

2025 年 1 月 No. 9

## 日本的要约收购（TOB）及大宗持股报告制度的概要和修改

长島・大野・常松法律事務所（NO&amp;T）日本法律師 鹿 はせる

### 一 前言

2024 年 5 月 15 日，日本通过了对《金融商品交易法》（以下简称“金商法”）及其相关法律法规的修订案，其中涉及对要约收购制度（即 Take Over Bid。日本称为“公开买付け制度”或简称为“TOB”）及大宗持股报告制度（日本称为“大量保有報告制度”）的重要改革。本次修订旨在进一步提升证券交易的透明度和公正性，保障投资人权益，并与国际标准接轨。该修订法案已于 2024 年 5 月 22 日公布，具体实施日期将在不超过两年内由政令规定。

本次修订，对有取得日本上市公司的股份，或者收购日本上市公司的计划的中文客户，具有非常重大的影响。我们在这次的简报中将介绍各制度的概要以及修订的主要内容。

### 二 要约收购制度的概要和修改

#### 1. 日本的要约收购制度的概要

日本的要约收购制度（TOB）是指收购方向上市公司的股东公开提出征集收购，并依照法律程序收购其股份的制度安排，主要依据《金商法》的相关规定，旨在确保收购行为的公开与公平。

按照现行制度规定，当收购方计划通过场外途径取得目标公司股份并导致其持股比例超过一定阈值（原则为总股份的三分之一）时，法律要求收购方须启动要约收购程序。收购方需事先公告收购条件，包括拟收购的股份数量、价格与期间等，确保所有股东得到充分且对称的资讯，并防止内幕交易或不正当对价。

在具体流程上，收购方首先通过公开渠道公布要约收购的详细信息，股东可在指定期限内决定是否应售其持有的股份。若收购完成后收购方持股超过一定标准，还可能引发强制赎回（即大股东在取得可控制公司的股份后，通过股东决议等程序强行收购其他小股东的股份，以取得公司所有发行股份的制度。在日本被称为“Squeeze Out”，是法律上允许的。）以及其他后续程序，以实现对目标公司的完全控制，甚至将其私有化。

值得注意的是，日本的 TOB 制度非常重视少数股东的保护以及平等原则，要求收购方给予所有应售股东相同的要约条件，以避免不公平对待（也被称为“均一性”原则）。相关法律亦规定了为了进行收购而需要的文件（如要约收购备案书等）的详细内容、目标公司董事会的意见表明义务（即是否赞成该要约收购，如果董事会不赞成，收购方必须面临不能向目标公司进行 DD 以及得不到足够股东应售的风险），以及对虚假或误导性陈述的防范措施。监管机构（主要是金融厅下属部门的关东财务局等）也为了保护少数股东，会要求收购方事先进行咨询，并通过对象约收购文件提出细致意见的方式等管理要约收购。通过该制度，一方面，股东在透明、公平的环境下可理性选择是否应售；另一方面，企业可利用要约收购实现战略收购或者重组的目的。

#### 2. 法律修订的主要内容

##### （1）扩大规制对象范围：将场内交易纳入规制

现行制度下，在证券交易所内进行的场内交易原则上不属于要约收购的规制范围，理由是场内交易具有较高的透明度和公正性。然而，近年来出现仅通过场内交易就在短时间内取得目标公司三分之一以上表决权的案例，这类

交易对公司控制权产生重大影响，但普通投资人往往缺乏足够的必要信息和时间进行判断。

因此，本次修订将**废除场内交易的豁免**。即修订施行后，无论是场外还是场内，只要是取得目标公司 30%以上的股份，都会触发要约收购的要求。

## (2) 降低三分之一规则的触发门槛至 30%

现行制度规定，收购方在场外交易中取得超过目标公司三分之一表决权时，即使交易对象仅为少数人，也需进行要约收购，这被称为“三分之一规则”。制定三分之一的比例的原因，是因为根据日本《公司法》，该比例是能够阻止股东大会特别决议（即修改章程，合并等重大决策）的表决权基准。

然而，对比国际惯例，多数国家将要约收购的触发门槛设定为 30%。同时考虑到日本上市公司有很多股东对公司治理缺乏兴趣，所以股东大会的股东出席率往往不会高于 80%。在这种情况下，持有 30%表决权也已足以阻止特别决议，甚至可以对普通决议产生重大影响。

