

本資料は、英語版の「Guide to the New Japan Large Shareholding Report Regime」の参考日本語訳であり、英語版と本資料とが一致しない場合、英語版の意味が優先される。

## 改正大量保有報告制度のガイド

### はじめに

- 本ガイドは、日本における大量保有報告制度に係る主要な改正内容の概要を提供するものである。2024年5月22日、日本の国会は金融商品取引法（以下「金商法」といい、改正後の金商法を「改正法」）の改正法案を可決した。その後のパブリックコメントを経て、施行令及び大量保有府令（改正法と併せて以下「改正法規」）が2025年7月1日に閣議決定され、2025年7月4日に公布された。大量保有報告制度に関する改正法規の規定は、2026年5月1日に施行される。
- 日本の大量保有報告制度は1990年に導入されたが、2006年以降、大きな改正はされていない。本制度は、株券等保有割合が5%超となった保有者の開示義務を定めるものであり、投資家に対し、実質的な株式保有に関する情報をタイムリーに提供することで、市場の透明性と公平性を促進することを目的としている。近年、パッシブ投資の増加、協働エンゲージメントの拡大、企業と投資家間の建設的な対話の重要性の高まりなど、市場環境の変化に伴い、様々な課題が指摘されていたため、2023年に金融審議会の「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「WG」）でそれらの課題について審議が行われた。本ガイドで説明されている改正法規は、2023年12月25日にWGが発表した報告書の勧告に基づくものである。
- 大量保有報告制度の改正内容は広範に及んでいるが、改正の対象にはならなかった既存の規則についても、金融庁は、同様に広範な更新版のガイダンスを公表している。本ガイドは、日本の上場株式に投資するAIMA会員がこれらの改正内容を理解し対応する一助となることを目的とし、特に機関投資家に最も関連する改正内容に焦点を当てている。
- 本ガイドは、2025年7月に公表された金融庁のパブリックコメントの回答（以下「パブコメ回答<sup>1</sup>」）等を含む金融庁により発表された資料を参照しつつ弁護士との協力のもとに作成され策定された。本ガイドへのご協力をいただいた法律事務所である祝田法律事務所、Akin Gump、そしてAIMA日本のレギュラトリーアンドタックス委員会の貢献に感謝する。
- 本ガイドは、参考資料として使われるべきであり、法的又は投資に関する助言を提供するものではなく、専門的な法的助言又は投資助言の代替として依拠すべきではない。また内容は改正法規を包括的に説明するものではない。個別具体的な解釈については弁護士又は金融専門家に相談する必要がある。
- 本ガイドで説明された特定の変更は、大量保有報告制度の特例報告制度（日常的に反復継続して株券等の売買を行う特定の金融商品取引業者又は機関投資家に対し、大量保有報告書等の提出頻度及び期限を緩和する制度）の利用対象となる提出者には適用されないものや、限定的に適用されるものがある。改正法規により、一般報告による提出者に関しては開示義務が拡大されたが、特例報告による提出者は、一定の条件を満たすことで引き続き多くの免除の恩恵を受けている。したがって、本ガイドによる改正内容の説明は、提出者の報告状況を踏まえて読まれるべきである。

\* \* \*

<sup>1</sup> 金融庁「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）」（2025年7月4日）、入手先 <<https://www.fsa.go.jp/news/r7/shouken/20250704/02.pdf>>（「パブコメ回答」）

## 主な改正内容

### 1. 「重要提案行為等」の範囲及び定義の見直し

- 改正法規により、「重要提案行為等」の概念は、情報開示の必要性を高める概念として重要性が高まっている。今後、投資家が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は、今まで以上に多くの規則に影響することとなった。
- 具体的には、開示項目（「保有目的」欄、特定の場面での現金決済型株式デリバティブ取引）や共同保有者の法的要件（みなし共同保有者への新たな類型、新たに設けられた協働エンゲージメントのセーフハーバー）等である。

### 2. 大量保有報告書の記載事項の拡充

- 大量保有報告書の「保有目的」欄には、「重要提案行為等を行うことの予定」及び「5%超取得の決定・予定」の説明が開示項目として追加された。さらに、「重要な契約」欄における記載事項も対象契約が拡充された。

### 3. エクイティ・デリバティブ取引に関する開示

- 改正法規では、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を含むエクイティ・デリバティブ取引のロングポジションの保有者のうち、以下に定めるいずれかの目的を有する者について、大量保有報告制度上の「保有者」に該当することとされた：(i) 株券等に係るデリバティブ取引の相手方（あるいは一連の取引と考えられる取引の第三者）から当該株券等を取得する目的；(ii) 株券等の発行者に対して当該発行者が発行する株券等に係る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；(iii) 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。
- ただし、従来と同様に経済的利益を得る目的である場合、この改正による影響はない。

### 4. 「共同保有者」の範囲の見直しと協働エンゲージメントの特例の創設

- （投資家が共同で株式を取得・譲渡、あるいは議決権を共同で行使するとみなされ、合算した保有分を記載した大量保有報告書等の提出が求められる）みなし共同保有者の範囲が拡大された。その一つは、ある投資家が別の投資家に対して重要提案行為等を行うよう要請し、当該別の投資家がこれに応じた場合である。
- また、共同保有者に関する新たなセーフハーバー（適用除外）規定が設けられた。これは、特定の条件を満たすことを前提に、株主総会における特定の決議事項に関して議決権の共同行使の合意を行った規制対象投資家に対して適用される。

### 5. 特例報告制度の適用除外

- 現行の特例報告制度では、株券等保有割合が10%を超えず、かつ保有目的が「重要提案行為等」を行うことではない場合に限り、特定の金融商品取引業者又は機関投資家に対して、特例報告制度の利用を認めている。本ガイドでは詳細に扱わないが、改正法により、投資家の取得目的が株券等保有割合を10%超に引き上げるためのものである場合、特例報告制度の利用対象から除外されることとなった。

施行日は 2026 年 5 月 1 日

## 目 次

<b>第 1 章</b>	<b>重要提案行為等の範囲及び定義の見直し</b> .....	<b>4</b>
1.	「提案」行為であること .....	4
2.	提案内容が列挙事項に該当すること .....	5
3.	重大な変更・影響を及ぼす目的 .....	7
<b>第 2 章</b>	<b>大量保有報告書の記載事項の拡充</b> .....	<b>9</b>
1.	「保有目的」欄の記載の拡充 .....	8
2.	「担保契約等重要な契約」の記載の拡充 .....	13
<b>第 3 章</b>	<b>エクイティ・デリバティブ取引に関する開示</b> .....	<b>13</b>
1.	株券等を取得する目的（目的(i)） .....	14
2.	デリバティブの権利を示して重要提案行為等を行う目的（目的(ii)） .....	15
3.	議決権の行使に影響を及ぼす目的（目的(iii)） .....	16
<b>第 4 章</b>	<b>「共同保有者」の範囲の見直しと協働エンゲージメントの特例の創設</b> .....	<b>16</b>
1.	みなし共同保有者の範囲の見直し .....	16
2.	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 .....	17
<b>第 5 章</b>	<b>変更報告書の提出事由の限定</b> .....	<b>18</b>
<b>第 6 章</b>	<b>施行期日・経過措置</b> .....	<b>18</b>
	<b>参考文献</b> .....	<b>20</b>

