

参考資料

2023年10月2日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

I. 大量保有報告制度の概要

II. 検討課題

A) 大量保有報告制度

B) 実質株主の透明性

III. ご議論いただきたい事項

諸外国の大量保有報告制度との比較

□ 各国の大量保有報告制度(一般報告)の概要は以下のとおり(近時の米国の改正案は次頁参照)。

| | 米国 | 英国 | ドイツ | フランス | 日本 | |
|------------------|--|---|--|--|--|---|
| 閾値 | 5% 以降、1%以上の増減等 | 3%、4%... 以降、1%ごと | 3%、5%、10%、15%、 20%、25%、30%、50%、 75% | 5%、10%、15%、20%、 25%、30%、1/3、50%、 2/3、90%、95%(注1) | 5% 以降、1%以上の増減等 | |
| 提出期限 | 10日以内 | 2営業日(注2) | 4営業日(注2) | 4営業日(注2) | 5営業日 | |
| 機関投資家の特例 (注3) | 会社支配に変更・影響を 及ぼす目的・効果がない ことが必要 | 経営介入のために議決 権の行使、利用をしない ことが必要 | 経営に影響力を与えるた めに議決権を行使、利用 しないことを保証すること が必要 | 経営介入のために議決 権の行使、利用をしない ことが必要 | 重要提案行為等を行わな いことが必要 | |
| 実質的 共同保有者 | 株式の取得、保有、処分 の目的のためグループと して行動する場合(注4) | 議決権の共同行使を通じ、 発行者の経営に対して継続 の共通の方針を採ること を相互に義務付ける合 意をしている場合 | 合意その他の方法により、 発行者の経営に継続か つ重大な変化を及ぼす目 的で議決権行使等につ いて共通の方針を採用して いる場合(個別事項に関 するものは除く) | 発行者に対して共通の政 策を実施し、又は会社の 支配を取得するために議 決権を取得し、譲渡し又 は行使することを目的に する合意を締結した場合 (注5) | 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、 等 | |
| 記載事項 | 保有目的 | 要 | 不要 | 原則不要(注6) | 原則不要(注7) | 要 |
| | 最近60日間の取得・処分の状況 | 要 | 不要 | 不要 | 不要 | 要 |
| | 取得資金 | 要 | 不要 | 原則不要(注6) | 原則不要(注7) | 要 |

(注1) 定款において、5%未満かつ0.5%以上の基準値に関して発行会社に対する追加の情報提供義務を定めることが認められている。

(注2) 発行会社に対する通知期限。当該通知の受領後、英国においては翌営業日中に発行会社が、ドイツにおいては3営業日以内に発行会社が、フランスにおいては3営業日以内にAMFがその内容を公表。

(注3) 投資会社等の特例制度の具体的内容は、各国により異なる。

(注4) 発行者の証券を取得し、保有し、議決権の行使をし、又は処分する目的で共同に行動することを合意している場合はグループとして扱われる。

(注5) 会社、その取締役会会長及びその執行役員又は執行役員構成員又はその業務執行者等、一定の関係がある者との合意の存在を推定する規定がある。

(注6) 保有割合が10%以上の閾値に達した場合、取得目的及び取得資金の報告も求められる。

(注7) 保有割合が10%、15%、20%又は25%を超えた場合、支配権を取得する意図の有無、取得資金の調達方法等の通知も要求される。

米国SECの大量保有報告制度に係る改正案の主なポイント

□ 米国SECは、2022年2月に、以下の内容を含む大量保有報告制度の改正案を公表（現時点で未確定）。

報告期限

- 通常の様式 (Schedule 13D) に基づく大量保有報告及び変更報告の期限を、以下の通り短縮^(注1)。

| 報告様式 | 現行制度 | 改正案 |
|--------|------------------------------|---------------------------------|
| 大量保有報告 | 保有割合が5%超となってから10日以内 | 保有割合が5%超となってから5日以内 |
| 変更報告 | 保有割合の1%以上の増減など重要な変更が生じた後速やかに | 保有割合の1%以上の増減など重要な変更が生じた日の翌営業日まで |

デリバティブ取引

- 現金決済型のエクイティ・デリバティブについて、発行者の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有し、又は当該目的・効果を有する取引に関連もしくは参加して当該エクイティ・デリバティブ^(注2)のロングポジションを保有する者を、大量保有報告制度上の「保有者」(beneficial owner)とみなす。
- エクイティ・デリバティブの保有者が保有しているとみなされる原資産の数は、エクイティ・デリバティブの価値の変化と原資産の価値の変化を比較して得られる比率(デルタ)等に応じて算定される。
- 通常の様式 (Schedule 13D) に基づく報告書において、現金決済型の証券ベーススワップを含む、発行者の株式等を原資産とするデリバティブに関する契約等を開示する必要があることを明確化。

