

大量保有報告と 重要提案行為等

制度調査部
横山 淳

金融商品取引法シリーズ-46

【要約】

大量保有報告制度の見直しに関連して、その細目を定める政令が2006年12月8日に、内閣府令が12日に公布された。

政令・内閣府令の中では、大量保有報告の特例報告が認められない「重要提案行為等」の詳細も定められている。

具体的には、重要提案行為等を、「経営陣・株主総会に、重要な財産の処分又は譲受け、代表取締役の選解任、役員構成の重大な変更、配当政策に関する重要な変更、子会社株式の新規上場などを提案する行為」と定めている。

1. はじめに（TOB、大量保有報告制度の見直し）

2006年6月に成立した「証券取引法等の一部を改正する法律」（以下、改正法）によるTOB制度・大量保有報告制度の見直しに関連して、政省令が次の通り公布された。

2006年12月8日、「証券取引法等の一部を改正する法律の一部の施行期日を定める政令」（政令第376号）

2006年12月8日、「証券取引法施行令の一部を改正する政令」（政令第377号）

2006年12月12日、「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」（内閣府令第86号）

は、TOB制度・大量保有報告制度の見直しの施行期日を定めた政令である。は、TOB制度・大量保有報告制度の見直しの細目を定めるものである。

本稿では、のうち大量保有報告の特例報告が認められない「重要提案行為等」の詳細について紹介する。

2. 重要提案行為等の特例報告利用禁止

(1) 特例報告の利用が認められないのはどのような場合か？

～「事業支配」と「重要提案行為等」～

大量保有報告制度とは、上場会社に対する株券等保有割合が5%を超える者（＝大量保有者）に対して、「大量保有報告書」の提出を義務付け、株券等保有割合、保有目的、保有する株券等の内訳、取得資金の内容などの開示を求める制度である（証券取引法27の23、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令（以下、大量保有府令）第一号様式など）。



大量保有報告制度には、原則的な「一般報告」と、機関投資家等に認められる簡便な報告方法である「特例報告」がある。「一般報告」の場合は、株券等保有割合が5%を超えれば逐一報告を行うことが求められる。それに対して、「特例報告」の場合は、原則として、一定の基準日時点¹で5%を超えている場合に報告をすればよいとされている。

ただ、機関投資家等であっても、特例報告の利用が認められない場合がある。特例報告の利用が認められないケースを、改正の前後で対比すると次のようになる(証券取引法27の26)。

改正前	改正後
特例報告の基準日についての届出を行っていない場合	同左
発行会社の事業活動を支配することを保有の目的とする場合	発行会社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を行うことを保有の目的とする場合
株券等保有割合が内閣府令で定める数を超えた場合(1)	同左(1)
保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合(2)	同左(2)

(1) 10%と定められている(株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令12)。改正後も同様である。

(2) 機関投資家等に該当しない共同保有者がいて、その共同保有者の株券等保有割合が1%超のときが定められている(同13、改正の前後を通じて同じ)。加えて、新しい大量保有府令では、その他に株券等保有割合が10%超の状態から減少して10%を下回ることとなった場合(要するに保有株式数の減少に伴って一般報告から特例報告に切り替わる場合)が追加されている。

改正前後の重要な違いは、上記の部分である。いずれも規定の趣旨は、機関投資家等であっても、発行会社の経営に影響力を及ぼすことを目的に株式等を保有する場合にまで、特例報告を認める必要はない、ということである。

ただ、特例報告の利用が禁止されるケースを、改正前は「発行会社の事業活動を支配すること」(以下、事業支配)を保有目的とする場合と定めているのに対して、改正後は「発行会社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」(以下、重要提案行為等)を保有目的とする場合と定めている点が異なるのである。

それでは、「事業支配」と「重要提案行為等」とは、何が違うのであろうか？一言で言えば、「重要提案行為等」は「事業支配」よりも広い概念と言えるだろう。つまり、ある会社の事業や経営を支配することまでは考えていなくても、その会社の事業活動に重大な影響を及ぼすような行動をとることを目的としている場合には、特例報告は認められないということである。

