

公開買付制度・大量保有報告制度の見直しに係る 政令・内閣府令改正等の解説 (後編)

金融庁 企画市場局 企業開示課 課長補佐 新谷 亜紀子
金融庁 企画市場局 企業開示課 課長補佐 金子 慧史
前金融庁 企画市場局 企業開示課 専門官 上久保 知優
金融庁 企画市場局 企業開示課 専門官 福田 輝人

※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。

3. 大量保有報告制度

(1) 企業と投資家の対話の促進に向けた規定の整備等^①

① 共同保有者の規律に関する特例等

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が、改正法では、そのような合意をしている場合であっても、(A)当該保有者その他の保有者がいずれも金融商品取引業者等であり、(B)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、(C)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、個別の権利の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(改正法第27条の23第5項)。

本改正では、このうち(A)及び(C)の具体的な内容を定めている。

まず、(A)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(改正大量保有府令第5条の2の2)。

また、(C)については、以下の要件を定めている(改正令第14条の6の3)。

- (a) 当該発行者の株主総会又は投資主総会ごとにする合意であって、
- (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、
- (c) 当該議案に対する賛否を定めて、当該保有者及び他の保有者が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

(a)～(c)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」(以下「大量保有報告Q&A」という)問26で考え方を示している。

② 重要提案行為等の範囲の見直し

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(法第

① 本(1)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～」もあわせて参照されたい。

27条の26第1項)。この点に関し、2006年のパブリック・コメント^②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全て満たす必要があるとの解釈が示されていた。

- (i) 発行者(又はその子会社)に対する「提案」行為であること
- (ii) 提案内容が令第14条の8の2第1項各号に掲げる事項(以下「列挙事項」という)に該当すること
- (iii) 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

しかし、重要提案行為等については、不明確又は広範な規制となっており、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、更なる明確化又は限定が必要との指摘があった。

かかる指摘を踏まえ、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示された(WG報告12～13頁)。

本改正では、かかる提言も踏まえて、重要提案行為等の範囲を見直している。

まず、要件(ii)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、支配

人等の選解任(改正前の令第14条の8の2第1項第5号)や支店等の設置・変更・廃止(同項第6号)等を削除した。他方で、経営への影響が大きい、特定の者の役員への選任や発行者以外の第三者による買収^③を新たに列挙事項に加えている(改正令第14条の8の2第1項第4号、同項第12号、改正大量保有府令第16条第4号)。

また、大量保有報告Q&A問36において、WG報告の提言を踏まえて、要件(i)～(iii)の考え方を新たに示している。

まず、要件(i)について、発行者の経営方針等の説明を求める行為や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、要件(i)を充足しないため、「重要提案行為等」に該当しないと考えられる旨を示している。

次に、要件(ii)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、考え方を示している。

また、要件(iii)に関して、WG報告の提言も踏まえ、以下の考え方を示している(図表1)。

- ・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(iii)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

② 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。

③ 具体的には、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及び当該第三者とみなし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が該当する。

【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 主要な事業の譲渡・休廃止 第三者による買収 解散 倒産手続開始の申立て 	<p>態様を問わず、通常、 目的要件を充足</p>	「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 に委ねない態様(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 委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

自律的な決定に委ねない方法・態様^④により提案を行うものでない限り、要件(iii)に該当する可能性は低くなる

(2) 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

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(改正法第27条の23第3項第3号)。

本改正では、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(改正令第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(同項第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(同項第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(同項第3号)

①～③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、①～③の目的をいずれも有していない場合には、当該時点では当該株券等の「保有者」には該当しない。その後、①～③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。

現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引

^④ 例えば、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。

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、改正大量保有府令第3条の3各号に基づき算出されることとなる。

(3)みなし共同保有者の範囲の見直し

大量保有報告制度については、そ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、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①～⑤の5つの類型を加えている(改正大量保有府令第5条の3)。

- ①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」という)との関係(同条第2号)
- ②代表者等が同一の会社同士の関係(同条第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、当該資金の供与及び取得要請を受けた者との関係(同条第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(同条第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を行った者との関係(同条第6号)

①及び②は、役員関係やその兼任関係に着目し、会社とその代表者等は、その保有する株券等について取得・処分や議決権行使について共同して判断がなされる蓋然性が高いと考えられることから、共同保有者とみなすものである。「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、処分又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^⑤。

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^⑥は、①及び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(同条第4号イ～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

^⑤ 例えば、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、処分又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、又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(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(大量保有報告)」という)No.95～No.99)。

^⑥ 具体的には、改正大量保有府令第5条の2の2各号に掲げる者である。

て株券等を取得することを要請する場合を適用対象から除外している。また、金融機関等から融資を受ける際に、当該融資に係る契約上、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^⑦。

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」はされていないものと考えられる^⑧。

(4)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区々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、これらの記載欄の記載事項の明確化等を行った。

