

Client Alert

26 April 2024

本アラートに関する
お問い合わせ先:



稲葉 正泰
パートナー
03 6271 9509
masahiro.inaba@bakermckenzie.com



塚原 和明
アソシエイト
03 6271 9501
kazuaki.tsukahara@bakermckenzie.com



大橋 真葵子
アソシエイト
03 6271 9504
makiko.ohashi@bakermckenzie.com

公開買付制度及び大量保有報告制度の改正を含む 金融商品取引法の一部を改正する法律案の提出

1. はじめに

2024年3月15日、公開買付制度及び大量保有報告制度の改正を含む金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案（以下、「**本改正法案**」）が国会に提出された¹。

2023年3月2日の金融審議会総会における諮問を受けて2023年6月5日に設置された「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」は、全6回にわたる審議（以下、「**本WG審議**」）の結果を踏まえて、2023年12月25日に、公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告（以下、「**本WG報告**」）を公表している²。

本改正法案には、本WG報告における提言を踏まえた公開買付制度及び大量保有報告制度の改正も含まれていることから、これらの制度の改正に関する現行制度からの変更点として特に重要なものについて本アラートにて取り上げる。

なお、本改正法案が第213回国会において可決・成立すれば、公開買付制度関連の改正については、原則として公布から起算して2年以内の政令指定日からの施行が予定されている。

2. 市場内取引（立会内）における公開買付制度の適用

概要

(i) 30%ルールが市場内取引（立会内）に適用

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%超となる場合や、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超となる場合に公開買付けの実施を義務付けている（前者をいわゆる「**5%ルール**」、後者をいわゆる「**3分の1ルール**」）。他方で、市場内取引（立会内）については、一定の透明性・公正性が担保されていることに鑑み、原則として5%ルール及び3分の1ルールの適用対象とはされていない。

もっとも、近年、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³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が指摘されており、本WG報告において、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ルールの適用対象とすべきとの提言がなされていた。

¹ <https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/01/houritsuanriyuu.pdf>

² 弊所 [Corporate & Tax Global Update Vol. 90\(2024年1月号\)](#) 参照

³ 東京高決令和3年11月9日金融・商事判例1641号10頁(東京機械製作所事件)



本改正法案では、3分の1ルールを「取引所金融商品市場外における株券等の買付け等」に限定する文言が削除され⁴、市場内取引（立会内）についても3分の1ルール（本改正法案では、「30%ルール」）の適用対象とされており、本WG報告における提言に沿った改正内容となっている。

(ii) 閾値間取引の取扱い

現行の公開買付制度上、著しく少数の者からの買付け等（60日間に10名以内の者からの買付け等）に関し、いわゆる閾値間取引として、株券等所有割合が過半数～3分の2の間の取引について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を可能とする適用除外が設けられている⁵一方で、3分の1から50%の間の取引についてはそのような適用除外が設けられていない。本WG報告では、法改正により市場内取引にも30%ルールを適用するとした場合の閾値間取引の取扱いについて、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との提言がなされたが⁶、具体的な改正内容についての言及はなされていなかった。

本改正法案では、「買付け等を行う株券等の数又は買付け等の価格の総額が著しく少ない場合として政令で定める場合に該当し、かつ、当該株券等の買付け等の後におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合が政令で定める割合以上とならないもの」については適用除外とする旨が定められている。

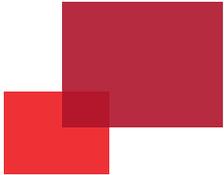
関連する主要な条文

現行法	改正法案
金融商品取引法第27条の2第1項第1号 取引所金融商品市場外における株券等の買付け等（取引所金融商品市場における有価証券の売買等に準ずるものとして政令で定める取引による株券等の買付け等及び著しく少数の者から買付け等を行うものとして政令で定める場合における株券等の買付け等を除く。）の後におけるその者の所有（これに準ずるものとして政令で定める場合を含む。以下この節において同じ。）	金融商品取引法第27条の2第1項第1号全体を以下のように変更 株券等の買付け等の後におけるその者の所有（これに準ずるものとして政令で定める場合を含む。以下この節において同じ。）に係る株券等の株券等所有割合（その者に特別関係者（第七項第一号に掲げる者については、内閣府令で定める者を除く。）がある場合にあっては、その株券等所有割合を加算したもの。以下この項において同じ。）が百分の三十を超えることとなる場合又は株券等の買付け等の前におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割

