

2024年4月5日 全7頁

令和6年金商法等改正法案 市場内取引も公開買付規制の適用対象に

1/3 ルールの閾値も 30%に引下げ

金融調査部 主任研究員 横山 淳
研究員 矢田歌菜絵

[要約]

- 2024年3月15日、「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」が第213回国会に提出された。
- この法律案には、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・グループの提言を受けた公開買付制度の見直しが盛り込まれている。
- 具体的には、①市場内取引（立会内）を原則「3分の1ルール」（閾値は30%に引下げ）の適用対象とする、②「3分の1ルール」の閾値を「30%」に引き下げる、③公開買付説明書の内容を簡素化することが主な見直し点である。
- 成立すれば、原則、公布日から起算して2年以内の政令指定日からの施行が予定されている。

1. 金商法等改正法案の国会提出

2024年3月15日、「[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、金商法等改正法案）が、第213回国会に提出された¹。

金商法等改正法案は、2023年12月に取りまとめられた[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](#)（以下、TOB等WG報告）、[金融審議会市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース 報告書](#)などを受けて、その提言のうち法改正を要する事項について手当てを行うものである²。

金商法等改正法案の内容は多岐にわたるが、本稿では、TOB等WG報告の提言に関わる改正（案）

¹ 概要については下記レポートも参照。

横山淳・森駿介・矢田歌菜絵「[令和6年金商法等改正法案の概要](#)」（2024年3月21日付大和総研レポート）

² 下記レポートも参照。

矢田歌菜絵・横山淳「[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](#)」（2024年1月5日付大和総研レポート）

横山淳・森駿介・矢田歌菜絵「[資産運用タスクフォースの報告書](#)」（2023年12月15日付大和総研レポート）

のうち、公開買付制度に関するものについて紹介する。

2. 公開買付制度関連の主な改正事項

金商法等改正法案の公開買付制度関連の主な改正事項をまとめると図表1の通りである。

図表1 金商法等改正法案（公開買付制度関連）の主な改正事項

事項	概要	関連する主な条文
市場内取引（立会内）の取扱い	○取引の透明性・公正性の確保の観点から、市場内取引（立会内）を原則「3分の1ルール」（下記により閾値は30%に引下げ）の適用対象とする（注）。	金融商品取引法27条の2
「3分の1ルール」の閾値	○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「30%」に引き下げる。	金融商品取引法27条の2
公開買付説明書の内容を簡素化	○公開買付説明書に記載すべき事項の簡素化を図るため、公開買付届出書を参照すべき旨等を記載した場合には、公開買付説明書に記載したものとみなす。	金融商品取引法27条の9

（注）市場内取引（立会内）の取扱いが変更されることに伴い、公開買付規制の適用対象取引や適用除外取引についても条文の整理や政令委任が行われている。「3. 市場内取引（立会内）の取扱い」参照。

（出所）金商法等改正法案、金融庁「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 説明資料」（2024年3月）などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

TOB等WG報告では、そのほかにも公開買付制度に関連して、次のような提言が行われていた。これらは、今後、政令、内閣府令の整備などを通じて対応が進められるものと思われる。

- ◇強圧性の問題を巡る対応（任意に追加応募期間を設定可能とする、部分買付けを実施する公開買付者に対する公開買付届出書における開示の規律強化など）
- ◇金融商品取引業者等による一定の顧客からの買付け等の「5%ルール」からの適用除外
- ◇公開買付制度の柔軟化・運用体制の整備
- ◇公開買付けの予告を行う際の開示のあり方
- など

3. 市場内取引（立会内）の取扱い

（1）公開買付規制の対象範囲

金商法等改正法案では、市場内取引（立会内）、すなわち、取引所における競売買の方法（オークション）による取引を公開買付規制の対象に追加するものとしている。

現行の公開買付制度においては、一部の例外はあるものの、「取引所金融商品市場外」における取引を規制の対象としており、市場内取引（立会内）は規制対象とはされていない。これは、一般に、市場内取引（立会内）は「①誰でも参加できる公開の取引であり、②競争売買により取引価格が形成され、③取引数量および価格が公表され取引の透明性が一定程度確保されている」³ためと説明されている。

ところが、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が見受けられ、こうした買収行為に対して次のように強圧性を認定する裁判例もある。

