

事務局説明資料

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

大量保有報告制度の概要①

- 大量保有報告制度は、株券等の大量保有に係る情報が「経営に対する影響力」や「市場における需給」の観点から重要な情報であることから、当該情報を投資者に迅速に提供することにより、市場の透明性・公正性を高め、投資者保護を図ることを目的として、株券等の大量保有者に対して一定の開示を求める制度。

一般報告

大量保有者の義務

- ① 株券等の大量保有者(株券等保有割合5%超)となった場合
： 5%超の保有者となった日から、5営業日以内に「大量保有報告書」を提出
- ② その後、株券等保有割合が1%以上増減するなど重要な変更があった場合
： 変更があった日から、5営業日以内に「変更報告書」を提出

特例報告制度

特例報告制度の概要

日常の営業活動等において反復継続的に株券等の売買を行っている金融商品取引業者等については、取引の都度詳細な情報開示を求めると、事務負担が過大になるため、以下のとおり緩和

<緩和内容> 事前に届け出た「月2回の基準日」において、「大量保有報告書」・「変更報告書」の提出義務を判断し、当該基準日から5営業日以内に報告書を提出すれば足りる。

共同保有者

共同保有者の取扱い

株券等の保有者は、その株券等保有割合の算出において、以下のいずれかに該当する者(「共同保有者」)がいる場合、当該「共同保有者」の株券等保有割合も合算しなければならない

- ① 保有者との間で、共同して株券等を取得し、又は譲渡することを合意している者
- ② 保有者との間で、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
- ③ 保有者との間で、一定の資本関係、親族関係その他特別の関係がある者

特例報告制度の利用要件

○ 金融商品取引業者等が特例報告制度を利用するためには、

- ①株券等保有割合が10%を超えないこと
 - ②「重要提案行為」を行うことを保有の目的としないこと
 - ③基準日を当局に届け出ること
- } が必要

○ 「重要提案行為」とは...

投資先企業の株主総会において、又はその「役員」に対し、発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為として政令に列挙する「一定の事項」を提案する行為

- ・ 「役員」: 業務を執行する社員、取締役、執行役、会計参与、監査役又はこれらに準ずる者をいい、また、名称のいかんを問わず、これらの者と同等以上の支配力を有すると認められる者も含まれる
- ・ 「一定の事項」: 発行者又はその子会社に係る以下の事項をいう
 - ① 重要な財産の処分又は譲受け ② 多額の借財 ③ 代表取締役の選解任
 - ④ 役員構成の重要な変更 ⑤ 支配人その他の重要な使用人の選解任
 - ⑥ 支店その他重要な組織の設置、変更又は廃止 ⑦ 株式交換、株式移転、会社の分割又は合併
 - ⑧ 事業の全部又は一部の譲渡、譲受け、休止又は廃止 ⑨ 配当に関する方針の重要な変更
 - ⑩ 資本金の増加又は減少に関する方針の重要な変更 ⑪ 上場又は上場廃止
 - ⑫ 資本政策に関する重要な変更 ⑬ 解散 ⑭ 破産手続開始、再生手続開始又は更正手続開始の申立て

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

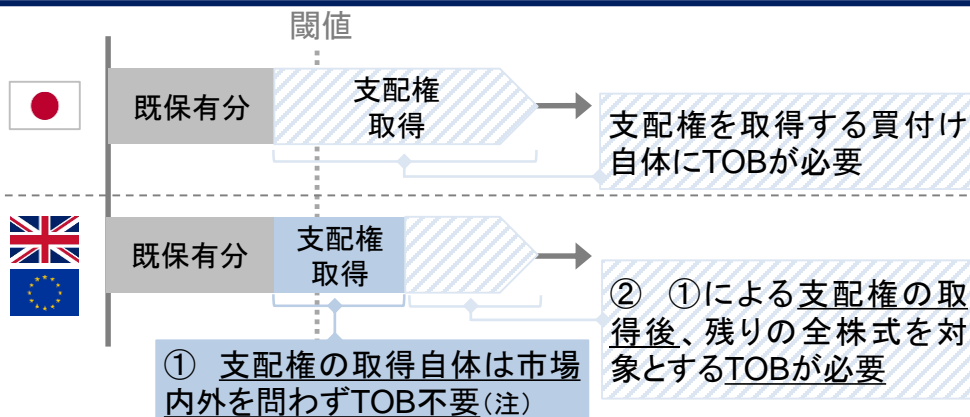
欧州型の規制(事後的な規制)への転換

- 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年間に終了した買付提案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

- 本WGの議論において、「欧州型の規制(事後的な規制)への転換」については、これに賛同する意見も見られた一方、これに反対する意見又は中長期的な課題として検討すべきという意見が多く見られた。

主な根拠

賛同

- ✓ 支配株主と一般株主との利益相反構造を踏まえ、一定の閾値を超えた場合には取引類型を問わず公開買付けを義務付けるとともに、一般株主が平等に退出する機会を確保するために部分買付けを原則禁止する、という欧州型の規制は合理的。
- ✓ 支配権移転の場面において一般株主が公平な価格で売却する機会を確保することは非常に重要であり、これを担保できる形に近づけることが望ましい。

反対

- ✓ 欧州型の規制への転換は抜本的な改正となるが、そこまでのニーズは現時点でいまだ我が国で確認されていないのではないか。
- ✓ 資本業務提携の場面など、部分買付けについては一定のニーズがあり、これを全面的に禁止するような規制はM&Aの機動性・柔軟性を損なう。

中長期的な課題

- ✓ 企業買収に対する阻害効果と、日本独自の規制となっていることが日本市場への投資を阻害しているのかを丁寧に検証すべき。
- ✓ 少数株主の保護のあり方について幅広く検討した上で、それに合致する形で公開買付制度の改正を検討すべき。
- ✓ 取締役の中立義務やセルアウトなどの会社法上の規律とも足並みをそろえて整備していく必要がある。

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…

(注) 詳細は参考資料7頁参照

市場内取引(立会内)の取扱い

- 本WGの議論において、「市場内取引(立会内)の取扱い」については、これを3分の1ルール¹の適用対象とすることに反対する意見も見られた一方、**これに賛同する意見が多く見られた。**

主な根拠

賛同

- ✓ 市場内取引についても、経営支配権の異動を伴う場合には、公開買付規制の対象にすることによって、株主に十分な情報と熟慮期間を確保していくことが必要。
- ✓ 市場内取引を通じた支配権の取得が事実上可能である以上、強圧性を巡る対応措置を講じることを前提に市場内取引についても3分の1ルール¹の対象とすべき。
- ✓ 支配権取得の意向や取得後の経営方針といった情報を提供した上で株主が判断できるようにすることも、証券取引の透明性・公正性という制度趣旨から説明が可能。

反対

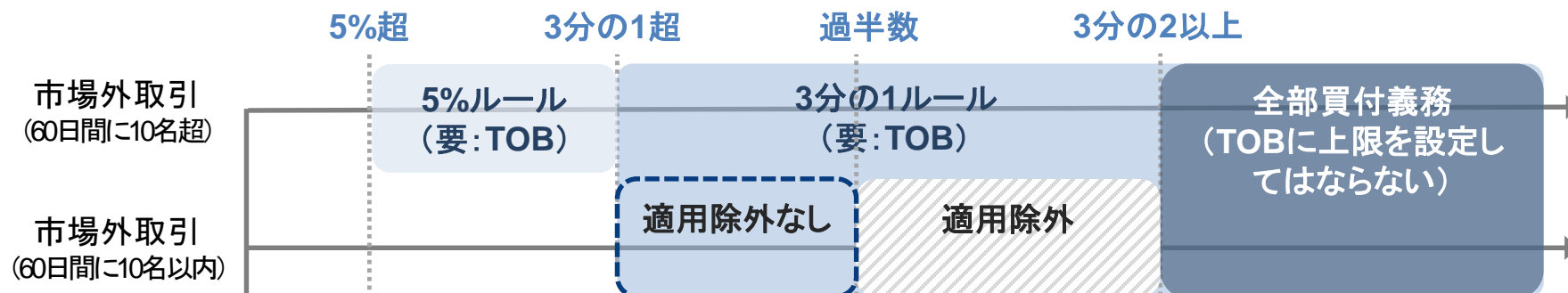
- ✓ 市場内取引は時間優先で成約されるから売却プレッシャーが強く生じるリスクがあるとの意見があるが、市場内取引で買付けが行われると株価が上昇するのであるから、購入プレッシャーよりも売却プレッシャーが強く生じるという理由はない。
- ✓ 市場内取引を公開買付規制の対象とすることで、機動的なM&A取引が制限され、M&A市場の活性化という観点からも悪影響が生ずるため、大量保有報告制度の実効性の確保等、他の施策による対応も勘案すべき。

