



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

令和6年改正後の公開買付・大量保有報告制度（3）

ー大量保有報告制度の改正（1）ー

2026年1月23日（金）15:00～16:55

大阪取引所5階取締役会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

石田	眞得	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	甲南大学全学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学名誉教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	関西大学大学院法務研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学法学学術院教授
小出	篤	早稲田大学法学学術院教授
齊藤	真紀	京都大学公共政策連携研究部教授
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
山下	徹哉	京都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

本報告記録の内容や意見は、各報告者・発言者に属するものであり、株式会社日本取引所グループ及びその子会社・関連会社の見解を示すものではなく、また、これらの正確性、完全性、最新性等を保証するものではありません。

令和6年改正後の公開買付・大量保有報告制度（3）

－大量保有報告制度の改正（1）－

京都大学大学院法学研究科教授

白 井 正 和

目 次

- | | |
|---------------------------------|-----------------------------------|
| 一． はじめに | 1． 改正の概要 |
| 二． 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 | 2． 府令5条の3各号の新設規定の内容とその検討 |
| 1． 改正の概要 | 3． 施行日における処理 |
| 2． 本特例を利用可能な保有者（①の要件） | 六． 株券等保有割合の算定方法の見直し |
| 3． 合意の目的（②の要件） | 1． 取得請求権付株式や取得条項付株式の扱い |
| 4． 合意の個別性（③の要件） | 2． 共同保有者間で引渡請求権等が存在する保有潜在株券等の扱い |
| 三． 重要提案行為等の範囲の見直し | 七． その他の見直し事項 |
| 1． 改正の経緯 | 1． 変更報告書の提出事由の限定 |
| 2． 改正の概要（大量保有 Q&A による対応を含む） | 2． 10%を超えることとなる株券等の取得目的と特例報告制度の利用 |
| 3． 若干の検討 | 3． 夫婦関係のみなし共同保有者からの除外 |
| 四． 現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に関する規定の整備 | 討論 |
| 1． 改正の概要 | |
| 2． 若干の検討 | |
| 五． みなし共同保有者の範囲の見直し | |

○伊藤 定刻になりましたので、1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、「令和6年改正後の公開買付・大量保有報告制度（3）－大量保有報告制度の改正（1）－」というテーマで白井先生からご報告をいただきます。

それでは、白井先生、よろしくお願いします。

○白井 京都大学の白井です。本日はどうぞよろしくお願いいたします。早速始めさせていただきます。

一． はじめに

2023年12月25日に公表された金融審議会「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」（以下「WG報告」という）

を踏まえた大量保有報告制度の改正につきましては、2024 年 5 月 22 日に改正法（「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」）が公布されるとともに、2025 年 7 月 4 日には大量保有報告制度の見直しに係る関係政府令等の改正等が公布・公表されています。

本日の JPX 金融商品取引法研究会では、以上の経緯を経て実現した大量保有報告制度の改正について取り上げます。具体的には、今般の大量保有報告制度の改正について改正内容を確認するとともに、解釈上の問題や従来の議論との関係の整理、残された課題などについても可能な範囲で言及させていただきます。

ただし、今般の大量保有報告制度の改正は、関係政府令等の内容まで含めると多岐にわたります。今回の 60 分の報告時間で全ての改正項目を網羅的に扱うことは難しいため、司会の伊藤靖史先生と事前にご相談させていただきまして、改正項目のうち、大量保有報告書の記載事項の見直しの点については、本年 4 月の伊藤先生のご報告に譲ることとしまして、本日はそれ以外の大量保有報告制度に関する改正項目について取り上げたいと思います。そのため、本日の報告で扱う内容は、端的にはレジュメの目次の項目二、以下で記載しているものになります。

本報告で用いる略語につきましては、レジュメ 1、2 ページに記載しておきましたので、ご確認ください。具体的には、金融商品取引法については「法」又は「金商法」と、金融商品取引法施行令については「政令」又は「令」と、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令については「府令」と、金融庁企画市場局による「株券等の大量保有報告に関する Q&A」については「大量保有 Q&A」と、今般の大量保有報告制度の改正に関するパブリックコメントの実施を受けて金融庁が 2025 年 7 月 4 日に公表した「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（大量保有報告制度等関連）」については「パブコメ回答」と呼ばさせていただきます。

二．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

1．改正の概要

最初に取り上げるのは、大量保有報告制度における共同保有者（法 27 条の 23 第 5 項の実質的共同保有者）の規律に関しまして、実務における機関投資家の協働エンゲージメントを促進する観点から特例を設けることとした点です。なお、協働エンゲージメントとは、複数の機関投資家が協働して投資先企業に対してエンゲージメント、すなわち投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話を行うことをいいます。

大量保有報告制度におきましては、株券等保有割合が 5 % を超える株券等の保有者は大量保有報告書の提出義務を負う（法 27 条の 23 第 1 項）ところ、株券等保有割合の計算に当たっては、自己の保有する株券等に加え、共同保有者の保有分も加算されます（同条 4 項）。

そして、改正前の法におきましては、株券等の保有者が他の保有者との間で共同して株主としての議決権その他の権利を行使することの「合意」をしている場合には、当該他の保有者は例外なく実質的共同保有者に該当することとされていました（同条 5 項）。そうしますと、問題は、どのような場合に「合意」が認められるかということになるわけですが、ここにいう「合意」には、相互又は一方の行動を約する性質のものである限りは、口頭や黙示の合意も含まれると解されていますので、結局のところ「合意」が成立するか否かは、個別の事情を踏まえてケース・バイ・ケースで判断せざるを得ず、そのことが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なされていました。

かかる問題提起を受け、WG 報告では、そのような萎縮効果を低減させるべく、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て、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きましては、共同保有者概念から除外することが適当であるとする提言がなされました。

以上の WG 報告の提言を踏まえ、今般の改正では、まずは金商法におきまして、株券等の保有者その他の保有者が共同して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であっても、①当該保有者その他の保有者がいずれも金融商品取引業者、銀行その他の府令で定める者であって、②共同して重要提案行為等（法 27 条の 26 第 1 項）を行うことを合意の目的とせず、③共同して株主としての議決権その他の権利を行使することの合意のうち、個別の権利行使ごとの合意として政令で定めるものに該当する場合には、当該他の保有者は共同保有者に当たらないとする特例を設けることとしました。これが、法 27 条の 23 第 5 項に今回新しく設けられました 1 号から 3 号になります。

それでは、今述べました①から③の三つの要件について、項目を改め、以下ではそれぞれその内容を見ていきたいと思います。

2. 本特例を利用可能な保有者（①の要件）

①の要件は、本特例を利用可能な株券等の保有者についての規律になります。

本特例を利用可能な株券等の保有者の範囲は、金商法では、①金融商品取引業者、銀行その他の府令で定める者（法 27 条の 23 第 5 項 1 号）とされていましたが、2025 年の府令の改正により、特例報告制度を利用可能な主体の範囲に関する規定（府令 11 条）を参照し、証券会社、投資運用業者、銀行、信託銀行、保険会社等が本特例を利用可能な主体として具体的に定められました。それが府令 5 条の 2 の 2 になります。

こうした本特例を利用可能な主体の限定につきましては、本特例の目的が機関投資家による協働エンゲージメントに対する萎縮効果を低減させる点にあることや、共同保有者に該当することにより生じる事務負担等は、日常において反復継続的

に株券等の売買を行っている金融商品取引業者等にとって特に過大であることに着目したものであると説明されています。

ここで注意すべき点としまして、法 27 条の 23 第 5 項 1 号の規定からも明らかなように、本特例を利用するためには、株券等の保有者その他の保有者の双方について以上の①の要件を満たす必要があります。

いわゆるアクティビスト株主と呼ばれる人たちの中には、この①の要件で挙げられている主体に含まれる者と含まれない者がいると指摘されており、例えばレジュメ 3 ページの注 9 で書きましたように、適格機関投資家等特例業務の特例に基づき、金融商品取引業の登録を受けることなく投資運用を行うファンド運営者は、①の要件で挙げられている本特例を利用可能な主体には含まれていないと解されるわけです。そして、合意の当事者の中に①の要件で挙げられている主体に含まれないアクティビスト株主がいる場合には、当該アクティビスト株主との関係では、本特例を利用することはできないということになります。

したがって、当該アクティビスト株主は、本特例の導入後も実質的共同保有者に該当し得ることになるわけです。そのため、我が国で行われている協働エンゲージメントの実態を適切に把握した上でなければ確定的なことは述べられないのですが、場合によっては、こうした主体の限定が協働エンゲージメントに参画する機関投資家のインセンティブを削ぐといった批判も考えられないではないところです。

3. 合意の目的（②の要件）

次に、②の要件では、共同して重要提案行為等を行うことを「合意の目的」としないということを定めています（法 27 条の 23 第 5 項 2 号）。経営に対する影響力等を増幅させるような態様の合意につきましては、本特例の対象から除外する趣旨の規定であると解されます。

この②の要件にいう「合意の目的」とは、明示

的に合意の対象に含まれる場面のみならず、共同して重要提案行為等を行うことが合意の前提となっている場面や、共同して重要提案行為等を行うために合意をしたという背景がある場面も含む概念であると説明されています。

例えば、前者の合意の前提となっている場面としては、保有者Aが保有者Bと共同して代表取締役の選定に関する重要提案行為等を今後行うことを前提に、当該代表取締役候補者の取締役選任議案につきまして、AとBが賛成の議決権行使をすることを合意するような場合には、共同して重要提案行為等を行うことが合意の前提となっている場面に該当するといえるのではないかと思います。

また、もう一つの場面である共同して重要提案行為等を行うためという背景がある場面につきましては、例えば保有者Aと保有者Bが共同して発行会社に対して今後他社との株式交換を行うことを提案する計画であるところ、その計画を明らかにする前の段階で、当該株式交換についての発行会社の取締役会による賛同を確保するために、当該株式交換に反対の立場を取ることが予想される取締役候補者の取締役選任議案に反対の議決権行使をすることを合意するような場合には、共同して重要提案行為等を行うために当該合意をしたという背景がある場面に該当すると言えます。

この点に関連しまして、金融庁は、共同提案に係る株主提案であって令 14 条の 8 の 2 第 1 項各号に該当する事項に係る株主提案について、共同して賛成の議決権行使をする旨の合意をした場合には、通常、共同して重要提案行為等を行うことが合意の前提となっていると評価できるとしています（パブコメ回答 No.12 及び No.13 に係る金融庁の考え方）。しかし、このような場合には、共同して重要提案行為等に該当する株主提案を行っている時点で、②及び③の要件を満たさないことは明らかであるように思われますので、合意の前提に関する事例の紹介という点では、正直なところ、余り適切な例とは言えないのかもしれない

と感じているところです。

また、金融庁は、合意の一方当事者が重要提案行為等を行ったとしても、それが他方当事者から「独立して単独で」行われたものである場合には、通常、その事実のみをもって「共同して……重要提案行為等を行うことを合意の目的」としたとは認められないとします（パブコメ回答 No.12 及び No.13 に係る金融庁の考え方）。

問題は「独立して単独で」行われたかどうかの評価になりますが、事例ごとにケース・バイ・ケースで考えざるを得ないように思われます。

例えば、(a) 保有者Aが保有者Bとの間で重要提案行為等の列挙事項に関して意思連絡を行い、(b) その後にAが単独で当該事項に係る株主提案を行い、(c) その後にAとBとの間で当該株主提案について共同して賛成の議決権行使をする旨の合意をしたような場合を考えますと、(a) のA B間の意思連絡の内容や程度等を踏まえて、(b) のAによる株主提案がBから「独立して単独で」行われたものかどうかを検討する必要があるということになりまして、そこでは、具体的な事実関係を踏まえた慎重な検討が必要となるように思われるところです。

