

金融審議会

**公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ
報告**

令和5（2023）年12月25日

「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」メンバー名簿

令和5（2023）年12月25日現在

座 委	長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科 教授
	員	飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
		石綿 学	森・濱田松本法律事務所 弁護士
		太田 頼子	伊藤忠商事(株) 法務部 安全保障貿易管理室長 (兼)企画統括室長
		神作 裕之	学習院大学大学院法務研究科 教授
		黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科 教授
		桑原 聡子	外苑法律事務所 弁護士
		児玉 康平	(株)日立製作所 執行役常務 CLO 兼ゼネラルカウンセル兼 Deputy CRMO 兼オーディット担当
		齊藤 真紀	京都大学大学院法学研究科 教授
		三瓶 裕喜	アストナリング・アドバイザー合同会社 代表
		高山 与志子	ジェイ・ユーラス・アイアール(株) 副会長
		武井 一浩	西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士
		田中 亘	東京大学社会科学研究所 教授
		玉井 裕子	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
		角田 慎介	野村證券(株) 経営役 インベストメント・バンキング・プロダクト担当
		藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
		堀井 浩之	三井住友トラスト・アセットマネジメント(株) 専務執行役員 チーフ・サステナビリティ&ストラテジー・オフィサー
		萬澤 陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系 准教授

オブザーバー 東京証券取引所 日本経済団体連合会 関西経済連合会
日本投資顧問業協会 日本証券業協会 国際銀行協会
法務省 経済産業省

(敬称略・五十音順)

目次

はじめに.....	1
I. 公開買付制度のあり方について	2
1. 欧州型の規制	2
2. 市場内取引の取扱い	3
(1) 3分の1ルールにおける取扱い.....	3
(2) 閾値間の取引の取扱い.....	4
(3) 「急速な買付け等」の規制.....	4
3. 強圧性の問題を巡る対応	6
4. 3分の1ルールの閾値	7
5. 金融商品取引業者等による顧客からの買付け等.....	8
6. 公開買付制度の柔軟化・運用体制	8
7. 公開買付けの予告	10
8. その他の課題	10
9. 今後の課題	11
II. 大量保有報告制度のあり方について	12
1. 重要提案行為の範囲	12
2. 共同保有者の範囲	13
3. デリバティブの取扱い	14
4. 大量保有報告制度の実効性の確保	14
5. その他の課題	15
III. 実質株主の透明性について	17
おわりに.....	18

はじめに

2023年3月2日の金融審議会総会において、金融担当大臣より、「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」との諮問がされたことを受け、金融審議会に「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」が設置された。

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、大きな改正はされていない。一方で、近時の市場環境の変化に伴い、公開買付制度・大量保有報告制度について様々な課題が指摘されているとともに、実質株主の透明性のあり方についても課題が指摘されている。

このような課題に対応すべく、当ワーキング・グループでは、2023年6月から6回にわたり、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審議を行ってきた。本報告は、その検討結果をとりまとめたものである。

I. 公開買付制度のあり方について

公開買付制度は、1971年に米国の制度等を参考に導入され、その後の市場環境等を踏まえて、1990年及び2006年にそれぞれ欧州の制度等を参考にした規律が取り込まれてきた。その結果、現行の公開買付制度は、

主に

- 多数の者（60日間で10名超）からの市場外取引による買付け等の後の株券等所有割合が5%超となる場合（いわゆる「5%ルール」）
- 市場外取引又は市場内取引（立会外）による買付け等の後の株券等所有割合が3分の1超となる場合（いわゆる「3分の1ルール」）

に公開買付けの実施を義務付けている。そして、これらの証券取引について公開買付けの実施を義務付ける趣旨としては、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、これらの証券取引に関する情報開示と株主の平等取扱いを求める点にあると整理されている。

公開買付制度に関しては、近時、市場内取引等を通じた非友好的買収事例の増加やM&Aの多様化といった市場環境の変化に伴い、様々な課題が指摘されているところであり、これらの課題を踏まえた制度のあり方について、以下のとおり、制度趣旨の考え方を含む幅広い観点から見直しの方向性を検討した。

1. 欧州型の規制

欧州諸国の公開買付制度においては、公開買付制度を、支配権異動の場面において少数株主が公平な価格で売却する機会を確保するための制度と位置付けた上で、

- 取引の種類によって公開買付けの要否を区分するのではなく、一定の閾値を超えた場合には原則として事後的に公開買付けの実施を義務付ける規制
- 部分買付けの原則禁止
- 最低価格規制

が採用されている。

当ワーキング・グループにおいては、我が国の公開買付制度に関して、欧州型の規制に移行すべきかを検討した。

その結果、このような欧州型の規制は、規制趣旨が明確であるとともに、その趣旨を貫徹するような規律となっている上、特に一般株主の保護に手厚く、支配株主と少数株主の構造的利益相反の問題を生じづらくする効果が期待できるなど、公開買付制度のあり方として望ましいとの意見が多く見られた。一方、欧州型の規制に移行するためには、健全なM&Aを阻害しないよう例外を柔軟に認めるための体制（専門性・機動性を有する機関）が必要との意見や、関連制度（支配株主の信認義務、少数株主のセルアウト権、取締役の中立義務等）を含め少数株主の保護のあり方を幅広く検討した上で結論を出すべきとの意見