## 第1章 重要提案行為等の範囲及び定義の見直し

- 改正法規では、重要提案行為等の概念は、以下の規定に影響することとなった。
  - (i) 特例報告制度の利用要件
  - (ii) 「保有目的」欄の具体的な記載
  - (iii) 現金決済型エクイティ・デリバティブ取引の開示の要否
  - (iv) みなし共同保有者の要件
  - (v) 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
- 本ガイドは、上記各項目において「重要提案行為等」がどのような場面で、どのように関係するのか、またその文脈における投資家にとっての主要な留意点を解説するものである。しかしながら、多くの場合において、まず初めに行うべき重要な判断は、投資家が行おうとしている、又は行う可能性のある行為が「重要提案行為等」に該当するか否かであり、上記の点を踏まえ、この判断の重要性は従前にも増して高まっている。したがって、**重要提案行為等に該当する行為の範囲及び、いかなる時点でこれが行われたとみなされるのか**についての明確な理解が不可欠である。
- 改正法規に対するガイダンスにおいて、金融庁は、現在の法令同様に、ある行為が「重要提案行為等」に該当するためには以下の**3つの要件**をすべて満たす必要があるという点を明確化した<sup>2</sup>。

**(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) 提案内容が施行令第14条の8の2第1項各号に掲げる事項（以下「列挙事項」<sup>3</sup>）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、又は重大な影響を及ぼすことを目的とすること**

改正法規は、列挙事項を見直すとともに、特定の行為が「重要提案行為等」に該当する場面及びその該当性判断の方法について、広範な新たな解釈指針を示している。

- 本セクションの後段で詳述するとおり、金融庁のガイダンス及びパブリックコメント回答は、発行者に対するエンゲージメントの態様や意見の伝達方法の違いが「提案」を行ったといえるか否か、また仮に「提案」に該当するとして、発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼすことを目的としているか否かといった点において一定の解釈の余地を残している。これらは、個別具体的な事案に即して、微妙な判断を要する場合がある。**事案によっては、明確に各要件を充足し「重要提案行為等」に該当するといえる場合がある一方で、その該当性が必ずしも明確でない場合も存在し、後者については文脈を踏まえた個別具体的な検討が必要となる。**投資家としては、自らのエンゲージメント活動を慎重にモニタリングし、各段階において「重要提案行為等」に該当する領域に踏み込んでいないかを継続的に評価することが求められる。

### 1. 「提案」行為であること

- この要件については、改正法規による変更はないものの、金融庁は、改正法規に関するガイダンスにおいて、「提案」に該当するものの**範囲**を明確化している<sup>4</sup>。

<sup>2</sup> 金融庁「株券等の大量保有報告に関するQ&A」（2026年5月1日施行）（「大量保有Q&A」）問36。

<sup>3</sup> 施行令第14条の8の2第1項。

<sup>4</sup> 大量保有Q&A問36。

- 「提案」は、定時株主総会や臨時株主総会における株主権の正式な行使に限定されない。また、発行者の「役員」<sup>5</sup>との対話の場で列挙事項（6 ページの表参照）に該当する特定の種類の事項を直接的又は間接的に提案することも含まれる。
- 「提案」行為の意味をより詳細に検討すると、例えば、次のような区別が認められる。
  - (i) 単に発行者の経営方針等（ガバナンス、資本政策、経営陣の選解任・指名、株主還元等に関する方針を含む）の説明を求め、自らの議決権行使方針、当該方針を踏まえた議決権行使の予定を説明するにとどまる限り、株主・発行者間での認識の共有を図るものであって、「提案」行為にあたらぬ。
  - (ii) 株主が発行者に対して意見を表明するだけであっても、発行者に実質的に行為を求める場合、それは提案と見なされる可能性が高い。

## 2. 提案内容が列挙事項に該当すること

### 2.1 列挙事項の見直し

- 改正法規は、現行の列挙事項のうち、以下の 2 つの行為を削除した。
  - x 支配人その他の重要な使用人の選解任<sup>6</sup>
  - x 支店その他の重要な組織の設置・変更・廃止<sup>7</sup>
- 一方で、1 つの行為（下記 1）を拡充し、新たに 2 つの行為（下記 2、3）を列挙事項に追加した。
  1. 代表取締役若しくは代表執行役の選定若しくは解職又は執行役員の選任若しくは解任<sup>8</sup>
  2. 特定の者の役員への選任（例、社内又は社外の取締役又は監査役）<sup>9</sup>
  3. 発行者以外の者による支配権の取得（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保有者<sup>10</sup>と合わせて 50%超の議決権を所有する<sup>11</sup>こととなるもの）
- 3.の「発行者以外の者」には、提案者以外の第三者も含まれる。そのため、**たとえば MBO 等の非公開化を提案する場合には、提案者が自ら買収者となる旨の提案でなくとも列挙事項に該当すると考えられる。**また、50%超の議決権を「所有することとなる」ものと規定されているため、取得によって新たに議決権割合が 50%を超える場合に限られ、すでに議決権割合が 50%超の者による買増しは該当しない。取得の方法については特段限定がされていないため、株式譲渡、新株発行等でも該当し得る<sup>12</sup>。

### 2.2 列挙事項の一覧

<sup>5</sup> 業務を執行する社員、取締役、執行役、会計参与、監査役又はこれらに準ずる者をいい、相談役、顧問その他いかなる名称を有する者であるかを問わず、法人に対し業務を執行する社員、取締役、執行役、会計参与、監査役又はこれらに準ずる者と同程度の支配力を有するものと認められる者を含む。施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項。

<sup>6</sup> 改正前施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 5 号。

<sup>7</sup> 改正前施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 6 号。

<sup>8</sup> 施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 3 号。なお、「執行役員」とは、投資信託及び投資法人に関する法律に基づき設立された投資法人の執行役員をいう。パブコメ回答 No.17-18。

<sup>9</sup> 施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 4 号。

<sup>10</sup> 施行令第 14 条の 7。

<sup>11</sup> 施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 12 号；大量保有府令第 16 条第 4 号。

<sup>12</sup> 新谷亜紀子・上久保知優・金子慧史・福田輝人「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」旬刊商事法務 2403 号 43 頁、47 頁（2025 年）（「新谷ほか」）。

