

CORPORATE NEWSLETTER

2024年2月号 (Vol.42)

—M&A—

金融庁金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等
ワーキング・グループ」報告について

- I. はじめに
- II. 公開買付制度のあり方について
- III. 大量保有報告制度のあり方について
- IV. 実質株主の透明性について
- V. おわりに

森・濱田松本法律事務所
弁護士 保坂 泰貴
TEL. 03 5223 7720
yasutaka.hosaka@mhm-global.com
弁護士 芳川 雄磨
TEL. 03 6266 8564
yuma.yoshikawa@mhm-global.com
弁護士 江角 航介
TEL. 03 5293 4900
kosuke.esumi@mhm-global.com

I. はじめに

2023年3月2日、金融庁の金融審議会総会において、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について諮問がなされ、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」（以下「本WG」といいます。）が設置されました。本WGでは、2023年6月から全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が行われ、その検討結果のとりまとめとして、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「本報告」といいます。）が公表されました。

本ニュースレターでは、本WGにおける議論や関連する動向にも触れながら、本報告の概要について解説します。

II. 公開買付制度のあり方について

<主な提言>

- ✓ 資本市場の透明性・公正性を確保するため、**市場内取引を通じて企業支配権に重大な影響を与える場合にも、公開買付けの実施を義務付けるべき**
- ✓ 買付予定数に**上限を設定した公開買付けを実施する場合**、公開買付け後の少数株主との利益相反構造に対する対応等について**説明責任を果たさせるべき**
- ✓ 企業支配権に重大な影響を与えるか否かの閾値を、議決権行使割合や諸外国の水準を踏まえ、**「議決権の3分の1」から「議決権の30%」に引き下げるべき**
- ✓ 実態に即しない画一的な運用を避けるため、**個別事案ごとに例外的な取扱いを許容する制度を設けるとともに、それを可能とするために当局の体制を強化すべき**

CORPORATE NEWSLETTER

1. 総論

(1) 概要

公開買付制度に関して、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ます。本報告では、これらの課題を踏まえた制度のあり方について、2.以下で言及するとおり、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が提言されています。

他方、本 WG では時間を割いて議論がなされたものの、例えば下表のとおり、本報告においては結論が見送られ、今後の検討課題とされている重要な論点も見られるところです。

今後の検討課題等とされた主な事項

- **部分買付けの禁止**
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
- **第三者割当(新株発行)の取扱い**
公開買付けの実施を義務付けるべきとの結論には至らず
- **英国の Takeover Panel に準じた体制の整備**
現行の当局の体制を強化していくことで対応可能
- **事前・事後の救済制度**
公開買付けを差し止める権利を付与する制度(事前救済)や、議決権を停止する制度・売却命令を賦課する制度(事後救済)を設けるべきとの結論には至らず

(2) 欧州型の規制への移行の是非

欧州諸国では、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、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、最低価格規制などが採用されています。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、特に一般株主の保護に手厚いなど、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、本 WG では、総論的に、日本の公開買付制度が、欧州型の規制に移行することの是非について議論がなされました。

もっとも、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が必要との意見や、関連制度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ことを踏まえ、直ちに欧州型の規制に移行すべきとの結論には至りませんでした。本報告では、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、各検討課題について個別に検討するとの方向性が示されてい

CORPORATE NEWSLETTER

ます¹。

2. 市場内取引の取扱い

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との考え方にに基づき、原則として強制公開買付規制（いわゆる「5%ルール」及び「3分の1ルール」）²の適用対象となっておりません。しかしながら、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³も見受けられ、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などの問題が指摘されています。この点、昨年策定された、経済産業省「企業買収における行動指針」（2023年8月31日公表）においても、市場内取引に関する同様の問題意識から、一定の提言がなされているところです⁴。

そこで、本報告においては、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とされており、市場内取引（立会内）は、こ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とされています。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ルールの適用対象とすべきとされています。

このような提言を踏まえ、今後、金融商品取引法その他の関連法令において、市場内取引を強制公開買付規制の適用対象とする改正が行われる可能性が高いと考えられます⁵。

¹ 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「5. 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とされています。

² 公開買付規制は、主に①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（「5%ルール」）、及び②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（「3分の1ルール」）に、公開買付けの実施を義務付けています（金商法27条の2第1項1号・2号）。

