



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

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（2） －大量保有報告制度・実質株主の透明性－

2024年6月28日（金）15:00～17:02

大阪取引所5階取締役会議室・東京証券取引所会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田 真得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木 晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科名誉教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
北村 雅史	関西大学大学院法務研究科教授
黒沼 悅郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤 真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井 正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋 陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	追手門学院大学法学部教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下 徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行岡 瞳彦	神戸大学大学院法学研究科教授
行澤 一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教

【報 告】

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

(2)

—大量保有報告制度・実質株主の透明性—

京都大学大学院法学研究科教授
高 橋 陽 一

目 次

- | | | |
|----|----------------------|---------------------------------|
| I. | 大量保有報告制度 | (2) 対応策 1 : 当局の対応の強化 |
| 1. | 制度の現状と見直しの背景 | (3) 対応策 2 : 共同保有者のみなし規定の拡充 |
| 2. | 重要提案行為の範囲 | (4) 対応策 3 : 公開買付けの段階での対応 |
| | (1) 見直しの必要性 | (5) 今後の検討事項 : 議決権停止制度 |
| | (2) 重要提案行為の画定方法と現行制度 | (6) コメント |
| | (3) WG での議論の概況 | 6. その他の課題 |
| | (4) WG 報告の立場 | II. 実質株主の透明性 |
| | (5) コメント・検討 | 1. 検討の背景 |
| 3. | 共同保有者の範囲 | 2. 欧米の制度を参考にした検討 |
| | (1) 見直しの必要性 | 3. 今後の展開 |
| | (2) WG での議論 | 4. コメント |
| | (3) WG 報告の立場 | (1) 制度の利用目的 |
| | (4) 令和 6 年金商法改正 | (2) 大量保有報告の前倒しとなる点 |
| | (5) コメント・若干の疑問点 | (3) 株主総会対策や TOB 対策での利用と他の株主への開示 |
| 4. | デリバティブの取扱い | (4) 実効性確保と規制目的の再検討 |
| | (1) WG 報告 | 討論 |
| | (2) 令和 6 年金商法改正 | |
| 5. | 大量保有報告制度の実効性の確保 | |
| | (1) 問題の所在 | |

○伊藤 定刻になりましたので、6月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせて

いただきます。

本日は、「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（2）－大量保有報告制度・実質株主の透明性－」というテーマで高橋先生からご報告をいただきます。

よろしくお願ひします。

○高橋 京都大学の高橋でございます。今回は、ワーキング・グループ報告後半（WG 報告 12 頁以下）の大量保有報告制度および実質株主の透明性について、報告書の順番に沿って取り上げさせていただきます。

I. 大量保有報告制度

1. 制度の現状と見直しの背景

レジュメに WG 報告冒頭に記載された現行制度の趣旨と概要を抜粋していますが、時間の関係上、読み上げは省略させていただきます。

見直しの背景としましては、レジュメ 1 ページの下線部のとおり、「近時、パッシブ投資の増加や協働エンゲージメントの広がり、企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まりといった市場環境の変化に伴い、様々な課題が指摘されている」といったことが述べられています。

公開買付制度については、前回ご報告いただいたように、欧州型への移行など制度の在り方が全体的・総合的に検討されましたが、大量保有報告制度については部分的な検討にとどまっています。

主なテーマは、「重要提案行為の範囲」「共同保有者の範囲」「デリバティブの取扱い」「実効性確保」の 4 点となっています。各論的な検討にとどまったとはいえ、制度趣旨については次のとおり一定の方向性が示されたように思われます。

WG 報告の冒頭部分では、大量保有報告制度の趣旨として一般的に理解されているものが掲げられています。もっとも、「経営に対する影響力」は、「支配に対する影響」などと言われることも少なくありません。平成 2 年の大量保有報告制度創設時の説明においては、「支配権の変更」と

「経営への影響」が並列的に挙げられていました。体系書等においても、両者を並列的に挙げるものが多く見られます。なお、平成 18 年改正時の説明においては、「経営に対する影響力等の観点」という文言が用いられていました。

このように、「経営に対する影響力」と「支配に対する影響」との関係は従来明確ではなかったところ、この後見るように、WG 報告は「経営に対する影響力」を主たる観点とし、「支配に対する影響」をその重要な要素としていると考えられます。

制度見直しの背景である「市場環境の変化」としては、主に機関投資家によるスチュワードシップ活動の広がりが念頭に置かれています。また、いわゆるウルフパックの問題も WG の議論で取り上げられ、後に見る実効性確保（共同保有者のみなし規定の拡充）の点に反映されました。

以下、各論点について見ていただきたいと思います。

2. 重要提案行為の範囲

（1）見直しの必要性

特例報告制度を利用するためには、重要提案行為を行うことを保有の目的としないことが必要とされています。重要提案行為の範囲については、2014 年のスチュワードシップ・コード（以下「SS コード」）策定時に一定の解釈の明確化が図られましたが、いまだ不明確または広範な規制となっており、企業と投資家との実効的なエンゲージメントの促進のためには、更なる明確化または限定が必要との指摘がされていました。具体的には、パッシブ投資家をはじめとする大量の銘柄を保有する投資家にとって、特例報告制度が利用できなくなることを回避するため、重要提案行為に該当しないようにエンゲージメントを行っている実態があり、そのようなエンゲージメントによって SS コードで求められている深度ある対話を実施することには限界があるとの指摘がされていました。

(2) 重要提案行為の画定方法と現行制度

「重要提案行為」の範囲を画定するに際しては、提案の内容・目的・態様という3つの観点があり得るとされ、WGでは当該3つの観点から検討がなされました。

現行法は提案の内容に着目しているのですが、金融庁の解釈指針により提案の目的・態様についても一定の限定が示されています。具体的には以下のとおりです。

まず、金商法27条の26第1項で重要提案行為の定義が定められていますが、具体的内容は政令に委任されており、金商法施行令14条の8の2第1項において、レジュメ3~4ページのとおり比較的詳細に定められています。これらは、主として提案内容に着目した規律と言えます。

次に、提案目的としては、金融庁の解釈指針により一定の限定が示されています。すなわち、金商法27条の26第1項本文にある「発行者の事業活動に重要な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす」ことが目的としても必要であるという解釈指針が示されています。そして、一定の場面での意見陳述等はこのような目的を充足しない可能性が高いとされています。

続いて、提案態様については、個別事案ごとに「提案」に該当するか否かを判断することとされており、例えば、以下の①から④の行為については、基本的に「提案」に該当しない可能性が高いという解釈が示されています。

- ①投資先企業の経営方針等（ガバナンス・資本政策などに関する方針を含む）の説明を求める行為
- ②自らの議決権行使の方針、投資先企業に対する具体的な議決権行使の予定、自らの株式保有・処分の方針、当該投資先企業の株式の具体的な保有・処分の予定等を説明する行為
- ③前記②の説明に対する投資先企業のスタンスの説明を求める行為
- ④株主総会において質問を行う行為

(3) WGでの議論の概況

WGで出された主な意見は次のとおりです。まず、内容面について、政令は会社法362条4項の取締役会決議事項を参考にしたような事項を列挙しているが、規定の趣旨は異なるため、そろえる必要はなく、現状では広過ぎる感があるとの意見がありました（WG第4回議事録〔齊藤真紀委員発言〕、同〔飯田秀総委員発言〕参照）。具体的には、施行令14条の8の2第1項5号・6号の支配人や支店等に関する事項は削除してもよいのではないかという意見がありました。

そのほか、目的については重要ではあるけれども、外部から客観的に特定するのは難しいので、目的による適用対象の確定には多くを期待できないという意見がありました（WG第4回議事録〔齊藤真紀委員発言〕）。

それから、内容のみで重要提案行為を画することは難しく、提案の態様によっても限定するのが現実的であるとの意見が多く出されました（WG第4回議事録〔堀井浩之委員発言〕・〔三瓶裕喜委員発言〕など）。

最後に規律の仕方全般に関わる意見として、今日多くの機関投資家がスチュワードシップ・コードを受け入れてエンゲージメント活動を行っていることを前提とすれば、一般的なエンゲージメント活動をする分には、一般投資家にとって即時の情報開示が必要な情報ではないという観点から制度を設計すべきであるという意見があり（WG第4回議事録〔田中亘委員発言〕）、このような観点からは、適正で一般的に行われているスチュワードシップ活動はどのようなものかという点で実務を踏まえる必要があるという意見がありました（同〔神作裕之委員発言〕）。このように、一般的なエンゲージメント活動を念頭に置いて規律を考えることは、私自身としても有益な視点であると感じます。

(4) WG報告の立場

WG報告では、まず、基本的な考え方として、

「そもそも重要提案行為は、当該行為の経営に対する影響力に着目し、そのような行為を目的としている場合には特例報告制度によらず一般報告制度により迅速な情報開示を求めるものである」という立場が示されています。そして、具体的な規律としては、企業支配権等に直接関係するか否かで場合分けがされています。

まず、企業支配権等に直接関係する行為（役員の指名や一定割合以上の議決権の取得など）を目的とする場合、当該行為それ自体が経営に対して大きな影響を及ぼすものであり、迅速な情報開示を求めるべきとされています。そして、そのような行為は広く重要提案行為に該当する規律とすることが提唱されています。

