

TOB・大量保有報告制度の見直し

大 崎 貞 和

要 旨

2024年5月に成立した金融商品取引法改正では、17年ぶりとなる株式公開買付（TOB）制度及び大量保有報告制度の大幅な見直しが行われた。TOB 制度については、TOB 強制規制である「3分の1ルール」が「30%ルール」に改められ、強制規制の適用対象が取引所市場内での買付け等にも拡げられた。このほか形式的特別関係者の範囲の見直しや手続きの柔軟化が図られた。大量保有報告制度については、協働エンゲージメントへの委縮効果を低減するために共同保有者の規律が見直される一方、重要提案行為等の規制の精緻化が図られた。また、現金決済型のエクイティデリバティブ取引の取扱いが見直された。今回の制度見直しの背景には、対象会社の同意を得ない敵対的 TOB の増加や機関投資家によるエンゲージメントを重視するコーポレートガバナンス改革の進展といった近年の市場環境の変化がある。改正の内容は、総じて言えば、買取者に対して厳しい内容となっており、今後、今回の改正が経営者による買取防衛の規制に何らかの影響を及ぼすのか、将来的な欧州型の TOB 制度への移行が現実化するのかといった点が注目される。

I. はじめに

2024年5月15日、金融商品取引法（以下「金商法」という）の改正が国会で成立し、5月22日公布された。この改正では、「資産運用立国」の実現に向けた投資運用業者の参入規制や業務委託に係る規制の見直し¹⁾、スタートアップ育成に向けた非上場株式等の流通をめぐる規制の見直し、といった内容に加え、2006年の金商法制定時の改正以来17年ぶりとなる株式公開買付（TOB）制度と大量保有報告制度の大幅な見直しが行われた。

TOB・大量保有報告制度の見直しは、2023年12月に取りまとめられた金融審議会の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」報告書（以下「WG 報告書」という）²⁾の提言を受けて行われたものである。本稿では、WG 報告書の提言内容にも触れなが

1) このうち業務委託規制の改正について詳しくは、神作裕之「投資運用業規制 ―業務委託に係る規制の見直し―」『JSRI 金融商品取引法研究』2号85頁（2025）参照。

ら今回の制度見直しの主要な内容を紹介するとともに、その意義や残された問題点について若干の私見を述べることにしたい³⁾。

なお、TOB・大量保有報告制度の見直しに伴う金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という）や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（以下「TOB 府令」という）、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令（以下「大量保有府令」という）等の改正は、関連するガイドライン等と併せて、パブリックコメント手続きを経て2025年7月4日に公布された。一連の改正規定は、2026年5月1日から施行される。

II. 制度見直しの背景

1. TOB・大量保有報告制度の意義

金商法の TOB 制度は、上場会社等の経営支配権に影響を及ぼすような株式の買付けに利用される TOB の手続きや開示すべき情報の内容など、TOB を実施する公開買付け者の遵守すべき義務を定めるとともに、一定の場合に TOB の実施を強制するものである。

TOB の実施に際して適正な手続きがとられ、情報が開示されることで、経営支配権に影響を及ぼすような株式の買付けをめぐる透明性が確保され、株主は買付けに応じるべきか否かを合理的に判断できるようになる。また、一定の場合に TOB の実施が強制されることで、株主間の公平性が確保される。

一方、大量保有報告制度は、経営支配権の異動をめぐる透明性を確保するために、上場会社等の株式等を総議決権の5%を超えて保有する大量保有者に対して、一定の情報の開示を義務づける制度である。大量保有報告書を提出した大量保有者は、原則として、その後1%以上の保有比率の変動が生じた際等には変更報告書による報告義務を負う。

大量保有者に該当するかどうかの判断の基礎となる株券等保有割合の算定にあたっては、共同して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場合等における共同保有者の保有する株式等が合算される。一方、機関投資家等による経営支配権に影響を及ぼさない株式保有については、報告頻度や開示情報の内容を簡素化した特例報告制度が適用される。

TOB 制度と大量保有報告制度という二つの制度が相まって、企業買収（M&A）の場面における買主の行為に対する一定の規制が及ぼされている。その狙いは、主として、買収対象

2) https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231225/01.pdf

3) 本稿の執筆にあたっては、2026年1月に開催された（公財）資本市場研究会が主催する資本市場法制研究会の席上での上久保知優弁護士の報告から多くの示唆を得た。記して感謝したい。後日、同報告に基づく論文が、書籍に掲載されて公刊される予定である。

会社の少数株主や株式市場に参加する投資者の保護を図ることである。

2. 近年の市場環境の変化

TOB・大量保有報告制度の見直しが行われることとなった背景には、近年の株式市場をめぐる環境変化がある。

かつては、日本市場では対象会社の同意を得ない敵対的（同意なき）企業買収は現実化しにくいといわれていた。しかし、2000年代後半以降、2005年2月のライブドアによるニッポン放送株式の大量取得を初めとして⁴⁾、上場会社の経営支配権をめぐる争いが相次ぐようになったことで、そうした見方は過去のものとなり、2006年の法改正における TOB・大量保有報告制度の見直しにつながった⁵⁾。

敵対的企業買収の脅威が現実化する中で、少なからぬ数の上場会社は、米国の買収防衛策であるポイズン・ピル（毒薬条項）も参考にしながら買収防衛策（買収対応方針）の導入を進めた。2007年のブルドックソース事件では、最高裁によって、買収防衛策の適法性が一定の範囲で認められることになった⁶⁾。

その後、2013年以降、機関投資家と投資先企業の建設的対話（エンゲージメント）を通じて企業価値の向上を図るスチュワードシップ・コードと金融商品取引所（証券取引所）が上場会社に対して取締役会の経営監督機能強化などを求めるコーポレートガバナンス・コードという二つのコードを「車の両輪」とするコーポレートガバナンス改革が進められることとなった。

上場会社の間では、改革の進捗とともに、機関投資家の要求を受け入れて、いわゆる平時の買収防衛策を撤廃する動きが強まった⁷⁾。他方で、上場会社の大株主となって経営戦略の転換や経営陣の交代を働きかけるアクティビスト株主（物言う株主）の活動も盛んになった。結果的に、敵対的買収者による株式の大量取得が実際に行われて経営支配権をめぐる争いが顕在化した段階の「有事」において、買収防衛策の導入が試みられるケースが増加した。

こうした中で、従来の TOB・大量保有報告制度の問題点も指摘されるようになった。例えば、大量保有報告制度における共同保有者の範囲が明確とはいえないことが、複数の機関

