

参考資料

2023年6月5日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

I. 検討の背景と諮問事項

II. 現行制度の概要

III. 検討課題

A) 公開買付制度

B) 大量保有報告制度

C) 実質株主の透明性

IV. ご議論いただきたい事項

公開買付制度等に関する主な経緯

- 日本の公開買付制度は1971年に、大量保有報告制度は1990年にそれぞれ導入され、その後の市場環境の変化等を踏まえて改正されてきたが、2006年以降、大きな改正はなされていない。

1971年

- 米国の制度等を参考に公開買付制度を導入。10%以上の株券等を所有することとなる公開買付け(不特定かつ多数の者に対する市場外での買付勧誘)を行う場合に、公開買付届出書の提出等が必要とされた。

1990年

- 公開買付制度における10%基準が5%基準に見直されるとともに、英国の制度等を参考に3分の1ルール(3分の1超の株券等を取得する場合には、少数の者からの買付けであっても公開買付けによらなければならない)を導入。ただし、市場外取引のみを適用対象としたほか、全部買付義務を課さないなど、英国の制度等を一部採用せず。
- 米国の制度等を参考に大量保有報告制度を導入。

2005-
2006年

- 公開買付制度における3分の1ルールの適用対象に立会外市場内取引(ToSTNeT取引等)を含めるほか、株券等所有割合が3分の2以上となる公開買付けについて、全部買付義務が課された。
- 大量保有報告制度における特例報告制度の適用範囲を明確化するとともに、EDINETによる提出義務化などが定められた。

近時の環境変化・課題

- 近時の市場環境の変化に伴い、公開買付制度・大量保有報告制度について様々な課題が指摘されているとともに、実質株主の透明性の在り方についても課題が指摘されている。

環境変化

主な課題・指摘

公開買付制度

- 市場内取引等を通じた非友好的買収事例の増加
- M&Aの多様化

- 公開買付規制の適用範囲(市場内取引の取扱い、閾値等)の見直し
- 公開買付けの強圧性を解消・低減させるための方策
- 公開買付規制の柔軟化

大量保有報告制度

- パッシブ投資の増加
- 協働エンゲージメントの広がり
- 企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まり

- 特例報告制度の適用要件の明確化
- 共同保有者の範囲の明確化
- 現金決済型エクイティ・デリバティブ取引の取扱いの明確化

実質株主の透明性

- 実質株主の透明性を図るための方策

I. 検討の背景と諮問事項

II. 現行制度の概要

III. 検討課題

A) 公開買付制度

B) 大量保有報告制度

C) 実質株主の透明性

IV. ご議論いただきたい事項

諸外国の公開買付制度との比較

□ 各国の公開買付制度の概要は以下のとおり。

	米国	英国	ドイツ	フランス	日本
5%ルール	あり ^(注1)	なし	なし	なし	あり
3分の1ルール	なし	あり(30%)	あり(30%)	あり(30%)	あり(3分の1)
基本的枠組み	一定の買付け ^(注1) 自体にTOB必要	閾値を超える買付け自体はTOB不要 (事後的な規制)	閾値を超える買付け自体はTOB不要 (事後的な規制)	閾値を超える買付け自体はTOB不要 (事後的な規制)	閾値を超える買付け自体にTOB必要
全部買付義務	なし	あり ^(注2)	あり	あり	3分の2以上の場合のみ、あり
市場内取引	解釈による	規制対象	規制対象	規制対象	原則として規制対象外
第三者割当	なし	原則として規制対象 ^(注3)	規制対象	原則として規制対象 ^(注4)	規制対象外
最低価格規制	なし	あり	あり	あり	なし

(注1) 5%ルールの対象となる公開買付けの範囲について、米国では、法文に定義がなく、判例上、一般株主に対する活発で広範な勧誘の有無などの要素を総合考慮して該当性を判断するとされている。