加えて、「支配」という主観的な要素ではなく、「行為」という外形的な要素を基準とすることで、「あくまで純投資が目的」と言い逃れる余地を狭めているとも言えるだろう。

¹ 証券取引法等改正法及び政省令では、特例報告の基準日が「原則3ヵ月ごと」から「原則2週間ごと」に短縮されている(証券取引法27の26、同施行令14の8の2)。

(2) 「重要提案行為等」の範囲

「重要提案行為等」の具体的な範囲については、新しい政省令の下では、次のように定められている（証券取引法施行令 14 の 8 の 2 、大量報告府令 16）。

「重要提案行為等」とは、次の「提案対象」に対して次の「提案事項」を提案する行為をいう。

「提案対象」：株主総会、投資主総会（ 1 ）、役員（ 2 ）

「提案事項」：発行会社又はその子会社についての次の事項

重要な財産の処分又は譲受け

多額の借財

代表取締役の選解任

役員構成の重大な変更（役員数・任期の重大な変更を含む）

支配人その他の重要な使用人の選解任

支店その他の重要な組織の設置・変更・廃止

株式交換、株式移転、会社の分割、合併

事業の全部又は一部の譲渡・譲受け・休止・廃止

配当に関する方針の重要な変更

資本金の増加・減少に関する方針の重要な変更

発行する有価証券の上場廃止等

発行する有価証券の上場等

その他 ～ に準ずるもの。具体的には下記の事項

- 資本政策に関する重要な変更（上記を除く）

- 解散（合併による解散を除く）

- 破産手続開始・再生手続開始・更生手続開始の申立

（ 1 ）投資法人（会社型投信）における株主総会に相当する機関のこと（投信法 89 など）。

（ 2 ）役員とは、次の者を指す。

- 業務を執行する社員

- 取締役

- 執行役

- 会計参与

- 監査役

- これらに準ずる者

- 相談役、顧問その他いかなる名称を有するものであるかを問わず、上記の者と同等以上の支配力を有する者と認められる者

(3) 「重要提案行為等」の判定基準

前記(2)に照らせば、昨今、問題となっているいわゆる「アクティビスト・ファンド」の、例えば、次のような活動は、基本的に「重要提案行為等」に該当すると考えられるだろう。

大幅な取締役の入替えを要求（又は に該当）

重要資産の売却を要求（ に該当）

大幅な増配を要求（ に該当）

MBOによる未公開化を要求（ に該当）

子会社の上場を要求（ に該当）

ただ、「提案する行為」がどの程度の「行為」を意味するのかについては、政令・府令だけでは、必ずしも明らかとは言えない。

例えば、「株主提案権を行使する」、「経営陣に積極的にアプローチし、強く要求する」といった行為は、「提案する行為」に該当すると考えて間違いないだろう。しかし、「株主総会で質問する」、「経営陣とのミーティングで、その可能性についてディスカッションする」、「経営陣との懇親会で意見交換する」といったケースは、「提案する行為」に該当するか否か微妙な判断が求められよう。

この点について、金融庁はパブリックコメントに対する回答の中で、当局としての見解を示している。該当箇所を引用すると次の通りである。

重要提案行為等に該当するか否か、関係規定に照らして個別事案ごとに判断されることとなりますが、以下の三つの要件を満たすことが必要となります。すなわち、

） 第一に、提案の客観的内容が令〔筆者注：証券取引法施行令のこと〕第14条の8の2第1項各号に列記しているもののいずれかに該当することです。これらの列記事項について「重要な」や「多額の」という用語が含まれている場合、そのような事項については軽微なものは重要提案行為等に該当しません。

） 次に、法〔筆者注：証券取引法のこと〕第27条の26第1項本文の規定により、発行者の事業活動に重大な変更を加える、又は重大な影響を及ぼすことを目的とすることが必要となります。したがって、当該発行者の主体的な経営方針にかかわりなく、他律的な影響力を行使する行為が該当するものと考えられます。たとえ) の要件を満たしていても、例えば純粋に発行会社から意見を求められた場合や発行会社が主体的に設定した株主との対話の場面(決算来社報告〔筆者注：原文ママ〕、IR説明会等)での意見陳述等には、この) の要件を満たす可能性は低くなります。

） 最後に「提案」に該当することが必要となります。)、) の要件を満たす場合であっても、例えばアナリストやファンドマネージャーが取材の一環として純粋に質問をするような場合等には、この) の要件を満たす可能性は低くなります。

いずれにしても、最終的には個別事案ごとに判断されることとなります。

(出所) 金融庁「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」(2006年12月13日)

この内容を踏まえて、「重要提案行為等」に該当するか否かの判断基準についての金融庁の考え方を整理すると、概ね、次のようになるものと考えられる。

1. 列記事項(前頁の「提案事項」 ~)に該当する内容である。
.....前頁の「提案事項」 ~ に該当しない内容であれば「重要提案行為等」に当たらない。
2. 発行者の経営方針に他律的な影響力を行使するものである。
.....発行会社からの質問に答えたり、発行会社が設定した決算報告やIR説明会で意見を述べたりしただけであれば、「重要提案行為等」に当たる可能性は低い。
3. 「提案」が行われている。
.....アナリストやファンドマネージャーの取材であれば、「重要提案行為等」に当たる可能性は低い。

「最終的には個別事案ごとに判断される」という留保がついているため、不確定要因が残ることとは否定できない。ただ、この基準を見る限り、新ルールの下でも、アナリストやファンドマネージャーが、これまで通りの健全な取材活動等を行うことについてまで特段の制約を課すつもりはない、というのが当局の方針であろうと考えられる。

それでも、運用機関サイドとしては、「これまで通りの取材活動を行っていただけなのに、ある日突然『重要提案行為等』を理由に『特例報告』を認めないとされるのではないか」という不安を完全に払拭できないでいるようだ。