次に、企業支配権等に直接関係しない事項（配当方針・資本政策に関する変更など）の提案行為を目的とする場合、単に提案行為を行うことのみによって直ちに経営に対して大きな影響が生じるものとは言い難いとされ、当該提案行為の態様について着目すべきとされています。具体的には、その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様（例えば、株主提案権の行使、株式の追加取得等を示唆して提案を行う場合）による提案行為を行うことを目的とする場合に限り、重要提案行為に該当する規律とすべきことが提唱されています。

WG 報告の立場は以上ですが、令和 6 年金商法改正においては、特例報告制度および重要提案行為について定める金商法 27 条の 26 の文言は維持されています。政令については、おそらく改正されるのではないかと思われます。この後見ますように、令和 6 年金商法改正で重要提案行為は共同保有者の除外要件の一つとなったことからも、政令改正の必要性は高いと思われるからです。

〔校正段階での追記：野崎彰ほか「大量保有報告制度に係る金融商品取引法等の改正」商事法務 2364 号（2024 年）15 頁注 3 によれば、重要提案行為等の範囲の見直しについては政府令の改正において検討予定であるとされている。〕

（5）コメント・検討

（ア）重要提案行為を「経営に対する影響力」に着目した規律とする点

平成 18 年改正で、特例報告制度の利用禁止事由が、それまでの「事業活動を支配すること」を目的とする場合から、「事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為として政令で定めるもの」（重要提案行為等）を行うことを目的とする場合に変更されました。この改正は、規定の明確化を図ったものと一般的に説明されていますが、実質的には対象を拡大した（特例報告の適用範囲を縮小した）ものと評価することができます。

WG 報告も、平成 18 年改正のこのような基本的なスタンス自体は踏襲しているように思われます。令和 6 年の金商法改正で、27 条の 26 第 1 項の文言は維持されているところ、同項の「事業活動」と WG 報告の「経営」はほぼ同義のものと解されているのだと思われます。

（イ）場合分けの在り方

WG 報告では、企業支配権等に直接関係する行為については、それ自体が目的とされています。他方、企業支配権等に直接関係しない事項については、「提案行為」が目的とされています。このように WG 報告では、目的のレベルにずれがあると言えます。なお、金商法 27 条の 26 第 1 項の文言は、「当該株券等の発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為として政令で定めるもの（第四項及び第五項において「重要提案行為等」という。）」であるため、政令において「提案行為」以外の行為を定めることは可能です。

「企業支配権等に直接関係する行為」も、「単に提案行為を行うことのみによって直ちに経営に対して大きな影響が生じるものとは言い難い」といいうため、論理的には、役員の指名などについては提案態様による限定があつてもよいようにも思われるところです。しかし、WG 報告はその

ような限定を付していないのですが、その理由付けとしては、①企業支配権等に直接関係する情報は質的に異なり重要性が高い（TOB の可能性にも関わるため開示の必要性がより高い）ということや、②企業支配権等に直接関係する行為は一般的なエンゲージメントの対象とは言えないため、広く重要提案行為に含めても特に問題はないといったことが考えられます。

レジュメの注 12 はやや蛇足ですが、事業ポートフォリオの大きな変更といったものも、支配権に直接関係する行為と同様、WG 報告の言葉を借りるならば、「それ自体が経営に対して大きな影響を及ぼす」ものと言えそうです。もっとも、先ほど述べた①と②の観点からは、提案態様による限定を付してもよいように思われるところです。

いずれにしましても、「企業支配権等に直接関係する行為」については、直ちに重要提案行為となることから、限定的に政令で記載されるべきかと思われますし、解釈論としても限定的に解すべきではないかと思われます。

（ウ）役員の指名

各論的な話になっていきますが、次に役員の指名についてです。これは「企業支配権等に直接関係する行為」の例として挙げられていますが、提案態様を問わず、直ちに重要提案行為となることから、限定的に解すべきであると思われます。

例えば、役員の定義というのも、現在の施行令の定義だと非常に広くて、監査役なども入っているのですが、そのような広い定義でよいのかは、疑問のあるところです。

そして、「企業支配権等に直接関係する」という点を厳格に解するならば、取締役の過半数の指名が必要なのではないかと思われます。すなわち、それに満たないような数の取締役の指名は、提案態様による限定をかけることが考えられます。

また、社外取締役の増加や取締役のダイバーシティ向上といった抽象的な提案は、ここで言う「役員の指名」には当たらないと考えるべきです。

これらは一般的なエンゲージメントの内容でもありますので、提案態様を問わず、直ちに重要提案行為とすることには問題があるかと思います。

（エ）買収防衛策の廃止等は「企業支配権等に直接関係する行為」に当たるか？

買収防衛策の廃止等が「企業支配権等に直接関係する行為」に当たるかという点も問題になるかと思い取り上げさせていただきましたが、私見としては消極的に解したいと思います。企業支配権等に直接には関係しないと考えられます。また、一般的なエンゲージメントの内容と言えますので、提案態様を加味して重要提案行為に当たるかどうかを判断するべきだと思われます。

（オ）「その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様」

続いて、企業支配権等に直接関係しない事項の提案態様の限定として挙げられている「その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様」について、いくつか検討したいと思います。

この文言自体を読みますと、提案が受け入れられなければ、株主総会で会社提案議案（取締役選任議案等）に反対する議決権行使を行うことを示唆することも該当すると解釈できそうです。議決権行使方針の形でそうしたことが示唆されている場合もあるかもしれません。しかし、そのような解釈は、（一般にエンゲージメントと議決権行使は関連していることが多いことから）実効的なエンゲージメントの阻害になるおそれがあるため、支持できません。さらに言うと、これを重要提案行為に該当させてしまうと、この後に見る共同保有者の範囲に係る改正の意義も損なわれるかと思います。

次に、提案が受け入れられない場合に株式を売却することを示唆することが、「その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様」に当たるか否かといった問題もあるかと思います。株式売却はパッシブ運用では考えにくいですが、アクティ

ブ運用ではあり得るようと思われます。これについても、特定の者への売却でなければ、すなわち市場での売却であれば、重要提案行為に該当させなくてよいのではないかと思うところです。

続いて、新聞広告やウェブサイトによる PR の示唆ですが、これはアクティビストがしばしば行うものとして、一般的なエンゲージメントの方法とは言えないので、重要提案行為に該当させるという解釈でよいように思われます。

最後に、協働エンゲージメントの示唆ですが、協働エンゲージメントを促進すべきと考えるのであれば、重要提案行為に該当させないことも考えられますが、「株式の追加取得」の示唆が WG 報告で該当例として挙げられていることとの整合性が取れるのか、やや疑問があります。そもそも、株式の追加取得の示唆がある場合も重要提案行為に該当しないと解すべきなのかもしれません。このあたりは、まだ私自身も考えがまとまっていないところです。

全体としては、一般的なエンゲージメントの範囲かどうかが重要な考慮要素になるように思われまして、一般的なエンゲージメントの実務を踏まえながら政令を適宜見直していくことが望ましいように思います。

3. 共同保有者の範囲

(1) 見直しの必要性

レジュメ 8 ページに WG 報告の記述を抜粋しています。時間の関係で読み上げは省略しますが、下線部にあるように、「合意に默示の合意が含まれることとなる結果、機関投資家による協働エンゲージメントに萎縮効果をもたらしているとの指摘がされている」ということで、そのような萎縮効果をなくすために明確化ないし限定を行う方向で議論がなされました。

なお、金融庁の解釈指針として、SS コード策定の際に出されたものがあります。それによれば、「合意」とは、単なる意見交換とは異なり、相互または一方の行動を約する（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）性質のものを指すとされています。したがって、「他の投資家」との話合い等において、各々の議決権行使の予定を伝え合い、それがたまたま一致したにすぎないような状態では、基本的に、当該「他の投資家」は「共同保有者」には該当しないという解釈が示されています。

(2) WG での議論

WG では様々な意見が出されました。ウルフパックへの対策として合意基準自体を見直すべきだとする意見や、紳士協定的な合意も含めるべきだとする意見、法的拘束力のある合意でなければ外縁が不明確になるとして反対する意見、それから、株主の権利行使について合意すればどのような権利であろうと共同保有者になるのは広過ぎるとの意見など、様々な意見が出されました。

最終的には、現行の制度を抜本的に改正するというのではなくて、合意を基準とする現在の規制枠組みは維持したうえで、①協働エンゲージメントを妨げないために適用除外事由を設け、②他方でウルフパックには共同保有者のみなし規定の拡充で対処することとされました。

(3) WG 報告の立場

WG 報告では、上記①について「共同保有者概念が経営に対する影響力に着目した規律であることを踏まえ、例えば、機関投資家による協働エンゲージメントに関して、共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的とせず、かつ継続的でない議決権行使に関する合意をしているような場合については、上記の共同保有者概念から除外することが適当である」と記載されています。

上記②については、「大量保有報告制度の実効性の確保という観点から、共同保有者の認定に係る立証の困難性の問題を解決すべく、一定の外形的事実が存在する場合には共同保有者とみなす旨の規定を拡充していくべき」と記載され、この後見る「大量保有報告制度の実効性確保」における

「共同保有者のみなし規定の拡充」の話につながっています。

(4) 令和6年金商法改正

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5月15日成立）により、金商法27条の23第5項が下記のように改正されました（改正部分に下線を引いています）。1号から3号の3つの要件すべてに該当する場合、「共同保有者」から除外されるという規定になっています。