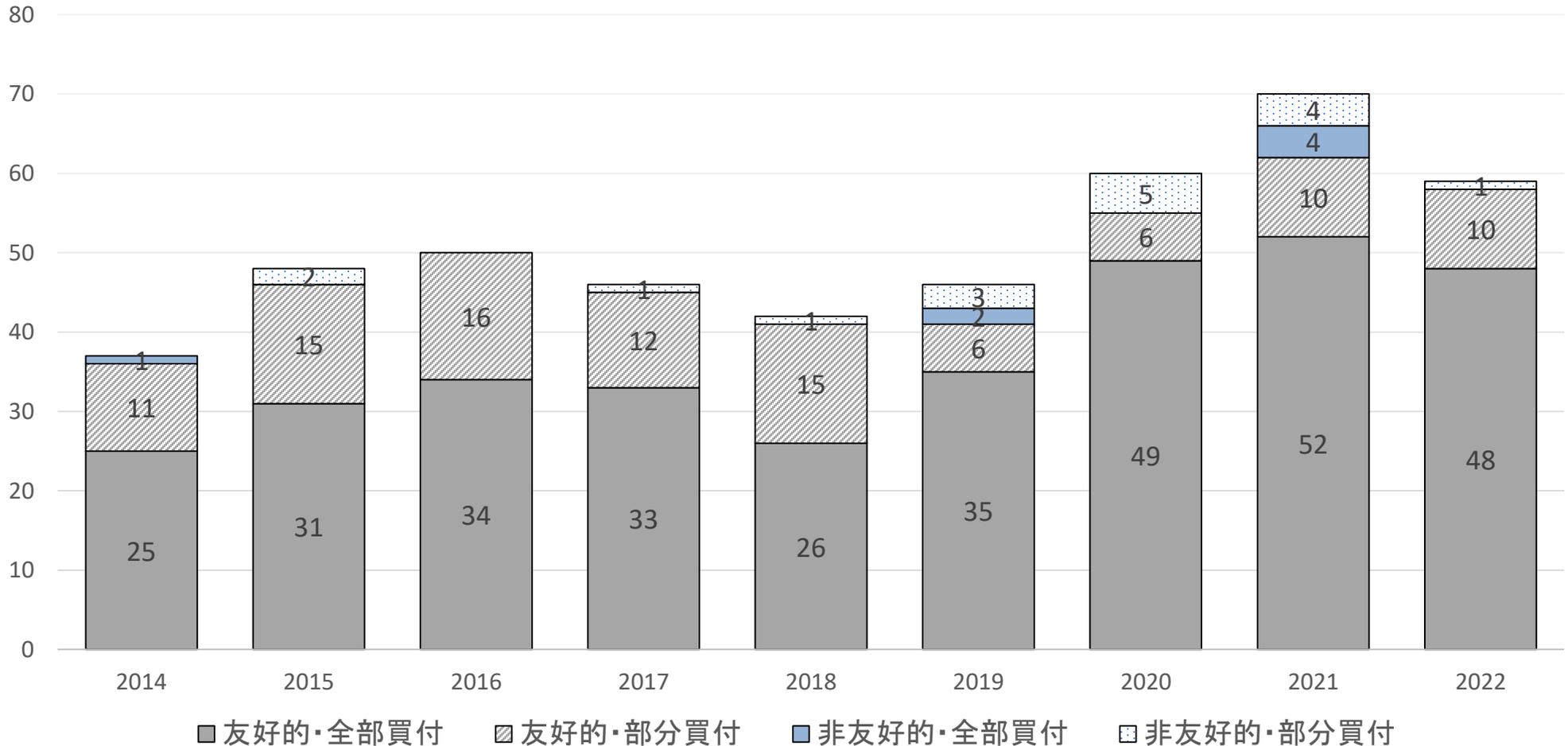
(注2) 独立した株主の過半数の賛成を得た場合には、パネルの承認を得て、部分買付けに留めることも認められる。ただし、部分買付けが実際に実施されることは稀であり、対象会社との事業提携を目的とする株式の取得等についてパネルが部分買付けを承認することはほとんどあり得ないと指摘されている(日本証券経済研究所「英国M&A制度研究会報告書」(2009年6月30日)4-5頁)。

