号）と実質的基準（同項2号）のそれとがある。「特別関係者」という場合、必ずしもこれら両方が含まれるとは限らない点に注意を要する。

#### ア) 形式的基準による特別関係者

形式的基準による特別関係者の範囲は極めて広い。

買付者が個人の場合には、①買付者の親族（配偶者及び一親等の血族および姻族に限る）、②買付者（その親族を含む）が法人等に対して、当該法人等の総株主等の議決権の20%以上の議決権に係る株式または出資を自己または他人名義で所有する関係（以下、特別資本関係という）（金商法施行令（以下、施行令と呼ぶ）9条3項）にある場合における当該法人等とその役員（取締役、執行役、会計参与及び監査役）が形式的基準による特別関係者にあたる（27条の2第7項1号、施行令9条1項）。

他方、買付者が法人等の場合には（以下、買付者が個人の場合と区別する趣旨より買付法人と呼ぶ）、①買付法人の役員、②買付法人が他の法人等に対して特別資本関係を有する場合における当該他の法人等およびその役員、③買付法人に対して、前述した特別資本関係（後述）を有する個人および法人等ならびに当該法人等の役員をさす（27条の2第7項2号、施行令9条2項）。

そして、買付者（ここでは便宜上A社とする）が他の法人等（B社とする）の総株主の50%超の議決権を所有する場合、B社はA社の「被支配法人等」として（施行令9条5項）、A社と一体をなすものとされる。その結果、A社がその被支配法人等であるB社とあわせて別の法人等（X社とする）の総株主等の20%以上の議決権を所有する場合、A社はX社に対して「特別資本関係」を有するものとみなされ（施行令9条3項）、X社は前述②の「当該他の法人等」にあたる結果、X社とその役員がA社の特別関係者となる。

他方、A社がその被支配法人等であるB社とあわせて他の法人等（C社とする）の総株主の議決権の50%超を所有する場合、C社もまたA社の被支配法人等とみなされ（みなし被支配法人等と呼ぶ）（A社からするとC社はいわゆる孫会社）、「前項の規定を適用」される（施行令9条4項）。「前項の規定」とは、買付者がその被支配法人等とあわせて別の法人等の20%以上の議決権を保有する場合、当該別の法人は買付者との関係で特別資本関係を有すると定めた規定（施行令9条3項）のことである。これにより、A社がC社

（みなし被支配法人等）とあわせてD社の20%以上の議決権を保有しているのであれば、D社はA社との間で特別資本関係を有することになる。

#### イ) 実質的基準による特別関係者

以上のような形式的基準による特別関係者のほかに実質的基準によるものがある。これは、株券等の買付け等を行う者との間で、④共同して当該株券等の取得または譲渡すること、⑤共同して当該株券等の株主として議決権その他の権利行使をすること、もしくは⑥当該株券等の買付け後相互に当該株券等を譲渡もしくは譲り受けること、これらのいずれかについて合意をしている者のことである（27条の2第7項2号）。合意が生じた時点で実質的基準による特別関係者となる。

なお、買付者だけでなく、形式的基準によると実質的基準によるとを問わず、特別関係者もまた、買付者による買付期間中、公開買付け以外の方法で対象者の株券等の買付け等を行うことが禁止されるが（27条の5）（別途買付禁止）、たとえば形式的基準による特別関係者が、当該対象者が発行した株券等を対象にした（つまり買付者の公開買付けと競合する）公開買付けを行おうとする場合、そうした別途買付禁止の対象からはずされる必要がある。それは、実質的基準の特別関係者に該当しない旨の申出書を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、他社株府令と呼ぶ）三号様式により作成し、内閣総理大臣に提出して行う（27条の5第2号、他社株府令18条）ことになる。

#### （3）対象者

買付者が取得しようとしている株券等が、①特定上場有価証券（流通状況がこれに準ずるものである特定店頭売買有価証券（施行令6条2項）を含み、株券等に限る）の発行者（以下、上場会社等と呼ぶ）、もしくは②株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で政令で定めるものについて有価証券報告書を提出しなければならない発行者（以下、有報提出会社と呼ぶ）の株券等である場合、当該買付け等は公開買付けの対象になりうる（27条の2第1項本文）。対象者が有報提出会社であるならば、たとえ未上場会社であって

も、予定している株券等の買付け等は公開買付けの規制対象になる点に注意が必要である。

なお、後述する事例において、KDDIが相対取引によって取得しようとしたLiberty Global Japan IIら3社の株式は、有報提出会社が発行する株式でもなければ上場会社のそれでもなかった。しかし当該株式取得の目的は、Liberty Global Japan IIら3社を完全子会社化することにより、それらの会社が所有している上場会社であるJ:COM株を発行済株式総数の3分の1超取得することにあつたことから、公開買付けの規制対象になるのかが問題になった。

## 2 株券等

公開買付けの対象になる有価証券は、対象者が発行する①株券、新株予約権証券および新株予約権付社債券、②外国法人の発行する証券または証書で、前記①の有価証券の性質を有する者、③投資証券、④有価証券信託受益証券で、受託有価証券が前記①-③までに掲げる有価証券に係る権利を表示するもの（以下、株券等という）である（27条の2第1項、施行令6条1項）。支配権の獲得等が公開買付けの主たる目的であるため、(a)株主総会において決議をすることができる事項の全部につき議決権を行使することができない株券等、(b)議決権のない株式であつて、当該株式の取得と引換えに議決権のある株式を交付する旨の定款の定めのない株式に係る株券、(c)新株予約権証券又は新株予約権付社債券のうち(b)に掲げる株式のみを取得する権利を付与されているもの、(d)外国法人の発行する証券または証書で(b)と(c)に掲げる有価証券の性質を有するものについては除外される（施行令6条1項、他社株府令2条）。

## 3 買付け等

株券等の「買付け等」とは、株券等の買付けそのほか有価証券の譲受けのことである（27条の2第1項）。具体的には、売買、交換、代物弁済、現物出資など売買契約等の締結をさす。さらに、これらに類するものとして①株券等の売買の一方予約（当該売買を完結する権利を有し、かつ当該権利の行

使により買主としての地位を取得する場合に限る）（施行令6条3項1号）、②株券等の売買に係るオプションの取得（当該オプションの行使により当該行使をした者が当該売買によって買主としての権利を取得するものに限る）（同項2号）、及び③社債券の取得（当該社債券に係る権利として、当該社債券の発行者以外の者が発行者である株券等により取得される権利の取得に限られる）（同項3号、他社株府令2条の2）がある。そしてそれらを取得した時点で持分に加えられる。権利行使時でないのは、その時点における所有割合によっては当該権利の行使ができなくなるおそれがあり、そうすると①－③の取引がなりたたなくなることが懸念されるから<sup>5</sup>である。

そのほか金融庁が金融庁Q&Aにおいて、原則として公開買付けの適用対象になる買付け等であることを明らかにしたものとして、④コール・オプション、プット・オプションの行使による株券等の買付け等（金融庁Q&A問13、問14）がある。

他方、有償の譲受けではあるものの、公開買付制度の趣旨より、公開買付けによることを求めなくても投資者保護に欠けることがないものや公開買付けによる必要性が低いもの、たとえば新株予約権の行使による株券等の買付け等、特別関係者から行う株券の買付け等は公開買付けの適用対象からはずれる（27条の2第1項但書）。

#### 4 所有

株券等所有割合の算定の基礎となる株券等の所有には、以下のような「所有」に準ずるものも含まれる。すなわち、①a) 売買その他の契約に基づいて株券等の引渡請求権を有する場合、②b) 金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定により、株主として議決権を行使することができる権限または議決権行使に関して指図を行うことができる権限を有している場合、③c) 投資一任契約またはそのほかの契約等により、株券等に投資するのに必要な権限を有する場合、④d) 株券等の売買の一方予約を行っている場合（当該売買を完結する権利を有し、かつ当該権利の行使により買主としての地位を取得する場合に限る）、⑤e) 株券等の売買に係るオプションの取得、および⑥f) 金商法2条の2に

規定する社債券を取得している場合である（27条の2第1項括弧書、施行令7条1項、他社株府令4条）。

#### 5 株券等所有割合の計算方法

買付者が予定している株券等の買付け等を公開買付けの方法によって行わなければならないかどうかは以下のような計算にもとづいて判断をされる（27条の2第8項、他社株府令6条）。この算式の分母に「買付者と特別関係者が所有する有価証券に係る議決権数」が含まれる点が、公開買付届出書に記載する「買付け等を行った後における株券等所有割合」の計算（他社株府令2号様式5参照）と異なっている。

算式は以下のとおりである（27条の2第8項、他社株府令6条）。

ア)

$$\text{買付者の株券等所有割合} = \frac{\text{買付者の所有する株券等に係る議決権数}}{\text{発行者の総株主等の議決権数} + \text{買付者と特別関係者が所有する有価証券に係る議決権数}}$$

イ)

$$\text{特別関係者の株券等所有割合} = \frac{\text{特別関係者の所有する株券等に係る議決権数}}{\text{発行者の総株主等の議決権数} + \text{買付者と特別関係者の所有に係る有価証券に係る議決権数}}$$

ここでいう特別関係者には形式的基準と実質的基準によるものの両方が含まれる。しかし、形式的基準による特別関係者については軽微基準が規定され、「小規模所有者」にあたる者の株券等所有割合は加えられない（27条の2第1項1号、他社株府令3条2項）。また、実質的基準の特別関係者にあたる者のうち買付者と共同して対象者の株券等の買付け等を行う者は共同「買付者」であり、「買付者」として持分が計算されることから、特別関係者の持分計算からは除外される（27条の2第8項2号括弧書）。