も見られた¹。

以上を踏まえ、当ワーキング・グループにおいては、直ちに欧州型の規制に移行すべきとの結論には至らなかったものの、将来的な欧州型の規制への移行の可能性も念頭に置きつつ、公開買付制度の適用範囲や部分買付けの許否など、後述の各検討課題について個別に検討することとした。

その上で、欧州型の規制への移行については、当局における実質的判断機能を担う体制の整備状況（下記「6. 公開買付制度の柔軟化・運用体制」参照）を踏まえつつ、引き続き検討を重ねていくべきである。

2. 市場内取引の取扱い

(1) 3分の1ルールにおける取扱い

現行の公開買付制度上、市場内取引（立会内）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るといった点で、一定の透明性・公正性が担保されているとの考え方にに基づき、原則として5%ルール及び3分の1ルール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超を短期間のうちに取得する事例も見受けられ、そのような会社支配権に重大な影響を及ぼす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²が指摘されている。

会社支配権に重大な影響を及ぼすような証券取引について、その透明性・公正性の観点から、投資者による適切な投資判断の機会を確保するためには、当該取引の目的・数量・価格等に関する事前の情報開示や熟慮期間、さらには株主の平等取扱いの機会が担保されていることが重要と考えられる。そのような観点からすれば、市場内取引（立会内）は、上記の点が担保されているものではないため、会社支配権に重大な影響を及ぼすような証

¹ 当ワーキング・グループにおいては、欧州型の規制への移行に関連して、少なくとも第三者割当増資（新株発行）により議決権の3分の1超を取得するような場合には公開買付けの実施を義務付けるべきではないかとの点についても検討した。支配権異動時の少数株主の退出機会を確保するという観点からこれに賛同する意見も見られた一方、企業の資金調達を阻害しないためには例外を柔軟に認めるための体制（専門性・機動性を有する機関）が必要との意見もあり、第三者割当増資（新株発行）により議決権の3分の1超を取得するような場合に公開買付けの実施を義務付けるべきとの結論には至らなかった。

² 東京高決令和3年11月9日は、市場内取引（立会内）を通じて議決権の3分の1超を取得した取引について、「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」と判示している。なお、本件については、市場内取引（立会内）を通じて約3か月間で39.94%の株式の取得がなされている。

券取引に求められる透明性・公正性を備えているとはいえない。

このため、会社支配権に重大な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、市場内取引(立会内)についても3分の1ルール³の適用対象とすべきである。

(2) 閾値間の取引の取扱い

上記(1)のように市場内取引(立会内)を3分の1ルール³の適用対象とする場合、買付け後の株券等所有割合が3分の1超となるあらゆる買付けについて、原則として公開買付けの実施が義務づけられることとなる。

現行制度上、すでに株券等所有割合が50%超である者が、3分の2に至らない範囲で市場外取引を通じて買付け等を行う場合には、多数の者(60日間で10名超)からの買付け等でない限り、3分の1ルール³の適用対象外とされている。これに対して、すでに株券等所有割合が3分の1超である者が、50%超に至らない範囲で市場外取引を通じて買付け等を行う場合には、3分の1ルール³の適用対象外とされていない。

このような閾値間の取引については、会社支配権に一定の影響を及ぼし得る一方、僅少なものも含めあらゆる買付けについて公開買付けの実施を義務付けると、制度の目的に照らして過剰な規制となってしまうとの意見も見られた。これを踏まえ、閾値間の取引については、会社支配権への影響も考慮しつつ、制度の目的に照らして過剰な規制とならないようにすべきである。

