

## TOBルールと大量保有報告書の見直しの論点

3月2日の金融審議会総会において、金融担当大臣より公開買付（TOB = Take-Over Bid）制度・大量保有報告制度等（以下、TOB等規制）のあり方について検討を行うことが諮問された。

検討されるポイントは、公開買付制度では、①公開買付規制の適用範囲として市場内取引を含めるか、取得比率などの閾値をどうするか、②公開買付けの強圧性を解消・低減させるための方策をどうするか③M&Aの多様化に合わせて公開買付規制の柔軟化をどう確保するか、などが示された。また、大量保有報告制度では、①特例報告制度の対象となる機関投資家などの定義や取得目的など明確化②共同保有者の範囲の明確化③取得株式以外に将来株式に転換される可能性のある現金決済型エクイティ・デリバティブ取引の取扱いの明確化、などの検討が行われる。加えて、企業と投資家の建設的対話の重要性が高まっているが、機関投資家やファンドなど実質株主の透明性を図るための方策も検討される。

この背景については、市場内取引を使って買い手の意図が分からないままに大量の株式を取得する「ステルス買収」の弊害が目立ってきたこと、機関投資家が気候変動などの問題で企業との対話を進める必要が増していることがある。

「ステルス買収」などの増加を受け、経済産業省の「公正な買収の在り方に関する研究会」（以下、研究会）では2022年11月から買収提案に対する当事者の行動や買収防衛策の在り方などについて議論が進んでいる。今回の金融審議会でのTOB規制等の見直しは、この動きを受けたものだ。

研究会においては、敵対的買収提案が2017年から20例あり、その内、半数以上では買収者が一部のアクティビストを含む投資ファンドとなっていることが報告された。2021年の東京機械製作所事件や2022年の三ツ星事件などが取り上げられているが、SBIホールディングスによる新生銀行の買収の様に、当初は買収される企業の同意が得られなかつ

たが、買収者と対象会社の交渉を重ねるうちに買収が合意されるケースも見られる。

一方、大量保有報告書制度の問題点も研究会では指摘されているが、同制度の特例報告制度を利用すれば、短期間で市場から大量の株式を取得することも可能となっている。大量に株式を取得したファンドなどが、急遽、取得目的をそれまでの投資から買収に変更した上で買収提案を行えば、対象会社側は提案目的や内容を詳細に検討する時間が必要として、新株予約権の株主付与など買収防衛策を導入して、買収者以外の株主の判断を仰ぐ買収対抗策を取ることがある。買収者側は、買収防衛策の差し止め請求を行うケースも多く、結果司法の判断を仰ぐことになる。この間の時間がかかり、買収者・対象会社の双方の情報出し方によっては株価が大きく変動する場合もあって、健全な企業価値向上を目指す取組みとは言い難い状況が発出することもある。

東京機械製作所事件では、買収側の大量保有報告書が、機関投資家などが投資目的で取得した場合の特例報告制度の適用を受けた為、買収行為が明らかになるまでに大量の対象会社株式が市場で買い集められる時間的余裕があったことが指摘されている。

大量保有報告書制度では、機関投資家であっても役員の選任及び解任などの重要な提案を行う場合は、特定報告制度の適用を受けることが出来ないが、今後、機関投資家が上場企業に対して気候変動対策などの提案を行うことが想定されており、これか制度上の必要な提案に当たるか明確化する必要もある。

以上、健全で公正な取引が行われる為の市場を支えているTOB等規制について、現状の市場・経済環境変化に合わせて17年振りに改正が行われる予定である。

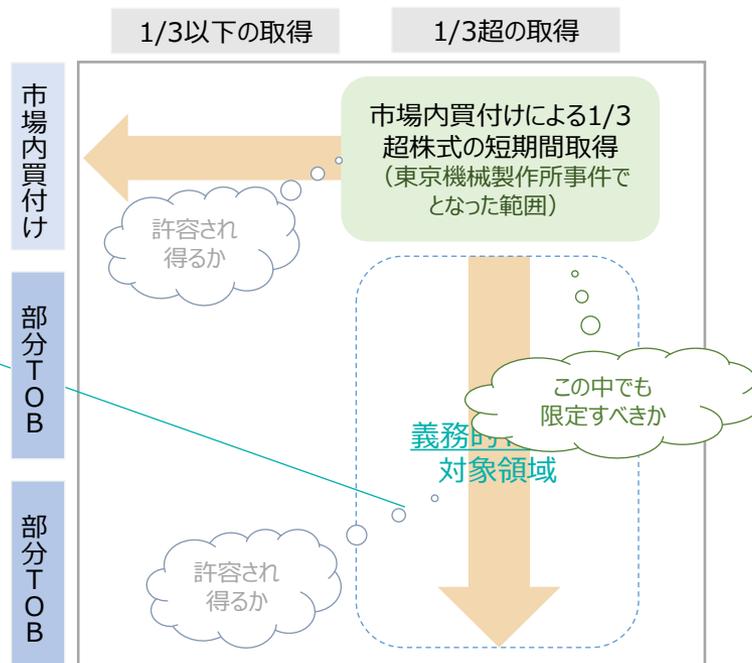
**公開買付規制概要** ※下線部分：今回の改正対象

市場外取引	5%ルール	市場外の取得で発行済株式数が5%を超える ※60日間で10名以下からの買付けは適用除外
	1/3ルール	市場外で60日間に10名以内から買付け、その後の保有が発行済株式の1/3を超える場合
市場内の特定売買		ToSTNeT買付けによって発行済株式の1/3を超過する場合
市場内外での急速な買付け		3カ月間で発行済株式における10%以上の買付けを行い、そのうち5%以上を市場外もしくは特定売買によって取得、かつ買主の保有率が1/3超過となる場合
買付者間の公平性確保		1/3以上保有している者が他者のTOB期間中更に買付けを進める場合
全部買付義務	2/3ルール	買付け後の所有割合が 3分の2 以上となる場合に応募株式の全部を買い付ける義務

**大量保有報告制度概要**

大量保有報告書提出義務	株式等の保有が5%を超えた株式保有者及び共同保有者	事実発生から5営業日以内に提出
	機関投資家等で保有が10%を超えない場合（特例報告）	事実発生の基準日（月2回以上）から5営業日以内に提出

**検討のポイント**



※経済産業省「公正な買収の在り方に関する研究会」事務局資料より