4) 詳しくは、大崎貞和「ニッポン放送をめぐる経営支配権争奪と資本市場法制」資本市場クォーターリー 8巻4号15頁（2005）参照。

5) 2006年改正時の TOB・大量保有報告制度見直しの内容について詳しくは、大崎貞和『解説金融商品取引法』【第3版】弘文堂（2007）126～142頁参照。

6) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。

7) レコフデータベース（MARR）の集計によれば、2025年6月末の買収防衛策の導入社数は235社で、2008年の574社をピークに減少傾向にある。なお、近年、アクティビスト株主の活動が活発化したことを背景に、平時の買収防衛策を新規に導入する上場会社も毎年数社存在していることが報告されている。茂木美樹＝谷野耕司「敵対的買収防衛策の導入状況ともの言う株主の動向 —2020年6月総会を踏まえて」旬刊商事法務2246号27頁（2020）参照。

投資家による協働エンゲージメントを躊躇させるといった委縮効果を生んでいるのではないかといった見方が拡がった。

更に、2021年から22年にかけて、敵対的買収者に対する対抗措置（買収防衛策）の発動をめぐる興味深い司法判断が相次いだことが、今回の法改正につながる制度見直しへ向けた検討の重要な契機となった。

例えば、2021年の東京機械製作所事件⁸⁾では、取引所市場内で急速な株式買い集めを行った買収者への対抗措置の発動が容認された。

この事件では、従来、誰もが参加でき、取引の数量や価格が公表され、競争売買の手法によって価格形成が行われることで透明性や公正性が担保されているとしてTOB強制規制の対象外とされていた取引所市場内での買付けにも、いわゆる強圧性の問題、すなわち企業価値の低下が予想されるような買収が行われる場合に、少数株主として取り残されることを恐れる株主が、いち早く株式を売却するインセンティブが生じるという問題が存在することが示されたのである⁹⁾。また、大量保有報告書や変更報告書の提出期限が5営業日以内とされていることもあり、取引所市場内で急速な株式買い集めが行われる場合には、買収者による買い集めの実態と開示される情報の内容とに乖離が生じ、一般投資家は不安定な地位に置かれることとなるという問題点も明らかになった。

一方、2022年の三ツ星事件¹⁰⁾では、株式の大量取得の対象となった上場会社が導入しようとした、有事導入型の対抗措置の是非が問題となった。当該対抗措置は、株主意思確認総会の決議を経て発動されたものだったが、裁判所は、買収者が提出した議案に賛成する委任状を提出していた投資家グループを「共同協調行動者」と認定して一体視した点を問題視し、対抗措置に相当性があるとはいえないとした。

この裁判所の判断に対しては、当該「共同協調行動者」は、実際には大量保有報告制度上の共同保有者に該当し、大量保有報告書の情報開示が適切に行われていないのではないかといった指摘がなされた¹¹⁾。実際、後日、会社側によって「共同協調行動者」と認定された者

8) 東京高決令和3年11月9日金判1641号10頁。

9) 裁判所は、「TOBの適用対象外である市場内取引における株式取得を通じて、株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間のうちに買収」するような行為は、「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」と述べる。但し、こうした見方に対しては、強圧性は、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられ、対象株式の残存価値が買付価格よりも低いと計算できる場合に生じるのであり、情報と時間の不足を理由として強圧性の存在を認定した本決定は、情報不足の問題と強圧性の問題を混同しているとの批判もなされている。黒沼悦郎「市場買付けは買収防衛策を正当化するか—東京機械製作所事件を題材に」Law & Practice 16号49頁(2022) 63頁参照。

10) 大阪高決令和4年7月21日金判1667号30頁。

11) 太田洋「三ツ星事件の各決定に関する分析と検討」旬刊商事法務2307号23頁（2022）参照。

に対して、大量保有報告書等の不提出及び変更報告書の虚偽記載を理由として、金融庁による課徴金納付命令が発出される事態となった¹²⁾。結果的に、大量保有報告制度をめぐるエンフォースメントの現状に対する疑問が投げかけられることとなったのである。

このように、TOB・大量保有報告制度をめぐる様々な問題点が浮き彫りにされる中で、2023年3月、金融担当大臣から金融審議会に対してTOB・大量保有報告制度のあり方の検討を行うよう諮問がなされ、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「TOBWG」という）が設置されることとなったのである。

Ⅲ. TOB 制度の見直し

1. TOB 強制規制の適用範囲の見直し

(1) 「3分の1ルール」から「30%ルール」へ

従来、金商法は、取引所市場外または市場内の立会外取引での株券等の買付け等で、上場会社等の株券等所有割合が3分の1超となる場合にTOBの実施を義務づける、いわゆる「3分の1ルール」を採用してきた。しかし、WG報告書は、前述の東京機械製作所事件抗告審決定にも言及しながら、市場内取引を通じて会社支配権に重大な影響を及ぼすような取引が短期間のうちに行われるといった場合があり、透明性・公正性の観点から、投資者による適切な投資判断の機会を確保するために「3分の1ルール」を市場内取引についても適用すべきであると提言した¹³⁾。

加えて、諸外国のTOB制度ではTOB強制規制の閾値を30%としている例が多いことや日本の上場会社における議決権行使割合を勘案すると30%の議決権を有していれば多くの上場会社で株主総会の特別決議を阻止することができることなどを指摘し、TOB強制規制の閾値を30%に引き下げることが適当と考えられると提言した¹⁴⁾。

これを受けた法改正では、上場会社等の株券等所有割合が30%超となるような株券等の買付け等を行う者に対して、取引所市場の内外を問わず、TOBの実施が義務づけられることとなった（金商法27条の2第1項1号）。金商法のTOB強制規制は、取引所市場外での買付け等に適用される「3分の1ルール」から取引所市場の内外を問わず適用される「30%ルール」へと移行することになったのである。

なお、TOB制度における「買付け等」とは、株券等の買付けその他の有償の譲受けをいい、これに類するものとして政令で定めるものを含むものとされる（金商法27条の2柱書）。

12) 株式会社シンシア工務店ほかに対する課徴金納付命令（令和6年8月27日）。

13) WG報告書4頁。

14) WG報告書7頁。

WG 報告書は、この「買付け等」について、どのような株式取得が該当するかについて解釈に委ねられている部分があり、その外縁が不明確で、必ずしも予測可能性が十分に担保されていないと指摘し、「買付け等」の範囲を可能な範囲で法令上明確化することを提言した¹⁵⁾。これを受けて、今回の法令改正では、資産管理会社の株式の取得等を通じた対象者の株式等の間接取得が、「買付け等」に含まれることが明確にされた（金商法施行令6条3項3号、TOB 府令2条の7第2号）。

（2） 僅少な買付け等に関する適用除外

従来の「3分の1ルール」の下でも、既に株券等所有割合が3分の1を超えている者が、更に取引所市場外や立会外取引で買付け等を行って株券等所有割合を高める場合にも TOB 強制規制の適用が及ぶものと解釈されていた¹⁶⁾。もっとも「3分の1ルール」は、取引所市場内での買付け等に TOB 強制規制の適用を及ぼすものではなかったため、既に株券等所有割合が3分の1を超えている者は、取引所市場内で買付け等を行うことで、TOB を実施することなく株券等所有割合を引き上げることが可能であった。

