

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

平成26年2月26日

金融庁

はじめに

本資料について

- 平成 26 年 2 月 26 日、「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（以下、「本検討会」）において、「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」（案）（以下、「日本版コード」）が策定・公表された。
- 「日本版コード」は、投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るため、機関投資家に対し、投資先企業との間で建設的な対話を行うことなどを求めている。今後、各機関投資家には、投資先企業との対話のより一層の充実を図るため、本コードの趣旨を踏まえた主体的な取組みが期待される場所である。
- 機関投資家と投資先企業との間での対話に関しては、本検討会における議論において、「『日本版コード』を踏まえた機関投資家の主体的な取組みを促していく上では、機関投資家が投資先企業と対話等を行う場合に、日本の既存の法制度との関係で疑義が生じないように、法制度との関係についても整理が必要である」旨の指摘がなされた。
- 本資料は、前記の指摘を踏まえ、機関投資家と投資先企業との対話がスムーズに行われるよう、以下の法的論点について、解釈の明確化等を行うものである。
 1. 大量保有報告制度における「重要提案行為」と「投資先企業との対話」との関係
 2. 大量保有報告制度における「共同保有者」・公開買付制度における「特別関係者」と「他の投資家との協調行動」との関係
 3. インサイダー取引規制等における「未公表の重要事実の取扱い」と「投資先企業との対話」との関係

《本資料についての留意点》

- ※ 本資料における記載は、あくまでも、法令に関する現時点での一般的な解釈等を示すものであり、個別事案に対する法令適用の有無を回答するものではない。個別事案に対する法令適用の有無は、当該事案における事実関係を前提にし、事案ごとに、法令の趣旨を踏まえて実質的に判断されるものであることに留意する必要がある。
- ※ 本資料における記載は、捜査機関の判断や罰則の適用を含めた司法判断を拘束するものではない。また、将来における金融庁の解釈を保証するものではない。

1. 大量保有報告制度における「重要提案行為」と「投資先企業との対話」との関係①

「検討会」における指摘

- 大量保有報告制度においては、日常の営業活動等において、反復継続的に株券等の売買を行っている金融商品取引業者等に対して、「特例報告制度」が設けられている。
 - ・ 当該「特例報告制度」は、「大量保有報告書」とその後の「変更報告書」の提出頻度や期限等を緩和するもの（次頁参照）。
 - 但し、大量保有報告制度の趣旨を損なうような形での「特例報告制度」の利用を防止する観点から、株券等の保有者が投資先企業に対し「重要提案行為」を行う場合には、これを利用できない、こととされている。
 - したがって、機関投資家は、投資先企業と対話を行うにあたって、どのような行為が「重要提案行為」に該当するかを考慮することになる。
- ⇒ このため、機関投資家と投資先企業との対話を促していくためには、
- ・ 具体的にどのような行為が「重要提案行為」に該当するかについての疑義を解消するため、解釈の更なる明確化を図る必要がある

との指摘。

（注）なお、前記指摘は、機関投資家のうち特定の上場企業の5%超の株式を有する者が、当該上場企業と対話を行う場合だけに当てはまるものであり、機関投資家による対話全般に当てはまるものではない。

<参考：「大量保有報告制度」と「特例報告制度」の概要>

【「大量保有報告制度」の概要】

○ 「大量保有報告制度」とは…

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、当該情報を投資者に迅速に提供することにより、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、株券等の大量保有者に対し、以下を義務付ける制度。

<株券等の大量保有者の義務>

- ① 株券等の大量保有者（保有割合5%超）となった場合
： 5%超の保有者となった日から、5営業日以内に「大量保有報告書」を提出
- ② その後、保有割合が1%以上増減するなど重要な変更があった場合
： 変更があった日から、5営業日以内に「変更報告書」を提出

【「特例報告制度」の概要】

○ 「特例報告制度」とは…

日常の営業活動等において反復継続的に株券等の売買を行っている金融商品取引業者等については、取引の都度、詳細な情報開示を求めると、事務負担が過大になるとの観点から、以下を要件として、「大量保有報告書」とその後の「変更報告書」の提出頻度や期限等を緩和する制度。

- ・ 「大量保有報告書」・「変更報告書」は、通常であれば、提出事由が生じた日から5営業日以内に提出しなければならないが、「特例報告制度」の適用を受ける者は、事前に届け出た「月2回の基準日」において、「大量保有報告書」・「変更報告書」の提出義務を判断し、当該基準日から5営業日以内に報告書を提出すれば足りる。