(3) 「急速な買付け等」の規制

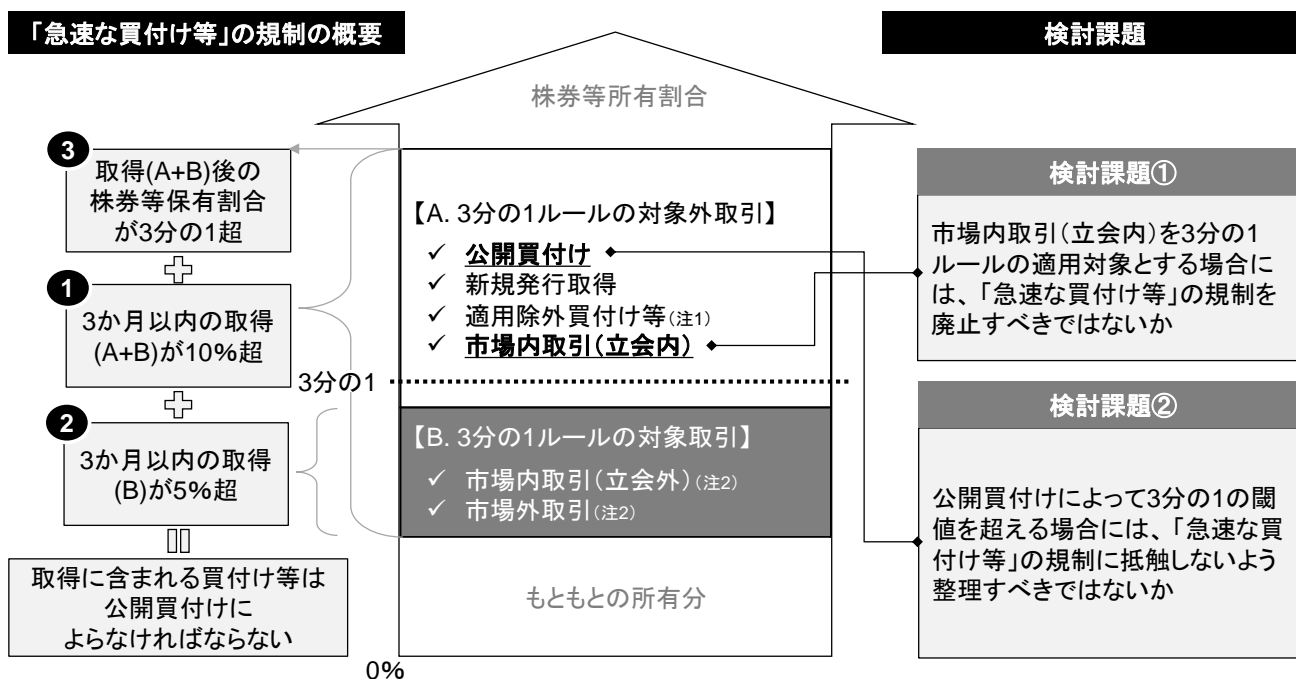
上記(1)の検討課題に関連して、当ワーキング・グループにおいては、「急速な買付け等」の規制³について

- ① 市場内取引(立会内)を3分の1ルール³の適用対象とする場合には、「急速な買付け等」の規制を廃止すべきではないか
- ② 公開買付けによって3分の1の閾値を超える場合には、「急速な買付け等」の規制に抵触しないよう整理すべきではないか

といった点についても検討した。

³ 「急速な買付け等」の規制とは、①3か月以内に、株券等の総数の10%超の株券等の取得を行い、②①の取得のうち、株券等の総数の5%超の株券等の取得が、市場外取引又は立会外取引(公開買付け及び適用除外買付け等を除く。)によるものである場合であって、③取得の後における株券等所有割合が3分の1超となるときには、その中に含まれる株券等の買付け等は公開買付けによらなければならないという規制をいう。

(参考)「急速な買付け等」の規制の概要と検討課題



(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、一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。

このうち①については、そもそも「急速な買付け等」の規制が適用される典型的な場面は、市場外取引や市場内取引（立会外）を通じて3分の1に至らない程度の大量の株券等を取得し、その直後に市場内取引（立会内）を通じて株券等を取得することで、公開買付けによらずに3分の1超の議決権を取得するような場面であったところ、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には、そのような場面においても3分の1ルールによって公開買付けの実施が義務付けられることとなるため、「急速な買付け等」の規制を維持する必要がないとの意見も見られた。一方で、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であっても、第三者割当増資（新株発行）や適用除外買付け等との組み合わせにより、公開買付けによらずに3分の1超の議決権を取得するような場面は想定されるとの意見や、「急速な買付け等」の規制を廃止すると実質的に一体とされる取引の範囲が不明確となり、萎縮効果を生じさせるおそれがあるとの意見も見られ、当ワーキング・グループにおいて、「急速な買付け等」の規制を廃止すべきとの結論には至らなかった。

また、②については、そもそも「急速な買付け等」の規制は、複数の取引を組み合わせることで公開買付けによらずに3分の1超の議決権を取得する取引を規制する目的で導入されたものであるところ、当該目的に照らせば、公開買付けによって3分の1の閾値を超える場合にはこれを適用する必要はないとの意見や、市場内取引（立会内）を通じて買収の足掛かり（toehold）を築いた後に公開買付けを開始するような買収取引が阻害されるべきでないとの意見も見られた。一方で、市場外取引や市場内取引（立会外）を通じて3分の1に至らない程度の大量の株券等を取得した後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との意見も見られ、当ワーキング・グループにおいて、公開買付けによって3分の1の閾値を超える場合には、「急速な買付け等」の規制に抵触しないよう整理すべきとの結論には至らなかった。

なお、現行の「急速な買付け等」の規制は、(A) 3分の1ルール適用対象とならない取引と、(B) 3分の1ルール適用対象となる取引を区分し、3か月以内に(B)の取引により5%超の株券等を取得するとともに、(A)の取引と合計して10%超の株券等を取得することで3分の1超の株券等所有割合に至る場面を規制するものである。現行の「急速な買付け等」の規制においては、市場内取引(立会内)は(A)の取引と位置づけられているところ、今般、市場内取引(立会内)を3分の1ルール適用対象とすることに伴い、市場内取引(立会内)を(B)の取引として整理することが適切である。

3. 強圧性の問題を巡る対応

現行の公開買付制度上、買付け等の後の株券等所有割合が3分の2以上となる場面を除き、部分買付け(上限を付した公開買付け)を実施することが許容されている。一方で、このような部分買付けについては、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場合に、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、公開買付価格等に不満がある場合であっても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)が指摘されている。

