# 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

平成６年改正後の公開買付・大量保有報告制度（４）
－大量保有報告制度の改正（２）－

2026 年４月 24 日（金）15:00～16:57
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　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
加藤　貴仁　東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口　恭弘　同志社大学法学部教授
久保　大作　大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼　悦郎　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
髙橋　陽一　京都大学大学院法学研究科教授
舩津　浩司　同志社大学法学部教授
松尾　健一　京都大学大学院法学研究科教授
山下　徹哉　京都大学大学院法学研究科教授
行岡　睦彦　東京大学大学院法学政治学研究科准教授
行澤　一人　神戸大学大学院法学研究科教授
湯原　心一　成蹊大学法学部法律学科教授

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。

【報　　告】

# 令和６年改正後の公開買付・大量保有報告制度（４）

## －大量保有報告制度の改正（２）－

同志社大学法学部教授
伊　藤　靖　史

目　　次

Ⅰ．　はじめに
Ⅱ．　大量保有報告制度
　１．大量保有報告制度と大量保有報告書
　２．大量保有報告書記載事項の概観
Ⅲ．　大量保有報告書の記載事項①
　１．発行者に関する情報
　２．提出者・共同保有者に関する情報
　３．大量保有の状態に関する情報
Ⅳ．　大量保有報告書の記載事項②
　１．序
　２．保有目的
　　（１）趣旨等
　　（２）現に行い又は予定している重要提案行為等の内容
　　（３）決定・予定している５％超取得行為の内容
　　（４）保有目的欄に追加された開示の性質（機能、位置付け）、今後の開示実務
　３．重要提案行為等
　４．最近 60 日間の取得・処分の状況
　５．「重要な契約」
　　（１）趣旨等
　　（２）記載が求められる契約
　　（３）検討
　６．取得資金
討論

○川口　　それでは、定刻になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

今日から新年度になりますけれども、引き続きよろしくお願いいたします。

本日は、同志社大学の伊藤先生より「令和６年改正後の公開買付・大量保有報告制度（４）－大量保有報告制度（２）」と題してご報告いただきます。

よろしくお願いします。

○伊藤　　同志社大学の伊藤です。どうぞよろしくお願いします。

お配りしています資料に沿って報告をしていきます。

Ⅰ．はじめに

今日の報告は、「令和６年改正後の公開買付・大量保有報告制度」についての第４回でして、大量保有報告書の記載事項について検討をしていきます。令和６年改正で改められた部分だけではなく、同改正後の大量保有報告書の記載事項全般について検討いたします。

大量保有報告書の記載事項は、大量保有報告制度のその他のルールと密接に関連しますから、本報告は、大量保有報告制度の概略を確認することから始めます。

令和６年改正はまだ施行されていませんけれど、報告で引用する条文は改正後の条文です。略語等についてはレジュメ２ページに記しているとおりです。引用する文献の略称は、レジュメの最後のページに記しています。

## Ⅱ．大量保有報告制度

### １．大量保有報告制度と大量保有報告書

大量保有報告制度は、上場会社の発行する株券などの一定割合以上の保有者（大量保有者）に対して、大量保有に係る情報について開示を求める制度です。

金商法等のルールは、開示のタイミングに関するものと内容に関するものに分けることができます。タイミングに関する原則ルールが一般報告、例外ルールが特例報告です。

タイミングに関するルールでは、開示書類の名称は「大量保有報告書」「変更報告書」「訂正報告書」と使い分けられますけれど、その様式は、一般報告ではいずれも１号様式（府令２条１項・８条１項・１号様式記載上の注意(1)e）、特例報告では大部分が３号様式（府令 15 条・３号様式記載上の注意(1)e）です。

短期大量譲渡の場合、変更報告書の記載事項が一部置き換えられます。以下では、全てを含めて「大量保有報告書」と呼ぶこともあります。

一般報告の基本ルールは、①株券等の②保有者で、当該株券等に係るその③株券等保有割合が５％を超えるもの（大量保有者）は、大量保有報告書を、大量保有者となった日から５日以内に、内閣総理大臣に提出しなければならないというものです（27 条の 23 第１項）。株券等保有割合の計算の際には、共同保有者の保有分が加算されます。

また、大量保有報告書を提出すべき者は、大量保有者となった日の後に、株券等保有割合が１％以上増減した場合と、その他の大量保有報告書記載事項の変更（一定のものを除く）があった場合に、その日から５日以内に、変更報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないものとされます。

特例報告は、第１種金融商品取引業や投資運用業を行う金融商品取引業者などについて、大量保有報告書・変更報告書の提出義務の有無の判定頻度を月２回の基準日のみとし、かつ提出期限を基準日から５日以内とするものです。

金融商品取引業者は、重要提案行為等を行うことを保有目的とする場合、特例報告を利用することができません。

これらに関連する令和６年改正の内容は、１月の白井先生のご報告で詳しく検討されました。そのうち、今回の報告にも関連するものをレジュメ（４頁）に挙げてあります。

### ２．大量保有報告書記載事項の概観

大量保有報告書の表紙を除く記載事項は、レジュメ（５頁）に記した表のとおりです。表に示されているように、３号様式は１号様式の記載事項を一部除いたものでして、３号様式に固有の記載事項はありません。そこで、本報告では１号様式について検討していきます。

大量保有報告書の記載事項は、大きく次のように分類できるだろうと思います。

(a) 発行者に関する情報（第１）
(b) 提出者・共同保有者に関する情報（第２の１（１）・第３の１（１）・第４の１）
(c) 大量保有の状態に関する情報（第２の１（４）・第３の１（２）・第４の２）＝大量保有報告の要件の充足に関する情報
(d) 大量保有を巡るその他の情報（第２の１（２）・（３）・（５）・（６）・（７））

これらは、次のように大別できるように思われます。すなわち、(a)から(c)までは、大量保有の

開示として必ず備えなければならない情報だと言えそうです。これについてはⅢで検討します。

他方で、(d)は、大量保有報告制度の趣旨からして開示することが有益な情報を開示させるものだと言えそうです。これについてはⅣで検討します。

Ⅲ．大量保有報告書の記載事項①

１．発行者に関する情報

発行者に関する情報として、発行者の名称、証券コード、上場・店頭の別、上場金融商品取引所が記載されなければならないものとされます。第１【発行者に関する事項】です。

２．提出者・共同保有者に関する情報

提出者については、次の事項が開示されなければならないものとされます。第２【提出者に関する事項】１【提出者（大量保有者）／１】（１）【提出者の概要】です。

①【提出者（大量保有者）】では、個人・法人の別、氏名又は名称、住所又は本店所在地、旧氏名又は名称、旧住所又は本店所在地が記載されなければならないものとされます。注５（レジュメ７頁）に記していますように、組合等であれば、当該組合等ではなく、当該株券等を所有する業務執行組合員等を保有者として提出をしたうえで、株券等を業務執行組合員等として保有する旨は、「重要な契約」欄に記載することとされます（記載上の注意(9)a）。

②【個人の場合】では、生年月日、職業、勤務先名称、勤務先住所、③【法人の場合】では、設立年月日、代表者氏名、代表者役職、事業内容、④【事務上の連絡先】では、事務上の連絡先及び担当者名、電話番号、が記載されなければならないものとされます。

第３【共同保有者に関する事項】の１【共同保有者／１】（１）【共同保有者の概要】には、共同保有者について、以上と同様の事項が記載されなければならないものとされます。この共同保有者の概要は、共同保有者がいる場合に、提出者が了知している範囲で、提出者に関する前記の事項に準じて記載することとされます（記載上の注意(18)）。

第４【提出者及び共同保有者に関する総括表】の１【提出者及び共同保有者】には、提出者及び共同保有者の氏名又は名称のみが記載されます（記載上の注意(20)）。

３．大量保有の状態に関する情報

提出者について、以下の事項が記載されなければならないものとされます。第２の１【提出者（大量保有者）／１】（４）【上記提出者の保有株券等の内訳】です。

このうち①【保有株券等の数】では、株券等保有割合の計算の基礎となる提出者の保有株券等の内訳（有価証券としての種類・保有の形態〔27条の 23 第３項の区別〕ごとの保有数）、保有株券等の数から控除される数（信用取引により譲渡したことにより控除されるもの、共同保有者間で引渡請求権等の権利が存在するものとして控除されるもの）、保有株券等の数（総数）、保有潜在株券等の数に加算すべきものの数、保有潜在株券等の数が表示されます。

金商法 27 の 23 第１項では、(a)対象有価証券と(b)対象有価証券に係る権利を表示するものとして政令で定めるものを合わせたものが株券とされていまして、(a)は施行令 14 条の５の２、(b)は 14 条の４の２に列挙されます。

レジュメ（８頁）の表に示したように、１号様式での株券等の種類分けは、それらとは一部異なっています。

１号様式のこの部分で１つ気になりましたのが、表で下線を引きました「他社株等転換株券」です。これについて、１号様式記載上の注意(12)k では、「現在は発行者以外の者が発行者である株券等であっても、取得の請求の結果、対価として交付される株券等が対象者の発行する株券等である旨の定めがなされている場合には、当該交付される株

券等の数を『他社株等転換株券』欄に記載すること。」としていまして、この数は、保有潜在株券等の数に含まれます。

例えば、レジュメに書いていますように、Ｐ社が発行するＡ種類株式に取得請求権が付されていて、その取得の対価はＱ社が発行する株式だとします。この例で、ＸがＱ社を発行者とする大量保有報告書を提出する場合、Ｘ保有のＡ種類株式が、前記の「他社株等転換株券」として記載されなければならないということです。

