

2024年1月5日 全10頁

公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループの報告

市場内取引（立会内）も公開買付規制の対象へ

金融調査部 研究員 矢田歌菜絵
主任研究員 横山 淳

[要約]

- 2023年12月25日、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（TOB等WG報告）が公表された。これは、金融担当大臣から「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」（2023年3月2日 第51回金融審議会総会・第39回金融分科会合同会合）検討を行う旨の諮問がされたことを受けたものである。
- TOB等WG報告では、公開買付制度については市場内取引（立会内）を義務的公開買付け（3分の1ルール）の対象にすべきこと、3分の1ルールの閾値を30%に引き下げるべきこと等が提言されている。大量保有報告制度については、重要提案行為等の範囲や共同保有者の範囲の見直しについて提言している。実質株主の透明性については、発行会社から求めがあった場合、機関投資家等は回答すべきことを提言している。
- 公開買付制度について、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や3分の1ルールの閾値の引下げ等の法改正が必要な事項については、2024年の第213回通常国会への法案提出が予想される。実質株主を把握するための手当てについては、実現に向けて会社法を含めた議論が行われることが期待されるが、当面は「機関投資家の行動原則」として、日本版スチュワードシップ・コードの見直しが見込まれる。

はじめに～公開買付制度・大量保有報告制度 WG 報告の公表～

2023年12月25日、[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」（以下、TOB等WG）報告](#)が公表された。これは、2023年3月2日の第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次ページの諮問がされたことを受けて、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関する課題について提言を行うものである。

○ 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

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。

(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](#)

TOB等WGでは、公開買付制度、大量保有報告制度、実質株主の透明性の大きく3つのテーマについて審議された。主要な論点はおおむね以下の通りであった。

公開買付制度

- ・市場内取引（立会内）の取扱い、第三者割当（新株発行）の取扱い
- ・義務的公開買付け（3分の1ルール）や全部買付義務の閾値（3分の2）の引下げ
- ・欧州型の規制（事後型の規制）への移行

大量保有報告制度

- ・重要提案行為、共同保有者の範囲の限定または明確化
- ・デリバティブの取扱い
- ・エンフォースメントの強化

実質株主の透明性

- ・効率的な実質株主の把握

(出所) [2023年6月5日開催金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」\(第1回\) 資料3「事務局説明資料」](#)より大和総研作成

TOB等WGでは、これら3つのテーマについて6回の会合にわたり議論され、TOB等WG報告として取りまとめられた。審議内容が多岐にわたり、かつ、委員からも慎重に議論すべきとされた事項¹も多く、TOB等WG報告においては引き続きの検討課題としてまとめられた事項も多い。

以後、本稿ではTOB等WG報告のポイントについて解説する。

1. 公開買付制度

公開買付制度について、近時、市場内取引を通じた敵対買収やM&Aの多様化等の市場環境の変化に伴って、様々な課題が指摘されている。これらの課題を踏まえ、TOB等WGでは2006年以來の公開買付規制の見直しの方向性について議論された。

TOB等WG報告における公開買付制度の見直しについては次ページ図表1の通りで、特に注目すべき見直しとしては、①市場内取引（立会内）も公開買付規制の対象とすべき、②義務的公開買付け（いわゆる3分の1ルール）の閾値を30%に引き下げるべき、とした点といえよう。

¹ [2023年7月31日開催金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」\(第2回\) 議事録](#)。石綿学委員（森・濱田松本法律事務所 弁護士）、田中亘委員（東京大学社会科学研究所 教授）、玉井裕子委員（長島・大野・常松法律事務所 弁護士）発言など。