改正法の「30%ルール」では、株券等所有割合が30%を超えることとなる場合における買付け等だけでなく、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にも、原則として TOB 強制規制の適用が及ぶことが法文上明確にされた（金商法27条の2第1項1号）。

しかし、取引所市場内取引を含む買付け等の後の株券等所有割合が30%を超えることとなるようなあらゆる買付け等に原則として TOB の実施が義務づけられることになれば、制度の目的に照らして過剰な規制となってしまう。この点について WG 報告書は、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であると提言していた¹⁷⁾。

そこで改正法では、既に株券等所有割合が30%超である者の株式等の買付け等のうち、僅少な買付け等に関する適用除外が設けられることになった。すなわち、既に株券等所有割合が30%超である者の株式等の買付け等のうち、次の要件をすべて満たすものは、TOB 強制規制の対象とはされない。

- ① 買付け等により増加する株券等所有割合が0.5%未満で、買付け等の前6ヵ月間に TOB 及び適用除外買付け等以外の買付け等を行っていないこと（金商法施行令7条3項）¹⁸⁾。
- ② 買付け等の後における株券等所有割合が3分の2以上とならないこと（金商法施行令

15) WG 報告書11頁。

16) 松尾直彦『金融商品取引法』【第7版】商事法務（2023）274頁参照。

17) WG 報告書4頁。

7条4項)。

- ③ 取引所市場外で、買付け等を行う日を含め61日間で10名超の者から株式等を買付ける「特定市場外買付け等」(金商法27条の2第1項2号)¹⁹⁾に該当しないこと。

(3) 急速な買付け等や競合買付けの規制の見直し

従来の TOB 制度では、取引所市場内外の取引や第三者割当の引受け等を組み合わせて3か月の期間内に株券等所有割合が3分の1超となるような急速な買付け等や既に株券等所有割合が3分の1超である者が他の者が TOB を実施している期間中に行う競合買付け等については、閾値を超えることとなる買付け等が市場内での買付けであっても「3分の1ルール」が適用され、TOB の実施が義務づけられることになっていた(改正前金商法27条の2第1項4号, 5号)。

この点をめぐって WG 報告書は、市場内外の取引を組み合わせた急速な買付け等の規制については様々な見解が示されたことを紹介した上で、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とするとともに、TOB によって閾値を超える場合に同規制に抵触しないよう整理すべきとの結論には至らなかったとも述べていた²⁰⁾。

しかし改正法では、急速な買付け等の規制および競合買付け等に TOB の実施を義務づける規定のいずれもが削除されることとなった。この点について立案担当者は、改正法では取引所市場の内外を問わず30%の閾値を超えることとなる買付け等に TOB 強制規制の適用が及ぶことになるため、政府部内の検討過程において、規制を維持するための前提が変容しているのではないかとの指摘がなされたためだと説明している²¹⁾。新たな「30%ルール」の下では、急速な買付け等の規制や競合買付け等の規制を廃止しても市場の透明性や株主の平等取扱いといった観点から問題が生じることはないと判断されたのである。

確かに、競合買付け等については、前述の僅少な買付け等に関する適用除外に該当しない限り、TOB 強制規制の適用が及ぶことになるので、改正前の規定で TOB 強制規制の対象とされていた競合買付け等は、すべて TOB 強制規制の適用対象となり、特段の問題はないように思われる²²⁾。

18) この要件は、2025年3月14日に公表された金商法施行令の改正案では、1年間に行われた買付け等及び売付け等をネットして計算した増加割合が1%未満であることとされていた。パブリックコメント手続きでは、改正案の要件では、大量の売付け等を行った後であれば一度に大量の買付け等を行う場合であっても TOB が不要となってしまうので適切でないといった指摘など、TOB 強制の適用範囲を拡げる方向での修正を求める様々な意見が寄せられ、本文記載のような要件に改められた。なお、パブリックコメント手続きでは、改正案の要件であっても、もっぱら平均取得単価を下げることを目的として行われる取引所市場内での買付け等、経営支配権に影響を及ぼさないような買付け等であっても TOB の実施が強制される過剰な規制となるおそれがあるといった懸念を示す意見も寄せられた。

19) 特定市場外買付け等については、次節2で改めて述べる。

20) WG 報告書5～6頁。

21) 野崎彰ほか「公開買付制度に係る金融商品取引法等の改正」旬刊商事法務2363号11頁(2024)15頁参照。

他方、急速な買付け等の規制をめぐっては、廃止されてしまえば第三者割当増資や適用除外買付け等との組み合わせにより、TOBによらずに閾値を超える議決権を取得するような場面も想定されるだろう、WG報告書にも急速な買付け等の規制を廃止すると実質的に一体とされる取引の範囲が不明確となり、萎縮効果を生じさせるおそれがあるとの指摘がなされるなど、従来の規制の維持を求める意見があったことが明記されている²³⁾。また、同規制が、市場外の相対取引により大株主からプレミアム付きの価格で株式を取得した後、直ちにそれより低い価格でのTOBを開始するといった行為を許容しないことで、欧州における最低価格規制に代替する機能を一定程度は果たしていたと考えられるとの指摘もなされている²⁴⁾。

この点について立案担当者は、従来の急速な買付け等の規制のように、一定の期間内に行われる取引を一律に一連の取引として30%ルールを適用するのではなく、大量保有報告書等による情報開示を通じて、取引の透明性を確保することが適当であるとの考え方を採用したと説明する²⁵⁾。具体的には、大量保有報告書の「保有目的」欄の記載事項として、株券等保有割合を5%超増加させる行為（「5%超取得行為」）を行うことを決定したことや大量保有報告書・変更報告書の提出義務が発生した日から3ヵ月以内に「5%超取得行為」を予定していることが追加されることになった。

もっとも、改正法の規定では、従来の急速な買付け等の規制による規制対象に含まれていた「新規発行取得」、すなわち第三者割当増資に応じるといった行為は、TOB強制規制の適用対象には含まれない。つまり改正法の下では、例えば29%を取引所市場の内外で買い集めた後に、2%の第三者割当増資に応じることで、TOBを実施しないまま30%の閾値を超えることが可能になる。

第三者割当増資の割当て先は、発行会社の取締役会が決定するものであり、このような状況は、もっぱら対象会社経営陣の同意を得た、友好的買収の場面で生じ得る。この点については、新株発行等は、そもそもTOB強制規制の対象外とされているので、そのような場面が生じても構わないと考えられるという有力な見解も示されている²⁶⁾。

なお、改正法で急速な買付け等の規制が見直されたことで、3ヵ月といった一定の期間内に行われる取引を一律に一連の取引と評価する規定はなくなったものの、立案担当者は、各取引の目的の共通性や時間的近接性等の個別の事情を勘案し、実質的な観点から、複数の取引が一連の取引と評価される場合があることには留意が必要であると指摘している²⁷⁾。