因此，本次修订将之前三分之一的要约收购触发门槛降低至 30%，与国际标准进一步靠拢，并在更早期阶段保障投资人的知情权和选择权。

## (3) 废除快速收购规制

快速收购规制是现行制度中，为了防止收购方通过组合场内交易和场外交易，规避触发要约收购并迅速取得公司控制权设置的规定。这是由于现行制度下，日本原则将场内交易作为要约收购的管制之外，所以有可能出现收购方先在场外购入不超过三分之一的股份，再通过场内交易或第三方增发等方式取得剩余股份，而不触发要约收购的风险。

然而，随着场内交易将被纳入三分之一规则的规制范围，收购方已无空子可钻。**快速收购规制也完成了它的历史使命。因此，本次修订废除了快速收购规制。**

## (4) 阈值间交易的豁免

现行制度下，对于已持有目标公司 50%以上股份的收购方，在不达到三分之二比例的情况下，只要不是短期且从多人取得股份（即通过 60 天内超过 10 人的交易），不会触发要约收购的要求。而且，对于已持有三分之一以上但不足 50%股份的收购方，则没有明确的豁免规定（即，哪怕是极少数股份的取得行为，仍有可能触发要约收购的要求）。

但为了平衡控制权变动的影响与避免过度规制，本次修订规定，**对于已持有 30%以上股份的收购方，满足特定条件的阈值间交易可豁免触发要约收购。但具体条件将由政令规定：**即满足（i）收购股份数量或总价不超过政令规定的比例；以及（ii）收购后持股比例不超过政令规定的比例的交易，原则上不会触发要约收购，但若满足“特定场外交易”的情形（即不符合 60 天之内从交易对方 10 人以内取得股份 5%以内的交易），则仍有可能触发。

## (5) 简化要约收购说明书

要约收购说明书是收购方向目标公司股东提供的详细信息文件。现行制度下，说明书内容与提交监管机构的申报文件（要约收购备案书）的内容几乎相同，导致发行和修订过程繁琐。

**本次修订允许在要约收购说明书中引用申报文件的内容，并列明投资人查阅该文件的必要信息，从而简化说明书的内容。**但，具体可简化的事项将由内阁府令规定，目前尚未确定。

## (6) 留待政令等规定的事项

除了上述明确修订的内容，政府的修订工作组的报告还提出了一些建议，可能会通过后续的政令修订等方式落实，主要内容如下：

**强压性问题：**强压性问题为日本的要约收购中被频繁讨论的问题：意味着由收购方提出设置收购上限的要约收购时（日本称为“部分收购”），即使少数股东预估该收购后目标公司的企业价值会下降，但由于该收购方很有可能通过要约收购取得目标公司的控制权，如果不应售该收购，就会面临今后持有股份的贬值，以致明明不想应

售，却被不得不应售的情形。

如何避免强压性的发生是复杂的问题，但这次修订工作组建议：**收购方在进行部分要约收购时，应努力争取少数股东的理解**，并加强信息披露，说明与少数股东的利益冲突的风险及应对方案。即使对于不设置取得上限的要约收购（日本称为“全部收购”），修订工作组也建议应该允许收购方根据需要设置额外的应售期。

**金融机构为客户进行的收购的豁免：**建议明确金融机构为确保客户流动性而进行的特定收购（如不满单元股份的收购、以及为机构投资人客户的即时转售交易）不被纳入触发要约收购的交易范围。

**扩大要约收购的灵活性：**目前日本的要约收购制度被诟病的是，有很多管制，但缺乏从实质角度出发准许豁免情形的灵活性。这次修订工作组建议：**针对某些管制**（例如在进行要约收购时不得进行另行取得股份的限制、特别关联方的认定、要约收购的期限、变更收购条件的限制、撤销要约的限制、全部收购义务的限制等），**应建立在个案基础上经监管机构批准可豁免的制度**。

**要约收购的预告方式：**如果某些收购方向公众预告其有可能进行要约收购，却长时间不正式开始要约收购，将会成为资本市场的不安因素，这次修订工作组建议：**制定要约收购预告的指引，规范要约收购预告的信息披露**，例如明确前提条件、预计开始时间、后续进展等。

**其他：**其他可能通过修订的内容包括：**调整要约收购价格的“均一性”要求问题**（目前日本的要约收购要求每次的收购的价格都需要“均一”，导致有些大股东同意降价应售的情况下，仍需要分别进行两次要约收购），如何处理不同种类股份的收购价格问题，明确监管机构对申报文件的事先咨询流程，允许在收购期间中发生目标公司分红时调整收购价格，放宽撤销要约收购的事由，明确“收购”的范围，以及重新评估申报文件的信息披露要求等。

