金融商品取引法研究会
研究記録第 81 号

TOB・大量保有報告制度の見直しについて

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

TOB・大量保有報告制度の見直しについて

（令和５年 10 月 13 日開催）

報告者　大　崎　貞　和
（野村総合研究所未来創発センター主席研究員）

目　　次

Ⅰ．ＴＯＢ・大量保有報告制度をめぐる検討の始動…… 2
Ⅱ．日本のＴＯＢ・大量保有報告制度…… 3
Ⅲ．企業買収ルールの国際比較…… 7
Ⅳ．敵対的買収をめぐる最近の展開……11
Ⅴ．大量保有報告制度の課題……12
Ⅵ．米国における大量保有報告制度の見直し……13
Ⅶ．今後の制度見直しに向けて……17

討　　議……23
報告者レジュメ……46
資料……56

金融商品取引法研究会出席者（令和５年 10 月 13 日）

報告者	大崎貞和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
会長	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	尾崎悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河村賢治	立教大学法学部教授
〃	小出篤	学習院大学法学部教授
〃	齊藤真紀	京都大学法学研究科教授
〃	武井一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	松井智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
〃	松元暢子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬澤陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮下央	ＴＭＩ総合法律事務所弁護士
オブザーバー	三井秀範	預金保険機構理事長
〃	齊藤将彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	坂本岳士	野村証券法務部長
〃	三宅ヨシテル	大和証券グループ本社経営企画部担当部長兼法務課長
〃	本多郁子	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	安藤崇明	みずほ証券法務部長
〃	窪久子	三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	松本昌男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	森本健一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	横田裕	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	塚﨑由寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	森本学	日本証券経済研究所理事長
〃	髙木隆	日本証券経済研究所常務理事
〃（幹事）	高逸薫	日本証券経済研究所研究員
〃（幹事）	永田裕貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長

（敬称略）

TOB・大量保有報告制度の見直しについて

○神作会長　それでは、定刻になりましたので、ただいまから金融商品取引法研究会の第２回目の会合を始めさせていただきます。

本日は、大変お忙しいところご参集いただき、またオンラインでご参加いただき、ありがとうございます。

本日は、既にご案内させていただいておりますとおり、野村総合研究所未来創発センター主席研究員の大崎貞和先生より「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」というテーマでご報告をいただき、その後、ご報告をめぐってご討議をいただきたいと考えております。

早速でございますが、大崎先生、ご報告をどうぞよろしくお願いいたします。

［野村総合研究所未来創発センター　大崎主席研究員の報告］

○大崎報告者　野村総合研究所の大崎です。よろしくお願いいたします。

TOB・大量保有報告制度という、まさに今ホットなイシューを蛮勇を振るって取り上げようということです。前回の 2006 年改正の議論がありましたときに金融審議会のワーキングに入ったという縁があって、その後に解説の本を書いたりもしたので、全く素人というわけではないのですが、私なんかよりよっぽど深く研究されている先生方がたくさんおられるところで発表するのは誠に困っております。

本日は、この問題について私が何か新しい知見なり見解をお示しするのは非常に難しいので、思ったことを申し上げつつ、むしろ諸先生からさまざまなご意見を承って意見交換ができればと思っておりますので、どうぞお手柔らかにお願いいたします。

Ⅰ．ＴＯＢ・大量保有報告制度をめぐる検討の始動

TOB・大量保有報告制度は、先ほど申し上げましたとおり、金融審議会のワーキング・グループで現在検討が行われております。本年３月２日の金融審総会で大臣からの諮問があり、これを受けてワーキング・グループが作られ、検討が進んでいると承知しております。私は議事録は拝見しているのですが、オンラインの聴講はやっておらず、もう３、４回議論があったのですか、かなりいろいろ個別具体的な検討をされていると理解しております。

先ほど申しましたように、2006 年に TOB・大量保有報告制度の大改正があったのですが、それから 15、16 年たちまして、なぜこの時期にということです。１つは、2013 年以降、コーポレートガバナンス改革を梃子にして日本企業の企業価値を向上させようとして政府の政策があって、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードという、いわゆる車の両輪の２つのコードが定着してきて、上場会社はとりわけ機関投資家と建設的な対話をしていくべきであるというのがマーケットの慣行として定着したことが大きな背景ではないかと思います。その機関投資家も多岐にわたるわけで、俗に言うアクティビストファンド、物言う株主とでも申しますか、そういう方々も機関投資家の一類型であるわけです。そういう方々とも建設的対話をしなければいけない､対話してくれと言ってくる人はもちろんですが、会社側でもできるだけ前向きに受けとめないと、というふうになってきている。これが 2006 年改正から 2010 年頃までの状況とは大きく変わった点であろうと思います。

その中でとりわけ直接的に影響しているのは、後ほど数字もご紹介しますが、いわゆる買収防衛策については機関投資家の皆様の批判が非常に強く、新たに導入するとか、あるいは既に導入しているものを株主総会で更新するといいますか、そういうことに対しては拒否反応が強い。それを受けて、会社の側でも買収防衛策をあえて提案しないということが起きている、この辺りも１つ背景にあるかと思います。

もう１つは、いま申し上げた変化の結果でもあるのですが、2021年から2022年にかけて、最近は「同意なき」とかいう言葉を使うようですが、敵対的買収をめぐる裁判例が相次いだということがございます。これは前のタームの金商法研究会でも複数の先生方からかなり突っ込んだご研究の報告があったところです。裁判例はそれでよろしいのでしょうが、現在の法制度にそれを反映させなくていいのか、あるいはそういうふうに裁判所が判断しなければならないような法制度は妥当なのかという問題提起があった、こういうことではないかと思っております。

ここまでの金融審ワーキングにおける議論では、私は議事録を読んでいるだけですが、いろんなポイントが挙がっているようです。１つは、いわゆる欧州型の買収規制といいますか、TOB制度に思い切って移行してはどうかということが議論されたり、欧州型まではいかないにしても、少なくとも現在３分の１ルールと言われている取引所市場外の取引について適用されるTOB強制制度を取引所金融商品市場内の取引にも適用してはどうかということが議論されたりしております。

今日はTOBと大量保有の両方をできればカバーしたいと思っているのですが、大量保有報告制度に関しては、違反事例がかなり多いのではないか、かつ、違反に対する効果的なサンクションが科されていないのではないかといったことも議論になっているようです。

Ⅱ．日本のＴＯＢ・大量保有報告制度

２ページは、日本のTOB・大量保有報告制度の今までの経緯です。1971年の法改正で米国法を参考に導入しました。当時は、資本自由化で外資による日本の企業買収が増えるということが議論になったようです。その後、1990年改正で、部分的に英国の制度に倣ったのだと思いますが、TOB強制制度を入れ、これが現在に至っている３分の１ルールです。

先ほど私も検討に参加したと申しました2006年改正がその後ございました。2006年改正はかなり広範な内容でTOB規制を非常に精緻なものにして

いくというもので、１つ１つは理屈のある話で、もっともなことだったのですが、大変テクニカルに複雑な制度になったと思います。また、欧州では基本的に３分の１あるいは 30％以上を取得した人たちに義務付けられていると言われている全部買付義務、つまり、全ての既存株主に対して買付けを申し入れることを義務付けることを部分的に、買付け後の所有割合が３分の２以上となる場合に限って導入するということが行われました。

また、大量保有報告制度は相当な規制強化が行われまして、私の感想ですが、とりわけ機関投資家等に適用される、いわゆる特例報告というものが、正直、世界的に見ても最も厳しいレベルになったと思っております。

このときの議論では、2005 年にライブドアがニッポン放送株式を大量に買い集めるという事件があって、それを受けて検討が行われて 2006 年改正になったという経緯があったわけですが、ライブドアによる買付けが一種社会問題化する前は、TOB 制度、とりわけ３分の１ルールについては、言ってみれば企業の自由な経営戦略の妨げとなる過剰な規制であるという論調がかなり強かったのです。学者の先生の中にも、過剰な規制であるというのとはちょっと違う観点からではありますが、このような規制は要らないのではないかというご主張もあって、当時は有力な経済団体なんかも、３分の１ルールをやめてくれというのを規制緩和要望として出したりしていました。

ところが、2006 年改正に向けた議論の場ではそういう声は全く出てまいりませんで、むしろ当時の、現行の TOB 制度のもと、あるいは大量保有報告制度のもとでは、企業が不意打ち的な敵対的買収の脅威にさらされるので何とかしてほしいという、規制をできるだけ強化しろという論調に、180 度と言っていいと思うのですが、変わったなという印象を持っております。最終的にでき上がった制度はそれなりのバランスのとれたものになったはずですが、しかし、細かい論点に行けば行くほど、当時主として買収の脅威にさらされる事業会社の立場から、こういう点を何とかしてほしいという声が強くて、それが制度設計に反映されたなという感想がございます。

このとき、結局、投資ファンドと決めつけていいかどうかもよくわからな

いのですが、自己資金を使っている人たちは何だとか、いろんな話はございますが、敵対的となる状況も辞さずに買収に乗り出すような人たちと上場会社が対立関係に陥る、そういう状況を過度に意識した制度改正になってしまったのかなという感想を持っております。

むしろアメリカとか、あるいは最近ですと中国なんかの議論を見ておりますと、TOB・大量保有報告制度、企業買収ルールは、事業会社が企業価値を向上させるための経営戦略上のツールとして非常に重要であるという前提で話がされているように思うのですが、2006年改正時にはそういう観点は必ずしも重視されなかったのかなという気がします。

もうちょっと踏み込んで言うと、まず1つは、アクティビストというか、物言う株主と言われる人たちがさまざまに働きかけをすることが企業価値の向上につながるという認識は、少なくとも日本の実業界の間では極めて乏しいのかなという気がいたします。もちろんこれは理論的な研究をやっている人たちの間でも必ずしも100%コンセンサスができているということではないのだろうと思うのですが、少なくともアメリカで経済学的な分析手法を用いている方々の論文を私が見る限りでは、アクティビストが関与することによって企業価値が向上するようであるという見方が有力なのではないかと思います。しかし、そういう意識は日本の場合はあまり強くないのかなと思います。

もう1つは、現実に事業会社が他の企業との買収合併を考えて、多くの場合、最初は交渉を申し入れていろいろ話し合いをすることになるのですが、場合によってはその話し合いが決裂するというか、意見がうまく合わなくて、相手がどうしても賛同してくれないので、結果的に相手側の意向は無視してTOBを仕掛けるということも現実に日本でもちらほら出てくるようになってきております。そういう状況ですと、今までは、例えば有力な証券会社の投資銀行部門は、頭から敵対的と言われるような買収案件にはあまり関与しないものだともいわれたのですが、交渉がこじれてとかいう話になると、有力大手の投資銀行部門の人たちも最初から関与する形で進むことになる、そ

んなことが現実化しておりまして、状況が大分変わってきているのかなという気がします。

３ページは、皆さんよくご存じのことなので飛ばします。

４ページ、５ページも、皆さんよくご存じのことばかりなので、後で議論のときにちょっと見返して使っていただければという程度です。

１点だけ申し上げておきますと、４ページの下のところは、先ほど申し上げた買収防衛策を撤廃する会社の状況です。ちょっと古い数字で恐縮ですが、2022年4月の数字で、上場会社の274社が買収防衛策を維持しているということです。2008年、ブルドックソース事件なんかがあった直後ごろがピークで、当時569社が導入していたという数字があり、半減という感じです。

この背景として、１つは、買収防衛ということは考えないで企業価値向上を図ろうという経営者が増えたと積極的に評価できる部分もあるのでしょうが、もう１つは、機関投資家等の圧力によってやむなく買収防衛策を撤廃した会社も多いと思います。さっき申し上げた2021年、2022年の事案の中には、そういうことで買収防衛策を撤廃していたら実際に敵対的買収が仕掛けられてしまったというケースもあったようで、なかなか難しい問題という気がします。

いずれにしましても、ここであえて買収防衛策のお話をいたしましたのは、TOB・大量保有報告制度の見直しは、当然ですが、金融商品取引法の改正を念頭に置いて議論をされており、かつ、それを金融庁の諮問機関である金融審議会で検討しておられる、それは百も承知です。しかし、法体系は金融商品取引法と会社法というふうに全く分かれているのですが、買収防衛策をどのように規制するかという話とTOB・大量保有報告制度をどのように設計するかという話は一体で考えないと非常に問題が大きいのではないかなと私は思っております。言ってみれば、全体を合わせて企業買収法とでも呼ぶべきものなのではないかなという気がしております。

Ⅲ．企業買収ルールの国際比較

そういう見方でTOB・大量保有報告という制度と買収防衛策がどのように規制されているかをあわせて国際比較してみようじゃないかというのが６ページの表です。この表自体、突っ込みどころもいろいろあって、自分で自分に突っ込んで、時々調べて書き直したりしています。いろんな意見があると思いますが、大体こういう整理ができるのではないかということです。

大きく言えば、世界に企業買収ルールは、日本も１つとして、類型が３つあるのではないかと思います。

１つはヨーロッパ型とでもいいますか、ただ、その原型がイギリスのシティ・テイクオーバー・コードから来ておりますので、シティ・コード型と呼んでもいいと思います。この制度は、議決権を30％以上取得した場合にmandatory TOB（義務的TOB）が課されるという意味で、買収をこっそり仕掛けようというのが非常に難しい制度になっております。かつ、この義務的TOBが発動されるときは全部買付義務が必ずあるということで、時価総額の大きい会社に対して買収を仕掛けるなんていうことになりますと、それなりの資金手当ても必要になってくるという、これまた買収のハードルになり得る制度です。そういう意味で、買収が仕掛けにくい制度といって問題ないと思います。

他方で、シティ・コード型におきましては、買収防衛策については原則として認められないという立場がとられていると理解しています。その意味では買収が仕掛けにくい一方で、対象会社による防衛も容易にできないため、ある意味、攻める側と守る側のバランスがどっちも難しいというところで、バランスがとられている制度かなと思います。

次がアメリカ型です。デラウェア州の企業買収防衛策についての判例法を踏まえて申し上げるので、デラウェア型と言っていいと思います。まずTOBの強制制度というものは基本的に存在しません。過去には、ライブドアの買付けにすごく似ている事実関係だなと思ったのですが、公開買付届出

を行わないで市場外で 20 数名の大株主に対して同じような条件で一斉に買付けを申し入れたという事案がありまして、裁判所がこれは TOB ルールに違反して行われた公開買付けであったと判断したという例がございます（Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783 (S.D. N.Y. 1979)）。そうすると、いかなる時にも TOB を実施する義務が全くないのかというと、そうでもないという、ちょっと複雑な感じはするのですが、しかし、日本的な意味で、３分の１を超えるときに TOB をかけてなかったからそれで直ちに違法であるという意味での TOB 強制制度は存在しないと言えるかと思います。

そういう意味で、買収をひそかに仕掛けることは比較的やりやすい法制だと思うのですが、他方で、対象会社側の買収防衛というのも割合容易にできます。これは買収防衛策がアメリカで広く導入されているから日本でもやってみようじゃないかというふうになった経緯からしても明らかですが、アメリカではかなりの会社が買収防衛策をふだんから導入していて、いわゆるポイズン・ピルというもので、必要があれば取締役会の判断でいつでも発動可能という体制になっているということです。言ってみれば、攻める側にとってハードルが低く、守る側にとってもそんなにハードルが高くない、どちらもやりやすいという意味で一定のバランスが保たれた制度になっているのではないかなと思います。

これに対して日本は、先ほどちょっとご紹介した今までの経緯からして、最初にアメリカ型の TOB 制度を入れて、ヨーロッパ型を部分的に入れてそれを修正しました。他方で、アメリカ型の買収防衛策は普及してしまいました。そういう状態にあるものですから、よく言えば両者の折衷ですが、悪く言うと、これは誰の立場に立つかによるのですが、ある種の人の立場に立って言えばいいとこ取りであり、その立場に立たない人たちから見れば悪いところだけ寄せ集めたような制度になってしまっているのではないかなというのが私の問題意識です。どういう制度かというのは、ご存じのとおりです。一言で言えば、先ほど 2006 年改正のときに買収がいきなり不意打ちで来たら困るという問題意識が強過ぎたのではないかということを申しましたが、