その他

- ✓ M&A取引の機動性の観点から、閾値を超えた後50%までの買付けについて、常に公開買付けを必要とするのか、それとも、スピード制限を課して一定の場合には公開買付けを不要とするのか検討すべき。
- ✓ 第三者割当増資には強制公開買付規制を適用せず、市場内取引には適用するとなると、制度趣旨が非常に説明しづらくなる。少なくとも将来の方向性としては第三者割当増資も含め適用対象とし、欧州型への意向としてはあるべき方向性としては十分考えられるというスタンスを示すべきではないか。

(参考) 閾値間の取引に関する適用除外

- 現行の公開買付制度上、過半数～2/3は公開買付けによらず市場外取引を通じて買付け等を行うことが可能(適用除外)とされているが、1/3～50%についてはそのような適用除外が設けられていない。
- 諸外国においては、閾値間の取引については、一定割合以上の取得に限定して強制公開買付規制を適用する例も存在。



諸外国の例

フランス(注1)	30～50%の範囲において、12か月間で1%以上取得する場合には、公開買付けが必要
香港(注2)	30～50%の範囲において、12か月間で2%超取得する場合には、公開買付けが必要
シンガポール(注2)	30～50%の範囲において、6か月間で1%超取得する場合には、公開買付けが必要

(出所)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、OECD Corporate Governance Factbook – 2021 (June. 30, 2021), at 119-123より金融庁作成

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

- 本WGの議論において、「第三者割当(新株発行)」については、これを強制公開買付規制の適用対象とすることに賛同する意見も見られた一方、**これに反対する意見又は中長期的な課題として検討すべきという意見が多く見られた。**

主な根拠

賛同

- ✓ 第三者割当は取締役会決議だけで可能であり、株主に判断機会が与えられていないため、一定の例外や株主総会決議によるオプトアウトを認めた上で、強制公開買付規制の対象とすべき。
- ✓ 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、最低価格規制を付した上で、第三者割当についても公開買付規制の適用対象とすべき。

反対

- ✓ 第三者割当については、会社法や上場規則によって株主保護を図る施策が講じられており、あえて公開買付規制で上乘せする必要はない。
- ✓ 資金調達の重要な選択肢の1つであり、資金調達の必要性が差し迫っている中、公開買付けが原則必要となるのは実務上の支障が大きい。
- ✓ 第三者割当という成長資金・財務的支援を対象会社に対して供給する取引と株式の売買では経済実質が異なるので、公開買付規制の対象とすべきではない。自己株式の処分も新株発行と経済実質が同一であるため、自己株式の処分も公開買付規制の対象外とすべき。

中長期的な課題

- ✓ 第三者割当については、発行会社の資金調達の側面があるため、資金調達に支障が生じないように、専門機関の設置等の例外的な取扱いが柔軟にできる枠組みと併せて検討すべき。
- ✓ 事後的な義務的公開買付規制に完全移行する際に併せて検討すべき。

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8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

- 本WGの議論において、「公開買付けの強圧性の問題を巡る対応」の I の措置については、これに賛同する意見も見られた一方、**これに反対する意見又は中長期的な課題として検討すべきという意見が多く見られた。**

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

主な根拠

賛同

- ✓ 部分買付けが許容されると支配株主と一般株主の利益相反構造が放置されたままになる。
- ✓ もともと株主分散構造で支配株主がいないところに突如として考え方の異なる支配株主が登場する場合には、再度、投資家として投資判断をやり直したいというニーズがある。

反対

- ✓ 部分買付けであっても買収によって企業価値が増加するときにはそれに賛成するという株主も、少なからず存在するように思われるため、全部買付義務の閾値を下げることは慎重に検討すべき。
- ✓ 部分買付けにより社会経済的に望ましい買収が実現されている事例もあり、これを禁止すると望ましい買収の機会が減少し、M&Aの阻害要因となる可能性が大きい。

中長期的な課題

- ✓ 企業買収に対する阻害効果が大きいことから、欧州制度の転換と併せて検討すべき。
- ✓ 全部買付義務の閾値を引き下げた場合、応募せずに残存する株主の取扱いも併せて検討が必要。

公開買付けの強圧性の問題を巡る対応

- 本WGの議論において、「公開買付けの強圧性の問題を巡る対応」のIIの措置については、これに反対する意見も見られた一方、これに賛同する意見又は買付者の任意の措置として導入することに賛同する意見が多く見られた。

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

主な根拠

賛同

- ✓ 対象会社が公開買付けによってどのような支配構造になるか極めて不確実な中で意思決定を行うことによって強圧性の問題が生じるのだとすれば、IIの措置により、他の株主の行動を見ることを可能とすることが強圧性解消の手法になる。
- ✓ 支配権取得目的の公開買付けの場合には、下限が付されることが通常であるため、株主が様子見をするといっても限界があり、IIの措置により、公開買付けが不成立になりやすいというシナリオは生じづらいのではないかと。

反対

- ✓ 様子見のために応募をしなくなる株主が出てくることによって、よい買収も成立しなくなるおそれがある。
- ✓ 手続きが煩雑化・長期化することになり実務への影響が大きいことや、任意の措置だとしても、事実上、強制されることになる恐れがあることも踏まえ必要性を検討すべき。

任意の措置

- ✓ 買収防衛策の正当化根拠の1つとして強圧性があるため、その正当化根拠を失わせるために買収者が強圧性のない方法での公開買付けを実行することを望む場合に、それを実現できるようにすべき。
- ✓ 全部買付けの場合にIIの措置を講じられることは望ましく、様子見株主の問題はあるが、追加応募期間を短くする前提で、任意の選択肢として用意すること自体はよいのではないかと。

公開買付けの強圧性の問題を巡る対応

- 本WGの議論において、「公開買付けの強圧性の問題を巡る対応」のⅢの措置については、これに反対する意見も見られた一方、**一定の反対があった部分買付けについてのみ措置することに賛同する意見が多く見られた。**

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

主な根拠

賛同

- ✓ 部分買付けを実施したいのであれば、その必要性や条件・実施方法の妥当性、特に潜在的な利害関係者の保護が足りているのかについて、買付者が、その利害関係者の支持を集めるよう、説得をしなければならない立場に置くような規律を導入すべき。
- ✓ 公開買付期間中に株主総会を開催することになった場合の時間・コストも踏まえ、会社法206条の2を参考に対象会社や10分の1以上の株主が反対した部分買付けなど、適用場面をある程度限定してⅢの措置を導入すべき。

反対

- ✓ Ⅲの措置を講じた場合でも、買収防衛策を禁止しないのであれば、別途買収防衛策で対応することが可能であるため応募株主の賛否を株主意思の確認手続で代替する必要はない。

その他

- ✓ Ⅲの措置を導入する場合、意思確認を求める者から利害関係者を除くべき。
- ✓ 経営陣や安定株主の保有比率が高いときに、公開買付けがブロックされて一般株主が株式を売却する機会が奪われてしまうのではないかと懸念については、全部買付けをして、かつ追加応募期間を設定する場合は、Ⅲの措置は免れるということにすればよい。

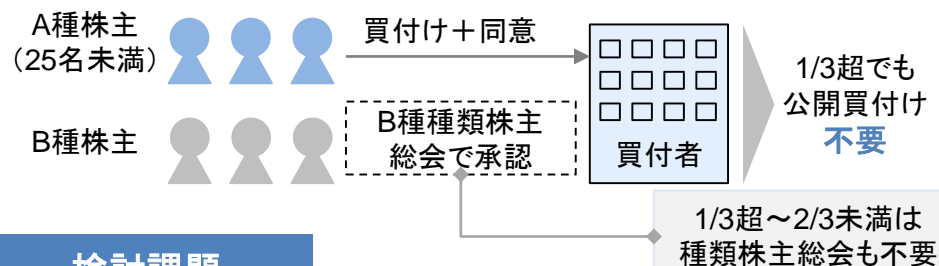
公開買付規制のオプトイン／アウト制度

- 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。

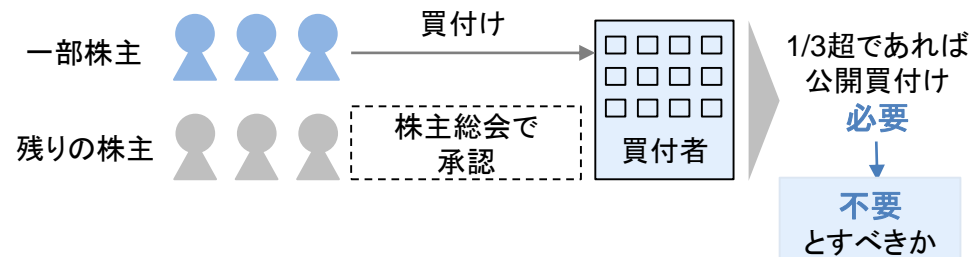
現行制度に対する指摘

- 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9頁参照

公開買付規制のオプトイン／アウト制度

- 本WGの議論において、「公開買付規制のオプトイン／アウト制度」については、**その要否及び手法に関して意見が分かれています。**

主な根拠

賛同

- ✓ 今回の見直しによって公開買付規制の射程が広がるのであれば、株主総会決議による離脱も併せて導入すべき。
- ✓ 少なくとも現行制度のアンバランスは解消すべきであり、少数株主の保護のあり方について、株主の自治を認め、定款の定めを前提にした株主総会決議によるオプトアウトを一般的に認めるのもあり得る。
- ✓ 欧州型に転換する、あるいは第三者割当を強制公開買付規制の対象にするのであれば、オプトアウトは必要だが、その要件をきちんと詰める必要がある。

