

# 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)

## 凡 例

本「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」においては、以下の略称を用いています。

正式名称	略称
金融商品取引法	法又は金商法
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（令和6年法律第32号）	改正法
金融商品取引法施行令	令
株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令	大量保有府令
企業内容等の開示に関する内閣府令	企業内容等開示府令
株券等の大量保有報告に関するQ&A	大量保有Q&A
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	TOB等WG

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
<b>I 大量保有報告制度の見直し</b>		
<b>(1) 企業と投資家の対話の促進に向けた規定の整備等</b>		
<b>▼ 個別の権利の行使ごとの合意（法第27条の23第5項、令第14条の6の3関係）</b>		
1	令第14条の6の3の個別の権利行使ごとの合意を含む法第27条の23第5項に定める要件の全てを充足すれば、法第27条の23第6項の「みなし共同保有者」には該当しないこととなるか。	株券等の保有者と当該株券等の他の保有者との間で改正後の法第27条の23第5項柱書に規定する合意をしている場合であって、同項各号に掲げる要件の全てを充足するときであっても、同条第6項に規定する関係にある場合には、当該他の保有者は共同保有者に該当すると考えられます。
2	金融商品取引業者でない海外投資家（海外の資産運用会社）と共同して議決権を行使することを合意した場合は、実質共同保有者に該当しますか。	株券等の保有者と当該海外投資家のいずれもが大量保有府令第5条の2の2に規定する者に該当し、かつ、法第27条の23第5項各号の要件をみたくす場合を除き、当該海外投資家は、当該保有者のいわゆる実質共同保有者（法第27条の23第5項の共同保有者をいいます。以下同じ。）に該当すると考えられます。
3	NPO法人と共同して議決権を行使することを合意した場合は、実質共同保有者に該当しますか。	法第27条の23第5項第1号の要件を充足するためには、合意の当事者である株券等の保有者及び当該株券等の発行者の発行する株券等の他の保有者の全てが大量保有府令第5条の2の2各号に掲げる者のいずれかに該当することが必要と考えられます。
4	大量保有Q&A問23において、実質共同保有者に該当しないための要件①「金融商品取引業者であること」とあるが、保有者全員が金融商品取引業者であることが想定されているか。 スチュワードシップ責任を果たすなかで協働エンゲージメントを実施する場合、本邦の金融商品取引法の適用を受けない者が関与することも	例えば、株券等の保有者がいわゆるNPO法人との間で改正後の法第27条の23第5項柱書に規定する合意をしている場合、NPO法人は、通常、大

	<p>考えられる。</p> <p>スチュワードシップ・コード改定案の期待にあるように、アセットマネジャーが協働エンゲージメントを行う場合、それぞれの運用会社の投資戦略に違いがあり同一の発行体に対するエンゲージメントであっても目標には幅があることから、非金融商品取引業者の団体（例、海外 NGO）が事務局として全体をまとめる役割を果たす形が実務上のアプローチであると思料される。</p> <p>仮に当該団体自身も株式を保有したうえで調整機能を果たし、事務局を含めた保有者の全体の株数が5%を超える場合に、要件①を満たさないと解釈されるのであれば、協働エンゲージメント参画のインセンティブを削ぐことが懸念される。</p>	<p>量保有府令第5条の2の2に規定する者に該当しないと考えられますので、その場合には法第27条の23第5項第1号に規定する者に該当せず、当該保有者のいわゆる実質共同保有者に該当すると考えられます。</p> <p>なお、大量保有府令第5条の2の2に規定する者以外の者と協働エンゲージメントを行う場合であっても、法第27条の23第5項柱書に規定する合意をしていないときには、当該者はいわゆる実質共同保有者に該当するものではありません。</p>
5	<p>共同して議決権を行使することを合意しなければ、協働エンゲージメントを行っても実質共同保有者には該当しませんか。</p>	<p>他の投資家と協働エンゲージメントを行う場合であっても、当該他の投資家との間で法第27条の23第5項柱書に規定する合意をしていないときには、当該他の投資家はいわゆる実質共同保有者に該当するものではありません。</p>
6	<p>協働エンゲージメントの最中に、ある国内機関投資家（投資運用業者）が重要提案行為を行った場合でも、共同して議決権を行使することを合意していない限り、実質共同保有者には該当しませんか。</p>	<p>なお、共同して議決権を行使することを合意している場合であっても、同項各号に規定する要件の全てを満たすときには、当該合意を理由として共同保有者に該当することはないと考えられます。また、同項第2号との関係では、協働エンゲージメントを行う株主の一部が他の株主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「共同して第二十七条の二十六第一項に規定する重要提案行為等を行うことを合意の目的」とするものとは認められないと考えられます。</p>
7	<p>株主Aが、ある企業に対して株主提案を提出した（もしくは提出する可能性がある）別の株主Bと話し合い、話し合いの場でBの当該企業に対する提案や見解に対して賛意を表明する、もしくは株主提案に賛成する意向を表明する場合、株主Aと株主Bは「共同して議決権を行使することを合意」したことに該当しますか。</p>	<p>法第27条の23第5項柱書の「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束する（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）性質のものをいうと考えられます。</p> <p>したがって、かかる「合意」の有無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ますが、株主間の話し合いの場において示される一部の株主の提案や見解が当該株主の行動を約束するものでなく、かつ、他の株主が当該提案や見解に対して自らの行動を約束することなく賛意を表明するにとどまる場合であったり、株主が協働して企業との対話を行う場において、今後開催される株主総会の特定の議案について</p>
8	<p>議決権行使の事前表明を実施する場合、特に他投資家が提案する株主提案に賛成する場合は、「共同して議決権を行使することを合意」したことにはならないとの理解でよろしいでしょうか。</p>	
9	<p>大量保有Q&amp;A問23では、①金融商品取引業者、銀行等であること、②共同して重要提案行為等を行うことを目的としないこと、③個別の権利</p>	

	<p>の行使ごとの合意であることのすべてを満たす場合には、共同保有者には該当しないとの見解が示されています。</p> <p>その上で、上記のうち③の要件は、機関投資家が協働して企業との対話を行う場において、当該企業が今後開催する株主総会の特定の議案について企業と話し合い、その議案について投資家としての賛否の意見を述べた場合でも、協働対話に参加した機関投資家は「共同保有者」に該当しないと考えられるとの理解でよろしいでしょうか。</p>	<p>賛否の意見を述べたにとどまり、当該意見の陳述が当該株主の行動を約するものでない場合においては、通常、当該株主間の「合意」には至っていないと評価されると考えられます。</p>
10	<p>外国の法令に準拠して外国において投資運用業を営む者が、他の投資家（外国法令に準拠して外国において投資運用業を営む者である。）との間で、特定の取締役（代表取締役又は代表執行役に該当しない者である。）の株主総会における再任議案に反対票を投じることに合意（個別の権利の行使ごとの合意である。）をする場合において、特定の取締役の再任への反対については、重要提案行為等に該当しない（役員を選任（特定の者を指定して提案するものに限る。）に該当せず、役員構成の重要な変更（役員の数又は任期に係る重要な変更を含む）にも該当しない）と考えられるから、かかる合意を行ったとしても共同保有者に該当しないという理解でよいか。</p>	<p>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」（法第27条の23第5項第2号）とする場合に該当しないと考えられます。この場合において、同項第1号及び第3号の要件を満たす場合には、当該他の保有者は、当該合意があることを理由として共同保有者に該当するものではないと考えられます。</p>
11	<p>話し合いの場を持った他の株主との間で実質共同保有者としての合意があるとの疑義を第三者（当局や会社）から受ける場合、合意が存在しないことを証明することは難しいのではと解釈しており、機関投資家が協働エンゲージメントに積極的になれない要因の一つと認識しています。実質共同保有者に該当しない、特に、「共同して議決権を行使することを合意していない」ことの証明に必要な要件をご教示ください。</p>	<p>共同して議決権を行使することの合意があると認められるかは、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ることから、合意があるといえるための要件を一般化することは困難です。なお、共同して議決権を行使することの合意があると認められる場合であっても、今般の改正により、法第27条の23第5項各号に規定する要件の全てに該当する場合には、当該合意があることのみでは共同保有者に該当しないこととされました。</p>
12	<p>法第27条の23第5項第2号の「共同して第二十七条の二十六第一項に規定する重要提案行為等を行うことを合意の目的としないこと」の具体例や考え方を大量保有Q&amp;Aにおいて示すべきである。</p> <p>改正法の立案担当者解説において、『合意の目的』とは、明示的に合意の対象に含まれる場面のみならず、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面や、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</p>	<p>個別事案ごとに判断する必要があるものの、例えば、共同提案に係る株主提案（令第14条の8の2第1項各号に該当する事項に係る株主提案）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ます。</p> <p>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</p>

	<p>景がある場面も含む概念である。」との解釈が示されているところ、いかなる場合が上記各場面に該当するかが必ずしも明確ではないため、大量保有Q &amp; Aにおいて具体例や考え方を示すことが望ましい。</p>	<p>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と考えられます。</p>
13	<p>実質共同保有者の明確化については協働エンゲージメント促進において有効であり、ありがとうございます。一方で、大量保有Q &amp; A問 23 の「②共同して重要提案行為等を行うことを目的としないこと」及び「③個別の権利の行使ごとの合意であること」を担保するには、それらを口頭で企業に説明するのみで足りるかなど具体的事例を挙げて明確にすべきだと考えます。</p>	
14	<p>当法人は、我が国において協働エンゲージメント（協働対話）を実施している団体として、今次の金融商品取引法等に係る政令・内閣府令の改正案を、協働エンゲージメントの促進に寄与するものとして評価しています。</p> <p>投資家が株主総会での議決権行使について話し合っただけでは共同保有に該当しないとの見解は、従来より金融庁から示されてきました。ただ、実際の現場では、議案に関連する事柄について投資家間で意見交換を行うことが、議決権の行使を「共同して合意した」と見做されるのではないかという不安がぬぐえず、株主総会前の話し合い・意見交換を控えるという傾向が見られました。</p> <p>今回大量保有Q &amp; A問 26 で、「共同保有者に該当しない場合」の要件について、従前よりもさらに具体的に例示していただいたことを歓迎します。</p>	<p>今般の大量保有Q &amp; Aの改訂にご理解をいただき、ありがとうございます。</p>
15	<p>大量保有Q &amp; Aの新旧対照表について、問 26 の最後から 2 番目の段落「また、3. 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ことを求めるものです。」において、「定めたて」は「定めて」の誤記と思われます。</p>	<p>ご指摘ありがとうございます。</p>
16	<p>法第 27 条の 23 第 5 項第 3 号では「共同して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（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限る。）であること。」とあるところ、令第 14 条の 6 の 3 において除外されるのは議決権行使に係る合意に限定されている。議決権行使を伴わない権利行使の合意</p>	<p>法第 27 条の 23 第 5 項各号は、協働エンゲージメントの促進という観点から一定の要件を満たす場合に「共同保有者」に該当しないこととする例外措置を設けたものであるところ、令第 14 条の 6 の 3 は、かかる趣旨を踏まえ、協働エンゲージメントの過程で合意することが想定される株主総会・投資主総会における議決権行使について</p>

	における除外についても、改正令で定めるべきではないか。	規定することとしたものです。
▼ 重要提案行為等の範囲の明確化（法第 27 条の 26 第 1 項、令第 14 条の 8 の 2 第 1 項、大量保有府令第 16 条、大量保有 Q & A 問 36 関係）		
17	令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 3 号の「執行役員」とは、投資法人（投資信託及び投資法人に関する法律第 2 条第 12 項に規定する投資法人をいい、外国投資法人（同法第 2 条第 25 項）を含む。）の執行役員（同法第 109 条）のことをいい、株式会社において実務上使用される従業員としての執行役員ではないという理解でよいか。	令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 3 号の「執行役員」は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ものであり、会社法上の代表取締役と同様に代表権を有することから、今般、これを追加したものです。
18	令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 4 号について、重要提案行為等の列挙事項のうち、役員を選任については「特定の者を指定して行う」提案行為に限定する一方で、執行役員を選解任についてはこれに限定しないこと（同項第 3 号）としたのはなぜか。 一般に、執行役員よりも役員の方が発行者の事業活動に及ぼす影響は大きいと考えられるため、執行役員を選解任の提案行為よりも役員を選任の提案行為の方が重要提案行為等に該当しやすい規律とするのが合理的とも考えられるところ、改正案では、逆に役員を選任の提案行為よりも執行役員を選解任の提案行為の方が重要提案行為等に該当しやすい規律となっているとも考えられるため、そのような規律とする理由を確認したい。	
19	令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 4 号において、重要提案行為等に役員「解任」の提案が含まれていない理由は何か。	「特定の者の役員への選任」（令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 4 号）を提案する行為は、提案者が自らの意思を経営に反映させ得るという点において、経営に対する影響が大きいことから、重要提案行為等に該当し得る提案事項としたものです。
20	令第 14 条の 8 の 2 第 1 項について、重要提案行為等の列挙事項のうち、代表取締役、代表執行役員及び執行役員については、選定・選任のみならず解職・解任も含む（同項第 3 号）一方で、役員については、選任に限定し、解任を含まないこと（同項第 4 号）としたのはなぜか。 改正案を前提とすると、役員解任の提案行為については、「役員構成の重要な変更」（令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 5 号）に当たらない限り、仮に「当該提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様により」行う場合であっても、重要提案行為等には該当し得なくなると考えられるが、役員選任と解任とでこのように規律を異にするべきではないとも考えられるため、	なお、パブコメ案では、特定の者の選任を求められる場合に限られる旨は令第 14 条の 8 の 2 第 1 項本文に規定しておりましたが、同項第 4 号において「特定の者の役員への選任」と規定することとしております。 役員解任についても、その具体的な提案内容によっては、「役員構成の重要な変更」（同項第 5 号）に該当する場合があります。

	そのような規律とする理由を確認したい。	
21	<p>大量保有府令第 16 条第 4 号において、重要提案行為等として発行者以外の者による取得であって、みなし共同保有者と合わせて 100 分の 50 を超える数の議決権を所有することとなる場合が追加されているが、実質共同保有者と合わせて 100 分の 50 を超える数の議決権に係る株式を所有することとなる場合には重要提案行為等に該当しないとの理解で良いか。</p>	<p>ご理解のとおり、いわゆる実質共同保有者の所有分については、当該実質共同保有者が法第 27 条の 23 第 6 項の規定により共同保有者とみなされる者（いわゆる「みなし共同保有者」）にも該当することとならない限り、合算する必要はありません。</p>
22	<p>大量保有府令第 16 条第 4 号において、発行者が発行する株券等を取得する主体として規定されている「発行者以外の者」とは、提案者のみに限定されるのか、それとも提案者以外の第三者をも含む得るのか。</p> <p>例えば、発行会社に対し、提案者以外の第三者による買収（マネジメント・バイアウト等）によって非公開化することを提案する行為は、令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 12 号及び大量保有府令第 16 条第 4 号（第三者による支配権の取得）に該当するか。</p> <p>大量保有 Q &amp; A 問 36 の注 2 において、第三者による支配権の取得（令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 12 号、大量保有府令第 16 条第 4 号）については「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」に分類されているのに対し、上場廃止（令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 10 号）については当該事項に分類されていない。そのため左記の行為が令第 14 条の 8 の 2 第 1 項第 12 号及び大量保有府令第 16 条第 4 号（第三者による支配権の取得）に該当するか否かによって、これが「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」に分類されるか否かが変わるため確認したい。</p>	<p>提案者以外の第三者をも含む得るものと考えられます。</p>
23	<p>大量保有府令第 16 条第 4 号において、重要提案行為等として発行者以外の者による取得であって、みなし共同保有者と合わせて 100 分の 50 を超える数の議決権を所有することとなる場合が追加されているが、100 分の 50 は、義務的公開買付けの閾値を 1/3 から 30%に下げていることとの流れを考慮すると逆行をしている印象を受ける。30%とするべきではないか。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
24	<p>大量保有府令第 16 条第 4 号は、発行者の株券等の取得者が（共同保有者と合計で）発行者の総株主等の議決権数の過半数を取得することとな</p>	

	<p>る場合に限定されているところ、発行者の総株主等の議決権数の 30%を取得することとなる場合には、同号の対象に含めるべきである。</p> <p>発行者の総株主等の議決権数の過半数を下回る数の株券等の取得であっても、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は十分に可能であるため、基準は強制公開買付規制の 30%ルールとの整合性も踏まえて 30%とすべきである。</p>	
25	<p>大量保有 Q &amp; A 問 36 において、①から⑥までの具体的な事例が提示されたことは良かったと思います。運用会社側でも判断がしやすくなります。</p>	<p>今般の大量保有 Q &amp; A の改訂にご理解をいただき、ありがとうございます。</p>
26	<p>大量保有 Q &amp; A 問 36 の要件 (i) に関し、スチュワードシップ・コードは法令ではないものの、そちらに明記されている「ガバナンス体制構築状況」「事業ポートフォリオの見直し」についての対話は「提案」行為でないこと、即ち要件 (i) を満たさないことを以て重要提案行為に非該当となる、との趣旨となるのでしょうか。</p>	<p>単に発行者の経営方針等の説明を求めるのみであれば、通常、当該行為は株主・発行者間での認識の共有を図るものであって、「提案」行為には該当しないと考えられますが、発行者に対する意見の陳述が実質的に発行者に対して行為を求めるものである場合には、「提案」行為に該当すると考えられます (大量保有 Q &amp; A 問 36 の 1)。</p> <p>「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) において機関投資家と投資先企業との間で行う「対話」の事項として例示されているものであっても、「提案」行為に該当するかは上記の基準に従って判断されると考えられます。</p>
27	<p>大量保有 Q &amp; A 問 36 の要件 (ii) の説明で、⑥について、事業ポートフォリオの見直しは、投資家が最も関心の高いテーマの一つであり、対話の場でも話題になることが多いと思われます。</p> <p>事業ポートフォリオの見直しは、大量保有 Q &amp; A 問 36 の要件 (iii) の (注 2) でいう、発行者の主要な事業の譲渡、休止又は廃止に該当することが多いと思われます。そうであっても、特定の事業の継続について投資家としての懸念を表明すること、あるいは事業継続の具体的な基準やプロセスについて開示や説明を求めた上で、その基準から逸脱するような経営判断・施策について投資家としての懸念を表明することは、事業の譲渡・休止・廃止等の具体的な判断を経営陣の自律的な決定に委ねる前提であれば、重要提案行為に該当しないと理解でよろしいでしょうか。</p>	<p>単に懸念を表明することは、通常、当該行為は株主・発行者間での認識の共有を図るものであって、「提案」行為には該当せず、重要提案行為等には該当しないと考えられます (大量保有 Q &amp; A 問 36 の要件 (i))。</p> <p>もっとも、懸念の表明が、実質的に発行者に対して行為を求めるものである場合には、「提案」行為に該当すると考えられます。この場合において、譲渡、休止又は廃止を求める事業が発行者の主要な事業である場合には、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を提案するものとして、大量保有 Q &amp; A 問 36 の要件 (iii) 「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」ものに該当する可能性が高いと考えられます。</p>
28	<p>大量保有 Q &amp; A 問 36 の③について、政策保有株式の売却が、重要な財産の処分に該当すると考</p>	<p>売却を求める政策保有株式の規模がどの程度であれば当該提案が「重要な財産の処分」(令第</p>

	<p>えられるインパクトの水準は、どの程度でしょうか。総資産に対する比率、年間の純利益に対する比率でお示し頂くことは可能でしょうか。</p>	<p>14条の8の2第1項第1号)の提案に該当するかは、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ることから、「重要な財産の処分」に該当するための要件を一般化することは困難です。例えば、個別銘柄の売却を求める場合においては、当該政策保有株式の帳簿価額、発行者の総資産に占める割合、当該政策保有株式の保有目的等に照らして総合的に判断する必要がありますが、政策保有株式の性質からすれば、通常は、「重要な財産の処分」の提案には該当しないと考えられます(大量保有Q&amp;A問36の2)。</p>
29	<p>大量保有Q&amp;A問36の④について、例えば、非常に高齢かつ長期間代表取締役を務める人物がいる会社において、何らのサクセッションプランも示されていない場合、そうしたサクセッションプランを示すよう会社に促すことは、「実質的に代表取締役の解職を求めるもの」に該当するでしょうか。</p>	<p>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ますが、単にサクセッションプランの策定及びその提示を求めるのみであれば、通常、実質的に「代表取締役…の解職」(令第14条の8の2第1項第3号)を求める提案には該当しないと考えられます(大量保有Q&amp;A問36の2)。</p>
30	<p>令第14条の8の2第1項などで列挙されている重要提案行為等に関しては、従来から、企業との対話において投資家の意見を述べる際の障害になっていることが指摘されてきました。特に協働対話の場においては、重要提案行為等が共同保有者の要件ともなるため、投資家の率直な意見表明を妨げる要因となってきました。</p> <p>今回、大量保有Q&amp;A問36において、重要提案行為に該当する要件を具体的に例示していただいたことにより、企業と投資家の対話内容の充実が進むものと考えています。</p> <p>大量保有Q&amp;A問36の要件(ii)の説明で、⑤について、コーポレートガバナンス・コードの原則をコンプライするために必要な独立社外取締役の増員を求める行為などは重要提案行為等には該当しないと考えられることを示されています。</p> <p>この場合、不祥事発生企業やオーナー系会社においてコーポレートガバナンス高度化のために、必要な範囲で独立社外取締役の増員を求める行為についても、具体的な候補者を提示しないかぎり、同様に重要提案には該当しないとの理解でよろしいでしょうか。</p> <p>また、東京証券取引所が上場企業に要請している事項(例えば女性役員を選任・増員など)を達成するように求める行為や、機関投資家が自社の</p>	<p>発行者の支配株主の有無、発行者の役員構成、上場市場区分等を踏まえ個別具体的な事案に即して判断されるものではありませんが、具体的な候補者を提示することなく、コーポレートガバナンス・コードの原則をコンプライするために必要な独立社外取締役の増員を求めるにとどまる行為(大量保有Q&amp;A問36の2)のほか、金融商品取引所がその規程等において定める上場企業に対する要請事項に対応するよう求める行為、プライム市場上場企業に対して支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を過半数選任することを求める行為については、通常、「役員構成の重要な変更」(令第14条の8の2第1項第5号)の提案には該当しないものと考えられます。</p>

	<p>議決権行使基準を満たすように求める行為も、同様に考えてよろしいでしょうか。</p> <p>以上の理解が正しければ、ガイドラインでも、その点を明確にする記述を追加していただくことを要望します。</p>	
31	<p>大量保有Q &amp; A問 36 の⑤について、株主が独自に考える理想的な取締役会の構成が、CG コードの原則を超えるような場合、例えば全ての上場企業に過半数の独立取締役を求めるような場合は、「役員構成の重要な変更」に該当するでしょうか。</p>	
32	<p>大量保有Q &amp; A問 36 の⑤を、以下の通り修正することを提案します。</p> <p>「コーポレートガバナンス・コードの原則をコンプライ（実施）するために必要な範囲で、或いは不祥事企業やオーナー系会社においてコーポレートガバナンス高度化のために、必要な範囲で独立社外取締役の増員を求める行為」</p>	
33	<p>今般の改正の目的として、「重要提案行為等の範囲を明確化する」ことが挙げられているが、改正案の重要提案行為等を構成する条文は「重要な財産」（令第14条の8の2第1項第1号）、「多額の借財」（同項第2号）や「重要な変更」（同項第5号）などの抽象的な文言があり、重要提案行為等の範囲は未だ明確ではない。</p> <p>「重要な財産」、「多額の借財」、「重要な変更」についての具体的な判断枠組みは無いのか。</p>	<p>例えば「重要な財産の処分」（令第14条の8の2第1項第1号）や「役員構成の重要な変更」（同項第5号）については、大量保有Q &amp; A問 36において、政策保有株式の売却や独立社外取締役の増員等を例に挙げて解釈を示しております。</p> <p>金融庁としましては、引き続き重要提案行為等の範囲の明確化に努めて参ります。</p>
34	<p>大量保有Q &amp; A問 36 の要件 (iii) の（注3）において、「各号列挙事項のうち、上記（注2）記載事項以外のものは、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該当すると考えられます。」とされています。配当に関する方針の重要な変更は、ここでいう各号列挙事項（令第14条の8の2第1項各号に列挙されている事項）に該当しますが、（注2）に記載されていないので、配当に関する意見陳述は、（注3）でいう「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」に該当するという理解でよろしいでしょうか。</p>	<p>ご理解のとおり、「配当に関する方針の重要な変更」（令第14条の8の2第1項第8号）は、通常、「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」に該当すると考えられます。</p>
35	<p>大量保有Q &amp; A問 36 の要件 (iii) に関し、MBOを勧める行為は、注2記載の「第三者による支配権の取得」の提案≒重要提案行為に該当するでしょうか。スポンサーを伴う場合と、判断が変わるでしょうか。</p>	<p>大量保有Q &amp; Aにおける「第三者による支配権の取得」の「第三者」は、「発行者以外の者」を意味するため（令第14条の8の2第1項第12号、大量保有府令第16条第4号）、いわゆるMBOを行うことを提案することは、買収資金の出捐を行う</p>

		者にかかわらず、通常、「第三者による支配権の取得」に該当すると考えられます。
36	<p>令第14条の8の2第1項各号列挙事項、特に大量保有Q&amp;A問36の(注2)列挙事項について、相対的な影響度が高いか低いかによらず、当該事項の検討を求め、その採否を経営陣の自律的な決定に委ねる趣旨であれば重要提案行為とならない場合があるとは解せないでしょうか。</p>	<p>重要提案行為等に該当す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であるため、令第14条の8の2第1項各号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(大量保有Q&amp;A問36(注2)に記載する事項)を提案する行為が必ずしも「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」ものに該当するとは限りませんが、当該事項は、発行者との対話の場で行うものであっても、それが実現した場合には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となるため、当該事項の提案は、「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」ものに該当する可能性が高いと考えられます。</p>
37	<p>大量保有Q&amp;A問36の要件(iii)の(注2)の「事業の譲渡、譲受け、休止又は廃止(令第14条の8の2第1項第7号)のうち発行者の主要な事業の譲渡、休止又は廃止」の主要な事業とは、売上高、営業利益、資産額、従業員数など、どのような基準で判断すれば良いでしょうか。</p>	<p>「発行者の主要な事業」(大量保有Q&amp;A問36(注2))に該当するかは、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ることから、その要件を一般化することは困難ですが、量的側面(当該事業の売上高、資産、利益、従業員数等)と質的側面(当該事業が発行者の事業活動に与える影響の程度等)から実質的に判断されると考えられます。</p>
38	<p>大量保有Q&amp;A問36の注2及び注3において、令第14条の8の2第1項各号列挙事項のうち、「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」とその程度が低い事項とが分類されているところ、これは個別具体的な事情にかかわらず類型的・形式的に判断されることが想定されており、個別具体的な事情を踏まえて実質的に判断されることは想定されていないという理解でよいか。</p> <p>例えば、他社との共同株式移転や合併による経営統合は、発行者の事業活動に及ぼす影響の程度は大きいと考えられる。また、令第14条の8の2第1項第7号の事業譲渡については、発行者の主要な事業を譲渡する場合には「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」に分類されているのに対し、会社分割については、発行者の主要な事業を分割する場合であっても、当該事項に分類されないこととなり、均衡に失うと考えられる。</p>	<p>大量保有Q&amp;A問36の注2及び注3は、基本的に類型的に判断されるものと考えられます。ご意見を踏まえ、会社分割(発行者の主要な事業を分割する場合に限ります。)、吸収合併(発行者が吸収合併消滅会社になる場合に限ります。)、及び株式交換(発行者が株式交換完全子会社になる場合に限ります。))については、発行者の主要な事業の譲渡、解散や第三者による支配権の取得と同程度に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ものと考えられることから、大量保有Q&amp;A問36の注2に追加いたしました。</p>

39	<p>大量保有Q &amp; A問 36 において、「当該提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様により提案を行う場合には、当該提案は事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を与えることを企図していると考えられ」とあり、いくつか事例が提示されています。企業との対話において、「改善に向けたアクション（特定のアクションを含む）が確認できない場合に、次回の総会で議案（特に、取締役選任）に反対する可能性を示唆しつつ、意見を伝える」ことは、「事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を与えることを企図している」提案に該当するでしょうか。</p>	<p>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ますが、株主総会における会社提案議案に反対する可能性があることを示唆して提案を行う場合や、会社に対し議決権行使の内容を示唆する場合は、通常、当該行為のみでは「提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様による提案」には該当しないと考えられます。</p>
40	<p>大量保有Q &amp; A問 36 の要件（iii）について、提案内容を実行しない場合には一定の議決権行使を行うことを示唆する場合（一例として、経営トップの選任議案に反対する旨を示唆する場合）も、「当該提案の採否を経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様による提案」に該当し得るとの理解でよいか。</p> <p>言い換えれば、自らが株主として有する権利の行使に留まり、他の株主の権利行使に影響を与えることを企図した行為を行わない場合であっても、「当該提案の採否を経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様による提案」に該当し得るとの理解でよいか。</p> <p>変更案で「当該提案の採否を経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様による提案」の例として挙げられている（a）～（c）は、いずれも他の株主の権利行使に影響を与えることを企図した行為（又はその示唆）であるところ、「当該提案の採否を経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様による提案」はかかる行為に限定する趣旨か、それとも自らが株主として有する権利の行使に留まる場合も含み得るかを確認したい。</p>	
41	<p>大量保有Q &amp; A問 36 の要件（iii）について、提案内容を実行しない場合には一定の株券等の追加取得を行うことを示唆して提案を行う場合も、「当該提案の採否を経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様による提案」に該当し得ることを明記すべきである。</p> <p>TOB等WG報告では、株式の追加取得等を示唆して提案を行う場合が「提案の採否を経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様による提案」</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>



重要提案行為等の範囲の明確化の方向性の説明はこれまで一貫しており、それによって当然に醸成される期待に対し、今回の令・大量保有府令・大量保有Q & Aの内容は乖離が著しく期待外れと言わざるを得ません。

なぜ、審議・検討プロセスの結論から大きく逸脱した案になっているのか、まずは丁寧な説明を要求いたします。

また、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（以下、WG）での審議・報告内容及び金融審議会総会承認の重要なポイントが反映していない改正を拙速に行うべきではなく、施行猶予期間（令和6年法律第32号の公布の日（令和6年5月22日）から起算して2年を超えない範囲内において政令で定める日から施行）までに改正案の見直しを再度行い、改めてパブリックコメントに付していただくことを提案いたします。尚、今回の関係政令・内閣府令・大量保有Q & Aの内容が、当然に醸成される期待に対し乖離が著しく期待外れであるとする根拠は以下の通りです。

#### 1. 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

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・グループでは2023年6月から6回にわたり審議を行い、2023年12月25日に報告書を取りまとめた。大量保有Q & Aに関する重要な記載は以下の通りである。

「この重要提案行為の範囲については、2014年のスチュワードシップ・コード策定時に一定の解釈の明確化が図られたものの、いまだ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されている。

<中略>そもそも重要提案行為は、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の範囲は、専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、役員の名指しや一定割合以上の議決権の

等WGにおいても提言された内容も踏まえて、大量保有Q & Aにおいて重要提案行為等の範囲を明確化することといたしました。重要提案行為等の規律のあり方については引き続き検討して参ります。

重要提案行為等に該当するかは、個別具体的な事案に即して判断されるものではあるものの、提案内容が大量保有Q & A問36の（注2）に記載の事項に該当しない場合、当該提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様で行うものでない限り、通常、重要提案行為等には該当しないと考えられます。そのため、ご意見のうち4.d)については、当該提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねる方法・態様で行うことを前提とした場合、

(1)は、「重要な財産の処分又は譲受け」（令第14条の8の2第1項第1号）の提案に該当する可能性があります。大量保有Q & A問36の（注2）に記載の事項に該当しないため、通常、重要提案行為等に該当しないと考えられます。

(2)は、ジェンダー・ダイバーシティ方針の策定・公表を求めるのみであれば、通常、「特定の者の役員への選任」（同項第4号）及び「役員の構成の重要な変更」（同項第5号）に該当しないと考えられます。

(3)は、事業の譲渡、休止又は廃止（同項第7号）に通常は該当するものと考えられ、発行者の主要な事業に係るものであれば相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度は高く、重要提案行為等に該当する可能性が高いと考えられます。「発行者の主要な事業」に該当するかは、量的側面（当該事業の売上高、資産、利益、従業員数等）と質的側面（当該事業が発行者の事業活動に与える影響の程度等）から実質的に判断されると考えられます。

(4)は、「配当に関する方針の重要な変更」（同項第8号）に該当する可能性がありますが（要件(ii)）、大量保有Q & A問36の（注2）に記載の事項に該当しないため、通常、重要提案行為等に該当しないと考えられます。

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対して大きな影響が生じるものとは言い難い。

したがって、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である。」

## 2. 金融審議会総会

2024年2月19日に開催された第52回金融審議会総会・第40回金融分科会合同会合にてWG報告の説明があり、了承された。説明資料では以下のように説明している。

「パッシブ投資家が企業と深度ある対話を実施できるよう、「企業支配権等に直接関係しない行為」(※1)を「目的」とする提案行為を、「企業経営陣に採否を委ねる」という「態様」で行う場合には、報告書の提出頻度を緩和する特例(※2)を受けられるよう明確化すべき」

(※1) 例えば、配当方針や資本政策に関する変更の提案。

(※2) 機関投資家は「重要提案行為」(注)を行わないとの要件のもと、報告書の提出頻度が緩和される特例の適用を受けている。

(注)「重要提案行為」: 代表取締役の選解任の提案など、事業活動に重大な変更・影響を及ぼす行為を目的とする場合は、「態様」を問わず該当。」

## 3. 政令の改正案

「第14条の8の2 法第27条の26第1項に規定する株券等の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で定めるものは、発行者又はその子会社に係る

次の各号に掲げる事項を、その株主総会若しくは投資主総会又は役員に対して提案する行為とする。」には、上記の WG 報告及び金融審議会総会で了承された内容は全く反映していない。