そういったこともあって、結果的に買収を仕掛ける側からすると、ややりにくい、どうしても３分の１ルールが壁になってしまって、そこでは姿をあらわさないで買収することは取引所市場内での買付け以外ではできないことになっておりますし、他方、買収防衛策は最高裁でも、もちろん一定の要件のもとではありますが認められているということで、買収防衛はある程度やりやすいのではないか、攻守のバランスという点で言うと、攻めにくく守りやすい、要は自社の現状を維持しようとする現在その地位にある経営者にとって、より有利な仕組みになってしまっているのではないかなという現状認識です。

こういうことを言いますと、そもそもその現状認識が間違っているとか、多分いろいろな反論があると思います。１つ大いに想定されるのは、例えば買収防衛策が発動できると言うけれども、アメリカでは取締役会だけの判断ですぐに発動できるではないか、日本は明確なルールがあるわけではないけれども、これまでの裁判例なんかを見る限りでは、株主総会の事前あるいは事後の承認を飛ばして取締役会だけでやると、多分否定されてしまうのではないか。ということは、株主総会決議を要求する日本のほうが、株主総会の決議を要求しないアメリカよりも守りにくい国だというふうには言えないのか、こんな批判が大いに予想されます。

ただ、この手の比較分析は、７ページに書いておきましたが、できるだけ制度の、表面と言うと言葉はよくないですが、文字面よりも実態に即した比較をすることが大切ではないかという気がします。端的に言えば、アメリカの取締役会や株主総会の実情と日本の株主総会、取締役会の実情を比較した場合に、アメリカは取締役会決議、日本は株主総会決議がそれぞれ必要だと見たとしても、日本の株主総会決議のほうが取りつけにくいと考えていいのだろうかということです。

アメリカの取締役会は、ご承知のとおり、今、独立社外取締役が過半数と言われております。実態を見ていきますと、有力な会社では社内取締役はCEOだけ、CEOとせいぜいCFOの２人とかという会社も増えていまして、

その他の方は全部、独立性のある社外取締役というのがアメリカの主要企業の実態かなと思っております。ですから、取締役会決議で防衛できますよと言っても、取締役会決議を通すこと自体がそんなに簡単なのだろうかという問題があります。

株主総会に関しても、株主構成が非常に分散的で、かつ、企業価値向上ということをほぼ唯一無二のように唱える機関投資家の発言力が非常に大きいということがありますので、取締役会で通せますよということがそんなに簡単な話なのか、株主総会の構成にも言及しましたのは、取締役会が下手なことを決議しますと、株主総会で今度は取締役の責任が追及されたり、解任されたり、再任されなかったりすることも予想されるわけで、取締役は当然そこまで考えて自分の取締役会における投票行動を考えますので、果たしてアメリカの買収防衛策がそんなに簡単に発動できると言っていいのだろうかということです。

それに対して日本のほうですが、まず取締役会については、ご承知のとおり、社内取締役が非常に多い、主導と言っていいと思います。今コーポレートガバナンス・コードで独立社外取締役を増やしましょう、プライム上場の場合で３分の１、できれば過半数にしましょうという書き方になっていたと思いますが、実態は大体そのぎりぎりのところでおさめている会社が多いかなという気がいたします。ましてプライム上場以外ですと２人というような感じで、独立社外取締役の発言力あるいは存在感は現状では非常に小さいと言わざるを得ません。

一方、株主総会は、今、持ち合い解消がどんどん起きているのは事実です。持ち合い比率は絶対的な基準があるわけではないので、どういうふうに計算するかはなかなか難しいのですが、ずっとフォローしている人の計算によると、直近 2023 年現在で 30％を超える持ち合い株なり政策保有株が依然として存在しているそうです（野村資本市場研究所のレポートに基づく）。

もちろん政策保有株式だから必ず経営者の提案に全部賛成するかというのは、若干疑問もあるのですが、しかし、恐らく株主総会決議を特に過半数で

通すということになると、かなりハードルは低いと見てもいいのかなという気がします。そういう意味では、経営者主導で物事が決まりやすいというのが日本の現状かと思っておりまして、企業買収ルールの制度設計を考えるときも、経営者と少数株主あるいは一般株主との利益相反という問題をより意識した制度設計にしないといけないのではないかなというのが１つございます。

もう１つは、いわゆるファミリー企業というものが、依然としてといいますか、日本では多いということです。この辺は、アメリカ的な分散型の株主構成になっている会社が多い国とちょっと違うのかなという気もいたします。もちろんアメリカも最近、特に新しいIT系というか、そういう会社ほど、ある意味で昔のファミリー企業にちょっと近いというか、ご承知のとおり、例えば創業者に複数議決権を与える工夫をしているとか、そういうのがあったりもします。もっとも、こうした企業も創業者からの世襲を前提にしているというよりは、親戚関係とは限らない創業者グループが、経営の主導権を握り続けるためにそういう仕組みをとっているという感じがするので、日本のファミリー企業とはちょっと違うのかなと思います。日本の場合は、世襲、会社が家族の財産であるということを前提にしたような意味のファミリー企業が結構多いのかなという気がしておりまして、いろいろな事例を見ていますと、創業者あるいは創業ファミリーと少数株主との利益相反が顕在化しているとしか思えないようなケースもあります。

こういう具体的な側面に目を向けながら、ある法制度の下では、買収が仕掛けやすいとか仕掛けくにいとか、会社を守りやすいとか守りにくいということを判断していくべきではないかなという気がいたします。

Ⅳ．敵対的買収をめぐる最近の展開

８ページ以降は、先ほどちょっと申しました最近の環境変化ということで、2021年から2022年のことを資料にまとめております。これは皆様ご存じのとおりですし、前のセッションの金商法研究会でも詳しいご報告をいただいているところですので、私がつけ足すことは特段ないのですが、１点だけ申

しますと、９ページは、当時大変話題になりました東京機械製作所の株式買い集めの経緯を示したものです。

このとき、実際に取得をしてから大量保有報告書が開示されるまでの間にさらにどんどん買い増しが行われたので、実態がよくわからなくなって、株主に対してはある種の強圧性を生んだのではないかと指摘されているわけです。私も、これは随分ひどいなというか、形式論だけ言うと、大量保有報告書は期限どおりに提出しているのですが、情報開示よりも早いスピードで買い集めていたということです。これをリアルタイムで見ていた既存の株主の人からすれば、何が起きているのだということで、ややパニックになったというか、まさに強圧性を感じたであろうということは、私もそう思います。

Ⅴ．大量保有報告制度の課題

この問題をどうやって解消するのかについて、いろんな意見があると思います。実際に制度として採用しろという意味ではないのですが、ちょっと参考になるかなと思ったのが、実は中国の証券法の中に、「スロー・ウォークルール」と中国の先生たちは言っているのですが、スピード制限的なルールがあるのです（証券法 63 条）。11 ページの下に書きましたが、中国の場合は、大量保有報告書は取得した日から３日以内に提出しなければならないとなっておりまして、大量報告書の提出前に買い増しをすることはできません（証券法 63 条１項）。その後５％の増減があると変更報告書を出すのですが、その際には買い増しをしてから３日以内に変更報告書を出さなければならないのですが、当該報告書が公表されてからさらに３日は買ってはいけない期間があり（証券法 63 条２項）、要するに買い増しをするときは６日間とまらなきゃいけない、こういうルールになっていたかと思います。

この中国の「スロー・ウォークルール」をやるべきかどうかということについて、私は立法論としてやりましょうと言っているのではないのですが、少なくとも東京機械製作所の事案みたいな問題は、この制度のもとでは起きにくいなと思ったわけです。

ところが、先日、中日商事法研究会というものが東京大学で開かれまして、中国の研究者の方々をお招きして、日本側も会社法や金商法の研究者が集まっていろんな議論をして、そのときのテーマとして、公開買付規制、大量保有報告制度を取り上げました。

そのとき私がやや意外に思いましたのは、中国の研究者の方々からは「スロー・ウォークルール」はけしからぬ、要するに、自由な株式の取得を妨げるよろしくない制度だという意見が強かったのです。実は最近、中国の研究者の方々が書かれた論文を集めて日本語にした本なんかも出版されているのですが（神田秀樹＝朱大明編『中国証券法制の理論と実務』商事法務（2023））、そこに論文を寄せておられる大量保有報告制度の専門家の先生（華東法政大学経済法学院　伍堅教授）も、これはできればやめるべきだ、何となれば敵対的企業買収のよい効果をそぐものだ、こういうご意見です（前掲書 109 頁）。これは正直意外でしたが、学ぶべき点はあるのかなという感想です。

11 ページに参ります。東京機械製作所とか、あるいは三ツ星事件とか、いろんなことがございまして、大量保有報告制度にもいろいろ問題があるのではないかという指摘がなされています。先ほどもちょっと申しましたが、大量保有報告書や変更報告書がきちんと制度どおりに提出されていないのではないかという意見とか、いろんな意見が出ているわけです。

Ⅵ．米国における大量保有報告制度の見直し

13 ページです。大量保有報告制度に関しては、現在アメリカにおいても制度の大幅な見直しを提案する SEC の規則改正案が出ております。2022 年２月に改正案が出て既に１年以上たっているのですが、今年４月に改めてパブリックコメントを求めました。改正案の内容そのものは変えていないのですが、現時点では規則改正そのものは成立しておりません[1]。

---

[1] 2023 年 10 月 10 日付けで SEC が規則改正を採択。詳細は、後掲「内外資本市場動向メモ No.23-10（通巻第 381 号）」のとおり。

この改正は日本でもある意味参考になるのではないかなと思っています。この改正の内容ですが、もともと2000年代の半ばぐらいにアメリカで、スキャンダルといってはなんですが、話題になったエンプティ・ボーティングの問題がございました。つまり、エクイティ・デリバティブを使って、実質的に経済的なリスクを負わないまま議決権を大量に取得した人が、株主総会で自分の今持っているポジションに都合のいいような議決権行使をして、それはひどいのではないかということで問題になった事件がございました。

そのときにターゲットとなった会社側の代理人として活躍された弁護士が中心となって、2011年、もう随分前ですが、大量保有報告制度を変えろという請願書を出されていたのです。当時なぜすぐに検討が行われなくて、10年以上たって突然検討が始まったのか、そこのところの事情は、私は全く承知しないのですが、とにかく2022年に、2011年の請願書の内容をほぼ踏襲するというか、受け入れるような形での規則改正案が出されております。

これに対して、会社法の研究者の方から非常に厳しい批判がなされております。端的に言えば、規則改正案は大量保有報告制度を厳格にしようという内容なのですが、そのようなことをすると株主アクティビズムに対してネガティブな影響を及ぼし、株主アクティビズムは企業価値の向上につながるのだから、これは企業価値を破壊するよくない提案だというような意見が、会社法の有力な研究者（例えば、ハーバード・ロースクール　ルシアン・ベブチャック教授）から出たりしております。そういうかなり大きな対立があるので、多分、規則案は作ってみたものの、すぐには採択できないということで今日に至っているのだと思います。

実は2023年4月に、再提案ではないのですが、パブリックコメントの再募集をするに当たってSECが非常におもしろい分析を発表しています。それはどういうものかと申しますと、15ページに変な絵をつけているのですが、SECとして大量保有報告書が出てくることで株価にどんな影響があったかというのを具体的な事案から分析するというので、今まで出てきたたくさんの大量保有報告書とそのときの株価の動きを分析しているのです。

SECによれば、大量保有報告書が出る場合、大きく２通りあります。１つは、会社が友好的な企業買収をする、いわばコーポレート・アクションというのですか、もう既に両者で合意した内容を一般に公表した後、大量保有報告書が出てくるというケース、もう１つは、いきなり大量保有報告書が出てくる、これは敵対的なものです。つまり、アクティビストなんかがこっそり買い集めて、５％を超えて出さなければいけなくなったところで大量保有報告書を出す、そういうのと２通りあると言っています。

株価の動きと照らし合わせたところ、左側がコーポレート・アクションによる大量保有報告書の場合です。この場合、トリガー・デートというのは大量保有報告書の報告義務が発生するところで、ファイリング・デートは実際に提出された日です。日本は５％保有になってから５営業日以内に提出する義務がありますが、アメリカの現行制度は10日以内です。要するに情報開示を10日遅らせることが堂々と認められているのです。

ただ、コーポレート・アクションが起きる場合は、当然といえば当然ですが、大量保有報告書が出ていなくても、会社が「こういうことがあります」ということをまず発表するので、その日に直ちに株価が大きく動いて、その後、買収する側の大量保有報告書が出るわけですが、それが出ても株価には全く影響しない、大体こんな動きになるというのです。

それに対してアクティビストが買付ける場合は、多くのアクティビストはぎりぎりまで報告書を出さないという行動をとりがちなわけです。それはずるいじゃないかという意見もあるかもしれませんが、期限ぎりぎりでいけないとは言いにくいでしょう。そうすると、どういうふうに株価が動くかというと、実際に買付けをした日から開示が行われる日まで緩やかに株価が動いていくという傾向があり、これはある種インサイダー情報が漏洩していると考えられるわけですが、厳密な意味で違法なインサイダー取引が行われているのかどうかはなかなか断定しにくく、少なくともそういう動きがあるぞという、うわさなんかも含めて、それを材料に買う人が出てきて株価が動くという現象が明らかにある。また、最終的にアクティビストによる大量保有報

告書が提出されますと、そこでも株価は反応します。ですから、だらだらと動いて、その後、実際に報告書が出るとパンと動く、こういう動きになっているというのです。

SEC のスタッフは、その分析に基づいて何を言っているかといいますと、SEC が提出している規則改正案は、今 10 日の報告期限を５日に縮めるというもので、日本と同じくらいになるということです[2]。それがアクティビストの活動を阻害するとは言えないということを論証するためにこの分析を出しております。つまり SEC スタッフに言わせると、アクティビストは、自分が本当に買い集めようと思っていた量の株をマイナス 10 からマイナス５の期間にちゃんと買い集めているので、その間の株価の動きは若干あるとしても、こういう変化をするのであれば、株価が急に上がってしまってアクティビストの買い集めができなくなることはないから安心してください、自分たちの５日以内を提出期限とする改正はアクティビズムに対してネガティブではないということを一生懸命述べているのです。

これは、さっきの中国の先生方の議論とも共通するところがございます。要は、TOB 制度にせよ大量保有報告制度にせよ、アクティビストなり買収を仕掛ける人たちの活動を阻害しない制度設計であるべきだという前提で物が語られているということです。これは日本における今の議論でも大いに学ぶべき点ではないかなと思っております。私の偏見もちょっと入っているのですが、どうも日本では、そういうアクティビストのような人たちが暴れ過ぎないようにするにはどうしたらいいかという問題意識の方が目立つような気がします。しかし、世界ではそうではないのではないか、むしろ買収を仕掛けるという行動をとる人たちがいることによって企業価値が向上していくという考え方のほうが強いのではないかということです。

また、実際に真剣に経営する意思がない人たちが買い集めるのはどうなのだということを言う人もいるのですが、買い集める人たちもプロですから、

---

[2] 実際に採択された規則では、「５営業日以内」と日本と同じになった。後掲資料参照。

確実に損をするような買い集めは基本的にしないはずです。ということは、自分たちが本当に経営権を取得するのではないとしても、買い集めるということは、買い集めが市場に反映されて株価が上がれば儲かるということが前提にあるわけで、要するに株価が非常に割安に推移しているということが大前提になっているわけです。株価が割安なまま放置されていると、いろんな人が出てきて、経営者にとってはいろんな問題が起きる。そのことが、結果的に経営者に企業価値を向上させることのインセンティブとなるのではないかという気がするわけです。

Ⅶ．今後の制度見直しに向けて

16ページ、17ページは、今度の改正をどういうふうにしたらいいのだろうかということについて幾つか申し上げたいと思います。

まず、さっきの、東京機械製作所事件なんかがあったこともあり、市場内の取引にTOB強制しなくていいのかというご指摘が現在強まっていることは、大いに理解できるところです。また、３分の１を超える時にという現在の３分の１ルールに対しても、例えばヨーロッパですと、強制公開買付が30％からということもあるので、もうちょっと下げてもいいのではないかというご意見もあると思いますし、それもある程度理解できることかなと思います。中には、事前警告型買収防衛策のトリガーが20％だから20％でいいのではないかというご意見もあるようです。そこをどうするかはともかく、その辺、今のままではどうなのという問題意識は私も賛同するところです。

