

2024年3月

## 公開買付制度の改正による実務への影響(速報)

アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業  
M&A プラクティスグループ

2024年3月15日に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(「本改正案」)が国会に提出されました。本改正案には、公開買付けに係る規制の改正も含まれており、M&A 実務に対する大きな影響が予想されるため、本ニュースレターでは、本改正案のうち、公開買付けに関する部分に焦点を当てて、改正の概要と実務への影響をいち早くお届けします。

公開買付制度等に係る法改正については、金融審議会が、2023年12月25日に報告書(「本WG報告書」)<sup>1</sup>を公表していましたが、実際の改正事項はこのうちの一部であり、本WG報告書の記載事項のうち、改正がなされなかった事項は将来的な課題となる見込みです。

<sup>1</sup> 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

<主たる改正点と実務への影響<sup>2)</sup>>

トピック	概要・実務への影響	今後明らかとなる事項
1/3 ルールから 30%ルールへ	<p>&lt;概要&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 義務的公開買付けの代表的な閾値(しきいち)である株券等所有割合の 1/3 が 30%になります。</li> <li>■ 従来は株主総会における特別決議事項の拒否権を根拠に株券等所有割合の 1/3 超の株式等の取得等を伴う行為について公開買付けを強制していましたが、諸外国の規制における水準や現実社会における議決権行使割合に鑑み、事実上の拒否権に着目したものといたします。</li> <li>■ 本改正案により、市場外取引及び ToSTNeT を通じた株券等の買付け等については、株券等所有割合の 1/3 超から、30%超(=30%を超える場合、既に 30%超を所有している場合の追加買付け)が義務的公開買付けの適用のメルクマールとなります。</li> </ul> <p>&lt;実務への影響&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <u>これまで公開買付けが強制されていなかった株券等所有割合が30%超から1/3までにとどまる市場外取引及び ToSTNeT を通じた株券等の買付け等は、公開買付けの強制対象となることに留意する必要があります。</u></li> <li>■ 閾値は株券等所有割合の 1/3 超から 30%超に下がりましたが、会社支配権に重大な影響を及ぼす可能性がある 20%台の株券等の買付け等は、依然として義務的公開買付けの対象外です。そのため、本改正案を踏まえても、買収に対する対応方針(買収防衛策)の必要性は変わらないものといたします<sup>3)</sup>。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 本改正案では、既に株券等所有割合の 30%を超えている場合の追加の買付け等のうち、新たに買付けを行う株券等の数又は買付けの価格の総額が著しく少ない場合で、かつ、買付け後における株券等所有割合が一定の割合未満の場合には、支配権の帰属に影響がない取引として、義務的公開買付けの適用除外となる余地が残されています。</li> <li>■ 詳細は、今後の政省令の改正で明らかとなる予定です。</li> </ul>

<sup>2)</sup> 関連する政令及び内閣府令の改正案は本書日(2024年3月21日)現在においては公表されておりません。今後、本改正案の成立後に公表されるであろう政令及び内閣府令の改正案の内容も踏まえて、本改正案に基づく改正内容の詳細を把握することが必要となります。

<sup>3)</sup> また、株券等所有割合の 30%以下の買付け行為であっても、急速な買い上がり等による強圧性が発生する可能性もあり得るため、30%以下にとどまる買付けを実施する場合、それに対する対抗措置(買収防衛策上の対抗措置)の発動のための株主意思確認総会において、対象会社により議決権の行使を認めない可能性は残ります。特に、市場内取引(立会内)を通じた株式の買い集めについて留意が必要となります。