反対

- ✓ 複数種類の株式を発行している会社に関して3分の1ルールが適用除外となるのは、買付け対象となっている種類の株式について株主全員の同意がある場合であり、残りの株主からなる株主総会の承認と置き換えることはできない。
- ✓ 複数種類の株式を発行しているケースと1種類の株式しか発行されていないケースでは、優先株式の円滑な処理の必要性等、状況が大きく異なり、一律に平仄を合わせるよりも現行制度を維持すべき。

その他

- ✓ 定款による規制の離脱を認めることは特に海外投資家からは非常に分かりにくい制度になる。
- ✓ 定款で将来にわたって株主の権利を大きく変更することについて上場会社の株主総会が適切に判断できるのかという観点からも、慎重に検討する必要がある。

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と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

- 本WGの議論において、「3分の1ルールの閾値」については、これを引き下げることに対する意見も見られた一方、**30%まで引き下げること賛同意見が多く見られた。**

主な根拠

賛同

30%

- ✓ 3分の1ルールの閾値を下げることに賛成。具体的には、グローバルスタンダードとして欧州のように30%とすることが1つの目処になるのではないか。
- ✓ 会社支配権に影響を及ぼす数値として30%とすることが考えられるが、20%程度取得し資本業務提携を行うニーズがあるため、これ以上に下げない方がよい。
- ✓ 多くの上場会社では3分の1未満の閾値でも実効支配されてしまうケースがあるので、3分の1という閾値では十分ではない。他方、買収防衛策が禁じられないのであれば、閾値をあまり引き下げすぎると、買収が過度に阻害されることになるため、30%程度を限度とすべき。

30%
未満

- ✓ 議決権行使率を踏まえると、30%の少し手前でも支配権に大きな影響を与え得る立場であるから、30%又は25%で公開買付けの対象にしてもよいのではないか。

反対

- ✓ 3分の1という閾値は現在の国内の制度と整合的であり、閾値を引き下げることにより公開買付けが必要な場面が増えることによってM&Aを阻害することにもつながりかねないことを踏まえると、議決権行使比率という不確実・不安定な数値を根拠に閾値を変更する必要性はない。

その他

- ✓ 3分の1ルールの閾値について実質的な支配力で考えるのであれば、3分の2ルールの閾値についても同様に実質的な観点で検討すべき。

5%ルール of 適用範囲の見直し

- 公開買付規制の5%ルールの適用範囲を見直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、多数の者(60日間で10名超)から買付け等を行い、買付け後の株券等所有割合が5%超となる場合には、公開買付けによらなければならないこととされている(いわゆる「5%ルール」)。このように比較的低い株券等所有割合であるにもかかわらず公開買付けが義務づけられる理由としては、主として「1対多数」の取引構造により生じ得る提供圧力から(勧誘を受ける)株主を保護する点に着目したものと考えられる。
- そのような趣旨に照らし、現行の公開買付制度上も、市場内取引(立会外取引を含む)や一定の海外市場取引・PTS取引については、取引価格が一定の公正な方法により定まること等を踏まえ、5%ルールの適用対象から除外されている。他方、この点を除き、5%ルール特有の適用除外類型は設けられていない。
- このような現行の5%ルールについては、日常の営業活動等において反復継続的に株券等の売買を行っている金融商品取引業者等の売買取引を過度に制限している面があるため、上記の趣旨に照らして適切な範囲において、適用除外となる取引の範囲を拡充すべきとの指摘がある。

金融商品取引業者等
から寄せられた要望

顧客の流動性を確保する目的で金融商品取引業者等が顧客から自己勘定で行う買付け等(※例えば、以下のもの)については、5%ルールの適用除外とすべき。

- 単元未満株式の買付け等
- 機関投資家等の顧客からの買付け等であって、その後直ちに売却することを予定しているもの

検討課題

- ◆ 5%ルールの適用範囲について、その規制趣旨に照らして見直しを行うこと及びその見直し内容についてどう考えるか。

5%ルール of 適用範囲の見直し

- 本WGの議論において、「5%ルールの適用範囲の見直し」については、**規制の潜脱とならない範囲で適用除外を認めることに賛同する意見が多く見られた。**

主な根拠

賛同

- ✓ 5%ルールの適用範囲に関しては、金商業者等の買付け等が、実質的には株式の売買の仲介をしているにすぎないと言えるような場合には適用除外を認めてよい。
- ✓ 5%ルールの存在意義も気になるところではあるが、そこまで根本に立ち返った全面的な見直しをすることが難しいのであれば、不当な規制になっているところのみ個別に手当することでもよい。

適用除外の範囲

- ✓ 適用除外を認める合理性を厳格に整理をした上で、その範囲内で除外を認めるべき。
- ✓ 公開買付け規制の潜脱にならないよう、買付け後に金商業者が立会内取引で買い付けた株式を売却することを義務づけるなど、一定の要件整備をすべき。
- ✓ 買付け後に株式を立会内取引で売却する場合に限定すると問題の解決にならないので、実質的には株式の売買の仲介をしていることと同等の場合には立会内取引に限らず適用除外を認めるべき。

その他

- ✓ 5%ルールの趣旨からすれば、例えば「多数の者」の定義を見直すことや、買付け後の株券等所有割合だけではなく、買付け等によって取得する株券等の量が5%を超えることを要件とするなど、要件の見直しを抜本的に検討する必要がある。
- ✓ 公開買付けの株主への周知力等を利用するため、3分の1以下の株式を取得する場合でも公開買付けを行うニーズがあるため、5%ルールは維持すべき。

