



Newsletter

ATSUMI & SAKAI
www.aplawjapan.com

2024年1月22日

No. A&S_029

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（令和5年12月25日付）の概要

執筆者：弁護士 [町田 行人](#)

I. はじめに

令和5年3月2日、金融審議会にて公開買付制度・大量保有報告制度等の見直しへの着手が決定され、同年6月5日、「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」による審議が開始されたところ、同年12月25日、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・グループ報告が公表されました¹。前回の改正からすでに17年が経過していますが、公開買付制度・大量保有報告制度等の見直しは、上場企業、投資家、各種金融機関など様々なプレイヤーに実務上のインパクトを与えることが予想されます。ここでは、取り急ぎ同報告の概要について説明します。

II. 報告概要

1. 公開買付制度

(1) 主な提言

公開買付制度について、市場内取引等を通じた非友好的買収事例の増加、M&Aの多様化といった環境変化を踏まえ、主な事項として以下の提言がなされました²。

① 資本市場の透明性・公正性を確保するため、市場内取引を通じて企業支配権に重大な影響を与える場合にも、公開買付けの実施を義務付けるべき

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も見受けられ、そのような会社支配権に重大な影響を及ぼすような取引については、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った問題が指摘されていました。これを踏まえて、会社支配権に重大な影響を及ぼすような証券取引の透明性・公正性を確保する観点から、市場内取引（立会内）についても3分の1ルールの適用対象とすべき、旨の提言がなされました。

¹ 報告書原文については、次の金融庁ホームページのリンク参照。

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231225.html

² この他にも、公開買付制度におけるいわゆる5%ルールの適用対象の明確化、公開買付けの予告及びその他の課題についても提言がなされました。

市場内取引を通じた株式取得が 3 分の 1 ルールの適用対象となれば、公開買付規制を遵守するためには、市場内取引の状況を把握し、コントロールしていく必要が生じます。特に、多数のグループ会社を抱える金融機関グループなどにおいては、管理体制の見直しが必要となるかもしれません。また、買収者側における買収手法にも影響を与えることが予想されます。今後の改正の動きを注視する必要があります。

② 企業支配権に重大な影響を与えるか否かの閾値を、議決権行使割合や諸外国の水準を踏まえ、「議決権の 3 分の 1」から「議決権の 30%」に引き下げるべき

諸外国の公開買付制度を概観すると、公開買付けの実施が義務付けられる閾値を 30%としている例が多いことや、我が国上場会社における議決権行使割合を勘案すると、30%の議決権を有していれば、多くの上場会社において株主総会の特別決議を阻止することができ、株主総会の普通決議にも重大な影響を及ぼし得るものと推察されることなどを踏まえて、3 分の 1 ルールの閾値を 30%に引き下げることが適当と考えられる、旨の提言がなされました。

現在の 3 分の 1 (約 33.4%) の閾値から若干引き下げられて 30%になったとしても、実務上、それほど大きな影響を与えるものではないと予想されます。現在、買収への対応指針 (いわゆる買収防衛策) においては、20%を閾値として、投資家に各種対応を求めるケースが多いところですが、3 分の 1 ルールの閾値を 20%まで引き下げるとの議論はなされておらず、20%~30%までの取得に対しては、引き続き必要に応じて各上場会社が買収への対応指針などを設けて対応することになると考えられます。

③ 買付予定数に上限を設定した公開買付けを実施する場合、公開買付け後の少数株主との利益相反構造に対する対応等について説明責任を果たさせるべき

現行の公開買付制度上、基本的に部分買付け (上限を付した公開買付け) を実施することが許容されていますが、このような部分買付けについては、支配権取得後に対象会社の企業価値の減少が予測される場合に、一般株主において、企業価値の減少による不利益を回避するため、公開買付価格等に不満がある場合であっても公開買付けに応募するインセンティブが生じるという問題 (いわゆる「強圧性」の問題) や、支配株主の異動により支配株主と一般株主との利益相反構造が生じ得る (又は変動し得る) にもかかわらず、按分比例の決済となるため全ての応募株式の売却が担保されているものではなく、一般株主に十分な売却機会が与えられないといった問題が指摘されています。これらの部分買付けが内包する問題に鑑みれば、少なくとも部分買付けを実施する際には公開買付者 (及び当該部分買付けに賛同する対象会社) が一般株主の理解を得よう努めることが望ましく、公開買付届出書における開示の規律を強化し、部分買付け後に生じる少数株主との利益相反構造に対する対応策や一般株主から反対があった場合の対応策についての説明責任を果たさせる措置などが考えられる、旨の提言がなされました。また、加えて、全部買付け (上限を付さない公開買付け) を含め、公開買付者が任意に、公開買付けの成立後に追加応募期間を設けることができるようにすべき、旨の提言もなされました。