⁴ なお、本改正法案において、取引所金融商品市場外における株券等の買付け等に適用される30%ルール（改正前の3分の1ルール）は金融商品取引法第27条の2第1項第2号から第1号に移動しており（2.（2）関連する主要な条文参照）、また、ToSTNeT等を対象としていた3分の1ルールに関する規定である金融商品取引法第27条の2第1項第3号は削除されている。当該削除は、市場内取引（立会内）が30%ルールの適用対象となることにより、第1号の30%ルールが市場内か市場外かを問わずに広く「株券等の買付け等」を対象としたため、第3号の存在意義がなくなるためと考えられる。

⁵ 金融商品取引法第27条の2第1項柱書ただし書、金融商品取引法施行令第6条の2第1項第4号

⁶ 本WG審議では、株券等所有割合の30%～50%の間の取引については、現行法上の市場外取引と同様に適用除外を認めるべきでないという意見が多く見られた一方で、欧州の法制度で見られるような12か月間の1%未満の取得を適用除外にする等、一定の要件の下で除外事由を認めても良いのではないかという意見も見られた。他方で、過半数～3分の2については、現行法上の市場外取引と同様に適用除外にすべきという意見でほぼ一致していた。

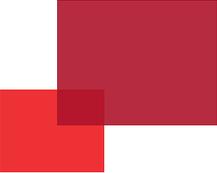


<p>に係る株券等の株券等所有割合（その者に特別関係者（第七項第一号に掲げる者については、内閣府令で定める者を除く。）がある場合にあつては、その株券等所有割合を加算したもの。以下この項において同じ。）が百分の五を超える場合における当該株券等の買付け等</p>	<p>合が既に百分の三十を超えている場合における当該株券等の買付け等（株券等の買付け等の前におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合が既に百分の三十を超えている場合における株券等の買付け等のうち、買付け等を行う株券等の数又は買付け等の価格の総額が著しく少ない場合として政令で定める場合に該当し、かつ、当該株券等の買付け等の後におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合が政令で定める割合以上とならないもの（次号に規定する特定市場外買付け等に該当しないものに限る。）を除く。）</p>
<p>金融商品取引法第 27 条の 2 第 1 項第 2 号 取引所金融商品市場外における株券等の買付け等（取引所金融商品市場における有価証券の売買等に準ずるものとして政令で定める取引による株券等の買付け等を除く。第四号において同じ。）であつて著しく少数の者から株券等の買付け等を行うものとして政令で定める場合における株券等の買付け等の後におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合が三分の一を超える場合における当該株券等の買付け等</p>	<p>金融商品取引法第 27 条の 2 第 1 項第 2 号全体を以下のように変更 特定市場外買付け等（取引所金融商品市場外における株券等の買付け等（取引所金融商品市場における有価証券の売買等に準ずるものとして政令で定める取引による株券等の買付け等及び著しく少数の者から買付け等を行うものとして政令で定める場合における株券等の買付け等を除く。）をいう。以下この号において同じ。）の後におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合が百分の五を超えることとなる場合又は特定市場外買付け等の前におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合が既に百分の五を超えている場合であつて、当該特定市場外買付け等の後におけるその者の所有に係る株券等の株券等所有割合が百分の三十以下となる場合における当該特定市場外買付け等</p>

実務への影響及び今後の改正に委ねられる点

これまで、急速な買付け等や他者の公開買付期間中における買付け等⁷の例外的な場合を除き、公開買付けの対象とされていなかった市場内取引（立会内）についても、株券等所有割合が 30%超となる株券等の買付け等について、原則として公開買付けの実施が強制されることになるため、公開買付け前に市場内取引（立会内）で株式を一定程度買い集める場合等において留意が必要である。