例示された、「配当方針や資本政策に関する変更の提案」行為も該当事項として令第 14 条の 8 の 2 第 8 号、第 9 号、及び株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第 16 条第 1 項に存置されている。

WG 報告に記載されている「2014 年のスチュワードシップ・コード策定時に一定の解釈の明確化が図られたものの、いまだ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されている」との問題は何ら解決されていない。

#### 4. 大量保有 Q & A 問 36

a) 2014 年のスチュワードシップ・コード策定時に示された一定の解釈からほとんど明確化が進んでいない。重要提案行為等の該当要件 3 つは、「提案行為」・「列挙事項」・「重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼすことを目的」となっており、2014 年の解釈をそのまま踏襲している。WG での審議・報告、金融審議会総会での改正要点の説明である、「企業支配権等に直接関係しない行為を目的とする提案行為」、「企業経営陣に採否を委ねるという態様」を一切反映していない。

b) 企業と投資家とのエンゲージメントが企業価値の向上をもたらすためには、両者のエンゲージメントの結果、事業活動に眼に見える変化が起きたり、企業価値に意味のある影響をもたらす経営変革が必要であり、「影響の程度が低い事項」をエンゲージメントの議題とすることは企業価値向上の目的と矛盾する。

c) だからこそ、提案行為の「目的」とエンゲージメントの「態様」を重視した規律の見直しを WG にて進めてきたはずである。2023 年 6 月に始まった審議、その後の検討・結論を反映していない解釈案がパブリックコメントに付されていること自体が不可解であり、なぜ、審議・検討プロセスの結論から大きく逸脱した案になっているのか金融庁は説明責任を果たすべきである。

d) 以下に、令第 14 条の 8 の 2 各号の列挙事項

	<p>に該当すると考えられるエンゲージメントの議題を挙げる。こうした提案は企業支配権等に直接関係しない行為を目的としており、企業経営陣に採否を委ねるといった態様で行うのが前提であるが、重要提案行為に該当するの否か、明確に回答いただきたい。</p> <p>(1) 金融資産等非事業用資産の売却、必要な運転資金を大幅に上回る現預金の株主還元（第1号重要な財産の処分又は譲受け）</p> <p>(2) ジェンダー・ダイバーシティ方針の策定・公表（第5号 役員の構成の重要な変更）</p> <p>(3) 既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組替え[例えば、連結売上高の20%、連結営業利益の5%規模の事業、又は二酸化炭素多排出事業のダイベストメント]（第7号事業の全部又は一部の譲渡、譲受け、休止又は廃止）</p> <p>(4) 配当方針を配当性向からDOEに変更（第8号配当に関する方針の重要な変更）</p> <p>5. 関係政令・内閣府令等の規定の整備</p> <p>2024年5月15日に成立した令和6年改正金融商品取引法の公布から2年を超えない範囲内で関係政令・内閣府令等の規定の整備を行うとある。前述のように、WGでの審議・報告、金融審議会総会承認の重要なポイントが反映していない改正を拙速に行うべきではなく、施行猶予期間までに改正案の見直しを再度行い、改めてパブリックコメントに付すことが誠実であり改正プロセスの妥当性を担保する最善策であると考えます。</p>	
44	<p>大量保有Q&amp;A問36記載の「(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」という重要提案行為等の要件は、法令上の位置付けが必ずしも明確ではないため、令第14条の8の2第1項柱書等において明確に規定すべきではないか。</p> <p>左記を重要提案行為等の要件とすること自体に異論を唱えるものではないが、当該要件は「株券等の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で定めるもの」という法第27条の26第1項の委任規定の文言を根拠としていると解されるところ、当該委任規定が当該目的要件を求めるものであるか否かについては必ずしも法文上明確ではないと思</p>	<p>政府令において規定することによりかえって運用が硬直的になってしまわないか慎重に検討する必要があることに加え、諸外国においてもガイドライン等が活用されていることから、TOB等WGにおいても提言された内容も踏まえ、大量保有Q&amp;Aにおいて重要提案行為等の範囲を明確化することといたしました。重要提案行為等の規律のあり方については引き続き検討して参ります。</p>

	<p>われる。今回の大量保有Q &amp; A問 36 の改正により、当該目的要件に関連して「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」か否かによる解釈の違いが設けられるなど、当該目的要件の重要性は更に高まることも踏まえると、当該要件は法令上明確に規定する方が望ましいと思われる。</p>	
45	<p>協働エンゲージメントが状況によっては有益であること、投資家が望む場合には、法的若しくはコンプライアンス上の障壁又はコンプライアンス上の問題を生じさせない方法で協働エンゲージメントを行うことを可能にするための枠組みが存在すべきであることにおおむね同意する。</p> <p>我々は、共同保有者に当たるか否かについて判断するための基準が有用であることに同意する。</p> <p>しかしながら、我々は、重要提案行為等の定義を明確にしようとする大量保有Q &amp; Aの改訂のいくつか、例えば、以下のような意図しない結果をもたらすことを懸念する。</p> <p>(1) 企業に対して特定の行動を「示唆する」と「提案する」の定義の間に混乱が生じる可能性がある。何かを示唆することと、それを提案することとの間の境界が、記載からは不明確である。スチュワードシップの議論の通常の業務の過程で何を議論することが許されているかについて、投資家間に混乱を引き起こす可能性がある。</p> <p>(2) 要件 (i) 中、「実質的に発行者に対して行為を求めるもの」とみなされる行動をさらに明確にすることが有用である。例えば、株主提案、公開キャンペーン(公開書簡、専用ウェブサイト、メディアへのコメントを通じた圧力等さらなる定義づけも求められる。)、投票意思の事前宣言その他実質的とみなされ得る行動のうち、どれが「実質的に発行者に対して行為を求めるもの」とみなされる行動に当たるのか。</p> <p>(3) 要件 (iii) 中、「提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様により提案を行う」とはどのようなことか、政府として明確にする必要があると考える。</p> <p>(4) 議決権行使に関する方針を説明した上で取締役会の構成に対する期待を示すことは、取締役選任への支持を得るために取締役会の構成の変更を求めていることをほのめかしている場合がある。大量保有Q &amp; Aのパブコメ案において</p>	<p>重要提案行為等について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されていることを踏まえ、今般、その範囲を明確化すべく、大量保有Q &amp; Aを改訂するものです。</p> <p>具体的には、議決権行使方針や具体的な議決権行使の予定を伝えることは、株主・発行者間の認識の共有を図るものに該当し、通常、「提案」行為に該当しないことを明確化しております。また、新たに令第14条の8の2第1項各号に列挙されている事項への該当性についての考え方を示しており、例えば、政策保有株式の売却の提案については、通常、「重要な財産の処分」(同項第1号)の提案に該当しないと考えられる旨を記載しております。</p> <p>金融庁としては、企業と投資家との実効的なエンゲージメントの促進の観点から、重要提案行為等の範囲の明確化について引き続き検討して参ります。</p>

	<p>は、これが重要提案行為等とみなされるのか否か不明確である。</p> <p>(5) 政策保有株式について議論し、これを解消するよう企業に促すことに関するルールは不明確であり、投資家の懸念を生じさせる可能性がある。政策保有株式の削減又は解消を企業に促すことは、投資家のスチュワードシップ上のよくある要請であり、妨げるべきでない。</p> <p>(6) 特に重要な点として、協働エンゲージメントの一環としてではなく、投資家が単独で企業の株式の5%超を保有する場合があります、そのような場合には特例報告を利用することなくエンゲージメントをすることに制約を感じるだろう。</p> <p>投資家と企業との間のフィードバック・ループは株主の重要な権利であるだけでなく、公開市場の地位が企業にもたらす重要な恩恵でもありと考えている。そうしたフィードバック・プロセスや企業と株主との間の明確でオープンな意見交換を意図せずとも妨害するような改正は有用でなく、長期的な価値創造にとって最善の利益にならないと考えている。</p>	
<p><b>(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</b></p>		
<p><b>▼ デリバティブ取引の権利者が保有者となる要件 (令第14条の6第2項、大量保有Q&amp;A問14関係)</b></p>		
<p>46</p>	<p>令第14条の6第2項の文言について、大量保有Q&amp;A問14のとおり、「当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して」は、「法第二十七条の二十六第一項に規定する重要提案行為等を行い」のみを修飾しており、「当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす」は修飾していないという理解で良いか。</p> <p>同条の「法第二十七条の二十六第一項に規定する重要提案行為等を行い」と「当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす」が、「若しくは」で繋がれているのはミスリーディングではないか。</p>	<p>No. 46 の前段についてはご理解のとおりです。</p> <p>No. 46 の後段及びNo. 47 のご意見を踏まえ、令第14条の6第2項を以下のとおり修正いたしました。</p> <p>(株券等の引渡請求権を有する者に準ずる者等) 第十四条の六 (略)</p> <p>2 法第二十七条の二十三第三項第三号に規定する政令で定める目的は、次に掲げる目的とする。</p> <p>一 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</p> <p>二 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法第二十七条の二十六第一項に規定する重要提案行為等を行う目的</p> <p>三 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</p>
<p>47</p>	<p>「議決権に影響を及ぼす目的」は「議決権の行使に影響を及ぼす目的」とすべきではないか。</p> <p>TOB等WG報告では、「②取引の相手方が保有する株券等に係る議決権行使に一定の影響力を及ぼすことを目的とするもの」と記載されていたところ、改正案の文言は上記の趣旨を変更する</p>	

	ことを意図したものではないと解されるが、文言上、その趣旨が明確ではないように思われるため、明確化することが望ましい。	
48	大量保有Q&A問 14 について、以下の修正を加えるべきと考えます。 ① 当該株券等の発行者が発行する株券等をデリバティブ取引の相手方から取得する目的	ご意見を踏まえ、また、令第 14 条の 6 第 2 項を修正したことに伴い、大量保有Q&A問 14 は、以下のとおり修正いたしました。
49	大量保有Q&A問 14 では、令第 14 条の 6 第 2 項の内容が①～③として示されていますが、①については「デリバティブ取引の相手方から」という文言が抜けてしまっています。条文の内容から、①は「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であることは明らかではありますが、疑義を避けるため、以下の通り修正すべきです。 ① 当該株券等の発行者が発行する株券等をデリバティブ取引の相手方から取得する目的	(問 14) (略) (答) 株券等に係る現金決済型のデリバティブ取引のロングポジションを有する者は、以下の①～③のいずれかの目的を有する場合に当該株券等の「保有者」に該当することになります(法第 27 条の 23 第 3 項第 3 号、令第 14 条の 6 第 2 項)。 ① 当該株券等の発行者が発行する株券等をデリバティブ取引の相手方から取得する目的(第 1 号) ② 発行者に対してデリバティブのポジションを示して重要提案行為等を行う目的(第 2 号) ③ 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(第 3 号) (略)
50	令第 14 条の 6 第 2 項にて、政令で定める目的として 3 点規定されているが、どのような場合に(ロングポジションの保有者がどのような外形的行為をした場合に)各目的が認定され得るか、基本的な考え方や留意点を提示いただきたい。	現金決済型エクイティ・デリバティブ取引について、令第 14 条の 6 第 2 項各号に掲げる目的を有する場合に大量保有報告制度の対象とする趣旨は、これらの目的を有する場合には潜在的に発行者の経営に対する影響力を有していると評価できるとともに、実質的に制度を潜脱する効果を有すると評価することができることによるものです。そのため、これらの目的を有しているかは、かかる趣旨に照らし、個別具体的な事案に即して実質的に判断することになると考えられます。
51	「保有者」に該当するための「目的を有するに至った」かどうかは、どのように判断されるのか。デリバティブのポジションを有する者の主観のみによるのか。デリバティブ契約の当事者間でそのような目的が合意された時をもって判断されるのか。あるいは第三者から、事後的に株券を取得した等の外形をもって「目的を有するに至った」と認定されることがあるのかご教示いただきたい。	したがって、当該目的を有していると認められる場面は、デリバティブ取引の相手方との間で当該目的により取引を行うことを合意している場合に限られるものではありません。
52	法第 27 条の 23 第 3 項第 3 号に規定するデリバティブ取引を行うことで保有数量が増加する場合又は当該デリバティブ取引の終了により保有数量が減少する場合は、「最近 60 日間の取得又は処分の状況」欄にも、当該デリバティブ取引に係る記載が必要となるか。	デリバティブ取引により保有株券等の数が増加又は減少する場合についても、【当該株券等の発行者が発行する株券等に関する最近 60 日間の取得又は処分の状況】欄への記載が必要と考えられます。
53	変更後の大量保有Q&A問 14 に関連して、株券等に係る現金決済型のデリバティブ取引のロングポジションを有する者で、事後的に「当該デリバティブ取引の相手方から原資産である株券等を取得する目的その他の令第 14 条の 6 第 2 項に規定する目的」を有したことにより、大量保有	デリバティブ取引の相手方による取引状況については、【当該株券等の発行者が発行する株券等に関する最近 60 日間の取得又は処分の状況】欄への記載は不要と考えられます。

	<p>報告書等を提出する必要がある場合、当該報告書の「当該株券等の発行者の発行する株券等に関する最近 60 日間の取得又は処分の状況」欄において、当該デリバティブ取引のショートポジションを有する者による現物の株券等の取引の状況を記載する必要はあるか。</p>	
54	<p>本改正案は、大幅な修正をしなければ、金融庁が掲げる「企業と投資家との建設的な対話を支援する」という目的に反して、責任ある善意の投資家に悪影響を及ぼし、このような投資家が規制リスクを軽減するためにエンゲージメントを避ける結果をもたらすと強く懸念しています。また、グローバルな機関投資家は、法令違反の疑いが提起されるリスクに非常に敏感です。このような曖昧な規則が原案通りに施行され、機関投資家に対して強制されれば、これらの投資家の中には、日本での投資活動を大幅に抑制する者も出てくるのが想定されます。これは、日本の資本市場における流動性に悪影響を及ぼし、資本コストを上昇させ、長期的にバリュエーションを押し下げることとなります。当社は、金融庁が予想される重大な悪影響を考慮して、本改正案を再考し、修正することを期待しています。当社としては、本改正案には上記の重大なコストを上回るメリットを見出すことができません。</p> <p>具体的には、投資家の「保有目的」に関する開示の拡大は、誤った認識のみならず、不適切な開示や市場操作であるとする誤った非難をも助長し、日本のコーポレートガバナンスを改善するための投資家の努力を萎縮させることになると考えます。その結果、経営陣と株主のエンゲージメントを促進することによって日本の資本市場を活性化させるという金融庁の改革の目的に反することとなります。本改正案が施行されれば、日本は数十年前までとは言わないまでも、数年前まで後退し、日本の資本市場及び日本社会の利益のための官民一体のコーポレートガバナンス改革の努力がもたらした成功を台無しにすることとなります。</p> <p>本改正案に関する当社の懸念</p> <p>2024年5月15日に金融商品取引法（以下「金商法」といいます。）が改正され、現金での決済が</p>	<p>法第 27 条の 23 第 3 項第 3 号は、現金決済型エクイティ・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」を有していると評価することができるとともに、実質的に制度を潜脱する効果を有すると評価することもできるものについて、大量保有報告制度の適用対象としたものであり、令第 14 条の 6 第 2 項において具体的な適用範囲を明確化したものです。なお、大量保有報告書上、【保有株券等の数】欄では、所有する株券等の数と現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に係る株券等の数を区別して記載することとされており、両者の混同の問題は生じないと考えられます。</p>

予定されており、議決権を行使することができないデリバティブ取引は、所定の基準を満たす場合に限り、大量保有報告書の提出義務の対象となりました。

2024年5月の金商法改正を再議論するつもりはありませんが、本改正案が提案しているのは、2024年5月の金商法改正を大きく超えるものとなっています。

金融庁もご承知のことと存じますが、the U.S. Securities and Exchange Commission(以下「SEC」といいます。)は、2022年2月、現金決済型エクイティ・デリバティブの保有者を原証券の実質的な保有者とする規則の改正を検討していました。幅広い主要な市場参加者、機関投資家、学者、ガバナンスの専門家が、現金決済型エクイティ・デリバティブは本質的に実質的な所有権の特徴を欠く商品であり、原証券の議決権を付与しない完全に経済的な商品であるという見解を示すレターをSECに提出しました。20カ月にわたる慎重な検討の結果、SECはこの抜本的な改正を行わないことを決定しました。

SECへのレターで共通して主張されていたのは、実質的な所有権の概念を現金決済型エクイティ・デリバティブのポジションを含むように拡大することは、実質的に現金決済型金融商品と真の議決権株式を混同することになり、実質的所有権に関する規制を不必要に複雑化し、実際の支配権を過度に拡大することになるという点でした。そうではなく、真の濫用を根絶しつつ、正当なエンゲージメント及び市場の効率性を維持することが目標とされるべきです。その結果として、SECの当初の提案は採択されませんでした。当該決定は、TOB等WGによって明確に検討されました。TOB等WGが報告したとおり、SECは、現金決済型エクイティ・デリバティブの保有者は、以下の場合に限り、大量保有報告制度の下で「実質的所有者」とみなすことができるとするガイダンスを公表しました。

1. 当該証券に係る議決権又は投資権限を有する場合
2. 大量保有報告制度を回避するための計画又はスキームの一部として現金決済型エクイティ・デリバティブを取得した場合

3. 発行者の支配に影響を与え、又はこれを変更する権利を取得した場合

それに対し、本改正案は、大量保有報告制度の範囲を、SECの基準も議決権行使の重視もはるかに超えて拡大させるものです。具体的には、「当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して法第27条の26第1項に規定する重要提案行為等を行い若しくは当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす目的」は、議決権又は運用権限を実質的に有するというSECが示した第1の基準には該当しません。本目的は、SECが示した第2の基準が求める大量保有報告制度を回避する意図がなくても適用され得るうえ、SECが示した第3の基準が要求する発行体への影響よりもはるかに広い範囲を対象としています。

TOB等WGの報告書では、「現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引であっても、現物決済型のエクイティ・デリバティブ取引に変更することを前提としている事例や、そのようなポジションを有することをもって発行会社にエンゲージメントを行う事例なども存在し、これらの事例については大量保有報告制度に基づく情報開示を求めるべきとの指摘がある。上記のような事例は、すでに現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を開始した時点において、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ため、そのようなエクイティ・デリバティブ取引については、大量保有報告制度の適用対象とすることが適当である」と指摘しています。

しかし、第5回の議事録によれば、ある委員は、「デリバティブについては広く規制対象にするということは支持し難くて、アメリカを参考に、あくまでも大量保有報告制度を回避しようとする計画・スキームの一環として利用されるデリバティブを規制するというコンセプトで考えたほうがいいと思います」と、米国での議論を踏まえた慎重な意見を述べています。

その後の第5回及び第6回のTOB等WGでの議論では、この問題は掘り下げられませんでした。

た。報告書及び本改正案はなぜ、SEC が放棄したのと同様の広範囲なデリバティブを開示対象としたのでしょうか。本改正案は、明らかに十分に議論されておらず、市場及び流動性への悪影響が十分に研究・検討されていません。当社は、本改正案は、2023 年の SEC の改正案に反対した人々が恐れたように重大な萎縮効果を有すると確信しています。そのため当社は、日本の株式市場においてデリバティブを日常的に利用している機関投資家の意見を考慮して、これらの懸念に対処するために本改正案の見直しを求めます。

現金決済型デリバティブ（又は、あらゆる種類の現金決済型金融商品）の所有は、株式の議決権行使又は処分に対する支配権を含まないため、金商法の対象になったことはありませんでした。上記の 2024 年 5 月の金商法改正に記載された限定的な目的以外に、同法を拡大する必要性はありません。金融庁は、デリバティブが株式の直接所有に匹敵する態様の所有であり、金商法上の「議決権」に類似して取り扱われるに値するとの点について、信頼できる根拠を示していません。共通の問題に関して提出された SEC の諮問意見及び専門家意見は、異なる結論を具体的に証明しました。これらのデリバティブの購入又は売却を、原資産である株式の実質的所有権の取得又は処分として扱うことは、株式の「議決権」類似の扱いを受ける場合以外において、一般投資家に有益な情報を提供するという証拠はありません。そのような開示を要求することは、市場参加者に有意義な情報を与えるのではなくむしろ混乱させること他にならないものです。

重要なことは、本改正案が提案する、「議決権」を超える開示の大幅な拡大は、決して「企業と投資家の対話を促進」するものではないということです。要するに、本改正案は、令和 6 年 5 月金商法をはるかに超えるものであり、正当な理由や実証されたメリットを欠きます。また、長期保有の機関投資家が、曖昧で懲罰的な開示制度の中で活発な取引を控える（あるいは完全にやめる）など、日本の資本市場の流動性にとって大きなコストと損失が予想されることを考慮していません。

さらに、仮に金融庁は流動性が損なわれると確信していなくても、曖昧な法は悪法です。当社は、本改正案が、「目的」について主観的な基準に基

づく開示を要求することを深く憂慮します。

完全な情報を持った投資家自身の投資委員会内でさえ、「目的」が生じたか否か、また生じた時点を確認するのは困難ないし不可能であることをご理解いただければと存じます。例えば、「発行者に対してデリバティブのポジションを示して重要提案行為等を行う目的」は、投資家が「重要提案行為等」に従事するという「目的」を持つ場合に開示を義務付けています。組織内で様々な専門家グループが各投資に取り組む以上、目的の基準が主観的なものであると、投資家が本改正案を自信をもって遵守するのは不可能です。私たちは心を読むことができないので、いかなる機関投資家も、常に自らの目的を正しく確定してきたと合理的に考えることはできません。この曖昧さは、企業が責任ある投資家を非難するためのツールとして使用されるでしょう。投資家がコンプライアンスにいくら誠意と時間と費用を投下しても、「目的」という証明不可能で主観的な基準を考えれば確実な遵守はできないため、規制に違反していると非難されるのです。機関投資家は、自らが法を遵守していると確信できないため、合理的判断として、日本企業とのエンゲージメントを行うことを恐れるでしょう。当社は、金融庁が株主に経営への関与を思いとどませようとしているとは考えません。しかし「重要提案行為等を行う目的」という曖昧な文言の本改正案を施行すれば、その効果を及ぼしてしまいます。

この不明確さは、かえってエンゲージメントの減少につながり、過去十年間のコーポレートガバナンス改革と、日本の資本市場と社会にそれがもたらすプラスの効果を損ない、投資家に日本企業とのエンゲージメントを敬遠させると当社は考えています。結果として、本改正案は、2023年の企業買収における行動指針及びそれ以前のコーポレートガバナンス・コード制定以来のコーポレートガバナンス改革の進展を妨げることとなります。

また、当社は、これらの複合的な効果が、日本の資本市場の魅力、ひいては日本の資本市場が利用できる流動性を低下させることを懸念します。流動性の低下は、バリュエーションの低下と資本コストの上昇をもたらします。これは、日本の資本市場全体に悪影響を及ぼす広範な問題です。

代替的なアプローチ

現金決済デリバティブの取扱いについては、本改正案のような主観的な基準の代わりに、原資産株式に対する議決権や支配の決定権を行使する目的の証拠として示すべき客観的事実を明確に定めるよう、本改正案を修正することを提案します。例えば、金融庁がガイダンスにより、現金決済デリバティブの保有者が以下のいずれかの客観的事実があることを考慮することを明確にすべきと考えます。

- (i) 発行会社の株式を取得する目的を示す客観的事実として、スワップの相手方が現物株式を交付しなければならないと定めていること。
- (ii) 原資産株式に対する議決権や支配の決定権を行使する目的を示す客観的事実として、デリバティブ取引の原資産株式を受領する権利を保有していることや原資産株式に対する議決権を支配していることを書面で発行会社に通知すること。又は
- (iii) 発行会社のデリバティブ取引の相手方が保有する株式に係る議決権に影響を与える目的を示す客観的事実として、スワップの相手方に特定の方法で議決権を行使する（又は議決権を行使しない）よう要求すること。

上記のように定めなければ、議決権からさらに逸脱した開示を要求することは無意味であり、上記の提案は問題点に対応するための解決策と考えます。

55

当社は、本改正案で提案されている現金決済型株式エクイティ・デリバティブ取引の取扱いについて懸念を抱いております。本改正案の下で開示が必要となる事由は、主観的かつ確認が困難な基準に基づいており、これにより、市場参加者が、業績不振の日本企業に対するエンゲージメントに参加することを控えるようになると当社は考えています。これは、日本の資本市場を活性化し、経営陣と株主の間のエンゲージメントを促進するという金融庁のその他の改革の目的に反することになります。この曖昧さは、重大な罰則のリ

スクと相まって、企業に対する議決権を持たない投資家に過度の負担を課し、ミスリーディングかつ重要でない情報を市場に氾濫させ、またスチュワードシップ・コードや企業買収における行動指針の目的を損ない、さらには日本の資本市場の流動性を低下させることにつながります。機関投資家のコンプライアンス部門は、このさらなる曖昧さが刑事罰の可能性と相まって、特に憂慮すべき事態と捉える可能性があります。このような刑事罰は極めて重大な制裁であり、本改正案より限定的な現行の規則の下でも既に繰り返し行われているように、企業がエンゲージメント投資家を不誠実な意図で当局に報告したり、脅迫するために利用することが予想されます。本改正案は、他の市場参加者がエンゲージメントの初期段階でエンゲージメント投資家による開示された取引を模倣することを可能にするため、エンゲージメント投資家は日本企業との取引を控えるようになります。このようなエンゲージメントの「フロントランニング」は、当該エンゲージメント投資家の投資理論が正しければ、当該エンゲージメント投資家のリターンを大幅に減少させ、エンゲージメント投資家が個別のエンゲージメントのための投資理論を構築するのに必要となる多額の投資（通常は数千万ドル単位）を回収することが困難となるリスクがあります。リターンの減少は、エンゲージメント及びガバナンスの改善を阻害することにつながります。また、根拠のない時期尚早な開示により、エンゲージメントの対象となる企業に、低いパフォーマンスの根本的な原因に対処できていない表面的な変更を行う機会を与え、また抜本的な改革を求めるエンゲージメント投資家の主張が（仮にこのような主張を行うことができたとしても）損なわれることとなります。

当社は以前、2023年12月19日にTOB等WGで提示された報告書案に関して、2024年1月22日付のコメントで金融庁にこのような懸念を共有していました。

A. 現金決済型エクイティ・デリバティブ取引は、議決権や影響力を付与しない

貴課もご承知のことと存じますが、2022年2月10日、米国のSecurities and Exchange

Commission (以下「SEC」といいます。)は、日本の大量保有報告書に相当する Schedule 13D における実質的所有権の報告要件の規則改正を提言しました。改正検討の当時、SEC は、現金決済型エクイティ・デリバティブの保有者が原証券を実質的に所有しているとみなされることを含んだ内容の規則改正を検討していました。SEC が 2022 年に提案した、実質的所有権の定義を全ての現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に拡大することは、米国における実質的所有権の抜本的な拡大を意味していました。SEC は実質的所有権を、当該株式を処分又は議決権を行使する権利と定義しています。当該改正案に対するパブリック・コメントのプロセスの中で、当社は、現金決済型エクイティ・デリバティブは本質的に実質的所有権の特徴を欠く商品であり、原資産である株式に対する議決権を付与しない経済的商品であるとの見解を SEC に対して表明いたしました(多くの米国の裁判所も同様の立場をとってきました)。

市場慣行上も、現金決済型エクイティ・デリバティブ取引は、その取引条件上、原資産である株式に対する議決権や所有権を伴わず、保有者が株式の取得や売却を指示することは認められていないと考えられています。典型的な取引では、取引相手はディーラーからデリバティブを取得し、この取引に対するエクスポージャーをヘッジするために、ディーラーは他の市場参加者と関連する取引を(義務ではないものの)行うことができます。取引相手は、エクスポージャーをヘッジするかどうか、また、ディーラーがヘッジすることを選択した場合には、どのような方法でヘッジを形成し、維持するかについてディーラーに指示することはできないという取扱いが、異論なく受け入れられている市場慣行です。これらの選択は、専らディーラーの権限内にあります。同様に、ディーラーが借株を行う場合のように、ディーラーが原資産である株式の議決権を取得した場合でも、取引相手は、当該議決権の行使方法についてディーラーに指示することはできないというのが、異論なく受け入れられている市場慣行です。このような解釈や制約は、業界における一般的な取引書面にも記載されています。同様の慣行は、ディーラーが自らのエクスポージャーをヘッジするために行うデリバティブ取引にも適用され

ます。すなわち、ディーラーは、ヘッジ相手がリスクヘッジを行うかどうか、これを行う場合にはどのような方法でリスクヘッジを行うか、保有する株式に議決権を行使するかをコントロールすることはできません。原資産である株式に係る議決権行使や株式の処分に関する決定を行うように取引相手に圧力をかけることで（仮にそのような圧力をかけることが可能であったとしても）デリバティブの原資産である証券の発行者に対する影響力や支配力を間接的に獲得するために、現金決済型エクイティ・デリバティブ取引が不適切に利用されていることを示す実証的証拠はありません。

当社の見解は、幅広い主要な市場参加者、機関投資家、学者、ガバナンスの専門家等から SEC に提出されたコメントにも反映されています。20 か月にわたる再検討の結果、SEC は、実質的所有権に関する規則を現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に広く適用しないことを決定しました。代わりに、SEC は、デリバティブの保有者が当該デリバティブの相手方のヘッジを指示する権利を得た場合、当該保有者は原株式の実質的所有権を取得したとみなされるという長年の立場を維持しました。この立場は市場で良く知られており、長年にわたる確立した米国法を反映したものであり、議論の余地はないと考えられています。

#### B. 本改正案は日本市場における株主のエンゲージメントを低下させること

本改正案における開示のトリガーは曖昧で、遵守は困難であり、その結果、日本市場の投資家にとって重大なコンプライアンス・リスク及びコストが生じます。市場参加者にとって、変化し続ける投資の「目的」が開示義務の対象となる時点を特定することは困難です。実際、投資家が「重要提案行為等」を行う「目的」を持つか（あるいは失ったか）否かは、その時々で変化し得るものです。市場参加者は、変化し続ける投資の目的が開示義務の対象となるかどうかを事前に予測できません。投資の意思決定が集団または社内チームによって行われる場合、この問題はあっという間に悪化します。そのため、この開示義務により正当なへ

ッジ活動、マーケット・メイキング、受動的な投資活動が萎縮するおそれが高くなります。コンプライアンス違反の結果は深刻であるため、投資家は、他の市場参加者とその弁護士から、訴訟や規制当局への苦情を通じて規制不遵守について追及されるリスクを管理するために、過剰な開示と防衛的な報告を行うおそれがあります。投資戦略の一環として現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に参加している機関投資家は、日本の発行体との対話を恐れることが予想されます。なぜなら、本改正案は非常に曖昧で主観的であり、コンプライアンスは常に解釈の問題になるためです。投資家と企業の対話から得られる価値に加え、投資家、株主、そして一般市民の間での活発なコミュニケーションや議論はしばしば、ガバナンス関連の様々なトピックに関するアイデアの洗練・強化につながります。このような議論を抑制することは、エンゲージメント投資家の目標の明確化やコーポレートガバナンス改善のための自由な議論の力を制限することになります。日本の市場慣行では、コンプライアンスに関係なく、投資家は相手方弁護士によりコンプライアンス違反を主張されかねないというのが当社の理解です。株主エンゲージメントを含む正当な投資活動は萎縮することになります。これは、2023年の企業買収における行動指針、近年のコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの制定や改訂等、ここ数十年にわたるコーポレートガバナンス改革の進展を妨げます。

さらに、原株式に対する所有権や法的請求権を何ら移転しない現金決済型スワップの保有者を原株式の実質的所有者として扱うことで、法的所有権と経済的利益との間の境界線が曖昧になり予測しない影響が生じることになります。

また、エンゲージメントコストが増加し、日本企業に企業価値向上のための変化をもたらしても利益を得る機会は減るため、エンゲージメント投資家は、日本企業に時間と労力を投資しなくなる可能性があります。本改正案が施行されれば、エンゲージメント投資家は、公開会社とのエンゲージメントのより早い段階で自らの立場を開示する必要があるとみなすようになります。これは、エンゲージメント投資家がある企業に関与していることを市場に事前に通知することになり

ます。それにより他の投資家はその銘柄にいわば「群がる」ことになり、株式のコストを早期に押し上げて、エンゲージメント投資家が労力に対して回収できる利益を損なうため、エンゲージメント投資家がエンゲージメントにかかる時間と費用に見合う十分な投資ポジションを築けないおそれがあります。群がるような投資行動は、それをする投資家自身にとってもマイナスの結果をもたらす可能性があります。なぜなら、早期開示義務のせいで、実際にエンゲージメント投資家が行動を起こすより前に、既に行動がなされているものと信じてしまう可能性があるからです。もしエンゲージメント投資家が投資を続ける価値がないと判断した場合、実際には、強制的な早期開示が他の投資家をミスリードして株式購入を促したことになってしまいます。投資家は、本改正案が防ごうとしているはずの市場操作がなされたと感じ、日本の資本市場に対する信頼を損ないかねません。

加えて、早期開示は、エンゲージメント投資家の関与を企業に事前に通知することになります。これにより、企業はエンゲージメント投資家の主張の本質に対処することなく、ガバナンスや執行の変革が不要だと主張するための表面的な措置をとりやすくなってしまいます。

早期開示は、私的な対話であり得るものを即座に公開の場に移してしまうものでもあります。当社は非公開のエンゲージメントが日本や他の国において非常に効果的であると知っていますが、早期開示はこれを制限ないし排除するものであると考えています。

このような方法で株主エンゲージメントを阻害すれば、日本の資本市場の株主から企業価値向上のための働きかけを奪うことになります。

#### 現金決済型エクイティ・デリバティブ取引の開示要件に関する代替案

このような懸念を踏まえ、当社は、主観的な基準に代えて、原株式に対する議決権及び処分権を行使する目的があることの証拠となる客観的事実を明確にするよう、本改正案を見直すことを提案します。当社は、現金決済型エクイティ・デリバティブ保有者が、特に下記の行為を行った場合