³ 東京機械製作所事件（最決令和3年11月18日）参照。

⁴ 同指針は、市場内買付けに関連して、短期間のうちに経営支配権を取得するような場面において適切な情報提供を行うことの提言や、強圧性の問題の整理、買収への対応方針・対抗措置の要件における考え方の整理などを示しています。

⁵ また、関連して、「急速な買付け等」の規制や閾値間の取引の取扱いについても一定の整理がなされることが予想されます。すなわち、本報告は、「急速な買付け等」の規制について、「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3分の1ルールの適用対象とならない取引と位置付けられているところ、市場内取引（立会内）を3分の1ルールの適用対象とすることに伴い、市場内取引（立会内）を3分の1ルールの適用対象となる取引の取引として整理することが適切である」と提言しています。また、本報告では、閾値間の取引の取扱いについて、「既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や、既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（閾値間の取引）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である」とされています。

CORPORATE NEWSLETTER

3. 強圧性の問題を巡る対応

(1) 部分買付けの取扱い

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ます。一方で、このような部分買付けについては、いわゆる「強圧性」の問題⁶や、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が指摘されているところです。また、欧州諸国においては部分買付けが原則禁止されており、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と指摘されています。

上記のような部分買付けが内包する問題に鑑みて、本報告においては、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とされています。具体的には、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とされています。今後、関連する府令の見直し等が行われ、部分買付けの場合にはより充実した開示が求められる可能性があると考えられます。

他方で、そもそも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とされており、今後の検討課題となっています。

(2) 追加応募期間

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、本WGでは、英国の制度も参考に、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かについても検討がなされました。他方で、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等も見られたことから、追加応募期間の設定を義務付けるべきとの結論には至りませんでした。

もっとも、本報告では、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、任意に追加応募期間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られるとされています。

⁶ 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をいいます。

CORPORATE NEWSLETTER

上記のほか、本 WG においては、強圧性の問題への対応として、英国の制度も参考に、一定の株主の反対があった部分買付けについて、株主総会等による株主意思の確認を義務付ける（応募するか否かの意思表示と賛否の意思表示を区分する）措置を講じることについても議論がなされ、例えば対象会社の 10%以上の株主が要請した場合には株主総会決議を必要とすべきという意見など、賛同する意見も多く見られました。もっとも、本報告は、このような措置について具体的な提言をするに至っておらず、今後の検討課題とされたものと考えられます。

4. 3分の1ルールの閾値

上記のとおり、現行の公開買付制度は、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ます。

他方、諸外国の公開買付制度では、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（英国、ドイツ、フランスなど）が多く、また、日本の上場会社における議決権行使割合⁷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ところです。

本報告においては、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ルールの閾値を 30%に引き下げることが適当と考えられるとされています。

このような提言を踏まえ、今後、金融商品取引法その他の関連法令において、3分の1ルールの閾値を 30%とする改正が行われる可能性が高いと考えられます。

5. 公開買付制度の柔軟化・運用体制

現行の公開買付制度では、公開買付けの条件等の各種規制について、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ません。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、本 WG では、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かについて議論がなされました。

この点、例えば英国において、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 が設置されているなど、諸外国においては、公開

⁷ 例えば、東証上場企業の 2022 年総会における議決権行使比率は、平均値で 57.1%、中央値で 61.3%となっています（本 WG 第 2 回事務局説明資料 17 頁参照）。

CORPORATE NEWSLETTER

買付制度の柔軟な運用を実現するための体制が存在します⁸。こうしたことも踏まえ、本 WG では、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ました。もっとも、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もあったことから、本報告においては、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とされています。

その上で、本報告は、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と提言しています。

- ✓ 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
- ✓ 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・全部勧誘義務に関する規制

6. その他

(1) 公開買付けの予告

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ことが指摘されており、上記の「企業買収における行動指針」においても、同様の問題意識から一定の提言がなされていたところです⁹。

本報告では、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とされています。

(2) 第三者割当（新株発行）の取扱い

本 WG においては、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おける公開買付けの実施の義務付けについても検討がなされま

