公開買付規制・大量保有報告規制の改正を見据えた実務対応

— 公開買付規制編 —

M&A ニュースレター

2025 年 9 月 3 日号

執筆者:

[松尾 拓也](#)t.matsuo@nishimura.com[飯塚 啓](#)a.iizuka@nishimura.com[古梶 順也](#)j.kokaji@nishimura.com

本年 7 月 4 日に、金融庁が、[「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」](#)（以下「令和 6 年改正法」といいます。）に係る政令・内閣府令案等に関するパブリックコメントの結果¹（以下「令和 6 年改正パブコメ」といいます。）等を公表し、令和 6 年改正法による公開買付規制・大量保有報告規制の改正（以下「令和 6 年改正」といいます。）が、一部の規定を除き、2026 年 5 月 1 日（以下「本施行日」といいます。）から施行されることが明らかになりました。

令和 6 年改正（2024 年 5 月 15 日成立、同月 22 日公布）は「その公布の日から起算して二年を超えない範囲内において政令で定める日」から施行されることとされていた（令和 6 年改正法附則第 1 条第 3 号）ため、遅くとも 2026 年 5 月 21 日までに施行されることは 2024 年 5 月時点から明らかでした。しかし、実際にいつから施行されることになるのか不明な状況が続いていたため、実務上、上場会社の株式の売買に関するストラクチャー等を検討する際には、令和 6 年改正の適用を受けるか否かが確定できない中、そのいずれの可能性も考慮しておくことが必要となる場面も少なくありませんでした。今般、令和 6 年改正の施行日が確定し、[令和 6 年改正法に係る政令・内閣府令の内容も確定したことにより](#)、上場会社の株式の売買に関するストラクチャー等の検討をこれまでよりも高い精度で、より具体的に行うことが可能になりました。また、2026 年 5 月 1 日まではまだ 8 か月程度の期間があるものの、今のうちから、令和 6 年改正の施行を見据えて検討・対処しておくべき点も明らかになってきました。

そこで、本ニュースレターでは、上場会社の株式の売買に関するストラクチャー等に関し、令和 6 年改正の施行を見据えて予め検討・対処しておくべき点の例をいくつか紹介します。

目次

- I 令和 6 年改正における公開買付規制の主な改正点
- II 令和 6 年改正の施行を見据えて検討・対処しておくべき点
 - 1. スクイズ・アウト目的の公開買付けを検討する際の留意点
 - 2. 株式の新規発行取得との組み合わせ取引を検討する際の留意点
 - 3. 上場子会社を有する親会社における留意点
 - 4. 投資一任契約を活用する場合の留意点
 - 5. 形式的特別関係者間での株式集約を検討する際の留意点

¹ 金融庁「令和 6 年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等に関するパブリックコメントの結果等について（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）」（令和 7 年 7 月 4 日）。

I 令和 6 年改正における公開買付規制の主な改正点

上場会社の株式の売買に関するストラクチャー等に関し、令和 6 年改正の施行を見据えて予め検討・対処しておくべき点をご紹介する前提として、令和 6 年改正における公開買付規制の主な改正点を改めて簡単にまとめます。

1. 公開買付制度の対象となる取引範囲の見直し

(ア) いわゆる 3 分の 1 ルールの閾値の変更

いわゆる 3 分の 1 ルール（令和 6 年改正前の金融商品取引法（以下「現行金商法」といいます。）第 27 条の 2 第 1 項第 2 号）²と呼ばれているものの閾値が、令和 6 年改正の施行後には 30%に変更されます（令和 6 年改正後の金融商品取引法（以下「改正金商法」といいます。）第 27 条の 2 第 1 項第 1 号。以下「30%ルール」といいます。）。

(イ) 市場内買付け（立会内取引）の取扱いの変更

現行金商法においては、市場内買付け（立会内取引）は原則として公開買付規制の対象外です（現行金商法第 27 条の 2 第 1 項参照）が、令和 6 年改正の施行後においては、原則として、30%ルールの適用対象となります（改正金商法第 27 条の 2 第 1 項第 1 号）。

