

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

新谷亞紀子

金融庁企画市場局企業開示課課長補佐

上久保知優

弁護士・前金融庁企画市場局企業開示課専門官

金子慧史

金融庁企画市場局企業開示課課長補佐

福田輝人

金融庁企画市場局企業開示課専門官

目 次

- I はじめに
- II 企業と投資家の対話の促進に向けた規定の整備等
 - 1 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等
 - 2 重要提案行為等の範囲の見直し
- III 現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に関する規定の整備
 - 1 現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に係る目的要件
 - 2 算定方法
- IV みなし共同保有者の範囲の見直し
- V 大量保有報告書の記載事項の見直し等
 - 1 大量保有報告書の記載事項
 - 2 株券等保有割合の算定方法の見直し
- VI その他の見直し事項
 - 1 変更報告書の提出事由の限定
 - 2 特例対象株券等の範囲
 - 3 夫婦の関係のみなし共同保有者からの除外
- VII 施行期日等

I はじめに

2023年12月25日公表の金融審議会「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（以下「WG 報告」という）を踏まえた公開買付制度・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」¹⁾が、2024年5月22日に公布された。その後、法改正およ

び WG 報告を踏まえ、公開買付制度・大量保有報告制度の見直しに係る関係政府令等の改正等（以下「本改正」という）が2025年7月4日に公布・公表された。

本稿では、本改正のうち大量保有報告制度に関する主な改正について解説する。以下では、金融商品取引法を「法」または「改正法」、金融商品取引法施行令を「令」または「改正令」、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令を「府令」または「改正府令」、改正府令第1号様式記載上の注意を「記載上の注意」といい、条文番号は、特に断りのない限り、改正後の規定を指す。

なお、本稿において意見にわたる部分は、いずれも筆者らの個人的見解である。

II 企業と投資家の対話の促進に向けた規定の整備等²⁾

1 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等

現行制度上、株券等の保有者との間で、共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者については、例外なく共同保有者に該当することとされており、ここでいう合意には黙示の合意も含まれるところ、どのような場合に合意に該当するかは個別事情を踏まえて判断せざるを得ず、このことが機関

1) 大量保有報告制度に関する法改正の内容については、野崎彰ほか「大量保有報告制度に係る金融商品取引法等の改正」本誌2364号（2024）10頁を参照されたい。
 2) 本IIの内容に関しては、金融庁が2025年8月26日に公表した「大量保有報告制度における『重要提案行為等』・『共同保有者』に関する法令・Q&A 等の整理——機関投資家と投資先企業の建設的な対話に向けて」も併せて参照されたい。

投資家による協働エンゲージメントに萎縮効果をもたらしているとの指摘がなされていた。WG 報告では、そのような萎縮効果を低減させるべく、たとえば、機関投資家による協働エンゲージメントに関して、共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的とせず、かつ継続的でない議決権行使に関する合意をしているような場合については、共同保有者概念から除外することが適当であるとの提言が示された (WG 報告13頁、14頁参照)。

かかる提言を踏まえて、改正法では、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行使することを合意している場合であっても、①当該保有者と他の保有者がいずれも金融商品取引業者等であり、②共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的とせず³⁾、③共同して株主としての議決権その他の権利行使することの合意のうち、個別の権利行使ごとの合意として政令で定めるものに該当する場合には、当該他の保有者は共同保有者に該当しないという特例を設けている (改正法27条の23第5項)。

本改正では、このうち①および③の具体的内容を定めている。

まず、①については、現行法上の特例報告制度の適用対象範囲を参照しつつ、証券会社、投資運用業者、銀行、信託会社、保険会社等とした (改正府令5条の2の2)。

次に、③については、各投資家が合意の対象となる議決権行使の内容 (議案に対する賛否) を踏まえて、自らの責任と判断の下でこれに賛同して合意に至った場合には、合意することなく独立して議案に対する賛否の決定を行って議決

権行使をした場合と結果に相違は生じず、「合意により」各保有者の議決権行使を通じた経営に対する影響力が増幅したとはいえないため、これらの各投資家を共同保有者として扱う必要はないと考えられる。このような観点から、以下の要件を定めている (改正令14条の6の3)。

(i) 発行者の株主総会または投資主総会 (総称して、以下「株主総会等」という) ごとにする合意であって、

(ii) 合意の対象とする議案を他の議案と明確に区別できるよう特定し、

(iii) 合意対象の議案に対する賛否を定めて、当該議案について共同して議決権行使することを内容とするもの

(i)から(iii)までの要件については、改訂後の金融庁企画市場局「株券等の大量保有報告に関するQ&A」(2026年5月1日より適用。以下「改訂Q&A」という) 間26で考え方を示している。