いずれにしても、②の要件にいう「合意の目的」が意味する内容につきましては、今般の大量保有 Q&A の改訂におきましても、具体例やその場合の金融庁の考え方等が十分には示されなかったということもあり、共同して重要提案行為等を行うことが合意の前提となっている場合に当たるか否かや、合意が「独立して単独で」行われたものと言えるかどうか等を巡り、いわゆる限界事例と評価できそうなものにつきまして、今後の実務の蓄積を踏まえて検討すべき解釈上の問題が数多く残されていると言えるのではないかと思います。

4. 合意の個別性（③の要件）

最後に、法 27 条の 23 第 5 項 3 号が規定する③の要件につきましては、2025 年の政令の改正に

よりまして、次の（i）から（iii）の要件を全て満たすことが必要とされています（令 14 条の 6 の 3）。

具体的には、（i）発行者の株主総会（又は投資主総会）ごとにする合意であって、（ii）合意の対象とする議案を他の議案と明確に区別できるよう特定し、（iii）合意対象の議案に対する賛否を定めて、当該議案について共同して議決権を行使することを内容とするものに限られます。

このような限定をすることの理由として、③の合意の個別性の要件は、経営に対する影響力等を増幅させるような態様の合意を本特例の対象から除くものであると説明されているところ、（i）から（iii）の要件を全て満たす場合には、各保有者が自らの責任と判断の下で議決権行使の内容に賛同して合意に至ったものと評価することができ、合意することなく独立して議案に対する賛否の決定を行って議決権行使をした場合と結果に相違はなく、そのため、議決権行使の合意を通じて経営に対する影響力は増幅したとは言えず、各保有者を共同保有者として扱う必要はないと考えられることが指摘されているところです。

以上の（i）から（iii）の要件を巡りましては、その詳細に関して、大量保有 Q&A における金融庁の考え方が示されています（大量保有 Q&A 問 26）。例えば、（i）の要件に関しては、発行者の複数の株主総会における議案について包括的に合意するような場合には、（i）の要件は満たさないけれども、結果として複数年続けて同じ内容の議決権行使の合意をしたとしても、株主総会の都度合意している限りにおいては、（i）の要件は満たし得るとされています。

また、（ii）の要件に関しては、議案が一意に定まる程度に特定されていることが必要であるとされるとともに、合意の対象となる議案の個数に制限はありません。したがって、複数の議案について合意する場合であっても、個々の議案がそれぞれ特定されていれば足りることが付言されています。

最後に、（iii）の要件に関しましては、議案の賛否を特定の保有者の意向に一任する旨を合意する場合には、議案に対する「賛否を定めて」合意したとは言えず、（iii）の要件を満たさないとされています。

注意すべき点として、今般の政令の改正を通じて明らかになったこの（i）から（iii）の要件により、本特例の対象となる共同保有者は、共同して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た実質的共同保有者のうち、議決権の共同行使の合意に係る実質的保有者に限定されることになります。

つまり、金商法の条文上は、議決権その他の権利を行使することを合意する場合に広く適用され得る文言となっていたわけですが（法 27 条の 23 第 5 項 3 号）、今回政令において定められた（iii）の要件によりまして、本特例は、議決権以外の株主権、例えば株主提案権の共同行使の合意に係る実質的共同保有者には適用されない、ということが明らかになりました。

そのような制限をしている理由としまして、金融庁は、パブコメ回答におきまして、本特例は協働エンゲージメントの促進という観点から設けられたものであるため、政令では協働エンゲージメントの過程で合意することが想定される株主総会における議決権行使について規定した、という回答をしています（パブコメ回答 No.16 に係る金融庁の考え方）。

確かに、本特例を設けることの必要性に関しましては、WG 報告においても協働エンゲージメントの促進という観点に基づいて説明されており、そのような観点からは、協働エンゲージメントの場面で通常問題となる合意、すなわち議決権行使の合意のみを本特例の対象にすれば足りると考えることも可能であるのかもしれませんが、金融庁は、恐らくはそのような考え方に依拠して、以上の（i）から（iii）の三つの要件を政令で定めたものと解されます。

ただし、学説上は、ヘッジファンド・アクティ

ビズムを含む広い意味での株主アクティビズムを我が国でも今後より推し進めていくという観点から、株主アクティビズムの妨げとならないように共同保有者の範囲を限定すべきであるとする見解——飯田先生のご論文で示された見解ですが（レジュメ 6 頁の注 25 参照）——も有力に主張されていて、そのような価値判断に基づきますと、協働エンゲージメントの促進に目的を限定して要件を定めた今般の改正は、不十分と見る余地もあるかもしれないところです。

とはいえ、このことは見方を変えますと、前述の有力説（飯田説）がよって立つ価値判断と本特例の趣旨はやはり異なるものであると解される以上、今般の改正により制度として本特例が導入されたとしても、そのことをもって、法 27 条の 23 第 5 項の解釈論として、前述の有力説（飯田説）のような考え方が否定されることにはならないと言えます。ですから、改正後も解釈論として維持することはもちろん可能であると思われます。

あくまで協働エンゲージメントの促進、すなわち協働エンゲージメントが行われようとする際の萎縮効果の低減という観点から、セーフハーバー・ルールとして本特例が導入されたにすぎず、そのことは、それ以外の観点に基づく議論を当然に排斥することにはならないからです。

三．重要提案行為等の範囲の見直し

1．改正の経緯

金融商品取引業者等が特例報告制度を利用するためには、重要提案行為等を行うことを保有の目的としないことが求められるところ（法 27 条の 26 第 1 項）、重要提案行為等の範囲を巡っては、2014 年のスチュワードシップ・コードの策定時に一定の解釈の明確化が図られたものの、いまだ範囲が不明確又は広範であり、機関投資家が企業との間で実効的なエンゲージメントを行う際の支障になっていると指摘されていました。

こうした指摘を受けて、WG 報告では、企業支配権等に直接関係する行為を目的とする場合につ

いては、広く重要提案行為等に該当する規律としつつ、企業支配権等に直接関係しない提案行為を目的とする場合については、当該提案行為の態様について着目し、その採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様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る旨の提言がなされました。

なお、金融庁によりますと、「重要提案行為等」に該当するためには、次の三つ要件の充足が必要であるとする見解（解釈）が従来から示されておりました。①発行者又はその子会社に対する提案行為であること、②提案内容が令 14 条の 8 の 2 第 1 項各号に掲げる列举事項に該当すること。この二つの要件は、法律及び政令の内容からして明らかなものだと思いますが、さらに、③提案行為が発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重要な影響を及ぼすことを目的とすることという要件を加えて、これら三つの要件を全て満たす必要があると整理されています（金融庁「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」（2006 年 12 月 13 日公表）No.90 等）。

こうした整理は、金融庁によって示された「金融庁の考え方」の中で示されておりまして、近年の金商法の体系書では、例えば飯田先生の体系書でも、重要提案行為等の該当性に関しては以上の三つの要件が説明されているところです（飯田秀総『金融商品取引法』（新世社、2023 年）209 頁～210 頁）。

こうした金融庁による要件整理の枠組みは、今般の改正の前後で内容面につき特に変化は生じていません。さらに、改正後は、新たに追加された大量保有 Q&A の問 36 において、以上の①から③が「重要提案行為等」に該当するための要件であるということが明記されていますので、金融庁の解釈としてより強固なものとして示されるようになったと言うことはできるかもしれません。

2．改正の概要（大量保有 Q&A による対応を含む）

2025 年の政令の改正及び大量保有 Q&A の改訂

では、WG 報告の提言も踏まえながら、「重要提案行為等」の範囲の見直しが行われました。具体的には、まずは政令における重要提案行為等に関する列举事項、すなわち令 14 条の 8 の 2 第 1 項各号の見直しを行っており、既存の列举事項のうち、経営に対する影響力が大きいとは言えない「支配人その他の重要な使用人の選解任」と「支店その他の重要な組織の設置・変更・廃止」が削除されています。

その一方で、新たな事項として、(a)代表執行役の選定・解職（同項 3 号）、(b)投資法人の執行役員を選解任（同号）、(c)特定の者の役員への選任（同項 4 号）、(d)発行者以外の者による支配権の取得（同項 12 号、府令 16 条 4 号）が列举事項に追加されています。

このうち、(a)、(b)につきましては、改正前におきましても、代表取締役の選定・解職が政令の列举事項に挙げられていたところ、(a)、(b)の者も代表取締役と同様に代表権を有することから、今回の改正で列举事項に加えられました。

また、(c)の事項につきましては、近年では、投資家が具体的な候補者を指定した上でその者の役員への選任を求める事例も見られるところ、こうした提案行為は経営に対する影響力が大きいと考えられることから、列举事項に加えられたものと言えます。

最後に、(d)の事項につきましては、第三者が発行者の株券等を取得し、その議決権の過半数を確保する行為であって、経営に対する影響力が大きいと評価できますので、列举事項に加えられています。

なお、(d)の事項に該当するためには、株券等の取得によって新たに議決権割合が 50%を超えることが必要であり、既に議決権割合が 50%超の者による株券等の買い増しは当該事項に該当しないと説明されているところです。

その上で、大量保有 Q&A の改訂を通じまして、具体的には問 36 におきまして、重要提案行為等に関して WG 報告で提言された内容の実現を図っ

ています。

そこでは、政令における列举事項を大きく二つのカテゴリーに分けまして、列举事項のうち、(i)相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度が高い事項、具体的には代表取締役若しくは代表執行役の選定・解職などに代表されるレジュメの注 41（レジュメ 9 頁）で記載した事項の提案につきましても、発行者との対話の場で行うものであっても、前述の③の要件、すなわち提案行為が発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重要な影響を及ぼすことを目的とするという要件に該当する可能性が高いとします。その一方で、(ii)列举事項のうちそれ以外のものは、相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度が小さい事項とされ、当該提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様により提案を行う場合でない限りは、③の要件に該当する可能性は低くなるとされています。すなわち、経営に対する影響力の高低という観点で列举事項を二つのカテゴリーに分類した上で、WG 報告の提言を踏まえ、カテゴリーごとに異なる規律を適用するものとしているわけです。

こうした大量保有 Q&A の改訂により、今後は、特例報告制度を利用する機関投資家からも、投資先企業に対して、増配や自社株買いなどの株主還元や資本政策に関する提言などが従来よりも積極的に行われる可能性がある指摘されています。

また、(ii)のカテゴリーに含まれる場合の「当該提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様」の例として、大量保有 Q&A の問 36 では、次の三つ例が示されています。

- ①株主提案権の行使による場合
- ②発行者の同意を得ることなく提案内容を公表する場合（いわゆるキャンペーン）
- ③提案内容を実行しない場合には株主提案権の行使、キャンペーンや委任状勧誘を行うことを示唆して提案を行う場合

これらの①から③に該当する場合には、通常、「採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねな

い方法・態様」に該当するとされています。

これに対して、金融庁のパブコメ回答によりますと、株主総会における会社提案議案に反対する可能性があることを示唆して提案を行う場合につきましては、通常、これらの行為のみでは、「当該提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様」には該当しないとされています（パブコメ回答 No.39 に係る金融庁の考え方）。

