

2023年4月17日 全10頁

# 金融審議会、次の重要テーマ 公開買付け、大量保有報告見直しの論点

金融調査部 主任研究員 横山 淳

## [要約]

- 2023年3月2日に開催された第51回金融審議会総会・第39回金融分科会合同会合において、金融担当大臣より「公開買付け制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討」が諮問された。
- 公開買付け制度・大量保有報告制度等に関する具体的な課題としては、①公開買付け制度における市場内取引の取扱い、②義務的公開買付けが発動する閾値、③「強圧性を解消・低減させるための方策」としてのいわゆる「全部買付け義務」の取扱い、④スチュワードシップ・コードに基づくエンゲージメントとの関係における「重要提案行為等」や「共同保有者」の取扱い、⑤「実質株主」の確認、などへの関心が高いようだ。
- 今後、これらの課題を中心に、金融審議会の下に専門のワーキング・グループが設置され、審議を進めることが予定されている。いずれも重要な問題であることには異論はないが、解決は容易ではないだろう。実務と理論の両面から地に足の着いた、バランスの取れた議論が行われることを期待したい。

## 1. 公開買付け制度・大量保有報告制度に関する大臣諮問

2023年3月2日に開催された第51回金融審議会総会・第39回金融分科会合同会合において、下記の金融担当大臣による諮問が行われた。

### ○ 公開買付け制度・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、公開買付け制度・大量保有報告制度等のあり方について検討を行うこと。

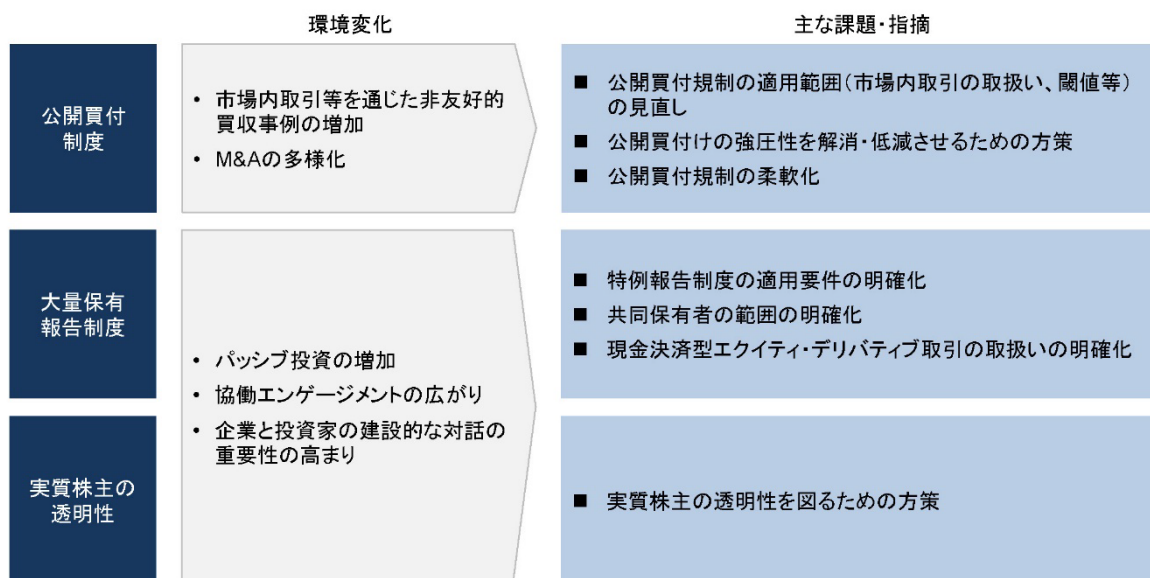
(出所) [2023年3月2日開催第51回金融審議会総会・第39回金融分科会合同会合 諮問事項](#)