(ウ) 急速買付規制の廃止

現行金商法における、いわゆる急速買付規制（現行金商法第 27 条の 2 第 1 項第 4 号・第 6 号）³は、令和 6 年改正により廃止されます。

なお、急速買付規制の廃止に伴う実務上の影響を検討するに際しては、令和 6 年改正によって、「株券等の発行者との間で当該発行者が新たに発行する株券等の取得について合意している場合」が株券等の「所有に準ずるもの」に含まれることとなり（令和 6 年改正後の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「改正他社株府令」といいます。）第 2 条の 7 第 3 号）、株券等所有割合の計算上加算されることになる点にも留意を要します。

(エ) 50%超～2/3 未満の例外の廃止

現行金商法においては、既に株券等所有割合が 50%超に至っている者が行う、買付け等の後の株券等所有割合が 3 分の 2 未満に留まる買付け等⁴は、それが市場外買付けであっても、公開買付けによることを強制されない旨の適用除外が存在します（令和 6 年改正前の金融商品取引法施行令（以下「現行金商法施行令」といいます。）第 6 条の 2 第 1 項第 4 号・第 3 項）が、当該適用除外は令和 6 年改正によ

² 大まかに言えば、買付け等の後における株券等所有割合が 3 分の 1 を超えることとなる市場外買付け等は、公開買付けによることが強制される（公開買付けによらずに行うと公開買付規制違反となる）という規制。

³ 大まかに言えば、3 か月以内に 10%超を市場内外の買付け又は新規発行取得により取得し、そのうち 5%超を市場外買付け又は立会外取引で取得した場合で、当該取得後における株券等所有割合が 3 分の 1 超となる買付け等は、公開買付けによることが強制される（公開買付けによらずに行うと公開買付規制違反となる）という規制。

⁴ ただし、株券等の買付け等を行う相手方の人数と、当該買付け等を行う日前 60 日間に、取引所金融商品市場外において行った当該株券等の発行者の発行する株券等の買付け等の相手方の人数との合計が 10 名以下である場合に限られます。

り廃止されます。

(オ) 僅少な買付け等の例外の新設

令和 6 年改正により、いわゆる僅少な買付け等の例外が新設されます。大まかに言えば、①買付け等の前における株券等所有割合が既に 30%を超えていて、②当該買付け等により増加する株券等所有割合が 0.5%未満であり、③直近 6 か月間において買付け等を行っておらず、かつ、④当該買付け等の後における株券等所有割合が 3 分の 2 以上とならない場合には、当該買付け等は公開買付けによることが強制されない旨の適用除外が新設されます（改正金商法第 27 条の 2 第 1 項第 1 号括弧書、令和 6 年改正後の金融商品取引法施行令（以下「改正金商法施行令」といいます。）第 7 条第 3 項・第 4 項）。

2. 形式的特別関係者の範囲の見直し

現行金商法においては、買付者の親族や、買付者との間で特別資本関係⁵を有する法人等の役員も形式的特別関係者に該当します（現行金商法施行令第 9 条第 1 項・第 2 項）が、令和 6 年改正の施行後においては、これらの者は形式的特別関係者の定義から外れることとなります（改正金商法施行令第 9 条）。

なお、このように形式的特別関係者の範囲が狭くなることに伴い、いわゆる 1 年以上形式的特別関係者間売買の例外（現行金商法第 27 条の 2 第 1 項但書）等、現行金商法下における適用除外取引の範囲が狭くなってしまうことにも留意を要します。もっとも、令和 6 年改正においては、改正他社株府令第 2 条の 4 第 1 項第 10 号で「関係法人等」の定義を拡張する手当てが施されており、これによって、いわゆる 1 年以上関係法人等間売買の例外（現行金商法施行令第 6 条の 2 第 1 項第 6 号、改正金商法施行令第 7 条第 1 項第 8 号）の適用範囲が一定程度拡張される形になっていることも、併わせて認識すべき点です。

3. 公開買付手続の柔軟化

令和 6 年改正では、公開買付価格の引下げ事由や撤回事由の拡充等が行われます。また、公開買付期間に関する規制、公開買付けの撤回に関する規制及び全部勧誘義務に関する規制について、個別事案ごとに当局の承認を得た場合に規制を免除する仕組みも導入されます。