共同保有者

- 今後、大量保有報告書を提出するという未公表情報を大量保有者から得た上で、当該情報に基づき当該大量保有報告書に係る株式等を取得する者が当該大量保有者と「共同保有者」(group)になることを明確化。
- 以下の行為が、発行者の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果がなく、かつ当該目的・効果を有する取引と関連又は参加して行われたものではない場合には、当該行為のみでは「共同保有者」に該当しないことを明確化。
 - ① 投資家間の連絡もしくは発行者との協働エンゲージメント、又は株式等の取得、保有、議決権行使もしくは処分等、当該株式等に関する共同行為(当該共同行為を行うことが義務付けられていない場合に限る。)
 - ② 投資家と金融機関との間でエクイティ・デリバティブの条件を定めた真正な売買契約を締結すること

(出所) SEC "Modernization of Beneficial Ownership Reporting" Release Nos. 33-11030; 34-94211; File No. S7-06-22 (Feb. 10, 2022)より金融庁作成

(注1) 簡素な報告様式(Schedule 13G)に基づく報告とその変更報告の提出期限は、適用除外投資家、適格機関投資家、パッシブ投資家の種別に応じて異なるが、最も長い場合で、保有割合が5%超となった月の月末から5営業日以内(変更報告については記載内容に重要な変更が生じた月の月末から5営業日以内)とすることが提案されている。

(注2) 株式等を原資産とする証券ベーススワップについては、大量保有報告制度ではなく、新たに創設することが別途提案されているRule 10B-1に基づき保有状況を開示することが提案されている。

I. 大量保有報告制度の概要

II. 検討課題

A) 大量保有報告制度

B) 実質株主の透明性

III. ご議論いただきたい事項

「法的論点に係る考え方の整理」①:「重要提案行為」について

「日本版ステewardシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」(2014年2月)

(問) 投資先企業との対話にあたり、株券等保有割合が5%超である機関投資家が、以下のような行為を行うことは、「重要提案行為」に該当しますか。

- ① 投資先企業の経営方針等(ガバナンス・資本政策などに関する方針を含む)の説明を求める行為
- ② 自らの議決権行使の方針、投資先企業に対する具体的な議決権行使の予定、自らの株式保有・処分の方針、当該投資先企業の株式の具体的な保有・処分の予定等を説明する行為
- ③ 前記②の説明に対する投資先企業のスタンスの説明を求める行為
- ④ 株主総会において、質問を行う行為
- ⑤ 株主総会において、具体的な事項の決議を求める行為
- ⑥ 前記③、④の投資先企業の説明が、自らの方針と一致しない場合に、投資先企業の経営方針等の変更を求める行為
- ⑦ 前記⑥のほか、投資先企業の経営方針等の変更を求める行為

(答) 1. 「重要提案行為」に該当するためには、以下の3要件を全て満たす必要があります。

- (i) 提案事項の客観的内容が、政令(令第14条の8の2)で列挙された事項に該当すること
- (ii) 発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とすること
- (iii) 「提案」に該当すること

2. この点、前記①～④の行為は、投資先企業との間で認識の共有を図る行為であり、(iii)の「提案」に当たらないと考えられることから、基本的には、「重要提案行為」に該当しない可能性が高いものと考えられます。
3. 他方、前記⑤～⑦の行為は、いずれも株券等保有割合が5%超である大株主が、投資先企業の経営方針等の変更や、株主総会での決議を求めるものです。

したがって、内容が(i)「政令で列挙された事項」に該当するものである限り、基本的には、(ii)「発行者の事業活動に重大な変更を加え、また重大な影響を及ぼすことを目的とする」(iii)「提案」に該当する行為として、「重要提案行為」に該当する可能性が高いものと考えられます。

4. ただし、前記⑥、⑦の行為であっても、その個別の態様によっては、「重要提案行為」に該当する可能性が低いものも想定されます。
5. 具体的には、例えば、発行者から意見を求められた場合に、株主が、これに応じて受動的に自身の意見を陳述するといった行為や、発行者が主体的に設定した株主との対話の場面^(注)での意見陳述等は、「株主の意見を聴取し、これを参考にしよう」、「自社の業績や戦略等について、対話を通じ、株主の理解を深め、その支持を得よう」といった発行者の主体的意思に基づく要請を踏まえ、これに応じることを目的とする行為であることから、(ii)「発行者の事業活動に重要な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とする」行為に該当する可能性は低くなるものと考えられます。

