

## 事務局説明資料

---

2023年7月31日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

## I. 公開買付制度の趣旨

### II. 検討課題

### III. ご議論いただきたい事項

# 公開買付制度の趣旨

- 公開買付制度は、会社支配権等に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、そのような証券取引について公開買付けを強制し、①事前の情報開示と②株主の平等取扱いを求めるもの。
- もっとも、以下のようにその時々の問題意識を踏まえて各種規制が追加されており、規制内容ごとにその趣旨(どのような株主の、どのような利益を保護するのか)は異なっているといえる。

## 問題意識

## 制度上の帰結

### 5%ルール (1971年導入)

- 米国において、買収に関する情報をほとんど提供しないまま、不特定多数の者に対して、短期間かつ先着順の買付公告を行うような株式買集めが横行  
⇒ 公告により勧誘を受ける株主を、上記のような株式買集めにより生じ得る提供圧力から保護する必要性

- 多数の者(60日間で10名超)から市場外で株券等を買付ける行為で、株券等所有割合が5%超となるものについて、公開買付けの実施を義務付け

### 3分の1 ルール (1990年導入)

- 一般株主から不透明・不公正と見られがちな市場外取引を通じて対象会社の支配権が取得されることによって、一般株主が著しい影響を受けるおそれ  
⇒ 一般株主を、不透明・不公正な支配権取得により著しい影響を受けるおそれから保護する必要性

- (少数の者からの買付行為を含め)市場外で株券等を買付ける行為で、株券等所有割合が3分の1超となるものについて、公開買付けの実施を義務付け

### 全部買付 義務 (2006年導入)

- 上限付きの公開買付け後に手残り株を抱えることとなる零細株主が著しく不安定な地位に置かれるおそれ  
⇒ 公開買付け後に残される株主を、不安定な地位に置かれるおそれから保護する必要性

- 株券等所有割合が3分の2以上となるような公開買付けについて、上限の設定を禁止

I. 公開買付制度の趣旨

II. 検討課題

III. ご議論いただきたい事項

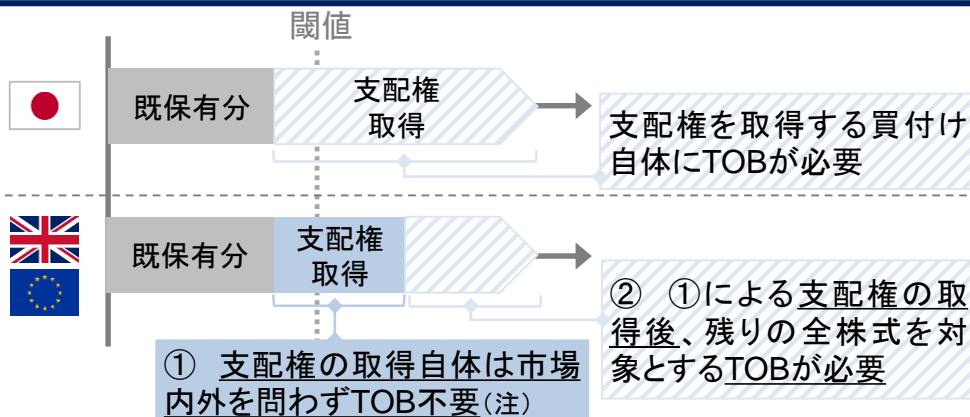
## 欧州型の規制(事後的な規制)への転換

- 公開買付制度については、欧州型の規制への転換の是非についても検討すべきとの指摘がある。

### 現行制度に対する指摘

- 日本の公開買付制度は、閾値を超える議決権を取得することとなる買付け自体を公開買付けで行うことを要求するものである。他方、英国等の欧州の公開買付制度では、閾値を超える議決権の取得自体について方法の制限はなく、その後、すべての株主に対して公開買付けをすることを要求する事後的な規制となっている。
- 日本型の規制と欧州型の事後的な規制では、公開買付規制の適用範囲等も異なり得ることから、事後的な規制を含む欧州型の規制に転換することの是非について検討すべきとの指摘がある。