このようなルールは、前述の例でＰ社が発行しているＡ種類株式も、Ｑ社を発行者とする「株券等」として制度の適用対象となるという解釈を前提に、平成 18 年の大量保有報告制度の改正に伴う府令改正の際に、大量保有報告書における記載箇所を明確にする観点から定められたものだと言われています。

しかし、そのような取扱いは、大量保有報告制度の趣旨からは適切であるとしても、金商法及び大量保有府令の文言には支えられていないように思われます。そのように考える理由をこれから説明します。

まず、前述の例のＡ種類株式は、施行令 14 条の５の２第１号の「株券」に当たりまして、これは対象有価証券の１つです。金商法と大量保有府令の条文のうえでは、株券の「発行者」はそれを発行する会社であって、他社株を取得対価とする取得請求権が付された株券であっても、これについては、対象有価証券に係る権利を表示するものとして対象有価証券の発行者を「発行者」だとする旨の規定（27 条の 23 第１項、府令１条の２）は定められていません。

また、保有潜在株券等の範囲を定める大量保有府令５条の２でも、株券は原則として保有潜在株券等から除かれます。以上のような金商法と大量保有府令の条文構造からしますと、Ａ種類株式の発行者はＰ社だけでして、幾ら取得対価がＱ社株だからといって、Ｑ社を発行者とする取扱いを導き出すことはできないように思われるわけです。

その続きですけれど、①【保有株券等の数】についての改正点は次のとおりです。

まず、保有の形態として、金商法 27 条の 23 第３項３号に定められることになった現金決済型エクイティ・デリバティブのロングポジションが追加されました（記載上の注意(12)e）。

また、取得請求権付株式・取得条項付株式については、レジュメ４ページに記したような改正が行われました。これによって、レジュメ８ページの末尾に記したように、１号様式が改められたわけではありませんが、それらの株式について、転換後の議決権の方が多ければ、保有株券等の数としては転換後の株式数を記載することになりました（府令５条１項２号）。

さらに、１号様式には、「株券、株券預託証券及び株券信託受益証券のうち保有潜在株券等の数に加算すべきものの数」の項目が追加されています。これは、レジュメ４ページに記したような取得請求権付株式・取得条項付株式に関するルールによって、保有潜在株券等の数に加算されるものの数を表示するものです（記載上の注意(12)n）。

②【株券等保有割合】では、発行者の発行済株式等総数（AD）、提出者及び共同保有者の保有潜在株券等の数（AE）、保有潜在株券等のうち共同保有者の間で引渡請求権等の権利が存在するものとして控除する保有潜在株券等の数（AF）、上記提出者の株券等保有割合、直前の報告書に記載された株券等保有割合が表示されます。

下線を引きました「株券等保有割合」は、①【保有株券等の数】に表示される「保有株券等の数（総数）」を前述の「AD＋AE－AF」で割ることで算出されます。

②【株券等保有割合】についての改正点は次のとおりです。すなわち、改正前は分母が「発行済株式等総数＋提出者単独の保有潜在株券等の数」とされていたところ、前述のように（AD＋AE－AF）に改正されています（記載上の注意(12)o・p）。

まず、AE は、提出者及び共同保有者の保有潜在株券等の数を問題にするものです。このように改

められたのは、改正前には、提出者に関する事項、共同保有者に関する事項、提出者及び共同保有者に関する総括表それぞれで株券等保有割合の計算の分母がまちまちであったのを、統一するためであるとされます。

また、AFは、改正によって、提出者及び共同保有者間で引渡請求権等が存在する潜在株券等について重複控除がされることになった（府令５ 条の２第６号追加）ことに伴う追加です。

このような改正の結果、提出者について言いますと、金商法 27 条の 23 第４項に定められる株券等保有割合の計算の分子の方を提出者単独の数字に変えた計算がここで表示されることになったというわけです。

第３【共同保有者に関する事項】１【共同保有者／１】（２）【上記共同保有者の保有株券等の内訳】及び第４【提出者及び共同保有者に関する総括表】２【上記提出者及び共同保有者の保有株券等の内訳】についても、以上と同様の改正が行われています。

Ⅳ．大量保有報告書の記載事項②

１．序

第２の１【提出者（大量保有者）／１】では、提出者について、Ⅲで検討した事項のほか、次の事項が記載されなければならないものとされます。

すなわち、（２）【保有目的】、（３）【重要提案行為等】、（５）【当該株券等の発行者の発行する株券等に関する最近 60 日間の取得又は処分の状況】、（６）【当該株券等に関する担保契約等重要な契約】、（７）【保有株券等の取得資金】です。

（６）にいう契約を、以下では「重要な契約」といいます。

これらの事項に関連して、WG 報告で課題とされたのは次の２点です。

①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こと

②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があること①の課題への対処のため、また実務上、大量保有報告書に記載される情報が市場の公正性・透明性の観点から不十分であり、情報開示を拡充すべきとの指摘を踏まえて、保有目的、それから「重要な契約」について記載上の注意を拡充する等の改正が行われています。

他方で、レジュメの注 11 に記したように、②の課題への対処は特に行われなかったように思われます。

２．保有目的

（１）趣旨等

保有目的の開示が要求される理由は、一般に次のように説明されます。すなわち、大量保有者が株券等を保有する目的がどのようなものかは、大量保有が発行者の支配にどの程度の影響を与えるのか、また、市場の需給関係にどの程度の影響を与えるのかを示し、株価に影響するからだというわけです。

保有目的欄の記載に関する指示は、１号様式記載上の注意(10)に記されます。同記載上の注意では、改正前には、「『純投資』『政策投資』『重要提案行為等を行うこと』等の目的及びその内容について、できる限り具体的に記載すること。複数ある場合にはその全てを記載すること。」とだけされていまして、それ以上に詳細な指針はない状態だったと言われます。

改正によって、記載上の注意(10)の従来の部分は「a」とされまして、その後で、「b」として重要提案行為等についての記載、また、「c」として株券等保有割合を５％超増加させる行為についての記載、が新たに求められるようになりました。

c の行為のことを、以下では「５％超取得行為」といいます。

以下、保有目的欄に新たに追加されたこれらの記載事項について検討していきます。

（２）現に行い又は予定している重要提案行為等

の内容

（ア）改正内容

改正によって追加されました１号様式記載上の注意(10)b は、その括弧書きを飛ばして読みますと、次のようなものです。「重要提案行為等……を現に行い、又は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。複数ある場合にはその全てを記載すること」。今読み上げませんでした記載上の注意の括弧書きによりますと、重要提案行為等のうち、提出者が大量保有府令 16 条４号に掲げる事項、つまり支配権の取得を行うことを提案するものは、ここでの開示対象から除かれます。これについては、次の（３）で検討します。

ここで除かれるのは、あくまで提出者が支配権の取得を行うことを提案するものですから、提出者以外の者がそのような事項を行うこと、つまり MBO などを提案するものは除かれないということになります。

記載されるべき内容の例は、記載上の注意の括弧書きによりますと、①当該重要提案行為等の具体的な内容、②当該重要提案行為等を行う時期、③当該重要提案行為等を行う条件、④当該重要提案行為等の目的です。こういった事項をどこまで記載しなければならないかということについて、金融庁の担当者は次のように説明します。

すなわち、どのような重要提案行為等が現に行われ、また今後行われるのかを、投資者が重要な点において理解できるよう、できる限り具体的な記載を行う必要があるとされます。また、抽象的に「株主価値向上を目的として、重要提案行為等を行う可能性がある」と記載するだけでは不十分だとも言われます。

以上のルールにいう「予定」の意味は、パブコメ回答によりますと、重要提案行為等を行うことについて一定の蓋然性・具体性があることだとされまして、そのような蓋然性・具体性の有無は、個別具体的な事案に即して実質的に判断されるものだと言われます。

パブコメ回答は、通常は「予定」していると評価される例として、当該行為の実施に向けた業務が行われ、当該行為を行うことが具体的に見込まれることとなった場合、及び、当該行為を行うことについて実質的に決定権限を有する者が当該行為を行うことを決定した場合を挙げます。

他方で、通常は「予定」していると評価されない例として、単に当該行為を行う可能性があるにとどまり、その具体性がない場合、及び、何らの決定権限も有しない者が当該行為を行うことを決定したのみである場合が挙げられます。

予定していた重要提案行為等の内容を記載した後での変更等については、次のように考えられるようです。

①内容に変更が生じた場合には、当該変更による保有目的の変更を提出事由とした変更報告書の提出が必要だとされます（パブコメ回答 No.117～119、No.164～166）。

②当該行為を行う予定がなくなった場合にも、当該変更による保有目的の変更を提出事由とした変更報告書の提出が必要だとされます（パブコメ回答 No.156）。

③当該行為を実際には行わなかった場合については、その後の状況の変化等により、結果として記載どおりの行為が行われなかったとしても、そのことのみをもって遡って虚偽記載（金商法 172 条の８）や風説の流布（158 条）に該当することにはならないとされます（パブコメ回答 No.156）。

④重要提案行為等を実際に行った場合、実際に行ったものと記載したものに重要な差異がなければ、改めて変更報告書を提出する必要はないとされます。

以上のような改正の実務への影響については、次のように言われることがあります。すなわち、（２）の記載が要求されることで、大量保有者が発行者とのエンゲージメントを完全に水面下にとどめることはできなくなり、そのため、特にアクティビストにとっては、エンゲージメント対象会社の株券等保有割合を５％超にするかどうかが一

層重要な分水嶺になるとされます。

また、これまでと異なり、特例報告利用者以外の保有者も、自らの行為が重要提案行為等に該当するか否かと、これを開示した場合に生じる影響を慎重に検討することが必要になると言われます。