### 三 大宗持股报告制度的概要和修改

#### 1. 日本的大宗持股报告制度的概要

日本的《金商法》针对上市公司的投资人，**要求在持股比例超过一定阈值时提交“大量保有报告书”**（俗称5%规则），以确保市场透明度并保障中小投资人的利益。

根据金商法规定，**当个人或法人对上市公司的“股份等”（包括股份以及认购权等潜在性股份）的持股比例首次超过5%，或在此后再度变动达到1%以上时，须在5个工作日内通过电子披露系统EDINET向日本金融厅提交“大量保有报告书”**。报告内容通常包括持股者姓名或名称、持股数量、持股目的（如纯投资或旨在参与公司经营）、资金来源以及取得方式等详细信息。

持股比例的计算，若由多方投资人共同协商或互相勾连进行收购，或持有者之间有一定关系（比如夫妻或母子公司等），属于**“共同持有人”**，其**持股比例应合并计算并联合报告**。而对于部分机构投资人等专业金融机关而言，如果满足特定条件，且不进行“重要提案”的情况下，可采用每月集中申报两次的形式，以减少报告负担。

在合规性方面，未按时提交报告或作虚假申报可能导致罚金、行政处分以及信用风险，还会引发市场的高度关注与质疑。该制度在资本市场中扮演重要角色，通过对大股东或潜在收购方的及时披露，提升信息透明度，促进公平交易并帮助一般投资人更好地把握上市公司所有权变动的动态。但也就是说，对于标的公司来说，该报告将成为一个“警讯”，即有可能该大宗持股人会继续进行取得股份的动作，而最终达到控制公司的目的。所以，往往标的公司通过大宗持股报告，来判断是否需要采取一些“反收购措施”。而正因为这个原因，有些大宗持股人也选择故意不报告，宁愿接受被处罚的风险也不想被标的公司察觉。这些现象也促成了这次的修订。

#### 2. 法律修订的主要内容

本次修订主要集中在以下方面：

##### (1) 明确共同持有人的范围

现行制度下，只要股东之间存在共同行使表决权等股东权利的协议，即会被认定为共同持有人。尽管日本的共同持有人概念与外国类似规定相比，范围并不广泛，但在实践中，即使当事人之间没有明确协议，也可能被认定为由“默示协议”，导致机构投资人在协同参与公司治理方面有所顾虑。

为减少这种抑制效应，本次修订明确了在满足特定要件下不被视为共同持有人的情形，主要针对机构投资者之间的协同参与：即如果持有人均为金融机构、银行等特定机构；并且不以共同进行重要提案行为为目的；并仅限于就个别权利行使达成协议的情形下（“重要提案行为”等具体细则将由政令规定），该些持有人将不被认定为共同持有人。

## (2) 将部分衍生品交易纳入管制范围

如上述，需要进行大宗持股报告的“股份等”的范围很广，不仅包含通常意义的股份，也包含包括认购权之内的潜在性股份。但现行制度下，如果投资人持有的是现金结算型股票衍生品的“多头持仓”（即买入仓位超过卖出仓位，所谓“Long Position”）情形，基本上不属于大宗持股报告制度的规制对象。

然而，考虑到部分投资方可能从现金结算型转换为实物交割型衍生品，或以此为契与发行公司进行沟通，本次修订将“有权通过衍生品交易从交易对手方获得股票，且具有政令规定的目的（例如，取得股票、影响表决权行使、以此为基础进行重要提案行为等）”的投资方也纳入大宗持股报告制度的管制范围。

## (3) 留待政令等规定的事项

与要约收购制度的修订类似，大宗持股报告制度也有部分事项留待后续政令或者内阁府令修改，包括：

**重要提案行为的范围：**目前日本大宗持股报告制度将投资人是否进行“重要提案”，作为是否应该进行迅速披露的主要判断因素。这次修订工作组建议：**将直接影响企业控制权的行为（如提名董事、取得一定比例以上表决权）纳入重要提案行为**，而对于不直接相关的提案，则根据提案的个别情形，则应在投资人提出不符合公司管理层建议的提案时才纳入。

**确保制度实效性：建议积极应对故意不申报或严重延迟申报的情况：**即并为了解决举证困难的问题，扩大认定共同持有人的外形根据。对于未遵守大宗持股报告制度即启动要约收购的情况，建议要求收购方从新报告或更正报告。此外，如果发生收购方提交要约收购备案书后，发现该收购方违反大宗持股报告制度的情况，建议建立相应的纠正措施框架。

**其他：**包括调整计算持股比例时的因素（如附带转股请求权的股份，应算入其股份转换后的数量），明确报告书中“持有目的”和“与持有股份相关的担保合同等重要合同”的填写要求和方法，以及对于存在一定资本关系的股东，在特定情况下允许经监管机构批准后不被视为共同持有人等。

