

公開買付制度等ワーキング・グループにおける 論点の整理

平成17年11月28日

公開買付制度等ワーキング・グループにおける論点の整理

項 目	論 点	備 考
公開買付制度等のあり方を検討するに当たっての視点等		
検討に当たっての視点等	<p>◇公開買付制度等については、最近のM&A件数の増加やその態様の多様化、株式の大量取得事例の増加などを受け、そのあり方の見直しが必要となっているのではないかと。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・その際、①手続の透明性・公正性と投資者間の公平性の一層の確保、②証券市場における価格形成機能の十全な発揮、③企業の事業再編行為等の円滑性の確保、等の視点が重要となるのではないかと。 ・こうした視点に立った見直しは、株主利益の向上、企業価値の向上にも資することが期待されるのではないかと。 <p>◇商法（株主をはじめとする会社内外の利害関係者間の権利義務関係を規律）と証券取引法制（証券取引の公正性を確保することにより投資者を保護）の役割分担を踏まえつつ、投資者保護の観点から、証券取引法制上、必要な法的手当てを行っていく必要があるのではないかと。</p> <p>◇公開買付け等における透明性・公正性を確保するための制度的枠組みは、証券取引法令で整備すべきあるが、他方、今後の取引形態や取引手法の多様化、高度化等などどのように柔軟に対応していくかという課題が存在するのではないかと。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・その際、証券取引所の自主規則は、取引市場の現場の要請を迅速かつきめ細かく反映させ、取引の公正性を実効的に確保していくことができる等のメリットがあることから、証券取引法令による規制を補完する役割が期待されるのではないかと。 	
公開買付規制の対象範囲と適用除外等について		
市場内取引と公開買付規制	<p>◇会社支配権に影響のあるような取引については、立会外取引以外の市場内取引であっても、手続の透明性・公正性確保の観点から公開買付規制を及ぼす必要がないかとの論点がある。</p>	

	<ul style="list-style-type: none"> ・この点、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。 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のではないか。 	
<p>いわゆる3分の1ルールについて</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◇著しく少数の者からの買付けに公開買付けが強制される所有割合について、3分の1よりも引き下げるべきではないかとの論点がある。 ・この点、 <ul style="list-style-type: none"> ①会社支配権に影響を及ぼしうる取引については、一般株主にも重大な影響があることから、広く公開買付規制をかけるために規制を強化すべきという考え方と、 ②事業再編行為の円滑性を阻害しないという観点からはこれ以上規制を強化すべきではないとの考え方 の両論があり、これらのバランスを考慮すると現状を維持するべきではないか。 ◇いわゆる3分の1ルールについては、例えば、32%までの株式を市場外で買い付け、その後、市場内で2%の株式を買い付ける、あるいは、新株の第三者割当を受ける、といった態様の取引を行うことにより、公開買付けによらずに3分の1超の株券等を所有するに至る者が出てくるのが想定され、その取扱いをどのようにするかとの論点がある。 ・この点、例えば、取引所市場外での取引と、それと同時に又は引き続いて行われる取引所内での取引又は第三者割当とを合計すると株券等所有割合が3分の1を超える場合に、一連の行為として明示的に規制を及ぼすなど、きめ細かい規定を設けることが考えられないか。 	<ul style="list-style-type: none"> ○いわゆる3分の1ルール：現行制度上、著しく少数の者（60日間に10人以下）からの買付けについて、原則として公開買付規制の対象範囲外とする一方、買付け後の株券等所有割合の合計が3分の1を超える場合には、強制的に公開買付規制を及ぼす仕組み。 ○いわゆる3分の1ルールは、商法上の特別決議を阻止できる割合を参考として導入された。平成18年施行予定の会社法においても、特別決議の阻止に必要な議決権数については、定款で変更できることとされているものの、引き続き3分の1が基本とされている。