「急速な買付け等」の規制の取扱い

- 「急速な買付け等」の規制の在り方について、その適用範囲を見直すべきとの指摘がある。

現行制度に対する指摘

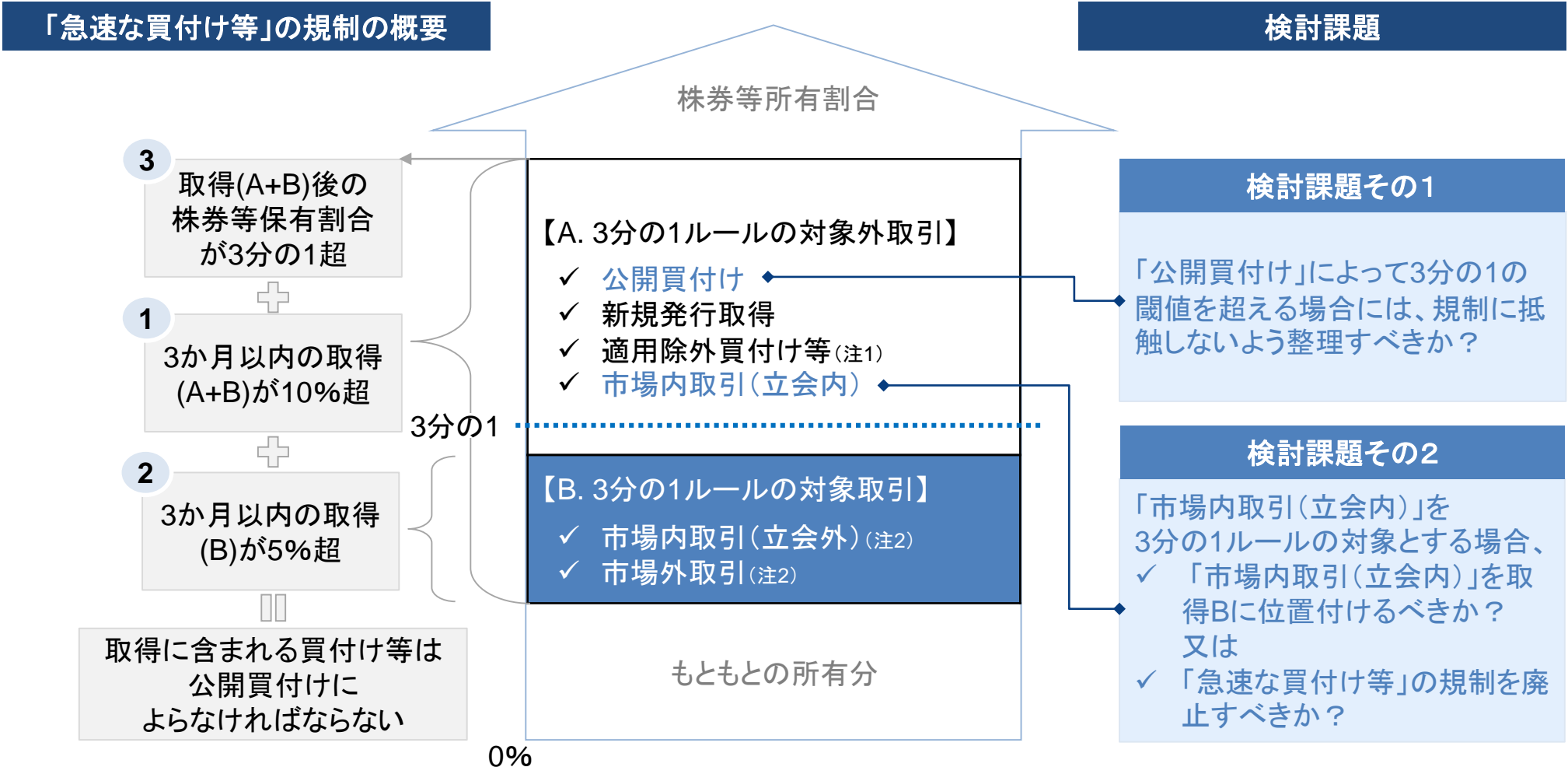
- 現行の公開買付制度上、
 - ① 3か月以内に10%超の株券等の取得を行い、
 - ② ①の取得に、市場外取引又は市場内取引(立会外)による5%超の株券等の買付け等(公開買付け及び適用除外買付け等を除く)が含まれる場合であって
 - ③ 取得後の株券等所有割合が3分の1超となる場合には、これら取得に含まれる買付け等は公開買付けによらなければならない(いわゆる「急速な買付け等」の規制)。
- これは、脱法的な態様での取引(例えば32%まで市場外取引で取得し、その後市場内取引(立会内)又は第三者割当(新株発行)で2%取得するような取引)に対応するため、3か月以内に実施される取引を一連の取引とみなして3分の1ルールを適用する趣旨と考えられている。
- 他方、このような「急速な買付け等」の規制については、例えば、(a)32%まで市場外取引で取得し、(b)その後3か月以内に公開買付けを実施することも当該規制に抵触することとなり、適用範囲が広すぎるのではないかとの指摘がある。
- また、市場内取引(立会内)を3分の1ルールの適用対象とする場合、市場内取引(立会内)を上記②の買付け等を含めるべきか、又は脱法的な態様での取引が生じづらくなることを踏まえて「急速な買付け等」の規制それ自体を廃止すべきかが問題となる。

検討課題

- ◆ 「急速な買付け等」の規制の適用範囲について、適用範囲を限定すること、また、市場内取引(立会内)を3分の1ルールの適用対象とする場合、市場内取引(立会内)を上記②の買付け等を含めることや「急速な買付け等」の規制を廃止することについてどう考えるか。

「急速な買付け等」の規制の取扱い

□ 「急速な買付け等」の規制の概要と前頁記載の検討課題を図示すると以下のとおり。



(注1) 適用除外買付け等とは、新株予約権の行使による買付け等、1年以上継続して形式的特別関係者に該当する者からの買付け等その他政令で定める政令で定める株券等の買付け等をいう。

(注2) 公開買付け及び適用除外買付け等を除く。

「急速な買付け等」の規制の取扱い

- 本WGの議論において、「急速な買付け等」の規制の取扱いについては、**検討課題その1・その2のいずれについても意見が分かれています。**

主な根拠

検討課題その1 (公開買付けにより 閾値を超える 場合の取扱い)

- ✓ 「急速な買付け等」の規制の目的は、市場内外の取引を組み合わせ、3分の1ルールを潜脱することの防止にあったはずであり、そもそも公開買付けを行う場合を対象とすべきではない。
- ✓ 過剰規制については是正すべきだが、現在の規制は、市場外取引の価格を高くして、公開買付価格を低くするといったような株主の不平等な取扱いを封じる効果も実質的には有していることから、価格規制の導入等も含めて、その実質を維持するように制度設計すべき。
- ✓ 支配権の異動を伴う取引の透明性、公正性を高めていくことが制度趣旨だとすれば、閾値まで市場で取得した上で、直ちに公開買付けを開始することは、透明性、公正性の観点で疑義がある。

検討課題その2 (「急速な買付け 等」の規制の要 否)

- ✓ 市場内取引を3分の1ルールの対象とすると、toeholdを築いた上で3か月以内に公開買付けを行うことも「急速な買付け等」の規制によって禁じられることになるため、強圧性防止のための規制を設けることを前提に、「急速な買付け等」の規制は廃止すべき。
- ✓ 新株発行を公開買付規制の対象としないのであれば、3分の1をまたぐ取引を新株発行によって行う、脱法手段が残るため、その限度で「急速な買付け等」の規制を残しておくべき。
- ✓ 「急速な買付け等」の規制を廃止すると、実質的に一体な取引についての規制範囲が不明確になり、萎縮効果を生じさせるおそれがあることから、具体的な理由もなくこの規制を廃止すべきではない。
- ✓ 市場内(立会内)取引を3分の1のルールの対象とする場合、市場内(立会内)取引を前頁の図のBに位置づけることが合理的。

公開買付けの差止制度

- 公開買付けにおける事前の救済措置として、公開買付けの差止制度について検討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、私人による公開買付けの差止制度は存在しない。また、金融商品取引法192条において、同法に違反する行為に対して、当局の申立てにより裁判所が禁止又は停止を命ずることができる旨定められているが、これまで公開買付けに関して申立てはなされていない。
- この点、会社法における組織再編等の差止制度と同様に、公開買付けにおける事前の救済措置として、私人による公開買付けの差止制度を設けるべきとの指摘がある。
- その場合の①差止事由については、法令違反の場合のほか、公開買付けのあり方が著しく不公正な場合も含めること、②差止権者については、対象会社の株主のほか、対象会社を含めることも考えられるとの指摘がある(注1)。

金融商品取引法192条に基づく禁止・停止命令

差止権者

当局の申立てにより裁判所が発令

差止事由

緊急の必要があり、かつ、公益及び投資者保護のため必要かつ適当であるとき

差止対象

金融商品取引法又は同法に基づく命令に違反する行為

法制審議会会社法制部会における指摘(注2)

実務上、金融商品取引法192条による裁判所の禁止又は停止命令の前に同法187条に基づく調査を行うのが通例であり、時間を要するため、公開買付けの差止めの前に買付けに係る決済が終わってしまうということも十分考えられる。

検討課題

- ◆ 私人による公開買付けの差止制度を設けること並びにその差止事由及び差止権者についてどう考えるか。

(注1) 脇田将典・近澤諒「公開買付けを伴うM&Aにおける事前の是正・救済」商事法務2311号(2022)71頁

(注2) 法制審議会会社法制部会第12回会議議事録(2011年8月31日)55頁

公開買付けの差止制度

- 本WGの議論において、「公開買付けの差止制度」については、**その要否、差止事由や差止権者の範囲に関して意見が分かれている。**

主な根拠

賛同

- ✓ 裁判例を通じた公正な買収ルール形成のためにも、法令違反にとどまらず、著しく不公正な公開買付けが行われたことにより、株主に不利益が生じる場合（重大な強圧性を伴う場合や大量保有報告規制違反がある場合）も含め差止制度を導入すべき。
- ✓ 差止制度の導入に賛成だが、コスト・専門性等を踏まえると、差止権者に対象会社を含めないと規律としての実効性がない。
- ✓ 差止制度は、公開買付け自体を禁止するものではなく、開示の瑕疵を治癒して改めて公開買付けを行うことが可能であり、過度に問題視する必要はない。ただし、強圧性の防止については、差止制度ではなく、それに対応した個別の規制を設けるべき。

反対

- ✓ 公開買付規制は、証券取引の透明性、公正性の観点からの規制であり、バイアスのある対象会社などの当事者が差止権者になるのは、公正性のバランスを欠く危険性が高い。将来のテイクオーバー・パネルの設置を念頭に置くと、現状の当局の申立てが確保されていけばよく、そこから発展していく形ではないのか。

