

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)

白井 正和（京都大学）

目次

- 一 はじめに
- 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
- 三 重要提案行為等の範囲の見直し
- 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
- 五 みなし共同保有者の範囲の見直し
- 六 株券等保有割合の算定方法の見直し
- 七 その他の見直し事項（変更報告書の提出事由の限定、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、夫婦関係のみなし共同保有者からの除外）

一 はじめに

- ・ 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」（WG 報告、2023 年 12 月 25 日公表）を踏まえた大量保有報告制度の改正¹：
 - ・ 2024 年 5 月 22 日に「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
 - ・ 2025 年 7 月 4 日に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
- ・ 本日の研究会：「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)」と題し、大量保有報告制度の改正について取り上げる
 - 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、残された課題などについても可能な範囲で言及する
 - 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れば）多岐にわたり、今回 1 回の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、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（令和 6 年改正後の公開買付・大量保有報告制度(4)）に譲ることとし、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る
- ・ 本日の報告で用いる略語
 - ・ 「法」または「金商法」：金融商品取引法
 - ・ 「政令」または「令」：金融商品取引法施行令

¹ 大量保有報告制度については、2006 年以降大幅な改正は行われてこなかったところ、その間の環境変化等を受けて多くの課題が指摘されるようになり、改正の必要性は高まっていた。今般の改正はこうした課題に対処するためのものといえる（石綿学＝越智晋平「新しい大量保有報告制度——政府令等の改正を踏まえ」商事法務 2404 号（2025 年）10 頁）。

- ・ 「府令」：株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令
- ・ 「大量保有 Q&A」：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
- ・ 「パブコメ回答」：今般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）」

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

- ・ 今般の改正：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、実務における機関投資家の協働エンゲージメント²を促進する観点から特例を設ける
- ・ 大量保有報告制度：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）→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る（同条 4 項）
→改正前の法：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た（同条 5 項）
→「合意」には（相互または一方の行動を約する性質のものである限り）口頭や黙示の合意も含まれると解されている³ため、「合意」が成立するか否かは個別事情を踏まえケースバイケースで判断せざるを得ず⁴、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指摘されていた⁵
↓
- ・ WG 報告：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、機関投資家による協働エンゲージメントに関し

² 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（投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話）を行うことをいう。2025 年 6 月 26 日に改訂された日本版スチュワードシップ・コードでは、機関投資家のスチュワードシップ活動において協働エンゲージメントも重要な選択肢であると位置づけられている（指針 4－6）。

³ 金融庁「大量保有報告制度における『重要提案行為等』『共同保有者』に関する法令・Q&A の整理」（2025 年 8 月 26 日公表）13 頁、石綿＝越智・前掲注 1）11 頁等。口頭の合意も含まれることについては、大量保有 Q&A 問 21 も参照。

⁴ 新谷亜紀子ほか「大量保有報告制度の見直しに係る政令・内閣府令等の改正等の解説」商事法務 2403 号（2025 年）44 頁等。

⁵ この点に関連して、実務家の立場から、大量保有報告制度が障害となって機関投資家が協働エンゲージメントを躊躇するという事態は根強く存在すると指摘するものとして、生方紀裕＝加納さやか「TOB 制度・大量保有報告制度等 WG 報告を受けた金商法改正案の概要と実務への影響」金融法務事情 2232 号（2024 年）12 頁注 15 がある（ただし、反対の評価をするものとして、太田洋「TOB・大量保有報告規制と『acting in concert』（共同協調行動）」商事法務 2336 号（2023 年）24 頁）。

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、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た⁶

↓

- ・ 今般の改正：株券等の保有者と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当該保有者と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り、②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、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（法 27 条の 23 第 5 項 1 号～3 号）

2 本特例を利用可能な保有者（①の要件）

- ・ 本特例を利用可能な株券等の保有者：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）

→2025 年の府令の改正：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⁷、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定められた（府令 5 条の 2 の 2）

∴本特例の目的は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&共同保有者に該当することにより生じる事務負担等は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⁸

- ・ 注意すべき点：本特例を利用するためには、株券等の保有者⁹と他の保有者の双方につき以上の①の要件を満たす必要がある

→いわゆるアクティビスト株主の中には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いるが⁹、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¹⁰