（イ）従来の開示との関係

改正後、重要提案行為等を行うことを保有目的とする大量保有者には、保有目的の記載として次のことが求められます。まず、従来から要求される開示として、「重要提案行為等を行うこと」という目的とその内容について、できる限り具体的に記載することが求められます。

また、それに加えて、改正によって追加された（２）の開示として、重要提案行為等を行うことを予定している、つまり重要提案行為等を行うことについて一定の蓋然性・具体性が生じたという状態に至れば、その重要提案行為等の内容について、できる限り具体的に記載することが求められます。

以上のことから、重要提案行為等を行うことを保有目的とする場合に必ず記載しなければならないのが従来の開示であって、そのうえで、重要提案行為等を行う蓋然性・具体性が一定以上に高まれば記載しなければならないのが（２）の開示だと整理することができそうです。

金融庁の担当者の説明からも、そのような整理になりそうです。

もっとも、金融庁の担当者の説明には、それと矛盾することも含まれるように思われます。レジュメ(16 頁)に引用した文献（谷口＝福田（2026）７頁）によりますと、重要提案行為等の内容として記載が求められると例示される４つの事項のうち、①当該重要提案行為等の具体的な内容、②当該重要提案行為等を行う時期、③当該重要提案行為等を行う条件が何ら確定していなくとも、少なくとも④当該重要提案行為等の目的は具体的に記載できる場合が多く、株主還元の増加・株式非公開化・進行中の発行者株式に係る公開買付けにおける公開買付価格の引き上げ要請の検討促進等を目的とした重要提案行為等を行うことを予定しているのであれば、その旨を記載すべきだとされます。

ここで「その旨を記載すべきだ」とされるのは、この文献を読んだ限りでは、（２）の開示としてそれを記載すべきだという趣旨のようです。しかしながら、以上の①から③までが何ら確定していないのであれば、そのような重要提案行為等を行うことについての一定の蓋然性・具体性すらなく、重要提案行為等を行うことを予定しているとは言えないように思われます。

そうだとしますと、そのような場合には、従来の開示のみ記載が求められると言うべきではないかと考えます。もちろん、従来の開示としても、保有目的とその内容をできる限り具体的に記載すべきものとされているので、株主還元の増加等々のために重要提案行為等を行うことを保有目的としている旨は記載されなければなりません。

（３）決定・予定している 5%超取得行為の内容

（ア）改正内容

改正によって追加されました１号様式記載上の注意(10)c は、括弧書きを飛ばして読めば、次のようなものです。「株券等保有割合を 100 分の５を超える割合増加させる行為を行うことについての決定をしている場合には、その内容をできる限り具体的に記載すること。大量保有報告書の提出又は株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告書の提出をする場合であって、これらの報告書の提出義務が発生した日から三月以内に株券等保有割合を 100 分の５を超える割合増加させる行為を行うことを予定している場合も、同様とする。」。

これは次の①又は②の場合に、その内容をできる限り具体的に記載させるものと整理できます。すなわち、①５％超取得行為を行うことについて決定している場合、又は②大量保有報告書を提出する場合・株券等保有割合の増加により変更報告

書を提出する場合であって、これらの報告書の提出義務が発生した日から３か月以内に５％超取得行為を行うことを予定している場合です。

ここで、５％超とされているその数字の理由ですけれど、金融庁の担当者の座談会での発言を見ますと、同意なき買収の際に行われる事前取得（Toehold）を 10%程度まで規制なく実施することを可能にするために、そうしたようにも読み取れます。

それから、先ほど読みませんでした記載上の注意の括弧書きによりますと、①と②のいずれについても、第一種金融商品取引業者等が、株券等の流通の円滑を図るために顧客から行う株券等の取得であって、当該株券等の取得により取得した株券等を当該株券等の取得後直ちに譲渡することとするものは、５％超取得行為から除外されます。これは、そのような者は株券等を一時的に保有するにすぎず、市場の公正性・透明性を確保する観点で情報開示を求める必要性が高いとは言えないためだとされます。

また、記載上の注意の括弧書きによりますと、保有株券等の総数を増加させない行為も、５％超取得行為から除かれます。これは、発行者が株式を消却する場合などを除くという趣旨かとも考えられます。もっとも、そのような行為はもともと発行者が決定・予定するもので、提出者が決定・予定するものではないため、５％超取得行為に含まれないのは、特に書かなくても当然ではないかとも思われます。

記載されるべき内容として例示されるのは、記載上の注意の括弧書きによりますと、取得を行う株券等の種類、取得の時期、取得価格、取得を行う株券等の数量、取得の目的、取得の方法及び取得の相手方です。

５％超取得行為の詳細については、パブコメ回答や金融庁の担当者の説明から次のように考えることができます。

すなわち、５％超取得行為は、当該行為自体によって株券等保有割合が５％超増加する行為をいいます。売買の形態（市場内取引・公開買付け・相対取引）は問わず、また、売買以外の方法（例えば株式交換・株式交付による取得）もこれに含まれます。

目的は問いませんから、純投資目的でこれを行う場合も含まれます。

そして、次がやや分からないところですけれど、決定時点で株券等保有割合が５％超増加することが、確実ではないにしても合理的に予想される場合には、記載を要するものとされます。これが具体的にどういう場合を指すのかということですけれど、例えば、５日後に株式の消却が予定されていて、それを前提にすれば、株券等保有割合が５％超増加する行為を 10 日後にすることを決定した場合というものについて考えますと、その場合には５％超の増加は確実だと言ってよくて、合理的に予想される場合だと言う必要はないように思われます。

他方で、例えば相対取引をしようとしていて、相手方の一部が株券等を譲渡してくれるかどうかが分からないというような場合を考えますと、それは５％超取得行為を予定しているとも言えないように思われます。そのように、確実ではないにしても合理的に予想される場合というものの上手な例は思いつきませんでした。

それから、複数の行為が実質的に見て一連の行為と言える場合には、当該一連の行為が５％超取行為とされます。

この①と②で言われる５％超取得行為を行うことについての決定・予定ですけれど、これは実際の取得行為ではなくて、その前に行われる将来の５％超取得についての決定・予定だということができそうです。

このことに関連して、パブコメ回答では次のように言われます。すなわち、５％超取得行為を行うことについて決定はしなかったけれど、実際に株券等の取得をして結果的に株券等保有割合が５％超増加するということはあり得るとされまして、その場合、①に基づく記載をしていなかった

としても、これは虚偽記載とされるわけではないと言われます（パブコメ回答 No.163）。

５％超取得行為を決定した後で、その決定に基づいて実際に売買契約を締結する場合には、決定段階で保有目的の変更を理由として、また、売買契約締結の段階で株券等保有割合の増加を理由として、それぞれの時点で変更報告書を提出しなければならないとされます（パブコメ回答 No.160）。

さらに、「決定」「予定」に係る行為が終了した後は、保有目的欄への記載を要しないとされています（パブコメ回答 No.158）。

そして、①の「決定」と②の「予定」の違いですけれど、これについては、パブコメ回答からは次のように整理できます。

まず、①の「決定」の有無は、個別事例ごとに実質的に判断されると言われていますが、基本的には、法的に権限のある機関が最終的な意思決定をしたことだと言われます(パブコメ回答 No.136～139、No.140）。

他方で、②の「予定」とは、５％超取得行為を行うことについて一定の蓋然性・具体性があることだとされていまして（パブコメ回 No.148～153）、これは（２）の開示事項の「予定」と同様の意味です

なお、「予定」しているとして記載をした者が同一行為について「決定」を行った場合、既に記載した内容と決定した内容に重要な差異がなければ、「決定」を行ったことによって変更報告書を提出する必要はないとされます（パブコメ回答 No.148～153）。

以上のことからしますと、①の「決定」の意義は、例えば、インサイダー取引規制の決定事実（166 条２項１号・５号・167 条２項）にいう「決定」よりも狭いと言えそうです。実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関が意思決定をした場合、これは①の「決定」には該当していなくて、②の「予定」に該当する可能性があるにとどまるのだろうと思います。

（イ）支配権の取得の提案

既にお話ししましたように、提出者が大量保有府令 16 条４号所定の支配権の取得を行うことを提案する場合は、（２）の開示、つまり、現に行い又は予定している重要提案行為等の内容の開示の対象から除かれます。そのような行為については、５％超取得行為として記載が必要になる場合に限って、保有目的として記載されるものとされます。

このことの帰結がどのようなものかがいま一つよく分かりませんでしたので、例を作って少し考えてみました。

〔例〕

- 05/01：ＸがＰ社（上場会社）株６％を取得（それ以前は保有せず）
- 05/06：Ｘが大量保有報告書提出
- 05/10：ＸがＰ社株 50％を取得することをＰ社に提案することを予定
- 05/13：ＸがＰ社株 50％を取得することをＰ社に提案することを決定
- 05/14：ＸがＰ社株 50％を取得することをＰ社に提案
- 07/21：ＸがＰ社株 50％を取得することを予定
- 07/24：ＸがＰ社株 50％を取得することを決定

ＸがＰ社株を 50％取得することをＰ社に提案することを予定することは、（２）の開示の対象から除かれます。そのためＸは、５月 10 日に支配権の取得の提案を予定したことを理由とする変更報告書を提出する必要はありません。

他方で、ＸがＰ社株 50％を取得することを決定することは、（３）の開示の対象とされます。そのためＸは、７月 24 日に５％超取得行為を決定したことを理由とする変更報告書を提出する必要があります。