⁷ 本改正法案において、株券等所有割合が 3 分の 1 を超える者が他者の公開買付期間中に 5%超の株券等の買付け等を行う際には公開買付けによらなければならない旨を定める金融商品取引法第 27 条の 2 第 1 項第 5 号は削除されている。当該削除は、市場内取引（立会内）が 30%ルール⁷の適用対象となることにより、第 1 号の 30%ルールが市場内か市場外かを問わずに広く「株券等の買付け等」を対象としたため、第 5 号の存在意義がなくなるためと考えられる。



市場内取引（立会内）における株券等所有割合が30%超となる株券等の買付け等について公開買付けによることを望まない場合には、前記の閾値間の取引の適用を検討することとなるが、適用除外の要件である「買付け等を行う株券等の数又は買付け等の価格の総額」及び適用除外を受けるための閾値の上限については、今後政令において定められることとなっており、改正内容が注目される。

また、現行の公開買付制度上、市場外取引を通じた買付け等のみが適用除外となっている株券等所有割合が過半数～3分の2の間の閾値間取引に関しても、市場内取引（立会内）について3分の1ルールが適用されることに伴い、市場内取引（立会内）も適用除外の対象となる改正がなされることが考えられる。

3. 3分の1ルールの引下げ

概要

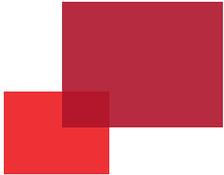
現行の公開買付制度においては、3分の1という数値が、株主総会の特別決議を阻止できる割合であること等に鑑み、買付け等の後の株券等所有割合が3分の1を超えるような場合には、著しく少数の者からの買付け等（60日間に10名以内の者からの買付け等）であっても公開買付けによることが義務付けられている。他方、諸外国の公開買付制度を概観すると、公開買付けの実施が義務付けられる閾値を30%としている例が多く、また、日本の上場会社における議決権行使割合⁸を勘案しても、30%の議決権を有していれば、多くの上場会社において株主総会の特別決議を阻止することができ、株主総会の普通決議にも重大な影響を及ぼし得るものと推察されるとの指摘が本WG報告においてなされていた。

本改正法案では、諸外国の水準や議決権行使割合に鑑み、3分の1ルールの閾値を30%に引き下げることが適当であるとした本WG報告の結論を踏襲し、3分の1ルールの閾値を30%に引き下げている（関連する主要な条文について2.2.の改正法案の金融商品取引法第27条の2第1項第1号参照）。

実務への影響

これまで公開買付けの対象とされていなかった株券等所有割合が30%超となる買付け等についても、原則として、市場内外を問わず、公開買付けの実施が強制されることとなるため、投資家や各企業はこれに応じた対応が必要となる。

⁸ 信託協会のデータに基づき金融庁が作成した資料（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（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（当日行使分を含まない。）が60%未満であるとのことである。



4. 急速買付規制の廃止

概要

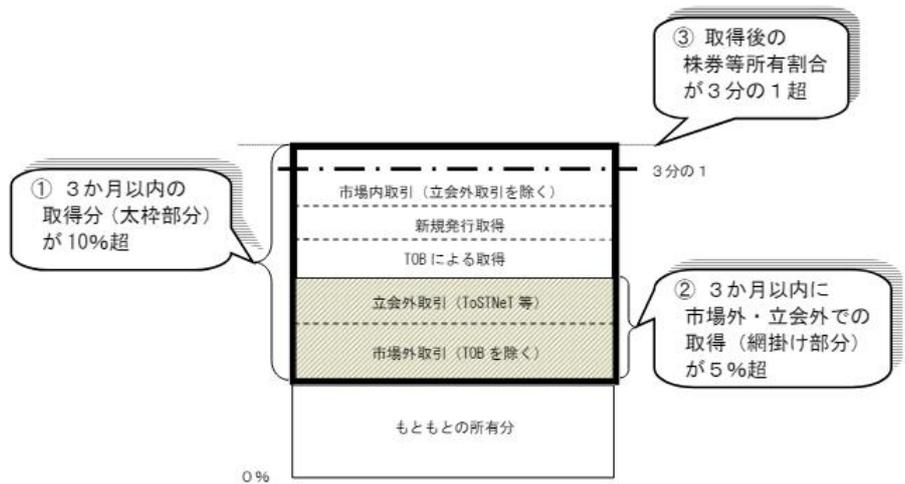
現行の公開買付制度上、

- ① 3か月以内に、株券等の総数の10%超の株券等の取得（株券等の買付け等又は新規発行取得による取得を含む。）を行い、
- ② ①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（公開買付けを除く。）又は立会外取引によるものである場合であって、
- ③ 取得の後に株券等所有割合が3分の1超となる場合、