具体的な課題として、事務局（金融庁企画市場局）より、次の資料が示された。

図表 1 第 51 回金融審議会総会・第 39 回金融分科会合同会合資料「近時の環境変化・課題」

## 近時の環境変化・課題

- 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在り方についても課題が指摘されている。



2

(出所) [2023年3月2日開催第51回金融審議会総会・第39回金融分科会合同会合資料1「説明資料\(公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討\)」](#) p. 2

これを踏まえて、金融審議会の下に専門のワーキング・グループが設置され、これらの問題の審議を進めることが予定されている<sup>1</sup>。

金融審議会総会・第39回金融分科会合同会合で挙げられた課題・指摘(図表1)の中でも、以下のものが特に注目される。

◇公開買付制度に関しては、①公開買付制度における市場内取引の取扱い、②義務的公開買付けが発動する閾値、③「強圧性を解消・低減させるための方策」としてのいわゆる「全部買付義務」の取扱い

◇大量保有報告制度に関しては、④スチュワードシップ・コードに基づくエンゲージメントとの関係における「重要提案行為等」や「共同保有者」の取扱い

◇発行会社の間で関心の高い、⑤「実質株主」の確認

<sup>1</sup> [令和5年3月2日開催第51回金融審議会総会・第39回金融分科会合同会合議事録](#)、神田秀樹会長(学習院大学大学院法務研究科教授)発言など。

## 2. 公開買付制度を巡る諸問題 ～そもそも公開買付けとは何なのか？～

まず、わが国の公開買付制度のおさらいをしておこう。

金融商品取引法上、公開買付けの実施が義務付けられるのは、原則として、**株式について有価証券報告書を提出している会社（上場会社、株主数が一定以上の会社など）**が、発行する**株券等（株券、新株予約権付社債など）**を、**取引所金融商品市場外で買い付ける場合**とされている（金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項）。具体的には、原則、次の①～⑥のいずれかに該当する買付け等が義務的公開買付けの対象となる。

- ①取引所金融商品市場外（注1）での買付け等で株券等所有割合が 5%超となるもの（著しく少数の者からの買付け等を除く）
- ②取引所金融商品市場外（注1）での著しく少数の者からの買付行為で株券等所有割合が 1/3 超となるもの
- ③特定売買等（注2）による買付け等で株券等所有割合が 1/3 超となるもの
- ④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（いわゆる「急速な買付け等」）（注3）により株券等所有割合が 1/3 超となるもの
- ⑤競合する買付者が公開買付けを実施している場合に行われる株券等所有割合が 1/3 超の者が行う一定の買付け等
- ⑥前記①～⑤に準ずるものとして政令で定めるもの（注4）

（注1）店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の取引を除く。現在、これに該当するものは存在しない。

（注2）（取引所金融商品市場における有価証券の売買等のうち）「競売の方法以外の方法による有価証券の売買等として内閣総理大臣が定めるもの」。金融庁告示により ToSTNeT などの立会外取引が指定されている。

（注3）具体的には、3カ月間に、全体で 10%超相当、そのうち取引所金融商品市場外又は立会外取引において 5%超相当の取得を行った結果、株券等所有割合が 1/3 超となるような買付け等のこと。

（注4）具体的には、買付者とその実質基準に基づく特別関係者が行う株券等の取得を、買付者が行う株券等の取得とみなして、上記④を適用した場合に、これに該当することとなるものなどが定められている（金融商品取引法施行令 7 条 7 項）。

本来、公開買付けでは、応募数の多寡を問わず、応募のあった株券等の全部を買い取ることが大原則である（金融商品取引法 27 条の 13 第 4 項）。ただし、あらかじめ公開買付開始公告及び公開買付届出書に明示することで、その公開買付けにおいて買い付ける予定の株式数（買付予定株式数）に関して、例えば、応募のあった株券等の一部しか買わない（部分買付け）、などの条件を設定することが認められる。