・改正金商法27条の23第5項

前項の「共同保有者」とは、株券等の保有者が、当該株券等の発行者が発行する株券等の他の保有者と共同して当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、又は当該発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している場合（次に掲げる要件の全てに該当する場合を除く。）における当該他の保有者をいう。

一 当該保有者及び他の保有者が金融商品取引業者（第二十八条第一項に規定する第一種金融商品取引業を行う者又は同条第四項に規定する投資運用業を行う者に限る。）、銀行その他の内閣府令で定める者であること。

二 共同して第二十七条の二十六第一項に規定する重要提案行為等を行うことを合意の目的としないこと。

三 共同して当該発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することその他の権利を行使することの合意（個別の権利の行使ごとの合意として政令で定めるものに限る。）であること。

1号は、特例報告制度を利用できる者（金商法27条の26第1項）と同様の規定ぶりになっていて、内閣府令の定めも同様になることが予想されます。

2号は、特例報告制度と同様、重要提案行為等

によって適用範囲を画するというものです。

3号は、共同して当該株券等を取得・譲渡することを合意している場合は共同保有者から除外されないという規定です。あくまで議決権その他の権利を行使することの合意である必要があるというわけです。そして、その場合であっても、継続的な合意は排除されます。

金融庁「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 説明資料」（2024年3月）1ページには、「企業支配権等に関しない機関投資家間の継続的でない合意を適用除外として明記」したという記載があります。具体的な内容は政令で定められますので、政令がどのようなものになるか次第のところがあります。

(5) コメント・若干の疑問点

WG報告は、共同保有者概念も「経営に対する影響力」に着目した規律であるとしています。重要提案行為も「経営に対する影響力」に着目したものとされているため、ここで重要提案行為等の概念を活用することは論理的ではあると言えます。

この結果、重要提案行為等は「特例報告制度」と「共同保有者」の双方に関係することになります。単独のエンゲージメントと協働エンゲージメントとで特に異なる点がないのであれば、問題はないのではないかと思われます。

若干の疑問点として、継続的な合意を排除する必要性が本当にあるのかが気になりました。すなわち、重要提案行為の規律で足りるのではないかということを疑問に思いました。エンゲージメントは継続的に行われ得る性質のものであるところ、そのような継続的なエンゲージメントの妨げにならないのかという問題意識です。

例えば、政策保有株が一定水準を下回るまで一緒にエンゲージメントをしていきましょうといった合意をすることは考えられるのではないかと思います。3号括弧書きがあっても、1年ごとに合意をすることで特に問題はないのかもしれません

が、1年ごとに合意をしていたとしても、事後的に見て、継続的な合意（黙示の合意で足りるかと思います）があったとされるリスクがあるのではないかという懸念を若干感じているところです。

もう少し言うと、もしここで継続性を考慮すべきというのであれば、単独のエンゲージメントでも考慮すべきことにならないのかということも気になります。もしそうであれば、重要提案行為の規律において継続性の要素を盛り込むべきということになるかと思います。

WG では、おそらく外国法を参考にして、継続性という要件を付けることも考えられるという意見があったのですが、わが国では規制のあり方が異なるため、どこまで同じように考えることができるのかは、（私自身、まだ十分勉強できていないのですが）慎重に考える必要があるのではないかと思われます。

4. デリバティブの取扱い

（1）WG 報告

WG 報告 14 頁において、問題の所在と対応策がわかりやすくまとめられているので、以下のとおりほぼそのまま引用させていただきます。

- ・現行の大量保有報告制度上、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引のロングポジションを保有するのみでは、基本的に大量保有報告制度の適用対象にならない。
- ・この点、大量保有報告制度が経営に対する影響力に着目して大量保有者に情報開示を求める制度である点を重視するのであれば、経済的な利益の獲得を目的とし、議決権その他の株主権の移動を伴わない現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引について、情報開示を求める必要性は高くない。
- ・一方で、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引であっても、現物決済型のエクイティ・デリバティブ取引に変更することを前提としている事例や、そのようなポジションを有することをもって発行会社にエンゲージメントを行う

事例なども存在し、これらの事例については大量保有報告制度に基づく情報開示を求めるべきとの指摘がある。

- ・上記のような事例は、既に現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を開始した時点において、潜在的に経営に対する影響力を有しているものと評価することができるとともに、実質的に大量保有報告制度を潜脱する効果を有するものと評価することもできる。
- ・そのため、そのようなエクイティ・デリバティブ取引（たとえば、①取引の相手方から株券等を取得することを目的とするもの、②取引の相手方が保有する株券等に係る議決権行使に一定の影響力を及ぼすことを目的とするもの、③これら①②のような地位にあることをもって発行会社に重要提案行為等を行うことを目的とするもの等が考えられる）については、大量保有報告制度の適用対象とすることが適当である。

WG 報告の内容は以上のとおりです。ここでも、「経営に対する影響力」に焦点が当てられ、③では重要提案行為等の概念が用いられていることが注目に値します。

（2）令和 6 年金商法改正

令和 6 年金商法改正で、27 条の 23 第 3 項が下記のとおり改正されました（下線部が改正部分です）。具体的には、デリバティブの取扱いに関する 3 号が追加されました。ただ、詳細は政令に委任されています。

・改正金商法 27 条の 23 第 3 項

第一項の保有者には、自己又は他人（仮設人を含む。）の名義をもつて株券等を所有する者（売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者その他これに準ずる者として政令で定める者を含む。）のほか、次に掲げる者を含むものとする。ただし、第一号に掲げる者については、同号に規定する権限を有することを

知つた日において、当該権限を有することを知つた株券等（株券等に係る権利を表示する第二条第一項第二十号に掲げる有価証券その他の内閣府令で定める有価証券を含む。以下この項及び次条において同じ。）に限り、保有者となるものとみなし、第三号に掲げる者については、同号に規定するデリバティブ取引の原資産である株券等の数を算出する計算方法として内閣府令で定める計算方法により算出された数の株券等について保有者となるものとみなす。

- 一 金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主としての議決権その他の権利行使ができる権限又は当該議決権その他の権利の行使について指図を行うことができる権限を有する者（次号に該当する者を除く。）であつて、当該発行者の事業活動を支配する目的を有する者
- 二 投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資をするのに必要な権限を有する者

三 株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有する者（前二号に該当する者を除く。）であつて、当該デリバティブ取引の相手方から当該株券等を取得する目的その他の政令で定める目的を有する者

当該改正法案の要綱では、「現金による決済が予定されているデリバティブ取引のうち、一定の要件を満たすものを大量保有報告書の提出義務の対象とすることとする」と説明されています。おそらく、WG 報告の内容に基づいて政令が定められるのだと思われます。

デリバティブ取引については、大きな見解の対立等はなかったと思いますので、概要の紹介のみとさせていただきます。

5. 大量保有報告制度の実効性の確保

（1）問題の所在

2008 年金融商品取引法改正により、大量保有報告制度の違反抑止の観点から、大量保有報告書等の不提出及び不実記載が課徴金制度の対象とされました。

他方、その後も大量保有報告書等の提出遅延等は相次いでおり、大量保有報告制度の実効性が確保されていないとの指摘がされています。特に近時では、共同保有者の認定に係る立証の困難性を奇貨として、複数の者が暗黙裡に協調して株券等を取得していることが疑われる事例（いわゆるウルフパック）も見受けられるとの指摘がされています。

WG 第 4 回事務局説明資料 12 頁では、具体的な数字として、大量保有報告書等の提出遅延の発生件数は年間約 1,500 件（2019 年～2022 年の平均値）で、他方、課徴金納付命令の発出件数は、2008 年から 2022 年まで合計 8 件しかないことが挙げられていました。なお、提出遅延の主な理由は、①法令の不知および理解不足、②EDINET の操作不慣れ、③事実把握の遅延とされています。

（2）対応策 1：当局の対応の強化

WG 報告は大きく 3 つの対応策を提示しています。1 つ目が、当局の対応の強化です。WG 報告 14～15 頁では、すべての大量保有報告制度違反の摘発は現実的ではないとしても、故意性が疑われる不提出や著しい提出遅延など市場の公正性を脅かしかねない事例については、積極的に対応を講じていくべきであると書かれています。今後、課徴金納付命令の増加につながっていくのかもしれません。

〔校正段階での追記：令和 6 年 6 月 28 日、証券取引等監視委員会は、株式会社三ツ星株式に係る大量保有報告書および変更報告書における開示規制の違反に関し、内閣総理大臣および金融庁長官に対して、課徴金納付命令を発出するよう勧告を行った。〕

（3）対応策 2：共同保有者のみなし規定の拡充

2つの目の対応策として、当局による積極的な対応を促進する観点から、共同保有者のみなし規定の拡充が提唱されています。具体的には、一定の外形的事実が存在する場合には、共同保有者とみなす旨の規定（現行制度では、保有者との間で、一定の資本関係、親族関係その他特別の関係がある者については共同保有者とみなされる）を拡充すべきである（例えば、役員兼任関係や資金提供関係などに着目して検討することが考えられる）という提案がされています。

令和6年金商法改正の法律案の説明資料においては、政令改正事項として、役員兼任関係や資金提供関係など一定の外形的事実がある場合に「共同保有者」とみなす規定を整備する予定であると書かれていました。