⁶ WG 報告 13 頁～14 頁。

⁷ 新谷ほか・前掲注 4) 45 頁。

⁸ 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）11 頁。

⁹ たとえば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（石綿＝越智・前掲注 1) 11 頁～12 頁）。

¹⁰ パブコメ回答 No.3 および No.4 に係る金融庁の考え方参照。もちろんこの場合であっても、当該アクティビスト株主との間で法令上の権利行使以外の株主としての一般的な行動について合意したに過ぎない場合には、本特例の適用以前の問題として実質的共同保有者には該当しない（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

→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¹¹

3 合意の目的（②の要件）

- ・ ②の要件：共同して重要提案行為等を行うことを「合意の目的」としないことを求めている（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を除外する趣旨の規定¹²
- ・ 「合意の目的」：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¹³や、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¹⁴も含む概念である¹⁵
- ・ 金融庁：共同提案に係る株主提案（令 14 条の 8 の 2 第 1 項に該当する事項に係る株主提案）につき、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¹⁶
 →ただし、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、②③の要件を満たさないことは明らかであるように思われる
- ・ 金融庁：合意の一方当事者が重要提案行為等を行ったとしても、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¹⁷

係る考え方の整理」（2014 年 2 月 26 日公表）11 頁参照）。

¹¹ パブコメ回答 No.4 に係るコメントの概要では、非金融商品取引業者の団体が事務局として全体をまとめる役割を果たす形が実務上のアプローチであると指摘されている。

¹² 野崎ほか・前掲注 8）12 頁。そのような態様の合意については、合意の当事者の保有状況を合算した情報が投資判断上重要であると考えられることに基づく。

¹³ たとえば、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いて、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よう（石綿学＝越智晋平「大量保有報告制度の改正と実務への影響」商事法務 2368 号（2024 年）36 頁）。

¹⁴ たとえば、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と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いえよう（石綿＝越智・前掲注 13）36 頁参照）。

¹⁵ 野崎ほか・前掲注 8）12 頁、新谷ほか・前掲注 4）45 頁注 3。

¹⁶ パブコメ回答 No.12 および No.13 に係る金融庁の考え方。新谷ほか・前掲注 4）45 頁注 3 も参照。

¹⁷ パブコメ回答 No.12 および No.13 に係る金融庁の考え方。野崎ほか・前掲注 8）12 頁、



- ・ 問題は「独立して単独で」行われたかどうかの評価：ケースバイケースで考えざるを得ないように思われる

E.g., (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 AB 間で当該株主提案につき共同して賛成の議決権行使をする旨の合意をした

→(a)AB 間の意思連絡の内容等を踏まえて(b)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、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¹⁸

- ・ ②の要件にいう「合意の目的」が意味する内容については、大量保有 Q&A の改訂においても具体例やその場合の金融庁の考え方等が示されなかったこともあり¹⁹、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いえるかどうか等をめぐり、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残されている

4 合意の個別性 (③の要件)

- ・ 法 27 条の 23 第 5 項 3 号が規定する③の要件：2025 年の政令の改正により、次の(i)～(iii)の要件を全て満たすことが必要とされている (令 14 条の 6 の 3)
 - (i)発行者の株主総会 (or 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
 - このような限定をする理由：③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²⁰ところ、(i)～(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いと考えられる²¹
- ・ (i)～(iii)の要件：大量保有 Q&A で金融庁の考え方が示されている²²
 - ・ (i)の要件：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要件を満たさないが、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

新谷ほか・前掲注 4) 45 頁注 3 も参照。

¹⁸ 石綿＝越智・前掲注 1) 12 頁。

¹⁹ パブコメ回答 No.12 に係るコメントの概要では、②の要件に関する限界事例の具体例やその場合の金融庁の考え方を大量保有 Q&A において示すべきであるとの意見が寄せられたが、実際には大量保有 Q&A でそのような対応はされなかった。