### 日本型と欧州型の差異



### 欧州型の規制の特徴

欧州型の公開買付規制は、**支配権移転の場面において、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**と言われており、その帰結として、日本の公開買付制度と異なる以下のような特徴がある。

- 事後的規制(左記参照)  
⇒ 市場内取引・第三者割当も規制対象
  - 全部買付・全部勧誘義務(部分買付けの原則禁止)
  - 最低価格規制
- 等

### 検討課題

- ◆ 強制公開買付規制を欧州型の規制(事後的な規制)に転換することについて、どう考えるか。

(注) 欧州型の事後的な規制においても、上記①における支配権を取得する買付けを任意の公開買付けによって実施することが許容されている(ボランタリー・オファー)。ボランタリー・オファーを行った場合、上記②の義務的公開買付規制は適用されないものとされており、厳格な規制が及ぶ義務的公開買付規制の適用を回避するため、ボランタリー・オファーによって支配権の取得が行われるケースが少なくない指摘されている(渡辺宏之「公開買付規制の焦点(focal point)」尾崎安夫ほか編『上村達男古稀記念—公開会社法と資本市場の法理』(商事法務、2019)529頁)。英国のテイクオーバー・パネルの統計によれば、2023年3月末までの1年間に終結した買付提案53件のうち、義務的公開買付けによるものは1件のみである(The Takeover Panel “2022-2023 Annual Report” (Jul. 12, 2023), at 17)。

## 欧州型の規制(事後的な規制)への転換

- 「欧州型の規制(事後的な規制)への転換」について、これまで当庁に寄せられた主な意見は以下のとおり。

### 主なご意見(①積極意見)

- 現行制度は、制度趣旨が複雑に併存し、かつ、いずれも趣旨を貫徹することができておらず、不完全。これに対して、**制度趣旨を少数株主の退出機会の確保とし、欧州型の規制へと転換することにより、制度趣旨が極めて簡明となり、かつ、その趣旨を貫徹することが可能。**
- 現行の全部買付義務(公開買付けにより3分の2以上の株券等を取得する場合に適用)については、その規制趣旨に鑑みて適用範囲が狭すぎるため、**せめて3分の2の閾値を超える場面だけでも欧州型の規制に転換すべきではないか。**
- 我が国において部分買付けのニーズが高いこと等に配慮するのであれば、併せて**例外的に公開買付けが不要となる場面(ex.利害関係を有しない株主による賛同がある場合には部分買付けを許容する)**を定めれば足りる。

### 主なご意見(②消極意見)

- 支配株主を有する会社の上場自体が否定されていない我が国において、**「少数株主の退出機会の確保」というニーズが現時点でどれほどあるのか疑問。**少数株主の保護のあり方を幅広く検討した上で結論を出すべきではないか。
- 欧州のように事後的な規制に転換すると、**支配権異動時の透明性が担保されないおそれがある。**

### 主なご意見(③その他)

- 欧州型の規制に転換する場合には、健全なM&Aを阻害しないよう**例外を柔軟に認めるための体制(専門性・機動性を有する機関)が必要。**まずは、柔軟に例外を認められるような体制を整備し始め、体制が充実した段階で欧州型の規制に転換するかしないかを判断すべき。

## 市場内取引(立会内)の取扱い

- 市場内取引(立会内)について、強制公開買付規制の適用対象とすべきとの指摘がある。

### 現行制度に対する指摘

- 現行の公開買付制度上、市場内取引(立会内)は、一定の透明性・公正性が担保されていることに鑑み、(いわゆる「急速な買付け等」に該当しない限り)強制公開買付規制の適用対象となっていない。
- 他方、近時は市場内取引(立会内)を通じて議決権の3分の1超を取得する事例も見受けられ、その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や、強圧性の問題(下記東京高裁の決定参照)が指摘されていることから、市場内取引(立会内)を強制公開買付規制の適用対象とすべきではないかとの指摘がある。

### 公開買付制度等WG報告(2006年)

…立会外取引以外の市場内取引は、基本的には、誰もが参加でき、取引の数量や価格が公表され、競争売買の手法によって価格形成が行われている。取引の態様によっては、立会外取引以外の市場内取引と市場外取引等との差が相対的となる場合もありうるが、一定の基準に基づき規制の線引きをすることが必要であり、立会外取引以外の市場内取引に公開買付規制を及ぼさないという現行制度には一定の合理性があると考えられる。…