また、５月 14 日の提案後に、ＸがＰ社株 50％を取得することを断念したとしますと、それにつ

いては、何の開示も要求されません。

このような例は現実的なものではないかもしれませんが、こういったことから考えますと、提出者が支配権の取得を行うことを提案する場合を（２）の開示の対象から除くことで、支配権の取得については、対象会社の提案を予定した段階では開示を要求せずに、支配権の取得そのものを決定した段階まで開示を猶予するということになるのかなとも思いました。

いずれにしましても、この例で言いますと、XによるＰ社株50%の取得は、公開買付けによって行われなければなりませんから、公開買付開始公告・公開買付届出書によって開示が行われます。そのため、大量保有報告書で（３）の開示を行うことの意味は大きくないのだろうと思います。

（４）保有目的欄に追加された開示の性質（機能、位置付け）、今後の開示実務

（ア）現に行い又は予定している重要提案行為等の内容の開示の性質

改正によって保有目的欄に追加された２つの開示項目について、（２）と（３）で検討してきたところですけれど、これらの項目は、大量保有府令の制定段階で詳細が定められたものです。そのため、その性質（機能・位置付け）については、立ち止まって検討をする必要があるように思われます。

まず、現に行い又は予定している重要提案行為等の内容（（２）の開示）が要求されることになった理由は、金融庁の担当者によれば、次のように説明されます。すなわち、改正前の大量保有報告書の保有目的欄には、抽象的に重要提案行為等を行う可能性がある旨のみが記載され、その具体的内容までは記載されないことも多かったし、レジュメの注 44 に記したように、「純投資」とのみ記載して買い集めを行って、支配権に影響を与えられる程度の株式を保有した後に、突如として「重要提案行為等を行うこと」という目的を追加するような事例も見られたところです。そこで、保有目的欄の記載内容の明確化等のために、このような事項を記載することとされたというわけです。

このように、（２）の開示については、「重要提案行為等を行う」という保有目的の内容を明確にするものであるということが強調されています。確かに、大量保有者が特定の重要提案行為等を現に行い又は予定しているということは、その重要提案行為等を行うことが保有目的だと言うことはできます。

しかし、（２）の開示は、開示義務を負う主体が大量保有者に限定されるものの、会社の株主が予定している、発行者の事業活動に影響を及ぼし得る一定の行為、例えば代表取締役の解任を提案するとか、また、受け入れられない場合には株主提案権を行使することを示唆しつつ増配を提案するとか、そういった行為それ自体の内容を開示させるものです。しかも、予定した重要提案行為等の内容を一旦開示しますと、それを変更する都度、変更報告書を提出しなければならないものです。

（２）の開示は、保有目的の詳細を示すものであると同時に、株主が予定している、発行者の事業活動に影響を及ぼし得る一定の行為の内容を開示させるものと言えまして、後者は、従来の大量保有報告書記載事項にはなかった性質のものと言えるのではないかとも思われます。

（イ）決定・予定している５%超取得行為の開示の性質

決定・予定している５%超取得行為の開示、つまり（３）の開示が要求されることになった理由は、金融庁の担当者によりますと、次のように説明されます。すなわち、公開買付制度の改正によって、急速な買付け等の規制は廃止されました。それは、そのような取引については大量保有報告制度等による情報開示を通じて取引の透明性を確保することが適切であるとの考え方に基づくものであるとされます。

そこで、改正によって、追加の株式取得等を行

う目的がある場合に、保有目的欄にその内容をできる限り具体的に記載することを求めることになったというわけです。このように、（３）の開示は、急速な買付けについて、情報開示を通じて透明性を確保するものだという説明が行われているわけです。

それでは、ここで言われる「透明性」というのはどのような透明性なのでしょうか。（３）の開示によって、①既に大量保有報告書を提出している者は、５％超取得行為を行うことについて「決定」すれば、記載を要求されることになって、そのため変更報告書の提出を要します。

また、②大量保有報告書を提出する者・株券等保有割合の増加により変更報告書を提出する者は、報告義務発生の時点で、３か月以内に５％超取得行為を行うことについて「予定」していれば、まだ「決定」をしていなくとも、記載を要求されます。以下では、こういったルールが適用される帰結がどのようなものかを、幾つかの例の基に考えていきます。

レジュメ（23 頁）には、〔例１〕から〔例４〕まで少しずつ事実の設定を変えながら例を作っています。基本的なところはいずれも同じで、Ｘが上場会社であるＰ社の株式を、以前は保有していなかったところ、まず 20％を取得し、その後でさらに 20％を取得するというものです。

以上の例はいずれも現実的なものではないかもしれませんが、これらからは次のように言えそうです。

〔例１〕では、５月１日にＸがＰ社株を 20％取得した時点で、８月１日にさらに 20％を取得することを予定しています。そのため、５月６日に提出する大量保有報告書には、８月１日に予定される取得について、その内容を記載しなければならないということになります。このように、一定規模の急速な買付け等、言い換えれば将来の追加取得について、（３）の開示によって、透明性が確保されると言えます。

〔例２〕では、５月１日時点では、まだ追加取得が予定されていません。そして、その状態で大量保有報告書が提出されますから、将来の追加取得の規模・方法は〔例１〕と変わらないものの、追加取得についての開示義務の発生は、Ｘがそれを予定したときではなくて、決定したときまで遅れるということになります。

さらに、〔例３〕と〔例４〕は、急速な買付けの事例とは言えませんが、Ｘが大量保有報告書を提出した後で将来の追加取得について決定すれば、とにかくその内容の開示が要求されるということを表します。

このように、（３）の開示によって、大量保有者は、急速な買付け等に当たる場合にとどまらず、一定規模の将来の追加取得については、それを決定した段階で開示を要求されることになります。発行者の現経営陣から見れば、提出者の今後の買い増し予定を一定程度把握することが可能になるということです。

大量保有報告書は、従来、基本的に、既に行われた取得行為について、その内容や目的の開示を求めるものであったと思われます。しかし、（３）の開示は、それとは異なる性質の開示、つまり将来の追加取得の開示を含むものと言えます。レジュメの注 48 に記したように、そのような追加取得の予定を大量保有報告書で開示することは、従来一般的ではありませんでしたし、これを開示の対象とすることに否定的な見解もあったところです。

（３）の開示の買収実務への影響として議論される内容も、この開示が単なる急速な買付けへの規制ではないことを示しています。すなわち、同意なき買収の際に行われる事前取得への影響として、事前取得によって提出義務を負う大量保有報告書において、（３）の開示によって、追加の事前取得や公開買付けの内容を開示することが求められれば、事前取得のメリットが減殺されると言われます。それを避けるためには、事前取得後の保有割合を５％以下にとどめるとか、事前取得後の保有割合が５％超となる場合には、提出義務発

生日後に追加で行う事前取得の割合を５％以下にとどめるか、提出義務発生日と公開買付開始日の間を３か月以上空けるといった対応をする必要があるとされます。

また、市場内買い集めによる５％超取得行為の決定又は予定の内容が大量保有報告書に記載されれば、対象会社の株主への情報開示が手厚くなるとも言われます。

（３）の開示が有する以上のような性質からしますと、これを保有目的欄に配置することは論理的ではないように思われます。

（ウ）今後の開示実務

改正前の保有目的欄の記載は、既に述べたように、それほど詳細ではないことが多かったです。（２）の開示によって、現に行い又は予定している重要提案行為等の具体的な内容の記載が求められるようになり、また、（３）の開示によって、決定・予定している５％超取得行為の具体的な内容の記載が求められるようになったわけですけれど、そのことで大量保有報告書の保有目的欄の記載が実際にどの程度詳細かつ具体的なものになるのかということが気になるところです。

これについては、次の理由からややネガティブな予想もできるように思われます。すなわち、何が重要提案行為等に該当するかどうかは、大量保有者にとっても必ずしも明らかではないこともあるだろうと思います。

また、一定の蓋然性・具体性が生じて初めて予定として記載が求められますが、そのような蓋然性・具体性がどの時点で生じたのかを当局が判断することは難しいのではないかと思います。

さらに、５％超取得の実行行為と決定・予定は別であって、既に述べたように、事前の決定なく株券等保有割合を５％超増加させる取得が実行されることもあり得るわけですから、「決定はしていなかったけれど、取得をした結果そうなった」という言い逃れはできるのではないかとも考えられます。

こういったことからしますと、大量保有者が（２）や（３）の開示を極力行わないようにする可能性もないではないように思われるわけです。

３．重要提案行為等

重要提案行為等の欄には、金融商品取引業者などが重要提案行為等を行うことを保有の目的としているために一般報告をする場合に、重要提案行為等を行う予定である旨を提案するものとされます（記載上の注意(11)）。

ここでは、予定された重要提案行為等の内容までは記載する必要はありません。改正によって、保有目的欄の方に重要提案行為等を行う予定である旨のみならず、その内容を記載するものとされましたから、それとは別にこちらの記載をすることの意味は乏しいようにも思われます。もともとこちらの記載は、特例報告の利用適格者が重要提案行為等を保有目的としているために一般報告をする場合に、その旨を明らかにするための記載事項ですから、改正後もこれが残されたということかとも思いましたが、それにしても記載の意味が乏しいように感じます。

４．最近 60 日間の取得・処分の状況

「最近 60 日間の取得・処分の状況」欄には、報告義務が発生した日の 60 日前の翌日から報告義務が発生した日までの株券等の取得又は処分の状況について記載することとされます。この記載事項については、特に改正は行われていません。