(注3) 独立した株主の過半数の賛成を得た場合には、パネルの承認を得て、公開買付実施義務が免除される。

(注4) 財務的に困難な状況下における増資の引き受けで、株主総会の承認を得た場合には、公開買付実施義務が免除される。

公開買付事例の件数の推移

- 公開買付けの案件数は2018年以降増加傾向。
- 過去5年間に於いて、部分買付けの事例は平均12.2件/年、全部買付けの事例は平均43.2件/年



(出所) EDINETに提出された公開買付届出書(自社株公開買付けの事例を除く)の件数を金融庁にて算出し作成

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して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%超となつてから10日以内	保有割合が5%超となつてから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. 検討の背景と諮問事項

II. 現行制度の概要

III. 検討課題

A) 公開買付制度

B) 大量保有報告制度

C) 実質株主の透明性

IV. ご議論いただきたい事項

市場内取引を巡る裁判例

- アジア開発キャピタル(株)ら(以下「買収者ら」)による(株)東京機械製作所(以下「対象会社」)の株式買集めについて、裁判所は以下のとおり決定した。

事案概要

- 買収者らが、2021.6.9から市場内取引(立会内取引)による対象会社株式の共同取得を開始し、2021.8.2の時点で対象会社株式の34.06%を保有。その後も継続し、2021.9.10の時点で39.94%を保有。
- 対象会社が、2021.8.6に有事導入型買収防衛策の導入を決議し、2021.8.30にその発動(新株予約権無償割当て)を決議。2021.10.22の株主意思確認総会において、利害関係者以外の出席株主の過半数の賛同をもって、有事導入型買収防衛策の発動を承認。
- 買収者らが、新株予約権無償割当ての差止めの仮処分を申立て。

【参考】

買収者らの保有割合
と市場株価の推移

日付	保有割合	市場株価	備考
2021/6/9	0.29%	703円	買い集めの開始時点
2021/7/13	8.08%	732円	5%超となった時点
2021/7/20	26.50%	813円	初回の大量保有報告書提出
2021/7/30	32.72%	1,095円	—
2021/8/2	34.05%	1,139円	3分の1超となった時点
2021/10/22	39.94%	1,636円	株主意思確認総会時点

裁判所の決定

- 東京地方裁判所は2021.10.29に買収者らの申立てを却下。これに対して買収者らは抗告し、東京高等裁判所は2021.11.9に抗告を棄却(その後、2021.11.18に最高裁判所が許可抗告・特別抗告を棄却)。
- 東京高等裁判所はその決定文において、以下のとおり買収者らによる買収行為の強圧性を指摘。
 ……抗告人らは、TOBの適用対象外である市場内取引における株式取得を通じて、株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間のうちに買収しており、このような買収行為は、一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得によって会社の企業価値がき損される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちであり、それだけ一般株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力(強圧性)を持つものと認められる。…

種類株式の取扱い(強制公開買付規制)

- 株券等の所有者が少数である場合(当該株券等の所有者が25名未満である場合)であって、すべての所有者が同意している場合として府令で定める場合における特定買付け等(60日間で10名以下からの買付け)は、公開買付けによらず、買付け等が可能。

<すべての所有者が同意している場合>(他社株買付府令2条の5第2項)

- ① 株券等(A)に係る特定買付け等の後における株券等所有割合が3分の2以上となる場合であって、当該特定買付け等の対象とならない種類株式(B)(以下「本件種類株式(B)」という。)があるときで下記に該当する場合

当該特定買付け等の対象となる株券等(A)に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに当該特定買付け等の対象となる株券等(A)のすべての所有者が同意し、かつ、本件種類株式(B)についてイ又はロの条件が満たされている場合

イ 特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに同意することにつき、本件種類株式(B)に係る種類株主総会の決議が行われていること。

ロ 本件種類株式(B)の所有者が25名未満である場合であって、特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、本件種類株式(B)のすべての所有者が同意し、その旨を記載した書面を提出していること。

- ② 前号に掲げる場合以外の場合(3分の2未満の場合又は本件種類株式(B)がないとき)

当該特定買付け等の対象となる株券等(A)に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに当該特定買付け等の対象となる株券等(A)のすべての所有者が同意した場合