たとえば、(i)については、「今後5年間のX社株主総会におけるAを役員に選任する旨の議案には反対する」というように、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、これを充足しないと考えられる。なお、結果として複数年続けて同じ内容の議決権行使を行ったとしても、株主総会の都度、合意している限りにおいては、直ちに(i)の要件に該当しないこととなるものではない。

(ii)については、たとえば、「X社○年度定時株主総会における第○号議案」、「X社○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、これを満

3) 共同して重要提案行為等を行うことが合意の前提となっている場合や、共同して重要提案行為等を行うために当該合意をしたという背景がある場合も含む。個別事案ごとに判断する必要があるものの、たとえば、令14条の8の2第1項各号に該当する事項の共同提案に係る株主提案について、共同して賛成の議決権行使をする旨の合意をした場合には、通常、共同して重要提案行為等を行うことが合意の前提となっていると評価でき、「共同して……重要提案行為等を行うことを合意の目的」としていると考えられる。他方、合意の当事者の一部が他の当事者から独立して単独で重要提案行為等を行った場合、通常、当該事実のみをもって「共同して……重要提案行為等を行うことを合意の目的」としたとは認められない (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) (以下「パブコメ回答」という) No.12)。また、他の保有者との間で発行者の提案する議案に対して共同して反対の議決権行使をすることを合意している場合であっても、当該合意の内容が単に反対の議決権行使をするにとどまるときは、通常、発行者に対する「提案」行為を行うことは合意の内容となっておらず、「共同して……重要提案行為等を行うことを合意の目的」(改正法27条の23第5項2号) とする場合に該当しないと考えられる (パブコメ回答 No.10)。

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。なお、合意の対象となる議案の個数に限定ではなく、複数の議案について合意する場合であっても、個々の議案がそれぞれ特定されれば(ii)の要件を充足すると考えられる。

また、(iii)は、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、たとえば、「保有者Bの判断に委ねる」というように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、(iii)の要件は満たさないと考えられる。

2 重要提案行為等の範囲の見直し

(1) 改正の背景

金融商品取引業者等が特例報告制度を利用するためには、重要提案行為等を行うことを保有の目的としないことが必要とされている（法27条の26第1項）。この点に関し、2006年証券取引法等改正に伴う証券取引法施行令等の改正の際に実施された、2006年のパブリック・コメント⁴⁾において、重要提案行為等に該当するためには以下の要件をすべて満たす必要があるとの解釈が示された。また、2014年のスチュワードシップ・コード策定時にも、金融庁「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（2014年2月26日）（以下「法的論点の整理」という）が公表され、一定の解釈の明確化が図られた。

- ① 発行者（またはその子会社）に対する「提案」行為であること
- ② 提案内容が令14条の8の2第1項各号に掲げる事項（以下「列挙事項」という）に該当すること
- ③ 提案行為が発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とすること

しかし、未だ不明確または広範な規制となつておらず、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は、さらなる明確化または限定が必要との指摘があった。

そもそも重要提案行為等は、当該行為の経営に対する影響力に着目し、そのような行為を目的としている場合には特例報告制度によらず一般報告制度により迅速な情報開示を求めるものであるところ、現行の重要提案行為等の範囲は、もっぱら提案行為の内容に着目し、一定の内容の提案行為を目的とする場合に一般報告制度による迅速な情報開示を求めている。

この点、役員の指名や一定割合以上の議決権の取得などといった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あり、迅速な情報開示を求めるべきといえる。一方、配当方針・資本政策に関する変更などといった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對して大きな影響が生じるものとはい難い。

以上の点を踏まえ、WG報告では、企業支配権等に直接関係する行為を目的とする場合については、広く重要提案行為に該当する規律としつつ、企業支配権等に直接関係しない提案行為を目的とする場合については、当該提案行為の態様について着目し、その採否を発行会社の経営陣にゆだ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當との提言が示された（WG報告12～13頁）。

(2) 列挙事項の見直し

本改正では、WG報告の提言も踏まえて、重要提案行為等の範囲を見直している。

まず、前記(1)の要件②に関連して、列挙事項の見直しを行っており、既存の列挙事項のうち、「経営に対する影響力」が大きいとはいえない支配人等の選解任（改正前の令14条の8の2第1項5号）や支店等の設置・変更等（同項6号）を削除した。

他方で、投資家が具体的な候補者を指定して

4) 金融庁「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」（2006年12月13日）No.90参照。