(注) 決算報告会、IRミーティング(スモールミーティングを含む)等

(参考)外為法の事前届出免除制度の概要

- 外為法上、一定の事業を行う上場会社等の1%以上の株式等を取得する場合、原則として事前届出が必要となるが、一定の基準を遵守した場合には、事前届出が免除される。

| 適用投資家 | 内容 | | |
|--|------|---------------------------------|---|
| 外国金融機関 | 包括免除 | 指定業種 (コア以外) ----- コア業種 | <ul style="list-style-type: none"> ● 免除基準を遵守すれば、事前届出を免除(上限なし) ● 事後報告の閾値は10% |
| 包括免除又は本則が適用されるもの以外の全ての投資家(認証を受けたSWF等を含む) | 一般免除 | 指定業種 (コア以外) ----- コア業種 | <ul style="list-style-type: none"> ● 免除基準を遵守すれば、事前届出を免除(上限なし) ● 事後報告の閾値は1% ● 上乘せ基準も遵守すれば、10%未満の株式取得について事前届出を免除 ● 事後報告の閾値は1% |
| 過去に外為法違反で処分を受けた者、国有企業等(認証を受けたSWF等を除く) | 本則 | 指定業種 (コア以外) ----- コア業種 | <ul style="list-style-type: none"> ● 事前届出免除の利用不可 |

【免除基準】

- 外国投資家自ら又はその密接関係者が役員に就任しない
- 指定業種に属する事業の譲渡・廃止を株主総会に自ら提案しない
- 指定業種に属する事業に係る非公開の技術情報にアクセスしない

【上乘せ基準】

- コア業種に属する事業に関し、取締役会又は重要な意思決定権限を有する委員会に自ら参加しない
- コア業種に属する事業に関し、取締役会等に期限を付して回答・行動を求めて書面で提案を行わない(注)

(注)「期限を付して」については、パブリック・コメント回答において、明確な日時等が明示されていない場合であっても、実質的には期限を付していることと同等であると解される場合にはこれに該当し、要請の頻度やその他各種の要因を踏まえて、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考えられる旨が示されている。

「法的論点に係る考え方の整理」②:「共同保有者」について

「日本版ステewardシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」(2014年2月)

(問)株券等の保有者が、「他の投資家」との間で、特定の投資先企業に対する議決権行使の方針について意見交換を行う場合や、投資先企業に対話の場を設けるよう共同で申し入れることや投資先企業の経営方針等の変更を共同で求めることを合意した場合、当該「他の投資家」は、大量保有報告制度における「共同保有者」に該当しますか。

(答)「共同保有者」に該当するためには、「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」を合意している必要があります(法第27条の23)。

当該「株主としての議決権その他の権利」とは、「議決権の他、株主提案権、議事録・帳簿閲覧権、役員等に対する責任追及訴訟の提訴請求権など、株主としての法令上の権利」を指すものと考えられます。

したがって、法令上の権利の行使以外の株主としての一般的な行動についての合意にすぎない場合には、基本的に、当該「他の投資家」は、「共同保有者」には該当しないと考えられます。

(問)株券等の保有者が、「他の投資家」との間で、特定の投資先企業の株主総会における議決権行使の予定を伝え合い、その内容が一致した場合、当該「他の投資家」は、大量保有報告制度における「共同保有者」に該当しますか。

(答)「共同保有者」に該当するためには、「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」している必要があります(法第27条の23)。

ここでいう「合意」は、単なる意見交換とは異なり、相互又は一方の行動を約する(文書によるか口頭によるかを問わず、また、明示的か黙示的かを問わない)性質のものを指すものと考えられます。

したがって、「他の投資家」との話合い等において、各々の議決権行使の予定を伝え合い、それがたまたま一致したに過ぎないような状態では、基本的に、当該「他の投資家」は「共同保有者」には該当しないものと考えられます。

諸外国における要件の明確化の取組み①

□ 米国SECにおいて、機関投資家の特例要件、共同保有者の範囲について解釈が示されている。

米国

機関投資家の特例

- 発行者の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有するか否か判断するにあたっては、以下の要素を考慮する。
 - 通常の業務において取得したものか、その性質上、支配権を取得しようとするものではないか
 - 提案・勧誘が、全ての投資先企業に対する優れたコーポレートガバナンスに関する投資方針に基づき行われたものであって、特定企業の支配権取引を促すものではないか
 - 提案・勧誘が、特定の提案の主題に照らし、他の者による特定企業の支配権の変更を容易にする効果を有するような状況で行われたものか
 - 大量保有者が、提案に賛成する独立した勧誘を行ったか
 - 活動が、株主提案を支持するためではなく、会社提案に反対するために行われたものか
- 社会、公共の利益に関する事項（環境政策等）に関する委任状勧誘は、通常、発行者の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有しない。
- コーポレートガバナンスに関する事項のうち、役員報酬、役員年金、無記名投票に関する提案・勧誘活動については、通常、特例制度の利用を妨げない。また、ポイズン・ピルの廃止、州の買収法のオプトアウト、期差任期制度の廃止など支配権に関わる事項についても、状況によっては、上記の目的・効果を有しない場合がある。
- 他方、会社の支配権の変更を求める提案（買収者を探す提案、取締役選任提案、多額の資産の売却提案等）を支持する勧誘は、多くの場合、上記の目的・効果を有する。
- 対抗者に賛成する投票や、コーポレートガバナンス関連の提案に関しVoting announcement を行うことのみでは、特例制度の適格性を喪失させない。