また、部分買付けについては、そのような強圧性の問題のほか、支配株主の異動により支配株主と一般株主との利益相反構造が生じ得る(又は変動し得る)にもかかわらず、按分比例の決済となるため全ての応募株式の売却が担保されているものではなく、一般株主に十分な売却機会が与えられないといった問題も指摘されている。

このような指摘や、欧州諸国においては部分買付けが原則禁止され、また、米国においても上場を維持したままの買収が行われることは稀であることを踏まえ、部分買付けについては基本的に禁止又は許容される範囲を制限すべきであるとの意見が多く見られた。一方で、部分買付けを禁止することについては、望ましいM&Aを阻害する効果も伴い得るとの意見や、支配株主と一般株主との利益相反構造の解消に向けた対応のあり方については他の方策も含め検討すべきとの意見も見られた。このため、部分買付けを禁止すべきか否かについては、望ましいM&Aを阻害する効果の検証等を含め、引き続き検討されるべきである。

一方で、上記のような部分買付けが内包する問題に鑑みれば、少なくとも部分買付けを実施する際には公開買付者(及び当該部分買付けに賛同する対象会社)が一般株主の理解を得るよう努めることが望ましく、そのような取組みを促すための方策を検討すべきである。具体的には、部分買付けを実施する公開買付者に対しては、公開買付届出書における開示の規律を強化し、部分買付け後に生じる少数株主との利益相反構造に対する対応策や一般株主から反対があった場合の対応策についての説明責任を果たさせる措置などが考

えられる⁴。

また、全部買付け（上限を付さない公開買付け）についても、事例によっては、強圧性やこれと類似する問題が生じ得るため、そのような問題を解決する観点から、公開買付けの成立後に追加応募期間の設定を義務付ける規制を設けるべきとの指摘がある。

そのような規制については、公開買付けの成立が確定するか否かをもって応募の是非を判断しようとする投資者の利益に資するとの意見も見られた一方、応募判断を先送りにしようとする投資者が多いような場合には公開買付けの成立可能性を著しく低下させることとなるといった意見や、そのような投資者が多いことを予見して公開買付けの下限を設定しない又は低い下限を設定するなど、かえって強圧性の高い公開買付けを誘引するのではないかといった意見も見られた。

もっとも、公開買付者が任意に追加応募期間を設けることを禁止する必要はなく、自ら強圧性の問題を解決するために、追加応募期間を設けることを希望する公開買付者が任意にこれを設けることができるよう制度を整備することが適切と考える。

4. 3分の1ルールの閾値

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、買付け等の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等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、諸外国の公開買付制度を概観すると、公開買付けの実施が義務付けられる閾値を30%としている例が多く、また、我が国上場会社における議決権行使割合⁵を勘案すると、30%の議決権を有していれば、多くの上場会社において株主総会の特別決議を阻止することができ、株主総会の普通決議にも重大な影響を及ぼし得るものと推察される。

公開買付制度の目的が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」を確保する点にあることからすれば、上記のような諸外国の水準や議決権行使割合に鑑み、3分の1ルール⁶の閾値を30%に引き下げることが適当と考えられる⁶。

⁴ このほか、英国においては①Takeover Panelの承認と②独立した株主の過半数の賛成があった場合に限り部分買付けが許容されていることを参考に、一定の株主の反対があった部分買付けについては、株主総会等による株主意思の確認を義務付ける措置を講じることも検討し、具体的な株主意思の確認方法等については意見の一致が見られなかったものの、当該措置に賛同する意見が多く見られた。

⁵ 信託協会のデータに基づき金融庁が作成した資料（当ワーキング・グループ第2回事務局説明資料17頁参照）によれば、支配株主を有しない東京証券取引所上場企業のうち、95～97%の企業の議決権行使割合（ただし、当日行使分を含まない。）が90%未満、半数近くの企業の議決権行使割合（ただし、当日行使分を含まない。）が60%未満であった。

⁶ なお、3分の1ルール⁶の閾値を30%に引き下げることに伴い、全部買付義務の閾値（3分の2）についても議決権行使割合に応じて引き下げられることも考えられる。しかしながら、全部買付義務の閾値は、少数株主を強制的に退出させるために必要な議決権割合が3分の2であること等に注目したものである

5. 金融商品取引業者等による顧客からの買付け等

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。

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、適用対象とならない取引の範囲を明確化すべきとの指摘がある。具体的には、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のうち、特に下記①②のような取引については、5%ルールの適用対象とならないことを明確化すべきとの指摘がある。

① 単元未満株式の買付け等

② 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

上記①②のような取引は、証券会社等が実質的に顧客の売買を仲介するために実施するものと評価することができ、また、基本的には、これを5%ルールの適用対象外としても（勧誘を受ける）株主の利益を害するおそれを生じさせるものではないと考えられる。

このため、5%ルールの趣旨に照らして適切な範囲かつ当該趣旨を潜脱するおそれがない範囲において、上記①②のような取引が5%ルールの適用対象とならないことを明確化すべきである。