(図表1) 重要提案行為等の各要件の整理

	(i)(ii) 政府令列挙事項の提案	(iii) 目的要件該当性	重要提案行為等該当性
経営への影響度が相対的に高い事項	<ul style="list-style-type: none"> 代表取締役の選定・解職 自らが指名する役員の選任 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)、主要な事業の会社分割 主な事業の譲渡・休廃止 第三者による買収 解散 倒産手続開始の申立て 	態様を問わず、通常、目的要件を充足	「重要提案行為等」に該当
経営への影響度が相対的に低い事項	<ul style="list-style-type: none"> 重要な財産の処分・譲受け 多額の借財 役員構成の重要な変更 株式交換・株式移転・会社分割・合併(上記を除く) 事業の譲渡・譲受け・休廃止(上記を除く) 配当方針の重要な変更 増資・減資方針の重要な変更 上場・上場廃止 資本政策の方針の重要な変更 	<p>経営陣の自律的な決定にゆだねない態様(例:株主提案等)による場合に限り、目的要件を充足</p> <p>経営陣の自律的な決定にゆだねない態様によらない場合、目的要件を充足しない</p>	<p>「重要提案行為等」に該当</p> <p>「重要提案行為等」に該当しない</p>
その他	上記以外の事項	目的を問わない	「重要提案行為等」に該当しない

(出所) 筆者ら作成。

役員の選任を求める事例もみられるところ、こうした提案行為は発行者の業務執行の決定に影響を及ぼし得るものであり、「経営に対する影響力」が大きい事項である。そこで、「特定の者の役員への選任」を新たに列挙事項に加えている(改正令14条の8の2第1項4号)。

また、第三者が議決権の過半数を取得する行為は、まさに発行者の支配権に変動をもたらす行為を提案するものであり、「経営に対する影響力」が大きいと評価できる。そこで、発行者が発行する株券等の発行者以外の第三者による取得であって、当該取得の後に当該第三者および当該第三者とみなしそうな共同保有者の関係にある者が合わせて当該発行者の総株主等の議決権の数の50%を超える数の議決権を有することとなるもの⁵⁾についても、新たに列挙事項に加えている(改正令14条の8の2第1項12号、改正府令16条4号)。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、株式交付等のいずれの手法による場合でも該当し得る。

その他に、現行法上は、代表取締役の選定・解職が列挙事項に挙げられているところ、代表執行役や投資法人の執行役員⁶⁾は代表取締役

と同様に代表権を有することから、これらの者の選定・解職または選解任も列挙事項に追加している(改正令14条の8の2第1項3号)。

(3) 解釈のさらなる明確化

また、諸外国においても類似の概念についてガイドライン等が活用されていること等から、WG報告において提言された内容も踏まえて、改訂Q&Aにおいて重要提案行為等の範囲を明確化している(改訂Q&A問36)。

まず、前記(1)の要件①について、法的論点の整理における従前の解釈を引き継ぎ、発行者の経営方針等の説明を求める行為、自らの議決権行使方針や具体的な議決権行使の予定等を説明する行為等、株主・発行者間での認識の共有を図る行為であれば、「提案」行為に該当しないと考えられる旨を示している。

次に、前記(1)の要件②に関し、政策保有株式の売却、代表取締役の後継者計画・指名方針、独立社外取締役の増員、事業ポートフォリオの見直しに係る提案が列挙事項に該当するかについて個別に考え方を示している。

また、前記(1)の要件③については、WG報告の提言も踏まえ、以下の考え方を示している

5) 当該取得によって新たに50%を超える場合が該当し、すでに議決権割合が50%を超えていた者による買増しは該当しない。

6) 投資信託及び投資法人に関する法律上の執行役員を指す。

(図表2) 現金決済型のデリバティブ取引に係る株券等の数の計算方法

- ① 先渡取引・先物取引、これらの取引に係るオプション取引等 (改正府令3条の3第1号、2号、5号～7号参照)
【計算式】

$$(授受を約する金銭の額) = (\text{保有者とみなされる株券等の数}) \times (\text{約定期間と現実数値の差})$$

- ② スワップ取引、スワップ取引に係るオプション取引 (同条3号、4号、8号、9号参照)

【計算式】

$$(授受を約する金銭の額) = (\text{保有者とみなされる株券等の数}) \times \begin{cases} \text{約定期間開始時の当該金融商品} \\ \text{の利率等または金融指標と当該} \\ \text{約定期間終了時の当該金融商品} \\ \text{の利率等または金融指標との差} \end{cases}$$

(出所) 筆者ら作成。

(図表1も参照)。

- ・列挙事項のうち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、要件③を充足する可能性が高い
- ・列挙事項のうち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、当該提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定にゆだねない方法・態様⁷⁾により提案を行うものでない限り、要件③を充足する可能性は低くなる