²⁰ 野崎ほか・前掲注 8) 12 頁。

²¹ 新谷ほか・前掲注 4) 45 頁。

²² 大量保有 Q&A 問 26。

- としても、株主総会の都度合意している限りにおいては要件を満たしうる
- ・ (ii)の要件：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きに、合意の対象となる議案の個数に限定はないことが付言されている
 - ・ (iii)の要件：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」合意したとはいえず、(iii)の要件を満たさない
- ・ 注意すべき点：(i)～(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る²³
- その理由（金融庁のパブコメ回答）：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²⁴
- ↓
- ・ 確かに、本特例を設ける必要性に関しては、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であろう合意（すなわち議決権行使の合意）のみを対象にすれば足りると考えることも可能かもしれない
- 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推し進める観点から、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とする見解も有力に主張されている²⁵
- そのような有力説の価値判断に基づけば、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みる余地もあるかもしれない²⁶

²³ 石綿＝越智・前掲注 1) 11 頁。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うる文言になっていたが、政令において定められた(iii)の要件により、本特例は議決権以外の株主権（たとえば株主提案権）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ことが明らかになった。なお、法 27 条の 23 第 5 項 3 号の文言により、共同して株券等の取得または処分を行うことを合意している場合についても本特例は適用されない。こちらの点については、市場の需給に関する情報として重要性を有するからという理由が立案担当者によって示されていた（野崎ほか・前掲注 8) 12 頁）。

²⁴ パブコメ回答 No.16 に係る金融庁の考え方。

²⁵ 飯田秀総「共同保有者・特別関係者の範囲」落合誠一先生古稀記念論文集『商事法の新しい礎石』（有斐閣、2014 年）916 頁～919 頁、926 頁。具体的には、飯田論文では、大量保有報告規制・公開買付規制を支配権の変動に関する規制であると捉えるとともに、株主アクティビズムの萎縮を避けるよう制度設計すべきであるという観点に基づき、「株主としての議決権その他の権利」（法 27 条の 23 第 5 項）の対象として、取締役会を支配することに至る数の取締役を選任するための株主権に限定することが提案されている（同 920 頁）。

²⁶ この点に関連して、尾崎悠一「大量保有報告制度の改正」ジュリスト 1604 号（2024 年）31 頁は、「株主としての議決権その他の権利」に経営支配を目的にするといった限定がない点を問題視し、前掲注 25 で紹介した飯田論文も引用した上で、今般の大量保有報告制度の改正により問題が適切に解決しているといえるかについては疑問の余地があるとする。



- ・とはいえ、このことは見方を変えれば、有力説が拠って立つ価値判断と本特例の趣旨は異なるものと解される以上、今般の改正により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²⁷有力説のような考え方が否定されることにはならない（改正後も解釈論として維持される）といえよう
- ・本特例：協働エンゲージメントの促進という観点からセーフハーバー・ルールとして導入されたに過ぎず、それ以外の観点に基づく議論を排斥することにはならない

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²⁸（法 27 条の 26 第 1 項）
 - 重要提案行為等の範囲：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²⁹ものの、未だ範囲が不明確または広範であり、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の指摘³⁰
 - WG 報告：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た³¹
- ・金融庁：「重要提案行為等」に該当するためには、①発行者また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、③提案行為が発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重要な影響を及ぼすことを目的とすることという 3 つの要件を全て満たす必要がある³²

²⁷ 飯田論文は、注 25 で紹介した自説の議論につき、条文解釈の問題として論じることが可能であるとする（飯田・前掲注 25）920 頁）。黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 2 版〕』（有斐閣、2020 年）323 頁も参照。

²⁸ 重要提案行為等は経営に対する影響力に着目する概念であり、そのような行為を目的とする場合には、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べきであるという考え方に基づく（WG 報告 12 頁～13 頁）。

²⁹ 金融庁・前掲注 10）5 頁～10 頁。

³⁰ 新谷ほか・前掲注 4）46 頁、石綿＝越智・前掲注 1）14 頁。大量の銘柄を保有する機関投資家にとっては、特例報告制度が利用できなくなることを回避するため、重要提案行為等に該当しないようにエンゲージメントを行っているという実態があり、そのようなエンゲージメントによって、スチュワードシップ・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いった指摘がされていた（WG 報告 12 頁）。黒沼・前掲注 27）328 頁も参照。