### 検討課題

- ◆ 市場内取引により議決権の3分の1超を取得する取引を強制公開買付規制の適用対象とすることについて、どう考えるか。

### 東京高裁令和3年11月9日の決定(注)

…抗告人らは、TOBの適用対象外である市場内取引における株式取得を通じて、株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間のうちに買収しており、このような買収行為は、一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得によって会社の企業価値がき損される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちであり、それだけ一般株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力(強圧性)を持つものと認められる…

## 市場内取引(立会内)の取扱い

□ 「市場内取引(立会内)の取扱い」について、これまで当庁に寄せられた主な意見は以下のとおり。

### 主なご意見(①積極意見)

- 市場内取引であっても、**支配権に影響を与える取引については、対象会社の株主に十分な情報と熟慮期間を与えるべく、3分の1ルールの対象とすべき。**
- 市場内取引は、(公開買付けによる場合と異なり)時間優先で成約されるため、**早く売り注文を出すよう売却プレッシャーが強く生じるリスクがある。**
- **かつては、市場内取引で短期間に3分の1超の議決権を取得するようなケースが想定されていなかったのではないかと**思うが、実際に事例が起きているので対応すべき。

### 主なご意見(②消極意見)

- 公開買付けを強制したとしても部分買付けが許容されている以上、強圧性の問題は生じるため、**強圧性を理由に市場内取引を3分の1ルールの対象とすることは不合理。**仮に市場内取引を3分の1ルールの対象とするのであれば、部分買付けを禁止するなど、公開買付け規制に強圧性を排除するような措置を加えないと一貫しない。
- 公開買付け制度の趣旨である「**証券取引の透明性・公正性**」という観点から、**市場内取引を3分の1ルールの適用対象とすることが整合的なのか疑問。**公開買付け制度の趣旨から再検討し、制度趣旨を一貫して説明できるようにすべきではないか。



## 第三者割当(新株発行)の取扱い

- 第三者割当(新株発行)について、強制公開買付規制の適用対象とすべきとの指摘がある。

### 現行制度に対する指摘

- 現行の公開買付制度上、第三者割当により新規発行株式を取得する行為は、基本的には会社法上の問題として解決が図られるべき問題であるとして、強制公開買付規制の対象となっていない。
- 他方、第三者割当により自己株式(既発行株式)を取得する行為が強制公開買付規制の対象となっていることや、欧州諸国においては第三者割当についても強制公開買付規制の適用対象となっていることから(注1)、第三者割当により議決権の3分の1超を取得する取引を強制公開買付規制の適用対象とすべきではないかとの指摘がある。

公開買付制度等WG報告(2006年)

平成26年会社法改正

…株式等の第三者割当については、会社法上、有利発行や著しく不公正な方法による新株発行等の場合に、差止請求といった救済制度が設けられており、基本的には会社法上の問題として解決が図られていくものと考えられる。…

### 【以下の規律を新設】

割当予定先が支配株主(議決権の過半数)となるような公開会社による第三者割当増資について、2週間以内に議決権の10分の1以上の株主から反対通知を受けた場合には、原則として(注2)株主総会の承認(普通決議)を受けなければならない

### 検討課題

- ◆ 第三者割当により議決権の3分の1超を取得する取引を強制公開買付規制の適用対象とすることについて、どう考えるか。

(注1) 英・独・仏では、新規発行株式の取得により30%以上の議決権を取得した場合、当該取得後に、原則として、過去一定期間における最高取引価格以上で対象株式全てについて公開買付けを行い、応募のあった全ての株式の買付けを行わなければならない旨の規律が採用されている(三井秀範「欧州型の公開買付制度ーわが国公開買付制度との比較の観点からー」商事法務1910号(2010)18頁)。

(注2) 当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該公開会社の事業の継続のため緊急の必要があるときは、この限りでない(会社法206条の2第4項)。