しかし、役員兼任関係や資金提供関係などの一定の外形的事実を基準としただけでは、抵触しないように行動すること・協力することが比較的容易ですので、昨今問題となっているウルフパックに対する十分な防止策と言えるのかは、個人的には疑問があるところです。

（4）対応策3：公開買付けの段階での対応

3つ目の対応策として、WG 報告 15 頁では「大量保有報告制度を遵守しないまま公開買付けを開始しようとする事例に対しては、公開買付届出書の事前相談の際に大量保有報告書の提出や訂正を求めるなど、適切な対応を講じていくべきである」と記載されています。

加えて、「公開買付届出書の提出後に大量保有報告制度の違反が発覚したような場面に備え、そのような場合には訂正命令等の是正措置を行うことができるような枠組みを整備すべきである」とされています。ここに言う「訂正命令等の是正措置」には、公開買付けの緊急差止命令も含まれ得ると思われます。

また、「大量保有報告書の提出状況を公開買付届出書の記載事項とする場合（WG 報告『I. 公開買付制度のあり方について』の『8. その他の

課題』⑧参照）には、事後的に大量保有報告制度違反が発覚した場合における公開買付届出書の訂正等を通じた対応を行うことも考えられる」と記載されています。

以上の点に対する私個人の感想として、大量保有報告書はタイムリーに提出される必要性が高いところ、公開買付け段階での提出・訂正では意味がやや乏しいのではないかと感じました。もっとも、大量保有報告書の提出・訂正により株価が上がれば、公開買付価格を引き上げる必要が出てくるといった意味はあるのかもしれません。

訂正命令についても、大きなサンクションとは言えないようと思われます。訂正さえすれば公開買付けの手続を進められるというのでは、違反の抑止にならないからです。

（5）今後の検討事項：議決権停止制度

最後に、議決権停止制度の創設が今後の検討課題として挙げられています。WG 報告 15 頁では「大量保有報告制度の実効性を確保するためには、欧州諸国の例に倣い、大量保有報告制度に違反した者が保有する株式の議決権を停止する制度を設けることが最も効果的であるとの意見も見られた」と記載されていますが、WG ではそのような意見が非常に多く出されました。

ただ、「そのような制度については、公開買付制度に関する議論（上記『I. 公開買付制度のあり方について』の『9. 今後の課題』参照）と同様の課題もあり」、引き続き検討を重ねていくことが考えられるとして、検討事項にとどめられました。

WG では、先ほど述べたとおり、大量保有報告制度の実効性確保には、議決権停止のような私的なエンフォースメントが有益であるとの見解が多く出されました。なお、民事的な救済手段として議決権停止制度を作ることは難しい面があるけれども、行政罰のようなサンクションとして議決権停止制度を作ることは考えられるという意見もありました（WG 第4回議事録〔飯田秀総委員発

言」）。それから、議決権停止のほか、株式売却命令も検討に値するという意見もありました（WG 第1回議事録〔田中亘委員発言〕）。

（6）コメント

WG 報告の対応策 1～3 は、抜本的な対策とは言い難いように思われます。今後も大量保有報告制度の違反状況が改善しない場合には、議決権停止制度の導入など法改正が必要であるように思われます。

個人的には、現行の課徴金制度も見直す必要があるように思います。そもそも経済的利得相当額を基準とすること自体に疑問があるのですが、仮に経済的利得相当額を基準とするにしても、現行制度の一一律で時価総額の 10 万分の 1 を課徴金額とするというのは、硬直的過ぎると思います。過小・過大になるケースが多くなり、このことも課徴金納付命令が少ないことの一因なのではないかと個人的に考えているところです。〔校正段階での追記：前記令和 6 年 6 月 28 日の課徴金納付命令発出勧告では、違反者 3 名の課徴金額は 32 万円・40 万円・26 万円とされており、違反の重大性に比して過小であるように思われる。〕

また、違反の多くが悪質性の低い軽微な事案であるとするならば、過料のような軽いエンフォースメント（簡易迅速に執行できるもの）もあった方がよいのではないかと思われます。

6. その他の課題

WG 報告 15～16 頁では、その他の課題として、下記の 3 点について適切に対応されるべきであるとされています。やや細かい話ですし、大々的な議論があったわけではないので、省略させていただきます。

- ①株券等保有割合の算出に際して、取得請求権付株式や取得条項付株式の転換後の株式数が勘案されていないという課題について、転換後の株式数も勘案の上、いずれか多いほうを

株券等保有割合の算出に用いることとすること

②大量保有報告書等の記載事項である「保有目的」や「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」等について、その記載内容・記載方法が必ずしも明確化されておらず、提出者によって記載ぶりが区々となっているという課題や、現行の記載方法が複雑であることが提出遅延の一因となっている可能性を踏まえ、大量保有報告書等の記載内容・記載方法の明確化および見直しを行うこと

③一定の資本関係がある場合には、別個独立に議決権等を行使する方針であったとしても、共同保有者とみなされるという課題について、一定の場合には当局の承認を得ること等によって共同保有者から除外される制度とすること

II. 実質株主の透明性

1. 検討の背景

現行制度上、名義株主については、会社法上の株主名簿や有価証券報告書等の大株主の状況に関する開示を通じて、発行会社や他の株主がこれを把握する制度が整備されている一方、当該株式について議決権指図権限や投資権限を有する者（実質株主）については、大量保有報告制度の適用対象（5 %超）となる場合を除き、発行会社や他の株主がこれを把握する制度が存在しません。

このため、企業と株主・投資家の対話を促進する観点から、実質株主とその持株数について、発行会社や他の株主が効率的に把握できるよう、諸外国の制度も参考に実務的な検討がされるべきであるとの指摘を受けて、WG で議論がなされました。

WG 報告では「企業と株主・投資家の対話を促進する」ことが目的とされ、企業側から実質株主にアプローチすることに焦点が当てられています。

そうしますと、開示に関して「他の株主」が挙げられている趣旨が必ずしも明確ではありません。

「企業と株主・投資家の対話を促進する観点」と整合的に理解するのであれば、協働エンゲージメントの促進が考えられるのかと思います。もう一つは、企業側のみが実質株主にアプローチできることは不公平である、すなわち、経営陣と対立する株主も実質株主にアプローチできるようすべきである、という趣旨も考えられるところです。

しかし、そもそもとして、企業側から実質株主にアプローチすることの必要性や意義についても、必ずしも明確でない（十分に説明されていない）ように思われます。

この点についての懐疑的な見解として、大崎貞和氏の発言を掲載させていただいております（レジュメ 16 頁注 22）。大量保有報告制度に関する発言ではありますが、「企業は誰が株主であろうが、企業価値を向上させる努力をして、株主共同の利益を高めていくということをすればいいはずで」、実質株主が誰であるかについてはさほど神経質にならなくてよいのではないかといった趣旨が述べられています（金融商品取引法研究会『TOB・大量保有報告制度の見直しについて』（日本証券経済研究所、2023 年）33 頁[大崎貞和発言]）。このような観点からは、企業の IR 活動や SR 活動も、それ自体は資本コストを低下させて企業価値を高めることから好ましいと言えるかと思いますが、ウェブサイトなどのオープンな形で行うべきで、個々の株主・投資家に対してクローズドな形で行うべきではないという考え方もあり得るかもしれません。

実質株主に企業側がアプローチすることの必要性・意義について参考となる記述として、EU の第 2 次株主権指令に関する分析についてのものなのですが、パッシブ投資家の増加や議決権行使助言会社の影響などにより、会社提案について十分な理解が得られないままに議決権行使がなされるおそれが増大してきたことが背景にあるとの指摘があります（神作裕之「企業の持続的成長と会社法・金商法上のいくつかの論点——欧州からの示唆」商事法務 2198 号（2019 年）20 頁）。このよ

うな場合に、会社が実質株主に議案の説明をすることには一定の必要性・合理性があるように思われます。オープンな形で情報を発信しても、低コスト競争により各種リソースが乏しくなりがちなパッシブ投資家には届かない可能性がありますし、オープンな形では説明しにくい事情（ライバル企業に知られたくない情報や役員のプライバシーに関わる事項など）も、あるかもしれません。さらに、日本では株主総会開催時期の集中、言語の壁、独自の制度・慣行の存在といったものも、海外の機関投資家から会社提案について理解されない原因となるように思われます。

他方、WG では、実質株主調査の意義として、平時の IR では、株主になってほしい投資家のリストを作ったうえで、まだ株主でない投資家には投資してもらえるよう対話をし、有事の場合（株主提案や TOB 等）には、株主に注力して対話をを行うといった趣旨の説明も見られました（WG 第 4 回議事録〔高山与志子委員発言〕）。ただ、経営陣が株主構成をコントロールしようすることには異論もあるかと思われますし、有事の場合に経営陣のみが実質株主にアプローチできるのは不公平だと思います。

なお、企業が実質株主にアプローチすることの意義が必ずしも明確でないとしても、現状において企業が多額のコストをかけて実質株主を調査していることから、制度的な手当てをすることによって社会全体で余計なコストを下げるという意味はあるかもしれません。WG でも、全く同じ趣旨ではないのですが、制度化により社会全体で余計なコストを下げる意味があるとの指摘がありました（WG 第 4 回議事録〔田中亘委員発言〕参照）。他の株主にも開示されるのであれば、不公平も是正されますので、その点でも制度化する意味はあり得るかと思います。