³¹ WG 報告 13 頁。

³² 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

→こうした金融庁による要件整理の枠組み：今般の改正の前後で特に変化はない³³

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（&大量保有 Q&A の改訂）：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た
- ・ 重要提案行為等に関する列举事項（令 14 条の 8 の 2 第 1 項各号）の見直し：
 - ・ 既存の事項のうち、経営に対する影響力が大きいとはいえない「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
 - ・ 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³⁴の選解任（同項）、(c)特定の者の役員³⁵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³⁶（同項 12 号、府令 16 条 4 号）が追加
 - ✓(a)(b)の事項：改正前も代表取締役の選定・解職は列举事項→(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、列举事項に追加³⁷
 - ✓(c)の事項：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みられるところ、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→列举事項に追加³⁸
 - ✓(d)の事項：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る→列举事項に追加³⁹
- Cf. (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→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⁴⁰
- ・ 大量保有 Q&A の改訂を通じて、重要提案行為等に関して WG 報告で提言された内容の

13 日公表) No.90、金融庁・前掲注 10) 5 頁。飯田秀総『金融商品取引法』（新世社、2023 年）209 頁～210 頁、尾崎・前掲注 26) 29 頁も参照。

³³ なお、改正後は、新たに追加された大量保有 Q&A 問 36 において、以上の①～③が重要提案行為等に該当するための要件であることが明記されている。

³⁴ ここにいう「執行役員」は、投資信託及び投資法人に関する法律上の執行役員を指す（パブコメ回答 No.17 および No.18 に係る金融庁の考え方）。そのため、株式会社で任意に設置される執行役員はこれに該当しない（石綿＝越智・前掲注 1) 14 頁注 21)。

³⁵ 「役員」には、会社法上の役員に限られず、法人に対し取締役などと同等以上の支配力を有する者と認められる者も含まれる（令 14 条の 8 の 2 第 1 項柱書）。

³⁶ 具体的には、発行者以外の者による株券等の取得であって、取得後に取得者がそのみなし共同所有者とあわせて 50%を超える議決権を所有することになる場合をいう。なお、この場合の株券等の取得の方法については特段限定されていない（株式譲渡や新株発行に限られず、たとえば株式交付による場合も(d)の事項に該当する）。

³⁷ 新谷ほか・前掲注 4) 47 頁。

³⁸ 新谷ほか・前掲注 4) 46 頁～47 頁。

³⁹ 新谷ほか・前掲注 4) 47 頁。

⁴⁰ 新谷ほか・前掲注 4) 47 頁注 5、石綿＝越智・前掲注 1) 15 頁。

実現を図っている（大量保有 Q&A 問 36）

✓政令における列举事項のうち、(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⁴¹の提案については、発行者との対話の場で行うものであっても、上記③の要件（提案行為が発行者の事業活動に重大な変更を加え、また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

✓(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い
→経営に対する影響度の高低という観点で列举事項を2つのカテゴリーに分類した上で、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⁴²

→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」と指摘されている⁴³

↓

- ・ (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：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は、通常これに該当する（大量保有 Q&A 問 36）

→金融庁のパブコメ回答：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いては、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⁴⁴

⁴¹ 具体的には、代表取締役もしくは代表執行役の選定・解職または執行役員の選解任（令 14 条の 8 の 2 第 1 項 3 号）、特定の者の役員への選任（同項 4 号）、発行者が株式交換完全子会社となる株式交換または発行者が吸収合併消滅会社となる吸収合併（同項 6 号）、発行者の主要な事業を承継対象とする会社分割（同号）、発行者の主要な事業の譲渡・休止・廃止（同項 7 号）、解散（同項 12 号、府令 16 条 2 号）、破産手続開始等の申立て（同条 3 号）、発行者以外の者による支配権の取得（同条 4 号）が、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として挙げられている。

⁴² なお、WG 報告では、企業支配権等に直接関係する提案内容かどうかに基づく分類が提言されていたが、大量保有 Q&A 問 36 では、提案内容の経営への影響度が相対的に高いかそれとも低いかといった基準が採用されている。

⁴³ 石綿＝越智・前掲注 1) 16 頁、生方＝加納・前掲注 5) 15 頁。

⁴⁴ 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、たと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関する提案（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の でなければ、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ことになる。

Cf. WG 報告：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た⁴⁵

←→大量保有 Q&A 問 36：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」の例として挙げられていない

→大量保有 Q&A 問 36 で示された①～③は例示に過ぎず、他の可能性を排除するわけではない：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いえないだろう⁴⁶