共同保有者

- 単に委任状勧誘を受けるだけでは（勧誘の結果、撤回可能な委任状を授与される場合であっても）勧誘者の「共同保有者」(group)に該当しない。
- なお、発行者の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果がなく、かつ当該目的・効果を有しないで、投資家間の連絡もしくは発行者との協働エンゲージメントが行われた場合、当該行為のみでは「共同保有者」に該当しないことを明確化する規則の改正が提案されている（現時点で未確定）。（注）

（出所）SEC “Amendments to Beneficial Ownership Reporting Requirements” Release No. 34-39538; File No. S7-16-96 (Jan. 16, 1998), SEC “Modernization of Beneficial Ownership Reporting” Release Nos. 33-11030; 34-94211; File No. S7-06-22 (Feb. 10, 2022)より金融庁作成

（注）詳細は3頁

諸外国における要件の明確化の取組み②

- ESMAは、EUの公開買付指令(2004/25/EC)における共同行為者("act in concert")^(注1)の該当性に関連し、ホワイトリストを公表している。
- 英国では、公開買付制度を規律するシティコードにおいて、どのような場合に共同行為者に該当するか明確化されている。

EU

共同行為者

- 以下の行為のみでは、共同行為者("act in concert")に該当しない(ホワイトリスト)。
 - 取締役会の議題となり得る事項について議論すること
 - 会社の政策・慣行又は会社が行う可能性のある具体的な行動について取締役会に対し意見表明すること
 - 取締役の選任以外の事項に関して株主総会の議題又は議案の提案、臨時株主総会の招集請求を行うこと
 - 取締役の選任以外の株主総会の特定の法定決議事項に関して、同一の態様での議決権行使を合意すること(例えば、①取締役の報酬、資産の取得・処分、減資・自己株式取得、増資、配当、監査人の選解任等、環境その他社会的責任等に関連する事項に関する会社の方針に対する賛成・反対、②関連当事者取引に対する反対)

(出所) ESMA "Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive" ESMA/2014/677-REV (Jun. 20, 2014; Last update: Jan. 8, 2019) より金融庁作成

英国

共同行為者

- 特定の事項に関する株主総会決議において、共同して議決権行使をすること自体は、通常、共同行為とはみなされない。ただし、支持者と共同して、株主総会において、取締役会の支配を求める提案を考慮するように要求し、又は要求するように脅す者は、通常、共同行為者と推定される。
- 「取締役会の支配を求める提案」か否かは、①提案された取締役との関係、②選任・解任される取締役の人数、③選任・解任される取締役の取締役会における地位、④提案された取締役の権限の性質、⑤当該提案により、株主としての利害以外の形で、利益を得るか、⑥現在の取締役と提案された取締役、提案した株主等との関係を考慮して判断される。^(注2)

(出所) 飯田秀総「共同保有者・特別関係者の範囲」飯田秀総ほか編『商事法の新しい礎石—落合誠—古稀記念』(有斐閣、2014)より金融庁作成

(注1) 日本の公開買付制度においては、「特別関係者」の概念に相当する。

(注2) ①に関し、関係がない場合、又は関係があったとしても重要なものではない場合、他の要素にかかわらず、「取締役会の支配を求める提案」とは認められず、②に関し、選解任される取締役が1名の場合、通常、当該提案は「取締役会の支配を求める提案」には該当しないが、過半数の選任を提案する場合は、通常、「取締役会の支配を求める提案」に該当するとされている。

大量保有報告制度の対象となる「株券等」・「保有者」

- 大量保有報告制度の対象となる「株券等」には、株券そのもののほか、株券を取得する権利・条項が付されている有価証券（新株予約権証券など）等が含まれる。また、大量保有報告書の提出義務を負う「保有者」の範囲には、株券等の直接的な保有者のみならず、コールオプションを取得している者等も含まれる。
- もっとも、経済的損益のみが帰属するエクイティ・デリバティブのロングポジションの保有者については、通常、「株券等」の「保有者」に該当しないと考えられている（次頁参照）。