- 列挙事項は、金融庁によって経営への影響度が相対的に**低い事項**と**高い事項**にカテゴライズされている。列挙事項の一覧は次のとおりである。

経営への影響度が相対的に低い事項	経営への影響度が相対的に高い事項
(a) 重要な財産の処分・譲受け [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 1 号]	(a) 代表取締役若しくは代表執行役の選定若しくは解職又は執行役員の選任若しくは解任 [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 3 号]
(b) 多額の借財 [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 2 号]	(b) 自らが指名する役員（社内又は社外の取締役又は監査役）の選任 [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 4 号]
(c) 役員構成の重要な変更（役員の数又は任期に係る重要な変更を含む） [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 5 号]	(c) 吸収合併（吸収合併消滅会社となるもの）、株式交換（株式交換完全子会社となるもの）、主要な <sup>13</sup> 事業の会社分割 [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 6 号]
(d) 株式交換・株式移転・会社分割・合併（右記を除く） [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 6 号]	(d) 主要な事業の譲渡・休廃止 [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 7 号]
(e) 事業の全部又は一部の譲渡・譲受け・休止又は廃止（右記を除く） [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 7 号]	(e) 発行者以外の者による支配権の取得 [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 12 号；大量保有府令第 16 条第 4 号]
(f) 配当方針の重要な変更 [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 8 号]	(f) 解散 [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 12 号；大量保有府令第 16 条第 2 号]
(g) 増資・減資方針の重要な変更 [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 9 号]	(g) 倒産手続開始の申立て [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 12 号；大量保有府令第 16 条第 3 号]
(h) 取引所金融商品市場への上場の廃止又は店頭売買有価証券登録原簿への登録の取消し [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 10 号]	
(i) 取引所金融商品市場への上場又は店頭売買有価証券登録原簿への登録 [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 11 号]	
(j) 資本政策の方針の重要な変更 [施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 12 号；大量保有府令第 16 条第 1 号]	

- これらの所定の類型に該当しない行為は、たとえ明らかに「提案」に該当するとしても、例えば発行者の帳簿書類の閲覧請求といった株主権の行使のような場合には、それ自体として「重要提案行為等」に該当するものとはみなされない。

### 2.3 列挙事項への該当性

- 金融庁は、投資家がよく行う提案が列挙事項へ該当するかについて次のとおり個別に解釈を示している<sup>14</sup>。

<sup>13</sup> 「発行者の主要な事業」に該当するかは、量的側面（当該事業の売上高、資産、利益、従業員数等）と質的側面（当該事業が発行者の事業活動に与える影響の程度等）から実質的に判断されるべきである。パブコム回答 No.37。

<sup>14</sup> 大量保有 Q&A 問 36。

- **政策保有株式の売却を求める行為**：具体的な銘柄を指定することなく抽象的に発行者が保有する政策保有株式の売却を求める提案は、通常、「重要な財産の処分」の提案には該当しない。また、発行者が政策保有株式として保有する個別銘柄の売却を求める場合においては、当該政策保有株式の帳簿価額、発行者の総資産に占める割合、当該政策保有株式の保有目的等に照らして総合的に判断する必要があるが、政策保有株式の性質からすれば、通常は、「重要な財産の処分」の提案には該当しない。
- **代表取締役の後継者計画や指名方針の変更を求める行為**：代表取締役の後継者計画の適切な策定や運用、代表取締役の指名や選解任の方針の変更を求める提案は、通常、それ自体は代表取締役の選定・解職、特定の者（自ら又は自らが指定する者）の役員への選任や、役員構成の重要な変更の提案には該当しない。もっとも、当該提案が実質的に代表取締役の解職を求めるものである場合には、経営への影響度が相対的に高い事項の中の「代表取締役の解職」の提案に該当する可能性がある。
- **独立社外取締役の増員を求める行為**：独立社外取締役を増員することでコーポレートガバナンス・コードの原則をコンプライ（実施）することができる場合において、具体的な候補者を提示することなく、コーポレートガバナンス・コードの原則をコンプライ（実施）するために必要な増員を求めるにとどまる場合には、通常、特定の者（自ら又は自らが指定する者）の役員への選任や役員構成の重要な変更の提案には該当しない。一方、特定の候補者の紹介は、経営への影響度が相対的に高い事項の中の重要提案に該当する。もっとも、発行者からの候補者の推薦依頼に応じて特定の候補者を提示する行為は、「提案」には該当するものの、発行者の事業に重要な変更を加え、又はこれに影響を及ぼす目的を有すると評価される可能性は低い（下記第3節参照）ため、「重要提案行為等」には該当しないと考えられる<sup>15</sup>。
- **事業ポートフォリオの見直しを求める行為**：事業の譲渡、譲受け、休止又は廃止を含む見直しを提案することは、一般に列挙事項に含まれる「事業の譲渡、譲受け、休止又は廃止」の提案に該当すると考えられる。それが「重要提案」に該当するかどうかは、提案が主要な事業の譲渡、休止又は廃止に関するものであるか次第であり、主要な事業の場合は、たとえ対話の場で提案したとしても重要提案に該当する。また提案が主要事業に関連していない場合でも、投資家が次に説明する要件（重大な変更・影響を及ぼす目的。下記第3節参照）を有するかどうか、あるいは、提案が当該提案の採否を経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様で提示された場合、それは重要提案に該当する。いずれにしても個別具体的な事案に即して実質的に判断されるべきである。

### 3. 重大な変更・影響を及ぼす目的

- 金融庁は、今回の法改正に際して、重大な変更・影響を及ぼす目的について、提案内容が経営への影響度が相対的に高い事項と低い事項のどちらに該当するかで該当性の判断を分けるアプローチを新たに示した<sup>16</sup>。

#### 3.1 経営への影響度が相対的に低い事項

- 相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度が低い事項については、これを発行者との対話の場で提案したとしても、「発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼすことを目的とする」ものに該当する可能性は低い。しかし、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には、「発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼすことを目的とする」ものに該当する可能性が高い。

<sup>15</sup> 谷口達哉・福田輝人「令和6年改正大量保有報告制度における実務上の諸論点の解説」旬刊商事法務 2418号 4頁、6頁（2026年）（「谷口・福田」）。

<sup>16</sup> 大量保有 Q&A 問 36。

- 例えば、以下の場合には、通常、当該提案の採否を経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様による提案に該当する。
  - (a) 株主提案権の行使による場合、
  - (b) 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）、あるいは、
  - (c) 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
- なお、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や、会社に対し議決権行使の内容を示唆する場合は、通常、当該行為のみでは「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・態様による提案」には該当しないとされている<sup>17</sup>。

### 3.2 経営への影響度が相対的に高い事項

- 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の提案については、発行者との対話の場で（口頭、又は書面で）行うものであっても、「発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼすことを目的とする」ものに該当する可能性が高い。
- 投資家と発行者との間で「影響度が相対的に高い」類型に属する事項について行われる協議がすべて直ちに「重要提案行為等」に該当することを意味するものではないが、投資家としては、当該特定の事項に関する協議の性質が「提案」（上記第1節参照）に該当しないよう、慎重に留意する必要がある。
- 例えば、単に検討結果や意見を共有することとどまる場合には、それらが発行者の事業に重要な変更を加え、又はこれに影響を及ぼす目的を有すると評価される可能性は低く、その結果として「重要提案行為等」に該当するものとは通常考えられない。ただし、この点は個別具体的な事案に即して実質的に判断されるべきである。