⁸ 英国以外にも、例えばドイツでは、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おり、フランスでは、当局（AMF）が公開買付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ります。

⁹ 同指針では、公開買付けの実施を予告する場合には、公開買付けを実際に行う合理的な根拠を有した上で、市場の判断に資する具体的な情報を開示することが望ましく、また、合理的な期間内に公開買付けを開始することができない場合には、市場の安定という観点から、原則として予告を取り下げることを望ましいと提言しています。

CORPORATE NEWSLETTER

したが、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、公開買付けの実施を義務付けるべきとの結論には至りませんでした。

（3）事前・事後の救済制度

本 WG では、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、公開買付けに関する事前の救済制度（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）及び事後の救済制度（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）についても検討がなされました。

もっとも、濫用的な制度利用のおそれや、英国の Takeover Panel に準じた体制に判断を委ねることが相当ではないかといった指摘から、こうした制度を直ちに設けるべきとの結論には至らず、本報告では、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とされています。

（4）その他の論点

上記のほか、本報告においては、公開買付制度に関する以下の課題についても提言がなされており、制度や運用等の見直しが予想されるようです。

項目	提言の概要
金融商品取引業者等による顧客からの買付け等	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、一定の取引については、5%ルール適用対象とならないことを明確化する
公開買付価格の均一性	1つの公開買付けの中で公開買付価格を区分する取引を実施することができるよう制度を整備する 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を法令上明確化する
公開買付届出書の事前相談方針	公開買付届出書の事前相談における当局の対応方針を明確化する
買付条件の変更	公開買付期間中に対象会社が配当を実施した場合に公開買付価格の引下げを可能とする
買付条件の撤回	公開買付けの撤回事由を拡充する
「買付け等」の範囲	どのような株式取得が「買付け等」に該当するかについて可能な範囲で法令上明確化する
公開買付説明書の内容	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

CORPORATE NEWSLETTER

項目	提言の概要
公開買付届出書の記載事項	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（例：大量保有報告書の提出状況を記載事項とする等）

Ⅲ. 大量保有報告制度のあり方について

＜主な提言＞

- ✓ パッシブ投資家が企業と深度ある対話を実施できるよう、企業支配権等に直接関係しない行為を目的とする提案行為を、企業経営陣に採否を委ねるという態様で行う場合には、報告書の提出頻度を緩和する特例を受けられるよう明確化すべき
- ✓ 協働エンゲージメントを促進する観点から、複数の機関投資家が一定の合意を行わない限り、「共同保有者」として保有割合を合算する必要がないこととすべき
- ✓ 現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引について、潜在的に経営に対する影響力を有するものや潜脱する効果を有するものを規制の対象とすべき
- ✓ 大量保有報告制度の実効性を確保すべく、制度違反に対する当局の対応を強化すべき

1. 総論

大量保有報告制度に関して、近時、パッシブ投資の増加や協働エンゲージメント（他の機関投資家と共同して個別の企業に対して対話を行うこと）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ます。本報告では、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、見直しの方向性が提言されています。

2. 重要提案行為の範囲

大量保有報告制度上、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、一定の要件を基に、大量保有報告書及びその後の変更報告書の提出頻度や期限等を緩和する制度が存在します（特例報告制度）¹⁰。そして、金融商品取引業者等がこのような特例報告制度を利用するためには、「重要提案行為」を行うことを保有の目的としないことが要件の一つとされています。

この「重要提案行為」の範囲については、スチュワードシップ・コード策定時に、金融庁「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

¹⁰ 具体的には、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を要件として、事前に届け出た月2回の基準日において、大量保有報告書や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こととされています（金商法27条の26）。

CORPORATE NEWSLETTER

の整理」(2014年2月26日公表)によって解釈の明確化が図られており、実務において一定の解釈指針となっているものの、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ではないかとの指摘がされているところ¹¹。

本報告においては、そもそも「重要提案行為」の要件が、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めるものであるという趣旨に鑑み、経営に対する影響力に着目した整理が示されています。すなわち、(i) 役員の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、広く重要提案行為に該当する規律とする一方で、(ii) 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による提案行為¹²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とされています。