株券等

- ① 株券（無議決権株式^(注)を除く）
- ② 新株予約権証券、新株予約権付社債券（議決権のない株式のみを取得する権利のみを付与されているものを除く）
- ③ 外国の者が発行する証券等で上記①、②と同じ性質を有するもの
- ④ 投資証券等、新投資口予約証券等
- ⑤ 上記①～④に係る権利を表示するもの（カバードワラント、有価証券信託受益証券、預託証券、他社株転換債等）

保有者

本文保有者

- 自己又は他人の名義をもって株券等を所有する者（以下の者を含む。）
 - 売買契約等に基づき株券等の引渡請求権を有する者
 - 買主の立場で株券等の売買の一方の予約を行っている者
 - コールオプションを取得している者

1号保有者

- 金銭信託契約等又は法律に基づき、議決権行使権限又は議決権行使指図権限を有する者で、事業活動を支配する目的を有する者

2号保有者

- 投資一任契約等に基づき、投資権限を有する者

(注) 株主総会において決議をすることができる事項の全部につき議決権を行使することができない株式であって、当該株式の取得と引換えに議決権のある株式を交付する旨の定款の定めのない株式

株券等の大量保有報告に関するQ&A

(いわゆるトータル・リターン・スワップ)

(問14) 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ことを内容とするデリバティブ取引のロングポジションを保有する者は、大量保有報告書等を提出する必要がありますか(法第27条の23第3項関係)。

(答)

当該デリバティブ取引の具体的な内容に照らし、個別事案ごとに判断する必要がありますが、経済的な損益のみが帰属するに過ぎない場合、通常、株券等の「保有者」(法第27条の23第3項)には該当しないと考えられます。

しかし、配当等の支払いを含め、原資産である株券等を保有する場合と同様の経済的利益及び損失を帰属させるものであって、かつ、例えば、

- ① 当該デリバティブ取引といわゆるダイレクト・マーケット・アクセス取引を組み合わせるなどにより、以下の(i)と(ii)が不可分に結びついている(直接連動して行われる)場合
 - (i) 当該デリバティブ取引におけるロングポジションの取得及びその解消
 - (ii) 当該デリバティブ取引におけるショートポジションの保有者が、当該デリバティブ取引から生じるリスクをヘッジするために行う、当該デリバティブ取引の原資産である株券等の現物の取得(以下「ヘッジ取得」といいます。)及び処分

や

- ② デリバティブ取引の当事者間において、当該デリバティブ取引の終了時に、原資産である株券等を交付することにより決済することも想定されているなどの理由により、当該デリバティブ取引のロングポジションの保有者において、ショートポジションの保有者によるヘッジ取得及び現物の株券等の保有が行われることが、当該デリバティブ取引の前提となっている場合

のように、現物の株券等の取得及び処分に、当該デリバティブ取引のロングポジションの保有者の支配が及んでいると考えられる場合には、当該デリバティブ取引におけるロングポジションの保有者は、ショートポジションの保有者がヘッジ取得した現物の株券等について、他人の名義をもって所有する者として大量保有報告規制上の「保有者」に該当すると考えられます。

また、①②のいずれにも該当しない場合であっても、取引の実態に照らし、株券等の引渡請求権、議決権の行使について指図を行うことができる権限又は株券等に投資をするのに必要な権限を有していないかなど(法第27条の23第3項参照)に留意する必要があります。

デリバティブに関する米国SEC改正案の背景

- 米国SECは、現金決済型エクイティ・デリバティブの保有であっても、発行者に対して、影響力や支配を及ぼすことが可能であること等を理由として、大量保有報告制度の適用対象とすることを提案している（現時点で未確定）。

提案の背景

- 現金決済型エクイティ・デリバティブ保有者であっても、以下のような方法により、発行者に対して、影響力や支配を及ぼすおそれがある。
 - デリバティブ取引の相手方が、取引関係の維持・発展のため、デリバティブ保有者の意に沿って議決権の行使や棄権をする
 - 契約変更や契約外の合意を通じて、デリバティブ保有者が、デリバティブ取引の相手方がヘッジ取得した現物株式を取得する
 - デリバティブ保有者が、上記のようなポジションを背景に発行者や他の株主に対してエンゲージメントを行う
- 現金決済型デリバティブ取引は株価に影響をもたらすほか、参照証券の処分が一斉に行われたり、実質的所有権が集中することにより、資本市場の秩序ある運営と効率性が損なわれるおそれがある。また、デフォルト時には、デリバティブ取引の相手方に加え、発行者、市場及びその他の市場参加者にも悪影響を及ぼす可能性がある。

改正案

- 現金決済型のエクイティ・デリバティブについて、発行者の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有し、又は当該目的・効果を有する取引に関連もしくは参加して当該エクイティ・デリバティブのロングポジションを保有する者を、大量保有報告制度上の「保有者」(beneficial owner)とみなす。