## 第2章 大量保有報告書の記載事項の拡充

### 1. 「保有目的」欄の記載の拡充<sup>18</sup>

- 最初に、大量保有報告の提出が義務付けられている株主は、5%超の株券の保有者であることに留意されたい<sup>19</sup>。現在、大量保有報告書や変更報告書を提出する場合、「保有目的」欄に「純投資等」、「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が求められている。ただし現実には、重要提案行為等を行う目的についての記載内容は提出者によってばらばらである。また追加的に株券を取得する決定や予定についての開示は、コールオプションのような特定のデリバティブ又は契約がない限り、現在は、求められていない。
- 改正法規は、「保有目的」欄の記載事項について、以下のとおり明確化及び拡充を行った<sup>20</sup>。
  - **重要提案行為等**：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（たとえば、当該重要提案行為等の具体的な内容、当該重要提案行為等を行う時期、当該重要提案行為等を行う条件、当該重要提案行為等の目的）について、できる限り具体的に（報告時点で明らかな内容について）記載すること。

<sup>17</sup> バブコム回答 No.39-40。

<sup>18</sup> 保有者の目的がパッシブ投資のみであり、重要提案行為やその他の株主権利の行使の意図はなく、さらに5%超の株式を取得する決定や予定がない場合、拡大された「保有目的」開示要件の影響はない。ただし、株券等保有割合が10%を超える株式を取得する目的がある場合は、特例報告ではなく一般報告が必要となることに注意する。

<sup>19</sup> なお、5%基準は、自己株式を含む発行済株式総数に基づき算定される点に留意する必要がある。

<sup>20</sup> 大量保有府令様式第1、記載上の注意10(b)、(c)。

- **5%超増加させる行為**：以下の(a)又は(b)に掲げる場合には、その内容（たとえば、取得を行う**株券等の種類、時期、取得価格、数量、取得の目的、取得の方法、取得の相手方**<sup>21</sup>）を（報告時点で明らかな内容について）できる限り具体的に記載すること。
  - (a) （単独で行う場合、又は複数の一連の行為で行う場合にかかわらず）株券等保有割合を5%超増加させる行為（以下「5%超取得行為」）を行うことを「決定」した場合
  - (b) 株券等保有割合の増加により大量保有報告書・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」しているとき
- 投資家の行動が「重要提案行為等」に該当するか否か（第1章参照）という点に加え、本保有目的記載事項の見直しについては、「決定」及び「予定」の違いについても多くの疑問が生じた。これらはいずれもパブリックコメントにおいて注目されている論点であることから、以下において説明する。

### 1.1 重要提案行為等の「予定」の記載

- パブコメ回答によると、「予定」とは、提出者が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**がある場合とされる<sup>22</sup>。かかる蓋然性・具体性があるかは、個別具体的な事案に即して実質的に判断されるべきである。
- ここで求められる蓋然性及び具体性のレベルは、たとえば、法人である提出者においては、
  - 重要提案行為等の実施に向けた業務が行われ、当該行為（発行会社に提案された場合に重要提案行為等に該当する行為）を行うことが具体的に見込まれることとなった場合
  - 提出者における形式的な最終の機関決定がなされていなかったとしても、提出者において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
 には、通常、当該行為を行うことを「予定」していると評価されると考えられる<sup>23</sup>。
- 他方、提出者におい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や、提出者において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、提出者において当該行為を行うことを「予定」しているとは評価されないと考えられる<sup>24</sup>。
- 重要提案行為等を行うことを予定しているためその内容の詳細を「保有目的」欄に記載し、その後、当該予定がなくなった場合を含めて当該内容に変更が生じ、現在の開示内容が不正確となる場合、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となる（下記参照）<sup>25</sup>。「予定」の変更があったかどうかを判断する際、個別具体的な事案に即して検討すべきであるが、最初に「予定」されているかどうかを判断する場合と同じ判断基準を使うことが合理的である。
- パブコメ回答において、重要提案行為等を行うことを予定しているとして報告義務発生日時点で予定している重要提案行為等の内容を大量保有報告書又は変更報告書に記載した場合には、その後の状況の変化等により結果として重要提案行為等を行わなかったことのみをもって遡って虚偽記載（金商法第172条の8）や風説の流布（金商法第158

<sup>21</sup> 大量保有府令様式第1、記載上の注意10(c)。当該取得の相手方の氏名又は名称まで記載する必要があるか否かについては脚注40を参照。

<sup>22</sup> パブコメ回答 No.115-116。

<sup>23</sup> 同上。

<sup>24</sup> 同上。

<sup>25</sup> パブコメ回答 No.117-119。

条)に該当することにはならないと考えられるとされたが、重要提案行為等の予定がなくなったことについては保有目的変更のために変更報告書の提出が必要とされた<sup>26</sup>。

- 提出者は、大量保有報告書又は変更報告書を提出時点において重要提案行為等を適切に開示するために、提出者の組織内で「予定」の機関決定プロセスは何であるのかを社内ガバナンス手続において明確にしておくことが重要である<sup>27</sup>。
- このような手続は、提出者のガバナンス体制に照らして、本目的において「決定」がなされた時点特定するのに役立つため、その際には、特定の個人や意思決定機関（例えば投資委員会）の関与の要否も含まれるべきである（もともと、前述のとおり、必ずしも最終的・正式な決定である必要はない点に留意する必要がある）。
- なお、報告書の提出者が50%超の議決権の取得を行うことを提案する、又は提案している場合は、その提案自体は重要提案行為等ではあるが、記載上の注意<sup>28</sup>により「重要提案行為等」としての開示は、除かれていることに注意する（ただし、5%超取得行為の決定・予定が認められる場合にはその記載の必要がある）。

### 開示の内容と形式

- 記載の内容としては、金融庁は「できる限り具体的に記載」を求めているのであり、全ての事項について確定的な記載を求めるものではない。
- 実務上、重要提案行為等を行う意向を有し得る投資家は、当該行為に関する「予定」を形成し、その存在を開示する準備が整うまで、大量保有報告制度における5%の保有報告基準を超えないようにすることが考えられる。提出者によっては、初回の大量保有報告書で、複数の可能性がある重要提案行為等を行う予定はあるが、その詳細についてはまだ決定されていない場合、提出時点でのできる限りの詳細を開示することが適切である。その場合の記載例としては、以下のとおりである。

「提出者は、重要な資産の処分又は取得、代表取締役、代表執行役員若しくは執行役員の選解任、及び特定の個人の役員選任に関し、発行者に対して提案を行う予定である。具体的な詳細と時期は引き続き検討中である。」

- また開示方法として施行令第14条の8の2第1項を参照する記載方法も考えられる。

「提出者は、金融商品取引法施行令第14条の8の2第1項第1号、第3号、及び/又は第4号に関する事項について、発行者に対して提案を行う予定である。具体的な詳細と時期は引き続き検討中である。」