各算式の分母にでてくる「有価証券」とは、新株予約権証券、新株予約権付社債券、取得請求権付株式にかかる株券、取得条項付株式に係る株券およ



び外国法人の発行する証券または証書でこれらの性質を有するものことである（施行令9条の2）。「2 株券等」で示した「公開買付けの対象になる有価証券」とは若干異なる。

「議決権数」には、①株式については当該株式に係る議決権数、②発行者がその発行する全部または一部の株式の内容として、株主が当該発行者に対して、当該株式の取得を請求することができる旨、または発行者がその発行する全部または一部の株式の内容として、当該発行者が一定の事由が生じたことを条件として当該株式を取得することができる旨の定めを設けている場合における当該株式については、当該交付される株券等に係る議決権数のうちもっとも大きい数、③新株予約権証券そのほかの株式以外のものについては、他社株府令8条3項で定めるところにより換算した株式に係る議決権の数（27条の2第8項1号括弧書、他社株府令8条1項、3項）が含まれる。算式の分母・分子に、対象者が所有する自己株式は含まれないのに対して、いわゆる相互保有による議決権のない株式（会社法308条1項参照）は含まれる（金融庁Q&A問30）。

## 6 公開買付規制の適用範囲

従来は、原則として市場外での買付け等は公開買付けによることが求められ、その例外にあたる場合が列挙されていた。ところが、ライブドア事件（後で少し触れる）に代表されるように、規制に直接違反するものではないものの同規制の趣旨によるならば脱法行為であると構成できるような事例を経験した結果、こうした事例にも規制の網がかかるようにするため、公開買付規制の適用を受ける買付け等を列挙することで適用範囲の明確化が図られた。

規制の適用範囲を画するための基準値として発行済株式総数の「5%」と「3分の1」がある。「5%」は、株式等の大量保有状況に関する情報の開示（いわゆる5%ルール）と適用基準を同じにすることで、同ルールとともに市場内外の透明性を向上させる趣旨より、他方「3分の1」は、発行済株式総数の3分の1が株主総会において特別決議の成立を阻止することができる

割合であり（会社法309条第2項参照）、対象者の支配権に重大な影響を及ぼすことになるため、基準値にされた。

以下、適用範囲の概要をみていく。

#### （1）5%基準

「市場外における株券等の買付け等」により、その者の株券等の所有（これに準ずるものを含む）割合が（特別関係者がいる場合にはその者の所有割合と合算して）5%超になる場合には、当該買付け等を公開買付けの方法によって行わなければならない（27条の2第1項1号）。買付け後の所有割合「5%」は公開買付けの適用範囲の下限である。

規制対象が市場「外」取引に限定され、市場「内」取引が対象から除外されているのは、市場「内」取引に対しては上場証券の公正な価格形成と円滑な流通を確保する趣旨より金商法や市場の自主規制による規制が行われていることから、さらに規制を加えることは適当ではないと判断されたため<sup>6</sup>である。さらに、市場「内」取引に準ずるものとして位置づけられている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、および著しく少数の者から買付け等として施行令で定める場合における株券等の買付け等は、市場外での買付け等から除外される（27条の2第1項1号括弧書）。このうち後者の「著しく少数の者」とは、株券等の買付け等を行う相手方の人数と当該買付け等を行う日前60日間に市場外において行った相手方の人数の合計が10名以下になる場合（結局61日間に10名以下の相手方からの買付け等）のことであり（27条の2第1項1号括弧書、施行令6条の2第3項）、「特定買付け等」と呼ばれる（施行令6条の2第1項4号、3項）。

もっとも、市場「内」取引であるならば必ず公開買付けの規制からはずれるというわけではなく、後述するように、市場「内」取引と市場「外」取引を組み合わせると持分を3分の1超にする行為については27条の2第1項4号で規制対象とされる。

#### （2）3分の1基準

株券等所有割合が3分の1超になる場合に関連した規定としては、以下の

4つがある。

#### ア) 2号規定

前述したように、特定買付け等であるならば、買付け等の所有割合が5%超になったとしても、当該買付け等を公開買付けによる必要はないが、これは買付け後の所有割合が（5%以上で）3分の1以下の場合に限られる（27条の2第1項2号）。3分の1を超えるならば、特定買付け等であっても、予定している買付け等は公開買付けによらなければならない。たとえば、61日間に1人から買い付ける場合でも、買付け後の株券等所有割合が3分の1を超える場合には公開買付けによることが求められる（27条の2第1項2号（以下、2号規定と呼ぶ））。これは、強制（あるいは義務）的公開買付け（以下、強制的公開買付けと呼ぶ）と呼ばれており、公開買付規制の中心的な規定である。前述したように、ある会社（A社とする）が別の会社（B社とする）の発行済株式総数の3分の1超の持分を有することになる市場「外」での買付け等を行うならば、当該買付け等によりA社がB社の支配権を新たに取得することになり、それは経営方針の変更等を生ぜしめることとなるため、A社に当該買付け等を公開買付けの方法で行うことを求めることにより、A社を除いたB社の株主に対し、保有する株を売却して会社から立ち去る機会を提供しようとするものである。

#### イ) 3号規定

本来公開買付規制は市場内での買付け等には適用がないものであったが、「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（以下、特定売買等と呼ぶ）による買付け等」の結果所有割合が3分の1超になる場合には公開買付けによることが求められるようになった（27条の2第1項3号（以下、3号規定と呼ぶ））。「特定売買等による買付け等」としてたとえば東証のToSTNeT取引、大証のJ-NET（相対）取引などがある。<sup>7</sup>

3号規定が設けられたのはライブドア事件を原因とする。これは、株式会社ライブドア（以下、ライブドアと呼ぶ）が子会社を通じて6回にも及ぶ

ToSTNeT-1取引によりわずか30分たらずで株式会社ニッポン放送の株式を29.6%取得し、その結果所有割合を35%にした事例である<sup>8</sup>。当時ToSTNeT取引には、単一銘柄の大口取引とバスケット取引を対象にしたToSTNeT-1取引と終値取引を対象にしたToSTNeT-2取引の2種類があった<sup>9</sup>。そのうち、ライブドアが利用した前者の取引は、市場内取引として位置づけられながら、価格優先の原則と時間優先の原則の適用がなく、競争売買としての要件を欠いているため、実質的には市場外取引であった。そのため、ライブドアの行為が証取法違反にあたるかどうかについての激しい議論を生ぜしめた。

この事件を契機に金融庁は、どの種類のToSTNeT取引であるかに関係なく<sup>10</sup>、適用対象に加える内容の改正を行った。

#### ウ) 4号規定

27条の2第1項4号は、以下のように規定する。すなわち、6月を超えない範囲において政令で定める期間内に政令で定める割合を超える株券等の取得を、株券等の買付け等または新規発行取得により行う場合（株券等の買付け等により行う場合にあっては、政令で定める割合を超える株券等の買付け等を特定売買等による株券等の買付け等または取引所金融商品市場外における株券等の買付け等（公開買付けによるものを除く）により行うときに限る）であって、当該買付け等または新規発行取得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3分の1を超えるときにおける当該株券等の買付け等（前3号に掲げるものを除く）は、公開買付けによらなければならない。このうち、「政令で定める期間」とは3ヶ月を（施行令7条2項）、「政令で定める割合」とは取得しようとする株券等の発行者が発行する株券等の総数の100分の10を（施行令7条3項）、「特定売買等による株券等の買付け等または取引所金融市場外における株券等の買付け等」に係る政令で定める割合は、買付け等を行おうとする株券等の発行者が発行する株券等の総数の100分の5を（施行令7条4項）をさすのであり、これらの数値を条文にあてはめると、具体的には以下のような内容になる。すなわち、

③3ヶ月の期間内（以下、3ヶ月要件と呼ぶ）に、

⑥10%超の株式を、株券等の買付け等または新規発行取得により取得する場合であり（以下、10%要件と呼ぶ）、

⑦そのうち5%超が、特定売買による株券等の買付け等または市場外における株券等の買付け等（公開買付けによるものを除く）であり（以下、5%要件と呼ぶ）、

⑧結果として、当該株券等の所有割合が3分の1を超える（以下、3分の1要件と呼ぶ）ならば、

当該株券等の買付け等を公開買付けによる必要がある（27条の2第1項4号、施行令7条2項—4項）（以下、4号規定と呼ぶ）。

このうち、⑥の10%は、対象者の合併、株式交換等の組織再編行為により新たに発行される株券等を含む<sup>11</sup>「新規発行取得」と「株券等の買付け等」の両方を合算して10%超になったときに、その要件を満たしたことになる<sup>12</sup>。発行会社が自己株式を処分する場合には、当該株式が既発行の有価証券であることから、後者の「株券等の買付け等」に含まれる<sup>13</sup>。また、5%要件では、株券等の買付け等から公開買付けによるものは除外されることが明記されているのに対して、10%要件にはそうした記述がないことから、ここでは公開買付けによる買付け等も含まれる。

10%と5%の算出方法には、27条の2第1項4号に基づき、以下のように施行令、他社株府令で定められている（施行令7条3項、4項、他社株府令4条の2第1項、2項）。

$$10\% = \frac{\text{大量取得者が当該取得により新たに所有することとなる株券等の議決権数}}{\text{株券等の発行者の総株主等の議決権数} + \text{大量取得者と特別関係者の所有にかかる株券等の議決権数}}$$