<「特例報告制度」利用の要件>

- ① 保有割合が10%を超えないこと
- ② 「重要提案行為」(次頁参照)を行わないこと

○ 「重要提案行為」とは…

投資先企業の株主総会において、または、その「役員」に対し、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行為として政令に列挙する「一定の事項」を提案する行為。

・ 「役員」:

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、また、名称のいかんを問わず、これらの者と同等以上の支配力を有すると認められる者も含まれる（令第14条の8の2）。

・ 「一定の事項」:

発行者またはその子会社に係る以下の事項をいう（同上）。

- ① 重要な財産の処分または譲受け
- ② 多額の借財
- ③ 代表取締役の選解任
- ④ 役員構成の重要な変更
- ⑤ 支配人その他の重要な使用人の選解任
- ⑥ 支店その他重要な組織の設置、変更または廃止
- ⑦ 株式交換、株式移転、会社の分割または合併
- ⑧ 事業の全部または一部の譲渡、譲受け、休止または廃止
- ⑨ 配当に関する方針の重要な変更
- ⑩ 上場または上場廃止
- ⑪ 資本政策に関する重要な変更
- ⑫ 解散
- ⑬ 破産手続開始、再生手続開始または更正手続開始の申立て

1. 大量保有報告制度における「重要提案行為」と「投資先企業との対話」との関係②

既に示されている解釈

- どのような行為が、大量保有報告制度における「重要提案行為」に該当し、「特例報告制度」が利用できなくなるかについては、「重要提案行為」の概念を設けた際に金融庁が公表した「パブリック・コメントへの回答」（平成18年公表）において、以下の解釈を示している。

<「パブリック・コメントへの回答」抜粋>

コメントの概要	金融庁の考え方
<p>重要提案行為等については、例えば、発行会社からの要請に基づき行う場合など、提案を行う状況によって重要提案行為等に該当するか否か判断の分かれる場合があると考えます。</p> <p>判断要素として考えられる事項をお示し頂きたい。</p>	<p>重要提案行為等に該当するか否か、関係規定に照らして個別事案ごとに判断されることとなりますが、<u>以下の三つの要件を満たすことが必要</u>となります。すなわち、</p> <p>i) 第一に、<u>提案の客観的内容が令第14条の8の2第1項各号に列記しているもののいずれかに該当すること</u>です。</p> <p>これらの列記事項について「重要な」や「多額の」という用語が含まれている場合、そのような事項については軽微なものは重要提案行為等に該当しません。</p> <p>ii) 次に、法第27条の26第1項本文の規定により、<u>発行者の事業活動に重大な変更を加える、又は重大な影響を及ぼすことを目的とすることが必要</u>となります。</p> <p>したがって、当該発行者の主体的な経営方針にかかわらず、他律的な影響力を行使する行為が該当するものと考えられます。たとえi)の要件を満たしていても、例えば純粋に発行者から意見を求められた場合や発行者が主体的に設定した株主との対話の場面（決算来社報告、IR説明会等）での意見陳述等には、このii)の要件を満たす可能性は低くなります。</p> <p>iii) 最後に「<u>提案</u>」に<u>該当することが必要</u>となります。</p> <p>i)、ii)の要件を満たす場合であっても、例えばアナリストやファンドマネージャーが取材の一環として純粋に質問をするような場合等には、このiii)の要件を満たす可能性が低くなります。</p> <p>いずれにしても、最終的には個別事案ごとに判断されることとなります。</p>

1. 大量保有報告制度における「重要提案行為」と「投資先企業との対話」との関係③

解釈の明確化

- 前記の「パブリック・コメントへの回答」も踏まえ、具体的にどのような行為が、大量保有報告制度における「重要提案行為」に該当するかについての疑義を解消するため、以下の通り、更なる解釈の明確化を図る。

(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。

1. 大量保有報告制度における「重要提案行為」と「投資先企業との対話」との関係④

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

2. 大量保有報告制度における「共同保有者」・公開買付制度における「特別関係者」と「他の投資家との協調行動」との関係①

「検討会」における指摘

- 「大量保有報告制度」では、株券等の保有者の「保有割合」を算出するに際し、「共同保有者」^(注)の保有分を合算する必要。

(注)「共同保有者」には、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」が該当する(9頁参照)。

- また、「公開買付制度」でも、株券等の買付者の「所有割合」を算出するに際し、「特別関係者」^(注)の所有分を合算する必要。

(注)「特別関係者」には、買付者との間で「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」が該当する(9頁参照)。