ただし、公開買付け後に予定される株券等所有割合が 2/3 以上となる場合において、対象会社が、種類株式や新株予約権など複数の異なる株券等を発行しているときは、原則、そのすべてを対象に公開買付けを行わなければならない（金融商品取引法施行令 8 条 5 項 3 号、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（他社株公開買付府令） 5 条 5 項）。これを「全部買付義務」あるいは「全部勧誘義務」と呼んでいる。

### (1) 「取引所金融商品市場外」

わが国の義務的公開買付けは、前記の通り、原則、「取引所金融商品市場外」での買付けが対象となっている。これは米国の取扱い（判例など）を踏まえたものと理解されている<sup>2</sup>。

他方、EU については「市場内取引」も含めて公開買付けが義務付けられると説明されることが多い。もちろん、これは決して間違いではないが、ややミスリーディングな面がある。

すなわち、EU において公開買付けは、対象会社の支配（control）を得た者に対して、少数株主保護の観点から、公平な価格（equitable price）での売却機会を確保することに主眼がある（DIRECTIVE 2004/25/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on takeover bids（以下、TOB 指令）前文(9)、5 条など）。乱暴な整理をすれば、わが国は、大量取得を含めて公開買付けで買い付ける必要があるのに対して、EU は大量取得を通じて支配権を獲得した後に、少数株主保護のために公開買付けが義務付けられるといえるだろう。

その意味では、EU における公開買付けの要否の判断に当たっては、大量取得の結果、「支配」の状態（30%で判断されることが多い）となったか否かが重要なのであって、それが「市場内取引」によるものか、「市場外取引」によるものかは、それほど重要ではないものと考えられる。

### (2) 「閾値」（「5%」と「1/3」）

わが国の義務的公開買付けの大きな特徴の一つは、「5%」と「1/3」という二つの「閾値」が設定されていることである。義務的公開買付けの対象は、複雑な内容になってはいるが、前掲①閾値「5%」、②閾値「1/3」の二つの基準が基本となっており、それ以外の③～⑥は（過去にあった具体的な案件なども踏まえた）脱法・潜脱防止のための例外措置が列挙されていると考えると理解しやすいだろう。

このうち「5%」は米国法を踏まえたものであり（Securities Exchange Act of 1934（1934 年取引所法）14 条(d)(1)）、「1/3」は EU の制度を踏まえたものと説明されることが多い。なお、米国法は、「5%」という閾値を設けてはいるものの、実際には、判例なども踏まえて実質的に判断される点に留意する必要がある<sup>3</sup>。EU については、TOB 指令上（5 条 1 項）は、“a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company”（当該会社の支配を付与する特定の議決権比率）とのみ規定され、具体的な閾値は加盟国に委ねられている。実際には「30%」を閾値とするケースが多いようだ。

### (3) 「全部買付義務」の問題

わが国においては、前述の通り、公開買付け後に予定される株券等所有割合が 2/3 以上とな

<sup>2</sup> マーク・I・スタインバーグ著 小川宏幸訳『アメリカ証券法』（雄松堂出版、2008 年）p.527 など。

<sup>3</sup> いわゆる 8 要素テストなど。黒沼悦郎『アメリカ証券取引法[第 2 版]』（弘文堂、2004 年）pp.189-190。マーク・I・スタインバーグ著 小川宏幸訳『アメリカ証券法』（雄松堂出版、2008 年）p.527 など。

る場合において、部分買付けが許されず、全部買付義務(全部勧誘義務)が課されることとなる。

「全部買付義務」そのものはEUの制度に倣ったものである。ただし、EUにおいては、義務的公開買付けとワンセットで全部買付義務が定められている。つまり、原則、全部買付義務も、義務的公開買付けと同じ閾値(例えば、「30%」)で発動することとなる(TOB指令5条など)。

米国では、全部買付義務に相当する規制は設けられていない。

わが国の全部買付義務についての「2/3」という基準は、モデルとなったEUと大きく異なっている。そのため、いわゆる強圧性の問題(公開買付けでは一部の株式しか買わないとすることで、他の株主に公開買付けに応募するように圧力をかけることなど)や、少数株主保護が不十分との観点から、EU並みに基準を引き下げるべきだとの主張がなされる場合がある。