- 上記の開示は、提出者が前記の重要提案行為等の所定類型に関する提案を行うことを予定していることを前提とするものであるが、意思決定は往々にして流動的であり、継続的な状況の変化に応じて見直され得るため、具体的な内容が未だ確定していない場合や、今後変更され得る場合があることも踏まえている。もともと、開示の具体的な内容は、個別事案の実情や検討中の提案の内容に応じて定まるものであり、当該開示義務が生じる時点において、より具体的な内容や時期が明らかとなっている場合には、大量保有報告書又は変更報告書の「保有目的」欄において、追加的な記載が求められることとなり得る。

<sup>26</sup> バコメ回答 No.120。

<sup>27</sup> これは各組織によって異なる可能性があり、組織固有の手続きに関して文書化することが望ましい。

<sup>28</sup> 大量保有府令様式第1、記載上の注意10(b)。

## 開示された予定に影響を与える状況の変化

- いったん重要提案行為等を行う予定について開示がなされた後、当該開示の内容を不正確とするような状況の変化が生じた場合には、新たな（又は予定が存在しなくなった）状況を反映した「保有目的」を記載した変更報告書の提出が必要となる。上記の例示的な開示に照らせば、提出者が、言及されている事項の一部又は全部について発行者に対する重要提案行為等を行う予定を有しなくなった場合には、最新の状況を反映するよう開示内容を適切に変更する必要がある。
- これに対し、提出者が既存の開示において言及したすべての重要提案行為等について、状況の変化に応じて時期を異にしつつ実施する予定を引き続き有している場合には、当該開示は相当期間にわたり正確性を維持し得るため、必ずしも変更を要しないこともあり得る。もっとも、既存の開示における記載の具体性・詳細性の程度は、その後の状況変化を踏まえて変更報告書による追加開示が必要となるか否かの判断に影響を及ぼす。
- なお、予定する重要提案行為等の内容を具体的に記載した大量保有報告書を提出した者が、現に重要提案行為等を行った場合には、予定として記載していた重要提案行為等の内容と現に行った重要提案行為等の内容に重要な差異がない時には、当該重要提案行為等を行ったことのみをもって改めて変更報告書を提出する必要はないものと解される<sup>29</sup>。

### 1.2 5%超取得の決定・予定の記載

- 5%超取得の「決定」・「予定」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べきである。「予定」とは、最終的なコミットメントに至らない一定の蓋然性と具体性がある場合に存在し、「決定」とは、提出者の株券等保有割合を5%超増加させる取得を実行する最終の機関決定があった場合を指す。「予定」が存在するかどうかは、重要提案行為等が「予定」されているかどうかを判断する際に上記で示された基準と同一の判断基準を用いて評価されるべきである。
- 当該行為は、単発の取得である場合もあれば、相互に関連する一連の取得である場合もあり得る<sup>30, 31</sup>。もっとも、市場の状況（価格変動や流動性など）に応じてのみ段階的な買付けが予定・実行されているにすぎず、提出者の保有割合を5%以上増加させるという事前に定められた意図や戦略が存在することを示す証拠がない場合には、当該取得のみをもって、開示を要する「5%超取得」に該当するものとはならない。
- 当該行為は、株式の買い増しによる取得に限られず、発行者との契約に基づく取得（例、新株発行の引き受け）を含む、新株発行やMSワラントなど新株予約権の取得であっても含まれる。

#### 5%超取得行為の「決定」

- 5%超の取得を実行する「決定」（単なる「予定」ではなく）は、決定を行ったこと自体で「保有目的」変更のために**変更報告書を提出する義務が生じる**。同様に、以前に開示された「決定」に変更があり（5%超取得行為をやめる決定の場合も含めて）、現在の開示内容が不正確となる場合、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が必要となる<sup>32</sup>。5%超取得行為を行う「予定」がある旨を保有目的欄に記載した大量保有報告書を提出した者が同一の行為について「決定」を行った場合には、予定として記載していた当該行為の内容と決定した内容に重要な差異がない時には、当該決定を行ったことのみをもって改めて変更報告書を提出する必要はない<sup>33</sup>。

<sup>29</sup> 谷口・福田 7 頁。

<sup>30</sup> パブコム回答 No.133-135。

<sup>31</sup> 一連の行為に当たるかは、各行為の目的の共通性や時間的近接性等の個別の事情を勘案して判断される。谷口・福田 5 頁。

<sup>32</sup> パブコム回答 No.156、164。

<sup>33</sup> パブコム回答 No.148-153。

- 法人である提出者の場合の「決定」とは、提出者の業務執行を担う機関が、提出者の保有割合を5%超取得について行う最終的な意思決定をいう<sup>34</sup>。実務上、この（最終的な）「決定」と、「予定」を区別するために必要な意思決定の差異の程度は、提出者ごとの意思決定プロセスやガバナンス体制に依拠する。いずれの場合であっても、「予定」又は「決定」は、提出者内部において実質的な意思決定権限を有する者の承認を要することとなる。多くの場合、これには最高投資責任者（CIO）、投資委員会、又はその他の正式な意思決定機関が該当し得る<sup>35</sup>。

### 5%超取得行為の「予定」

- 一方、5%超取得行為の「予定」が生じたにとどまる場合、その事実のみをもって**変更報告書を提出する必要はないが**、大量保有報告書、又は株券等保有割合の増加を理由として提出する変更報告書の報告義務発生日時点において<sup>36</sup>3か月以内に5%超取得行為を行う「予定」がある場合には、「保有目的」欄にその内容を記載する必要がある。例えば、提出者がすでに開示された5.1%の保有割合から6.1%の保有割合に変更し、保有割合1%以上の増加によって変更報告を行うタイミングで、提出者は5%超取得行為の予定を立てた場合には変更報告書において、保有目的の変更が必要となる。一方で、4%の取得行為の予定や、大量保有報告、又は変更報告書の報告義務発生日時点から4か月以内に5%超取得行為の予定があるような場合には、保有目的として「予定」の開示は必要ではない。
- すでに開示された5%超取得行為の予定に変更が生じた場合、又は5%超取得行為の予定がなくなったような場合において、大量保有報告書における「保有目的」に記載された情報が不正確となる場合には、変更報告書の提出が必要となる点に注意する<sup>37</sup>。
- なお、当該5%超取得行為が公開買付けによる場合には、一般に、公開買付け届出書の提出に関して関東財務局との事前相談を開始した時点で、「予定」が存在すると認められ、当該取得予定の開示を要するものと金融庁は考えている<sup>38</sup>。

### マルチマネージャー・ファンド

- 複数のポートフォリオ・マネージャー（以下「PM」）を擁するアセット・マネージャーにおいて、各PMが独立して最終的な投資判断権限を付与されている場合（例えば、組織の投資委員会による追加承認を要しない場合）においても、例えば、当該PMが変更報告書提出義務発生日から3か月以内における5%超の取得行為を「予定」する場合、又は5%超の取得についての「決定」を行った場合には、上記のとおり「決定」又は「予定」された5%超取得に該当する。
- 一方、たとえば、複数のファンドマネージャーが独立して、増加する株券等保有割合が5%以下の株券等の取得を行う旨の投資判断をそれぞれ行い、当該各取得が実行された結果、意図しない形で株券等保有割合が合計5%超増加したにすぎないときは、通常、これらの投資判断が行われたことのみをもって5%超取得行為を行うことの「決定」ないし「予定」があったものとは判断されないと考えられ、**保有目的の開示は必要ない**とされる<sup>39</sup>。