2. 欧米の制度を参考にした検討

WG では米国と欧州（とくに英国）の制度が紹介され、どちらの制度がよいか比較しながら検討

されました（両方導入することも考えられるとの意見もありました）。時間の関係上、欧米の制度の紹介については省略させていただきますが、英国の制度について2点だけ確認させていただきます。第1に、英国では、会社は提供を受けた情報について登録簿（実質株主名簿）を作成して（英国会社法808条）、通常の株主名簿と同様に一般的の閲覧・謄写に供されることになっていて、他の株主もアクセスすることができるということになっています（同811条）。そして、第2に、実効性確保措置として、会社は対象株式に一定の制限（株式譲渡の無効、議決権行使の禁止、新株の割当てや発行の禁止、配当の停止・払戻しの禁止）を課す命令を発するよう裁判所に申立てができると定められています（同794条）。

WGでは、米国の制度（一定の資産運用をする機関投資家に対して定期的にその保有明細の公衆開示を求める制度）は、発行会社や他の株主のみならず、あらゆる者が機関投資家の保有明細を閲覧することを可能とするものであるため、市場の透明性向上に資する制度であるが、企業と株主・投資家の対話を促進するという目的に照らすと過剰な規制であるとの意見や、制度設計次第では企業にとって必要な情報が開示されないといった意見が出されました。

他方、欧州諸国の制度については、発行会社に対して実質株主の保有状況を伝達するものであって、企業と株主・投資家の対話を促進するという目的によりかなうとして、肯定的な意見が多く見られました。このため、「今後、関係者においては、欧州諸国の制度を参考に適切な制度整備等に向けた取組みを進めるべきである」というのがWG報告の立場となっています。もっとも、市場の透明性向上の重要性に鑑み、米国の制度を参考にした制度の導入についても引き続き検討すべきという意見があったことも付記されています（WG報告17頁注21）。

3. 今後の展開

WG報告17頁では、「まずは早急に、機関投資家の行動原則としてその保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示することを、またその後、そのような回答を法制度上義務づけることを、それぞれ検討すべきである」とされています。また、「併せて、こうした実質株主の把握プロセスを効率的にするための制度・運用のあり方についても検討されることが期待される」と書かれています。

WGの議論では、より具体的なことが言われておりまして、実質株主の開示については、まずはSSコードに盛り込むべきであるとの意見が多く出されました。そして、現に「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」で議論されているところです（令和6年4月18日開催の同会議（第29回）議事録参照）。

もっとも、海外の機関投資家のようにSSコードを採択していない者などとの関係では、SSコードの規律だけでは不十分で、ハードローとして規定を置くことが必要であるとの指摘が多くありました。ハードローとしては、会社法が想定されています。そして、実際に、「会社法制に関する研究会」（商事法務研究会）第5回・第8回において議論されているところです。

4. コメント

（1）制度の利用目的

WG報告は「企業と株主・投資家の対話を促進する」目的で制度化を提唱しているのですが、実際には、他の目的（アクティビスト察知、株主総会対策やTOB対策等）でも利用される可能性があるかと思います。前述のWG第4回議事録〔高山委員発言〕に見られたほか、実質株主判明調査を業とする株式会社アイ・アール ジャパンのホームページでも、そのような利用について掲載されています。実際に企業が多額の費用をかけて実質株主調査を行っている目的は、単に対話を促進するためよりも、アクティビスト対策、株

主総会での票読み、TOB や株主提案などの有事対応といったことにあるように思われます。制度化するに当たっては、そのような利用の可能性も踏まえた制度設計が必要かと思います。

(2) 大量保有報告の前倒しとなる点

実質株主の透明性向上には、大量保有報告の前倒し（5%以下での開示）といった機能があります。大量保有報告制度には、アクティビスト出現や企業買収の初期段階における警告機能があるところ、実質株主の透明性向上によって、（制度設計次第のところはあります）それが前倒しされる可能性があります。

このような警告機能は、アクティビスト活動や企業買収にネガティブになり得ます（アクティビストが十分な数の株式を取得する前に株価が上がってしまい十分なリターンを得られなくなったり、企業が買収防衛を講じやすくなったりするからです）。このようなことから、大量保有報告制度については、企業価値を増加させるようなアクティビスト活動の妨げにならないように配慮すべきであるという意見があるところで（WG 第1回議事録〔飯田秀総委員発言・田中直委員発言〕、金融商品取引法研究会・前掲 16~17 頁〔大崎貞和報告〕）、実質株主の透明性向上に関しても、同様のことが言えるかと思います。

(3) 株主総会対策や TOB 対策での利用と他の株主への開示

既に述べておりますとおり、少なくとも株主総会対策や TOB 対策で経営陣が実質株主情報を利用する場合には、経営陣と敵対する株主にも実質株主に関する情報は開示されるべきではないかと思われます。経営陣側だけが実質株主に働きかけることができるとするのは不公正であるからです。

イギリスやアメリカでは、実質株主に関する情報は他の株主にも開示されることになっています（米国の NOBO 制度に関しては、レジュメ 20 頁の注 33 の後段を参照）。

このような観点からは、WG 報告の最後の脚注

（レジュメでは 18 頁注 28）に書かれているような有価証券報告書による開示のみでは、当該事業年度に係る定時株主総会に間に合いませんし、頻度も少ないため不十分であるように思われます。

なお、他の株主・投資家にも実質株主の情報を開示するのであれば、株主提案や議決権行使、不実開示等に関する民事訴訟の提起などにおいて、株主や投資家間での協力に役立ち得るとの指摘もあるところです（WG 第4回議事録〔萬澤陽子委員発言〕）。アメリカの Form 13F についても、そのように言われているとのことです。

(4) 実効性確保と規制目的の再検討

会社法に規定を置く場合、実効性確保のために議決権停止措置を定めるべきであるとの意見があるところです（WG 第4回議事録〔武井一浩委員発言〕、会社法制に関する研究会（商事法務研究会）第5回議事要旨 2 頁・第8回議事要旨 4 頁参照）。

他方で、「企業と株主・投資家の対話を促進する」ことを目的とする場合、議決権停止のような強いエンフォースメントを設けることはバランスを欠くのではないか、過料程度の制裁がよいのではないか（もっとも、英國法や EU の第2次株主権指令のように、会社は真の株主を知る権利を有するべきであるといった考え方立って、かつそれに力点を置くのであれば変わり得る）といった意見もあるところです（「会社法制に関する研究会」（商事法務研究会）第5回議事要旨 1 頁・第8回議事要旨 5 頁参照）。会社は真の株主を知る権利を有するべきであるという考え方を採用するとしても、なぜ会社がそのような権利を有するべきなのかという実質的な理由は問題になります。

そもそも対話の促進という観点を純粹に貫くならば、アメリカの NOBO 制度のような任意の情報開示制度になるように思われます。対話自体は義務づけられないにもかかわらず、対話のための情報開示は義務づけられるということに、個人的には違和感があります。実質株主に情報開示を法律

上義務づけるには、単に「対話の促進」というだけでは理由として不十分なのではないのかと感じているところです。

「対話の促進」という観点を突き詰めるのであれば、議案について理解が不十分なまま議決権行使がされることで本来可決されるべきであった決議が否決されてしまう事態を予防することが、究極的な目的になるように思います。そのようなリスクを少しでも小さくするために、会社が実質株主にアプローチすることを確保すべきであるという考えは成り立つかもしれません。可決されるべき決議が否決されれば、他の株主も含め、関係者が広く不利益を被るため、情報開示を義務づけることを正当化できるように感じているところです。

他方、「対話の促進」という観点を離れることも考えられるかと思います。企業価値を棄損する行動を取るおそれのある株主の早期発見ですとか、経営陣や株主提案・TOBを行おうとする株主にとって決議やTOBの結果を予測しやすくするといったことも、情報開示の正当化根拠になるのかもしれません。また、これらを複合的な根拠とともに考えられるかと思います。このあたりは、まだ私自身も考えがまとまっていないところです。