もともと、全部買付義務(その閾値の問題も含め)と強圧性の関係は単純に説明できるものではない上<sup>4</sup>、前記(1)の通り、わが国は、大量取得を含めて公開買付けで買い付ける必要があるのに対して、EUは大量取得を通じて支配権を獲得した後に、少数株主保護のために公開買付けが義務付けられるという違いがあることにも留意が必要だろう。

### 3. 大量保有報告制度を巡る諸問題

まず、わが国の大量保有報告制度のおさらいをしておこう。

わが国の大量保有報告制度は、概ね、**株券等保有割合が5%を超えたときに「大量保有報告書」を提出する**。その後、**株券等保有割合が1%ポイント以上変動した場合や、記載内容に重要な事項の変更があった場合に「変更報告書」を提出する**という仕組みである。

大量保有報告書及び変更報告書の報告の方法としては、原則的な方法である「一般報告」と、金融機関や機関投資家などに一定の要件の下で認められる簡便な報告方法である「特例報告」がある。それぞれの報告方法の概略を示すと図表2のようになる。

図表2 大量保有報告制度の概略

	一般報告		特例報告	
	株券等保有割合	提出期限	株券等保有割合	提出期限
大量保有報告書	5%超	5営業日以内	基準日(注)時点で5%超	基準日から5営業日以内
変更報告書	直前の報告から —1%ポイント以上の増減 —重要な事項の変更	同上	基準日(注)時点で直前の報告から —1%ポイント以上の増減 —重要な事項の変更	同上

(注) 具体的には、①各月の第2、第4、第5月曜日、②各月の15日及び末日から選択し、所要の届出書を当局(財務局長等)に提出する(金融商品取引法施行令14条の8の2第2項、大量報告府令18条、第四号様式)。一般に、②が選択されることが多い。

(出所) 法令より大和総研金融調査部制度調査課作成

<sup>4</sup> 令和5年3月2日開催第51回金融審議会総会・第39回金融分科会合同会合議事録、川口恭弘委員(同志社大学法学部教授)発言など参照。

金融機関や機関投資家などについて、「特例報告」が認められる理由は、一般に次のように説明されている。すなわち、金融機関や機関投資家などについては、日常の営業活動等において反復継続的に株式等の取引を行っており、一般に企業の経営権の取得などを目的としていないことが多い。仮に、金融機関や機関投資家などにも、原則的な方法と同様の頻度・内容での報告を求めると、提出者の事務負担が過度に重くなることに加え、様々な憶測を招いて市場に悪影響を及ぼす危険性もある。

### (1) 「重要提案行為等」の問題

金融機関や機関投資家などであっても、「重要提案行為等」を保有目的とする場合には、「特例報告」を利用することが認められず、原則的な方法に従って大量保有報告書・変更報告書を提出しなければならない。

「重要提案行為等」とは、「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」のことである（金融商品取引法 27 条の 26 第 1 項）。具体的には、次の事項が、その株主総会や役員に対して提案する行為と定められている（金融商品取引法施行令 14 条の 8 の 2 第 1 項、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令（大量保有府令）16 条）。こうした行為は、発行会社の経営や事業活動に重大な影響を及ぼすものであり、前述の特例報告が認められる前提を満たさない、という趣旨であろう。