ただ、先ほど来申し上げておりますように、この制度はやはりセットで考えないといけないなと強く思っております。その意味では、今はどっちかというと攻めるに難しく守りやすいというふうになりがちな制度を、攻める側にとってのハードルを更に引き上げる３分の１ルールの市場内取引への適用ということだけをやりますと、結局は買収が一方的に難しくなるという結論になってしまうのではないか、ここを大いに懸念するわけです。

それに対しては、いやいや、そんなことはないよ、欧州型に移行すれば、

全部買付義務もセットになれば確かに買収はしくにいけれども、一方で、ある意味恣意的に、友好的な人だから50％買わせてあげるとか、そういうこともできなくなるので、経営者の恣意はある程度束縛されるし、本格的な欧州型になると、当然、買収防衛策もやってはいけないということとセットになるはずで、それはそれでいいのではないかという意見もあるかと思います。

ただ、この点に関しては、どうのでしょうか。いいか悪いかということはいろいろ問題がありますが、３分の２未満と３分の１超で、その間のところで部分買付を容認すべきというのは、もしかすると、少なくとも市場関係者のほとんどが考えているところで、全部買付義務を、３分の１を超えるとき、あるいは30％を超えるときに必ず入れるというのは、なかなか現実的ではないのかなという気がいたします。

また、欧州の制度と日本の制度を比較した場合、時々言われるのは、欧州の制度は事後規制型、日本の制度は事前規制型で、一見すると日本の制度のほうが厳しいようですが、欧州の制度は事後規制とは言いながら、実際には30％になるとTOB強制がかかってしまうものですから、一歩手前で踏みとどまるということが現実には起きていて、ある意味事前規制になっているのではないかというご指摘があります。そのとおりだとは思うのですが、そうは言っても、うっかり３分の１を超えてしまったらTOB強制違反というのはなかなか厳しい制度で、これを市場内取引にも及ぼすということになると、欧州以上にある意味では買収を抑制する可能性があるのではないかという気がいたします。

さらに言えば、欧州型は、株主の離脱権、要するにこの会社の株主をやめることを保証して少数株主保護になる、理屈から言うとそういう感じするのですが、これは本当かという疑問が若干ございます。最近の大型の買収というか、MBOに近いものを見ていて思ったのですが、例えば昨今話題になった東芝のケースは、個人の零細株主がたくさんいた会社ですが、TOBへの応募率が意外と低かった、なぜかというと、もちろん値段に不満があるとかいう人もいた可能性はありますが、一番大きな理由は、証券会社に新しく口

座を開かなければいけないという問題です。公開買付代理人のところに口座がない人は、そこに口座を新たに開いて、自分の現在持っている口座から東芝株を移管して初めて TOB に応募できる、こうなっているのです。これは大変面倒な話です。

そうすると何が起きるかというと、企業買収や TOB 制度の実情をよく知っている人は、結局スクイーズアウトするのでしょう、スクイーズアウトするときの価格は何だかんだいって TOB 価格を下回ることはないのでしょう、下回ったら多分裁判所に怒られるからそういうことはないのでしょう、だったら慌てて応募するのも面倒くさいから放っておこう、こういうことを考える人もいるのです。

私は東芝の案件はほぼ 100％応募するのではないかと思っていたら、ふたをあけてみたら 90％にもならなくて、その結果、強制取得（特別支配株主の株式等売渡請求、会社法 179 条～179 条の 10）ができなくて、少数株主をキャッシュアウトするための株式併合をやるための総会を開かなければいけないということになっているようです。これを見ていますと、本当は TOB が成立してほしいと思っているし応募する意思もある人が、単純に事務手続上の煩雑さから応募しないという行動をとることが現実にあって、東芝の場合はとにかく TOB 自体は成立したのですが、これがかなりの数に広がると、結局 TOB 自体が成立しないという問題も出てきてしまう可能性すらあるのではないか。

これをどうしろということを金融審で議論してほしいと言っているわけではないのですが、事務手続上の問題も考えないと、制度をこういうふうに設計したから理論的にこれで問題がないはずだというのが果たしていいのだろうかという気がいたします。

また、欧州型ということが議論されるときに、どうしても全部買付義務とか TOB 強制の話ばかりに焦点が当たるのですが、私は価格規制が結構大事なのではないかと思っております。いろんな例を見ていますと、今何となく株価が下がっているから TOB をかけてしまおうという感じの行動が意外に

あります。もちろんそのときには経営者との合意もできていて、友好的なTOBとして、言ってみれば比較的安い価格で、ただ直近の株価に対してはプレミアムがついていますから、一定の説得力を持つという形で買収が行われることは結構あります。

でも、EUのルールですと、過去１年以内の取得価格の最高値より下でTOBをかけてはいけないということになっているわけです。これなんかは、そういう機会主義的な行動を抑制する、そういう意味で少数株主の保護になるいい制度だという気がするのですが、こういうところにももうちょっと目を向けたほうがいいのではないかなという気がします。

また、全面的欧州型でないとしても、少なくともTOB強制が市場内、市場外を問わず適用されることになると、少なくとも株主に平等の応募機会を提供するという意味では前進でしょう。ただ、平等の応募機会というのは、先ほど申し上げたように事務的な問題があって、本当に平等に応募機会が提供されていると言えるのかというのは、やや疑問はあるのですが、そんな感じがいたします。

もう１つ、私も議事録をちゃんと読めていないのかもしれませんが、何となく議論になってなさそうな気がするのが３分の１に達しない株式取得の問題です。今のTOB制度は、何も知らないで条文だけ読みますと、５％強を取得するときにはTOBをかけなさいと書いてあるように読めます（金商法27条の２第１項１号）。ただ、著しく少数の者からの買付けは例外ですというのがあること（金商法施行令６条の２第３項）を皆さん利用して、５％から３分の１のところでは取得する相手を10人以下にすることでTOB強制を免れているわけです。

このことを悪いとは私は全然思わないのですが、ただ、なぜこういう制度になっているのでしょうか。通説的には、金融商品取引市場の中は透明性があり、誰でも参加でき、公平な場だから、そこで５％、10％取得することについてTOBは必要ない、それに対して市場外で取得する場合には、声をかけられる人たちに圧力がかかることになるから大勢の人に声をかけてはいけ

ない、こういう説明になっているのです。

そうすると、仮に３分の１ルールを市場内の取引にも適用するとなったときに、金融商品取引市場の中と外が本質的に違うという、５％から３分の１の取得に対する規制の根拠になっている考え方を維持していいのでしょうかという疑問が生じるわけです。

これに対する一番極端な意見は、所有割合が５％超となる取得は、どこでやろうが全部 TOB 強制にしろというものでしょう。ただこれは、それこそさっきの、昔経済団体なんかからも出ていた企業の戦略的行動を妨げる無意味な規制であるという感じが大いにするわけで、世界に例を見ない規制ですし、全然現実的ではありません。とすれば、逆に、取引所市場内も市場外も同じことなのだから、５％から３分の１の取得は著しく少数の者からの取得以外も含めて自由であるとするのが筋のような気がするのですが、その辺の議論はどうのだろうなという気がします。

もう１つ、資料の記載の順番は前後しますが、市場内の取引に３分の１ルールを適用することになるのであれば、３分の１を超えるような支配権の変動が生じる際には TOB が必要であるという議論に持っていくのだという感じがします。そうなれば、第三者割当てであれ自社株処分であれ、とにかく取得した人の所有割合が３分の１を超える場合は、全て TOB 規制を適用しなければいけないということに論理的になるのではないかという気がします。

私がちょっと懸念しておりますのは、どうしても審議会での検討ですと、アジェンダがどんどん出されてきて、論点１番の見直しについては支持する人が多い、２番はあまり支持する人がいない、３番は支持する人が多いみたいな形で順番に解決していきがちです。これはある意味合理的なやり方ですが、TOB・大量保有報告制度の見直しをそのような手法で進めて、果たしていいのだろうかという疑問が大いにございます。

先ほど、そもそも買収ルールは TOB 制度と防衛策とセットじゃないとねということを申しましたが、TOB 制度・大量保有報告制度の中の細かいところも、本来これとこれはセットというものがたくさんあるのではないで

しょうか。例えば東京機械みたいなことがあってはいけないから、市場内取引に TOB だと。それにはみんな賛成したとして、それだけやってしまうと、先ほど申しましたように、これはただ単に買収のハードルが上がっただけということになるのではないかという気がします。

もっと細かいところで見ていっても、例えば今、３分の１ルールからのオプトアウトということを認めるべきではないか、今日はご欠席ですが、飯田先生が理論研究でご主張されていて（飯田秀総『公開買付規制の基礎理論』商事法務（2015）第二部）、それはなるほど、というところがあるのですが、飯田先生は、なぜそうかということを説明される中で、３分の１ルールが市場内の取引にも適用されていないということは、少数株主が３分の１超の支配株式が変動するときに退出する権利を保証されているというわけではない、そういう既得権みたいなものがあるわけではないから、それを奪うような改正も正当化されるという議論をされているのです（前掲書 249 頁）。

そうすると、３分の１ルールを市場内にも適用するということになったら、この議論は妥当しなくなってしまうわけです。これは、別に飯田先生が間違っているとかそういうことを言うわけではないのです。要は、３分の１ルールを市場内取引にも適用するのかしないのかということが、株主総会決議によるオプトアウトを認めたほうがいいのか、どっちでもいいのかという問題にもはね返ってくる、こういうことがほかにもいろいろあるのではないかということを大いに懸念するわけです。

私の理解では、金融審のワーキング・グループでは、市場内取引に TOB 強制を課すかという問題と、もう１つ大きな焦点になっていることとして、強圧性を解消するために、あるいは緩和するために、買付期間の延長制度を導入してはどうかという議論があると理解しております。これに関しては、３分の１ルールの適用範囲とはあまり関係のない話のような気がして、単純にこれはこれで独立した問題として検討してもいいのではないでしょうか。

私はちゃんと精緻な分析ができていないのですが、今申し上げたのはあくまで例で、これとこれはセットだけど、これとこれはセットでない、これを

こっちに動かすと買収をやりにくくしてしまうけど、これをあっちに動かすとむしろやりやすくする、そういう仕分けをきちっとした上で、あるべき日本市場の姿を描いていかないと、この点はどうも賛同してくれる人が多そうだから決めましょうという形で順番に議論していくと、結果的にでき上がる制度が、今もともと買収がやや仕掛けにくく守りやすいという感じになっているものを、さらに偏った方向に動かしてしまうリスクが非常に大きいのではないかという気がします。

そのことは資料の最後に書いておりますが、さっきアメリカの話、あるいは中国の研究者の方の意見でも申しましたように、世界的に見れば、株主アクティビズムあるいは同意なき買収というか､敵対的買収というか､そういったものが企業価値を高める、経営に規律をもたらすという考え方は、ほとんどの人に支持されているような気がしていまして、そういう行動に対してネガティブな影響を過度に及ぼすような制度改正は極力避けなければいけないのではないかなという気がするわけです。

以上、雑駁な話で申しわけないのですが、私のほうからはこのくらいにいたしまして、私への質問というより、皆さんでご議論していただければと思う次第でございます。どうもご清聴ありがとうございました。

［討議］

○**神作会長**　大崎先生、大変貴重で明快なご報告、誠にありがとうございました。

それでは、ただいまの大崎先生のご報告について、どなたからでもご自由にご質問やご意見を頂戴できればと思います。いかがでしょうか。

○**三井オブザーバー**　まず大変クリアにうまくバランスのとれた形で全体像をまとめていただいて、本当に感謝します。全体として非常に得心してお聞きいたしました。ご説明の中で、１つ、イギリス型のもので､特に M&A ファイナンスをやっていらっしゃる金融マンの方の感じがもし聞けたらと思っての質問です。

イギリス型のルールだと、全部買付義務があって、しかもファイナンスをつけなければならないというのがシティ・コードにあって、それをディスクロージャーしなければいけない、そうすると、特に大型の会社が対象会社（ターゲットカンパニー）だと多額の資金が要る、この点についての質問です。

たしか大崎先生と一緒にイギリスへ調査に行きFAの方にお聞きしたときに、「そんなに問題ですかね。お金はつくのです。」みたいなリアクションがあって、これが日本とイギリスの金融機関の大きな違いのような印象を受けたことが今でも記憶に残っています。

大崎先生のおっしゃった、買収によって企業価値を上げられるかどうかということに強く重きを置いているファイナンスをする立場から見ると、買収資金の確保にはいろいろな金融手段があって、対象会社の資産を担保にとることもできるとすると、企業価値が上がるのかどうかをかなり厳格にというかしっかり見極めて、そういう意味では、M&Aファイナンスとして十分に元が取れるファイナンスであれば資金は出やすいし、M&Aをやった結果、どうもそんなに利益が出そうもないとか事業内容が改善しそうもないということであれば、ファイナンスが出ないという形で、金融機関からも、ガバナンスが働いているかもしれないと感じた次第です。

プロの金融マンから見て、現状の経営陣よりも買収する人が経営した方が明らかに企業価値を上げられると得心すれば、金融環境にもよると思いますけれども、もしかしたら、かなり巨額でもファイナンスがつき、その場合には、M&Aがしやすくなる、買収しやすくなるのではないかとも思われます。

確かに巨額のお金が要るので安易な買収はできないようにガバナンスが働く一方で、現行の経営が非常にまずくて、改善の余地が大きくて、この買収者なら改善するという確信を金融機関が持つと、ファイナンスが出る、相対で取得して、30%、33%を超えると全部買付義務がかかって、ファイナンスの手当てがついているので、買付価格がよければ過半をとれてしまうという意味で、逆に、この仕組みは買収しやすい方向に働くという面もあるかもしれない。それは買収される側から見ると脅威になるので、欧州型制度はその

面からも議論になるかもしれません。

そういう買収ファイナンスについて、日本のマーケットで考えたときにどんなふうに見ていらっしゃるか。例えば、イギリス型・欧州型の公開買付制度を日本において導入すると仮定すると、日本のM&Aファイナンスの現状の下でどういう効果になるだろう、イギリスと同じような感じなのか、違う感じになるのか、もしご感触とかご意見とかがあったらお聞きしたいと思います。

○**大崎報告者**　私も本当の実務感覚的なものは全くわかりませんが、確かに「買収は仕掛けにくく」という書き方にしてしまいましたが、ある意味、まさにおっしゃったように、ヨーロッパ型については「安易な買収は仕掛けにくく」というのが正しい表現かなという気がします。

以前は、「ヨーロッパ型にすると物すごく時価総額が大きいと買収不可能になるじゃないですか。」なんて安易に言っていましたが、イーロン・マスクさんがツイッターを買うということが現実に起きました。これはもちろんアメリカで起きたことですが、時価総額が巨大であるということは、実はさほど障害にならない場合もあり、ちゃんとしたポストM&Aのプランがあり、それなりに信用度のある人が前面に出てくると、ちゃんとお金も集まって、できてしまうということを実感しました。その意味では、確かにヨーロッパ型になったら単純に買収がやりにくくなるということではないのだろうという感じはいたします。

実務家の方あるいは金融機関の方もおられるので、お金のつき方について、何かご知見があれば、ぜひ教えていただきたいのですが。

○**宮下委員**　金融マンとしての感覚ではないので、非常に素人的な意見になるかもしれませんが、単純に比較の問題として考えた場合、イギリス型か、そうではない場合かで買収がしやすくなるか、しにくくなるかということで言うと、部分買付けができない場合は、部分買付けができないことによってかなり手段が限定されるということは現実にあるかなと思っています。

私がM&Aのリーガルアドバイザーとして検討に関与している際も、40%

や51％であれば可能であるが、100％の買収は、財務的に、あるいは資金的に難しいという場面は実際に多くあります。

逆に、同意なき買収を懸念している側においても、想定される相手方の資金力や財務余力からすると、40％や51％の買収提案はあるかもしれないけれども100％の買収は無理だという分析がされることは多く、買収は常に100％しかできないとすると、資金面・財務面での制約により行うことができないということは、現実に相当程度は起こり得るのではないかという感覚はあります。