英国の公開買付制度

- 英国では、以下のような公開買付制度が採用されており、公開買付けの強圧性の問題について一定の解決を与えていると指摘されている。

英国の公開買付制度

義務的 公開買付けの 枠組み

- 30%以上の議決権に係る株式を取得した場合、公開買付けを実施しなければならない(マンダトリー・オファー)。また、任意の公開買付けを行うこともできる(ボランタリー・オファー)。
- なお、マンダトリー・オファー／ボランタリー・オファーのいずれについても、原則として、50%超の議決権を取得することになるだけの応募があることを、公開買付け成立の条件としなければならない。

全部買付義務

- 原則として、全株式を対象とするオファーを行い、応募のあった全ての株式を取得しなければならない。
- 部分買付けを行うためには、①パネルの承認、②独立した株主の過半数の賛成が必要となる。
→②のルールにより、支配権取得後の対象会社の企業価値減少を懸念する株主は、「公開買付けに応募しつつ、公開買付け自体には反対する」ことが可能となる。

追加応募期間

- 公開買付けの成立に必要な条件が満たされた場合、公開買付者は公開買付期間を14日間以上延長しなければならない(すでに応募した株主は延長期間中に応募の撤回をすることができない)。
→このルールにより、公開買付けの条件に不満を有する株主や、支配権取得後の対象会社の企業価値減少を懸念する株主は、「公開買付けの成立に必要な条件が満たされたことを知ってから応募する」ことが可能となる。

現行制度における公開買付規制違反に対する制裁等①: 民事責任

□ 現行制度では、公開買付規制違反に対する事後的な救済・制裁措置として、民事上の損害賠償責任、課徴金、刑事罰が設けられている。

- 株主保護を徹底する目的から、以下のとおり、損害賠償規定が定められている。

民事責任

規制	過失 / 相当な注意	損害賠償額の法定
公開買付届出書等の提出前における勧誘等の禁止規制違反	無過失責任	—
公開買付説明書等の不交付	無過失責任	—
別途買付けの禁止規制違反	無過失責任	(別途買付価格－公開買付価格)×応募株券等
買付条件に反する決済	無過失責任	【有利買付けの場合】 (有利な買付価格－公開買付価格)×応募株券等 【あん分比例方式によらない買付けの場合】 (公開買付価格－損害賠償請求時の市場価格)×(あん分比例方式により買付け等が行われるべき株券等の数－買付株券等の数)
虚偽記載等のある公開買付説明書等の使用	被告側に立証責任(注1)	—
公開買付開始公告、公開買付届出書、公開買付説明書、対質問回答報告書等の虚偽記載等	【提出者等】 無過失責任	【公開買付終了後に公開買付けによらない買付け等を行う契約についての不記載の場合】 (当該契約による買付け等の価格－公開買付価格)×応募株券等の数
	【関係者(注2)】 被告側に立証責任(注1)	—

(注1) 被告側において、虚偽記載等であることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明する必要がある。

(注2) 公開買付届出書等の提出者等の実質的特別関係者、取締役、会計参与、監査役、執行役、理事又は監事等。提出者等と連帯して損害賠償責任を負う。

現行制度における公開買付規制違反に対する制裁等②: 課徴金、刑事責任

課徴金

- 一定の公開買付規制違反については、以下のとおり、課徴金制度が設けられている。

規制	課徴金額
公開買付開始公告を行わないで株券等の買付け等をした場合	公開買付開始公告を行わずにした買付け等の総額の25%
公開買付開始公告、公開買付届出書、 対質問回答報告書等に虚偽記載等がある場合	公開買付開始公告を行った日の前日終値×買付け等を行った株券等の数×25%
公開買付届出書、対質問回答報告書等の不提出	

刑事責任

- 買付者に対する主な公開買付規制違反に係る刑事罰は以下のとおり。

規制	罰則	両罰規定	
不公表・ 不提出等	公開買付開始公告を行わない、 公開買付届出書の不提出	5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金 又は併科	5億円以下の罰金
	訂正届出書・対質問回答報告書の不 提出、公開買付説明書の不交付	1年以下の懲役もしくは100万円以下の罰金 又は併科	1億円以下の罰金
	対質問回答報告書の訂正報告書の不 提出	6月以下の懲役もしくは50万円以下の罰金 又は併科	50万円以下の罰金
虚偽記載	虚偽記載のある公開買付開始公告、 公開買付届出書等の提出	10年以下の懲役もしくは1000万円以下の罰 金又は併科	7億円以下の罰金
	虚偽記載のある対質問回答報告書等・ 公開買付説明書等の提出・交付	5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金 又は併科	5億円以下の罰金
その他 規制違反	公開買付届出書等の提出前における 勧誘等の禁止規制、買付条件等の変 更規制違反、撤回規制違反	5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金 又は併科	5億円以下の罰金
	別途買付けの禁止規制違反、 買付条件に反する決済	1年以下の懲役もしくは100万円以下の罰金 又は併科	1億円以下の罰金