## 四 总结本次修改的影响（Takeaways）

总体来说，本次《金商法》的修订，旨在解决之前实务中发现的一些问题，比如收购方仅通过场内交易就收购大量股份，大宗持股人故意不提交报告等法律的漏洞，进一步完善日本的资本市场监管体系，提升市场效率和投资人保护水平。

**对要约收购方的影响：**总体来说，对于收购方增加了更加严格的管制。可能会增加收购方的收购成本和时间，从而，收购方也需要更谨慎地规划收购策略。

**对目标公司的影响：**相比之前，修订后的制度可以防止一定的敌对性收购方的“暗枪”。但对于上市公司来说，由于股份是在公开的资本市场上，其本身针对被收购就有不可避免的脆弱性。今后如何在修订后的管制下和投资人以及收购方博弈，仍然值得关注。

**对机构投资方的影响：**明确共同持有人的范围，有助于机构投资者更积极地参与公司治理，但同时也需要关注新的信息披露义务。

**实施日未定，并且重要的修改仍旧取决于政令和内阁府令：**日本的金商法虽然已经修订，但具体实施日尚未公布。并且如同上述，很多实务上重要的修订，其实取决于政令和内阁府令。所以仍需继续关注修订的过程。

[作者]

**鹿 はせる (Haseru Roku) (合伙人律师)**Email: [haseru\\_roku@noandt.com](mailto:haseru_roku@noandt.com)

2006年东京大学法学部毕业。2008年东京大学法科大学院毕业。2010年长岛·大野·常松律师事务所入所。2017年Columbia University School of Law毕业(LL.M.)。2017年至2018年就职于Schulte Roth & Zabel LLP(纽约)。2018年至2019年就职于中伦律师事务所(北京)。2022年成为长岛·大野·常松律师事务所合伙人。

鹿律师是钱伯斯(Chambers)科技并购(Technology M&A)2025日本部分的作者。也被评为The Best Lawyer in Japan 2024-2025的公司并购以及国际通商领域。入选日本经济新闻评选的中国相关业务律师Top 20(2023,综合第7名)。

鹿律师可以使用母语水平的中文,日文以及英文为各国不同的客户提供全面的日本关联法律服务,包括复杂的跨境投资,通商贸易,争议解决,合规等各领域的法律工作。其擅长通过对于各国的深刻了解和比较,向各国客户细致说明不同法域的制度差别以及商业习惯,策划与对方的沟通战略,进行谈判以及提供针对各个案件的最佳解决方案。鹿律师具有在日本、美国以及大中华地区的顶级法学院和律所学习工作的经验。

关于本事务所中国业务的详细信息请参考[这里](#)

欢迎关注我们的微信公众号



本简报的目的是简洁地提供一般信息供各位参考,不构成本事务所的法律建议。另外,涉及见解的部分是作者的个人意见,并不是本事务所的意见。作为一般信息,基于其性质,有时会有意省略法令的条文或出处的引用。关于个别具体事项的问题,请务必咨询律师。

## 長島・大野・常松 法律事務所

<https://www.noandt.com/zh-hans/>

邮编 1007036 东京都千代田区丸之内 2 丁目 7 番 2 号 JP 大厦

Tel: 03-6889-7000 (总机) Fax: 03-6889-8000 (总机) Email: info@noandt.com



长岛・大野・常松律师事务所是日本顶尖的综合法律事务所之一，拥有约 600 名律师。在东京、纽约、新加坡、曼谷、胡志明、河内、雅加达\*及上海设有据点。我们为企业法务的所有领域提供一站式的法律服务，在国内及国际案件方面都拥有丰富的经验和业绩。

(\*合作事务所)

### 上海办公室

(日本长岛・大野・常松律师事务所驻上海代表处)

邮编 200031 中国上海市徐汇区淮海中路 999 号上海环贸广场写字楼一期 21 层

Tel: 021-2415-2000 (总机) Fax: 021-6403-5059 (总机)



本事务所的上海办公室（日本长岛・大野・常松律师事务所驻上海代表处）于 2014 年 11 月设立。上海办公室与东京办公室的“中国业务部”及各领域的专业律师紧密合作，并充分利用与中国当地律师事务所的合作关系，更好地处理日本企业总部及中国法人日益专业化、复杂化的法律需求。同时，上海办公室作为本事务所在中国的窗口，也将为计划对日投资以及与日本企业进行业务合作的中国企业提供日本法律和实务上的建议。