に限り、原株式の議決権に影響を与える目的を有する証拠があるか否かを金融庁が検討すると、ガイドランスで明確にすることを提案します。

- (i) スワップ取引の相手方が現物株式を交付しなければならないことを規定することにより、発行体の株式を取得すること、又は
- (ii) スワップ取引の相手方に特定の方法で議決権を行使する（又は議決権行使を控える）よう要求することにより、発行体に関するデリバティブ取引の相手方が保有する原株式の議決権に影響を与えること、かつ
- (iii) (i)又は(ii)の場合であって、現金決済型エクイティ・デリバティブ保有者が、株式を受領する権利を保有していること及び/又は株式の議決権を支配していることを発行体に書面で通知する場合（これが、当該エクイティ・デリバティブが発行体に影響を与えることが合理的に推定できる唯一の場面です）

#### 結論

当社の見解では、本改正案が大幅に見直されない限り、責任ある誠実な投資家による経営陣や他の株主とのエンゲージメントに対し萎縮効果があります。時期尚早な開示は、投資家のエンゲージメント、ひいてはリターンへの影響を低下させ、アクティビズムの量・効果や日本における投資家エンゲージメントの頻度を低下させます。さらに、提案が時期尚早に開示されて、最終的には追求されない場合、誤解や市場操作の非難さえ招き、投資家が日本のコーポレートガバナンスの改善を支持することさらなるリスクとディスインセンティブを生じるおそれがあります。規制リスクの増大は、日本の資本市場で取引し、流動性を提供することを投資家に敬遠させます。このような結果は、日本の資本市場をさらに活性化させ、経営者と株主のエンゲージメントを促進するという金融庁の改革の目的に反します。

代わりに、本改正案で採用される基準は、投資家が確信をもって遵守できるような客観的に判定可能な基準に限定されるべきです。このアプローチは、米国、英国その他の成熟した資本市場のように、意義深くより公正な開示を実現しつつ、

	<p>エンゲージメント投資家に対し、合理的かつ明確な基準を提供します。さらに、本改正案の下での将来の行動に関するミスリーディングかつ憶測をはらんだ情報ではなく、確実なタイミングで、投資及び議決権行使に係る決定に関する情報が全ての投資家に提供されることにもなります。</p>	
56	<p>令第14条の6第2項の「当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して法第27条の26第1項に規定する重要提案行為等を行い若しくは当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす目的」（以下「本件目的」という。）の部分は、根拠法令である法第27条の23第3項第3号の委任の趣旨を超えている。</p> <p>法第27条の23第3項の趣旨は、形式的には自己又は他人の名義をもって株券等を所有する者に該当しない場合であっても、発行会社の経営に対する影響力の観点から実質的にはそれらの者と同視できる場合には、そのような者も株券等の保有者とみなす点にあると考えられる。</p> <p>同条項第3号は、「株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有する者…であつて、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…を有する者」（以下「3号みなし保有者」という）を株券等の保有者とみなす旨を例示的に規定するのであるから、同号の委任を受けて制定される。令第14条の6第2項の「政令で定める目的」は、発行会社の経営に対する影響力が、3号みなし保有者と同程度と評価できるような目的である必要がある</p> <p>この点、現金決済型エクイティデリバティブの場合であっても、取引の個別具体的な内容によっては、原資産の株券等から生じる経済的な損益だけでなく当該株券等自体の取得が可能な場合もあり、そのような取引内容でかつ実際に現物の株券等を取得する目的を有している場合、発行会社の経営に対する影響力の観点からは、現物の株券等を保有している場合と同視し得る。したがって、「株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有する者…であつて、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…を有する者」という3号みなし保有者は上記のような場面を想定しているものと考えられる。</p>	<p>令第14条の6第2項は上記No.46及びNo.47への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>法第27条の23第3項第3号は、現金決済型エクイティ・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」を有していると評価することができるとともに、実質的に制度を潜脱する効果を有すると評価することもできるものについて大量保有報告制度の適用対象としたものです。令第14条の6第2項は、上記趣旨を踏まえ、実質的に「経営に対する影響力」を有し、実質的に制度を潜脱する効果を有する場合を具体的に明確化したものであり、法の委任の趣旨に沿っていると考えられます。</p>

ところが、本件目的には、現物の株券等を取得する目的が含まれていない。ここでいう発行会社の経営に対する影響力とは、あくまで発行会社の株主としての地位に起因するものであるところ、そもそも現物の株券等を取得する目的がない段階であれば、その限りにおいては自己が発行会社の株主となる可能性は観念できない。したがって、仮に本件目的を有していたとしても、現物の株券等を取得する目的がない時点では当該発行会社の経営に対する影響力の観点からは、現物の株券等を保有している場合と同視できるとはいえない。

したがって、本件目的は、法第 27 条の 23 第 3 項第 3 号の委任の趣旨を超えている。

さらにいうと、例えば、本件目的のうち、「当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して」については、大量保有 Q & A 問 14 中の(2)に対応するようであるが、「当該デリバティブ取引に係る権利を有「し、かつ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意図」を有することを示して」としないと、法の定める 3 号みなし保有者との整合性がとれない。また、「当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす目的」の部分についても、(3)「議決権に影響を及ぼす」では足りず、「当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権」の行使を指図する」目的」としないと法の定める 3 号みなし保有者との整合性がとれない。

米国の SEC においても、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)とみなす規定の導入は検討されていたが、2023 年 10 月にかかる提案を導入することは見送られた。その際、SEC は、現金決済型のエクイティ・デリバティブの保有者が、大量保有報告制度上の「保有者」となり得る旨のガイダンス(第 5 回 T O B 等 WG 参考資料 45 頁参照)を公表したが、本改正案においては、これをはるかに超える範囲を大量保有報告制度の対象とする結果となっていることを指摘したい。

57	<p>令第14条の6第2項の「当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して法第27条の26第1項に規定する重要提案行為等を行い若しくは当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす目的」は、委任の趣旨を超えている上に、要件の文言が漠然・不明確であって、自己の行為が当該規定に該当するのかを判断することができず、経済活動に過度な萎縮効果を生じさせるおそれがあり、強い懸念を持つ。また、当局による、事後的にそのような目的があったのではないかとの推測を許し、そのような推測に基づいた執行を招くおそれがある。さらに、外国のファンドマネジャーの場合、グローバルで調整した上で、日本語での報告書提出の必要があるが、不明確な基準では判断に余計な時間を要し、不合理な負担を強いられることにもなり、対日投資の妨げ・足枷となる。</p>	
58	<p>令第14条の6第2項の「当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して法第27条の26第1項に規定する重要提案行為等を行い若しくは当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす目的」（以下「本件目的」という。）の部分は根拠法令である法第27条の23第3項第3号の委任の趣旨を超えており、再考を要請する。</p> <p>理由</p> <p>本件目的は法第27条の23第3項第3号の委任の趣旨を超えている。</p> <p>法第27条の23第3項の趣旨は、形式的には自己又は他人の名義をもって株券等を所有する者に該当しない場合であっても、発行会社の経営に対する影響力の観点から実質的にはそれらの者と同視できる場合には、そのような者も株券等の保有者とみなす点にあると考えられる。</p> <p>そして根拠法令である法第27条の23第3項第3号は、「株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有する者…であつて、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…を有する者」（以下「3号みなし保有者」という）を株券等の保有者とみなす旨を例示的に規定する</p>	

	<p>のであるから、同号の委任を受けて制定される令第 14 条の 6 第 2 項の「政令で定める目的」は、発行会社の経営に対する影響力が、3 号みなし保有者と同程度と評価できるような目的である必要がある。</p> <p>この点、現金決済型エクイティ・デリバティブの場合であっても、取引の個別具体的な内容によっては、原資産の株券等から生じる経済的な損益だけでなく当該株券等自体の取得が可能な場合もあり、そのような取引内容でかつ実際に現物の株券等を取得する目的を有している場合、現在は現物の株券等を保有していなくとも、将来において任意又は一定の条件のもと現物の株券等を取得する高度の可能性が認められるのだから、発行会社の経営に対する影響力の観点からは、現物の株券等を保有している場合と同視し得る。したがって、「株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有する者…であつて、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…を有する者」という 3 号みなし保有者は上記のような場面を想定しているものと考えられる。</p> <p>一方で、本件目的には、現物の株券等を取得する目的が含まれていない。ここでいう発行会社の経営に対する影響力とは、あくまで発行会社の株主としての地位に起因するものであるところ、そもそも現物の株券等を取得する目的がない段階であれば、その限りにおいては自己が発行会社の株主となる可能性は観念できない。したがって、仮に本件目的を有していたとしても、現物の株券等を取得する目的がない時点では当該発行会社の経営に対する影響力の観点からは、現物の株券等を保有している場合と同視できるとはいえない。また、デリバティブ取引の相手方を通じて間接的に、議決権の行使等を行う目的を有しているような場合があつたとしても、自己の判断で当該議決権を自由に行使等できる法的権利がない限りは、会社の経営に対する影響力の観点から現物の株券等を保有している場合と同視できるとまではいえない。</p> <p>したがって、本件目的は法第 27 条の 23 第 3 項第 3 号の委任の趣旨を超えている。</p>	
59	<p>現物取引の空売りから発生するショートポジション（当該株式を借り入れている状態）のヘッジ目的で行う現金決済型デリバティブ取引は形</p>	<p>令第 14 条の 6 第 2 項は上記 No. 46 及び No. 47 への回答に記載のとおり修正いたしました。 「株券等に係るデリバティブ取引の相手方か</p>

	<p>式的に「デリバティブ取引の相手方から株券等を取得する目的」に該当するものの、取得した当該株券等を空売りした株式の返還に充てるため、当該株券等を取得後も保有する事にはならない。このため、上記の取得は対象外との理解でよいか。そうであれば「デリバティブ取引の相手方から株券等を取得する目的」を「デリバティブ取引の相手方から株券等を取得し、所有する目的」に変更できないか。</p>	<p>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)を有するかは、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ますが、現物取引の空売りにより生じるショートポジションをヘッジする目的で、現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に係る株券等を空売りした株式の返還に充てるために当該デリバティブ取引を行う場合、通常、当該目的を有していないと考えられます。</p>
60	<p>法第27条の23第3項第3号・令第14条の6第2項は、現行規制を潜脱する態様の現金決済型デリバティブを捕捉することを主目的として追加されたと理解している。法第27条の23第3項第3号の追加により、今後は、そのような態様の取引の多くは、事実上抑止されるか、現物決済型デリバティブ又は現物取得に移行するのではないかと思われる。一方で、同号に定める目的を有しない純粋な現金決済型デリバティブの利用まで萎縮させる副作用を生じないよう配慮をお願いしたい。</p> <p>例えば、業者と投資家との間の現金決済型株式スワップ(投資家はロングポジションを保有)の締結時に、業者が投資家に対し、同号の目的を有しない旨を表明保証等により確認していた場合、その後、投資家の要望に応じて当事者間の合意に基づくクロス取引によりスワップを解消し投資家が現物株式を保有するに至った場合であっても、事後にクロス取引がなされた事実のみをもって、遡って当初契約時に「株券等を取得する目的」があったと評価され、開示義務違反があったと評価されることはないことを確認したい。また、仮に表明保証のみでは確認として十分でない場合、どのような条件の下であれば当初契約時に「株券等を取得する目的」がなかったと評価できるか明確化して頂きたい。</p>	<p>令第14条の6第2項は上記No.46及びNo.47への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>法第27条の23第3項第3号の目的を有しているか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ますが、当初同号の目的を有していなかった者が事後的に現物株式を保有するに至った場合であっても、当該事実のみをもって遡って当初から「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」(令第14条の6第2項第1号)を有していたとはいえないと考えられます。</p> <p>もっとも、デリバティブ取引に係る権利を有する者が当該取引の決済により現物株式を取得する場合、当該権利者は、通常、遅くとも現物株式を取得することを決定した時点では「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」を有していると考えられます。</p>
61	<p>令第14条の6第2項では「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…を取得する目的」(以下「取得目的」という。)が規定されている。</p> <p>現金決済型デリバティブ取引に係る契約において、ショートポジション当事者が証券会社である場合、実務上、ショートポジション当事者である証券会社はヘッジ目的で現物株を取得することが通常であり、また、契約時や期中に特段の合</p>	<p>令第14条の6第2項は上記No.46及びNo.47への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>同項第1号は、「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」を有する場合を大量保有報告制度の対象とするものです。当該目的があるか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ますが、デリバティブ取引に係る権利を有する者が現物で決済をする</p>

<p>意等がなくとも、契約の終了の際に、ロングポジション当事者である顧客から買付けの申し出があれば、終了時にショートポジション当事者である証券会社はヘッジ目的で保有していた現物株式の顧客への売却に応じるのも通常の実務である（※）。</p> <p>またその実務は、ロングポジション当事者である顧客も認識しているのが通常である。</p> <p>このように、実務上は、現金決済型デリバティブにおいて、ロングポジション当事者の顧客が望めば、通常は、任意に契約を終了させ現物を取得することが可能である中、そのことを認識しながら、さらにはその認識を基に現物株式を取得する予定はしていないが期中に方針を変更した場合に契約終了の際に現物株式を取得する可能性はあることを認識しながら、現金決済型デリバティブ取引を行っている場合であっても、ロングポジション当事者が取得目的を有しているとされることはないという理解でよいか。</p> <p>（上記の場合も取得目的を有するとすると、証券会社をショートポジション当事者とする現金決済型デリバティブ取引の大宗において、ロングポジション当事者は取得目的を有すると認定されかねないため、確認したい）</p> <p>（※）ショートポジションの当事者が証券会社等である場合、デリバティブ取引の終了に際してヘッジポジションを解消する（ヘッジ株を売却する）必要があり、通常は取引所等で売却するが、ロングポジション当事者がデリバティブ取引の終了の際にヘッジ目的で保有していた現物株の買付けを希望してきた場合は、契約上は特に売り渡す義務はなくとも断ることはなく応じるのが通例である。</p> <p>これは、証券会社にとって、ヘッジポジションの解消を取引所で行っても取引所外（相対取引）で行っても経済的に同様である場合、顧客の申出を断る特段の合理的理由はないためである。（個別の事情により買付けの申出を断るケースはあり得る）</p>	<p>ことを予定していない場合、通常、当該目的を有すると評価されるものではないと考えられます。</p> <p>もっとも、当該契約の締結時にはかかる目的を有していなかったとしても、その後当該目的を有するに至った場合には、その時点で株券等の「保有者」に該当することになるところ（大量保有 Q &amp; A 問 14）、デリバティブ取引の終了に伴い、当該デリバティブ取引の決済により又は決済と一連の取引により現物を取得する場合は、かかる取得を行うことを目的とした時点から株券等の「保有者」に該当することとなると考えられます。なお、これらの場合においては、当該契約の締結時に遡って「保有者」となるものではないと考えられます。</p>
<p>62 令第 14 条の 6 第 2 項では「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…を取得する目的」（以下「取得目的」という。）が規定されている。</p>	

	<p>現金決済型のデリバティブ取引において、契約時は現物を取得する予定は無かったが、その後現物での保有等への方針の変更等があり、方針変更後直ちにデリバティブ取引を終了する場合において、その際に、デリバティブ取引の決済とは別途に、ロングポジション当事者がショートポジション当事者から当該ショートポジション当事者がヘッジ目的で保有していた現物株を購入することは、実務上珍しいことではない。</p> <p>このように、取引終了時まで現物を取得する意図や目的はなかった場合において、デリバティブ取引終了時に現物株を相手方から取得したことのみをもって、デリバティブ取引の契約時や期中において取得目的を有すると認定されることはないという理解でよいか。</p>	
63	<p>株式等を対象とするデリバティブ契約では、取引の決済を金銭で行う現金決済と株式現物の引渡しにより行う現物決済の二つの決済方法があるが、契約上の決済方法が現物決済の場合は、ロングポジション保有者は法第 27 条の 23 第 3 項の「売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者」に該当し保有者となる一方で、契約上の決済が現金決済のデリバティブの場合は、政令で定める目的を有する場合にのみ保有者になると理解している。</p> <p>しかしながら、実務では、契約において、現物決済か現金決済か、契約当事者が選択できるとされている契約もある（ISDA の定義集の Settlement Method Election、Election of Settlement Method の規定など）。なお、その場合でも、(1)原則の決済方法を現金決済と規定し、一定の時期までに決済選択権を有する当事者が相手方に通知すれば現物決済になるパターン（パターン(1)）と、(2)原則の決済方法を現物決済と規定し、一定の時期までに選択権者が通知すれば現金決済になるパターン（パターン(2)）の二つがある。</p> <p>この点、同項第 3 号に規定するデリバティブ契約は、契約上、決済方法が現金決済のみとされている契約となり、上記のような選択権が規定されている契約は対象とならないと考えてよいのか。</p> <p>選択権が規定されている契約も同号の対象となり得るとする場合において、ロングポジション保有者に決済選択権がある場合に、そのように決</p>	<p>令第 14 条の 6 第 2 項は上記 No. 46 及び No. 47 への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>エクイティ・デリバティブ取引に係る権利を有する者が「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」を有するかは、当該取引に係る契約の内容、当事者間の交渉・合意の内容等に照らし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ますが、少なくとも、当該デリバティブ取引に係る契約上、原則の決済方法が現金決済と定められているのであれば、ロングポジションの保有者が現物決済を選択できる権利を有する場合であっても、通常、当該権利を有することのみをもって直ちに「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」を有することにはならないと考えられます。</p> <p>また、契約上ショートポジションの保有者のみが現物決済を選択できる権利を有する場合においては、ロングポジションの保有者が実質的に現物決済を選択できる権利を有するといえるようなときを除き、通常、「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」を有するとはいえないと考えられます。なお、ロングポジションの保有者が実質的に現物決済を選択できる権利を有する場合であっても、かかる事実のみをもって直ちにロングポジションの保有者が当該目的を有することにはならないと考えられます。</p>

	<p>済選択権を有するからといって、直ちに、令第 14 条の 6 第 2 項の「相手方から…株券等を取得する目的」を有していることにはならないということによいか。例えば、ロングポジションの保有者は、現金決済、現物決済のいずれにするかを、決済時点の経済や相場の状況等によって、決定する方針である場合、取得目的があることにはならないということによいか。</p> <p>また、決済選択権がショートポジション保有者のみにある場合は、ロングポジションの保有者には決済についての決定権がないので、現物を取得するか否かを自身で決定できない以上は、取得目的があることにはならないということによいか。</p> <p>上記について、原則の決済が現金決済のパターン(1)か、原則の決済が現物決済のパターン(2)で、結論は異なることになるのか。</p>	
64	<p>顧客と証券会社との間で顧客をロングポジション当事者としてトータルリターンズワップ（以下「TRS」）を締結する場合、通常、証券会社は TRS のリスクヘッジとして、対象株式現物を買付けする。</p> <p>実務では顧客が TRS の相手方を一社にまとめるニーズがあり、顧客が、証券会社との間で自身をロングポジション当事者とする TRS を締結した後、任意の時期に（締結日当日のこともある）TRS 契約を解約するとともに、証券会社に、証券会社がヘッジで買付けた現物株を顧客の指定する第三者（顧客が次に TRS の契約を締結する相手方となる証券会社やプライムブローカーなど）に売り渡すよう要請し、証券会社はそれに応じて当該第三者に売り渡す慣行がある。例えば、顧客 A と証券会社 B が TRS を約定した後、顧客の任意の時期に解約され、解約の際に証券会社 B はヘッジとして買付けた現物株を顧客 A のプライムブローカー C に譲渡し（プライムブローカー C は顧客 A との TRS のヘッジのために現物株を取得）、同日に顧客 A とプライムブローカー C で TRS を約定するということがある。</p> <p>このような、TRS のショートポジション当事者に TRS の解約に際してヘッジ株を第三者へ売り渡させる目的がある場合（自己で取得する目的はない場合）でも、令第 14 条の 6 第 2 項の「株券等に係るデリバティブ取引の相手方から…所得する目的」になるのか。少なくとも、上記の例で、</p>	<p>令第 14 条の 6 第 2 項は上記 No. 46 及び No. 47 への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>デリバティブ取引に係る権利を有する者が、当該デリバティブ取引の相手方を変更することのみを目的として、当該デリバティブ取引の相手方から第三者に対して当該株券等の発行者が発行する株券等を譲渡させるとともに、当該第三者との間で別途現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に係る契約を締結する場合は、通常、当該譲渡させることのみをもって「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）を有するとは認められないと考えられます。</p> <p>もっとも、「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」を有するか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、形式的には「デリバティブ取引の相手方」から株券等を取得するのが第三者であったとしても、一連の取引に係る複数の契約の内容等を踏まえ、当該第三者から当該株券等を取得することを予定している場合等には、「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」を有すると認められる可能性があることに留意する必要があります。</p>

	顧客AとプライムブローカーCとの間のTRSも現金決済デリバティブで、顧客AはプライムブローカーCから対象現物株を取得する目的はない場合は、取得する目的はないものと考えてよいか。	
65	<p>令第14条の6第2項では「株券等に係るデリバティブ取引の相手方から…取得する目的（以下「取得目的」）が規定されている。あるトータルリターンズワップ（TRS）の取引で当事者Aと当事者Bの間で当事者Aをロングポジション当事者とする現金決済のTRS(1)が行われ、かつ、同時に、当事者Bと当事者C（例えば当事者Bの関係会社）の間で同じ銘柄を対象としてTRS(1)と同条件で当事者Bをロングポジション当事者とする現金決済のTRS(2)が行われている場合（TRS(2)は当事者BにとってTRS(1)のヘッジのためのもの）で、当事者Cがヘッジとして現物株を保有した場合、当事者Aが、TRS(1)を解約し終了する際に（同時にTRS(1)のヘッジ目的でなされたTRS(2)も終了する）、当事者Cから現物株式を買い取るつもりでTRS(1)を行う場合であっても、TRS(1)の当事者Aにとっての「デリバティブ取引の相手方」から「取得する」のではないから、取得目的はないものと考えてよいか。</p>	<p>令第14条の6第2項は上記No.46及びNo.47への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>「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）を有するか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、形式的には「デリバティブ取引の相手方」に該当しない者から株券等を取得する場合であったとしても、一連の取引に係る複数の契約の内容等を踏まえ、実質的に直接の相手方から取得していると同視できる場合等には、「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」を有すると認められる可能性があることに留意する必要があります。</p>
66	<p>実務上、株式の売買とトータルリターンズワップ取引（又はフォワード取引）を組み合わせたような株式保有者による資金調達取引がある。その取引では株式を売買するとともに、当該株式を対象として、株式売買の売主をロングポジション、買主をショートポジションとする現金決済のトータルリターンズワップ取引（又はフォワード取引）を行う。その後、満期又は中途解約により当該デリバティブ取引が終了し、同時に当初の株式の売買の買主から株式の売主に、当該株式を売り戻す。経済的には、債券の現先取引と同様に株式売買の売主は、当初の売買で代金を調達し終了時の売買で買い戻すことで実質的に株式を担保にした資金調達を行う取引ができる。但し、それぞれの株式の売買を時価で行う必要があることから、株式の時価変動の影響をなくすために、別途、上記の通りデリバティブ取引を行う。この場合、デリバティブ取引のロングポジション保有者は、当該デリバティブ終了時に相手方から株式を買い戻して取得する意図が当初からあるが、当該株式は当初自身が保有していたのであり、相手方</p>	<p>令第14条の6第2項は上記46及びNo.47への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>「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）を有するかは、一連の取引の内容等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ますが、資金の調達を行うために株券等の売買契約を締結し、当該資金の返済時に当該株券等を買戻すために別途売買契約を締結する場合において、これらの売買の間に生じる株券等の時価の変動をヘッジする目的で行う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、通常、同号の目的を有するとは認められないと考えられます。</p> <p>ただし、当該目的を有しない場合であっても、当該一連の取引が、目的や権利内容の点において実質的に当該株券等の発行者が発行する株券等を担保権の目的とするものである場合には、担保取引における場合と同様に大量保有報告書等の提出が必要となる場合があることに留意する必</p>

	<p>から取得するためにデリバティブを行うのではなく、デリバティブはあくまで価格変動に対するヘッジのために行っているのみであるから、ロングポジション保有者について、令第 14 条の 6 第 2 項に規定する「デリバティブ取引の相手方」から「取得する目的」はないと考えてよいか。</p> <p>なお、当初売主が買い戻す点について、特段の将来の売買の契約や売買予定契約などは締結されないのが通常であるので、担保契約等重要な契約欄においても記載されないのが通常であるとの理解である。</p>	<p>要があります。</p> <p>また、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ますが、売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する場合には、法第 27 条の 23 第 3 項本文の保有者となることに留意する必要があります。</p>
67	<p>シンセティック・レンディングと呼称される、株券の売りと買い、及びトータルリターンスワップの組み合わせ（取引開始時に株券の貸し手が借り手に株券を売るとともにトータルリターンスワップを貸し手と借り手の間で締結（貸し手側がロングポジション）、取引の終了時に貸し手が借り手より株券を時価で買い戻すとともにトータルリターンスワップが満期又は中途解約により終了）により、株券貸借取引と同様の所有権移転と経済的効果を擬製する取引があるが、これは、「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を取得する目的」に該当し、そのトータルリターンスワップについて、大量保有報告の株数計算にカウントするとの理解でよいか。</p>	<p>令第 14 条の 6 第 2 項は上記 No. 46 及び No. 47 への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>「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）を有するかは、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ますが、当該取引が実質的に株券等の貸借取引と同視できる場合には、株券等の貸借取引に準じて大量保有報告書を作成・提出する必要があると考えられます。</p>
68	<p>令第 14 条の 6 第 2 項では「当該発行者に対して当該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」（以下「重要提案等目的」という。）が規定されている。</p> <p>既に現物を保有し、発行者に対して重要提案行為等を行っている者、又は、大量保有報告書の保有目的欄に重要提案行為等と記載している者（実際には重要提案行為等を行っていない者も含む）が、現金決済型デリバティブ取引のロングポジション当事者となった場合、発行体に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有していることを示さない限り、当該デリバティブ取引については重要提案等目的を有することにならないと考えてよいか。</p> <p>また、当該デリバティブ取引に係る権利を有している場合において、権利を有する株数等として発行体に示した株数等が当該デリバティブ取引の契約上の対象株数等よりも少ない場合は、当該権利を有する株数等として示した数量について</p>	<p>令第 14 条の 6 第 2 項は上記 No. 46 及び No. 47 への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>同項第 2 号は、「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」を有する場合を大量保有報告制度の対象とするものです。そのため、重要提案行為等を行う目的を有する場合であっても、デリバティブ取引に係る権利を有することを示す目的を有しないのであれば、同号に掲げる目的があると評価されるものではないと考えられます。例えば、発行者が発行する株式と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の双方を有する者が、発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示すことなく、当該株式を有することを示すにとどまる場合には、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ますが、通常、同号に掲げる目的を有するとは認められないと考えられます。</p> <p>他方、デリバティブ取引に係る株券等の具体的</p>

	のみ、重要提案等目的を有することになると考えてよいか。	な数量を示す目的を有しない場合であっても、当該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を有する場合には、当該デリバティブ取引に係る株券等の全てについて大量保有府令第3条の3に定めるところにより算出した数の株券等につき「保有者」となるものと考えられます。
69	<p>例えば、以下の場合、投資家の行為は「当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して」に該当し、現金決済型のトータルリターンスワップ（「TRS」）のロングポジションを開示する義務が発生するか？</p> <p>前提として、投資家は、TRS のカウンターパーティーから発行会社の株券等を取得する目的もTRS のカウンターパーティーが保有する議決権に影響を及ぼす目的も無いものとする。</p> <p>(1) 今までパッシブな投資方針を有していた投資家（株式 3%と現金決済型の TRS のロングポジション 3%の両方を保有）が、新たに代表取締役の解職を提案（「本重要提案」）しようと思案し、その方法として下記方法を採用することを決定した場合。</p> <p>ア 本重要提案を行う際、TRS のロングポジションを有している事実は決して言わず、単に「御社の株主である」と言う場合。</p> <p>イ 本重要提案を行う際、TRS のロングポジションを有している事実は決して言わず、単に「御社に対して投資している者である」と言う場合。</p> <p>ウ 本重要提案を行う際、TRS のロングポジションを有している事実は決して言わず、単に「3%の株式を保有する株主である」と言う場合</p> <p>エ 本重要提案を行う際、TRS のロングポジションを有している事実は決して言わず、「現在 3%の株式を保有する株主であり、状況に応じて 5%以上の株式を保有する可能性がある」と言う場合</p> <p>オ 本重要提案を行う際、TRS のロングポジションの具体的内容は決して言わず、「現在 3%の株式と一定の TRS のロングポジションを保有している」と言う場合</p> <p>(2) 今までパッシブな投資方針を有していた投資家（現金決済型の TRS のロングポジション 6%を保有）が、新たに本重要提案をしようと思案し、その方法として下記方法を採用することを決定した場合。</p>	<p>また、保有するデリバティブ取引に係る株券等のうち一部に係る権利を有することのみを示して重要提案行為等を行う目的を有する場合であっても、「デリバティブ取引に係る権利を有することを示す」目的を有し、「保有者」に該当することから、通常、当該デリバティブ取引に係る株券等の全てについて、同条に定めるところにより算出した数の株券等につき「保有株券等の数」として取り扱う必要があるものと考えられます。</p>

	<p>ア 本重要提案を行う際、TRS のロングポジションを有している事実は決して言わず、単に「御社に対して投資している者である」と言う場合。</p> <p>イ 本重要提案を行う際、TRS のロングポジションを有している事実は決して言わず、単に「御社に対して投資している者であるが、近い将来、大量保有報告を出す必要があるレベルまで株式を買い増す予定である」と言う場合。</p> <p>ウ 本重要提案を行う際、TRS のロングポジションの具体的な内容は決して言わず、単に「御社に対して一定の TRS のロングポジションを保有している」と言う場合。</p> <p>(3) ある投資家（株式 3%と現金決済型の TRS のロングポジション 1.9%を保有）が、株式と TRS を併せて 4.9%のポジションを保有している事実を対象会社に伝えた上で、本重要提案を実施し、本重要提案が実現。その後、対象会社の業績がアップしたため、TRS のロングポジション 1%買い増す。</p> <p>ア 重要提案行為をしばらく実施する予定が無い場合。</p> <p>イ 引き続き、必要に応じて重要提案行為を行う予定であるが、今後は、自己の具体的なポジションについては株式、TRS 共に何も言わない方針の場合（「御社の株主である」または「御社に対して投資している者である」とだけ今後は伝える予定の場合）</p> <p>ウ 引き続き、必要に応じて重要提案行為を行う予定であるが、今後は、自己の株式のポジションのみを伝え、TRS のポジションについては何も言わない方針の場合。例えば</p> <p>(i) 「御社に対して 3%の株式を保有している株主である」とだけ言って重要提案行為を実施</p> <p>(ii) 「御社に対して現在 3%の株式を保有している株主であるが、状況によって、5%以上の株式を保有する可能性がある」と伝えた上で重要提案行為を実施する場合かどうか</p>	
70	「当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して」（令第 14 条の 6 第 2 項）という文	令第 14 条の 6 第 2 項は上記 No. 46 及び No. 47 への回答に記載のとおり修正いたしました。

	<p>言の具体的な意味をご教示いただきたい。より具体的には、TRS の文脈において、“権利”とは何を意味するのか。特に新しい大量保有Q &amp; Aの問 14 において、“デリバティブのポジション”と言及していることを前提とすると、“権利”とは、当該TRS の原資産である株式の数量やパーセンテージ（若しくは約X%等、おおよそのパーセンテージ）を意味し、単にTRS のロングポジションを持っていると言及する場合は含まないという理解は正しいか？</p>	<p>「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す」目的（同項第2号）を有するかは、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ますが、トータル・リターン・スワップ取引における原資産である株式の具体的な数や割合を示さない場合であっても、当該取引に係る権利を有することを示す目的があれば、かかる目的を有すると認められると考えられます。</p> <p>なお、この場合であっても、発行者に対して重要提案行為等を行う目的を有していない場合には、同項第2号に掲げる目的を有するものとは認められないと考えられます。</p>
71	<p>令第14条の6第2項の「当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して法第27条の26第1項に規定する重要提案行為等を行い若しくは当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす目的」（以下「本件目的」という。）のうち、「当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して」及び「当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす目的」の部分は、その文言が漠然かつ不明確であり、過度な萎縮効果を生じるおそれがあるため、制限の範囲を限定するよう再考を要請する。</p> <p>理由</p> <p>まず、「当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して」の部分については、当該デリバティブ取引に係る権利についてどのように当該発行者に示した場合に当該規定に該当するのか、行為の態様が不明確である。</p> <p>また、「当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす目的」の部分については、「議決権に影響を及ぼす目的」という漠然かつ不明確な文言が使用されているため、具体的にどのような場合に当該文言に該当するのか不明である。自己の判断で当該議決権を自由に行使等できる法的権利がない限りは、デリバティブ取引の相手方を通じて間接的に、議決権の行使等を行う目的のみによって規制されるべきではない。</p>	<p>令第14条の6第2項は上記No.46及びNo.47への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>頂いたご意見については、貴重なご意見として承ります。同項は、現金決済型エクイティ・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」を有していると評価することができるとともに、実質的に制度を潜脱する効果を有すると評価することもできるものについて大量保有報告制度の適用対象としたものです。</p> <p>なお、「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す」目的（同項第2号）を有するかは、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ますが、書面、口頭その他の方法を問わず、デリバティブ取引に係る株券等の具体的な数や割合を示すことは要しないと考えられます。</p> <p>また、「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…の行使に影響を及ぼす目的」（同項第3号）を有するかは、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ますが、例えば、議決権の行使又は不行使、議決権行使の内容に影響を及ぼす目的を有する場合には、これに該当するものと考えられます。</p>

