

## 参考資料

---

2023年11月1日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

## I. 現行制度の概要

### II. 検討課題

- A) 公開買付制度
- B) 大量保有報告制度
- C) 実質株主の透明性

### III. ご議論いただきたい事項

# 公開買付制度等に関する主な経緯

- 日本の公開買付制度は1971年に、大量保有報告制度は1990年にそれぞれ導入され、その後の市場環境の変化等を踏まえて改正されてきたが、2006年以降、大きな改正はなされていない。

1971年

- 米国の制度等を参考に公開買付制度を導入。10%以上の株券等を所有することとなる公開買付け(不特定かつ多数の者に対する市場外での買付勧誘)を行う場合に、公開買付届出書の提出等が必要とされた。

1990年

- 公開買付制度における10%基準が5%基準に見直されるとともに、英国の制度等を参考に3分の1ルール(3分の1超の株券等を取得する場合には、少数の者からの買付けであっても公開買付けによらなければならない)を導入。ただし、市場外取引のみを適用対象としたほか、全部買付義務を課さないなど、英国の制度等を一部採用せず。
- 米国の制度等を参考に大量保有報告制度を導入。

2005-  
2006年

- 公開買付制度における3分の1ルールの適用対象に立会外市場内取引(ToSTNeT取引等)を含めるほか、株券等所有割合が3分の2以上となる公開買付けについて、全部買付義務が課された。
- 大量保有報告制度における特例報告制度の適用範囲を明確化するとともに、EDINETによる提出義務化などが定められた。

# 諸外国の公開買付制度との比較

□ 各国の公開買付制度の概要は以下のとおり。

	米国	英国	ドイツ	フランス	日本
5%ルール	あり <sup>(注1)</sup>	なし	なし	なし	あり
3分の1ルール	なし	あり(30%)	あり(30%)	あり(30%)	あり(3分の1)
基本的枠組み	一定の買付け <sup>(注1)</sup> 自体にTOB必要	閾値を超える買付け自体はTOB不要 (事後的な規制)	閾値を超える買付け自体はTOB不要 (事後的な規制)	閾値を超える買付け自体はTOB不要 (事後的な規制)	閾値を超える買付け自体にTOB必要
全部買付義務	なし	あり <sup>(注2)</sup>	あり	あり	3分の2以上の場合のみ、あり
市場内取引	解釈による	規制対象	規制対象	規制対象	原則として規制対象外
第三者割当	なし	原則として規制対象 <sup>(注3)</sup>	規制対象	原則として規制対象 <sup>(注4)</sup>	規制対象外
最低価格規制	なし	あり	あり	あり	なし

(注1) 5%ルールの対象となる公開買付けの範囲について、米国では、法文に定義がなく、判例上、一般株主に対する活発で広範な勧誘の有無などの要素を総合考慮して該当性を判断するとされている。

(注2) 独立した株主の過半数の賛成を得た場合には、パネルの承認を得て、部分買付けに留めることも認められる。ただし、部分買付けが実際に実施されることは稀であり、対象会社との事業提携を目的とする株式の取得等についてパネルが部分買付けを承認することはほとんどあり得ないと指摘されている(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)4-5頁)。

(注3) 独立した株主の過半数の賛成を得た場合には、パネルの承認を得て、公開買付実施義務が免除される。

(注4) 財務的に困難な状況下における増資の引き受けで、株主総会の承認を得た場合には、公開買付実施義務が免除される。

# 諸外国の大量保有報告制度との比較

□ 各国の大量保有報告制度(一般報告)の概要は以下のとおり(近時の米国の制度改正は次頁参照)。

	米国	英国	ドイツ	フランス	日本	
閾値	5% 以降、1%以上の増減等	3%、4%... 以降、1%ごと	3%、5%、10%、15%、 20%、25%、30%、50%、 75%	5%、10%、15%、20%、 25%、30%、1/3、50%、 2/3、90%、95%(注1)	5% 以降、1%以上の増減等	
提出期限	10日以内	2営業日(注2)	4営業日(注2)	4営業日(注2)	5営業日	
機関投資家の特例 (注3)	会社支配に変更・影響を 及ぼす目的・効果がない ことが必要	経営介入のために議決 権の行使、利用をしない ことが必要	経営に影響力を与えるた めに議決権を行使、利用 しないことを保証すること が必要	経営介入のために議決 権の行使、利用をしない ことが必要	重要提案行為等を行わな いことが必要	
実質的 共同保有者	株式の取得、保有、処分 の目的のためグループと して行動する場合(注4)	議決権の共同行使を通じ、 発行者の経営に対して継続 の共通の方針を採ること を相互に義務付ける合 意をしている場合	合意その他の方法により、 発行者の経営に継続か つ重大な変化を及ぼす目 的で議決権行使等につ いて共通の方針を採用して いる場合(個別事項に関 するものは除く)	発行者に対して共通の政 策を実施し、又は会社の 支配を取得するために議 決権を取得し、譲渡し又 は行使することを目的に する合意を締結した場合 (注5)	共同して株主としての議 決権その他の権利を行使 することを合意している者、 等	
記載事項	保有目的	要	不要	原則不要(注6)	原則不要(注7)	要
	最近60日間の取 得・処分の状況	要	不要	不要	不要	要
	取得資金	要	不要	原則不要(注6)	原則不要(注7)	要

(注1) 定款において、5%未満かつ0.5%以上の基準値に関して発行会社に対する追加の情報提供義務を定めることが認められている。

(注2) 発行会社に対する通知期限。当該通知の受領後、英国においては翌営業日中に発行会社が、ドイツにおいては3営業日以内に発行会社が、フランスにおいては3営業日以内にAMFがその内容を公表。

(注3) 投資会社等の特例制度の具体的内容は、各国により異なる。

(注4) 発行者の証券を取得し、保有し、議決権の行使をし、又は処分する目的で共同に行動することを合意している場合はグループとして扱われる。

(注5) 会社、その取締役会会長及びその執行役員又は執行役員構成員又はその業務執行者等、一定の関係がある者との合意の存在を推定する規定がある。

(注6) 保有割合が10%以上の閾値に達した場合、取得目的及び取得資金の報告も求められる。

(注7) 保有割合が10%、15%、20%又は25%を超えた場合、支配権を取得する意図の有無、取得資金の調達方法等の通知も要求される。

# 米国SECの大量保有報告制度に係る改正の主なポイント

□ 米国SECは、2023年10月に、以下の内容を含む大量保有報告制度の改正等を決定。

## 報告期限

- 通常の様式 (Schedule 13D) に基づく大量保有報告及び変更報告の期限を、以下の通り短縮<sup>(注1)</sup>。

報告様式	現行制度	改正後
大量保有報告	保有割合が5%超となってから10日以内	保有割合が5%超となってから5営業日以内
変更報告	保有割合の1%以上の増減など重要な変更が生じた後速やかに	保有割合の1%以上の増減など重要な変更が生じた日から2営業日以内

## デリバティブ取引

- 大量保有報告制度を回避する計画・スキームの一環として現金決済型エクイティ・デリバティブ<sup>(注2)</sup>を取得した場合等には、大量保有報告制度上の「保有者」(beneficial owner)となり得る旨のガイダンスを公表。
- 通常の様式 (Schedule 13D) に基づく報告書において、現金決済型の証券ベーススワップを含む、発行者の株式等を原資産とするデリバティブに関する契約等を開示する必要があることを明確化。

## 共同保有者

- 共同行為や株式等の取得・保有・処分に関する合意に及ぶ意図のない株主間の意見交換や協働エンゲージメント、株主提案者との接触、株主が独立して決定した議決権行使の内容(株主提案への賛同を含む。)の公表・伝達等については、当該行為のみでは「共同保有者」(group)に該当しないことを明確化するガイダンスを公表。
- 大量保有者が、大量保有報告書を提出する予定であるとの非公表情報を当該有価証券を取得させる目的で他の者に伝達し、その直接の結果として、当該者が当該有価証券を取得した場合、両者は「共同保有者」に該当する可能性がある旨のガイダンスを公表。

(出所) SEC “Modernization of Beneficial Ownership Reporting” Release Nos. 33-11253; 34-98704; File No. S7-06-22 (Oct. 10, 2023)より金融庁作成

(注1) 簡素な報告様式(Schedule 13G)に基づく報告とその変更報告の提出期限は、適用除外投資家、適格機関投資家、パッシブ投資家の種別に応じて異なるが、最も長い場合で、保有割合が5%超となった四半期の末日から45日以内(変更報告については記載内容に重要な変更が生じた四半期の末日から45日以内)とすることとされた。

(注2) 株式等を原資産とする証券ベーススワップについては、大量保有報告制度ではなく、新たに創設することが別途提案されているRule 10B-1に基づき保有状況を開示することが提案されている。

## I. 現行制度の概要

## II. これまでの議論

### A) 公開買付制度

### B) 大量保有報告制度

### C) 実質株主の透明性

## III. ご議論いただきたい事項

## 市場内取引を巡る裁判例

- アジア開発キャピタル(株)ら(以下「買収者ら」)による(株)東京機械製作所(以下「対象会社」)の株式買集めについて、裁判所は以下のとおり決定した。

### 事案概要

- 買収者らが、2021.6.9から市場内取引(立会内取引)による対象会社株式の共同取得を開始し、2021.8.2の時点で対象会社株式の34.06%を保有。その後も継続し、2021.9.10の時点で39.94%を保有。
- 対象会社が、2021.8.6に有事導入型買収防衛策の導入を決議し、2021.8.30にその発動(新株予約権無償割当て)を決議。2021.10.22の株主意思確認総会において、利害関係者以外の出席株主の過半数の賛同をもって、有事導入型買収防衛策の発動を承認。
- 買収者らが、新株予約権無償割当ての差止めの仮処分を申立て。

#### 【参考】

買収者らの保有割合と市場株価の推移

日付	保有割合	市場株価	備考
2021/6/9	0.29%	703円	買い集めの開始時点
2021/7/13	8.08%	732円	5%超となった時点
2021/7/20	26.50%	813円	初回の大量保有報告書提出
2021/7/30	32.72%	1,095円	—
2021/8/2	34.06%	1,139円	3分の1超となった時点
2021/10/22	39.94%	1,636円	株主意思確認総会時点

### 裁判所の決定

- 東京地方裁判所は2021.10.29に買収者らの申立てを却下。これに対して買収者らは抗告し、東京高等裁判所は2021.11.9に抗告を棄却(その後、2021.11.18に最高裁判所が許可抗告・特別抗告を棄却)。
- 東京高等裁判所はその決定文において、以下のとおり買収者らによる買収行為の強圧性を指摘。  
 ……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。…



## 英国の公開買付制度

- 英国では、以下のような公開買付制度が採用されており、公開買付けの強圧性の問題について一定の解決を与えていると指摘されている。

### 英国の公開買付制度

#### 義務的 公開買付けの 枠組み

- 30%以上の議決権に係る株式を取得した場合、公開買付けを実施しなければならない(マンダトリー・オファー)。また、任意の公開買付けを行うこともできる(ボランタリー・オファー)。
- なお、マンダトリー・オファー／ボランタリー・オファーのいずれについても、原則として、50%超の議決権を取得することになるだけの応募があることを、公開買付け成立の条件としなければならない。

#### 全部買付義務

- 原則として、全株式を対象とするオファーを行い、応募のあった全ての株式を取得しなければならない。
- 部分買付けを行うためには、①パネルの承認、②独立した株主の過半数の賛成が必要となる。  
→②のルールにより、支配権取得後の対象会社の企業価値減少を懸念する株主は、「公開買付けに応募しつつ、公開買付け自体には反対する」ことが可能となる。

#### 追加応募期間

- 公開買付けの成立に必要な条件が満たされた場合、公開買付者は公開買付期間を14日間以上延長しなければならない(すでに応募した株主は延長期間中に応募の撤回をすることができない)。  
→このルールにより、公開買付けの条件に不満を有する株主や、支配権取得後の対象会社の企業価値減少を懸念する株主は、「公開買付けの成立に必要な条件が満たされたことを知ってから応募する」ことが可能となる。

## 種類株式の取扱い(強制公開買付規制)

- 株券等の所有者が少数である場合(当該株券等の所有者が25名未満である場合)であって、すべての所有者が同意している場合として府令で定める場合における特定買付け等(60日間で10名以下からの買付け)は、公開買付けによらず、買付け等が可能。