これらはいずれも、実務上の合理的なニーズに応じて公開買付手続を柔軟化するものであり、公開買付け実務に携わる者にとっては望ましい改正であると言えるでしょう。

特に、公開買付期間中に対象者が配当を行う場合等に公開買付価格の引下げが可能となる（改正金商法施行令第 13 条第 1 項第 3 号・第 4 号、改正他社株府令第 19 条第 1 項第 3 号）点は、いわゆる基準日またぎのスケジュールとなる公開買付けにおいても、買付者が増配リスクを懸念することなく公開買付けを実施することを可能とするものであり、注目に値します。

4. 公開買付届出書等の記載事項の明確化等

令和 6 年改正によって、公開買付届出書の「買付け等の目的」欄の記載事項の明確化等、公開買付届出書

⁵ 総株主等の議決権の 100 分の 20 以上の議決権に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する関係を指します（現行金商法第 9 条第 1 項第 2 号）。

等の様式の見直しが行われます。なお、「公開買付けの開示に関する留意事項について（公開買付け開示ガイドライン）」もあわせて改訂され、各種開示書類における記載事項・内容の明確化の一助となっています。

もともと、明確化された記載事項・内容は、令和 6 年改正前においても、関東財務局への事前相談を通じた指導等によって既に記載されていたものと実質的に大きな相違はなく、この点が、令和 6 年改正の施行後における公開買付けの実務に大きな影響を及ぼすわけではないものと思われま

II 令和 6 年改正の施行を見据えて検討・対処しておくべき点

前述のとおり、令和 6 年改正における公開買付け規制の改正は、原則として、2026 年 5 月 1 日から施行されます。より具体的には、①当該買付け等を公開買付けにより行う必要があるか否か（公開買付け規制の適用を受けるか否か）に関しては、2026 年 5 月 1 日以後に行う買付け等について令和 6 年改正の内容が適用され、それより前に行った買付け等については現行金商法が適用され、②公開買付けを行う場合については、2026 年 5 月 1 日以後に公開買付け開始公告が行われた公開買付けには令和 6 年改正の内容が適用され、それより前に公開買付け開始公告が行われた公開買付けについては（たとえ公開買付け期間が 2026 年 5 月 1 日以後にも継続する場合であっても）現行金商法が適用されるとされています（令和 6 年改正法附則第 2 条・第 3 条）。

以上の点を踏まえ、上場会社の株式の売買に関するストラクチャー等に関し、令和 6 年改正の施行を見据えて予め検討・対処しておくべき点を、以下でいくつかご紹介します。

1. スクイズ・アウト目的の公開買付けを検討する際の留意点

近時、スクイズ・アウト目的の公開買付けであっても、買付者が（その協力者と合算しても）公開買付け実施後に総議決権の 3 分の 2 未満しか確保できない数を買付予定数の下限として設定する事例が散見されます。そのような公開買付けでは、公開買付け届出書等において、「仮に公開買付け後における対象会社の株主総会でスクイズ・アウトのための株式併合に係る議案が否決されることがあっても、当該株式併合の承認のために次回に開催を予定する株主総会における議決権の数に 3 分の 2 を乗じた議決権の数に相当する株式数に達するまで（あるいは、株式併合に係る議案が対象会社の株主総会において現実的に可決される水準に至るまで）対象会社の株式を追加取得して、当該株主総会の開催を要請する」旨が記載されるのが一般的です。これは、公開買付けと同一の価格でのスクイズアウトを実施することを予めコミットすることが、対象会社の株主への強圧性を低減するという観点から重要であるためと考えられます。

もともと、前記 I.1.(工)のとおり、令和 6 年改正により 50%超～2/3 未満の例外は廃止されるため、本施行日以降は、当該適用除外を利用して市場外買付けによって目標とする株式数近辺まで追加取得を実施するという手法はとることができなくなります。また、前記 I.1.(イ)のとおり、令和 6 年改正により、市場内買付け（立会内取引）も原則として 30%ルール適用の対象となるため、本施行日以降は、公開買付け後に市場内買付け（立会内取引）で追加取得を行うことも原則として禁止されることとなります。なお、前記 I.1.(オ)のとおり、令和 6 年改正により新設される僅少な買付け等の例外の要件を満たす場合には、本施行日以降であっても、株券等所有割合が 0.5%未満の範囲で増加する程度の買付けは（市場内でも市場外でも）公開買付けによらずに実施可能ですが、一度そのような買付けを行うと、その後 6 か月は僅少な買付け