○**大崎報告者**　宮下先生のおっしゃるとおりだと思いますが、それが今度は企業価値の向上とどうリンクしてくるかという点について、私は非常に大きな問題があると思います。

そういう意味で懸念するのは、いわば安易な部分買付が、しかも経営者の同意のもとで行われるというケースです。経営者が同意しているので、防衛策は発動されなくて買収は成立するけれども、本当に企業価値の向上に資するのかというと、はたから見ているととてもそうは思えないみたいなことが、まかり通ってしまうのではないかという気がします。

もし本当にこいつが来れば企業価値が向上すると思ったらお金もつくだろうという話からすると、お金がつかないこと自体にみんなが眉唾で見ているという現実があるような気がします。これは全くの感想です。

○**神作会長**　次のほかの質問も含めて、ご発言、ご意見、ご質問をいただければと思います。いかがでしょうか。

○**齊藤委員**　本日は、現在議論されている重要な課題について貴重なご報告をいただきまして、誠にありがとうございました。大変勉強になりました。

金融審議会のＷＧで議論が始まったとき、欧州型への移行というのが割と前面に出たご提案になっていて、しかも早期に結論を出すということも言われておりましたことを、少し驚きをもって受け止めました。欧州型への移行は、確かに昔から議論にはなっていましたが、この２、３年に多くの人が強く主張している、といえる状況になった、とまではないように思っておりま

したので、年内にいきなり欧州型へ移行するかどうかの結論を出す、というのは、随分と思い切ったご提案だと思いました。仮に、そのように早期に結論を出すのであれば、学界等も含めてさまざまなところで議論が必要ではないかと思いましたので、本日、先生がこのように分析し、議論の場を提供くださったことにつきまして、大変ありがたいことだと感じております。

先生がまとめてくださったように、欧州型への移行というのはいくつかの規律のセットで考えていかなければいけないと思われまして、少なくとも、強制的 TOB、取締役の中立義務と、価格規制くらいはセットで考えなければいけないはずなのですが、例えば取締役の中立義務などは、日本においては、会社法の領域にもかかわるものなので、金融審のＷＧでどこまで話ができるのかということも含めて、実際に立法に至るまでにはさまざまな課題があるように思っております。

これらの規律のパッケージのうち、どこから話を始めるのかということですが、まずは、投資家保護の観点から、部分買付を認めてよいかというところが出発点となり、部分買付を認めないなら、それは買付者側にとっても負担が増すことになりますので、次に、買収防衛策の部分で、対象会社側の買収防衛策を原則として禁止することを通じてバランスをとっていくということになろうか、と思っています。

買収者と対象会社の双方に譲歩を求める英国型の規律は、投資家、発行会社、投資銀行、その他の金融関係者が地理的に限られた場所に集まっているシティにおける、市場はこうあるべきという市場関係者のモラルといいますか、共通理解のもとに作られているように思われます。アメリカの市場は、英国のような市場関係者による自主規制の伝統があるというわけではなく、何か問題があれば、必要に応じて連邦法が強力な開示規制などを入れていくが、経営者側の行為規範は、連邦法と必ずしも足並みをそろえるとは限らない州法に委ねられている、という分権化された世界ですので、デラウェア州型は、アメリカの法形成の事情により、そうならざるをえなかったというところがあるように感じています。

英国のパネルのコードの意義の１つは、売り手となる投資家の保護があるのだと思われ、日本においても同様の欧州型を目指すのであれば、投資家保護として部分買付を原則禁止するべきであるという政策判断が必要になってきそうですが、現在の日本の議論で、投資家の側における全部買付義務を入れてほしいという主張がどこまで強いか、計りかねています。その声が大きくならないと、欧州型への移行に向けた強い流れがなかなかできないのではないかと思っています。

そこで、欧州型への移行には、投資家からの強い要望が必要だという見立てと、現在その声があまり大きくないのではないかという評価の点につきまして、先生のお考えをお伺いできますでしょうか。

○**大崎報告者**　大きいか小さいかというと、確かに部分買付が問題であるということを声高に言っておられる、特に日本国内における有力機関投資家はあまり思い当たらないなと思います。

ただ、実は、私のゼミで一緒に勉強した人がアメリカへ行って対日投資のファンドをやっておられまして、その方が、「日本の TOB 制度の最大の問題は部分買付が認められていることだ」という論文をネットメディアに書いて、一部で注目されました（Toby Rodes＝槙野尚「米国投資家から見た日本の部分 TOB における諸問題」『金融資本市場展望』2022 年５月 30 日掲載）。だから、そういう意見は確かにあるということです。

その筆者の方とその点について議論したときに、「全部買付義務が入ると買収がやりにくくなるということを懸念しないのですか。」と言ったら、先ほど三井さんがおっしゃったことと割と近いことをおっしゃっていました。要は、「真剣な買収はそんなことで阻害されることはない。安易なものとか、グリーンメーラー的な行動とかは抑制されるのだから、自分たちみたいな真っすぐな投資家としたら、企業価値向上につながるような買収を抑制せず、どうでもいいような買収の動きみたいなものを排除するなら、数が減るのは別にいいのではないか。」みたいなことをおっしゃっていました。そういう意見は、多分全然ないということはないと思います。ただ、私が流れとして

ちょっと懸念しているのは、まさに欧州型に一足飛びに行くのはいかがなものでしょうかという点です。

私も、価値判断としては、欧州へ行っていろいろな人の話を聞いたということもあって、欧州型はすっきりしていてわかりやすいし、いい制度だなと思う一方で、本当にそこへ一足飛びに行けるのかというと、なかなか現実的には難しいだろうとも思います。そうすると、結局、起きることは、市場内取引も３分の１ルールの適用対象にしましょう、プラス３分の１はもしかしたら高過ぎるから30％に閾値を下げましょうみたいなことだけが実現してしまう、それは最もよくない最終的な仕上がりにつながるのではないかということを大いに懸念しているところでございます。

○宮下委員　今のお話の関連で申し上げると、立場によって見方がかなり違うところはあるのかなという感じがします。

私はどちらかというと日本の事業会社のサイドで仕事をすることが多いのですが、日本の事業会社から見た場合は、先ほどの話で、100％の買収はできないけれども、50％だったらできるということが往々にしてあり、そういうM&Aが全部企業価値に資するものではないのかというと、決してそんなことはないと思います。

親子上場自体の是非についての議論はもちろんあるとは思いますが、日本で実際に行われている買収には、部分買収が多くあって、その中には当然、企業価値を高めるようなM&Aは多くあると思っています。もしそれができなくなると、企業価値を向上させるM&Aが阻害される効果はやはりあるのではないかと思います。

逆に、投資家の立場から見た場合に、全部買付義務があったほうがいいというのは、買収が行われるときは、投資家は部分買付けだと按分で手残り株が生じてしまい､都合が良くないという事情があります。投資家から見ると、売却するときは全部売却したいというニーズがあるため、全部買付義務に賛成という方向へ行きやすいのではないかと思います。

ですので、企業価値が向上するM&Aに対してどのような効果があるの

かは、それぞれの立場によって見方が違うところがあるのではないかと思います。

○三井オブザーバー　２点述べさせていただきたいと思います。一つ目は、部分買付で中途半端な少数株主がいるという状態をどう考えるかについては、この10年間でコーポレートガバナンスのコンテクストで大議論が行われてきた論点だと思います。部分買付のときに企業価値の向上にならない強圧的な買収が行われやすいとか、親子上場や、部分買い付けの結果企業価値の向上に資さない場合があるとも言われています。それでは、部分買い付けや親子上場を全廃できるかといえば、日本的な経営の中で簡単にはなくせないものと理解しています。

そうした中で、如何に改革を進めていくか議論が続いていると思います。つまり、全体的としては何か変えていかなければいけないというモーメントはあって、単にやめられないからそのままにしようということでもなかったのかなと感じている点が１つ目です。

２つ目は、現行ＴＯＢ規制は非常に複雑な構造になっており、大崎先生の資料の16ページの真ん中辺にも「うっかりミスでもTOB強制違反となりかねない事前規制」とあります。これは事業会社であれ、投資ファンドであれ、法律事務所であれ、この問題はずっと議論されてきていて、個人的には、この実務上の困難性が現行制度のままでは中長的に持続可能でないと感じさせられる理由の一つです。

そういう意味でも、今の日本の事前規制型の強制買付は、事後買い付け強制型のヨーロッパ型にはない、ほかの国に比べても日本の難しいところがあり、何らかの改正は要るのではないかと思っていたところです。では、欧州型の全部買付規制がよいかどうかということになると、それはそれでハードルもあるし、日本の企業風土に合うかどうかという議論もある。今までそういうことを感じておりました。

○松尾委員　２つありまして、１つは小さいことなので先に申しますと、16ページの欧州型が現実的かどうかのところで、現在、TOBのときに口座を

移さないといけないという問題があると書かれていますが、この技術的な問題は、およそTOBについてどんなルールをとるかにかかわらず、TOBという制度の本来の機能を発揮させようと思うと解決しないといけない問題かと思います。これはこれで独立して検討したほうがよい問題かなと感じました。

２つ目はもっと本質的なことです。本日のご報告の中で、昨年、一昨年の買収防衛の裁判例が続き、そして市場内取引にもTOB規制をという流れは、私は裁判例の中で市場内取引であっても強圧性が生じる場合があるということが示されたことへの対応だと考えております。

そうすると、さっき何をセットで論じるかということをおっしゃいましたが、仮に欧州型、全部買付義務を課さなくても、３分の１あるいは30％になった時点で公開買付をさせたほうが、今の状況で市場内取引を許すよりも強圧性が減少する、そういう判断があるのだと思います。ここがどうつながるかというのも、もう少し詰めたほうがいいのかなと思いました。

また、５％ルール、大量保有報告の実効性確保も恐らく関係すると思っております。三ツ星の例などで書かれていましたが、会社側が協調行動者と疑われる者を特定して、その人たちによる買い増しを何とかとめようとしているときに、これがもし大量保有報告で適切に把握できるのであれば、情報のないところで買い進められることはなくなるので、強圧性の減少につながり得ると思いますが、大量保有報告で協調行動者を適切に把握して実効性を確保するのは難しいと考えたほうがよいのでしょうかという質問です。

○**大崎報告者**　最初のご指摘は全くそのとおりだと思っています。私の資料については、全部つながっていると書いたつもりではなく、とにかく思いついた順に書いたものですから、口座の開設の問題は独立した重大な問題だと思っております。ただ、法制度の話ではないので、審議会の議論にはなじまないような気はしますが、切実な問題だと思っております。

それから、大量保有報告の実効性確保の話です。まず、物すごくたくさん違反があるようであるということで、それは実効性を確保すべき当局側の怠

慢ではないかみたいなことを言う人も一部いたように思いますが、それはちょっと誤解があるように思っています。

何といっても、大量保有報告書というのはあらゆる人がEDINETを使って提出しなければならないという唯一の書類であります。普通は、EDINETで書類を出すのは上場会社とか、あるいは募集又は売出しをやるとか、特別な立場になった人に限られるわけです。もちろん５％の株を持ったというのも特別な立場ではありますけれども、ある意味、自分では意識しないままに大量保有報告書や変更報告書の報告義務が発生してしまっているというケースが多分かなりの数あるのであろうという気がしております。その点は誤解があるのかなという感じがしております。

もう１つは、協調行動をとっている人とか、それはTOB規制のほうの共同保有者についても同じですが、しかしこれは難しい問題です。つまり、極論すれば内心のことなので、そんなこと違うよと言われたときに、違わないだろうということを立証するのは難しい。見かけ上は複数の法人で実はみんな同じだったということが客観的に証明できる場合は、これはもう明らかに脱法行動であると言うことができるのですが、そうでない場合は非常に難しいです。

かつ、これもいろいろな方がおっしゃっていることですが、「エンフォースメントしてみて、罰金を科して、課徴金を課して、それで一体どうなるのか。会社は乗っ取られてしまったじゃないか。」と言われると、そんなことも確かにないわけではないのだろうという気がします。

ただ、大量保有報告書というものが、企業を現在の経営陣を守るものとして機能しなければいけないというのは本当だろうかという問題意識も私にはございます。大量保有報告書に一体何を求めるのかということではないかと思います。かつ、３分の１ルールを仮に市場内取引にも適用するということになれば、共同保有の問題はさておき、最終的に本当に100％取得するような場合、必ずTOBがどこかでかかるとすることになるわけで、TOB強制の適用が及ばない段階での保有割合の透明性について、そんなに目を三角に

する必要があるのかという疑問も出てきます。

実際、イギリスは非常に特殊で３％から１％刻みとか、すごいことになっていますが、欧州だと５％、10％、15％とか、国によってはもうちょっと刻みの粗いのもあったり、割とラフで、細かく追求しないという感じになっています。日本でも、もし３分の１ルールを市場内にも適用するのであれば、大量保有報告書についてはむしろ提出負担を軽減するような方向で見直すべきなのではないかと個人的には思っています。

とりわけ、もし３分の１ルールの適用範囲を拡げるのであれば、特例報告については、今までどんどん厳しくしてきましたが、もう四半期に１回、その時点の残高を開示するだけでいいというくらいにしないといけないように思います。企業に対して、誰が何％持っているかを知らしめることはそれほど重要な保護すべき利益なのだろうかと、率直に疑問です。

つまり、企業は誰が株主であろうが、企業価値を向上させる努力をして、株主共同の利益を高めていくということをすればいいはずで、あるファンドが何％持っているということにそんなに神経質にならないといけないのかどうか、私はちょっと疑問に思っております。

○宮下委員　ご報告の中で、中国の証券法における「スロー・ウォークルール」についてのご紹介がありました。私は初めてこのルールを知ったので、大変勉強になりました。

先ほどのご報告の際にご説明があったと思いますが、私がしっかり理解できなくて、11 ページに書かれているのは「大量保有報告書提出後の急速な追加買付けを禁じる」ということです。そうだとすると、このルールの意味するところは、情報開示していても追加買付けを禁じるということなので、情報開示のルールというよりは、買い方そのものに対する規制ということになるかと思いました。その趣旨はどのような点にあるのかということなのですが、パーセンテージにかかわらず買付け方が急速だと強圧性があるという評価がされていて、そのような強圧性のある買付け方をしてはいけないという趣旨の制度だと理解すればよいか、ということが１点です。

もしそうだとすると、東京機械の事例と比較してそのような制度趣旨をどう評価するかということも興味が湧きました。東京機械の事例は、買付者の保有割合がかなりパーセンテージが高い状況で急速に買い上がっているので、保有割合が高いことも相俟って強圧性を生じさせているのだと考えると、ある程度保有割合が高い状況での買付けだけ規制すればいいということになって、３分の１を超えたところから市場買付けを規制するというところにつながりやすいのかもしれません。

一方で、中国の「スロー・ウォークルール」の考え方はもっと先に進んでいるというか、保有割合が高くなくても、単純に買い付けるスピードが速いというだけで、そこには強圧性があるので規制しようという考え方になっているのだろうかということが気になった点です。

もう１点は、もともと日本の大量保有報告制度にあったルールとして、大量保有報告書の提出義務が発生した後に、更に変更報告書の提出義務が発生するような買付けを行っている場合は、もともと提出義務が発生していた大量保有報告書を提出するときに変更報告書も同時に提出しなければいけないというルールがありましたが、平成 26 年度の金融商品取引法改正でこのルールをなくしています。

ただ、この東京機械の事例をみると、このような状況に対応するためには、そのルールが必要だったという事例にも見えます。大量保有報告書・変更報告書について、現在の法令上は提出期限内に提出しているものの、以前のルールであれば、その間に買い上がった部分に関しても同時に変更報告書を提出しなければいけない。それが実現していれば、一般投資家、一般株主は常に最新の情報に接していられることになったと思います。

このルールは、規制の趣旨としては、買い上がる側は、情報開示をする際に、さらに情報開示しなければならない買付けがあるのであれば、それは同時に情報開示することがフェアであるし、他の投資家の保護にも資するという考え方だと思いますが、それはそれですごくよくわかりますし、東京機械のような事例に対する１つの対応策になると思います。買付け方法自体を規

制するのではなく、あくまでも情報開示の面で規制していきましょうということであり、１つの考え方かなと思います。それについてどうお考えになりますかという点がご質問になります。