したがって、こうした金融庁の説明に依拠する限りは、例えば、発行者の取締役に対して（ii）のカテゴリーに含まれる配当方針の変更に關する提案（令 14 条の 8 の 2 第 1 項 8 号）を行い、提案内容を実施しない場合には、定時株主総会において取締役の再任議案に反対票を投じることを示唆する場合であっても、提案内容を発行者の同意を得ることなく公表するといったことを行わないのであれば、当該提案は、通常は③の要件を満たさないため、「重要提案行為等」には該当しないということになりそうです。

なお、WG 報告では、株式の追加取得を示唆して提案を行う場合につきましても、「採否を発行会社の経営陣に委ねないような態様による提案行為」の例として挙げられていましたが（WG 報告 13 頁注 13）、大量保有 Q&A の問 36 では、株式の追加取得の示唆については、「採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様」の例としては挙げられていません。

もちろん、大量保有 Q&A の問 36 で示された①から③はあくまで例示にすぎず、他の可能性を排除するわけではないということを踏まえ、提案に際して示唆される株式の追加取得の内容次第では、株式の追加取得を示唆して提案を行う場合についても、「採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様」に当たるとされる可能性もないとは言えません。

ただし、ここで同時に考えなければならない点とし、後ほど本レジュメの項目七の 2 で述べますように、今般の改正により、株券等保有割

合が 10% 超となる株券等の追加取得を行う目的を有する場合には、その時点で特例報告制度の利用が認められなくなることには一定の留意をする必要があるように思われます。そのため、提案者が特例報告制度を利用したいと考えるのであれば、提案の際に、現在の保有分と合わせて株券等保有割合が 10% 超となるような株券等の追加取得を発行者に対して示唆するとは考えにくく、そうすると、株券等の追加取得の示唆が「採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様」に当たる場合というのは、実際には余り想定されないかもしれないとも考えております。

「採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない」という要件に当たるためには、通常はある程度多くの株券等の追加取得の示唆が想定されるわけですが、今回の改正では、多数の追加取得を示唆すると、その時点で特例報告制度が認められなくなってしまう可能性が高いからというのが理由です。

3. 若干の検討

今般の改正のうち、経営に対する影響力の程度という観点から、令 14 条の 8 の 2 第 1 項各号の列挙事項の見直しを行った点につきましては、株主アクティビズム等を巡る近時の実務の変化を踏まえた必要な改正であると思われまして、私自身は適切であると評価しています。

また、大量保有 Q&A の問 36 では、政策保有株式の売却、代表取締役の後継者計画の策定や指名方針の変更、独立社外取締役の増員、事業ポートフォリオの見直し等を求める行為につきまして、列挙事項に該当するか否かに関する金融庁の考え方が示されており、この点は実務上参考になると指摘されています。

もっとも、WG 報告の提言内容を実現するに当たり、政令を改正するのではなく、大量保有 Q&A の改訂を行うことで対応した点につきましては、明確性の観点からは疑問の余地があると考えています。こうした疑問を呈している見解が今回調べ

た限りほかには見当たりませんでしたので、私が今ここで述べるのは若干勇気が要るところではあるのですが、個人的には、これはやや疑問ありだと感じているところです。

WG 報告の提言は、提案行為の態様の観点を一部加味するという点で、従来の提案内容に着目した重要提案行為等の該当性の判断枠組みを大きく修正するものであり、また、今般の改正によって、大量保有報告制度におきまして「重要提案行為等」という概念が持つ重要性が高まっていること（レジュメ 10 頁の注 48 参照）を踏まえたと、金融庁が示した解釈において求められる③の要件の充足性の考慮要素、つまり充足の可能性を高めたり低めたりするという要素として位置付けるのではなく、政令を改正し、政令又は府令において正面から規定すべき内容であったように思われます。

さらに言いますと、個人的には、そもそも③の要件がどのようにして導き出されるのかが必ずしも明らかではないようにも感じているところです。金融庁は、法 27 条の 26 第 1 項の規定を根拠とするようですが（金融庁「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（2014 年 2 月 26 日公表）5 頁参照）、法 27 条の 26 第 1 項は「重要提案行為等」を行うことを保有の目的としないことを求めているのであって、そうした第 1 項の規定から、「重要提案行為等」に該当するための要件として、提案行為が発行者の事業活動に重大な変更を加え又は重要な影響を及ぼすことを目的とするという要件を導き出すのは、解釈論としては必ずしも自然とは言えないのではないかと感じているところです。

条文の構造からは、「重要提案行為等」に該当することが保有の目的を議論する前提のはずであり、にもかかわらず、保有の目的についての評価を「重要提案行為等」の該当性の判断の中で論じることが、自然ではないように思われるからです。また、株券等の保有の目的と、提案行為における事業活動に重大な変更を加えたり重要な影響を及ぼしたりする目的とは、イコールで論じてよい同

一内容の目的であるとは必ずしも言えないのではないかと考えられることも、理由として挙げられます。

四．現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に関する規定の整備

1．改正の概要

エクイティ・デリバティブ取引とは、株券等を原資産とし、当該株券等から生じる経済的な損益のみを一方当事者に帰属させるデリバティブ取引をいいます。

今般の改正前は、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引でロングポジションを保有するのみでは、原則として大量保有報告制度の適用対象にはならないと整理されてきました。もっとも、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引であっても、潜在的に経営に対する影響力を有していると評価できるとともに、実質的に大量保有報告制度を潜脱する効果を有すると評価できるものがあると指摘されており、WG 報告では、そのような取引について大量保有報告制度の適用対象とすることが適当である旨の提言がなされました。

こうした中、今般の改正により、金商法 27 条の 23 第 3 項に新たに第 3 号が設けられ、株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有する者であって、次の①から③のいずれかの目的を有する者は、大量保有報告制度上の「保有者」に該当することとされました（法 27 条の 23 第 3 項 3 号、令 14 条の 6 第 2 項 1 号～3 号）。

では、その目的とは何かということですが、

①株券等に係るデリバティブ取引の相手方から株券等を取得する目的

②株券等の発行者に対して株券等のデリバティブ取引に係る権利を有することを示して重要提案行為等を行う目的

③株券等に係るデリバティブ取引の相手方が保有する議決権の行使に影響を及ぼす目的

のいずれかの目的をいいます。

なお、株券等に係るデリバティブ取引に係る権

利を有する者が「保有者」に該当する場合の保有株券等の数につきましては、府令3条の3各号に基づいて計算されますが、その計算式につきましては、レジュメ12ページの注55で簡単に記述しています。報告では読み上げを省略させていただきます。

また、大量保有Q&Aの改訂により、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引でロングポジションを取得した時点では、経済的な利益を享受する目的のみを有し、①から③の目的をいずれも有していなかった場合であっても、その後に①から③のいずれかの目的を有するに至った場合には、その時点で大量保有報告制度上の「保有者」に該当することになると説明されています（大量保有Q&A問14）。

2. 若干の検討

WG報告では、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引でロングポジションを保有する場合であっても、(a)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する事例や、(b)現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引において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につきましては、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紹介されていましたが（WG報告14頁）、このうち(a)の場合につきましては前述の①の目的を、(b)の場合につきましては②の目的を、通常は認定することができると思われますので、改正後は、WG報告で取り上げられていた(a)、(b)のようなデリバティブ取引の事例についても、大量保有報告制度の適用対象に含まれ得ると言えます。

また、以上のほかにも、エクイティ・デリバティブ取引につきましては、(c)ロングポジションの保有者が、ショートポジションの保有者に対して、ショートポジションの保有者が保有している株券等（株券等の保有の背景事情についてはレジュメ12頁の注58参照）につき、事実上議決権の

行使方法を指図する事例もあると指摘されてきましたが、改正後は、こうした(c)の事例につきましては、前述の③の目的を認定することで、大量保有報告制度の適用対象に含めることが可能になります。

なお、この(c)の事例につきましては、改正前であっても、取引の実態に照らし、事実上のものであるとはいえ議決権行使の指図権限を認めることで、金商法27条の23第3項1号の解釈を通じて大量保有報告制度の適用対象に含めることが一応は可能であったと言われていたのですが、かかる解釈につきましては、その外延が不明確であって法的安定性に欠けるおそれがあるとも指摘されていたところです。

こうした中、今般の改正で示された③の目的については、指図権限の有無ではなく、議決権の行使に影響を及ぼす目的という比較的広く捉えることが可能な内容が規定されておりますので、(c)のような事例につき、より捉えやすくなったのではないかと思います。

このように、今般の改正を通じまして、潜在的に経営に対する影響力を有していると評価できる事例の多くや、実質的に大量保有報告制度を潜脱する効果を有すると評価できる事例の多くは、大量保有報告制度の適用対象に含まれ得るということになり、従来いわゆる隠れた株式保有（Hidden Ownership）として問題視されてきた事例の多くは、今般の改正により、少なくとも仕組みとしては一定程度の解決が図られたと言えるのではないかと考えています。

今後の検討課題といたしましては、今般の改正により導入された新たな「保有者」類型に係る規制が適用されるためには、前述の①から③のいずれかの目的が認定される必要があるところ（令14条の6第2項1号～3号）、かかる目的の認定に当たっては、現実問題としては状況証拠等を積み重ねることで行わざるを得ないことが予想されるため、どの程度の事実関係が備わればかかる目的が認定されるべきか、という問題が挙げられ

るように思われます。

例として、複数の金融機関等との間で現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を行うことにより、大量保有報告書の提出義務を負うことなく水面下で大量のポジションを形成した上で、時機を見て一気に取引を決済し原資産である株券等の譲渡を受けることによって、突如として大株主として出現するといった事例を考えてみたいと思います。このような事例では、株券等を買集める側からしますと、株券等の大量取得に関する情報の開示を（市場で株券等を直接に買集める場合と比較して）遅らせることが可能であるため、買集めの事実を反映しない低い価格で株券等を大量取得することが可能になる等のメリットが生じ得ることから、実際にも利用されることが考えられるわけです。

こうした事例では、当初から前述の①の目的、すなわち株券等に係るデリバティブ取引の相手方から株券等を取得する目的を有することが疑われるのですけれども、どの時点で目的を有するに至ったかの認定は必ずしも容易ではないことから、取引が決済される時点で、若しくは必要なポジションを全て形成し終えた時点で、初めて①の目的を有するに至ったとする当事者の主張が容易に認められてしまう場合には、かかる取引を通じて実質的に大量保有報告制度が潜脱されることにもなりかねません。

この問題に関しては、当局による目的の認定は大量保有報告制度の潜脱を防止する観点から実効的に行われるべきであるとする実務家の指摘があり、私もそのような指摘に賛成の立場であります。潜脱防止の観点から、取引態様などの状況証拠等から合理的に推認できる範囲で、比較的柔軟に①から③に係る目的の存在を認定することが許容されてよいと考えます。

五. みなし共同保有者の範囲の見直し

1. 改正の概要

近年では、大量保有報告制度における共同保有

者の認定に係る立証の困難性、特に実質的共同保有者の認定に係る「合意」の立証の困難性を奇貨として、株式時価総額がそれほど大きくない中小規模の上場会社を対象に、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、すなわちいわゆるウルフパックが行われたことが疑われる事例が、我が国でも生じているとする問題提起がなされています。

ウルフパックという行為の実質的な問題点としては、実務家の文献で紹介されている内容ですけれども（レジュメ 14 頁の注 65 参照）、インサイダー取引に抵触する行為が行われているのではないかという点と、高値で売却できたはずの保有株式を安値で売却してしまった等の意味で一般株主の利益が害されかねないという点が指摘されているところです。