<すべての所有者が同意している場合>(他社株買付府令2条の5第2項)

- ① 株券等(A)に係る特定買付け等の後における株券等所有割合が3分の2以上となる場合であって、当該特定買付け等の対象とならない種類株式(B)(以下「本件種類株式(B)」という。)があるときで下記に該当する場合

当該特定買付け等の対象となる株券等(A)に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに当該特定買付け等の対象となる株券等(A)のすべての所有者が同意し、かつ、本件種類株式(B)についてイ又はロの条件が満たされている場合

イ 特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに同意することにつき、本件種類株式(B)に係る種類株主総会の決議が行われていること。

ロ 本件種類株式(B)の所有者が25名未満である場合であって、特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、本件種類株式(B)のすべての所有者が同意し、その旨を記載した書面を提出していること。

- ② 前号に掲げる場合以外の場合(3分の2未満の場合又は本件種類株式(B)がないとき)

当該特定買付け等の対象となる株券等(A)に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに当該特定買付け等の対象となる株券等(A)のすべての所有者が同意した場合

# 東証上場企業における議決権行使比率の状況

- 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。

## 東証上場企業における議決権行使比率の状況

- 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)は概ね60%前後、プライム市場上場企業では概ね70%前後であり、時価総額が大きい企業ほど行使比率が大きくなる傾向。

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
全体	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%
上場市場別(注)															
プライム	1,699	65.8%	72.4%	1,646	68.8%	74.8%	1,596	67.8%	73.4%	1,582	64.9%	70.3%	1,539	63.2%	68.4%
スタンダード	1,135	49.8%	48.9%	1,076	52.1%	53.8%	1,017	51.1%	52.4%	962	46.3%	46.2%	910	45.7%	44.4%
グロース	329	37.1%	30.1%	276	37.9%	32.4%	205	38.1%	35.7%	175	33.9%	29.6%	128	32.8%	29.0%
時価総額別(注)															
100億円未満	1,072	45.5%	43.8%	986	47.8%	49.0%	889	47.3%	47.7%	837	41.9%	40.5%	768	41.7%	41.4%
～500億円未満	1,091	57.0%	61.3%	1,041	58.9%	63.0%	987	58.6%	63.4%	948	55.5%	58.1%	895	54.0%	55.8%
～1,000億円未満	319	64.4%	73.0%	303	68.9%	76.7%	287	67.0%	74.4%	282	64.4%	71.1%	269	62.9%	69.1%
～5,000億円未満	452	71.2%	78.6%	441	75.0%	80.0%	433	73.8%	79.4%	427	71.7%	76.5%	421	70.0%	74.9%
5,000億円以上	229	73.4%	79.1%	227	77.1%	80.5%	222	76.5%	80.2%	225	74.2%	78.8%	224	73.1%	77.3%

(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。

(注) 上場市場は2022年4月4日時点、時価総額は2022年3月末日時点

# 東証上場企業における議決権行使比率の分布(上場市場別)

□ 上場市場別(注)の分布状況は以下のとおり。

上場市場	2022年度総会								2021年度総会							
	全体		プライム		スタンダード		グロース		全体		プライム		スタンダード		グロース	
	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	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率
行使率																
10%>	41	1.3%	2	0.1%	14	1.2%	25	7.6%	43	1.4%	3	0.2%	17	1.6%	23	8.3%
~20%	165	6.5%	12	0.8%	89	9.1%	64	27.1%	174	7.2%	17	1.2%	94	10.3%	63	31.2%
~30%	341	17.3%	88	6.0%	178	24.8%	75	49.8%	229	14.9%	64	5.1%	127	22.1%	38	44.9%
~40%	374	29.1%	190	17.2%	149	37.9%	35	60.5%	248	23.1%	100	11.2%	116	32.9%	32	56.5%
~50%	352	40.2%	155	26.3%	156	51.6%	41	72.9%	281	32.5%	123	18.7%	122	44.2%	36	69.6%
~60%	266	48.7%	120	33.4%	126	62.7%	20	79.0%	310	42.9%	137	27.0%	148	58.0%	25	78.6%
~70%	403	61.4%	219	46.3%	155	76.4%	29	87.8%	404	56.3%	228	40.8%	154	72.3%	22	86.6%
~80%	557	79.0%	377	68.5%	156	90.1%	24	95.1%	572	75.4%	393	64.7%	161	87.3%	18	93.1%
~90%	545	96.2%	440	94.3%	89	98.0%	16	100%	599	95.4%	468	93.1%	117	98.1%	14	98.2%
≥90%	119	100%	96	100%	23	100%	0	100%	138	100%	113	100%	20	100%	5	100%

上場市場	2020年度総会								2019年度総会							
	全体		プライム		スタンダード		グロース		全体		プライム		スタンダード		グロース	
	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	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率
行使率																
10%>	45	1.6%	2	0.1%	23	2.3%	20	9.8%	58	2.1%	7	0.4%	33	3.4%	18	10.3%
~20%	154	7.1%	20	1.4%	90	11.1%	44	31.2%	184	8.9%	24	2.0%	121	16.0%	39	32.6%
~30%	216	14.7%	77	6.2%	116	22.5%	23	42.4%	249	18.1%	99	8.2%	119	28.4%	31	50.3%
~40%	245	23.4%	104	12.7%	111	33.4%	30	57.1%	287	28.6%	127	16.2%	129	41.8%	31	68.0%
~50%	280	33.4%	119	20.2%	135	46.7%	26	69.8%	280	38.9%	125	24.1%	138	56.1%	17	77.7%
~60%	277	43.2%	131	28.4%	132	59.7%	14	76.6%	290	49.6%	153	33.8%	125	69.1%	12	84.6%
~70%	402	57.5%	234	43.0%	147	74.1%	21	86.8%	386	63.8%	249	49.6%	122	81.8%	15	93.1%
~80%	541	76.7%	370	66.2%	153	89.2%	18	95.6%	446	80.2%	335	70.7%	104	92.6%	7	97.1%
~90%	550	96.2%	447	94.2%	94	98.4%	9	100%	448	96.7%	383	94.9%	60	98.9%	5	100%
≥90%	108	100%	92	100%	16	100%	0	100%	91	100%	80	100%	11	100%	0	100%

上場市場	2018年度総会							
	全体		プライム		スタンダード		グロース	
	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率
行使率								
10%>	54	2.1%	8	0.5%	30	3.3%	16	12.5%
~20%	166	8.5%	31	2.5%	107	15.1%	28	34.4%
~30%	261	18.7%	103	9.2%	135	29.9%	23	52.3%
~40%	271	29.2%	136	18.1%	116	42.6%	19	67.2%
~50%	279	40.0%	136	26.9%	130	56.9%	13	77.3%
~60%	287	51.1%	158	37.2%	117	69.8%	12	86.7%
~70%	358	65.0%	237	52.6%	110	81.9%	11	95.3%
~80%	431	81.8%	326	73.7%	102	93.1%	3	97.7%
~90%	405	97.5%	349	96.4%	53	98.9%	3	100%
≥90%	65	100%	55	100%	10	100%	0	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。

(注) 上場市場は2022年4月4日時点

# 東証上場企業における議決権行使比率の分布(時価総額別)

□ 時価総額別(注)の分布状況は以下のとおり。

時価総額	2022年度総会										2021年度総会									
	100億円未満		~500億円		~1,000億円		~5,000億円		5,000億円以上		100億円未満		~500億円		~1,000億円		~5,000億円		5,000億円以上	
	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	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%>	28	2.6%	12	1.1%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.4%	25	2.5%	16	1.5%	0	0.0%	1	0.2%	1	0.4%
~20%	108	12.7%	53	6.0%	3	0.9%	1	0.2%	0	0.4%	119	14.6%	46	6.0%	6	2.0%	3	0.9%	0	0.4%
~30%	195	30.9%	95	14.7%	25	8.8%	20	4.6%	6	3.1%	125	27.3%	78	13.4%	13	6.3%	10	3.2%	3	1.8%
~40%	150	44.9%	129	26.5%	42	21.9%	34	12.2%	19	11.4%	112	38.6%	90	22.1%	26	14.9%	13	6.1%	7	4.8%
~50%	149	58.8%	137	39.0%	33	32.3%	24	17.5%	9	15.3%	122	51.0%	120	33.6%	20	21.5%	15	9.5%	4	6.6%
~60%	119	69.9%	101	48.3%	13	36.4%	29	23.9%	4	17.0%	143	65.5%	119	45.1%	17	27.1%	27	15.6%	4	8.4%
~70%	132	82.2%	168	63.7%	31	46.1%	51	35.2%	21	26.2%	132	78.9%	160	60.4%	29	36.6%	56	28.3%	27	20.3%
~80%	129	94.2%	212	83.1%	64	66.1%	94	56.0%	58	51.5%	123	91.4%	216	81.2%	71	60.1%	97	50.3%	65	48.9%
~90%	57	99.5%	168	98.5%	89	94.0%	145	88.1%	86	89.1%	81	99.6%	172	97.7%	98	92.4%	160	86.6%	88	87.7%
≥90%	5	100%	16	100%	19	100%	54	100%	25	100%	4	100%	24	100%	23	100%	59	100%	28	100%

時価総額	2020年度総会										2019年度総会									
	100億円未満		~500億円		~1,000億円		~5,000億円		5,000億円以上		100億円未満		~500億円		~1,000億円		~5,000億円		5,000億円以上	
	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	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%>	26	2.9%	17	1.7%	0	0.0%	1	0.2%	1	0.5%	42	5.0%	14	1.5%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.9%
~20%	101	14.3%	45	6.3%	6	2.1%	1	0.5%	1	0.9%	125	20.0%	53	7.1%	3	1.1%	2	0.5%	1	1.3%
~30%	108	26.4%	78	14.2%	16	7.7%	13	3.5%	1	1.4%	120	34.3%	89	16.5%	21	8.5%	17	4.4%	2	2.2%
~40%	110	38.8%	85	22.8%	27	17.1%	15	6.9%	8	5.0%	124	49.1%	109	28.0%	32	19.9%	13	7.5%	9	6.2%
~50%	130	53.4%	111	34.0%	24	25.4%	12	9.7%	3	6.3%	121	63.6%	111	39.7%	19	26.6%	24	13.1%	5	8.4%
~60%	112	66.0%	114	45.6%	11	29.3%	34	17.6%	6	9.0%	95	74.9%	127	53.1%	24	35.1%	36	21.5%	8	12.0%
~70%	125	80.1%	142	60.0%	33	40.8%	63	32.1%	39	26.6%	107	87.7%	136	67.4%	38	48.6%	66	37.0%	39	29.3%
~80%	126	94.3%	204	80.6%	75	66.9%	85	51.7%	51	49.5%	73	96.4%	165	84.8%	57	68.8%	93	58.8%	58	55.1%
~90%	51	100%	175	98.4%	75	93.0%	161	88.9%	88	89.2%	29	99.9%	129	98.4%	75	95.4%	130	89.2%	85	92.9%
≥90%	0	100%	16	100%	20	100%	48	100%	24	100%	1	100%	15	100%	13	100%	46	100%	16	100%

時価総額	2018年度総会									
	100億円未満		~500億円		~1,000億円		~5,000億円		5,000億円以上	
	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%>	32	4.2%	20	2.2%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.9%
~20%	115	19.1%	43	7.0%	4	1.5%	2	0.5%	2	1.8%
~30%	123	35.2%	95	17.7%	24	10.4%	17	4.5%	2	2.7%
~40%	102	48.4%	112	30.2%	28	20.8%	20	9.3%	9	6.7%
~50%	110	62.8%	111	42.6%	24	29.7%	30	16.4%	4	8.5%
~60%	109	77.0%	112	55.1%	21	37.5%	32	24.0%	13	14.3%
~70%	90	88.7%	126	69.2%	39	52.0%	64	39.2%	39	31.7%
~80%	65	97.1%	150	85.9%	56	72.9%	100	62.9%	60	58.5%
~90%	20	99.7%	118	99.1%	64	96.7%	124	92.4%	79	93.8%
≥90%	2	100%	8	100%	9	100%	32	100%	14	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。

(注) 時価総額は2022年3月末日時点

# 各規制における支配権等に関する基準

□ 公開買付制度及びその他の規制における支配権等に関する基準は以下のとおり。

## 公開買付制度

## 議決権割合

## その他の規制

形式的特別関係者(特別資本関係)