報告は以上です。どうぞよろしくお願ひいたします。

~~~~~

### 【討 論】

○伊藤 ありがとうございました。

それでは、ご報告の内容についてまとめて議論させていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

### 【経営に対する影響力と支配に対する影響との関係】

○飯田 レジュメの2ページで、今回のWG報告だと、「経営に対する影響力」が主たる観点で、「支配に対する影響」が重要な要素だという整理

でご報告いただいたと思うのですが、なぜそう言えるのかについてを伺えればと思います。

例えば配当についての提案というのが、レジュメの5ページにあるように、重要提案行為に直ちには当たらないという方向の整理になったと思うのですけれども、そうすると、配当というのはまさに経営に対する影響力がある場面だと思うのですが、主たる観点である「経営に対する影響力」に関連するものを除外するような改正がされたときに、この「経営に対する影響力」というのが主たるものだという位置付けになるのかなというのがよく分からなかったのですが、そのあたりはいかがでしょうか。

○高橋 私の表現がもしかすると悪かったかもしれません。「経営に対する影響力」が上位概念となっており、「支配に対する影響」はその下位概念ではあるけれども、支配に直接関係する行為であれば、直ちに経営に対して重大な影響を及ぼすという評価になっているということを、「重要な要素」として表現しています。

支配に直接関係するというのは、「経営に対する影響力」に対する十分条件ではありますが、必要条件ではないわけです。配当など支配権に関係しないものであっても重要提案行為になり得るけれども、エンゲージメントを阻害しないよう提案態様による限定をかけたというのがWG報告の立場だと思います。

質問に十分答えられたか定かではないのですが、よろしいでしょうか。

○飯田 言葉遣いの違いかなとは思いますが、私の理解を申し上げると、むしろ「支配に関する影響力」ということこそが主たる目的というか中心概念であって、その周辺に配当とかのこともあると考えた方がいいのかなとふうに思っていたということですが、言葉遊びみたいなところがありますから、これ以上申し上げることはできません。

### 【新聞広告やウェブサイトによるPR】

○黒沼 レジュメの7ページで、WG報告にあ

るよう、直接支配に関係ないものについては、態様を見て、その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様を取っている場合に限って重要提案行為と考えると。で、それを幾つかの場面に応用して分析されています。そのうち新聞広告やウェブサイトによるPRの示唆はどうかという点についてですが、私は、具体的にどういうものになっているかは知らないのですが、これは一般的なエンゲージメントの方法とは言えず、アクティビストが行うものなので、重要提案行為に該当させてよいのではないかと判断されています。

これは価値判断としてはよく分かるし、結論は賛成できるのですけれども、「その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様」という、もしこれが政令か内閣府令で定められたときに、それに合致するかというのはちょっと難しいかなと思ったのですが、その点はどうお考えになるか、教えていただければと思います。

○高橋 「その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様」という文言に当たりにくいというのは、確かにおっしゃるとおりかと思います。WGの議事録では、経営陣に圧力やプレッシャーをかける態様といった表現もありましたので、もしそういう政令の文言になるのであれば、新聞広告やウェブサイトによるPRは経営陣としては嫌がるよう思いますので、含まれるような気がします。結局、今回の報告で扱った問題の多くは政令がどう定めるか次第のところがあるのですが、政令の立法論といいいますか、それを含めるような形で政令ができればよいのかなということで報告させていただきました。

○黒沼 分かりました。ありがとうございます。

#### 【実効性確保の力点および共同保有者における継続性】

○梅本 コメントのような、質問のようなものですが、よろしくお願ひします。実効性の確保のところですが、先生がおっしゃるように、私も私的なエンフォースメントは重要だと考えておりま

す。ただ、このエンフォースメントの強化という点についてですが、WGが立ち上げられた前後の議論を見ますと、新聞報道でしか私は分からぬのですが、金融庁の事務局の方は何かあまり実効性確保には力が入っていない様子でした。協働エンゲージメントへの配慮については強調されていたのですけれども、ウルフパックですとか違反行為に対する実効性確保というところはほとんど触れてていなかつたのですが、これはなぜなのでしょう。会社法と絡むからなのかと思うのですけれども、これが質問させていただきたい一点です。

もう一点は、共同保有者のところの、継続的な合意か否かというところです。協働エンゲージメントの支障になるので、これをどうにかしようという議論は、イギリス法を参考にされたのでしょうか。先生のおっしゃるように、継続的か、あるいは個別なのかは明確に区別できない場合が少なくないのはたしかですが、イギリスの共同保有の規定というのは、かなり踏み込んだことをやっても適用対象にならない。イギリスの機関投資家は、対象会社の経営陣を刷新するために委任状争奪戦までやるケースがありますけれども、おそらく、個別の株主総会で役員の首をすげ替えたとしても、共同保有には当たらないと思うのです。ここは日本と明らかに違うところです。

そうなると、我が国で念頭に置いている「継続的でない合意」というのは一体どういうものなのかというのが、私はよく分からぬのです。今やっているようなエンゲージメントにちょっと付け加える程度で、それ以上は踏み込まないという、抽象的な言い方ですけれども、その程度のもののかなと。恐らく、イギリスのような強力なものは念頭に置いていないのかなとい思ったのですけれども、先生のご理解をお聞かせいただければと思います。

以上です。

○高橋 まず1点目についてお答えいたします。金融庁として、ウルフパックの問題や実効性確保についてはそんなに关心がなかったのではないか

ということですが、確かに、そのようなところは私も少し感じました。理由の一つは、先生がおっしゃるように、会社法改正が必要になってくるためWGでどこまで踏み込むべきなのか微妙であるという点があるかと思います。

また、金融担当大臣の諮問がWG報告の1ページにも載っているのですが、そこを見る限りでも、ウルフパックや実効性確保について直接言及されているわけではなくて、（ただ「公正性の確保」に含まれているのかもしれません）「対話の促進」というところが強調されているので、なるべくそこを重点的に行おうとした（検討事項が広過ぎると大変になるため）ということかもしれません。〔校正段階での追記：上記諮問に係る2023年3月2日の金融審議会総会における「説明資料（公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討）」においても、ウルフパックや実効性確保についての記載は見られない。〕

2点目の共同保有者に関して、イギリス法のことをご紹介いただきまして、ありがとうございます。すみませんが、どういうご質問でしたか、もう一度お願ひしてもよろしいでしょうか。

○梅本　　日本法の場合は、機関投資家が協働エンゲージメントを行うに当たり、大量保有報告制度上は重要提案行為と共同保有概念の両方に規制がかかってくるわけですね。

○高橋　　はい。

○梅本　　で、対象会社に対して積極的に要求をすれば重要提案行為に当たり、重要提案行為に当たったら、特例報告の要件を満たさなくなってしまう。これに対してイギリスの場合は、重要提案行為に類する規制にはなくて、共同保有に当たるどうかという一点なので、かなり踏み込んだ株主権の行使等について合意をする。しかも、大量保有報告制度ではラスティング・コモン・ポリシー（Lasting Common Policy）を取るような合意でない限りは共同保有には当たらないため、他の投資家の保有株数など気にすることなく経営に影響力を行使できる。日本とはえらく違うなという

印象を持ちます。投資先企業の企業価値を損なわないために、必要があれば経営陣刷新まで踏み込めるイギリスの協働エンゲージメントには納得感があります。

翻って日本の協働エンゲージメントで言うところの継続的でない合意というのは、一体どのようなものを念頭に置かれているのかなということです。

○高橋　　わが国での協働エンゲージメントにおける継続的でない合意は、重要提案行為に該当しない単発の提案（すなわち、経営陣に対して圧力をあまりかけない形で配当政策や資本政策に関する提案を単発で行うこと）の合意になるかと思います。他方、それを毎年改善されるまで行うという合意だと、継続的な合意になるのだと思われます。私自身は、それを別に認めてもいいのではないかという気がしているところです。しかし、WG報告は、そのような継続的な合意であれば、やはり一心同体として開示させるべきであるという立場に立っているのだと思われます。

○梅本　　ありがとうございます。面倒な質問ですみません。（笑）

#### 【その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様】

○船津　　黒沼先生と同じところで、7ページのところです。企業支配権等に直接関係しないものであっても「その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様」であれば重要提案行為に該当するという、そういう基準だということで報告書に書かれているのですが、もうこれは要するに株主提案以外にないような気がしています。それ以外の態様というのは、影響力を増やすぞということを示唆しながら、こういう案はどうかと提案したときに、その者の影響力を考えて、経営陣が提案を受け入れるかどうかを決めるというような経過を考えるとすると、まさに経営陣が採否を委ねられているというか、採否の裁量があるような態様のように見えるのですね。

高橋先生がおっしゃっていたように、協働エンゲージメントの示唆の場合はどうかということです。今回の改正の目的をエンゲージメントの促進と考えるならば、重要提案行為に該当させないということも考えられるけれども、株式の追加取得の示唆と整合性が取れるか疑問であるということをおっしゃっておられます。確かに、経営陣に対する議決権に基づく影響力という観点からすると、やはりそれは同じに扱われるべきなのではないかと思います。他方で、新聞広告やウェブサイトのPRに関しては、世間の圧力を背景として、その圧力にいわば屈するか屈しないかの採否の裁量がありますから、私はやはりそれは該当しないかなという気がしています。