こういった開示が要求される理由として、これらの情報から大量保有者の株券等の取引の性格や今後の行動をある程度客観的に判断できるといったことが言われています。

５．「重要な契約」

（１）趣旨等

「重要な契約」欄の記載に関する指示は、記載上の注意(14)に記されます。同記載上の注意では、改正前には、「保有株券等に関する貸借契約、担

保契約、売戻し契約、売り予約その他の重要な契約又は取決めがある場合には、その契約の種類、契約の相手方、契約の対象となっている株券等の数量等当該契約又は取決めの内容を記載すること。株券等を組合又は社団等の業務執行組合員等として保有している場合、共有している場合等には、その旨記載すること。」とされていました。

ここには、性質の異なる２つの開示が含まれることが分かります。すなわち、①保有株券等に関する貸借契約等々に関する開示と②組合・社団等による株券等の保有に関する開示です。

このうち②は、提出者が株券等を所有する組合又は社団等の業務執行組合員等である場合に、株券等の所有者を表示するものでして、これについては、表現を整える以外の特段の改正は行われていません（改正後：記載上の注意(14)e）。

これに対して①は、提出者が締結する保有株券等に関する重要な契約について開示を求めるものです。

このような開示が要求される理由は、次のように説明されます。すなわち、株券等の処分の状況を予測させる重要な情報だからである。あるいは、大量保有者の株券等の取引の性格や今後の行動をある程度客観的に判断でき、また、背後で影響力を行使し得る者を明らかにできる情報だからであるとされます。

前者は、改正前に例示されていた契約類型についての説明であり、後者は、それにとどまらない包括的な説明だと言えます。このような「重要な契約」欄について、①の開示の対象となる契約の範囲・記載事項が不明確であったことを理由に、改正が行われています。

改正によって、記載上の注意(14)は、改正前には例示されていなかった種類の契約を含めて、記載されるべき契約の種類とそれぞれの契約について記載すべき内容を列挙する形に改められました。

以下では、改正後の①の開示について検討します。

（２）記載が求められる契約

（ア）将来の株券等の移動に関する重要な契約又は取決め

こういった契約又は取決めについては、当該契約又は取決めの内容（契約の種類〔貸借契約の場合に貸借の別を含む〕、契約の対象となっている株券等の数量等）を記載することとされます。もっとも、一定のものについては、より簡略な記載のみでよいものとされます。

記載上の注意で具体的に定められる「売買契約」等々は例示でして、「将来の株券等の移動に関する重要な契約又は取決め」であれば、記載が求められます。例えば、発行者と株主との間で取得請求権付種類株式の取得対価である株式の上限を定める合意は、そのような契約又は取決めに該当するものとされます。

他方で、そのような定めが定款でされる場合、定款の定めは契約又は取決めに該当しないため、記載の対象にならないものとされます。

契約上、株券等の移動に条件が付されている場合には、条件が成就する可能性等を踏まえて実質的に判断されます（パブコメ回答 No.186・187）。

記載上の注意に例示されるものは、以下のように様々です。

〔記載上の注意(14)a に例示されるもの〕

・売買契約（契約を締結した日から５日以内に受渡しを行うものを除く）
・貸借契約
・担保契約（提出者が担保権者であるものを除く）
・オプションに係る契約
・売戻し契約
・売り予約
・買戻し契約
・買い予約
・次に掲げる合意
  ⓐ当該提出者による株券等の譲渡その他の処分について当該契約の相手方の事前の承諾を要する旨の合意（→大量保有 Q&A 問３の契約はこれに該当）

⑹当該提出者が一定の株券等保有割合を超えて株券等を保有することを制限する旨の合意
⑹株券等の発行その他の行為が当該提出者の株券等保有割合の減少を伴うものである場合に、当該提出者がその株券等保有割合に応じて当該株券等を引き受けることができる旨の合意
⑹契約が終了した場合に、当該契約の相手方が当該提出者に対しその保有株券等を当該契約の相手方（当該契約の相手方が指定する者を含む）に売り渡すことを請求することができる旨又は当該提出者が当該契約の相手方に対しその保有株券等を当該提出者（当該提出者が指定する者を含む）に売り渡すことを請求することができる旨の合意
⑹契約が終了した場合に、当該契約の相手方が当該提出者に対しその保有株券等を買い取ることを請求することができる旨又は当該提出者が当該契約の相手方に対しその保有株券等を買い取ることを請求することができる旨の合意

（イ）現金決済型デリバティブ取引

これについては、当該デリバティブ取引の内容を記載することとされます。また、（ア）と同様に、一定のものについては簡略な記載でよいものとされます。

（ウ）実質的共同保有者との間の当該株券等の取得等の合意

これについては、当該合意の内容を記載することとされます（記載上の注意(14)c）。

（エ）発行者等との間のガバナンスに関する合意を含む契約

提出者と発行者（子会社の経営管理を行う業務を主たる業務とする会社である場合には、当該発行者又はその連結子会社）の契約に、以下の(a)から(c)までのいずれかの合意を含む場合には、当該契約の概要（締結年月日及び合意の内容を含む）及び当該合意の目的を具体的に記載することとされます。

⑹当該発行者の役員について候補者を指名する権利を当該提出者が有する旨の合意
⑹当該提出者による議決権の行使に制限を定める旨の合意
⑹当該発行者の株主総会又は取締役会（投資法人の場合は投資主総会又は役員会）において決議すべき事項について当該提出者の事前の承諾を要する旨の合意

もっとも、提出者が発行者の完全親会社の場合と重要性の乏しい契約の場合は、記載を要しないものとされます（記載上の注意(14)(d)）。

パブコメ回答によれば、以上にいう「合意」「重要性の乏しい」「指名」といったことに該当するか否かについては、大量保有報告制度の趣旨に照らして実質的に判断されるべきであるが、企業内容等開示府令の解釈が参考になると言われます（パブコメ回答 No. 197・198）。

パブコメ回答にはそこまでしか書かれていないわけですけれど、企業内容等開示府令 19 条２項 12 号の２では、有価証券報告書提出会社とその株主の間でガバナンスに関する合意を含む契約を締結した場合に、一定の事項を臨時報告書に記載すべきものとされていまして、ただし、重要性の乏しいものの場合は記載を要しないものとされます。

そして、そこでいう「重要性の乏しいもの」の意味について、企業内容等開示ガイドラインの５－17－６で一定の指針が記されています。

（３）検討

（２）で見たような記載が要求されるようになったことで、重要な契約について改正前よりも記載事項が明確化されたことは確かだろうと思われます。

そして、「重要な契約」欄に記載が要求される

契約の範囲について考えますと、改正前は、貸借契約等が例示されつつ、重要な契約又は取決めがあれば、記載が要求されていました。これに対して改正後の記載上の注意(14)は、そこに列挙されるａからｄ、またｅの契約について記載を要求するという形になっています。そのため、改正後は、それらに該当しない類型の契約の記載は要求されないように読めるわけです。

これをどう評価すべきとかということですが、大量保有報告書の記載事項の明確化のためには、記載上の注意(14)の列挙は限定列挙だと考えるべきだと思いますし、そのうちａとｄ、つまり（２）記載が求められる契約の（ア）将来の株券等の移動に関する重要な契約又は取決め、及び（エ）発行者等との間のガバナンスに関する合意を含む契約は、比較的範囲が広いですから、大きな問題はないのかもしれないと思います。

他方で、提出者が締結する契約であり、大量保有報告制度の趣旨からして大量保有報告書に記載すべきものが、それらの列挙に完全に書き尽くされていると言えるのかはよく分かりません。将来的にどうしても大量保有報告書に記載させたいと金融庁が考えるものが現れれば、無理に列挙された契約のいずれかに当てはめるか、列挙はされていないけれどそれに準ずるものとして記載が要求されるといった解釈が示されるのかもしれませんが、それは法令の解釈として無理があるのではないかと思われます。

６．取得資金

取得資金の開示が要求される理由は、次のように説明されます。すなわち、ある者が資金を提供して別の者に株券等を取得させた場合に、背後にいる真の取得者を知ることができるようにすることであるとか、大量保有者が取得を継続する資金面の余力を明らかにすることだとされます。

①【取得資金の内訳】の欄には、報告義務が発生した日に保有する株券等を取得する際に要した資金の内訳及び合計を記載することとされます（記載上の注意(15)a）。

表の形で自己資金（AG）、借入金額計（AH）、その他金額計（AI）、上記（AI）の内訳、取得資金合計（AG+AH+AI）が記載されます。

取得した株券等を後で処分したことで変更報告書を提出する場合には、処分した株券等に係る取得資金は差し引いて記載するものとされます（大量保有 Q&A 問５）。

②【借入金の内訳】の欄には、①に記載した借入金の内訳について記載することとされます（記載上の注意(15)b）。このうち借入目的欄については、銀行等からの借入れで、かつ借入れを行った際に当該借入れを株券等の取得資金に当てることを明らかにしなかった場合とそれ以外の場合とが区別されまして、前者の場合は、③【借入先の名称等】への記載が求められます。

それに何の意味があるかといいますと、③【借入先の名称等】のうち、銀行等の名称は公衆縦覧に供されないものとされます（27 条の 28 第３項、府令 22 条）。これは、銀行等の通常の融資業務への影響を避けるためだと言われます。

私からの報告は以上です。

～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～

【討　　論】

○川口　　伊藤先生、詳細なご報告をありがとうございました。

今日のご報告についてご意見、ご質問があれば、どこからでも結構ですので、よろしくお願いいたします。

それでは、口火を切らせていただきます。レジュメの 16 ページ以下で、

【「決定・」と「予定している 5%超取得行為」を取り上げ」】

19 ページで、決定の有無、すなわち、いつ決定したことになるのか、ということが論点になるということでした。ご報告にもあったように、インサイダー取引規制においても、「業務執行を決定