3分の1ルール

全部勧誘・全部買付義務

15%

20%

25%

1/3

40%

過半数

2/3

関連会社(※影響力基準を満たす場合)

### 関連会社

出資、人事、資金、技術、取引等の関係を通じて、子会社以外の他の会社等の財務及び営業又は事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができる場合における当該子会社以外の他の会社等(財規8条5項)

### 相互保有株式に係る議決権の制限

総株主の議決権の四分の一以上を有することその他の事由を通じて株式会社がその経営を実質的に支配することが可能な関係にあるものとして法務省令で定める株主(会社法308条)

### 実質的支配者(注)

事業経営を実質的に支配することが可能となる関係にあるものとして主務省令で定める者(犯収法4条1項4号)

親会社(※支配力基準を満たす場合)

### 親会社

- 株式会社を子会社とする会社その他の当該株式会社の経営を支配している法人として法務省令で定めるもの(会社法2条4号)
- 他の会社等の財務及び営業又は事業の方針を決定する機関を支配している会社等(財規8条3項)

(注) 事業経営を実質的に支配する意思又は能力がないことが明らかな場合又は他に議決権の総数の50%超を有する自然人がいる場合を除く。

## 諸外国における強制公開買付規制の閾値①

□ 下記48法域<sup>(注1)</sup>は強制公開買付規制を設けており、下記閾値<sup>(注2)</sup>を基準に公開買付けを義務付けている。

法域	閾値	法域	閾値	法域	閾値	法域	閾値
ニュージーランド	90%	ノルウェー	33%、40%、50%	スウェーデン	30%	香港	30%
チリ	3分の2	ハンガリー	33% (10%保有する他の株主がいな ない場合は 25%)	スペイン	30% (注3)	中国	30% (注2)
アルゼンチン	50% (注3)	ポーランド	33%、66%	スロバキア	30% (注3)	イスラエル	25%、45%、90%
インドネシア	50% (注3)	ポルトガル	33%、50%	チェコ	30% (注3)	イタリア	25% (中小企業は30%) (注5)
エストニア	50% (注3)	マレーシア	33%	ドイツ	30%	インド	25%
サウジアラビア	50%	リトアニア	33%	フィンランド	30%、50%	コスタリカ	25%
トルコ	50%	ルクセンブルク	33%又は3分の1	フランス	30%	コロンビア	25%
南アフリカ	35%	アイスランド	30%	ベルギー	30%	ペルー	25%、50%、60% (注2)
ギリシャ	33%	アイルランド	30%	メキシコ	30% (注3)	オーストラリア	20%
スイス	33 1/3% (注4)	オーストリア	30%	ラトビア	30%	カナダ	20%
スロベニア	33%	オランダ	30%	ロシア	30%、50%、75%	ブラジル	(注6)
デンマーク	33%	シンガポール	30%	英国	30%	韓国	(注6)

(出所) OECD Corporate Governance Factbook – 2021 (June, 30, 2021), at 82,83,119-123

(注1) OECD Corporate Governance Factbook – 2021が情報をまとめた50法域から、日本及び強制公開買付規制の設けられていないアメリカを除いた法域。

(注2) 中国は発行済み株式に占める割合。ペルーは資本金に占める割合。その他の法域は議決権に占める割合。

(注3) アルゼンチン、チェコ、エストニア、インドネシア、メキシコ、スロバキア、スペインは、取締役会の過半数の指名を支配できる場合など取締役会を支配できる株主による買付けも公開買付けが必要。

(注4) スイスは、33と3分の1の閾値を超えると強制的に公開買付けが必要とされることになっているが、個々の企業がこの要件を撤廃したり、閾値を49%まで引き上げることも認められている。

(注5) イタリアでは、中小企業(SMEs)は、定款で議決権の25～40%の範囲で閾値を設定することができる。

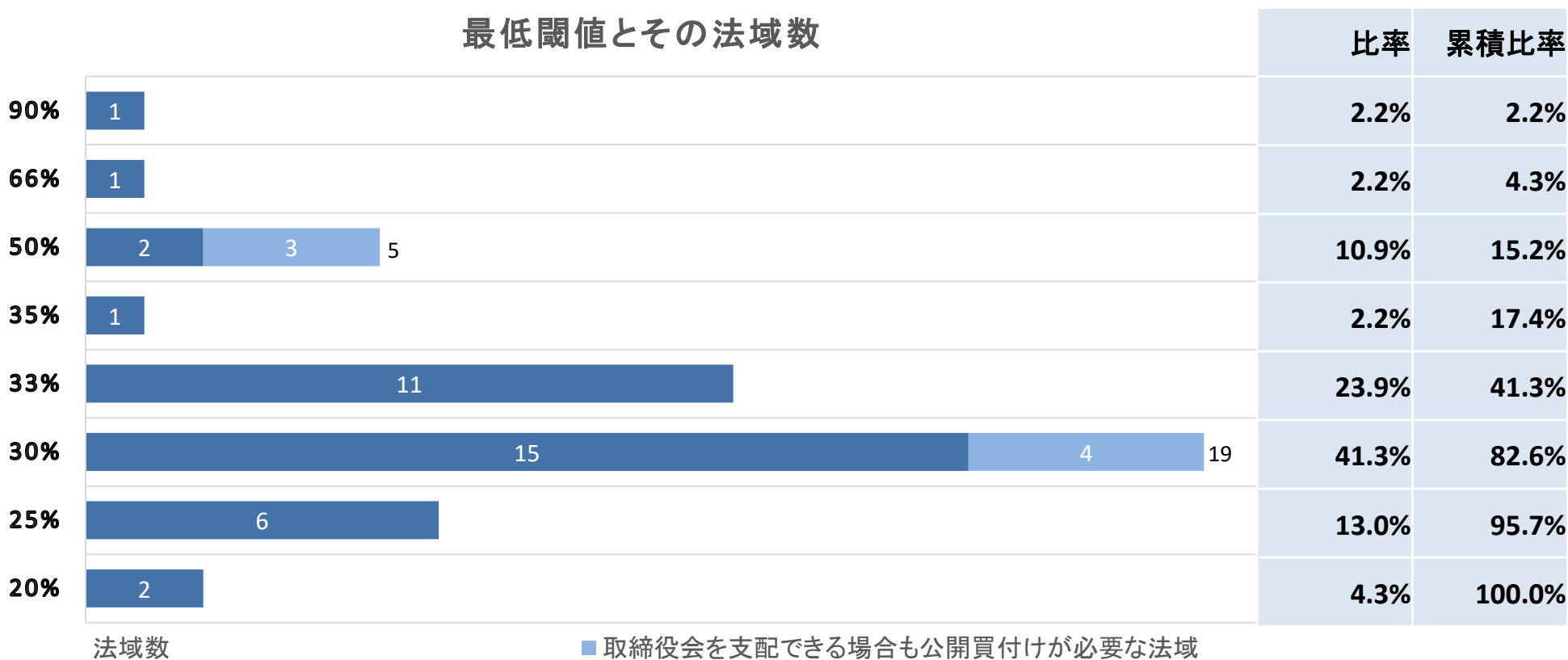
(注6) ブラジルは、支配権の売却時に公開買付けが必要。韓国は、10名以上の株主から5%取得する場合に公開買付けが必要。



## 諸外国における強制公開買付規制の閾値②

- 前頁の法域のうち、買付者が保有する議決権比率を閾値としている46法域<sup>(注1)</sup>の最低閾値の概要は以下のとおり。<sup>(注2)</sup>
- 最低閾値が30%及び33%の法域が概ね全体の3分の2を占めており、30%以上の閾値を設ける法域が全体の8割以上。

最低閾値とその法域数

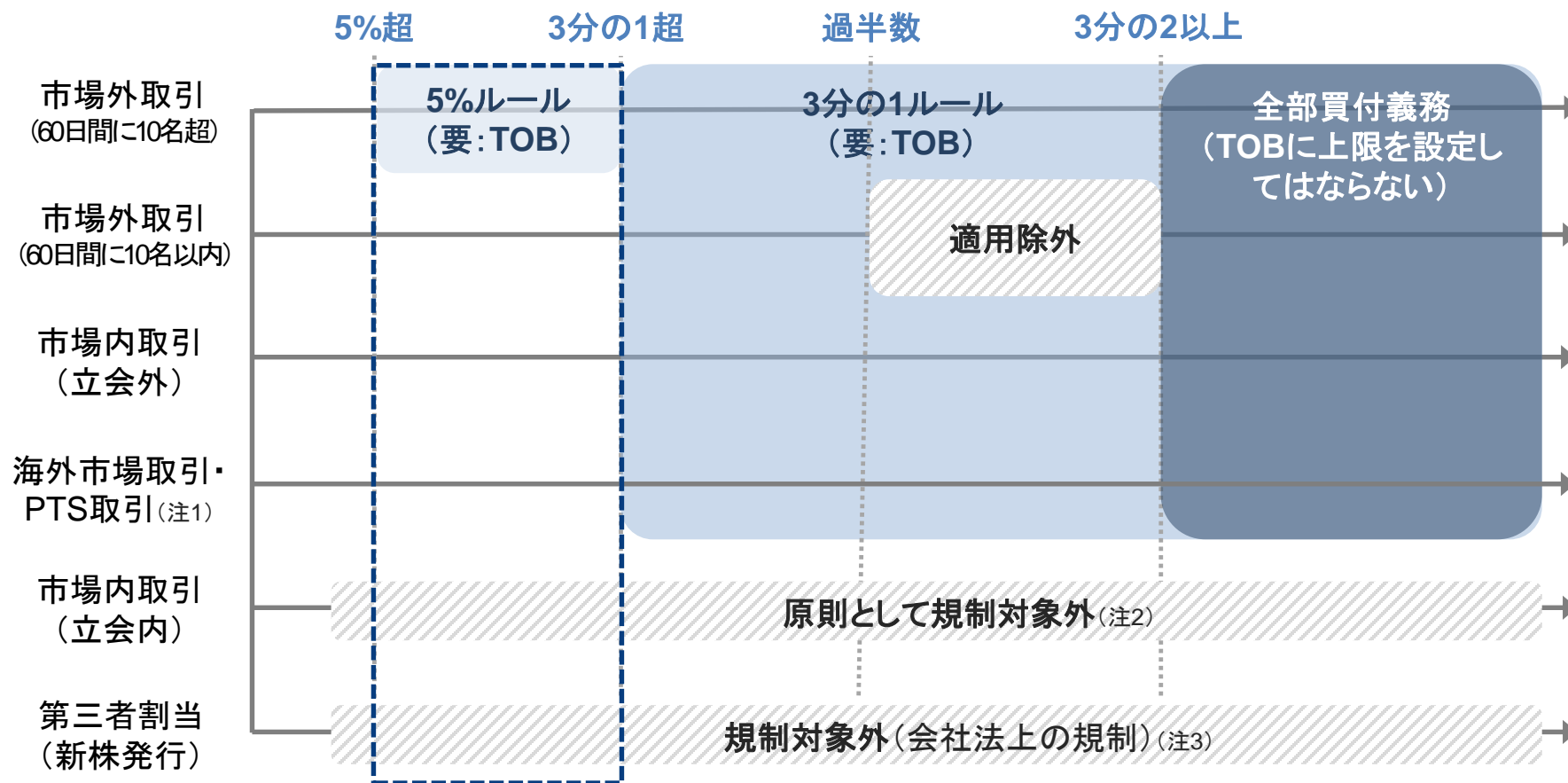


(注1) 前頁の48法域から、買付者が保有する議決権比率を閾値としていないブラジル、韓国を除いた法域。

(注2) 3分の2は66%、33と3分の1は33%として記載。

## 公開買付規制の5%ルール of 適用範囲

- 公開買付規制の5%ルールは、市場外取引のみを適用対象としており、また、市場外取引のうち一定の海外市場取引・PTS取引については、その適用対象から除外されている。



(注1) 一定の要件を満たすものに限りに、5%ルールの適用が除外される。

(注2) 市場内取引(立会内)についても、以下の場合には、公開買付規制の適用対象となる。

①急速な買付け等(3か月以内に、市場外取引又は市場内取引(立会外)による5%超の株券等の取得を含みつつ、合計10%超の株券等を取得し、買付け後の株券等所有割合が3分の1超となる場合)

②他者の公開買付期間中における買付け等(他者の公開買付期間中に株券等所有割合が3分の1超の大株主が5%超の株券等を買付けする場合)