このような、漠然かつ不明確な規定の下では、自己の行為が当該規定に該当するのかを判断することができず、経済活動に過度な萎縮効果を生じさせるおそれがある。また、当局による、後知恵かつ推測に基づいた執行を招くおそれがある。さらに、外国のファンドマネジャーの場合、グローバルで調整した上で、日本語での報告書提出の必要があるが、不明確な基準では判断に余計な時間を要し、不合理な負担を強いられることにもなり、対日投資の妨げ・足枷となる。

この問題点については、米国のSECにおいても同様の議論があった。当初、SECにおいても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)とみなす規定の導入は検討されていた。

しかし、かかる規定の導入案については、その後多くの有識者による反対意見を招くことになった。当方が調べたところによると、のべ31種類の意見がSECの点について寄せられた。それらの意見が共通して述べる問題点は、現金決済型デリバティブポジションが実質的な保有者であると拡大することは、アクティビストが株式を取得しづらくすることで、建設的なエンゲージメントを阻害し、ガバナンスを弱体化させ、通常の投資家間のコミュニケーションと協力を萎縮させる主要な要因の一つとなり、一方で、現金決済型の金融商品を実際の議決権を持つ株式と一括りにすることは、実質的な保有関係を複雑にし、実際の支配力を過大評価することになる等の理由から、結論として、正当な関与と市場効率を維持しつつ、真に禁止すべき悪用を排除するために、より適切でデータに基づいた修正を求めるというものであった。その結果、かかる提案を導入することは見送られた。これは、TOB等WGの第5回の会合の参考資料の45頁にはっきり記載されている通り、TOB等WGにおいても明確に認識されているところである。

その結果として、(これもTOB等WGにおいて報告されているとおり)現金決済型のエクイティ・デリバティブの保有者が以下のいずれかに該

当する場合には、大量保有報告制度上の「保有者」となり得る旨のガイダンスが SEC に公表されている。

- 1 参照証券に係る議決権行使権限又は投資権限を有している場合
- 2 大量保有報告制度を回避する計画・スキームの一環として現金決済型エクイティ・デリバティブを取得した場合
- 3 発行者の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を持って、株式等を取得する権利を取得した場合

ところが、本改正案においては、これをはるかに超える範囲を大量保有報告制度の対象とする結果となっている。すなわち、本件目的である「当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して法第 27 条の 26 第 1 項に規定する重要提案行為等を行い若しくは当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす目的」は、上記 1 の議決権行使権限又は投資権限を有している場合には当たらないし、上記 2 の大量保有報告制度を回避する目的がなくとも当たり得るものであるし、上記 3 の捕捉しようとする株式等を取得する権利をもって影響力を及ぼそうとする場合よりもはるかに広い範囲を対象とするものである。

TOB等WG報告においては、「現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引であっても、現物決済型のエクイティ・デリバティブ取引に変更することを前提としている事例や、そのようなポジションを有することをもって発行会社にエンゲージメントを行う事例なども存在し、これらの事例については大量保有報告制度に基づく情報開示を求めるべきとの指摘がある。現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を開始した時点において、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ため、そのようなエクイティ・デリバティブ取引については、大量保有報告制度の適用対象とすることが適当である。」としている。しかし、TOB等WGの第5回の議事録によれば、ある委員が「デリバティブについては広く規制対象にするということは支持し難く

	<p>て、アメリカを参考に、あくまでも大量保有報告制度を回避しようとする計画・スキームの一環として利用されるデリバティブを規制するというコンセプトで考えたほうが良い」とSECのガイダンスを意識した慎重な意見を述べたにもかかわらず、当該第5回のその後の議事及び第6回の議事に、この点を掘り下げたものはない。なぜTOB等WG報告そして本改正案の定める本件目的が、SECが断念した広い範囲を対象とすることとなったか不明であり、これについて十分な議論がなされたとはいえず、市場への影響が十分に考慮されたとはいいがたい。</p> <p>このような法制とすることによって、SECへの反対意見が危惧していたように、極めて強い萎縮効果等が生まれることになることは明白である。</p> <p>したがって、制限の対象を明確化かつ制限的にした文言となるよう、再考されるべきである。</p>	
72	<p>令第14条の6第2項の主観的目的要件のうち、デリバティブのポジションを示して重要提案行為等を行う目的については、取引相手方からの株券等取得の目的や取引相手方の議決権行使への影響の目的と併せ持って初めてガバナンスの観点からも意味をなすものなので、当該目的要件単独で開示対象とするのは不合理ではないか。</p>	<p>令第14条の6第2項は上記No.46及びNo.47への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>頂いたご意見については、貴重なご意見として承ります。なお、現金決済型エクイティ・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」を有していると評価することができるとともに、実質的に制度を潜脱する効果を有する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考えられるところ、同項第2号は、かかる趣旨を踏まえ、現物を取得しない場合であっても、株券等の発行者に対して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を有する場合には、「経営に対する影響力」を及ぼし得るものであり、実質的に制度を潜脱する効果を有することからこれを規定するものです。</p>
73	<p>令第14条の6第2項では、政令で定める目的として「当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす目的」が規定されているが、「議決権に影響を及ぼす」とは具体的にどういう意味か。</p> <p>TOB等WG報告では「取引の相手方が保有する株券等に係る議決権行使に一定の影響力を及ぼすことを目的とするもの」と記載されていたが、議決権の行使に影響を及ぼす行為以外にも規制を課すことを企図しているということか。</p>	<p>令第14条の6第2項は上記No.46及びNo.47への回答に記載のとおり修正いたしました。</p> <p>「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）を有するかは、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ますが、例えば、議決権の行使又は不行使、議決権行使の内容に影響を及ぼす目的を有する場合には、これに該当するものと考えられます。</p>

74	<p>法・令の施行前から存在する現金決済型デリバティブ取引のロングポジションが、法第 27 条の 23 第 3 項第 3 号に該当し、その結果として株券等保有割合が 5%超となる場合や 1%以上増加する場合、どの時点で大量保有報告義務や変更報告義務が発生するのか。</p>	<p>現行法に基づき算出される株券等保有割合と改正法に基づき算出される株券等保有割合の差については、改正法の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ます（改正法附則第 5 条前段）。その結果、施行日において株券等保有割合が 5%超となり、又は株券等保有割合が 1%以上増加する場合には、施行日に大量保有報告書又は変更報告書の提出義務が発生すると考えられます。</p>
<p><b>▼ デリバティブ取引の原資産である株券等の数の計算方法（大量保有府令第 3 条の 3 関係）</b></p>		
75	<p>大量保有 Q &amp; A 等で各号における計算方法の具体例を示していただきたい。</p>	<p>デリバティブ取引の原資産である株券等の数は、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りますが、大要、以下の計算方法によることとなります。</p>
76	<p>デリバティブの計算方法について、各号いずれもどのようなデリバティブを想定しているのか、どの程度の数値になるのか等が、文言上だけではわかりづらく、5 営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない提出者にとって大きな負担になり得ると思われる。このため、（一部大量保有 Q &amp; A に記載があるものの）明確化の観点より、具体的かつわかりやすい説明を、概略図をそえて大量保有 Q &amp; A 又はその他の方法にて記載いただきたい。</p>	<p>①現実数値と約定数値の差に基づいて算出される金銭の授受を約するデリバティブ取引  保有者とみなされる株券等の数は、約定数値と現実数値との差を乗ずることにより授受を約する金銭の額が算出される値又はこれに類似する値となります。</p> <p>[計算式]</p> <p>（授受を約する金銭の額）＝（保有者とみなされる株券等の数）×（約定数値と現実数値との差）</p>
77	<p>「約定数値と現実数値との差を乗ずることにより授受を約する金銭の額が算出される値」とあるが、これは差金決済額について、現実数値にかかる株価によって割った株数を計上する、という理解で正しいか。</p>	<p>②当事者が元本として定めた金額について、金融商品の利率等又は約定期間における金融指標の変化率等に基づいて算出される金銭の授受を約するデリバティブ取引  保有者とみなされる株券等の数は、当該取引における変化率の算出に係る約定期間開始時の当該金融商品の利率等又は金融指標と当該約定期間終了時の当該金融商品の利率等又は金融指標との差を乗ずることにより授受を約する金銭の額が算出される値又はこれに類似する値となります。</p> <p>[計算式]</p> <p>（授受を約する金銭の額）＝（保有者とみなされる株券等の数）×（約定期間開始時の当該金融商品の利率等又は金融指標と当該約定期間終了時の当該金融商品の利率等又は金融指標との差）</p>
78	<p>「当該取引における変化率の算出に係る約定期間の開始時の当該金融商品の利率等若しくは金融指標と当該約定期間の終了時の当該金融商品の利率等若しくは金融指標との差を乗ずることにより授受を約する金銭の額が算出される値」とあるが、これは差金決済額について、当該約定期間の終了時の金融指標にかかる株価によって割った株数を計上する、という理解で正しいか。</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、現金決済型エクイティ・デリバティブ取引</p>
79	<p>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し、一定の目的をもつ者</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、現金決済型エクイティ・デリバティブ取引</p>

<p>が「保有者」とみなされ（「3号保有者」）（法第27条の23第3項第3号、令第14条の6第2項）、大量保有府令第3条の3各号に規定されるデリバティブ取引の類型に応じた算出方法に従って算出した株券等の数を、保有する株券等として認識する必要があることとなったが、これは、3号保有者についてのみ適用されるものであり、法第27条の23第3項第2号に該当する者（「2号保有者」）（投資一任契約等に基づいて投資権限を有する者）には適用されない、と理解している。</p> <p>すなわち、3号保有者の定義（法第27条の23第3項第3号）から、同項第2号に該当する者は除外されているため、2号保有者が3号保有者を兼ねることはない。よって、2号保有者が、投資一任契約等に基づく投資権限の行使として現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引を行った場合であっても、大量保有府令第3条の3各号に従って株券等の数を算出した上で、保有する株券等として認識する必要はない、と理解している。この理解でよいか、ご教示頂きたい。</p>	<p>に係る株券等について法第27条の23第3項第2号の保有者に該当する場合、同号に規定する投資権限を有する株券等については大量保有府令第3条の3各号に従って株券等の数を算出する必要はないと考えられます。他方、投資一任契約等に基づく投資権限の行使として現金決済型エクイティ・デリバティブ取引を行う者であっても、投資権限を有しない株券等について法第27条の23第3項第3号の保有者に該当する場合、当該株券等については、大量保有府令第3条の3各号に従って株券等の数を算出する必要があります。</p>
<p>80 法第27条の23第3項、大量保有府令第3条の3第8号の最後の括弧書きの文言「当該金融商品を授受することを約している場合にあっては、当該算出される値から当該授受をする金融商品の数を控除した値」について</p> <p>トータルリターンズワップのロングポジションの地位にある者が、金銭の授受とあわせて「金融商品を授受することを約する」場合には、当該金融商品の株券等保有割合の計算においては、法第27条の23第3項ただし書、大量保有府令第3条の3第8号ではなく、法第27条の23第3項本文かつこ書の「その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者」で捕捉されるという理解で良いか。</p> <p>例えば、TRSにおいて、特定株式の一定期間の変動価額と100を乗じた金銭の額を当該期間終了時にロングポジションの保有者が授受すること、及び、約定期間終了時にロングポジションの保有者が当該株式100個を授受するという約定であれば、当該保有者は、TRS締結時に、金商法第27条の23第3項本文かつこ書の「その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者」として、100株を保有しているという計算となり、他方大量保有府令第3条の3第8号に基づき算出さ</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、金銭及び金融商品の授受を約する取引においては、金融商品の授受に係る部分については法第27条の23第3項本文の保有者として、金銭の授受に係る部分については同項第3号の保有者として株券等の数を計算の上、これらを合算した数について保有者となるものと考えられます。</p>

	れた数は0株となるという理解で良いか。	
81	<p>法第27条の23第3項は、第3号に掲げる者について内閣府令で定める計算方法により算出される数の株券等について保有者となる旨定め、第3号では、「株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有する者」と定めている。同号は、「権利を有する者」とのみ規定しており、デリバティブ契約でいわゆるロングポジションを保有する当事者、ショートポジションを保有する当事者のいずれであるのかについて特段の限定がないが、大量保有府令第3条の3各号はいずれもいわゆるロングポジションの保有者についてしか規定していないことから、法第27条の23第3項第3号の「株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有する者」は、デリバティブ契約のロングポジションの保有者のみを意味すると理解してよいか。</p>	<p>ご理解のとおり、いわゆるロングポジションの保有者のみが法第27条の23第3項第3号の保有者に該当し得ると考えられます。</p>
<b>(3) みなし共同保有者の範囲の見直し (大量保有府令第5条の3関係)</b>		
82	<p>ある会社にとって、その親会社、兄弟会社、子会社、孫会社等の代表者等は、みなし共同保有者とはならないと理解しておりますが、仮に、この理解が誤っており、ある会社にとって、その親会社、兄弟会社、子会社、孫会社等の代表者等も、みなし共同保有者となる場合には、TOB等WG報告16頁において提言されていた、資本関係がある場合でも当局の承認を得ること等によって共同保有者から除外される制度の導入が見送られたことと相俟って、金融グループにおけるみなし共同保有者の範囲が極めて広くなり、実務対応に困難が生じられると思われるため、見直しいただくことを希望します。</p> <p>大量保有府令第5条の3第2号・第3号が金融グループに適用されると、金融持株会社及びその国内外の子会社が全て共同保有者とみなされるにとどまらず、当該各社の代表者等全員が共同保有者とみなされ(同条第2号)、さらには、当該各社の代表者等が自身の資産管理会社その他の会社の代表者等を兼務する場合には、当該個人の資産管理会社等までもが共同保有者とみなされることになると考えられます(同条第3号)。</p> <p>また、日々多数の銘柄の取引を行う金融グループ各社において、「当該会社による株券等の取得、処分又は管理に係る業務を執行する役員」(同条第2号)は、対象銘柄、案件・業務内容等により区々となり得るため、大量保有報告の対象となる</p>	<p>大量保有府令第5条の3第2号につきましては、ご意見を踏まえ、以下のとおり修正いたしました。</p> <p>(特別の関係)  <small>第五条の三 令第十四条の七第一項第三号に規定する内閣府令で定める関係は、次に掲げる関係とする。</small></p> <p>一 (略)</p> <p>二 会社(前条各号に掲げる者(その保有する株券等について法第二十七条の二十六第一項に規定する重要提案行為等を行うことを保有の目的としない者に限る。)を除く。次号において同じ。)と当該会社の代表者等(当該会社を代表する役員及び当該会社による株券等の取得、処分又は管理に係る業務を執行する役員をいい、相談役、顧問その他いかなる名称を有する者であるかを問わず、当該会社に対し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。同号において同じ。)との関係</p> <p>三～六 (略)</p>

	<p>個々の銘柄ごとに誰が「代表者等」に該当するのか逐一確認・把握することに実務上困難が生じるとともに、該当者の範囲も大きく広がり得ると思われれます。</p> <p>しかしながら、大量保有報告制度の趣旨に鑑みても、金融グループを構成する各社が日々の業務上の取引の過程で保有する株券等と、当該各社の代表者等が個人的に保有する株券等とは、特に、重要提案行為等を目的としない場合には、共同保有とみなすべき関係にあるとは思われません。また、各社の代表者等個人のプライバシーの観点からも支障があると思われれます。</p> <p>そのため、例えば、金融商品取引業者等が重要提案行為等を目的とせずに保有する場合には、同条第2号・第3号の適用を除外するなどの修正を希望します。</p>	
83	<p>今回の改正案では、法第27条の23第6項に規定する特別な関係に「会社と当該会社の代表者等との関係」及び「会社の代表者が他の会社の代表者等である場合における当該会社と当該他の会社との関係」が含まれている。</p> <p>当該会社が第一種金融商品取引業者、投資運用業者又は信託銀行である場合、株券等の保有割合は日々、変動することが想定される。また、その代表者等が個人として保有する株券等の売買の状況や保有割合については、本人からの申告を受けなければ把握できない。本人からの申告の証跡としては証券会社が発行する取引残高報告書があるが、これの発行頻度は短くても月次であり紙又はPDFでの発行である。このように、いくつものグループ会社を抱える金融グループにとっては保有比率を適時に把握できないという技術的な困難さがある。</p> <p>投資運用業者、第一種金融商品取引業者、信託銀行等の金融機関においては利益相反管理の観点から株式等の売買には誓約書への署名又は個別の取引を行う際に事前承認を求めることがほとんどと認識しており、代表者等が共同保有者として会社の意に沿って株式等を売買したり、議決権を行使することはないと考える。</p> <p>代表者等がグループ外の他の会社の代表者等を兼務するためには、事前にグループ内の承認を得る必要があり、兼務するグループ外の他社の業務執行には関与しないことが条件となること</p>	

	<p>多い。また、他の会社の株式保有状況を自社の保有状況と日々合算するという技術的な問題もある。</p> <p>このような事情から大量保有府令第5条の3第2号及び第3号の「会社」から第一種金融商品取引業者、投資運用業者及び信託銀行を除くことはできないか。</p>	
84	<p>大量保有府令第5条の3第2号について、共同保有者全員の報告書を一括にまとめて連名で提出するに当たり、報告書の提出者にとっては共同保有者に当たらないが、提出者の共同保有者にとっては共同保有者に当たる者についてまで、何らかの形で報告書に記載しなければならないということであれば、金融グループにおいて、報告対象となる者の範囲が極めて広くなり、実務対応に困難が生じると思われるため、見直していただくことを希望します。</p> <p>また、報告書の提出者にとっては共同保有者に当たらないが、提出者の共同保有者にとっては共同保有者に当たる者が存在する場合に、共同保有者全員の報告書を一括にまとめて連名で提出することが認められず、それぞれ別々に株券等保有割合を算出し、報告書を提出しなければならないということであれば、なおさら、金融グループにおいて、報告書提出の実務対応に困難が生じると思われるため、見直していただくことを希望します。</p>	
85	<p>大量保有報告制度では、事務負担を考慮して特例報告制度が設けられており、特例報告制度適用者は既に相当数の頻度をもって報告書提出を行っている。</p> <p>大量保有府令第5条の3第2号において、新たにみなし共同保有者に「会社と当該会社の代表者等」の関係が追加されることで、当該代表者等個人の保有株券等についても合算管理が必要となり、多大な実務負担が想定される。</p> <p>本改正に伴い、当該代表者等が保有する個人金融資産の日次確認事務が発生し、報告書提出義務が発生してから報告期限まで5日間しかないことを踏まえると、業務執行等へ支障をきたしかねない。</p> <p>法第27条の26第1項および大量保有府令第11条に規定される特例対象株券等の保有者は、「会社」から除外すべきではないか。</p>	

	<p>また、第一種金融商品取引業者は、株券等の取得、処分又は管理を業として行うものであり、そもそも代表者等の保有株数等と合算する必要性に欠ける。</p> <p>大量保有府令第5条の3第4号口においては投資運用業者に対して業として株券等の取得を行うことを要請するものが除外されているところ、これとの平仄から、少なくとも「会社」から第一種金融商品取引業者を除外すべきではないか。</p> <p>仮に、「会社」から特例対象株券等の保有者又は第一種金融商品取引業者を除外できないとしても、上記のとおり、第一種金融商品取引業者は、株券等の取得、処分又は管理を業として行っていることにかんがみて、少なくともこれらの業務を執行する役員の保有株式等は除外していただきたい。</p>	
86	<p>みなし共同保有者の範囲の拡充として、態様保有府令第5条の3に、「会社と当該会社の代表者等…との関係」(第2号)及び「会社の代表者等が他の会社の代表者等である場合における当該会社と当該他の会社との関係」(第3号)の追加がなされているが、会社の代表者の個人投資と会社の利害や株式保有方針が必ず一致するとは限らず(グループの子会社の代表者の場合は特にそのような疑問が強まるが、グループのトップであっても同様)、形式的にすべてみなし共同保有者とすることは行き過ぎではないかと思われる。特に外国に本拠を有するグループ会社においては、代表者の具体的な個人資産の開示が求められることに抵抗感があるケースもありうるし、グループ会社の共同保有者を一括して報告している場合において、大量保有者ごとに共同保有者が違うことになることを前提に既存の報告システム等を大幅に見直す必要が生じる可能性がある。実際にみなし共同保有者となるケースは稀であろうが企業グループにおいては新たな管理が要求されることになるので実務上の影響は無視できない。免除要件を設けることをご検討いただくか、又は、大量保有Q&amp;A等において、例えば「会社の代表者が会社と意を通じて株式保有する場合や、代表者が兼任していることに乗じて兼任先の他の会社をして株式保有をさせるような場合については、法第27条の23第5項に該当することがあることに留意する必要がある。」と明らかに</p>	

	<p>する方法で、複数の投資家による潜脱的な報告書不提出など、市場の公正性を脅かしかねない事例に対応することをご検討いただけないか。</p>
87	<p>「みなし共同保有者」として、大量保有府令第5条の3第1号から第6号が新設されているが、これは大量保有報告書制度の実効性の確保の観点から、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もの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や、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脅かし事例等の等への対応が趣旨と理解している。かかる趣旨に鑑み、同府令第5条の3第2号及び第3号における「会社」が、重要提案行為等を保有の目的としない金融商品取引業者等である場合については、適用除外としていただきたい。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とって、かかる情報の把握及び管理のためのシステム的な負担が大きくなるだけでなく、特例報告制度利用のための要件である「みなし共同保有者」の事前の「基準日の届出」等の人的負担が大きくなることに留意いただきたい。</p>
88	<p>みなし共同保有者に追加される「会社と当該会社の代表者等（当該会社を代表する役員及び当該会社による株券等の取得、処分又は管理に係る業務を執行する役員等）との関係」についてコメントしたい。</p> <p>今回の改正で、会社の代表者等がみなし共同保有者に追加される。現状では役職員個人の株式保有残高を会社の実務担当者がリアルタイムに捕捉する態勢が未整備であり本人申告に頼らざるを得ないことから、特に大規模金融グループのように役員が多数かつ共同保有者である子会社が多数の場合は「会社の代表者等」の定義次第では個人の株式保有残高の合算対象が膨れ上がり、これらの保有状況を期限までにタイムリーに確認することが実務上困難である。さらに、例え会社の代表者等であっても個人の株式保有状況を会社が把握することは、プライバシー保護の観点からも配慮が必要であり、みなし共同保有者の範囲は慎重に検討する必要がある。</p> <p>議決権行使における共同性という観点からは、自社の株式を多数保有するオーナー会社等の場合、会社の意思と代表者等の意思が一致する、つ</p>

	<p>まり議決権行使における共同性が高いと考えられる。かかる場合に法令潜脱を防止する趣旨から、みなし共同保有者に会社の代表者等を追加することに異論はない。しかし、大規模な金融グループにおいては、会社の意思（取締役会の決定等）と代表者等の意思は必ずしも一致せず、議決権行使における共同性が当然に認められるわけではない。このような状況において、一律に共同保有者を拡充することは、市場の公正性確保という目的に照らして過剰な実務負担となり得る。</p> <p>従って、議決権行使における共同性という観点から、自社株の保有比率に応じて、共同保有者の取り扱いを変えることが合理的である。具体的には、会社の代表者等が、自社の株式を一定以上（1%以上など）保有する場合にのみ、当該会社の代表者等をみなし共同保有者に追加する取り扱いとしていただきたい。</p>	
89	<p>会社と「会社の代表者等」が意図せず同一の株式を保有する場合には法の潜脱ではないという取り扱いを明確にする趣旨から、役員が大量保有報告の提出者と「共同行為の合意」をしない旨の明確な合意がある場合は、みなし共同保有者から除外していただきたい。</p>	
90	<p>大量保有府令第5条の3第2号により会社の代表者等がみなし共同保有者に追加されたところ、複数の会社の役員を兼務する者がいる場合、当該役員及び当該複数の会社がみなし共同保有者になるが、各主体の元々の共同保有者をあわせれば関係の薄い者が共同保有者になる可能性があり、提出事由が発生したかのモニタリングが著しく困難になる。改正府令第5条の3第2号及び第3号は加えるべきではない。</p>	
91	<p>大量保有府令第5条の3第2号の「会社を代表する役員」について、「代表取締役」「代表執行役」等役職に「代表」が表示される者は、社長に限定されず全員が対象となるか。代表役員が複数名いる場合の取扱いを確認したい。</p>	<p>社長等の役職にかかわらず、会社の代表権を有する役員は「当該会社を代表する役員」（大量保有府令第5条の3第2号）に該当します。代表権を有する役員が複数存在する場合には、その全てが「当該会社を代表する役員」に含まれると考えられます。</p>
92	<p>「代表者等」の定義に含まれるものとして、「当該会社を代表する役員」が挙げられています。外国企業の場合、日本企業の代表取締役に相当する役職の役員が必ずしも設置されていない場合がございますが、どのような権限を保有する場合「当該会社を代表する役員」に該当することにな</p>	<p>大量保有府令第5条の3第2号の「当該会社を代表する役員」とは、会社法上の代表取締役に相当する者に限らず、当該会社の代表権を有する役員を指すものと考えられ、具体的には当該外国企業の設立準拠法の解釈に委ねられます。</p>

	るか、要件を明確化頂きたく存じます。特に、外国企業において、日本企業の代表取締役役に相当する役職の役員が設置されていない場合、「当該会社を代表する役員」自体は該当なしという扱いで良いのかご確認頂きたく存じます。	
93	大量保有府令第5条の3第2号の「株券等の取得、処分又は管理に係る業務を執行する役員」とは、当該業務を行う部署を所管する役員であれば足りると理解して良いか。例えば、取得、処分の決定に係る取締役会を構成する取締役の全員や当該決定に係る稟議等が回付される役員全員が対象となるものではないことを確認したい。	個別具体的な事案を踏まえて判断すべきものと考えられますが、通常は、株券等の取得、処分又は管理に係る業務を分掌する者は、「株券等の取得、処分又は管理に係る業務を執行する役員」（大量保有府令第5条の3第2号）に該当するものと考えられます。
94	大量保有府令第5条の3第2号の「代表者等」の定義について、「当該会社を代表する役員及び当該会社による株券等の取得、処分又は管理に係る業務を執行する役員」がいる場合には、かかる役員が実質的に機能していないような例外的な場合を除き、当該会社の役員以外の者は原則として「代表者等」に該当しないという理解でよいか、要件を明確化頂きたく存じます。	他に「当該会社を代表する役員及び当該会社による株券等の取得、処分又は管理に係る業務を執行する役員」（大量保有府令第5条の3第2号）がいる場合であっても、個別具体的な事案に即し、これらの役員と同等以上の支配力を有すると認められる者については、「代表者等」に該当することは否定されないと考えられます。
95	大量保有府令第5条の3第2号の「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」とは、どのような者を想定しているか。また、「支配力を有するもの」とはどのような状態にあることを指すか。具体的な事例や判断基準等について確認したい。	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す。「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」（大量保有府令第5条の3第2号）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ものと考えられます。
96	大量保有府令第5条の3第2号の「代表者等」の定義について、「当該会社に対しこれらの役員と同等以上の支配力を有する」とはどのような事実に基づき判断されるか	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ます。
97	大量保有府令第5条の3第2号について、「代表者等」に含まれる者が「支配力」という抽象的な基準によって画かれているため、具体的に本号に該当するかの判断が困難であり、5営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない提出者にとって大きな負担になり得ると思われる。このため、明確化の観点より、本号の「代表者等」として典型的に想定される者がいかなる者であるかの説明を、大量保有Q&A又はその他の方法にて記載いただきたい。	
98	大量保有府令第5条の3第2号の「代表者等」の定義にある「これらの役員と同等以上の支配力」とは、自分の上に決裁者がいない程度の高位者であることを想定したものであり、例えば部長	

	<p>以下の従業員を含むものではないと考えてよいか。</p> <p>本社の部長級が子会社・関連会社の役員を兼務する例は多く、「代表者等」の範囲が広がりすぎると、必要以上に共同保有者／管理対象の範囲が広がり、下位の役職者についてまでも管理対象とすることは保有者にとって管理負担が多くなるという弊害があると思われる。</p>	
99	<p>大量保有府令第5条の3第2号及び第3号における「代表者等（当該会社を代表する役員及び当該会社による株券等の取得、処分又は管理に係る業務を執行する役員をいい、相談役、顧問その他いかなる名称を有する者であるかを問わず、当該会社に対し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。）」とは、代表権及び株券等の取得等に係る業務執行権限を有さず、取締役会における議決権のみを有している取締役も含むのかご教示いただきたい。</p>	
100	<p>大量保有府令第5条の3第2号の「代表者等」の定義について、当該会社の役員以外の者であっても、当該会社に対しこれらの役員と同等以上の支配力を有する者は「代表者等」に該当するという理解で良いか</p>	<p>ご理解のとおりです。</p>
101	<p>大量保有府令第5条の3第2号において、会社と当該会社の代表者等との関係にある場合に共同保有者と「みなす」（法第27条の23第6項、令第14条の7第1項第3号）こととされていますが、当該会社の親会社、兄弟会社、子会社、孫会社等の代表者等は、みなし共同保有者とはならないという理解でよろしいでしょうか。</p> <p>上記の理解で正しい場合、例えば、A社の親会社B社、兄弟会社C社、子会社D社、A社の代表者甲、B社の代表者乙、C社の代表者丙、D社の代表者丁が存在し、兼務関係はないというケースにおいて、下記の理解でよろしいでしょうか。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. A社にとって、みなし共同保有者となるのはB社、C社、D社及び甲であり、乙、丙及び丁はみなし共同保有者とはならない。</li> <li>2. B社にとって、みなし共同保有者となるのはA社、C社、D社及び乙であり、甲、丙及び丁はみなし共同保有者とはならない。</li> <li>3. C社にとって、みなし共同保有者となるのはA社、B社、D社及び丙であり、甲、乙及び丁はみなし共同保有者とはならない。</li> </ol>	<p>ご理解のとおり、会社の代表者等と当該会社と資本関係のある会社は、別途、令第14条の7第1項各号又は大量保有府令第5条の3各号に掲げる関係のいずれかに該当しない限り、いわゆるみなし共同保有者に該当しません。</p> <p>なお、報告書の提出者にとっては共同保有者に当たらないが、提出者の共同保有者にとっては共同保有者に当たる者が存在する場合に、これらの者も含めて全員分の報告書を連名方式により一つにまとめて提出することはできないと考えられます。</p>

	<p>4. D社にとって、みなし共同保有者となるのはA社、B社、C社及び丁であり、甲、乙及び丙はみなし共同保有者とはならない。</p> <p>5. 甲にとって、みなし共同保有者となるのはA社であり、B社、C社、D社、乙、丙及び丁はみなし共同保有者とはならない。</p> <p>6. 乙にとって、みなし共同保有者となるのはB社であり、A社、C社、D社、甲、丙及び丁はみなし共同保有者とはならない。</p> <p>7. 丙にとって、みなし共同保有者となるのはC社であり、A社、B社、D社、甲、乙及び丁はみなし共同保有者とはならない。</p> <p>8. 丁にとって、みなし共同保有者となるのはD社であり、A社、B社、C社、甲、乙及び丙はみなし共同保有者とはならない。</p> <p>上記の理解で正しい場合、誰を主体として考えるかにより、共同保有者の範囲が異なり、株券等保有割合もそれぞれ異なることとなると思われますが、共同保有者全員の報告書を一つにまとめて連名で提出するとき、共同保有者の記載や株券等保有割合の記載等について、具体的にどのように記載すべきでしょうか。様式等において明確化していただくことを希望します。</p>	
102	<p>大量保有報告において、前回報告のみなし共同保有者については、委任状の添付が必要となる。個人をみなし共同保有者とした場合は、委任状についても実務上以下の課題がある。</p> <p>金融商品取引業者等の代表者等が退任した場合、1%以上保有している場合は、「共同保有者の減少」を理由とする変更報告書を提出するため、当該「会社の代表者等」の委任状が添付される。一方、保有が1%未満の保有の場合は、「共同保有者の減少」を理由とする変更報告書は提出できず、重要な事項の変更が発生する時に変更報告書を提出し、そのタイミングで委任状の添付が必要となる。結果的に退任後長期間経過した代表者等から銀行持株会社に委任状を提出してもらう必要が生じる（状況次第では、提出できない事態も想定される）。従って、潜脱的な報告書等の不提出の蓋然性が低い代表者等に関しては、みなし共同保有者から除外いただきたい。仮に、除外できない場合は委任状を添付できない場合の取り扱いをお示しいただきたい。</p>	<p>会社の代表者等の単体の株券等保有割合が1%未満の場合、当該会社においては共同保有者の減少を理由とする変更報告書の提出は不要と考えられますが（令第14条の7の2第1項第2号）、その場合においても当該会社の単体の株券等保有割合が1%以上であれば、代表者等においては、退任により単体の株券等保有割合が1%以上の共同保有者が減少することになるため、変更報告書の提出が必要と考えられます。その後、当該会社に変更報告書を提出する場合には、当該代表者等と連名で提出するものではないため、退任済みの代表者等の委任状は不要であると考えられます。</p>
103	<p>「当該資金を供与した者が、当該資金の供与を</p>	<p>金融機関等から融資を受ける際に、契約上、当</p>

