

CAPITAL MARKETS BULLETIN

2024年5月号 (Vol.85)

令和6年金融商品取引法等改正案
—大量保有報告制度の見直し—

- | | |
|---|--|
| I. はじめに | 森・濱田松本法律事務所 |
| II. 共同保有者の範囲の明確化 | パートナー 根本 敏光 |
| 1. 改正の背景 | TEL. 03 6266 8529 |
| 2. 改正の内容 | toshimitsu.nemoto@mhm-global.com |
| III. デリバティブ取引の取扱い | シニア・アソシエイト 水本 真矢 |
| 1. 改正の背景 | TEL. 03 5223 7752 |
| 2. 改正の内容 | shinya.mizumoto@mhm-global.com |
| IV. その他の提言内容 | シニア・アソシエイト 岡 朋弘 |
| 1. 重要提案行為の範囲 | TEL. 03 6212 8309 |
| 2. 大量保有報告制度の実効性の確保 | tomohiro.oka@mhm-global.com |
| 3. 株券等保有割合の算出に際して、
取得請求権付株式や取得条項付株式の
転換後の株式数を勘案すること | |
| 4. 「保有目的」及び
「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」の
記載内容及び記載方法の明確化 | |
| 5. みなし共同保有者に関する除外規定の新設 | |
| V. おわりに | |

I. はじめに

2024年5月15日、第213回国会において、大量保有報告制度の改正を含む「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案」（以下「本改正案」といいます。）が可決・成立しました¹²。

本改正案は、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」（以下「本WG」といいます。）が2023年12月25日に公表した「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」³（以下「本WG報告」といいます。）の提言を受けたものです。

本WG報告では、近時におけるパッシブ投資の増加や協働エンゲージメント（他の

¹ 第213回国会における金融庁関連法律案：金融庁 ([fsa.go.jp](https://www.fsa.go.jp))

² 本改正案は、その他投資運用業及び公開買付の改正に関する内容を含みますが、本稿では割愛します。

³ 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」報告の公表について：金融庁 ([fsa.go.jp](https://www.fsa.go.jp))

CAPITAL MARKETS BULLETIN

機関投資家と協働して個別の企業に対して対話を行うこと)の広がり、企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まりといった市場環境の変化を受けて、①重要提案行為の範囲、②共同保有者の範囲、③デリバティブの取扱い、④大量保有報告制度の実効性の確保、⑤株券等保有割合の算出に際して、取得請求権付株式や取得条項付株式の転換後の株式数を勘案すること、⑥「保有目的」や「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」等の記載内容及び記載方法の明確化、⑦いわゆるみなし共同保有者に関して当局の承認を得ること等によって共同保有者から除外される制度の新設に関する提言が行われました。

本改正案は、これらの提言のうち②及び③に関する改正を含んでおりますが、その他の提言についても、今後、金融商品取引法施行令又は大量保有府令等の内閣府令の改正が行われる際に併せて政府令レベルの改正で盛り込まれるものと予想されます。本稿では、②及び③に関する本改正案の内容を解説するとともに、その他の点に関する本 WG 報告の提言についてもその概要を解説いたします。

II. 共同保有者の範囲の明確化

1. 改正の背景

現行の大量保有報告制度においては、保有者との間で、共同して株券等の取得もしくは譲渡、又は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者は、例外なく共同保有者（いわゆる実質的共同保有者）に該当するところ⁴、近年活発となった投資家による企業に対するエンゲージメント活動について、他の投資家と共同してエンゲージメントを行う場合、共同の議決権行使等に関する合意があるとして共同保有者に該当する可能性があると考えられていました⁵。

共同保有者に該当する場合、大量保有報告書や変更報告書の提出の要否を判断するため、共同保有者間で頻繁に自らの株券等保有割合に関する情報を交換することが必要となり、また、自らの株券等保有割合を他者に伝達することによるリスクも生じ得るところ、現在の大量保有報告制度における共同保有者の範囲が法令上不明確であることが、かかる負担を嫌う機関投資家に対して、他の投資家と協働エンゲージメントを行うことについての萎縮効果をもたらしているとの指摘がなされてきました。

⁴ 具体的には、①共同して株券等を取得し、又は譲渡することを合意している者、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者（いわゆる実質的共同保有者）、②一定の資本関係、親族関係その他特別の関係がある者、のいずれかに該当する者（いわゆるみなし共同保有者）が共同保有者とされており（金融商品取引法 27 条の 23 第 5 項、6 項）、また①における合意は口頭によるものや黙示のものも含まれると解されています。