(注3) ただし、第三者割当(新株発行)により取得された株券等についても、上記(注2)①の10%超の判定においてカウントされる。

## 現行制度における公開買付規制違反に対する制裁等①: 民事責任

□ 現行制度では、公開買付規制違反に対する事後的な救済・制裁措置として、民事上の損害賠償責任、課徴金、刑事罰が設けられている。

- 株主保護を徹底する目的から、以下のとおり、損害賠償規定が定められている。

### 民事責任

規制	過失 / 相当な注意	損害賠償額の法定
公開買付届出書等の提出前における勧誘等の禁止規制違反	無過失責任	—
公開買付説明書等の不交付	無過失責任	—
別途買付けの禁止規制違反	無過失責任	(別途買付価格－公開買付価格)×応募株券等
買付条件に反する決済	無過失責任	【有利買付けの場合】 (有利な買付価格－公開買付価格)×応募株券等 【あん分比例方式によらない買付けの場合】 (公開買付価格－損害賠償請求時の市場価格)×(あん分比例方式により買付け等が行われるべき株券等の数－買付株券等の数)
虚偽記載等のある公開買付説明書等の使用	被告側に立証責任(注1)	—
公開買付開始公告、公開買付届出書、公開買付説明書、対質問回答報告書等の虚偽記載等	【提出者等】 無過失責任	【公開買付終了後に公開買付けによらない買付け等を行う契約についての不記載の場合】 (当該契約による買付け等の価格－公開買付価格)×応募株券等の数
	【関係者(注2)】 被告側に立証責任(注1)	—

(注1) 被告側において、虚偽記載等であることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明する必要がある。

(注2) 公開買付届出書等の提出者等の実質的特別関係者、取締役、会計参与、監査役、執行役、理事又は監事等。提出者等と連帯して損害賠償責任を負う。

# 現行制度における公開買付規制違反に対する制裁等②：課徴金、刑事責任

## 課徴金

- 一定の公開買付規制違反については、以下のとおり、課徴金制度が設けられている。

規制	課徴金額
公開買付開始公告を行わないで株券等の買付け等をした場合	公開買付開始公告を行わずにした買付け等の総額の25%
公開買付開始公告、公開買付届出書、 対質問回答報告書等に虚偽記載等がある場合	公開買付開始公告を行った日の前日終値×買付け等を行った株券等の数×25%
公開買付届出書、対質問回答報告書等の不提出	

## 刑事責任

- 買付者に対する主な公開買付規制違反に係る刑事罰は以下のとおり。

規制	罰則	両罰規定	
不公表・ 不提出等	公開買付開始公告を行わない、 公開買付届出書の不提出	5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金 又は併科	5億円以下の罰金
	訂正届出書・対質問回答報告書の不 提出、公開買付説明書の不交付	1年以下の懲役もしくは100万円以下の罰金 又は併科	1億円以下の罰金
	対質問回答書の訂正報告書の不提出	6月以下の懲役もしくは50万円以下の罰金 又は併科	50万円以下の罰金
虚偽記載	虚偽記載のある公開買付開始公告、 公開買付届出書等の提出	10年以下の懲役もしくは1000万円以下の罰 金又は併科	7億円以下の罰金
	虚偽記載のある対質問回答報告書等・ 公開買付説明書等の提出・交付	5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金 又は併科	5億円以下の罰金
その他 規制違反	公開買付届出書等の提出前における 勧誘等の禁止規制、買付条件等の変 更規制違反、撤回規制違反	5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金 又は併科	5億円以下の罰金
	別途買付けの禁止規制違反、 買付条件に反する決済	1年以下の懲役もしくは100万円以下の罰金 又は併科	1億円以下の罰金

## 英国におけるTakeover Panel

- 英国では、公開買付規制の監督機関・規制免除等に関する実質的判断機関として、Takeover Panelが設置されている。また、アジア諸国においても類似のパネル制度を設けている国がある。

### 英国

#### 構成

- パネルメンバー:30名(金融機関職員、会社役員、弁護士等)
- 事務局:28名(うち7名が法律事務所、会計事務所、投資銀行等からの出向者)  
※ M&A案件の窓口となるケースオフィサー部門のAssistant Secretary6名のうち5名が出向者

#### 権限

- 規則(Takeover Code)の制定権限
- 規則適用の免除・修正権限
- 規則の解釈・適用・実行の裁定権限
- 規則違反に対する制裁権限

#### 運用

- M&Aの当事者は多くの局面でパネルへ相談し、ほとんどの日常的なM&A案件は事務局のケースオフィサー部門がその解決に当たる。
- 事務局の判断に対する異議がある場合には、パネルの聴聞委員会に異議を申し立てることができる。また、聴聞委員会の決定に異議がある場合には、テイクオーバー・アピールボードに異議を申し立てることができる。
- パネルは、規則違反者に対して、①戒告、②譴責、③適用免除措置の停止、④監督機関への通告、⑤冷遇措置などの制裁を課すことができる。

## 豪州におけるTakeover Panel

- 英国やアジア諸国と異なり、豪州では、監督・規制免除等に関する実質的判断を規制当局(ASIC)が担いつつ、公開買付期間中の一次的な紛争解決機関としてTakeover Panelが設置されている。

### 豪州

#### 構成

- パネルメンバー:51名(金融機関職員、会社役員、弁護士等)
- 事務局:5,6名(うち最大2名が法律事務所等からの出向者)

#### 権限

- 受容できない状況であること(unacceptable circumstances)の宣言・命令の発出権限
- ASICの決定に対する不服審査権限
  - ※ 豪州会社法において公開買付規制が規律されている。
  - ※ 公開買付規制の免除・修正についてはASICの権限とされている。

#### 運用

- パネルは、公開買付けの関係者(公開買付者、対象会社、ASIC、その他の利害関係者)からの申立てにより、パネルメンバーから3名の担当メンバー(Sitting Panel)を選定し、検討を開始する。
- パネルは、仮処分を発出することができるほか、受容できない状況であること(unacceptable circumstances)を宣言し、議決権の差止め・株式の処分等を含む命令を発出することができる。
- 日々のM&Aの監督はASICがこれを担い、ASICによる公開買付規制の免除・修正の決定に異議がある場合には、パネルに対して異議を申し立てることができる。

# 日本における公開買付けの予告に関する規制

- 金融商品取引法上、公開買付けの予告は、一定の場合には、風説の流布や相場操縦行為等に該当する可能性があるとしてされている。

## 株券等の公開買付けに関するQ&A

(問48) 公開買付開始公告に先立ち、公開買付けを実施することを予告する場合、どのような点に留意する必要がありますか(法第27条の3第1項関係)。

(答)

個別事案ごとに判断する必要がありますが、例えば、**公開買付けを実際に行う合理的な根拠がないにもかかわらず、公開買付けを実施する可能性がある旨を公表するような場合、風説の流布(法第158条)や相場操縦行為(法第159条第2項第2号)等に該当する場合もあり得ると考えられます。**

## 東天紅事件<sup>(注)</sup> — 公開買付けを実施する旨等の公表が風説の流布に該当するとされた事例

### 事案概要

- 被告人は、他人名義の借用口座において、上場会社A社の株式を取得した後、ZにA社株の名義人となることを持ちかけ、Zは、2000年2月2日、A社株を保有していないにもかかわらず、株券等保有割合が20.36%となった旨の虚偽の大量保有報告書を提出。
- その後、被告人は、Zらと共謀の上、同月17日、証券取引所内の報道記者クラブの幹事社当てに、A社株の公開買付けを行う旨の記者発表を行う旨等を記載したZ名義の書面を送信。しかし、同月21日の記者クラブにおける会見において、公開買付けを延期すると発表。

### 裁判所の判断

- 裁判所は、主に以下の事情から、被告人が公開買付けを実施する旨等の内容虚偽の文書を公表した行為は、有価証券の相場の変動を図る目的をもって風説を流布したものと判断。
  - ✓ 被告人が、A社株の下落に伴い、信用取引にかかる委託保証金に不足が生じ、証券会社から追加保証金の入金を強く督促されていたことや、犯行前後のA社株の値動き等のA社株をめぐる状況の推移
  - ✓ 被告人が、公開買付けのために必要とされる準備作業などは一切行わず、公開買付けを行うために要する巨額の資金についても調達の見込みが全くなかったこと
  - ✓ 専らTOBにより株価が上がることにのみ関心を抱いていることをうかがわせる発言をしていたこと

(注) 東京地判平成14年11月8日(判時1828号142頁)

## 諸外国における公開買付けの予告に関する規制

□ 諸外国では、公開買付けの予告について、以下のとおり、特別の規制を設けている国も存在。

### 米国

#### 公開買付けに関する相場操縦

- いかなる者も、公開買付け若しくはそれに対する応募の要請若しくは招請に関連して、又は当該買付、要請若しくは招請に反対若しくは賛成して行う証券保有者の勧誘に関連して、詐欺的・欺瞞的・相場操縦的な行為・慣行を行うことは違法とされている(1934年証券取引所法14条(e))。
- 以下のいずれかに該当する場合において、公開買付けを行う予定があることを公表することは、上記の詐欺的・欺瞞的・相場操縦的な行為・慣行を行うことに該当し、違法となる(SEC Rule 14e-8)。
  - 合理的な期間内に買付を開始し、完了させる意図がないのに、潜在的な公開買付けを公表する場合
  - 直接的又は間接的に、その公表によって、買付者又は対象会社の株式の市場価格を相場操縦する意図がある場合
  - その者が買付を完了するために証券を購入する手段があることについて合理的な信念(注1)を持っていない場合

### 英国

#### プットアップ・オア・シャットアップルール

- 対象会社の買収に関する憶測が広まった場合や対象会社の株価の異常な変動が見られたりする場合等には、対象会社は該当する事由について公表を行う必要があり、対象会社と協議又は接触している潜在的買収者が存在する場合、当該潜在的買収者を特定した上で公表することとされている。
- 当該潜在的買収者は、公表から原則として28日以内に公開買付けを行う確定的な意思の有無を明確にするための開示を行う義務を負う。
- 当該潜在的買収者が、①公開買付けを行う旨の確定的な意思表示を行った場合(注2)、その意思表示から28日以内に公開買付けに関する書類を対象会社の株主に対して送付しなければならず、②公開買付けを行わない旨の意思表示を行った場合、原則として、その意思表示から6ヶ月間は対象会社の30%以上の議決権の取得等を行うことは禁止される。

(出所) 飯田秀総「アメリカの相場操縦規制」(大証金融商品取引法研究会報告、2013年5月24日)、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)57,65頁より金融庁作成

(注1) 米国SECは、必須ではないものの、コミットメントレターその他の資金調達能力の証拠があれば、多くの場合、「合理的な信念」の要件を充足するだろうとの解釈を示している。

(注2) 公開買付けを行う旨の確定的な意思の公表は、買付者が買付けを実施できると正当に信じる場合にのみ行うことができ、現金による公開買付けを行う場合には、公表時に、全ての応募を決済するために必要な資金調達がなされていることについての第三者(通常はフィナンシャル・アドバイザー)の確認がなされている必要がある。



## 公開買付価格の均一性

□ 公開買付価格は、全ての応募株主等について均一でなければならない。

### <令8条3項>

公開買付けによる株券等の買付け等を行う場合には、買付け等の価格(法第二十七条の二第三項に規定する買付け等の価格をいう。)は、全ての応募株主等(法第二十七条の十二第一項に規定する応募株主等をいう。以下この節において同じ。)について均一にしなければならない。ただし、公開買付者が応募株主等に複数の種類の対価を選択させる場合には、選択することができる対価の種類を全ての応募株主等につき同一とし、かつ、それぞれの種類ごとに当該種類の対価を選択した応募株主等について均一にしなければならない。