<p>受けた者に対し、当該資金を充てて…株券等を取得することの要請…をした場合」(大量保有府令第5条の3第4号柱書)とは、資金の供与者が主体的に当該株券等の取得を企図しているような場合を指すとの理解でよいか。</p> <p>例えば、資金の供与を受ける者が主体的に当該株券等の取得を企図しているような場合には、仮に、当該株券等の取得資金に充当することを前提とした資金の供与(融資、出資等)を第三者から受け、当該資金の供与を受ける者が当該資金の供与者(貸付人、出資者等)に対して当該資金を当該株券等の取得に充てる義務を負っている場合であっても、当該資金の供与者は当該資金の供与を受ける者に対して「株券等を取得することの要請」を行っていることにはならないとの理解でよいか。</p> <p>例えば、金融機関が買取者に対して買取ローンを貸し付けるような場合は特段問題視されるべきものではないところ、かかる行為によって共同保有関係が形成されるおそれがあるとの疑義が生じ、正当な経済活動に萎縮効果が生じないようにするため、「当該資金を供与した者が、当該資金の供与を受けた者に対し、当該資金を充てて…株券等を取得することの要請…をした場合」の意義を明確化すべきである。</p>	<p>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…をした場合」(大量保有府令第5条の3第4号柱書)には該当するものではないと考えられます。</p>
<p>104 プライム・ブローカレッジ業務において、プライム・ブローカーが投資家顧客に株式取得資金として貸し付けを行うことがあるが、投資家顧客が取得する銘柄・数量等を決定しプライム・ブローカーはそれに応じて貸し付けを行い、株式取得が行われる場合、大量保有府令第5条の3第4号の「要請」には当たらず、プライム・ブローカーと投資家顧客はみなし共同保有者に当たらないとの理解でよいか。</p>	
<p>105 第一種金融商品取引業者は、顧客の要請に基づき自己勘定で株券等を取得し、当該株券を顧客に売却する行為を業として行っている。例えば、VWAPで株券を取得したい顧客の要請に基づき第一種金融商品取引業者が自己勘定で株券を取得し、当該顧客に当該株券を終日VWAPに基づく価格で売却する取引(日々売却する場合と取引期間満了後に一括売却する場合がある)等がある。</p> <p>大量保有府令第5条の3第4号口においては投資運用業者に対して業として株券等の取得を行</p>	<p>大量保有府令第5条の3第5号につきましては、ご意見を踏まえ、以下のとおり修正いたしました。</p> <p>(特別の関係)  <small>第五条の三 令第十四条の七第一項第三号に規定する内閣府令で定める関係は、次に掲げる関係とする。</small>  <small>一～四 (略)</small>  <small>五 株券等を取得することの要請(法第二条第九項に規定する金融商品取引業者(第一種金融商品取引業(法第二十八条第一項に規定する第一種金融商品取引業をいう。以下この号において同じ。))を行う者に限る。)</small>又は外国の法令に準拠して外国において第一</p>

	<p>うことを要請するものが除外されているところ、これとの平仄から、第一種金融商品取引業者が、顧客の要請に基づき取得後速やかに当該顧客に譲渡する目的を持って業として株券等を取得する場合は、除外していただきたい。</p>	<p>種金融商品取引業と同種類の業務を行う者に対して第一種金融商品取引業又はこれと同種類の業務として当該株券等の取得を行うことを要請するものを除く。)をした者と当該者に当該株券等を譲渡する目的をもって当該要請に基づいて当該株券等を取得した者との関係</p> <p>六 (略)</p>
106	<p>顧客と、顧客の買注文を受けて法第2条第8項第1号から第3号までの行為を行う証券会社とは、大量保有府令第5条の3第4号及び第5号の関係には立たないと考えてよいか。</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、証券会社が、顧客の委託を受け、顧客の計算において株券等を買付けの場合、実質的には当該顧客が当該株券等を取得するものであり、当該証券会社が取得するものではないため、通常、大量保有府令第5条の3第4号及び第5号に規定する関係に該当するものではないと考えられます。</p>
107	<p>いわゆるトータル・リターン・スワップ契約に関する大量保有Q&amp;A問14が削除されている。改訂前の大量保有Q&amp;A問14で想定されていた、以下の1. 2. に該当する関係にある場合、証券会社と顧客は大量保有府令第5条の3第4号及び第5号の関係には立たないと考えてよいか。</p> <p>1. DMAにより顧客のロングポジションの取得と証券会社のヘッジ取得が不可分に結びついている場合</p> <p>2. 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</p>	<p>いずれも個別具体的な事案に即して判断されるものと考えられますが、1. については、ダイレクト・マーケット・アクセス取引により証券会社はその意思を介在することなくヘッジ取得を行う場合には、通常、証券会社に対して「株券等を取得することの要請」がされておらず、大量保有府令第5条の3第4号及び第5号に規定する関係に該当するものではないと考えられます。</p> <p>また、2. については、デリバティブ取引に係る契約上、単に現物決済となる可能性があるにとどまる場合には、当該契約を締結することのみでは、通常、「株券等を取得することの要請」がされている場合に該当せず、大量保有府令第5条の3第4号及び第5号に規定する関係に該当するものではないと考えられます。</p>
108	<p>「みなし共同保有者」として、大量保有府令第5条の3第1項第5号が新設されているが、スワップ取引を発注した者と、その指示の結果ヘッジで現物株を取得した者との関係において、「株券等を譲渡する目的をもって」取得したかどうかは、どのように判断されるのか。</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、株券等を取得することの要請を受けた者が、当該要請に基づいて当該株券等を取得する際に、当該要請をした者に当該株券等を譲渡する目的を有している場合には、共同保有者に該当することとなると考えられます。なお、デリバティブ取引に係る契約上、単に現物決済となる可能性があるにとどまる場合には、通常、当該契約を締結することのみでは、「株券等を取得することの要請」はされておらず、大量保有府令第5条の3第5号に規定する関係に該当するものではないと考えられます。</p>
109	<p>実務において複数の株主が意見交換をする場合、どの株主が「要請」し、どの株主が「実行」するかは必ずしも明確でないことが考えられま</p>	<p>第1段落については、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</p>

<p>す。株主同士の意見交換の結果たまたまある株主が重要提案行為を実行したにも関わらず、当該意見交換において「要請」があったとして共同保有とみなされるリスクがあることは株主同士の有意義な意見交換を萎縮させかねません。本改正はいわゆるウルフバックに対する懸念に対処するものであり、株主同士の建設的な意見交換を妨げる意図はないものと理解しています。したがって、大量保有府令第5条の3第6号における「要請」とは単に先立って意見交換をするだけではなく、およそ当該要請がなければ当該重要提案行為等を行わなかったと言えるほど明確な要請である、または当該重要提案行為において実行者はあたかも要請者の操り人形とみなされる関係にあるなど、「要請」の定義や様態を明確化していただくことを望みます。</p> <p>また、「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）においては、「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」や、「『他の投資家』との話し合い等において、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」は実質的共同保有者に該当しないとの解釈指針が示されていますが、これらの場合は本号に基づくみなし共同保有者にも該当しないことを明確にさせていただきますようお願いいたします。</p>	<p>るのであれば、通常、重要提案行為等を行うことの「要請」（大量保有府令第5条の3第5号）はされていないものと考えられます。</p> <p>第2段落については、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や、他の投資家との話し合い等の場において、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場合は、大量保有府令第5条の3第6号との関係においては、「重要提案行為等を行うことの要請」があったとはいえないものと考えられます。</p>
<p>110 重要提案行為等を行うことの要請（投資一任契約等に基づく投資権限に基づく指図を除く）をした者と当該要請に基づいて当該重要提案行為等を行った者（大量保有府令第5条の3第6号）はみなし共同保有者になるが、これは、金融商品取引業者等が共同して「株主としての議決権その他の権利を行使すること」には該当しない重要提案行為等を行うことを合意した場合、実質共同保有者には該当しないが、みなし共同保有者には該当するということか。</p>	<p>法第27条の23第5項本文に規定する「共同して当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、又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を合意している場合」には同項により共同保有者に該当します。同項本文に規定する合意をしているとは認められない場合であっても、株券等の他の保有者との間で大量保有府令第5条の3各号に掲げる関係がある場合には、当該他の保有者は共同保有者とみなされることとなります。</p>
<p>111 大量保有府令第5条の3第5号に掲げる関係にある場合に共同保有者と「みなす」（法第27条の23第6項、令第14条の7第1項第3号）こととされているところ、「みなす」とは、ある事物と性質を異にする他の事物について、一定の法律関係において、その事物と同一視して、そのある事物について生ずる法的効果をその他の事物につい</p>	<p>法第27条の2第7項第2号及び第27条の23第5項本文の合意がされているかは、公開買付制度及び大量保有報告制度それぞれの制度趣旨に照らし、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ます。</p>

	<p>て生じさせることをいうとされています（法制執務研究会編『新訂ワークブック法制執務第2版』（2019年、ぎょうせい）751頁）。これを踏まえると、「株券等を取得することの要請をした者と当該者に当該株券等を譲渡する目的をもって当該要請に基づいて当該株券等を取得した者との関係」（大量保有府令第5条の3第5号）は、法第27条の23第5項の共同所有者には当たらないものの、今般の改正により、同条第6項において共同所有者と「みなす」こととしたという理解でよろしいでしょうか。</p> <p>そうだとすると、「株券等を取得することの要請をした者と当該者に当該株券等を譲渡する目的をもって当該要請に基づいて当該株券等を取得した者との関係」があったとしても、「共同して当該株券等を取得…することを合意」（法第27条の23第5項）には当たらないということになり、また、大量保有報告規制と公開買付規制の趣旨の違い等による解釈の違いはあり得るにせよ、これと同じ文言で定められている、公開買付規制における特別関係者の要件である「共同して当該株券等を取得…することを合意」（法第27条の2第7項第2号）にも、基本的には当たらないという理解でよろしいでしょうか。</p> <p>また、「株券等を取得することの要請をした者と当該者に当該株券等を譲渡する目的をもって当該要請に基づいて当該株券等を取得した者との関係」は、「共同して当該株券等を取得することを合意」に当たらないとしても、公開買付規制においては、「当該株券等の買付け等の後に相互に当該株券等を譲渡し、若しくは譲り受けることを合意」（法第27条の2第7項第2号）に当たり得ると考えられますが、大量保有報告規制においては、これと同様の合意がある場合を法第27条の23第5項の「共同所有者」として規定するのではなく、同条第6項において共同所有者と「みなす」こととしたのは、どのような理由によるものでしょうか。</p>	
112	<p>今般共同所有者の範囲の明確化について改訂が行われているが、TOB等WG報告書では、「一定の資本関係がある場合には、例えば、資産運用会社とその親会社である金融持株会社（及びその子会社）について、これらの者が別個独立に議決権行使等に関する判断を行う体制が整備されて</p>	<p>個別事案ごとに当局が実質的な判断を行っていわゆるみなし共同所有者から除外する制度の整備については、みなし共同所有者が一定の基準を満たす場合には一律に共同所有者として扱うものであることも踏まえて、慎重に検討する必要があることから、今回の改正には盛り込んでいな</p>

	<p>いるか否か等を考慮した上で、当局の承認を得ること等によって共同保有者から除外される制度とする」ことが課題として挙げられていたが、今回の改訂には反映されていないと認識している。当該課題については今後検討していくとの理解で良いか。</p>	<p>いものの、みなし共同保有者に係る規制の免除のあり方については引き続き検討して参ります。</p>
113	<p>みなし共同保有者の範囲が拡充されたことに伴い、「法第 27 条の 23 第 6 項関係」を新設し、みなし共同保有者に係る具体的な事例や判断基準等について解釈を示していただきたい。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
114	<p>実質的共同保有者の合意内容を記載することとされているが、みなし共同保有者の合意は記載する必要がないと整理されている。今般みなし共同保有者について、「代表者等」の中に「…同等以上の支配力を有するものと認められる者」が含まれたり、株券等の取得を要請しつつ、資金を供与した者も列挙されるなど、拡張されているが、大量保有報告書の内容として、単に共同保有者として列挙するのみではなぜ共同保有者となっているか、投資家には判別できないと思われる。また、財務局/金融庁も、どのようにみなし共同保有者に該当すると判断するか判然としない。上記の点について、どのように対応していくご想定であったかご教示いただきたい。</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、いわゆるみなし共同保有者に該当するか否かは、令第 14 条の 7 第 1 項各号及び大量保有府令第 5 条の 3 各号により、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されることとなります。</p>
<p><b>(4) 大量保有報告書の記載事項の明確化等</b></p>		
<p>▼ <b>【保有目的】欄（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)関係）</b></p>		
<p>▽ <b>重要提案行為等を現に行い又は行うことの予定（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)b 関係）</b></p>		
115	<p>重要提案行為等を「予定」している場合について、提出者におけるどのレベルの機関又は担当者において「予定」している場合に記載が必要となるのか不明確であることから、例えば、提出者における売買担当部署の一担当者が取得を決定したのみの場合はどうか、また、担当部署の部長や責任者のレベルで決定されたが社内の正式な決定にはなっていない場合はどうか、といったように、どのような決定があれば「予定」していることになるのか明確になるように記載いただきたい。</p>	<p>提案者が発行者に対して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ます。</p> <p>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ますが、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」と評価されると考えられます。他方、提出者において単に当該行為を行う可能性がある</p>
116	<p>投資家と発行会社とのエンゲージメントは流動的な性質があり、例えば、発行会社との議論の中で当初は想定していなかった重要提案行為等を行う場合も考えられる。また、発行会社の経営に懸念が生じて重要提案行為等を行う予定としたものの、その後短期間のうちに発行会社との間</p>	

	<p>で意見が一致することにより当該重要提案行為等の予定が消滅する場合などが考えられる。「予定」という文言は広範に解釈されうるが、流動的な状況において、逐一、重要提案行為等の具体的な内容の開示を行うと、投資者の誤解を招き、株価に不要なボラティリティを生じさせ、投資者保護に資さないと考えられる。「重要提案行為等(…)を(…)行うことを予定している場合」の「予定」の解釈について、可能性が低いものの可能性として必ずしも排除はできない場合には、「予定している」とされるのか。それとも、可能性が非常に高い場合にのみ「予定している」とされるのか。どの程度の確度があれば「予定している」と解釈されるのかご教示いただきたい。</p>	<p>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ます。</p>
117	<p>重要提案行為を行う可能性があるものの、「具体的に記載する」まで提案に係る内容、時期、条件、目的等が固まっていない場合は、未だ「重要提案行為を行う」には至っていないものとして、依然として特例対象株券等の保有者である金商品取引業者等の者は特例報告に依ることができる、との理解で差支えないか。</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、提出者において重要提案行為等に該当する提案の内容、重要提案行為等を行う時期等が決定されていない場合であっても、重要提案行為等を行うことを保有の目的としている場合には特例報告制度によることはできません（法第 27 条の 26 第 1 項）。なお、提出者において重要提案行為等を行うことを予定している場合は、通常、重要提案行為等を行うことを保有の目的としていると考えられます。</p>
118	<p>爾後重要提案行為を行う可能性はあるものの、一度は具体的なものとなった提案に係る内容、時期、条件、目的等を見直すこととなった場合には、「具体的に記載すること」ができなくなったものとして、「重要提案行為を行う」状況には該当しなくなるものと考えて差支えないか。</p>	<p>また、重要提案行為等を行うことを予定している場合には、大量保有報告書又は変更報告書の提出義務発生日時点で予定している当該行為の内容をできる限り具体的に保有目的欄に記載する必要があります（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10b)）。</p>
119	<p>既に提出された大量保有報告書又は変更報告書に記載された重要提案行為に係る具体的な内容、時期、条件、目的等の変更は、「大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更」に該当し、変更報告書の提出義務が生じることとなるか。</p>	<p>したがって、一時点において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と考えられます。</p>
120	<p>投資家が、特定の重要提案行為等を行う可能性が相応にあると考えて、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、その予定を開示したとしても、それはあくまで「予定」にすぎないため、必ずしもその予定を実行するとは限らない。他方で、株券の大量保有者が一定の重要提案行為等を「予定」している旨について具体的に開示を行うことによって、市場株価が</p>	<p>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ますが、重要提案行為等を行うことを予定しているとして報告義務発生日時点で予定している重要提案行為等の内容を大量保有報告書又は変更報告書に記載した場合には、その後の状況の変化等により結果として重要提案行為等を行わなかったことのみをもって遡って虚偽記載（法第 172 条の 8）や風説の流布</p>

	<p>反応して大きく上昇する可能性があるところ、結果として「予定」を実行しなかった場合に、その後取引を行ったとしても、風説の流布（法第 158 条）などの法令違反に該当しないことを明らかにしていただきたい。</p>	<p>（法第 158 条）に該当することにはならないと考えられます。</p> <p>なお、重要提案行為等を行うことを予定している旨を記載した大量保有報告書又は変更報告書を提出した後、当該予定がなくなった場合には、保有目的に変更があったことを提出事由とする変更報告書を提出することが必要となると考えられます。</p>
121	<p>重要提案行為に係る内容、時期、条件等をできるだけ具体的に記載することを求める背景は何か。重要提案行為欄の記載及びその変更により、予期せぬマーケット・インパクト（操縦的なものも含む）が生じる懸念はないか。</p>	<p>大量保有報告書の【保有目的】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、重要提案行為等を行う目的を有する場合の記載内容を明確化するものです。</p>
122	<p>大量保有報告書における「保有目的」欄の記載として「重要提案行為等を行うこと」といった記載事例が多く見受けられるが、具体的な提案行為の内容等が確定しておらず、抽象的な可能性があるに留まる場合は、本改正後においても従前と同程度の記載も許容されるとの理解で良いか。提案行為を行うか否か、また、その内容が確定する前に、「具体的な記載」を行った場合、一般株主を却ってミスリードすることが懸念される。</p>	<p>大量保有報告書又は変更報告書の提出義務発生日時点における保有目的をできる限り具体的に【保有目的】欄に記載する必要があると考えられます（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10 a)）。</p> <p>また、発行者に対して重要提案行為等を行う一定の蓋然性・具体性がある場合には、当該行為を行うことを「予定」しているものとして、提出義務発生日時点で予定している重要提案行為等の内容をできる限り具体的に【保有目的】欄に記載する必要がある（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10b)、令第 14 条の 8 の 2 第 1 項各号に掲げる事項の内容として具体的に予定しているものがある場合には、当該内容を【保有目的】欄に記載する必要があると考えられます。</p>
123	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(10b)の「重要提案行為等…の内容」及び「当該重要提案行為等の具体的な内容」として記載が要求される具体性の程度については、令第 14 条の 8 の 2 第 1 項各号に記載されている項目程度の具体性で足りると理解して良いか。</p>	
124	<p>「重要提案行為等…の内容」及び「当該重要提案行為等の具体的な内容」の記載として、令第 14 条の 8 の 2 第 1 項各号に記載されている項目以上の具体性が求められる場合、記載上の注意において「できる限り」具体的に記載することが求められているが、「できる限り」の解釈として、記載をすることで大量保有者に与える悪影響又は投資家に対する悪影響が大きい場合においても記載を求める趣旨ではないという理解でよいか。例えば、発行会社とのエンゲージメントの内容は、機関投資家が時間、労力、費用を投じて分析した結果が含まれるなど、機関投資家の営業上重要な秘密事項である可能性もあり、開示することによっ</p>	

	<p>て保有者である機関投資家が大きな不利益を被る可能性がある。また、流動的な状況判断を伴うため、ひとたび開示をすることで資本市場に対して結果として誤ったメッセージを発する可能性もある。また、事業上のノウハウ・秘密を開示することによって、運用会社にとっての顧客である投資家に不測の不利益を被らせる可能性がある。さらに、株式を追加取得する予定の場合に、記載内容により株価が上昇し、予定していた株式の追加取得ができなくなるおそれもある。このような場合に開示を行うことは、投資家に対する運用者としての受託者責任の観点からも望ましくないと考えられるが、「できる限り」の解釈として、このような場合には開示が求められないという理解で良いか。</p>	
125	<p>保有目的として、大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)bの記載を求められることは、重要提案行為等を行う株主にとっては、非常に大きな変更点であり、そのような株主から意見の聴取を行うべきものと思料いたします。理由は、主に3点です。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 会社の取組みを阻害：株主が重要提案等を行う予定までを具体的に記載することにより、会社が了知する前に、株主が強制的に実質的なパブリック・キャンペーンを行うことと同様の効果をもたらすこととなり、会社との間の建設的な対話を阻害する効果を有します。また、会社が当該重要提案等を既に企画検討していた場合もそうではない場合も、一般投資家には、重要提案行為等を受けて会社が行動を起こしたように見えてしまい、会社の自主的改善に対する正当な評価を得難くする懸念があります。株主からの提案を真摯に検討し、自ら当該提案の全部又は一部を取り入れるなどの取り組みを行っている会社の取り組みを阻害する効果を有します。</li> <li>2. 市場の健全性を阻害：重要提案行為等を行う予定までが記載されることにより、当該重要提案行為等に関する記載が株価に大きな影響を与えることとなります。実際に会社が重要提案等の全部又は一部を実行するか否かは不明であるにも関わらず、重要提案行為等が具体的過ぎれば一般投資家はそれを会社は実現するであろうと過度な期待を持つ可能性があります。</li> </ol>	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)bにおいて重要提案行為等を現に行い又は行う予定がある場合に大量保有報告書の【保有目的】欄への記載を求める趣旨は、当該欄の記載内容・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、重要提案行為等を行う目的を有する場合の記載内容を明確化するものです。</p>

	<p>そのため、市場の価格発見機能が大きく阻害されることとなります。</p> <p>3. 株主のエンゲージメント活動への萎縮効果：市場や会社との対話の状況により重要提案行為等を行うか否かは日々変化するため、開示後の事情により、大量保有報告書に記載した予定を変更した場合に、株主が相場操縦を疑われるリスクがあります。また、企業買収における行動指針やコーポレートガバナンス・コードに基づく、企業価値の中長期的な成長に資する重要な提案は促進されるべきであるにもかかわらず、このような株主のエンゲージメント活動に非常に大きな影響を与える可能性のある改正が、実務上のインパクトや市場・株主への影響について十分な議論が行われないうまま実施された場合、企業価値向上を目指す株主が重要提案行為等を行うことをためらうような萎縮効果を期待した改正であると、海外投資家を中心として資本市場から疑念を持たれてしまう可能性があります。</p> <p>なお、投資家保護のための情報開示の観点から、重要提案行為等の具体的内容についてまで保有目的として大量保有報告書に記載する必要性があるのかについては、十分な議論が必要であるとともに、上記のとおり様々な弊害が生じる懸念もあることを踏まえると、保有目的としてどこまでの記載を求めるのが適切なのか、規制の必要性と効果も含めて慎重に検討すべきものと思料いたします。</p> <p>米国証券法の Schedule 13D/13Gに基づく開示が日本の大量保有報告に相当しますが、求められる the purpose of the Transaction (Item 4) でも instruction は、重要提案行為等の「予定」について、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など、将来変更され得る事項をここまで細かく規定するよう求めています。上記3つの観点に照らせば、米国におけるレベルと同レベルの instruction の記載に留めるべきであると考えます。</p>	
<p>▽ 株券等保有割合を 100 分の 5 を超える割合増加させる行為を行うことについての決定・予定（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c 関係）</p>		
126	取得後直ちに転売することも併せて決定又は	ご意見を踏まえ、大量保有府令第一号様式記載

	<p>予定することで（買付約定日と売付約定日が同日であり売付の決済日が約定日から 5 営業日以内の場合）当該取得等により大量保有報告上の保有割合が増加することが決定時又は予定時に想定されていない場合は、5%超を取得等する場合でも、5%超増加行為に該当せず、その決定及び予定の記載は必要ないということによいか。</p> <p>また、その場合、実際の取引において、買付後の転売等ができず結果的に5%超保有割合が増加した場合でも遡って本規制の違反となることはないということによいか。</p>	<p>上の注意(10)c は以下のとおり修正いたしました。</p> <p>(10) 保有目的  a・b (略)  c 株券等保有割合を 100 分の 5 を超える割合増加させる行為（保有株券等の総数を増加させない行為及び法第 2 条第 9 項に規定する金融商品取引業者（第一種金融商品取引業（法第 28 条第 1 項に規定する第一種金融商品取引業をいう。）を行う者に限る。）又は外国の法令に準拠して外国において第一種金融商品取引業と同種類の業務を行う者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を除く。c において同じ。）を行うことについての決定（報告書の提出者が法人である場合にあっては、その業務執行を決定する機関の決定）をしている場合には、その内容（例えば、取得を行う株券等の種類、取得の時期、取得価格、取得を行う株券等の数量、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。大量保有報告書の提出又は株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告書の提出をする場合であって、これらの報告書の提出義務が発生した日から 3 月以内に株券等保有割合を 100 分の 5 を超える割合増加させる行為を行うことを予定している場合も、同様とする。</p>
127	<p>一時的に 5%超の保有割合の増加が生じる場合でも、決定又は予定の時点で取得後速やかに転売することも含めて取得等の決定又は予定をしており、決定又は予定の内容がすべて実施された場合は最終的に 5%超の保有割合の増加は生じないという場合は本規制の 5%超増加行為の決定又は予定とならないと解釈してよいか。</p>	
128	<p>「保有目的」欄において、株券等保有割合を 5%超増加させる行為を行うことについての決定・予定の内容を記載することが求められていますが、有価証券関連業を行う金融商品取引業者が有価証券の流通の円滑を図るために顧客を相手方として買い集めた株券等を直ちに転売することとする場合（ブロック・トレード等）には、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして、インサイダー取引規制の対象とされていません（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第 62 条第 2 号）。</p> <p>これと同様に、ブロックトレード等で直ちに転売することとする場合には、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微であることから、大量保有報告制度上も、「保有目的」欄への記載を不要としていただくことを希望します。</p>	<p>したがって、株券等保有割合を 5%超増加させる行為が、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なります。</p> <p>これに該当しない場合においては、株券等保有割合を 5%超増加させる行為を行うことを決定した場合には、当該行為の内容を【保有目的】欄に記載する必要があります。</p> <p>また、決定時点における保有目的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ますが、決定していた株券等の譲渡が実行されなかったことなどにより、株券等保有割合を 5%超増加させる行為を行うことを決定していなかった者の株券等保有割合が、意図しない形で結果として 5%超増加したにすぎない場合には、当該事実のみをもって遡って大量保有報告制度に違反していたと評価されるものではないと考えられます。</p>
129	<p>大量保有報告書の提出又は株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告書の提出をする場合であって、これらの報告書の提出義務が発生した日から 3 月以内に株券等保有割合を 100 分の 5 を超える割合増加させる行為を行うことを予定している場合とあるが、金融商品取引業者が、大量保有報告書等提出時にその業務の一環として、3 月以内に株券等保有割合の 100 分の 5 を超える割合増加させることを予定している場合にも、その具体的な記載を要するのか。その場合、その後</p>	

	<p>転売等により株券等保有割合を減少させることを予定している場合には、記載は不要という理解でよいか。</p>	
130	<p>大量保有報告書又は変更報告書の提出時に、さらに株券等の追加取得を決定又は予定している場合に、その具体的な内容の開示を求めるものであり、すでに大量保有報告書を提出しているものについて、cにて記載される決定・予定をしたことのみをもって、変更報告書の提出義務を発生させるものではないとの理解でよいか。</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、既に大量保有報告書等の提出を行っている者が新たに株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを決定した場合には、当該決定があったことにより保有目的に変更があったものとして変更報告書の提出が必要となります。また、大量保有報告書の提出又は株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告書の提出をする場合において、株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを予定している場合には、当該予定の内容を【保有目的】欄に記載する必要があります（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c)。</p>
131	<p>「大量保有報告の提出または株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告の提出をする場合であって」とあるが、変更報告の場合について、「株券等保有割合の増加」が提出事由である場合のみを想定している理由をご教示いただきたい。また、事務負担の軽減のためにも、「株券等保有割合の増加」以外の提出事由の場合でも記載することを許容していただきたい。</p>	<p>株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを予定している場合に【保有目的】欄に記載を求める場面を「大量保有報告書の提出又は株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告書の提出をする場合」に限っている趣旨は、現に買増しを開始した者が更に買増しを行うことを予定している場合に、市場の公正性、透明性の観点から、一連の買増しについて開示を行うことを求める点にあります。なお、現に買増しを開始していない者による買増しについては、株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを決定した場合には、【保有目的】欄への記載が必要となります（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c)。</p> <p>後段については、株券等保有割合の増加以外を提出事由とする変更報告書の提出を行う際にかかる記載を行うことを妨げるものではありません。</p>
132	<p>「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為」について決定した場合、変更報告書が必要とされているが、例えば、大量保有者が公開買付けの開始を決定・公表し、その翌営業日に公開買付届出書を提出する場合でも、当該決定日から5営業日以内に変更報告書を提出しなければならないこととなる。当該決定日から5営業日以内に公開買付届出書を提出する場合、あわせて変更報告書を提出する必要はないという理解でおり、また、今般の他社株買付府令の改正によ</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>大量保有者が株券等保有割合を5%超増加させる公開買付けを開始することを決定した場合、「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定…をしている場合」に該当し、当該決定の内容を【保有目的】欄に記載した変更報告書を提出する必要があります（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c)。</p> <p>なお、この場合の公開買付届出書の訂正届出書</p>

	<p>り、公開買付届出書提出後に変更報告書を提出した場合、公開買付届出書の訂正届出書の提出も必要とされていると理解しており、そうすると、無用な開示書類が増える結論となる（これを回避するためには、公開買付けの公表日と同日に変更報告書を提出することになるが、そもそも上記のとおり、内容が重複する変更報告書を提出する必要がないと考えられる。）。このため、当該決定日から5営業日以内に公開買付届出書を提出する場合、あわせて変更報告書を提出する必要はないと整理した方がよいのではないか。</p> <p>上記の他、開示者は異なるが、有価証券届出書にて開示されている場合や、サンクション又はエンフォースメントの程度の差はあるものの、適時開示又はその他の公表方法で公表されている場合も変更報告書の提出を不要と整理できないか検討いただきたい。</p>	<p>の提出の要否については、別紙2「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（公開買付制度関連）」のNo. 78への回答をご参照ください。</p>
133	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)で「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為」（以下「増加行為」）を行うことの決定が記載事項として追加されたが、これは、(1)直近の大量保有報告書等に記載された保有割合から「100分の5を超える割合増加させる」行為のことか、それとも(2)その増加行為自体により増加する保有割合が100分の5を超える割合であるような行為のことか。例えば、直近の大量保有報告書等に記載された保有割合は6%だが、提出後保有割合の減少がありその時点での保有割合が5.1%であるという状況で5.1%取得する決定をした場合、取得後の割合は10.2%であるので、(1)の考えであれば5%超保有割合を増加させる行為の決定でないが、(2)の考えであれば5%超保有割合を増加させる行為の決定ということになる。逆に、直近の大量保有報告書等に記載された保有割合は6%だが、提出後保有割合の増加がありその時点での保有割合が6.9%であるという状況で4.2%取得する決定をした場合、取得後の割合は11.1%であるので、(1)の考えであれば5%超保有割合を増加させる行為の決定となるが、(2)の考えであれば5%超保有割合を増加させる行為の決定ではないことになる。</p>	<p>「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c）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します。ただし、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ますが、株券等保有割合を合計して5%超増加させる複数の行為が一連の行為といえる場合には、当該一連の行為が「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為」に当たるものとして、当該一連の行為を行うことの決定を行った場合には、当該決定の内容を【保有目的】欄に記載する必要があると考えられます。</p>
134	<p>結果として複数の取引により株券等を5%超取得した場合でも、当初に複数の取引により合算して5%超を取得する決定をしているのでなけれ</p>	<p>株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを「決定」又は「予定」しているかについては、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断さ</p>

	<p>ば、5%超増加行為の決定にはならないという理解でよいか。</p> <p>例えば、A. 3%取得する決定を行い（この時点では 3%を超えて取得する意図はないものとする）、当該取得を行った後、さらに B. 3%の取得を決定した場合は、A. の決定はもちろん B. の決定も 5%超増加行為の決定ではないという理解でよいか。</p> <p>また、C. 3%取得する決定を行い（この時点では 3%を超えて取得する意図はないものとする）、その後当該取得行為を行う前に、別途、D. 3%の取得の決定をした場合も C. 及び D. の決定のどちらも 5%超増加行為の決定にはならないという理解でよいか。</p> <p>A. 及び B.、C. 及び D. の取引の相手方が同じ相手方・取得手法である場合と異なる相手方・取得手法の場合で結論が異なることはあるか。</p>	<p>れるべきものと考えられますが、株券等保有割合を合計して 5%超増加させる複数の行為が一連の行為といえる場合には、当該一連の行為が「株券等保有割合を 100 分の 5 を超える割合増加させる行為」に当たるものとして、当該一連の行為を行うことを「決定」又は「予定」しているか判断することになると考えられます。</p> <p>ご記載の事例においては、A. B. C. の時点では、通常、株券等保有割合を 5%超増加させる行為を行うことを「決定」又は「予定」しているとはいえないと考えられますが、D. の時点では、C. と一連の行為として D. の行為を決定したといえるような場合等、C. に係る決定の内容等を踏まえ、株券等保有割合を 5%超増加させる行為を行うことを「決定」又は「予定」していると認められる場合もあると考えられます。</p>
135	<p>複数の相手方との取引により株券等を取得する決定をする場合、5%超の増加か否かは当該複数の相手方との取引の数量を合算して判断する一方、内容の記載は相手方毎に求められるのか。</p>	<p>「株券等保有割合を 100 分の 5 を超える割合増加させる行為」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c) に該当するかは、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ますが、株券等保有割合を合計して 5%超増加させる複数の行為が一連の行為といえる場合には、当該一連の行為が「株券等保有割合を 100 分の 5 を超える割合増加させる行為」に当たるものとして、当該行為を行うことを「決定」又は「予定」しているか判断することになると考えられます。</p> <p>当該行為の内容を【保有目的】欄に記載するにあたっては、当該「決定」又は「予定」している行為の内容をできる限り具体的に記載する必要があります（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c)。</p>
136	<p>規制案では、5%超保有割合を増加させる行為の決定につき、提出者が法人である場合は、「その業務執行を決定する機関の決定」と記載しているが、提出者におけるどのレベルの機関のどのような決定があった場合に記載が必要となるのか。</p>	<p>法人である提出者において「その業務執行を決定する機関の決定」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c) があつたかは、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ますが、提出者である法人において株券等保有割合を 5%超増加させる行為を実行するために必要となる最終の機関決定があつた場合は、株券等保有割合を 5%超増加させる行為を行うことについての「決定」をしている場合に該当するものと考えられます。</p>
137	<p>株券等保有割合を 100 分の 5 を超える割合増加させる行為を「行うことについての決定」とは、法第 167 条第 1 項（インサイダー取引規制）の場合と同様に、当該行為を行うこと自体の決定だけでなく、当該行為に向けての調査や準備、交渉等</p>	<p>に必要となる最終の機関決定があつた場合は、株券等保有割合を 5%超増加させる行為を行うことについての「決定」をしている場合に該当するものと考えられます。</p>