大量保有報告制度に係る課徴金制度の概要

- 2008年金融商品取引法改正により、大量保有報告制度の違反抑止の観点から、大量保有報告制度に係る課徴金制度が導入された。

【大量保有報告制度に係る課徴金制度の概要】

- ① 法律上の義務に違反して、大量保有報告書又は変更報告書を提出しない場合には、当該株券等の発行者の時価総額の10万分の1の額の課徴金が課される(法172条の7)。
- ② 重大な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けている大量保有報告書、変更報告書又はこれらの訂正報告書を提出した場合には、当該株券等の発行者の時価総額の10万分1の額の課徴金が課される(法172条の8) (注1)

＜課徴金の額が時価総額の10万分の1とされた理由＞ (注2)

課徴金の水準については、違反行為により違反者が得たであろうと一般的・類型的に想定される経済的利得相当額が基準とされているところ、

- ①大量保有報告書等を提出した場合、当該報告書に係る株券等の取引に追随者が生じて市場価格が変動し、その後の取引コストが上昇することとなるところ、大量保有報告書等の提出に伴う市場価格への影響について、種々の事例を分析したところ、平均0.1%程度と見込まれた。
- ②また、大量保有報告書等の提出後に株券等保有割合が1%以上増減した場合に変更報告書の提出義務が生じるところ、大量保有報告書等を提出しないことで、一般的には、次の変更報告書提出義務が発生する時点までは、他の追随取引を発生させない中で取引を行うことが想定される。

以上を考慮して、0.1%と1%を乗じた10万分の1を時価総額に乗じた額が課徴金の額とされた。

(注1) 不提出者及び虚偽記載者に対しては、5年以下の懲役、500万円以下の罰金(併科あり)の罰則規定も設けられている(法人に対しては5億円以下の罰金刑の両罰規定あり)(法197の2第5号及び6号)。

(注2) 池田唯一ほか『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』(商事法務、2008)321頁

諸外国の議決権停止制度の概要

□ 各国の大量保有報告制度違反に対する議決権停止制度の概要は以下のとおり。

| | 米国 | 英国 | ドイツ | フランス |
|------------|-------|-------------------|--------------------------|---------------------|
| 議決権停止制度の有無 | ×(注1) | ○ | ○ | ○ |
| 申立権者 | — | FCA | 自動的に不存在 | 自動的に剥奪(注2) |
| 発令者 | — | 裁判所 | — | —(注2) |
| 範囲 | — | 株式の一部又は全部 | 保有株式の全て | 報告しなかった閾値を超える部分(注2) |
| 期間 | — | 一定期間又は無期限 | 義務に違反したときから義務を履行するまで(注3) | 正式な届出があった日から2年間(注2) |
| 重要性の限定 | — | 重大な違反をしている場合に限られる | なし | なし |

(注1) 米国では、衡平法上の救済として、大量保有報告制度違反により株主に回復不能な損害が生じたことを理由に、裁判において議決権の停止を認めた事例がある。しかし、提出命令によって対応がなされたと判断された場合は、議決権停止を認めることに消極的な結論を示した連邦最高裁のRondeau判決が著名であり、むしろ米国では一般投資家から損害賠償請求の提訴を違反者が受け得ることが実効的なサンクションとなっているとの指摘がある(武井一浩・町田行人・森田多恵子「大量保有報告制度の今後の課題」商事法務1870号(2009)24頁、飯田秀総「大量保有報告規制違反者の議決権行使差止めに関する立法論の検討」商事法務2001号(2013)19頁)。

(注2) 裁判所は、会社の社長、株主又はAMFの申立てに基づき、検察官の意見を聴取した上で、大量保有報告制度に違反した株主に対して、5年を超えない期間について、その議決権の全部又は一部を停止することを命ずることができる。

(注3) 故意又は重過失により、議決権割合に関する報告義務に違反した場合は、義務の履行後さらに6か月延長される(ただし、誤った報告と実際の議決権割合の差が、実際の議決権割合の10%未満であり、かつ、保有報告の基準値における通知がなされなかったわけではないときは、延長されない。)

諸外国における実効性確保のための制度①

- 諸外国では、大量保有報告制度の実効性を確保するために、義務に違反した株主に対する措置として以下のような制度を規定している。(注)

英国

制裁金の賦課

- Financial Conduct Authority(英国金融行為規制機構:FCA)は、透明性規則に違反したと判断する場合、制裁金を課すことができる。(2000年金融サービス市場法91条)

公表譴責

- FCAは、制裁金を課すことができるとき、これに代えて、当該違反事実に係る譴責のステートメントを公表することができる。(2000年金融サービス市場法91条)

取引禁止命令

- FCAは、株主が透明性規則に違反していると疑う合理的な理由がある場合には、当該株主に対し株券等の取引の禁止を命じることができる。(2000年金融サービス市場法89L条)