22) 改正前の規定では、TOB強制の適用対象となる競合買付け等は、既に株券等所有割合が3分の1を超えている者による5%超の株券等の買付け等に限られていた。

23) WG報告書5頁。

24) 行岡睦彦「強制公開買付制度の適用範囲」ジュリスト1604号16頁（2024）20頁参照。

25) 野崎ほか・前掲注21、15頁参照。

26) 飯田秀総「公開買付規制改正と今後の買収防衛策の展望」旬刊商事法務2367号41頁（2024）45頁参照。

27) 野崎ほか・前掲注21、15頁参照。

(4) 一部の株主からの買付け等の適用除外

今回の法令改正では、前述した僅少な買付け等以外でも TOB 強制規制の適用除外となる取引類型が新たに追加された。すなわち、公開買付者と同一の者が行う TOB 価格よりも低い買付価格による買付け等であって、TOB の決済と同時（同日）に決済されるものについては、TOB の買付予定数に上限が付されておらず、当該買付け等に係る契約締結前に買主から売主に TOB の内容を記載・記録した書面・電磁的記録が提供され、当該契約の存在及び内容が公開買付届出書に記載されている場合には、TOB 強制規制の適用除外とされることになったのである（金商法施行令7条1項13号）。

従来、一部の株主から TOB 価格よりも低い価格で買付け等を行うことを企図する場合に、まず一般株主の応募がないことを前提とした低い価格での TOB で株主から株式を取得し、その後、本来の TOB 価格で一般株主からの株式取得を図るという二段階の TOB が行われることがあった²⁸⁾。この適用除外の新設は、そうした二段階の TOB を不要にしようとするものである。

2. 「5%ルール」をめぐる見直し

(1) 維持された「5%ルール」

改正法は、TOB 強制規制である「3分の1ルール」の内容を大幅に改める一方で、取引所市場外で買付け等を行う日を含め61日間で10名超の多数の者から株券等を買付けて株券等所有割合が5%を超えることとなる場合や既に5%を超えている者が取引所市場外での新たな買付け等によって5%超となる場合には TOB の実施が強制されるという「5%ルール」については、従来の枠組みを基本的にそのまま残すこととした（金商法27条の2第1項2号）。

改正前の「5%ルール」に係る条文は、2005年の証券取引法（当時）改正で、取引所市場内における売買から東京証券取引所の立会外取引システム ToSTNeT 等における取引を除くための規定（改正前金商法27条の2第1項3号）が設けられたり、2012年の法改正で一定の要件を満たす PTS（私設取引システム）における取引を取引所市場と同様に扱うための規定（改正前金商法27条の2第1項1号、改正前金商法施行令6条の2第2項2号）が設けられたりしたことで、複雑な構造となっていた。

今回の改正では、「5%ルール」に基づいて TOB の実施が強制される買付け等を「特定市場外買付け等」として整理するとともに、既に5%を超えている者の株券等所有割合が30%以下となる場合でも同じ規制に服することが明記されるなど²⁹⁾、分かりやすい条文構造

28) 例えば、2024年3月に公表された宇佐美鋳油によるグッドスピードに対する TOB では、2回の TOB 実施が同時に公表され、大株主の応募を前提とする第1回 TOB の価格は公表前営業日の終値を約13%下回る722円、第2回 TOB の価格は公表前営業日の終値を上回る850円とされた。

となった。

改正前の TOB 制度では、TOB 強制規制である「3分の1ルール」、「5%ルール」のいずれもが、取引所市場外での買付け等にも適用されるものとなっていた。しかし、改正法では、「3分の1ルール」に代わるものとなる「30%ルール」が、取引所市場の内外を問わずに適用されることとなるのに対し、「5%ルール」は、引き続き取引所市場外での買付け等にも適用される。

これは、「30%ルール」の目的が、支配権取引の透明性の確保や支配権プレミアムの分配であり、この規制がなければ売却の機会が与えられなかったであろう少数株主に売却の機会を与えることを狙いとしているのに対し、「5%ルール」の目的は、買付け等に応じて株券等を売却する株主の保護を図ることであるという趣旨・目的の違いが存在するからである³⁰⁾。この点については、WG 報告書も「5%ルール」は、「主として「1対多数」の取引構造により生じ得る提供圧力から（勧誘を受ける）株主を保護する点に着目したものである」と説明している³¹⁾。

（2）金融商品取引業者による買付け等の適用除外

WG 報告書は、金融商品取引業者（証券会社）等が行う単元未満株式の買付け等や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は、実質的に顧客の売買を仲介するために行うもので、「5%ルール」の適用対象外としても勧誘を受ける株主の利益を害するおそれはなく、「5%ルール」の適用対象とならないことを明確化すべきであると提言していた³²⁾。

これを受けて改正された金商法施行令及び TOB 府令では、第一種金融商品取引業者（証券会社）が行う前述のような買付け等が、TOB 強制規制の適用が除外される「適用除外買付け等」（金商法27条の2柱書）に該当することが明らかにされることとなった（金商法施行令7条1項1号、TOB 府令2条の2の3第1号、2号）。

この適用除外について、政令・府令案に対するパブリックコメント手続きでは、「30%ルール」にも適用すべきとの意見も寄せられたが、金融庁は、2025年7月4日に公表された「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（公開買付制度関連）」において、「会社支配権に重大な影響を及ぼすような証券取引について、その透明性・公正性を確保する観点

29) 従来の規定（改正前金商法27条の2第1項1号）でも、買付け等の前における株券等所有割合に制限が設けられていなかったことから、もともと5%超を有していた者が新たに株券等の買付け等を行う場合への TOB 強制規制の適用を排除するものではないと解されていた。岸田雅雄監修、神作裕之＝弥永真生＝大崎貞和編集『注釈金融商品取引法』第1巻【改訂版】金融財政事情研究会（2021）783頁（関口智弘執筆）参照。また、松尾・前掲注16、274頁参照。

30) 飯田秀総『金融商品取引法』新世社（2023）232頁参照。

31) WG 報告書8頁。

32) WG 報告書8頁。

から慎重に検討すべき」だとして否定的な見解を示した³³⁾。

3. その他の見直し

(1) 形式的特別関係者の範囲の見直し

今回の法改正では、TOB 制度上の株券等所有割合を算出する際に合算されることとなる「特別関係者」の定義に関する規定から「親族関係」という文言が削除された（金商法27条の2第7項1号）。改正後の政令でも「親族」を特別関係者とする規定（改正前金商法施行令9条1項1号）は削除されている。後述する大量保有報告制度の見直しでも保有割合が合算されることになる「共同保有者」の範囲について、ほぼ同様の対応が講じられた（金商法27条の23第6項、金商法施行令14条の7第1項）。

こうした見直しが行われることになったのは、政府部内の検討過程において、従来の「3分の1ルール」から取引所市場の内外を問わず TOB 強制規制を適用する「30%ルール」へ移行することに伴い、従来の形式的特別関係者の枠組みが維持されると、大株主の親族等が企図せず規制に抵触してしまうような場面が生じやすくなり、過剰な規制となりかねないとの指摘がなされたためだとされる³⁴⁾。