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>①重要な財産の処分又は譲受け</li> <li>②多額の借財</li> <li>③代表取締役の選定又は解職</li> <li>④役員の構成の重要な変更（役員の数又は任期に係る重要な変更を含む。）</li> <li>⑤支配人その他の重要な使用人の選任又は解任</li> <li>⑥支店その他の重要な組織の設置、変更又は廃止</li> <li>⑦株式交換、株式移転、会社分割又は合併</li> <li>⑧事業の全部又は一部の譲渡、譲受け、休止又は廃止</li> <li>⑨配当に関する方針の重要な変更</li> <li>⑩資本金の増加又は減少に関する方針の重要な変更</li> <li>⑪その発行する有価証券の取引所金融商品市場における上場廃止等</li> <li>⑫その発行する有価証券の取引所金融商品市場への上場等</li> <li>⑬資本政策に関する重要な変更（前記⑩を除く）</li> <li>⑭解散（合併による解散を除く）</li> <li>⑮破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て</li> </ul> |
|--|

（注）その株式等の発行者だけでなく、その子会社に係る上記の事項も対象となる。

こうした「重要提案行為等」について、対象とされる範囲が広範になり得るため、スチュワードシップ・コードに基づくエンゲージメント活動などの阻害要因となっている、といった指摘がなされることがある。

この点について、金融庁は「[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](#)」(平成26年2月26日)の中で、投資先企業に経営方針等(ガバナンス・資本政策などに関する方針を含む)の説明を求める行為は、基本的には、「重要提案行為等」に該当しない可能性が高いなど、解釈の明確化を図っている。しかし、それでもなお、「重要提案行為等」に該当するか否かが不明確である、との指摘が、運用会社を中心に根強く存在する<sup>5</sup>。

なお、国・地域によって仕組みは異なっているが、通常、金融機関や機関投資家などに対しては、大量保有に関する報告につき、何らかの簡便・軽減措置が講じられている点は共通している。米国の場合<sup>6</sup>、例えば、支配目的を有さない一定の金融機関・機関投資家等であれば、報告の頻度が原則1年とされている<sup>7</sup>(Regulation 13D-G§240.13d-1(b)など)。EUでも、例えば、運用会社等のトレーディング勘定で保有される5%以内の議決権の不算入が認められている(2004/109/EC DIRECTIVE 2004/109/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL, of 15 December 2004 on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/24/EC (透明性指令) 9条6項など)。ただし、これらの簡便・軽減措置には、「発行者の支配を変更又は影響を与える目的を有さない」(米国、Regulation 13D-G§240.13d-1(b))、「議決権を行使せず、かつ、その他、発行者の経営への介入に利用することがない」(EU、透明性指令9条6項(b))といった要件が定められている。

## (2) 「共同保有者」の問題

株券等保有割合を算定するに当たっては、本人が保有する株券等だけではなく、実質的に一体となっている者の保有分も合算することとなる。こうした合算の対象となる者のことを「共同保有者」と呼ぶ。具体的には、大きく実質基準による「共同保有者」(実質的共同保有者)と、形式基準による「共同保有者」(みなし共同保有者)に分けることができる。

### (A) 実質基準による共同保有者(実質的共同保有者)

金融商品取引法上、「共同保有者」とは、「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」を合意している者と定められている(金融商品取引法27条の23第5項)。つまり、保有者(本人)との間で、共同して株

<sup>5</sup> 例えば、令和4年5月16日開催「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(第27回) [資料2「事務局説明資料」](#) pp. 29-30 など。

<sup>6</sup> 米国では、2022年2月10日にSEC(連邦証券取引委員会)から制度を見直す規則改正案(Modernization of Beneficial Ownership Reporting)が公表されているが、本稿では割愛する。

<sup>7</sup> 脚注5の規則改正案では、これを1カ月とすることが提案されている。

式等の取得や譲渡を行ったり、議決権の行使を行ったりすることに「合意」している者が、「共同保有者」ということになるだろう。なお、ここでいう「合意」は、必ずしも書面で行われる必要はなく、口頭のみ「合意」であっても「共同保有者」に該当すると解されている。

## (B) 形式基準による共同保有者（みなし共同保有者）

前記 (A) のように、ある者が「共同保有者」に該当するかどうかは、原則として、共同して株式等の取得・譲渡、議決権行使などを行う「合意」の有無に基づいて、個別に判断することになる。もっとも、株式等を保有する者同士が密接な関係（人的関係や資本関係など）にある場合には、仮に、明確な「合意」は存在しなくても、両者は実質的に一体となって株式等を取得、保有しているものと考えられる。