こうした主として実務家からの問題提起を受けまして、WG 報告では、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すべきであるとする提言がなされるとともに、拡充に当たっては、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指摘されています。

2025 年の府令の改正では、以上の WG 報告の提言を踏まえて、みなし共同保有者（法 27 条の 23 第 6 項）の規定が大幅に拡充されており、新たに五つの類型（関係）がみなし共同保有者に加えられることになりました（府令 5 条の 3）。

2. 府令 5 条の 3 各号の新設規定の内容とその検討

令 14 条の 7 第 1 項 3 号にいう「内閣府令で定める関係」として、府令 5 条の 3 でみなし共同保有者に当たる関係として新たに加えられた類型は次のとおりです。

- ①会社と、その会社の代表者及び株券等の取得・処分・管理に係る業務を執行する役員との関係（同条 2 号）

②代表者等が同一の関係の会社（同条3号）

③株券等の取得資金を供与し株券等の取得を要請した者と、当該資金の供与及び取得要請を受けた者との関係（同条4号）

④株券等の取得を要請した者と、当該要請者に譲渡する目的で株券等を取得した者との関係（同条5号）

⑤重要提案行為等を要請した者と、当該要請に基づいて重要提案行為等を行った者との関係（同条6号）

このうち、①及び②の関係は、役員関係やその兼任関係に着目してみなし共同保有者とするものと言えます。ただし、日常的に株券等の取引を行っている金融商品取引業者等（府令5条の2の2）につきましては、その事務負担等を考慮し、重要提案行為等を行うことを保有の目的としない場合には、①及び②の適用対象から除外されており、みなし共同保有者には当たらないということになります。

次に、④の関係についてですけれども、単に要請に応じて株券等を取得するという外形的事実だけでは足りず、被要請者が当該株券等を要請者に譲渡する目的を有していることが必要になります。そのため、保有者AがBに対して、自らの株主提案に賛同する株主を増やすことを目的に、単に株式の取得を要請するにとどまり、Bにおいて取得した株式をAに譲渡する目的を有していない場合には——こういった場合に該当する事例も十分に考えられると思うのですが——、④の関係には当たらないということになります。また、取得資金の供与もないため、③の関係にも当たらないことから、みなし共同保有者には該当しないということになりそうです。評価が分かれ得るところかもしれないと思いますが、株主アクティビズムの過度な妨げとなり得るような事態は望ましくないという価値判断に立ちますと、そのような扱いでよいのではないかと、私個人としては考えているところです。

また、以上の③及び④の関係は、株券等の取得のための資金提供関係や譲渡目的の有無に着目してみなし共同保有者とするものと言えます。いずれの場合も、単なる株券等の取得の要請だけでは足りないということになりそうです。

そして、条文の文言からしますと、③又は④の関係に基づきみなし共同保有者に該当する場合には、被要請者が当該要請に基づき取得した株券等に限られず、被要請者がもともと保有していた分の株券等があれば、それも含めて被要請者の保有分全体が要請者の保有分に合算されるものと解されます。解釈論としては、恐らくはそのように解さざるを得ないと思いますが、もちろん、それでよいかどうかについては議論の余地があると思われます。

なお、③の関係につきましては、投資運用業として株券等の取得を要請する場合などが適用対象から除外されています（同条4号イ～ヘ）。

また、④の関係につきましても、第一種金融商品取引業者に対し、その業務として株券等の取得をすることを要請する場合が、適用対象から除外されています（同条5号括弧書き）。

最後に、⑤の関係についてですけれども、実質的共同保有者に該当するためには「合意」が必要ではありますが、⑤の関係であることを理由にみなし共同保有者に該当するためには、重要提案行為等を行うことの「合意」がなくても、⑤の関係で挙げられている「要請」があれば足りる点を踏まえ、同号の新設により、協働エンゲージメントによって共同保有者に該当する範囲が拡大する可能性がある指摘されています。

そのため、協働エンゲージメントに対する萎縮効果が生じないようにする観点からは、現実問題としては、状況証拠等に基づく推認によって「要請」の有無を判断せざるを得ないとしても、⑤の関係における「要請」に当たると評価できる場合を余り広く捉えるべきではないように思われます。

この問題を考える際の具体例として、レジュメ16 ページの注76で、(a)、(b)の二つのケースを

用意してみました。株主間の意見交換の中で、(a)機関投資家Aが（今回の対象会社とのエンゲージメントを通じた経営改革が成功しない場合には）近々役員選任に関する株主提案権を行使するつもりであるとの意見を述べ、機関投資家Bが「それはよいですね、ぜひお願いします」との意見を述べた場合と、(b)機関投資家Bが機関投資家Aに対して、（今回の対象会社とのエンゲージメントを通じた経営改革が成功しない場合には）例えば役員選任に関する株主提案権を行使してみたいかがでしかたとの意見を述べ、機関投資家Aが「分かりました、ぜひそうさせていただきます」と回答した場合です。

恐らくは、(a)のケースでは「要請」なし、(b)のケースでは「要請」ありということになりそうですが、問題は、(a)と(b)の区別が必ずしも明確には行えないことが予想されるという点にあるように思われます。意見交換の中での話の持ち出し方次第の面があり、言葉では表現されていないその場の雰囲気や文脈等も考慮すれば、後からどちらのケースだったのかを明確に判断することは必ずしも容易ではないように思われるからです。その場合に、状況証拠等に基づく推認の在り方につきまして、ウルフパックの問題への対処を徹底するという観点から、たとえ(a)のケースが誤って「要請」ありと判断されてもやむを得ないとの価値判断に立ち、広く「要請」ありと評価すべきか、それとも協働エンゲージメントに対する萎縮効果を避けるべきとの観点から、たとえ(b)のケースが誤って「要請」なしと判断されてもやむを得ないとの価値判断に立ち、「要請」ありと評価する場合を限定的に捉えるべきかというのは、論者によって価値判断や意見が異なることが想定されるところではありますが、私個人としては、基本的には後者の価値判断に立ち、「要請」ありと判断する場合は限定的に捉える方がよいように感じています。

この点に関連して、パブコメ回答によりますと、単に株主同士で意見交換を行うにとどまり、重要

提案行為等を行うか否かについては各株主においてそれぞれ独立に判断しているのであれば、通常は「要請」はされていないと解され、⑤の関係には該当しないとされています（パブコメ回答No.109に係る金融庁の考え方）。

3. 施行日における処理

府令5条の3の改正により、みなし共同保有者の範囲が拡充されますが、当該改正によりみなし共同保有者に該当することとなる者は、施行日である2026年5月1日にみなし共同保有者になったものとみなされます。したがって、施行日前から府令5条の3第2号から第6号に掲げる関係にある者であっても、今般の改正により、施行日において新たに共同保有者になったものと扱われることとなり、その結果として株券等保有割合が変動する場合には、一般報告であれば施行日を報告義務発生日として、大量保有報告書や変更報告書の提出が必要となる可能性が出てくることになります。

六. 株券等保有割合の算定方法の見直し

1. 取得請求権付株式や取得条項付株式の扱い

株券等保有割合の算出に際して、新株予約権証券等のいわゆる潜在株式につきましては、その行使により取得される株式数を分子として取り扱うこととされています（府令5条3項）。

これに対し、今般の改正前は、株券につきましては、取得請求権付株式や取得条項付株式のように他の株式に転換されることが想定される場合であっても、転換前の株式数を分子として取り扱うこととされていたところ、大量保有報告制度が経営に対する影響力に着目して情報開示を求める制度であるということを踏まえ、転換後の株式数を一切勘案しないということでよいのかという疑問が生じ得たところです。

こうした中、WG報告では、転換後の株式数も勘案の上、転換の前後でいずれか多い方の数を株券等保有割合の算出に用いるということが提言さ

れました。

そして、WG 報告の提言を踏まえた今般の改正により、取得請求権付株式及び取得条項付株式につきましては、転換後の議決権数が転換前の議決権数よりも多い場合には、転換前の時点でも転換後の株式数を株券等保有割合の分子とすることが定められました（法 27 条の 23 第 4 項、府令 5 条 1 項 2 号）。

経営に対する影響力に着目するという観点から、議決権数がより多い時点の株式数を株券等保有割合の算出に用いるという発想の規定であると推察されるところです。また、この場合の転換前後の株式数の差分につきましては、保有潜在株券等として分母に加算することとされました（法 27 条の 23 第 4 項、府令 5 条の 2 第 1 号）。

なお、このような株券等保有割合の算出方法の変更に伴いまして、改正の前後で生じる算出方法の違いに基づく差につきましては、今般の改正の施行日である 2026 年 5 月 1 日に株券等保有割合の増減が生じたものとみなされます。そのため、例えばレジュメ 18 ページの注 83 で紹介している事例では、改正前の株券等保有割合であれば 5 % ちょうどですので、提出義務はなかったのですが、改正後は 9.52%になりますので、提出義務ありということになり、施行日である 5 月 1 日に 5 % から 9.52%へ株券等保有割合の増加が生じたと扱われることになります。

2. 共同保有者間で引渡請求権等が存在する保有潜在株券等の扱い

株券等保有割合の算出に際しまして、分子の計算において、保有者の保有分と共同保有者の保有分の重複計上を避けるため、保有者及び共同保有者の間に引渡請求権等の令 14 条の 6 の 2 各号に掲げる権利が存在する株券等につきましては、当該権利を有する側において保有株券等の数から控除することとされています（法 27 条の 23 第 4 項）。

分子の計算においては、今般の改正前からこの

ような内容だったわけですが、これに対して分母に加算する保有潜在株券等につきましては、改正前はこのような重複控除の規定はありませんでした。その結果、株券等保有割合の算出に当たり、分子では重複計上されないよう控除されているにもかかわらず、分母では重複計上されており、分子と分母で計算上の不均衡が生じていました。こうした不均衡を是正するため、2025 年の府令の改正では、分母に加算する保有潜在株券等についても、保有者及び共同保有者の間に引渡請求権等が存在する場合には、重複控除を行う旨の規定が新たに設けられました（府令 5 条の 2 第 6 号）。

七. その他の見直し事項

1. 変更報告書の提出事由の限定

大量保有報告制度の下では、大量保有報告書に記載すべき重要な事項に変更があった場合には、変更報告書の提出が必要となります（法 27 条の 25 第 1 項）。

具体的には、大量保有報告書に記載すべき内容に係る変更につきましては、令 14 条の 7 の 2 第 1 項各号（同項 6 号に基づく府令 9 条の 2 第 2 項各号を含む）に掲げられているものを除き、変更報告書の提出が必要であるとされているところ、今般の改正前は、株券等の保有者若しくはその共同保有者の氏名（名称）や住所（所在地）、法人である場合の代表者の変更が政令・府令の列举事項とはされておらず、それらの事項の変更が生じる都度、変更報告書の提出が求められることになるけれども、その負担は過大であると指摘されていました。

こうした中、2025 年の府令の改正により、府令 9 条の 2 第 2 項に新たに第 2 号が設けられ、株券等の保有者若しくはその共同保有者の氏名（名称）や住所（所在地）、法人である場合の代表者の変更につきましては、当該変更の内容が国内においてインターネットの利用その他の方法により周知されている場合には、変更報告書の提出を不要とする扱いになりました（府令 9 条の 2 第 2 項

