

2013年6月14日 全9頁

公開買付規制、大量保有報告の一部見直し

2013年金商法改正関連シリーズ

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2013年6月12日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が参議院本会議で可決され、成立した。この中には、公開買付規制、大量保有報告制度について、一部、技術的な見直しも盛り込まれている。
- 公開買付規制については、市場内外の取引を組み合わせた急速買付け等に対する規制について、一部緩和が予定されている。これは、本来、公開買付規制の適用除外となる取引を複数組み合わせて行った結果、その一連の取引が公開買付規制の対象となってしまう事態を防ぐためと説明されている。
- 大量保有報告制度については、変更報告書の提出義務が解除されるタイミングを、株券等保有割合が5%以下である旨の変更報告書を提出した場合（現行は、株券等保有割合が5%以下、かつ、前回の報告から1%ポイント以上減少）としている。
- これらの改正は、公布日から1年以内の政令指定日から施行される。

はじめに

2013年6月12日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」¹（以下、金商法等改正法）が参議院本会議で可決され、成立した（衆議院本会議は5月28日に可決）。

金商法等改正法は、次の報告書などを踏まえて、金融商品取引法のみならず、銀行法、保険業法、信託業法、預金保険法、投資信託及び投資法人に関する法律など、多くの金融関連法制の改正を行うものである。

◇金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」報告書「近年の違反事

¹ 提出時の法律案は、金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/common/diet/index.html>) に掲載されている。

案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」（平成24年12月25日）²

◇金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」最終報告（平成24年12月7日）³

◇金融審議会「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキング・グループ」報告書「金融システム安定等に資する銀行規制等の見直しについて」（平成25年1月25日）⁴

◇金融庁「AIJ 投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し（案）」（平成24年9月4日）⁵

金商法等改正法の主な内容をまとめると次のようになる。

1. 公募増資インサイダー取引事案を踏まえたインサイダー取引規制の強化
2. 金融機関の秩序ある破綻処理の枠組みの整備
3. 銀行等の議決権保有規制（いわゆる5%ルール）の見直し
4. 投資信託・投資法人法制の見直し
5. AIJ 事案を踏まえた資産運用規制の見直し
6. その他

本稿では、このうち「6. その他」に含まれる公開買付制度、大量保有報告制度に関する改正を取り上げる。具体的には、次の事項が盛り込まれている。

- ①公開買付制度：義務的公開買付けの対象とされる市場内外の一連の取引を組み合わせた「急速な買付け等」の見直し
- ②大量保有報告制度：変更報告書の提出義務が解除（免除）されるタイミングの見直し

² 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1.html）に掲載されている。拙稿「インサイダー取引規制の見直し」（2013年1月18日付レポート）も参照（http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130118_006704.html）。

³ 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1.html）に掲載されている。

⁴ 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20130128-1.html）に掲載されている。

⁵ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20120904-2.html>）に掲載されている。

1. 公開買付規制の見直し（市場内外の取引を組み合わせた急速買付け等）

(1) 金商法等改正法の概要

金融商品取引法では、一定の大規模な株券等の買い集め行為に対して、公開買付けを実施することを義務付けている（義務的公開買付け）。こうした義務的公開買付けが必要とされるケースの一つとして、取引所金融商品市場内外の取引を組み合わせた一連の取得行為により株券等所有割合が1 / 3超となるもの（いわゆる「急速な買付け等」）がある。

義務的公開買付けの対象となる、いわゆる「急速な買付け等」として、具体的には、次の①～③の要件をすべて満たす取得行為が指定されている（現行⁶の金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項 4 号、同施行令 7 条 2～4 項）。

- ① 3 か月間に、全体として議決権ベース（注1）で 10%ポイント超相当の株券等の取得を取引所金融商品市場内外における買付け等や新規発行取得（注2）によって行う。
- ② 上記①の取得のうち、取引所金融商品市場外又は立会外取引における買付け等（以下、「市場外買付け等」）が 5 %ポイント超相当含まれる。
- ③ 上記①②の取得の結果、株券等所有割合が 1 / 3 超となる。

（注1）買付者及びその特別関係者の所有する潜在議決権相当数を含む（発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令 4 条の 2 第 1、2 項）。

（注2）株券等の発行者が新たに発行する株券等の取得をいう。

これらの①～③の要件を満たす一連の取引については、（その一部分だけではなく）これを構成する買付け等全体が、公開買付けによらなければならないとされている⁷。言い換えれば、大規模な株式の買付けなどを行った結果、上記①～③の要件に抵触しそうな場合には、3ヶ月経過しなければ、追加的な買付けや新株発行などを受けることができないということになる。そのため、このルールのことを、買収の速度を制限・調整するものとの意味で、「スピード規制」⁸と呼ぶこともある。今回の金商法等改正法の下でも、この基本的な枠組みは維持されている。