ここでいう「大量取得者」とは、10%超の取得を行う者のことである（他社株府令4条の2第1項1号）。

$$5\% = \frac{\text{特定売買等による株券等の買付け等または市場外における株券等の買付け等を行う者（以下、市場外等買付者と呼ぶ）が、市場外等買付け等により新たに所有することになる当該株券等にかかる議決権の数}}{\text{株券等の発行者の総株主等の議決権数+市場外等買付者とその特別関係者の所有にかかる株券等にかかる議決権数}}$$

5%と10%の計算に際しては、実質的基準による特別関係者の所有している株券等も含まれる（施行令7条3項、4項、他社株府令4条の2第1項1号、2項1号）。なお「株券等」からは、所有の態様その他の事情から「所有する株券等から除外するもの」として他社株府令7条に掲げられているものが除かれる（他社株府令4条の2第1項1号、2項1号）。

この4号規定は、前述した2号規定の脱法行為を規制対象にするために設けられた<sup>14</sup>。4号規定が設けられていないならば、たとえば市場「外」取引により持分を25%にしたのち、市場「内」取引で9%取得して持分を3分の1超（34%）にする行為は、2号が規定する、市場「外」取引により持分を3分の1超にする買付け等ではないため、同号の適用はない。これに対して、手順を逆にして、市場「内」取引で9%を取得したのち、市場「外」取引で25%取得する場合には、2号規定を根拠に、予定している市場外取引を公開買付けによることが求められる。このように、同じ組み合わせによる取引をしながら、その順序を変えるだけで公開買付けの適否が異なることには問題があった。

この点については公開買付規制設置後極めて早い段階で指摘されていたのである<sup>15</sup>が、具体的に議論されるようになったのは、2005年に生じた阪神電鉄株買い集めの事例以降であろう。これは、株式会社M A Cアセットマネジメントが、阪神電気鉄道株式会社の株式を、市場内取引と市場外取引を併用して3分の1以下にしたのち、同年10月3日に市場「内」取引で持分を3分の1超（38.13%）にした事例<sup>16</sup>である。これを受けて、同年12月22日の金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス（仮称）に向けて」で、市場内外の買付け等を組み合わせて所有割合を3分の1超にする場合、取引態

様によっては公開買付けの規制を及ぼすべきであるとの意見が示され<sup>17</sup>、その翌年（2006年）の証券取引法（現在の金商法）改正により4号規定が新設されるに至った。

こうした経緯によって設けられた4号規定であるが、その規定内容は2号規定などと比較するとかなり特異である。先ほど挙げた例で説明してみると、たとえば、B社株の株券等を全く保有していなかった者が、4月1日に市場「外」取引で25%取得したのち、6月1日に市場「内」取引により9%取得しようとするならば、①3ヶ月の間に（3ヶ月要件）、②34%の買付け等（10%要件）を行い、③そのうちの25%が市場外取引によるもの（5%要件）であり、この結果④所有割合が3分の1を超える（3分の1要件）ので4号の適用がある。この結果、3ヶ月間に行われた2回の買付け等を一連の取引（ひとかたまり）とみなし、これら全体を公開買付けによって行う必要があったとされる。具体的には、4月1日の取引を公開買付けの方法で行うべきであったことになる。そしてそれを行わなかったならば4月1日から3ヶ月間は所有割合を3分の1超にすることができない。2回目の買付け等の時期を、4月1日から3ヶ月を超える時期まで遅らせる必要がある。6月1日に予定している買付け等を公開買付けの方法で実施することも許されない<sup>18</sup>。文言上は、4つの要件を満たしている場合には一連の買付け等を公開買付けによることを求めているが、それを公開買付けの方法で実行しないならば、3ヶ月間に持分を3分の1超にすることが制約されるという効果をもたらしている<sup>19</sup>。あるいは、前述①、②、③および④の要件をすべて充足するような取引を行ってはならないという趣旨<sup>20</sup>である。この点において4号規定は他の規定（27条の2第1項1号-3号、5号、6号）と比較して異質である。

もっとも、（4月1日の）最初の買付けから3ヶ月以内に持分を3分の1以下にとどめる行為まで4号規定によって制約されることはない。

以上のことから、4号規定が設けられたことを原因として、株券等の買い集めを行う者は、過去あるいは将来の3ヶ月間におけるすべての買付け等（特別関係者によるものも含む）を考慮しながら買付け等を進める必要があ

る。とりわけ、5%超の市場外取引には注意を払わなければならない。

#### エ) 5号規定

ある者が公開買付けを行っている期間中、当該公開買付けの対象になっている株券等を既に3分の1超所有している者がさらに市場「内」取引により5%超を取得しようとする場合には、それを公開買付けの方法で行うことが求められる(27条の2第1項5号)。

これは、ある者による買付期間中、当該買付者以外の者が、公開買付けの対象になっている株券等を市場で大量取得する事例が生じた<sup>21</sup>ことをきっかけにして設けられた規定である。こうした行為は、買付期間中公開買付け以外の方法による株券等の買付け等が禁止される(別途買付け等の禁止(27条の5))買付者と比較して不公平だとして問題視する声があった一方で、この行為を公開買付規制の対象にすることは過剰規制にあたるのではないかという声もあった<sup>22</sup>。そこで、ある者が公開買付届出書に記載した買付期間中は、当該公開買付けの対象になっている株券等をすでに「3分の1超保有している者」が市場にて「5%超」の追加取得をする場合に限り、当該取得は公開買付けの方法によることが求められることにされた(27条の2第1項5号、施行令7条5項、6項)<sup>23</sup>。この義務は、前述したように、先行する公開買付けの買付期間として公開買付届出書に記載された買付期間の開始日から終了日までの期間に課される(施行令7条5項)。そのため買付期間が延長されるならば、延長後の期間における大株主による追加取得には適用がない<sup>24</sup>。

5%の計算は次のようにして行う(施行令7条6項)。

$$5\% = \frac{\text{買付者(大株主)とその特別関係者が新たに所有することとなる当該株券等にかかる議決権数}}{\text{総株主の議決権数} + \text{買付者(大株主)およびその特別関係者が所有する株券等にかかる議決権数}}$$

ここでいう特別関係者とは、実質的基準による特別関係者(27条の2第8



項2号)のことである(他社株府令4条の2第1項2号)。

以上のような経緯より新設された5号規定であるが、その立法趣旨については見解がわかる。会社支配権に影響のある株券等の買付け等が競合する際、株主・投資者がより複雑な投資判断を迫られることや、競合者以外の株主が零細な立場に追いやられる懸念があることから、手続きの公正性・透明性確保を図ろうとしたと立法担当者は説明する<sup>25</sup>。しかしそうであるならば、ある者が市場「外」取引(または公開買付け)の場合のみならず市場「内」取引により別の会社(B社とする)の支配権獲得を目指している期間中において、B社の大株主がB社株を追加取得する場合についても公開買付けが義務づけられなければならないはずであることから、買付者間の公平性確保というこれまでにない新しい目的が盛り込まれたととらえるべきだとする見解<sup>26</sup>、およびこれら両方を目的にしているとする立場<sup>27</sup>もある。

#### オ) 6号規定

27条の2第1項6号は、買付者との間で共同して、当該株券等を取得・譲渡あるいは議決権行使等について合意をした特別関係者(実質的基準の特別関係者)による株券等の取得も、買付者の行う株券等の取得とみなして合算した結果27条の2第1項4号の要件を満たすことになる場合には公開買付けの適用対象になることを規定したものである(施行令7条7項)。買付者が別の者を使って対象者の株券等を取得する行為が4号の適用外になることを防止する趣旨である<sup>28</sup>。

### 第3節 J：COM事件

こうした規制内容を踏まえたうえで、株券等の間接取得が公開買付規制の対象になるか否かに関して議論を生ぜしめた事例の概要をみていく。

#### 1 KDDIがJ：COMを傘下に加えようとした背景

KDDI株式会社(以下、KDDIと呼ぶ)は、2010年22年1月25日開催の取締役会において、アメリカメディア大手であるLiberty Global, Inc.(以下、LGIと呼ぶ)グループが保有するグループ会社3社(Liberty Global Japan

II,LLC、Liberty Japan, Inc、およびLiberty Jupiter, Inc。いずれも持株会社である）（以下、Liberty Global Japan IIら3社と呼ぶ）の持株全部を相対取引で譲り受けることを決め、同日譲渡契約を締結した。これにより、「KDDIは、LGIグループの株式会社ジュピターテレコム（以下、J:COMと呼ぶ）に対する出資関係を承継することになる結果、J:COMはKDDIの関連会社となる」こと<sup>29</sup>を目的にしていた。

このJ:COMへの出資関係は複雑であった。住友商事株式会社（以下、住商と呼ぶ）がJ:COMに対して直接3.7%出資していただけでなく、LGIのグループ会社であるLiberty Japan, Inc（51.8%出資）とLiberty Jupiter, Inc（6.9%出資）が住商（41.3%出資）とともに設立した住商／エルジーアイ・スーパー・メディア・エルピー（以下、SM社と呼ぶ）がJ:COMに58.1%出資しているほか、LGIの100%子会社であるLiberty Global Japan IIが3.7%出資していた<sup>30</sup>。そのため、KDDIがLiberty Global Japan IIら3社の株式全部を取得することにより、J:COMの株式を議決権ベースで37.8%取得することになるはずであった〔後掲図1参照〕。これは、KDDIがJ:COMの支配権を取得することを意味した。