## 第三者割当(新株発行)の取扱い

- 「第三者割当(新株発行)の取扱い」について、これまで当庁に寄せられた主な意見は以下のとおり。

### 主なご意見(①積極意見)

- 支配権異動時に少数株主の退出機会を確保するという観点からは、第三者割当についても公開買付規制の適用対象にした上で、株主総会の承認を受ければ例外的に公開買付けを不要とするようなルールを採用すべき。
- 会社法206条の2は、第三者割当により議決権の過半数を取得する場合に株主総会決議を要求する形になっているが、議決権の過半数を取得しなくても、会社を実効支配することは十分可能。少なくとも会社法206条の2について現行の公開買付規制の閾値である3分の1まで引き下げるべき。

### 主なご意見(②消極意見)

- 第三者割当について問題事例が生じているといったものではなく、現時点で第三者割当を3分の1ルールの対象とするニーズはないのではないか。
- 第三者割当に3分の1ルールを適用するとなると、割当先の立場からすれば他の株主からの買付資金も必要となり、割当を受けることに消極的となりかねず、日本の限られた資金調達手段の一つにネガティブなインパクトを与える。

### 主なご意見(③その他)

- 第三者割当(新株発行)を公開買付規制の適用対象としないのであれば、会社法上これと同一の規律とされている第三者割当(自己株式の処分)についても公開買付規制の適用対象から除外すべき。

## 公開買付けの強圧性の問題を巡る対応

- 公開買付けの強圧性の問題を解消・低減させるため、一定の措置を講じるべきとの指摘がある。

### 現行制度に対する指摘

- 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公開買付けについては、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に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)が生じ、一般株主が不当に低い価格で公開買付価格に応じるよう強いられるリスクや、企業価値を低下させる買収がかえって成功しがちになるというリスクが指摘されている。また、これらのリスクは、全部買付け(上限を付さない公開買付け)よりも部分買付け(上限を付した公開買付け)において生じやすいと指摘されている(注1)。
- このような公開買付けの強圧性の問題に対応するためには、英国の公開買付制度を参考にすると(注2)、例えば以下のような措置を講じることが考えられる。

### 強圧性のおそれを解消・低減させる措置

I 全部買付義務(注3)の閾値(現行は3分の2)を引き下げる措置

II 公開買付期間を①通常の応募期間と②追加応募期間に分け、①で公開買付けの成立が確定した場合には②の追加応募期間(①に応募した株主は②の追加応募期間中に応募を撤回することができない)を設けることを義務付ける措置

III ①公開買付けに応募するか否かの意思表示と②公開買付けへの賛否の意思表示を区分し、②について賛成が反対を上回る場合(又は株主総会で過半数の賛成があった場合)にのみ、公開買付けの実施を認める旨の措置

### 検討課題

- ◆ 公開買付けの強圧性の問題に対応するための措置を講じること及びその具体的な措置の内容について、どう考えるか。

(注1) 全部買付けの場合、公開買付者は応募株式全てを買い取らなければならない関係上、公開買付者にとって採算が合うようにするため、(部分買付けの場合と比較して)公開買付価格を低く設定せざるを得ず、各株主において他の株主も応募しないことを予測して応募しないという選択が可能になりやすいと指摘されている。

(注2) 詳細は参考資料6頁参照

(注3) 全部買付義務とは、公開買付けに応募された株式の全てを買い付けなければならない義務(すなわち公開買付けに上限を付すことを禁止する規律)をいう。

## 公開買付けの強圧性の問題を巡る対応

- 「公開買付けの強圧性の問題を巡る対応」の I の措置について、これまで当庁に寄せられた主な意見は以下のとおり。

### I 全部買付義務の閾値(現行は3分の2)を引き下げる措置

#### 主なご意見(①積極意見)

- 公開買付けについて強圧性の問題を解消するためには、**全部買付義務の閾値の引下げが最も直截的かつ適切。**
- 部分買付けにより、支配株主を有したまま対象会社が上場を維持するような事態は、**一般株主の視点や利益相反の観点から望ましくない。**また、部分買付けの場合には、**按分比例で決済されることとなるため、一般株主からすると必ずしも十分な売却機会が与えられない。**部分買付けは原則禁止すべき。