III 現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に関する規定の整備

1 現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に係る目的要件

現行制度上、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を保有するのみでは、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。WG報告では、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引であっても、潜在的に経営に対する影響力を有しているものと評価することができるとともに、実質的に大量保有報告制度を潜脱する効果を有するものと評価することもできるようなものについては、大量保有報告制度の適用対象とすることが適当であるとの提言が示された(WG報告14頁)。

これを受け、改正法では、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、「当該デリバティブ取引の相手方から当該株券等を取得する目的その他の政令で定める目的を有する者」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(改正法27条の23第3項3号)。

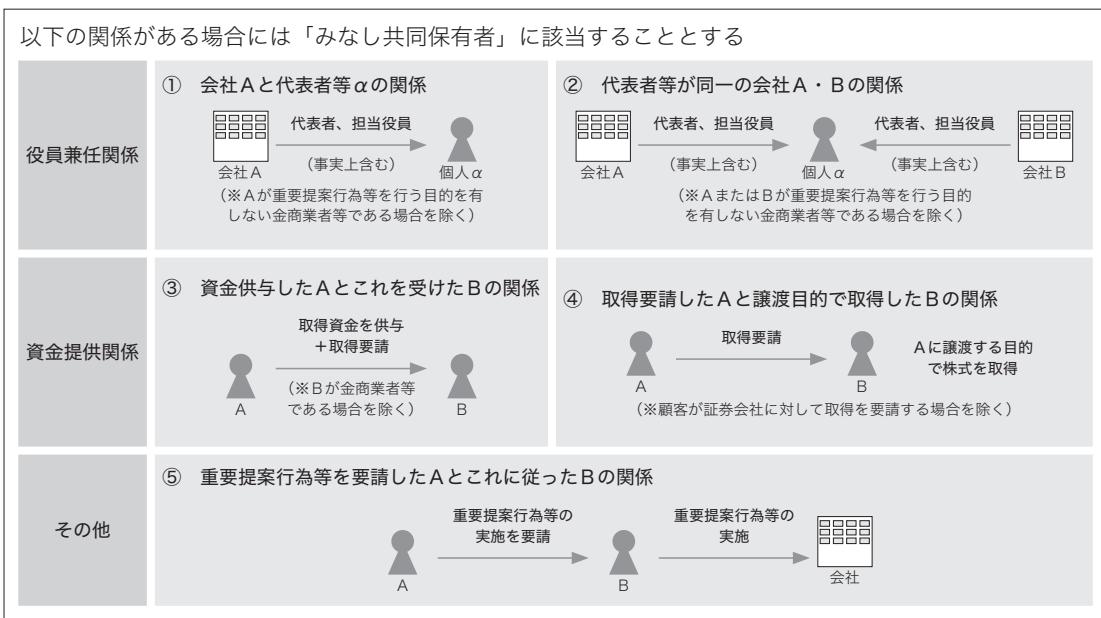
本改正では、上記のWG報告の提言も踏まえ、潜在的に経営に対する影響力を有していると評価することができるとともに、実質的に大量保有報告制度を潜脱する効果を有すると評価することもできるようなものとして、「政令で定める目的」の具体的な内容を次のとおり定めている(改正令14条の6第2項)。

- ① 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(同項1号)
- ② 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(同項2号)
- ③ 株券等に係るデリバティブ取引の相手方が保有する議決権(当該株券等の発行者が発行する株券等に係るものに限る)の行使に影響を及ぼす目的(同項3号)

①から③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、①か

7) たとえば、株主提案権の行使による場合、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)、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・委任状勧誘を行うことを示唆して提案を行う場合が該当し得る。

(図表3) 「みなし共同保有者」の範囲の拡充



(出所) 筆者ら作成。

ら③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。その後に、①から③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（改訂Q&A問14）。

2 算定方法

現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引について「保有者」に該当する場合、当該デリバティブ取引に係る保有株券等の数は、改正府令3条の3各号に基づき算出されることとなる。算定方法の大要は、図表2のとおりである。

IV みなし共同保有者の範囲の見直し

大量保有報告書等の提出遅延等が相次いでおり、大量保有報告制度の実効性が確保されていないとの指摘や、特に近時は、共同保有者の認定に係る立証の困難性を奇貨として、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あった。

以上の点を踏まえ、WG報告では、故意性が

疑われる不提出や著しい提出遅延など市場の公正性をおびやかしかねない事例について積極的に対応を講じていくべきであり、そのような積極的な対応を促進する観点から、共同保有者の認定に係る立証の困難性の問題を解決すべく、一定の外形的事実が存在する場合には共同保有者とみなす旨の規定を拡充すべきであるとの提言が示された（WG報告15頁）。

本改正では、かかる提言を踏まえて、共同保有者とみなされる関係（いわゆる「みなし共同保有者」）について、新たに以下の①から⑤までの五つの類型を加えている（改正府令5条の3。図表3）。