3 若干の検討

- ・ 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：実務の変化を踏まえた必要な改正であり、適切である
- ・ 大量保有 Q&A 問 36：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、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、実務上参考になると指摘されている⁴⁷
- ・ 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：明確性の観点からは疑問の余地がある
→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、今般の改正により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持つ重要性が高まっていること⁴⁸を踏まえれば、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として位置づけるのではなく、政令を改正し、政令また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る

⁴⁵ WG 報告 13 頁注 13。

⁴⁶ ただし、本レジュメ項目七 2 で述べるように、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留意する必要がある（府令 13 条 3 号）。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「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、実際にはあまり想定されないのかもしれない。

⁴⁷ 石綿＝越智・前掲注 1) 14 頁。

⁴⁸ 改正後は、重要提案行為等に当たるか否かは、従来と同様に特例報告制度を利用するための要件であることに加えて、実質的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（本レジュメ項目二）や現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に関する規定（本レジュメ項目四）、さらにはみなし共同保有者の要件（本レジュメ項目五）にも組み込まれることとなったため、大量保有報告制度上の情報開示の必要性を高める概念としての位置づけが強まっており、その重要性が増している（石綿＝越智・前掲注 1) 14 頁）。

→また、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かが必ずしも明らかではないようにも感じている

- ・ 金融庁：法 27 条の 26 第 1 項の規定を根拠とする⁴⁹→もともと、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また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、解釈論としては自然とはいえないように思われる

→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、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いえないのではないかな？

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：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う⁵⁰

→改正前：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⁵¹

→もともと、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いる

→WG 報告：そのような取引については、大量保有報告制度の適用対象とすることが適当である旨の提言がなされた⁵²

↓

- ・ 今般の改正：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⁵³に係る権利を有する者であって、次の①～③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た（法 27 条の 23 第 3 項 3 号、令 14 条の 6 第 2 項 1 号～3 号⁵⁴）

⁴⁹ 金融庁・前掲注 10) 5 頁参照。

⁵⁰ 野崎ほか・前掲注 8) 12 頁。

⁵¹ 新谷ほか・前掲注 4) 48 頁、石綿＝越智・前掲注 13) 38 頁。太田洋「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流（下）」商事法務 1842 号（2008 年）27 頁も参照。

⁵² WG 報告 14 頁。

⁵³ 金商法 27 条の 23 第 3 項 3 号では「株券等に係るデリバティブ取引」とだけ規定されているため、株券等を原資産とするデリバティブ取引であれば基本的にはこれに該当する（石綿＝越智・前掲注 13) 39 頁）。現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引が「株券等に係るデリバティブ取引」に含まれることは、いうまでもない。

⁵⁴ したがって、今般の改正により、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保有する場合であっても、①～③のいずれかの目的を有する場合には、大量保

- ・ 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

→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いては、府令 3 条の 3 各号に基づき計算される⁵⁵

- ・ 大量保有 Q&A：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、①～③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①～③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⁵⁶

2 若干の検討

- ・ WG 報告：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紹介されていた⁵⁷
→(a)の場合については①の目的を、(b)の場合については②の目的を通常は認定することができると思われるため、改正後は(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うるといえる
- ・ 以上のほかにも、エクイティ・デリバティブ取引については、(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⁵⁸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た

有報告制度の適用対象となることが明らかにされた。

⁵⁵ ごく単純化して述べるとすれば、府令 3 条の 3 第 1 号・2 号・5 号～7 号では「株券等の数」×「約定数値と現実数値の差」＝「授受を約する金銭の額」といった式が、同条 3 号・4 号・8 号・9 号では「株券等の数」×「約定期間開始時と終了時の利率や指標の差」＝「授受を約する金銭の額」といった式が示され、それらに基づきデリバティブ取引の原資産である株券等の数が計算できるようになっている。

⁵⁶ 大量保有 Q&A 問 14。

⁵⁷ WG 報告 14 頁。

⁵⁸ 金融実務においては、エクイティ・デリバティブ取引を行っている金融機関は、現金決済型であっても、当該取引のショートポジションから生じるエクスポージャーをヘッジする必要が生じるところ、たとえば原資産である株券等の流通量が少なく、他の方法でヘッジ取引を行うと取引コストが多額となるような場合には、リスクヘッジのために取引期間中は原資産である株券等を保有するという選択をすることが考えられる（佐藤勤「議決権と経済的所有権の分離」南山法学 35 巻 3・4 号（2012 年）83 頁参照）。