等の例外の要件を満たすことができない⁶ため、この例外にのみ依拠して追加取得を行う場合には、（公開買付けの結果次第では）目標とする株式数近辺まで追加取得を行うには相当長い期間を要することにもなりかねません。

そのため、目標とする株式数近辺まで追加取得を行うには再度、公開買付けを実施するか、対象会社から新株発行を受ける等の方策を検討することが必要になることも考えられますが、その実現可能性には不透明さが残ることが想定されます。

以上の点を踏まえると、公開買付届出書等において上述のような追加取得の方針を記載したとしても、その実効性に対する疑念は令和 6 年改正の施行前よりも高まることが想定され、そうなると、対象会社の株主への強圧性を低減するという目的が十分に達成されないとの評価を下されるおそれが高まりかねません。従って、令和 6 年改正の施行後においては、買付者が（その協力者と合算しても）公開買付け実施後に総議決権の 3 分の 2 未満しか確保できない数を買付予定数の下限とする場合には、上述のような追加取得の方針を記載するだけでは強圧性の低減・払拭が不十分であるとして、対象会社から賛同・応募推奨意見が得られない可能性が高まることも想定され、そのような可能性を回避又は低減させるためには、実行可能性の高い追加取得の方策を具体的に示すことが、これまで以上に求められる可能性があることも想定しておくべきでしょう。

なお、このような問題は、本施行日より前に公開買付開始公告を行い、公開買付けを開始したとしても、回避できるわけではありません。この問題は、本施行日以降に追加取得を行う場合に生じるものであるので、2026 年 4 月 30 日までに追加取得を完了させることができるスケジュールでなければ回避できません。

この点、公開買付け後に目標とする株式数近辺まで追加取得を行うのにどの程度の期間を要するかは公開買付けの結果（すなわち不足する株式数）や追加取得の手法等次第であり、一概には判断できないところですが、仮に当該追加取得の完了に要する期間を 2 か月程度と仮定すると、この問題を回避するためには、2026 年 2 月末頃までには公開買付期間が満了している必要があり、（公開買付期間を 30 営業日と想定すると）2026 年 1 月上旬頃までには公開買付けを開始することが必要となります。公開買付けの開始までには、デューデリジェンスの実施や価格交渉、関東財務局への事前相談等で、少なくとも数か月から半年くらいの検討期間を要するのが一般的であることを踏まえると、現時点で公開買付けの実施について検討を開始する案件であっても、上述のような問題を考慮に入れて、買付予定数の下限の設定や（下限を 3 分の 2 未満に設定する場合には）追加取得の手法等を具体的に検討しておくことが必要になってくるものと想定されます。

このように、令和 6 年改正が施行されるのが 2026 年 5 月 1 日であるとしても、この問題による実務への影響は現時点で既に生じ始めていると理解しておく必要があるでしょう。

2. 株式の新規発行取得との組み合わせ取引を検討する際の留意点

対象会社株式を第三者割当増資等を通じた株式の新規発行により取得する場合、当該株式の新規発行取得

⁶ なお、直近 6 か月の間に特別関係者による買付け等が行われていた場合であっても、僅少な買付け等の例外の要件となっている「当該株券等の買付け等を行う者が当該株券等の買付け等を行う日前 6 月間において当該株券等の発行者が発行する株券等の買付け等…を行っている場合」（改正金商法施行令第 7 条第 3 項）には通常該当しないと考えられます。ただし、例えば、当該特別関係者がペーパーカンパニーである場合のように、実質的には買付者自身による買付け等の一形態に過ぎないと認められる場合には、この限りではないと考えられる点には留意を要します（令和 6 年改正に伴う変更後の、金融庁企画市場局の作成に係る「株券等の公開買付けに関する Q&A」問 18）。