2号)。

その理由として、これらの事項の変更の場合に変更報告書の提出を求めてきたのは、経営に対する影響力や市場における需給の観点から投資判断に重大な影響をもたらし得ることが理由ではなく、提出者の同一性等を明らかにするためであるところ、投資者が変更報告書の閲覧以外の方法で提出者の同一性等を確認することができるのであれば、あえて変更報告書の提出を求める必要性は低いということが挙げられます。

2. 10%を超えることとなる株券等の取得目的と特例報告制度の利用

株券等保有割合が 10%を超える場合には、かかる情報は、経営に対する影響力や市場における需給の観点からして投資判断に重大な影響をもたらし得ることから、投資者への情報開示の必要性が機関投資家の事務負担の軽減に勝ると考えられて、特例報告制度は利用できないこととされています(法 27 条の 26 第 1 項、府令 12 条)。

2025 年の府令の改正では、以上に加えまして、株券等保有割合が 10%を超えることとなる株券等の取得を行う目的を有する場合についても、特例報告制度は利用できないものとするのが新たに定められました(府令 13 条 3 号)。

株券等保有割合が 10%を超えることとなる株券等の取得を行う目的を有する場合も、経営に対する影響力や市場における需給の観点からは、同様に投資判断に重大な影響をもたらし得る情報であると言うことができ、したがって一般報告制度に基づく迅速な情報開示を求めるべきであると考えられるからというのが理由になります。

3. 夫婦関係のみなし共同保有者からの除外

近時の家族関係の変化等を踏まえますと、親族関係があることのみをもって、共同して議決権行使等を行う蓋然性が高いとは評価できないことから、今般の改正では、公開買付制度における形式的特別関係者の基礎となる関係性から「親族関係」

が削除されましたが(法 27 条の 2 第 7 項 1 号、令 9 条 1 項)、同様の趣旨に基づき、大量保有報告制度におきましても、みなし共同保有者の基礎となる関係性から「親族関係」が削除されました(法 27 条の 23 第 6 項)。その上で、2025 年の政令の改正により、法 27 条の 23 第 6 項にいう「その他の政令で定める特別の関係」から「夫婦の関係」が削除されることになりました(令 14 条の 7 第 1 項)。

報告は以上です。どうぞよろしくお願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○伊藤 詳細なご報告をありがとうございます。

ご報告の内容について特に区切らずに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。

## 【重要提案行為等の該当性の判断枠組み】

○伊藤 それでは、先に私の方から、白井先生がほかではこういうことを言われているのを余り見たことがないとおっしゃった点についてサポートするという意味でのコメントと、それから、白井先生が論点として挙げられたことについて、私としては例えばこのように考えられるのではないかと思ったところを一つ述べたいと思います。

レジュメの 11 ページのあたり、金融庁の見解では、レジュメで整理いただいた①から③の要件を全て満たすのが重要提案行為等であると言われていたことについて、白井先生のご報告ですと、③の要件がなぜ、どのように導き出されるのかということに疑問が呈されていました。私も、②と③が独立した要件だとするのは、条文の素直な読み方としては適切ではないように思います。その理由は、白井先生がご報告で述べられていたとおりです。



それにもかかわらず③の要件を独立して考えようとされているということは、恐らくは、②の要件だけでは妥当な結論が導き出せないと思われるからなのではないかとも考えられます。そうであるなら、まずは金融庁の示す解釈論を正確に反映するような条文の立案が行われるべきで、そういった改正を行わずに、文言の自然な理解から導き出すことができないような複雑な解釈論を、しかも Q&A で展開するということは、望ましいことではないのではないかと私も感じているところです。

#### 【協働エンゲージメントの特例と合意の目的】

○伊藤     それから、4 ページの合意の目的を巡る問題で、共同提案に係る株主提案について、共同して賛成の議決権行使をする旨の合意をした場合ですが、金融庁は、これは共同して重要提案行為等を行うことが合意の前提になっているものとして、重要提案行為等が合意の目的とされて、共同保有者になると説明しています。白井先生のご報告では、ここはそもそも、共同して重要提案行為等に該当する株主提案を行っているので、その時点でもう②と③の要件を満たさないことは明らかだというふうに分析されていました。

これについて少し考えたのですが、そういった事項に係る株主提案自体はまだ行われていないのだけれど、仮にそのような提案を共同で行ったら共同して賛成の議決権行使をしようという合意をやったような場合のことを言っているのではないかなと思いました。

つまり、株主提案をまだ行っていない段階で共同して賛成の議決権行使をしようという合意することは、重要提案行為等を行うことの合意そのものではないわけです。ただ、そういう段階で議決権行使に関する合意をすれば、別のところで述べられている合意の個別性の要件を満たすのかということも問題になり、満たさなければその点からアウトなのですが、例えば、次の定時株主総会について A と B が共同で提案する可能性がある

取締役の複数の選任提案に、A と B はいずれも賛成の議決権行使を行うという合意をしたとすると、株主総会ごとの合意、それから合意対象議案の特定、さらに合意対象の議案に対する賛否を定めるという三つの要件は、いずれも満たすように思われるのですね。

そうすると、金融庁の説明というのは、あるいはそういうふうな合意をすることも、共同して重要提案行為等を行うことが合意の前提になっているものとして、重要提案行為等を合意の目的とする場合に当たるといったことなのかなとも感じたところでした。

○白井     伊藤先生、ありがとうございます。2 点目の金融庁の説明についての部分で、株主提案をまだ行っていない場合を考えるのであれば、この例は合意の前提となっている場面として考えられるのではないかとのご指摘は、私は株主提案をしたということのある意味では前提として考えていましたので、確かにそうかもしれないとは思いました。

ただし、その一方で、まだ株主提案を行っていないけれども、当該提案に係る賛成の議決権行使の合意をしているということは、少なくとも合意の当事者間では、今後行う予定の株主提案の内容は決まっているのであって、そしてそれを今後共同で提案することの合意もあるわけなので、やはりこれは、株主提案の合意ありという点で端的に②と③の要件を満たさないことが明らかな事例だということに、たとえまだ会社に対して株主提案をする前の段階であったとしても、当たるとはならないかという気がします。金融庁のこの例についてどこまで善意解釈すべきなのか難しいところですが、多少無理な解釈をするとしてもほとんどの場合、やはり合意の前提となっている場面だからという以前の問題として、②と③の要件に該当してしまうのではないかなと思いました。

○伊藤     そうですね、ありがとうございました。

【みなし共同保有者における⑤の類型（6号）】

○小出 白井先生、どうもありがとうございます。非常に緻密かつ内容も分かりやすいご説明で、納得しながら聞いたのですが、物すごく細かいところについて質問させていただきます。

みなし共同保有者の範囲の見直しのところで、レジュメの16ページ、⑤の重要提案行為等を要請した者とその要請に基づいて行った者との関係をみなし共同保有者と見るということについて、合意がなくても要請があれば足りるところところが、協働エンゲージメントにおける合意という話と必ずしも一致しないというか、要請さえあればみなし共同保有者になっちゃうのに、それが協働エンゲージメントを阻害しないのかと、こういう白井先生の問題意識そのものは、そのとおりだなと思って聞いていたのですが、そうだとすると、なぜこの条文は「要請」となっているのか、そういう誤解を招く条文になっているのかというところが一つ目の質問です。

その上で、注76で分かりやすい例を出しているのですが、私が少し思ったことは、要請に基づいて提案行為を行ったというふうに書いているので、単にお願いしますと言われただけのことは含んでいなくて、「お願いします」と言われて「分かりました」ということがあって初めて「要請に基づいて」なのかなと。現行の規定であっても、基本的には合意があるということが前提になっていて、だから要請と合意というのをあんまり意識的には使い分けていないのかなというふうに思ったのですけれども、そういう見方はやはり難しいというお考えなのでしょうか。

○白井 小出先生、ご指摘ありがとうございます。まず1点目のご質問についてですが、なぜ条文（府令5条の3第6号）上は「要請」だけで足りるとするのかという点、すなわち条文がこのような文言になっている理由をご質問いただいたのですが、私の方では、今回の報告に当たり、府令として出てきた内容を見て、その上で大量保有Q&Aやパブコメ回答などの金融庁の説明もいろいろ

と見たのですが、なぜ⑤の類型で「要請」という行為のみをメルクマールとする形にしたのかについての理由をはっきりと書いてあるものが、私が今回調べた限りでは見当たりませんでした。ですので、正直申しましてよく分からないところではあります。その上で、個人的には、⑤の類型はみなし共同保有者の他の類型と比べてもちょっと異質だと感じております。

といいますのも、今回、みなし共同保有者に当たる関係として五つの類型が新しく加わっているのですが、①と②は一定の継続的な関係性が認められますし、③と④は、単なる「要請」だけではなく、取得資金の供与や譲渡目的での取得といった対象を限定する効果を持つ追加的な要件が課されているのですが、⑤については「要請」のみで足りてしまっているように読めるわけです。なぜこのような文言になっているのかというのは、ひょっとしたら、重要提案行為等をする場合については、情報開示の要請が高まるのだという価値判断が背後にあるのかもしれませんが、すみません、なぜこのような文言になっているのかというご質問に対しては、はっきりとは分からないとしかお答えできないところです。

次に、もう一つのご質問である「要請」には合意という意味合いが含まれるのではないかとというご指摘についてですが、確かに条文の文言上は「要請に基づいて」ではあるので、重要提案行為等を要請し、その要請に基づいて当該重要提案行為等を行うのであれば、実質的には当事者間で合意がある場合に限られるのではないかとという小出先生のご示唆は、合意を要件として府令5条の3各号の類型を構築することへの若干の違和感はあるものの、なるほどそうかもしれないと思って伺っていたところです。ですので、「要請に基づいて」の部分重視して読むことで、私の懸念はある程度解決できるのかもしれないと、小出先生のお話を伺って感じました。

今回の報告の時点では、私自身は、要請という行為にはさまざまなレベルのものが含まれ得ると

言えそうですから、確かに何らかの要請をしたものの、もともと近々重要提案行為等をするつもりがあった者との関係でも、その要請を受けて当該タイミングで重要提案行為等を行ってしまうと、それが全部6号の関係に当たってしまうというのはやや広すぎるかもしれない（もともと重要提案行為等を行うつもりがあったのにそれを中止せざるを得なくなる要因となりかねない）と思っていたのですけれども、「要請に基づいて」というところで場面の限定をし、実質的に合意の存在（もしくは厳密な因果関係）を要求していくという読み方は、小出先生のおっしゃるように確かにあるかもしれないと思いました。

○小出　私も先生のご懸念には賛成だということです。あとは、今の条文がおかしいというか、白井先生がおっしゃるような読み方は十分あり得るので、その意味では書き方がミスリーディングであるかもしれませんし、あるいは、その「基づいて」というところで、合意を含意しているという読み方で対応するしかないということなのかなというふうに思いました。ありがとうございました。

○伊藤　今問題になっていました、重要提案行為等を要請した者と、その要請に基づいて重要提案行為等を行った者との関係、これをみなし共同保有者概念に含めていこうという改正なのですが、私は、そういうルールをみなし共同保有者として定めることが、ルールの作り方として適切かということに疑問を持ちます。

みなし共同保有者概念というのは、確かに、内閣府令5条の3に従来から定められていました財務諸表等規則8条3項の親会社、子会社の関係の有無の判定には実質的な考慮を要しますが、本来的には、比較的客観的かつ容易に判定できる関係から実質的共同保有者とする、必要とされる合意などの要素を必要とせずに共同保有者だと判定できるようにする、そういうふうなルールだったのではないかと思うのですね。