が⁵⁹、改正後は(c)の事例については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できる⁶⁰

↓

- ・ 今般の改正を通じて、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ることとなり、従来、いわゆる隠れた株式保有（Hidden Ownership⁶¹）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いえそうである
- ・ 今後の検討課題：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、①～③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

→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

E.g., 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、時機をみ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り、突如として大株主として出現するといった事例⁶²

→当初から①の目的を有することが疑われるものの、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（もしくは

⁵⁹ 川島いづみ「エクイティ・デリバティブを介したヒドゥン・オーナーシップ等に対する法規制」早稲田社会科学総合研究 14 巻 1 号（2013 年）23 頁、得津晶「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点」公益社団法人商事法務研究会『株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点についての調査研究報告書』（2013 年）19 頁、石綿＝越智・前掲注 1）17 頁等。

⁶⁰ なお、(c)の事例については、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が、かかる解釈については、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（野崎ほか・前掲注 8）13 頁）。

⁶¹ 直接的には議決権株式を所有していないが、議決権の行使方法を明示または黙示に指図することができたり、必要なときには当該議決権株式の譲渡を受けることができたりするなど、間接的に議決権にアクセスできる株式保有状態をいう（川島・前掲注 59）23 頁）。

⁶² 穴戸善一＝大崎貞和『上場会社法』（弘文堂、2023 年）143 頁、石綿＝越智・前掲注 1）17 頁参照。このような事例では、株券等を買集める側からすれば、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ることから、利用されることが考えられるが、そのような意図の下でデリバティブ取引が行われるのであれば、まさに「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事例」に該当するといえよう。

- は必要なポジションをすべ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⁶³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ない
- 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⁶⁴、そのような指摘に賛成する
- 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①～③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る

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(いわゆるウルフパックが行われたことが疑われる事例⁶⁵)が生じているとする問題提起がなされている⁶⁶
- WG 報告：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、たと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る⁶⁷

⁶³ 大量保有 Q&A 問 14 によれば、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①～③の目的をいずれも有していなかった場合には、その後①～③のいずれかの目的を有するに至った時点で初めて、当該取引は大量保有報告制度の適用対象となるとされているが、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、取引の当事者としては、そのことを奇貨として、取引が決済される時点で(もしくは必要なポジションをすべ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旨の主張をすることが予想される。

⁶⁴ 石綿＝越智・前掲注 1) 17 頁。

⁶⁵ ウルフパックの実質的な問題点としては、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(太田洋「大量保有報告規制の改革に向けて」商事法務 2325 号(2023 年) 22 頁～25 頁)。ウルフパックとインサイダー取引規制との関係については、松元暢子「アクティビズムに関連する法的検討課題」商事法務 2367 号(2024 年) 72 頁～73 頁も参照。

⁶⁶ 太田・前掲注 65) 22 頁、石綿＝越智・前掲注 13) 38 頁等。武井一浩「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流(上)」商事法務 1840 号(2008 年) 75 頁～77 頁も参照。

⁶⁷ WG 報告 15 頁。なお、ウルフパックの問題への対処という観点からは、実質的共同保有者に該当するための要件として必ずしも「合意」の存在を求めないという方向性の採用を主張する見解もあり(太田・前掲注 65) 31 頁～32 頁)、学説上も外形的事実を基準とするだけではウルフパックに対する十分な対策といえるか疑問であるとする見解もあるが(高橋陽一「公開買付制度・大量保有報告制度のエンフォースメント」ジュリスト 1604 号(2024 年) 38 頁)、WG 報告ではそのような方向性に基づく解決策(提言)は採用されなかったようである。ただし、今般の改正内容との関係では、府令 5 条の 3 第 6 号にいう「要請」の捉え方(状況証拠等に基づく推認の仕方)次第では、重要提案行為等を伴うウルフパックの

→2025 年の府令の改正：みなし共同保有者（法 27 条の 23 第 6 項）の規定が拡充されており、5 つの類型（関係）がみなし共同保有者に追加された（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⁶⁸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：
 - ・ ①会社と、その会社の代表者および株券等の取得・処分・管理に係る業務を執行する役員⁶⁹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）
 - ①②の関係：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
 - 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⁷⁰については、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①②の適用対象から除外されている
 - ・ 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⁷¹と、当該資金の供与および取得要請を受けた者との関係⁷²（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⁷³