⁵ ただし、本 WG 報告では、協働エンゲージメントに関するセーフハーバー・ルール等が設けられている諸外国の制度と異なり、日本の共同保有者概念は、株主としての議決権その他の権利に関する合意等がある場合に限り適用されることとされているため、協働エンゲージメントの局面に直ちに適用されるものではないと考えられると指摘されています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

2. 改正の内容

本改正案は、上記の指摘に対応し、中長期的な企業価値向上に資する協働エンゲージメントを促進する観点から、法令により実質的共同保有者の範囲を明確化するものであり、金融商品取引業者等が経営に対して重要な影響を及ぼす行為を行うことを目的とせず、株主としての権利を共同して行使する場合については、保有割合の合算が求められないこととするものです⁶。すなわち、複数の投資家が「経営に重大な影響を与えるような合意」を行わない限り、「共同保有者」に該当しないことが明確化⁷されました。

具体的には、以下の要件を全て満たす場合には、共同保有者に該当しないものとされました（本改正案 27 条の 23 第 5 項）。

- ① 当該保有者及び他の保有者が金融商品取引業者⁸、銀行その他の内閣府令で定める者であること
- ② 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
- ③ 共同して発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することの合意（個別の権利の行使ごとの合意として政令で定めるものに限る。）であること

これは、企業支配権等に関しない機関投資家間の継続的でない合意を適用除外とするものです。

①の「その他の内閣府令で定める者」については、機関投資家が想定されているものと推察されます⁹。

②の「重要提案行為等」については、本 WG 報告で重要提案行為の範囲の見直しが提言されていることから、今後この点についての政府令の改正が行われるものと考えられますが、配当方針や資本政策の変更といった、企業支配権に直接関係しない提案については、重要提案行為等に該当しないこととされることが想定されます¹⁰。

また、③の除外規定の対象となる合意の内容についても、具体的な内容は政府令の改正を待つ必要がありますが、「個別の権利の行使ごとの合意」すなわち継続的でない合意として一定の類型が定められるものと推測されます¹¹。

上記のとおり、共同保有者に該当しない場合を明記する一方で、複数の投資家による潜脱的な報告書不提出など、市場の公正性を脅かしかねない事例に適切に対応すべく、役員兼任関係や資金提供関係など、一定の外形的事実がある場合に「共同

⁶ 金融庁「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法令の一部を改正する法律案要綱」1 頁 (<https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/01/youkou.pdf>)

⁷ 金融庁「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法令の一部を改正する法律案説明資料」（2024 年 3 月）7 頁 (<https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/01/setsumei.pdf>)

⁸ 金融商品取引法 28 条 1 項に規定する第一種金融商品取引業を行う者又は同条 4 項に規定する投資運用を行う者に限られます（改正案 27 条の 23 第 5 項 1 号括弧書）。

⁹ 金融庁「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法令の一部を改正する法律案の概要」（<https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/01/gaiyou.pdf>）

¹⁰ 前記脚注 7 参照

¹¹ 前記脚注 9 参照

CAPITAL MARKETS BULLETIN

保有者」とみなす規定を政令レベルで整備することが予定されています¹²。

Ⅲ. デリバティブ取引の取扱い

1. 改正の背景

現行の大量保有報告制度では、株券等の保有者が、トータル・リターン・スワップ¹³等のエクイティ・デリバティブ取引のロングポジション（いわゆる買いポジション）を保有する場合、当該取引の終了時に株式の交付による決済が想定されている等の事情が認められる場合を除いて、当該取引の対象となる株券等は、大量保有報告制度の適用対象にならないと考えられています¹⁴。これは、大量保有報告制度が発行会社の経営に対する影響力に着目して大量保有者に情報開示を求める制度であることからすると、経済的な利益の獲得を目的とし、議決権その他の株主権の移動を伴わない現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引に関して、情報開示を求める必要性が高くないためと考えられます。

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、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、ロングポジションを保有することを利用して発行会社に対してエンゲージメントを行う事例等も存在しており、これらの事例については大量保有報告制度に基づく情報開示を求めるべきとの指摘がなされていました¹⁵。このような事例においては、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を開始した時点において、既に潜在的に発行会社の経営に対する影響力を有していると考えられ、実質的に大量保有報告制度を潜脱する効果を有するものと評価することもできます。