公開買付価格の均一性

□ 公開買付価格は、全ての応募株主等について均一でなければならない。

<令8条3項>

公開買付けによる株券等の買付け等を行う場合には、買付け等の価格(法第二十七条の二第三項に規定する買付け等の価格をいう。)は、全ての応募株主等(法第二十七条の十二第一項に規定する応募株主等をいう。以下この節において同じ。)について均一にしなければならない。ただし、公開買付者が応募株主等に複数の種類の対価を選択させる場合には、選択することができる対価の種類を全ての応募株主等につき同一とし、かつ、それぞれの種類ごとに当該種類の対価を選択した応募株主等について均一にしなければならない。

応募予定者を区分して、公開買付価格の異なる公開買付けを2回実施した事例

公開買付者	対象者	第1回公開買付け	第2回公開買付け
(株)NSSK-V	(株)鴨川グランドホテル	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 目的: 主要株主からの取得 ✓ 価格: 120円 ✓ 開始日: 2021.12.13 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 目的: 一般株主からの取得 ✓ 価格: 290円 ✓ 開始日: 2022.1.24
(株)アスパラント グループSPC5号	F C M(株)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 目的: 主要株主からの取得 ✓ 価格: 3,050円 ✓ 開始日: 2018.11.2 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 目的: 一般株主からの取得 ✓ 価格: 4,200円 ✓ 開始日: 2018.12.12
グローリー(株)	(株)フュートレック	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 目的: 主要株主からの取得 ✓ 価格: 569円 ✓ 開始日: 2018.10.1 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 目的: 一般株主からの取得 ✓ 価格: 770円 ✓ 開始日: 2018.11.7

(出所) 過去5年以内にEDINETに提出された公開買付届出書(自社株公開買付けの事例を除く)を基に金融庁にて作成。

異なる種類の株券等を公開買付けの対象とする場合

異なる種類の株券等を公開買付けの対象とする場合であっても、実質的に公開買付価格が均一となるよう、各種類に応じた公開買付価格を設定する必要があるとの解釈が示されている(注)。

また、当該種類に応じた公開買付価格の差について、換算の考え方等を公開買付届出書に記載することが求められている。

(注) 池田唯一ほか編著『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』(商事法務、2007) 65頁

公開買付期間の延長

□ 一定の場合には公開買付期間の延長が禁止され、又は義務づけられている。

【当初公開買付期間】

- 買付者は、公開買付開始公告を行った日から起算して20営業日以上60営業日以内の範囲で、公開買付けによる株券等の買付け等の期間(公開買付期間)を定めなければならない(法27条の第2項、令8条1項)。

【自発的な延長】

- 買付者は、当初定めた公開買付期間の延長をすることが可能であるが、延長できる公開買付期間は、下記の例外を除いて、当初公開買付期間と合わせて60営業日までである(法27条の6第1項4号、令13条2項2号本文)。

<期間延長の上限の例外>

買付者は、下記の場合には、60営業日を超えて、公開買付期間の延長をすることが可能である。

- ① 訂正届出書の提出に伴い、公開買付期間の延長が必要な場合(令13条2項2号イ)(注1)
- ② 公開買付期間中に、当該公開買付者及び特別関係者以外の者が、対象者の発行する株券等について公開買付けを開始し、又は公開買付期間を延長した場合(令13条2項2号ロ)(注2)

【訂正届出書の提出に伴う延長】(前記①の場合)

- 買付者は、公開買付期間が残り10営業日となつてから、公開買付届出書の訂正届出書を提出した場合には、①形式上の不備を理由とする訂正届出書を提出するとき、及び②公開買付期間を延長する場合で他の買付条件等に変更がないときを除き、公開買付期間を、訂正届出書を提出した日より起算して10営業日を経過した日まで延長しなければならない(法27条の8第8項、他社株買付府令22条1項、2項)。