ところが、⑤での要請ですとか、要請に基づい

て行ったという概念は、かなり実質的な判断を要するもので、⑤の関係がある場合を共同保有者に含めたいのであれば、法律の作り方としては、みなし共同保有者概念を拡張するのではなくて、金商法27条の23第5項を改正すべきだったのではないかというふうな感想を持ちます。

また、AがBに対して要請をして、Bがその要請に基づいて要請された行為を行うという事実は、黙示の合意があったというのと何が違うのかということが、私には分からないのですね。合意概念で十分カバーできそうなものなので、そのあたりも、このルールについては違和感を持つところです。

○白井　伊藤先生のご指摘の点は、私も強く共感しておりまして、先ほども申しましたように、⑤の類型（6号）は府令5条の3各号の中でもやや異質な規定であると思っておりまして。そのため、報告の準備の際もどのように扱うべきか非常に悩んでいたところでもあります。もともとWG報告では、「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の拡充をすべきである」としか述べられておらず（WG報告15頁）、そうした中で、政令・府令の改正のタイミングで急にこの⑤の類型（6号）というものが出てきて、どこからこのような類型が出てきたのか、そもそもそれはみなし共同保有者の類型として位置付けるべきものなのかといった、規定の是非の部分から本当は議論が必要な内容なのだろうということを、今お話を伺っていて強く感じました。

伊藤先生と小出先生のご指摘を受けまして、私自身もいろいろと頭の中が整理できました。ありがとうございました。

○伊藤　ありがとうございます。

#### 【現金決済型デリバティブと Hidden Ownership】

○齊藤　白井先生、詳細なご報告をいただきまして、ありがとうございました。

現金決済型のデリバティブに関する点につきまして、白井先生のご報告の趣旨をお尋ねいたした

く存じます。

白井先生は、レジュメ 13 ページから 14 ページにかけて、一つ事例を挙げて、複数の金融機関等との間で現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を行うという例を挙げられて、これを新しい規律で捕捉できるかというのをご検討になっておられるのですが、そのご趣旨は、目的で直接捕捉するのが少し難しいけれども、柔軟な運用が望ましいという意味で書かれたのかということをもっとお尋ねしたいと思います。

と申しますのは、2010 年にドイツの関係者を招いた研究会でこの点を取り上げたことがございました。ドイツでシェフラーがコンチネンタルに対してヒドゥン・オーナーシップの形で買収をしたときに、現金決済型のデリバティブ取引を使ったために、当時のドイツの大量保有報告書規制ではそれを捕捉できなかったということでした。

ドイツの報告者は、現金決済型であるが、その仕組みを全体として見ると、経済的な要請から株式を取得して、リスクをヘッジして、金銭決済するのではなく、最終的には株式の引渡しで決済するであろうことが合理的には認められるが、それは権利として書かれていないので、議決権に焦点を当てて適用範囲を画していた従来の規制では捕捉が難しかったという話をしておられました。

その後、ドイツや EU では、現金決済型のデリバティブも捕捉するように規律が変更されたたと理解しているのですけれども、そのときの改正の仕方が、ヨーロッパにおいては、株式の決済と同等の経済的な効果を有するような客観的な指標で判断することにしているようなのです。これに対して、日本では、目的で規律をしています。客観的な指標ですと、さきほど述べた例のように合理的に見れば現物決済型と同じ結果が生じるというケースを捕捉できるのですけれども、目的を基準とすると、「いや、私たちは全然そんなつもりはなかったけど、株式が入ってきました」というような言い訳も排除するのが難しいように思いまして、白井先生の整理のご趣旨は、目的による規律

だと、正面からこういう場合を捕捉できないのではないかという問題意識に基づいているのか、とお聞きしたかったのです。

○白井 まさに齊藤先生がご指摘くださったような問題意識を、私も持っております。こうした目的を基準とした規律が抱える問題については、金融庁の説明を見る限りは、さほど強い問題意識を抱くことなく淡々と処理することが予定されているようでして、例えば後から①から③の目的を有することになった場合には、その時点で「保有者」に該当することになるとははっきりと書かれています（大量保有 Q&A 問 14 参照）。しかし、目的の認定というのは、現実問題としては非常に難しいことが想定されますので、当事者が後から①から③の目的を有することになったと主張する場合でも、安易にそのとおりの効果が認められるということになりますと、個人的には、やはりそれはちょっと望ましいことではないだろうと考えております。ですので、まさに齊藤先生がおっしゃったような問題意識に基づいて、法令において目的の認定をすると書いてしまっている以上は、目的の認定という要件を前提に検討せざるを得ないのですけれども、大量保有報告制度の潜脱防止の観点から、結果としてある特定のポジションを形成しそれにより利益を得ている場合には、最初からそのようなポジションを形成しようとする意図があったのではないかという観点で、状況証拠等から比較的柔軟に目的を認定していくという運用をしていく必要があるのだらうという問題意識を持っておりました。

今回の政府令の改正については、先ほど小出生先生、伊藤先生からご質問いただいた点とも関連してくるのですけれども、状況証拠等から推認せざるを得ないと思われるような要件がいろいろと散見されます。先ほど小出生先生と議論させていただいた点、すなわちレジュメの 16 ページの重要提案行為等の「要請」の部分につきましては、個人的には、状況証拠等からの推認をせざるを得ないとしても、こちらでは推認は謙抑的に行うべきで

あって、「要請」に当たると評価できる場合を広く捉えすぎない方がよいということを、先ほど申し上げさせていただきました。これに対して、レジュメ 13 ページで記述しました齊藤先生がご指摘のヒドゥン・オーナーシップの部分につきましては、状況証拠等からむしろ積極的に目的を認定していかないと、大量保有報告制度の潜脱が横行してしまって、制度として機能不全になるのではないかという価値判断を持っています。

その上で、究極的には、目的という形で規律すること自体が妥当だったのかということにつきましても、私自身もやや疑問を持っておりましたので、齊藤先生のご指摘の点につきましては、非常に共感しているところでございます。

○齊藤 ありがとうございます。

#### 【協働エンゲージメントの実情とあるべき方向性】

○梅本 ご報告、ありがとうございます。大変分かりやすいご報告でした。

先生方のこれまでの緻密な議論と違いまして、私の方はおおざっぱな話になるのですが、レジュメ 2 ページの協働エンゲージメントに関するところでは、

協働エンゲージメントというのは、恐らくはイギリスを念頭に置いてスチュワードシップ・コードの改定で求められるようになったと理解しているのですが、先生は、この協働エンゲージメントというのは今後日本の機関投資家の間で盛んになるとお感じになっておられるかどうかということをお尋ねしようかと思います。

と申しますのも、昨年 7 月にこの研究会で山下先生が野村アセットマネジメントの方と一緒にご報告になったときに、改正が行われれば協働エンゲージメントに取り組むことを検討されるのか質問をさせていただいたところ、協働エンゲージメントはコストがかかるばかりで大きなメリットが見出せない、しかも株主総会の招集通知が発せられてから総会までの間に協働しろと言ったって、そんなの無理だろうというお答えを頂き、実務と

いうのはなかなか厳しいものだなというふうに思った次第です。このあたり、先生はどのようにお考えになっていらっしゃるでしょう。

○白井 実務の実態を正確に把握しているわけではありませぬので、感想めいた話になってしまうとは思いますが、今の梅本先生のご質問につきましては、まず実態として今後協働エンゲージメントは盛んになっていくのかという次元の問いと、「べき論」として協働エンゲージメントというものをどう考えていくべきかという二つの観点があり得るように思われます。

このうち 1 点目の実態として盛んになっていくのかどうかという点は、正直なところ、私は実務家ではありませんから、こうなるだろうとはっきり申し上げることはできないところではあります。若干の感想だけ申し上げさせていただきますと、協働エンゲージメントの実施にはやはり一定のコストがかかりますので、とりわけパッシブの機関投資家にとっては、当該機関投資家のビジネスモデルとは整合しないものであるという側面は否定できないだろうと、私自身も考えております。

その一方で、今回の法改正及び政府令の改正では、協働エンゲージメントの特例が正面から設けられたということに加えて、2025 年 6 月 26 日に公表されたスチュワードシップ・コードの改訂版におきましても、指針の 4－6 が改訂され、これまでとは協働エンゲージメントの位置付けにつき少しトーンが変わってきておりまして、現在では協働エンゲージメントも「重要な選択肢である」とははっきりと記述されるようになりました。こうした点を踏まえると、現在では、機関投資家は協働エンゲージメントにできるだけ取り組んでくださいという方向性で、環境が整いつつあるようにも思われます。

とはいえ、こうした方向性というのは、うがった見方をしますと、パッシブの機関投資家などに代表される一部の機関投資家に対しても、そのビジネスモデルとは合致しない行為を公権力がやるように推奨し、それにより放っておけば不足して

しまうインセンティブを無理やりに補っている側面もないとは言えませんので、政策論としては、それをどこまで推し進めていくことが望ましいのかということは、議論の余地はあるかもしれないと考えています。

他方で、「べき論」という観点からしますと、協働エンゲージメントというのは、理論的には、機関投資家の集合行為問題の克服という点で、一つの有力な解決策となり得るところでもあるように感じております。

先生もご存じのように、機関投資家の活動においてもやはり合理的無関心の問題は避けられないということは、近年の会社法学において広く認識されつつある内容だと思われます。機関投資家については、個人の投資家とは違って、株主として活動すること自体が費用倒れにはなりにくいという面はあるけれども、機関投資家が株主としての活動を積極的に行ってコストをかけてしまうと、そのコストがかかった分だけ、競業他社と比べて競争上不利になりかねないという機関投資家に特有の集合行為問題があります。すなわち、ポートフォリオ投資に基づく分散保有がある程度前提となる世界で、競業他社である機関投資家も同じ投資対象会社についてほぼ同程度の割合の株式を保有している場合には、当該競業他社はフリーライドできるわけですから、株主として積極的に活動することで機関投資家は自分だけ投資のコストが高まってしまって、そのことは投資利回り等に影響を与える結果、保険であれば保険商品、投資信託であれば投資信託商品といった自社製品のマーケットの競争において、競業他社よりも利回りが悪くなってしまうなどの競争上不利な地位に追いやられてしまい、それを避けるために機関投資家としては、株主としての活動につきやはり無関心であることが合理的であるという問題が議論されています。こうした問題が株式の分散保有を前提とする機関投資家にまさに特有の集合行為問題として、近年では広く認識されつつあるわけです。

このような中で、「べき論」という観点からす

ると、社会において協働エンゲージメントを推進することにより、例えば競業他社を含めた多くの機関投資家が、皆で同じようにコストを負担して株主としてある程度積極的に活動していこう、それによって企業価値を高めてリターンを上げようという機運が形成できるとします。機関投資家からすれば、その際の個々の活動自体は費用倒れにならない程度のものであれば、協働エンゲージメントという形であれば乗り出そうとする余地はあるのではないかと思います。これに対して、協働エンゲージメントではなく、他社の動向はさておき1社だけで独立して株主として活動するしかない場合には、競争上不利になるから躊躇われるということはある得るわけですし、協働エンゲージメントの可能性がその問題を克服してくれる、つまり集合行為問題の克服に役立つという側面があると言えそうです。そのように考えますと、何とか社会において協働エンゲージメントに積極的に取り組める環境を整えていく必要はあるのだろうと思っています。