6. 公開買付制度の柔軟化・運用体制

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。

例えば英国においては、公開買付制度の監督機関・規制免除等に関する実質的判断機関として、Takeover Panel が設置されており、規則（Takeover Code）の制定権限のみなら

ところ、株券等所有割合が3分の2に満たない者が少数株主を強制的に退出させる局面においては、多くの少数株主が反対の議決権を行使する場面も想定され、必ずしも平時の議決権行使割合が参考となるものではないと考えられる。

ず、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など幅広い権限が付与されているとともに、パネルメンバー・事務局とともに金融機関職員、会社役員、弁護士、会計士等の専門性の高い人員によって構成されている。これに対して、ドイツにおいては、当局（BaFin）が公開買付けの実施義務を免除する権限や公開買付けを禁止する権限を有している。また、フランスにおいては、当局（AMF）が公開買付け届出書類の承認権限、公開買付けに係る計画の修正要請、スクイーズ・アウト時の退出株主への審査といった一般的な監督権限を有するほか、上場会社 M&A における基本原則に違反する当事者の行動があると判断した場合には、個別事案に介入して独自の見解を示すこともある。

我が国においても、公開買付け制度の柔軟化を達成するためには、英国の Takeover Panel に準じた体制（専門性や独立性を備えた体制）を整備していくべきとの意見も見られた一方、直ちにそのような体制を整備していくことは困難であるとの意見や、我が国において同様の体制が適応するかについては慎重な検討を要するとの意見があった。

もっとも、英国の Takeover Panel に準じた体制まで整備されずとも、現行規制を緩和する方向であれば、現行の当局の体制を強化していくことで対応可能と考えられ、これにより一定の柔軟化を図ることは可能である。そこで、当局において引き続き体制の強化に努めていくことを前提に、まずは以下の各規制について、個別事案ごとに当局の承認を得ること等によって、規制が免除される制度を設けるべきである。

- 別途買付けの禁止に関する規制
- 形式的特別関係者に関する規制（一定の資本関係がある場合であっても、一定の場合⁷には形式的特別関係者から除外することを含む）
- 公開買付け期間に関する規制（一定の場合⁸には、60 営業日を超える任意の延長を認め、又は公開買付け届出書の訂正に伴う義務的な延長期間を不要若しくは短縮することを含む）
- 買付け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
- 全部買付け義務・全部勧誘義務に関する規制（一定の場合⁹には、海外預託証券を全部勧誘義務の対象となる株券等の範囲から除外することを含む）

⁷ 例えば、敵対的買収等により会社の意向に反して一定の株式を取得している場合に、当該買収者と当該会社の関係性の実態等を考慮した上で、当該買収者を当該会社の形式特別関係者から除外するような場面等が考えられる。

⁸ 例えば、買収防衛策の差止めに係る裁判が係属している場合に、買収防衛策の内容や当該裁判の状況を考慮した上で、当該裁判が終結するまで 60 営業日を超える任意の延長を認める場面や、競争法上のクリアランスが取得されたことを理由とする公開買付け届出書の訂正があった場合に、当該取得が見込まれていた確度等を考慮した上で、義務的な延長期間を不要とする場面等が考えられる。

⁹ 例えば、海外預託証券について、他国の法規制や、公開買付け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ない場合において、当該預託証券の対象会社株式への転換可能性等を考慮した上で、当該預託証券を全部勧誘義務の対象から除外する場面等が考えられる。

7. 公開買付けの予告

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）。

このような公開買付けの予告については、競争法上のクリアランスを取得する場合など、一定の場合にはその必要性がある一方、市場の安定性という観点からは望ましくない側面もあると指摘されている。

このうち、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については、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がすでに当局において明確化されている。

一方、公開買付けを実際に行う合理的な根拠がある場合であっても、長期間にわたって、公開買付けが開始されないような場合には、市場を不安定にするおそれがあるため、市場の安定性を担保する観点から、まずは当局のガイドライン等をもって公開買付けの予告を行う際の開示のあり方（公開買付けを行うための前提条件や開始予定時期の明示、公表後の進捗状況に関する開示等）を整備すべきである。

8. その他の課題

上記のほか、当ワーキング・グループにおいては、公開買付制度に関する以下の各課題について検討し、いずれの課題についても以下のとおり適切に対応されるべきとの結論を得た。

- ① 公開買付価格の均一性に関する規制に関して、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を得た場合であっても、1つの公開買付けの中で公開買付価格を区分することができず、2回にわたって公開買付けを実施しなければならないという課題について、1つの公開買付けの中でこれらの取引を実施することができるよう制度を整備すること
- ② 公開買付価格の均一性に関する規制に関して、異なる種類の株券等を公開買付けの対象とする場合に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が明確でないという課題について、これらを法令上明確化すること
- ③ 公開買付届出書の事前相談における当局の対応方針が不明確であるという課題について、当局の対応方針を明確化すること
- ④ 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、公開買付価格を引き下げることが許容されていないという課題について、そのような場合には公開買付価格の引下げを可能とすること
- ⑤ 公開買付けの撤回事由が厳格すぎるという課題について、公開買付けの撤回事由を