そこで、金融商品取引法上、保有者（本人）と一定の密接な関係（正式には「特別の関係）」にある者については、個別の「合意」の有無を問わず、原則として「共同保有者」として取り扱うこととしている（金融商品取引法 27 条の 23 第 6 項）。これを「みなし共同保有者」という。具体的に、「みなし共同保有者」と認定される「特別の関係」の範囲は、原則、次のように定められている（金融商品取引法施行令 14 条の 7 第 1 項、大量保有府令 5 条の 3）。

- ①夫婦の関係
- ②議決権 50%超を所有する支配株主等と被支配会社の関係
- ③共通の支配株主等を有する被支配会社同士の関係（いわゆる兄弟会社関係）
- ④実質支配力基準による子会社（組合に限る）と親会社の関係

「共同保有者」の問題点として指摘されることが多いのは、(A) 実質基準による共同保有者（実質的共同保有者）の該当性の判断である。すなわち、複数の機関投資家が協働で上場会社に対して建設的な対話を行う、いわゆる協働エンゲージメント（の参加者）が、「共同保有者」に該当してしまう危険性があるのではないかと、いうわけである。

この点についても、金融庁は「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」（平成 26 年 2 月 26 日）の中で、他の投資家との話し合い等において、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すぎないような状態では、基本的に「共同保有者」には該当しないとするなど、解釈の明確化を図っている。しかし、それでもなお、「共同保有者」に該当するか否かが不明確である、との指摘が、運用会社を中心に根強く存在する<sup>8</sup>。

なお、国・地域によって仕組みは異なっているが、通常、大量保有に関する報告につき、一定の関係者の保有分を合算する仕組みが設けられている点は共通している。例えば、米国は、原則として、「発行者のエクイティ証券について、取得、保有、議決権行使、売却する目的で、共同

<sup>8</sup> 例えば、令和 4 年 5 月 16 日開催金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」（第 27 回）資料 2 「事務局説明資料」 pp. 29-30 など。



して行動することに合意」する複数の者は「グループ」として合算することとされている (Regulation 13D-G §240.13d-5(b)(1))。EU では、合算対象の一つとして「協調した議決権の行使を通じて、発行会社の経営に対して長期的な共通の方針を採ることを義務付ける内容の合意を結んだ第三者の保有する議決権」などが定められている (透明性指令 10 条(a))。

#### 4. 「実質株主」の問題

「実質株主」とは、多義的な用語ではあるが、一般に、名義株主の背後にいる、その株式を支配する者を意味することが多い。コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードを通じて、上場会社と機関投資家との建設的な対話が求められる中で、上場会社が株主との対話を深めていく観点から、「実質株主」を把握できる制度の整備を求める意見がある<sup>9</sup>。

誰が株主であるかを明らかにするという意味では、前述の大量保有報告制度とも共通する面があるとも考えられる。もっとも、大量保有報告制度は、現行の制度の下でも、形式上の保有者だけではなく、実質的な保有者に対しても報告義務を課している。すなわち、株式等の「保有者」には、法令上、次の者が含まれるものと定められている (金融商品取引法 27 条の 23 第 3 項)。

- (a) 自己又は他人 (仮設人を含む) の名義で、株式等を所有する者
- (b) 売買その他の契約に基づき、株式等の引渡請求権を有する者その他これに準ずる者 (注)
- (c) 金銭の信託契約等又は法律の規定に基づき、議決権等の行使権限又はその指図権限を有する者であって、その株式等の発行者の事業活動を支配する目的を有する者
- (d) 投資一任契約等又は法律の規定に基づき、株式等に投資をするのに必要な権限を有する者