ただ、上記②の「市場外買付け等」が 5 %ポイント超相当に達するか否かの判定に当たって、現行法では、「市場外買付け等」の算定対象から「公開買付けによるもの」のみを除外している。それに対して、金商法等改正法では、「適用除外買付け等」、すなわち、義務的公開買付けの適用除外が認められる取引も算定対象から除外することとしている（金商法等改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項 4 号）。

⁶ 本稿において、「現行の金融商品取引法」、「現行法」といった場合、金商法等改正法による改正前の金融商品取引法を意味するものとする。

⁷ 池田唯一・大来志郎・町田行人『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』（商事法務、2007年）p. 34 参照。

⁸ 松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011年）p. 217。

(2) 見直しのポイント

今回の金商法等改正法による見直し（「市場外買付け等」から「適用除外買付け等」を除外する）の趣旨について、金融庁は「現行法では、市場内取引や企業グループ内での取引等は原則として公開買付けの対象とされていないところ、これらの取引を二つ以上組み合わせて行った結果、当該一連の取引を公開買付けによることが必要となる場合がある。そのような場合において公開買付けを不要とするための一定の緩和措置を講ずる」⁹と説明している。

そもそも、いわゆる「急速な買付け等」に対する規制は、実質的に一体でありながら、多様な取得手段（取引所内外における買付け、第三者割当など）を組み合わせることで、公開買付規制（特に、いわゆる1/3ルール）の潜脱を図るような行為に対応するために導入されたものである¹⁰。典型的には、「たとえば32%の株式を取引所有価証券市場外で買い付け、その後、取引所有価証券市場内で2%の株式を買い付ける、あるいは、新株の第三者割当てを受ける」¹¹といったケースが想定されている。

ところが、いわゆる「急速な買付け等」に対する公開買付規制を巡っては、規制の潜脱防止という趣旨を超えて、例えば、親会社が子会社株式を買い増すケースなどについて、実務上の問題を生じていると指摘する声があった¹²。すなわち、親会社が、その株券等所有割合が50%超である子会社の株式を、2/3を超えない範囲で、著しく少数の者からの相対取引のみで買い増すのであれば、義務的公開買付けの適用除外が認められている（金融商品取引法施行令6条の2第1項4号など）。ところが、同様の行為を、相対取引と市場内取引を組み合わせで行おうとすれば、文言上、その期間や規模によっては「急速な買付け等」に該当し、義務的公開買付けの対象となり得るというわけである¹³。

今回の見直しは、このような指摘があることなどを踏まえて、立法上の手当てを行おうとするものだと思われる。

2. 大量保有報告制度（提出義務が解除（免除）されるタイミング）

(1) 金商法等改正法の概要

金商法等改正法による改正内容を説明する前に、大量保有報告制度の大枠を復習しておこう。

⁹ 金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案に係る説明資料」（平成25年4月、<http://www.fsa.go.jp/common/diet/183/setsumei.pdf>）p.19。

¹⁰ 池田唯一・大来志郎・町田行人『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』（商事法務、2007年）p.8参照。

¹¹ 池田唯一・大来志郎・町田行人『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』（商事法務、2007年）p.8。

¹² 池田唯一・岩原紳作・神作裕之・神田秀樹・武井一浩・永井智亮・藤田友敬・松尾直彦・三井秀範・山下友信『金融商品取引法セミナー【公開買付け・大量保有報告編】』（有斐閣、2010年）pp.54-64参照。

¹³ 池田唯一・岩原紳作・神作裕之・神田秀樹・武井一浩・永井智亮・藤田友敬・松尾直彦・三井秀範・山下友信『金融商品取引法セミナー【公開買付け・大量保有報告編】』（有斐閣、2010年）pp.54-59では、具体的に、親会社が「51%」を保有する子会社の株式を2回にわけて、1回目を市場外で6%、2回目を市場内で5%買い増した結果、「62%」を保有することになるケースについて論じている。

大量保有報告制度の下では、上場会社等に対する株券等保有割合が5%を超える者（＝大量保有者）は、株券等保有割合が最初に5%を超えたときに「大量保有報告書」を提出しなければならない。加えて、その後の株券等保有割合の変動などについても、一定のルールに従い、「変更報告書」を提出して、情報開示を行う必要がある。具体的には、次の場合に「変更報告書」を提出しなければならない。

- ①直前に提出した大量保有報告書（又は変更報告書）に記載された株券等保有割合と比較して、1%ポイント以上の変動があった場合、又は
- ②その他の記載内容（保有目的、共同保有者、担保権の設定など）について「重要な事項の変更」があった場合

つまり、定量的に株券等保有割合が1%ポイント以上変動した場合（前記①）のほか、定量的に大きな変動はないものの、保有目的、共同保有者の有無、担保権の設定など、定性的に「重要な事項の変動」があった場合（前記②）にも、「変更報告書」の提出が義務付けられている。