これを3617億円もの資金を投じてKDDIが実行しようとしたのには以下のような事情があった。KDDIの2009年12月末における光ファイバーやADSL（電話を使った高速インターネット回線）を含めたブロードバンド顧客は合計285万件で、NTTの加入者数1630万件と比較すると大きく水をあけられていた。全国に回線網を持たないKDDIにとってかなりの地域でNTTから回線を借りてネット接続などのブロードバンドサービスを提供しており、IP（Internet Protocol）時代に入った後アクセス回線（通信事業者のネットワークとユーザ宅を結ぶネットワークの端末部分）に係る接続料は収入の7割強を占めるほどになった<sup>31</sup>という。ISP（Internet Services Provider）の顧客が増えれば増えるほど、ライバル社であるNTTの収入が増加することは大きな問題であるとされた。さらに、将来的には携帯・固定電話・ネット・放送などを組み合わせた融合サービスの提供が求められるこ

とを考えるならばKDDI自身でアクセス回線を持つことが絶対に必要であった。そこで、国内最大手のケーブルテレビ局・番組供給事業統括運営会社であるJ：COMが保有する固定アクセス回線と327万の顧客を利用してKDDIグループへの依存度を低減するほか、競争力の強化を図ろうとした<sup>32</sup>のである。

他方、J：COMもまた2007年7月1日の著作権法改正を契機として岐路に立たされていた。従来、著作権法上「自動公衆送信」として位置づけられていたIP放送<sup>33</sup>が、同法改正によりケーブルテレビと同様著作権法上の「有線放送」と位置づけられた結果、これまでは事実上不可能であった地上波のIP放送への再送信が可能になった。それはケーブルテレビ事業者とIP放送サービスを提供する通信事業者の区別がなくなったことを意味し<sup>34</sup>、両者間での競争が激しくなった。とりわけ光ファイバー通信回線を使って低価格での番組配信を手がけるNTT東日本はJ：COMにとって脅威だった<sup>35</sup>とされる。つまり、KDDIのみならずJ：COMにとってもNTTはライバルだったのである。

こうした事情より、日本の放送市場からの撤退を決めたLGIはKDDIに対して、Liberty Global Japan IIら3社の株式全部の取得を通じたJ：COM株への資本参加の話を持ちかけ、KDDIはそれに応じた。このことがJ：COMを共同で設立・運営してきた住商に知らされたのは、KDDIにLiberty Global Japan IIら3社の株式全部売却について発表する（2010年1月25日）2時間前であったという<sup>36</sup>が、KDDIがJ：COMへの資本参加を公表した同日付のリリースには、住商との合弁関係を解消し、SMの保有するJ：COM株のうち住商出資分については住商が直接保有（27.7%）する予定であることが明らかにされている<sup>37</sup>。

## 2 KDDIによるJ：COM株の間接取得に対する金融庁の対応

ところが、KDDIによるJ：COM株の間接取得が公表されてすぐに、こうした株式取得を相対取引で行うのは金商法上問題なのではないかという声の一部の市場関係者の間で上がった<sup>38</sup>。

前述したように、対象者が有報提出会社または特定上場有価証券の発行者であるならば、予定している買付け等は公開買付けによる必要がある（27条の2第1項）が、KDDIの場合、LGIグループから取得しようとしている株式を発行している会社はLiberty Global Japan IIら3社であり、これらは有報提出会社でなければ上場会社でもなかった。そのため、この点だけを見るならばLiberty Global Japan IIら3社の株式全部をLGIから取得する行為は公開買付けの規制対象にはならない。KDDIが相対取引で行おうとした<sup>39</sup>のもそのためである。しかし、Liberty Global Japan IIら3社の株式を全部取得する目的は、KDDI自身が明らかにしたようにジャスダック市場に上場しているJ:COMの株を3分の1超（37.8%）取得（間接取得）する点にあった（注29参照）。そのため、法律の趣旨からすると議論はあるものの、KDDIは直接J:COM株を買い集めるわけではないほか、Liberty Global Japan IIら3社は中間持株会社であり、しかもこれらが（K

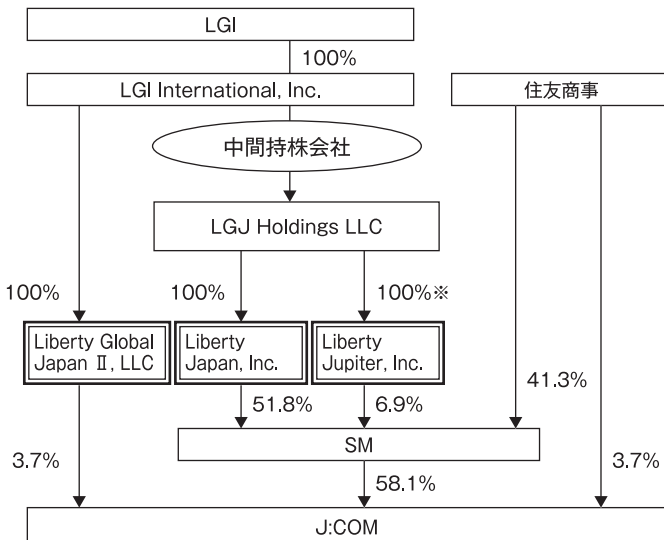


図1 KDDI株式会社による2010年2月12日付プレスリリースより

DDIによる株式取得)以前から存在するならば、露骨な脱法・違法行為であるとまではいえないのではないかという見解<sup>40</sup>があった一方で、KDDIによるLiberty Global Japan IIら3社の株式取得により最終的に支配権が移動して会社の経営に影響を及ぼすことになるため一般株主にも意思を問う機会が与えられるべきであり、公開買付けを行わずして新たに3分の1超を保有する者があらわれるのはおかしいという指摘<sup>41</sup>もあった。

他方、金融庁の対応も早かった。KDDIによる発表の翌日(1月26日)には関東財務局を通じてKDDIに事実関係の確認を求める要請を行い、KDDIの担当局らに直接出資の仕組みを説明させたほか、その後も事実関係の確認を行ったと報じられた<sup>42</sup>。KDDIの計画どおりJ:COM株の間接取得を推し進めるならば金商法違反により800億円の課徴金が発生することになるとして、公開買付けなどの手法に代えるよう金融庁はKDDIに対して求めているという記事<sup>43</sup>もみうけられた。

2月6日になってKDDI自身、自社が金融庁に相談を続けている旨を明らかにした<sup>44</sup>。ついで2月12日には、J:COM株の間接取得を問題視する旨の指摘が金融庁からあったことを認めるとともに、同庁と相談したのちLGIとの協議を経て、既に公表した譲渡契約の一部を以下のように修正することで、KDDIがLGIグループから承継するJ:COMへの出資関係を(J:COMの議決権ベースで3分の1未満にあたる)31.1%相当まで下げることを公表した<sup>45</sup>。具体的には、(KDDIがLiberty Global Japan IIら3社の持分すべてを取得する取引を行う前日の)2月18日にLiberty Global Japan IIが保有するJ:COM株式2.2%とSMが保有するJ:COM株4.5%の合計6.7%(いずれも議決権ベース)を信託銀行へ信託譲渡する方法がとられた[後掲図2および図3参照]。そしてこれらについては有価証券信託契約により、Liberty Global Japan IIとSMがその議決権を行使することはできず、配当などの経済的利益のみを受けるにすぎないものとされたほか、前者のJ:COM株2.2%については管理信託であるため売却の予定はないのに対して、後者のJ:COM株4.5%については、信託契約所定の方法で

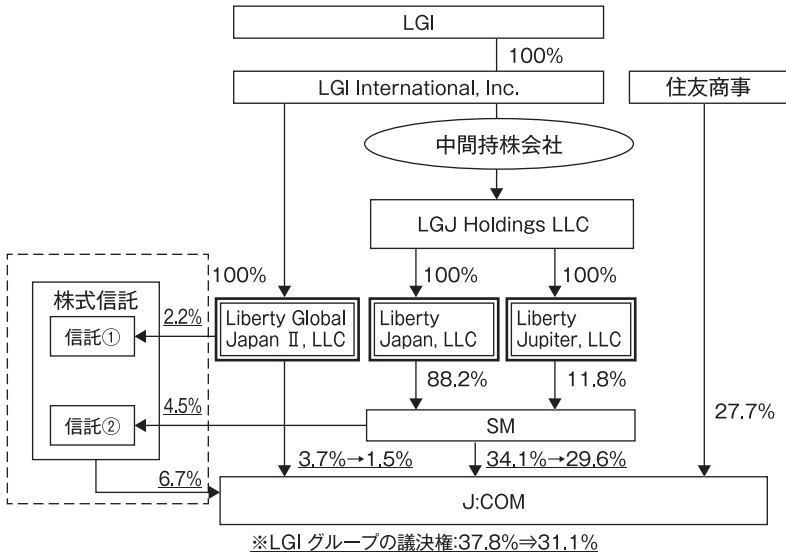


図2 KDDI株式会社による2010年2月12日付プレスリリースより

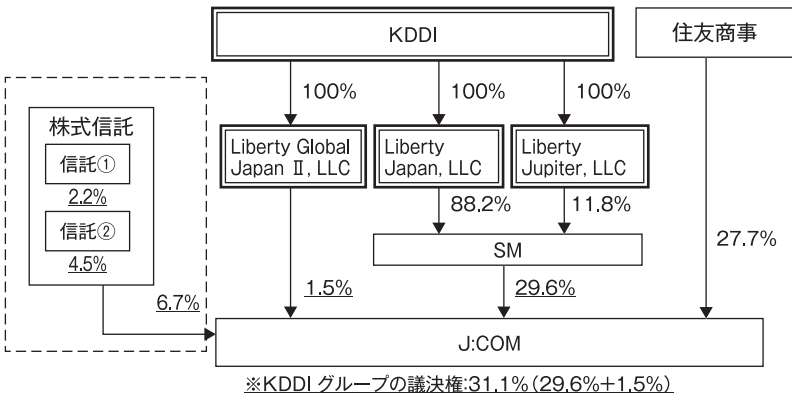


図3 KDDIの資本参加後

信託銀行により市場内外を通じて売却することが予定された<sup>46</sup>。

### 3 株券等の間接取得に関する金融庁の見解

KDDIの問題が生じた直後の2月15日に金融庁は、平成21年7月3日と同年11月26日に公表した「株券等の公開買付けに関するQ&A」の追加案を示した<sup>47</sup>。これは、証券取引の発展等に伴い、形式的に公開買付規制を適用したのでは同制度の趣旨に照らして必ずしも妥当な解決が図られないため、行政対応の予測可能性を確保し、公開買付けの趣旨・目的に沿った運用がなされることを狙って公表された<sup>48</sup>。そして、そのうちの問15では、当該資産管理会社の株式の取得は、形式的には当該有価証券報告書提出会社の「株券等の買付け等」に該当するものではないが、当該資産管理会社の状況によっては、実質的には対象者の「株券等の買付け等」の一形態にすぎないと認められる場合もあると考えられ、そのような資産管理会社の株式取得は公開買付規制に抵触すると考えられることを明らかにした。