拡充すること

- ⑥ どのような株式取得が「買付け等」に該当するかについて解釈に委ねられている部分があるところ、その外縁が不明確であり、必ずしも予測可能性が十分に担保されていないという課題について、「買付け等」の範囲を可能な範囲で法令上明確化すること
- ⑦ 公開買付説明書の内容が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いう課題について、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可能とすること
- ⑧ 公開買付届出書においてどのような情報を投資者に対して開示すべきか、改めて検証し、必要に応じ記載事項を見直すこと¹⁰

9. 今後の課題

上記のほか、当ワーキング・グループにおいては、公開買付けに関する事前・事後の救済制度を設けるべきではないかといった点について検討した。

具体的には、公開買付けに関する事前の救済制度として、対象会社やその株主に法令違反又は著しく不公正な方法による公開買付けを差し止める権利を付与する制度の導入を、事後の救済制度として、公開買付制度に違反して取得した株式について議決権を停止する制度や売却命令を賦課する制度の導入を、それぞれ検討した。

これらについては、公開買付制度の実効性を担保し、株主の権利を確保する観点から、導入に賛同する意見も見られた一方で、要件と効果の結びつきに関する問題や、濫用的な制度利用のおそれに関する懸念が指摘されるとともに、英国の Takeover Panel に準じた体制が整備されるのであれば当該機関に判断を委ねることが相当ではないかといった意見も見られた。

以上を踏まえ、当ワーキング・グループにおいて、直ちに事前・事後の救済制度を設けるべきとの結論には至らなかったものの、これらの点については、必要に応じて引き続き検討を重ねていくことが考えられる。

また、現行の公開買付制度上も、公開買付制度の違反については、当局による訂正命令の発出や緊急差止命令の申立てといった手法による是正措置が設けられており、当局においてはこれらの手法を適切に活用していくことが期待される。具体的には、下記「Ⅱ. 大量保有報告制度のあり方について」の「4. 大量保有報告制度の実効性の確保」に記載のように、大量保有報告制度を遵守しないまま公開買付けを開始しようとする事例に対して適切な対応を講じていくことが考えられる。

¹⁰ 例えば、市場内外を含めた急速な買い集めなどが行われる中、大量保有報告書の提出状況は、公開買付けの場面において重要な情報であり、公開買付届出書の記載事項とすることが考えられる。

II. 大量保有報告制度のあり方について

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である。

具体的には、

- 株券等の大量保有者(株券等保有割合が5%超である者をいう。)となった場合には、その日から5営業日以内に大量保有報告書を提出し、また、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には、その日から5営業日以内に変更報告書を提出することを原則としつつ(いわゆる「一般報告制度」)、
- 金融商品取引業者等については、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営業日以内に大量保有報告書・変更報告書を提出すれば足りる旨の緩和措置が講じられ(いわゆる「特例報告制度」)、
- 株券等の保有者は、その株券等保有割合の算出において、共同保有者の株券等保有割合も合算すること

が求められている。

大量保有報告制度に関しては、近時、パッシブ投資の増加や協働エンゲージメント¹¹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といった市場環境の変化に伴い、様々な課題が指摘されているところであり、これらの課題を踏まえた制度のあり方について、以下のとおり、見直しの方向性を検討した。

1. 重要提案行為の範囲

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、その要件として、重要提案行為を行うことを保有の目的としないことが必要とされている。

この重要提案行為の範囲については、2014年のスチュワードシップ・コード策定時に一定の解釈の明確化が図られたものの、いまだ不明確又は広範な規制となっており、企業と投資家との実効的なエンゲージメントの促進のためには、更なる明確化又は限定が必要との指摘がされている¹²。

そもそも重要提案行為は、当該行為の経営に対する影響力に着目し、そのような行為を目的としている場合には特例報告制度によらず一般報告制度により迅速な情報開示を求

¹¹ 他の機関投資家と協働して個別の企業に対して対話を行うこと。

¹² 具体的には、パッシブ投資家をはじめとする大量の銘柄を保有する投資家にとっては、特例報告制度が利用できなくなることを回避するため、重要提案行為に該当しないようにエンゲージメントを行っている実態があり、そのようなエンゲージメントによってスチュワードシップ・コードで求められている深度ある対話を実施することには限界があるとの指摘がされている。

めるものであるところ、現行の重要提案行為の範囲は、専ら提案行為の内容に着目し、一定の内容の提案行為を目的とする場合に一般報告制度による迅速な情報開示を求めている。

この点、役員指名や一定割合以上の議決権の取得などといった企業支配権等に直接関係する行為を目的とする場合については、当該行為それ自体が経営に対して大きな影響を及ぼすものであり、迅速な情報開示を求めるべきといえる。一方、配当方針・資本政策に関する変更などといった企業支配権等に直接関係しない事項の提案行為を目的とする場合については、単に提案行為を行うことのみによって直ちに経営に対して大きな影響が生じるものとは言い難い。

したがって、企業支配権等に直接関係する行為を目的とする場合については、広く重要提案行為に該当する規律としつつ、企業支配権等に直接関係しない提案行為を目的とする場合については、当該提案行為の態様について着目し、その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様¹³による提案行為を行うことを目的とする場合に限り、重要提案行為に該当する規律とすることが適当である。