トピック	概要・実務への影響	今後明らかとなる事項
<p>「30%ルール(市場内取引(立会内))」が創設</p>	<p>&lt;概要&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 本改正案により、株券等所有割合の30%超(=30%を超える場合、既に30%超を所有する場合の追加買付け)となる市場内取引(立会内)は、適用除外取引に該当しない限りは、公開買付けが強制されることとなります。</li> <li>■ 従来、市場内取引(立会内)については、時間優先・価格優先という競争売買原則の下、透明性や公正性が確保されているという理由で、限られた局面でのみ<sup>4</sup>、公開買付けが強制されていました。しかしながら、市場内取引(立会内)を通じた株式の買い集めに関しては、買付者が、いつ、どれだけ株式を、どのような価格で、どのような期間にわたって取得しようとしているのか等の情報開示が十分になされおらず、株式の保有者に対して強い売却圧力(いわゆる「強圧性」)が働きうるという理由で、市場内取引(立会内)についても、公開買付規制を適用するべきであるという主張が強まっていました。本改正案では、これを踏まえて、市場内取引(立会内)であっても、株券等所有割合の30%超となる買付けについては、義務的公開買付けの対象としています。</li> </ul> <p>&lt;実務への影響&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <u>これまで、基本的に、公開買付けが強制されていなかった市場内取引(立会内)のうち、株券等所有割合が30%超となる株券等の買付け等は、原則として、公開買付けの強制対象となることに留意する必要があります。</u></li> <li>■ これまで、実務上、30%超の株券等所有割合となる買付けのうち、市場内取引(立会内)を用いるものとして以下の行為がありましたが、本改正案により、以下の行為にも公開買付けが必要となります。 <ul style="list-style-type: none"> <li>① 会社支配権の取得を目的として、市場内取引(立会内)により株券等所有割合の30%超の買付けを目指す行為</li> <li>② 会社支配権の取得を目的とはしないものの、自身が要求する事項<sup>5</sup>を実現す</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 本改正案では、既に株券等所有割合の30%を超えている場合の追加買付けのうち、新たに買付けを行う株券等の数又は買付けの価格の総額が著しく少ない場合で、かつ、買付け後における株券等所有割合が一定の割合未満の場合には、支配権の帰属に影響がない取引として、義務的公開買付けの適用除外となる余地が残されています。</li> <li>■ 詳細は、今後の政省令の改正で明らかとなる予定です。</li> </ul>

<sup>4</sup> いわゆる急速買付けに該当する場合など。

<sup>5</sup> 実務上、自身の投資先である上場会社への要望事項を実現するために1/3超の議決権の取得を目指すことがあります。また、要求事項が自己株式の取得を通じたROEの向上とする者にとっては、法人税法上のみなし配当の益金不算入制度を最大限活用するために、市場内取引(立会内)を通じて、1/3超の議決権の取得を目指す場合もあります。これまでは、みなし配当の

トピック	概要・実務への影響	今後明らかとなる事項
	<p>るために、市場内取引(立会内)により株券等所有割合の 30%超の買付けを目指す行為</p>	
<p>急速買付けルールが廃止</p>	<p><b>&lt;概要&gt;</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 本改正案により、義務的公開買付けに係る類型のうち、急速買付けルールが廃止となる見込みです(本 WG 報告書では、急速買付けルールを廃止すべきとの結論には至っておりませんでした。)</li> <li>■ 本改正案では、30%ルール(市場内取引(立会内))が創設されたことから、急速買付けルールはその意義を終えたと判断されたものと推察されます。</li> </ul> <p><b>&lt;実務への影響&gt;</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 30%ルール(市場内取引(立会内))が創設されましたが、30%ルール(市場内取引(立会内))の適用範囲は、急速買付けルールの適用範囲を完全に包摂するわけではありません<sup>6</sup>。したがって、<u>急速買付けルールの廃止により、以下の株券等所有割合の 5%超の取得行為について公開買付けが不要となります。</u></li> </ul> <ol style="list-style-type: none"> <li>① <u>市場外取引で株券等所有割合の 5%超取得し、その 3 ヶ月以内に、公開買付けを行うことにより株券等所有割合にして 10%超を増加させ、その結果、30%超となる場合<sup>7</sup></u></li> <li>② <u>市場外取引で株券等所有割合の 5%超取得し、その 3 ヶ月以内に、新株発行を通じた取得により株券等所有割合にして 10%超を増加させ、その結果、30%超となる場合</u></li> </ol>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ —</li> </ul>

益金不算入制度を最大限活用するために、市場内取引(立会内)でもって 1/3 超の議決権の取得が実現できたところ、本改正案により、原則として、公開買付けを行うことが求められることとなります。

<sup>6</sup> 具体的には、市場外取引で株券等所有割合の 30%以下の株式の取得を行ったうえで、30%超になる取引を公開買付けで実施するような場合に、急速買付けルールでは、一定の場合には、最初の市場外取引も義務的公開買付けの対象となりえますが、30%ルールでは対象外となります。