○**大崎報告者**　まず、中国の制度ですが、私も本当に正確に理解しているか、何せ中国語が読めないので心もとないのですが、基本的には中国の大量保有報告書は日本のような１％刻みではないのです。５％、次は10％です。どちらかというとEU型に近く、５％で出して、一回、３日とまって、10％で出すときはさらにもう６日とまる、そういう仕組みになっています。立法意図としては、恐らく５％とか10％とかいう重要な節目に買付者が達したということを市場に浸透させ、浸透し終わるまでは追加買付をさせないということなのだろうと思います。

ただ、それが買付けに対して物すごく抑制的ではないのは、５％の次が10％だからであって、これが日本みたいに１％刻みで入るとかなり身動きがとれなくなるなという感じはいたします。

かつ、中国の学者の人たちは、そういう一旦とめて情報を知らしめるということ自体についてもかなり疑問を持っておられます。アメリカなどが提出期限の10日を５日にしようと言っているときに、中国の場合は３日なので、もともと提出期限が非常に厳しいのに、とまらなきゃいけないというのをセットにして動きにくくするのはいかがなものかという意見があると承知しております。

もう１つおっしゃった点は、結局、大量保有報告書を何のために出してもらうのかということだと思います。今、宮下先生がおっしゃったような制度は、確かに意味があるなと思う一方で、さっきもちょっと申しましたが、仮に３分の１ルールを市場内取引にも全面的に適用するのであれば、３分の１に行くまでの保有状況の変化をそんなに厳格にフォローしなければいけないと考えるべきなのかどうかという気が大いにしてまいります。

３分の１なのか30％なのかという問題もあると思いますが、本当に支配権に影響を及ぼすような変動が出てきたときには結局TOBがかかるのであ

れば、そこへ行くまでは一般投資家は、いわば高みの見物とでもいいますか、実際にTOBがかかった段階で応じるか応じないかだけ考えればいいと割り切ることもできるのではないかという気がしています。

そういう意味では、私は正直、３分の１ルールを広げましょうという議論が、大量保有報告制度のほうは、むしろ緩和しましょうという議論とセットになっていないことについては、ちょっと違和感を持っております。

もともと2006年改正のときに、特に特例報告については世界で一番厳しいと言っていいレベルまで報告義務が厳しくなっておりますし、今度のアメリカの改正でも特例報告についても厳しくすることになっていますが、それでも開示頻度は日本の半分ぐらいにするという提案でとまっています[3]。さっきの共同保有をどうするかという問題がありますが、大量保有報告をどんどん厳しくすることが本当にいい道なのか、やや疑問を持っているところでございます。

○**松元委員**　ご報告いただきましてありがとうございました。大変勉強になりました。

私も、今回、すごく速いスケジュールでヨーロッパ型を取り入れていくことについての検討がされている点について、どういう根拠でこの改正をするのか、若干まだ腑に落ちていない部分があります。

市場内の場合でもTOB規制を課していくという点については、先ほど来出てきているように、市場内でも強圧性がある事案があったということで、納得しやすい面があるかなと思うのですが、更にそこから一足飛びに全部買付義務をヨーロッパのように課していくという理由については、必ずしもまだ説得的に示されていないのかなというところもあって、果たして全部買付義務まで課すべきなのか、まだ自分の中でモヤモヤしているところがあります。

---

[3]　規則案では取得した月の月末から５営業日以内に報告とされていた。しかし、実際に採択された規則では、大量保有の当初報告は取得した四半期末から45日以内とされることになり、日本の月２回の基準日から５以内という制度に比べて報告義務は格段に緩やかである。後掲資料参照。

それから、仮に全部買付義務を課した場合には、今日のご報告でも出てきていましたが、企業再編の自由度が減るのではないかというところも気になります。特に、会社がグループ子会社みたいなものを作りたいというときに、100％ではなく50％だけ買いたいとか、そういう場合に、全部買付義務が入ると、そういったアレンジメントは難しくなるのか。そういったところについて、ご感触があれば教えていただきたいと思います。

○**大崎報告者**　私は、これも、どこまでをセットにするかの問題だと思っています。

例えば、価格規制はなしで全部買付義務を入れたら、まず考えることは、ディスカウント全部買付をやってしまえばいいという話です。そうすると、常識的な投資家は応募しません。あらかじめ売ってもらう予定にしている人たちだけから買って、応募が40％しかなかったので40％取得しましたというふうにする。ある意味、これで片づいてしまうのです。そういう意味では、全部買付義務が企業再編を妨げるかというと、そういうことはない。

ただ、欧州型となると、私は価格規制がすごく大事だと思っています。要するに、買付者がオポチュニスティックに勝手な値段で買い増しをする、それが敵対的というか、経営者が同意していないとどんどんやっつけられてしまうけれども、経営者が同意していたらやり放題というのは、本当にそれでいいのかと、大いに疑問に思っております。

ですから、ご質問に対してはイエス・アンド・ノーみたいな感じで、全部買付義務があれば再編ができにくくなるというのは、そうではないだろうけれども、それはどこまでセットで制度を変えるかですよねということです。だから、先ほど来、市場内買付で東京機械みたいなことが横行していいのかと言われたら、それはあまりよくないなと思う一方で、そこだけ解決したら、結局、部分買付も含めた同意なき買収がやりにくくなって、一方で同意ある部分買付は自由にできてしまうということで本当にいいのか、そんな感じで思っているわけでございます。

○**神作会長**　私からご質問というかコメントをさせていただければと思いま

す。

３分の１ルールを市場内買付にも適用すべきだというのは、私も金融審の末席を汚させていただいて、かなりコンセンサスがあるように思います。その理由は、３分の１を超えた取得は、少なくとも上場会社については支配権に非常に強く影響を与えるだろう。そうすると、支配権の変動にかかわる情報と、支配権を取得しようとしている者の属性その他の情報は、市場の内外のいずれかで取得するかにかかわらず、投資家にとっては必要な情報でしょうという意見が強いと思います。

その先、大崎先生の指摘されたとおりで、私は、市場内買付けに３分の１ルールを及ぼす場合には何らかの形で価格規制を導入することが適当であると考えています。現に、市場内買付けに強制公開買付制度を適用しているEU 法においては、価格規制が存在しています。ただし、価格規制の非常に難しいですよね。市場内で取得する場合にも、公開買付けを強制した場合に、価格規制をするというのはなかなか難しい問題があると思いますが、しかしEU 法はそれをしているのですから、それらを参考にすることが考えられると思います。少なくとも、公開買付価格の相当性についての開示規制は導入しても良いのでないかと考えています。少なくとも私自身は、市場内買付けへの３分の１ルールの適用は、価格規制とセットだと理解しておりました。

ご質問は、今のような観点から申し上げますと、例えば 15 ページで非常におもしろい SEC のスタッフの分析を教えていただきました。これを拝見すると、例えば大量保有報告制度についてもアクティビストが買っているという情報は早く市場に出たほうがいいのかなという気がいたします。そうすると、結局、それも市場内、市場外にかかわらないのではないかという気もします。

私は不勉強でこの SEC のスタッフのレポートをまだ読んでいないのですが、こういった表を示して、だからさらにもっと期間を短縮すべきだ、５日でもまだ長い、あるいは市場内買付けについても、例えば公開買付規制の適用によって対応すべきだ、逆にそういう証拠にもなっているように思われる

のですが、そういった議論はアメリカには全くないのかというのが、まず第１のご質問です。

○**大崎報告者**　その点については、もちろんSECのスタッフが言っていること以外まで追っているわけではないので、もしかしたらコーポレートロイヤーの方などは大分違うご意見かもしれませんが、SECは、要するに提出期限の短縮を５日まででとめておけば、その間に自由に買い増しができるからいいという考えです。結局、「価格に十分に反映されない状態があるので、その間に安く買えるから邪魔していませんよ。」という言い方です。ですから、うんと情報開示を早くして、うんと早く価格に反映させたほうがいいという発想ではないのです。

結局、いわばオポチュニスティックにと言っていいかどうかわかりませんが、アクティビストが低コストで買い集めることはいいことであるという前提で話を進めている。もちろん、アクティビストの活動を過度に抑制するのではないかという批判に対する反論だから、そういうやや強引な理屈になっている可能性もありますが、少なくともそういう論理を使っているというのが非常に印象的です。

○**神作会長**　大変勉強になりました。そうすると、アメリカはどちらかというと開示規制としてこういうものを考えていますが、開示による効率性という観点からは、私は早いほうがいいように思うのですが、そこは大崎さんが報告の中で言われたように、単なる開示規制とか市場規制というよりも、まさに企業買収によって企業価値がどうなるかという、本来、日本的に言うと金商法の枠からちょっと飛び出た話がどうしても含まれているという理解でよろしいのでしょうか。

○**大崎報告者**　私は、少なくともSECのスタンスはどうもそういうふうに思っております。とにかく何でも早く価格に反映させればいい、ほかのところではそういうことも言っているように思いますが、それとは大分違うスタンスで臨んでいる気がいたします。

○**神作会長**　もう一点よろしいですか。平成26年の会社法改正のときも、

先ほどの質疑応答の中で触れられましたように、大量保有報告は、その実効的なエンフォースメントを図ることが非常に難しいルールだと思うのです。

諸外国はどうしているかというと、議決権をとめたり、場合によっては配当をとめる、それによって本当に困る人が届出をすることになるでしょう。そういう形でエンフォースメントを図ろうとしていると思いますが、日本はどういうわけか、そのような議論をすると財産権の侵害だとか、ほかの国ではあまりしていない議論でとまってしまう。この点は、私は非常に疑問に思っています。

公開買付規制についても同様であり、かつ、法的効果も甚大だと思いますが、大量保有報告制度についても、そのエンフォースメントが難しいところは、事前規制たる公開買付規制の場合と同様であり、それらの場合には違反者の株主権をエンフォースメントの実効的な確保にとって必要かつ相当な限りにおいて制約するというのは、私はありかなと考えていますが、大崎先生のご感触を教えていただければと思います。

○**大崎報告者**　私は会社法については半ば素人なので、あえて言うのですが、私はそれでいいのではないかと思っています。つまり、特にどういう感じで取得していたかとか、それをどのぐらい怠っていたかとか、そういうことにもよると思いますが、あえて罰金を払ってでも、懲役に行ってでも、とにかく会社を乗っ取れればいいみたいなことをする人たちの議決権をとめられないのはどうなのかというのは、私も非常に疑問に思います。

ただ、会社法側でどういう対応があるのか、結局、前の改正で議決権をとめましょうということは、最終的には立案されなかったと理解しています。現状ではなかなか難しいですが、私は、考え方としては、議決権を行使させないというのが一番正しいエンフォースメントのような気がいたします。

○**萬澤委員**　大変詳細なご報告、ありがとうございました。大変勉強させていただきました。特に６ページの「企業買収ルールの国際比較」で、公開買付規制と買収防衛策の導入について、セットで比較なさるという点は非常に興味深く、この点につき少し伺わせていただきたく思っております。

米国では買収が仕掛けやすく、対象会社による防衛が可能で、日本型は買収をやや仕掛けにくく､対象会社による防衛が可能と先生はご説明なさって、７ページで、とはいっても、日本の最近の裁判例では事前又は事後の株主総会による株主の意思確認が重視されているということで、本当にそのように言えるのか、すなわち、買収防衛策を導入することは、わが国では株主総会による意思確認が重視されている点で米国よりやりにくいのではないか、という批判を想定され、でも本当にそう言えるかということをお話しくださったと理解しております。

この点につき、米国では取締役会はほとんどが経営陣から独立している社外取締役で、しかもユノカル基準のもとで防衛策を導入するかどうかを決めなければならないのに対し、日本の取締役会では依然として社内の取締役が主導で、株主総会では政策保有株主、すなわち経営陣の味方の存在感が大きいのだから、むしろ米国より日本のほうが買収防衛策を導入するハードルは高くないのではないかというご趣旨だったという理解でよろしいでしょうか。

○**大崎報告者**　全くご理解のとおりで、表面上、株主総会権限か、取締役会権限かという比較の議論もあるけれども、結局のところ、日本のほうがアメリカよりも買収防衛策を実質的には発動しやすいと言ってしまっていいのではないでしょうか。一方で、３分の１ルールは厳然とあるわけですから、日本のほうが買収は仕掛けにくいと言ってしまっていいのではないかと考えております。

○**森本理事長**　今までの議論とやや観点が違うかもしれませんが、大崎さんの会社法と TOB 規制を合わせて企業買収ルールの程度を検討すべきだというのは全く賛成ですが、一方で、会社法と金商法では法益も違いますし、適用の範囲も違うわけです。例えば、先ほどから問題になっている買い集めにしても、日本で買い集めたら金商法が適用になりますが、アメリカとかヨーロッパで買われたら適用にならないのです。企業や株主構成や証券取引が国際化してくると、今は何となく一致しているという前提で議論されています

が、証券取引のルールと会社法のルールでは適用対象に相当なずれがあります。

そうすると、今、アクティビストが非常にやりたい放題していて、企業の経営にとってかなり障害になっているというという点も、株主提案権や、臨時総会を提案するとか、そういうことが非常にやりやすいなどの会社法の問題もかなりあるのではないかと思います。

一方で、そういうアクティビストが活動しやすいことを金商法で少し制限しようという感じがあります。それが法益や適用対象のずれからして、いいのかという点について、どのようにお考えになるのか、法律の専門の先生にお伺いしたいのですがいかがでしょうか。

○**神作会長**　これは大崎さんへのご質問ではなく、研究者に向けられたご質問のように承りました。

大変難しいご質問ですが、例えば私が勉強しているドイツの場合には、公開買付法を証取法から出して、いわば会社法と市場法がミックスされた単行法を作り、その中でさきほど齊藤さんが言及された取締役の中立義務を入れたり、スクイーズアウトの規制など会社法的な規定もどんどん取り込んでいます。

大崎さんも報告の中で言われたと思いますが、むしろ企業買収法といった法律を作って、そこで整理していくというのは、将来的には１つの方向性だと思います。そのようなことをしないで金商法と会社法の体系を別々にしたままで公開買付制度を改正しようとすると、森本さんが言われたようななかなか難しい問題が生じてくるのだと思いますし、どこまで調整できるのかという困難な問題が残ると思います。将来的に、もしかしたら体系自体を見直す必要があるような、非常に大きな話のような気がしております。

ほかの先生方も、ぜひご発言いただければと思います。

○**齊藤委員**　私が学界の現状をまとめられるわけでは決してないのですが、森本理事長のご発言を受けて、気がついた点がございます。

企業買収法の話をするときには、アクティビストや買収者というと、会社

の戦略などについて、経済的に合理的な、場合によっては先鋭的な要求をしてくる、例えば海外のファンドのようなイメージで語られることが多いところ、翻って、日本の株主提案権にかかる立法論議という話になりますと、そこで活動する株主像というのは、そのようなアクティビストも排除されているわけではないのですが、それとは異なる、特定の会社の業務や政策について、強い主張を持っている、しかし会社の支配権を取得や経営戦略への介入までは目指す予定のないような株主たちの存在感が割と強く、その人たちの活動をどこまで制約してよいかという議論になりがちです。

つまり、会社法の中で従来抱いている株主像と、企業買収という金商法と会社法の融合領域で出てくる典型的な投資家像がずれたまま議論されているかもしれません。だからどうなのかということではありませんが、それらの両方見据えながら、最終的には企業買収規制を作っていかなければいけないというご示唆をいただいたと思いました。

企業買収法のようなものを立法した場合には、例えば日本の会社の株主の異動については、たとえそれにかかるエクイティ証券が海外の市場でやりとりされていても、日本の企業買収法が適用されていくように作っていかなければ意味がないのではないか、と思われます。

○**神作会長**　ほかに会社法の研究者、三井さんにもご発言いただければ大変ありがたいと思います。

○**三井オブザーバー**　前回の会社法改正のときに、重大な公開買付規制違反や大量保有報告違反をして株主になった者について、議決権の制限という規定を会社法に入れてくださいとお願いに行った担当者だったので、少し弁明させていただきます。例えば、ディスクロージャー書類は、今、日本だと金融庁の EDINET に載っていますが、ドイツは法務局だそうです。なので、公開会社法的なものが、会社法でもあり資本市場法でもあるという明確な位置付けがヨーロッパ法にはあります。