図表 1 TOB 等 WG 報告の概要（公開買付制度）

- 公開買付制度について、市場内取引等を通じた非友好的買収事例の増加、M&Aの多様化といった環境変化を踏まえ、主な事項として以下のとおり提言。

現行の公開買付制度の概要

	5%超	② 3分の1超	過半数	3分の2以上
市場外取引		5%ルール (TOBが必要。ただし、上限を設定するTOBも可。)	③ 3分の1ルール	全部買付義務 (上限の設定は不可。)
市場内取引 (立会内)		①	原則として規制対象外	

- ① 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
- ② 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
- ③ 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
(※)加えて、上限を付さない公開買付けを含め、公開買付者が任意に、公開買付けの成立後に追加応募期間を設けることができるようにすべき
- ④ 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

(出所) TOB 等 WG 報告（概要）（2023 年 12 月 25 日） p. 1

公開買付制度のあり方について、TOB 等 WG 報告における提言をまとめると図表 2 の通りである。TOB 等 WG においては、制度趣旨の考え方を含む多岐にわたる論点について議論されたが、そのすべてについて何らかの結論に至ったわけではない。特に、制度趣旨そのものを見直す事項（欧州型の規制への転換）や会社法との関わりの深い事項（救済制度等）については、今後も引き続き検討を重ねるべき事項として挙げられた。

図表 2 公開買付制度のあり方

事項	概要（見直し）	概要（見送り）
欧州型の規制（事後的な規制）への移行	—	<ul style="list-style-type: none"> ○ 移行するためには、例外を柔軟に認めるための体制や、関連制度等の少数株主保護のあり方を幅広く検討する必要 ○ 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、各検討課題について個別に検討 ○ 欧州型の規制への移行については、引き続き検討を重ねていくべき
市場内取引（立会内）の取扱い	<ul style="list-style-type: none"> ○ 3分の1ルール <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 ○ 閾値間の取引 <ul style="list-style-type: none"> ・ 会社支配権への影響も考慮 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 「急速な買付け等」の規制 <ul style="list-style-type: none"> ・ 「急速な買付け等」の規制廃止の結論には至らなかった ・ 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

	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	結論には至らなかった
強圧性の問題をめぐる対応	<ul style="list-style-type: none"> ○ 公開買付者が<u>任意に追加応募期間を設ける</u>ことができるような制度の整備が適切 ○ <u>部分買付けを実施する公開買付者</u>に対しては、<u>公開買付届出書における開示の規律を強化</u>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<u>説明責任を果たさせる措置等</u>を検討すべき 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 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
3分の1ルールの閾値	<ul style="list-style-type: none"> ○ 諸外国の水準や我が国上場会社における議決権行使割合に鑑み、<u>3分の1ルールの閾値を30%に引き下げる</u>ことが適当 	—
金融商品取引業者等による顧客からの買付等	<ul style="list-style-type: none"> ○ 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<u>金融商品取引業者等</u>において、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恐れがない<u>以下の取引については5%ルールの適用対象とならないことを明確化</u>すべき <ul style="list-style-type: none"> ・ 単元未満株式の買付け等 ・ 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 	—
公開買付制度の柔軟化・運用体制	<ul style="list-style-type: none"> ○ 当局の体制を強化していくことを前提に、一定の規制について、<u>個別事案ごとに当局の承認を得ることで、規制が免除される制度</u>を設けるべき 	—
公開買付けの予告	<ul style="list-style-type: none"> ○ 市場の安定性を担保する観点から、まずは<u>当局のガイドライン等</u>をもって<u>公開買付けの予告を行う際の開示のあり方</u>を整備すべき 	—
その他	<ul style="list-style-type: none"> ○ 公開買付価格の均一性に関する規制の柔軟化と明確化 ○ 公開買付届出書の事前相談における当局の対応方針の明確化 ○ 公開買付期間中に対象会社が配当を実施した場合には、公開買付価格の引下げを可能に ○ 公開買付の撤回事由の拡充 ○ 公開買付規制の対象となる「買付け等」の範囲の明確化 ○ 公開買付届出書を参照すべき旨を記載することで、公開買付説明書の内容を簡素化 ○ 公開買付届出書の記載事項の見直し 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 公開買付けに関する事前・事後の救済制度 <ul style="list-style-type: none"> ・ 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