<sup>7</sup> 公開買付けの対象会社が経済的に窮境にある場合など、筆頭株主(オーナー)が一般株主よりも安価での売却に応じている場合、筆頭株主(オーナー)から市場価格に対してディスカウントで対象会社株式を買い付け、その直後に、一般株主から市場価格にプレミアムを付す形で対象会社株式の買付けを行う場合には、1 回目の取得の結果、株券等所有割合が 1/3 以下であっても、急速買付けルールの関係で、2 回公開買付けを実施していました。しかしながら、急速買付けルールがなくなった場合、上記の 1 回目の買付けは株券等所有割合が 30%以下であるならば、公開買付けが求められないこととなります。

トピック	概要・実務への影響	今後明らかとなる事項
他者の公開買付期間中の買付けルールの廃止	<p>&lt;概要&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 他者の公開買付期間中において、株券等所有割合が 1/3 を超える者が、5%超の株券等の買付け等を行う場合に、公開買付けを強制するルールが存在しますが<sup>8</sup>、本改正案により廃止となる見込みです。</li> <li>■ 本ルールは、市場内取引(立会内)のうち、一定の行為に該当するものについて、公開買付けを強制するものでしたが、「30%ルール(市場内取引(立会内))」の創設により、その役割を終えたと判断されたものと推察されます。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ —</li> </ul>
5%ルール <sup>9</sup> に関する新たな適用除外の有無・内容の確定は今後明らかとなる	<p>&lt;概要&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 5%ルールについては、本 WG 報告書上、過度に取引を制限している面があるため、(ア)単元未満株式の買付けであったり、(イ)機関投資家等の顧客からの買付けであって、その後、直ちに売却することを予定しているものについては適用対象外とするべきとの提言がなされていました。</li> <li>■ 本改正案では、条文上は「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ものとして政令で定める取引による株券等の買付け等」が新たに 5%ルールの適用除外として追加されています。ただし、適用除外となる具体的な取引の内容は政令で定めることとされているため、本改正案の文案では、上記(ア)及び(イ)を除外するかどうかは必ずしも読み取れません。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 5%ルールに関する新たな適用除外取引の有無・内容は、今後の政省令の改正で明らかとなります。</li> </ul>
公開買付説明書の内容が簡素に	<p>&lt;概要&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 本改正案では、公開買付説明書に記載すべき事項のうち内閣府令で定める事項について、公開買付届出書を参照すべき旨及び公開買付届出書を開覧するために必要な事項を記載した場合、公開買付説明書に記載されたものとみなすもの</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公開買付説明書の記載事項のうち省略が認められる箇所の詳細や、訂正事項分の交付が不要とされる場合の詳細は、今後の政省令の改正で明らかとなります。</li> </ul>

<sup>8</sup> なお、株券等所有割合が 1/3 を超える者が株券等の買付け等を行う場合、市場外取引は原則としてそもそも利用できないため、本ルールは、一定の市場内取引(立会内)に公開買付けを強制することにその意義があります。

<sup>9</sup> 一定期間内において不特定多数の者から、市場外で株券等の買付け等を行うこと(すなわち、合計 61 日の間で市場外の株券等の買付け等の相手方が合計 10 名以下に収まる一連の買付け行為は除外されます。)、株券等所有割合が 5%を超えることとなる株券等の買付け等に対して、公開買付けによる取得を強制するものを指します。

トピック	概要・実務への影響	今後明らかとなる事項
	<p>とされました。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ また、本改正案では、公開買付届出書の訂正届出書の提出に伴う公開買付説明書の訂正事項分についても、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該当する場合には、訂正事項分の交付が不要とされました。</li> </ul> <p>&lt;実務への影響&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公開買付説明書は、公開買付届出書とその記載内容が大部分において重複しているため、別途作成を必要とする意義について、実務上疑問視されることもあり、本改正案により作成の負担の軽減が見込まれます。</li> <li>■ 加えて、公開買付説明書(公開買付届出書の訂正届出書の提出に伴う公開買付説明書の訂正事項分を含みます。)は、通常、そのページ数に応じて作成費用が変わってくるため、公開買付け説明書を印刷等する場合、記載の簡略化による費用の削減の可能性もあります。</li> </ul>	

以上

- 
- 
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
  - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。  
弁護士 飛岡 和明 ([kazuaki.tobioka@amt-law.com](mailto:kazuaki.tobioka@amt-law.com))  
弁護士 菅 隆浩 ([takahiro.suga@amt-law.com](mailto:takahiro.suga@amt-law.com))
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
  - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。

---

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

[www.amt-law.com](http://www.amt-law.com)