- したがって、機関投資家が、「他の投資家」と協調して個別の投資先企業に対して行動を起こすに際し、当該「他の投資家」と「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」している場合には、
 - ・ 当該「他の投資家」が大量保有報告制度上の「共同保有者」に該当することから、当該機関投資家は、当該「他の投資家」の保有分も勘案しながら、大量保有報告制度に対応する必要(「大量保有報告書」やその後の「変更報告書」の提出を行う必要)。
 - ・ 当該「他の投資家」が公開買付制度上の「特別関係者」に該当することから、当該機関投資家は、当該「他の投資家」の所有分も勘案しながら、公開買付制度に対応する必要(株券等の買付けを「公開買付け」の方法により行う必要)。

- ⇒ このため、機関投資家が、「他の投資家」と協調して個別の投資先企業に対して行動を起こすにあたっては、
- ・ 具体的にどのような場合に「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」に該当するかについての疑義を解消するため、解釈の更なる明確化を図る必要がある

との指摘。

(参考)「日本版コード」では、英国コードのように「他の投資家と協調して個別の投資先企業に対して行動を起こすこと」を促す原則を採用しているわけではない。なお、投資先企業との対話等をより適切なものとする一助としては、「他の投資家との意見交換等も有益である」旨が記載されている(原則7の指針7-3)。

<参考：大量保有報告制度の「共同保有者」と公開買付制度の「特別関係者」の概要>

【大量保有報告制度における「共同保有者」の概要】

- 「大量保有報告制度」では、株券等の保有者は、その「保有割合」の算出において、以下のいずれかに該当する者（「共同保有者」）がいる場合、当該「共同保有者」の保有割合も合算しなければならない（法第27条の23）。
 - ① 保有者との間で、共同して株券等を取得し、又は譲渡することを合意している者
 - ② 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
 - ③ 保有者との間で、一定の資本関係、親族関係その他特別の関係がある者

【公開買付制度における「特別関係者」の概要】

- 「公開買付制度」とは…
会社支配権に影響を与えるような取引（買付け等を行うことにより一定の「所有割合」に達することとなる取引）についての透明性・公正性を確保するとの観点から、主に市場外で株券等の大量の買付け等をしようとする者に対し、当該買付け等について、あらかじめ情報開示を行うとともに、全ての株主に公平に売却機会を付与すること（「公開買付け」）を義務付ける制度。
- 「公開買付制度」では、株券等の買付者は、その「所有割合」の算出において、以下のいずれかに該当する者（「特別関係者」）がいる場合、当該「特別関係者」の所有割合も合算しなければならない（法第27条の2）。
 - ① 買付者との間で、共同して株券等を取得し、又は譲渡することを合意している者
 - ② 買付者との間で、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
 - ③ 買付者との間で、株券等の買付けの後に、相互に当該株券等を譲渡し、または譲り受けることを合意している者
 - ④ 買付者との間で、一定の資本関係、親族関係その他特別の関係がある者

2. 大量保有報告制度における「共同保有者」・公開買付制度における「特別関係者」と「他の投資家との協調行動」との関係③

既に表示されている解釈

- どのような場合に、大量保有報告制度における「共同保有者」に該当するかについては、金融庁が公表している「株券等の大量保有報告に関するQ&A」（平成22年公表）において、以下の解釈を示している。

<「株券等の大量保有報告に関するQ&A」抜粋>

(問) 株主が、株主総会での議決権行使について話し合った場合、共同保有者に該当しますか。

(答) 話し合ったにとどまる場合は、共同保有者には該当しないと考えられます。

しかしながら、当該話し合いにおいて、共同して議決権を行使することを合意した場合、その時点で共同保有者に該当すると考えられます。

(問) 共同して株主提案権を行使した場合、共同保有者に該当しますか。

(答) そのような場合、共同して当該権利を行使することを合意していることが明らかであるため、共同保有者に該当すると考えられます。

2. 大量保有報告制度における「共同保有者」・公開買付制度における「特別関係者」と「他の投資家との協調行動」との関係④

解釈の明確化

- 具体的にどのような場合に大量保有報告制度における「共同保有者」や公開買付制度における「特別関係者」に該当するかについての疑義を解消するため、以下の通り、更なる解釈の明確化を図る。
- 以下は、大量保有報告制度における「共同保有者」を例に説明するが、具体的にどのような場合に公開買付制度における「特別関係者」に該当するかについても、同様の解釈があてはまるものと考えられる。

(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。

(参考) 法令用語として用いられる「権利」とは、「一定の利益を自己のために主張することができる法律上保障された力をいう。」

(「法令用語辞典・第9次改訂版」(学陽書房))