(出所) TOB等WG報告(2023年12月25日) pp.2-11より大和総研作成

欧州型の規制（事後的な規制）への転換

かねて注目されていた論点の一つである欧州型の規制（事後的な規制）への転換については、理念的には首尾一貫した制度設計として導入に前向きな意見も委員からは見られた²。しかし、部分買付けの原則禁止や最低価格規制等、現行の日本の公開買付規制とは大きく異なる仕組みとなっている。そのため TOB 等 WG の会合では、早期に結論を導くのではなく、個別課題もそれぞれ検討した上で、将来的な欧州型への移行も念頭に置いて中長期的に議論を継続する方向性が示された。

市場内取引（立会内）の取扱い

市場内取引（立会内）について、TOB 等 WG 報告では 3 分の 1 ルールの適用対象にすべきとまとめられた。なお、強制的公開買付けの閾値である「3 分の 1」についても、これを 30% に引き下げることが提言されていることに留意が必要である。

現行制度では、市場内取引は、一定の透明性・公正性が担保されているとの考えに基づき、原則として 5% ルールおよび 3 分の 1 ルールの適用対象となっていない。しかし、近時において市場内取引を通じて短期間のうちに 3 分の 1 超の株券等を取得する事例も見受けられ、一般株主にとって十分な情報や時間が提供されていないことや強圧性の問題について指摘されていた。

前述の通り、市場内取引（立会内）も 3 分の 1 ルールの適用対象に含まれることで、株券等を既に 3 分の 1 超保有している者が、（全部買付義務が課される）3 分の 2 を超えない範囲で買付けを行う「閾値間の取引」についても問題となる。すなわち、理論上、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は、原則として公開買付けの実施が義務付けられることとなるからである（現行制度および諸外国の取扱いについては図表 3 参照）。この点について、TOB 等 WG 報告では、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だとしている。このような手当ては、実務の立場から厳格な規制対象とはしないよう求める意見³があったことによるものと思われる。

強圧性の問題をめぐる対応

現行の公開買付制度上は一定の範囲で部分買付けが認められ、一部の株式しか買わないとすることで株主に公開買付けに応募するよう圧力がかかるといった強圧性の問題が生じ得る。強圧性の問題に対しては、義務を伴う制度の整備ではなく、任意の追加応募期間の設置を認めるものや公開買付届出書の開示拡充等といった説明責任を果たさせる措置が提言されることとなった。経済産業省が 2023 年 8 月に策定した「[企業買収における行動指針](#)」においても強圧性の問題について指摘・整理され、強圧性の排除の工夫をした公開買付け⁴に関する提案などを行っている。TOB 等 WG では、強圧性の問題への対応として、当初、次の 3 案が挙げられていた。

² TOB 等 WG 報告 p. 2

³ [2023 年 11 月 1 日開催金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」\(第 5 回\) 議事録](#)。角田慎介委員（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）発言。

⁴ 「企業買収における行動指針」では強圧性の排除の工夫をした公開買付けの例として、全部買付けや二段階買収（公開買付け成立後に公開買付価格と同額でキャッシュアウトを行うことを予告）等が挙げられている。

- ①全部買付義務の閾値を引き下げる措置
- ②公開買付期間を通常の応募期間と追加応募期間に分ける措置
- ③公開買付けについて応募・賛成に対する株主の意思表示を確認する措置

結果として TOB 等 WG 報告では、これら①～③の措置の義務付けは見送り、②や③を念頭に置いた任意の制度整備や開示拡充等を盛り込むにとどまった。ただし、今後、部分買付けを禁止するかどうかについては、望ましい M&A への阻害効果の検証含め、引き続きの検討課題とされている。