議決権停止命令

- 裁判所は、FCAの申立てに基づき、株主が透明性規則について、重大な違反をしている場合は、当該株主に対して、当該株主による議決権行使を停止させる命令(議決権停止命令)を発令できる。(2000年金融サービス市場法89NA条1~3項)
- 裁判所が、議決権停止命令の発令を判断するに当たっては、①その違反行為の故意性や反復性、②違反行為の回復に必要な時間、③FCAの勧告に違反したか、④保有比率、⑤違反行為が金融市場に与えた影響、⑥対象会社の合併及び公開買付けに対する影響等の要件を考慮しなければならない。(2000年金融サービス市場法89NA条4項)
- 議決権停止命令は、株式の一部又は全部に対し、一定期間又は無期限で発令できる。(2000年金融サービス市場法89NA条5,6項)

(注) 刑事手続に基づく処罰を除く。

諸外国における実効性確保のための制度②

ドイツ

過料の賦課

- 大量保有報告義務の故意又は過失による違反に対しては、過料が課される。(有価証券取引法120条)

利益の没収

- 大量保有報告義務の違反により取得した経済的利益は没収される。(秩序違反法29a条)^(注2)

「株式に基づく権利」 の停止^(注1)

- 大量保有報告義務に違反した者の「株式に基づく権利」は、違反者の当該株式の持分全てについて、同義務に違反している間は存在しないものとされる。^(注3)
- 議決権のほか、配当請求権及び残余財産分配請求権を含む権利が存在しないものとされるが、配当請求権及び残余財産分配請求権については、報告義務の違反が故意でなく、かつ後に義務が履行されれば、権利は消滅しない。
- 権利が存在しないとされる期間は、義務に違反した時点から義務を履行するまでの間である。同期間は、故意又は重過失により、議決権割合に関する報告義務に違反した場合は、義務の履行後さらに6か月延長される(ただし、誤った報告と実際の議決権割合の差が、実際の議決権割合の10%未満であり、かつ、保有報告の基準値における通知がなされなかったわけではないときは、延長されない。)

(注1) 有価証券取引法44条

(注2) 神作裕之「金融証券取引法の規定に違反した者による議決権行使の制限」小出篤ほか編『前田重行古稀記念—企業法・金融法の新潮流』(商事法務、2013)13頁

(注3) 神作・前掲(注2)9頁

諸外国における実効性確保のための制度③

フランス

制裁金の賦課

- 金融市場庁(AMF)は、違反者に対し、制裁金を課することができる。(通貨金融法典L621-15条)

議決権の剥奪^(注)

- 大量保有報告義務を負う株主が、その届出を適法に行わなかった場合は、届け出るべきであった閾値を超える部分の株式に伴う議決権について、正式な届出があった日から2年の期間が満了するまでに開催される全ての株主総会において、剥奪される。
- 大量保有報告に違反した株主の議決権を当然に剥奪するため、同株主が議決権を行使した場合、当該株主総会の効力が争われる。
- 裁判所は、会社の社長、株主又はAMFの申立てに基づき、検察官の意見を聴取した上で、大量保有報告義務に違反した株主に対して、5年を超えない期間について、その議決権の全部又は一部を停止することを命ずることができる。

(注) 鳥山恭一「フランスにおける株主の株式大量保有報告義務違反による議決権の停止」早稲田法学94巻4号(2019)345-348頁

証券取引等監視委員会 中期活動方針

- 証券取引等監視委員会は、その中期活動方針(第11期:2023年～2025年)において、潜脱的な大量保有・買付けを含む非定型・新類型の事案等についても積極的に対応することとしている。

証券取引等監視委員会 中期活動方針(第11期:2023年～2025年)
～時代の変化に対応し、信頼される公正・透明な市場のために～

II. 効果的・効率的な調査・検査

(8)非定型・新類型の事案等に対する対応力強化

証券監視委として過去に勧告・告発等した類型にも引き続き対応しつつ、市場を取り巻く環境変化等も踏まえ、市場の公正性を脅かしかねない非定型・新類型の事案等(例えば、潜脱的な大量保有・買付け、新たな類型の偽計等)についても、積極的に対応します。

I. 大量保有報告制度の概要

II. 検討課題

A) 大量保有報告制度

B) 実質株主の透明性

III. ご議論いただきたい事項

実質株主の判明に関する諸外国の制度(1)

□ 諸外国では以下のような実質株主の判明に関する制度が存在する。

英国

制度・趣旨

- 会社法793条に基づく開示請求制度
- 企業は株主の真の素性を知る権利を持つべきであるという理由から制度化(注1)