慎重／中立

- ✓ 裁判所の判断が出るまで不安定な状態が続くことや、リスク・コストの予測の困難性がM&Aの阻害要因になることも懸念される他、権利濫用のおそれもあり、特に金融商品取引法違反の場合以外に差止めを認めることについては、より慎重に検討すべき。
- ✓ 差止権者は、被害者に当たる株主に認めることでよく、対象会社はもし強圧性がある問題があると考えられる場合は、強圧性の被害を受ける株主にプレスリリースなどで訴えかけて、株主に差止制度を利用してもらうことができるのではないのか。
- ✓ 法令違反に限って差止事由とする差止制度であれば導入してよいが、差止制度よりもまず、金融商品取引法192条の緊急差止命令の申立てを活用するほうが先決。

公開買付けの事後的な救済制度

- 公開買付規制違反に対する事後的な救済措置を拡充すべきとの指摘がある。

現行制度に対する指摘

- 現行法上、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が^(注1)、公開買付規制に違反して取得した株式の議決権行使の差止めを可能とする制度は設けられていない。
- 他方、公開買付規制違反が生ずると、他の株主の株式売却の機会が奪われ会社支配の公正が害されるおそれがあることから、公開買付制度の実効性を確保し、他の株主の利益を確保するため、議決権行使の差止め等の事後的な救済を拡充すべきとの指摘がされている。

平成26年会社法改正時の議論

平成26年会社法改正時、法制審議会が取りまとめた要綱では、公開買付規制に違反して取得した株式の議決権行使の差止めを可能とする制度が提示されていたものの、以下の理由から、改正会社法には盛り込まれなかった。^(注2)

…金融商品取引法における公開買付規制の違反という要件と、会社法における議決権行使の差止めという法的効果の結び付きが十分とはいえない(具体的には、公開買付規制の違反があっても、他の株主が損害賠償請求等では回復し得ない具体的な不利益を直ちに受けるとは限らず、損害賠償請求等での金銭による回復を超えて、会社法上の株主の基本的権利である議決権の行使について差止請求を認めるほどの不利益はないのではないか)との指摘を受けたため、改正法および整備法においては、これに関する規定を設けないこととしました。…

検討課題

- ◆ 公開買付けの事後的な救済制度を拡充すること及びその内容について、どう考えるか。

(注1) 詳細は参考資料18,19頁参照

(注2) 坂本三郎編著『一問一答 平成26年改正会社法〔第2版〕』(商事法務、2015)378頁

公開買付けの事後的な救済制度

- 本WGの議論において、「公開買付けの事後的な救済制度」については、**その要否や具体的な手段に関して意見が分かれています。**

主な根拠

賛同

- ✓ 買収の是非について株主が判断するという機会が本来であれば与えられたはずなのに、その機会が与えられずに支配権の変動が生じてしまった場合、金銭による回復は難しく、議決権の差止めを認めることで、支配権の変動が生じていない状況を回復することにも合理性がある。
- ✓ 多くの国で議決権停止制度が存在しているにもかかわらず、日本には存在しないことは問題であり、課徴金は公的なサンクションとしての限界があることから、議決権停止制度を導入すべき。

反対／慎重

- ✓ 既に課徴金制度をはじめ一定の規律もあるところ、公開買付制度に関して議決権行使の差止めのような制度が必要な状況が実務にあるのか疑問。売却命令についても、売買益の取扱いを含めて整理が必要。
- ✓ 議決権の差止めは、差止期間やこれに伴う影響をどう考えるかなどの難しい論点が生じる。
- ✓ 公開買付規制違反と議決権行使の差止めの効果との結びつきの点で、ペナルティーとして議決権停止が適切か疑問がある。

その他

- ✓ 議決権の停止が一番端的であるが、金融商品取引法の改正によってこれを導入できるかどうか難しい面もあるため、代替的な事後的救済も併せて考えるべき。売却命令は、分かりやすい制度だが、要件設定と効果を検討する必要がある。
- ✓ 公開買付規制に違反して取得された株式について事後的に売却を命じるという形の救済制度であれば、規制と不連続になるということもないし、実現可能性はある。

公開買付規制の柔軟化・運用体制

- 公開買付制度における各種規制について、個別事案を踏まえた柔軟な運用を可能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は、公開買付けの条件等について各種規制を設けているが、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ない。
- このような制度の下では硬直的な運用を招きかねないとして、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を設けるとともに、当局においてそのような実質的判断機能を担う体制を整備していくべきとの指摘がある。

公開買付制度における各種規制

- ✓ 強制公開買付規制
- ✓ 公開買付価格の均一性に関する規制
- ✓ 別途買付けに関する規制
- ✓ 公開買付期間に関する規制
- ✓ 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

他の開示規制における 個別事案ごとに例外的な取扱いを許容する制度

- ✓ 有価証券届出書の効力発生期間の短縮（一定の場合には当局が期間短縮を認めることができる）
- ✓ 有価証券報告書等の提出期限の延長（一定の場合には当局が提出期限を延長することができる）
- ✓ 事業上の秘密に関する非公衆縦覧化（一定の場合には当局が法定開示書類の一部を公衆縦覧に供しないことができる）

検討課題

- ◆ 公開買付制度における各種規制について、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を設けること、また、その内容及び実質的判断機能を担う体制の在り方について、どのように考えるか。

公開買付規制の柔軟化・運用体制

- 本WGの議論において、「公開買付規制の柔軟化・運用体制」については、賛同する意見が多く見られた一方、中長期的な課題として専門機関の設置を含めて検討すべきという意見も見られた。

主な根拠

賛同

- ✓ 公開買付規制の柔軟化には基本的に賛成。ただし、個別事案において、規制の趣旨から適用の必要性がおよそないかどうかという点での判断にとどめるべき。
- ✓ 公開買付規制の柔軟化に賛成。事例ごとの検討結果が公表されると健全なM&Aの促進に資する。
- ✓ 柔軟化にあたっては、スピード感も重視し、従来の機動性が損なわれない形で運用できるようにすべき。

中長期的な課題

- ✓ より規制を拡大する方向に進んでいくとするならば、柔軟な運用が必要な場面は増える。これを可能にするための機関として、英国のパネルのようなM&A専門機関の設置に向けて、担い手やコストの問題も含め継続的に検討すべき。
- ✓ 柔軟化を担う体制については、利害関係を有する団体組織からの独立性が重要。また、執行体制のガバナンスも必要。英国のパネルを形だけ真似するのではなく、その理念、使命感や姿勢などがより重要。
- ✓ 英国のパネルと同じものを文化的背景の異なる日本ですぐに再現するのは難しい。公開買付けに係る規範の策定・解釈・運用・エンフォースメントのあり方について、一定の権限を有する主体を設け、小さく産んで、大きく官民の協力の下で育てていくという方向も十分にあり得る。
- ✓ 運用体制の整備については、実現までに時間がかかってしまうということにならないよう、最終的なターゲットとなる体制をあらかじめ明確にした上で、実現するまでのタイムフレームを示してもらいたい。

公開買付けの予告

- 公開買付けの予告について、規制を強化すべきではないかとの指摘がある。

現行制度に対する指摘

- 実務上、公開買付けを行う旨が公表される場合には、当該公表に際して具体的な開始日（通常は翌営業日）が明示されることが一般的であるが、公開買付者が公開買付けを行う予定である（又はその可能性がある）旨のみが公表され、具体的な開始日について明示されないケースも存在する（公開買付けの予告）。
- 公開買付けの予告については、公開買付けを実際に行う合理的な根拠がなく、風説の流布や相場操縦に該当し得るような場合や、長期間にわたって、公開買付けの開始や買収提案の取下げがなされない状態が継続する場合などにおいて、市場や対象会社の地位を不安定にする側面もあると指摘されている^(注1)。
- そこで、このような公開買付けの予告について規制を強化すべきではないかとの指摘がある。

各国の公開買付けの予告に関する規制^(注2)

日本



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、風説の流布や相場操縦行為等に該当する場合もあり得ることをQ&Aにおいて明示。

米国



公開買付けの完了の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を持ってい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場合等には、Regulation 14(e)に定める詐欺的行為に該当する。

英国



潜在的な公開買付けに関する情報開示がなされた場合、潜在的な買付者は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開示を行う義務を負う（いわゆるプットアップ・オア・シャットアップルール）。