2. 改正の内容

そこで、本改正案は、現金による決済が予定されているデリバティブ取引のうち、一定の要件を満たすものを大量保有報告書の提出義務の対象とすることとし¹⁶、具体的には、株券等の保有者について、これまでの本文保有、1号保有、2号保有に加えて、3号保有を追加し、①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り、②当該デリバティブ取引の相手方から株券等を取得する目的その他政令で定める目的を有する者は、③当該デリバティブ取引の原資産である株券等の数を算出する計算方法として内閣府令で定める計算方法により算出された数の株券等について、

¹² 前記脚注7参照

¹³ 一般に、定期的な一定金額の支払いを受けるのと引き換えに、相手方に対して特定の前資産に関する経済的損益を移転させる取引を指します。

¹⁴ 平成22年3月31日付金融庁企画市場局「株券等の大量保有報告に関するQ&A」問14

¹⁵ 三井秀範・土本一郎編／野崎彰・宮下央・池田賢生著「詳細 公開買付制度・大量保有報告制度 Q&A」[初版]172頁

¹⁶ 前記脚注6参照

CAPITAL MARKETS BULLETIN

保有者とみなすものとしています（27条の23第3項本文及び3号）。

上記②の「デリバティブ取引の相手方から株券等を取得する目的その他政令で定める目的を有する者」の具体的な内容については、内閣府令の改正を待つ必要がありますが、本 WG 報告では、(A)取引の相手方から株券等を取得することを目的とする者のほか、(B)取引の相手方が保有する株券等に係る議決権行使に一定の影響力を及ぼすことを目的とする者、(C)(A)又は(B)のような地位にあることをもって発行会社に重要提案行為等を行うことを目的とする者が例示されています。

IV. その他の提言内容

1. 重要提案行為の範囲

日常の営業活動等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ついては、事前に届け出た月 2 回の基準日において、大量保有報告書や変更報告書の提出義務を判断し、当該基準日から 5 営業日以内に報告書を提出すれば足りるとする、特例報告制度の利用が認められています。

金融商品取引業者等がこの特例報告制度を利用するためには、その要件として、重要提案行為を行うことを保有の目的としないことが必要とされています¹⁷が、重要提案行為の範囲については、企業と投資家との実効的なエンゲージメントの促進のために、更なる明確化又は限定が必要との指摘がなされています¹⁸。

本 WG 報告では、①役員の指名や一定割合以上の議決権の取得等の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、当該行為それ自体が経営に対して大きな影響を及ぼすもので、迅速な情報開示を求めるべきであるため、広く重要提案行為に該当する規律とする必要がある一方で、②配当方針・資本政策に関する変更等の企業支配権等に直接関係しない事項の提案行為を目的とする場合については、単に提案行為を行うことのみによって直ちに経営に対して大きな影響が生じるものとは言い難いため、当該提案行為の態様に着目し、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ことが適当との提言がなされています。

2. 大量保有報告制度の実効性の確保

現行の大量保有報告制度上、大量保有報告書又は変更報告書の不提出（提出遅延

¹⁷ 金融商品取引法 27 条の 26 第 1 項、金融商品取引法施行令 14 条の 8 の 2

¹⁸ 本 WG 報告では、2014 年のスチュワードシップ・コード策定時に一定の解釈の明確化が図られたものの、依然として不明確又は広範な規制であり、パッシブ投資家等の大量の銘柄を保有する投資家にとっては、特例報告制度が利用できなくなることを回避するために、重要提案行為に該当しないようにエンゲージメントを行っている実態があることから、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う指摘がなされています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

を含む。)及び不実記載は課徴金の対象とされています¹⁹が、実務上は提出遅延等課徴金の対象となる件数に比して実際に課徴金が課された例はごく僅かとなっています。また、実質的共同保有者については、当局による立証が困難であることから、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も見受けられるとの指摘がなされています。

このような指摘に対して、本 WG では様々な対応策について議論がなされたが、最終的に本 WG 報告では、①故意性が疑われる不提出や著しい提出遅延等市場の公正性を脅かしかねない事例については、積極的に対応を講じること、②共同保有者の認定に係る立証の困難性を解決すべく、一定の外形的事実をもって共同保有者とみなす旨の規定を拡充すべきこと²⁰、③大量保有報告制度を順守せずに公開買付けを開始しようとする事例に対しては、公開買付届出書の事前相談において大量保有報告書の提出や訂正を求め、公開買付届出書の提出後に違反が発覚した場合に訂正命令等の是正措置を行うことができる制度を整備すること²¹等が提言されています。

