

はしがき

公開買付制度及び大量保有報告制度については、2006年（平成18年）の証券取引法の改正により大幅な見直しが行われたが、それ以来、両制度について、大きな改正は行われてこなかった。2024年（令和6年）5月に成立した「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」（令和6年法律第32号）は、資本市場の公正性・透明性を一層確保し、企業と投資家の建設的な対話を促進することを目的として、公開買付制度及び大量保有報告制度に関する重要な見直しを行うものであり、約18年ぶりとなる大改正である。

令和6年改正の背景としては、平成18年改正以降、近年のM&A取引の多様化、アクティビストによるエンゲージメントの活発化、デリバティブ取引を通じた経済的支配の拡大など、近時の資本市場における大きな環境変化があり、従来の制度では、こうした複雑な取引形態に十分に対応できず、情報開示の不十分さや制度の硬直性などの様々な課題が生じていたことが挙げられる。これらの課題に対応するため、令和6年改正においては、以下のとおり、公開買付制度及び大量保有報告制度のいずれについても多岐に亘って実務に大きな影響を与える改正が行われ、施行日は2026年5月1日であり、間近に施行を控えている。

公開買付制度については、いわゆる3分の1ルールの閾値を30%に変更することや市場内買付けについても対象に含める等の公開買付制度の対象となる取引範囲の見直し、形式的特別関係者の範囲の見直し、公開買付手続の柔軟化、公開買付届出書等の記載事項の明確化等が主な改正であり、また、金融庁が公表する公開買付けに関するQ&A及び公開買付開示ガイドラインも併せて改正されている。

大量保有報告制度については、共同保有者の規律に関する協働エンゲージメントの特例、みなし共同保有者の範囲の再整理、現金決済型エクイティ・デリバティブに係る権利者の取扱い、重要提案行為等の範囲の明確化、大量保有報告書の記載事項の明確化など、投資家行動の多様化等に対応する改正

が行われており、大量保有報告に関する Q&A も併せて改正されている。

また、2023 年 8 月に経済産業省が「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（企業買収行動指針）を公表して以降、わが国においても、当初の買収提案を契機とする第三者からの新たな対抗提案や、いわゆるアクティビストだけでなく、事業会社や金融機関等による対象会社の経営陣の同意を得ずに行われる買収（いわゆる同意なき買収）が増加傾向にあり、実例及び実務が集積しつつあるが、対抗提案や同意なき買収に対して令和 6 年改正が与える影響についても留意する必要がある。

本書は、令和 6 年改正に関して、条文に則して丁寧にその内容を紹介するとともに、それを受けて実務上問題になり得る点は何か、また、それについて具体的にどのような実務上の対応が必要となるのかを、できる限り平易かつ網羅的に解説することを目指して執筆されたものである。また、本書の特徴は、令和 6 年改正において手当てされなかった、公開買付制度及び大量保有報告制度の残された課題について分析することで、より良い将来の制度改正に向けた一定の方向性を示している点と、近時の実務の状況を踏まえて、これまで必ずしも体系的に整理されてこなかった対抗提案や同意なき買収等の場面における公開買付制度を巡る実務を明らかにするために、令和 6 年改正が実務に与える影響に留まらず、具体的な事例を交えて企業買収行動指針の公表後における公開買付けの実務上の留意点についても網羅的な整理を試みている点である。

終わりに、本書の刊行に当たって多大な尽力をいただいた株式会社商事法務のコンテンツ制作部の浅沼亨氏、宮尾悠子氏及び中山直子氏に対し、執筆者を代表してこの場を借りて心から御礼を申し上げたい。また、本書の執筆に当たっては、筆者らが所属する西村あさひ法律事務所・外国法共同事業の白澤秀己弁護士、市瀬慶弁護士及び中田峻介弁護士にも、リサーチ及び校正作業に際して多大な協力を得た。ここに特に記して感謝の意を表したい。

本書が、企業の経営者、経営企画部・法務部・総務部・財務部・広報 IR 部等の実務担当者、弁護士、公認会計士、税理士、法学部ないし法科大学院の学生等に縦横に活用され、実務に携わるうえでの一助となれば、我々執筆者としては望外の喜びである。

注：本書脱稿後、公開買付制度及び大量保有報告制度の令和6年改正に係る立案担当者及び両制度を所管する担当者による連載（「これからの公開買付制度と大量保有報告制度」旬刊商事法務2414号（2026）～）に接した。

2026年3月吉日

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業
弁護士 太田 洋 弁護士 松尾拓也
弁護士 野澤大和 弁護士 古梶順也