この案に対しては、現行法が間接的な支配権の取得を規制対象にしていないことから、資産管理会社の株式取得を公開買付規制の対象にすべきではないという意見が出されたが、金融庁は、間接的な支配権の取得が一律に公開買付規制の対象となるとするのではなく、資産管理会社の株式取得が対象者の株券等の買付け等の一形態にすぎない場合で、しかも既存株主等に対して、所有する株券等を売却する機会が与えられない場合に、公開買付規制に抵触することを先の追加案では明らかにしたことを強調する<sup>49</sup>にとどまった。

そして、金融庁はこの見解を変更することなく、同年3月31日に正式な「『株券等の公開買付けに関するQ&A』の追加」を示した。2月15日の追加案と比較すると、資産管理会社の株式取得が実質的には対象者の「株券等の買付け等」の一形態にすぎないと認められる場合の一例として、「例えば、特別関係者と合算して、当該資産管理会社の総株主等の議決権の過半数を取得することとなるなど」が加えられただけである。以下がその全文である。「当該資産管理会社の株式の取得は、形式的には当該有価証券報告書提出会社（以下この問いにおいては「対象者」といいます。）の「株券等の買付け

等」に該当するものではありませんが、当該資産管理会社の状況（例えば、当該資産管理会社が対象者の株券等以外に保有する財産の価値、当該資産管理会社の会社としての実態の有無等）によっては、当該資産管理会社の株式の取得（例えば、特別関係者と合算して、当該資産管理会社の総株主等の議決権の過半数を取得することとなるなど、結果的に当該資産管理会社を支配し得るようなものをいいます。以下、この問いにおいて同じです。）が実質的には対象者の「株券等の買付け等」の一形態に過ぎないと認められる場合もあると考えられ、そのような場合に、対象者の既存株主等にその所有する株券等を売却する機会が与えられないとすれば、公開買付規制の趣旨に反するものと考えられます。したがって、そのような資産管理会社の株式の取得は、公開買付規制の趣旨に反するものと考えられます。これに対し、例えば、当該資産管理会社の株式の取得とともに買付者又は当該資産管理会社により対象者に対する公開買付け（買付予定数の上限を定めていない）が行われ、当該公開買付けにおける公開買付開始公告及び公開買付届出書において資産管理会社の株式の取得を含む取引の全容が開示されるとともに、当該資産管理会社の株式の取得における価格に相当性があると認められる場合（資産管理会社が所有する対象者の株券等が公開買付価格と同額以下に評価され、かつ、他の資産の評価の合理性につき公開買付届出書において説明がなされている場合等）など、取引の実態に照らし、実質的に投資者を害するおそれが少ないと認められる場合にはこの限りではないと考えられます。」と述べた<sup>50</sup>。

#### 第4節 金融庁の見解に対する検討

##### 1 Q & Aへの批判

上述の金融庁によるQ & Aに対しては一部批判がある。Q & Aは公開買付規制の趣旨に反する場合を「有報提出会社の『株券等の買付け等』の一形態にすぎないと認められる場合」と述べているだけであり、それは解釈を示したとはいえないうえに、金商法で「株券等」や「買付け等」についての定義



規定をおいていながら、そうした定義規定を無視して間接取得を「株券等の買付け等」にあたと解釈することは許されない<sup>51</sup>とか、同様の趣旨より法律の改正が行われるべきである<sup>52</sup>というものである。

今回取り上げた間接取得の問題は公開買付規制の適否に関連がある。条文でその点を明確にするのでないならば、あるいはそこに至るにはまだいくつかの障害があるというのであれば、Q & Aという形態で規制の対象になりうる状況について一定の方向性を示すにとどめ、金融庁への事前の問い合わせ・相談を求めるよう呼びかけることは一つの方法であった<sup>53</sup>と思われる。しかし、金融庁関係者はQ & Aという形で公表した理由を以下のように述べている。すなわち、「行政対応の透明性・予測可能性の観点より、公開買付けに係る関係者が、できるだけ金融庁に対して事前に相談・照会等を行うことなく判断できるよう公表されたものであって、本Q & Aにおいて一義的な回答が明らかにされていないものについて、金融庁への事前の相談・照会等を求めるために公表されたものではない<sup>54</sup>とする。そして問15についても同様の趣旨で回答されたとするならば、間接取得という規制のしにくい取得形態を状況に応じて柔軟に規制対象に加えるむずかしさを考慮に入れても、前述の指摘はある意味もつともだといえよう。

## 2 27条の2第1項2号の適用場面か？

しかしこうした点とは別に、3月31日に示された問15に関連して気になる点があるので検討してみたい。

金融庁は、有報提出会社（＝対象者）の株式を3分の1超所有する資産管理会社の支配権を取得した場合、その者（以下、A社とする）もしくはその資産管理会社が対象者に公開買付けを行うことを求めている。

A社が対象者株を3分の1超保有する資産管理会社の支配権を取得した場合、一つの考え方として、A社が対象者株を直接取得しているわけではないため、「A社による対象者株の取得」にあたらなないととらえることができよう。Q & Aでも「当該資産管理会社の状況によっては、当該資産管理会社の株式取得が実質的には対象者の株券等の買付け等の一形態にすぎないと認め

られる場合もある」と述べていることから、原則的には、間接取得がA社による対象者株の取得にあたらぬとの立場に立っていると見える。そして例外的にA社による対象者株の直接取得と同視して、対象者への公開買付けを求めているのであるが、その根拠は何条なのであろうか。

まず考えられるのは27条の2第1項2号であるが、これが適用されるとしても、間接取得の場合、A社は公開買付け前に対象者株を既に3分の1超取得していることから、2号規定が想定している状況とは若干異なると見えるのではなかろうか。

前述したように公開買付けの適用範囲について規定する27条の2第1項2号は、予定している株券等の買付け等を行うならば一定の持分になる場合に、その「予定している」株券等の買付け等を公開買付けの方法によることを求めている。「これから行おうとする市場外取引によりある会社の発行済株式総数の3分の1超所有することが見込まれる」のであれば、その予定している市場外取引を公開買付けの方法によることを義務づけることで、他の株主にも保有株を売却する機会を提供しつつ支配権を取得させようとしたものである。たとえばイギリスでは、新たにある会社（B社とする）の支配権を取得「した」者に対し、そのことを原因として、B社の株主全員に、保有株を売却する機会を提供するため公開買付けを行なうことが求められる（公開買付けの自主規制であるシテイ・コード（City Code on Takeover and Mergers）のRule. 9）のと比較すると、これがわが国の公開買付け規制の特徴だといえる。しかも公開買付け規制の適用範囲を示す条文が設けられた平成2年以降一貫してとってきた規制形態である。ところがQ&Aによるならば、間接取得の場合には例外的とはいえ、A社が対象者株を間接取得の形であれ支配権を取得「した」あとで、公開買付けにより他の対象者の株主から対象者株を買い集めることが求められることになる。これは、間接取得と同時に公開買付けを行う（開始する）場合であっても変わらない。Q&Aでは「実質的に投資者を害するおそれが少ないと認められる場合」の例として「当該資産管理会社の株式の取得と『ともに』買付者または当該資産管理会社に対する公開

買付け」を挙げる。ここでいう『ともに』を、対象者株の間接取得と「セットで」という意味のみならず「(ほぼ) 同時に」という時間的な意味を示していると考え、かりに対象者株の間接取得日に公開買付けを開始したとしても、公開買付けの買付期間は最低でも公開買付開始公告の日から20営業日(27条の2、施行令8条1項) 設ける必要がある関係上、結局のところA社が対象者株の支配権を取得「した」あとで公開買付けを実施することになる点にかわりはない。前述したKDDIの事例でそうであったように、Q&Aが、公開買付けに先立ち売却等により間接的に所有している対象者株を3分の1未満にすることを求めているわけでもない。こうしたことから、Q&Aは2号が適用される場面とは異なる、すでにA社は対象者の支配権を取得した状態で、2号規定に従った公開買付けを求めているといえそうである。もっとも、この点については十分意識されているからこそ、当該公開買付けの実施に関して、価格と買付数の点において、通常の公開買付けでは課されていない制約を課しているといえるかもしれない。