(注1) この場合、公開買付期間の延長は義務的である。

(注2) この場合、当該他者の公開買付期間の末日までの延長が可能である。

形式的特別関係者・みなし共同保有者の範囲

- 一定の特別の関係がある場合には、その実態にかかわらず、公開買付制度における「特別関係者」や大量保有報告制度における「共同保有者」に該当する規律が設けられている。

形式的特別関係者(公開買付制度)

買付者と、株式の所有関係、親族関係その他の特別の関係にある者は「特別関係者」に該当。

特別
の
関係

個人

- 親族(配偶者及び1親等以内の血族・姻族)
- 特別資本関係にある法人等及びその役員

法人等

- 役員
- 特別資本関係にある法人等及びその役員
- 当該法人等に対して特別資本関係を有する個人及び法人等並びにその役員

特別資本関係

- 特別資本関係とは、総株主等の議決権の**20%以上**の議決権に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する関係をいう。
- その被支配法人等^(注)と合わせて他の法人等の総株主等の議決権の20%以上の議決権に係る株式等を所有する場合、当該他の法人等に対して特別支配関係を有するものとみなされる。

みなし共同保有者(大量保有報告制度)

株券等の保有者と他の保有者が、株式の所有関係、親族関係その他の特別の関係にある場合、当該他の保有者は「共同保有者」とみなされる。

特別
の
関係

- 夫婦の関係
- 支配株主等と被支配会社との関係
- 被支配会社とその支配株主等の他の被支配会社との関係(兄弟会社)
- 子会社(組合)と親会社の関係

支配株主等

- 支配株主等とは、総株主等の議決権の**50%超**の議決権に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有している者をいう。
- 支配株主等とその被支配会社が合わせて他の会社の総株主等の議決権の50%超の議決権に係る株式等を所有する場合、当該他の会社も当該支配株主等の被支配会社とみなす。

(注) 他の法人等の総株主等の議決権の50%超の議決権に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する場合における当該他の法人等をいう。また、被支配法人等と合わせて他の法人等の総株主等の議決権の50%超の議決権に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する場合、当該他の法人等は、被支配法人等とみなされる。

全部勧誘義務の対象となる株券等の範囲

□ 一定の場合には全ての種類の株券等を公開買付けの対象とすることが義務づけられる。

【全部勧誘義務の対象となる有価証券】

- 買付け後における株券等所有割合が3分の2以上となる公開買付けについては、全ての種類の株券等を買付対象としなければならない(全部勧誘義務)。その対象となる有価証券は、以下のとおり(法27条の2第1項柱書、令6条1項)。(注)
 - ① 株券、新株予約権証券及び新株予約権付社債券
 - ② 外国の者の発行する証券又は証書で①に掲げる有価証券の性質を有するもの
 - ③ 投資証券等及び新投資口予約権証券等
 - ④ 有価証券信託受益証券で、受託有価証券が①～③に掲げる有価証券であるもの
 - ⑤ 「**預託証券**」のうち、①～③に掲げる有価証券に係る権利を表示するもの

【預託証券】

- 「**預託証券**」とは、有価証券等の預託を受けた者が当該有価証券等の発行された国以外の国において発行する証券又は証書で、当該預託を受けた有価証券等に係る権利を表示するもの(法2条1項20号)。」主に海外株券の取引・決済の手段として、海外で利用されており、米国ではADR(American Depositary Receipt)と呼ばれている。
- ADRの中には、当該株券等の発行体が介在せずに発行されるもの(アンスポンサードADR)もあり、アンスポンサードADRも公開買付けの対象となる有価証券に含まれる。

実務上の取扱い

- 「**預託証券**」については、他国の法規制により日本の公開買付けによる取得ができない、公開買付代理人として当該預託証券の取扱いができる金融商品取引業者等が存在しない等の理由により、「**預託証券**」の形式で取得することができず、全部勧誘義務が課せられる場合であっても、事前に対象者株式に転換した上での応募を促す形式で取り扱っている例がある。