- ① 会社と、その会社の代表者および株券等の取得・処分・管理に係る業務を執行する役員（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」という）との関係（同条2号）
- ② 代表者等が同一の会社同士の関係（同条3号）
- ③ 株券等の取得資金を供与し株券等の取得を要請した者と、当該資金の供与および取得要請を受けた者との関係（同条4号）
- ④ 株券等の取得を要請した者と、当該要請

- 者に譲渡する目的で株券等を取得した者との関係（同条5号）
 ⑤ 重要提案行為等を要請した者と当該要請に基づいて重要提案行為等を行った者との関係（同条6号）

①および②は、役員関係やその兼任関係に着目してみなし共同保有者とするものである。「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」に該当するかは、当該趣旨を踏まえて、その者の当該会社における株券等の取得、処分または管理に係る業務に係る意思決定を事実上行っているか等、当該業務への影響力を踏まえ、個別具体的な事案に即して判断されることになると考えられる⁸⁾。

なお、日常的に取引を行う金融商品取引業者等について、代表者等が常に共同保有者に該当すると、常時、代表者等の保有状況を確認する必要があることになり事務負担が増大し、経済活動を著しく阻害するおそれがあることも踏まえ、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⁹⁾は、①および②の適用対象から除外している。

③については、投資運用会社等のように金銭等の拠出等を受けてその運用等を行う者等に対して要請する場合を適用対象から除外しているほか（改正府令5条の3条4号イ～へ参照）、④についても、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することを要請する場合を除外している。また、金融機関等から融資を受ける際に、契約上、当該融資に係る資金の使途が株券等の取得に限定されていることがあるが、そのような限定があることのみをもって、直ちに金融機関等が借主に対して「株券等を取得することの要請」をしていると評価されるものではないと考えられる¹⁰⁾。

⑤については、株主同士で意見交換を行うにとどまり、重要提案行為等を行うか否かについて各株主においてそれぞれ独立に判断している

のであれば、通常、重要提案行為等を行うことの「要請」はされておらず、⑤に該当しないと考えられる¹¹⁾。

V 大量保有報告書の記載事項の見直し等

1 大量保有報告書の記載事項

本改正では、大量保有報告書の「保有目的」欄、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄の記載内容・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まちまちとなっているとの指摘や、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、透明性の観点からみると必ずしも十分ではないことから、より情報開示を充実すべきとの指摘を踏まえ、市場の透明性・公正性を高め、投資者保護を図ることを目的として、これらの記載欄の記載事項の明確化等を行った。

(1) 「保有目的」欄

「保有目的」欄の記載事項については、以下のとおり見直しを行った（記載上の注意^{10)b、c)}

- 重要提案行為等を現に行い、また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記載すること
- 以下の①または②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）をできる限り具体的に記載すること
 - ① 株券等保有割合を5%超増加させる行為（保有株券等の総数が増加しないものを除く。以下「5%超取得行為」という）を行うことを「決定」した場合
 - ② 株券等保有割合の増加により大量保

8) たとえば、形式的には会社の代表権を有していない場合や株券等の取得、処分または管理に係る業務を分掌していない者であっても、実質的にこれらの権限を有し、または業務を分掌している場合には、これに該当するものと考えられる（パブコメ回答No.95～No.99）。

9) 具体的には、改正府令5条の2の2各号に掲げる者である。

10) パブコメ回答No.103およびNo.104参照。

11) パブコメ回答No.109参照。

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カ月以内に5%超取得行為を行うことを「予定」しているとき

ア 重要提案行為等

現行制度では、「保有目的」欄の記載について、「『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」とされているが（改正前の府令第1号様式記載上の注意¹⁰⁾）、実務上は、「重要提案行為等を行うことがある」とのみ記載されるなど、目的とする重要提案行為等の内容について具体的な記載がなされていないケースが多いとの指摘があった。

そこで、「保有目的」欄の記載内容の明確化等のため、重要提案行為等を現に行い、または行うことを予定している場合¹²⁾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記載する必要があることを記載上の注意で明記した（記載上の注意¹⁰ b）。

重要提案行為等を行うことについて一定の蓋然性・具体性がある場合には、当該提案者が重要提案行為等を行うことを「予定」している場合に該当すると考えられ、「保有目的」欄にその内容を記載する必要がある。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ものと考えられ、たとえば、法人である提出者においては、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や、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、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、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。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¹³⁾。

また、大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更があった場合、変更報告書の提出が必要であるところ、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を「保有目的」欄に記載し、その後、当該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となる¹⁴⁾。