それでは、大量保有者は、こうした情報開示（「変更報告書」の提出）をいつまで継続しなければならないのだろうか？

実は、この大量保有者に対する情報開示義務が解除（免除）されるタイミング（大量保有者でなくなるタイミング）を見直すというのが、今回の金商法等改正法による改正内容である（金商法等改正法に基づく金融商品取引法27条の25第1項）。具体的には、次の通りである。

現行法	金商法等改正法
「株券等保有割合が百分の一以上減少したことによる変更報告書で当該変更報告書に記載された株券等保有割合が百分の五以下であることを既に提出している場合その他の内閣府令で定める場合」	「株券等保有割合が百分の五以下であることが記載された変更報告書を既に提出している場合その他の内閣府令で定める場合」

詳細は、今後の内閣府令（株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令）の改正を待つ必要があるが、大枠において、次のように説明できる。

すなわち、現行法の下では、定量的に前回の報告内容から株券等保有割合が1%ポイント以上低下したこと（前記①）に基づき提出された変更報告書において、株券等保有割合が5%以下となった場合に限り、それ以後の開示義務が免除される。保有目的、共同保有者の有無、担保権の設定など、定性的に「重要な事項の変動」があったこと（前記②）に基づき提出された

変更報告書において、株券等保有割合が5%以下となっていたとしても、それ以後の開示義務は免除されない。

それに対し、金商法等改正法の下では、前記①②のいずれの事由に基づき提出された変更報告書であっても、株券等保有割合が5%以下であれば、それ以後の開示義務が免除されるということになる。

(2) 設例を使った説明

前記(1)で紹介した改正内容を、設例を使って説明してみたい。

まず、大量保有報告制度上、変更報告書の提出が義務付けられているケースを確認すると、次の通りである（金融商品取引法 27 条の 25 第 1 項など）。

- ①直前に提出した大量保有報告書（又は変更報告書）に記載された株券等保有割合と比較して、1%ポイント以上の変動があった場合、又は
- ②その他の記載内容（保有目的、共同保有者、担保権の設定など）について「重要な事項の変更」があった場合

これを踏まえて、上記①の事由に基づいて提出した変更報告書で株券等保有割合が5%以下となったケース(A)と、上記②の事由に基づいて提出した変更報告書で株券等保有割合が5%以下となったケース(B)を取り上げる。現行法と金商法等改正法で取扱いが異なるのは、(B)のケースである。

(A) 1%ポイント以上の変動で変更報告書（株券等保有割合5%以下）を提出したケース

仮に、A社の発行する株式等について、株券等保有割合が5.5%であるとする大量保有報告書（又は変更報告書）を提出した者（X）があるとしよう。

このXが、保有するA社株式のうち、1.2%ポイント相当を売却したとする。この場合、Xは上記①の事由（1%ポイント以上の変動）に基づいて、株券等保有割合が4.3%（=5.5%－1.2%）に低下した旨の変更報告書を提出する必要がある。

さらに、その後、Xは、1.5%ポイント相当のA社株式を売却し、株券等保有割合が2.8%まで低下したとする。しかし、この時点では、Xは、既に上記①の事由（1%ポイント以上の変動）に基づいて株券等保有割合が4.3%（≦5%）とする変更報告書を提出しているため、変更報告書を提出する必要はないということになる。

この点は、現行法でも金商法等改正法でも同じである。

設例 1 1%ポイント以上の変動で変更報告書（株券等保有割合5%以下）を提出したケース

- (i) 株券等保有割合が5.5%であるという内容の大量保有報告書（又は変更報告書）を提出。
- (ii) 1.2%ポイント相当の株式を売却した結果、株券等保有割合が4.3%となった。
⇒ (i) から1.2%ポイント（ $\geq 1\%$ ポイント）の低下のため、**変更報告書の提出必要**
- (iii) さらに1.5%ポイント相当の株式を売却して、株券等保有割合が2.8%となった。
⇒ (ii) から1.5%ポイント（ $\geq 1\%$ ポイント）の減少だが、(ii) で、1%ポイント以上の変動に基づき、株券等保有割合が4.3%（ $\leq 5\%$ ）となった旨の変更報告書を既に提出しているため、**変更報告書の提出不要（現行法、金商法等改正法とも同じ）**

(B) 「重要な事項の変更」で変更報告書（株券等保有割合5%以下）を提出したケース

仮に、B社の発行する株式等について、株券等保有割合が5.5%であるとする大量保有報告書（又は変更報告書）を提出した者（Y）があるとする。

このYが、B社株式を一部売却して株券等保有割合が4.8%となった時点で、保有する残りのB社株式に関する担保契約について「重要な事項の変更」があったとする。この場合、Yは、株券等保有割合の変動は1%ポイント未満（ $5.5\% - 4.8\% = 0.7\% < 1\%$ ）だが、前記②（p.6）の事由（重要な事項の変更）に基づいて、変更報告書を提出する必要がある。