一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得によって会社の企業価値がき損される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちであり、それだけ一般株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力（強圧性）を持つものと認められる

（令和3年11月9日東京高等裁判所決定（令和3年（ラ）第2391号）、東京機械製作所新株予約権無償割当差止仮処分命令申立事件）

こうした背景から TOB 等 WG は「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」⁴と提言し、これを受けて必要な法改正を実施しようというわけである。

金商法等改正法案が定める公開買付規制の適用対象を、現行法と比較したのが図表2である。

図表2 公開買付規制の適用対象（比較）

現行	金商法等改正法案
<p>①1/3ルール</p> <p>◇取引所金融商品市場外（注1）における著しく少数の者からの買付け等で、株券等所有割合が1/3を超える買付け等</p>	<p>①30%ルール</p> <p>◇株券等所有割合が30%超となる買付け等</p> <p>◇株券等所有割合が既に30%を超えている場合における買付け等（30%ルールの適用対象外）</p> <p>◆株券等所有割合が既に30%を超えている場合における次のいずれにも該当する買付け等</p> <p>—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</p> <p>—買付け等の後における株券等所有割合が政令で定める割合以上とならない</p> <p>—特定市場外買付け等（注2）に該当しない</p>
<p>②5%ルール</p> <p>◇取引所金融商品市場外（注1）における買付け等の後の株券等所有割合が5%を超える買付け等（著しく少数の者からの買付け等を除く）</p>	<p>②5%ルール</p> <p>◇特定市場外買付け等（注2）における買付け等の後の株券等所有割合が5%を超えることとなる買付け等</p> <p>◇特定市場外買付け等の前における株券等所有割合が既に5%を超えている場合であって、当該特定市場外買付け等の後における株券等所有割合が30%以下となる当該特定市場外買</p>

³ 池田唯一・大来志郎・町田行人編著『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. 30

⁴ TOB 等 WG 報告 p. 4

	付け等
③立会外取引 ◇株券等所有割合が 1/3 を超える特定売買等（立会外取引）による買付け等	条文は削除
④急速な買付け等 ◇3 カ月以内に 10%を超える取得（注 3）（うち特定売買等又は取引所金融商品市場外（注 1）で 5%超を買付け等（注 4））することで株券等所有割合が 1/3 を超えるとき	条文は削除
⑤他者の公開買付期間中における買付け等 ◇他者の公開買付期間中における、株券等所有割合が 1/3 を超える者による 5%超の買付け等	条文は削除
⑥これらに準ずるものとして政令で定める買付け等	③これらに準ずるものとして政令で定める買付け等

（注 1）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取引を除く。

（注 2）取引所金融商品市場外における買付け等（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取引及び著しく少数の者からの買付け等を除く）のこと。

（注 3）新規発行される株券等の取得（新規発行取得）を含む。

（注 4）公開買付け、適用除外買付け等を除く。

（出所）法令、金商法等改正法案などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

現行法令が公開買付規制の適用対象を取引の種類別に列挙しているのに対して、金商法等改正法案は、大きく「30%ルール」と「5%ルール」に分類した上で、「30%ルール」の適用対象を取引所金融商品市場外の取引に限定しないこととしている。その結果、公開買付規制の適用対象が体系的に整理され、わかりやすくなったといえよう。

他方、現行法令が適用対象として列挙する「③立会外取引」、「④急速な買付け等」、「⑤他者の公開買付期間中における買付け等」が、法律上の文言としては削除されている。

これらのうち「③立会外取引」、「⑤他者の公開買付期間中における買付け等」については、いずれも株券等所有割合が 1/3（金商法等改正法案では、閾値を引下げ 30%）を超える買付け等を対象としたものであることから、金商法等改正法案における取引所金融商品市場外に限定されない「①30%ルール」でカバーされるものと思われる。

しかし、「④急速な買付け等」については、セカンダリー市場における買付け等だけではなく、プライマリー市場において新規発行される株券等の取得なども関係することから、必ずしも金商法等改正法案における「①30%ルール」でカバーできるとは限らないように思われる。TOB 等 WG 報告では最終的に「『急速な買付け等』の規制を廃止すべきとの結論には至らなかった」⁵とまとめられたものの、同 WG の審議では「規制を維持する必要があるとの意見も見られた」⁶とところでもある。今後の政令、内閣府令の整備が待たれる。