3. 株券等保有割合の算出に際して、取得請求権付株式や取得条項付株式の転換後の株式数を勘案すること

これまで、議決権付種類株式は「株券」に該当するため、取得請求権付株式又は取得条項付株式が普通株式を対価とする場合、当該取得請求権付株式又は取得条項付株式の行使により取得する普通株式の数が、取得請求権付株式又は取得条項付株式の数と異なる場合であっても、取得請求権付株式又は取得条項付株式の行使により取得する普通株式に係る議決権数ではなく、取得請求権付株式又は取得条項付株式そのものの数が保有株券等の数となるとされていました²²。

この点について、本 WG 報告では、株券等保有割合の算出に際して、取得請求権付株式や取得条項付株式の転換後の株式数が勘案されていないため、転換後の株式数も勘案の上、取得請求権付株式又は取得条項付株式の数と転換後の株式数のいずれが多い方を株券等保有割合の算出に用いるべきと提言されています。

本改正案では、27 条の 23 第 4 項において、株券等保有割合の定義の中に、「内閣府令で定めるところにより計算した（株式の数）」という文言が追加されていることから、今後、内閣府令の改正により手当てされるものと考えられます。

¹⁹ 金融商品取引法 172 条の 7、172 条の 8

²⁰ 本 WG 報告では、役員の兼任関係や資金の提供関係に着目することが考えられるとされています。

²¹ 本 WG 報告では、大量保有報告書の提出状況を公開買付届出書の記載事項とし、事後的に大量保有報告制度違反が発覚した場合に公開買付届出書の訂正等を通じた対応を行うことが考えられるとされています。

²² 金融商品取引法 27 条の 23 第 4 項

CAPITAL MARKETS BULLETIN

4. 「保有目的」及び「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」の記載内容及び記載方法の明確化

本 WG 報告では、大量保有報告書又は変更報告書の記載事項である「保有目的」及び「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」について、記載内容や記載方法が明確化されていないことから、提出者により記載内容が区々となっていることや、提出遅延の一因となっている可能性があることが指摘されていました。

「保有目的」又は「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」の記載内容及び記載方法については、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令の各様式の「記載上の注意」において規定されており、今後同府令の改正により、本 WG 報告の提言を受けた記載内容や記載方法の明確化が図られると考えられます。

5. みなし共同保有者に関する除外規定の新設

現行の大量保有報告制度では、一定の資本関係がある場合には、別個独立に議決権等を行使する方針であったとしても、共同保有者とみなされることになっていきます（いわゆるみなし共同保有者）。

本 WG 報告では、一定の場合²³には、当局の承認を得ること等により、これらの者を共同保有者から除外することが提言されています。

本改正案では、27 条の 23 第 6 項について、同項において共同保有者となる資本関係は「株式の所有関係その他の政令で定める特別の関係にある場合」とされており、今後の政令の改正により、本 WG 報告の提言に関する改正が行われると考えられます。

V. おわりに

大量保有報告制度については、平成 26 年の改正以降、実質的な改正は行われていなかったところ、今回の改正により、企業と投資家の建設的な対話の促進の観点からの共同保有者の範囲の明確化、現金による決済が予定されているデリバティブ取引のうち、一定の要件を満たすものを大量保有報告書の提出義務の対象とするための、いわゆる「3号保有」の類型の新設がなされるほか、政府令レベルでも複数の重要な改正が想定されています。

本改正案においては本 WG 報告における提言の一部が実現される内容となっており、本改正案ではカバーされなかった本 WG 報告の他の提言については、政府令の改正により対応されることが予想されます。今後の改正の動向について、引き続き議論を注

²³ 本 WG 報告では、資産運用会社とその親会社である金融持株会社（及びその子会社）について、これらの者が別個独立に議決権行使等に関する判断を行う体制が整備されているか否か等を考慮した上で、共同保有者から除外する場合は例示されています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

視していく必要があります。

セミナー情報

- セミナー 『サステナビリティ×ファイナンス連続ウェビナー』
 視聴期間 2023年10月30日（月）～2024年5月31日（金）
 主催 森・濱田松本法律事務所