<sup>34</sup> 同上。

<sup>35</sup> 前述のとおり、このような「予定」又は「決定」がなされた時点の評価するにあたっては、各組織固有のコーポレート・ガバナンス体制及び手続きが関連し、その内容は組織ごとに異なり得る。各組織に固有の手続きについては、書面化しておくことが望ましい。

<sup>36</sup> パブコム回答 No.130；大量保有府令様式第1、記載上の注意10(c)。パブコム回答 No.131によると5%超取得行為の「予定」の開示を大量保有報告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を提出する場合に限っている趣旨は、現に買増しを開始した者が更に買増しを行うことを予定している場合に、市場の公正性、透明性の観点から、一連の買増しについて開示を行うことを求めるためとされる。

<sup>37</sup> パブコム回答 No.164。

<sup>38</sup> パブコム回答 No.154。

<sup>39</sup> パブコム回答 No.140。

## 5%超取得行為の「決定」又は「予定」について開示される情報

- 記載の内容としては、重要提案行為等の「予定」と同様、改正法規は「できる限り具体的に記載」を求めているのであり、全ての事項について確定的な記載を求めるものではない。報告時点で明らかな内容（たとえば、取得を行う株券等の種類、時期、取得価格、数量、取得の目的、取得の方法、取得の相手方<sup>40</sup>）について記載すべきである。
- したがって、予定の内容が決まっている範囲のみでの記載を行うことも許容されるものと考えられる。その場合の記載例としては、以下のとおりである。

「今後の市場動向次第では5%超の追加取得を行う可能性があるが、その判断基準や詳細は未定である。」

- 特に取得の方法が市場内取引である場合は、「決定」の段階では、通常、取得価格が具体的に定まらなると考えられ、そのような場合には、必ずしも取得価格として具体的な金額の記載が求められるものではない<sup>41</sup>。
- 予定が開示された後に、事情の変更により当該予定が放棄されたとしても、これが遡って虚偽記載や風説の流布に該当するものではない<sup>42</sup>。したがって、当該開示それ自体によって、提出者が開示どおりに当該予定を実行する義務を負うものではない。一方、上述のとおり、予定が取りやめになった場合にはその変更を伝えるために変更報告書の提出が必要になることに注意する。

## 2. 「担保契約等重要な契約」の記載の拡充

- 「担保契約等重要な契約」欄での開示要件も拡大され、以下の種類の契約は、開示する必要がある。
  - 将来の株券等の移動に関する重要な契約<sup>43, 44</sup>
  - 現金決済型デリバティブが「保有」とみなされる場合（下記第3章参照）のデリバティブ契約<sup>45</sup>
  - 共同保有者間の契約
  - 発行者への役員候補者指名権の合意、議決権行使内容を拘束する合意、株主総会又は取締役会での事前承諾事項等に関する合意等のガバナンスに関する契約

## 第3章 エクイティ・デリバティブ取引に関する開示

- 現行制度上、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引（いわゆるトータル・リターン・スワップ、以下「TRS」）のロングポジションを保有するのみでは、原資産である株券の議決権の行使権限などを有していない場合、基本的に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る<sup>46</sup>。例えば、株式を4%保有し、さらにTRSの形で4%の経済的エクスポージャー

<sup>40</sup> 「取得の相手方」については、当該相手方が全く特定されていない場合には、当該事項の記載は不要である。また、特定の相手方から取得する株券等の数が1%未満である場合には、当該相手方の氏名を特定せず、属性のみを記載することで足りる。谷口・福田 6頁。

<sup>41</sup> バフコム回答 No.159。

<sup>42</sup> バフコム回答 No.156。

<sup>43</sup> 例としては、株券に関する売買契約（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）、貸借取引、担保契約、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、将来の株券等の移動を禁止、又は制限する契約、買増しを制限するスタンドスティル契約、株主保有割合を一定規模で維持する契約、プットオプション又はコールオプション契約。

<sup>44</sup> 大量保有府令様式第1、記載上の注意14(a)の但書は、当該契約の相手方と締結している契約の対象となっている株券等の数を第9条の2第1項に規定する発行済株式総数等で除して得た割合が100分の1未満である場合における当該契約の相手方の記載に当たっては、相手方の属性のみを記載しても差し支えない旨を定める。

<sup>45</sup> 同上。大量保有府令様式第1、記載上の注意14(b)の但書も同様。

<sup>46</sup> 新谷ほか 48頁。

ヤーを有している場合でも、合計の経済的エクスポージャーは5%を超えているが、現時点では大量保有報告の提出の義務は発生しない。

- 改正法規では、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引のロングポジションの保有者のうち、以下に定めるいずれかの目的を有する者について、大量保有報告制度上の「保有者」に該当することとされた<sup>47</sup>。
  - (i) 株券等に係るデリバティブ取引の相手方から当該株券等の発行者が発行する株券等を取得する目的<sup>48</sup>
  - (ii) 株券等の発行者に対して当該発行者が発行する株券等に係る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<sup>49</sup>
  - (iii) 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（当該株券等の発行者が発行する株券等に係るものに限り）の行使に影響を及ぼす目的<sup>50</sup>

これらの目的について、以下詳細を説明する。

- パブコム回答は、目的の有無は個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものとしているもの<sup>51</sup>の、客観的な状況から推論を導くことを伴う場合もある。例えば、株式取得目的の場合、契約内容等の外形的な事情から目的の存在は認定されるものと考えられる<sup>52</sup>。
- (i)から(iii)までのいずれかの目的を有することが要件であるため、株券等に係るデリバティブ取引の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、(i)から(iii)までの目的をいずれも有していない場合には、当該株券等の「保有者」には該当しない。その後、(i)から(iii)までのいずれかの目的を有するに至った場合には、その時点で当該株券等の「保有者」に該当することとなる<sup>53</sup>。
- 今回の改正を踏まえて、大量保有報告制度上の「保有者」に該当することとなった場合には、大量保有報告書の様式「(4)上記提出者の保有株券等の内訳」欄に現金決済株式デリバティブの株式相当数を報告する3号保有形態が新設された。また上述のとおり、オプションに係る契約の一種として、重要な契約欄において、当該契約内容の詳細（契約の種類、契約の相手方、決済日や行使期間等）を記載することが必要となることに注意する。

## 1. 株券等を取得する目的（目的(i)）

- 金融庁は、株券等を取得する目的の有無の判断にあたっては、デリバティブ契約の当事者間における関連する契約内容や交渉状況を含め、あらゆる事情を総合的に考慮する必要があることを強調している。
- デリバティブ取引に係る契約上、原則の決済方法が現金決済と定められているのであれば、ロングポジションの保有者が現物決済を選択できる権利を有する場合であっても、通常、当該権利を有することのみをもって直ちに「株券等に係るデリバティブ取引の相手方から当該株券等の発行者が発行する株券等を取得する目的」を有することにはならない<sup>54</sup>。デリバティブ取引に係る権利を有する者が当該取引の決済により現物株式を取得する場合、当該権利者は、通常、遅くとも現物株式を取得することを決定した時点では「株券等に係るデリバティブ取引の相手方から当該株券等の発行者が発行す