検討課題

- ◆ 公開買付けの予告について規制を強化すること及びその内容についてどう考えるか。

^(注1) 経済産業省「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（2023年8月31日）25頁

^(注2) 詳細は参考資料22,23頁参照

公開買付けの予告

- 本WGの議論において、「公開買付けの予告」については、予告時の開示のあり方について整備すべきという意見が多く見られた。

主な根拠

開示のあり方についての整備

- ✓ 予告の場合には、撤回規制等の公開買付けを開始した場合の規制が及ばず、資金調達の裏づけも求められないため、アンバランスが生じている。また、買付者が上場会社以外の場合の開示のインフラがないため、Q&Aでも構わないので開示のあり方を規律すべき。
- ✓ 予告自体が悪いのではなく、予告の内容や使い方が問題。予告の定義・要件を定め、それを満たさないリークや示唆については罰則を設ける必要がある。
- ✓ 対象会社の同意を条件とする予告については、市場や対象会社を不安定な立場におくことから、一定の期限を付して、定期的にその期間の延長・更新を求めたり、経過開示をさせることが考えられる。
- ✓ 基本的には、風説の流布等で対応し、詳細はQ&Aで対応せざるを得ないと思うが、実現可能性が著しく低い予告が漫然と市場に出続けているのは望ましくないので、予告が長期間に及ぶ場合には一旦取り下げるといった対応を求めるべき。
- ✓ 公開買付期間の上限規制が厳格に捉えられていない以上、プットアップ・オア・シャットアップルールに舵を切る必然性はなく、まずは開示のあり方や情報開示の場を整備することから始めるというのが穏当。

その他

- ✓ 予告は色々な事情で起こることであって、予告後に公開買付けを長期間しないことが必ずしも買付者の責めに帰すべき事情ではないということがあり、予告を規制することは慎重に考えるべき。
- ✓ 今般の議論で問題点が明らかにされ、風説の流布等に該当するおそれがあるという理解が関係者の間で共有されれば、行動の適正化が図られるのではないか。
- ✓ プットアップ・オア・シャットアップルールが合理的だが、買収交渉を阻害しないよう適用範囲は慎重に検討すべき。

公開買付制度に関するその他の指摘(1)

□ その他、公開買付制度については、以下のような指摘がある(注)。

1

公開買付価格の均一性に関する規制(同意を得た場合)

- 実務上、特定の大株主等から一般株主より低い価格での応募同意が得られるケースがある。現行制度上、公開買付価格は全ての応募株主について均一でなければならないため(均一性の規制)、そのような場合には、2回にわたって、当該大株主と一般株主それぞれに対する公開買付けが必要となる。
- 公開買付けを2回に分けて行うことは、事務的・時間的コストの増加や、2回目の公開買付けが開始されないリスクが生じることから、**均一性の規制を緩和し、1つの公開買付けの中で、同意を得た一部株主についてのみ低い公開買付価格を設定することを許容すべき**との指摘がある。

2

公開買付価格の均一性に関する規制(異なる種類の株券等)

- 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。この点、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が、法文上必ずしも明確となっていない。
- **このため、異なる種類の株券等についても公開買付価格の均一性が要求されるのか、また、要求される場合にはどのように均一性を判断するのかを明確化するべきではないか**との指摘がある。

3

公開買付期間の延長に関する規制

- 現行制度上、公開買付者が自発的に公開買付期間を延長する場合、当初の期間と合わせて60営業日を超えてはならない。また、公開買付期間が残り10営業日となってから、公開買付届出書の訂正届出書を提出する場合、提出日から起算して10営業日を経過した日まで、公開買付期間を延長しなければならない。
- 買収防衛策に関する裁判の係属中に60営業日を超えて公開買付期間の延長を必要とする場合があることや、国内外における競争法のクリアランスを取得して訂正届出書を提出する場合に10営業日の周知・熟慮期間が必要とはいえない場合があることから、一定の場合には**60営業日以上**の自発的な延長を認めるべきという指摘や**訂正届出書の提出に伴う延長の際に10営業日未満の延長を許容すべき**との指摘がある。

(注) 現行制度における各規制の詳細については、参考資料24-34頁参照

公開買付制度に関するその他の指摘(2)

4

形式的特別関係者の範囲

- 現行制度上、買付者と一定の資本関係(議決権ベースで20%以上)がある場合には、実態にかかわらず形式基準により「特別関係者」に該当することとされている(いわゆる「形式的特別関係者」)が、買付者と一定の資本関係があったとしても、議決権等に関する方針について両者が合致するとは限らない。
- このため、**形式的特別関係者に該当する場合であっても、一定の場合には「特別関係者」から除外される規律を導入すべきとの指摘がある。**

5

全部勧誘義務の対象となる株券等の範囲

- 現行制度上、全部勧誘義務の対象となる有価証券には、株式について発行されたADR(American Depositary Receipt)等の預託証券も含まれる。
- ADR等の預託証券を対象とする公開買付けについては、海外法令等との関係から実務的な対応が困難な場合もあり、**全部勧誘義務の対象となる株券等の範囲から除外すべきではないかとの指摘がある。**

6

公開買付届出書の事前相談方針の明確化

- 実務上、公開買付届出書の提出に際しては、関東財務局において事前相談を受け付けており、金融庁とも連携の上で対応を行っている。
- 当該事前相談については、交渉局面における「手の内」(提案価格の根拠)を公開買付届出書に記載する実務対応等に関して、関係者から疑義が出ており、**企業や弁護士に対し、行政としての指導方針等を説明すべきとの指摘がある。**

7

買付条件の変更・撤回に関する規制

- 現行制度上、公開買付期間中に対象会社が配当を実施した場合であっても、公開買付者は公開買付価格を引き下げることができず、当該配当の額が一定規模以上の場合に限り公開買付けを撤回することができるにとどまる。
- このような制度は、配当が行われるリスクを公開買付者に不合理に負担させかねないことから、**公開買付期間中に配当がなされた場合には配当相当額の「公開買付価格の引下げ」を許容すべきとの指摘がある。**
- また、上記に関連して、**公開買付けの撤回事由が厳格すぎるのではないかとの指摘もある。**

公開買付制度に関するその他の指摘(3)

8

「買付け等」の
範囲の明確化

- 現行制度上、公開買付制度は、一定の閾値を超えることとなる「買付け等」について公開買付けによることを求めているところ、どのような株式取得がこの「買付け等」に該当するかについては、政令で明示的に定められているもののほか、解釈に委ねられている部分がある。
- この点について、金融庁は「株券等の公開買付けに関するQ&A」を公表し、「買付け等」の該当性に関する一定の解釈を示してきた(ex.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が、一定の場合には「買付け等」に該当する旨)。
- 一方、このような解釈による解決については、その外縁が不明確な部分もあり、必ずしも予測可能性が十分に担保されるわけではないこと、裁判等において同様の結論が得られない可能性もあることから、「**買付け等**」の範囲について可能な範囲で法令上明確化すべきとの指摘がある。
- また、現行制度上、信託業者が信託財産として所有する株券等(当該信託業者が投資権限・議決権行使指図権限を有しない場合)については、株券等所有割合の分子から除外されることとされているが、当該信託財産に組み入れるための株券等の取得は「買付け等」から除外されていない。
- このため、すでに株券等所有割合が3分の1超である信託業者が、新たに上記株券等の取得を市場外で行う場合には、株券等所有割合が増加しないにもかかわらず(ex.34%→34%)、法文上は3分の1ルールに抵触するように読めてしまい、不合理であるため、「**買付け等**」の範囲に含まれないことを明確化すべきとの指摘がある。

9

公開買付説明書
の簡素化

- 現行制度上、公開買付者は、公開買付けに応募しようとする株主に対して、公開買付説明書を交付する義務を負うところ、当該公開買付説明書の内容は公開買付届出書とほぼ同内容となっており、その効果に比して当該公開買付説明書の交付・訂正に関する事務が負担となっているとの指摘がある。
- このため、**公開買付届出書を参照すべき旨を記載することによって、公開買付説明書の内容を簡素化することを許容すべきとの指摘**がある。

10

公開買付届出書
の記載事項
の見直し

- 有価証券報告書については、近時、サステナビリティに関する情報やコーポレートガバナンスに関する情報をはじめ、経済社会情勢の変化を受けて開示の充実が図られてきている中、**公開買付届出書についても、どのような情報を投資者に対して開示すべきかについて改めて検証し、必要に応じ記載事項を見直すことは考えられるか。**

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

重要提案行為の範囲

- ❑ 「重要提案行為」の範囲が不明確であることが企業と投資家との実効的なエンゲージメントの支障になっているとの指摘がある。

現行制度に対する指摘

- ❑ 大量保有報告制度上、金融商品取引業者等に対しては、提出頻度や期限等を緩和する特例報告制度が設けられているが、その適用を受けるためには、投資先企業に対して「重要提案行為」を行わないことが必要とされている。
- ❑ スチュワードシップ・コード策定時に「重要提案行為」の解釈の明確化が図られたものの、実効的なエンゲージメントの促進のため、重要提案行為の範囲の更なる明確化等が必要との指摘がある。