### 3 27条の2第1項4号規定の適用場面か？

他方、2号規定の適用場面ではないと仮定した場合、27条の2第1項が規定するほかのどの条文が適用されるのであろうか。2号規定の脱法的な買付け等を防止する趣旨で設けられた4号の適否について考えてみる。

4号規定は、前述したように、①3ヶ月の期間内(以下、3ヶ月要件と呼ぶ)に、②10%超の株式を、株券等の買付け等または新規発行取得により取得する場合であり(以下、10%要件と呼ぶ)、③そのうち5%超が、特定売買による株券等の買付け等または市場外における株券等の買付け等(公開買付けによるものを除く)であり(以下、5%要件と呼ぶ)、④結果として3分の1を超える場合に該当するものである場合には、公開買付けによることを求める。

これを間接取得の事例にあてはめてみると、A社が、対象者株を3分の1超保有する資産管理会社の支配権を取得した行為は、3分の1超の株式取得を市場外取引で取得したことになるので、4号規定の10%要件(前述②)と

5%要件（前述㉔）、および㉕の要件も満たしたことになります、その結果A社は当該市場外取引を公開買付けの方法によって行うべきであったのであり、それにもかかわらずA社がその方法を選択しなかったことから、当該市場外取引以後3カ月間に（前述㉕）持分を3分の1超にすることはできない（しかしすでに持分を3分の1超にしているので、事実上追加取得そのものがないといえるべきか？）ことになるといえそうである。ところが、金融庁のQ&A問15では、前述したように、当該資産管理会社の株式の取得とともに、買付者又は当該資産管理会社により対象者に対して公開買付けを行うよう求めている。このことから、金融庁が間接取得ののち公開買付けが求めている根拠として4号規定はありえないと考えるべきであろう。

そうすると、やはり適用場面が若干異なるとはいえ、27条の21項2号規定を根拠に買付者または資産管理会社による対象者の公開買付けが求められていると考えるほかないのであろう。

#### 4 2号規定と4号規定の関連

ところでこのように考える過程で疑問を抱くのは、2号規定と4号規定との関係である。話が少しそれることになるが、ここで少しだけ両規定の関係を考えてみたい。

これまで検討してきた設定は「間接取得」の方法で3分の1「超」取得した場合である。

これに対して、間接取得の事例ではなく、A社がB社株を市場「外」取引により5%超取得して持分を3分の1「未滿」にした場合で、それから3ヶ月以内に追加的に取得して持分を3分の1超にしようとする際、2号もしくは4号のいずれの規定が適用されるのであろうか。たとえば4号規定の説明（第2節6（2）ウ）参照）に際して取りあげた例を使ってみるならば、これまでまったく対象者株を保有していなかったA社が、4月1日に市場「外」取引でB社株を25%取得したのち、6月1日に市場「外」取引で9%取得することを計画している場合（いずれも取引相手は1名とする）に、当該取引を公開買付けの方法で実現することができるのかを考えてみたい。

これが問題になりうるのは、4号規定の適用の仕方に関連があると考ええる。4号規定は、前述したように違う種類の取引の組み合わせ（主として市場「外」取引のあと市場「内」取引を行う場合）を念頭において設けられた規定であるが、規定上10%要件については『株券等の買付け等』または新規発行取得により取得する場合と規定しているにすぎない。そしてこの『株券等の買付け等』には、前述したように、市場「内」における買付け等、市場外における買付け等、さらには特定売買等による買付け等のほか、公開買付けによる買付け等も含まれると解されている。5%要件から複数回の買付け等には必ず5%超の市場「外」取引が含まれなければならないことになるが、その要件を満たした市場「外」取引+市場「外」取引の組み合わせにより持分を3分の1超にする行為もまた4号の適用可能性があるといえるそうである。そのため、市場「外」取引で持分を3分の1超にする行為は公開買付けの方法によることを求めた2号規定と抵触しうる。

5%超の市場外取引をしたのち3ヶ月以内に公開買付けにより追加取得を行って持分を3分の1超にする行為に2号ではなく4号が適用されるとするならば、2号は、①買付者がまったく対象者株を保有していないか、②「3ヶ月以上前」（したがって、4号規定の3ヶ月を満たさない）に市場「外」取引により株券等を取得して持分を3分の1未満にした場合、および③3ヶ月以内に市場外取引により5%以内（従って、4号規定の5%要件を満たさない）の株式取得を行って持分を3分の1未満にした場合のいずれかにあたるうえで、追加取得により持分を3分の1超にする場合に適用があることになるが、そもそも2号規定にはそうした制約は課されていない。市場外取引で持分を3分の1超にしようとする者に、公開買付けの方法による実現を求めているだけである。くわえて、もともと公開買付規制の大原則は2号規定であり、同号の脱法行為を防止する趣旨より4号規定が設けられた経緯を考えると、まずは2号規定の適用が検討されるべきではないのか。この考え方によっても4号規定の存在意義を奪うことにはならない。

当初はこのように2号と4号の関連について考えていたのであるが、解説

によると、市場外取引を繰り返して持分を3分の1超にする場合にも4号が適用対象になるようである。これは、4号規定が3分の1超になる行為について「当該買付け等または新規発行取得」と規定し、公開買付けによる株券等の買付け等を除外していないことが根拠だとされる<sup>55</sup>。つまり、3ヶ月の期間内に、5%超の市場外取引を含めて、10%超の株券等の買付け等または新規発行取得（公開買付けを含む）を行った結果所有割合が3分の1超になる場合には、一連の買付け等を公開買付けの方法で行うべきだということになる。先に挙げた例を使って説明すると、4月1日に市場「外」取引により25%取得したのち、それから3ヶ月以内の6月1日に9%の追加取得を市場「内」取引もしくは新規発行取得行為によって行う行為は4号規定により禁止されるほか、公開買付けによって実現することも（7月1日以降でない）できないことになる。そのため、立法担当者がいうには、「3分の1にいたらない段階においても、市場外における買付け等を行う場合には、公開買付けによる必要がないかを慎重に判断する」<sup>56</sup>必要があることになる。

しかし、やはり4号の適用場面については疑問がある。前述の立法担当者による説明によるならば、5%超の市場外取引を行った時点でそれから3ヶ月間は4号規定の適用対象となり、もはや2号の適用になる可能性はないことを前提としているかのようであるが、前述したように、2号がそのように限定的にしか適用されないことを示す文言はない。

また、こうした規制は市場外取引を躊躇させることにはならないであろうか。公開買付けでは、対象者株を保有する株主全員を対象に同一の条件で買い付ける旨の勧誘を行うがゆえに、一定の期間内での大量買付け等が認められた制度である。それにもかかわらず、同制度の規制にのっとり買付け等をしようとしても、過去3ヶ月間に5%超の市場外買付け等をしている場合に行うことができない（もっとも、過去に行った買付け等から3ヶ月の間、公開買付けのどの行為（たとえば公開買付開始公告が許されないのか、あるいは買付期間が終了してはいけないのか）ができないのかについては議論がある）とすることは、4号に対して、同規定が設置された目的・趣旨以上の

効果を与えるものである。そのほか、まったく過去に買い集めをしていなかった者が2号規定に従って公開買付けの方法で持分を一気に3分の1超にする行為と比較して、なぜ公開買付けに先立って市場外で買い集めをしていると、その後公開買付けを行う時間的な制約が課されることになるのかについて説明がつかないように思われる。そのため、立法論としては、4号規定の10%要件に該当するものから公開買付けによる買付け等が除外されるべきだと考える。

## 5 Q & Aへのさらなる疑問

金融庁は、間接取得であっても、対象者の「株券等の買付け等」の一形態にすぎないと認められる場合があり、その場合には、（前述の検討によると、27条の2第1項2号を根拠に）当該買付者に公開買付けを求めているが、そこでは買付予定数と買付価格の両方において制約を課している。すなわち、「買付予定数の上限を定めていない」こと、および「当該資産管理会社の株式の取得における価格に相当性があると認められる場合（資産管理会社が所有する対象者の株券等が公開買付価格と同額以下に評価され、かつ、他の資産の評価の合理性につき公開買付届出書において説明がなされている場合等）」である。これらは金融庁が「取引の実態に照らし、実質的に投資者を害するおそれが少ないと認められる場合」の一例として挙げたものにすぎないが、そのことを認識しつつ、やはり以下のような疑問が生じる。

### （1）買付予定株式数に関する制約

間接取得に際して求められる公開買付けにおいて買付予定株式数の上限を定めないことが「実質的に投資者を害するおそれが少ないと認められる」事例として挙げられているのは、「当該取引において株主等が売却することができる株券等の数の点について公平であることが明らかであるから」だと説明される<sup>57</sup>。A社が対象者株を間接的に取得する行為と、A社または（A社によって支配権を取得された）資産管理会社によって行われる公開買付けを一体として扱うことで、対象者株を保有する資産管理会社とそれ以外の対象者株保有者とを平等に扱おうとする趣旨だと思われる。しかし、買付予定株

式数の上限が設定できないということは、買付者は応募のあった株券等を全部買付けなければならないことを意味するのであるが、そうした負担を買付者に求めるのはなぜであろうか。

公開買付規制は、原則として応募のあった株券等の全部を買い付けることを求めている（いわゆる全部買付義務）（27条の13第4項）が、これには例外がある。それは、公開買付開始公告と公開買付届出書の両方に、①応募株券等の合計が、買付予定株券等数の全部またはその一部としてあらかじめ公開買付開始公告と公開買付届出書において記載された数に満たないときには応募株券等の全部の買付け等をしないことを付した場合、および②応募株券等の数の合計が、買付予定株券等の数を超えるときには、その超える部分の全部または一部の買付け等をしないこと、を記載した場合である（同項）。このように例外的とはいえ買付者側の事情・経済的負担等を考慮した買付け等が認められている。間接取得ののち行われる公開買付けで、買付者が応募のあった株券等を全部買い付けるならばたしかに問題はないが、それでははたしてどのような場合に、例外的とはいえ買付者側の事情等で許される一部買付け等を行うことができるのであろうか。公平性の観点からすると、そうした買付け等は間接取得の場合許されないのか？