(注) これに準ずる者としては、具体的に、株式等の買い予約を行っている者、コール・オプションを取得している者が掲げられている (金融商品取引法施行令 14 条の 6)。

その意味では、「実質株主」の議論は、大量保有報告制度を巡る議論というよりは、むしろ、議決権行使やその指図を巡る幅広い観点からの議論と言えそうだ。例えば、[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 \(2020 年 7 月 22 日\)](#) は、「議決権基準日時点における実質株主 (企業が対話する相手方としての機関投資家) とその持ち株数について、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」 (同報告書 pp. 39-40) と提言している。

実際、同報告書が、海外の参考事例として掲げるのは、米国の機関投資家等による保有明細開示 (From13F) 制度 (1934 年取引所法 13 条(f)) や、EU の株主把握権 (企業が議決権の一定割合以上を保有する株主を特定する権利。DIRECTIVE (EU) 2017/828 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement (第二次株主指令) 3a 条) である。さらに、同

<sup>9</sup> 例えば、令和 4 年 5 月 16 日開催「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(第 27 回) [資料 2 「事務局説明資料」](#) p. 31 など。

報告書が、わが国における実務上の対応として重要視するのは、(機関投資家等による) 議決権行使プラットフォームの活用促進である(前記報告書 p. 40)。

これらを踏まえても、大量保有報告制度に留まらない、会社法や株主総会実務などを含む幅広い議論が必要なテーマだと考えられる。

## 5. おわりに ～重要な問題だが、解決は容易ではない～

そもそも公開買付制度は、米国と EU とで仕組みが全く異なる。わが国は、米国型をベースとしつつも、EU 型の要素を取り入れることで独自の公開買付制度を作り上げてきたといえるだろう。近年、わが国においても EU 型の採用を検討すべきとの主張を聞くことが多くなった。確かに、筆者も EU 型は理念的に首尾一貫した優れた仕組みであることを否定しない。しかし、これはヨーロッパの社会、経済、産業などの環境の上に成り立っている仕組みであることを忘れるべきではない。

EU 型を採用すれば、大量取得を含めて公開買付けで買い付けるこれまでの仕組みを廃することになる。大量取得を通じて支配権を獲得した後に、少数株主保護のために公開買付けが義務付けられるという仕組みへと転換される。わが国の M&A 実務は、これに耐えられるであろうか? EU 型の公開買付制度は、わが国の会社法上の反対株主の株式買取請求や価格決定請求とも類似した性格を持つが、その棲み分けは、どうあるべきだろうか? さらに、例えば、「30%」あるいは「1/3」の議決権保有を「支配」と判断して、全部買付義務を伴う公開買付けを必須とすることは、いわゆる親子上場問題にどのような影響を及ぼすだろうか?

大量保有報告制度の基本構造自体に、各国で大きな違いはない。しかし、その細目については、報告の頻度、報告の閾値の設定、具体的な報告方法など一様ではなく、グローバルスタンダードと呼べるモデルは存在しない。特に、課題として指摘されることの多い「重要提案行為等」や「共同保有者」への該当性については、欧米でも形式的・客観的に決まるものではなく、実態に即した判断が必要とされている点は見落とすべきではないだろう。単純に基準を緩和するだけであれば容易かもしれないが、他方において、例えば、「共同保有者」の概念をむしろ拡張(強化)すべきとの意見が存在することにも配慮が必要であろう<sup>10</sup>。

「実質株主」については、既述の通り、大量保有報告制度(金融商品取引法)に留まらない、会社法や株主総会実務などを含む幅広い議論が必要になると考えられる。

いずれも重要な問題であることには異論はないが、解決は容易ではないだろう。月並みだが、実務と理論の両面から地に足の着いた、バランスの取れた議論が行われることを期待したい。

<sup>10</sup> 例えば、2022年11月18日開催経済産業省「第1回 公正な買収の在り方に関する研究会」資料7 太田洋「わが国における買収防衛事案の現況と課題」p.10 など