概要

- 公開会社は、議決権のある発行株式について実質的利害関係を有している者、又は実質的利害関係を有していると信じるに足る合理的理由がある者に対して、事実確認のための通知をすることができる。(793条1項)
- 通知を受けた者は、通知において指定された合理的な期間内に、実質的利害関係を有する(有していた)ことを認めるか否か、認める場合には、実質的利害関係を有する者を特定するに足る情報、保有数等の詳細な情報、他の実質的利害関係を有する者の有無等を提供しなければならない。(793条2項～7項)

開示制度

- 会社は、本制度によって判明した実質株主の情報を3日以内に登録株主名簿に加えて管理する必要があると同時に、public inspection の対象として開示する必要がある。(808条～)

実務フロー(注2)

- 793条に基づく通知は、まず株主名簿上の株主に対して発せられる。通知を受けた者が、その株式の唯一の実質的保有者である場合には、通常は、その者が唯一の実質的保有者である旨の返答がされ、調査が完了する。株主名簿上の株主以外に、その株式について実質的利害関係を有する者がいる場合には、複数回の通知が必要となることが多い。
- 793条の通知に相当する制度は、必ずしも企業が投資家とのエンゲージメントを円滑に行えるようにすることを目的としたものでないが、現在では、793条の通知の制度は、少なくともイギリス国内のカストディアン及び機関投資家にはよく知られているようである。会社は1か月に1回程度は793条に基づく通知を実施し、名目株主を通じて実質的保有者を把握することに努めているようであり、カストディアン・機関投資家も情報提供を拒絶することはほぼないようである。

(注1) 伊藤邦雄・尾崎安央総監修・経済産業省監修・あずさ監査法人編「持続的成長のための「対話」枠組み変革—日本における企業情報開示と株主総会プロセス上の課題—」(商事法務、2017)316頁

(注2) 商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業(持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究)(株主総会に関する調査)成果報告書」(2020年3月13日)72-73頁

実質株主の判明に関する諸外国の制度(2)

米国

NOBO

Form 13F

制度・趣旨

- NOBO制度
- 本制度の目的は、名義株主と実質株主との間で、会社とのコミュニケーションの格差が生じることの緩和とされている。(注1)

- 1934年証券取引所法に基づく機関投資家による保有明細の開示(Form 13F)
- 本制度の目的は、①機関投資家の投資活動に関するデータの一元的な管理、②機関投資家の保有資産に係るデータを提供し、機関投資家が市場に与える影響及びその影響がもたらす公共政策への影響の検討を容易にすること、③市場の健全性に対する投資家の信頼の向上とされている。(注2)

概要

- 株主は、証券口座の開設時にOBO (Objecting Beneficial Owners: 会社に対して氏名・住所・証券持高の開示を拒否する株主)となるか、NOBO (Non-Objecting Beneficial Owners: 会社に対して前記情報の開示を拒否しない株主)となるかを選択することができる。
- 証券会社は、会社等の請求により、NOBOである顧客の前記情報の一覧(NOBO List)を会社等に提供しなければならない。

- 米国の証券取引所に上場されている株式に係る一任運用資産が1億ドル以上の機関投資家は、四半期ごとに、保有銘柄の名称・株式クラス・証券識別番号・株数・市場価格を記載した保有明細をSECに提出しなければならない(Form 13F)。
- 提出されたForm 13Fは、SECのウェブサイト(EDGAR)上において公開される。

(注1) 商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業(持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究)(株主総会に関する調査)成果報告書」(2020年3月13日)41頁

(注2) SEC “Reporting Threshold for Institutional Investment Managers” Release No. 34-89290; File No. S7-08-20 (Jul 10, 2020), at 9

実質株主の判明に関する諸外国の制度(3)

EU

制度・趣旨

- 2017年5月17日に成立したEU第2次株主権指令(SRD II : The Shareholder Rights Directive II) (注1)の3a条では、加盟国は、「会社が株主を特定する権利」を持つよう確保しなければならないとされている。
- 株主が株主権を行使するとともに、株主と会社が仲介機関を介さずに直接エンゲージメントを行うことを促進するためには、株主がだれであるかを会社が知ることが出発点となり、場合によっては会社から株主に対してアクセスする権利を認める必要があると考えられたため制度化。(注2)

概要

- 加盟国は、会社又は会社が指名する第三者の要求に応じて、仲介機関が株主に関する情報を会社に遅滞なく伝達することを保証しなければならない。
- 議決権の一定割合以上を有する株主に限って株主特定の対象にすることもできるが、その閾値は0.5%を超えてはならない。
- 会社及び仲介機関が得た情報は情報保護法のルールに従って保護される。

(注1) Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement

(注2) 神作裕之「企業の持続的成長と会社法・金商法上のいくつかの論点—欧州からの示唆—」商事法務2198号(2019)20頁、Directive (EU) 2017/828, supra note 1, Paragraph 4.