なお、部分買付けを禁止すべきか否かについても審議されたものの、望ましい M&A を阻害する効果を伴い得るとの意見などを踏まえて、引き続き検討されるべき課題とされました。そのため、M&A の手法として引き続き部分買付けが選択肢として残されますが、部分買付け後の各種取扱いについて十分な説明を行うことが求められていくことに留意する必要があります。

④ 実態に即しない画一的な運用を避けるため、個別事案ごとに例外的な取扱いを許容する制度を設けるとともに、それを可能とするために当局の体制を強化すべき

現行の公開買付制度は、公開買付けの条件等について各種規制を設けていますが、これらの各種規制について、実質的な観点から個別事案ごとに例外的な取扱いを許容するような制度は設けられ

ていません。そこで、当局において引き続き体制の強化に努めていくことを前提に、まずは以下の各規制について、個別事案ごとに当局の承認を得ること等によって、規制が免除される制度を設けるべきである、旨の提言がなされました。

- 別途買付けの禁止に関する規制
- 形式的特別関係者に関する規制（一定の資本関係がある場合であっても、一定の場合には形式的特別関係者から除外することを含む）
- 公開買付期間に関する規制（一定の場合には、60 営業日を超える任意の延長を認め、又は公開買付届出書の訂正に伴う義務的な延長期間を不要若しくは短縮することを含む）
- 買付条件の変更に関する規制
- 公開買付けの撤回に関する規制
- 全部買付義務・全部勧誘義務に関する規制（一定の場合には、海外預託証券を全部勧誘義務の対象となる株券等の範囲から除外することを含む）

個別事案ごとに例外的な取扱いを許容する制度が設けられるのであれば、より適切な実務対応を進めることが期待できる一方で、当局の裁量の幅が広がれば、当局の判断次第で不本意な対応を求められる懸念も残ります。今後、当局の体制が強化され、当局による適切な対応がなされていくことが期待されます。

(2) 今後の検討課題とされた事項

審議の対象とされたものの、提言を見送られた主な事項として次のものがあります。

① 欧州型の規制

欧州諸国の公開買付制度においては、公開買付制度を、支配権異動の場面において少数株主が公平な価格で売却する機会を確保するための制度と位置付けた上で、取引の類型によって公開買付けの要否を区分するのではなく、一定の閾値を超えた場合には原則として事後的に公開買付けの実施を義務付ける規制、部分買付けの原則禁止、最低価格規制が採用されており、このような欧州型への移行の可否について審議されました。審議の結果、直ちに欧州型の規制に移行すべきとの結論には至らなかったものの、将来的な欧州型の規制への移行の可能性も念頭に置きつつ、公開買付制度の適用範囲や部分買付けの許否など、各検討課題について個別に検討し、欧州型の規制への移行については、当局における実質的判断機能を担う体制の整備状況を踏まえつつ、引き続きの検討課題とされました。

我が国の公開買付制度は、米国型と欧州型の間位置するような独自の制度として発展を遂げてきました。欧州型の規制への移行については、将来的な課題として残りますが、当面は抜本的な制度変更までには至らずに現行の制度をベースとして社会状況等の変化に伴う問題へ対処するための改正などがなされていくものと予想されます。

② 事前・事後の救済制度

公開買付けに関する事前・事後の救済制度を設けるべきではないか、具体的には、公開買付けに関する事前の救済制度として、対象会社やその株主に法令違反又は著しく不公正な方法による公開買付けを差し止める権利を付与する制度の導入、また、事後の救済制度として、公開買付制度に違反して取得した株式について議決権を停止する制度や売却命令を賦課する制度の導入、が検討されました。審議の結果、直ちに事前・事後の救済制度を設けるべきとの結論には至らなかったものの、これらの点については、必要に応じて引き続きの検討課題とされました。

2. 大量保有報告制度及び実質株主の透明性

(1) 主な提言

大量保有報告制度や実質株主の透明性について、パッシブ投資の増加、企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まり、協働エンゲージメントの広がりといった環境変化を踏まえ、主な事項として以下のとおり提言がなされました³。

- ① パッシブ投資家が企業と深度ある対話を実施できるよう、「企業支配権等に直接関係しない行為」を「目的」とする提案行為を、「企業経営陣に採否を委ねる」という「態様」で行う場合には、報告書の提出頻度を緩和する特例を受けられるよう明確化すべき