形式的特別関係者について株券等所有割合の合算が求められる趣旨は、買付者と一定の関係にある者が買付者と共同して議決権行使等を行う蓋然性が高いからだとされる。しかし、形式基準としての親族関係について言えば、現実に上場会社の経営支配をめぐって、創業家のメンバー間で深刻な対立が生じることは決して珍しくなく、形式的に親族関係にあるだけで同じような議決権行使を行う意思があるとは限らないと考えるべきだろう。

従来、金商法の特別関係者概念、とりわけ形式的特別関係者の範囲については、広すぎるのではないかとの指摘がなされてきた³⁵⁾。WG 報告書でも、TOB 制度について個別事案ごとに当局の承認を得ること等によって、規制が免除される制度を設けるべきとの提言がなされ、当該制度の対象とされるべき制度の一つとして「形式的特別関係者に関する規制」が掲げられていた³⁶⁾。今回の制度見直しでは、当局が個別事案ごとに実質的な判断を行って形式的特別関係者から除外する制度の整備にまでは至らなかったものの、より実質を重視する方向に進んだ点は評価できよう。

33) パブリックコメント回答 No.5。

34) 野崎ほか・前掲注21、15頁参照。

35) 飯田秀総「公開買付規制における特別関係者概念」JSDA キャピタルマーケットフォーラム報告書(2019) 参照。

36) WG 報告書9頁。

(2) TOB 手続きの柔軟化や TOB の予告

WG 報告書では、上で述べた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の創設に加えて、TOB 価格の引下げや撤回をめぐる規制について見直しを図るなど、TOB 手続きの柔軟化を進めることが提言されていた³⁷⁾。また、TOB の予告について、当局のガイドライン等で予告を行う際の開示のあり方を整備すべきとも提言されていた³⁸⁾。

これを受けて、法令改正では、次のような対応が講じられることとなった。

第一に、TOB 期間中に対象会社が配当を実施したり TOB 期間中を基準日とする配当の決定をしたりした場合には、配当額の範囲で TOB 価格の引下げが可能となった（金商法施行令13条1項3号、4号、TOB 府令19条1項3号）³⁹⁾。

第二に、①いわゆる有事における買収防衛策の導入されたこと、②買付け等が内外の法令に違反することとなること、③TOB による買付け等の差止仮処分命令の申立てがなされたこと、④TOB による買付け等の金商法に基づく緊急差止命令、⑤上記に準ずる事情であって公開買付者が公開買付開始広告及び公開買付届出書において指定した事情が生じたこと、における TOB の撤回が新たに可能となった（TOB 府令26条4項1～6号）。また、TOB の撤回を行うことについて、理由等を記載した承認申請書を提出した上で当局の承認を受けた場合にも、撤回が可能となった（TOB 府令26条4項7号、5項）。

第三に、TOB の予告については、開示のあり方全般を見直すような対応はとられなかったが、実現可能性がなくなった TOB の予告公表の取扱いについて、新たな方向性が示された。すなわち、今回改正された「公開買付けの開示に関する留意事項について（公開買付開示ガイドライン）」では、予告公表に記載された開始予定時期が間近に迫っているにもかかわらず、TOB を実施する者から公開買付届出書等の内容について事前相談を受けていない場合は、公表予定時期や予告を撤回する意向の有無を当局が確認するとしている⁴⁰⁾。

(3) 公開買付説明書の簡素化

WG 報告書では、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、公開買付説明書の交付・訂正に関する事務が、その効果に比して負担となっているので、公開買付届出書を参照すべき旨を記載することによって、公開買付説明書の内容を簡素化することが提言されていた⁴¹⁾。

37) WG 報告書10～11頁。

38) WG 報告書10頁。

39) 飯田秀総「対象会社による配当と公開買付価格の引下げ」旬刊商事法務2221号4頁（2020）では、対象会社が配当を実施する場合に TOB 価格を引下げることの必要性が、求められる具体的な法令改正の内容も含めて論じられていた。

40) 公開買付開示ガイドライン B-III-4

41) WG 報告書11頁。

これを受けて改正法では、公開買付届出書に記載された内容を参照すべき旨を記載する制度が新たに設けられた（金商法27条の9第2項）。また、公開買付届出書の訂正届出書が提出されても、訂正の内容が「投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める場合」には公開買付説明書の訂正や訂正説明書の投資者への交付は求められないとする規定が設けられた（金商法27条の9第4項）。

後者について具体的には、①公開買付届出書に形式上の不備があることにより訂正届出書を提出する場合、②株式等の取得に必要な行政庁の許可・認可等が得られたことで訂正届出書を提出する場合、③買付け等の期間を延長しないことについて当局の承認を受けたことで訂正届出書を提出する場合には、公開買付説明書の訂正や訂正説明書の投資者への交付は不要とされることになった（TOB府令24条6項）。

IV. 大量保有報告制度の見直し

1. 共同保有者の規律に関する見直し

(1) 協働エンゲージメントへの委縮効果低減のための見直し

従来、金商法の大量保有報告制度では、株券等の保有者との間で共同して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は、例外なく共同保有者に該当することとされてきた（改正前金商法27条の23第5項）。大量保有報告書の提出義務の有無を判定する株券等保有割合の算定にあたっては、共同保有者の保有する株券等を合算しなければならないものとされている（金商法27条の23第4項）。

この点については、既に触れたように、保有分を合算することが求められる共同保有者の範囲が明確とはいえないことで、複数の機関投資家による協働エンゲージメントを躊躇させるといった委縮効果を生んでいるといった指摘がなされてきた。

これに対して金融庁は、「株券等の大量保有報告に関するQ&A」や「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」といった文書を公表し、株主総会での議決権行使について話し合ったにとどまる場合、法令上の権利の行使以外の株主としての一般的な行動についての合意に過ぎない場合、他の投資家との話し合いで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過ぎないような場合、などは共同保有者に該当しないという解釈を明らかにしてきた⁴²⁾。

それにもかかわらず、WG報告書では、機関投資家による協働エンゲージメントへの萎縮

42) 野崎彰ほか「大量保有報告制度に係る金融商品取引法等の改正」旬刊商事法務2364号10頁（2024）11頁参照。

効果を低減させるよう共同保有者概念を見直すという提言が改めてなされた⁴³⁾。それを踏まえ、今回の改正法では、金融商品取引業者、銀行その他の内閣府令で定める者が⁴⁴⁾、共同して重要提案行為等を行うことを目的とせずに、共同して議決権その他の権利を行使することを個別に合意している場合には、共同保有者から除かれるというセーフハーバー規定が設けられることになった（金商法27条の26第5項）。

この要件を満たす個別の合意とは、株主総会ごとにする合意であって、合意の対象とする議案と他の議案を明確に区別できるよう特定し、かつ、当該議案に対する賛否を定めて、共同して議決権行使をすることを内容とするものを指す（金商法施行令14条の6の3）。