#### 主なご意見(②消極意見)

- 我が国においては、対象会社の経営陣が上場維持を希望することが多いため、部分買付けを一律禁止すると、M&Aに対する阻害効果が大きい。**部分買付けの中にも対象会社の企業価値を向上させ、一般株主にとっても有意義なものもあるため、一律禁止とすべきではない。**

## 公開買付けの強圧性の問題を巡る対応

- 「公開買付けの強圧性の問題を巡る対応」のIIの措置について、これまで当庁に寄せられた主な意見は以下のとおり。

II

公開買付期間を①通常の応募期間と②追加応募期間に分け、①で公開買付けの成立が確定した場合には②の追加応募期間(①に応募した株主は②の追加応募期間中に応募を撤回することができない)を設けることを義務付ける措置

### 主なご意見(①積極意見)

- 部分買付けについてはⅢの措置を導入しつつ、**全部買付けについてはIIの措置が適しているのではないか**。全部買付けの場合であっても、スクイズアウトによる現金化まで時間を要するため、その分公開買付けへの応募プレッシャーが生じ得る。
- IIの措置については、**強制するのではなく、任意に取り得る措置**とすることも考えられる。強圧性のない公開買付けを実施したい公開買付者が任意にIIの措置を採用したいという場面もあるのではないか。

### 主なご意見(②消極意見)

- IIの措置をとることにより、公開買付期間が長期化し、ひいては**スクイズアウトまでの期間が更に長期化し、円滑なM&Aの実施を阻害するおそれ**がある。
- 投資家によっては(公開買付価格の公正性にかかわらず)様子見のために応募を控えるという投資家もいる。そのような投資家が多数存在する場合、**公開買付価格が妥当である場合でも、結果的に公開買付けの下限を満たさず、不成立となるケースが増加するのではないか**。また、そのような事態を回避するため、**公開買付けの下限を設定しない又は下限を低めに設定するケースが増加し、かえって強圧性が生じる**こととならないか。

## 公開買付けの強圧性の問題を巡る対応

- 「公開買付けの強圧性の問題を巡る対応」のⅢの措置について、これまで当庁に寄せられた主な意見は以下のとおり。

## Ⅲ

①公開買付けに応募するか否かの意思表示と②公開買付けへの賛否の意思表示を区分し、②について賛成が反対を上回る場合(又は株主総会で過半数の賛成があった場合)にのみ、公開買付けの実施を認める旨の措置

### 主なご意見(①積極意見)

- 部分買付けの中には対象会社の企業価値向上に資するものもあるため、一律に禁止するのではなく、**株主に当該部分買付けが妥当か否かを判断させるべき**。これによって、公開買付者が積極的に当該部分買付けの意義を発信していくことも期待される。
- Ⅲの措置に賛成であるが、常に株主意思の確認手続を要求すると公開買付手続が煩雑化・長期化するため、**対象会社又は一定数の株主の反対があった場合に限り、株主意思の確認手続を要求すべき**。
- Ⅲの措置に賛成であるが、**株主意思の確認手続において公開買付者やその他の利害関係者は排除されるべき**。

### 主なご意見(②消極意見)

- いかなる部分買付けが企業価値向上に資するかを判断する基準・手続を設けることは困難。**政策保有株主の存在等に鑑みれば、株主の判断に委ねたとしても合理的な結論が示される保証はないのではないか**。また、Ⅲの措置による場合、株主総会は経営陣側が望む方向に促しやすい面があるため、株主総会で判断させることは適切でない。
- 株主意思の確認手続が必要となると、公開買付手続が更に複雑化・長期化し、**円滑なM&Aの実施を阻害するおそれがある**。