当該取得に含まれる買付け等については、公開買付けによらなければならないとされている（下記図⁹参照）（いわゆる急速買付規制）。

典型的には、株券等の総数の3分の1に至る直前まで市場外で買い付け、その後、市場内での買い付け又は新株の第三者割当を引き受けるといった一連の取引により、公開買付けを実施しないまま3分の1超の株券等を所有するに至ること（3分の1ルールを潜脱すること）を防止するために導入された制度である。市場内取引（立会内）が新たに3分の1ルール（本改正法案では30%ルール）の適用対象とされており、市場外取引と市場内取引の組み合わせによる3分の1ルール潜脱のおそれなくなることから、本WG審議において急速買付規制を廃止すべきとの意見も出されたが、本WG報告では、同規制を廃止すべきとの結論には至っていなかった。

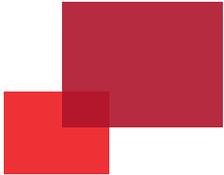
もっとも、本改正法案では、急速買付規制について定める金融商品取引法第27条の2第1項第4号全体が削除され、急速買付規制は廃止されることとなっている。



実務への影響

現行の公開買付制度上、市場外取引（公開買付けを除く）又は立会外取引で株券等所有割合の5%超を取得し、その3か月以内に新規発行取得又は公開買付けにより株券等所有割合を5%超取得に係る取引と合計して10%超増加させ、株券等所有割合が3分の1（本改正法案では30%）を超えることとなる場合、公開買付け規制に抵触する。特に、大株主から市場外取引で5%超の株式を取得した後に、公開買付けを実施して3分の1超を取得する場合にも急速買付規

⁹ 金融庁企画市場局「株券等の公開買付けに関するQ&A」より引用



制に抵触し、当該 5%超の取得のための市場外取引は公開買付けによるべきとされていた（その結果、市場外取引での 5%超取得の後 3 か月以内に合計 3 分の 1 超を取得することができなかった）が、本改正法案が成立すれば、上記市場外取引での 5%超の株式取得は、かかる規制に抵触しないものと考えられる¹⁰。

5. 公開買付説明書の簡素化

概要

現行の公開買付制度上、公開買付者は、公開買付けに応募しようとする株主等に対し、公開買付説明書を交付しなければならない。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が本 WG 報告で指摘されていた。

本改正法案の下では、公開買付説明書に①公開買付届出書を参照すべき旨及び②投資者が当該公開買付届出書に記載された事項を閲覧するために必要な事項として内閣府令で定める事項を記載した場合には、参照先となる公開買付届出書に記載した事項（公開買付開始公告に記載すべき事項を除く）について、公開買付説明書に記載したものとみなされることとなる。

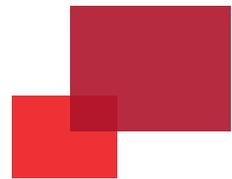
また、現行の公開買付制度上、公開買付者は、公開買付届出書の訂正届出書を提出した場合には、直ちに、公開買付説明書を訂正し、かつ、既に公開買付説明書を交付している者に対して、訂正した公開買付説明書を交付しなければならないとされている。

本改正法案の下では、公開買付届出書の訂正届出書の提出に伴う公開買付説明書の訂正事項分についても、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める場合に該当する場合には、訂正事項分の交付が不要とされる。

関連する主要な条文

現行法	改正法案
該当する規定なし	<p>金融商品取引法第 27 条の 9 第 2 項を以下のとおり新設</p> <p>公開買付者が、前項の規定に基づき公開買付説明書に記載すべき事項のうち、公開買付届出書に記載された事項（公開買付開始公告に記載すべき事項を除く。以下この項において同じ。）について、公開買付届出書を参照すべき旨及び投資者が当該公開買付届出書に記載された事項を閲覧するために必要な事項として内閣府令で定める事項を公開買付説明書に記載した場合には、公開買付説明書に当該公開買付届</p>