する機関」の決定の意義が問題とされます。5%ルールにおいても、「業務執行を決定する機関」の決定とされていることから、同じ用語を使いながら、これらに違いがあるのかが論点になると思います。

この点について、飯田先生が監修されている『実務問答金商法』（商事法務、2022年）では、「大量保有報告制度における保有目的の変更の決定についても同様に実質的な意思決定があれば、大量保有者による保有目的の変更として投資家の投資判断に影響を及ぼすレベルに達する情報と考えられ、変更報告書により開示される程度の情報になるものと考えられる。」という記述があります（町田行人、同書191頁）。これは、インサイダー取引規制の場合と同様に、法定の権限を有する取締役会の決定に限らず、実質的に意思決定を行うことのできる者の決定も含まれるということかと思います。

他方、伊藤先生が今日ご報告をされたパブコメにおいては、5%ルールにおける「決定」は、「基本的には、法的に権限のある機関が最終的な意思決定をしたこと」だとされているようです。この点、伊藤先生はどのようにお考えで、その理由をお聞かせいただければと思います。

○伊藤　　どちらと考えるかでどこに違いが生じるのかというと、決定の場合だけ記載が要求されるという場面ですね。少なくともパブコメの回答、それから金融庁の担当者の説明では、明らかに、法的に決定権限を有する機関が最終的に決定した場合だけが「決定」だとされていまして、今ご紹介のあった『実務問答金商法』に書かれているのとは見解が違いますね。

『実務問答金商法』の見解の方が、決定された段階で開示しなければいけない範囲はより広がるのですね。ただ、その見解を採ると、「決定」の範囲の方が広がりますので、「決定」ではない「予定」と言える部分がかなり狭くなるようにも思われます。一定の蓋然性・具体性といっても、少なくとも実質的にそれを決める権限がある人がゴーサインを出すようなことをしないと、「予定」したとすら言えないように思いますし、実際、金融庁の担当者の説明ではそういわれています。何らの決定権限も有しない者が当該行為を行うことを決定したのみである場合には、通常は「予定」しているともいえないとされていますので。

○川口　　予定をしていても、決定は必要で、やはり誰かが決めるか、ということが問題になりそうですね。

○伊藤　　そうだと思います。結局は、その後で「決定」をすることになる。

また、今ご紹介のあった見解によると、「決定」の範囲を金融庁の担当者の見解よりも広げますから、「予定」の範囲をもっと広げるのですかね。私は、それは妥当ではないように思います。ですから、やはり「決定」の意味は、インサイダー取引にいう「決定」とは別に考えるのがいいように思います。

しかも、5%超取得行為を行うことの「決定」の場合は、一回大量保有報告書を出した人は、「決定」すれば変更報告書を出さなければいけないというふうに開示義務を負う人が多いですから、「決定」かどうかは比較的形式的に判断できる方がいいように思います。

以上のことから、私は、金融庁の担当者の見解で問題ないように思います。逆に、『実務問答金商法』のような考え方を採ると、かえって問題が生じそうだなと直感的には感じました。

○川口　　水面下でM&Aの交渉することがあります。それを開示してしまうとM&Aの成立に影響があるという問題もありそうですね。

○伊藤　　それもありますね。

○川口　　重要提案行為の場合は、このような点を気にする必要はありませんが、５%超の取得の場合はいろいろと考えなければならない場面があると思うんです。

○伊藤　　重要提案行為等の場合は、提案することを予定すれば、もういきなり開示はしなければいけない。重要提案行為等を予定しているかどう

かは、まず提出者本人が決めるんですね。自分が重要提案行為等を行うことを予定しているとなると、変更報告書を出すことになるのですけれど、それもどこまで本当に書くのですかね。私は、そこが分からなくて、今後の開示実務を見なければ何とも言えないなとは感じます。

○川口　　分かりました。ありがとうございます。

○行澤　　今の点で質問です。今般、重要提案行為を予定している場合、つまり予定と言えるような蓋然性が備われば開示しなければならないことになったが、それが実際の M&A 等の文脈でどこまで効果があるのかということでした。けれども、例えばレジュメ 21 ページの注 44 で伊藤先生がご指摘されている文献で、従来は、「純投資」として書いていたものが、突然、重要提案行為に変更されることがあった。だから、重要提案行為を行う一定の蓋然性があればその時点でその内容を知らせるべきである。そして、本当に重要提案行為をする蓋然性があったのに、その時点で変更報告書を提出しなければ、開示義務違反ということになる。私は、以上のような改正は、特に発行者にとっていいことだと思っています。

確かに大量保有報告書の立法趣旨というのは、あくまで市場に対する、投資家に対する情報開示であって、対象会社が防衛するための武器を与えるものではないと従来言われてきていますが、やはり対象会社に武器を与えるという趣旨が実際あるんじゃないかと思う訳です。だから、後で伊藤先生が、これだったら開示しなくなるんじゃないか、極めて慎重に開示しないようにやるんじゃないかということでしたが、例えば重要提案行為の予定について変更報告書を出さないまま、「突然、気が変わって重要提案行為をすることになりました」として変更報告書を提出することを、それでもいいとするような解釈はやっぱりよくないんじゃないかなと個人的には思いました。その点、いかがでしょうか。

○伊藤　　実際に重要提案行為等を行えば、その時点では少なくとも明らかになるのですよね。「純投資」とだけ保有目的に書いていました。ところが、いきなり重要提案行為等をやってきた、株主提案とかをやってきたと。しかも、その時点でまだ大量保有報告書には「純投資」とだけしか書いていなかったとすると、その時点でこのルールの違反は分かるわけなんですね。

それまでのいずれかの時点で予定していたのだと考えるのが自然であって、重要提案行為等をやったその日の朝に予定して決まったというのは不自然ですから、その日の前にどこかの時点で予定していたでしょうということは言えるので、変更報告書を提出しなかったとは言えます。

その意味では、変更報告書の提出を怠っていたと言われたくなければ、いずれかの時点でやはり変更報告書は出すのだろうと思います。ただ、それでいいのですかね。重要提案行為等を予定までしたけど、まだ変更報告書はこのルールに反して出さなかったと、予定していたけど、やっぱりやめたので出さないままだったという状態は、ある時点ではルール違反になっているのですけれども、結局はやらなかったのだから、それはそれで問題はないということになりますかね。

結局、重要提案行為等をやったときに、変更報告書の提出をしていなかったことを理由にサンクションを与えられるのが嫌だったら、それはちゃんとやることになりますから、その限りで、発行者の経営陣としては、重要提案行為等をやってこられるということは察知できるようにはなっているというふうに評価できそうです。そこは、大量保有報告書の提出義務に違反したときのサンクションがどの程度のものになるのかによるのですね。

○行澤　　そうですね。

○黒沼　　今の点ですが、変更報告書は５営業日以内に出せばいいので、重要提案行為を行った翌日当たりにそれを出せば、サンクションとして働かないのではないかという気もするのですね。

○伊藤　　なるほど。

○黒沼　　そうすると、予定についても、直前に予定したという言い訳はできそうな感じがして、

規定が機能するのかどうかはやや疑問に思ったのですが、いかがでしょうか。

○伊藤　　そういうことを書いていた文献はありました。５日ありますので、その５日の間に予定していたのだと言ってしまえば、いいと言えばいいんですね。そういう行動は取れそうで、期待したとおりにこれがワークするかは、やはりちょっと見てみないと分からないですかね。

○行澤　　５日間で準備したというのがなかなか自然ではない規模の会社もあるんじゃないでしょうか。

○伊藤　　大量保有者の側ですからね、あるファンドが重要提案行為を突然やってきて、翌日に、４日前に予定したということで変更報告書を提出したというときに、「いや、うちは意思決定を３日でやりますよ」とか言われてしまうと、どうですかね。そんなはずないだろうと考えたとして、それをサンクションを与えたい側が証明できるかが、私には分からないのですよね。

○行澤　　ありがとうございます。

【大量保有報告制度の趣旨】

○行澤　　追加でもう１点だけ。そうすると、やっぱり大量保有報告制度の趣旨はあくまで投資家に対する情報開示であって、発行会社に対して便宜を与えるというものではないんだという説明がなお通る、なおそういう説明がなされて、説得力があるものとして維持されるというふうに考えられますか、先生は。

○伊藤　　先ほど問題になったような、重要提案行為等を予定していても、実際にはきちんと変更報告書を出さないような大量保有者も出てくるかもしれないとか、あるいはある程度はきちんとこのルールを守るだろうとかいう話と、従来議論されていたような大量保有報告制度の趣旨をどう捉えるかという話は、私はそこまでリンクはしないと思うのですね。

○行澤　　なるほど、分かりました。

○伊藤　　結局、このルールが実際にはきちんと守られないルールだとすると、結局はどちらの趣旨も満たされませんので。報告の準備をするときに、この新しい改正内容が大量保有報告制度の趣旨についての議論とどう関連するのかということも少し考えてみたのですけれど、そこは難しいと思いました。

難しいといいますのは、先生方はもう重々ご存じのとおり、制度ができたときには、大量保有情報というのは、支配に影響を与えるとか、市場の需給関係に影響を与える、そういう情報だから、主に投資者のために開示をさせるのだというふうな説明がされていました。ところが、この制度については、最初から発行会社の方の経営陣に大量保有者とか買い集めについての早期警戒の情報を与えたいからやるんだという考え方もずっと存在していて、しかも、これらの２つの趣旨についての理解から導き出される大量保有報告制度の内容そのものは、そこまで変わらないのですよね。