ではアメリカ法はどうかというと、これは別に資本市場法と会社法が分かれているわけではなく、連邦法と州法が分かれているという問題のように見

受けられます。これは連邦法と州法の権限問題だから、連邦と州の権限問題さえクリアされれば、会社法的な問題にも踏み込もうとしているようにも見受けられます。むしろ日本は、会社法が連邦か州かにかかわりなく、資本市場法と会社法を分けているという面でユニークな国とみることもできるのではないでしょうか。

そうはいっても、事実上この問題はそう簡単には解決できそうにないと思われたので、（会社法と金融商品取引法とを）ブリッジすることはできないでしょうか、どこでどのぐらいできるでしょうかというのを、法制審議会にも金融審議会にも入っている先生方にご相談して、このぐらいだったらもしかしたら許してもらえるかもしれないと思って提案しました。

幸い、多く法律家の賛同を得て法制審議会はクリアしたのですが、法制局の一部の幹部の方の了解をいただくことができず、廃案になりました。

反対の方の理由を必ずしも正しく理解はできていないと思いますが、会社法は組織法、金商法は資本市場法、ということで、両者の趣旨目的は異なるので、相互にまたがる制度はまかりならん、ということのように聞こえました。ですが、上場会社を念頭におくと、常識的にみて悪質な方法で株式を取得した株主になった者が、大株主として議決権を行使して企業価値が損われる場合に、単に、その取得方法が悪質であることを違法であるとする規定がたまたま会社法以外の法律に規定されており、会社法が組織法で、金商法が資本市場法であり、両者は別だから、という理由だけで、法律家として、これを放置しておいてよいのかという宿題が残っているように思われます。

会社法制と資本市場法制の間の壁の問題は、どうも先進国では日本の特殊性のようにも見える問題なので、どこかでクリアしていきたいと思っていることです。例えば、開示書類については、なぜか、会社法と法益も考え方も違うはずの金商法上の有価証券報告書は会社法のディスクロージャー書類との関係で調整がされています。会社法と金商法は、ある意味深い関係があり、制度上も何らかの接点はあってもいいし、できれば見つけてほしいなという気持ちがございます。

〇神作会長　大変貴重なお話をありがとうございました。

定刻を過ぎてしまっております。本日は大変充実したご報告と討議をいただき、誠にありがとうございました。貴重なご報告をご用意いただいた大崎先生には、改めて厚く御礼申し上げます。

ここで、今後の研究会の運営について申し上げます。次回は、議事次第にも記載してありますように、11 月 16 日（木）午後１時～３時に開催致します。宮下委員からご報告いただくこととなっております。

その後の運営につきましては、既に事務局より委員の皆様に報告を希望されるテーマと時期についてアンケートをとらせていただいておりますが、本日が締め切りとなっております。もしまだ未提出の委員の方がいらっしゃいましたら、可及的速やかにご提出をお願いいたします。皆様からのアンケートを集計した後、全体を調整して最終的に決定させていただきたいと存じますので、何とぞご協力のほどよろしくお願いいたします。

それでは、本日の研究会はこれにて閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

報告者レジュメ

金融商品取引法研究会第二回会合資料

TOB・大量保有報告制度の見直しについて

東京大学客員教授　大崎 貞和

株式会社野村総合研究所
未来創発センター
主席研究員

2023年10月13日

NRI

Envision the value,
Empower the change

ＴＯＢ・大量保有報告制度をめぐる検討の始動

■2023年3月2日の金融審議会総会で、公開買付（TOB）制度と大量保有報告制度等のあり方に関する検討を求める諮問がなされた。

- 「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」からの検討を進めるよう求めている。

■この背景には、①ＣＧコード、SSコードが定着するとともにアクティビスト・ファンドの活動が活発化していること、②2021年から22年にかけて敵対的買収をめぐる裁判例が相次いだこと、などがある。

■これまでの審議では、①欧州型規制への移行の可否、②TOB強制ルールの市場内取引への適用の可否、③大量保有報告制度のエンフォースメント強化、などが議論となっている。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

日本のＴＯＢ・大量保有報告制度

■ 1971年に米国法を参考にしながら導入。
- 資本自由化で外資による日本企業買収が増えるといった思惑から。

■ 1990年の改正で英国・欧州流のTOB強制制度導入。
- 制度導入当初はほとんど利用されず。敵対的買収の現実味が増したことで制度改正が求められるようになった。

■ 2005年のライブドアによるニッポン放送株式大量買い集め事件を契機に大幅な制度改正。
- TOB規制の精緻化や全部買付義務の部分的導入、大量保有報告制度の規制強化（特例報告の厳格化等）など。
- 2005年以前は、TOB強制制度が企業再編を妨げるといった声も強かったが一転して規制強化へ。

■ 制度改正は主として買収の脅威にさらされる事業会社の立場から求められてきたように感じられる。投資ファンド等と上場会社の対立関係が意識され、事業会社の経営戦略上のツールであることへの理解は乏しいように感じられる。
- アクティビストファンドによる働きかけが企業価値向上につながるという意識は薄い。
- 事業会社が他企業に敵対的買収を仕掛けることも現実化している。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（参考）ＴＯＢ強制をめぐる金商法の規制

買付け後の株券等保有割合とTOBの実施義務

買付け後の株券等所有割合	取引所金融商品市場外での買付け	取引所金融商品市場内での買付け
3分の1超	TOB必要（3分の2以上となる場合は全部買付義務あり）	TOB不要（既に3分の1超保有する者の買い増しには例外あり）
5％～3分の1	取引所市場に準ずるもの（一定の要件を満たすPTS）での買付けまたは60日間に10人以下の著しく少数の者から買付ける場合TOB不要	TOB不要
5％以下	TOB不要	TOB不要

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（参考）買収防衛策の仕組み

- ライブドアの株式買い集め以後、買収防衛策の導入が進む。
- 米国では予め発行しておいた新株予約権を既存株主に割当てるポイズン・ピルが一般的。
  - 防衛策の合理性と相当性を求めるユノカル基準、友好的買収の受入れに際して対抗買付けを募ることなどを求めるべきとするレブロン基準が判例で確立。
- 日本企業の多くは事前警告型買収防衛策を導入。
  - 買収者に対して事前の申し入れを要求（20％程度の取得について）。会社が設定したルールを遵守しない場合やニッポン放送事件の4要件に該当するような場合は、差別的行使要件を付した新株予約権を既存株主に割当てる。
  - 発動に当たって独立委員会による意見を求める仕組みが多い。
- 実際の発動例としては、脅威が生じた段階で株主総会を開き、特別決議によって差別的行使要件を付した新株予約権を発行した行為が容認されたブルドックソース事件（最決平成19・8・7）などがある。
  - 総会はもともと予定されていた定時総会だった。
- 近年では、機関投資家からの批判やコーポレートガバナンス・コードを受けて買収防衛策を廃止する企業が増えている。
  - 2022年4月時点で274社が買収防衛策を維持。ピークは2008年末の569社。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（参考）ブルドックソース事件最高裁決定のポイント

- 株主平等の原則は、「個々の株主の利益を保護するため、会社に対し、株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱うことを義務付けるものであるが、個々株主の利益は、一般的には、会社の存立、発展なしには考えられないものであるから、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを直ちに同原則の趣旨に反するものということはできない。」
- 特定の株主による経営支配権の取得が、株主共同の利益を害することになるか否かは、「最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。」
- 「株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、会社の価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては原則として著しく不公正な方法によるものと解すべきである」。しかし、本件はそうした場合には該当しない。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

企業買収ルールの国際比較

	シティ・コード型 （英国・EU）	デラウェア型 （米国）	日本型
TOB制度	30％以上の議決権取得は原則TOBによる。相対取引でも取得可能だが、取得後にTOB義務。義務的TOBは全部買付義務あり。	事前の明確なTOB義務はないが、市場の内外を問わず一定の要件に該当する大量買付けはTOBルールに従って行う必要。	市場内取引は原則TOB不要。市場外で保有割合が３分の1を超える場合TOB強制。3分の2以上となる場合全部買付義務。
大量保有報告制度	英国では3％で大量保有報告、1％以上の変動で変更報告。機関投資家の運用資産には5％、10％以外免除する規定あり。EU指令では５％、10％、15％といった閾値を超える際の大量保有報告、変更報告。	5％で大量保有報告。1％以上の変動で変更報告。機関投資家等は年1回。	5％で大量保有報告。1％以上の変動で変更報告。機関投資家等は月2回。
買収防衛策	取締役会のみの判断では導入・発動不可。株主総会特別決議で例外的に導入・発動可能。	防衛の必要性と手段の相当性がめられれば、取締役会のみの判断で発動可能。平時から導入している会社も多い。防衛策は買収条件引き上げ交渉の手段。	事前又は事後の総会承認を前提として、防衛の必要性と手段の相当性が認められれば発動可能。平時から導入している会社が少なくない。防衛策で買収阻止の例あり。
攻守のバランス	買収は仕掛けにくく、対象会社による防衛は困難。	買収は仕掛けやすく、対象会社による防衛が可能。	買収はやや仕掛けにくく、対象会社による防衛が可能。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

国際比較について

■実態に即した比較が重要ではないか。

■例えば、米国では買収防衛策の発動が取締役会限りで可能であるのに対し、日本では、最近の裁判例などからも事前または事後の株主総会による株主の意思確認が重視されているように思われる。

- このことから日本では米国に比べて買収防衛が難しい、ハードルが高いと考えてよいのか？
- 米国の取締役会は独立社外取締役が過半数、株主総会は企業価値向上に重点を置く機関投資家の発言力が大きい。
- 日本の取締役会は社内取締役主導（独立社外はプライム上場でも1/3目標）、株主総会では政策保有株主の存在感が大きい（持ち合い比率は低下しているが、依然30％を超える）。経営者と少数株主の利益相反の懸念を強く意識すべき。
- ファミリー企業が多く、創業者（家）と少数株主との利益相反が顕在化しやすい点にも留意すべき。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

敵対的買収をめぐる最近の展開

■2021年から22年にかけて買収防衛策発動をめぐる興味深い司法判断が相次いだ。

- 日邦産業事件（名古屋高決令和3・4・22資料版商事法務446号130頁）
- 日本アジアグループ事件（東京高決令和3・4・22資料版商事法務446号154頁）
- 富士興産事件（東京高決令和3・8・10資料版商事法務450号143頁）
- 東京機械製作所事件（東京高決令和3・11・18資料版商事法務453号97頁）
- 三ツ星事件（大阪高決令和4・7・21資料版商事法務461号143頁）

■ いずれもファンド等が敵対的買収を仕掛け、対象会社側が買収防衛策の発動を試みたというもの。日本アジアグループ事件（会社側のMBOが発端）と三ツ星事件（関係者を幅広く設定）以外では、買収防衛策の発動が容認された。

- 機関投資家からの批判を受けて平時導入の買収防衛策撤廃が続く中、買収者が実際に現れた「有事」における買収防衛策の導入・発動が事件化するようになった。
- 東京機械製作所事件では、市場で急速な買い集めを行った買収者に対してMoM (Majority of Minority)の決議によって承認された買収防衛策の発動が容認された。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（参考）東京機械製作所株買い集めの経緯

義務発生日	提出日	保有割合（%）	保有割合の増減（%）
2021年 7月13日	2021年 7月20日	8.08	－
7月14日	7月21日	15.02	6.94
7月15日	7月26日	21.16	6.14
7月19日	7月29日	23.79	2.63
7月20日	7月29日	26.50	2.71
7月21日	7月30日	32.72	6.22
8月 2日	8月10日	34.05	1.33
8月11日	8月18日	35.48	1.43
8月13日	8月20日	36.87	1.39
8月16日	8月23日	38.64	1.77
9月 6日	9月13日	39.94	1.30

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（参考）三ツ星事件

■投資ファンドが約7％を取得した時点で、有事導入型買収防衛策を導入。
- 会社側が投資ファンドの「関係者」だとした者の所有割合は約16％あった。

■買収者と「共同ないし協調して行動する者」への対抗策を規定した点が特徴。
- 協調行動者とされた者自身は、大量保有報告の共同保有者ではないとしていた。
- 大阪高裁は、会社側は防衛策を決議した株主総会で買収者の株主提案に賛成する旨の委任状を提出した者を協調行動者と認定しており、株主が真に現経営陣を支持する意思で賛成票を投じたかどうかに疑問が残り、防衛策として相当性を欠くと認定。

■「日本版ウルフパック」だとして、批判する見解もある（『商事法務』2307号）。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

大量保有報告制度の課題

■東京機械製作所事件では、「5営業日以内に報告」という規制を守りつつ、報告期限までに市場での買い増しを容易に行えることが明らかになった。
- 投資者が得られる情報と実態が乖離し、強圧性が生まれる。

■期限内に提出しない、共同保有者や保有目的に関する「虚偽」の記載へのエンフォースメントが行われないなど、規制が不十分との意見も。
- 10％未満を保有する機関投資家等は提出頻度が低く、記載内容も簡素化された特例報告を行うことが認められているが、保有目的が「純投資」ではなく「重要提案行為等を行うこと」である場合には、特例報告の利用は認められない。

■他方、共同保有者を幅広く認定したり、機関投資家等による特例報告利用の要件に係る「重要提案行為等」の内容を幅広く解釈すると、機関投資家によるエンゲージメントを阻害するとの意見もある。
- 中国証券法には大量保有報告書提出後の急速な追加買付けを禁じる「スロー・ウォークルール」があるが、研究者は対象会社をあまりに優位な立場に置き敵対的買収を阻害するとして批判的（神田・朱編（2023）109頁）。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（参考）重要提案行為等とは

■ 重要提案行為等とは、発行会社・子会社に係る以下の事項を株主総会や役員等に対して提案する行為（金商法施行令14条の8の2、大量保有府令16条）。

- 重要な財産の処分、譲受け
- 多額の借財
- 代表取締役の選解任
- 役員数や任期の重大な変更など、役員構成の重大な変更
- 支配人その他の重要な使用人の選解任
- 支店その他の重要な組織の設置、変更等
- 株式交換、株式移転、会社分割、合併
- 事業の全部または一部の譲渡、譲受け、休止・廃止
- 配当に関する方針の重要な変更
- 資本金の増減に関する方針の重要な変更
- 上場廃止、店頭登録取り消し
- 上場、店頭登録
- 資本政策に関する重要な変更（資本金の増減に関する方針の変更を除く）
- 解散
- 破産手続き開始等の申し立て

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

米国における大量保有報告制度の見直し

■2022年2月、米国SECは、大量保有報告書の提出期限短縮やエクイティ・デリバティブ取引を報告義務の対象とすることなどを柱とする大量保有報告制度見直し案を公表（SEC, Release No. 33-11030; 34-94211）。

■2023年4月からパブリックコメント募集を再開し、現時点では規則改正は未成立。

■規則改正案は、2004年にヘッジファンドによるエンプティ・ボーティングが大きな問題となったことをきっかけとしてM&A案件で防衛側に立つことの多い法律事務所が提出した2011年の請願書の内容を反映。

■有力な研究者らは、大量保有報告制度の厳格化が株主アクティビズムにネガティブな影響を与えるとして批判。

■2023年 4 月のSECスタッフ文書は、改正案が成立しても株主アクティビズムへの影響は限定的だとする。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