	<p>の諸活動を保有者の業務として行う旨の決定がなされていれば足りるということか。仮にそうだとすると、非常に広範な開示が必要となってしまう。株券の大量保有者（事業会社であるか投資ファンドであるか等の性質を問わない）が、発行会社の買収を目指す場合において、記載上の注意(10)cによる広範な開示が必要になると、大量保有者の内部で決定を行った時点又は予定を有した時点で、買収に係る開示が必要になってしまい、対象会社との間の水面下での交渉の余地が排除されてしまうと考えられる。M&amp;Aの実務において水面下における交渉も重要であると思われるほか、あまりに早期に（買収についての見込みが不確実な中で）買収に係る開示を求めることになれば、当該開示の時点で株価が大きく上昇し、その後買収が行われないこととなった時点で株価が大きく下落するなど、不必要な混乱を生むと考えられるが、この点の考え方をご教示いただきたい。</p>	
138	<p>株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為を行うことについての決定をしている場合とあるが、決定したかどうかはどのように判断されるのか、どのような場面が対象となるのか明示していただきたい。</p>	
139	<p>「決定（報告書の提出者が法人である場合にあつては、その業務執行を決定する機関の決定）をしている場合」とは、金融商品取引所の適時開示制度における「決定」と同義と解するとの理解でよいか。</p> <p>法第166条及び第167条のインサイダー取引規制における「決定」と同義と解した場合には、例えば、株券等保有割合を5%を超える割合増加させることとなる公開買付けを企図している者が、当該公開買付けについて、適時開示を行う前に、大量保有報告書の変更報告書によって開示を行う義務が生じることとなり、M&amp;A取引に対して大きな阻害効果を及ぼすことが懸念されるため、左記のとおり解するべきである。</p>	
140	<p>「機関の決定」とは、取締役会における決議や取締役による決定を指しており、それに満たない投資判断は該当しないことを明らかにして欲しい。仮に「機関の決定」にファンドマネージャーによる投資判断が含まれると解釈すると、例えば、複数のファンドマネージャーを擁する運用会社、若しくは共同保有者となる複数のグループ会</p>	<p>法人である提出者において「その業務執行を決定する機関の決定」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c）があったかは、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ますが、株券等保有割合を5%超増加させる行為を実行するために必要となる最終の決定が行われていない場合には、当該「決定」をして</p>

	<p>社を擁する運用会社において、個々のファンドマネージャー若しくはグループ会社に投資判断が一任されている場合、法人やグループとして「株券等保有割合の100分の5を超える割合増加させる行為」をあえて行う意図はなくとも、個々のファンドマネージャー若しくはグループ会社の個別の投資判断を合計すると結果として「株券等保有割合の100分の5を超える割合増加させる行為」となる場合が想定されるが、もし、このような場合も機関決定を構成すると、実務的に対応は相当な困難が伴う。</p>	<p>いる場合には該当しないと考えられます。</p> <p>個々のファンドマネージャーが個別の投資判断を行う最終的な決定権限を有している場合には、各ファンドマネージャーによる投資判断が行われたことが「決定」に該当すると考えられます。もっとも、例えば、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「株券等保有割合の100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定」が行われたとは評価されないと考えられます。</p>
141	<p>投資会社が、特定のポートフォリオマネージャーに、株券等保有割合の5%超の買付けの裁量権を付与した場合において、当該ポートフォリオマネージャーが、どの程度の買付けを行うかは株価の状況を含む様々な要因次第であると考えているときには、特定のポートフォリオマネージャーに、株券等保有割合の5%超の買付けの裁量権を付与した時に株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことについての決定があると判断されるのか。</p>	<p>株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うために必要な最終の機関決定を行った場合には「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定…をしている場合」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c)に該当すると考えられます。したがって、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ますが、株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことでの最終的な決定権限を有している役職員が当該行為を行うことを決定した場合には、通常、「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定…をしている場合」に該当すると考えられます。</p>
142	<p>5%超増加行為が相対売買による買付け、新規発行株式の取得、公開買付けによる買付け等である場合は、取得等に向けて売主や発行体などの他者と契約交渉や条件交渉等を行うことになる。</p> <p>かかる交渉等が行われる場合、開始前又は交渉等の過程において提案・交渉の開始やその内容、当該取得等について提出者においても一定の決定は当然存在し得るが、それらの決定は本規制における「決定」及び「予定」には該当せず、5%超増加行為に関し他者（相手方）との交渉がなされる場合は、当該相手方との最終の契約が締結されるまでは「決定」や「予定」はなされていないという理解でよいか。</p> <p>また、契約締結と「決定」が同時となる場合、当該契約により取得される株券等を保有株券等</p>	<p>「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定…をしている場合」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c)に該当するかは、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ますが、相対取引等における協議・交渉段階であって、株券等保有割合を5%超増加させる行為を実行するために必要となる最終の決定が行われていない場合には、株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことについての「決定」をしている場合に該当しないものと考えられます。</p> <p>他方で、大量保有報告書又は株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告書を提出する場合であって、株券等保有割合を5%超増加させる行為を行う一定の蓋然性・具体性がある場合に</p>

	<p>に加算する必要がある場合は、「決定」についての「保有目的」欄での記載は不要という理解でよいか。その場合、当該契約が「担保契約等重要な契約」欄に記載を要する契約となるかは、同欄に関する記載上の注意(14)に従って別途判断されるとの理解でよいか。</p> <p>かかる契約交渉等の段階で本規制による開示（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、取得の相手方など）が求められる場合、実務に与える影響は非常に大きいものと思われることから確認する次第である。</p>	<p>は、当該行為を行うことを「予定」しているものとして、【保有目的】欄に当該行為の内容をできる限り具体的に記載する必要があると考えられます。</p> <p>株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことについての「決定」と当該行為に基づく株券等保有割合の増加が同日に生じた場合には、当該「決定」に係る株券等保有割合の増加は、当該行為に基づく株券等保有割合の増加を理由として提出される大量保有報告書に記載される株券等保有割合に反映されることから、当該決定について【保有目的】欄に記載する必要はないと考えられます。なお、株券等保有割合の増加が契約の締結によるものである場合には、当該契約の内容について、【当該株券等に関する担保契約等重要な契約】欄に記載する必要がある場合があることに留意する必要があります。</p>
143	<p>5%超増加行為を決定し、その翌営業日に実際に5%超増加行為を行った場合（例えば、買付契約の締結を行った場合）、5%超増加行為の決定日に保有目的の変更を原因として変更報告書の提出義務が生じ、さらに、実際に5%超増加行為を行ったその翌営業日に保有割合の増加を原因として変更報告書の提出義務が生じ、それぞれの変更報告書を提出する必要があることになると理解している。しかし、このように5%超増加行為の決定の日と実行の日が近接する場合に、ことさら5%超増加行為の決定の事実を開示させることが有益とは思われないため、決定後から短期間の間（例えば5営業日以内）に5%超増加行為を実行する場合は、5%超増加行為の決定の記載は必要ないこととしていただきたい。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
144	<p>決定時点で5%を超える保有割合の増加が確定的でない場合は、規制案における5%超保有割合を増加させる行為の決定でないとの理解でよいか。</p> <p>例えば、A. 4%の取得の決定とともに、一定の条件が成就した場合はさらに追加で2%取得するという決定の場合、B. 取得数量自体が、将来一定の計算式などに基づき算出されるため、その数量が取得決定時点において不明である場合、はどうか。</p> <p>なお、5%超の保有割合増加になる可能性がある決定について記載が求められる場合、株券等の</p>	<p>「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定…をしている場合」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c)に該当するかは、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ますが、株券等保有割合を増加させる行為を行うことを決定した場合、株券等保有割合が増加する割合が5%超となることが確実ではなかったとしても、当該行為によって株券等保有割合が5%超増加することが合理的に予想される場合には、当該行為の内容をできる限り具体的に【保有目的】欄に記載することが必要と考えられます。</p>

	<p>時価に基づく計算などにおいて、合理的な時価の変動の予想の範囲での可能性の判断でよいか（極端な時価の変動を前提にすれば5%超の保有割合増加となり得るが、通常の時価変動の範囲であれば5%超とならない場合であれば5%超の増加の可能性はないと判断してよいか）。</p>	
145	<p>機関投資家等による通常の投資実務において、株券等保有割合を100分の5を超える割合を増加させるか否かは、対象会社の株価をはじめ、ポートフォリオにおける他銘柄の状況、顧客の出資解約の状況、マクロ経済の動向、規制の有無など、様々な要因を考慮して機動的に決定される。これを前提とした場合、結果として株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させたとしても、株券等保有割合を100分の5を超える割合を増加させる行為を行うことについての決定は、いずれの時点においても存在しないと考えられる。このような場合、第一号様式記載上の注意(10)cの記載の必要性は生じないという理解でよいか。</p>	<p>「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c）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します。したがって、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ますが、増加する株券等保有割合が5%以下である行為を複数行ったことにより結果として株券等保有割合が5%超増加したにすぎない場合には、いずれの時点においても「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定」を行っていないと評価されることもあり得ると考えられます。</p>
146	<p>5%超増加行為の決定について、例えば、最初に3%の取得をし、当該3%を転売した後に、さらに3%を取得する決定のように、取得数量自体は5%超となるが、当該取得に係る保有割合の増加が一度も5%超とならない内容の決定の場合は、規制案における5%超増加行為の決定にはならないということによいか。</p>	<p>ただし、株券等保有割合を合計して5%超増加させる複数の行為が一連の行為といえる場合には、当該一連の行為が「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為」に当たるものとして、当該行為を行うことを「決定」しているか判断することになると考えられます。</p>
147	<p>一定の事由（提出者が影響を及ぼすことができない事由）が成就したら5%超の取得の義務を負う契約の締結の決定は、かかる5%超増加行為の決定には該当しないという理解でよいか。</p>	<p>株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを内容とする契約を締結する場合であって、当該契約の効力発生に停止条件が付されていること等により当該停止条件が成就するまで引渡請求権が発生しないときは、通常、当該契約の締結の決定は「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c）には該当しないと考えられます。</p> <p>もっとも、例えば、売買契約において当事者の行為が停止条件とされており、かつ、当事者間において、当該行為が行われることが当然の前提となっている場合など、原則として当該停止条件が成就すると考えられる場合には、当該契約の締結の決定は「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定」に該当するものとして、【保有目的】欄にする必要があると考えられます。</p>

		<p>なお、決済の前提となる条件（いわゆるクロージングの前提条件）が付される売買契約の締結を決定する場合については、当該契約の具体的内容等に照らし、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ますが、通常、当該契約を締結することの決定は、「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定」に該当する場合が多いと考えられます。</p>
148	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)cにおいて、「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定…をしている場合」及び「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことを予定している場合」との記載が追加されているが、「決定…をしている場合」及び「予定している場合」の差異が不明確であり、明確な基準を示されたい。</p>	<p>「決定」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c）とは、株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為を行うために必要な最終の決定を行った場合をいいます。「決定」を行ったかは、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ますが、例えば、単に提出者において何らの決定権限を有しない者が当該行為を行うことを決定したのみの場合、通常、当該提出者において当該行為を行うことを「決定」したとは評価されないと考えられます。</p> <p>「決定」を行った場合には、「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定…をしている場合」に該当することから、報告義務発生日時点で買増しを開始しているか否かにかかわらず、当該決定の内容をできる限り具体的に【保有目的】欄に記載する必要がありますと考えられます（同c）。</p> <p>他方、株券等保有割合を5%超増加させる行為を行う一定の蓋然性・具体性がある場合には、当該行為を行うことを「予定」（同c）している場合に該当すると考えられます。</p> <p>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ますが、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」として評価されると考えられます。また、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</p>
149	<p>第一号様式記載上の注意(10)cの前段は「決定…をしている場合」、後段は「予定している場合」という文言が用いられているが、両者の意味の差異を具体的にご説明いただきたい。</p> <p>また、前段と後段の双方に該当する場合には、どのように開示をすればよいか（まとめて開示をすることで良いのか、前段対応部分に関する開示と後段対応部分に関する開示を書き分ける必要があるか）。</p>	
150	<p>「決定」とは別に、3か月以内に5%超増加行為を「予定」している場合について記載することとされているが、例えば、1か月後に5%超取得することを決定した場合は、「決定」として記載し、別途1か月後に取得を「予定」している旨の記載は不要という理解でよいか。</p>	
151	<p>規制案における「決定」については、業務執行機関の決定とされているが、「予定」については同様の記載はない。「決定」行為とは別に「予定」行為があるとする場合、この「予定」とは提出者におけるどのレベルの機関又は担当者において何を意図又は決定している場合に記載が必要となるのが不明確であり、実務上運用が非常に困難となることが考えられることから、「予定」に係る記載について、提出者の内部のどのレベルにおける担当者・責任者のどのような意図や決定があれば「予定」していることになるのか（例えば、</p>	

	<p>提出者における売買担当部署の一担当者の決定や担当部署の部長や責任者のレベルの決定はあったが、社内の正式な手続を経た決定にはなっていない場合はどうかなど)、明確になるように記載いただきたい。</p>	<p>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ます。</p> <p>大量保有報告書の提出又は株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告書の提出をする場合であって、これらの報告書の提出義務が発生した日から3月以内に株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを予定している場合には、当該予定の内容をできる限り具体的に【保有目的】欄に記載する必要があると考えられます(同c)。</p>
152	<p>「予定している場合」とは具体的に何を指すのかが漠然・不明確であって、自己の行為が当該規定に該当するの否かの判断を行うことが困難である上に、恣意的な解釈が可能であるため、公平性の観点からも問題である。</p>	<p>なお、同じ行為について「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定…をしている場合」と「大量保有報告書の提出又は株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告書の提出をする場合であって、これらの報告書の提出義務が発生した日から3月以内に株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことを予定している場合」の双方に該当する場合には、通常、前者について記載することで後者の記載を包含することとなると考えられます。</p>
153	<p>3月以内に株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為を行う可能性はあるものの、行わない可能性もある場合には、「行うことを予定している場合」に該当することとなるのか。かかる可能性がどの程度の確度に至れば「予定」があるとされ、開示義務を負うこととなるのか。</p> <p>「予定」の意義は明確でないため、「予定」の有無については開示義務を負うか否かについて実務上の取扱いが区々になることが予想されるため、解釈や考え方を示すことが望ましい。</p>	<p>また、「大量保有報告書の提出又は株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告書の提出をする場合であって、これらの報告書の提出義務が発生した日から3月以内に株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことを予定している場合」に該当するものとして変更報告書を提出した者が、同一の行為について「決定」を行った場合には、予定として記載していた当該行為の内容と決定した内容に重要な差異がない場合には、当該決定を行ったことのみをもって改めて変更報告書を提出する必要はないと考えられます。</p>
154	<p>大量保有報告書を提出した保有者において公開買付けを実施すべく関東財務局に対して公開買付け届出書の事前相談を行っただけでは、「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為を行うことを予定している」とみなされないとの理解でよいか。事前相談を経て公開買付けの開始を決定した場合に大量保有報告書の変更が必要になるとの理解でよいか。仮に保有者にて最終的な決定をする前の関東財務局への事前相談の時点で大量保有報告書の変更が必要であると</p>	<p>株券等保有割合を5%超増加させる行為を行う一定の蓋然性・具体性がある場合には、当該行為を行うことを「予定」している場合(大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c)に該当すると考えられます。</p> <p>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ますが、通常、関東財務局に対して公開買付け届出書の事前相談を開始した時点では、当該行為を行うことを「予定」している場合に該当す</p>

	<p>すると、市場に誤ったメッセージを発することになりかねないため金融庁としての考え方を明示してほしい</p>	<p>ると考えられます。</p> <p>したがって、大量保有報告書の提出又は株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告書の提出をする場合であって、これらの報告書の提出義務発生日から3月以内に株券等保有割合を5%超増加させる公開買付けを行う場合に、当該報告義務発生日時点で当該公開買付けに係る事前相談を開始しているときには、当該公開買付けを行う予定について【保有目的】欄に記載する必要があると考えられます。</p>
155	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)bについて、以下の理由から「予定」の追加は削除すべきと考えます。</p> <p>適用場面が広くなりすぎるため、マーケットに対する誤った情報提供となること</p> <p>適用場面が広くなりすぎるため、提出者にとって負担が過剰になること</p> <p>なお、上記削除が難しい場合、あくまで“できる限り”の開示であり、提出者にて検討している内容の全てが開示されないことは当然の前提となっていることを確認して頂ければと思います。</p> <p>同cについても、同様にあくまで“できる限り”の開示であり、提出者にて検討している内容の全てが開示されないことは当然の前提となっていることを確認して頂ければと思います。</p>	<p>重要提案行為等又は株券等保有割合を5%超増加させる行為を行う一定の蓋然性・具体性がある場合には、「重要提案行為等…を…行うことを予定している場合」又は「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことを予定している場合」に該当するため、大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)b又はcに従い、当該予定の内容をできる限り具体的に【保有目的】欄に記載する必要があると考えられます。</p>
156	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)b及びcにおいて、重要提案行為等を行う条件、当該重要提案行為等の目的、5%以上の追加取得等について、できる限り具体的に記載することの記載がされている。しかしながら、投資家の投資戦略は、市場の動向により日々刻々と変化する。例えば、2025年4月トランプ関税による株価の下落や会社により中期経営やM&amp;Aの公表は事前に予想することができず、このような劇的な株価の変化により、投資家の戦略は大きく変化しうる。そのため、重要提案行為等及び5%以上の追加取得取引にかかる記載については、市場動向の変化に迅速に対応できる柔軟性を持たせる必要があり、記載の内容や具体性については、提出する株主に一定の裁量があり、ある程度の幅を持たせた記載をすることができ、万が一記載の通りに実現できなかったとしても法的な問題が生じないものと理解しているがその理解でよいか。そうでない限り、本改正は、法令に基づき市場において許容さ</p>	<p>重要提案行為等又は株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを決定している場合、報告義務発生日時点における当該行為の内容をできる限り具体的に記載することを求めるものです。そのため、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ますが、報告義務発生日時点における当該行為の内容を記載した場合には、その後の状況の変化等により、結果として【保有目的】欄に記載したとおりの行為が行われなかったとしても、そのことのみをもって遡って虚偽記載（法第172条の8）や風説の流布（法第158条）に該当することにはならないと考えられます。</p> <p>なお、重要提案行為等又は株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを予定している旨を記載した大量保有報告書又は変更報告書を提出した後、当該予定がなくなった場合には、保有目的に変更があったことを提出事由とする変更報告書の提出が必要となると考えられます。</p>

	<p>れている取引を実質的に不可能にするものであり、投資家が株価の変動による運用益を享受する権利が著しく侵害される可能性がある。</p>	
157	<p>「株券等保有割合の100分の5を超える割合増加させる行為」を行う場合、その保有目的及び「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」とあるが、その保有目的が「純投資」である場合にはこのような詳細な記載は求められないことを明確にされたい。「純投資」を行う投資家が直面することとなる実務的な問題として、株券等保有割合の100分の5を超えた買い付けを行おうとする場合、大量報告書又は変更報告書の提出を通じて取得価格・数量が公になることとなり、当該買い付けにかかる取引コストがそのような情報が公にならない場合と比べて不当に増大することは明らかである。また、この様な詳細な開示が投資家の保有目的に関わらず厳格に求められる場合、取引コストを抑えるために株券等保有割合の100分の5を超えないような行動をとることを投資家に促すことにつながる（例えば、注文・約定管理システム等の設定により株券等保有割合の100分の5を超える発注ができないようにする等）ため、株式市場における投資家の行動に過度な萎縮効果を生じるおそれがあり、更には株式市場における正常な株価形成メカニズムを阻害するおそれがあるため、保有目的に応じて記載内容を限定するよう再考を要請する。</p>	<p>今般の改正は、大量保有報告書の【保有目的】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、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、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株券等保有割合を5%超増加させる行為の決定又は予定について、【保有目的】欄の記載事項となることを規定するものです。</p> <p>上記趣旨は純投資目的である場合にも妥当することから、当該株券等保有割合を5%超増加させる行為を純投資目的で行う場合であったとしても、大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)cに従い、決定又は予定の内容をできる限り具体的に【保有目的】欄に記載することが必要と考えられます。</p>
158	<p>「保有目的」欄において、株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことについての決定・予定の内容を記載することが求められていますが、当該決定・予定に基づく行為が終了した後は、保有目的欄への記載を要しないという理解でよろしいでしょうか。</p> <p>また、特例報告の場合、当該決定・予定後、特例報告の基準日までの間に、当該決定・予定に基づく行為が終了した場合、「保有目的」欄への記載を要しないという理解でよろしいでしょうか。</p>	<p>前段、後段ともにご理解のとおりです。</p> <p>なお、株券等保有割合を5%超増加させる株券等の取得を行うことについて決定している場合であって、当該取得の後における株券等保有割合が10%を超えるときは、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ものとして特例対象株券等に該当しないこととなるため（法第27条の26第1項、大量保有府令第13条第3号）、基準日にかかわらず、株券等保有割合を5%超増加させる株券等の取得を行うことの決定に係る保有目的の変更について、当該変更が生じた日から5営業日以内に変更報告書を提出する必要があります。</p>
159	<p>株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定…をし</p>	<p>株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うために必要な最終の決定を行った場合には、「株</p>

	<p>ている場合には、その内容…を「できる限り」具体的に記載することが求められている。「できる限り」の解釈として、記載をすることでの大量保有者に与える悪影響又は投資家に対する悪影響が大きい場合においても記載を求める趣旨ではないという理解でよいか。例えば、投資家は通常、株価が今後上昇する見込みがあると考える場合に買付けを行うが、いかなるタイミングでいかなる数量の買付けを行うかについては、機関投資家が時間、労力、費用を投じて分析した結果にほかならず、営業上重要な秘密事項であると考えられる。投資家が買増しを行う以前に、その旨の開示を行うことは、インサイダー取引規制との整合性が不明であるほか、投資家に対する運用者としての受託者責任の観点からも望ましくないと考えられるが、このような場合には開示が求められないという理解で良いか。</p>	<p>券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定…をしている場合」に該当するため、当該決定の内容をできる限り具体的に【保有目的】欄に記載する必要があると考えられます（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c）。</p> <p>なお、今般の改正は、大量保有報告書の【保有目的】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、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、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株券等保有割合を5%超増加させる行為の決定又は予定について、【保有目的】欄への記載を求めるものであり、大量保有者又は投資家に対する影響の程度をもって記載事項を限定することを許容するものではありません。</p> <p>もっとも、例えば、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ます。</p>
160	<p>5%超増加行為を決定した時点で「保有目的」欄に当該決定を記載する際、買付のための売買契約の締結等（5%超増加行為に当たる行為）はなされていない場合は、対象数量は保有株券等の数には含めないとの理解でよいか。</p> <p>すなわち、「決定」した段階で「保有目的の変更」として変更報告書を提出し、実際に5%超増加行為をした時点で、「保有割合の増加」として変更報告書を提出というように、計2回の変更報告書の提出が必要になるとの理解でよいか。</p>	<p>前段については、株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことの決定に係る報告義務発生日時点で、当該行為が行われていない場合には、当該行為に係る株券等を保有株券等の数に含める必要はないと考えられます。</p> <p>後段については、基本的にはご理解のとおりですが、株券等保有割合を5%超増加させる行為が売買の場合には、通常、保有目的の変更（株券等保有割合を5%超増加させる行為の決定）及び株券等保有割合の増加（例えば、売買契約等の締結）のそれぞれの時点で変更報告書の提出が必要となると考えられます（大量保有Q &amp; A問 16 参照）。</p>
161	<p>本規制により、5%超増加行為の決定又は予定を開示したとしても、提出者において当該行為を行うことが義務付けられるものではなく、提出者において当該決定又は予定を取り消して、当該5%超増加行為を行わないことは可能という理解</p>	<p>株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを決定又は予定している旨を記載した大量保有報告書又は変更報告書を提出することをもって大量保有報告制度上当該行為を行うことが義務付けられるものではない点は、ご理解のお</p>

	でよいか。	りです。
162	<p>大量保有者が、現状の株価水準を前提に株券等保有割合を5%超増加させる可能性が高いと考えて、その旨開示したところ、その後、発行会社の株価が大きく上昇してしまったため、買増しを行う投資判断を撤回し、やはり売却することにした場合において、外形的に見ると、風説の流布（法第158条）などの法令違反を疑われる可能性が懸念される。このような法的リスクを考慮すると、大量保有報告書における開示に躊躇せざるを得ない状況になるとも考えられるが、この点の考え方をご教示いただきたい。</p>	<p>株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを決定している場合に、報告義務発生日時点における当該行為の内容をできる限り具体的に記載することを求めるものです。そのため、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ますが、報告義務発生日時点における当該行為の内容を記載した場合には、その後の状況の変化等により、結果として【保有目的】欄に記載したとおりの株券等保有割合を増加させる買増しを行わなかったとしても、そのことのみをもって遡って虚偽記載（法第172条の8）や風説の流布（法第158条）に該当することにはならないと考えられます。</p> <p>なお、株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを予定している旨を記載した大量保有報告書又は変更報告書を提出した後、当該予定がなくなった場合には、保有目的に変更があったことを提出事由とする変更報告書の提出が必要となると考えられます。</p>
163	<p>株券等保有割合を5%超増加させる可能性は低いと考えて大量保有報告書における開示を行わずに買付けを行っていたところ、株価が値下がりしたため、結果として株券等保有割合5%超増加させた場合において、当初に開示を行っていなかったことが法令違反とならないことを明確にしてください。</p>	<p>「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)c）を行っていない場合には、結果として株券等保有割合が5%超増加したとしても、そのことのみをもって遡って虚偽記載（法第172条の8）に該当することにはならないと考えられます。</p>
164	<p>今回の改正にて「決定」「予定」という文言が追加されたことにより、仮に大量保有報告書又は変更報告書を提出した後に「決定」「予定」の変更があった場合に、変更報告書の提出が必要か否かが不明確である。株券等保有割合その他の事項に何らの変更がなく、上記の決定が行われた又は決定が変更されただけであれば、「その他の大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更として政令で定めるものがあつた場合」（法第27条の25第1項）には該当しないと思われるが、この点を明確にすべきである。すなわち、株券等保有割合が1%以上の増減があるなどして変更報告書の提出が必要となった場合に限り、上記の目的の変更についても併せて変更報告書に記載することで足りることが明確にされるべきである。そもそも、大量保有報告制度は株式を取得した後の事後報告制度であり、追加取得の計画を変更を理由</p>	<p>株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことの決定又は予定に変更があった場合、通常、当該変更自体が大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更に該当すると考えられます。</p> <p>したがって、株券等保有割合の1%以上の増減その他の当該決定又は予定の変更以外の変更報告書提出事由が生じていない場合であっても、当該決定又は予定の変更があつた日を報告義務発生日として、同日から5日以内に変更報告書を提出する必要があると考えられます。</p>

	に変更報告書の提出義務を課すことは制度上予定されていないはずである。	
165	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)cにおいて、「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことについての決定…をしている場合には、その内容…をできる限り具体的に記載すること。」との記載が追加されているが、当該決定があった場合には、その後、株券等保有割合が1%以上の増減があるなどして変更報告書の提出が必要となった場合に、上記の目的の変更についても併せて変更報告書に記載することで足りることを明確にされたい。株券等保有割合その他の事項に何らの変更がなく、上記の決定が行われただけであれば、「その他の大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更として政令で定めるものがあつた場合」(法第27条の25第1項)には該当しないことを明確にされたい。そもそも、大量保有報告制度は株式を取得した後の事後的報告制度である。実際、法第27条の25第1項本文において「株券保有割合…が百分の一以上増加し又は減少した場合」と規定されていることから、株式数の増減については、事後的報告を要求するのが法の趣旨であると解される。追加取得の計画の変更を理由に変更報告書の提出義務を課す場合は、一部の株主についてのみ事前報告制度を導入することとなるため、万が一、計画の変更に基づく変更報告書の提出義務を課す場合は、制度自体の設計を変更することとなり、別途正式な法令による改正手続きにより行うべきものと思料する。</p>	
166	<p>決定又は予定を報告書で開示した場合において、当該決定又は予定を取り消した場合には当該取消について、変更報告書の提出が必要となるのか。</p>	
167	<p>大量保有報告書を提出する際、3か月以内に株券等保有割合が100分の5を超える増加を予定している場合に具体的な記載をするという理解であるが、例えば当該株券等の発行者との間の契約等に基づく株券等取得であった場合、公表されていない段階では保有目的に記載は要しないが、公表された後に提出義務が発生した場合に、当該保有目的を記載するという認識であっているかご教示いただきたい。</p> <p>また、当初大量保有報告書を提出する際に、1</p>	<p>No. 167 前段及び No. 168 については、大量保有報告書又は変更報告書の提出前に株券等保有割合を5%超増加させる行為が対外的に公表されているか否かにかかわらず、大量保有報告書又は株券等保有割合の増加を提出事由とする変更報告書の提出義務発生日時点で株券等保有割合を5%超増加させる行為を行うことを予定している場合には、大量保有報告書又は変更報告書の【保有目的】欄に記載する必要があると考えられます。</p> <p>No. 167 後段については、株券等保有割合を合計</p>

	<p>か月後に2%、2か月後に追加で2%、3か月後にさらに追加で2%（3か月以内に合計6%増）保有割合増加を予定している場合は具体的な記載が必要、という理解でよいか。</p>	<p>して5%超増加させる複数の行為が一連の行為といえる場合には、当該一連の行為が「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為」に当たるものと考えられ、大量保有報告書の提出をする場合であって、当該大量保有報告書の提出義務発生日から3月以内にかかる行為を行うことを予定しているときには、その具体的内容を【保有目的】欄に記載する必要があります。</p>
168	<p>令第31条における「買集め行為」との関係では、株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為が「買い集め行為」に該当する場合、公表前における記載を求めるものではなく、またその公表については、従前通り法第167条第4項に定める方法により行われる必要があるとの理解で良いか。</p>	
169	<p>いわゆる買集め（公開買付け等事実）について詳細な開示を求めるものと理解している。</p> <p>現在、大量保有報告書は買集めにおける「公表」とは取り扱われていない。その理由は、平成19年7月31日パブリックコメントに対する回答（572頁 No.1）では、「大量保有報告書が買集めの途中における大量保有状況を開示させる制度であって、買集め行為の全体像を必ずしも公開するものとは限らないと考えられるから」と説明されている。</p> <p>しかし、今回の改正により、買集めの全体像の開示が求められることになるため、大量保有報告書をもって「公表」がされたとすること（令第30条の改正）を、検討いただけないか。</p> <p>今回提案されているほどの詳細な情報が保有者により開示されれば、上記回答にいう「買集め行為の全体像」は開示されたといえるであろうから、「公表」されていないものとして扱う前提が欠けることになる。また、大量保有報告書において詳細な開示をしているにもかかわらず「公表」がされていないものとして扱うと、弊害又は混乱を生じさせる可能性があると思われる。例えば、</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 大量保有報告書を閲覧した者がインサイダーになってしまう可能性がある。</li> </ol> <p>買集めに関する情報が記載された大量保有報告書が提出されているが別途買集めの「公表」手続がとられていない場合、当該大量保有報告書を閲覧した者は、大量保有報告書の提出者（すなわち、法第167条第1項に規定する公開買付者等）からの情報伝達により知った発行者（法第167条第1項第5号）又は同条第3項の公開買付者等関係者からの一次情報受領者として、同条の規制対</p>	<p>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（法第167条第1項及び第2項、令第31条）が大量保有報告書又は変更報告書に記載されて、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ますので、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ます。</p> <p>その他のご意見につきましては、貴重なご意見として承ります。</p>

	<p>象となるのか。</p> <p>なお、公開買付者等又は公開買付者等関係者から直接伝達を受けたのは EDINET を運営する金融庁・財務局であり、EDINET で大量保有報告書を閲覧した者はいわゆる二次情報受領者に過ぎないと解釈できるのであれば、上記の問題はないということになるが、そのような技巧的な解釈でよいのか。</p> <p>2. 「公開買付け等の中止に関する事実」の規制が徹底されない。</p> <p>買集めが公表された後に中止された場合、当該情報もインサイダー情報となる（法第 167 条第 2 項）。大量保有報告書を「公表」方法に追加する改正がされない場合、別途買集め決定の「公表」がされない限り、大量保有報告書が提出された後に中止の決定がされたことを知っている者に対して、（実質的にインサイダー情報を保有しているにもかかわらず）法第 167 条の規制が適用されないことになるが、そのような結果を容認できるか。</p> <p>3. 引き続き買付者等から直接伝達を受けた者が規制される。</p> <p>従来から、「公表」措置がとられない限り、公開買付者等からの（望まない）情報受領者が法第 167 条の規制対象となってしまう問題点が指摘されていたところであるが、この問題が存続することになる。例えば、「公表」がされていない買集めを記載した大量保有報告書を閲覧した者が、そこに記載された詳細な情報に基づき自身も買付けを開始したが（上記 1. により法第 167 条の問題がないと解釈される前提）、その後公開買付者等関係者から当該大量保有報告書を提出した旨や、そこに記載されていることと同じ内容の伝達を受けた場合には、保有する情報は同じであるにもかかわらずその時点から法第 167 条の規制対象になる、といった形で混乱を来す恐れがある。</p>	
170	<p>（管轄している課が異なることは理解しているが）「株券等保有割合を 100 分の 5 を超える割合増加させる行為」について決定した場合、変更報告書を提出し、開示するのであれば、その時点で、インサイダー取引規制の「公表」に該当するとして差し支えないと思われる。この点につい</p>	