	<ul style="list-style-type: none"> ・一方で、脱法的な態様の取引に対処するために規定を詳細化しすぎると、規制の及ばない範囲は合法だということになり、かえって不合理な結果を招きかねないとの指摘がある。法令における規定は原則的なもの限り、個別事案に対しては解釈で対応を図っていくことも考えられないか。 ◇企業の事業再編行為の円滑性の確保等の観点から、いわゆる3分の1ルール適用範囲について、見直しの必要はないかとの論点がある。 ・この点、いかなる者が会社支配権に影響を及ぼしうるかは投資者にとって今後とも重要な事項であることから、当面いわゆる3分の1ルールは維持すべきではないか。事業再編行為の円滑性の確保という観点からは、必要に応じて適用除外の範囲を見直すことで対応すべきではないか。 ・例えば、50名以上の従業員にストック・オプションを付与するために有価証券届出書を提出した非上場の発行者の株券等については、規制の対象外とすることを検討すべきではないか。 ・この他、一対一の相対取引により、ブロックとして株券等を売買移転するような場合であって、所有割合の構成には変化がない時には、一般投資者への影響が少ないこと等から、いわゆる3分の1ルールの例外として公開買付規制の対象外とすることが考えられないかとの指摘もある。 一方で、このような取引を利用した脱法的な取引が行われ得るという問題があり、公開買付規制の対象外となる場合を合理的に限定できるのかとの指摘がある。 	
<p>株式等の第三者割当</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◇公開買付制度は株券等の流通市場における規制として、既発行の株券等の大量の買付け等についてルールを定めているものである。 ◇一方、株式等の第三者割当についても、その割当数や割当の態様によっては、会社支配権の帰趨に影響がある場合があり、いわゆる3分の1ルールの対象とする必要はないかとの論点がある。 	

	<ul style="list-style-type: none"> ・この点、株式等の第三者割当については、商法上、株主保護のための手続が規定されるとともに、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は、差止請求といった商法上の救済制度が設けられており、基本的には会社法の問題ではないか。 	
種類株式等の取扱い	<p>◇種類株式については、累次にわたる商法改正で多様化してきており、平成18年施行予定の会社法により、種類株式の設計が更に柔軟化されることも踏まえ、公開買付制度の適用について、明確化を図っておく必要があるのではないかとの論点がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・具体的には、議決権株式に転換可能な無議決権株式や転換後の議決権数が増減する議決権付株式の取扱いや、特定の種類株式のみを対象とする公開買付けの可否等について、明確化が必要ではないか。 	
公開買付規制における透明性の確保と公開買付期間等のあり方		
公開買付者による情報開示	<p>◇公開買付けにおいて、公開買付者による情報の開示を充実させることが、手続の透明性確保により投資者を保護するうえで重要ではないかとの論点がある。</p> <p>ただし、情報の開示を充実させることは、公開買付者に追加的なコスト負担を要求するものであり、あまり過剰規制とならないような制度設計を行うべきではないか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・例えば、株主・一般投資者にとって、買付者の提示する価格の妥当性等を検証することが困難であること等に鑑み、買付価格に関連して更なる情報開示の充実を図ることを検討すべきではないかとの指摘がある。 ・一方で、買付価格の算定根拠等についてあまり厳格に開示を要求すると、公開買付けに対して必要以上の萎縮効果を及ぼしかねないので、慎重に考えるべきではないかとの指摘がある。 	

	<ul style="list-style-type: none"> ・①MBO（経営陣による株式買取り）については、経営陣が買付者となることから、株主との関係において経営陣の利益相反が問題となり得ること、②非公開化取引については、手残り株を抱えた零細な株主について株主保護上の問題が生じやすいことから、より多くの情報開示を求めべきではないか。 ・買付け後における対象会社の経営への関与の具体的内容、支配権取得を目指す場合にその具体的内容、当該買付けが非公開化を目指す買付けであるか否か等につき、より充実した開示を求めべきではないか。 	
<p>対象者による情報開示</p>	<p>◇公開買付けについて、その対象者がいかなる意見を有しているかは、投資判断にとって重要な情報であり、開示を義務付けてはどうかとの論点がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・この点、特に敵対的公開買付けの場面においては、公開買付者と対象者との間で主張と反論を展開させることにより、投資者の投資判断の的確性をより高めることができること等を念頭に、対象者による意見表明を義務化すべきではないか。 ・その際、賛否のみならず、①その意見の理由、②現経営陣の経営方針、③買収防衛策発動予定の有無、④賛成・反対等の結論に至ったプロセス等を併せて開示させるべきではないか。 ・意見を出すこと自体を留保する、という意見表明も認められるべきではないか。 ・一方で、社外取締役をあまり導入していない日本の企業風土の中で、意見表明を現経営陣に義務付けたところで株主にとって、どれだけ情報価値があるかは未知数との指摘もある。 ・意見表明を義務化した場合、そこに含まれる将来情報の真実性をどのように担保し、サンクションをどのようにかけるかが難しいのではないかと指摘もある。 	<p>○現行制度上、対象者による意見表明は任意。</p> <p>○対象者による意見表明を義務化することとした場合、その内容について株主・投資者が検討し応募の是非を判断するための期間が必要かとの議論がある（⇒後述「公開買付期間」参照）</p>