自体は「株券等の買付け等」に該当しないため、令和 6 年改正前後にかかわらず、公開買付規制の対象にはなりません⁷。

もっとも、令和 6 年改正前においては、前記 I.1.(ウ)のとおり、株式の市場外買付け（又は立会外取引）と新規発行取得の組み合わせによって、上場会社その他の有価証券報告書提出会社の株式を株券等所有割合ベースで 3 分の 1 超所有することとなる場合には、急速買付規制の対象となり、当該買付けは公開買付けによらずに行うことが禁止されることがあります。かかる急速買付規制は、概要、①3 か月以内に市場内外における買付け又は新規発行取得によって合計で 10%を超える株券等を取得し、②そのうち 5%を超える株券等を市場外買付け又は立会外取引によって取得する場合であって、かつ、③取得後の株券等所有割合が 3 分の 1 を超える場合においては、これら一連の取得に含まれる株券等の買付けについて公開買付けによることが強制される（公開買付けによらずに行うと公開買付規制違反となる）という規制です（現行金商法第 27 条の 2 第 1 項第 4 号・第 6 号）。かかる急速買付規制の下では、例えば、（公開買付けや適用除外類型に該当する取引以外の方法により）市場外買付けにより 5%超の株式を取得し、その後、3 か月以内に第三者割当増資を通じて株式の新規発行取得を行い、市場外買付けによる株式の取得分と合わせて 10%超の株式を取得し、かつ、当該取得後の株券等所有割合が 3 分の 1 超となる場合には、当該市場外買付けが急速買付規制に抵触するものとして公開買付規制違反となります。

令和 6 年改正の施行後においては、前記 I.1.(ウ)のとおり、かかる急速買付規制が廃止されることとなります。もっとも、急速買付規制が廃止されることが、市場外買付けと新規発行取得との組み合わせ取引が公開買付規制の対象にならないことを直ちに意味するものではないことに注意が必要です。令和 6 年改正の施行後においては、前記 I.1.(ア)及び(イ)のとおり、株券等の買付け等の後における買付者の所有に係る株券等の株券等所有割合が 30%を超える買付け等は、市場内外を問わず、公開買付けによることが強制される（公開買付けによらずに行うと公開買付規制違反となる）ところ（30%ルール）、令和 6 年改正によって、かかる「所有に係る株券等の株券等所有割合」を計算する際に合算される「所有に準ずるもの」（改正金商法第 27 条の 2 第 1 項 1 号括弧書）に「株券等の発行者との間で当該発行者が新たに発行する株券等の取得について合意している場合」が追加されます（同号括弧書、改正金商法施行令第 7 条第 2 項第 6 号、改正他社株府令第 2 条の 7 第 3 号）。これにより、株券等の買付け等を行う時点で対象会社との間で新株発行等を合意済みである場合、それにより取得される議決権分が、当該買付け等を行う時点での株券等所有割合の計算にあたって加算されることとなります。

その結果、令和 6 年改正の施行後においては、買付者が、上場会社株式について市場内外での買付けを行う時点で、当該上場会社との間で第三者割当増資等を通じた新規発行株式の取得を合意している場合、当該市場内外での買付け後の買付者の株券等所有割合を計算するにあたって、当該合意に係る新株発行株式に係る議決権分も加算されることとなり、そのように計算される株券等所有割合が 30%を超える場合には、当該市場内外での買付けは公開買付けによることが強制される（公開買付けによらずに当該市場内外での買付けを行うと公開買付規制違反となる）こととなります。

なお、かかる合意の有無の判断は、個別事案ごとに実態に即して行われるべきであり、新たに発行する株券等を引き受けること及び引き受ける株券等の数を約している（文書によるか口頭によるかを問わず、また、明示的か默示的かを問わない）場合には、同号に規定する合意に該当すると考えられ、引き受ける株券等の数が定まっておらず、当該権利又は義務が具体化していない場合には、通常、合意がないものと考えら

⁷ すなわち、買付者が、第三者割当増資等を通じた新規発行株式の取得（なお、自己株式の処分は含まれません。）のみで、株券等所有割合で 3 分の 1 又は 30%を超える議決権を取得する場合において、公開買付けが強制されることはありません。