2. 共同保有者の範囲

現行の大量保有報告制度上、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については、例外なく共同保有者に該当することとされている。

諸外国の制度を概観すると、大量保有報告制度や公開買付制度における共同保有者（特別関係者）と同種の規律が協働エンゲージメントの支障となるおそれがあることを踏まえ、協働エンゲージメントに関するセーフハーバー・ルール等が設けられている。

我が国における上記の共同保有者概念は、（諸外国における同種の規制と異なり）株主としての議決権その他の権利に関する合意がある場合に限り適用されることとされているため、協働エンゲージメントの局面に直ちに適用されるものではないと考えられるが、一方で上記合意に黙示の合意が含まれることとなる結果、機関投資家による協働エンゲージメントに萎縮効果をもたらしているとの指摘がされている¹⁴。

そこで、そのような萎縮効果を低減させるべく、上記の共同保有者概念が経営に対する影響力に着目した規律であることを踏まえ、例えば、機関投資家による協働エンゲージメントに関して、共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的とせず、かつ継続的でない議決権行使に関する合意をしているような場合については、上記の共同保有者概念から

¹³ 例えば、株主提案権の行使、株式の追加取得等を示唆して提案を行う場合が考えられる。

¹⁴ 具体的には、共同保有者に該当することとなった場合、大量保有報告書や変更報告書の提出の要否を判断するため、当該共同保有者との間で頻繁にその保有割合に関する情報を交換する作業が必要となるところ、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とって、そのような作業による負担が過大となるおそれがあるとともに、自らの保有割合を他者に伝達することによるリスクも生じるため、共同保有者に該当することとならないよう十分な配慮を要するとの指摘がされている。

除外することが適当である（なお、大量保有報告制度の実効性の確保という観点から、共同保有者の認定に係る立証の困難性の問題を解決すべく、一定の外形的事実が存在する場合には共同保有者とみなす旨の規定を拡充していくべきことについて、下記「4. 大量保有報告制度の実効性の確保」参照）。

3. デリバティブの取扱い

現行の大量保有報告制度上、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引のロングポジションを保有するのみでは、基本的に大量保有報告制度の適用対象にならないと考えられている。

この点、大量保有報告制度が経営に対する影響力に着目して大量保有者に情報開示を求める制度である点を重視するのであれば、経済的な利益の獲得を目的とし、議決権その他の株主権の移動を伴わない現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引について、情報開示を求める必要性は高くない。

一方で、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引であっても、現物決済型のエクイティ・デリバティブ取引に変更することを前提としている事例や、そのようなポジションを有することをもって発行会社にエンゲージメントを行う事例なども存在し、これらの事例については大量保有報告制度に基づく情報開示を求めるべきとの指摘がある。

上記のような事例は、すでに現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を開始した時点において、潜在的に経営に対する影響力を有しているものと評価することができるとともに、実質的に大量保有報告制度を潜脱する効果を有するものと評価することもできるため、そのようなエクイティ・デリバティブ取引¹⁵については、大量保有報告制度の適用対象とすることが適当である。

4. 大量保有報告制度の実効性の確保

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されている。特に近時は、共同保有者の認定に係る立証の困難性を奇貨として、複数の者が暗黙裡に協調して株券等を取得していることが疑われる事例も見受けられるとの指摘がされている。

大量保有報告書等の提出遅延等が相次いでいる背景としては、大量保有報告制度違反に対する摘発事例が少ないこともその一因となっていると推測され、まずは大量保有報告制度違反に対する当局の対応を強化していくことが重要である。

¹⁵ 例えば、①取引の相手方から株券等を取得することを目的とするもの、②取引の相手方が保有する株券等に係る議決権行使に一定の影響力を及ぼすことを目的とするもの、③これら①②のような地位にあることをもって発行会社に重要提案行為等を行うことを目的とするもの等が考えられる。

その際、全ての大量保有報告制度違反の摘発が現実的でないとしても、故意性が疑われる不提出や著しい提出遅延など市場の公正性を脅かしかねない事例については積極的に対応を講じていくべきである。また、そのような積極的な対応を促進する観点から、共同保有者の認定に係る立証の困難性の問題を解決すべく、一定の外形的事実が存在する場合には共同保有者とみなす旨の規定¹⁶を拡充すべきである¹⁷。

さらに、大量保有報告制度を遵守しないまま公開買付けを開始しようとする事例に対しては、公開買付届出書の事前相談の際に大量保有報告書の提出や訂正を求めるなど、適切な対応を講じていくべきである。また、公開買付届出書の提出後に大量保有報告制度の違反が発覚したような場面に備え、そのような場合には訂正命令等の是正措置を行うことができるような枠組みを整備すべきである¹⁸。