(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。

3. インサイダー取引規制等における「未公表の重要事実の取扱い」と「投資先企業との対話」との関係①

「検討会」における指摘

- 「インサイダー取引規制」は、
上場企業の業務等に関する「未公表の重要事実」を知った会社関係者（その職務等に関し知った場合に限る）
や当該会社関係者から当該事実の伝達を受けて知った者が、当該事実の公表前に、当該企業の株式等の売買等
を行うことを禁止。

 - 「情報伝達・取引推奨規制」は、
上場企業の業務等に関する「未公表の重要事実」を知った会社関係者（その職務等に関し知った場合に限る）
が、当該事実の公表前に、他人に売買等をさせることにより、当該他人に利益を得させる等の目的をもって、
情報伝達・取引推奨を行うことを禁止。
- ⇒ このため、インサイダー取引規制等が、機関投資家と投資先企業との間での踏み込んだ対話を不必要に萎縮させるものとなっている可能性があるのではないか
との指摘。

3. インサイダー取引規制等における「未公表の重要事実の取扱い」と「投資先企業との対話」との関係②

考え方の整理

○ 「インサイダー取引規制等が、機関投資家と投資先企業との間での踏み込んだ対話を不必要に萎縮させるものとなっている可能性はないか」との指摘は、以下の2つの立場から整理できる。

① 企業の立場

・ 機関投資家へ「未公表の重要事実」を伝達すると、情報伝達・取引推奨規制に抵触するおそれがあるのではないか。

⇒ これを回避するため、機関投資家との対話において「未公表の重要事実」を伝達しないとすれば、機関投資家との間で踏み込んだ対話が行えないのではないか。

② 機関投資家の立場

・ 投資先企業から「未公表の重要事実」を受領し、当該事実の公表前に売買を行うと、インサイダー取引規制に抵触するおそれがあるのではないか。

⇒ これを回避するため、投資先企業との対話において「未公表の重要事実」を受領しないとすれば、投資先企業との間で踏み込んだ対話が行えないのではないか。

3. インサイダー取引規制等における「未公表の重要事実の取扱い」と「投資先企業との対話」との関係③

既に示されている解釈及び解釈の明確化

○ 前記①に関しては、

- ・ 既に、金融庁が公表している「情報伝達・取引推奨規制に関するQ & A」（平成 25 年公表）において、以下の解釈を示している。

＜「情報伝達・取引推奨規制に関するQ & A」抜粋＞

(問) 未公表の重要事実を知っている上場会社等の役職員が、IR活動を行うことは取引推奨規制の対象となるのでしょうか。

(答) 上場会社等では、IR活動として、投資家等との間で自社の経営状況や財務内容等に関する広報活動が一般的に行われているものと考えられます。こうした活動の一環として行う自社への投資を促すような一般的な推奨については、通常の場合、他人に対し、特に重要事実の公表前の売買等を行わせ、それに起因した利益を得させるためのものではなく、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的を欠くと考えられるため、基本的に規制対象とはならないものと考えられます。

⇒ したがって、企業が機関投資家との間で行う踏み込んだ対話についても、通常の場合には、「重要事実の公表前に（機関投資家に）売買等をさせることにより他人（機関投資家）に利益を得させる」等の目的を欠くと考えられるため、基本的に、情報伝達・取引推奨規制の対象にはならないものと考えられる。

○ 前記②に関しては、

- ・ インサイダー取引規制は、「未公表の重要事実」を知った会社関係者（その職務等に関し知った場合に限る）や、当該会社関係者から当該事実の伝達を受けて知った者が、当該事実の公表前に、当該企業の株式等の売買等を行うことを禁止するものである。

⇒ したがって、機関投資家が、投資先企業と踏み込んだ対話を行うために「未公表の重要事実」を受領する必要があると考える場合には、当該企業の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で対話に臨む必要があると考えられる。

⇒ 以上を踏まえ、「日本版コード」では、機関投資家が投資先企業との対話において「未公表の重要事実」を受領することについて、「基本的には慎重に考えるべき」とした上で、「投資先企業との特別な関係等に基づき『未公表の重要事実』を受領する場合には、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で、対話に臨むべき」旨を記載（原則4の指針4-3及び注10）。

3. インサイダー取引規制等における「未公表の重要事実の取扱い」と「投資先企業との対話」との関係④

- なお、一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能であることから、「日本版コード」では、原則4の指針4-3の冒頭において、その旨を記載。