このように、金融商品取引業者等に限っては、協働エンゲージメントの委縮効果を低減させるためのセーフハーバー規定が設けられたわけである。他方、金融商品取引業者等以外の者については、金融庁は、パブリックコメントに対する回答において、例えば、株券等の保有者がNPO法人との間で共同して株券の取得・譲渡や議決権行使を行うことを合意している場合には、当該保有者の実質共同保有者に該当するものと考えられると述べる⁴⁵⁾。

こうした差異が設けられた意義については、金融商品取引業者等は、毎日のように大量の銘柄を取引しており、協働エンゲージメントを理由に共同保有者に認定されることによって生じるコストを負担させるべきでないという整理には合理性があり、今回の法令改正が、必ずしも、金融商品取引業者等以外の者による協働エンゲージメントは不要であるとか有益でないといった評価に基づくものだと解されるべきではないという見解が示されている⁴⁶⁾。

（2）みなし共同保有者の範囲の見直し

金商法は、政令で定める特別の関係にある場合は、共同保有者とみなすこととしているが、既に触れたように、「親族関係」が、このみなし共同保有者の範囲から明確に除かれることになった（金商法27条の23第6項）。

他方、WG報告書は、共同保有者の認定に係る立証の困難性を奇貨として、複数の者が暗黙裡に協調して株券等を取得していることが疑われる事例もあるとの指摘がされているとし、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だとも提言していた⁴⁷⁾。

これを受けて、今回の法令改正では、会社とその会社の代表者等との関係や会社の代表者

43) WG報告書13～14頁。

44) 大量保有府令5条の2の2の規定により、第一種少額電子募集取扱業務など一部の業務を除く有価証券関連業に該当する第一種金融商品取引業者、投資運用業者、銀行、信託会社、保険会社等が含まれる。

45) パブリックコメント回答No.3, 4

46) 飯田秀総「金融商品取引法における共同行為概念について」神田秀樹責任編集『企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言2025年度版』財經詳報社239頁（2024）266頁参照。

47) WG報告書14～15頁。

等が他の会社の代表者等である場合における会社と他の会社との関係、株券等を取得するための資金を供与した者とその資金の供与を受けた者との関係等の一定の外形的事実がある場合が、みなし共同保有者の範囲として追加されることとなった（金商法施行令14条の7第1項1～3号、大量保有府令5条の3第2号～6号）。

なお、パブリックコメント手続きの過程では、金融グループを構成する各社が日々の業務上の取引の過程で保有する株券等と当該各社の代表者等が個人的に保有する株券等とは、重要提案行為等を保有の目的としない場合には、共同保有とみなすべき関係にあるとは思われないといった指摘が寄せられ、前述のセーフハーバー規定の適用が及ぶ金融商品取引業者等による重要提案行為等を行うことを保有の目的としない保有は、会社とその会社の代表者等との関係によるみなし共同保有者の範囲から除かれることになった（大量保有府令5条の3第2号）。

2. 重要提案行為等の範囲の見直し

上で述べた共同保有者から除かれる者の要件として、共同して重要提案行為等を行うことを目的としていないことが求められるのは、大量保有報告制度上、金融商品取引業者等については簡便な報告様式を用いることができる特例報告制度が設けられているが、特例報告の適用を受けるための要件が、重要提案行為等を行うことを保有の目的としない場合に限られているからである（金商法27条の26第1項）。

この重要提案行為等の範囲をめぐるのは、WG報告書では、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する規律としつつ、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については、当該提案行為の態様について着目し、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であるとの提言がなされていた⁴⁸⁾。

これを受けて、今回の法令改正では、重要提案行為等の範囲について、次のような見直しが行われることとなった。

- ① 従来の代表取締役の選解任に加えて、代表執行役、執行役員の選解任を重要提案行為等の対象となる事項とする（金商法施行令14条の8の2第1項3号）。
- ② 新たに、特定の者の役員への選任を重要提案行為等の対象となる事項とする（金商法施行令14条の8の2第1項4号）。
- ③ 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、廃止

48) WG報告書13頁。これに対しては、個別列挙のあり方等も含めた見直しが必要なのではないかとの指摘もなされている。尾崎悠一「大量保有報告制度の改正」ジュリスト1604号28頁（2024）30頁参照。

(改正前金商法施行令14条の8の2第1項5号、6号)を重要提案行為等の対象となる事項から除く。

- ④ 新たに、発行者以外の者による支配権の取得を重要提案行為等の対象となる事項とする(大量保有府令16条4号)

また、WG報告書が提言した企業支配権等に直接関係する行為と直接関係しない行為の区別や提案行為の態様等については、今回の法令改正に伴って変更された株券等の大量保有報告に関するQ&A(以下「大量保有Q&A」という)に新たに加えられた問36において、詳細な説明がなされることとなった。

ここでは、例えば、経営陣の選解任や指名に関する説明を求める場合であっても、単に会社側の説明を求め、それを踏まえた自らの議決権行使の予定等を説明するにとどまる限りは重要提案行為等に該当しないとか、重要な財産の処分や譲受けについて会社との対話の場で提案したとしても、当該事項の検討を求め、その採否を経営陣の自律的な決定に委ねる趣旨であると考えられる場合には重要提案行為等に該当しないが、株主提案権の行使や会社の同意を得ないまま提案内容を公表するいわゆるキャンペーンの場合には重要提案行為等に該当する可能性が高いといった詳細かつ具体的な記述が行われている。

3. エクイティ・デリバティブ取引の取扱いの見直し

従来、いわゆるトータル・リターン・スワップなどのエクイティ・デリバティブ取引であっても、現物の株券等の取得及び処分に、当該デリバティブ取引のロングポジションの保有者の支配が及んでいると考えられる場合には、当該ロングポジション保有者は、ショートポジションの保有者がヘッジ取得した現物の株券等について、他人の名義をもって所有する者として大量保有報告規制上の「保有者」に該当するという考え方がとられてきた(変更前大量保有Q&A問14)。

この点をめぐってWG報告書は、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引であっても、現物決済型のエクイティ・デリバティブ取引に変更することを前提としている事例や、そのようなポジションを有することをもって発行会社にエンゲージメント行う事例なども存在すると指摘し、そうした場合には、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を開始した時点において、潜在的に経営に対する影響力を有するものと評価できるとして、大量保有報告制度の適用対象とすることを提言していた⁴⁹⁾。

これを受けて、今回の法令改正では、「株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有する者(中略)であって、当該デリバティブ取引の相手方から当該株券等を取得する目的その他の政令で定める目的を有する者」が株券等の「保有者」となることが明確に定められた(金

49) WG報告書14頁。

商法27条の23第3項3号)。ここでいう目的とは、取引の相手方から株券等を取得する目的、デリバティブ取引のポジションを示して重要提案行為等を行う目的、取引の相手方の有する議決権の行使に影響を及ぼす目的を指す（金商法施行令14条の6第2項）。