その意味では、今回の法改正の内容やスチュワードシップ・コードにおける指針4-6の表現が改められたことは、私自身はポジティブに捉えております。

もちろんその一方で、こうした動きをやり過ぎてしまうと、ビジネスモデルに合致せず通常はインセンティブが不足する行為について、公権力が無理やりにインセンティブ付けしていくという変な話にもなりかねないので、どこで境界を引くべきかというのは難しい問題だとは思いますが、印象論で恐縮ですが、今回の法改正の内容くらいであれば、やはりポジティブな側面の方が大きいのではないかという印象を持っております。

#### 【アクティビストとの協調関係という観点】

○梅本 私も、改正が必要なかったとまで申し上げるつもりはありません。ただ、集合行為問題の解消というのは、実は機関投資家同士でどうにかするというよりも、最近のマーケットを見てい

ますと、汚れ役をアクティビストが担っており、それに機関投資家が乗っかる形で、機関投資家たちはフリーライダーとして事実上集合行為問題を解消しているようなところがあるのかなと思います。もしかしたら今後もこういった形での機関投資家、アクティビストの暗黙の協調関係というものが続くのではないかと感じましたので、質問させていただきました。ありがとうございます。

○白井 梅本先生が今おっしゃった、いわゆるヘッジファンド・アクティビズムの文脈で、現在の経営陣による事業計画に代替するような新たな事業計画を投資先企業ごとにヘッジファンドが立案し、その内容が投資先企業の企業価値の向上という観点で望ましいものであれば、機関投資家が議決権行使行動においてヘッジファンドの提案を支持するというような形で、ヘッジファンドと機関投資家が相補的な、つまりお互いを補い合うような役割分担をして、企業価値を高めていくというシナリオは、もちろん十分に考えられるところです。その際の機関投資家の行動をフリーライドと呼ぶべきか、それとも議決権行使行動について十分なインセンティブに基づいて適切に判断していると捉えるかについては、いろいろと評価はあると思うのですけれども、いずれにせよ、そのような相補的な役割分担の下で投資先企業の企業価値の向上を図っていくというシナリオは、もちろんあると思いますし、私自身も過去の論文で、そのようなシナリオの実現に強く期待する旨の議論をしたことがあります（白井正和「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」商事法務 2109 号（2016 年）34 頁）。

今回議論になっている協働エンゲージメントの促進というのは、それとはちょっと違う次元の話であると言えそうで、いわゆる伝統的な意味での機関投資家が協調して行動することを主に想定するものであるように思われまして、先ほども申しましたように、協働エンゲージメントの促進もやはり必要であると思っているのですけれども、今回の私の報告内容からは離れますが、それとはま

た別の話として、ヘッジファンド・アクティビズムの促進と、それを支え相補的に機能する機関投資家の活動（議決権行使行動）というものを、もう少し肯定的に捉えていく必要はあるのかもしれませんが。

実際、海外の論文などを読みますと、機関投資家の合理的無関心というタイトルで呼ばれる問題は、実際には、ヘッジファンドがきちんと企業価値にかなうような事業計画の代替案を示してくれるのであれば、それが本当に望ましい内容かどうかを判断して議決権を行使するという次元では、機関投資家はきちんと判断して議決権行使行動に出ていると言えるので、機関投資家は合理的に無関心（rationally apathetic）なのではなく、現在の経営陣の事業計画に代替する事業計画の提案などには乗り出さない（ものの、提案内容への賛否は適切に判断する）という意味で、合理的に控え目（rationally reticent）なのだとする指摘もあります。そのあたりの機関投資家の行動に対する価値判断や評価が、ひょっとしたら先ほどの梅本先生のご質問とも関連するところがあるのかもしれないと思い、補足させていただきました。

#### 【協働エンゲージメントの特例と議決権の共同行使の合意以外の合意の扱い】

○行澤 今先生がおっしゃったように、協働エンゲージメントとエッジファンド・アクティビズムというのは恐らく次元が違うんだという理解をされているということで、ちょっとお伺いしたいのは、6 ページから 7 ページの、いわゆる議決権以外の権利行使に係る合意は共同保有者の例外から外れてしまう、つまり共同保有者になってしまうということですね。その場合、従来の有力説は、ヘッジファンド・アクティビズムを促進するために、解釈論で、「その他の権利」を制限的に解釈しようとしてきた。で、白井先生も、その制限的解釈は今般の改正後においてもなお可能だという評価をされているということですが、白井先生は、いわゆる議決権以外の権利行使に係

る合意によるヘッジファンド・アクティビズムというものに、賛成しておられるのでしょうか。

それと、従来の学説に基づき、「その他の権利」の規定を制限的に解釈して、そもそもヘッジファンド・アクティビズムを共同保有者にならないようにすべきカテゴリーとしては、どのような活動を考えていらっしゃるのかということをお聞きしたいのです。

○白井　まず、近年のヘッジファンド・アクティビズムを通じたコーポレート・ガバナンス改革の動きというものをどのように評価しているかという点ですが、私自身は、基本的にはポジティブに捉えている論者の一人だと思います。実際、過去に公表した論文の中でも、「理論的には、コーポレート・ガバナンスの問題を解決するために活動する株主側の中心的なプレイヤーの一つとして期待することが可能な存在ということができ」といった指摘をしております（白井・前掲 40 頁）。株主として積極的に活動し、企業価値を高めることがそのビジネスモデルと合致する点で、インセンティブの歪みの問題が小さく、集合行為問題に起因する制約が及びにくい主体と言えるからです。

次に、今回の協働エンゲージメントの特例に関して申しますと、そこではヘッジファンド・アクティビズムについては余り念頭に置かれていない改正をしているように読み取れます。報告で述べましたように、例えば本特例を利用可能な主体の点でも、ヘッジファンドのうちの一部は当該主体に含まれない可能性がありますし、今回の政令の改正により合意は議決権の共同行使の合意に限定されてもいます。私が先ほどの梅本先生とのやりとりの中で、協働エンゲージメントとヘッジファンド・アクティビズムとは異なる面があると申しましたのは、恐らくは金融庁による今回の改正の枠組みは、その二つを別のものだと見ているのだろうという趣旨で申し上げました。そのような理解が正しいとしますと、今回の改正により、ヘッジファンド・アクティビズムがやりやすくなるか

という点に関しては、そういう効果を正面から期待する改正ではないのだろうと捉えております。

ただし、その一方で、ヘッジファンド・アクティビズムについて考えていきますと、協働エンゲージメントの特例というような今回の改正の文脈で議論されている対応が議決権の共同行使の合意以外の合意についてもなされないとヘッジファンド・アクティビズムはやりにくくなるかと問われますと、正直申しまして、そんなことは実は余りではないのかとも感じております。つまり、多くの場合、ヘッジファンドは機関投資家と事前に相談した上で株主提案権を共同行使の形で行使するわけではなく、ヘッジファンドにおいて、企業価値の向上に資するような現在の事業計画に対する代替案を作成した上で、それを公表して、後は委任状勧誘等を通じて機関投資家の支持を集めるという話になるわけです。そして、ある株主が委任状勧誘をしても、それに応じた者との間で共同保有者の関係には通常は当たらないというのが一般的な理解だと思われます。そうしますと、確かに、ヘッジファンド・アクティビズムについて今回の改正は余り念頭に置いていないとは思うのですけれども、そのこと自体は、特段マイナスの評価をする必要はないのかもしれないとも感じております。行澤先生のご質問に対する適切なお答えになっているかどうか自信がありませんが、まずは私の感じているところを述べさせていただきます。

○行澤　なるほど。そうすると、この有力説が懸念していた問題は、そんなに心配しなくていいよという回答になるのでしょうか。

○白井　もちろん、重要提案行為等に当たる行為の範囲は潜在的には広いと言えますので、議決権の共同行使の合意に対象を限定することで、ヘッジファンド・アクティビズムにとって何か阻害要因となるような場合もあり得るかもしれないのですが、そのような具体例は今ここではすぐに思いつかないところです。この点に関連しまして、例えば飯田先生の金商法の体系書（飯田秀総『金



融商品取引法』(新世社、2023 年))では、実質的共同保有者概念との関係で、株主総会で質問することの合意が取り上げられておりまして(198 頁)、そこでは、株主として株主総会で質問するというを法令上の株主の権利と評価すべきかどうかという問いを立てた上で、説明義務が会社法 314 条の規定を根拠に発生する以上は、法令上の株主の権利と評価する余地はあるといった見解が示されております。そのような見解を前提としますと、次に、株主が質問を共同で行ったらどうなるかという議論になってくるのでしょうか、株主総会の場合での株主による質問というのは、共同でなくても単独で問題なくできることなので、共同行使であることに意味がある議決権の行使や株主提案権とは異なり、すなわち議決権の行使であれば賛成・反対の票数が変わってきますし、株主提案権であれば少数株主権であるため行使要件を満たすかが変わってくる可能性があるのですが、権利の共同行使が必要な場合というのが考えられるのですが、そういった権利とは異なり、株主総会における質問というのは株主が単独で行うことができるわけです。もちろん、例えば質問内容について互いに知恵を出し合って意見交換をするということは考えられるのですが、それをやったとしても、株主総会の場合で株主が単独で質問していれば、権利の共同行使には当たらないんじゃないかという気がします。

○行澤　その他の権利等に当たらないんじゃないかということですか。

○白井　はい。そもそも知恵を貸すこと自体は株主でなくてもできるわけで、株主という地位にある人がしたから何か影響が生じるという行為でもないわけです。そう考えていきますと、今回の改正では議決権の共同行使の合意に対象を限定しているのですが、協働エンゲージメントの関係では、株主の質問権あたりがひょっとしたら問題になり得るかもレジュメの作成段階では少し考えたのですが、実は株主の質問権を対象に含めなくても支障はないだろうという感想を最終的

には私の中で抱きまして、今回レジュメからは除いたという検討の経緯があります。

その上で、じゃあヘッジファンド・アクティビズムではどうかと言われますと、私が認識しているようなヘッジファンド・アクティビズムの流れからすると、企業価値を高めるような現在の事業計画に対する代替案の作成はヘッジファンドが単独で行うわけで、機関投資家にはそのような作成のインセンティブまではないと考えられておりますので、そしてその後の議決権行使の勧誘については、通常は委任状勧誘ということになるわけですから、今回の改正内容を前提としても、ヘッジファンド・アクティビズムを阻害するという点でそこまで問題のあるケースというのは、個人的にはやや考えにくいようにも感じておりました。ちょっと煮え切らないところで、恐縮ですが。

○行澤　つまらないことなんですけれども、例えば質問権をその他権利として認めないとして、質問に際して、多数で共同してプレッシャーを与えようという意図でやっても、それはそもそも共同保有者の問題にはならないという見解については、どうですか。

○白井　私は、株主総会において多数の株主が共同で質問するというところまでは考えていなくて、誰か1人の株主が代表して質問をするというケースを想定しておりました。印象論で恐縮ですが、多数の株主が一斉にマイクの前に立ち、皆で質問する必要は別にはないわけですし、それをしたからといって何かよい回答が引き出せるわけでもないと思いますので。先ほどの行澤先生とのやり取りの中では、そのような理解を前提とした上で、ある株主による質問の背後で、質問内容を検討するに当たって互いに知恵を出し合って意見交換していたとしても、そのことによって共同保有者に当たることにはならないんじゃないかと考えました。