イ 株券等保有割合を5%超増加させる行為（5%超取得行為）

改正法では、現行制度上のいわゆる「急速な買付け等」の規制が廃止され、一定の期間内に行われる取引を一律に一連の取引として30%ルールを適用するものではなくなった。これは、こ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当であるとの考え方に基づくものである。

そこで、本改正では、追加の株式取得等を行う目的がある場合にはその記載が必要である旨を規定することとした。具体的には、前記の①または②に掲げる場合には、「保有目的」欄にその内容（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）¹⁵⁾をできる限り具体的に記載することを求めるとした（記載上の注意¹⁰ c）¹⁶⁾。

12) ただし、保有者自身が改正府令16条4号に掲げる事項を行うことを提案するものである場合については、ここでの重要提案行為等からは除外しており、後述する「5%超取得行為」として記載が必要となる場合に限り、「保有目的」欄に記載されることとなる。

13) パブコメ回答No.115およびNo.116。

14) パブコメ回答No.117～No.119参照。

15) たとえば、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いと考えられ、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と考えられる（パブコメ回答No.159）。

①の「決定」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考えられるが、提出者である法人においては、5%超取得行為を行う最終の機関決定があった場合は、「決定」をしている場合に該当すると考えられる¹⁷⁾。

他方、②は、現に買増しを開始している者が、短期間のうちにさらに買集めを行う場合、市場の公正性、透明性を確保する必要性が特に高いため、「予定」の段階¹⁸⁾であっても、情報開示を求めるものである。したがって、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、株券等保有割合の増加を理由として提出する大量保有報告書・変更報告書の報告義務発生日時点において3ヵ月以内に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。

また、5%超取得行為は、当該行為自体により株券等保有割合が5%超増加する行為を意味する¹⁹⁾。そのため、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る²⁰⁾。もっとも、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が、

複数の行為が一連の行為といえる場合には、当該一連の行為全体で5%超取得行為に該当するかが判断されることになる²¹⁾。

なお、5%超取得行為が、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の後直ちに譲渡することとするもの」に該当する場合、当該第一種金融商品取引業者等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いえないことから、「保有目的」欄への記載は不要としている（記載上の注意^{10)c}かっこ書き）。

(2) 「担保契約等重要な契約」欄

現行制度上、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」がある場合には大量保有報告書等にこれを記載することが義務づけられているが、対象となる契約の範囲・記載事項が不明確であるとの指摘がある。

そこで、図表4のとおり、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄に記載すべき契約等の内容を明確化した（記載上の注意¹⁴⁾）。

なお、図表4のa・bについては、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発行済株式総数等で除して得た割合が1%未満である場合²²⁾には、「顧客」等の相手方の属性のみを記載すれば足りる。また、aについては、重要提案行為等を行うことを保有の目的としない金融商品取引業者等がその業務に関して顧客との間で締結する契約の記載に当たって

16) なお、株券等保有割合を5%超増加させる株券等の買集め行為を行うことについての決定の事実（法167条1項および2項、令31条）が大量保有報告書または変更報告書に記載され、これらの書類が公衆の縦覧に供された場合であっても、公開買付者等関係者（当該決定をした買集め者の役員等の関係者）は、これらの書類を法令に従って提出したのみであり、これらの書類の閲覧者である不特定多数の者に対して当該決定の事実の「伝達」をしたと評価されないものと考えられるため、これらの書類の閲覧者は当該決定の事実の「伝達」を受けた者としてインサイダー取引規制の対象にはならないものと考えられる（パブコメ回答No.169）。

17) パブコメ回答No.136～No.139参照。

18) 重要提案行為等の場合と同様、5%超取得行為を行うことについて一定の蓋然性・具体性がある場合には、5%超取得行為を行うことを「予定」している場合に該当すると考えられる。

19) 当該行為によって株券等保有割合が5%超増加することが確実ではない場合であっても、それが合理的に予想される場合には5%超取得行為に該当すると考えられる（パブコメ回答No.144参照）。

20) パブコメ回答No.140参照。

21) パブコメ回答No.133～No.135等参照。

22) a・bに該当するものがそれぞれ複数ある場合、a・bごとに合算する必要があるが、aとbを合算する必要はない。

(図表4) 「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄の記載事項

記載すべき契約等		記載すべき事項
a	将来の株券等の移動に関する重要な契約または取決め (例: 売買契約、貸借契約、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、株式譲渡禁止・制限合意、株式買増し禁止合意、株式保有比率の維持の合意、契約解消時の保有株式の売渡請求合意・買取請求合意)	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または取決めの内容
b	現金決済型のデリバティブ取引 (ロングポジションの保有者が法27条の23第3項3号に該当する場合)	デリバティブ取引の種類、相手方、決済日または権利行使期間もしくは取引期間等当該デリバティブ取引の内容
c	いわゆる実質共同保有者との間の共同して当該株券等を取得し、もしくは譲渡し、または当該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	合意の内容
d	発行者等との間の以下のガバナンスに関する合意を含む契約(重要性の乏しいものを除く) ・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 ・事前承諾事項等に関する合意	契約の概要、当該合意の目的