<p>対象者による公開買付者に対する質問の機会の付与</p>	<p>◇対象者にも公開買付けに関する情報開示について何らかの関与を認めることにより、公開買付者と対象者の意見の対立点等がより鮮明になり、投資者の投資判断の一層の便宜となることから、対象者による公開買付者に対する質問の機会を付与してはどうかとの論点がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・一方で、上場企業の支配権を巡るやりとりである以上、買付者も対象者も株主に対して説得的な情報を提供するインセンティブが内在しており、現状でも公開買付者に対する質問は実務上行われている。 <p>これ以上に法律で質問の機会を付与することは、かえってその範囲内で回答すれば情報開示は十分との認識や裁判所の判断等につながりかねず、結果として、情報の提供が行われにくくなるのではないかと指摘がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・対象者による質問の機会が、時間稼ぎ的に使われることのないように留意する必要があるのではないか。 ・質問の機会を付与する場合であっても、買付者の回答の有無自体、株主・投資者の評価対象となることから、理由を付せば回答しないことも可能とすべきではないか。 	
<p>公開買付期間</p>	<p>◇公開買付期間については、投資者へ必要な情報が開示され、投資者がそれらについて熟慮した上で、応募の是非等を判断するための十分な時間を確保する観点から、その伸長を図る必要がないかとの論点がある。</p> <p>一方で、流通市場への影響等を考え、公開買付期間が徒らに長期化することは望ましくないとの指摘があることに留意する必要があるのではないか。</p> <p>◇現行 20 日とされている公開買付期間の下限については、連休等が重なる時期の公開買付けにおいて、対象会社の経営陣が是非を判断する時間的余裕に乏しくなる等の問題があり、20 営業日と改めるべきではないか。</p>	<p>○現行制度上、20日～60日の間で公開買付者が選択。</p>

	<p>◇現行の制度では、公開買付期間は、20日～60日の間で公開買付者が選択することとされている。したがって、対象会社の経営陣が公開買付けに反対の場合等に、その経営陣がどのような方針をもって当該公開買付けに対応するのかを株主に提示し、これに基づいて株主が熟慮し、判断するための時間が制度的に確保されていないのではないかと論点がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・この点、例えば公開買付期間が20営業日とされた場合であって対象者が公開買付けに反対等の意見表明を行うようなときは、株主・投資者がその内容を吟味し、公開買付けへの応募の是非を判断する時間を確保する観点から、公開買付期間を一定の範囲で伸長することを可能としてはどうか。 ・一方で、対象者の意思で公開買付期間が伸長されることは、諸外国にもない制度であり、企業買収行為に対して過度に抑制的に働きかねない、との指摘があることに留意する必要があるのではないかと。 <p>◇今後公開買付けと委任状争奪戦を同時進行的に行うような局面も出てくることを想定すると、60日という上限についても大幅に引き上げるべきではないかと論点がある。</p> <p>一方で、株主を長期間不安定な地位に置くべきではなく、実際に60日の上限に貼り付いた事例も殆んどないことから、上限については現状の60日のままとすべきではないかと指摘がある。</p>	
<p>いわゆる買収防衛策と公開買付規制のあり方</p>		
<p>中立義務、ブレイクスルー・ルール</p>	<p>◇英国では、公開買付けの局面においては、公開買付者、現経営陣のいずれに会社支配権を持たせるかの判断は株主に委ねるべきとの考え方にに基づき、現経営陣がその判断に影響を与えるような行為をとることを禁止している（中立義務）。我が国においても、同様の規制を設ける必要はないかと論点がある。</p>	<p>○中立義務（英）：公開買付けの対象者が公開買付期間中に新株発行、重要な資産の売却等の買収防衛の効果をも有する取引を禁止</p>