日本版スチュワードシップ・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) (注)

1 経営方針等の説明を求める	「重要提案行為」に該当しない可能性が高い
2 議決権行使予定等の説明	
3 ②へのスタンスの説明を求める	
4 株主総会で質問を行う	
5 具体的事項の総会決議を求める	該当する可能性が高い 但し、⑥については態様によっては該当する可能性が低い場合もある
6 経営方針等の変更を求める	

左記整理の主な課題

左記整理は一定の解釈指針となっているものの、例えば以下のような指摘がある。

- 重要提案行為の対象が網羅的で、**資本政策や営業戦略について提案した場合、重要提案行為とされるおそれがある**
- 企業への質問を通じて間接的に課題意識を伝えることしかできず、**提案を直接的に伝えられないため、企業に意図が伝わらない**

検討課題

- ◆ 企業と投資家との実効的な対話を促進するため、「重要提案行為」の範囲を限定又は明確化することについて、どう考えるか。

重要提案行為の範囲

- 本WGの議論において、「重要提案行為の範囲」については、これを限定することに反対する意見も見られた一方、提案の態様のみ又は提案の態様及び内容に注目して限定・明確化することに賛同する意見が多く見られた。

主な根拠

賛同

提案の内容

- ✓ 公表されているステewardシップ活動方針に基づいて一般的なエンゲージメントを行う限りでは、即時に開示する必要性が必ずしも大きくないことから、特例報告の使用を認めるべき。
- ✓ 制度趣旨の異なる会社法上の取締役会決議事項と揃える必要はない。
- ✓ 企業価値の向上を目的としたエンゲージメントにおいては様々なテーマが密接に関連するため、提案の内容による限定は難しい。

提案の目的

- ✓ 受託者責任を負った投資信託・企業年金等の運用においては、経営権の取得を運用目的としていないのであるから、こうした運用会社のエンゲージメントは、重要提案行為に該当しないこととすべき。
- ✓ 目的は当事者の主観によるため外形からの認定が困難。

提案の態様

- ✓ 提案の採否について会社に裁量があるものについては重要提案行為に該当しないと明確にすべき。他方、会社に提案内容を強制・強要するものについては、他の株主の知らないところで経営に影響力を発揮し、結果責任の所在を不明にすることから、重要提案行為に該当することとすべき。
- ✓ 外為法も参考に、株主提案権を行使するものや、10%超の取得を示唆すること、キャンペーン活動等、一般的なエンゲージメントの範囲を超えるものについては、重要提案行為に該当することとすべき。

反対

- ✓ 重要提案行為の範囲を明確化することには賛成だが、一部の投資家がエンゲージメントを通じて、一般株主が入手できない情報を取得していることに対する懸念も示されている中で、透明性を後退させることにつながる重要提案行為の範囲の限定には反対。

その他

- ✓ 個別列挙による明確化は、かたや潜脱が容易になるリスク、かたや過剰規制のリスクがあるため、米国と同様に会社支配権に影響を及ぼす目的・効果を有するかという基準で判断すべき。

共同保有者の範囲

- 「共同保有者」の範囲が不明確であることが協働エンゲージメントの支障となっているとの指摘がある。

現行制度に対する指摘

- 大量保有報告制度においては、保有割合を算出するに際して、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（「共同保有者」）の保有分を合算する必要がある。
- スチュワードシップ・コード策定時に「共同保有者」の解釈の明確化が図られたが、近時の協働エンゲージメントの増加を踏まえ、「共同保有者」の範囲の更なる明確化等が必要との指摘がある。

日本版スチュワードシップ・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)^(注)

以下のような場合は、基本的に、「共同保有者」に該当しないと考えられる。

- ✓ 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
- ✓ 「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

左記整理の主な課題

左記整理は一定の解釈指針となっているものの、例えば以下のような指摘がある。

- 協働エンゲージメントに参加した他の投資家が株主提案を行った場合に、当該株主提案に賛成すると当該他の投資家が「共同保有者」に該当する懸念がある
- 「共同の株主権行使」という概念が、経営支配を目的にするといった限定がなく、極めて包括的に規制しているように読める

検討課題

- ◆ 協働エンゲージメントを行う際に、「共同保有者」の解釈の不明確さが支障となっているとの指摘を踏まえ、**共同保有者の範囲の限定又は明確化することについて、どう考えるか。**

(注) 詳細は参考資料38頁参照

共同保有者の範囲

- 本WGの議論において、「共同保有者の範囲」については、これを限定することに反対する意見も見られた一方、**規制の潜脱とならない範囲で共同保有者の範囲を明確化することに賛同する意見が多く見られた。**

主な根拠

賛同

- ✓ 潜脱されるリスクがあるため、合意の有無で判断する枠組みは変更せずに、ホワイトリストによる明確化を図るべき。
- ✓ 共同保有者が協働エンゲージメントの支障となっているのであれば、協働エンゲージメントを行う場合は共同保有者に該当しない旨の適用除外規定を設けることが考えられる。
- ✓ 紳士協定的な合意も対象とすべきである一方、継続的でない個別の事項に関する合意は除外すべき。
- ✓ 協働エンゲージメントを超えて、共同して会社支配権に影響を及ぼす目的がある場合は、相互の議決権保有状況を把握することが重要であるから、議決権保有状況を共有することに合意している場合に限って共同保有者とすべき。
- ✓ 支配権に直接関係しない議題に関する議決権行使等は除外するなど、「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」の範囲を限定すべき。

反対／慎重

- ✓ 合意を要求する現行の基準が本当に協働エンゲージメントの支障となっているのか疑問。範囲を明確化するとしても、特別関係者の範囲にも影響するため、その点も踏まえ慎重に検討すべき。
- ✓ 継続的でない個別の事項に関する合意を除外すると潜脱的なことが生じないか懸念される。

その他

- ✓ ウルフパックの問題も生じているため、合意の有無で判断するだけではなく、一定の外形的事実があるものについても共同保有者に含めるべき。

デリバティブの取扱い

- デリバティブ取引を大量保有報告制度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

- 現行の大量保有報告制度上、デリバティブ取引の終了時に株式の交付による決済が想定されているなどの事情が認められる場合を除いて、トータル・リターン・スワップ^(注1)やCfD^(注2)等のエクイティ・デリバティブのロングポジションを保有するのみでは大量保有報告規制の対象とはならないと考えられている。
- 株式の需給や支配権に影響し得る情報に係る透明性の向上や、上場会社が実質的な主要株主との対話を深めていくことを通じたガバナンスの向上等の観点から、現行制度で捕捉されていないエクイティ・デリバティブのロングポジションについても大量保有報告制度の適用対象となるよう制度を改正すべきとの指摘がある。

諸外国におけるデリバティブ取引の取扱い



米国SECは、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^(注3)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。



議決権付株式を無条件に取得する権利等を付与する金融商品その他これと類似する経済効果を有する金融商品については、現物決済か現金決済かを問わず、大量保有報告における保有割合の算定に含めることとされている。



フランス、ドイツ、香港、スイスでも、英国に倣ってデリバティブの開示規制が導入されている。^(注4)

検討課題

- ◆ 国内株式(個別銘柄)を原資産とするトータル・リターン・スワップ、CfDなどのエクイティ・デリバティブのロングポジションの保有を、大量保有報告制度の適用対象に含めることについて、どう考えるか。

(注1) 原資産のキャピタルゲイン・インカムゲイン等を含むリターンと事前に取り決めた金利を交換する取引であり、株価のリターンや配当などの原資産から生まれた全てのキャッシュ・フローと、固定金利や変動金利を交換する。
 (注2) Contract For Differenceの略称であり、取引開始時点から取引終了時点に発生した差額分を決済する取引。
 (注3) 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。詳細は参考資料44頁参照。
 (注4) 川島いづみ「エクイティ・デリバティブを介したヒドゥン・オーナーシップ等に対する法規制－英米における開示規制の動向－」早稲田社会科学総合研究14巻1号(2013)37頁

デリバティブの取扱い

- 本WGの議論において、「デリバティブの取扱い」については、広く大量保有報告制度の対象とすべきとの意見も見られた一方、**一定の範囲に限って大量保有報告制度の対象とすることに賛同する意見が多く見られた。**

主な根拠

広く適用対象とすべき

- ✓ デリバティブ取引も、デリバティブ取引の相手方の現物株式取得など市場における需給に影響を与えるものは、大量保有報告制度の対象とすべき。
- ✓ 海外で一般に開示が行われているにもかかわらず、日本だけ開示が後退するような状況にすべきではない。
- ✓ ループホールをふさぐ観点から、欧州と同様に、満期に議決権付株式を制約なく取得する権利が付与される金融商品については、決済方法を問わずに広く大量保有報告制度の対象とすべき。