は、その契約の種類ごとに、契約の相手方の数、契約の対象となっている株券等の数量の合計のみを記載しても差し支えないこととしている(記載上の注意14a)。

2 株券等保有割合の算定方法の見直し

(1) 取得条項付株式・取得請求権付株式の取扱い

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という課題について、転換後の株式数も勘案の上、いずれか多いほうを株券等保有割合の算出に用いることとすべきとの提言が示された(WG報告15頁)。

かかる提言を踏まえ、本改正では、取得請求権付株式・取得条項付株式について、転換後の議決権数が転換前の議決権数よりも多い場合には、(転換前の時点でも)転換後の株式数を株券等保有割合の分子とすることとされた(改正府令5条1項2号)。

これに伴い、転換後の株式数と転換前の株式数との差分については、保有潜在株券等として分母に加算することとしている(改正法27条の23第4項、改正府令5条の2)。たとえば、保有する取得請求権付株式100株(議決権1個)が普通株式200株(議決権2個)に転換できる場合であれば、図表5のようになる。

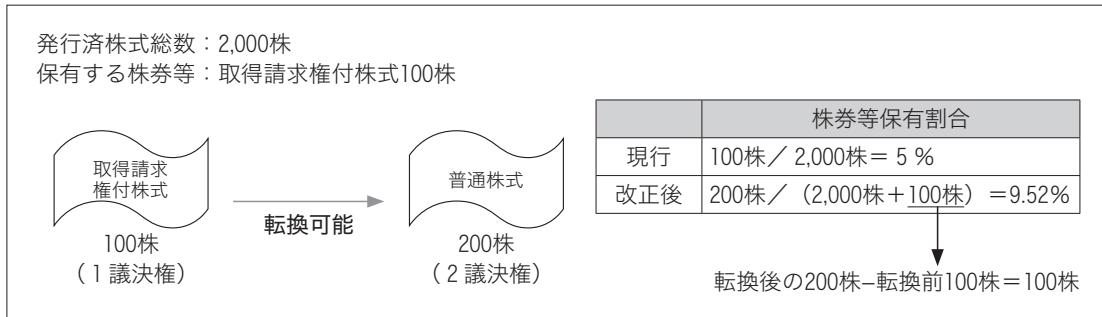
なお、取得請求権付株式・取得条項付株式の

中には、転換後の株式数が市場株価等の指標に基づき変動するような設計となっているものも存在する。このような取得請求権付株式・取得条項付株式について、市場株価等の指標の変動のみを理由として保有株券等の総数や株券等保有割合が増減する場合、これらの増減のみを理由として大量保有報告書または変更報告書を提出する必要はない(改正府令3条2号、9条2号)。もっとも、その後に別途株券等の取得・処分を行った場合には、当該取得・処分による増減だけではなく、市場株価等の指標の変動による保有株券等の数の変動も織り込んで大量保有報告書・変更報告書の提出要否を判断する必要がある。

(2) 共同保有者間で引渡請求権等が存在する保有潜在株券等の取扱い

現行制度上、株券等保有割合の計算上、共同保有者の保有分も合算する必要があるが、分子の計算においては保有者の保有分と共同保有者の保有分の重複計上を避けるため、保有者および共同保有者の間に引渡請求権等の令14条の6の2に掲げる権利が存在する株券等について、当該権利を有する者の側において保有株券等の数から控除することとされている。他方、分母に加算する保有潜在株券等については、このような重複控除がされていない。その結果、保有潜在株券等について、保有者および共同保有者

(図表5) 取得請求権付株式等に係る計算方法



(出所) 筆者ら作成。

(図表6) 分母に加算する保有潜在株券等の重複控除

①保有者の保有株式数（潜在株式を含む）+②共同保有者の保有株式数（潜在株式を含む）-①と②の重複分
③発行済株式総数+④保有者の保有潜在株式数+⑤共同保有者の保有潜在株式数-④と⑤の重複分
重複控除を行う

(出所) 筆者ら作成。

の間に引渡請求権等が存在する場合、分子では重複が控除されているにもかかわらず、分母では重複計上されており、分子と分母で計算上の不均衡が生じていた。

そこで、本改正では、分母に加算する保有潜在株券等についても、保有者および共同保有者の間に引渡請求権等が存在する場合には重複控除を行うこととした（改正府令5条の2第6号）。これにより、株券等保有割合は、図表6のとおり計算されることになる。