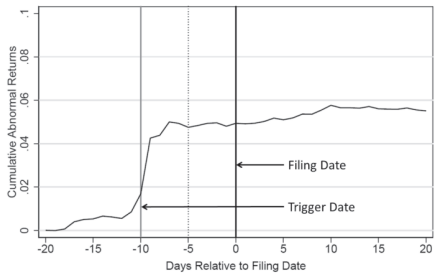
（参考）SECの提出期限短縮案の概要

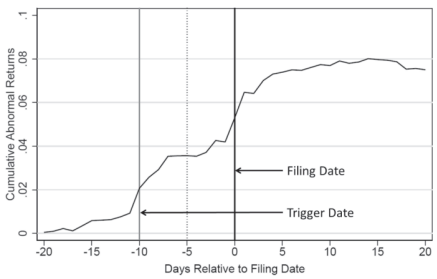
報告様式	報告義務者	改正案
通常の大量保有報告書（スケジュール13D）	スケジュール13Gによる報告を認められる者以外の者	・保有割合が5%超となった場合5日以内に報告。 ・保有割合の1%超の変更など記載内容に重要な変更が生じた場合速やかに報告。（現行と同じ）
記載事項が簡素な報告書（スケジュール13G）	適用除外投資家（公開会社化以前に株式等を取得し、かつ公開会社後に12ヵ月間で2%以上の追加取得を行っていない者）	・保有割合が5%超となった月の月末から5営業日以内に報告。 ・記載内容に重要な変更が生じた月の月末から5営業日以内に報告。
	適格機関投資家（証券ブローカー・ディーラー、銀行、保険会社、登録投資会社、登録投資顧問業者等）	・保有割合が5%超となった月の月末から5営業日以内に報告。 ・記載内容に重要な変更が生じた月の月末から5営業日以内に報告。 ・保有割合が10%超となった月の月末から10日以内に報告。その後は5%の増減が生じた月の月末から10日以内に報告。（現行と同じ）
	パッシブ投資家（適用除外投資家または適格機関投資家以外の者で5%～20%を経営支配の目的以外の目的で保有する者）	・保有割合が5%超となった場合5日以内に報告。 ・記載内容に重要な変更が生じた月の月末から5営業日以内に報告。 ・保有割合が10%超となった場合翌営業日までに報告。その後は5%の増減が生じた場合翌営業日までに報告。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

（参考）大量保有報告書開示の株価への影響

- 米国でも提出期限の早期化（10日後から5日後へ）など大量保有報告制度見直しが検討されている。2023年4月公表のSECスタッフの分析は、友好的な企業買収や増資等のコーポレート・アクションを契機に大量保有報告書が提出される場合（左図）とアクティビストによる買い集め（右図）では株価変動への影響が異なることを指摘。
- アクティビストの買い集めは投機的追随買いを惹起しやすい。一般投資家保護の観点から提出期限短縮が望ましい。他方、5日になってもアクティビストの買い集めは可能。





Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

今後の制度見直しに向けて

■市場内取引へのTOB強制の適用やTOB強制の閾値の引き下げ（30％？）を求める声が強いことは理解できる。

■ただ、その点だけを改めるということでは買収が一方的に難しくなるだけでは？

■TOB強制と全部買付義務をセットにする「欧州型」が現実的かどうかは疑問。部分買付を容認すべきという「ニーズ」は高い。

- 欧州でも「事後規制型」TOB強制制度が事前規制的に機能しているという指摘はあるが、うっかりミスでもTOB強制違反となりかねない事前規制は、やはり買い増しに対して抑制的に機能する。大量保有報告の違反が多いという事実からもうっかりミスの現実的危険は大きいのではないか。
- 零細株主にとってはTOBへの応募が技術的に容易でない（東芝のケースに関する9/6日経記事参照）ことを踏まえれば、欧州型に移行すれば株主の離脱権を保障でき少数株主保護につながるという考え方自体、やや疑問もある。
- TOB制度を利用した機会主義的行動の抑止という観点からは、価格規制が重要ではないか。
- 全部買付義務がセットになっていなくても株主への平等の機会提供という点では前進ではないか？

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

■ 市場内取引に3分の1ルールを適用するのであれば、第三者割当てや自社株処分も例外とするべきではないのではないか。3分の1超という支配株式の変動が生じることに変わりない。

■ 市場内取引に3分の1ルールを適用する場合、取引所市場外での多数の投資家からの5％超の取得にTOBを強制するという「原則」は維持するのか？取引所市場は開かれた透明な場という見方を3分の1ルールについて放棄するのであれば、5％～3分の1の取得への規制は不要ではないか？

■ ルールはセットで検討されるべき。例えば、「オプトアウト」の制度化を主張する飯田（2015）249頁では、少数株主が3分の1超の支配株式の変動の際に退出する権利を保障されているわけではないことが、立論の一つの根拠となっている。3分の1ルールが市場内取引にも適用されることになれば、結論も変わるのでは？

■ 強圧性の問題解消のために買付期間延長制度を導入することは3分の1ルールをどうするかという問題とは独立して検討に値するのではないか。

■ 株主アクティビズムや敵対的買収へのネガティブな影響を避けるという視点も重要。

- 2006年改正時の議論でも敵対的買収者による「不意打ち」への対策という観点が前面に出たように感じるが、事業会社による買収が「敵対的」になる場合に抑制的に働かないか、「友好的」買収にも少数株主保護の観点からの問題が少なくないこと、などを見逃すべきではない。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

Envision the value,
Empower the change

内外資本市場動向メモ
No.23-10
（通巻第 381 号）
2023 年 10 月 18 日（水）

未来創発センター　主席研究員　大崎貞和

◆問合せ先：　s-oosaki@nri.co.jp

◆米国の大量保有報告制度をめぐる規則改正

はじめに

2023年10月10日、米国の証券取引委員会（SEC）は、上場会社等の株式等の5%超を実質的に保有することとなった者が提出することとされる大量保有報告書の報告期限の短縮などを主要な内容とする規則改正を決定した[1]。規則改正は官報（Federal Register）掲載の90日後に発効し、報告期限の短縮は2024年9月30日から施行される。

筆者は、以前配信した『内外資本市場動向メモ』では、2022年2月に公表された規則改正案の内容や改正が提案されることとなった背景を整理し[2]、2023年4月の改正案に対するパブリック・コメント募集再開時に公表された改正案の株主アクティビズムへの影響をめぐるSECスタッフによる分析の内容を紹介している[3]。本稿では、最終的に採択された規則改正の内容を改正案との違いに触れながら、紹介することとしたい。

大量保有報告制度とは

大量保有報告制度とは、上場会社等の株式等を大量に保有する者の存在やその保有目的が対象会社の支配に影響を与えることや大量保有者の売買状況が対象株式等の需給関係に影響を与えることに鑑み、大量保有者に保有目的や売買状況を開示させることで一般投資家に対して投資判断資料を提供するための制度である[4]。米国では、株式公開買付（tender offer）を規律するために制定された1968年のウィリアムズ法によって法制化された（1934年証券取引所法13条(d)項）。株式等の保有割合が5%超となった場合に情報開示が求められることから「5%ルー

1　SEC, Release No. 33-11253; 34-98704, Modernization of Beneficial Ownership Reporting, October 10, 2023.

2　大崎貞和「米国における大量保有報告制度見直しの動き」内外資本市場動向メモ No.22-04（2022）参照。

3　大崎貞和「大量保有報告制度見直しのアクティビスト株主への影響」内外資本市場動向メモ No.23-03（2023）参照。

4　黒沼悦郎『金融商品取引法』【第 2 版】有斐閣（2020）320 頁参照。

このレポートは、金融資本市場の動向に関する参考情報の提供を目的に作成されたもので、投資勧誘を目的としていません。このレポートは株式会社野村総合研究所から、野村グループ各社の役職員等に直接提供するという方法または野村グループ各社からお客様へ直接提供するという方法でのみ配布しております。このレポートのいかなる部分も執筆者及び株式会社野村総合研究所に帰属しておりますので、電子的か機械的かまたはその他いかなる方法であるかを問わず、どのような目的でも無断で複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

ル」とも呼ばれる[5]。大量保有報告制度の特徴の一つは、名義上の株主ではなく、共同保有者を含む実質的な保有者の保有状況の開示が求められる点にあり、米国では、もっぱら実質保有報告（Beneficial Ownership Reporting ）制度と呼ばれている。

大量保有報告制度の具体的な内容は、SEC規則で定められている。すなわち、ある上場会社等の株式等の5%超を実質的に保有することとなった者は、資金の出所、保有株式数、保有目的等を記載するスケジュール13Dと呼ばれる報告様式を用いて、SEC、関係する証券取引所および当該会社に報告しなければならない（規則13d-1）。その後、保有割合の1%超の変動など、記載事項に重要な変更が生じた場合にも報告が求められる（規則13d-2）。

但し、5%超を保有することとなった者が、下の3つの類型のいずれかである場合には、スケジュール13Dよりも記載内容が簡素化された報告様式であるスケジュール13Gによる報告が認められる（規則13d-1(b)項、(c)項）。

① 対象会社の株式の上場等によるSECへの登録以前に5%超の株式等を取得し、かつ登録後に12ヵ月間で2%以上の追加取得を行っていない適用除外投資家（Exempt Investors）
② 証券ブローカー・ディーラー（証券会社）、銀行、保険会社、登録投資会社、登録投資顧問業者等の適格機関投資家（QII: Qualified Institutional Investors）
③ ①または②以外の者で5%超20%未満の株式等を経営支配の目的以外の目的で保有するパッシブ投資家（Passive Investor）

スケジュール13Gによる報告が認められる場合は、報告期限や記載内容の変更報告等についても、報告期限が緩やかであるなど、スケジュール13Dによる通常の報告とは異なる取扱いが定められている。但し、スケジュール13Gによる報告を行った者が、例えば株式等の保有目的を純投資から経営支配の目的に変更したこと等により、上の①～③の要件を満たさなくなった場合には、10日以内にスケジュール13Dによる報告を行わなければならない（規則13d-1(e)項）。

日本では、大量保有報告制度は、1990年の証券取引法（当時）改正で米国の制度にならって導入されたが、2005年のライブドアとフジサンケイグループによるニッポン放送の経営支配権をめぐる攻防を機に行われた2006年の法改正によって大きく変貌し[6]、米国の現行規制に比べると、かなり厳しい情報開示が求められるようになっている。また、近年の敵対的買収の試みやそれに対抗する買収防衛策の発動をめぐる紛争事案の展開なども踏まえ、2023年3月以降、金融審議会のワーキンググループにおいて、制度の見直しに向けた検討が進められている。

5 ウィリアムズ法の制定当初は、保有割合が 10%超となった場合の開示を求めるものであったが、1970 年の改正で 5%超とされた。

6 2006 年法による大量保有報告制度見直しの内容とその背景について詳しくは、大崎貞和『解説金融商品取引法』【第 3 版】（2007）136 頁以下参照。

このレポートは、金融資本市場の動向に関する参考情報の提供を目的に作成されたもので、投資勧誘を目的としていません。このレポートは株式会社野村総合研究所から、野村グループ各社の役職員等に直接提供するという方法または野村グループ各社からお客様へ直接提供するという方法でのみ配布しております。このレポートのいかなる部分も執筆者及び株式会社野村総合研究所に帰属しておりますので、電子的か機械的かまたはその他いかなる方法であるかを問わず、どのような目的でも無断で複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

報告期限の短縮に係る規則改正

大量保有報告制度をめぐる規則改正は、経営支配権の変動に影響を及ぼしかねない投資判断上重要な情報を投資家に対して適切に提供する観点から、大量保有報告の報告期限の短縮やエクイティ・デリバティブ取引に関する透明性の向上を図るといった狙いから提案された[7]。今回採択された規則改正のうち、報告期限の短縮に係る内容は、以下の通りである（図表1）。

図表1 報告期限の短縮に係る規則改正の内容

報告様式	報告義務者	現行規制	規則改正後
通常の大量保有報告書（スケジュール13D）	スケジュール13Gによる報告を認められる者以外の者	• 保有割合が5%超となった場合10日以内に報告 • 保有割合の1%超の変更など記載内容に重要な変更が生じた場合速やかに報告	• 保有割合が5%超となった場合5営業日以内に報告 • 保有割合の1%超の変更など記載内容に重要な変更が生じた場合2営業日以内に報告
記載事項が簡素な特例報告書（スケジュール13G）	適用除外投資家（公開会社化以前に株式等を取得し、かつ公開会社後に12ヵ月間で2%以上の追加取得を行っていない者）	♦ 保有割合が5%超となった年の年末から45日以内に報告 ♦ 記載内容に変更が生じた年の年末から45日以内に報告	♦ 保有割合が5%超となった四半期末から45日以内に報告 ♦ 記載内容に重要な変更が生じた四半期末から45日以内に報告
	適格機関投資家（証券ブローカー・ディーラー、銀行、保険会社、登録投資会社、登録投資顧問業者等）	♦ 保有割合が5%超となった年の年末から45日以内に報告 ♦ 記載内容に変更が生じた年の年末から45日以内に報告 ♦ 保有割合が10%超となった月の月末から10日以内に報告、その後は5%の増減が生じた月の月末から10日以内に報告	♦ 保有割合が5%超となった四半期末から45日以内に報告 ♦ 記載内容に重要な変更が生じた年の年末から45日以内に報告 ♦ 保有割合が10%超となったかまたは保有割合に5%の増減が生じた月の月末から5営業日以内に報告
	パッシブ投資家（適用除外投資家または適格機関投資家以外の者で5%～20%を経営支配の目的以外の目的で保有する者）	♦ 保有割合が5%超となった場合10日以内に報告 ♦ 記載内容に変更が生じた年の年末から45日以内に報告 ♦ 保有割合が10%超となった場合速やかに報告、その後は5%の増減が生じた場合速やかに報告	♦ 保有割合が5%超となった場合5日以内に報告。 ♦ 記載内容に重要な変更が生じた月の月末から5営業日以内に報告。 ♦ 保有割合が10%超となった場合2営業日以内に報告、その後は5%の増減が生じた場合2営業日以内に報告

（出所）SECリリースから筆者作成。

7 詳しくは、前掲注2・大崎（2022）参照。

このレポートは、金融資本市場の動向に関する参考情報の提供を目的に作成されたもので、投資勧誘を目的としていません。このレポートは株式会社野村総合研究所から、野村グループ各社の役職員等に直接提供するという方法または野村グループ各社からお客様へ直接提供するという方法でのみ配布しております。このレポートのいかなる部分も執筆者及び株式会社野村総合研究所に帰属しておりますので、電子的か機械的かまたはその他いかなる方法であるかを問わず、どのような目的でも無断で複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

採択された規則改正は、従来の原則10日以内という大量保有報告の報告期限を短縮するものだが、細部においては、2022年の改正案の内容よりも緩やかな規制を課すものとなった。とりわけ、適格機関投資家等が利用できる簡素化された報告様式スケジュール13G（日本の特例報告制度に相当する）については、報告頻度の引き上げが、改正案の最大年12回から5%～10%の保有割合に留まる場合には最大年4回に抑えられたり、短い報告期限の設定が行われないこととされたりするなど、情報開示義務者の負担をそれほど重くしない方向へと改められている。

報告期限の短縮に係る改正案と改正規則の主な相違点は、次の通りである。

① 通常の大量保有報告書の提出期限が、改正案の保有割合が5%超となった時点から「5日以内」ではなく「5営業日以内」とされた。なお、改正提案の当初から、大量保有報告書の提出期限短縮がアクティビスト株主による株式の買い集めを困難にし、株主アクティビズムの後退を招くという批判があったが、SECは、「5営業日以内」であれば、アクティビスト株主による買い集め目標量の90～100%を買付けることが可能だとし、アクティビズムへのネガティブな影響はないと主張している。

② 簡素化された報告様式スケジュール13Gによる当初報告の期限が、保有割合が5%超となった時点の「月末から5営業日以内」ではなく「四半期末から45日以内」とされた。これは多くの機関投資家等から寄せられた改正案への批判を受け止めたもので、SECとしては、機関投資家等に不当な規制負担を課すことなく株式の大量保有に関する透明性の向上を実現できる内容だとしている。この改正で、機関投資家等のある銘柄の保有割合が5%から10%になった場合、現在は年1回で足りる報告を最大年4回行うことが求められることになる。

③ スケジュール13Gによる報告内容に「重要な変更」が生じた場合の報告期限が、改正案の「重要な変更が生じた月の月末から5営業日以内」ではなく「重要な変更が生じた年の年末から45日以内」とされた。これも機関投資家等による情報開示の負担に配慮したものである。実質的には、現在の年1回報告を維持する内容ともいえよう。但し、適格機関投資家による保有割合が10%超となった場合の報告については、改正案の現行規制と同じ「月末から10日以内」ではなく「月末から5営業日以内」に期限が短縮されることになった。

④ 現行規則で「速やかに（promptly）」とされている通常の大量保有報告書の変更報告や「パッシブ投資家」の保有割合が10%超となった場合の報告について、改正案には後者について「翌営業日」とする内容が盛り込まれていた。SECは、「速やかに」という文言が複雑な開示が必要とされる場合に一定の遅延を認めるものと解される可能性があったため、解釈を明確にするために「翌営業日」とするとしていたが、規則改正では、両者ともに「2営業日以内」となった。これは、翌営業日では期限が短過ぎるという批判を受け入れたものである。