<sup>47</sup> 改正法第27条の23第3項第3号。

<sup>48</sup> 施行令第14条の6第2項第1号。

<sup>49</sup> 施行令第14条の6第2項第2号。

<sup>50</sup> 施行令第14条の6第2項第3号。

<sup>51</sup> パブコム回答 No.50-51。

<sup>52</sup> パブコム回答 No.63。

<sup>53</sup> 大量保有 Q&A 問14。

<sup>54</sup> パブコム回答 No.63。

る株券等を取得する目的」を有していると考えられる<sup>55</sup>。したがって、当該 TRS は、現物決済を選択した時点から「開示対象」となる（その結果、大量保有報告の閾値や、報告すべき保有割合の変動の算定にも算入されることになる）。現物決済が選択肢として存在する場合には、当該デリバティブの保有目的が専ら経済的エクスポージャーの取得にあることを投資家が文書化しておくことが有用となり得る。

- 形式的には「デリバティブ取引の相手方」から株券等を取得することに対して（TRS の相手方ではなく）第三者からであったとしても、一連の取引に係る複数の契約の内容等を踏まえ、当該第三者から当該株券等を取得することを予定している場合等には、「株券等に係るデリバティブ取引の相手方から当該株券等の発行者が発行する株券等を取得する目的」を有すると認められる可能性がある。このように形式ではなく実質的に取得目的があるとみなされるかどうかは、個別事例ごとに判断すべきである<sup>56</sup>。
- **例えば**、投資家 A が証券会社 B と TRS（1）を約定し、証券会社 B が B の関連会社 C と TRS（1）と同条件で TRS（2）が行われていた場合で、関連会社 C は証券会社 B の指示の下、現物株式のヘッジポジションを保有し、投資家 A が証券会社 B との TRS 解約終了時に関連会社 C から現物株式を取得する目的があった場合、このデリバティブ契約（TRS（1））は株式取得目的を有するものとみなされる可能性がある。

## 2. デリバティブの権利を示して重要提案行為等を行う目的（目的(ii)）

- これは、実質的に株券等の発行者に対して当該発行者が発行する株券等に係る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を持つ投資家を念頭に置いている。ただし、重要提案行為等を行う目的を有する場合であっても、デリバティブ取引に係る権利を有することを示す目的を有しないのであれば、同号に掲げる目的があると評価されるものではない<sup>57</sup>。同様に、TRS などのデリバティブ取引に係る権利を投資家が有していることを示したとしても、その一方でやっている提案が「重要提案」（第 1 章参照）に該当しないものである場合には、それもまた同号に掲げる目的があると評価されるものとはいえない。
- 「権利を有していることを示す」という概念には、解釈の余地があり、実務動向を注視する必要がある。もっともパブコメ回答によると、一般的なルールとしては、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきであり、以下のように整理できる。
  - (i) 発行者が発行する株式と当該発行者が発行する株券等に係るデリバティブ取引に係る権利の双方を有する者が、発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示すことなく、当該株式を有することを示すにとどまる場合又は株式保有数量についてのみ合理的な発言をする場合には、通常、同号に掲げる目的を有するとは認められない<sup>58</sup>。
  - (ii) 発行者が発行する株式と当該発行者が発行する株券等に係るデリバティブ取引に係る権利の双方を有する者が、発行者に対してその保有数量に触れずに当該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を有する場合、又は当該株式に加えて保有する当該デリバティブ取引に係る株券等のうち一部に係る権利を有することのみを示して重要提案行為等を行う目的を有する場合には、通常、当該デリバティブ取引に係る株券等の全てについて「保有者」となる<sup>59</sup>。

<sup>55</sup> パブコメ回答 No.60。

<sup>56</sup> パブコメ回答 No.64-65。

<sup>57</sup> パブコメ回答 No.68-69。

<sup>58</sup> 同上。

<sup>59</sup> 同上。

### 3. 議決権の行使に影響を及ぼす目的（目的(iii)）

- 議決権の行使又は不行使、議決権行使の内容に影響を及ぼす目的を有する場合には、この目的に該当する<sup>60</sup>。このため、TRS 保有者は、TRS の相手方によるヘッジ手法について一切関知すべきではなく、また、相手方が保有する株式の議決権行使に影響を与えることを目的とした関与もすべきではない、というベストプラクティスを再認識すべきである。慎重なアプローチを採るならば、保有者は取引相手のヘッジ状況について関知しないように努めることが有益である。なぜなら、ヘッジ状況を知るとは、相手方が議決権を行使できる株式を保有しているかどうかの示唆につながる可能性があるからである。

## 第 4 章 「共同保有者」の範囲の見直しと協働エンゲージメントの特例の創設

- 株券等の保有者との間で、書面又は口頭により、株式の取得若しくは譲渡、又は議決権その他の株主権（例：臨時株主総会の招集請求を共同で行うこと）を共同して行うことに合意している者については共同保有者に該当することとされており、共同保有者として合算して大量保有報告書を提出する必要がある。さらに、特定の関係が存在する場合、共同保有者とみなされる。また共同保有者に関する規律には例外もなかった。
- 改正法規は、そのような共同保有の合意の範囲を明確化した。また、改正法規は、共同保有者としての地位を生じさせることなく、機関投資家間の協働エンゲージメントを促進するための特例を創設した。

### 1. みなし共同保有者の範囲の見直し

- 共同保有とみなされる「みなし共同保有者」について、以下の 5 類型が追加された。

#### 役員兼任関係

- 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（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を含む。以下「代表者等」）との関係<sup>61</sup>
- 代表者等が同一の会社同士の関係<sup>62</sup>

#### 資金提供関係

- 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<sup>63</sup>
- 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<sup>64</sup>

#### その他

- 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<sup>65</sup>
- 他方で、夫婦関係については、みなし共同保有の範囲からは除外された。

<sup>60</sup> パブコム回答 No.71、73。

<sup>61</sup> 大量保有府令第 5 条の 3 第 2 号。重要提案行為等を行う目的を有しない金融商品取引業者等は除外。

<sup>62</sup> 大量保有府令第 5 条の 3 第 3 号。脚注 61 と同じ適用除外が適用される。

<sup>63</sup> 大量保有府令第 5 条の 3 第 4 号。投資運用業者その他の受託者に対する要請は除外される。株券等の取得資金の融資を受ける金融商品取引業者等は除外される。これには、投資一任業務を行う投資運用業者及び顧客に対して取得資金を提供するプライム・ブローカーが含まれる。パブコム回答 No.103-104 も参照。