限定して適用対象とすべき

- ✓ デリバティブ全般を大量保有報告制度の対象とすると、健全なデリバティブの利用を阻害したり、保有者に過度な負担を課すことすることになるため、一定の範囲に限って適用対象とすべき。
- ✓ 意図的にポジションを隠して突如大株主として現れるような潜脱的にデリバティブ取引を利用するケースについては大量保有報告制度の対象とすべき。
- ✓ 米国SEC改正案を参考に会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有するものなど、一定の範囲に限って大量保有報告制度の対象とすべき。

- 大量保有報告制度の実効性が確保されていないとの指摘がある。

現行制度に対する指摘

- 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、大量保有報告書等の不提出及び不実記載が課徴金制度の対象とされた。
- 他方、その後も大量保有報告書等の提出遅延等は相次いでおり、大量保有報告制度の実効性が確保されていないとの指摘がある。

大量保有報告書等の提出状況

大量保有報告書等の提出件数 ^(注1)	年間約14,000件
提出遅延の発生件数 ^(注2)	年間約1,500件
課徴金納付命令の発出件数 ^(注3)	合計8件

提出遅延の主な理由^(注4)

- ① 法令の不知及び理解不足
- ② EDINETの操作不慣れ
- ③ 事実把握の遅延

検討課題

- ◆ 大量保有報告制度の実効性を確保するための方策の要否及びその内容について、どう考えるか。

(注1) 2019年から2022年までの平均値。

(注2) 提出期限を徒過して提出された大量保有報告書等の件数の2019年から2022年までの平均値。

(注3) 2008年から2022年までの件数。

(注4) 各財務局から大量保有報告書等の提出を遅延した者に対して聴取を行った結果による。

大量保有報告制度の実効性の確保

- 本WGの議論において、「大量保有報告制度の実効性の確保」については、議決権停止制度を設けるべきという意見も見られた一方、**当局による取締りを強化すべきという意見が多く見られた。**

主な根拠

議決権停止制度

- ✓ 実効性確保には、違反をさせないような方法を用いるべきであり、その観点からは株主権（特に議決権）を制限することがもっとも効果的。制限の範囲・期間について、更に検討を進めるべき。
- ✓ 国際的にみて、議決権停止制度は一般的に導入されているにもかかわらず、日本で導入できないのは問題。課徴金によるエンフォースメントは域外での執行に限界があり、私法的な形による制裁措置を設けるべき。

取締強化

- ✓ 違反の件数に比べて課徴金納付命令の発出件数が少なすぎる。共同保有者の立証が困難であることが要因であるのであれば、一定の外形的事実のあるものは共同保有者に該当することとするなど、その要件を明確にすべき。
- ✓ 故意に違反しているケースや同じミスを繰り返しているようなケースについては、厳格に対応すべき。
- ✓ 保有目的の変更の遅れについても摘発すべき。

その他

- ✓ 違反件数を減らすため、大量保有報告書の様式を分かりやすいものにするほか、アドバイザーや証券会社等のゲートキーパーに制度の周知を協力してもらうことが考えられる。
- ✓ 大量保有報告制度の違反しているにもかかわらず、公開買付けにより支配権を取得する具体的な行為に移るような場合には、一定の要件のもと公開買付けの差止めを可能とすべき。
- ✓ 特例報告の利用者が大量保有報告制度に違反した場合には、一定の期間、特例報告の利用を制限するなどの制裁を設けてはどうか。

□ その他、大量保有報告制度については、以下のような指摘がある。

1

取得請求権付
株式等の
取扱い

- 現行の株券等保有割合の算出上、新株予約権についてはその行使により取得される株式数を分子として取り扱うこととされているのに対して、取得請求権付株式や取得条項付株式については当該株式の数を分子として取り扱うこととされている。
- このような取扱いに関し、取得請求権付株式や取得条項付株式についても、当該取得請求権の行使等により取得される株式数を分子として取り扱うこととすべきではないかとの指摘がある。

2

記載内容の
明確化等

- 現行制度上、大量保有報告書等には、「保有目的」や「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」等を記載することが求められているところ、実務上、当該記載の記載内容・記載方法が必ずしも明確化されていないため(注)、提出者によって記載ぶりが区々となっているとの指摘がある。
- そのような現状を踏まえ、「保有目的」や「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」等の記載内容・記載方法について明確化すべきとの指摘がある。
- また、その際、現行の記載方法が複雑であることが提出遅延の一因となっている可能性も踏まえて、記載内容の見直しを検討すべきとの指摘がある。

(注) 現行制度上、「保有目的」の記載については、「純投資」、「政策投資」、「重要提案行為等を行うこと」等の目的及びその内容について、できる限り具体的に記載すること。複数ある場合にはその全てを記載すること。」と規定されている(株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第1号様式・記載上の注意(10))。また、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」の記載については、「保有株券等に関する貸借契約、担保契約、売戻し契約、売り予約その他の重要な契約又は取決めがある場合には、その契約の種類、契約の相手方、契約の対象となっている株券等の数量等当該契約又は取決めの内容を記載すること。株券等を組合又は社団等の業務執行組合員等として保有している場合、共有している場合等には、その旨記載すること。」と規定されている(株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第1号様式・記載上の注意(14))。

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

実質株主の透明性

- 「実質株主」を把握することができるようにする制度について検討すべきとの指摘がある。

現行制度に対する指摘

- 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、企業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（「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、企業や他の株主がこれを把握する制度が存在しない。
- 企業と株主・投資家の対話や相互の信頼関係の醸成を促進する観点から、実質株主とその持株数について、企業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なされるべきとの指摘がある。

諸外国における実質株主の透明性に関する制度（注）

米国



- 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。

英国



- 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り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。
- 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りる情報、保有数等の詳細な情報等を提供しなければならない。

検討課題

- ◆ 企業や他の株主が実質株主を効率的に把握するための方策の要否及びその内容について、どう考えるか。

実質株主の透明性

- 本WGの議論において、「実質株主の透明性」については、米国制度を参考にした制度を(併せて)導入すべきという意見も見られた一方、**欧州制度を参考にした制度を導入すべきという意見が多く見られた。**

主な根拠

米国制度を参考

- ✓ 米国制度は、企業と投資家とのエンゲージメントの促進、株主提案権行使時の株主間の対話、クラスアクションに活用されており、投資者のための制度として日本でも有用ではないか。
- ✓ 米国制度と欧州制度は二者択一ではない。実現が容易と思われる米国型の制度をまず導入した上で、企業側のイニシアティブで実質株主を把握できる欧州型の制度も導入すべき。両者の併存が難しいとしても、一時的な制度として米国制度を参考にした制度を導入した上で、その後英国型に移行すべき。
- ✓ 米国型の制度は、一定の運用資産額以上の投資家にしか適用されず、中小規模の企業にとって必要な情報が開示されない懸念がある。
- ✓ 米国型の制度は、他の投資家にトラックされるリスクを伴い、誰のための開示なのか疑問。

欧州制度を参考

- ✓ 企業と投資家との間の対話を促進するための制度であるから、欧州型の制度を導入すべき。法制度が整備されるまでの間は、スチュワードシップ・コード等のソフト・ローで手当てすることも考えられる。
- ✓ 企業が実質株主を把握するための制度だとすれば、欧州型の制度が適合的。他方、実質株主に義務を課すだけでなく、実質株主の株主総会の出席を容易にするなど、実質株主の権利についても手当てすべき。

その他

- ✓ 実質株主把握のための制度は早急に導入すべき。すぐに対応できることから始め、最終的な制度の実現まで、どのような時間軸で実現するのか示すべき。
- ✓ 効率的に実質株主を把握するためのプラットフォームの構築など、企業・投資家にとって使いやすい制度にすべき。
- ✓ 有価証券報告書記載の大株主と大量保有報告書の提出者との関係が不明確なことが問題。大量保有報告書において名義株主の氏名・名称を記載させることも一案。

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

A. これまでの議論について

- これまでの各検討課題に関する議論を踏まえ、
 - ・ 多くの意見の一致が見られる検討課題について、どう考えるか。
 - ・ 意見が分かれている検討課題について、どう考えるか。

B. 新たな検討課題について

- 市場内取引(立会内)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場合、
 - ・ 閾値間(1/3~50%及び過半数~2/3)の取引を適用除外とすべきか。
 - ・ 適用除外とする場合、一定の要件(市場内・市場外の別や上限等)を設けるべきか。
- 公開買付説明書に、公開買付届出書を参照すべき旨を記載することによって、公開買付説明書の内容を簡素化することを許容すべきか。
- 公開買付届出書について、どのような情報を投資者に対して開示すべきかについて改めて検証し、必要に応じ記載事項を見直すことは考えられるか。