○行澤　分かりました。ありがとうございます。

【大量保有報告制度上の重要提案行為等の位置付けと重要提案行為等の概念】

○白井 重要提案行為等をどう考えるべきかについてもう1点補足をさせていただきますと、確かに、今回の改正前は学説を中心に、重要提案行為等がその目的に比して広いという問題意識が多くの方の共感を集めていたところでして、私自身も、そのような問題意識については賛同するところがあったのですが、今回の改正を所与のものとしてしまうと悩ましく思われるのが、大量保有報告制度において重要提案行為等という概念が本当にさまざまな場面で使われる概念になってしまったという点です。今回の私の報告レジュメにおいても、改正項目のほとんど全てで実は重要提案行為等という概念が出てきておりまして、すなわちレジュメの項目三だけでなく、二でも、四でも、五でも出てきますし、さらには、今年の4月に伊藤先生にご報告いただく大量保有報告書の記載事項の見直しに係る保有目的欄におきましても、重要提案行為等を行うことを予定している場合にはその内容についてできる限り具体的に記載することを要することが今後は求められるようになりました。このように今回の改正により、重要提案行為等という概念が、改正前におけるような主として特例報告制度の利用を認めるかどうかについての要件であるとは断言できなくなり、大量保有報告制度一般における報告の頻度や報告内容に係る情報開示の必要性を高める要件として重要提案行為等という概念が広く位置付けられてしまった中で、例えば飯田先生のご論文における議論のような、支配権の変動に影響を与えない限りは重要提案行為等に当たらないという整理でもつかどうかというのは、今後の議論としてまた考えていかないといけない点であると感じております。

○行澤 なるほど。

○伊藤 さすがに、重要提案行為等の概念について、ルールごとにその範囲についての解釈を変えろというのは難しいでしょうかね。

○白井 うーん、大量保有報告制度という同一

の制度において同じ言葉を使う以上は、それはなかなか難しいように思われます。

○伊藤 逆に、金融庁のように、目的を合理性要件にすると、そこでの調整はできるかもしれないのですが、通常、同一文言は同一意義に解さなければいけないはずなので、難しいですね、重要提案行為概念の重要性が一気に上がってしまっています。

○白井 伊藤先生のおっしゃるとおりでして、今回の報告レジュメにおける例えば項目二、三、五のような特例報告制度を使えるかどうか、若しくは共同保有者に当たるかといった場面では、飯田先生のような支配権の変動に与える影響という観点を重視する考え方は、改正後においても基本的には妥当性が認められ得ると思っております。その一方で、レジュメの項目四のデリバティブ取引に関する規制の話や、大量保有報告書の記載事項における保有目的欄の記載方法に関する話については、重要提案行為等を支配権の変動に影響を与える場合の話に限定して理解することが妥当かどうかは議論の余地がありそうです。中でも、大量保有報告書の記載事項の保有目的欄に係る改正に関しましては、その改正の趣旨は、市場の透明性・公正性を高めて投資者保護を図ることを目的に、経営に一定の影響を与えられる内容であれば広く情報開示の対象にした上で、今までよりも充実した内容の開示を求めていく必要があるというものだと考えられますので、そこでの開示対象となる重要提案行為等について支配権の変動の話に限定して理解してしまうと、場合によっては改正の意義が失われてしまう可能性も否定できないところですので、悩ましいところだと考えております。

伊藤先生がご指摘くださいましたように、支配権の変動という観点で制度を捉えるべきとは言えない箇所においては重要提案行為等という言葉を使わず、それとは異なる言葉を用意して改正していれば、このような懸念については考えなくてよかったのかもしれないのですが、そうはいつでも

現実に今回の改正では、重要提案行為等という概念を大量保有報告制度に関する多くの箇所で見ることとして、しかも金融庁も大量保有 Q&A やパブコメ回答を見る限りは経営に対する影響力という観点である程度広く捉えているようですので、そうしますと、改正前と比べれば飯田先生のような考え方を採用しにくくなっている面は確かにあるのかもしれないという感触を持ちました。

#### 【公開買付規制の特別関係者概念との関係】

○白井 1点だけ、私の方から、レジュメでは取り上げなかった点につきまして、補足的に申し上げさせていただければと思うことがございます。

公開買付規制を巡る今般の改正につきましては、本研究会では前々回と前回の2回で扱ってきたわけですが、今回、レジュメの項目二で扱っている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のような仕組みは、実は公開買付規制における特別関係者（実質的特別関係者）概念の方では特に設けられなかったわけです。もっとも、今回の公開買付規制の改正により、市場内取引であっても規制対象に含めることになりましたので、協働エンゲージメントを促進するという観点からは、公開買付規制における特別関係者概念において同様の特例を設けていないということで問題ないのだろうかということを、今回の報告の準備をするにあたり少し疑問に思ったということがありまして、せっかくですので今申し上げます。いただければと思います。

このあたりのことは、今回の改正内容の報告の担当割りとして、私は公開買付規制の報告担当ではないこともあって、あくまで感想だけを申し上げます。にすぎないのですけれども、改正を全体としてみれば少し悩みどころかもしれないという気はしています。

改正前のように市場内における株式の買い集めは公開買付規制の対象にならないのであれば、さほど気にする必要はなかったのですが、今後は市場内取引も公開買付規制の対象になるわけですので、

ある程度規模の大きな株式を保有している機関投資家の間で株主としての権利行使について意見交換等をした場合に、それが原因で実質的特別関係者に該当し得ることになれば、合計の株券等所有割合次第では市場内での日常的な株式取得であっても公開買付規制に違反する恐れが出てきますので、以後は株式を取得できなくなってしまうという事態も起こり得るかもしれません、そのような懸念に起因してあらかじめ協働エンゲージメントの実施を控えるという動きが起こり得るのではないかと、考えすぎかもしれませんが、果たして公開買付規制の方では考えなくてよいのだろうかというところが少し気になりました。

先生方のどなたかに意見を求めるという意図で申し上げているわけではないのですが、協働エンゲージメントの促進という観点を踏まえた場合のこのあたりの制度間のある種の不整合というのは、ひょっとしたら今回の公開買付規制と大量保有報告制度の改正を全体として理解するという観点からは、実は論点としてあるのかもしれないと思いました。

○伊藤 そうですね、そのあたりも検討する必要はあるかもしれないですね。

○行澤 今の点は、一定の場合、共同市場買付者は共同公開買付けから外するという工夫が要るんじゃないかということですね。どういう場合を先生は想定されますか。いわゆる協働エンゲージメントとの関係で、どういう場合を外した方がいいんじゃないかと思われませんか。

○白井 あくまで今回の大量保有報告制度の改正の際に趣旨として正面から取り上げられている協働エンゲージメントの促進という観点を踏まえれば、制度間でやや不整合があり得るかもしれないという程度の感想にすぎず、公開買付規制の改正について検討するに当たっては議論の対象となり得るかもしれないというくらいの意見でして、私の方では細かく詰めたことを考えているわけではありません。大量保有報告制度と平行に考えるのであれば、協働エンゲージメントの特例と

して導入された金商法 27 条の 23 第 5 項の 1 号から 3 号と同様のものを、公開買付規制における実質的特別関係者のところでも導入するかどうかを、少なくとも検討くらいはした方がよかったのかも、しれないという程度の感想です。

日本の公開買付規制の下では、従来は市場内取引については規制の適用対象外でしたので、協働エンゲージメントの促進という観点を踏まえとしても、公開買付規制における実質的特別関係者概念と大量保有報告制度における実質的共同保有者概念とをパラレルに考える必要性というのはそれほど高くなかったと思うのですが、今回の公開買付規制の改正で、市場内取引も公開買付規制の対象にしてしまったわけですので、そうである以上は、市場内で株式取得ができなくなるというのは、たとえ可能性の問題にすぎないとしても、機関投資家にとっては恐らく一番避けたい事態ではないかと思いますので、少なくとも特例導入の検討くらいはしてもよかったのではないかと感じた次第です。

○伊藤 ありがとうございます。重要な問題点かと思います。

#### 【10%を超えることとなる株券等の取得目的】

○黒沼 レジュメの 19 ページで、10%を超えることとなる株券等の取得目的があるときに、特例報告が利用できなくなるという改正点についての質問です。

これは、初めから 10%を超える取得をする目的で買っている場合には、経営に対する影響力や市場における需給の観点から投資判断にとって重要だから、特例報告制度は利用できないことにしたと説明されているというご説明がありました。

○白井 はい。

○黒沼 しかし、これは、ほかの重要提案行為等をするといった目的がなくても、10%を超えるような取得目的を有している場合には、特例報告は利用できないということを意味しているわけですね。

○白井 はい、私もそのような理解でいます。

○黒沼 普通、10%を超えてその影響力を行使するというのが通常だと思うのですが、他の目的がない場合には、10%を超えたところから特例報告を除外すれば足りるのではないかという気もするのですが、どのようにお考えでしょうか。

それともう一つ、ほかの目的要件に該当しなくても、初めから 10%を超える目的だったであろうというふうに言って違反を申し立てることができるという、そういう手がかりを与えていると読めてしまうのですが、ちょっとそれはうがった見方でしょうか。

○白井 黒沼先生、大変貴重なご指摘をありがとうございます。確かに、重要提案行為等を行うといった目的が本当に全くない機関投資家であれば、すなわち例えば現在の株価があまりに割安なので、10%を超える水準くらいまで株式を買い集めておこうと考えているだけの機関投資家であれば、株券等保有割合が 10%を超えたところで初めて特例報告制度の利用を否定し、以後は一般報告制度に基づいて情報開示をさせるという仕組みで足りるのではないかという先生のご指摘は、確かにおっしゃるとおりかと思います。

これは完全に私の推測にすぎないのですが、以上の府令の改正の背後には、自らの意見が通らない場合には今後の株式の追加取得を示唆し、会社に対してプレッシャーを与える（すなわち現在の保有株式数に基づく交渉力以上の交渉力を現時点で得ようとする）タイプの交渉をする機関投資家が実務において散見されるようになってきたことを踏まえ、できるだけそういう行為をさせないようにする、仮にさせるとしてもそのことの情報開示を早期に実現するという観点があつたのかもしれないという気はしています。そのような交渉が行われることを前提にしますと、確かに早めに特例報告を外すという価値判断も分からなくはありません。ただし、そのことは逆に言えば、黒沼先生が 2 点目でご指摘くださいましたように、結果として 10%を超えて株式を取得した機関投資家

に対して、結果のみをほぼ唯一の根拠として、本当はもっと前の段階で 10%を超える目的を有していただろうと主張し、会社が大量保有報告制度の違反を申し立てる手がかりを容易に与えてしまう危険性を生じさせることにもなりかねないところだと思います。

とりわけ現在、法制審議会会社法制部会で検討中の会社法改正の議論の中では、大量保有報告制度の違反の場合に株主の議決権停止といった強力なサンクションを科すことが提案されておりますが、こうした改正が実現する場合には、とりわけ以上の府令の改正とあわせて考えれば、アクティビスト対策として濫用されかねない危険性も十分にあり得るところだと思います。今回の報告では、そういう危険性までは考えずに報告をしてしまったのですが、今回の改正で導入された府令の 13 条 3 号は、会社法の議決権停止制度に関する制度設計にもよりますが、使われ方次第では、アクティビスト対策として濫用的な使われ方をしてしまう危険性は確かにあり得るだろうと、今の黒沼先生のお話を伺って私も感じました。

○黒沼     ありがとうございました。

○伊藤     それでは、本日の研究会は以上で終わらせていただきたいと思います。ありがとうございました。