今後、上記のような整理を行うため、政令の改正や金融庁の解釈指針の見直し等によって更なる明確化が行われる可能性があると考えられます。

なお、本WGにおいては、重要提案行為の範囲を考えるにあたり、外為法の事前届出免除制度の上乗せ基準¹³が参考になるとの意見も出されました。もっとも、制度趣旨が異なる外為法の概念を引用する適切性や制度の潜脱の可能性も指摘されたことから、本報告においては言及されるに至っておりません。

3. 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」に該当し、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こととされています¹⁴。この「共同保有者」の範囲についても、上記の「日本版ステュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」において明確化が図られてお

¹¹ 例えば、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といった指摘や、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といった指摘などがあります(本WG第4回事務局説明資料5頁参照)。

¹² 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ます。

¹³ 外為法上、一定の事業を行う上場会社等の1%以上の株式等を取得する場合、原則として事前届出が必要となりますが、一定の基準を遵守した場合には、事前届出が免除されます(外為法27条の2)。当該上場会社等の事業がコア業種に該当する場合、一般の免除基準に加え、上乗せ基準も遵守する必要があり、具体的には、①コア業種に関する事業に関し、取締役会又は重要な意思決定権限を有する委員会に自ら参加しない、又は②コア業種に属する事業に関し、取締役会等に期限を付して回答・行動を求めて書面で提案を行わないものとされ、一定の外形的事実をもって対象行為の範囲を画していることが特徴的です(直投令3条の2第2項3号口、基準告示2条4号)。

¹⁴ 具体的には、①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、③一定の資本関係、親族関係その他特別の関係がある者、のいずれかに該当する者が共同保有者とされています(金融商品取引法27条の23第5項、6項)。

CORPORATE NEWSLETTER

り、実務において一定の解釈指針となっておりますが、上記の合意には黙示の合意も含まれるとされている結果、機関投資家による協働エンゲージメントに委縮効果をもたらしているとの課題も指摘されているところです¹⁵。

本報告においては、共同保有者の範囲を明確化・限定し、上記委縮効果を低減する観点から、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、共同保有者概念から除外することが適当であるとされています。

今後、上記のような整理を行うため、法令の改正や金融庁の解釈指針の見直し等によって更なる明確化が行われる可能性があると考えられます。

なお、本報告において直接の言及はなされておりませんが、本WGにおいては、「共同して株主としての議決権」を行使する場合を支配権獲得のための議決権行使に限定すべきとする意見や、共同保有者の範囲の見直しについては、公開買付規制における実質基準の特別関係者の範囲と並行して考えるべきという意見も出されました。

4. 大量保有報告制度の実効性の確保

現行制度上、大量保有報告書等の不提出及び不実記載は課徴金制度の対象とされています（金融商品取引法 172 条の 7、172 条の 8）。他方で、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¹⁶という指摘や、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なされているところです。

このような指摘に対して、本報告では、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、当局は積極的に対応を講じていくべきであり、また、共同保有者の認定に係る立証の困難性を解決すべく、一定の外形的事実をもって共同保有者とみなす旨の規定を拡充すべきであるとされています。

また、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り、他方、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としています。

このような提言を踏まえ、今後は当局による課徴金命令や訂正命令等の措置がなされる事例が増加することや、共同保有者とみなす旨の規定を拡充すべく関連法令の改

¹⁵ 例えば、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といった指摘や、「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といった指摘などが挙げられます（本WG第4回事務局説明資料8頁参照）。

¹⁶ 2019年から2022年までの間で提出期限を徒過して提出された大量保有報告書等は年間約1,500件に上るのに対し、2008年から2022年までの間に課徴金命令が発出されたのは合計8件にとどまります（本WG第4回事務局説明資料12頁参照）。

CORPORATE NEWSLETTER

正がなされる可能性があると考えられます。

なお、本 WG においては、制度の実効性確保のために、諸外国の法制度を踏まえて、日本においても議決権の停止・制限を検討すべきとする意見も出されましたが、今後の検討課題として残されたことについては、上記Ⅱ.6.(3)において述べたとおりです。