目次

はしがき i

凡例 xi

第 I 部 令和 6 年改正の内容と実務対応

第 1 章 公開買付制度の改正の内容と実務上の留意点	3
第 1 節 改正の全体像	3
I 公開買付制度の対象となる取引範囲の見直し	4
II 形式的特別関係者の範囲等の見直し	10
III 公開買付手続の柔軟化	11
IV 公開買付届出書等の記載事項の明確化等	11
V その他の改正	11
第 2 節 公開買付制度の対象となる取引範囲の見直し	13
I いわゆる 3 分の 1 ルールの閾値の変更	13
II 市場内取引（立会内）の取扱いの変更	17
III 急速買付規制の廃止	21
IV 50% 超～3 分の 2 未満の例外の廃止	31
V 僅少な買付け等の例外の新設	34
VI 他の適用除外買付け等関連の変更	43
VII 「買付け等」の概念に関わる改正	50
第 3 節 形式的特別関係者の範囲等の見直し	55
I 親族関係・役員関係の削除・縮小	55
II 株券等所有割合の合算対象から除外される形式的特別関係者の範囲の拡大	60
III 当局承認により形式的特別関係者から除外する制度の不導入	62
第 4 節 公開買付手続の柔軟化	63
I 公開買付価格の引下げ事由の拡充	63

II	公開買付けの撤回事由の追加	72
III	公開買付期間の義務的延長の例外の拡充	78
IV	当局の承認による規制の柔軟化	79
第5節	公開買付届出書等の記載事項の見直し等	82
I	公開買付届出書の記載事項の見直し等	83
II	意見表明報告書の主要な変更点	88
第6節	その他の改正	89
I	公開買付価格の均一性に関する改正	89
II	小規模所有者合算が不要となる場合の追加	90
III	公開買付けの予告公表	91
IV	公開買付説明書の簡素化	92
第7節	公開買付開示ガイドラインの概要	93
I	はじめに	93
II	公開買付開示ガイドラインの「A 共通事項」	94
III	公開買付開示ガイドラインの「B 基本ガイドライン」の 「I. 公開買付届出書」	99
IV	「B 基本ガイドライン」の「III. 予告公表」	118
第2章	大量保有報告制度の改正の概要と実務対応	121
第1節	改正の全体像	121
第2節	共同保有者の範囲の明確化	124
I	共同保有者の規律に関する協働エンゲージメントの特例	124
II	みなし共同保有者の範囲の見直し	131
第3節	現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に係る権利者の 取扱い等	138
I	令和5年12月WG報告における提言	138
II	改正の内容	140
III	実務対応上のポイント	145
第4節	重要提案行為等の範囲の明確化	151
I	大量保有報告制度における重要提案行為等の意義	151
II	改正前の重要提案行為等の定義	151

目次

Ⅲ 令和5年12月WG報告における提言	153
Ⅳ 改正後の重要提案行為等の内容	153
Ⅴ 実務対応上のポイント	161
第5節 大量保有報告書の記載事項の明確化その他の事項	163
Ⅰ 大量保有報告書の「保有目的」欄の記載事項の明確化	163
Ⅱ 「担保契約等重要な契約」欄の記載事項の明確化	173
Ⅲ その他の事項	178

第Ⅱ部 残された課題

第1章 公開買付規制に関する残された課題	186
第1節 ウルフパック（共同協調行動）への対応	186
Ⅰ はじめに	186
Ⅱ 米国の（公開買付規制及び）大量保有報告規制と共同協調行動	189
Ⅲ ドイツ及びフランスの公開買付・大量保有報告規制と共同協調行動	199
Ⅳ 英国の公開買付・大量保有報告規制と共同協調行動	205
Ⅴ イタリア及びスイスの公開買付・大量保有報告規制と共同協調行動	208
Ⅵ 共同協調行動とわが国の公開買付規制・大量保有報告規制	211
第2節 予告 TOB についての規律	218
Ⅰ はじめに	218
Ⅱ 英国における規律	219
Ⅲ その他の欧州諸国における規律	222
Ⅳ 米国における規律	226
Ⅴ わが国への示唆	230
第3節 公開買付規制違反に対するエンフォースメント	230
Ⅰ はじめに	230
Ⅱ 米国における規律	232
Ⅲ 英国における規律	233

IV	ドイツ、フランスその他の欧州諸国における規律	234
V	わが国への示唆	238
第2章	大量保有報告制度に関する残された課題	
	——大量保有報告規制違反に対するエンフォースメントの強化	241
第1節	大量保有報告規制違反に対する刑事罰ないし行政罰によるエンフォースメント	241
I	はじめに	241
II	米国における状況	243
III	英独仏における状況	252
IV	その他の諸国における状況	259
V	わが国における今後の課題	264
第2節	議決権停止制度	267
I	はじめに	267
II	米国の議決権停止等に関する制度	268
III	英独仏の議決権停止等に関する制度	269
IV	その他の諸国における議決権停止等に関する制度	272
V	わが国の大量保有報告制度への示唆	273
第3章	実質株主判明（実質株主把握）制度	276
I	積み残しとなった実質株主判明制度とUBO情報の取得・把握に関する制度	276
II	実質株主をタイムリーに把握・確認すべき必要性	279
III	わが国の名義株主・実質株主の把握に関する制度及び運用	285
IV	諸外国における株主（実質株主を含む）の把握に関する制度及び運用	290
V	日本における制度整備及び運用への示唆	313
第4章	実質的支配者（UBO）の透明性確保に関する課題と制度整備の方向	323
I	わが国におけるUBOの取得・把握に関する制度の現状	323