また、現行の大量保有報告書の様式上、「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」のそれぞれに記載する株券等保有割合の分母について、発行済株式総数に加算する保有潜在株券等の範囲がまちまちとなっていたため²³⁾、これを統一し、いずれの記載欄においても、保有者および共同保有者の保有する潜在株券等の数の合計から保有者および共同保有者の間に引渡請求権等が存在する保有潜在株券等の数を控除した数を発行済株式総数に加算した数を分母とすることとしている。

VII その他の見直し事項

1 変更報告書の提出事由の限定

現行制度上、大量保有報告書に記載すべき重要な事項に変更があった場合には、変更報告書を提出しなければならないとされている。しかし、提出者の名称・所在地・代表者の変更の都度、変更報告書の提出を求められることに過大な負担が生じるとの指摘があった。

そもそも大量保有報告制度は、株券等の大量保有に係る情報が「経営に対する影響力」や「市場における需給」の観点から重要な情報であることから一定の開示を求めるものであるが、提出者の名称・所在地・代表者の変更については、「経営に対する影響力」や「市場における需給」の観点においては投資判断に重要な影響をもたらすことから変更報告書の提出を求めるものではなく、提出者の同一性等を明らかにするために変更報告書の提出を求めているものである。そのため、これらの変更については、投資者が変更報告書の閲覧以外の方法で提出者の同一性等を確認することができれば強いて変更報

23) 「提出者に関する事項」には提出者の保有する潜在株券等の数のみ、「共同保有者に関する事項」には共同保有者の保有する潜在株券等の数のみ、「提出者及び共同保有者に関する総括表」では保有者および共同保有者の保有する潜在株券等の数の合計が加算されることとなっている。

告書の提出を求める必要性は低いと考えられる。

そこで、本改正では、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している（改正府令9条の2第2項2号）。

2 特例対象株券等の範囲

株券等保有割合が10%を超えることは「経営に対する影響力」や「市場における需給」の観点から特に重要な情報であるため、迅速な情報開示を求める趣旨で特例報告制度が利用できないこととされていたところ、株券等保有割合が10%を超えることとなる株券等の取得を行う目的を有する場合においても同様に「経営に対する影響力」や「市場における需給」の観点から特に重要な情報と考えられる。

そこで、株券等保有割合が10%を超えることとなる株券等の取得を行う目的を有している場合には、法27条の26第1項に規定する特例対象株券等に該当しないものとし、特例報告ではなく一般報告による迅速な情報開示を求めていている（改正府令13条3号）。

3 夫婦の関係のみなし共同保有者からの除外

現行制度上、みなし共同保有者に該当する関係に「夫婦の関係」が含まれているが、本改正では、公開買付制度における形式的特別関係者の範囲を再整理することに伴って、大量保有報告制度においてもみなし共同保有者に該当する関係から「夫婦の関係」を削除している（改正令14条の7第1項、改正前の令14条の7第1項1号・2項）。

VII 施行期日等

改正法および本改正は、2026年5月1日に施行される。もっとも、施行日前に大量保有報告書・変更報告書の提出義務が生じた場合には、引き続き現行法が適用される。そのため、施行日前に提出義務が生じた場合には、その提出日が施行日以後である場合でも、旧様式での提出が必要である。

また、本改正により、みなし共同保有者の範囲が拡充されるが、本改正によりみなし共同保有者に該当することとなる者は、施行日にみなし共同保有者になったものとみなされる。そのため、施行日前から改正府令5条の3第2号から6号までに掲げる関係にあった者は、施行日において新たに共同保有者になったものとして取り扱われることになる。その結果として、株券等保有割合が5%を超え、または1%以上増加する場合には、一般報告であれば施行日を報告義務発生日として大量保有報告書・変更報告書の提出が必要となる。

このほかにも、本改正により、株券等保有割合の算定方法等が変更されるところ、現行制度に基づき算出される株券等保有割合と改正後の制度に基づき算出される株券等保有割合の差については施行時にその差に相当する株券等保有割合の増減が生じたものとみなされる²⁴⁾。もっとも、夫婦の関係がみなし共同保有者に該当する関係でなくなることに伴い、共同保有者の減少や株券等保有割合の減少といった変更が生じるが、これらを理由とする変更報告書については提出不要としている（改正令附則4条）²⁵⁾。

しんたに・あきこ
かねこ・さとし
かみくぼ・ともひろ
ふくだ・あきと

24) 具体的な大量保有報告書等の提出要否については、野崎ほか・前掲注1）14～15頁を参照。

25) 施行日以後に、株券等の取得・処分を行った場合には、夫婦の関係がみなし共同保有者でなくなることに伴う株券等保有割合の減少も加味して、変更報告書の提出要否を判断することになる。