れるとされております（令和 6 年改正パブコメ 106 番）。

令和 6 年改正前においては、3 か月以内に行われた株券等の市場外買付け（又は立会外取引）と新規発行取得を一体の取引とみなして、これらの取引の組み合わせにより 3 分の 1 超の議決権を取得する場合には、急速買付規制の適用によって公開買付けが強制されます。これに対して、令和 6 年改正の施行後においては、3 か月以内に行われるかどうかにかかわらず、株券等の買付けが行われる時点で、対象会社との間で株式の新規発行取得についての合意が存在する場合には、当該合意に係る新株発行株式分を株券等所有割合の計算に加算し、その結果株券等所有割合が 30%を超える場合には、当該買付けは公開買付けによることが強制されることとなります。このように、令和 6 年改正の施行後においては、公開買付けによることが強制されるか否かは、当該買付けと新規発行取得が「3 か月以内」に行われるかどうかという形式的な基準ではなく、「買付けが行われる時点で新株発行取得についての合意があるか」どうかで判断されることとなります。

この点、令和 6 年改正によって急速買付規制が廃止されることで、株式の市場外買付け（又は立会外取引）と新規発行取得との組み合わせ取引が行いやすくなるとの印象を抱きやすいところかと思われませんが、①株券等の買付けと新規発行取得の間に 3 ヶ月超の期間が空いているとしても、当該買付け時点で合意している新規発行株式に係る議決権は、株券等所有割合の計算において加算されることが明確になること、②(i)市場外買付け（又は立会外取引）のみならず、市場内買付けを行う場合であっても、また、(ii)市場外買付け（又は立会外取引）による取得する株券等が 5%以下にとどまる場合であっても、当該買付け時点で合意している新規発行株式に係る議決権を加算した株券等所有割合が 30%超となる場合には、公開買付けによることが強制されること、③公開買付規制が適用される閾値がそもそも 3 分の 1 から 30%になること、といった点においては、令和 6 年改正の施行後の方が、株式の市場内外での買付けと新規発行取得との組み合わせ取引を行うに際して適用される公開買付規制がより厳格化される方向になっている側面もあると言えます。

株式の市場外の買付け（又は立会外取引）と新規発行取得との組み合わせ取引を検討するに際しては、以上のような令和 6 年改正の施行前後での規制の相違をよく理解した上で、注意深くスケジュールリングを検討する必要があるでしょう。

3. 上場子会社を有する親会社における留意点

前記 I.1.(イ)のとおり、令和 6 年改正の施行後においては、株券等所有割合が既に 30%を超えている状態において市場外買付けによって株式の買増しを行う場合はもちろんのこと、市場内買付けによって株式の買増しを行う場合であっても、僅少な買付け等の例外（前記 I.1.(オ)ご参照）その他の公開買付規制の適用除外に該当しない限り、公開買付けによることが強制される（公開買付けによらずに行うと公開買付規制違反となる）こととなります。そのため、令和 6 年改正の施行後には、株券等所有割合が既に 30%を超えている者が、市場内外における買付けによって議決権割合を引き上げることのハードルが上がることとなります。

この点を踏まえ、上場会社を連結子会社としている親会社においては、令和 6 年改正の施行後に、当該上場子会社において議決権の希釈化が生じる行為が行われた場合に親会社たる地位を喪失する事態を避けるため、以下の点に留意しておくべきと考えられます。

すなわち、令和 6 年改正の施行後においては、前記 I.1.(イ)及び(工)のとおり、50%超～2/3 未満の例外

は廃止され、また、市場内買付けについても 30%ルールの適用対象になる結果、上場子会社が、株式の第三者割当増資⁸や自らの株式を対価とする合併・株式交換等の組織再編行為等の親会社の議決権割合が希釈化するような行為⁹を行う場合において、親会社は、僅少な買付け等の例外その他の公開買付規制の適用除外¹⁰に該当しない限り、市場内外における買付けを通じて、自ら当該上場子会社を連結子会社として維持するために必要な議決権割合を維持・回復することができなくなります。そして、前記 I.1.(オ)のとおり、僅少な買付け等の例外を利用する場合には、「当該買付け等により増加する株券等所有割合が 0.5%未満であること」や「買付者が、その前 6 か月間において買付け等を行っていないこと」といった要件を満たすことが求められているため、かかる僅少な買付け等の例外を利用する場合であっても 6 か月間で 0.5%以上議決権割合を増加することはできず、希釈化の程度によっては、当該上場子会社を連結子会社として維持するために必要な議決権割合の維持・回復を機動的に行うことが難しくなる可能性も考えられます。