図表 3 現行制度上の閾値間の取引および諸外国における取扱い

- 現行の公開買付制度上、過半数～2/3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が可能(適用除外)とされているが、1/3～50%についてはそのような適用除外が設けられていない。
- 諸外国においては、閾値間の取引については、一定割合以上の取得に限定して強制公開買付規制を適用する例も存在。



諸外国の例	
フランス(注1)	30～50%の範囲において、12か月間で1%以上取得する場合には、公開買付けが必要
香港(注2)	30～50%の範囲において、12か月間で2%超取得する場合には、公開買付けが必要
シンガポール(注2)	30～50%の範囲において、6か月間で1%超取得する場合には、公開買付けが必要

(出所) 長島・大野・常松法律事務所「米英独仏における上場会社M&A制度・市場動向に関する調査報告書」(2023年2月) 114頁、OECD Corporate Governance Factbook – 2021 (June, 30, 2021), at 119-123より金融庁作成

(出所) [2023年11月1日開催金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」\(第5回\)資料1「事務局説明資料」](#) p. 10

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、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。このため、硬直的な運用を招きかねないとして実務の立場から柔軟化に向けた検討が求められていた。モデルとして、英国の自主規制機関である Takeover Panel を挙げて、日本においてもそれに準じた体制を構築すべきとの意見も TOB 等 WG の会合ではあった。しかし、直ちにそのような体制を構築することは難しく、仮にその体制ができたとしても日本の実情に適應するのか、慎重な検討を要するとの意見も示された⁵。そこで TOB 等 WG 報告では、英国の Takeover Panel に準じた体制まで整備されなくても、当局の体制を強化することで一定の柔軟化に対応できるものとされた。具体的には、別途買付けの禁止、形式的特別関係者の範囲、公開買付期間、買付条件の変更など一定の規制について、個別事案ごとに当局の事前の承認を得ること等によって、免除されるべきと提言されている。なお、実務の立場からの予測可能性を高め

⁵ TOB 等 WG 報告 p. 9

るため、免除事例が積み重なった際には、事例集の公表を求める意見⁶もあった。

2. 大量保有報告制度

大量保有報告制度について、パッシブ投資の増加や協働エンゲージメントの広がり、企業と投資家と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って、様々な課題が指摘されている。それらの課題を踏まえた TOB 等 WG 報告の提言をまとめると図表 4 の通りである。

図表 4 大量保有報告制度のあり方

事項	概要（見直し）	概要（見送り）
重要提案行為の範囲	<ul style="list-style-type: none"> ○ 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 ○ <u>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</u>については、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 	—
共同保有者の範囲	<ul style="list-style-type: none"> ○ 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、<u>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</u>については、共同保有者概念から除外することが適当 	—
デリバティブの取扱い	<ul style="list-style-type: none"> ○ 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現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引については、大量保有報告制度の適用対象とすることが適当 	—
大量保有報告制度の実効性の確保	<ul style="list-style-type: none"> ○ <u>故意性が疑われる不提出や著しい提出遅延</u>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 ○ <u>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すべき</u> ○ <u>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</u>に対しては、公開買付け届出書の事前相談の際に<u>大量保有報告書の提出や訂正</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 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については、必要に応じて引き続き検討

⁶ 2023年9月8日開催金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」（第3回）議事録。桑原聡子委員（外苑法律事務所 弁護士）、玉井裕子委員（長島・大野・常松法律事務所 弁護士）発言。

	を求めるなど、適切な対応を講じていくべき	
その他	<ul style="list-style-type: none"> ○ 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場合、転換後の株式数も勘案する ○ 大量保有報告書等の記載内容・記載方法の明確化および見直し ○ 一定の資本関係がある場合で、別個独立に議決権等を行行使する方針の場合、当局の承認を得ること等で共同保有者から除外される制度とする 	—