金融商品取引業者等が（報告書の提出頻度の緩和を含めた）特例報告制度を利用するためには、その要件として、重要提案行為を行うことを保有の目的としないことが必要とされているところ、この重要提案行為の範囲については、2014年のスチュワードシップ・コード策定時に一定の解釈の明確化が図られたものの、いまだ不明確又は広範な規制となっており、企業と投資家との実効的なエンゲージメントの促進のためには、更なる明確化又は限定が必要との指摘がなされていました。重要提案行為は、当該行為の経営に対する影響力に着目し、そのような行為を目的としている場合には特例報告制度によらず一般報告制度により迅速な情報開示を求めるものであるところ、配当方針・資本政策に関する変更などといった企業支配権等に直接関係しない事項の提案行為を目的とする場合については、単に提案行為を行うことのみによって直ちに経営に対して大きな影響が生じるものとは言い難いところです。そこで、企業支配権等に直接関係する行為を目的とする場合については、広く重要提案行為に該当する規律としつつ、企業支配権等に直接関係しない提案行為を目的とする場合については、当該提案行為の態様について着目し、その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様による提案行為を行うことを目的とする場合に限り、重要提案行為に該当する規律とすることが適当である、旨の提言がなされました。

重要提案行為の範囲が改正されることによって、特例報告制度を利用できることが明確となり、機関投資家によるエンゲージメント活動の促進につながることを期待されます。

- ② 協働エンゲージメントを促進する観点から、複数の機関投資家が一定の合意を行わない限り、「共同保有者」として保有割合を合算する必要がないこととすべき

大量保有報告制度における共同保有者概念は、株主としての議決権その他の権利に関する合意がある場合に限って適用されるため、協働エンゲージメントの局面に直ちに適用されるものではないと考えられますが、一方でかかる合意に黙示の合意が含まれることとなる結果、機関投資家による協働エンゲージメントに萎縮効果をもたらしているとの指摘がなされていました。そこで、そのような萎縮効果を低減させるべく、共同保有者概念が経営に対する影響力に着目した規律であることを踏まえ、例えば、機関投資家による協働エンゲージメントに関して、共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的とせず、かつ継続的でない議決権行使に関する合意をしているような場合については、共同保有者概念から除外することが適当である、旨の提言がなされました。

一定のケースが共同保有者概念から除外されることにより、機関投資家による協働エンゲージメント活動の促進につながることを期待されます。他方、本来、共同保有者として大量保有報告を行うべき者が適切に開示をしていないのではないかと疑われるケースもあり、脚注3で述べたとおり、

³ その他、大量保有報告制度の実効性の確保及びその他の課題についても提言がなされました。その他の課題についてはいくつか適切に対応すべきとの結論が出されていますが、そのうち「一定の資本関係がある場合には、別個独立に議決権等を行行使する方針であったとしても、共同保有者とみなされるという課題について、一定の場合には当局の承認を得ること等によって共同保有者から除外される制度とすること」との結論が示されたことについては、金融機関グループにおける今後の大量保有報告の実務に影響を与える可能性があり、注目に値します。

大量保有報告制度の実行性の確保の観点からの提言もなされており、共同保有者の認定に係る立証の困難性の問題については、一定の外形的事実が存在する場合には共同保有者とみなす旨の規定を拡充すべき、ものとして対応していくことが想定されています。

③ 現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引について、潜在的に経営に対する影響力を有するものや潜脱する効果を有するものを規制の対象とすべき

現行の大量保有報告制度上、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引のロングポジションを保有するのみでは、基本的に大量保有報告制度の適用対象にならないと考えられているところ、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引であっても、現物決済型のエクイティ・デリバティブ取引に変更することを前提としている事例や、そのようなポジションを有することをもって発行会社にエンゲージメントを行う事例なども存在し、これらの事例については大量保有報告制度に基づく情報開示を求めるべきとの指摘がなされました。そのような事例では、すでに現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を開始した時点において、潜在的に経営に対する影響力を有しているものと評価することができるとともに、実質的に大量保有報告制度を潜脱する効果を有するものと評価することもできるため、大量保有報告制度の適用対象とすることが適当である、旨の提言がなされました。ここで規制対象として想定されるものとしては、①取引の相手方から株券等を取得することを目的とするもの、②取引の相手方が保有する株券等に係る議決権行使に一定の影響力を及ぼすことを目的とするもの、③これら①②のような地位にあることをもって発行会社に重要提案行為等を行うことを目的とするもの等が考えられる、とされています。