そのため、上場会社を連結子会社としている親会社であって、その議決権割合に十分な余裕を有していない会社においては、令和 6 年改正が施行される本施行日までに、例えば、以下のような対応を講じておく余地はないか、予め検討しておくことも考えられるでしょう¹¹。

- ① 2026 年 4 月 30 日までに市場内買付けや 50%超～2/3 未満の例外を利用した市場外買付けを行うことで、将来的に議決権割合が一定程度希釈化される場合においても連結子会社の維持に必要な議決権割合が確保できるような余裕をもった議決権割合に予めしておく
- ② 上場子会社との間の既存の契約又は新たに締結する契約（例えば、資本業務提携契約等）において、anti-dilution 条項（上場子会社が親会社の議決権割合が一定割合以下となるような行為を行う場合には、親会社の事前承諾の取得その他の一定の手続を必要とする条項）又は pre-emptive right（上場子会社が株式の発行等を行う際に、親会社がその持分割合に応じて発行等される株式を優先的に引き受けることができる権利）について合意しておく¹²
- ③ 上場子会社において第三者割当増資等の議決権割合の希釈化を伴う行為を行う場合に親会社に対する事前相談を要する旨の規定をグループ会社管理の枠組みで設けておく

⁸ 例えば、役職員に対する株式報酬として自社株式を交付する場合や、役職員に付与したストックオプションが行使されたことに伴って自社株式が交付される場合も含まれます。

⁹ 自己株式が交付される行為も含まれます。

¹⁰ 例えば、「株券等の買付け等を行う者がその者と 1 年間継続して形式基準による特別関係者である者からの株券等の買付け等」（改正金商法第 27 条の 2 第 1 項但書、改正他社株府令第 3 条第 1 項）の適用除外を利用すること等が考えられます。

¹¹ なお、親会社サイドが上場子会社の取締役の過半数を派遣しているケース等、上場子会社の取締役会の意思決定をコントロールできている場合においては、親会社が望まない形で親会社の議決権割合が大きく希釈化する行為が行われる事態は生じ難く、そのため、上場子会社の取締役会の意思決定をコントロールできるような取締役会構成とすることも、かかる事態を回避するための対応策になり得ます。もっとも、上場会社の独立性が強く求められている昨今の状況下においては、上場子会社の取締役会の意思決定を確実にコントロールできるような取締役会構成にすることは実務上必ずしも容易ではないものと思われれます。

¹² なお、anti-dilution 条項及び pre-emptive right は、一定の第三者割当増資や組織再編行為を自由に行うことが制約されることになるという意味において、上場子会社サイドにとって不利な条項であるため、当該 anti-dilution 条項及び pre-emptive right のみを一方的に上場子会社サイドに受け入れさせるのは必ずしも容易ではなく、どの程度の強度の条項を求めるとかや、そのような条項を受け入れることが当該上場子会社サイドにとってどのようにメリットになるかも、あわせて検討することが必要になるものと思われれます。

4. 投資一任契約を活用する場合の留意点

継続的に市場内買付け（立会内取引）を行うことを企図する場合においては、証券会社等と投資一任契約を締結することが実務上一般的です。これは、インサイダーQ&A¹³応用編問 1 に基づく投資一任契約をインサイダーフリーのタイミングで締結することで、それ以降の（当該投資一任契約に基づく）個別の買付けの実行に際してインサイダーフリーであることが求められないこととなり、（重要事実の認識の有無を逐一確認することなく）継続的な買付けを行うことが可能になると解されているためです。前記 I.1.(イ)のとおり、令和 6 年改正前においては、市場内買付け（立会内取引）は原則として公開買付規制の対象外であるため、買付け後の株券等所有割合が 3 分の 1 超となる取得を目的として投資一任契約に基づく市場内買付け（立会内取引）を行うことも可能です。

もっとも、前記 I.1.(ア)及び(イ)のとおり、令和 6 年改正により、市場内買付け（立会内取引）が公開買付規制の対象とされ、また、3 分の 1 ルールの閾値が 30%とされましたので、上述のような、令和 6 年改正の施行前に締結した投資一任契約に基づく市場内買付け（立会内取引）が本施行日以降まで継続され、当該買付け後の株券等所有割合が 30%を超えてしまうと、公開買付規制違反になると考えられます¹⁴。

