

事務局説明資料

2023年6月5日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

I. 検討の背景と諮問事項

II. 現行制度の概要

III. 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

IV. ご議論いただきたい事項

検討の背景と諮問事項

- 2023年3月2日開催の金融審議会総会・金融分科会において、近時の資本市場における環境変化を踏まえ、公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方について検討を行うことが諮問された。

公開買付制度等の沿革

- 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。
- その後、資本市場における環境変化等を踏まえ、米国や英国の制度等を参考に改正されてきたが、2006年以降、大きな改正はなされていない。

検討の背景

- 近時、以下のような資本市場における環境変化を踏まえ、公開買付制度・大量保有報告制度・実質株主の透明性のあり方について様々な課題が指摘されている。
 - ✓ 市場内取引等を通じた非友好的買収事例の増加
 - ✓ M&Aの多様化
 - ✓ パッシブ投資の増加
 - ✓ 協働エンゲージメントの広がり
 - ✓ 企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まり

諮問事項

○ 公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討

近時の資本市場における環境変化を踏まえ、市場の透明性・公正性の確保や、企業と投資家との間の建設的な対話の促進等の観点から、公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方について検討を行うこと

I. 検討の背景と諮問事項

II. 現行制度の概要

III. 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

IV. ご議論いただきたい事項

公開買付制度の対象となる取引

- 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(TOB)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。公開買付け(TOB)が強制される取引の範囲は、以下のとおり。



(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。

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 役員の構成の重要な変更 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. 検討の背景と諮問事項

II. 現行制度の概要

III. 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

IV. ご議論いただきたい事項

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…

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)。

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^(注1)

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

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・独・仏では、当該閾値以上の議決権を取得する際ではなく、取得後に公開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—わが国公開買付制度との比較の観点から—」商事法務1910号(2010)18頁)。

(注2) 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3) 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)。

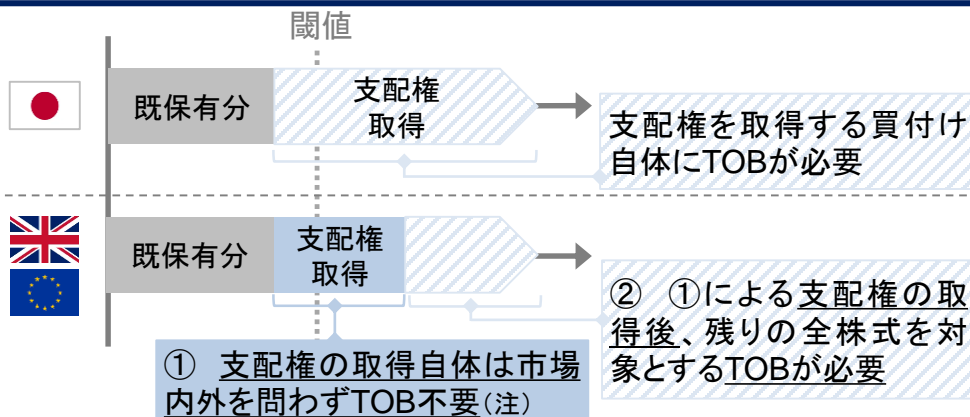
欧州型の規制(事後的な規制)への転換

- 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)
 - 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
 - 市場内取引・第三者割当も規制対象
- 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、2022年3月末までの1年間に終結した買付提案57件のうち、義務的公開買付けによるものは4件のみである(The Takeover Panel “2021-2022 Annual Report” (Jul. 15, 2022), at 15)。

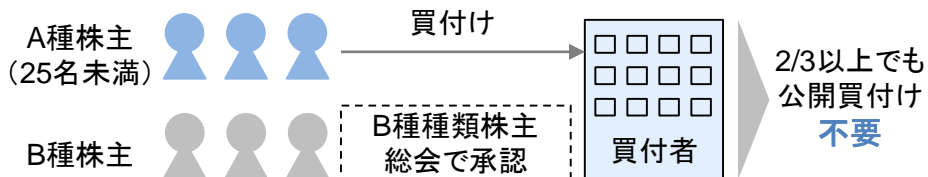
公開買付規制のオプトイン／アウト制度

- 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。

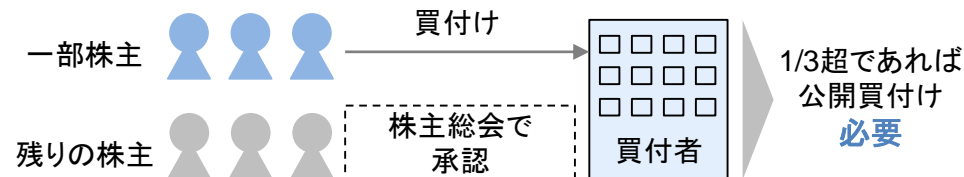
現行制度に対する指摘

- 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。
- このような取扱いの差異について、1種類の株式のみを発行している会社についても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。

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12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、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、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

- ◆ 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13,14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15～20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。**

I. 検討の背景と諮問事項

II. 現行制度の概要

III. 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

IV. 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。

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をはかること**について、どう考えるか。

(注) 詳細は参考資料23頁参照

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



米国SECは、会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有する一定の現金決済型エクイティ・デリバティブ^(注3)を保有する者を大量保有報告制度上の保有者 (beneficial owner) とみなす改正案を2022年2月に公表 (現時点で未確定)。

英国



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。

その他



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28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ー英米における開示規制の動向ー」早稲田社会科学総合研究14巻1号 (2013) 37頁

大量保有報告制度の実効性の確保

- 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。

大量保有報告制度に関するその他の指摘

□ 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. 検討の背景と諮問事項

II. 現行制度の概要

III. 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

IV. 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可否及びその内容について、どう考えるか。

I. 検討の背景と諮問事項

II. 現行制度の概要

III. 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

IV. ご議論いただきたい事項

- 公開買付制度・大量保有報告制度・実質株主の透明性のあり方に関しては、近時の資本市場における環境変化を踏まえた検討課題として、前記Ⅲの「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」に記載の各事項が考えられるが、過不足はないか。また、これらの課題に関して、特に留意すべき事項や各課題の優先順位をどのように考えるか。
- 上記の他、審議を進めるに当たって、どのような点に配意・留意すべきか。