### 応募予定者を区分して、公開買付価格の異なる公開買付けを2回実施した事例

公開買付者	対象者	第1回公開買付け	第2回公開買付け
センコーグループ ホールディングス(株)	中央化学(株)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 目的: 主要株主からの取得</li> <li>✓ 価格: 195円</li> <li>✓ 開始日: 2022.11.15</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 目的: 一般株主からの取得</li> <li>✓ 価格: 418円</li> <li>✓ 開始日: 2022.12.21</li> </ul>
(株)NSSK-V	(株)鴨川グランドホテル	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 目的: 主要株主からの取得</li> <li>✓ 価格: 120円</li> <li>✓ 開始日: 2021.12.13</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 目的: 一般株主からの取得</li> <li>✓ 価格: 290円</li> <li>✓ 開始日: 2022.1.24</li> </ul>
(株)アスパラント グループSPC5号	F C M(株)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 目的: 主要株主からの取得</li> <li>✓ 価格: 3,050円</li> <li>✓ 開始日: 2018.11.2</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 目的: 一般株主からの取得</li> <li>✓ 価格: 4,200円</li> <li>✓ 開始日: 2018.12.12</li> </ul>
グローリー(株)	(株)フュートレック	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 目的: 主要株主からの取得</li> <li>✓ 価格: 569円</li> <li>✓ 開始日: 2018.10.1</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 目的: 一般株主からの取得</li> <li>✓ 価格: 770円</li> <li>✓ 開始日: 2018.11.7</li> </ul>

(出所) 過去5年以内にEDINETに提出された公開買付届出書(自社株公開買付けの事例を除く)を基に金融庁にて作成。

### 異なる種類の株券等を公開買付けの対象とする場合

異なる種類の株券等を公開買付けの対象とする場合であっても、実質的に公開買付価格が均一となるよう、各種類に応じた公開買付価格を設定する必要があるとの解釈が示されている(注)。

また、当該種類に応じた公開買付価格の差について、換算の考え方等を公開買付届出書に記載することが求められている。

(注) 池田唯一ほか編著『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』(商事法務、2007) 65頁

# 買付条件の変更の制限: 買付価格の引下げの禁止

□ 現行制度上、公開買付者は、公開買付期間中、株主に不利な買付条件の変更を禁止されており、公開買付価格も、株式分割や株式・新株予約権の無償割当ての場合を除き、原則として引き下げることができない。

## 制限される買付条件の変更

<法27条の6第1項>  
 公開買付者は、次に掲げる買付条件等の変更を行うことができない。

- ① **買付価格の引下げ**
- ② 買付予定の株券等の上限の引下げ
- ③ 公開買付期間の短縮
- ④ 買付予定の株券等の下限の引上げ(対抗買付者による公開買付けの開始や上限の引上げがなされた場合を除く)
- ⑤ 60営業日超となる公開買付期間の延長(法の定めにより延長しなければならない場合、対抗買付者による公開買付けの開始や公開買付期間の延長がなされた場合を除く)
- ⑥ 対価の種類の変更(選択肢の増加を除く)
- ⑦ 撤回条件の変更

例外事由

対象者が①株式分割、②株式又は新株予約権の無償割当てを行った場合に買付価格の引下げがある旨の条件が記載されている場合は、買付価格の引下げが可能

以下の金額を下限として買付価格の引下げが可能

引下可能額

① 株式分割

$$\text{変更前の買付価格} \times \frac{1}{\text{分割前の1株に係る分割後の株式の数}}$$

② 無償割当て

$$\text{変更前の買付価格} \times \frac{1}{\text{1株に対して割り当てられる株式の数(注)}}$$

備考

株式分割、株式等の無償割当ての「決定」が対象者においてなされただけでは足りず、実際に分割、割当てが行われることが必要

(注) 新株予約権の場合は、株式に換算した数

## 公開買付けの撤回事由

- 公開買付者は、原則として公開買付けの撤回はできないものとされている。

### <法27条の11第1項>

公開買付者は、公開買付開始公告をした後においては、公開買付けに係る申込みの撤回及び契約の解除（以下この節において「公開買付けの撤回等」という。）を行うことができない。ただし、公開買付者が公開買付開始公告及び公開買付届出書において公開買付けに係る株券等の発行者若しくはその子会社（中略）の業務若しくは財産に関する重要な変更その他の公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情（政令で定めるものに限る。）が生じたときは公開買付けの撤回等を行うことができる旨の条件を付した場合又は公開買付者に関し破産手続開始の決定その他の政令で定める重要な事情の変更が生じた場合には、この限りでない。

#### 公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情(注1)

- ① 対象者又はその子会社の重要な業務に関する決定（合併、事業譲渡、重要な財産の処分、新株発行等）、対象者による買収防衛策の維持の決定
- ② 対象者に一定の事実が発生した場合（免許取消し、破産手続開始、災害、上場の廃止等）
- ③ 株券等の取得について行政庁の許可等が得られなかった場合

※ 上記①②については、法令上列挙されている事由のほか、これらに準ずるものとして公開買付者が公開買付届出書等で指定したものが含まれる(注2)。

#### 公開買付者の重要な事情の変更

- ① 公開買付者の死亡
- ② 公開買付者が後見開始の審判を受けたこと
- ③ 公開買付者の解散
- ④ 破産手続開始の決定等

(注1) 軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く。

(注2) 実務上、公開買付者によって指定された撤回事由としては、対象者が剰余金の配当を決定した場合、対象者が自己株式の取得を決定した場合、対象者が過去に提出した法定開示書類に虚偽記載等があることが判明した場合、対象者の事業上重要な契約が終了した場合、対象者の重要な子会社に②の事由が発生した場合などが挙げられる。

## 形式的特別関係者・みなし共同保有者の範囲

- 現行法上、一定の特別の関係がある場合には、その実態にかかわらず、公開買付制度における「特別関係者」や大量保有報告制度における「共同保有者」に該当する規律が設けられている。

### 形式的特別関係者(公開買付制度)

買付者と、株式の所有関係、親族関係その他の特別の関係にある者は「特別関係者」に該当。

特別  
の  
関係

個人

- 親族(配偶者及び1親等以内の血族・姻族)
- 特別資本関係にある法人等及びその役員

法人等

- 役員
- 特別資本関係にある法人等及びその役員
- 当該法人等に対して特別資本関係を有する個人及び法人等並びにその役員

### 特別資本関係

- 特別資本関係とは、総株主等の議決権の**20%以上**の議決権に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する関係をいう。
- その被支配法人等<sup>(注)</sup>と合わせて他の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等を所有する場合、当該他の法人等に対して特別支配関係を有するものとみなされる。

### みなし共同保有者(大量保有報告制度)

株券等の保有者と他の保有者が、株式の所有関係、親族関係その他の特別の関係にある場合、当該他の保有者は「共同保有者」とみなされる。

特別  
の  
関係

- 夫婦の関係
- 支配株主等と被支配会社との関係
- 被支配会社とその支配株主等の他の被支配会社との関係(兄弟会社)
- 子会社(組合)と親会社との関係

### 支配株主等

- 支配株主等とは、総株主等の議決権の**50%超**の議決権に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有している者をいう。
- 支配株主等とその被支配会社が合わせて他の会社の総株主等の議決権の50%超の議決権に係る株式等を所有する場合、当該他の会社も当該支配株主等の被支配会社とみなす。

(注) 他の法人等の総株主等の議決権の50%超の議決権に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する場合における当該他の法人等をいう。また、被支配法人等と合わせて他の法人等の総株主等の議決権の50%超の議決権に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する場合、当該他の法人等は、被支配法人等とみなされる。

## 現行制度における公開買付期間の延長規制

### 【当初公開買付期間】

- 買付者は、公開買付開始公告を行った日から起算して20営業日以上60営業日以内の範囲で、公開買付けによる株券等の買付け等の期間(公開買付期間)を定めなければならない(法27条の2第2項、令8条1項)。

### 【自発的な延長】

- 買付者は、当初定めた公開買付期間の延長をすることが可能であるが、延長できる公開買付期間は、下記の例外を除いて、当初公開買付期間と合わせて60営業日までである(法27条の6第1項4号、令13条2項2号本文)。

#### <期間延長の上限の例外>

買付者は、下記の場合には、60営業日を超えて、公開買付期間の延長をすることが可能である。

- ① 訂正届出書の提出に伴い、公開買付期間の延長が必要な場合(令13条2項2号イ)(注1)
- ② 公開買付期間中に、当該公開買付者及び特別関係者以外の者が、対象者の発行する株券等について公開買付けを開始し、又は公開買付期間を延長した場合(令13条2項2号ロ)(注2)

### 【訂正届出書の提出に伴う延長】(前記①の場合)

- 買付者は、公開買付期間が残り10営業日となつてから、公開買付届出書の訂正届出書を提出した場合には、①形式上の不備を理由とする訂正届出書を提出するとき、及び②公開買付期間を延長する場合で他の買付条件等に変更がないときを除き、公開買付期間を、訂正届出書を提出した日より起算して10営業日を経過した日まで延長しなければならない(法27条の8第8項、他社株買付府令22条1項、2項)。

(注1) この場合、公開買付期間の延長は義務的である。

(注2) この場合、当該他者の公開買付期間の末日までの延長が可能である。

## 現行制度における全部勧誘義務の対象となる株券等の範囲

### 【全部勧誘義務の対象となる有価証券】

- 買付け後における株券等所有割合が3分の2以上となる公開買付けについては、全ての種類の株券等を買付対象としなければならない(全部勧誘義務)。その対象となる有価証券は、以下のとおり(法27条の2第1項柱書、令6条1項)。(注)
  - ① 株券、新株予約権証券及び新株予約権付社債券
  - ② 外国の者の発行する証券又は証書で①に掲げる有価証券の性質を有するもの
  - ③ 投資証券等及び新投資口予約権証券等
  - ④ 有価証券信託受益証券で、受託有価証券が①～③に掲げる有価証券であるもの
  - ⑤ 「**預託証券**」のうち、①～③に掲げる有価証券に係る権利を表示するもの

### 【預託証券】

- 「**預託証券**」とは、有価証券等の預託を受けた者が当該有価証券等の発行された国以外の国において発行する証券又は証書で、当該預託を受けた有価証券等に係る権利を表示するもの(法2条1項20号)。」主に海外株券の取引・決済の手段として、海外で利用されており、米国ではADR(American Depositary Receipt)と呼ばれている。
- ADRの中には、当該株券等の発行体が介在せずに発行されるもの(アンスポンサードADR)もあり、アンスポンサードADRも公開買付けの対象となる有価証券に含まれる。

### 実務上の取扱い

- 「**預託証券**」については、他国の法規制により日本の公開買付けによる取得ができない、公開買付代理人として当該預託証券の取扱いができる金融商品取引業者等が存在しない等の理由により、「**預託証券**」の形式で取得することができず、全部勧誘義務が課せられる場合であっても、事前に対象者株式に転換した上での応募を促す形式で取り扱っている例がある。

(注) ただし、公開買付けの対象となる有価証券に該当するためには、議決権株式であるか、または議決権株式の交付を受ける権利・条項が付されているものでなければならない(他社株買付府令2条)。

## 「株券等の買付け等」の該当性①

- 金融庁は、「株券等の公開買付けに関するQ&A」において、「株券等の買付け等」の該当性について、以下のとおりの解釈を示している。

### 問6

【問】 いわゆるスクイズ・アウトの方法として、公開買付けの後、対象者が発行済株式を全部取得条項付種類株式に変更した上で取得を行い、取得の対価として交付する株式の1株に満たない端数を処理するために、会社法第 234 条の規定に基づき、端数の合計数に相当する数の株式を売却する場合、当該売却される株式を取得する買主は、公開買付けを行う必要がありますか。

【答】 通常、公開買付けを行う必要はないと考えられます。

### 問12

【問】 会社法上の合併や株式交換等のいわゆる組織再編による株券等の取得について公開買付けを行う必要がありますか。

【答】 ①当該組織再編の当事会社が株券等を(承継)取得する場合、②当該組織再編の当事会社の株主等が当該組織再編の対価として株券等の交付を受ける場合のいずれについても、通常、「株券等の買付け等」には該当せず、公開買付けを行う必要はないと考えられます。

ただし、例えば、他の会社の株券等のみを対象とする吸収分割(いわゆる無対価分割を除きます。)のように、実質的には相対での株券等の譲受けの一形態に過ぎ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。

## 「株券等の買付け等」の該当性②

### 問13

【問】 コール・オプションの行使による株券等の買付け等について公開買付けを行う必要がありますか。

【答】 法第 27 条の2第1項各号の要件に該当する場合、通常、公開買付けを行う必要があると考えられますが、取引の実態に照らし、公開買付規制の趣旨に反し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。