¹⁰ 現行の公開買付制度上、市場外取引で 5%超の株式を取得した後 3 か月以内に新規発行取得により 3 分の 1 超を取得する場合にも急速買付規制に抵触することとされていたが、本改正法案が成立すれば、同様にかかる規制に抵触しないものと考えられる。



	出書に記載された事項の記載をしたものとみなす。
金融商品取引法第 27 条の 9 第 3 項 公開買付者は、前条第一項から第四項までの規定により訂正届出書を提出した場合には、直ちに、内閣府令で定めるところにより、公開買付説明書を訂正し、かつ、既に公開買付説明書を交付している者に対して、訂正した公開買付説明書を交付しなければならない。	金融商品取引法第 27 条の 9 第 4 項として下線部分を追加 公開買付者は、前条第一項から第四項までの規定により訂正届出書を提出した場合には、 <u>投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める場合を除き</u> 、直ちに、内閣府令で定めるところにより、公開買付説明書を訂正し、かつ、既に公開買付説明書を交付している者に対して、訂正した公開買付説明書を交付しなければならない。

実務への影響及び今後の改正に委ねられる点

公開買付説明書の記載事項の省略が認められるための手続や、訂正事項分の交付が不要とされる場合の詳細は、今後の内閣府令の改正で明らかになると考えられるが、本改正法案及び関連する内閣府令の改正によって公開買付説明書の作成、交付及び訂正に関する事務負担の軽減が期待される。

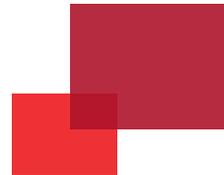
6. 大量保有報告制度の共同保有者の対象範囲の見直し

概要

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とされているところ、かかる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なされていた。そこで、本 WG 報告では、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除外することが適当である旨提言がなされた。

本改正法案においては、株券等の保有者が、当該株券等の発行者が発行する株券等の他の保有者と共同して当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、又は当該発行者の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場合であっても、以下の要件の全てに該当する場合には共同保有者に該当しないことを定めている（本改正法案の金融商品取引法第 27 条の 23 第 5 項）。

1. 当該保有者及び他の保有者が金融商品取引業者（第一種金融商品取引業を行う者又は投資運用業を行う者に限る。）、銀行その他の内閣府令で定める者であること。
2. 共同して金融商品取引法第 27 条の 26 第 1 項に規定する重要提案行為等を行うことを合意の目的としないこと。
3. 共同して当該発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することの合意（個別の権利の行使ごとの合意として政令で定めるものに限る。）であること。



実務への影響及び今後の改正に委ねられる点

基本的には、本 WG 報告において提言されていた内容が本改正法案において共同保有者に該当しない場合の例外として定められており、機関投資家による協働エンゲージメントの促進につながることを期待される。また、共同保有者に該当することとなる個別の権利の行使ごとの合意（本改正法案の金融商品取引法第 27 条の 23 第 5 項第 3 号）に該当する場合については、今後の政令の改正で具体的に定められることとなると考えられる。

7. 大量保有報告制度の現金決済型エクイティ・デリバティブ取引の取扱い

概要

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が、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等において、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なされていた。そこで、本 WG 報告では、一定の現金決済型エクイティ・デリバティブ取引について、大量保有報告制度の対象とすべきことが提言された。

これを受けて、本改正法案では、大量保有報告制度上、「株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有する者（前二号に該当する者を除く。）であつて、当該デリバティブ取引の相手方から当該株券等を取得する目的その他の政令で定める目的を有する者」は、当該株券等の保有者とみなされることを定めている（本改正法案の金融商品取引法第 27 条の 23 第 3 項第 3 号）。

実務への影響及び今後の改正に委ねられる点

本 WG 報告においては、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①及び②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を、大量保有報告制度の対象となるべき現金決済型エクイティ・デリバティブ取引における取得者の「目的」として定めることが考えられるとされていたが、本改正法案においては、①のみが明示的に定められており、②及び③その他の事由が対象となるかは今後の政令の改正で明らかになると考えられる。また、この場合の株券等の数を算出する方法については、内閣府令に委ねられており、今後内閣府令において具体的に定められると考えられる。

以上