またこのことは、A社が資産管理会社の株式を100%取得した場合に妥当するが、そもそもQ&Aでは、A社または資産管理会社による対象者への公開買付けの前提として、資産管理会社の株式を買付者が100%取得する場合に限っておらず、「当該資産管理会社の総株主の議決権の過半数を取得することとなるなど、結果的に当該資産管理会社を『支配し得るようなもの』をいう」としているにすぎない。事情によっては資産管理会社の株式を50%超100%未満取得する場合も当然ありうる。そうした場合においても買付予定株式数の上限を設けることが許されないのであろうか。対象者株を発行済株式総数の3分の1超所有する一般的な（資産管理会社ではない）会社の支配権を取得した場合にはどうか。このように問15の回答がどこまであてはまるのか疑問である。



## （２）買付価格に関する制約

第二に、A社または資産管理会社による公開買付けの場合、「当該資産管理会社の株式の取得における価格に相当性がある」ことが求められており、その例として、「資産管理会社が所有する対象者の株券等が公開買付価格と同額以下に評価され、かつ、他の資産の評価の合理性につき公開買付届出書において説明がなされている場合」が挙げられている点である。このうち、「資産管理会社の株式の取得における価格に相当性がある」と「買付価格」との関連がよくわからない。

金融庁が、資産管理会社の支配権を取得することにより同社保有のB社株を間接取得する行為と、公開買付けを通じて資産管理会社以外の株主から対象者株を取得する行為とを一体的に考えようとしたことが推測できる点については前述したとおりである。しかしこの考えに基づいて公開買付けの買付価格を設定する際、資産管理会社の株式取得に要した費用を基準にすることを求めているのであろうか。資産管理会社が対象者の株式だけでなく他の会社の株式を保有している場合には、資産管理会社の株式取得に要した対価と、そのうち対象者に対して行われる公開買付けとの関連は薄くなるといえそうである。そうしたことから、「資産管理会社の株式取得価格」に相当性があることではなく、むしろ「公開買付けの買付価格」に相当性があることを求めるべきではないのか。

また、一般的な公開買付けにおいて買付価格の設定に関してはなんの制約もない。過去には、買付価格に関する規定の設置については議論されたことがあるという。イギリスの公開買付規制では、買付価格を直近12カ月の最高価格以上の価格に設定しなければならないとする規定が設けられていることを参考にして、わが国でも同様の規定の導入が検討されたものの、同様の規定が設けられるならば、①経営が悪化している企業の再生を目的とする公開買付けの場合に、価格規制が過度の制約になりかねないこと、②市場全体で株価下落の傾向にある際、それに連動する形で株価が下落している株券等を買付け対象にする場合も視野に入れる必要があるのではないかという問題点

が挙げられた結果、規定の新設は見送られたという<sup>57</sup>。そのため実務では、公開買付けが強制される場面において、買付価格を市場価格未満の額に設定（いわゆるデイスカウントTOB）することも可能である。それと比較して、間接取得による対象者株の買付け等に伴う公開買付けには、価格についての制約が課されている点はどう理解すべきであろうか。

一つの考え方としては、買付者（A社）が、公開買付けに先立ち間接的とはいえ対象者株を既に3分の1超所有している点を、買付価格に関する制約を設けた理由に挙げることができるかもしれない。対象者が株式全部を取得することを目的としておらず、対象者の支配権さえ獲得できればよいと考えている場合には、対象者の株式を3分の1超保有する資産管理会社の議決権の過半数を取得した時点で、A社は既に目的を達成しているのである。そのため、Q&Aで示されているように、当該買付者に「当該資産管理会社の株式取得と『ともに』買付者または当該資産管理会社による対象者に対する公開買付け」を求めたとしても、買付者側には積極的に公開買付けにより株式を追加取得しようという動機を持たない。そこで、A社としては、前述したように、現行法下では買付価格の設定に関する制約が設けられていない点を利用して、事実上対象者株主にとって魅力のない、いわば形だけの公開買付けを行う可能性がある。こうした行為を防止するため、あえて価格に関する目安を示したと考えることは可能ではなかろうか。

なお、このように考えた場合、わが国の公開買付規制が持分を3分の1超にする市場外での株式取得を公開買付けの方法による規制方法を採用していることと、その際の買付価格に関する規定が設けられていないこととは関連性があるといえそうである。

## 第五節 まとめにかえて

以上のことから、公開買付規制の脱法行為をさせないためにどのような規定で対象者株の間接取得を規制対象に加えるべきかが難しい問題であることがわかる。

そうした困難さとは別に、間接取得の場合を例外的とはいえ公開買付規制の対象に加えるのであれば、同じ趣旨から、類似した株式取得についてもまた規制対象とすることが検討される必要がある。たとえば、担保権の実行の場合を一例として挙げるができる。

株券等に係る担保権を取得する場合、当該担保権が質権であるか譲渡担保であるかを問わず、それだけでは「株券等の買付け等」に該当せず、公開買付けを行う必要はないとされている（金融庁Q&A問18）。これに対して、担保権の実行の場合にはどうか。担保権の実行により債権者（A社とする）が担保の対象になった会社（B社とする）の株券等を取得した結果、B社の発行済株式総数の3分の1超を所有することになる場合であっても、「担保権の実行による特定買付け等」については公開買付けの適用除外にすることが明記されており（施行令6条の3第8項）、そのためA社はB社に公開買付けを行う必要はない。

もっとも、これがどのような場合でも妥当するわけではないことを、同じくQ&A問18で金融庁は明らかにした。すなわち、「担保権の実行による特定買付け等について公開買付けを行う必要がないことを利用して、公開買付けを行わずに株券等の買付け等を行うために担保権を取得し、実行するような場合、公開買付規制に抵触するものと考えられる」とする。しかも、対象者株を3分の1超所有する資産管理会社の株式を取得した場合と比較すると、担保権実行の場合には債権者が直接対象者株を取得することになるのである。担保権実行の場合を例外的に規制対象に加えるためには、「公開買付けを行わずに株券等の買付け等をおこなう目的で担保権を取得した」という主観に関する立証が必要になってくるという点でむずかしさはあるものの、両者を平行に考えることは十分可能であろう。

※本稿は、財団法人日本証券奨学財団による奨学金の成果の一部である。

号58頁。

- 2 内藤純一「新しい株式公開買付制度〔上〕」商事1219号3頁。もっともこれは公開買付規制が設置された当初示された規制趣旨である。現在ではそれにくわえて、買付者・対象者間および競合する買付者間の公平性の確保が追加されているといわれている（黒沼悦郎『金融商品取引法入門』（日本経済新聞社、2006年）90頁、武井一浩弁護士発言「対談 企業再編の課題と展望（武井一郎×中東正文）『会社法下のM&Aを語り尽くす〔3〕』ビジネス法務7巻3号63頁。
- 3 三井ほか・前掲注（1）58頁。
- 4 金融庁「『株券等の公開買付けに関するQ&A』の追加（案）の公表について」（平成22年2月15日）（<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100215-2.html>）の「別紙1 追加案」参照。
- 5 河本一郎・大武泰南『金融商品取引法読本』（有斐閣、2008年）130頁。
- 6 松川隆志「有価証券の公開買付けの届出制度」商事556号5頁。
- 7 金融庁告示第53号（平成17年7月8日）  
（<http://www.fsa.go.jp/common/law/kokuji/20050708kin53.pdf>）参照。
- 8 2005年2月22日および3月16日付け日本経済新聞。
- 9 ToSTNeT取引とは、Tokyo Stock Exchange Trading Network Systemの略で、立会外売買取引の機能を拡充し、機関投資家や海外投資家等の多様なニーズに対応するため東証が導入した電子取引ネットワークである。1998年にToSTNeT-1（立会市場の直近値を基準にした価格で、相手方取引参加者、銘柄、数量等を指定して行うことができる取引）とToSTNeT-2（立会市場での終値またはVWAP（出来高加重平均価格）を基準にして行う取引方法）が相次いで導入されたほか、平成20年1月15日には自己株式取得専用としてToSTNeT-3（買方を発行会社に限定した取引）が開始された（東証のウェブ（<http://www.tse.or.jp/rules/tost/index.html>）参照。
- 10 ToSTNeT-2取引は、クロス取引を除いて時間優先の原則が働くため、当該取引に参加する機会が株主全員に提供されるのに対して、ToSTNeT-1取引では価格優先の原則と時間優先の原則のいずれについても適用がない。この違いを原因として、公開買付けの適用対象はToSTNeT-1取引だけなのか、それともToSTNeT-2取引も含まれるべきなのかで議論が分かれた。後者を支持する見解は、その理由として、ToSTNeT-2取引もまた実質的には競争原理に基づく市場取引とは言えない点を挙げた（上村達男先生の鑑定意見・別冊商事法務289号『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』（商事法務、2005年）所収（51頁））。
- 11 金融庁「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」