	<ul style="list-style-type: none"> ・この点、我が国では、対象者がいわゆる買収防衛策を講じることもあり得るという制度的前提の下で、現行の公開買付制度が既に機能しているところであり、当面、中立義務等を導入すべきではないのではないか。 	<p>すること（一方で、公開買付者には全部買付義務が課されている。）</p> <p>○ブレイクスルー・ルール（EU）： 公開買付の終了後に黄金株や複数議決権株式の効力を否定し、これらの株式を一株一議決権の株式に強制的に戻す制度</p>
<p>公開買付けの撤回</p>	<p>◇近時、いわゆる買収防衛策を導入する企業が増えつつあり、これらに関して公開買付けの撤回が一切認められないとすれば、公開買付者に不測の損害等を与える可能性があることから、一定の場合には撤回を認めるべきではないかとの論点がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・具体的には、 <ul style="list-style-type: none"> ①株式分割、株式の無償割当が決定された場合 ②新株・新株予約権の発行が決定された場合 ③重要な資産の売却がなされた場合 <p>等において公開買付けの目的の達成に重大な支障となるようなときは、公開買付けの撤回を認めるべきではないか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・重要な価値が子会社にあるようなケースで、当該子会社が上記のような取引を行ったときも、公開買付けの目的の達成に重大な支障となるような場合には公開買付けの撤回を認めるべきではないか。 <p>◇これらの場合に加えて、すでに導入されているいわゆる買収防衛策が解除されないことが確実な場合（不作為の場合）についても、公開買付けの目的の達成に重大な支障となるようなときは、公開買付けの撤回を認めるべきではないかとの指摘がある。</p>	<p>○現行制度上、対象者側の事情による公開買付けの撤回は、対象者の破産、合併等の法令上具体的に列挙された事由や、これらに準ずる事項で公開買付届出書において指定した事項が決定され又は発生した場合にのみ認められている。</p>

	<ul style="list-style-type: none"> ・一方で、対象者が予めいわゆる買収防衛策を講じることを事前警告していたような場合は、公開買付者はそれらが発動されることを承知の上で、公開買付手続に入ってきており、必ずしも不測の事態ということではない。そのような場合にまで、同列に論じてよいのかとの指摘があることに留意する必要があるのではないか。 	
買付け条件の変更	<p>◇対象会社による株式分割、株式の無償割当、新株・新株予約権の発行等により株価が希釈化された場合に、公開買付価格の引下げを認められないとすれば、公開買付者に不測の損害を与える可能性があることから、当該希釈分に対応した公開買付価格の引下げを認めるべきではないかとの論点がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・その際には、 <ul style="list-style-type: none"> ①株価が一時的に不安定となり投資者に複雑な投資判断を迫ることとなること ②既に応募していた株主に対しても変更後の公開買付価格を踏まえ応募の是非を再考させる必要があること <p>から、条件変更に伴う公開買付期間の伸長幅（通常は10日）を通常よりも長くすることが必要ではないか。</p> <p>◇条件変更に加えて、公開買付価格の算式方式を認めることについては、一定の利便性が認められるものの、</p> <ul style="list-style-type: none"> ①公開買付期間の変更なしに自動的に公開買付価格が引き下げられることとなり、投資者に複雑な投資判断を迫る、 ②十分な熟慮期間を与えることができない、 <p>といった問題があり、投資者保護の観点から問題があるのではないか。</p>	○現行制度上、買付価格の引下げ等、応募株主に明らかに不利となる条件変更は禁止されている。
投資者間の公平性確保、株主の保護		
部分的公開買付け／全部買付義務	◇公開買付けの局面において、投資者間の公平性確保、株主の保護を徹底する観点から、応募のあった株券等は全て買い付けなければならないとする全部買付義務を導入する必要はないかとの論点がある。	○現行制度上、公開買付者は、応募株券等の数が買付予定数を超えるときは、按分比例の方法により買い付けることが認められている。