現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引のロングポジションの保有者が大量保有者とされる場合の株券等の数を算出する計算方法は、大量保有府令で詳細に定められている（金商法27条の23第3項、大量保有府令3条の3）。

なお、WG報告書にエクイティ・デリバティブ取引の取扱いの見直しが盛り込まれた背景の一つとしては、TOBWGにおける検討が行われた当時、米国でも大量保有報告制度の見直しへ向けた検討が進められており、証券取引委員会（SEC）が一定の要件を満たす現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引のロングポジションを保有する者を大量保有報告制度上の保有者とみなすという規則改正提案を行っていたという事実があった⁵⁰⁾。

しかし、米国の規則改正過程では、SECの提案に対して、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等の批判的なコメントが多数寄せられ、最終的にSECは、当初の規則改正案を撤回し、現金での決済が名目上のものに留まるような場合には、デリバティブ取引のロングポジションの保有者を大量保有報告制度上の保有者とみなすという解釈を公表するにとどまったのである⁵¹⁾。

4. その他の見直し

(1) 株券等保有割合の算出方法の見直し

従来、株券等保有割合の算出に際して、新株予約権証券等のいわゆる潜在株式については、その行使により取得される株式数を分子として取り扱うこととされてきた（改正前大量保有府令5条1項、改正後大量保有府令5条3項）。他方、株券については、取得請求権付株式や取得条項付株式など、当該株券が他の株式に転換される場合であっても、当該株券そのものを分子として取り扱うこととされてきた。

この点についてWG報告書は、取得請求権付株式や取得条項付株式の転換後の株式数を勘案して、いずれか多い方を株券等保有割合の算出に用いることとすることを提言していた⁵²⁾。

そこで今回の法令改正では、株券等保有割合の算出における株券の取扱いについて、「内閣府令で定めるところにより計算した株式の数」を分子とすることとし（金商法27条の23第4項）、内閣府令において、取得請求権付株式や取得条項付株式については、交付される株

50) 第4回WG金融庁提出資料2（2023年10月2日）参照。

51) 大崎貞和「米国における大量保有報告制度の見直し」神田秀樹責任編集『企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言2025年度版』財経詳報社311頁（2024）332頁参照。

52) WG報告書15頁。

券等に係る議決権の数が最も多い株券等の数を分子として取り扱うことが定められた（大量保有府令5条1項2号）⁵³⁾。

（2）大量保有報告書等の「保有目的」欄の記載内容等の見直し

WG 報告書は、大量保有報告書等の記載事項である「保有目的」や「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」等について、その記載内容・記載方法が必ずしも明確化されておらず、提出者によって記載ぶりが区々となっているという課題があることや、現行の記載方法の複雑さが提出遅延の一因となっている可能性があることを指摘し、記載内容・記載方法の明確化と見直しを行うよう提言していた⁵⁴⁾。

これを受けて、大量保有府令第一号様式の「記載上の注意」の改正が行われ、重要提案行為等を現に行い、または行うことを予定している場合には、その内容についてできる限り具体的に記載すること、株券等保有割合を5%超増加させる行為（「5%超取得行為」）を行うことを決定した場合や大量保有報告書・変更報告書の提出義務が発生した日から3ヵ月以内に「5%超取得行為」を予定している場合には、その内容をできる限り具体的に記載することが求められることとなった。また、担保契約等重要な契約について記載すべき事項等が明確化されることになった。

これらのうち、5%超取得行為が新たに記載事項とされた背景には、既に触れたように、今回の法令改正で、急速な買付け等を行う場合へのTOB強制規制の適用が廃止されることになったという事情がある。

（3）大量保有報告制度の実効性確保をめぐって

既に触れたように、2022年の三ツ星事件とその後の同事件関係者に対する大量保有報告書不提出等を理由とする課徴金納付命令の発出を契機として、大量保有報告制度のエンフォーースメントをめぐり問題点への関心が高まった。こうした問題意識を背景としながら、WG 報告書は、大量保有報告制度の実効性確保が求められると指摘し、前述のみなし共同保有者の範囲の拡大とともに、大量保有報告書の故意性が疑われる不提出や著しい提出遅延の事例への積極的な対応が求められるといった提言を行っていた⁵⁵⁾。

この点をめぐっては、個々の大量保有報告制度違反の事案への対応とは別に、今後、違反者に課される課徴金の金額引き上げのための法改正が進められる見通しである。2025年12月に公表された金融審議会市場制度ワーキング・グループ報告では、課徴金制度見直しへ向け

53) 交付される株券等の数が将来の一定の時期の市場価値等の指標に基づき決定される場合は、株券等の数を計算する特定の日に交付されたものと見なして計算する（大量保有府令5条2項）。

54) WG 報告書15～16頁。

55) WG 報告書15頁。

た検討の中で、大量保有・変更報告書の不提出・虚偽記載に係る課徴金について、課徴金の対象を株券等保有割合の1%以上の増減に係るものなど投資判断への影響が大きいものに限定するとともに、課徴金水準を引き上げることなどが提言されている⁵⁶⁾。2026年の国会では、こうした提言を具体化するための法令改正が審議されるものと予想される。

V. おわりに ー国際比較の観点から眺めたM&A法制ー

TOB・大量保有報告制度は、経営支配権の異動をめぐる透明性を高める少数株主・投資者保護のための規制であると同時に、企業買収(M&A)の場面においては、買収者の行為規制であり、被買収会社の経営者の行為規制である買収防衛策規制とともに総体としてのM&A法制の一環を成すものである。国際的にみると、英国で形成されてEU(欧州連合)指令を通じてドイツ、フランスなど欧州各国に拡がったシティ・コード型と米国で証券取引所法およびSEC規則に基づくTOB・大量保有報告規制とデラウェア州の判例法理によって形成された買収防衛策規制から成るデラウェア型とが主要なM&A法制の類型となっている。

日本のTOB・大量保有報告制度は、1971年の証券取引法(当時)改正時に、1968年に制定された米国のウィリアムズ法に範をとって導入された⁵⁷⁾。その後、1990年の法改正で大幅な制度見直しが行われ、英国の制度を参考にしながら、今回の法改正で見直されることとなったTOB強制規制である「3分の1ルール」が導入されることになった。更に2006年の法改正では、TOB後の株券等所有割合が3分の2以上となる場合については、部分買付けを認めないシティ・コード型に近い全部買付義務が導入された(金商法27条の13第4項、金商法施行令14条の2の2)⁵⁸⁾。

一方、日本の買収防衛策規制は、2000年代半ば以降、米国のポイズン・ピルを一つのモデルとしながら、少なからぬ数の上場会社による有事・平時の買収防衛策の導入・発動とそれらをめぐる司法判断の積み重ねによって形成されてきた。従って、現在の日本のM&A法制は、シティ・コード型とデラウェア型の間位置づけられるものとなっている。