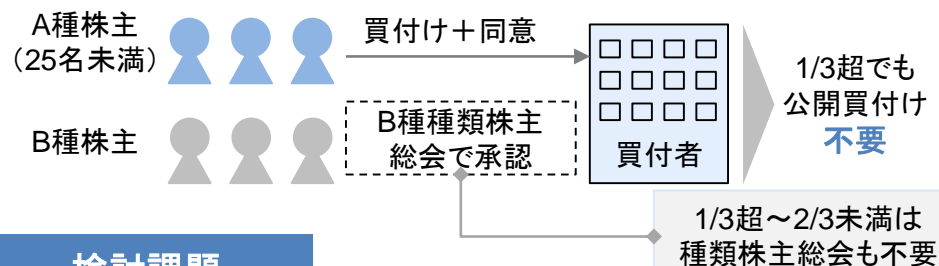
# 公開買付規制のオプトイン／アウト制度

- 公開買付規制のオプトイン／アウト制度を設けるべきではないかとの指摘がある。

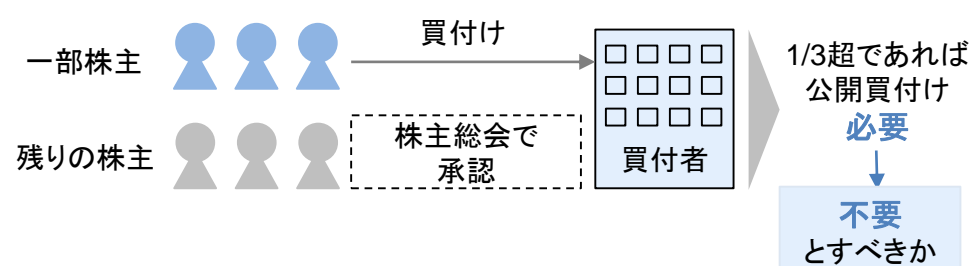
## 現行制度に対する指摘

- 現行の公開買付制度上、複数種類の株式を発行している会社については、3分の1超の買付け等であっても、3分の2未満の買付けであれば、買付対象の種類株主が25名未満で、その全員の同意がある場合、公開買付けによらず特定買付け等(60日間で10名以下からの買付け)を行うことができる。また、3分の2以上の買付け等であっても、買付対象の種類株主全員(25名未満)の同意があり、買付対象外の種類株式に係る種類株主総会の承認がある場合には、公開買付けによらずに特定買付け等を行うことができる(注)。これに対し、1種類の株式のみを発行している会社については、3分の1超の買付け等である限り、買付対象外の株主が株主総会等で承認したとしても、公開買付けによる必要がある。
- このような取扱いについて、株主の人数や複数種類の株式を発行しているか否かにかかわらず、株主の意向に応じて公開買付規制の適否を定める必要性は異ならないはずであり、買付対象外の株主による株主総会の承認等がある場合には、強制公開買付規制の適用を除外する取扱いを認めるべきではないかとの指摘がある。
- また、同様の観点より、定款の定めや株主総会の承認等によって(今回検討する各論点に係る規制を含め)各種公開買付規制の適否を定めることを検討すべきとの指摘がある。

### 複数種類の株式を発行している場合



### 1種類の株式のみを発行している場合



## 検討課題

- ◆ 定款の定めや株主総会の承認等による公開買付規制のオプトイン／アウト制度を設けること及びその内容について、どう考えるか。

(注) 詳細は参考資料7頁参照

## 公開買付規制のオプトイン／アウト制度

□ 「公開買付規制のオプトイン／アウト制度」について、これまで当庁に寄せられた主な意見は以下のとおり。

### 主なご意見(①積極意見)

- 現行制度は3分の1ルールからの離脱の手続について、複数種類の株式を発行していると1種類の株式のみを発行している場合で差を設けているが、理論的な説明が困難。全てを統一的に解決するとすれば定款又は株主総会の承認による離脱を認めるように制度化すべき。
- 逆に少数株主の保護をするための義務の免除を多数決で認めるという発想自体がおかしいということであれば、複数種類の株式を発行している場合についても3分の1ルールからの離脱を認めるべきではない。

### 主なご意見(②消極意見)

- 1種類の株式のみを発行している場合、当該株主は多数に上ることが想定されるため、煩雑な手続を経て株主総会を開催してまで3分の1ルールから離脱するニーズは実務上あまりないのではないか。
- 複数種類の株式を発行している場合、特定の種類の株主の数が限定的である場面も十分に見込まれるところ、そのような場合には当該特定の種類の株主総会を経て3分の1ルールから離脱するニーズは実務上ある。