	<ul style="list-style-type: none"> ・ただし、全部買付義務については、買付けにかかるコストについての公開買付者の予測が不能な面があり、企業の事業再編行為等の円滑性の観点からは、当面、部分的公開買付けを基本的には維持すべきではないか。 ◇一方で、上場廃止等に至るような公開買付けの局面において、手残り株をかかえることとなる零細な株主が著しく不安定な地位に置かれる場合を念頭に、一定の場合には全部買付けを義務付けるべきではないかとの論点がある。 ・例えば、非公開化に至る場合、あるいは、公開買付け後の株券等所有割合が一定割合（例えば3分の2）を超える場合には全部買付義務を課すこと等につき検討すべきではないか。 	
公開買付け後の取引規制等について	<ul style="list-style-type: none"> ◇いわゆる強圧的な二段階買収を防止すること等を念頭に、投資者間の公平性確保・株主保護の観点から、公開買付け後の取引について一定の規制を及ぼす必要はないかとの論点がある。 ・この点、公開買付け後一定期間、取引制限を及ぼすことも考えられるが、一定期間さえ経過すれば、結局二段階目の公開買付けを行うことができることから、規制の実効性という観点からは限定的ではないか。 ・また、一段階目と二段階目の公開買付けの間で価格について制限を設けることも考えられるが、経営が悪化している企業の事業再生等の目的から二段階で企業再編行為を行うニーズも考慮に入れると、過剰規制となるのではないか。 	
公開買付価格規制の是非	<ul style="list-style-type: none"> ◇英国においては、公開買付け一般について、直近12ヶ月の最高取引価格以上を公開買付価格としなければならないという制度となっている。我が国の公開買付制度において、同様の規制を導入する必要はないかとの論点がある。 ・この点、公開買付価格については株主に売付けのインセンティブを与えるものでなければ成功の確率が低くなることから、価格規制がなくとも合理的な価額となるはずであり、価格規制については必要ないのではないか。 	

	<ul style="list-style-type: none"> ・また、①経営が悪化している企業の事業再生を目的とするような公開買付けなども想定されること、②市場全体について株価が下落局面にあり、それに連動する形で価格が下落している株券等を公開買付けの対象とする場面も想定されることから、価格規制は過剰な制約となるのではないか。 	
<p>公開買付制度をめぐるその他の論点</p>		
<p>買付者間の公平性確保</p>	<p>◇近時、ある者が公開買付けを実施している期間中に、他の者が公開買付けによらずに取引所市場内で当該株券等を大量に買い進める事例が出現している。</p> <p>このように会社支配権に影響のある株式の買付けが競合するような場合には、買付けに関する情報を均等に開示させることにより、いずれの者によって会社を支配させる方が相当かを、投資者が十分な情報の下で判断できる枠組みが必要ではないかとの論点がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・この点、当初の公開買付予定株数は引き続き公開買付けによって買い付けることを前提に、公開買付者についても市場内買付け（別途買付け）を認めることが考えられないかとの指摘がある。 ・一方で、別途買付けを認めると、①事前に開示された買付価格とは異なった価格での買い進めが行われ得る、②事前に開示された買付予定株数とは独立に市場内での買い進めが行われ得る、こととなり、株主・投資者側の予測可能性が害されるとの問題があるのではないか。 ・別途買付けを認めるとした場合、仮に公開買付価格よりも高い価格で別途買付けを行ったときは、公開買付価格を当該価格まで自動的に引き上げることが考えられる。ただし、その場合、適正な価格の引上げをどのように担保するのかといった問題があるのではないか。 	<ul style="list-style-type: none"> ○英国においては、別途買付けが認められている一方、全株主に買付け申込みの勧誘を行い、応募分すべてを買い付けることが必要。 ○米国においては、別途買付けは禁止。