なお、売買の一方の予約により予約完結権を有する場合における、当該予約完結権の行使による株券等の買付け等についても同様であると考えられます。

### 問14

【問】 プット・オプションが行使されたことによる株券等の買付け等について公開買付けを行う必要がありますか。

【答】 法第 27 条の2第1項各号の要件に該当する場合、通常、公開買付けを行う必要があると考えられますが、取引の実態に照らし、公開買付規制の趣旨に反し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。



## 「株券等の買付け等」の該当性③

### 問15

【問】 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は、公開買付規制上、どのような問題がありますか。

【答】 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(以下この問において「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、公開買付規制に抵触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。

## 「株券等の買付け等」の該当性④

## 問16

【問】 組合の解散に伴い、組合員が、出資額に応じた残余の組合財産の分配として株券等を取得する場合、公開買付けを行う必要がありますか。

【答】 個別事案ごとに判断する必要がありますが、残余の組合財産の分配の方法が(当該組合員以外の)業務執行を決定する組合員(以下「業務執行組合員等」といいます。)の裁量により決定された場合には、通常、自らの意思に基づき株券等を取得すると認められないため、「株券等の買付け等」には該当せず、公開買付けを行う必要はないと考えられます。

これに対し、例えば、

- ① 残余の組合財産の分配の方法(現物によるか金銭によるか)を当該組合員が自ら選択する場合(現物によることを業務執行組合員等が裁量により決定した場合に、当該組合員が金銭により分配することを求めることができるに過ぎない場合は、これに含まれないと考えられます。)や当該組合員と業務執行組合員等が合意(書面であるか口頭であるかを問いません。)により決定する場合
- ② 近いうちに当該組合が解散し、残余の組合財産の分配として当該株券等が交付されることを知って当該組合に出資を行い、結果的に当該株券等を取得する場合
- ③ 組合契約の締結時に、当該組合が当該株券等を取得すること及び残余の組合財産を現物により分配することが合意されていた場合など、

実質的に当該組合員が自らの意思に基づき当該株券等を取得すると認められる場合(最終的に当該株券等を取得するために当該組合への出資という方法を利用した場合を含みます。)には、「株券等の買付け等」に該当し、法第27条の2第1項各号の要件に該当する場合、公開買付けを行う必要があると考えられます。

なお、会社の解散に伴う残余財産の分配についても、基本的に同様であると考えられます。

## 「株券等の買付け等」の該当性⑤

### 問17

【問】 いわゆるスクイーズ・アウトの方法として、公開買付けの後、対象者が発行済株式を全部取得条項付種類株式に変更した上で取得を行い、取得の対価として対象者の別の種類の株式（新たに発行する株式又は自己株式）を交付する場合、交付を受ける者は公開買付けを行う必要がありますか。

【答】 通常、「株券等の買付け等」には該当せず、公開買付けを行う必要はないと考えられます。

### 問18

【問】 株券等に係る担保権を取得する場合、公開買付けを行う必要がありますか。

【答】 当該担保権が質権であるか譲渡担保権であるかにかかわらず、担保権を取得しただけでは、通常、「株券等の買付け等」には該当せず、公開買付けを行う必要はないと考えられます。

ただし、譲渡担保権については、当事者の目的や権利内容等の点において担保権としての実質を備えているもの（例えば、担保権設定者について特別株主の申出（社債、株式等の振替に関する法律第 151 条第2項第1号参照）が行われるなど）でなければならないことに留意する必要があります。

また、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（令第6条の2第1項第8号）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ます。

## I. 現行制度の概要

## II. これまでの議論

### A) 公開買付制度

### B) 大量保有報告制度

### C) 実質株主の透明性

## III. ご議論いただきたい事項

# 「法的論点に係る考え方の整理」①:「重要提案行為」について

## 「日本版ステewardシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」(2014年2月)

(問) 投資先企業との対話にあたり、株券等保有割合が5%超である機関投資家が、以下のような行為を行うことは、「重要提案行為」に該当しますか。

- ① 投資先企業の経営方針等(ガバナンス・資本政策などに関する方針を含む)の説明を求める行為
- ② 自らの議決権行使の方針、投資先企業に対する具体的な議決権行使の予定、自らの株式保有・処分の方針、当該投資先企業の株式の具体的な保有・処分の予定等を説明する行為
- ③ 前記②の説明に対する投資先企業のスタンスの説明を求める行為
- ④ 株主総会において、質問を行う行為
- ⑤ 株主総会において、具体的な事項の決議を求める行為
- ⑥ 前記③、④の投資先企業の説明が、自らの方針と一致しない場合に、投資先企業の経営方針等の変更を求める行為
- ⑦ 前記⑥のほか、投資先企業の経営方針等の変更を求める行為

(答) 1. 「重要提案行為」に該当するためには、以下の3要件を全て満たす必要があります。

- (i) 提案事項の客観的内容が、政令(令第14条の8の2)で列挙された事項に該当すること
- (ii) 発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とすること
- (iii) 「提案」に該当すること

2. この点、前記①～④の行為は、投資先企業との間で認識の共有を図る行為であり、(iii)の「提案」に当たらないと考えられることから、基本的には、「重要提案行為」に該当しない可能性が高いものと考えられます。
3. 他方、前記⑤～⑦の行為は、いずれも株券等保有割合が5%超である大株主が、投資先企業の経営方針等の変更や、株主総会での決議を求めるものです。

したがって、内容が(i)「政令で列挙された事項」に該当するものである限り、基本的には、(ii)「発行者の事業活動に重大な変更を加え、また重大な影響を及ぼすことを目的とする」(iii)「提案」に該当する行為として、「重要提案行為」に該当する可能性が高いものと考えられます。

4. ただし、前記⑥、⑦の行為であっても、その個別の態様によっては、「重要提案行為」に該当する可能性が低いものも想定されます。
5. 具体的には、例えば、発行者から意見を求められた場合に、株主が、これに応じて受動的に自身の意見を陳述するといった行為や、発行者が主体的に設定した株主との対話の場面<sup>(注)</sup>での意見陳述等は、「株主の意見を聴取し、これを参考にしよう」、「自社の業績や戦略等について、対話を通じ、株主の理解を深め、その支持を得よう」といった発行者の主体的意思に基づく要請を踏まえ、これに応じることを目的とする行為であることから、(ii)「発行者の事業活動に重要な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とする」行為に該当する可能性は低くなるものと考えられます。

(注) 決算報告会、IRミーティング(スモールミーティングを含む)等

## (参考)外為法の事前届出免除制度の概要

- 外為法上、一定の事業を行う上場会社等の1%以上の株式等を取得する場合、原則として事前届出が必要となるが、一定の基準を遵守した場合には、事前届出が免除される。

適用投資家	内容		
外国金融機関	包括免除	指定業種 (コア以外) ----- コア業種	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 免除基準を遵守すれば、事前届出を免除(上限なし)</li> <li>● 事後報告の閾値は10%</li> </ul>
包括免除又は本則が適用されるもの以外の全ての投資家(認証を受けたSWF等を含む)	一般免除	指定業種 (コア以外) ----- コア業種	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 免除基準を遵守すれば、事前届出を免除(上限なし)</li> <li>● 事後報告の閾値は1%</li> <li>● 上乗せ基準も遵守すれば、10%未満の株式取得について事前届出を免除</li> <li>● 事後報告の閾値は1%</li> </ul>
過去に外為法違反で処分を受けた者、国有企業等(認証を受けたSWF等を除く)	本則	指定業種 (コア以外) ----- コア業種	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 事前届出免除の利用不可</li> </ul>

### 【免除基準】

- 外国投資家自ら又はその密接関係者が役員に就任しない
- 指定業種に属する事業の譲渡・廃止を株主総会に自ら提案しない
- 指定業種に属する事業に係る非公開の技術情報にアクセスしない

### 【上乗せ基準】

- コア業種に属する事業に関し、取締役会又は重要な意思決定権限を有する委員会に自ら参加しない
- コア業種に属する事業に関し、取締役会等に期限を付して回答・行動を求めて書面で提案を行わない(注)

(注)「期限を付して」については、パブリック・コメント回答において、明確な日時等が明示されていない場合であっても、実質的には期限を付していることと同等であると解される場合にはこれに該当し、要請の頻度やその他各種の要因を踏まえて、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられる旨が示されている。

## 「日本版ステewardシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」(2014年2月)

(問)株券等の保有者が、「他の投資家」との間で、特定の投資先企業に対する議決権行使の方針について意見交換を行う場合や、投資先企業に対話の場を設けるよう共同で申し入れることや投資先企業の経営方針等の変更を共同で求めることを合意した場合、当該「他の投資家」は、大量保有報告制度における「共同保有者」に該当しますか。

(答)「共同保有者」に該当するためには、「共同して株主としての議決権その他の権利を行使すること」を合意している必要があります(法第27条の23)。

当該「株主としての議決権その他の権利」とは、「議決権の他、株主提案権、議事録・帳簿閲覧権、役員等に対する責任追及訴訟の提訴請求権など、株主としての法令上の権利」を指すものと考えられます。

したがって、法令上の権利の行使以外の株主としての一般的な行動についての合意にすぎない場合には、基本的に、当該「他の投資家」は、「共同保有者」には該当しないと考えられます。

(問)株券等の保有者が、「他の投資家」との間で、特定の投資先企業の株主総会における議決権行使の予定を伝え合い、その内容が一致した場合、当該「他の投資家」は、大量保有報告制度における「共同保有者」に該当しますか。

(答)「共同保有者」に該当するためには、「共同して株主としての議決権その他の権利を行使すること」を「合意」している必要があります(法第27条の23)。

ここでいう「合意」は、単なる意見交換とは異なり、相互又は一方の行動を約する(文書によるか口頭によるかを問わず、また、明示的か黙示的かを問わない)性質のものを指すものと考えられます。

したがって、「他の投資家」との話合い等において、各々の議決権行使の予定を伝え合い、それがたまたま一致したに過ぎないような状態では、基本的に、当該「他の投資家」は「共同保有者」には該当しないものと考えられます。

## 諸外国における要件の明確化の取組み①

□ 米国SECにおいて、機関投資家の特例要件、共同保有者の範囲について解釈が示されている。

### 米国

#### 機関投資家の特例

- 発行者の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有するか否か判断するにあたっては、以下の要素を考慮する。
  - 通常の業務において取得したものか、その性質上、支配権を取得しようとするものではないか
  - 提案・勧誘が、全ての投資先企業に対する優れたコーポレートガバナンスに関する投資方針に基づき行われたものであって、特定企業の支配権取引を促すものではないか
  - 提案・勧誘が、特定の提案の主題に照らし、他の者による特定企業の支配権の変更を容易にする効果を有するような状況で行われたものか
  - 大量保有者が、提案に賛成する独立した勧誘を行ったか
  - 活動が、株主提案を支持するためではなく、会社提案に反対するために行われたものか
- 社会、公共の利益に関する事項（環境政策等）に関する委任状勧誘は、通常、発行者の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有しない。
- コーポレートガバナンスに関する事項のうち、役員報酬、役員年金、無記名投票に関する提案・勧誘活動については、通常、特例制度の利用を妨げない。また、ポイズン・ピルの廃止、州の買収法のオプトアウト、期差任期制度の廃止など支配権に関わる事項についても、状況によっては、上記の目的・効果を有しない場合がある。
- 他方、会社の支配権の変更を求める提案（買収者を探す提案、取締役選任提案、多額の資産の売却提案等）を支持する勧誘は、多くの場合、上記の目的・効果を有する。
- 対抗者に賛成する投票や、コーポレートガバナンス関連の提案に関しVoting announcement を行うことのみでは、特例制度の適格性を喪失させない。

#### 共同保有者

- 単に委任状勧誘を受けるだけでは（勧誘の結果、撤回可能な委任状を授与される場合であっても）勧誘者の「共同保有者」(group)に該当しない。
- 共同行為や株式等の取得・保有・処分に関する合意に及ぶ意図のない株主間の意見交換や協働エンゲージメント、株主提案者との接触、株主が独立して決定した議決権行使の内容（株主提案への賛同を含む。）の公表・伝達等については、当該行為のみでは「共同保有者」に該当しないことを明確化するガイダンスを公表（次頁参照）。