多くの部分がガイダンス化されたその他の規則改正

2022年の規則改正案には、大量保有報告の報告期限短縮のほか、エクイティ・デリバティブ取引を行う者が一定の場合に大量保有報告の義務を負うことや大量保有報告制度上の「共同保有者」に該当する者の範囲を明確にするための規則改正が含まれていた。しかし、採択された改正では、これらの内容の多くについて、規則化が断念され、SECによるガイダンスが示されるにとどまることとなった。

このレポートは、金融資本市場の動向に関する参考情報の提供を目的に作成されたもので、投資勧誘を目的としていません。このレポートは株式会社野村総合研究所から、野村グループ各社の役職員等に直接提供するという方法または野村グループ各社からお客様へ直接提供するという方法でのみ配布しております。このレポートのいかなる部分も執筆者及び株式会社野村総合研究所に帰属しておりますので、電子的か機械的かまたはその他いかなる方法であるかを問わず、どのような目的でも無断で複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

現金決済されるエクイティ・デリバティブ取引の取扱い

2022年の規則案には、既に大量保有報告の対象となることが明確化されている現物株式等の引き渡しによって決済されるエクイティ・デリバティブ取引（Security-Based Swaps: SBS）や60日以内に行使できる新株予約権に加えて、現金決済されるエクイティ・デリバティブ取引が大量保有報告の対象となる「実質的保有」に含まれることを明確にすることが含まれていた（改正案の規則13d-3(e)項）。改正案には、現金決済されるエクイティ・デリバティブ取引のポジションの実質保有しているものとみなされる株式数への技術的な換算方法も含まれていた。

しかし、この提案に対しては、デリバティブ取引の実態にそぐわない、アクティビスト株主の活動を不当に抑制する、恣意的な規制内容になっている等の批判的コメントが多数寄せられ、また、エクイティ・デリバティブ取引を用いた脱法的行為は従来の規則の解釈でも抑止できるといった意見も見られたことから、SECとしても規則化を断念することとなった。その上で、SECは、現金での決済が名目上のものに留まるような場合にはSBSの保有を「実質的保有」に含めることを求める規則13d-3(d)(1)の適用が及ぶとの解釈を明らかにすることとしたのである[8]。

なお、現金決済されるエクイティ・デリバティブ取引を含む上場会社株式に関連するデリバティブ取引の透明性を高めるためにスケジュール13Dの記載事項に当該上場会社の株式を参照資産とする全てのデリバティブ取引を含める改正は、ほぼ提案通りに採択されることとなった。

共同保有者の範囲の明確化

2022年の改正案には、大量保有報告書の提出義務の有無を判断する際に、保有割合を合算しなければならないものとされる「共同保有者（group）」の範囲に、ある者が今後上場会社等の株式等に係る大量保有報告書を提出するという未公表情報を得た上で当該上場会社等の株式等を取得する者[9]が含まれることを明確にするという内容が含まれていた（改正案の規則13d-5(b)項）。

この点についても、規制の対象範囲が広すぎて株主による経営者との建設的な対話を阻害する、従来の判例の立場に合致しない等の批判的なコメントが多数寄せられる一方、SECとしてより詳細な解釈を明らかにすべきといった意見も出された。このためSECとしては、改正案の内容の規則化は断念し、「共同保有者」概念をめぐるSECの解釈を明らかにするためのガイダンスを示すこととしたのである[10]。

2022年の改正案には、上述の規則13d-5(b)項の内容が規則化されることを前提として、上場会社等の経営支配に影響を及ぼすことを目的とせずに当該上場会社等の株式等を保有する投資家間で情報交換を行う場合や金融機関と当該上場会社等の株式等に関連するデリバティブ取引契約につい

8 *See*, SEC Release, *supra* note 1, at 114-115.
9 SEC は、こうした関係を”tipper-tippee” relationships と呼んでいた。
10 *See*, SEC Release, *supra* note 1, at 131-139

このレポートは、金融資本市場の動向に関する参考情報の提供を目的に作成されたもので、投資勧誘を目的としていません。このレポートは株式会社野村総合研究所から、野村グループ各社の役職員等に直接提供するという方法または野村グループ各社からお客様へ直接提供するという方法でのみ配布しております。このレポートのいかなる部分も執筆者及び株式会社野村総合研究所に帰属しておりますので、電子的か機械的かまたはその他いかなる方法であるかを問わず、どのような目的でも無断で複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

て協議する場合は、直ちに「共同保有者」に該当するものではないことを明確にするという規則改正が含まれていた（改正案の規則13d-6)）。しかし、SECは、規則13d-5(b)項の規則化が行われない場合は、この規則は不要だとして、最終的な改正内容には含まれないこととなった。

XMLファイルの利用

このほか、2022年の改正案では、SECの電子情報開示システムであるEDGARのマニュアルを改訂し、スケジュール13Dおよびスケジュール13Gの提出者に対して、XMLファイルでの提出を義務づけることが提案されていたが[11]、この点は提案通り採択されることになった。

おわりに

大量保有報告制度は、世界各国で様々な形で法制化されているが、米国の原則10日以内という報告期限は、情報通信手段が十分に発達していなかった時代の産物であり、現代の市場の実態には必ずしもそぐわないものであったと言わざるを得ない。今回、大量保有報告制度が大きく改められることになったのは、当然とも言えよう。

折から日本でも、既に触れた通り大量保有報告制度の見直しに向けた議論が進められている。日本の制度の出発点は米国のSEC規則だったが、その後の改正で現行規制の内容は米国のそれとはかなり異なっており、現在の見直し議論の背景にも日本市場特有の事情がある。それだけに米国の制度改正が、直接日本における制度設計に及ぼす影響は大きいものとはならないだろう。

とはいえ、米国での改正へ向けた検討の過程で、情報開示義務者の開示義務負担が重すぎるものとならないよう十分な配慮がなされたこと、とりわけ経営支配を目的としないスケジュール13Gの利用者の報告義務が当初の改正案に比べて大きく軽減されたことや投資家への情報提供を目的とする大量保有報告制度が株主アクティビズムに及ぼしかねないネガティブな影響をめぐる議論が活発に行われたことなどは、日本での制度改革論議にも大きな示唆を有するように思われる。

（了）

11　現行制度上も電子的な提出が義務づけられているが、利用すべきファイル形式を改めることが提案されている。

このレポートは、金融資本市場の動向に関する参考情報の提供を目的に作成されたもので、投資勧誘を目的としていません。このレポートは株式会社野村総合研究所から、野村グループ各社の役職員等に直接提供するという方法または野村グループ各社からお客様へ直接提供するという方法でのみ配布しております。このレポートのいかなる部分も執筆者及び株式会社野村総合研究所に帰属しておりますので、電子的か機械的かまたはその他いかなる方法であるかを問わず、どのような目的でも無断で複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

金融商品取引法研究会名簿

（令和５年 10 月 13 日現在）

会　長	神作　裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委　員	飯田　秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	大崎　貞和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃	尾崎　悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	加藤　貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河村　賢治	立教大学大学院法務研究科教授
〃	小出　篤	学習院大学法学部教授
〃	後藤　元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	齊藤　真紀	京都大学法学研究科教授
〃	武井　一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	中東　正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松井　智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松井　秀征	立教大学法学部教授
〃	松尾　健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
〃	松元　暢子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬澤　陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮下　央	ＴＭＩ総合法律事務所弁護士
〃	行岡　睦彦	神戸大学大学院法学研究科准教授
オブザーバー	三井　秀範	預金保険機構理事長
〃	齊藤　将彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	坂本　岳士	野村証券法務部長
〃	三宅　ヨシテル	大和証券グループ本社経営企画部担当部長兼法務課長
〃	本多　郁子	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	安藤　崇明	みずほ証券法務部長
〃	窪　久子	三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	松本　昌男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	森本　健一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	横田　裕	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	塚崎　由寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	森本　学	日本証券経済研究所理事長
〃	髙木　隆	日本証券経済研究所常務理事
〃（幹事）	高　逸薫	日本証券経済研究所研究員
〃（幹事）	永田　裕貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長

（敬称略）

［参考］　既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第１号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」　2003年11月
報告者　森田章同志社大学教授

第２号「システム障害と損失補償問題」　2004年１月
報告者　山下友信東京大学教授

第３号「会社法の大改正と証券規制への影響」　2004年３月
報告者　前田雅弘京都大学教授

第４号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」　2004年６月
報告者　浜田道代名古屋大学教授

第５号「EUにおける資本市場法の統合の動向　2005年７月
―投資商品、証券業務の範囲を中心として―」
報告者　神作裕之東京大学教授

第６号「近時の企業情報開示を巡る課題　2005年７月
―実効性確保の観点を中心に―」
報告者　山田剛志新潟大学助教授

第７号「プロ・アマ投資者の区分―金融商品・　2005年９月
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編―」
報告者　青木浩子千葉大学助教授

第８号「目論見書制度の改革」　2005年11月
報告者　黒沼悦郎早稲田大学教授

第９号「投資サービス法(仮称)について」　2005年11月
報告者　三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長

第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題　2005年11月
―委任状争奪戦（proxy fight）の文脈を中心に―」
報告者　太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士

第11号「集団投資スキームに関する規制について　2005年12月
―組合型ファンドを中心に―」
報告者　中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

第12号「証券仲介業」　2006年３月
報告者　川口恭弘同志社大学教授

第 13 号「敵対的買収に関する法規制」　2006 年５月
報告者　中東正文名古屋大学教授

第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」　2006 年７月
報告者　戸田暁京都大学助教授

第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」　2006 年９月
報告者　藤田友敬東京大学教授

第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」　2006年12月
（ＴＯＢ、大量保有報告関係、内部統制報告関係）
報告者　池田唯一　金融庁総務企画局企業開示課長

第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」　2007 年５月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」　2007 年６月
報告者　三井秀範　金融庁総務企画局市場課長

第 19 号「特定投資家･一般投資家について―自主規制業務を中心に―」　2007 年９月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 20 号「金融商品取引所について」　2007年10月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」　2008 年１月
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー･弁護士

第 22 号「大量保有報告制度」　2008 年３月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および　2008 年４月
集団投資スキーム持分等の開示制度―」
報告者　川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授

第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」　2008 年７月
報告者　戸田　暁　京都大学大学院法学研究科准教授

第 25 号「有価証券の範囲」　2008 年７月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」　2008年10月
報告者　近藤光男　神戸大学大学院法学研究科教授

第 27 号「金融機関による説明義務･適合性の原則と金融商品販売法」2009 年１月
報告者　山田剛志　新潟大学大学院実務法学研究科准教授

第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」　2009 年３月
報告者　中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 29 号「金融商品取引業の業規制」　2009 年 4 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 30 号「公開買付け制度」　2009 年 7 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2011 年 3 月
報告者　藤本拓資　金融庁総務企画局市場課長

第 32 号「金融商品取引業における利益相反　2011 年 6 月
―利益相反管理体制の整備業務を中心として―」
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」2011 年 9 月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治　ＳＭＢＣ日興証券　法務部長

第 34 号「ライツ･オファリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」2011 年 11 月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」　2012 年 2 月
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士･NY州弁護士

第 36 号「格付会社への規制」　2012 年 6 月
報告者　山田剛志　成城大学法学部教授

第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」　2012 年 7 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士

第 38 号「キャッシュ・アウト法制」　2012 年 10 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 39 号「デリバティブに関する規制」　2012 年 11 月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」　2013 年 1 月
報告者　中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任　2013 年 3 月
―虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に―」
報告者　近藤光男　神戸大学大学院法学研究科教授

第 42 号「ドッド＝フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 43 号「相場操縦の規制」　2013 年 8 月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 44 号「法人関係情報」　2013年10月
報告者　川口恭弘　同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一　日本証券業協会常務執行役

第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2014 年 6 月
報告者　藤本拓資　金融庁総務企画局企画課長

第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任　2014 年 9 月
―「新規な説明義務」を中心として―」
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 47 号「投資者保護基金制度」　2014年10月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015 年 1 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 49 号「継続開示義務者の範囲―アメリカ法を中心に―」　2015 年 3 月
報告者　飯田秀総　神戸大学大学院法学研究科准教授

第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金　2015 年 5 月
―金融商品取引法と預金保険法の交錯―」
報告者　山田剛志　成城大学大学院法学研究科教授

第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」　2015 年 7 月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」2015 年 8 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士

第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題　2015年10月
―流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に―」
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士

第 54 号「適合性の原則」　2016 年 3 月
報告者　川口恭弘　同志社大学大学院法学研究科教授

第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」2016 年 5 月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 56 号「ＥＵにおける投資型クラウドファンディング規制」2016 年 7 月
報告者　松尾健一　大阪大学大学院法学研究科准教授

第 57 号「上場会社による種類株式の利用」　2016 年 9 月
報告者　加藤貴仁　東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける　　2016年11月
　価格決定請求と公正な対価」
　　報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」2017 年 1 月
　　報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」2017 年 3 月
　　報告者　後藤　元　東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser）　2017 年 5 月
　の負う信認義務」
　　報告者　萬澤陽子　専修大学法学部准教授･当研究所客員研究員

第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」　　2018 年 2 月
　　報告者　小森卓郎　金融庁総務企画局市場課長

第 63 号「監査報告書の見直し」　　2018 年 3 月
　　報告者　弥永真生　筑波大学ビジネスサイエンス系
　　ビジネス科学研究科教授

第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」　2018 年 6 月
　　報告者　大崎貞和　野村総合研究所未来創発センターフェロー

第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」　　2018 年 8 月
　　報告者　飯田秀総　東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」　　2018年12月
　　報告者　松井秀征　立教大学法学部教授

第 67 号「仮想通貨・ＩＣＯに関する法規制・自主規制」　2019 年 3 月
　　報告者　河村賢治　立教大学大学院法務研究科教授

第 68 号「投資信託･投資法人関連法制に関する問題意識について」2019 年 5 月
　　報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科
　　客員教授・弁護士

第 69 号「「政策保有株式」に関する開示規制の再構築について」2019 年 7 月
　　報告者　加藤貴仁　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 70 号「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」2019年11月
　　報告者　松井智予　上智大学大学院法学研究科教授

第 71 号「会社法・証券法における分散台帳の利用　　2020 年 2 月
　―デラウェア州会社法改正などを参考として」
　　報告者　小出　篤　学習院大学法学部教授

第 72 号「スチュワードシップコードの目的とその多様性」　2020 年 5 月
　　報告者　後藤　元　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 73 号「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」2020 年 7 月
報告者　松尾健一　大阪大学大学院高等司法研究科教授

第 74 号「株対価 M&A/株式交付制度について」2020 年 8 月
報告者　武井一浩　西村あさひ法律事務所パートナー弁護士

第 75 号「取締役の報酬に関する会社法の見直し」2021 年 2 月
報告者　尾崎悠一　東京都立大学大学院法学政治学研究科教授

第 76 号「投資助言業に係る規制 ―ドイツ法との比較を中心として―」2021 年 6 月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 77 号「インサイダー取引規制について」2021 年 8 月
報告者　宮下　央　ＴＭＩ総合法律事務所弁護士

第 78 号「敵対的買収防衛策の新局面」2021 年 10 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 79 号「事前警告型買収防衛策の許容性 2021 年 12 月
―近時の裁判例の提起する問題―」
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 80 号「金商法の改正案を含む最近の市場行政の動きについて」2023 年 11 月
報告者　齊藤将彦　金融庁企画市場局市場課長

当研究所の出版物の購入を希望される方は、一般書店までお申し込み下さい。
金融商品取引法研究会研究記録については研究所のホームページ https://www.jsri.or.jp/
にて全文をご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録　第 81 号

TOB・大量保有報告制度の見直しについて

令和 5 年 11 月 28 日

定価 550 円（本体 500 円＋税 10%）

編　者　金融商品取引法研究会
発行者　公益財団法人　日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋 2-11-2
〒 103-0027
電話　03（6225）2326 代表
URL: https://www.jsri.or.jp

ISBN978-4-89032-697-6 C3032 ¥500E
定価 550 円（本体 500 円＋税 10%）