ここまでは、現行法でも金商法等改正法でも同じである。しかし、その後のYによる変更報告書の提出義務の要否が異なってくる。

すなわち、その後、Yは1.5%ポイント相当のB社株式を売却したとする。この時点で、Yは、既に株券等保有割合が4.8%（ $\leq 5\%$ ）とする変更報告書を提出しているが、それは前記①（p.6）の事由（1%ポイント以上の変動）に基づいて提出されたものではない。

現行法の下では、前回の変更報告書が前記①（p.6）の事由（1%ポイント以上の変動）に基づいて提出されたものでない以上、Yは、ここで改めて株券等保有割合について1%ポイント以上の変動があったことに基づき変更報告書（株券等保有割合：3.3%（ $= 4.8\% - 1.5\%$ ））を提出する必要がある。

それに対して、金商法等改正法の下では、提出理由が、前記①（p.6）の事由（1%ポイント以上の変動）か、前記②（p.6）の事由（重要な事項の変更）かを問わず、前回提出された変更報告書に記載された株券等保有割合が5%以下であった以上、Yは、改めて変更報告書を提出する必要はないということになる。

設例2 「重要な事項の変更」で変更報告書（株券等保有割合5%以下）を提出したケース

- (i) 株券等保有割合が5.5%であるという内容の大量保有報告書（又は変更報告書）を提出。
- (ii) 株券等保有割合が4.8%となった時点で、担保契約について「重要な事項の変更」あり。
⇒ (i) から0.7%ポイント（<1%ポイント）の減少にとどまるが、「重要な事項の変更」のため、**変更報告書の提出必要**
- (iii) さらに1.5%ポイント相当の株式を売却して、株券等保有割合が3.3%となった。

【現行法】

⇒ (ii) で提出した変更報告書は、1%ポイント以上の変動があったことに基づいて提出されたものではないため、改めて**変更報告書の提出必要**

【金商法等改正法】

⇒ (ii) で株券等保有割合が4.8%（≦5%）である旨の変更報告書を提出しているため（提出事由は問わない）、**変更報告書の提出不要**

(3) 任意提出をどう考えるか？

今回の金商法等改正法を受けて、今後、いわゆる任意提出による変更報告書の取扱いが、改めて問題となる可能性も指摘できるだろう。ここでいう任意提出とは、法律上は提出義務がない（すなわち、前記①②（p.6）のいずれにも該当しない）ものの、大量保有者が任意で変更報告書を提出することである。

現在、変更報告書の任意提出は、それ自体は可能であると解されているが、「それによって、大量保有報告制度上の義務を免れることにはならない」¹⁴との見解が、金融庁によって示されている。すなわち、仮に、株券等保有割合が5%以下となった時点で、任意提出により変更報告書を提出したとしても、その変更報告書は「株券等保有割合が1%以上減少したことによる変更報告書ではないため、それにより、事後、変更報告書の提出義務を免れることにはなりません」¹⁵と説明されている。

ただ、前述の通り、今回の金商法等改正法により、大量保有報告制度に基づく情報開示が免除される要件から、「株券等保有割合が1%以上減少したことによる変更報告書」という制限が撤廃されることとなる。これを機に、改めて、株券等保有割合が5%以下となった時点で、変更報告書が任意提出された場合の取扱いに関して、議論が行われる可能性があるように思われる。

¹⁴ 金融庁総務企画局「株券等の大量保有報告に関するQ&A」
(<http://www.fsa.go.jp/news/23/sonota/20120123-1/02.pdf>) p.1（問1）。

¹⁵ 金融庁総務企画局「株券等の大量保有報告に関するQ&A」p.1（問1）。

3. 施行時期

金商法等改正法のうち、前記1、2に関する改正については、公布日から1年以内の政令で定める日から施行することが予定されている（金商法等改正法附則1条）。

なお、実際の適用については、次のような経過措置が設けられている。

【公開買付規制の見直し】（同附則2条）

◇施行日から「第二十七条の二第一項第四号に規定する政令で定める期間」（3ヶ月）を経過する日前行う買付け等であって、改正前の規定を適用した場合において（その一連の買付け等が）「急速な買付け等」に該当することとなるものは、原則、改正前の規定が適用される。

◇ただし、上記に該当するものであっても、一連の買付け等の全てが施行日以後に行うものであれば、改正後の規定が適用される。

【大量保有報告制度の見直し】（同附則3条）

◇施行日以後に変更報告書の提出事由（「大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更として政令で定めるもの」）があった場合について、改正後の規定が適用される。