⁵ TOB 等 WG 報告 p. 5

⁶ TOB 等 WG 報告 p. 5

(2) 「30%ルール」の適用対象外

市場内取引（立会内）も公開買付規制の適用対象となることで、買付け後の株券等所有割合が30%超となるあらゆる買付け等について、原則として公開買付けが義務付けられることとなる。それにより、株券等所有割合が既に30%超の者が制度の趣旨に反しない、即ち会社支配権に影響を及ぼさないような買付け等を行う場合も公開買付規制の対象となり、過剰な規制となってしまふという懸念もある⁷。

金商法等改正法案では、制度の目的に照らして過剰な規制とならないよう、買付数や買付価格の総額が著しく少ない買付け等、一定の条件を満たす場合については、規制の対象とはしない例外措置を設けている（前掲図表2）。詳細は政令の整備が待たれるが、例えば、図表3は、フランス、香港およびシンガポールの「30%ルール」とその例外措置について概要をまとめたものである。これらの国においてはいずれも、30%から50%の間の取引について、一定期間内の僅少な場合（1~2%）については公開買付けの義務を課さないものとしている。

図表3 諸外国における公開買付けが義務付けられる基準の概要

国名	公開買付けが義務付けられる数値基準（閾値）	閾値間の取引
フランス	エクイティ証券または議決権の30%超	30%から50%のエクイティ証券または議決権（the total number of equity securities or voting rights）を直接的または間接的に保有する者（共同行為者（acting in concert）含む）が、連続する12カ月間に、エクイティ証券または議決権が1%以上 増加 する（ increase ）場合は、公開買付けが必要
香港	議決権の30%以上	議決権（the voting rights）の30%以上50%以下を保有する者（共同行為者（acting in concert）含む）で、追加的に議決権を 取得 （ acquire ）し、その取得によってその者の議決権保有比率が、その取得日を含む過去12カ月間の最低保有比率から2%（注2）を追加的に上回る場合は、公開買付けが必要
シンガポール	議決権の30%以上	議決権（the voting rights）の30%以上50%以下を保有する者（共同行為者（acting in concert）含む）が、任意の6カ月間に1%超の追加の議決権を 取得 する（ acquire ）場合は、公開買付けが必要

（注1）下線太字は筆者。

（注2）なお、議決権保有比率が、30%または直近12カ月間の最低保有比率のどちらか大きい方から、2%の幅の範囲内で**取得**（**acquire**）および**処分**（**dispose**）する場合は、公開買付けは義務付けられない。この2%の幅の範囲内では、議決権の処分は、その取得と相殺することができる。

（出所）フランスはAMF（フランス金融市場庁）“[General regulation of the AMF, Book II-Issuers and financial disclosure, Title III-Takeover bids](#)”（英語版）、香港はSFC（証券先物事務監察委員会）“[The Codes on Takeovers and Mergers and Share Buy-backs](#)”（英語版）、シンガポールはMAS（シンガポール金融管理局）“[THE SINGAPORE CODE ON TAKE-OVERS AND MERGERS](#)”よりそれぞれ大和総研金融調査部制度調査課仮訳

⁷ TOB等WG報告p.4

4. 「1/3ルール」の閾値の引下げ

わが国の公開買付制度の大きな枠組みにおいて、公開買付けが義務付けられる数値上の基準としては、「5%ルール」（著しく少数の者からの買付け等は適用除外）と「1/3ルール」（著しく少数の者からの買付け等であっても適用）という2つの基準が設定されている。金商法等改正法案でもこの枠組みは維持されているが、このうち「1/3ルール」について、その閾値を「30%」に引き下げることとしている（金商法等改正法案による金融商品取引法27条の2第1項）。

「1/3」を「30%」に閾値を引き下げた背景として、TOB等WG報告は「諸外国の公開買付制度」や「我が国上場会社における議決権行使割合」を勘案したものと説明している⁸。

諸外国の公開買付制度では閾値を「30%」としている例も多く⁹、その一例は前掲図表3の通りである。いずれの場合も議決権等の「30%」を基準として公開買付けを義務付けている。