そのため、買付け後の株券等所有割合を 30%超とすることを企図して本施行日より前に締結する投資一任契約においては、上述のような違反が生じてしまうことを避けるための手当てを予め施しておくことが必要になるものと考えられます。

具体的には、当該投資一任契約に基づき本施行日後に行われる買付けが公開買付規制違反に該当することになると見込まれる場合には、その時点で当該投資一任契約が解約される旨の規定を予め同契約において規定しておくことが考えられます。なお、そのような規定を設けるに際しては、当該解約の効果が、投資一任契約の発注者の意思を介在させることなく自動的に生じるような規定にすることが重要です。なぜなら、発注者がインサイダー取引規制における未公表の「重要事実」を知っている状態で投資一任契約の解約を行うことが可能な建付けとしてしまうと、インサイダーQ&A 応用編問 1 に基づく投資一任契約に該当しなくなり、上述の投資一任契約を利用するメリットが得られなくなるため、発注者の意思で投資一任契約を解約する建付けとする場合には、当該解約時に発注者側において未公表の「重要事実」を認識していないことを当該解約の条件とすることが必要になると考えられるところ、かかる条件が設けられると、公開買付規制違反を回避するために投資一任契約を解約しなければならないタイミングで発注者側において未公表の「重要事実」を認識してしまっている場合に、投資一任契約を解約できず、公開買付規制違反を回避できなくなってしまうためです。

5. 形式的特別関係者間での株式集約を検討する際の留意点

現行金商法下において、形式的特別関係者は、資本関係、親族関係、及び法人とその役員との関係の 3 つの観点から範囲が定められています（現行金商法第 27 条の 2 第 7 項、現行金商法施行令第 9 条）。もっとも、

¹³ 金融庁＝証券取引等監視委員会「インサイダー取引規制に関する Q&A」（平成 20 年 11 月 18 日公表、令和 6 年 4 月 19 日最終改訂）。

¹⁴ 令和 6 年改正パブコメの 112 番において、「証券会社に買付けを一任する一任取引契約を改正法施行日前に締結・策定していたとしても、買付けの執行が改正法施行日後であれば、改正法が適用されるという理解でよろしいでしょうか。」とのコメントに対して、「投資一任契約の内容に応じて個別事例ごとに実態に即して判断されるべきと考えられますが、通常、買付け等が行われるのが施行日以後である場合には、改正後の法第 27 条の 2 第 1 項が適用されるものと考えられます。」との回答が示されております。

前記 1.2 のとおり、令和 6 年改正により、形式的特別関係者の範囲から買付者の親族や買付者との間で特別資本関係を有する法人等の役員が除外され、当該範囲が縮小されることとなりました¹⁵。

前記 1.2 のとおり、形式的特別関係者の範囲が狭くなることに伴い、関連する適用除外取引の範囲も狭くなってしまうため、買付者の親族が形式的特別関係者の範囲から除外されたことに対して一定の手当てをすべく、改正他社株府令第 2 条の 4 第 1 項第 10 号で「関係法人等」の定義が拡張されています。もともと、形式的特別関係者の範囲から上記役員関係の一部が削除されたことに対する関連の手当ては行われておりません。

そのため、令和 6 年改正後は、（その他の適用除外取引に該当しない限り¹⁶）買付者との間で特別資本関係を有する法人等の役員との間での買付け等を適用除外取引として取り扱うことができなくなります。

従いまして、買付者との間で特別資本関係を有する法人等の役員との間での買付け等を適用除外取引として行うニーズがある場合には、令和 6 年改正法が施行されるまでの間に当該買付け等を完了させることができるよう、準備を進める必要があると考えられます。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ 広報課 newsletter@nishimura.com

¹⁵ なお、役員については、買付者自身の役員は、令和 6 年改正においても形式的特別関係者の範囲から除外されません。

¹⁶ なお、僅少な買付け等の例外は、当該買付け等により株券等所有割合が増加することが前提とされており、特別関係者からの買付けのように、株券等所有割合が増加しない買付け等には適用できないとの解釈が示されています（令和 6 年改正パブコメ 22 番～31 番）。