買い増しの示唆と協働エンゲージメントの示唆というのは同じように考えられるけれども、言うことを聞かなければ買い増すぞというのがまさにアクティビストの態様なので、それを規制したいから買い増しだけ該当させられないかということを考えたとした場合に、その区分の基準として、「その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様」というのは、基準としては何となく失敗しているような気が私はしているのです。この点、高橋先生のご意見をお聞かせいただければと思います。よろしくお願いします。

○高橋 私も船津先生と同じように、「その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様」という文言は、あまりに曖昧というか、基準としては機能しないのでは思うところです。

ですので、政令において個別具体的にある程度列举していくのが望ましいように思われますが、全てを列挙することはできないと思うので、最終的にはこのような表現になるのかもしれません。ただ、「圧力をかけて」といった表現の方がよいのかもしれないといった印象を抱いております。

○船津 ありがとうございます。

#### 【大量保有報告制度の実効性確保】

○齊藤 本日は貴重なご報告をいただきまして、

ありがとうございました。

私からは大量保有報告書のエンフォースメントについて 1 点コメントと、1 点お尋ねいたしました存じます。まず 1 点目のコメントですが、13 ページにWG の報告についての評価を載せてくださっています。公開買付け段階での訂正では意味が乏しいのではないかという評価については、私も高橋先生に賛成です。ただ、高橋先生のコメントは、タイミングが遅過ぎる点と申しますか、実際に訂正が命じられる場面に着目をされているようと思われます。しかし、大量保有報告書規制の違反は、公開買付け規制の違反以上に違反を監督庁が適時に見つけるのが非常に難しいので、明らかになった場合に後から遡及的に、あのときは違反していただろうという形で対応していくということはある程度やむを得ないように思われます。

それにも関連するのですが、大量保有報告書制度のエンフォースメントについては、それゆえに、実際に違反を見つける以上に、違反をさせないよう脅威を与えるという点が重要になってきまして、議決権停止という重いサンクションを用いるのが有効なのではないか、という話につながってきます。議決権停止されてしまふと、まさに議決権を使って影響力を行使しようとしたことが実現できなくなってしまいます。それゆえに有効なエンフォースメントとして考えられているところがあるように思います。エンフォースメントの評価は、実際には監督庁が適時に摘発できない違反を当事者にさせないようなインセンティブを与えるという点から効果的かというところでも評価する必要があるのではないかと思いました。

2 つ目の質問ですが、14 ページで、議決権停止制度の導入などの法改正が必要だろうとお書きになっておられます。「など」とおっしゃっているので、高橋先生が議決権停止制度自体を望ましい制度だとお考えなのかどうかも含めてお尋ねしたいのですけれども、議決権停止が望ましい制度だとして、課題が幾つかあるように思われます。この制度に対する批判のうち、2 つほど挙げます

と、一つは、金商法の規制に会社法の、組織法上のエンフォースメントを用いるということが適切なのかという問題で、それからもう一つは、議決権停止は、株主総会の決議の効力に影響することになり、違反者以外にも影響が及ぶため、その影響力の大きさから、ふさわしい適度な制裁にとどまっているのではないか、強力過ぎるのではないかという問題です。それらの点を含めて、高橋先生はエンフォースメントとして望ましいとお考えになるか、現時点でのご感触をお伺いできればありがたく思います。

○高橋 まず、前半部分のコメントにつきまして、大変参考になりました。ありがとうございます。

議決権停止制度を会社法に入れるのが望ましいかどうかについては、私自身、まだ考えが完全にはまとまっているのですが、実質株主の透明性確保のところで、制裁として議決権停止制度を設けるのであれば、大量保有報告制度についてもバランスの関係で置いた方がよいように思います。

ただ、効果が重大なので、要件も悪質性の高い違反に限定する必要がありますし、議決権停止の期間についても工夫する必要があるかと思います。

制裁の影響が他の者に及ぶというところも、あまり考えていなかったのですが、確かに問題で、そうすると、WGでも出ていた株式売却命令の方がいいのかもしれないと思うところではあります。

あまり考えがまとまっているなくて恐縮ですが、現時点ではそのように考えています。

○齊藤 ありがとうございました。

#### 【実質株主の透明性確保とアクティビスト活動等】

○松尾 ご報告、ありがとうございます。

18 ページから 19 ページにかけてのところですけれども、「対話の促進」という目的で制度を提唱しているけれども、他の目的で使われることもあるという指摘があり、かつ、アクティビストの察知等については、事実上、大量保有報告制度の前倒しのような機能があり、ひいてはアクティビ

スト活動ですとか企業買収のコストを上げてしまう、そういう影響があるのではないかということを 19 ページで懸念されているところです。

過度にアクティビストの活動を妨げることのないように配慮が必要だろうというご意見も紹介されているのですけれども、そうだとすると、株主の透明性を確保するという制度設計としては、一つは、アメリカ型の任意開示のようなものにするということがあるのかなと考えました。

ただ、今後の方向としては、会社のイニシアチブで株主を判明させる、そういう制度を志向しているように思えまして、仮に会社のイニシアチブで株主の把握をするという制度設計にしつつ、かつ、ここで懸念されているようなアクティビスト活動ですとか企業買収の妨げにならないように、何か歯止めをかけるようなことは考えられるのでしょうかというのが質問です。よろしくお願ひいたします。

○高橋 アクティビスト活動や企業買収への妨げとしては、まず、アクティビストが株式を買ったことがほかの投資家に知られて株価が上がってしまい、買ったかった数の株式を買えなくなるということがあります。これについては、他の投資家がそれを知ることができるかどうかによるので、どのように開示をするかが問題になると思います。その点、株主名簿による開示であれば、閲覧請求しないと見られないので、あまり心配する必要はないのかなと思います。

他方、企業買収の方については、企業側が買収防衛策を講じやすくなるという問題があるところ、現在の買収防衛策に関する判例法理などが十分なのかどうかという検証が必要かと思われます。具体的にどうなのかというところまでは、申し訳ございませんが、まだ考えがまとまりません。

○伊藤 松尾先生、よろしいですか。

○松尾 ありがとうございます。十分です。

#### 【実質株主情報の他の株主への開示】

○北村 私も実質株主の透明性について質問さ

せていただきます。

15 ページで先生が下線を引いておられます、実質株主情報について、会社だけではなくて「他の株主が効率的に把握できるよう」にするという点に少し違和感があります。17 ページにイギリスの制度が挙げられていますが、そこでは、発行会社がイニシアチブを取って実質株主を調査し、調査結果については、実質株主名簿のようなものを作成してそれを開示することによってほかの株主もそれを把握できるということになっており、こういう制度が参考とされていると思います。

この制度の下では、ほかの株主から実質株主にアプローチできないですよね。そのことが不公平だという指摘が 16 ページにありますけれども、ヨーロッパ型のように発行会社の判断で調査するという制度にするのであれば、結局は、不公平というのはなくならないと思っています。

この制度のあり方として、そもそも、ほかの株主に開示することを要求すべきかが疑問なのです。「対話の促進」が制度の目的であれば、発行会社がその判断により実質株主を調査し、その次に対話に行くのかどうかも発行会社が判断するということで終わる制度にしてはどうか。これを一般に開示するということになると、実質株主情報を提供する段階で、調査に応じる側が、ペナルティーの大きさにもよりますけれども、公表されたのだったら、違反してもいいから情報を提供しないという対応をする可能性があります。そこで、「対話の促進」を目的とするのであれば、他の株主等には開示しないという制度設計にしたらどうかと思うのですが、この点、いかがでしょうか。

○高橋 不公平は生じないというところが、私はあんまり理解できなかったのですが……

○北村 実質株主情報を調査する権限は会社のみにあり、株主側からアプローチはできないという意味で、つまり、アプローチするかどうかを判断するのはあくまでも発行会社であるという意味で不公平と申し上げました。

○高橋 でも、会社がその情報を得たら、その

情報はほかの株主も使えるというのであれば、対等というか……

○北村 イギリスではそうですね。調査のイニシアチブは会社にだけあるという点で完全な公平ではないというぐらいの意味です。

○高橋 私は、TOB や株主提案がされたときに経営陣側のみが実質株主にアプローチできるのは不公平だと考えているので、経営陣と対立する反対派株主も経営陣側が有する実質株主の情報を得ることができた方がいいと思っています。ですので、他の株主への開示については、対話の促進というより、公平性確保や濫用防止的な観点と言えます。

○北村 なるほど、事後的なチェックの意味はあるかもしれませんですね。ありがとうございました。

### 【重要提案行為の規律】

○伊藤 もしよろしければ、私から伺ってもいいですか。

重要提案行為のこと気になっていることがあります、長くなるかもしれません、いくつか申し上げようかと思います。

まず、この基本的なルールですけれども、金商法 27 条の 26 というのは、高橋先生がご指摘になったように「重要提案行為等」としていて、提案行為以外のものも文言上は含まれ得るわけです。ところが、従来の規制では、政令では「提案する行為」とだけ書かれているので、従来は提案行為だけが「重要提案行為等」に該当していたという状態だったと言えるかと思います。

それを WG 報告書は、ここを改正して企業支配権に直接関係する行為については、行為そのものを保有の目的とする場合には、もうその時点で特例報告制度の適用を受けられないようにしようと。その一方で、企業支配権に直接関係しない行為については、特例報告制度の適用を受けやすくしようという方向で改正することを提案しているわけですね。ただ、ここがどこまで適切か分からな

いところもあるのではないかというふうに感じています。

例えば、企業支配権に直接関係する行為ですが、WG の例示のうちでは、役員の指名というものがあります。しかしこれは、従来の施行令のルールでもある程度カバー可能だったと思います。施行令では4号（第14条の8の2）で「役員の構成の重要な変更」とありますので、それが役員の指名のみをもって「重要提案行為等」としたとして、どこまで変わるのがというところです。つまり、役員の構成の重要な変更を提案することを目的として株式を保有するということと、役員の指名を目的として株式を保有するということは、そこまで違うのかが分からぬわけです。