### 主なご意見(③その他)

- 具体的な公開買付けの提案がなされていない段階で、定款によって将来的な公開買付け全般についての方針を定めてしまうことは、結果として株主の利益に反する事態を招きかねない。定款ではなく、株主総会の承認を必要とすべき。



## 3分の1ルールの閾値

- 3分の1ルールの閾値を引き下げべきとの指摘がある。




### 現行制度に対する指摘

- 現行の公開買付制度は、「3分の1」という数値が、株主総会の特別決議を阻止できる基本的な割合であること等に鑑み、買付け後の株券等所有割合が「3分の1」を超えるような場合には、著しく少数の者からの買付けであっても公開買付けによることが義務付けられている(いわゆる3分の1ルール)。
- 他方、実際の議決権行使割合を勘案すると「3分の1より低い割合」で株主総会の特別決議について拒否権を取得し得ることから、上記閾値を「3分の1」から引き下げべきではないかとの指摘がある。

### 公開買付制度等WG報告(2006年)

…①「3分の1」という基準は、会社法上、特別決議を阻止できる基本的な割合と整合的な基準であり、また、②「3分の1」の基準を引き下げることには事業再編行為の円滑性を阻害することになりかねないとの問題がある。これらのバランスを考慮すると、現時点において「3分の1」の基準については、基本的に現状を維持することが妥当であると考えられる。…

### 諸外国における強制公開買付規制の閾値

 米国	5% (3分の1ルールに相当する規制なし)
 英国	30% (注1)
 その他	独・仏は30% (注2)

### 検討課題

- ◆ 3分の1ルールの閾値を引き下げること及びその具体的な閾値について、どう考えるか。

(注1) 英国では、通常、30%以上の議決権を取得すれば実効的な支配を取得し得るとの考え方から30%という数字が採用されているようである(日本証券経済研究所「英国M&A制度研究会報告書」(2009年6月30日)3頁)。  
 (注2) ドイツでは、ドイツにおける株主総会の出席率が概ね60%以下であったため30%が基準とされているようである(日本証券経済研究所「ヨーロッパM&A制度研究会報告書」(2010年9月13日)4頁)。また、フランスでは、2010年の法改正により、株主保護を厚くすること、他のEU諸国では30%の閾値を設けている例が多かったことを理由に、閾値が3分の1から30%に引き下げられた(長島・大野・常松法律事務所「米英独仏における上場会社M&A制度・市場動向に関する調査報告書」(2023年2月)114頁)。

## 3分の1ルールの閾値

- 支配株主を有しない東証上場企業の議決権行使比率(ただし、当日行使分を含まない)は以下のとおり。
- その中央値・平均値は概ね60%前後。分布図上、議決権の30%を有していれば、半数近くの企業で株主総会の通常決議(過半数)を可決し、概ね95%以上の企業で特別決議(3分の2)を否決できる可能性がある。

### 議決権行使比率の状況・分布図

株主総会 開催時期	2022年度総会			2021年度総会			2020年度総会			2019年度総会			2018年度総会		
	N	平均値	中央値	N	平均値	中央値	N	平均値	中央値	N	平均値	中央値	N	平均値	中央値
東証上場企業	3,163	57.1%	61.3%	2,998	60.0%	65.2%	2,818	59.6%	65.1%	2,719	56.3%	60.4%	2,577	55.5%	59.2%

行使率	2022年度総会		2021年度総会		2020年度総会		2019年度総会		2018年度総会	
	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率
10%>	41	1.3%	43	1.4%	45	1.6%	58	2.1%	54	2.1%
～20%	165	6.5%	174	7.2%	154	7.1%	184	8.9%	166	8.5%
～30%	341	17.3%	229	14.9%	216	14.7%	249	18.1%	261	18.7%
～40%	374	29.1%	248	23.1%	245	23.4%	287	28.6%	271	29.2%
～50%	352	40.2%	281	32.5%	280	33.4%	280	38.9%	279	40.0%
～60%	266	48.7%	310	42.9%	277	43.2%	290	49.6%	287	51.1%
～70%	403	61.4%	404	56.3%	402	57.5%	386	63.8%	358	65.0%
～80%	557	79.0%	572	75.4%	541	76.7%	446	80.2%	431	81.8%
～90%	545	96.2%	599	95.4%	550	96.2%	448	96.7%	405	97.5%
≥90%	119	100%	138	100%	108	100%	91	100%	65	100%