M&A法制の一環を成すTOB・大量保有報告制度を評価しようとする場合、被買収会社の経営者に対する規制である買収防衛策規制と一体として見たときに、株主の経営者に対するモニタリング(監視)権限と経営者のオートノミー(自律性)とのバランスがとれている

56) 金融審議会市場制度ワーキング・グループ報告(2025年12月26日)6~7頁。

57) この時点では、制度化されたのはTOB規制だけで、大量保有報告制度は導入されなかった。

58) WGの議論では、欧州型(シティ・コード型)のTOB制度は規制趣旨が明確で、一般株主の保護に手厚く、TOB制度のあり方として望ましいとの意見が多く見られたが、健全なM&Aを阻害しないための体制が必要といった意見もあり、直ちに欧州型の規制に移行すべきとの結論には至らなかったとされる(WG報告書2~3頁)。

法規制になっているか否かという視点が重要である⁵⁹⁾。

こうした視点からシティ・コード型、デラウェア型、日本型のそれぞれの M&A 法制を見るならば、次のようなことが言えるのではないか (図表 1)⁶⁰⁾。

図表 1 M&A 法制の国際比較

	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 (事後規制)。義務的 TOB では全部買付義務がある。	事前の明確な TOB 義務はなく、TOB 時の全部買付義務もない。但し、市場の内外を問わず、買付価格を公表して多数の者から大量買付けを行うといった場合には、TOB ルールに従う必要がある。	30%超となる議決権取得には原則 TOB 義務 (事前規制)。3分の2以上となる場合は、全部買付義務がある。
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%での開示以外を免除する規定あり。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、変更報告が求められる。	5%で大量保有報告。1%以上の変動で変更報告。機関投資家等の特例は年4回報告。	5%で大量保有報告。1%以上の変動で変更報告。機関投資家等の特例は月2回報告。
買収防衛策	取締役会のみ判断では導入・発動できない。株主総会の特別決議で例外的に導入・発動が可能。	防衛の必要性和手段の相当性が認められれば、取締役会のみ判断で発動可能。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だとされる。	事前又は事後の総会承認を前提として、防衛の必要性和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も少なくない。防衛策で買収を阻止した例がある。
株主のモニタリング権限と経営者のオートノミーのバランス	買収は行いにくく、経営者による防衛は困難。	買収は行いやすく、経営者による防衛が可能。	買収はやや行いにくく、経営者による防衛が可能。

(出所) 各種資料より筆者作成。

59) 宍戸善一「M&A の意義 一動機付け交渉の観点から」一橋法学24巻3号973頁 (2025) 1008~1009頁参照。

60) 宍戸善一=大崎貞和『上場会社法』弘文堂 (2023) 146~150頁参照。

シティ・コード型では、上場会社の株式の30%以上を保有した者による買い増しに対して、全部買付義務を伴う TOB の実施が強制されるなど、買収者に厳格な行為規制を課す一方で、経営者による買収防衛策の行使にも厳格な要件を課しており、買収のコストを高める一方で、経営者が買収の成立を阻止しにくくするという形で、株主のモニタリング権限と経営者のオートノミーのバランスをとっている。

デラウェア型では、買収者の行為規制は緩やかで、TOB 強制規制や全部買付義務といった制度はなく、大量保有報告制度を遵守しつつ、自由に株式を買い集めることが可能である。一方、経営者による買収防衛策の導入・発動は、取締役会の決議でも可能である⁶¹⁾。買収提案を行いやすくする一方で、経営者による買収成立の阻止も容易にすることで、シティ・コード型とは対照的な形で、株主のモニタリング権限と経営者のオートノミーのバランスをとっていると言える。

これに対して、シティ・コード型とデラウェア型の中間に位置づけられる日本型では、買収者には TOB 強制規制が課され、かつ一定の場合には全部買付義務も課される。一方、経営者による買収防衛策の導入・発動が、判例の動向を見る限り、事前または事後の株主総会による承認が求められるものの、一定程度許容されており、実際に買収を阻止した例もある。このような M&A 法制のあり方は、どちらかと言えば買収者に厳しく、経営者に寛容なものであり、ややバランスを欠いたものとなっているように思われる。

今回の法令改正は、TOB 強制規制をめぐる「3分の1ルール」が「30%ルール」に改められ、取引所市場内での株式買い集めがこれまでよりも難しくなるなど、総じて言えば、買収者に厳しい内容となっている⁶²⁾。確かに、今回の改正には協働エンゲージメントを委縮させないような制度見直しなど、株主のモニタリング権限に配慮した内容も含まれるが、それらはあくまで経営支配への介入を行わないという限度において活用される制度であり、経営支配権の獲得をめざす買収者を利するものではないだろう。株主のモニタリング権限と経営者のオートノミーのバランスという観点からは、もともと経営者のオートノミーに重きを置いていた法制が、更に株主のモニタリング権限を抑制する方向に改められたと見ることできるのではなかろうか。

一つ気になるのは、今回の法令改正が、基本的には買収者に厳しい方向での改正でありつつも、経営者の同意を得た友好的な買収者に対しては寛容な面をみせていることである。例えば、既に触れたように市場内外の取引を組み合わせた急速な買付けに対する規制が廃止さ

61) 但し、経営者による利益相反取引を防止する観点からの判例法理が発展していることには注意が必要である。詳しくは、宍戸=大崎・前掲注60, 147~149頁。

62) もちろん、そうした制度見直しの背景には、少数株主の保護という正当な目的がある。あくまで買収者と経営者の攻防という局面を見た場合の規制の機能について「厳しい内容」というだけであり、筆者が今回の改正そのものを否定的に評価しているわけではない。

れたことで、30%近い株式を取得した後に、経営者の同意が前提となる。第三者割当てを受けて30%超の株券等所有割合に達することは容認されることになる。また、一部の大株主から低い価格で株式を取得するための二段階 TOB は、通例、発行会社の同意を得た上での主要株主の交替に用いられる手法だが、今回の改正ではその「手間」を省くことが可能となった。このように、経営者の同意を得た経営支配権の異動を同意を得ない異動に比べて、より容易にする規制は、経営者に批判的な株主のモニタリング権限を抑えるものと見ることができるのではないだろうか。

今回の法改正の施行が、経営者による買収防衛の規制に何らかの影響を及ぼすのか、今後の課題とされた欧州型の TOB 制度への移行は検討の遡上に乗せられるのか等⁶³⁾、今後の展開が注目されよう。

(東京大学公共政策大学院客員教授)

63) 行岡・前掲注24, 21頁は、今回の改正内容を踏まえ、日本の TOB 規制は、少数株主の退出機会の保障よりも、むしろ支配権取引それ自体の透明性・公正性の確保に重点を置いた規制であり、支配権の移転取引それ自体を規制対象とする事前規制を採用することは、制度設計としても一貫しているとしながらも、支配権の移転に際して少数株主に退出機会を保障する制度へと舵を切るべきかどうか今後の検討課題だと指摘する。