- II 日本以外の G7 諸国及び EU における UBO 情報の取得・把握に関する制度 332
- III わが国における課題と今後の制度整備への示唆 344

第Ⅲ部 企業買収行動指針公表後における TOB の実務上の留意点

- 第 1 章 はじめに——わが国公開買付規制及び日本版ポイズン・ピルの展開と発展……………350
 - I はじめに 350
 - II 日本型ポイズン・ピルの登場と旧証取法平成 18 年改正による TOB 規制の改正 352
 - III 日本型ポイズン・ピルの確立と進化 361
 - IV 有事導入型買収防衛策の多様化——令和 6 年改正の背景 367
 - V 企業買収行動指針と同意なき TOB ないし買収（提案）の増加及び今後の展望 370
- 第 2 章 同意なき買収提案・対抗買収提案の論点……………381
 - 第 1 節 企業価値基準 v. 株主価値基準……………381
 - I 企業買収行動指針の考え方：望ましい買収の判断基準と取締役の行為規範 381
 - II 企業価値の向上と株主利益の確保が一致する事例 385
 - III 企業価値の向上と株主利益の確保が一致しない事例 388
 - IV 小括 393
 - 第 2 節 TOB の強圧性及び強圧性軽減措置……………394
 - I TOB の強圧性 394
 - II 「ニデック・スキーム」の登場と公開買付ガイドライン 400
 - III 牧野フライス事件東京地裁決定における TOB の強圧性を巡る判断 404
 - 第 3 節 Toehold を巡る問題……………413
 - I はじめに 413

II	Toehold とは	413
III	令和6年改正による Toehold への影響	416
IV	令和6年改正を踏まえた Toehold を行う場合の適切な取得割合	421
第4節 予告公表を巡る問題		432
I	はじめに	432
II	予告公表に対する現状の規制	432
III	対抗予告公表の問題点	434
IV	問題点を解消又は軽減するための規制の方向性	437
第5節 同意なき TOB 提案についての「真摯な検討」		443
I	総論	443
II	「真摯な検討」のための基準（企業価値基準）と取締役の 行為規範	445
III	企業価値の定量的な比較	447
IV	ディスシナジーの考慮	448
V	同意なき買収提案が企業価値向上に資するものといえない場合の対応	451
第6節 同意なき TOB 提案者に対するデュー・ディリジェンスの 機会の提供		454
I	総論	454
II	デュー・ディリジェンスへの対応	454
III	秘密保持契約について	459
第7節 取引保護条項に関する留意点		463
I	はじめに	463
II	取引保護条項及びマーケット・チェックに関する米国（デラウェア州） の状況	466
III	取引保護条項及びマーケット・チェックに関する英国の状況	469
IV	取引保護条項及びマーケット・チェックに関する公正 M&A 指針及び 企業買収行動指針の立場	471
V	取引保護条項及びマーケット・チェックに関する取締役の行動規範に 関する検討	472

目次

第8節 同意なき TOB と有事導入型「買収対応方針」……………477

Ⅰ はじめに 477

Ⅱ 本件の事実関係と牧野フライス事件東京地裁決定の概要 479

Ⅲ 牧野フライス事件東京地裁決定の内容 497

Ⅳ 牧野フライス事件東京地裁決定の意義と残された課題 515

(参考資料)

〔訳文〕 Air Products and Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc., 16 A.3d 48 (2011)
519

事項索引 610

*本書のうち、以下の章・節は、下記の論文をアップデートして大幅に加筆・修正したものと
なります

第Ⅱ部

第1章

第1節 太田洋「TOB・大量保有報告規制と『acting in concert』(共同協同行動)」商
事 2336号(2023) 23頁以下

第2章

第1節 太田洋「大量保有報告規制の改革に向けて——『日本版ウルフ・パック』の問
題を切り口として」商事 2325号(2023) 21頁以下

第3章 北村雄一郎＝太田洋＝金子佳代「実質株主および実質的支配者(UBO)の透明性
の確保をめぐる諸問題〔上〕」商事 2362号(2024) 4頁以下

第4章 北村雄一郎＝太田洋＝金子佳代「実質株主および実質的支配者(UBO)の透明性
の確保をめぐる諸問題〔中〕〔下〕」商事 2363号(2024) 32頁以下、2364号(同)
41頁以下

第Ⅲ部

第1章 太田洋「買収防衛策(買収への対応方針)——日本型ポイズン・ピルの展開」商
事 2399号(2025) 50頁以下

第2章

第8節 太田洋「ニデック対牧野フライス事件東京地裁決定の分析と検討」商事 2396号
(2025) 4頁以下