No.	テーマ	講師
1.	「サステナビリティ×ファイナンス」イントロダクション	末廣 裕亮 弁護士 富永 喜太郎 弁護士
2.	サステナビリティ×ディスクロージャー	五島 隆文 弁護士
3.	サステナビリティ×デット・ファイナンス	二村 佑 弁護士
4.	サステナビリティ×エクイティ・ファイナンス	宮田 俊 弁護士
5.	サステナビリティ×REIT/不動産ファンド	山本 義人 弁護士
6.	ESG 投資とアセットマネジメント	廣本 文晴 弁護士 白川 剛士 弁護士
7.	サステナビリティ×ローン (サステナビリティ・リンク・ローン等の契約実務)	末廣 裕亮 弁護士
8.	トランジション・ファイナンス	佐藤 正謙 弁護士
9.	インパクト投資	田中 光江 弁護士
10.	サステナビリティ×金融レギュレーション(1) (気候変動リスク管理など)	富永 喜太郎 弁護士
11.	サステナビリティ×ブロックチェーン	石橋 誠之 弁護士
12.	サステナビリティ×金融レギュレーション(2) (顧客への気候変動対応支援など)	富永 喜太郎 弁護士
13.	ソーシャル/人権とファイナンス	白川 佳 弁護士

【『サステナビリティ×ファイナンス連続ウェビナー』のお申込み方法】

会員制ポータルサイト「[MHM マイページ](#)」にてご視聴申込みを受け付けております。

※ MHM マイページのご登録がお済みでない方は、[こちら](#)より新規登録の上でお申込みをお願いいたします。

- セミナー 『社債発行の基礎と法的留意点～社債発行の手続・ドキュメンテーション・スケジュールから注意すべきポイント、最近の動向まで～』
 配信期間 2024年5月15日（水）10:00～2024年7月12日（金）17:00
 講師 二村 佑
 主催 株式会社プロネクサス

CAPITAL MARKETS BULLETIN

- セミナー 『第 5378 回金融ファクシミリ新聞社セミナー 「資本政策やコーポレート・アクションとインサイダー取引規制ー自己株式の取得や処分、大株主とのエンゲージメント上の留意点を解説ー』
- 開催日時 2024 年 6 月 4 日（火）13:30～15:30
- 講師 宮田 俊
- 主催 株式会社 FN コミュニケーションズ

文献情報

- 論文 「JAPAN: An Introduction to Capital Markets: Domestic: J-REITs」
- 掲載サイト [Chambers and Partners](#)
- 著者 尾本 太郎、佐伯 優仁、佐藤 喬洋、武内 香奈（共著）
- 論文 「開示府令改正を踏まえた「重要な契約」開示のポイント」
- 掲載誌 週刊経営財務 No.3650
- 著者 平川 諒太郎、河西 和佳子（共著）

NEWS

- The Best Lawyers in Japan™ 及び Best Lawyers: Ones to Watch in Japan™ (2025 edition) にて高い評価を得ました

Best Lawyers®による、The Best Lawyers in Japan™ (2025 edition) にて、下記 5 名の弁護士が"Lawyer of the Year"に選ばれました。

- ・ 棚橋 元 - Private Equity, Private Funds and Venture Capital Law
- ・ 小林 卓泰 - Energy Law
- ・ 堀 天子 - FinTech Practice
- ・ 大室 幸子 - Litigation
- ・ 田中 浩之 - Privacy and Data Security Law

加えて、当事務所の弁護士 157 名が The Best Lawyers in Japan™に、42 名が Best Lawyers: Ones to Watch in Japan™に選出されております。

Capital Markets Law の分野では、以下の弁護士がそれぞれ高い評価を得ました。

Best Lawyers

- ・ 安部 健介
- ・ 藤津 康彦
- ・ 鈴木 克昌
- ・ 尾本 太郎
- ・ 江平 享
- ・ 熊谷 真和

CAPITAL MARKETS BULLETIN

- ・根本 敏光
- ・田井中 克之
- ・宮田 俊
- ・石橋 誠之
- ・五島 隆文

Ones to Watch

- ・小中 諒
- ・坂東 慶一
- ・大田 友羽佳
- ・梅澤 惇
- ・水本 真矢
- ・岡 朋弘
- ・澤 和樹
- ・山口 大貴

➤ クールビズ実施のお知らせ

当事務所は、節電及び省エネ対策への取り組みの一環として、本年もクールビズを実施いたします。このため、会議等におきまして、略装で皆様にお目にかかる場合などもあるかと存じますが、ご理解いただけますと幸いです。また、当事務所にご来訪の皆様におかれましても、ご遠慮なく軽装でご来所いただければと存じます。