- (2006年12月13日) (以下、パブコメ回答と呼ぶ) No25、大来志郎「公開買付制度・大量保有報告制度」商事1774号39頁。
- 12 パブコメ回答No26。
  - 13 パブコメ回答No3。
  - 14 もっとも4号規定は必ずしも2号の脱法行為を完全にカバーするものではない。これは4号が、適用範囲を明確にする趣旨より取得方法と取得数を限定している点に原因がある。このような規定方法を採用した場合、その数値にわずかでもあてはまらない一連の買付け等は4号規定の対象外になる。
  - 15 川濱昇先生発言・証券取引研究会「証券取引法の改正について(26)公開買付制度の改正について」インベストメント45巻2号 (No270) (1992年) 36頁。
  - 16 2005年9月27日付と10月4日付阪神電気鉄道株式会社のリリース。
  - 17 金融審議会金融分科会第一部会「公開買付制度等ワーキング・グループ報告(案)——公開買付制度等のあり方について」の2。
  - 18 大来・前掲注(11) 40頁。
  - 19 さらに、立法担当者による解説には、4号規定の留意点として、「取引状況によっては3分の1を超えた後の取引所有価証券市場内における買付け等が制限される場合がありうるということである。過去3ヶ月間に取引所有価証券市場外で公開買付けによらずに5%超の株券等を買付けた者は、3分の1を超えた後の取引所有価証券市場内における買付け等も含め、全体として10%を超える取得ができない。」とする(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) 35頁)。
  - 20 石井禎・関口智弘編『実践TOBハンドブック』(日経BP社、2007年) 84頁。
  - 21 たとえば、ドン・キホーテの事例がある。ドン・キホーテは、オリジン東秀に対する公開買付けが失敗に終わった翌日から数日間、市場取引を通じてオリジン東秀株を追加取得することで持分を約30%超から47.8%まで増やしたのであるが、その期間は、ドン・キホーテによる公開買付けに対するホワイトナイトとしてイオンがオリジン東秀に公開買付けを行っている最中でもあった(読売新聞平成18年2月16日)。
  - 22 池田ほか・前掲注(19) 37頁。
  - 23 もっともこの規定によっても、注20で示したドン・キホーテの事例は、3分の1超の持分を所有している者による追加取得ではないため、規制対象にならない。
  - 24 池田ほか・前掲注(19) 38頁。これは過剰規制にならないようにするための配慮だったかもしれないが、それではたして5号の立法趣旨に沿うのかは疑問である。

- 25 大来・前掲注(11) 42頁。
- 26 黒沼悦郎「公開買付制度・大量保有報告制度の改正」ひろば2006年11月号22頁。
- 27 清原健「公正・透明な買収ルールを目指す公開買付制度の改正」ビジネス法務・平成18年12月号36頁。
- 28 清原健『詳解 公開買付けの実務』(中央経済社、2007年) 86頁。
- 29 2010年1月25日付KDDIによるリリース。
- 30 2010年1月25日付KDDIによるリリース。
- 31 国内の電話網は、公社時代に全国に敷設してきた関係で現在もNTTが独占しており、ほかの通信会社はNTTの電話線を借りてADSLや固定電話などのサービスを提供しているところ、NTTは2010年度より回線の接続料を最大7%引き上げることを明らかにした。これは合計で100億円以上の負担増を意味するものであった。そこで、KDDIを含む通信会社14社は2010年1月14日に、接続料の算定方式を抜本的に見直すよう求める連名の要望書を総務省に提出したという(2010年1月15日付日本経済新聞)。
- 32 2005年1月25日におけるKDDIの「2010年1月決算社長会見」。
- 33 これまでは、ケーブルテレビも地上波テレビと同様「放送」(正確には、地上波テレビが「放送」でケーブルテレビは「有線放送」)と位置づけられていたため、放送局の同意が得られれば、地上波放送などをケーブル視聴者に転送するだけの同時再送信(空中波の番組を受信して、空中波の放送と同じ時間に自分の加入者に流すこと)が可能であった。  
これに対して、IP放送は、事業者施設から受信者宅まで全チャンネルが送信されている著作権法上の「有線放送」と異なり、事業者施設から電話局等に設置されたIP装置までは全チャンネルが送信されているものの、IP装置から受信者宅までは受信者の「求め」に応じて受信者が選択したチャンネルのみが送信されているため著作権法上「自動公衆送信」と位置づけられ(鈴木雄一「通信と放送の融合に伴う著作権問題の研究」電気通信普及財団研究調査報告書22号2007年70頁以下([http://www.taf.or.jp/publication/kjosei\\_22/index-1/page/p070.pdf](http://www.taf.or.jp/publication/kjosei_22/index-1/page/p070.pdf))参照)、番組のネット配信と同じ扱いであった。そのためこれらの番組を流すためには出演者らの事前許諾が必要とされ、同時再送信は事実上できなかった(2006年2月6日付読売新聞)。
- 34 宇賀村泰弘「IP放送における地上波再送信の意味」(日本総研・コラム「研究員のココロ」2006年6月12日)(<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=5893>)。
- 35 「通信会社が勢力拡大 岐路に立つJ:COM」週刊東洋経済(2009年11月14日号)30頁以下、2010年4月15日付日経産業新聞。
- 36 2010年1月26日付日経産業新聞。

- 37 2010年1月25日付KDDIによるリリース。
- 38 2010年1月28日付日本経済新聞。
- 39 国際事業などで会社が直面する法的課題が複雑になっており、判断を誤れば業績が低迷したり、経営責任を問われかねないことから、大手企業では自社の顧問弁護士以外の弁護士にも意見（セカンドオピニオン）を求める動きが広がっているという。KDDIもその例外ではなく、J：COMの間接取得を公開買付けの方法によることなく行うことが金商法違反にあたらないか否かについてセカンドオピニオンを求め、合法であるとの見解を得たことから、J：COMへの資本参加についての公表を行ったという（2010年5月3日付日本経済新聞「法務インサイド」）。
- 40 2010年1月28日付日本経済新聞、2010年1月28日付ロイターの記事  
（<http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPJAPAN-13596320100128>）。
- 41 2010年1月28日付ロイターの記事  
（<http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPJAPAN-13596320100128>）。
- 42 2010年2月4日付日経産業新聞
- 43 2010年2月3日付読売新聞。
- 44 2010年2月6日付KDDIによるリリース。
- 45 2010年2月12日付KDDIによるリリース。
- 46 興味深いのはその直後の住商の動向である。

KDDIが保有するJ：COM株の間接持分比率を引き下げる旨を公表してから3日後の2月15日に、住商はJ：COMに対する公開買付けを発表した（2010年2月15日におけるJ：COMのリリース）。LGIとともにJ：COMを設立したほか、それ以来、歴代の社長や役員、多くの社員を派遣して育ててきた会社であることから、「引き続き主導権をもってバリューを上げていきたい」と、住商の取締役は記者会見で話したという（2010年2月27日版東洋経済14頁。なお同紙は、住商がJ：COMへの公開買付けを決めたことが、KDDIにとって、間接取得について金融庁から指摘を受けた点に続く「2度目の誤算」であったと表現している）。

住商による公開買付けは、3月3日から4月14日までの期間（30営業日間）、直近の株価に約5割のプレミアムを付けた額（139,500円）で、公開買付け後の所有割合が40%になることを目指して行われた（2010年3月3日付住商の公開買付届出書）。

「買付価格が魅力的であった」（2月27日版東洋経済14頁）ほか、対象者であるJ：COMが当該公開買付けに賛同する旨の意見表明を行ったこと（3月2日付意見表明報告書参照）等から、一般の予想どおり公開買付けは成功に終わり、住商はJ：COM株を40.11%所有する筆頭株主に躍り出た

(4月15日付け住商による公開買付報告書)。

そののちの住商とKDDIの動向が注目されていたところ、4月22日に住商はKDDIとの間でJ:COMに関する協力体制をとる旨の合意をしたことを明らかにし(4月22日付け住商によるリリース)、6月10日には住商・KDDIおよびJ:COM3社間の締結を発表した(6月10日付けJ:COM、住商・KDDI三社によるリリース)。

- 47 金融庁のHP「株券等の公開買付けに関するQ&A」の追加について

(<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100331-11.html>)の別紙1「主要なご意見等に対する金融庁の考え方」。これは、間接取得に関する内容に限られていない点やKDDIの事例が生じた直後の公表であることから、KDDIの事例が生じる以前から公表に向けて準備されたものがたまたまこの時期に公表されたものであることがわかる。

- 48 三井ほか・前掲注(1)88頁。

- 49 平成22年3月31日付金融庁「『株券等の公開買付けに関するQ&A』の追加について」の中の別紙1「主要なご意見等に対する金融庁の考え方」問15。

- 50 金融庁のHP「株券等の公開買付けに関するQ&A」の追加について

(<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100331-11.html>)の中の別紙2「株券等の公開買付けに関するQ&A(追加分)問15。

- 51 黒沼悦郎先生のブログ「支配権の間接取得と公開買付けの強制(1)」(2010年4月10日)

- 52 「スクランブル」商事1893号58頁。

- 53 前述したKDDIの事例では、金融庁が実態に踏み込んだ実質判断を行いつつあると評価された。他方で、本来求められていたはずのそうした役割を今後金融庁が果たしていくためには、処分の公正さ期するための高い独立性を確保することが課題であるという発言(上村達男先生)もある(日本経済新聞2010年3月1日付「法務インサイド」)。

- 54 三井ほか・前掲注(1)58-59頁。

- 55 大来・前掲注(11)40頁。

- 56 池田ほか・前掲注(19)34頁。

- 57 三井ほか・前掲注(1)62頁。

- 58 金融庁「公開買付制度等に係る討議資料(5)」(平成17年10月14日)([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryu/kinyu/dail/tob/f-20051014-6.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dail/tob/f-20051014-6.html)の中の資料2)