	て、どのように整理されるか、ご教示いただきたい。	
171	株券等保有割合を5%超増加させる行為は、令第31条の公開買付けに準ずる行為（総株主等の議決権の数の5%以上を買い集める行為）に該当する可能性が高いところ、大量保有報告書による開示はインサイダー取引規制における「公表」に該当しないため（法第167条第4項、令第30条）、大量保有報告書による開示によりインサイダー取引を誘発する可能性が高いと考えられる。インサイダー取引規制との法的整合性について、ご教示いただきたい。	
172	<p>記載上の注意に従い、株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為について大量保有報告書の変更報告書の「保有目的」欄において開示した場合には、当該行為に係る法第167条第2項に定める公開買付け等の実施に関する事実について、同条第4項に定める「公表」がされたものと認められるようにすべきである。</p> <p>「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為」は、法第167条第1項に定める「公開買付け等の実施に関する事実」としてインサイダー情報に該当し得るところ、かかる行為に係る決定又は予定の内容を大量保有報告書の変更報告書において開示する場合には、当該情報が一般に知り得る状態に置かれることとなる。法令に従って開示を行ったにもかかわらず、当該開示された情報に基づく取引がインサイダー取引となることは妥当でない。</p>	
173	重要提案行為等の具体的内容の開示や5%超の増加決定の内容の開示が求められていることから、施行後は公開買付け等の実施に関する事実等インサイダー情報が大量保有報告書で開示されてしまう事態が想定されるが、これはインサイダー取引規制の関係では「公表」として扱うか、又は少なくともインサイダー情報の伝達には該当しないことを明確にすべきではないか。	
174	<p>本改正により記載上の注意(10)cにおいて、「株券等保有割合を5%を超える割合増加させる行為」を行うことを決定等している場合、その内容等の記載が求められている。</p> <p>これに関して、以下の理由から、規制の導入には慎重な検討が必要であり、今次改正での導入を再考いただきたいと考える。</p>	<p>今般の改正は、大量保有報告書の【保有目的】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、市場の透明性・公正性</p>

	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 株式取得の決定の有無や時期は投資家の投資戦略の根幹にかかわるものであり、将来の株式等の取得に係る開示を強制することの是非について、丁寧な検討が必要と思われる。</li> <li>2. 大量保有報告制度は、将来の株式取得の決定の有無や予定を開示させることを制度趣旨としていないように思われる中、大量保有報告書提出者に対してのみ、将来の株式取得の決定の有無や予定の有無を開示する義務を課すことの合理性について、十分議論されているとは思われない。</li> <li>3. 悪意のある投資家が、法令遵守のための保守的な運用等と称して、株式取得の決定や予定の公表やその撤回・取消の公表を濫用的に繰り返すことで、市場に誤った情報を流布させる恐れがある。</li> <li>4. グループ会社を含めた株式取得の決定や予定を常に一元的に把握し、大量保有報告書や変更報告書に反映する対応は多大な負担となると思われる。</li> </ol>	<p>を高め、投資者保護を図ることを目的として、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株券等保有割合を5%超増加させる行為の決定又は予定について、【保有目的】欄の記載事項となることを規定するものです。</p>
175	<p>今回の改正案では、「株券等保有割合の100分の5を超える割合増加させる行為」を行う場合の第一号様式の記載上の注意として、「その保有目的及びその内容（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」と改正され、括弧書きの部分が追加されているが、当該改正も事後的報告制度としての位置づけをないがしろにするものであり、不適切である。特に「取得を行う株券等の種類、時期、取得価格、数量」の事前の開示は、当該株券等の取得にかかる取引コストをそのような情報が公にならない場合と比べて不当に増大させることは明らかであり、株式市場における正常な株価形成メカニズムを阻害し、投資家の権利を不合理に害するものである。大量保有報告の事後的報告制度としての位置づけを鑑みると、この様な改正は法の委託・趣旨を大幅に超えたものであり、強く再考を要請する。</p>	
176	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)bにおいて「重要提案行為等…を…行うことを予定している場合」、また同cにおいて、「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行</p>	

	<p>うことについての決定…をしている場合」及び「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為…を行うことを予定している場合」との記載が追加されているが、そもそも、大量保有報告制度は株式を取得した後の事後的報告制度であり、追加取得の「決定…をしている場合」及び「予定している場合」までを第一号様式の記載要件とする当該改正は、一部の株主についてのみ事前報告制度を導入することとなるため、法の委託を超えた改正である。</p>	
177	<p>保有目的として、大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)cの記載を求められることは、10%以上の株式を取得しようとする株主にとっては、非常に大きな変更点であり、そのような株主から意見の聴取を行うべきものと思料いたします。理由は、主に2点です。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 市場の健全性を阻害：決定している場合だけではなく、取得する予定までが記載されることにより、当該記載が株価に大きな影響を与えることになるため、市場の価格発見機能が大きく阻害されることとなります。また、株価に与える影響に着目して、相場操縦を行うための手段として利用されるリスクがあります。</li> <li>2. 株主のエンゲージメント活動への萎縮効果：市場や会社との対話の状況により追加取得の有無や時期については刻々と変化するため、開示後の状況により予定を変更した場合に、株主が相場操縦を疑われるリスクがあります。また、追加取得の予定が強制的に市場にアナウンスされることとなる結果、株価が上がり、追加取得が困難になる可能性があるため、3か月以内に5%以上を超える取得を実質的に回避」せざるを得ません。事実上、今回条文自体が削除された「急速な買付」以上に株主の行動に制約する効果を有することとなります。このような改正が、実務上のインパクトや市場・株主への影響について十分な議論が行われなまま実施された場合、5%以上を保有し、企業価値向上に向けた真摯な提案を行おうとする株主が追加取得を行うことをためらうような萎縮効果を期待した改正であると、海外投資家を中心として資本市場から疑念を持たれてしまう可能性</li> </ol>	

	<p>があります。</p> <p>なお、大量保有報告制度は株式を取得した後の事後的な報告制度であることを根幹としているにもかかわらず、保有目的として今後の株式の追加取得の計画を事前に開示させることになれば、制度の根本的な変更ともなりかねません。投資家保護のための情報開示の観点から、保有目的としてこのような追加取得の決定及び予定まで記載を求める必要性があるのか十分に議論をすべきであり、上記のとおり様々な弊害が生じる懸念もあることを踏まえると、保有目的としてどこまでの記載を求めるのが適切なのか、規制の必要性と効果も含めて慎重に検討すべきものと思料いたします。</p>	
178	<p>大量保有報告書の「保有目的」の欄に、株主の将来や想定される意図について過度に詳細な開示を義務付けることを提案している本改正案は、特に執行リスクを考慮すると、日本における株主エンゲージメントや一方的な M&amp;A に萎縮効果をもたらすことを深く懸念しています。この種の開示は前例のないものであり、日本市場におけるコーポレートガバナンスや株主ステewardシップの向上とは全く整合的ではなく、むしろこれらの分野における過去 10 年間の進展を損なうものです。この種の要求は、投資家と上場企業との建設的な対話を促進するどころか、逆効果となります。</p> <p>この観点から最も問題となる開示は、以下の点です。</p> <p>投資委員会のメンバーの一人が投資案を提示すると、別のメンバーが会社での資本配分の変更の可能性について質問し、また別のメンバーが対象企業の業界と業界のベストプラクティスを調査し、さらに別のメンバーが 5%以上の株式取得に関する全体的な計画が策定されないままに、投資のタイミングについて議論するとします（日本の資本市場では流動性が既に低いことが多いため、買い手は、5%超の株式取得の方法や可能性についての十分な計画も、企業への十分なプレゼンテーションもなしに、流動性があるときに買わなければならない状況に追い込まれることがしばしばあります）。このような場合、株主のコンプライアンス部門は開示についてどのように助言すればよいのでしょうか。調査がエンゲージメ</p>	<p>今般の改正は、大量保有報告書の【保有目的】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、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、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重要提案行為等や株券等保有割合を 5%超増加させる行為の決定又は予定について、【保有目的】欄の記載事項となることを規定するものです。</p> <p>そのため、重要提案行為等又は株券等保有割合を 5%超増加させる行為を行うことを決定又は予定している場合、報告義務発生日時点における当該行為の内容をできる限り具体的に記載することが必要です（大量保有府令第一号様式記載上の注意(10)b、c）。</p> <p>また、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ますが、報告義務発生日時点における当該行為の内容を記載した場合には、その後の状況の変化等により、結果として【保有目的】欄に記載したとおりの行為が行われなかったとしても、そのことのみをもって遑って虚偽記載（法第 172 条の 8）や風説の流布（法第 158 条）に該当することにはならないと考えられます。</p> <p>もっとも、重要提案行為等や株券等保有割合を 5%超増加させる行為を行うことを予定している</p>

ントにつながらなかった場合、開示の内容は変わるのでしょうか。もしそうであれば、それはいつ変える必要があるのでしょうか。絶えず変化する投資のアイデアや意図についての分析と開示を義務付けることで、市場にどのような利益がもたらされるのでしょうか。そのような措置によって表明された目的が達成される可能性があるとしても（実際にはそうではないと私たちは考えています）、これらの提案の曖昧さは株主に不利に働き、致命的な欠陥です。

さらに、重要提案行為等や株式保有の増加の意図の開示を義務付けることは、アクティビストの取り組みの「前倒し」を促進し、日本企業が根本的な原因に対処することなく、そのような取り組みの影響を鈍らせるために表面的な変更を行うことを可能にすることを意図しているように見えます。これは、日本企業と関わるアクティビストが減少し、ガバナンスへの影響とリターンが低下することを意味します。金融庁の意図は、経営をさらに固定化し、価値を高めるエンゲージメント投資を妨げることなののでしょうか。本改正案は、これらの目的を達成するために設計されているように見えます。もしそれが意図であるならば、本改正案を施行した結果、日本の資本市場と一般投資家に損害を与えることになると確信しています。

本改正案の開示要件は、投資家に、提案の内容を早い段階で開示しなければならないと思わせる可能性があります。本改正案は、計画段階の活動にも適用されることが想定されているためです。これは、投資家が建設的な提案を行うことを妨げ、日本企業と投資家との間の私的で生産的なエンゲージメントを妨げることとなります。このような私的なエンゲージメントや議論の欠如は、企業と株主が企業のガバナンスや戦略の変更について改善する方針につき、非公開に協議し合意する機会を奪う可能性があります。この種のアプローチは、建設的な対話やエンゲージメントを促進又は奨励するのではなく、萎縮させることとなります。

代替的なアプローチ

大量保有報告書の「保有目的」に関する開示要

旨を記載した大量保有報告書又は変更報告書を提出した後、当該予定がなくなった場合には、保有目的に変更があったことを提出事由とする変更報告書の提出が必要となると考えられる点に留意する必要があります。

件の変更案について、当社が提案するような客観的な基準を定めることで、市場に重要な情報が確実に上がった時点で開示を行うこととなり、誰かが「気が変わった」ときに修正して開示することは不要となります。

買収提案については、株式譲渡契約を締結した時点（株主が5%を超える株式を購入する場合）、公開買付を開始した時点、又は公開買付を開始することに同意した時点で開示すると定めることを提案します。

その他の重要提案行為等については、株主が対象企業の取締役会又は取締役に対して、特定の期限までに回答又は対応を求める提案を書面で行った時点で開示すると定めることを提案します（これは外国為替及び外国貿易法上の誓約と同じです）。このアプローチの下では、株主と経営陣との間の貴重なエンゲージメント（業務及び貸借対照表の改善提案、リーダーシップと経営陣の変更、その他の改善のためのアイデアや提案を含む）は、（当事者が選択した場合）公開されることなく、建設的で非公開の方法で継続することができます。一方、経営陣が受け入れず同意しなければ最終的に株主投票を必要とする正式な株主提案となり、開示されることとなります。このアプローチは、実用的で、理解しやすく、遵守しやすいという利点があり、企業と投資家との建設的な対話を支援するという表明された目標の達成に真に役立つといえます。

179      そもそも、当該保有目的の改正案は米国 SEC 規制に倣って記載内容の拡充を求めるものであるように見受けられます。しかしながら、わが国においては欧州に倣って米国よりも厳格な公開買付規制が整備され、今回の法改正で市場内買付についても公開買付規制に服する範囲が増えます。それにも関わらず、大量保有報告書等において多大な記載を求めることは制度設計としてのバランスを欠いており、結果的に投資活動の萎縮をもたらしかねません。よって、まずは公開買付規制と大量保有報告制度のどちらにおいてどのような利益を保護したいのか、制度設計の全体像を再考することを求めます。

次に、bにおいて重要提案行為等の内容を無限定でできる限り具体的に記載することを求めており、しかも重要提案行為等を行うことの予定で

あっても開示を求めることです。しかし、予定まで求めるのであれば支配権取得の目的など極めて重要な情報に限定するべきであり、逆に無限定であれば予定まで開示を求めることは射程が広すぎると思われます。エンゲージメントの実務においては企業側の対応によって何を求めるかは臨機応変に変わります。例えば社外取締役の選任を提案しようと考えていても、企業が自発的に成長戦略や資本政策を見直す場合、実際には提案しないこともあります。それを予定の段階で「社外取締役選任の提案」と開示することは企業側を防衛に走らせ、かえって建設的な対話を行うことを難しくします。

また、仮にこのような規定が導入されるとなると、大量保有報告書の提出者が、保守的な対応として提案する可能性がある行為を網羅的に列挙するような事態が多発しかねません。しかし、実際に提案するかどうか分からない情報を開示することは他の投資者にとっても必ずしも有益な情報とはいえません。この点の開示は、市場を混乱させかねない危険をはらむものと言えます。

更にcにおいては5%を超える追加取得の目的や方法についても決定及び予定の段階で開示を求めるとのことです。しかし、今回の法改正で市場内買付けも30%以上では公開買付規制に服するにも関わらず、大量保有報告書提出後、10%以上の取得を目指す段階で支配権取得目的の有無に関係なくこれらの開示を求めることは、明らかに制度として過剰です。公開市場において多くの場合投資者は支配権取得の目的ではなく、単に割安であるから株式を追加取得します。その買付けの数量や価格を開示することは他の投資者に先回りする余地を生み、ファンダメンタルズを見る投資者がリサーチを行い価格形成に参加することのインセンティブを著しく削ぐこととなります。これは市場の効率性低下を招くことが強く懸念されます。また、買付けの予定を行っていても顧客による解約があったり、急な相場変動があったりして予定通りには実行できないことも多くあります。その場合、当該投資者の投資行動を予測・期待して買付けを行った他の投資者は不確実な情報を頼りにした結果損失を被ることに繋がりがねません。これも市場の投機を助長するだけであり、市場の効率性を低下させます。

	<p>上記のような懸念は他の多くの投資家も同様に持つことが予想されます。よって、仮に制度が施行されても形式的な遵守となり、有意義な情報が開示されない可能性が高いといえます。また、わが国の大量保有報告制度では開示に不備があった場合のエンフォースメント手段も弱く、これでは実効性のある開示が行われません。現状の保有目的の開示が形骸化していることに鑑みれば、改正が必要であることの問題意識は共有いたします。しかしながら、今回の改正は明らかに過剰かつ時期尚早であり、公開買付規制とのバランスや、エンフォースメント手段の確保を審議した後に、再度検討すべきであると考えます。</p>	
180	<p>「取得を行う株券等の種類、時期、取得価格、数量」の事前の開示は、当該株券等の取得にかかる取引コストをそのような情報が公にならない場合と比べて不当に増大させることになるが、このことは、実務的には当該開示に伴う取引コストを抑えるために株券等保有割合の100分の5を超えないような行動をとることを投資家に促すことにつながり、例えば、注文・約定管理システム等の設定により株券等保有割合の100分の5を超える発注ができないようにする等といった行動を投資家に促すため、株式市場における投資家の行動に過度な萎縮効果を生じさせ、投資家に不合理な負担を強いることになるものであり、強い懸念を持つ。</p> <p>また、投資家の投資戦略・投資行動は、市場の動向により日々刻々と変化する。例えば、外部的要因による株価の変動や会社による中期経営やM&amp;Aの公表は事前に予想することができず、このような要因による株価の変化により、投資家の戦略は大きく変化する。そのため、重要提案行為等及び5%以上の追加取得取引にかかる記載については、市場動向の変化に迅速に対応できる柔軟性を持たせる必要があるが、「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」という記載上の注意は、この柔軟性を阻害するものであり、投資家の利益を害するものである。かかる記載の内容や具体性については、提出する株主に一定の裁量があり、ある程度の幅を持たせた記載をすることができ、万が一記載の通りに実現できなかったとしても法的な問</p>	

	<p>題が生じないものとし、本改正は、法令に基づき市場において許容されている取引を実質的、実務的に不可能にするものであり、投資家が株価の変動による運用益を享受する権利が著しく侵害される。</p>	
181	<p>「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為」について、日本語の用法として分かりづらいため、修正した方がよいのではないか。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
182	<p>あくまで大量保有者(5%超保有する者)が「株券等保有割合を100分の5を超える割合増加させる行為」について決定した場合、変更報告書が必要とされているが、例えば、5.1%を保有する者が5.1%だけ買い増しをすることを決定した場合と、4.9%を保有する者が20%/50%/95.1%の買い増しをすることを決定した場合、前者のみが開示の対象となるが、その合理性について、当該開示の趣旨を踏まえてご説明いただきたい(大量保有報告制度の枠内だけの規制なので、その範囲でしか対象とできないことは理解しており、制度の合理性についてのご質問と理解いただきたい)。</p> <p>仮に大量保有者については、大量保有者でない者と比較し、上記を開示させる意味合いが強いのであれば、予告TOBの際に任意で財務局/金融庁に予告TOBプレスの確認が行われていると理解しているが、大量保有者でない場合、より一層当該確認を経る必要はないという理解になりやすいため、その整理も踏まえてご回答いただきたい。</p>	<p>前段については、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、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て一定の開示を求める制度であるため、大量保有報告制度上の義務は大量保有者に対してのみ課されるものです。</p> <p>後段については、ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、いわゆる予告公表においては、当該予告公表に係る公表文が、公開買付けを開始する際に提出される公開買付け届出書の内容と相応に重複する内容を含むものであるにもかかわらず、当該公表文と当該公開買付け届出書の記載に重要な齟齬が生じることとなれば、市場に混乱を生じさせるおそれがあることから、公開買付け届出書の事前の相談を先行させる趣旨で、関東財務局において当該公表文の記載内容について事前の相談に応じており、公開買付けが対象者の株券等に係る大量保有者であるか否かは無関係であると考えられます。</p>
<p>▼ 【当該株券等に関する担保契約等重要な契約】欄 (大量保有府令第一号様式記載上の注意(14)関係)</p>		
183	<p>本改正により、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄の記載事項として、「売買契約」が追加されている。</p> <p>この点、貸借契約については、「貸借の別」を記載することと明記されているが、売買契約について「売り買いの別」について記載が必要と明記されていない。売買契約を記載する場合、売り買いの別を記載するのはあえて言わずとも当然ではあるものの、提出者の失念を防ぐために、明記いただきたい。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
184	<p>オプションに係る契約については、引渡請求権がないプットオプションについても記載が必要</p>	<p>オプションの行使により保有株券等の総数に変動を生じさせることから、いわゆるプット・オ</p>

	か。必要ということであれば理由をご教示いただきたい。	プシオンに係る契約についても記載が必要です。
185	<p>「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄において、「オプションに係る契約」について記載することとされていますが、コール・オプションの権利者については、オプションに係る契約時点で、対象となる株券等について保有株券等に含めることとなり、将来の株券等保有割合が変動するものではないことから、契約時点及び行使時点のいずれにおいても、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄への記載を要しないという理解でよろしいでしょうか。</p> <p>コール・オプションの付与者並びにプット・オプションの権利者及び付与者については、契約時点で「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄への記載を要し、オプションの行使・消滅に伴い、同欄の記載を削除するという理解でよろしいでしょうか。</p>	<p>前段については、いわゆるコール・オプションの権利者においては、当該オプションに係る契約について【当該株券等に関する担保契約等重要な契約】欄への記載が必要となります。</p> <p>後段については、ご理解のとおりです。</p>
186	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(14a)の(d)及び(e)において、契約が終了した場合には、コールオプション又はプットオプションを行使できる旨の合意がされている場合には、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄に当該合意の内容等を記載することとされているが、当該記載が必要とされるのは、契約終了を原因としてコールオプション又はプットオプションの行使が可能となる合意内容の場合に限定されるか。その他の当事者間で定めた契約上の誓約事項や表明保証の違反や契約で定めたマイルストーンの達成・未達成等の場合を原因としてコールオプションやプットオプションを行使できる旨合意している場合には記載する必要はないとの理解で相違ないか。</p>	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(14a)の(a)～(e)に規定されている合意は、将来の株券等の移動に関する重要な契約を例示するものであり、これらに該当しないものであっても、将来の株券等の移動に関する重要な契約については【当該株券等に関する担保契約等重要な契約】欄に記載する必要があると考えられます。</p> <p>契約上株券等の移動に条件が付されている場合においては、当該条件が成就する可能性等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ます。</p>
187	<p>「将来の株券等の移動に関する重要な契約」について、デフォルトコール/デフォルトプット(株主間契約のいずれかの当事者が契約に違反した場合に相手方が違反当事者の株式を取得することができる、又は相手方に譲渡することができる権利)のような、充足されるか不確定な条件が付されている場合には、(デフォルトコール/デフォルトプットの場合でいえば、契約違反が生じる可能性は低く)当該条件が充足される蓋然性が低いことから、当該契約内容を開示させなくても投資者の投資判断に影響を与えるものではないため、</p>	

	<p>重要ではないと考えられるため、「将来の株券等の移動に関する重要な契約」に該当しないという整理でよいか。なお、契約が終了する場合におけるコールオプション・プットオプションは、大量保有府令第一号様式記載上の注意(14a)の(d)又は(e)に規定されているが、デフォルトコール/デフォルトプットは、契約違反時の請求であり、契約終了時の事由ではないため、(d)又は(e)の規定には明確に該当しないと整理されると理解している。</p>	
188	<p>本改正により、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄（以下『「重要な契約」欄』という。）の要記載事項として、「オプションに係る契約」が追記されている。</p> <p>契約当事者として、プットオプションの場合は、1. オプション義務者（オプションを行使されることにより買主となる当事者）と2. オプション権利者（オプションを行使することにより売主となる当事者）が、コールオプションの場合は、3. オプション義務者（オプションを行使されることにより売主となる当事者）と4. オプション権利者（オプションを行使することにより買主となる当事者）が存在するが、「オプションに係る契約」を、「重要な契約」欄に記載する必要がある者は、上記1. から4. の全ての当事者となるのか。</p> <p>この点、1. の者は、オプションの行使前は対象株式を保有しておらず、記載される情報は将来において保有株数が増加する可能性があるという情報の開示ということになるが、保有株券等に関する重要な契約を開示するという重要な契約欄の趣旨からすると、自己の保有株券等に係る契約ではない契約についての開示となることから、1. の者によるプットオプションの開示は不要と考えてよいか。</p>	<p>将来の株券等の移動に関する契約又は取決めは、通常、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」に該当すると考えられますので、ご記載の1.～4. のいずれのオプションについても、【当該株券等に関する担保契約等重要な契約】欄への記載が必要と考えられます。</p>
189	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(14a)において、(a)～(e)は重要な契約の例示及びその際の記載事項を示したものと思われるが、柱書において(a)～(e)への言及がなく、柱書と(a)～(e)の関係が不明である。</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、大量保有府令第一号様式の記載上の注意(14a)では「…次に掲げる合意その他の将来の株券等の移動に関する重要な契約又は取決め…」と規定しており、同(a)～(e)は「将来の株券等の移動に関する重要な契約又は取決め」の例示としています。</p>
190	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(14a)(b)「当該提出者が一定の株券等保有割合を超えて株券等を保有することを制限する旨の合意」は、</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

	当該（保有する）株券等に関する契約ではなく、保有していない株券等にかかる合意である。したがって、開示対象とすべきではない。	
191	大量保有府令第一号様式記載上の注意(14a)(c)「株券等の発行その他の行為が当該提出者の株券等保有割合の減少を伴うものである場合に、当該提出者がその株券等保有割合に応じて当該株券等を引き受けることができる旨の合意」は、当該（保有する）株券等に関する契約ではなく、保有していない株券等にかかる合意である。したがって、開示対象とすべきではない。	貴重なご意見として承ります。
192	大量保有府令第一号様式記載上の注意(14a)(c)「株券等の発行その他の行為が当該提出者の株券等保有割合の減少を伴うものである場合に、当該提出者がその株券等保有割合に応じて当該株券等を引き受けることができる旨の合意」に、提出者の株券等保有割合に応じない数を引き受ける権利がある場合は該当するのか。	大量保有府令第一号様式の記載上の注意(14a)の(a)から(e)までの合意は「将来の株券等の移動に関する重要な契約又は取決め」の例示であり、ある合意が当該契約又は取決めに該当するか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ますが、提出者が株券等の発行に伴い株券等を引き受ける権利を有する場合、当該権利により引き受けることができる株券等の数が提出者の株券等保有割合に応じた数であるかにかかわらず、通常、当該合意は「将来の株券等の移動に関する重要な契約又は取決め」に該当すると考えられます。
193	「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄において、発行済株式総数等の1%未満の契約の場合には、契約の相手方の記載に当たり、相手方の属性のみを記載しても差し支えないとされているところ、従前の実務上は、このような場合には、契約の種類ごとに、複数の契約の相手方をまとめて「機関投資家等」と記載し、契約の対象となっている株券等の数量の合計を記載する一方、契約の相手方の数は記載せず、例えば「消費貸借契約により、機関投資家等から〇株借り入れている。」などと記載する取扱いが許容されてきたと理解しています。 改正後も、発行済株式総数等の1%未満の契約の場合には、従前と同様の取扱いが認められるという理解でよろしいでしょうか。	金融商品取引業者等が、その業務に関して複数の顧客との間で締結している契約についてまとめて記載する場合は、その契約の種類ごとに契約の相手方の数を記載する必要があります（大量保有府令第一号様式記載上の注意(14a)）。
194	本改正により、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄（以下『「重要な契約」欄』という。）に記載すべき契約に係る記載事項について、「当該契約の相手方と締結している契約の対象となっている株券等」の割合が1%未満である場合に相手方の記載を属性のみとしてよいことと	同一の相手方との間で複数の株券等の移動に関する重要な契約等（契約又は取決め）を締結している場合には、相手方ごとに契約等の対象となっている株券等の数を合算して、大量保有府令第9条の2第1項に規定する発行済株式総数等で除して得た割合が100分の1未満である場合には、

	<p>されている。</p> <p>同じ相手と複数の契約を締結している場合、この1%の基準は、1. 各契約ごとに判断するのか、2. 契約の種類ごとに判断するのか、それとも3. 記載されるべきすべての契約を合算して判断するのか、いずれの考え方となるのか明記いただきたい。</p> <p>例えば、貸借契約（当該契約の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割合は0.6%）と同じ相手方と同時に売買契約A（同0.6%）と売買契約B（同0.6%）（いずれも約定と決済日が6日以上離れる売買）も締結する場合において、</p> <p>1. 各契約ごとに判断する場合は、貸借契約、売買契約A、売買契約Bのいずれも1%未満となり、いずれも相手方の記載は不要と考える。</p> <p>他方、2. 契約の種類ごとに判断とする場合、貸借契約については1%未満のため相手方の記載は不要だが、売買契約Aと売買契約Bは同じ種類の契約（売買契約）であるため合算し、売買契約については1%以上となる。そのため、売買契約Aと売買契約Bについては相手方の記載が必要と認識している。</p> <p>また、3. すべての契約を合算して判断とする場合は、すべての契約（貸借契約と売買契約A、B）を合算した数量で1%以上であるので、貸借契約、売買契約A、売買契約Bのすべてについて相手方の名称の記載が必要と認識している。</p> <p>なお、提出者が法第27条の23第3項第3号に該当し、当該デリバティブ契約の記載も必要となる場合は、売買契約等と当該デリバティブ契約も合算して1%以上の基準を判断することになるのか。</p>	<p>当該契約等の相手方の記載に当たっては、相手方の属性のみを記載することが可能と考えられます（大量保有府令第一号様式記載上の注意(14)a）。</p> <p>なお、デリバティブ取引に係る契約等については、複数のデリバティブ取引に係る契約等を締結している場合には当該複数のデリバティブ取引に係る契約等の対象となっている株券等の数を合算して判断する必要があると考えられますが、デリバティブ取引に係る契約等の対象となっている株券等の数とデリバティブ取引以外の取引に係る契約等の対象となっている株券等の数を合算する必要はないと考えられます。</p>
195	<p>本改正による追加の内容として、「また、第11条第4号に規定する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は、その契約の種類毎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」とある（以下「本記載」）。</p> <p>この「第11条第4号に規定する金融商品取引業者等」とは、大量保有府令第11条第4号で定義する「金融商品取引業者等」、すなわち同条第1号から第3号に規定する者を意味するとの理解</p>	<p>金融商品取引業者等の定義並びに大量保有府令第一号様式記載上の注意(14)aの規定が同府令第一号様式によるいわゆる一般報告及び同府令第三号様式によるいわゆる特例報告のいずれにも適用されることについてはご理解のとおりです。</p> <p>金融商品取引業者等の契約の相手方が「顧客」に該当するか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ますが、金融商品取引業者等におけるグループ会社であることのみをもって「顧客」に該当しなくなるものではないと考えられます。</p>

	<p>でよいか。</p> <p>本記載は、かかる金融商品取引業者等は、重要提案行為等を行うことを保有の目的としない場合、第一号様式による一般報告及び第三号様式による特例報告のいずれの場合も、顧客との間で締結する契約について本記載の取扱いをしてよいという趣旨と理解しているが相違ないか。</p> <p>また、金融商品取引業者等がその業務に関して契約を締結する場合は、相手方は本記載における「顧客」に該当するとの理解でよいか。</p> <p>例えば、当該契約の相手方が当該金融商品取引業者のグループ会社である場合でも、当該契約は本記載における「顧客との間で締結する契約」と考えてよいか。</p>	
196	<p>大量保有府令第一号様式(14)重要な契約欄で、法第 27 条の 23 第 3 項第 3 号に該当する者（以下「ロングポジションの保有者」）は、現金決済型デリバティブ取引の相手方（以下「ショートポジションの保有者」）も記載することになっているが、法第 27 条の 23 第 3 項 1 号・第 2 号の保有者については具体的な契約内容の記載は求められないにもかかわらず、第 3 号のみ記載を求めるのはアンバランスではないか。ショートポジションの保有者としては、ロングポジションの保有者が令第 14 条の 6 第 2 項の主観的目的要件を有するかというおよそ与り知らない事情により自身の名称及び取引内容が開示されるという不安定な立場に置かれることになる。重要な契約の記載の趣旨は、将来の株式移動の可能性やガバナンスに影響を与える可能性を開示させる点にあると理解しているが、ロングポジションの保有者が令第 14 条の 6 第 2 項の主観的目的要件を有していたとしても、ショートポジションの保有者がロングポジションの保有者に対して株券等を受け渡す合意や保有する議決権の行使についてロングポジションの保有者からの指図を受ける合意等をしていない限り、そのような事象が生じる可能性はないので、当該合意がない場合は相手方の名称は記載不要、もしくは少なくとも相手方の属性の記載のみで足りるとしたほうが、取引の萎縮効果を可及的に防ぐという観点からも望ましいのではないか。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
197	<p>「合意」「重要性の乏しいもの」「指名」等の意義、守秘義務との関係（概要の開示で足りる）な</p>	<p>「合意」、「重要性の乏しいもの」、「指名」に該当するか否かは、大量保有報告制度の趣旨に照ら</p>

	<p>どについては、重要な契約の開示に関する令和5年12月22日のパブリックコメントに対する回答や、企業内容等開示ガイドライン5-17-6において示された指針が当てはまると考えてよいか。</p>	<p>し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ますが、企業内容等開示府令の解釈が参考になると考えられます。</p> <p>なお、契約上の秘密保持義務（守秘義務）に関しては、大量保有報告制度上の開示の要請は当事者間の合意に優先することから、当該契約が大量保有報告制度上の開示の対象に該当する場合には、契約上の秘密保持義務（守秘義務）の有無にかかわらず、これを省略又は要約することなく開示する必要があると考えられます。</p>
198	<p>発行会社による開示の関係では、合意が未公表の重要事実に関連して締結されたもので、未公表の重要事実に関する交渉や検討に係る期間を踏まえて一定の期間に限り有効であるものについては、「重要性の乏しいもの」に該当し開示不要であることが企業内容等開示ガイドライン5-17-6の4において明確化された。大量保有府令第一号様式記載上の注意(14)においても、同様の除外を置くべきである。</p>	<p>し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ますが、企業内容等開示府令の解釈が参考になると考えられます。</p> <p>なお、契約上の秘密保持義務（守秘義務）に関しては、大量保有報告制度上の開示の要請は当事者間の合意に優先することから、当該契約が大量保有報告制度上の開示の対象に該当する場合には、契約上の秘密保持義務（守秘義務）の有無にかかわらず、これを省略又は要約することなく開示する必要があると考えられます。</p>
199	<p>当該記載事項の明確化は、提出者によって記載ぶりが区々となっているという課題や、現行の記載方法が複雑であることが提出遅延の一因となっている可能性を踏まえ、記載事項を明確化することにより、充実した情報の速やかな開示を促すことを目的としていると理解しているが、対象となる契約等が追記され、記載要件が拡充されることにより、事務負担が大きくなり、かえって提出遅延を招くことが懸念される。例えば、保有している株券を貸付ける場合等、保有形態は変わるものの株券等保有割合に変化が生じない場合や、大量保有府令第9条の2第1項に準じて契約に係る株券の割合が1%未満にとどまる場合は記載を不要とする等、記載対象とする契約等を限定すべきではないか(大量保有府令第一号様式記載上の注意(14a)なお書きでは1%未満の場合の例外が定められているが、これにより、かえって1%未満の場合も開示が必要と解釈されるおそれがあると考えている)。特に、特例報告制度の利用が認められる金融商品取引業者等については、その業務上日常的かつ反復継続的に、複数の種類の契約に基づき複数の相手方との間で、株券等に係る契約等又は取り決めを行っており、かかる情報の把握と開示のためのシステム及び人的な負担が大きいことに留意いただきたい。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、大量保有府令第11条第4号に規定する金融商品取引業者等（重要提案行為等を行うことを保有の目的とする者を除きます。）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されています（同府令第一号様式記載上の注意(14a)）。</p>
200	<p>大量保有府令第一号様式記載上の注意(14d)については、株券等の保有とは無関係に締結が可能な契約であり、当該（保有する）株券等に関する契約ではないため、開示対象とすべきではない。また、大量保有報告制度において開示させるのは、5%超の保有者のみに株券等の保有とは関係の無</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