(出所) TOB 等 WG 報告 (2023 年 12 月 25 日) pp. 12-16 より大和総研作成

重要提案行為の範囲

その範囲が不明確であると指摘されていた重要提案行為について、TOB 等 WG 報告ではその範囲をより限定することを提言している。具体的には、企業支配権等に直接関係する行為を目的とする場合は重要提案行為に該当する。他方、企業支配権等に直接関係しない提案行為（配当方針・資本政策に関する変更等）を目的とする場合は、その態様に着目して重要提案行為の規制の該当の有無を判断するものとしている。ここでいう態様の例として、株主提案権の行使や株式の追加取得等を示唆して提案を行う場合が挙げられており、これらの場合は重要提案行為に該当すると考えられるものとしている。

共同保有者の範囲

共同保有者の範囲に関する規定が機関投資家による協働エンゲージメントを萎縮させているとの指摘を受け、TOB 等 WG 報告では、そのような萎縮効果を低減させるための提言がなされている。具体的には「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」⁷は、その機関投資家を共同保有者の対象としないことが適当とされている。すなわち、共同して議決権を行行使することを合意している場合、原則として共同保有者に該当するが、その議決権行使に関する合意が「継続的でない」場合であって、かつ、重要提案行為等を行うことを合意の目的としていないならば共同保有者の対象としないということになる。

他方、共同保有者の範囲を巡っては、共同保有者の認定（例えば、共同して議決権を行行使することの合意の有無）に係る立証が困難であることから大量保有報告書の提出義務違反の摘発を免れている者がいるのではないかと、との指摘もある。この点に関して、TOB 等 WG 報告では、一定の外形的事実が存在する場合は共同保有者とみなす旨の規定を拡充すべきであると提言された。一定の外形的事実に当たる場合としては、現行制度上、保有者との間で一定の資本関係や親族関係その他特別の関係がある者が定められている。TOB 等 WG 報告では、これに加えて役員兼任関係や資金提供関係に着目した検討が考えられるとされている。

⁷ TOB 等 WG 報告 p. 13

大量保有報告制度の実効性の確保

TOB等WGにおいては、大量保有報告書等の提出遅延等の指摘⁸がなされるなど、制度の実効性の確保のあり方についても審議が行われた。当初は、違反者の保有する議決権の停止等の案も議論されたが、TOB等WG報告では当局による取締まりの強化が挙げられるにとどまった。

3. 実質株主の透明性

企業と投資家との建設的な対話が求められる中、対象となる株式の議決権指図権限や投資権限を有する「実質株主」を上場会社が効率的に把握できるような制度が必要との指摘がある。現行制度上、株式を5%超保有して大量保有報告書の提出が義務付けられる場合は、その実質的保有者を把握することが可能ではあるが、それ以外で実質株主を企業や他の投資家が把握する制度は整っていない。TOB等WG報告における提言をまとめると図表5の通りである。

図表5 実質株主の透明性について

事項	概要（見直し）	概要（見送り）
実質株主を把握する制度の整備	<ul style="list-style-type: none"> ○ 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 <ul style="list-style-type: none"> ・ 機関投資家の行動原則（日本版スチュワードシップ・コード）に、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検討すべき ・ 上記のような回答を法令制度上義務付けることを検討すべき 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 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 <ul style="list-style-type: none"> ・ 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も、検討 ○ 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

（出所）TOB等WG報告（2023年12月25日）p.17より大和総研作成

TOB等WGでは、具体的な制度のモデルとして、一定の運用資産を有する機関投資家に対して、定期的にその保有銘柄の明細の開示を求める米国の制度と、発行会社からの請求に基づいて、実質株主や名義株主がその保有状況や実質株主に関する情報について回答することを義務付ける欧州の制度を中心に議論が行われた。その結果、米国の制度に関しては委員の意見が賛否両論に分かれた⁹こと等から、TOB等WG報告では、欧州諸国の制度を参考に適切な制度整備に向けた取組みを進めるべき、との提言が行われている。