そのため、法改正に参加する主体としては、たとえ心の中では発行者の経営者に買い集めに対する対抗手段を与えたいと考えていたとしても、建前のうえでは伝統的な趣旨だけを言いつつ、自分に有利な改正を求めてインプットをしていく可能性は十分あります。そうだとしますと、でき上がった制度の内容がこうなったから大量保有報告制度の趣旨はこのように理解できるという、そういう議論をするのが難しいなと感じたところでして、大量保有報告制度の趣旨についての議論は、報告内容からは削りました。

今のところの私の感触はそのような感じで、そうは言っても、理論的にどっちが正しいのかという議論はあるのですけれども、そこはまだ私は判断しかねているという次第です。

○行澤　　ありがとうございます。

【エンフォースメントとの関係、取得資金の開示】

○梅本　　ご報告、ありがとうございました。

私から１つは大ざっぱなコメントと、もう１つは細かな質問をお願いしたいと思います。

大ざっぱなコメントの方ですけれども、今回大量保有報告制度の記載事項がこれほど大きく変わったとは恥ずかしながらフォローしておらず、ちょっと驚いたところです。理由については、先ほど行澤先生との議論でもありましたように、投資者保護のための制度ではあるのですが、発行会社の便宜・利益という点もあるとは思うのですが、エンフォースメントというものも念頭に置いているのかなという気はいたしました。

というのは、課徴金制度の引上げなどの改正がありましたけれども、もう１つ、会社法で議決権停止制度というものが採用されるとなると、違反行為をした際、会社側の立証をある程度容易にする必要があるのかなと。従来の大量保有報告書の記載事項であれば、報告者側は後からどうとでも言い訳できる記載も許容されて、エンフォースメントを考えると弱いというか、不十分ではないかと。詳細な記載をさせることで、違反があった場合に立証が少しは容易になるかなという気はしました。これが簡単なコメントです。

もう１点は、細かな点でご質問なのですけれども、最後の取得資金のところです。ご報告にあったように、制度趣旨としては、背後にいる資金提供者を明らかにすること、それから取得者の資金の出どころを明らかにすることで、場合によると、買収側が金利負担に耐えられずに一気に売り出すこともあるということだと思うのですが、ただ、実際にどれほど意味があるのかなというのは前々からの疑問でした。

強い影響力のある背後者であれば、その者が提出義務者になると思われますし、そうでなくて、ちょっと隠れて支援してやろうというのであれば、実名を明らかにしないために、間にペーパーカンパニーを入れて、資金提供するという事例が以前からも数件あったように記憶します。この取得資金の開示というのが、それほど必要なのかということが長年分からないでいます。これは質問というか、コメントというか、以上２点です。

○伊藤　　エンフォースメントをしやすいルールを付け加えたのではないかとおっしゃった点は、そのとおりだと思います。重要提案行為等を行う予定があったとか、そういうことを違反の場合は後から言えますので、従来よりはエンフォースメントはやりやすくなっているなとは思われます。そういう考慮もあったのだろうなと思います。

それから、取得資金の開示も、おっしゃるとおり、そこまで意味はなさそうですね。私も報告を準備するときに幾つか実例を見てみたのですが、大概 100％自己資金でやってますので、そこまで何か、ここを見たらいい情報が明らかになるということはなさそうだと思いました。

ただ、全く要求しないよりは、要求していた方がいいといいますか、要求することでマイナスはないような開示かなとも思います。

○梅本　　ありがとうございます。

○川口　　昔の話になりますが、ブーン・ピケンズが日本に上陸し、「平成の黒船」などと言われて大騒ぎになったことがありましたね。彼は株主としてモノ言うといいながら、実は、資金の出し手として別の者がいたということが判明し、５％ルールの効用と言われたことを思い出しました。

【「予定」の記載とその後の変更等】

○湯原　　レジュメの 25 ページを拝見して、ちょっと突拍子もないことなんですが、まず、ここにある（２）の重要提案行為等と（３）の５％超取得を比較すると、（３）の方が、私は株価が動きそうだというふうに思うのですね。そのうえで、25 頁の末尾で「大量保有者がこれらの開示を極力行わないようにする可能性もあるのではないか」と記載されているのですが、例えば、逆に開示して、ヘッジファンドとかが株価を上げた後、提出するまで５営業日という時間がありますから、予定なりを変更して売り抜けてみたいな、そういうふうに使われる可能性みたいなものはないのかなと思ったのですが、いかがでしょうか。

○伊藤　　その可能性があるかどうかと言われますと、ないわけではないと思います。実際、どれ

だけそういうふうな使われ方をするかは、私も予想がつきませんけれど。

予定が変わったことで、基本的に、何らかの風説の流布だとかその他のものに該当することはありませんと、パブコメの回答には書かれているところではありますけれど、逆に、そういうことがはっきりしている事例では、そういったものに該当するでしょうからね。そして、そういう行動が取られる可能性は皆無ではないのだろうなとは思います。

○湯原　　相場操縦なり、風説の流布なりとの関係で言うと、例えば、「本当に買い増すつもりでした。でも、ファイナンスができませんでした」みたいなのは、すごくいい中止をする理由になるなというふうに思っていて、５営業日の間それを言わないで済むんだったら、相当株を買って売ってる人に有利かなというふうな印象を持ちました。

以上です。

○伊藤　　ありがとうございます。

○川口　　14ページあたりのところについて、①予定していたものに変更が生じたら、変更報告書を出さなくてはならない。他方、②当該行為を行う予定がなくなったという場合も、変更報告書が必要ということでした。その上で、③当該行為を実際には行わなかった場合についての記述があるのですが、③予定していたものを行わなかったというのと、②の予定がなくなったというのと、なにが違うんですか。

○伊藤　　違わないかもしれないですね。予定そのものがなくなったら、変更報告書は出さなきゃいけないよとまず書かれているので、これは必ず出さなければいけませんと。そして、それとは別に、その行為を実際にやらなかったということは、それだけでは虚偽記載とか風説の流布には該当しないということを述べているようですね。

先生ご指摘のとおり、全く違うことについてここで説明されているわけではなさそうです。

○川口　　実際に行われなかったときには、変更報告書は要らないということなんですか。

○伊藤　　どうでしょうか、その前に、予定がまずなくなるでしょうから、なくなった段階で変更報告書が要るのではないかとも思いますけれど。

○川口　　分かりました。

最後の、④重要提案行為等を実際に行ったとき、記載したものと重要な差異がなければ、改めて変更報告書の提出は必要ないということですが、これはこれでいいですか。すなわち、予定はあくまで予定であり可能性を示すものです。それを実際に行ったことによって、その予定が現実になったわけですよね。両者に違いはないでしょうか。すなわち、予定していた行為が実際に行われたという開示は必要ないかということなのですが。

○伊藤　　これは金融庁の担当者の解説に書かれていることでして、形式的に言いますと、開示させているものは決定又は予定であって、実際に行われた重要提案行為等ではないのですね。そういう理解からこういうことが言われているのかなと思います。

あくまでこの制度では、実施状況を開示することは要求されていないということかと思います。それが合理的かどうかはまた別の話ですけれど。

ただ、重要提案行為が行われれば、それはまたそれで、別に何らかの形で情報は明らかになりますよね。株主提案をやったのだったら、それは総会で提案されるので、提案の内容も分かります。その内容と、事前の大量保有報告書に書かれていた予定とか決定の内容が違うかどうかも、それは見れば分かりますので、実質的な問題はなさそうかなと感じます。

○川口　　ありがとうございます。

○飯田　　今の点も含めてですけれども、保有目的欄は、基本的にいわゆる将来情報というか、今後の予定を書く欄だという理解を私はしていまして、今後例えば株主提案をする予定ですとか、株を買い増す予定ですとか、それは将来の話なので、だから、今ご指摘のあった 14 ページの③というのも、そこに予定していたことと実際の現実にギャップがあったとしても、虚偽記載と言わないと

いう将来情報のときと同じような発想のことが、文脈を変えて、風説の流布とかにも当てはまっているのではないかなというふうにも思いましたけれども、いかがでしょうか。

○伊藤　　そうですね。ありがとうございます。

【他社株等転換株券】

○飯田　　話題を変えまして、９ページの他社株等転換株券ですけれども、欄がここにあるのがおかしいというご趣旨なのかということをちょっと伺おうかと思います。

要するに、引渡請求権を実質的に持っているのと同じなので、引渡請求権の欄に、本文保有者の中の所有、引渡請求権を有する者を含むというあそこのところの持分としてカウントすればいいのであって、そこから飛び出して、あたかもほかの株券とかと同じ扱いをする、あるいはカバードワラントとかと同じ扱いをするのがおかしいということかなという気はするんですけれども、それを超えて、条文の適用として、この他社株等転換株券と呼ばれる類型の例で書かれているようなＰ社の取得請求権付種類株式を持っているという状態の持分は、Ｑ社の大量保有のカウントのときには全然考えなくていいということまでご趣旨でおっしゃったのか、その辺を伺えればと思います。

○伊藤　　私が思いましたのは、飯田先生がおっしゃった中では、最後に言われていたとおり、そもそもこれを株券等に含めることがおかしいのではないかということです。なぜそう思ったかといいますと、こういうふうに取得の対価が別の会社の株式であるという話は、私は、引渡請求権があるというところには条文では含まれないのではないかと思っていましたので、こういうふうに書いています。