ここではこのような潜脱的な取引について例外的に規制対象とすることを想定するものであり、あくまで現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引のロングポジションの保有については、報告書の中でも次の指摘がなされているように、原則として規制対象とすることは想定されていません。「大量保有報告制度が経営に対する影響力に着目して大量保有者に情報開示を求める制度である点を重視するのであれば、経済的な利益の獲得を目的とし、議決権その他の株主権の移動を伴わない現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引について、情報開示を求める必要性は高くはない。」(下線執筆者追加)

この点、規制対象として想定されるものとして挙げられている③は、抽象的な表現であり対象範囲が明確ではありませんが、上記の原則と例外の関係を踏まえると、発行会社からはわからない現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引のロングポジションを保有しており、より多くの議決権を行使できることを発行会社に示してエンゲージメントを行うような例外的なケースを想定しているものと理解できると考えられます。いずれにせよ今後の立法過程において明確化が図られることが期待されます。

④ 実質株主の透明性に関して、実質株主を効率的に把握できるようにするため、1) 機関投資家の行動原則として、株式の保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示し、2) 法制度上義務付けることを検討すべき

現行制度上、名義株主については、会社法上の株主名簿や有価証券報告書等の大株主の状況に関する開示を通じて、発行会社や他の株主がこれを把握する制度が整備されている一方、当該株式について議決権指図権限や投資権限を有する者(いわゆる「実質株主」)については、大量保有報告制度の適用対象(5%超)となる場合を除き、発行会社や他の株主がこれを把握する制度が存在しません。このため、企業と株主・投資家の対話を促進する観点から、実質株主とその持株数について、発行会社や他の株主が効率的に把握できるよう、諸外国の制度も参考に実務的な検討がされるべきとの指摘がなされています。具体的には、まずは早急に、機関投資家の行動原則としてその保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示することを、またその後、そのような回答を法制度上義務づけることを、それぞれ検討すべき、旨の提言がなされました。

発行会社が、実質株主を把握する制度が存在しないことは従前より問題点として指摘されていましたが、今回の提言を受けて、発行会社の質問により、実質株主を把握する手段が整備されることが期待されます。

(2) 今後の検討課題とされた事項

大量保有報告制度の実効性を確保するためには、欧州諸国の例に倣い、大量保有報告制度に違反した者が保有する株式の議決権を停止する制度を設けることが最も効果的であるとの意見も見られたところ、そのような制度については、公開買付制度に関する議論と同様の課題もあり、必要に応じて引き続きの検討課題とされました。

III. 今後想定される動きと実務への影響

今後想定される動きとしては、公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告を受けて、金融庁など関係各省庁において法令改正案等の検討がなされ、順調に行けば本年度の通常国会に内閣提出法案として金融商品取引法の改正案が提出され、審議されることになるかもしれません。現時点では定かではありませんが、仮に本年度の通常国会で審議され本年5月又は6月頃に改正案が成立した場合には、政令・府令の改正を経て、成立から1年前後で施行されることが予想されます。また、実質株主の透明性に関して提言された機関投資家の行動原則（日本版スチュワードシップ・コード）などいわゆるソフトローで対応する動きも並行して進められると予想されます。

公開買付制度・大量保有報告制度等の変更は、M&Aの実務や投資家の投資行動、それらに関わる各種金融機関の対応など、上場企業、投資家、各種金融機関を含めた様々なプレイヤーに実務上のインパクトを与えるものであり、今後の動きに注目する必要があります。

以上

執筆者・お問い合わせ先

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

渥美坂井法律事務所・外国法共同事業

弁護士 [町田 行人](#)（パートナー、東京弁護士会）

Email: yukihito.machida@aplaw.jp

当事務所のニュースレターをご希望の方は[ニュースレター配信申込フォーム](#)よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは[こちら](#)よりご覧いただけます。

このニュースレターは、現行の又は予想される規制を網羅的に解説したのではなく、著者が重要だと考える部分に限って、その概要を記載したものです。このニュースレターに記載されている意見は著者個人の意見であり、渥美坂井法律事務所・外国法共同事業（「渥美坂井」）の見解を示すものではありません。著者は明白な誤りを避けるよう合理的な努力は行いましたが、著者も渥美坂井もこのニュースレターの正確性を保証するものではありません。著者も渥美坂井も読者がこのニュースレターに依拠することによって生じる損害を賠償する責任を負いません。取引を行う場合には、このニュースレターに依拠せずに渥美坂井の弁護士にご相談ください。