「我が国上場会社における議決権行使割合」の状況については、図表4の通りである。図表4は、TOB等WGに提出された直近5年度の東京証券取引所（東証）上場企業（支配株主を有しない）における議決権行使比率（総会当日の行使分は含まない）のデータで、いずれの年度も対象企業の95%超において議決権行使比率が90%未満であったことを示している。このことから、多くの場合、議決権の30%を有していれば株主総会で特別決議¹⁰を否決できることになる計算である¹¹。

図表4 東証上場企業における直近5年度の議決権行使比率

議決権行使比率の状況・分布図															
株主総会 開催時期	2022年度総会			2021年度総会			2020年度総会			2019年度総会			2018年度総会		
	N	平均値	中央値	N	平均値	中央値	N	平均値	中央値	N	平均値	中央値	N	平均値	中央値
東証上場企業	3,163	57.1%	61.3%	2,998	60.0%	65.2%	2,818	59.6%	65.1%	2,719	56.3%	60.4%	2,577	55.5%	59.2%
行使率	2022年度総会		2021年度総会		2020年度総会		2019年度総会		2018年度総会						
	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率					
10%>	41	1.3%	43	1.4%	45	1.6%	58	2.1%	54	2.1%					
~20%	165	6.5%	174	7.2%	154	7.1%	184	8.9%	166	8.5%					
~30%	341	17.3%	229	14.9%	216	14.7%	249	18.1%	261	18.7%					
~40%	374	29.1%	248	23.1%	245	23.4%	287	28.6%	271	29.2%					
~50%	352	40.2%	281	32.5%	280	33.4%	280	38.9%	279	40.0%					
~60%	266	48.7%	310	42.9%	277	43.2%	290	49.6%	287	51.1%					
~70%	403	61.4%	404	56.3%	402	57.5%	386	63.8%	358	65.0%					
~80%	557	79.0%	572	75.4%	541	76.7%	446	80.2%	431	81.8%					
~90%	545	96.2%	599	95.4%	550	96.2%	448	96.7%	405	97.5%					
≥90%	119	100%	138	100%	108	100%	91	100%	65	100%					

（出所）信託協会のデータに基づき金融庁作成。母数は、2022年4月4日時点で東証3市場に上場している企業のうち、支配株主を有せず（2023年5月末日時点）、かつ、各証券代行機関が2022年度総会（2022年4月～2023年3月開催の定時株主総会）の議決権行使集計業務を委託している企業。ただし、株主総会当日行使分は含まれていない。より詳細な情報については、参考資料8-10頁参照。

- 17 -

（出所）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）資料1「事務局説明資料」p.17（2023年7月31日）

⁸ TOB等WG報告 p.7

⁹ TOB等WG報告 p.7

¹⁰ 定款の変更や事業の譲渡、解散等の重要な事項については、原則として、議決権の過半数を有する株主が出席し、出席した株主の議決権の2/3以上の賛成が必要である。（会社法第309条第2項）

¹¹ 例えば、出席株主の議決権割合の合計が60%の場合は議決権の20%超で、出席株主の議決権割合の合計が90%の場合は議決権の30%超で、それぞれ特別決議を阻止することが可能になる計算である。

5. 公開買付説明書の簡素化

金融商品取引法は、投資者が公開買付けに応じるべきか否かを判断するために必要な情報を提供するため、3つの開示の仕組みを設けている。すなわち、公開買付けの開始公告、公開買付届出書、公開買付説明書である。前二者は新聞や EDINET を通じて広く一般に公表（公衆縦覧）されるのに対して、公開買付説明書は公開買付けへの応募株主等に直接交付される開示手段である。金商法等改正法案は、こうした公開買付説明書について、その記載の簡素化を行うこととしている。

見直しの背景について TOB 等 WG 報告は、「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」¹²を受けたものと説明している。

金商法等改正法案の下では、公開買付説明書に次の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（金商法等改正法案による金融商品取引法 27 条の 9 第 2 項）。

◇公開買付届出書を参照すべき旨

◇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

6. 施行日

金商法等改正法案は、今後、衆参両院での審議を経て、第 213 回国会において可決・成立することが予想される。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。

実際の適用に関しては、概ね次のような経過措置が講じられている（金商法等改正法案附則 2～4 条）。

○公開買付規制の適用対象など：施行日前に行った株券等の買付け等については、改正前の規制を適用

○公開買付規制全般：施行日前に行った公開買付開始公告に係る公開買付けについては、改正前の規制を適用

¹² TOB 等 WG 報告 p. 11