問題にある程度柔軟に対処する余地はあるのかもしれないが、そのような理解を推し進めていくことは協働エンゲージメント（の際の株主間の自由な意見交換）に対する阻害要因になりかねないところでもあり、悩ましい問題である。

⁶⁸ 令 14 条の 7 第 1 項は、その各号において、法 27 条の 23 第 6 項にいう「政令で定める特別の関係」の内容を具体的に規定する。令 14 条の 7 第 1 項は第 1 号から第 3 号までであるが、そのうち第 3 号は、「その他前 2 号に掲げる関係に準ずるものとして内閣府令で定める関係」と規定し、具体的な内容を府令 5 条の 3 に委ねている。

⁶⁹ これらの役員と同等以上の支配力を有するものと認められる者も含まれる。同等以上の支配力を有するものと認められる者に当たるか否かについては、実質的に権限を有していたり業務を分掌していたりするかといった個別具体的な事案に即して判断される（パブコメ回答 No.95～No.99 に係る金融庁の考え方）。

⁷⁰ 証券会社、投資運用業者、銀行、信託銀行、保険会社等をいう（府令 5 条の 2 の 2）。本レジュメ二で紹介した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（法 27 条の 23 第 5 項 1 号～3 号）を利用可能な主体と同じである。

⁷¹ この点に関連して、金融機関から株式の取得資金の融資を受ける際に、融資契約において当該融資に係る資金の使途が株式の取得に限定される場合があるとされるが、このことをもって、直ちに金融機関が借主に対して「株券等を取得することの要請」をしたとはいえない（パブコメ回答 No.103 および No.104 に係る金融庁の考え方）。

⁷² なお、③の関係に当たるためには、④の関係の場合とは異なり、被供与者（被要請者）が供与を受けた資金を充てて実際に株券等を取得することまでは求められてない。

⁷³ 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となる。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、④の関係には当たらず、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

との関係（同条 5 号）

→③④の関係：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（単なる株券等の取得の要請だけでは足りない）

→③④の關係に基づきみなし共同保有者に該当する場合、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⁷⁴

Cf. ③の關係：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る（同条 4 号イ～ヘ）

Cf. ④の關係：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る（同条 5 号括弧書）

- ・ 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）

→実質的共同保有者に該当するためには「合意」が必要であるが、⑤の關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「要請」があれば足りる：同条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⁷⁵

→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の關係における「要請」に当たると評価できる場合をあまり広くとらえるべきではないように思われる⁷⁶

なし共同保有者には該当しないこととなろう（石綿＝越智・前掲注 1）18 頁参照）。株主アクティビズムの過度な妨げとなりうる事態は望ましくないという観点からは、そのような扱いでよいように思われる。

⁷⁴ 石綿＝越智・前掲注 1）18 頁。解釈論としてはそのように解さざるを得ないが、それでよいかは議論の余地があろう。

⁷⁵ 石綿＝越智・前掲注 1）19 頁。

⁷⁶ たとえば、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）たと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ようかとの意見を述べ、機関投資家 A が「わかりました、ぜひそうさせていただきます」と回答した場合を考えれば、(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だが、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（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かを明確に判断することは必ずしも容易ではない）という点にあるように思われる。その場合に、状況証拠等に基づく推認のあり方について、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広く「要請」ありと評価すべきか（←仮に(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）、それとも協働エンゲ

Cf. パブコメ回答：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⁷⁷

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るが、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（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る⁷⁸
 - 施行日前から府令 5 条の 3 第 2 号～6 号に掲げる関係にある者であっても、施行日において新たに共同保有者になったものと取り扱われる
 - 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ある

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いては、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（府令 5 条 3 項⁷⁹）
 - ←→改正前：株券については、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も、転換前の株式数を分子として取り扱う
 - 大量保有報告制度は経営に対する影響力に着目して情報開示を求める制度：転換後の株式数を一切勘案しないことでよいかという疑問が生じ得た⁸⁰
 - WG 報告：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ことが提言された⁸¹
- ・ 今般の改正：取得請求権付株式および取得条項付株式については、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（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と推察される⁸²