## 諸外国における要件の明確化の取組み②

□ 米国SECは、2023年10月、共同保有者の範囲に関する新たなガイダンスを公表。

### 米国

- 共同保有者に該当するかどうかは、明示的な合意の有無に関わらず、諸般の事情を分析・考慮し、取得・保有または処分する目的のために共同行為をしたか否かで判断する。
- エンゲージメントを阻害するとの懸念に対応するため、以下の内容を含むガイダンスを提供。
  - 株主間の企業に関するコミュニケーション(①企業の長期的な業績の改善、②企業の慣行の変更、③拘束力のない株主提案の提出・賛同勧奨、④会社支配に関連しない協働エンゲージメント戦略、⑤対立候補がない場合における個々の取締役に対する"vote no"キャンペーンに関する議論を含む。)のみでは、「共同保有者」(group)に該当しない。共同行為や有価証券の取得・保有・処分に関する合意に及ぶことを意図していない意見交換その他のコミュニケーションのみをもって、「共同保有者」に該当することにはならない。
  - 複数の株主が、企業の経営陣と意見交換を行うことのみでは、「共同保有者」に該当しない。
  - 複数の株主が、企業に対し、取締役会の構成に関する推奨を共同で行う場合であっても、①個々の取締役や取締役会の増員に関する議論を行わず、かつ②企業が株主の推奨する行動を実施しない場合に、取締役選任に対する賛成の保留や反対投票を行う可能性に関して合意・了解していないときは、「共同保有者」に該当しない。
  - 拘束力のない株主提案を共同で提出する行為は、企業の経営陣や他の株主に対して意見表明を行う手段の1つであるから、当該共同提案のみをもって、「共同保有者」に該当するものではない。
  - 企業に対する自身の提案への賛同を求めるアクティビストとの接触(今後の行動(course of action)の同意・コミットメントを伴わないもの)のみをもって、当該アクティビストの「共同保有者」に該当するものではない。ただし、勧誘資料の共同発行など、上記にとどまらない活動を行った場合、「共同保有者」に該当する可能性がある。
  - 株主が、アクティビストの提案する取締役候補者の選任に賛成する意向を公表・伝達したとしても、当該行為のみをもって、当該アクティビストの「共同保有者」に該当するものではない。株主が独立して決定した議決権の行使や、議決権行使の内容に関する発表・コミュニケーションのみでは、共同保有の徴候と評価しない。
  - 株主が、大量保有報告書を提出する予定であるとの非公表情報を当該有価証券を取得させる目的で他の者に伝達し、その直接の結果として、当該者が当該有価証券を取得した場合、個別事案によるが、両者は「共同保有者」に該当する可能性がある。

## 諸外国における要件の明確化の取組み③

- ESMAは、EUの公開買付指令(2004/25/EC)における共同行為者("act in concert")<sup>(注1)</sup>の該当性に関連し、ホワイトリストを公表している。
- 英国では、公開買付制度を規律するシティコードにおいて、どのような場合に共同行為者に該当するか明確化されている。

### EU

#### 共同行為者

- 以下の行為のみでは、共同行為者("act in concert")に該当しない(ホワイトリスト)。
  - 取締役会の議題となり得る事項について議論すること
  - 会社の政策・慣行又は会社が行う可能性のある具体的な行動について取締役会に対し意見表明すること
  - 取締役の選任以外の事項に関して株主総会の議題又は議案の提案、臨時株主総会の招集請求を行うこと
  - 取締役の選任以外の株主総会の特定の法定決議事項に関して、同一の態様での議決権行使を合意すること(例えば、①取締役の報酬、資産の取得・処分、減資・自己株式取得、増資、配当、監査人の選解任等、環境その他社会的責任等に関連する事項に関する会社の方針に対する賛成・反対、②関連当事者取引に対する反対)

(出所) ESMA "Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive" ESMA/2014/677-REV (Jun. 20, 2014; Last update: Jan. 8, 2019) より金融庁作成

### 英国

#### 共同行為者

- 特定の事項に関する株主総会決議において、共同して議決権行使をすること自体は、通常、共同行為とはみなされない。ただし、支持者と共同して、株主総会において、取締役会の支配を求める提案を考慮するように要求し、又は要求するように脅す者は、通常、共同行為者と推定される。
- 「取締役会の支配を求める提案」か否かは、①提案された取締役との関係、②選任・解任される取締役の人数、③選任・解任される取締役の取締役会における地位、④提案された取締役の権限の性質、⑤当該提案により、株主としての利害以外の形で、利益を得るか、⑥現在の取締役と提案された取締役、提案した株主等との関係を考慮して判断される。(注2)

(出所) 飯田秀総「共同保有者・特別関係者の範囲」飯田秀総ほか編『商事法の新しい礎石—落合誠—古稀記念』(有斐閣、2014)より金融庁作成

(注1) 日本の公開買付制度においては、「特別関係者」の概念に相当する。

(注2) ①に関し、関係がない場合、又は関係があったとしても重要なものではない場合、他の要素にかかわらず、「取締役会の支配を求める提案」とは認められず、②に関し、選解任される取締役が1名の場合、通常、当該提案は「取締役会の支配を求める提案」には該当しないが、過半数の選任を提案する場合は、通常、「取締役会の支配を求める提案」に該当するとされている。

## 大量保有報告制度の対象となる「株券等」・「保有者」

- 大量保有報告制度の対象となる「株券等」には、株券そのもののほか、株券を取得する権利・条項が付されている有価証券（新株予約権証券など）等が含まれる。また、大量保有報告書の提出義務を負う「保有者」の範囲には、株券等の直接的な保有者のみならず、コールオプションを取得している者等も含まれる。
- もっとも、経済的損益のみが帰属するエクイティ・デリバティブのロングポジションの保有者については、通常、「株券等」の「保有者」に該当しないと考えられている（次頁参照）。

### 株券等

- ① 株券（無議決権株式<sup>(注)</sup>を除く）
- ② 新株予約権証券、新株予約権付社債券（議決権のない株式のみを取得する権利のみを付与されているものを除く）
- ③ 外国の者が発行する証券等で上記①、②と同じ性質を有するもの
- ④ 投資証券等、新投資口予約証券等
- ⑤ 上記①～④に係る権利を表示するもの（カバードワラント、有価証券信託受益証券、預託証券、他社株転換債等）

### 保有者

#### 本文保有者

- 自己又は他人の名義をもって株券等を所有する者（以下の者を含む。）
  - 売買契約等に基づき株券等の引渡請求権を有する者
  - 買主の立場で株券等の売買の一方の予約を行っている者
  - コールオプションを取得している者

#### 1号保有者

- 金銭信託契約等又は法律に基づき、議決権行使権限又は議決権行使指図権限を有する者で、事業活動を支配する目的を有する者

#### 2号保有者

- 投資一任契約等に基づき、投資権限を有する者

(注) 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式であって、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

## 株券等の大量保有報告に関するQ&amp;A

(いわゆるトータル・リターン・スワップ)

(問14) 株券等を原資産とし、当該株券等から生じる経済的な損益のみを一方当事者に帰属させることを内容とするデリバティブ取引のロングポジションを保有する者は、大量保有報告書等を提出する必要がありますか(法第27条の23第3項関係)。

(答)

当該デリバティブ取引の具体的な内容に照らし、個別事案ごとに判断する必要がありますが、経済的な損益のみが帰属するに過ぎない場合、通常、株券等の「保有者」(法第27条の23第3項)には該当しないと考えられます。

しかし、配当等の支払いを含め、原資産である株券等を保有する場合と同様の経済的利益及び損失を帰属させるものであって、かつ、例えば、

- ① 当該デリバティブ取引といわゆるダイレクト・マーケット・アクセス取引を組み合わせるなどにより、以下の(i)と(ii)が不可分に結びついている(直接連動して行われる)場合
  - (i) 当該デリバティブ取引におけるロングポジションの取得及びその解消
  - (ii) 当該デリバティブ取引におけるショートポジションの保有者が、当該デリバティブ取引から生じるリスクをヘッジするために行う、当該デリバティブ取引の原資産である株券等の現物の取得(以下「ヘッジ取得」といいます。)及び処分

や

- ② デリバティブ取引の当事者間において、当該デリバティブ取引の終了時に、原資産である株券等を交付することにより決済することも想定されているなどの理由により、当該デリバティブ取引のロングポジションの保有者において、ショートポジションの保有者によるヘッジ取得及び現物の株券等の保有が行われることが、当該デリバティブ取引の前提となっている場合

のように、現物の株券等の取得及び処分に、当該デリバティブ取引のロングポジションの保有者の支配が及んでいると考えられる場合には、当該デリバティブ取引におけるロングポジションの保有者は、ショートポジションの保有者がヘッジ取得した現物の株券等について、他人の名義をもって所有する者として大量保有報告規制上の「保有者」に該当すると考えられます。

また、①②のいずれにも該当しない場合であっても、取引の実態に照らし、株券等の引渡請求権、議決権の行使について指図を行うことができる権限又は株券等に投資をするのに必要な権限を有していないかなど(法第27条の23第3項参照)に留意する必要があります。

- 米国SECは、現金決済型エクイティ・デリバティブの保有であっても、一定の場合には大量保有報告制度の適用対象となることをガイダンスにおいて明確化。

### 背景

- 現金決済型エクイティ・デリバティブ保有者であっても、以下のような方法により、発行者に対して、影響力や支配を及ぼすおそれがある。
  - デリバティブ取引の相手方が、取引関係の維持・発展のため、デリバティブ保有者の意に沿って議決権の行使や棄権をする
  - 契約変更や契約外の合意を通じて、デリバティブ保有者が、デリバティブ取引の相手方がヘッジ取得した現物株式を取得する
  - デリバティブ保有者が、上記のようなポジションを背景に発行者や他の株主に対してエンゲージメントを行う
- 現金決済型デリバティブ取引は株価に影響をもたらすほか、参照証券の処分が一斉に行われたり、実質的所有権が集中することにより、資本市場の秩序ある運営と効率性が損なわれるおそれがある。また、デフォルト時には、デリバティブ取引の相手方に加え、発行者、市場及びその他の市場参加者にも悪影響を及ぼす可能性がある。

### 最終規則・ガイダンス

- 現金決済型のエクイティ・デリバティブについて、発行者の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有し、又は当該目的・効果を有する取引に関連もしくは参加して当該エクイティ・デリバティブのロングポジションを保有する者を、大量保有報告制度上の「保有者」(beneficial owner)とみなす規定の導入は見送られた。
- 代わりに、現金決済型のエクイティ・デリバティブの保有者が以下のいずれかに該当する場合には、大量保有報告制度上の「保有者」となり得る旨のガイダンスを公表。
  - 参照証券に係る議決権行使権限又は投資権限を有している場合
  - 大量保有報告制度を回避する計画・スキームの一環として現金決済型エクイティ・デリバティブを取得した場合
  - 発行者の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を持って、株式等を取得する権利を取得した場合等

## 大量保有報告制度に係る課徴金制度の概要

- 2008年金融商品取引法改正により、大量保有報告制度の違反抑止の観点から、大量保有報告制度に係る課徴金制度が導入された。

### 【大量保有報告制度に係る課徴金制度の概要】

- ① 法律上の義務に違反して、大量保有報告書又は変更報告書を提出しない場合には、当該株券等の発行者の時価総額の10万分の1の額の課徴金が課される(法172条の7)。
- ② 重大な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けている大量保有報告書、変更報告書又はこれらの訂正報告書を提出した場合には、当該株券等の発行者の時価総額の10万分1の額の課徴金が課される(法172条の8) (注1)

#### ＜課徴金の額が時価総額の10万分の1とされた理由＞ (注2)

課徴金の水準については、違反行為により違反者が得たであろうと一般的・類型的に想定される経済的利得相当額が基準とされているところ、

- ①大量保有報告書等を提出した場合、当該報告書に係る株券等の取引に追随者が生じて市場価格が変動し、その後の取引コストが上昇することとなること、大量保有報告書等の提出に伴う市場価格への影響について、種々の事例を分析したところ、平均0.1%程度と見込まれた。
- ②また、大量保有報告書等の提出後に株券等保有割合が1%以上増減した場合に変更報告書の提出義務が生じるところ、大量保有報告書等を提出しないことで、一般的には、次の変更報告書提出義務が発生する時点までは、他の追随取引を発生させない中で取引を行うことが想定される。

以上を考慮して、0.1%と1%を乗じた10万分の1を時価総額に乗じた額が課徴金の額とされた。

(注1) 不提出者及び虚偽記載者に対しては、5年以下の懲役、500万円以下の罰金(併科あり)の罰則規定も設けられている(法人に対しては5億円以下の罰金刑の両罰規定あり)(法197の2第5号及び6号)。