(注) ただし、公開買付けの対象となる有価証券に該当するためには、議決権株式であるか、又は議決権株式の交付を受ける権利・条項が付されているものでなければならない(他社株買付府令2条)。

買付条件の変更の制限: 買付価格の引下げの禁止

- 公開買付者は、公開買付期間中、株主に不利な買付条件の変更を禁止されており、公開買付価格も、株式分割や株式・新株予約権の無償割当ての場合を除き、原則として引き下げることができない。

制限される買付条件の変更

<法27条の6第1項>

公開買付者は、次に掲げる買付条件等の変更を行うことができない。

- ① **買付価格の引下げ**
- ② 買付予定の株券等の上限の引下げ
- ③ 公開買付期間の短縮
- ④ 買付予定の株券等の下限の引上げ(対抗買付者による公開買付けの開始や上限の引上げがなされた場合を除く)
- ⑤ 60営業日超となる公開買付期間の延長(法の定めにより延長しなければならない場合、対抗買付者による公開買付けの開始や公開買付期間の延長がなされた場合を除く)
- ⑥ 対価の種類の変更(選択肢の増加を除く)
- ⑦ 撤回条件の変更

例外
事由

対象者が①株式分割、②株式又は新株予約権の無償割当てを行った場合に買付価格の引下げがある旨の条件が記載されている場合は、買付価格の引下げが可能

引下
可能額

以下の金額を下限として買付価格の引下げが可能

①
株式
分割

$$\text{変更前の買付価格} \times \frac{1}{\text{分割前の1株に係る分割後の株式の数}}$$

②
無償
割当て

$$\text{変更前の買付価格} \times \frac{1}{\text{1株に対して割り当てられる株式の数(注)}}$$

備考

株式分割、株式等の無償割当ての「決定」が対象者においてなされただけでは足りず、実際に分割、割当てが行われることが必要

公開買付けの撤回事由

- 公開買付者は、原則として公開買付けの撤回はできないものとされている。

<法27条の11第1項>

公開買付者は、公開買付開始公告をした後においては、公開買付けに係る申込みの撤回及び契約の解除（以下この節において「公開買付けの撤回等」という。）を行うことができない。ただし、公開買付者が公開買付開始公告及び公開買付届出書において公開買付けに係る株券等の発行者若しくはその子会社（中略）の業務若しくは財産に関する重要な変更その他の公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情（政令で定めるものに限る。）が生じたときは公開買付けの撤回等を行うことができる旨の条件を付した場合又は公開買付者に関し破産手続開始の決定その他の政令で定める重要な事情の変更が生じた場合には、この限りでない。

公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情(注1)

- ① 対象者又はその子会社の重要な業務に関する決定（合併、事業譲渡、重要な財産の処分、新株発行等）、対象者による買収防衛策の維持の決定
- ② 対象者に一定の事実が発生した場合（免許取消し、破産手続開始、災害、上場の廃止等）
- ③ 株券等の取得について行政庁の許可等が得られなかった場合

※ 上記①②については、法令上列挙されている事由のほか、これらに準ずるものとして公開買付者が公開買付届出書等で指定したものが含まれる(注2)。

公開買付者の重要な事情の変更

- ① 公開買付者の死亡
- ② 公開買付者が後見開始の審判を受けたこと
- ③ 公開買付者の解散
- ④ 破産手続開始の決定等

(注1) 軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く。

(注2) 実務上、公開買付者によって指定された撤回事由としては、対象者が剰余金の配当を決定した場合、対象者が自己株式の取得を決定した場合、対象者が過去に提出した法定開示書類に虚偽記載等があることが判明した場合、対象者の事業上重要な契約が終了した場合、対象者の重要な子会社に②の事由が発生した場合などが挙げられる。

I. 検討の背景と諮問事項

II. 現行制度の概要

III. 検討課題

A) 公開買付制度

B) 大量保有報告制度

C) 実質株主の透明性

IV. 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)

(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

「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」を合意する必要があります(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8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:デリバティブについて

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こと、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

I. 検討の背景と諮問事項

II. 現行制度の概要

III. 検討課題

A) 公開買付制度

B) 大量保有報告制度

C) 実質株主の透明性

IV. 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.