なお、この点について、大量保有報告制度の実効性を確保するためには、欧州諸国の例に倣い、大量保有報告制度に違反した者が保有する株式の議決権を停止する制度を設けることが最も効果的であるとの意見も見られた。そのような制度については、公開買付制度に関する議論（上記「Ⅰ. 公開買付制度のあり方について」の「9. 今後の課題」参照）と同様の課題もあり、当ワーキング・グループにおいて、直ちにそのような制度を設けるべきとの結論には至らなかったものの、この点については、上記のような対応強化による改善状況も踏まえつつ、必要に応じて引き続き検討を重ねていくことが考えられる。

5. その他の課題

上記のほか、当ワーキング・グループにおいては、大量保有報告制度に関する以下の各課題について検討し、いずれの課題についても以下のとおり適切に対応されるべきとの結論を得た。

- ① 株券等保有割合の算出に際して、取得請求権付株式や取得条項付株式の転換後の株式数が勘案されていないという課題について、転換後の株式数も勘案の上、いずれか多いほうを株券等保有割合の算出に用いることとすること
- ② 大量保有報告書等の記載事項である「保有目的」や「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」等について、その記載内容・記載方法が必ずしも明確化されておらず、提出者によって記載ぶりが区々となっているという課題や、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を踏まえ、大量保有報告書等

¹⁶ 現行の大量保有報告制度上、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については共同保有者とみなす旨の規律が設けられている。

¹⁷ 例えば、役員兼任関係や資金提供関係などに着目して検討することが考えられる。

¹⁸ 大量保有報告書の提出状況を公開買付届出書の記載事項とする場合（上記「Ⅰ. 公開買付制度のあり方について」の「7. その他の課題」⑧参照）には、事後的に大量保有報告制度違反が発覚した場合における公開買付届出書の訂正等を通じた対応を行うことも考えられる。なお、現行制度上、訂正命令が発出された場合、公開買付者は、当該訂正命令に係る訂正届出書が提出されるまでの間、公開買付けの応募手続を行うことができないこととされている。

の記載内容・記載方法の明確化及び見直しを行うこと

- ③ 一定の資本関係がある場合には、別個独立に議決権等を行使する方針であったとしても、共同保有者とみなされるという課題について、一定の場合¹⁹には当局の承認を得ること等によって共同保有者から除外される制度とすること

¹⁹ 例えば、資産運用会社とその親会社である金融持株会社（及びその子会社）について、これらの者が別個独立に議決権行使等に関する判断を行う体制が整備されているか否か等を考慮した上で、これらの者を共同保有者から除外するような場面等が考えられる。

Ⅲ. 実質株主の透明性について

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、発行会社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（以下「実質株主」という。）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、発行会社や他の株主がこれを把握する制度が存在しない。

このため、企業と株主・投資家の対話を促進する観点から、実質株主とその持株数について、発行会社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されるべきとの指摘がされている²⁰。

諸外国の制度を概観すると、主として

- 米国のように、一定の運用資産を有する機関投資家に対して、定期的にその保有明細の公衆開示を求める制度や
- 欧州諸国のように、発行会社が実質株主や名義株主に対してその保有状況や実質株主に関する情報について質問した場合に、その質問に対する回答を義務づける制度が存在する。

このうち米国の制度については、発行会社や他の株主のみならず、あらゆる者が機関投資家の保有明細を閲覧することを可能とするものであるため、市場の透明性向上に資する制度であると考えられるものの、企業と株主・投資家の対話を促進するという目的に照らすと過剰な規制であるとの意見や、制度の設計次第では企業にとって必要な情報が開示されない場合があるとの意見が見られた。

これに対して、欧州諸国の制度は、発行会社に対して実質株主の保有状況を伝達するものであり、企業と株主・投資家の対話を促進するという目的により適うものといえる²¹。

このため、今後、関係者においては、欧州諸国の制度を参考に適切な制度整備等に向けた取組みを進めるべきである。具体的には、まずは早急に、機関投資家の行動原則としてその保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示することを、またその後、そのような回答を法制度上義務づけることを、それぞれ検討すべきである²²。

併せて、こうした実質株主の把握プロセスを効率的にするための制度・運用のあり方についても検討されることが期待される。

²⁰ 近時、企業と投資家の建設的な対話の重要性が急速に高まっていることや、大量保有報告制度の実効性について課題が存在すること（上記「Ⅱ. 大量保有報告制度のあり方について」の「4. 大量保有報告制度の実効性の確保」）等に鑑みれば、発行会社や他の株主が実質株主とその持株数を把握するための制度が存在しないことは、我が国の資本市場における喫緊の課題であるとの意見も見られた。

²¹ 他方、市場の透明性向上の重要性に鑑み、米国の制度を参考にした制度の導入についても引き続き検討すべきとの意見も見られた。

²² その際、企業が得た実質株主に係る情報の有価証券報告書等を通じた開示のあり方について検討すべきとの意見も見られた。

おわりに

以上が、2023年6月以降、当ワーキング・グループにおいて行ってきた審議の内容を取りまとめ、整理したものである。今後、関係者において、本整理の内容を踏まえ、公開買付制度・大量保有報告制度については、金融商品取引法の改正案を速やかに検討するとともに、その後必要となる政府令を整備するほか、実質株主の透明性については、関係者間で協議の上、連携して制度導入に向けた必要な対応を速やかに検討することが期待される。