引渡請求権がある場合という話と、この対象株券に係る権利を表示するものだという話は、条文では別に書かれていますので、引渡請求権があるという理由で他社株等転換株券が株券等に含まれるという解釈ができるようには思っていませんでした。飯田先生からすると、これは引渡請求権がある場合に含まれるという解釈が採れるというご趣旨なのでしょうか。

○飯田　　いや、おっしゃるとおり、株券等の定義には当たらないと思います。発行者が違うからということになるので、駄目なんだと思うんです。

ただ、契約であれば、引渡請求権があれば、基本的にその持分はカウントするという条文があり、コールオプションとかもそこでカウントしてくるという話になっている中で、取得請求権付種類株式は契約じゃないから、引渡請求権とは言えませんというのも一つの立場だとは思うのです。だからカウントすべきじゃないということまでおっしゃる趣旨かなという気もしたのですが、他方で、趣旨は分かるけどということもおっしゃったので、どういうお立場かなと思ったということです。

○伊藤　　趣旨は分かるけどと書きましたのは、これを株券等に含めた方が、大量保有報告制度の趣旨からは、含めた方がよいのだろうと思ったという話です。

ただ、条文を素直に読むと、これはどう考えても株券等には入りませんので、私はむしろ平成18年改正の段階で条文を変えるべきだったのではないかと考えているということです。そこを解釈で済ませようというのはおかしいといいますか、法令で定めるべきことを定めていないのではないかと思ったということです。

○飯田　　株券等には当たらないものを無理にここの記載上の注意とかで置き換えるのは不可能だというのは、おっしゃるとおりだと思います。

ただ、私が思ったのは、そこでは当たらないんだけど、引渡請求権のところで読めるから、その類型を取り出してきて、表で分かりやすくするためにここに書いてしまっているのではないかということで、だから、どっちの立場もあり得ると思いますし、立法すべきというのは全く賛成です。

以上です。

○伊藤　　ありがとうございます。

【重要な契約の開示】

○加藤　　31ページの大量保有報告書における重要な契約の開示と有報の重要な契約の開示との関係について質問があります。基本は、大量保有報告書に開示されている内容は有報にも開示されることになるという、そういう考え方を取っておけばいいのか、先生のお考えを伺いたいのです。

○伊藤　　31ページの真ん中あたりに書いていることですかね。

○加藤　　そうです。パブコメ回答を見ると、大量保有報告制度の趣旨に照らして実質的に判断されるべきということですけど、ずれることもあり得るのかなと。

○伊藤　　そのことについて事前には考えていなかったのですけれど、ずれることは特にないように思われます。ガバナンスに関する合意を含む契約が、大量保有報告書にも明示的に書かなければいけないことになったし、それから有報にもともと書いているのだとして、その両方の開示書類の趣旨は違うとしても、文言もほぼ同じですし、記載すべき事項に違いが出てくるかというと、例えばある契約が、こっちの開示書類だったら重要ではないとされるけれども、こっちの開示書類では重要だと考えられるとか、そういうことがあり得るかというと、私はあまりなさそうに感じます。

○加藤　　ご回答ありがとうございました。私も、パブコメは見ましたが、重要な契約についての開示の趣旨は大量保有報告書と有報とで同じであるような気がしており、先生のお考えを伺いたいと思いました。ありがとうございます。私もちょっと考えてみます。

【潜在的な議決権の扱い】

○黒沼　　大ざっぱで立法論的な疑問点をぶつけることになる話なのですけれども、私は、公開買付規制でも、大量保有報告規制でも、潜在的な株式は、その議決権をカウントしない方がいいのではないかと思っているのです。

ただ、大量保有との関係で言えば、少なくとも取得するために対価を伴うものとそうでないものを区別して、対価を伴わないものは、現に買って持っていると考えられますので、入れていいと思いますが、例えば新株予約権を保有していて、株式の取得のために何か払込みが必要だとか、あるいは取得請求権付きで株式自体をその対価にするような場合には、まだ買っていないわけなので、議決権保有割合にカウントすべきではないのではないかと思っています。急な質問で申し訳ありませんが、先生はその点はどうお考えですか。

○伊藤　　全くその点について考えていなかったので、大ざっぱなことしか申し上げられないと思いますけれど、もともと潜在株券等が含められている理由は、恐らくは、最大限これだけの保有割合になるという情報が投資者にとって重要であるとか、あるいは発行者の経営者にとって重要であるという理由だったかと思います。その理由からすると、大量保有者の側がさらにお金を出さなければいけないのかどうかという話はあまり重要ではないように思います。そのこともあって、今は潜在的な株券もカウントされているのだと思うわけです。

むしろ、保有者の方が追加的に資金を拠出しなければいけない分については、大量保有報告書の株券等の保有割合の計算の中に含めない方がよいとおっしゃる理由は、どういうところにあるのかを伺えればと思います。追加的に資金を拠出しないといけないということ自体が、証券としての性質を異ならせるものだからというような理由なのでしょうか。

○黒沼　　支配に対する影響ということを考えたときに、潜在的な株式というのは、まだ取得していない株式なので、支配に対する影響は現時点では大きくない。市場でまだ買っていない分と同じではないかと思うのです。

○伊藤　　なるほど。

○黒沼　　確かに、市場での需給関係に影響を与えるとか、需給の場面では少し意味合いは違ってくるかもしれません。

○伊藤　　支配に対する影響として、どこまでのものをこの制度で捕捉すべきかということを考えることになると思います。黒沼先生のおっしゃったような考え方というのは、現時点では比較的、直接的に支配に影響を与えられるような種類の株券等についてだけ開示させるべきであるという考え方なのかなというふうに感じました。

しかし、今の制度は、そうではなくて、もう少し薄い影響であっても、この制度で開示させるべきだということになっているのだろうと思います。どちらがいいのかは、私もただちには判断しかねるところです。

○黒沼　　どうもありがとうございました。先生のご意見を聞いて非常に有益でしたので、質問したかいがあったと思います。

○伊藤　　ありがとうございます。

○行澤　　今の点で、つまらないことですけど、支配しようと思えばできるだけの能力を持っているんだということは、市場に対する影響という点では、やっぱりあると考えるべきではいないのでしょうか。

○伊藤　　それはつまり、潜在株券を持っているというのは、そこまで支配に対して影響を与える能力があるということだということでしょうかね。

○行澤　　はい、そうですね。つまり、新株予約権なんかだったら、もちろん対価を払ってですが、支配し得るだけの株券等を得る権利・能力があるという意味で、ただ単に市場から買うというのとはちょっと違うんじゃないかということです。

○伊藤　　そうすると、能力といいますか、一定以上の可能性ということですかね。

○行澤　　そう言ってもいいのではないのですか。

○伊藤　　これから何もないところから市場で買わなければいけないというのではなくて、購入する権利はあって、それを行使する資金さえあれば、確実に議決権を増やせるということなので、能力といいますか、一定以上の可能性があればよいということですかね。それは、大量保有者がどの程度資金を有しているかということにも関係しますけれど。

【重要提案行為等の目的と「予定」の記載】

○川口　　16ページで、伊藤先生が立案担当者の見解について批判をされている部分があります。開示が求められる例示として、具体的な重要提案行為等の内容・時期・条件があり、４つ目に目的というのがあって、この目的の意味がよく分からないというか、開示させる意味があるのかというご趣旨だと思います。例えば、例にあがっている株主還元の増加をしたいと考えている。PBR が１を割っている状況があり、そのために重要提案行為をしたい、何かをしたいと考えているんだけれども、代表取締役の解職とかいうことまでは決まっていない。でも、何らかの重要提案行為をしたというときに、株主還元という目的でもって重要提案行為をしますよということを開示させるということなのではないか思ったのですが。すなわち、具体的な手段はまだ決まっていない場合でも目的を開示させるという趣旨というのでは説明がつきませんか。

○伊藤　　私は、それは目的として開示させることかなと思いましたので、こう書きました。

金融庁の担当者の説明では、目的さえはっきりしていれば、それは予定しているという方の開示をさせるべきだとしているようです。レジュメの（２）の開示ですね。しかし、先生のおっしゃったように、目的ははっきりしているのであれば、それはそもそも従来からの開示事項、目的を具体的に書くというところで開示させることだと思いましたので、レジュメ 16 頁の２つ目の「→」のところにはそういうふうに書いております。

○川口　　そのときの従来の開示の保有目的というのは、純投資なのか、政策保有なのか、重要提案行為なのかを開示させることであって、重要提案行為自体の目的を開示させるものではないのではないでしょうか。

○伊藤　　従来から、記載上の注意は、目的の内容を具体的に記載せよと言っていますので、もと

もと「重要提案行為等のため」だけでは駄目だったのではないかと思うのですね。金融庁の担当者などの説明を見ていますと、本当はきちんと目的を、単に「重要提案行為等を行う」というだけではなくて、何のために重要提案行為等を行うといったことを、細かく書くべきところを大ざっぱなことしか書いていなかったので、新たに開示項目を設けて、しかも従来からの開示項目についても、これは本来は具体的に書くべきなんですよということが強調されているところです。

○川口　　重要提案行為の中身の具体的なものが決まっていなかったら、従来の開示でも、その内容は書けないんじゃないですかね。

○伊藤　　目的については詳しくは書けそうですね。これこれこういう目的ですということは詳しく書けそうで、かつ目的があって、例えばこういう条件がそろえばこの重要提案行為をしようとか、こういうふうな対応をされれば、この重要提案行為をしようとか、そういうことまで決まっていれば予定まで書けそうだというのは、解説に書かれていたように思います。

○川口　　ありがとうございます。

ほかにいかがでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、本日の研究会はこれで終わりにしたいと思います。伊藤先生、どうもありがとうございました。