5. その他

上記のほか、本報告においては、大量保有報告制度に関する以下の課題についても提言がなされており、制度や運用等の見直しが予想されるところです。

項目	提言の概要
デリバティブの取扱い	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できるような取引 ¹⁷ については、大量保有報告制度の適用対象とする
株券等保有割合の算出	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、いずれが多いほうを株券等保有割合の算出に用いることとする
大量保有報告書等の「保有目的」「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」	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、大量保有報告書等の記載内容・記載方法の明確化及び見直しを行う
共同保有者からの除外制度	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

IV. 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把握する制度が整備されています。他方、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

¹⁷ 本報告では、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挙げられています。

CORPORATE NEWSLETTER

います。)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ません。

この点、米国においては、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¹⁸が存在し、欧州諸国においても、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付ける制度¹⁹が存在します。わが国においても、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、こうした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ところです。

本報告においては、欧州諸国の制度を参考に、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付けることを、それぞれ検討すべきであるとされています²⁰。併せて、実質株主の把握プロセスを効率化するための制度・運用の在り方²¹についても検討されることが期待されるとされています。

こうした提言を踏まえ、今後、スチュワードシップ・コード等のソフトローにおける、実質株主に関して回答すべきである旨の記載の検討に加え、会社法等のハードローにおける、情報開示請求権の規定の検討が進められる可能性があると考えられます。

なお、実質株主の透明性の確保については、同様の問題意識から、これまでも、経済産業省「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会報告書」(2020年7月22日)や上記の「企業買収における行動指針」において一定の提言が示されてきた²²論点ですが、金商法や会社法など所管の異なる複数の省庁間での連携が求められ得ることから、長年の制度的課題として残されてきた側面があると考えられます。本報告の提言を契機として、適切な法制度上の整備・検討が進むことが期待されます。

V. おわりに

本報告の様々な提言を踏まえて、今後、金融商品取引法その他の関連法令を中心とした改正案の検討が進められ、早ければ今年の通常国会に法案が提出される可能性がある

¹⁸ 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ず(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こととされています。

¹⁹ 例えば、英国では、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、通知を受けた者は、一定の場合には、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こととされています(英国会社法793条)。

²⁰ 加えて、本報告においては、企業が見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在り方について検討すべきとの意見もあつたとされています。

²¹ 「実質株主の把握プロセスを効率化するための制度・運用」の具体的内容は本報告では言及されておりませんが、例えば、議決権行使プラットフォームの活用などが考えられます。

²² 「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会報告書」では、議決権基準日時点における実質株主とその持株数について、企業が効率的に把握できるよう、実務的な検討がなされるべきとされています。また、「企業買収における行動指針」でも、買収提案をする者が実質株主である場合には、自らが実質株主である旨や名義株主との対応関係に関する情報を、対象会社に提供することなどが提言されています。

CORPORATE NEWSLETTER

と考えられます。また、スチュワードシップ・コードなどのソフトローにおける見直しも進められることが予想されます。

公開買付制度等については、2006年以来の本格的な見直しとなることから、資本市場関係者の実務に大きな影響を与えることが予想されるところであり、今後の動向が注目されます。

NEWS

➤ フィリピンの Tayag Ngochua & Chu 法律事務所との提携のお知らせ

森・濱田松本法律事務所（以下「当事務所」）とフィリピンの Tayag Ngochua & Chu（以下「TNC」）は、この度、戦略的な提携を行うことにつき合意いたしました。本合意に基づき、TNC は当事務所の提携事務所となり、両事務所はフィリピンを含む ASEAN の案件に関するリーガル・サービスを共同で提供いたします。

本提携は、知識の共有等を通じた両事務所の体制の強化と、クライアントによるフィリピンでの投資や事業に関するより質の高いリーガルサービスの提供に資するものです。この取り組みに関して、当事務所は、フィリピンを含む ASEAN におけるコーポレート、M&A、コンプライアンス等の案件において豊富な経験を有する当事務所のパートナー弁護士の園田 観希央と井上 淳が中心となり、TNC との戦略的提携を推進していきます。

当事務所は、長年にわたって、フィリピン案件に関するリーガル・サービスをクライアントに提供してまいりました。当事務所の日本、ASEAN、中国、ニューヨークの各拠点及びネットワークに加え、本提携の開始により、グローバルにクライアントに対するサービスを提供する体制がより充実することになります。