	<ul style="list-style-type: none"> ・あるいは、ある者が公開買付けを実施している期間中に、別の者が所有割合が一定（例えば 10%、20%、3分の1など）以上となる買付けを市場内で行う場合には、当該別の者に対して株式取得の方針等に関する情報を予め開示させてはどうかとの指摘がある。 そのような事前の情報開示については、証券市場のかく乱要因となり得るとの指摘があることに留意が必要ではないか。 ・この他、ある者が公開買付けを実施している期間中に、別の者が当該株式を大量に買い付ける際には、市場内取引による買付けは認めず、公開買付けを義務付けることも考えられる。 一方で、①このような規制を導入すると、流通市場に売却される株式が限られたものとなり、流通市場が成立しなくなるのではないか、②公開買付け期間中の競合者の出現に対しては、本来は公開買付け価格の引上げ等によって対処していくべきであり、過剰規制とならないか、との指摘があることに留意が必要ではないか。 	
証券取引の国際化と 公開買付け規制	◇証券取引が国際化している今日、我が国の証券取引所に加え外国の証券取引所にも上場されている株券等や、預託義務化されるなどして外国においても取引されている株券等が存在することから、公開買付け規制との関係を明確化しておく必要があるのではないかと論点がある。 ・公開買付けの対象となっている株式の国外における買付けと、別途買付けの禁止との関係について、取扱いを明確にすべきではないか。	
将来発行される新株 等と公開買付け規制	◇株式分割により将来発行される新株について、公開買付け規制の取扱いについて制度の整備を図っていくべきではないかと論点がある。 ・仮に、このような新株を公開買付け規制の対象とせず、自由に取引できることとすると、公開買付けによらずに大株主となる者が生じ得るなど、かえって株主保護の観点から問題が生じるものと考えられることから、公開買付け規制の対象となる株券等に該当するものとして制度の整備を図っていくべきではないか。	

	◇新株、新株予約権発行の決議に基づき将来発行される新株、新株予約権についても、同様の考え方から公開買付規制の対象となる株券等に該当するものとして制度の整備を図っていくべきではないか。	
大量保有報告制度のあり方		
一般的な提出期限	◇近時、株式の大量取得の状況に関心が高まっており、株式の大量保有の状況について出来る限り迅速な開示を求めていくべきではないかとの論点がある。 ・この点、海外にある共同保有者の保有分を合算するケース等の事務負担を念頭に入れると、現行の5営業日を短縮することは困難ではないか。	
開示内容	◇大量保有報告書における開示内容について、充実を図るべきではないかとの論点がある。 ・例えば、保有目的について、個々の実態に則して、より詳細な記載を求めるべきではないか。 ・また、保有株式に株券貸借の対象となっているものが含まれるならば、その状況も明確に開示するようにすべきではないか。 ・共同保有者と合算する際、株券貸借等の保有形態によっては重複計上が生じる可能性があり、現行のグロスの合計額に加えて、ネットした保有割合についても記載させることが必要ではないか。 ・一方で、大量保有報告書提出の迅速性の要請とのバランスにおいて、あまりにも詳細な開示内容を要求することについては慎重にすべきではないか。	
特例報告制度	◇特例報告制度は、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機関投資家について、事務負担が過大にならないよう設けられた制度であるが、一般投資者との公平性の確保、あるいは制度趣旨を歪めるような形で特例報告の対象となることを利用する事例を防止する等の観点から、特例報告のあり方について見直しを行うべきではないかとの論点がある。	○現行制度上、証券会社、銀行、信託会社、保険会社、投資信託委託会社、投資顧問会社といった機関投資家等については、発行者の事業活動を支配する目的

- ・特例報告制度を廃止すべき、との指摘があるが、日本の現行制度は既に米国やEUの特例制度と比較しても厳格なものとなっており、特例報告制度自体の廃止ということになれば日本マーケットの回避という行動につながりかねないのではないか。
- ◇特例報告制度の適用に当たって、例えば公募投信が運用残高に占める割合が一定水準以下の場合や、経営関与等を保有目的とする場合を除外することが考えられないかとの論点がある。
- ・公募投信残高の割合を基準とする考え方については、特定の業態や運用方法を狙い撃ちする結果とならないか等の問題があるのではないか。
 - ・経営関与等の保有目的を基準とする考え方については、株主が共益権を行使することで経営を監視していくこと自体は肯定的に捉えられるべきであり、何故そのような目的を持った株式保有のみを特例の対象から除外しなければならないのか、との問題があるのではないか。
 - ・なお、一般的に、特例対象から除外する範囲を合理的な形で定めることが可能かとの指摘がある。また、仮にそのような範囲を定めることが可能だとしても、その範囲にあわせて法人形態や保有の態様を変更すれば、特例対象となることは容易であり、このような方法では規制の実効性を確保することができないのではないかとの指摘がある。
- ◇これらを勘案すると、特例報告の基本的な枠組みは維持しつつ、その内容を見直すべきではないかとの論点がある。
- ・この点、特例報告に係る報告頻度や報告期限を大幅に改善することで対応を図っていくべきではないか。
 - ・また、現状、保有割合が10%を上回る取引を行った際には、特例対象者であっても一般の報告が求められているが、10%超保有の状態から10%を割り込む取引を行った際には、一般の報告が求められていない。取引状況の明確な開示を求める観点から、このような場合について、一般の報告が行われるよう所要の見直しを行うべきではないか。