もともと、欧州の制度については、実質株主や名義株主からの回答の実効性を確保する観点から、違反者に対する議決権の停止などを伴う場合も多く、会社法上の手当ても必要になることが考えられる。そうした事情も踏まえて、TOB等WG報告では「法制度上義務づけることを（中

⁸ 大量保有報告書等における遅延の状況については、以下の拙稿を参照されたい。

矢田歌菜絵・平石隆太・横山淳「[大量保有報告書の提出状況](#)」（2023年7月21日付大和総研レポート）、矢田歌菜絵・横山淳「[変更報告書の提出状況とその記載内容](#)」（2023年10月12日付大和総研レポート）、矢田歌菜絵・横山淳「[大量保有報告書（特例報告）等の提出状況](#)」（2023年12月4日付大和総研レポート）

⁹ TOB等WG報告 p.17 脚注21

略) 検討すべき」との記載にとどめられた。ただし、TOB 等 WG の会合において発行会社から早期の実現の要望¹⁰も多かったことから、法令制度の整備が進むまで、日本版スチュワードシップ・コードにおいて、発行体である上場会社が機関投資家に実質株主について質問した場合は回答すべき、といった内容を盛り込むことも提言されている。

おわりに

TOB 等 WG 報告を受けて、公開買付制度・大量保有報告制度が大きく見直されることとなる。企業の合併・買収の件数増加や態様の多様化、買収防衛策の導入等を背景とした 2006 年の見直しから既に 17 年も経っている。このことは、公開買付制度・大量保有報告制度を巡る議論は、買収会社・被買収会社、それぞれの株主・経営陣・ステークホルダー等多岐にわたる利害関係者が複雑に絡み合う問題であることを示唆しているといえるだろう。

そうした事情もあってか、TOB 等 WG 報告は、欧州型の規制（事後的な規制）への転換など制度の根幹に関わる問題については先送りとしている。その意味では、抜本的な見直しではなく、現行制度の枠組みの中での見直しにとどまったといえるだろう。また、「閾値間の取引」や共同保有者とみなされる外形的事実など、議論が総論部分にとどまり、各論部分については、今後、整備されるであろう法令・ガイドライン等に委ねている事項も見受けられる。

もともと、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や、3 分の 1 ルールの閾値の引下げ等、重要な見直しが盛り込まれていることは間違いない。これらは、早ければ 2024 年の第 213 回通常国会で金融商品取引法改正法案として提出されるものと予想される。

さらに、産業界から強い要望があった実質株主を把握するための手当てについて、法制度上の義務付けにまで踏み込んで提言が行われた意義は大きいだろう。今後、実現に向けて会社法を含めた議論が行われることが期待される。当面は「機関投資家の行動原則」¹¹として、日本版スチュワードシップ・コードの見直しが見込まれる。しかし、ただ単に発行会社による自社の実質株主の把握が容易になるというだけでは、株主総会対策に使われるだけで、株主と発行会社の建設的な対話の促進には寄与しないのではないかと危惧する声があることには配慮が必要であろう。加えて、報告書には記載されていないが、TOB 等 WG において「実質株主には義務を課すだけでなく、株主総会への出席等、株主としての権利が認められる上でハードルがあるならば、当然それらはクリアされるべき」¹²との指摘があったことも重要である。私見だが、今後、会社法やスチュワードシップ・コードなどの見直しに当たっては、株主総会への出席等も含め、実質株主による権利行使の確保とワンセットで議論が進められることが望まれる。

¹⁰ TOB 等 WG 報告 p. 17 脚注 20

¹¹ TOB 等 WG 報告 p. 17

¹² [2023 年 10 月 2 日開催金融審議会 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ（第 4 回）議事録](#)。萬澤陽子委員（筑波大学ビジネスサイエンス系 准教授）発言。なお、同会合の[事務局説明資料](#) p. 17 も参照。