フィリピンは、国民の平均年齢が約 25 歳と若く、2024 年時点で 1 億 1,000 万人以上とされる人口は、2050 年前後まで増加が続くことが見込まれています。2022 年の GDP 成長率は約 7%と、高い経済成長率を記録しています。これらに加え、教育水準が高く英語を話すことができる労働力、民間企業の発達と高度化、海外からの投資に対する規制緩和の流れ等を背景に、日本、アジアその他の様々な国からフィリピンに対する投資が今後更に増加することが期待されます。

TNC は、弁護士として併せて 40 年以上の経験を有し、フィリピンのリーガルマーケットで高い評価を受けている Carlos Martin Tayag 弁護士、Patricia Cristina Tan Ngochua 弁護士及び Allan Christopher Sy Chu 弁護士を代表パートナーとする独立したフィリピンの法律事務所です。TNC は、M&A、合併事業、企業再編、海外投資、ファイナンス、データプライバシー、情報通信、競争規制、

CORPORATE NEWSLETTER

業規制、一般企業法務等の分野における様々な法律問題について、フィリピン内外のクライアントに対して法的助言を提供してきた豊富な経験を有しています。

当事務所と TNC は、本提携を通じて、両事務所の総合力を活かしクライアントの皆様のビジネスの成功にさらに貢献して参る所存です。

➤ ニューヨークオフィス移転のお知らせ

森・濱田松本法律事務所 ニューヨークオフィスは、2024年1月24日より下記に移転いたしましたのでご案内申し上げます。

移転先：

360 Madison Avenue, 24th Floor, New York, NY 10017, USA

TEL：+1-646-255-1148 / FAX：+1-646-255-1149

➤ The Legal 500 Asia Pacific 2024 にて高い評価を得ました

当事務所は多数の分野で上位グループにランキングされ、当事務所の弁護士が各分野にて Hall of Fame、Leading Individuals、Next Generation Partners または Rising Stars の高い評価を得ました。

M&A に関連する分野では、以下のとおり選出されました。

- ・ JAPAN - Tier 1 (Corporate and M&A)
- ・ THAILAND (Chandler MHM Limited) - Tier 2 (Corporate and M&A)
- ・ MYANMAR (Myanmar Legal MHM Limited) - Tier 2 (Corporate and M&A)
- ・ VIETNAM (Myanmar Legal MHM Limited) - Tier 4 (Corporate and M&A)

JAPAN

- ・ Corporate and M&A
Hall of Fame: 石綿 学
Leading Individuals: 棚橋 元、大石 篤史、松下 憲

MYANMAR (Myanmar Legal MHM Limited)

- ・ Corporate and M&A
Next Generation Partners: 井上 淳

➤ Chambers Asia-Pacific 2024 にて高い評価を得ました

当事務所は多数の分野で上位グループにランキングされ、当事務所の弁護士が各分野にて高い評価を得ました。

M&A に関連する分野では、以下のとおり選出されました。

CORPORATE NEWSLETTER

- ・ JAPAN - Band 1 (Corporate/M&A)
- ・ THAILAND (Chandler MHM Limited) - Band 2 (Corporate/M&A)

JAPAN

- ・ Corporate/M&A : 棚橋 元、石綿 学、大石 篤史、松村 祐土、小島 義博、林 宏和、紀平 貴之、内田 修平、松下 憲

THAILAND (Chandler MHM Limited)

- ・ Corporate/M&A : アカラポン・ピチエードヴァニチョーク、ヌアンポーン・ウェークスワナラック

➤ **【重要】当事務所または当事務所の弁護士・スタッフ名を騙った詐欺にご注意ください**

当事務所の弁護士名を騙り被害弁償をする等の電話やメールを送っている事例が確認されました。当事務所は、このような事件には一切関係がございません。

当事務所または当事務所の弁護士・スタッフ名を名乗る者からのお心当たりのない連絡を受けた場合は、すぐには応じず、相手の身元を十分にご確認ください。また、併せて当事務所までお知らせくださいますようお願い申し上げます。

なお、当事務所の弁護士が、連絡を差上げた事案について、当事務所の他の弁護士・秘書・スタッフ、他のオフィスなどには連絡しないように伝えることはありません。

そのようなことを伝えられた場合は、基本的に詐欺であるとご理解下さい。