	い契約の開示義務を負わせるものであって、そのような観点からも適切ではない。	
<b>(5) その他</b>		
<b>▼ 取得請求権付株式及び取得条項付株式の取扱い</b>		
<b>▽ 大量保有報告書等を提出する必要がない場合（法第27条の23第1項ただし書、第27条の25第1項ただし書、大量保有府令第3条、第9条第1項関係）</b>		
201	大量保有府令第3条第2号は、取得請求権付株式、取得条項付株式のみが対象となる理解でよいか。その他、具体的な対象商品を提示していただきたい（例えば、議決権のない優先株のうち、普通株への転換が可能である当該優先株も対象となる等）。	会社法第2条第18号に規定する取得請求権付株式及び同条第19号に規定する取得条項付株式が対象になるものと考えられます。
202	<p>大量保有府令第3条第2号、第9条第2号は、同府令第5条第1項第2号に掲げる株式（以下「取得条項付株式等」）につき、当該取得条項付株式等と引き換えに交付される株式等が将来の一定の時期の市場価額その他の指標に基づき決定される場合で、保有株券等の総数が、当該市場価額その他の指標の変動のみによって増加又は減少するときは、大量保有報告書、変更報告書の提出事由とならないとしている。</p> <p>この点、実務では、取得条項付株式等に係る交付株式数の決定方法として、発行後、取得価額（転換価額）が取引所の時価（終値等。時価に一定の割合を乗じて算出する価格を含む。）へ定期的（月次、日次、四半期毎、半期毎など）に変更される、あるいは将来の一定時点（取得決定時点、請求時点等）の取引所の時価へ変更される等とした上で、当該取得条項付株式等と引換えに交付される普通株式等の株式数を、「当該取得条項付株式の残余財産等その他のあらかじめ定めた一定の方法で算出される金額」÷「その時点の取得価格（転換価額）」といった計算式で算出される数量とする決定方法がよく見られるところである。</p> <p>このような場合も大量保有府令第3条第2号、第9条第2号に掲げる場合として、取得価額（転換価額）の変更のみにより、保有数量が増加又は減少したとしても、大量保有報告書、変更報告書の提出事由にはならないという理解でよいか。</p> <p>また、市場価格その他の指標の変動以外の事由により、大量保有報告書、変更報告書を提出する場合に報告書に記載される保有数量は、変動後の提出時点で最新の、あるいは提出時点で交付されると仮定した場合に算出される、取得価額（転換</p>	<p>ご理解のとおり、改正後の大量保有府令第5条第1項第2号に掲げる株式に係る株券の取得と引換えに交付される株券等の数が、取得価額（転換価額）を用いて算出されることとされている場合において、市場価額の変動に伴う当該取得価額（転換価額）の変更のみによって保有株券等の総数が増加し、又は減少することにより株券等保有割合が増減するときは、当該株券等保有割合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ありません。</p> <p>なお、大量保有報告書又は変更報告書に記載すべき同号に掲げる株式に係る株券に係る保有株券等の数は、当該大量保有報告書又は変更報告書に係る報告義務発生日時点において、当該株券と引換えに株券等が交付されたものとみなして算出することとなります（同条第2項）。そのため、当該株券の取得と引換えに交付される株券等の数が、取得価額（転換価額）を用いて算出されることとされている場合においては、当該報告義務発生日時点で株券等が交付されると仮定した場合に用いる取得価額（転換価額）により算出することになると考えられます。</p>

	<p>価額)により算出された株式数を記載する必要があると理解しているがその理解に相違ないか。</p>	
203	<p>大量保有府令第3条第2号(大量保有報告書を提出する必要がない場合)及び第9条第2号(変更報告書を提出する必要がない場合)について、大量保有府令第5条第1項第2号及び同条第2項の方法により株数等の数を計算はするが、大量保有報告書を提出する必要がないとすると、実務上矛盾が発生する。二通りの計算方法を用いてポジションの管理をすることになるため、実務上も多大な負荷がかかることが想定される。大量保有報告書を提出する必要がないとするのであれば保有株数に含めるべきではないと思料する。</p> <p>また上記に関連して、取得請求権付株式以外にも普通株等保有がある場合、どのような対応方法となるかを具体的に示していただきたい。</p> <p>現時点で可能性のある場合について以下に記載した。どの場合が正しい計算方法か、またはいずれも誤っている場合は正しい対応方法をご教示いただきたい。</p> <p>(5.1) 取得請求権付株式のみ保有の場合</p> <p>Day1  取得請求権付株式 100株 保有比率 1%  (転換後 510株相当 保有比率 5.1%相当)  大量保有府令第3条第2号の適用により大量保有報告不要</p> <p>Day2  取得請求権付株式 100株 保有比率 1%  (転換後 800株相当 8%)  大量保有府令第9条第2号の適用により変更報告不要</p> <p>(5.2) 取得請求権付株式以外にも普通株等保有がある場合</p> <p>パターン(1)は大量保有府令第5条第2項を実務上の計算に反映した場合</p> <p>パターン(2)は大量保有府令第3条第2号及び第9条第2号を適用するための実務上の処理として取得請求権付株式を実残にて処理した場合</p> <p>Day1  普通株及び取得請求権付株式転換後相当株数</p>	<p>改正後の大量保有府令第3条第2号及び第9条第2号は、同府令第5条第1項第2号に掲げる株式に係る株券を保有している場合に、市場価額その他の指標の変動のみを理由として保有株券等の総数が増減することにより株券等保有割合が増減するときは、当該株券等保有割合の増減のみを理由とする大量保有報告書又は変更報告書の提出を不要とするものです。</p> <p>そのため、新たに株券等の取得又は処分を行う等、市場価額その他の指標の変動以外の理由により保有株券等の総数が増減した場合には、市場価額その他の指標の変動も踏まえて計算された、当該取得又は処分等の後の株券等保有割合に基づいて大量保有報告書・変更報告書の提出の要否を検討する必要があります。</p>

の保有比率が5%を超えているが、普通株及び取得請求権付株式数による保有比率では5%を超えない場合

普通株 300 株 保有比率 3%

取得請求権付株式 100 株 保有比率 1%  
(転換後 300 株相当 保有比率 3%相当)

パターン(1) 普通株 3%+取得請求権付株式  
分転換後保有比率 3%相当により保有率合  
計 6%。しかし、そのうち 2%は大量保有府  
令第 3 条第 2 号の適用により除外し、保有比  
率 3%として大量保有報告不要。

パターン(2) 普通株 3%+取得請求権付株式  
1% により合計 4%であるため報告対象  
外。

#### Day2

普通株の保有比率のみで大量保有報告提出に  
該当した場合

普通株 600 株 保有比率 6%

取得請求権付株式 100 株 保有比率 1%  
(転換後 200 株相当 保有比率 2%相当)

パターン(1) 普通株 6%+取得請求権付株  
式 2%相当により大量保有報告 8%として  
報告

パターン(2) 普通株 6%+取得請求権付株  
式 1%により大量保有報告 7%として報告  
いずれのパターンも普通株単体で 5%超えてい  
るため報告書提出除外の適用なし。

#### Day3

普通株および取得請求権付株式転換後相当数  
の両方増加し合計 1%以上の変動があった場合

普通株 660 株 保有比率 6.6%

取得請求権付株式 100 株 保有比率 1%  
(転換後 250 株相当 保有比率 2.5%相当)

パターン(1) 普通株 6.6%+取得請求権付  
株式 2.5%相当により合計 9.1%となり、1%  
以上の増加となるが、取得請求権付株式転換  
後相当数の 0.5%相当の増加は大量保有府  
令第 9 条第 2 号の適用により除外し、保有比  
率の変動は普通株の 0.6%のみとみなし、  
1%以上の増加にあたらぬとして変更報告  
不要。

パターン(2) 普通株 6.6%+取得請求権付

	<p>株式1%で0.6%のみの増加。1%以上の増加にあたらないので変更報告不要。</p> <p>Day4 取得請求権付株式転換後相当数のみ増加の場合</p> <p>普通株 660株 保有比率6.6% 取得請求権付株式 100株 1% (転換後400株相当 保有比率4%相当)</p> <p>パターン(1) 普通株 6.6%+取得請求権付株式4%相当により合計10.6%となり、前回報告 (Day2) 8%から2.6%以上の増加となるが、取得請求権付株式転換後相当数の2%相当の増加は大量保有府令第9条第2号の適用により除外し、保有比率の変動は普通株の0.6%のみとみなし、1%以上の増加にあたらないとして変更報告不要。</p> <p>パターン(2) 普通株 6.6%+取得請求権付株式1%で前回報告 (Day2) 7%から0.6%のみの増加。1%以上の増加にあたらないので変更報告不要。</p> <p>Day5 普通株の1%以上の減少の場合</p> <p>普通株 260株 保有比率2.6% 取得請求権付株式 100株 1% (転換後500株相当 保有比率5%相当)</p> <p>パターン(1の1) 普通株 2.6%+取得請求権付株式5%相当により合計7.6%となり前回報告 (Day2) 8%から0.4%の減少なので変更報告理由にならない</p> <p>パターン(1の2) 普通株 2.6%+取得請求権付株式5%相当により合計7.6%となり前回報告 (Day2) 8%から0.4%分の減少のみであるが、取得請求権付株式相当分に対して大量保有府令第9条第2号を適用し除外すると3.6%となり、前回報告 (Day2) 分保有比率のうち相当数を除外した7%から3.4%の減少となるため変更報告。その結果、報告対象の変更が次回起こった場合、変更報告</p> <p>パターン(2) 普通株 2.6%+取得請求権付株式1%により変更報告 3.6%として報告。その結果、報告対象の変更が次回起こった場合、新規の大量保有報告</p>	
204	大量保有府令第3条第3号及び第9条第3号に	【上記提出者の保有株券等の内訳】欄に記載す

<p>より、新株予約権等の目的である株式や投資口の発行価格の調整のみによって保有株券等の数が増加（又は減少）する場合は、報告書提出事由にならず、大量保有報告書・変更報告書の提出は要しないこととされているが、その後のそれ以外の事由により、大量保有報告書・変更報告書を提出する場合は、発行価格の調整により増加又は減少した株式や投資口の数量を記載する必要があるのか。その場合、発行価格が当該株式等の将来の市場の時価により定まる場合は、提出義務発生日時点の時価に基づき、新株予約権等の目的である株式等の数を算出する必要があるのか。</p>	<p>る「新株予約権の目的である株式の数」（大量保有府令第一号様式記載上の注意(12)a、第5条第3項第1号）は、新株予約権の内容等に応じ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ますが、大量保有府令第3条第3号又は第9条第3号に基づき大量保有報告書又は変更報告書の提出を要しなかった場合において、その後に大量保有報告書又は変更報告書を提出するときには、通常、調整後の発行価格に基づき算出した数を「新株予約権の目的である株式の数」として記載する必要があると考えられます。</p>
<p><b>▽ 取得請求権付株式又は取得条項付株式に係る株券等の数（法第27条の23第4項、大量保有府令第5条、第5条の2関係）</b></p>	
<p>205 大量保有Q&amp;A問7をふまえると、例えば、議決権のある株式を対価とする取得請求権又は取得条項が付された無議決権株数100株を保有しており、当該株式を議決権のある株式に転換した際に300株になる予定の場合は、第一号様式において、300株を「株券又は投資証券等（株・口）」に記載するとともに、200株を新設された【保有株券等の数】欄「株券、株券預託証券及び株券信託受益証券のうち保有潜在株券等の数に加算すべきものの数」（AC）、および【株券等保有割合】欄「提出者及び共同保有者の保有潜在株券等の数」（AE）に記載し、更に、それぞれの欄外に無議決権株式に係る株券等が含まれている旨記載する、という認識でよろしいでしょうか。</p>	<p>ご理解のとおりです。</p>
<p>206 大量保有府令第5条第1項第2号で規定されている株式は、取得請求権付株式、取得条項付株式のみが対象となるとの理解でよいか。</p> <p>そうである場合、当該対象株式以外の株式の保有により大量保有報告書及び変更報告書の提出がされた場合の第一号様式の最近60日の取引履歴に（1）市場価額その他の指標の変動による潜在株の増減を含めるべきか。（2）年月日、株券等の種類、市場内外取引の別、取得または処分の別、にて他の普通株と合算のうえ、単価の覧については平均の単価を記載するというのがこれまでの方式だが、（1）を含めるのであれば、平均の単価の計算に当該潜在株の増減の単価である0を含めて平均の単価を計算し、記載するという理解でよいか。</p>	<p>市場価額その他の指標の変動のみを理由とする取得請求権付株式又は取得条項付株式に係る株式の数の増減は、当該株式を「取得又は処分」したことによる増減ではないため、大量保有報告書又は変更報告書の【当該株券等の発行者の発行する株券等に関する最近60日間の取得又は処分の状況】欄への記載は必要ではないと考えられます。</p> <p>なお、同欄において、異なる種類の株券について記載する場合には、種類別に記載する必要があると考えられます（改正後の大量保有府令第一号様式記載上の注意(13)b）。</p>
<p>207 法第27条の23第4項、大量保有府令第5条第</p>	<p>新株予約権1個当たりの目的となる株式数が</p>

	<p>1項第1号、第2号、同条第3項第1号によれば、普通株 X 個に転換可能な無議決権種類株式を取得できる新株予約権の場合、新株予約権の段階では1株、無議決権種類株式の段階ではX株と数えるとの理解で良いか。またこのような新株予約権の一部が無議決権種類株式に転換された場合について、60日間の取引の表の具体的な記載例も示してほしい。</p>	<p>不明であり、ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、新株予約権の数、無議決権種類株式の数については、大量保有府令第5条の規定により計算されることとなります。例えば、新株予約権1個当たりの目的となる株式が普通株式100株に転換可能な無議決権株式1株である場合、当該新株予約権1個に係る株券等の数は100株となるものと考えられます。</p>
208	<p>大量保有府令第5条第2項によれば、市場価額その他の指標に基づき交付される株券等の数が決定される取得条項付株式又は取得請求権付株式については、日々株式の数が変動することになるが、第一号様式の最近60日の取引の表には、過去の報告書において記載した取引も含めて、各日における計算数を記載するのか、提出日における計算数を記載するのか。60日間の取引の表の具体的な記載例も示してほしい。</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、変更報告書に記載する株式数は当該変更報告書に係る報告義務発生日時点で算定した株式数を記載するものと考えられます。</p>
209	<p>大量保有府令第5条第2項は、特定の日における同条第1項第2号に規定する株式（以下「取得条項付株式等」）に係る保有株式数の計算について規定しているものと理解している。本項の趣旨は、交付される株式数が当該株式の交付決定時点等の市場価格その他の指標に基づき決定されるような場合、当該取得条項付株式等と引換えに交付される株式数（すなわち当該取得条項付株式等に係る保有株式数）は正式に決定されるその時点まで不明ではあるものの、ある特定の日保有株式数を計算する場合は、その日時点の当該株式の市場価格その他の指標によって算出された株式数を交付される株式数としてその特定の日における当該取得条項付株式等の保有株式数とみなすという趣旨と理解したがその理解で相違ないか。</p> <p>例えば、実務上、交付株式数の決定方法として、発行後、取得価額（転換価額）が取引所の時価（終値等。時価に一定の割合を乗じて算出する価格を含む。）へ定期的（月次、日次、四半期毎、半期毎など）に変更される、あるいは将来の一定時点（取得決定時点、請求時点等）の取引所の時価へ変更される等とした上で、当該取得条項付株式等と引換えに交付される普通株式等の株式数を、「当該取得条項付株式の残余財産等その他のあらかじめ定めた一定の方法で算出される金額」÷「その時点の取得価格（転換価額）」といった計算式で</p>	<p>基本にご理解のとおりです。特定の日における改正後の大量保有府令第5条第1項第2号に掲げる株式に係る株券に係る保有株券等の数は、当該特定の日において、当該株券と引換えに株券等が交付されたものとみなして算出することとなります（同条第2項）。そのため、当該株券の取得と引換えに交付される株券等の数が、取得価額（転換価額）を用いて算出されることとされている場合においては、当該特定の日時点で株券等が交付されると仮定した場合に用いる取得価額（転換価額）により算出することになると考えられます。</p>

	<p>算出される数量とする決定方法はよく見られる。その場合、当該取得条項付株式に係る保有株式数は実際に交付されるまで不明ではあるものの、大量保有府令第5条第2項により、ある日（報告書提出義務発生日等）の当該取得条項付株式に係る保有株式数は、その日に交付されたなら適用されたであろう取得価額（転換価額）により算出した数量をその日時点の交付株式数とみなしたうえで、その株式数をその日時点の当該取得条項付株式等に係る保有数量と考え、大量保有報告書や変更報告書の提出の要否、報告書に記載する保有割合や保有株式数を決定することになると理解しているがその理解で相違ないか。</p>	
210	<p>大量保有府令第5条第2項によれば、市場価額その他の指標に基づき交付される株券等の数が決定される取得条項付株式又は取得請求権付株式については、日々取引がある場合に毎日変更報告書提出事由の有無を確認するための計算を行う必要があるが、この負担は重く現実的ではない。このような株式は、転換条項により普通株式が交付された際にのみ交付された株式数により計算し、交付されていない間は当初の交付数による計算とすべきである。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
211	<p>大量保有府令第5条第4項は、同条第1項及び第2項の規定を、同条第3項に掲げる数について準用するとしているが、これはどのような趣旨か。</p> <p>例えば、実務では、新株予約権の目的である株式の数（同条第3項第1号）、新株予約権付社債券に付与されている新株予約権の目的である株式の数（同項第2号）は、同条第1項第2号の取得請求権付株式等と引換えに交付される株式の数と同様に、「将来の一定の時期の市場価額その他の指標に基づき決定される場合」（同条第2項）であることも多いが、そのような場合は、同項が準用され、当該株式の数を、「将来の一定の時期の市場価額その他の指標に基づき決定される場合は、特定の日における当該株式等の数は、当該特定の日に交付されたものとみなして計算した数とする趣旨か。</p>	<p>本項の趣旨は、新株予約権証券等（株券等のうち大量保有府令第5条第3項各号において計算方法を示しているもの）に係る「株券等の数」（法第27条の23第4項）を算出する際に用いる「株式の数」については、大量保有府令第5条第1項及び第2項に基づき計算する旨を定めるものです。例えば、新株予約権の目的である株式が同条第1項第2号に掲げる株式である場合には、同号に規定する数が、当該新株予約権の目的である「株式の数」となります。</p>
212	<p>法第27条の23第4項において、株券等保有割合を算出する際の分母からは、「株券その他の内閣府令で定める有価証券を除く」と規定されているところ、「その他の」との用語については、「そ</p>	<p>貴重なご意見として承ります。なお、法第27条の23第4項が株券等保有割合を算出する際の分母から「株券その他の内閣府令で定める有価証券を除く」としている趣旨は、既に発行済株式総数</p>

<p>の他の」の前にある字句が「その他の」の後にある、より内容の広い意味を有する字句の例示として、その一部を成している場合に用いられるとされています（法制執務研究会編『新訂ワークブック法制執務第2版』（2019年、ぎょうせい）766頁）。これを踏まえると、同項において、「その他の内閣府令で定める有価証券」は、「株券」より内容の広い意味を有し、「株券」は「その他の内閣府令で定める有価証券」の一部を成していることが必要と考えられます。ところが、大量保有府令第5条の2第1号においては、「株券」から「前条第1項第2号に掲げる株式に係る株券のうち、同号に定める数が当該株式の数を超える部分に係るものを除く」こととされており、「株券」のうち一部が除外され、「株券」よりも内容が狭められているため、「株券」が「その他の内閣府令で定める有価証券」の一部を成す形になっていません。</p> <p>このように「株券」のうち一部を除外するためには、例えば、法第163条第1項において、「第2条第1項第5号、第7号、第9号又は第11号に掲げる有価証券（政令で定めるものを除く。）で金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券又は取扱有価証券に該当するものその他の政令で定める有価証券」と規定され、「政令で定めるものを除く」との文言が、「その他の政令で定める有価証券」との文言とは別途規定されていると同様に、法第27条の23第4項において、「株券（内閣府令で定めるものを除く。）その他の内閣府令で定める有価証券」と規定するなど、法律の規定自体を改正する必要があるのではないかと考えられます。</p> <p>法律の規定は「株券その他の内閣府令で定める有価証券」のままとしながら、内閣府令において「株券」のうち一部を除外し、「株券」よりも内容を狭めることは、「その他の」との用語の用法に反し、法律の委任の範囲を逸脱していないでしょうか。</p>	<p>に含まれている株券等の数を除く、保有者及び共同保有者が保有する潜在株券等の数に限って分母に加算する趣旨と考えられます。そのため、今般、取得請求権付株式及び取得条項付株式に係る株券等の数の算定方法を改めたことに伴い、これらの株式に係る株券等の数のうち発行済株式総数に含まれている部分に限って分母から控除することは法第27条の23第4項の趣旨に沿うものであり、同項の委任の範囲内であると考えられます。</p>
<p><b>▼ 変更報告書の提出を要しない場合（大量保有府令第9条の2第2項関係）</b></p>	
<p>213 「国内においてインターネット利用その他の方法により周知されているもの」（大量保有府令第9条の2第2項第2号）の典型例としては法人の場合のホームページと理解いたしました。大半の法人がホームページを所有していないと思うため、その他想定されている方法があればお教</p>	<p>「国内においてインターネット利用その他の方法により周知されているもの」としては、法人が自ら開設するウェブサイトで日本国内で閲覧可能なものを利用して周知する場合のほか、当該法人が属する企業グループの法人が有するウェブサイトで日本国内で閲覧可能なものを利用し</p>

	えいただけますでしょうか。	て周知する場合も含まれると考えられます。その際、「日本国内において…周知されている」ものであれば、必ずしも日本語によるウェブサイトである必要はないと考えられます。
214	大量保有府令第9条の2第2項第2号に規定する「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もの」について、当該変更の内容が国内で閲覧可能なインターネットのウェブサイト（例えば海外に所在する共同保有者のHP等）に掲載されていれば、必ずしも日本語によるウェブサイトでない場合でも本要件に該当すると理解してよいか。	
<b>▼ 特例対象株券等から除外される場合（大量保有府令第13条関係）</b>		
215	「株券等保有割合が10%を超えることを目的とする」ことについて、斯かる投資方針が、特例対象株券等の保有者である金融商品取引業者等の者において、決定権限を有するしかるべき会議体又は者において、組織として確定したことをもって初めてこの要件を満たすこととなる、と考えて差支えないか。組織としての方針が確定する前に、個別の職員が調査及び分析をする過程で株券等保有割合が10%を超える状況を検討したにすぎない場合、依然として特例対象株券等として取扱っても差支えないか。	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かは、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ます。ご質問の「投資方針が、…組織として確定した」の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、個別の職員が調査及び分析をする過程で株券等保有割合が10%を超える状況を検討したにすぎない場合には、通常、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は該当しないものと考えられます。
216	株券等保有割合が10%を超えることを目的としながら、実際の株券等保有割合が10%未満である状況で、方針の変更が生じ株券等保有割合が10%を超えることを目的としないこととなったものとする。この場合において、特例対象株券等の保有者になりうる金融商品取引業者等の者は、株券等保有割合が10%を超える目的が失われたことについて「大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更」として一般報告を行い、以後の変更について特例報告に移行することとなるのか。	大量保有府令第17条第1号又は第2号に掲げる場合に該当するものと考えられるため、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が失われてから最初に到来する基準日から5営業日以内に、特例報告によって変更報告書を提出することとなると考えられます。
217	「当該金融商品取引業者等が保有する株券等に係る株券等保有割合が百分の十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」特例対象株券等から除外されるとあるが、大量保有報告書の提出が必要となるのはいつか確認させていただきたい。例えば、X日時点で株式等保有割合が1%の場合において1か月後のY日に10%の株券等の取得を行う予定が決定した場合、X日を基準日として第一号様式による大量保有報告書の提出が必要となるのではなく、X日とY日の間に何らかの事由でZ日に保有割合が5%を超えた時点で、当該Z日から特例対象除外となり第一号様式にて報告するという理解で正しいか確認	大量保有報告書は株券等保有割合が5%を超えた場合に提出することとなります。大量保有報告書の提出義務発生日時点において、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、法第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ため、特例報告制度を利用することはできないと考えられます。

	させていただきたい。	
218	当初から株券等保有割合が 10%を超えることを目的とすることなく、株券等の取得行為を受けて結果的に株券等保有割合が 10%を超えた場合には、株券等保有割合が 10%を超えた時点から特例報告に依ることができなくなると考えて差支えないか。	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に至った時点において、法第 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こととなり、特例報告によることはできなくなると考えられます。
219	株券等保有割合が 10%を超えることを目的とする場合に、特例対象株券等の保有者である金融商品取引業者等の者が特例報告に依ることができないものとするのは、どのような狙いからか。	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（大量保有府令第 12 条）、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ため、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したものです。
<b>▼ いわゆるトータル・リターン・スワップ（法第 27 条の 23 第 3 項、旧大量保有 Q &amp; A 問 14 関係）</b>		
220	<p>現行の大量保有 Q &amp; A の問 14（いわゆるトータル・リターン・スワップ）が削除されているが、これは、トータルリターンズワップにおいて、デリバティブ取引とダイレクト・マーケット・アクセスの組み合わせにより、ロングポジションの取得及び解消とショートポジションの当事者によるヘッジ取引での株券等の取得及び処分が不可分に結びついている場合（以下「DMA デリバティブを行う場合」という）は、「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」にあたり、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当事者がヘッジ取得した株券等について、他人の名義で所有する者として大量保有報告規制上の「保有者」に該当するという、従前の解釈を破棄したものと理解してよいか。</p> <p>なお、本改正では、現金決済型のデリバティブ取引について、一定の取得等の目的（以下「取得等目的」）を有する場合にロングポジション保有者が大量保有報告規制上の「保有者」となるとされているが、当該規制の場面は上記の QA に記載する場面とは必ずしも同じではなく、DMA デリバティブを行う場合でも、本改正における取得等目的を必ずしも有しない場合があるとの理解であ</p>	<p>改訂前の大量保有 Q &amp; A 問 14 は、一定の要件を満たす現金決済型エクイティ・デリバティブ取引を大量保有報告制度の適用対象としたことに伴いその必要性が低減したことから削除しておりますが、今般の改正と矛盾しない範囲においては、従前の考え方を変更するものではありません。</p> <p>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場面については、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ますが、通常、法第 27 条の 23 第 3 項第 3 号の保有者に該当するか否かを検討することになると考えられます。</p>

	る。
221	<p>大量保有Q &amp; Aの旧問 14 (いわゆるトータル・リターン・スワップ) が削除されているが、削除した理由、並びに旧問 14 の①及び②の場面と金商法第 27 条の 23 第 3 項第 3 号の關係をご教示頂きたい。旧問 14 の削除は、①及び②の場面が「他人名義の所有として」本文所有者にも該当しないことを意味するのか。また、旧問 14 の①の場面では、ロングポジション保有者は令第 14 条の 6 第 2 項に定める現物株券を取得する目的はないため、同項に定める残り 2 つの目的を有しない限り、3 号所有者には該当しないとの理解でよいか。一方で、旧問 14 の②の場面での例示 (「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」) は、令第 14 条の 6 第 2 項に定める現物株券を取得する目的に該当するとの理解でよいか。</p>
222	<p>今般大量保有Q &amp; A問 14 (トータル・リターン・スワップに関するQ &amp; A) が削除されるが、これらの回答の解釈は改正後にも引き継がれているという理解で良いか。理解に相違がある場合には、これらの設例の場合には、改正法においてどのように判断するべきか。</p>
223	<p>現行の大量保有Q &amp; Aの問 14 において、「いわゆるトータル・リターン・スワップ」の取扱いにつき説明されていた。これに対して、改正法では、エクイティ・デリバティブ取引のロングポジションの所有者が株券等の「所有者」とみなされる要件が明記されたが、一方で大量保有Q &amp; A変更案では、上記問 14 に該当する部分が削除されている。これは、エクイティ・デリバティブ取引のロングポジションの所有者が株券等の所有者とみなされる要件が明記されたことに伴い、上記の旧問 14 及び答は、令和 6 年金融商品取引法等改正の施行後は、当てはまらなくなったものと考えて良いか。</p>
224	<p>旧大量保有Q &amp; A問 14 (いわゆるトータル・リターン・スワップ) が削除されたが、これはデリバティブ取引の権利者が所有者に該当する場合が法第 27 条の 23 第 3 項第 3 号、令第 14 条の 6 第 2 項に該当する場合に限定されるということでしょうか。つまり、旧大量保有Q &amp; A問 14 に該当する場合であっても、令第 14 条の 6 第 2 項の目的を有しない場合 (現物の株券等の取得又は処</p>

	分に、当該デリバティブ取引のロングポジションの所有者の支配が及ぶるものの、デリバティブ取引の権利者において株券等を所有する目的はない場合)には所有者に該当しないことになるのか。	
<b>▼ その他</b>		
225	海外の顧客にも影響が大きいと考えられるため、改正内容の正確な理解の浸透のため、今回の制度見直し概要・政令・府令案について英語でも周知していただきたい。	今般の政府令改正の英語での周知についても検討して参ります。
<b>II 施行期日等</b>		
226	本改正による様式の変更により既に大量保有報告書を提出済みの者も、本改正の施行後、改めて新様式での報告書提出が必要になるか。その場合、改めて大量保有報告書を提出することになるのか、あるいは、提出済みの大量保有報告書からの変更という意味で変更報告書を提出することになるのか。	様式の変更のみを理由として大量保有報告書・変更報告書を提出し直す必要はありません。施行日以後に様式の変更以外の理由により大量保有報告書又は変更報告書の提出義務が発生した場合には、当該大量保有報告書・変更報告書について新様式での提出が必要となります。
227	大量保有報告書を既に提出している銘柄において、施行日に制度変更のみにより(例えば、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄において開示すべき事項が既に存在している場合)変更報告書提出事由を満たす場合には、施行日に変更報告書提出義務が生じるのか。それとも、施行日以降に保有株券等の数が1株でも変動した場合、又は、1%以上の保有割合の変動やその他の変更報告書提出事由が生じた場合に限り変更報告書提出義務が生じるのか。	
228	第1号様式の「保有株券等の数」の表の改正において、これまで、共同保有者との間でダブルカウントされていた分母の潜在株券等の数のダブルカウントが解消されている。したがって、大量保有報告書を既に提出している銘柄において、施行日において分母が減少することにより株券等保有割合が1%以上増加しうるところ、保有株券等の数に増減がない以上、施行日に変更報告書提出義務が生じないと解してよいか。	
229	大量保有報告書を既に提出している銘柄において、施行日後に短期大量譲渡に該当する事由が存在するかを判断するにあたっては、施行日前に提出された大量保有報告書又は変更報告書に記載されている数字に基づき判断することで良いか(つまり、施行後の計算方法により、従前の大量保有報告書又は変更報告書に記載された数値	株券等保有割合は施行日に変動したものとみなされるところ(改正法附則第5条、改正府令附則第4条)、施行日後に短期大量譲渡に該当する事由が存在するかを判断するにあたって参照すべき株券等保有割合が施行日前の時点のものである場合には、当該施行日前時点の株券等保有割合については、改正前の規定に基づき計算すべき

	を計算し直して判断する必要はないとの理解で良いか)。	と考えられます。
230	大量保有報告書を既に提出している銘柄において、施行後に変更報告書を提出する場合、60日間の取引の表については(1)全て施行後の内容にて記載するのか、(2)施行日の前日までは施行前の内容、施行日以降は施行後の内容にて記載するのか、いずれになるのか。	施行日以後に提出義務の生じた大量保有報告書又は変更報告書においては、施行後の内容及び計算方法により記載する必要があるものと考えられます。
231	今回の改正では公開買付制度及び大量保有報告制度の重要な変更が多く含まれており、かつ、実務に大きく影響を与えるものである。施行を数ヶ月先にする又は経過規定を設ける等して、法令遵守のための準備期間を十分に置くようにしてほしい。	政令のうち適正化のみを目的とした改正規定(第14条、第14条の3の8、第14条の3の11)は公布日に施行、政令のうち上記以外の部分及び各府令は令和8年5月1日に施行されます。
<b>Ⅲ EDINET</b>		
232	様式の変更に伴い、EDINETのタクソノミが改定されると思われますが、最新版のタクソノミはいつ頃公開されますか。また、現行バージョンとの新旧比較等変更点がわかる資料も公開されますか。	今回の様式変更を反映した2026年版EDINETタクソノミについては、2025年8月頃に案を公表のうえ、同年11月に最終化された内容を公表する予定です。 また、最終化された内容を公表する際は、前回バージョンと新旧比較した資料も併せて公表する予定です。
233	報告書の提出について事前に準備できるよう、新様式のWeb入力フォーム・Excel版については施行日前に時間的余裕をもってご提供いただきたい。	新様式のWeb入力フォーム・Excel版については、提出者の準備期間を考慮し、施行日の1か月前を目途に提供する予定です。
234	改正大量保有府令第一号様式記載上の注意(14)によれば、重要契約の例示及び記載内容が相当拡充されているが、現状のEDINET上の様式の重要契約欄には文字数制限がある。文字数制限を撤廃してほしい。	当該制限の緩和に向けたEDINETの改修について検討して参ります。
235	今回の改正により60日間の取引に記載する内容が相当拡充されているが、現状のEDINET上の様式の60日間の取引には行数制限がある。行数制限を撤廃してほしい。	

(以 上)