<sup>64</sup> 大量保有府令第 5 条の 3 第 5 号。第一種金融商品取引業者に対してその業務として株券等の取得を要請する場合は除外される。

<sup>65</sup> 大量保有府令第 5 条の 3 第 6 号。

## 2. 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

- 改正法規では、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、以下の **3つの要件をすべて満たす場合**には、当該他の保有者は共同保有者に該当しないという特例を設けている。

  - (i) **要件 1**：当該保有者<sup>66</sup>と他の保有者がいずれも金融商品取引業者等（第一種金融商品取引業者、投資運用業者、銀行及び保険会社等）<sup>66</sup>であること。外国法令に準拠して外国において同種の業務を行う者も含まれる。
  - (ii) **要件 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。かかる「合意」の有無は、個別具体的な事案に即して判断されるべきである。もっとも、金融庁によれば、合意の当事者の一部が重要提案行為等を行った場合でも、それが「他の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、もし他の当事者が特に対応策を示さずにその提案行為を支持したとしても、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ず、特例は利用できる<sup>67</sup>。
  - (iii) **要件 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施行令第 14 条の 6 の 3 で定める以下の要件**すべてに**該当する場合<sup>68</sup>
    - (a) 発行者の株主総会又は投資主総会（総称して、以下「株主総会等」）ごとにする合意であって（同一の発行者の複数の株主総会等や将来の株主総会等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、この要件を充足しないと考えられる。）
    - (b) 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（たとえば、「X 社〇年度定時株主総会における第〇号議案」、「X 社〇年度定時株主総会における取締役選任議案のうち、候補者 A の選任議案」というように議案が一意に定まる程度に特定されていれば、通常、この要件を満たすものと考えられる。しかし、「組織再編に関する議案」等のように議案が一意に定まらないものについては、「他の議案と明確に区別できるよう特定」したとは認められない<sup>69</sup>。）
    - (c) 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（合意の対象となる議案に対する「賛成」「反対」のいずれかを定めて共同して議決権を行使することを合意するよう求めるものである。そのため、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「賛成」「反対」のいずれかを定めて合意したとはいえず、この要件は満たさない<sup>70</sup>。）
- 上述のとおり、本特例が用いられる場面は、保有者<sup>66</sup>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といった限定的状況においてのみであるため、実務における活用は限定的であろうと考えられる。その結果、多くの機関投資家は、もともと共同保有者概念に該当しないとされる協働エンゲージメントを継続するものと予想する。

<sup>66</sup> 特例報告制度の適用を受けられる者と基本的に同一。

<sup>67</sup> バボメ回答 No.12-13。

<sup>68</sup> 改正法第 27 条の 23 第 5 項；施行令第 14 条の 6 の 3。

<sup>69</sup> 大量保有 Q&A 問 26。

<sup>70</sup> 同上。

## 株主間の協力・協働エンゲージメントの明確化

- 株主が株主総会での議案のメリットや議決権行使（正式又は非正式を問わず、特定の議決権行使に関する合意又は約束を伴わない状態で）について話し合ったにとどまる場合には、基本的に「合意」が存在せず、大量保有報告目的における共同保有者には該当しないとされている。よって特例に依拠する必要はない。
- また金融庁は、以前、共同での書簡の送付、企業との面談、声明の公表といった「株主としての議決権その他の権利」の行使以外の方法で行われる場合は、共同保有者に該当しないと明確にしている。更に、委任状勧誘に応じて他の株主から議決権行使の代理権授与を受けた場合、①代理権授与はいつでも撤回可能であること、②被勧誘者は受動的・消極的な地位にあることから、共同保有者に該当しないと一般的に解されている。

## 第 5 章 変更報告書の提出事由の限定

- 提出者又は共同保有者の名称・所在地・代表者の変更については、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された<sup>71</sup>。

## 第 6 章 施行期日・経過措置

- 施行日は、**2026 年 5 月 1 日**のため、改正内容に関する経過措置を確認すべきである。

### **どの大量保有報告書の様式か？**

- 改正法規は、大量保有報告書も変更報告書も報告義務が発生してから 5 営業日以内に提出という点においては変更していない。よって、2026 年 4 月 30 日までに報告義務が発生した場合は提出日が施行日以後であっても旧様式で提出する。

### **株券等保有割合を決定する基準日**

- 改正法規による共同保有者およびデリバティブ・ポジションの扱いの変更に鑑み、投資家の株券等保有割合は、改正法規の施行によって変動する可能性がある。現行の規則に基づき算出される株券等保有割合と改正後の規則に基づき算出される割合との差は、施行日に生じたものとみなされ、大量保有報告書又は変更報告書は 2026 年 5 月 13 日午後 5 時 15 分（日本時間）までに提出されなければならない。たとえば、
  - 改正後の規則に基づく株券等保有割合が 6%であるが、現行の規則に基づく 4%である場合、新たな大量保有報告書を提出しなければならない。
  - 改正後の規則に基づく株券等保有割合が 9%であるが、現行の規則に基づく 7%である場合、変更報告書を提出しなければならない。

### **様式変更による変更報告書**

- 改正法規によって導入された様式変更のみを理由として、大量保有報告書又は変更報告書を提出する義務はない。例えば、施行日において「保有目的」又は「重要な契約」欄の拡充された開示要件が有効となることを報告義務発生事由として扱うことにより、変更報告書を提出することは求められない。

<sup>71</sup> 大量保有府令第 9 条の 2 第 2 項第 2 号。

- しかしながら、施行日以後にそれ以外の理由で大量保有報告書又は変更報告書の提出義務が発生した場合には、提出者は改正後の様式を使用して報告書を作成し、改正法規によって導入された拡充された開示要件を遵守しなければならない。

\* \* \*

## 参考文献

### 一次資料

#### 法令

- 金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号）（**「金商法」**）；令和 6 年法律第 32 号による改正後の金商法（**「改正法」**）
- 金融商品取引法施行令（昭和 40 年政令第 321 号）であって、令和 7 年 7 月 4 日号外政令第 247 号による改正後のもの（**「施行令」**；当該改正前の施行令を**「改正前施行令」**）
- 株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令（平成 2 年大蔵省令第 36 号）であって、令和 7 年 7 月 4 日号外内閣府令第 69 号による改正後のもの（**「大量保有府令」**）

### 二次資料

#### 公的ガイダンス

- 金融庁「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）」（2025 年 7 月 4 日）、入手先 <<https://www.fsa.go.jp/news/r7/shouken/20250704/02.pdf>>（**「パブコメ回答」**）
- 金融庁「株券等の大量保有報告に関する Q&A」（2026 年 5 月 1 日施行）、入手先 <<https://www.fsa.go.jp/news/r7/shouken/20250704/11.pdf>>（**「大量保有 Q&A」**）

#### 論文

- 新谷亜紀子・上久保知優・金子慧史・福田輝人「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」旬刊商事法務 2403 号 43 頁（2025 年）（**「新谷ほか」**）
- 谷口達哉・福田輝人「令和 6 年改正大量保有報告制度における実務上の諸論点の解説」旬刊商事法務 2418 号 4 頁（2026 年）（**「谷口・福田」**）

\* \* \*