会社法上は、そもそも株主総会の議案の決定権限は取締役会にありますから、株主が役員の指名をやろうと思えば、総会を自分で招集するとか、株主提案権行使する必要があるって、それはもう広い意味では提案をすることになるわけですね。その点で、そんな大きなルール変更になるのかが分からぬです。

また、企業支配権に直接関係しない行為についても気になったところがあります。WG 報告書では、ここは提案態様で限定して、例えば株主提案権行使して配当方針の変更を提案することを目的とする保有の場合には特例報告制度の適用を受けられないのだけど、単に経営陣に働きかけて配当方針の変更を求める目的とする保有だったら、特例報告制度の適用を受けられるようになるわけですね。ただ、そのような区別が合理的かが、私は正直理解できません。

例えば、議決権の8%の株式を持っている株主が増配を求めるということは、別に株主提案権行使していなくても、経営に大きな影響力を与える行為と言えるのではないかというふうにも感じられますし、他方で、もしそういった活動が一般的なエンゲージメントの範疇なのだと言うのであれば、単純に、企業支配権に直接関係しない行為についての提案は全部重要提案行為から外せばよ

かっただけなのではないかとも思うわけです。

そのあたり、今回のWG 報告書の提案が合理的なのかが、私の目から見ると分からぬところもありまして、高橋先生に何かご感触がありましたらお願ひできればと思います。

○高橋 おっしゃるとおり、WG 報告における用語の使い方が割と雑なところがあつて……

○伊藤 雜そうですよね。（笑）「重要提案行為等」と言わなければいけないのを「行為」と言つたりしますよね。

○高橋 はい。「役員の指名」というのも非常に抽象的ですし、これを政令に落とし込むときは文言も大分変わってくるような気もします。

合理的かどうかという点ですが、理論的な説明が難しいところは少なくない気がします。WG 報告は、一般に行われているエンゲージメントは重要提案行為に該当しないようにしつつ、他方でアクティビストに対しては、規制強化まではいかないけれども規制を緩めたくない（緩めるまでの勇気がなかったのかもしれません）という線引きを何とか行おうとしてこのような規律になったのだと、私は理解しております。

このように実態に規制を合わせようというスタンスですので、理論的に合理的かと言われると、なかなか難しいところもあるのは、おっしゃる通りだと思います。

○伊藤 ありがとうございます。

### 【共同保有者の範囲と特別関係者】

○飯田 梅本先生がご質問されていた点に戻つてしまいますが、共同保有のところです。継続的な云々というご議論があつたと思いますが、レジュメで言うと9ページですけれども、そもそも今回の改正でアンダーラインで付け加わったことというのは、どちらかというとセーフハーバー的なものとして理解すべきなのではないかというふうに個人的に思つておりますが、いかがでしょうかという質問です。

その趣旨は、要するに、例えば一回限りの株主

総会での共同的な議決権行使であれば、この例外に当たるということを明確にすることにこそ価値があつて、協働エンゲージメントの萎縮効果を取り除くことに価値があつたのではないかと考えているからです。

もう一つは、今回の改正では、公開買付けの方の特別関係者は、27条の2の第7項2号でも同じような文言があるわけですが、そちらは今回改正されませんでした。私自身は、それはおかしいと思っています。しかしながら、今回の大量保有の共同保有の方でセーフハーバー的なものが入ったのと同様に、「共同して」とか「合意」とか、何らかの条文の文言の解釈の中で、実質的に公開買付けの方でも同じように解釈して、特別関係者に当たらないというような解釈の余地はあるのかどうか少し気になっているところです。

例えば、今回の改正で、立会内取引についても公開買付けの対象になったわけですから、協働エンゲージメントのメンバーが大量保有の方ばかりにして大丈夫だと思っていても、公開買付けの方の仲間を全部足し算すると30%になってしまふというようなときには、公開買付規制に違反して市場で買ってしまうということもあり得るわけなので、そのあたりのことも考えると、この27条の23第5項で今回改正されたことというのは、そういう意味でセーフハーバーにとどまって、それ以上のものではないというあたりで考えておいてはどうかと思っているのですが、このような考え方について、もし何かコメントがあればありがたいなと思いますが、いかがでしょうか。

○高橋 私も、セーフハーバーという意味で27条の23第5項の括弧書ができるのを理解しております。WGでは「ホワイトリスト」という言葉が使われていましたが、これに該当すれば共同保有者に当たらないということで、安心できることだと思います。

とはいって、実際にはエンゲージメントというのは継続的に行われる性質のものなのに、改正法の要件だと、1回の株主総会ごとにわざわざ合意し

ないといけないということになってしまいますし、事後的に継続的な合意が認定されるリスクもやや気になるところです。

それから、特別関係者との関係ですが、飯田先生のおっしゃるとおり、協働エンゲージメントを行っている者で30%取得するという事例も起こりえないわけではないと思います。その場合に、この共同保有者のところのセーフハーバーを何とか利用することができるのかですが、解釈次第というところになってくるのですかね……。共同関係者のところについてはあまり勉強できていないので、現時点では何とも言えませんが、解釈の工夫の余地は残されているように思います。

また、今回の改正はあくまでセーフハーバーを設けたというだけで、「議決権その他の権利を行使することを合意している場合」という要件を限定解釈する余地も残っているのだと私は理解しております。

○飯田 ありがとうございました。

#### 【支配権取得目的の秘匿とエンフォースメント】

○行澤 レジュメの7ページあたりですけれども、例えば買収防衛策の廃止等は、一般的に考えればエンゲージメントになろうかと思うのですけれども、例えばアクティビストが株式の買い増しをしてこういう提案を目的として記す場合でも、基本的には重要提案行為に直ちには当たらない、つまり会社支配権の取得には当たらないというふうに一応考えられるわけですよね。

○高橋 はい。

○行澤 で、もし、実際には支配権取得目的を有しているながらこれを秘匿しているということが明らかになった場合には、それは保有目的の虚偽記載ということになるのでしょうか。

○高橋 実際には、支配権を取る目的で保有していた……。

○行澤 いたけれども、それを秘匿して、たとえば買収防衛策の廃止の目的を記していたと……

○高橋 それが立証できるのであれば、虚偽記

載になると思います。

○行澤 ただ、先ほど先生のおっしゃったように、エンフォースメントということで言えば、それを後で立証することになる（おまけに立証自体が困難を伴うと思われる）ので、それでは時機を逸してしまうからと、そういう場合はどういうふうに対応したらいいのかという点は、なかなか難しいという気がしています。

実際、支配権取得目的を明示しないで、これを隠しているケースって案外多いように思うのですね。それで後になって支配権取得目的を言いだしてくる（実際には初めから支配権取得目的である）。この場合、虚偽記載ということで刑事罰なのですけれども、実際にはタイムリーで効果的なエンフォースメントがあまり期待できないということになりそうであり、この点をどうしたらいいのかなと関心があったものですから、質問させていただきました。

○高橋 大量保有報告違反は事後的に明らかになってくるものであることから、事後的なエンフォースメントが重要なのですが、特に支配権取得の場面を想定すると、やはり議決権の停止が一番実効的であるというのはWGでも言われていたところです。私も、悪質な事案であれば、議決権停止がよいのではないかと考えています。

○行澤 ただ、薬物ではないかという意見はあるということですね。

○高橋 はい。ですので、要件や効果をどう定めるかは、また難しい問題があるのだろうと思います。

○行澤 分かりました。ありがとうございます。

### 【ウルフパックへの対処の必要性】

○伊藤 私からもう1点よろしいでしょうか。

共同保有者のみなし規定の拡充のところですが、高橋先生のコメントでは、今回提案されているような一定の外形的事実を基礎とすると容易に潜脱もできるから、ウルフパックに対する十分な防止策と言えるかは疑問であるとされていま

した。私は、まずここは「ウルフパック」をきちんと定義しなければいけないと思います。

例えば、複数の主体の間で事前の合意に基づいて行動しているのであれば、それは共同保有者です。合意の立証は難しいという問題はありますけど。そうではなく、合意はなくて暗黙裡の協調行動を取るということなのだと考えると、そもそも合意なく行動している複数の主体をなぜ共同保有者としなければいけないのかというところを、よく考えなければいけないと思います。

WGでは、そのような意味でのウルフパックを規制の対象に含めなければいけないのだということについて、どこまで意見の一一致が見られているのでしょうか。そのあたり、ルールの趣旨に遡って、もっと冷静に議論する必要があるのではないかと思います。

実際に提案されている改正内容は、私はむしろ穏当なものとして支持できそうだなとも感じています。やはり暗黙裡の協調行動まで共同保有者として規律しなければ、大量保有報告制度の趣旨は実現できないものなのでしょうか。

私は以前から、「ウルフパック」だとか言ってとにかく規制を加えたいという意見に対しては、怪しく思っている方ですので、何かご感触があれば伺えればと思います。

○高橋 まず、WGでどれだけの議論があったかということですが……

○伊藤 WGのメンバーの意見は、ここは一致しているのですか。

○高橋 いやあ、どうなんですかね。実務家や弁護士の先生は問題視しているような感じで……。

あと、外国法との関係というところもあって、協調行動を規制している国もあるので、国際的な調和の観点から規制すべきだという意見もあるところです。結局、大量保有報告制度の制度趣旨にも関わる問題で、企業の買収防衛的な観点も考慮に入れるのであれば、こういう規制を設けるのは比較的整合的ですが、他方、企業価値を高めるようなアクティビスト活動を阻害すべきではないと

いう立場からすると、規制には慎重であるべきと  
いうことになるのだと思います。

難しい問題ですが、私としては、立証の困難性  
を奇貨としているという指摘から、默示の合意が  
あると言えるような場合があるように思われ、そ  
うであればやはり脱法なので、（立法論としてそ  
ういうものを規制しなくてよいというのはあり得  
るかもしれません）現行法の規制対象である以  
上、規制の実効性を確保すべきなのではないかと  
考えているところです。

○伊藤 ありがとうございます。

それでは、時間になつておりますので、本日の  
研究会を終わらせていただきたいと思います。ど  
うもありがとうございました。