具体的には「保有目的」欄及び「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄に記載すべき事項については図表2のとおり明確化等を行った(改正大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)、(14))。

まず、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^⑨には、その内容(例

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(同記載上の注意(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、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る。例えば、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。

次に、図表2の(a)又は(b)に掲げる場合には、「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とした(同記載上の注意(10) c)。(a)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、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^⑩。(b)については、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

⑦ パブコメ回答(大量保有報告)No.103及びNo.104参照。

⑧ パブコメ回答(大量保有報告)No.109参照。

⑨ ただし、保有者自身が改正大量保有府令第16条第4号に掲げる事項を行うことを提案する場合については、重要提案行為等として記載が必要となる場合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。

⑩ パブコメ回答(大量保有報告)No.136～No.139参照。

て5%超取得行為を行う「予定」^①がある場合に「保有目的」欄にその内容の記載を求めるものであって、既に大量保有報告書を提出している者において5%超取得行為を行う「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。

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、「保有目的」欄への記載は不要としている。

②株券等保有割合の計算方法の見直し

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の指摘を踏まえ、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、転換後の株式数を株券等保有割合

【図表2】「保有目的」欄・「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄の記載事項

「保有目的」欄	<p>■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(例えば、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</p> <p>■以下の(a)又は(b)に掲げる場合には、その内容(例えば、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</p> <p>(a) 5%超取得行為を行うことを「決定」した場合</p> <p>(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月以内に5%超取得行為を「予定」しているとき</p>	
	記載すべき契約等	記載すべき事項
「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄	<p>■将来の株券等の移動に関する重要な契約又は取決め (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・買取請求合意等)</p>	<p>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</p>
	<p>■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改正法第27条の23第3項第3号に該当する場合)</p>	<p>デリバティブ取引の種類、相手方、決済日又は権利行使期間若しくは取引期間等当該デリバティブ取引の内容</p>
	<p>■いわゆる実質共同保有者との間の共同取得・譲渡合意、共同議決権等行使合意</p>	<p>合意の内容</p>
	<p>■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。)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・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 	<p>契約の概要、当該合意の目的</p>

① 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(パプコメ回答(大量保有報告)No.147～No.153等参照)。

の分子とすることとした(改正大量保有府令第5条第1項第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株券等保有割合の分母に加算することとしている(改正法第27条の23第4項、改正大量保有府令第5条の2)。例えば、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3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又は変更報告書を提出する必要はない(改正大量保有府令第3条第2号、第9条第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・変更報告書の提出可否を判断する必要がある。

このほか、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、現行制度上、保有者及び共同保有者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及び共同保有者の間に引渡請求権等が存在する場合に重複控除を行うこととした(同条第6号)。

(5) その他の見直し事項

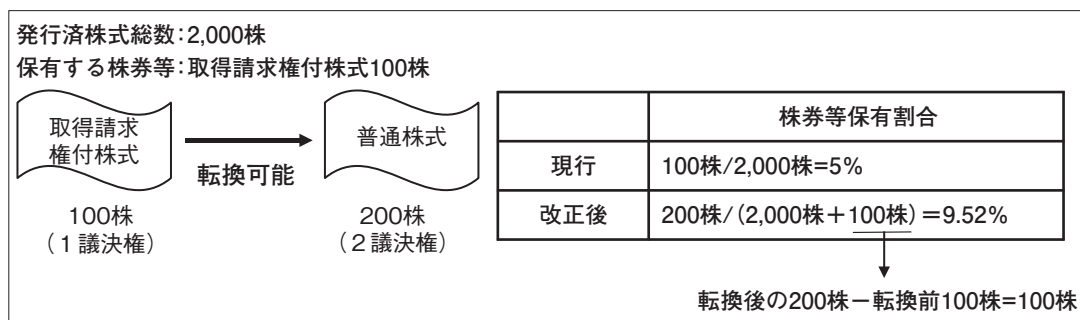
これらの他、以下の改正を行った。

- ・提出者の名称・所在地・代表者の変更について、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する(改正大量保有府令第9条の2第2項第2号)
- ・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、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ることとする(改正大量保有府令第13条第3号)
- ・みなし共同保有者に該当する関係から「夫婦の関係」を削除する(改正令第14条の7第1項・改正前の令第14条の7第2項)

4. 施行期日等

改正法及び本改正は、2026年5月1日に施行される。もっとも、施行日前に開始した公開買付けについては、その決済が施行日後に行われる場合であっても、改正前の規定が適用され

【図表3】 取得請求権付株式等に係る計算方法



る(改正法附則第2～4条、改正令附則第2条・第3条等)。他方、施行日後に開始する公開買付けについては、施行日前に公開買付けの実施予定を公表している場合であっても、改正後の規定が適用されることに留意されたい。

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、施行日前から改正大量保有府令第5条の3第2号から第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、又は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。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(改正令附則第4条)。