(出所) 信託協会のデータに基づき金融庁作成。母数は、2022年4月4日時点で東証3市場に上場している企業のうち、支配株主を有せず(2023年5月末日時点)、かつ、各証券代行機関が2022年度総会(2022年4月～2023年3月開催の定時株主総会)の議決権行使集計業務を受託している企業。ただし、株主総会当日行使分は含まれていない。より詳細な情報については、参考資料8-10頁参照。

I. 公開買付制度の趣旨

II. 検討課題

III. ご議論いただきたい事項

## A. 欧州型の規制(事後的な規制)への転換

- 欧州型の規制は、公開買付制度を「支配権移転の場面において、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」と位置付けるものであるところ、そのような制度趣旨から以下のような規律が導かれる。
  - ・ 市場内取引(立会内)や第三者割当(新株発行)など、取引の類型にかかわらず、一定の閾値を超えた場合には、原則としてその後に公開買付けの実施が義務づけられる
  - ・ 部分買付けが原則として禁止される
- このため、欧州型の規制へと転換することにより、後述の「市場内取引(立会内)の取扱い」「第三者割当(新株発行)の取扱い」「公開買付けの強圧性の問題を巡る対応」といった各論点に関する帰結が、制度趣旨から一貫して説明可能になるとの指摘がある。
- そこで、欧州型の規制へと転換し、①公開買付制度を「支配権移転の場面において、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」と位置付けるとともに、②上記の各規律を導入することについて、どう考えるか。また、仮に欧州型の規制へと転換する場合、③各規律についてどのような例外を設けるべきか。

### B. 市場内取引(立会内)の取扱い

- 市場内取引(立会内)を3分の1ルール of 適用対象とすることについて、どう考えるか。
- 仮に欧州型の規制へと転換せず、市場内取引(立会内)を3分の1ルール of 適用対象とする場合、公開買付制度の趣旨をどのように整理すべきか。

### C. 第三者割当(新株発行)の取扱い

- 第三者割当(新株発行)を3分の1ルール of 適用対象とすることについて、どう考えるか。
- 仮に欧州型の規制へと転換せず、第三者割当(新株発行)を3分の1ルール of 適用対象とする場合、公開買付制度の趣旨をどのように整理すべきか。
- 仮に第三者割当(新株発行)を3分の1ルール of 適用対象としない場合、第三者割当(自己株式の処分)についても3分の1ルール of 適用から除外すべきか。

## D. 公開買付けの強圧性の問題を巡る対応

- 公開買付けの強圧性の問題に対応するための措置として講じること及びその具体的な措置の内容(例えば以下の措置)について、どう考えるか。

I 全部買付義務の閾値(現行は3分の2)を引き下げる措置

II 公開買付期間を①通常の応募期間と②追加応募期間に分け、①で公開買付けの成立が確定した場合には②の追加応募期間(①に応募した株主は②の追加応募期間中に応募を撤回することができない)を設けることを義務付ける措置

III ①公開買付けに応募するか否かの意思表示と②公開買付けへの賛否の意思表示を区分し、②について賛成が反対を上回る場合(又は株主総会で過半数の賛成があった場合)にのみ、公開買付けの実施を認める旨の措置

- 仮に欧州型の規制へと転換せず、部分買付けが許容される範囲を制限する場合、公開買付制度の趣旨をどのように整理すべきか。

#### E. 公開買付規制のオプトイン／アウト制度

- 1種類の株式のみを発行している会社に関しても、定款の定めや株主総会の承認等によって各種公開買付規制の適否を定められる制度を設けることについて、どう考えるか。
- 仮に上記制度を設けないこととする場合、複数種類の株式を発行している会社に関して、種類株主総会の承認をもって公開買付規制の適否を定められる現行制度についても廃止すべきか。

#### F. 3分の1ルールの閾値

- 3分の1ルールの閾値を引き下げること及びその具体的な閾値について、どう考えるか。