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「要請」ありと評価する場合は限定的に捉えるべきか（←仮に(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）は、論者により意見が異なることが想定されるが、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る。

⁷⁷ パブコメ回答 No.109 に係る金融庁の考え方。

⁷⁸ 新谷ほか・前掲注 4) 55 頁。

⁷⁹ 今般の改正前は府令 5 条 1 項だが、改正の前後において内容面で違いはない。

⁸⁰ 野崎ほか・前掲注 8) 13 頁～14 頁参照。

⁸¹ WG 報告 15 頁。

⁸² もちろん、議決権数が多ければ多いほど株式数が多くなるというわけでは必ずしもなく、転換後の方が議決権数は多くなるが株式数は少なくなるといった事態も理屈上は考えられ

→この場合の転換前後の株式数の差分：保有潜在株券等として分母に加算する（法 27 条の 23 第 4 項、府令 5 条の 2 第 1 号）

Cf. このような株券等保有割合の算出方法の変更⁸³に伴い、改正前後の算出方法の違いにより生じる差については、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る⁸⁴

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、保有者およ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いては、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（法 27 条の 23 第 4 項）

←→改正前：分母に加算する保有潜在株券等については重複控除の規定はない

→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た⁸⁵

→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、保有者およ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る（法 27 条の 25 第 1 項）

→大量保有報告書に記載すべき内容に係る変更については、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

→改正前：株券等の保有者または共同保有者の氏名（名称）や住所（所在地）、法人であ

ないではないが、こうした可能性については、株券等保有割合の計算に当たっては（議決権数ではなく）株式数を用いることとする以上、やむを得ないものと思われる。

⁸³ 立案担当者が示す具体例として、次のものがある（新谷ほか・前掲注 4）54 頁）。発行済株式総数 2000 株、保有株券等として取得請求権付株式を 100 株（1 議決権）保有する者がいて、当該取得請求権付株式は普通株式 200 株（2 議決権）に転換可能であるとする。改正前は、転換前の株式数を基準とするため 100 株/2000 株で 5%の株券等保有割合であったところ、改正後はより議決権数の多い転換後の株式数を基準とするため、200 株/2100 株で 9.52%の株券等保有割合となる。

⁸⁴ 野崎ほか・前掲注 8）14 頁、新谷ほか・前掲注 4）55 頁。そのため、株券等の取得や処分を行っていない場合であっても、前掲注 83 の例のように、改正の施行日に大量保有報告書や変更報告書の提出義務が生じうることには注意する必要があるだろう。

⁸⁵ 新谷ほか・前掲注 4）53 頁～54 頁。

る場合の代表者の変更が政令・府令の列举事項とされておらず、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→負担が過大であるとの指摘⁸⁶

↓

- ・ 2025 年の府令の改正：府令 9 条の 2 第 2 項に新たに第 2 号が設けられ、株券等の保有者または共同保有者の氏名（名称）や住所（所在地）、法人である場合の代表者の変更について、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（府令 9 条の 2 第 2 項 2 号）
→その理由：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うる
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
→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⁸⁷

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：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投資判断に重大な影響をもたらしうることから、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⁸⁸、特例報告制度は利用できない（法 27 条の 26 第 1 項、府令 12 条）
→2025 年の府令の改正：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（府令 13 条 3 号）
→その理由：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うる情報であると考えられる⁸⁹

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れば、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⁹⁰
→今般の改正：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」が削除された（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いても、のみなし共同保有者の基礎となる関係性から「親族関係」が削除される⁹¹とともに（法 27 条の 23 第 6 項）、2025 年の

⁸⁶ 新谷ほか・前掲注 4) 54 頁。

⁸⁷ 新谷ほか・前掲注 4) 54 頁～55 頁。

⁸⁸ 黒沼・前掲注 27) 327 頁。

⁸⁹ 新谷ほか・前掲注 4) 55 頁。

⁹⁰ 新谷亜紀子ほか「公開買付制度の見直しに係る政令・内閣府令等の改正等の解説」商事法務 2402 号（2025 年）17 頁。

⁹¹ 野崎ほか・前掲注 8) 12 頁。

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」が削除されている（令 14 条の 7 第 1 項）

以 上