(注2) 池田唯一ほか『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』(商事法務、2008)321頁

## 諸外国の議決権停止制度の概要

□ 各国の大量保有報告制度違反に対する議決権停止制度の概要は以下のとおり。

	米国	英国	ドイツ	フランス
議決権停止制度の有無	×(注1)	○	○	○
申立権者	—	FCA	自動的に不存在	自動的に剥奪(注2)
発令者	—	裁判所	—	—(注2)
範囲	—	株式の一部又は全部	保有株式の全て	報告しなかった閾値を超える部分(注2)
期間	—	一定期間又は無期限	義務に違反したときから義務を履行するまで(注3)	正式な届出があった日から2年間(注2)
重要性の限定	—	重大な違反をしている場合に限られる	なし	なし

(注1) 米国では、衡平法上の救済として、大量保有報告制度違反により株主に回復不能な損害が生じたことを理由に、裁判において議決権の停止を認めた事例がある。しかし、提出命令によって対応がなされたと判断された場合は、議決権停止を認めることに消極的な結論を示した連邦最高裁のRondeau判決が著名であり、むしろ米国では一般投資家から損害賠償請求の提訴を違反者が受け得ることが実効的なサンクションとなっているとの指摘がある(武井一浩・町田行人・森田多恵子「大量保有報告制度の今後の課題」商事法務1870号(2009)24頁、飯田秀総「大量保有報告規制違反者の議決権行使差止めに関する立法論の検討」商事法務2001号(2013)19頁)。

(注2) 裁判所は、会社の社長、株主又はAMFの申立てに基づき、検察官の意見を聴取した上で、大量保有報告制度に違反した株主に対して、5年を超えない期間について、その議決権の全部又は一部を停止することを命ずることができる。

(注3) 故意又は重過失により、議決権割合に関する報告義務に違反した場合は、義務の履行後さらに6か月延長される(ただし、誤った報告と実際の議決権割合の差が、実際の議決権割合の10%未満であり、かつ、保有報告の基準値における通知がなされなかったわけではないときは、延長されない。)

## 諸外国における実効性確保のための制度①

- 諸外国では、大量保有報告制度の実効性を確保するために、義務に違反した株主に対する措置として以下のような制度を規定している。(注)

### 英国

#### 制裁金の賦課

- Financial Conduct Authority(英国金融行為規制機構:FCA)は、透明性規則に違反したと判断する場合、制裁金を課すことができる。(2000年金融サービス市場法91条)

#### 公表譴責

- FCAは、制裁金を課すことができるとき、これに代えて、当該違反事実に係る譴責のステートメントを公表することができる。(2000年金融サービス市場法91条)

#### 取引禁止命令

- FCAは、株主が透明性規則に違反していると疑う合理的な理由がある場合には、当該株主に対し株券等の取引の禁止を命じることができる。(2000年金融サービス市場法89L条)

#### 議決権停止命令

- 裁判所は、FCAの申立てに基づき、株主が透明性規則について、重大な違反をしている場合は、当該株主に対して、当該株主による議決権行使を停止させる命令(議決権停止命令)を発令できる。(2000年金融サービス市場法89NA条1~3項)
- 裁判所が、議決権停止命令の発令を判断するに当たっては、①その違反行為の故意性や反復性、②違反行為の回復に必要な時間、③FCAの勧告に違反したか、④保有比率、⑤違反行為が金融市場に与えた影響、⑥対象会社の合併及び公開買付けに対する影響等の要件を考慮しなければならない。(2000年金融サービス市場法89NA条4項)
- 議決権停止命令は、株式の一部又は全部に対し、一定期間又は無期限で発令できる。(2000年金融サービス市場法89NA条5,6項)

(注) 刑事手続に基づく処罰を除く。



## 諸外国における実効性確保のための制度②

### ドイツ

#### 過料の賦課

- 大量保有報告義務の故意又は過失による違反に対しては、過料が課される。(有価証券取引法120条)

#### 利益の没収

- 大量保有報告義務の違反により取得した経済的利益は没収される。(秩序違反法29a条)<sup>(注2)</sup>

#### 「株式に基づく権利」 の停止<sup>(注1)</sup>

- 大量保有報告義務に違反した者の「株式に基づく権利」は、違反者の当該株式の持分全てについて、同義務に違反している間は存在しないものとされる。<sup>(注3)</sup>
- 議決権のほか、配当請求権及び残余財産分配請求権を含む権利が存在しないものとされるが、配当請求権及び残余財産分配請求権については、報告義務の違反が故意でなく、かつ後に義務が履行されれば、権利は消滅しない。
- 権利が存在しないとされる期間は、義務に違反した時点から義務を履行するまでの間である。同期間は、故意又は重過失により、議決権割合に関する報告義務に違反した場合は、義務の履行後さらに6か月延長される(ただし、誤った報告と実際の議決権割合の差が、実際の議決権割合の10%未満であり、かつ、保有報告の基準値における通知がなされなかったわけではないときは、延長されない。)

(注1) 有価証券取引法44条

(注2) 神作裕之「金融証券取引法の規定に違反した者による議決権行使の制限」小出篤ほか編『前田重行古稀記念—企業法・金融法の新潮流』(商事法務、2013)13頁

(注3) 神作・前掲(注2)9頁

## 諸外国における実効性確保のための制度③

### フランス

#### 制裁金の賦課

- 金融市場庁(AMF)は、違反者に対し、制裁金を課することができる。(通貨金融法典L621-15条)

#### 議決権の剥奪<sup>(注)</sup>

- 大量保有報告義務を負う株主が、その届出を適法に行わなかった場合は、届け出るべきであった閾値を超える部分の株式に伴う議決権について、正式な届出があった日から2年の期間が満了するまでに開催される全ての株主総会において、剥奪される。
- 大量保有報告に違反した株主の議決権を当然に剥奪するため、同株主が議決権を行使した場合、当該株主総会の効力が争われる。
- 裁判所は、会社の社長、株主又はAMFの申立てに基づき、検察官の意見を聴取した上で、大量保有報告義務に違反した株主に対して、5年を超えない期間について、その議決権の全部又は一部を停止することを命ずることができる。

(注) 鳥山恭一「フランスにおける株主の株式大量保有報告義務違反による議決権の停止」早稲田法学94巻4号(2019)345-348頁

## 証券取引等監視委員会 中期活動方針

- 証券取引等監視委員会は、その中期活動方針(第11期:2023年～2025年)において、潜脱的な大量保有・買付けを含む非定型・新類型の事案等についても積極的に対応することとしている。

証券取引等監視委員会 中期活動方針(第11期:2023年～2025年)  
～時代の変化に対応し、信頼される公正・透明な市場のために～

### II. 効果的・効率的な調査・検査

#### (8)非定型・新類型の事案等に対する対応力強化

証券監視委として過去に勧告・告発等した類型にも引き続き対応しつつ、市場を取り巻く環境変化等も踏まえ、市場の公正性を脅かしかねない非定型・新類型の事案等(例えば、潜脱的な大量保有・買付け、新たな類型の偽計等)についても、積極的に対応します。

## I. 現行制度の概要

## II. これまでの議論

A) 公開買付制度

B) 大量保有報告制度

C) 実質株主の透明性

## III. ご議論いただきたい事項

# 実質株主の判明に関する諸外国の制度(1)

□ 諸外国では以下のような実質株主の判明に関する制度が存在する。

## 英国

### 制度・趣旨

- 会社法793条に基づく開示請求制度
- 企業は株主の真の素性を知る権利を持つべきであるという理由から制度化(注1)

### 概要

- 公開会社は、議決権のある発行株式について実質的利害関係を有している者、又は実質的利害関係を有していると信じるに足る合理的理由がある者に対して、事実確認のための通知をすることができる。(793条1項)
- 通知を受けた者は、通知において指定された合理的な期間内に、実質的利害関係を有する(有していた)ことを認めるか否か、認める場合には、実質的利害関係を有する者を特定するに足る情報、保有数等の詳細な情報、他の実質的利害関係を有する者の有無等を提供しなければならない。(793条2項～7項)

### 開示制度

- 会社は、本制度によって判明した実質株主の情報を3日以内に登録株主名簿に加えて管理する必要があると同時に、public inspectionの対象として開示する必要がある。(808条～)

### 実務フロー(注2)

- 793条に基づく通知は、まず株主名簿上の株主に対して発せられる。通知を受けた者が、その株式の唯一の実質的保有者である場合には、通常は、その者が唯一の実質的保有者である旨の返答がされ、調査が完了する。株主名簿上の株主以外に、その株式について実質的利害関係を有する者がいる場合には、複数回の通知が必要となることが多い。
- 793条の通知に相当する制度は、必ずしも企業が投資家とのエンゲージメントを円滑に行えるようにすることを目的としたものでないが、現在では、793条の通知の制度は、少なくともイギリス国内のカストディアン及び機関投資家にはよく知られているようである。会社は1か月に1回程度は793条に基づく通知を実施し、名目株主を通じて実質的保有者を把握することに努めているようであり、カストディアン・機関投資家も情報提供を拒絶することはほぼないようである。

(注1) 伊藤邦雄・尾崎安央総監修・経済産業省監修・あずさ監査法人編「持続的成長のための「対話」枠組み変革—日本における企業情報開示と株主総会プロセス上の課題—」(商事法務、2017)316頁

(注2) 商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業(持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究)(株主総会に関する調査)成果報告書」(2020年3月13日)72-73頁

## 実質株主の判明に関する諸外国の制度(2)

### 米国

#### NOBO

#### Form 13F

#### 制度・趣旨

- NOBO制度
- 本制度の目的は、名義株主と実質株主との間で、会社とのコミュニケーションの格差が生じることの緩和とされている。(注1)

- 1934年証券取引所法に基づく機関投資家による保有明細の開示(Form 13F)
- 本制度の目的は、①機関投資家の投資活動に関するデータの一元的な管理、②機関投資家の保有資産に係るデータを提供し、機関投資家が市場に与える影響及びその影響がもたらす公共政策への影響の検討を容易にすること、③市場の健全性に対する投資家の信頼の向上とされている。(注2)

#### 概要

- 株主は、証券口座の開設時にOBO (Objecting Beneficial Owners: 会社に対して氏名・住所・証券持高の開示を拒否する株主)となるか、NOBO (Non-Objecting Beneficial Owners: 会社に対して前記情報の開示を拒否しない株主)となるかを選択することができる。
- 証券会社は、会社等の請求により、NOBOである顧客の前記情報の一覧(NOBO List)を会社等に提供しなければならない。

- 米国の証券取引所に上場されている株式に係る一任運用資産が1億ドル以上の機関投資家は、四半期ごとに、保有銘柄の名称・株式クラス・証券識別番号・株数・市場価格を記載した保有明細をSECに提出しなければならない(Form 13F)。
- 提出されたForm 13Fは、SECのウェブサイト(EDGAR)上において公開される。

(注1) 商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業(持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究)(株主総会に関する調査)成果報告書」(2020年3月13日)41頁

(注2) SEC "Reporting Threshold for Institutional Investment Managers" Release No. 34-89290; File No. S7-08-20 (Jul 10, 2020), at 9

## 実質株主の判明に関する諸外国の制度(3)

### EU

#### 制度・趣旨

- 2017年5月17日に成立したEU第2次株主権指令(SRD II : The Shareholder Rights Directive II) (注1)の3a条では、加盟国は、「会社が株主を特定する権利」を持つよう確保しなければならないとされている。
- 株主が株主権を行使するとともに、株主と会社が仲介機関を介さずに直接エンゲージメントを行うことを促進するためには、株主がだれであるかを会社が知ることが出発点となり、場合によっては会社から株主に対してアクセスする権利を認める必要があると考えられたため制度化。(注2)

#### 概要

- 加盟国は、会社又は会社が指名する第三者の要求に応じて、仲介機関が株主に関する情報を会社に遅滞なく伝達することを保証しなければならない。
- 議決権の一定割合以上を有する株主に限って株主特定の対象にすることもできるが、その閾値は0.5%を超えてはならない。
- 会社及び仲介機関が得た情報は情報保護法のルールに従って保護される。

(注1) Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement

(注2) 神作裕之「企業の持続的成長と会社法・金商法上のいくつかの論点—欧州からの示唆—」商事法務2198号(2019)20頁、Directive (EU) 2017/828, supra note 1, Paragraph 4.