がある場合や10%を超えて保有することとなった場合等を除き、大量保有報告書提出の頻度が軽減されている。

- 現行制度における特例報告対象者に係る提出期限等
- ・新たに5%以上保有
3ヶ月毎に翌月15日
 - ・そこから1~2.5%の増減
3ヶ月毎に翌月15日
 - ・2.5%以上の増減
その月の翌月15日
 - ・10%以上保有
5営業日以内
(特例からはずれる)

	<p>◇なお、特例報告の見直しによって機関投資家に生じる</p> <p>①報告にかかるコストや</p> <p>②運用行動が過度にオープンとなることで投機筋に追随されるリスクへの一定の配慮が必要ではないかとの指摘があることにも留意が必要ではないか。</p> <p>・特例報告について現在免除されている、最近60日間の取引の報告について開示を求めることは、実務負担の問題に加えて、投機筋による運用行動の追随の問題があるのではないか。</p>	
EDINETによる提出義務付け	<p>◇大量保有報告書提出者は、少なくとも上場株券等について発行済株式総数の5%以上を保有し得る資力のある者であることに鑑み、大量保有報告書については原則としてEDINETによる提出を義務付けるべきではないか。</p>	
大量保有報告制度に関するその他の論点	<p>◇大量保有報告書の不提出、虚偽記載事案の捕捉を容易にするため、行政当局、自主規制機関、証券会社等の連携を一層緊密にするなど、実効性確保のための取組みを強化すべきではないか。</p> <p>◇投資法人の発行する投資証券（例えばREIT（不動産投資信託証券）等）についても、大量保有報告制度の対象とすべきではないか。</p>	
その他		
	<p>◇いわゆる買収防衛策については、当該企業の財務状況や資本関係等に影響を及ぼすものであり、会社法上の事業報告や証券取引所の適時開示システムにおける開示のあり方につき、検討が進められている。</p> <p>有価証券報告書については、開示企業の発行する有価証券に関し、投資判断上、必要となる情報を、一定の基準に従って投資者に対し提供させることを義務付けているものであり、このような制度趣旨を踏まえ、他の開示項目との整合性を保ちながら、いわゆる買収防衛策に関連して、どのような形で開示を求めていくことが適当か、検討が進められるべきではないか。</p>	

	<p>◇いわゆる三角合併に際して、消滅会社が有価証券報告書の提出会社であって、存続会社や交付される株式の発行者が非提出会社であるというケース等を念頭に、存続会社や交付される株式の発行者に対する開示ルールを整備すべきではないか。</p> <p>◇株主の状況を正確・迅速に把握したいというニーズが発行会社があり、実質株主に、株主名簿上の名義についての開示を義務付けてはどうかとの指摘もあった。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・上記に対応するため、大量保有報告書において、株主名簿上の名義を開示させてはどうかとの指摘があるが、このようなニーズについては、発行会社と株主の関係の問題であり、会社法上の検討が必要ではないか。 ・なお、大量保有報告書は大口の取引をするたびに5営業日以内の提出が求められており、会社法上の基準日（株主名簿確定のために通常年2回）に提出される性質のものではなく、大量保有報告書において開示を求めても、株主名簿上の名義の把握という観点からは有用性に乏しいのではないかと指摘もあった。 	<p>○会社法上の合併対価の柔軟化により、平成19年からいわゆる三角合併が可能となる。</p> <p>○英国では、会社法（Company Act 212条）において、発行会社が株主に対して当該株券等に係る最近の取引実績やその相手方等について質問することができ、その場合には株主は回答しなければならない、という制度が設けられている。</p>
--	---	---