悪質なファンド等による「特例報告」の悪用を許さないという当局の姿勢は当然であろう。しかし、運用機関と発行会社との間の健全な緊張関係が今後も維持されるように、新ルールが、一般の運用機関の取材活動等までも過度に萎縮させることがないように運用されることを望みたい。

3 . 事後的に「重要提案行為等」を行うことになった場合の取扱い

証券取引法等改正法では、当初は「重要提案行為等」を行う意図なしに保有し、特例報告を行っていた者が、その後、「重要提案行為等」を行うこととなった場合の対応についても定めを設けている。具体的には、次の通りである（証券取引法 27 の 26 ）。

株券等保有割合が 5% を超えた日から政令で定める期間内に「重要提案行為等」を行う	その 5 営業日前までに大量保有報告書を提出
株券等保有割合が 1% 以上増加した日から政令で定める期間内に「重要提案行為等」を行う	その 5 営業日前までに変更報告書を提出

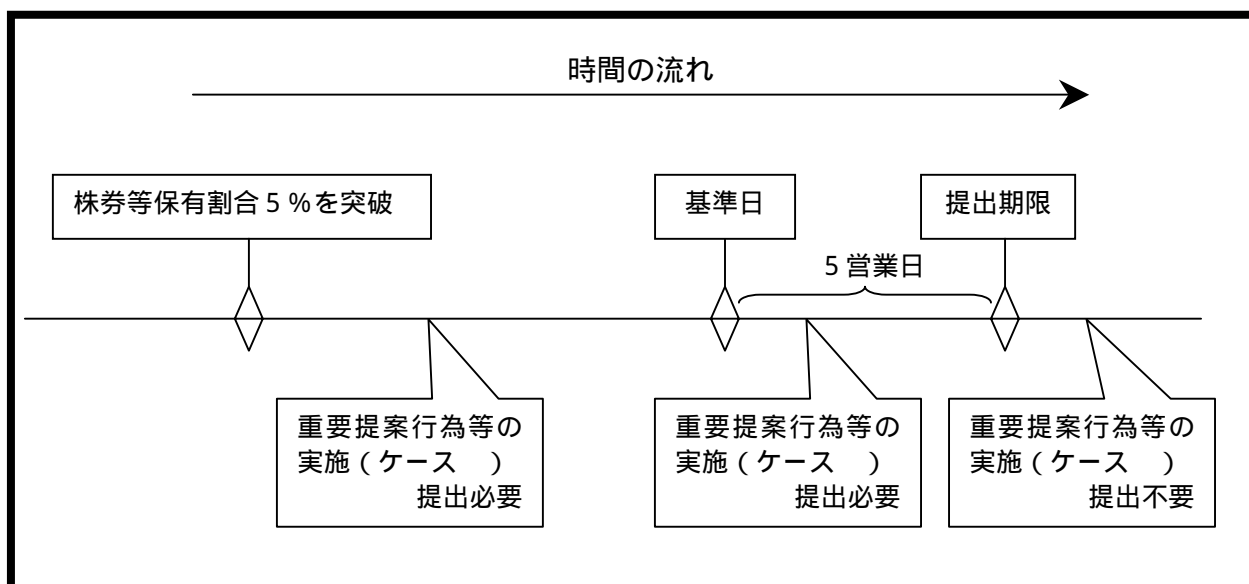
これは買収者等に対して、「重要提案行為等」を行う 5 営業日前までには、大量保有の状況に関する適切な開示を求めるという趣旨である。つまり、『当初は「重要提案行為等」を行うつもりはなかった』として、特例報告を悪用し、大量保有報告書の提出義務を免れようとする行為を防止するための規定であると考えられる。

新しい政令の下では、上記の「政令で定める期間」を次のように規定している（証券取引法施行令 14 の 8 の 2 ）。

株券等保有割合が 5% を超えた日（1% 以上増加した日）から最初に到来する基準日の 5 営業日後までの期間
--

言い換えれば、大量保有報告書（変更報告書）によって株式の大量保有状況が明らかになる前に行われる「重要提案行為等」を、上記の規制の対象とする、ということである。図を使って説明すると次のようになるだろう。

「重要提案行為等」と大量保有報告



ケース のタイミングで重要提案行為等を行う場合、既に株券等保有割合が5%を超えているものの特例報告の基準日到来前であるため、開示は行われていない。従って、重要提案行為等の5営業日前までに大量保有報告書を提出して、株式の保有状況を開示しなければならない。

ケース のタイミングで重要提案行為等を行う場合、株券等保有割合が5%を超えた状態で特例報告の基準日が到来しており、大量保有報告書の提出義務は発生している。しかし、まだ提出期限が到来していないため²、開示が行われていない可能性がある。従って、この場合も、重要提案行為等の5営業日前(必然的に基準日の前になる)までに大量保有報告書を提出して、株式の保有状況を開示しなければならない。

ケース のタイミングで重要提案行為等を行う場合、株券等保有割合が5%を超えた状態で特例報告の基準日が到来しており、かつ、提出期限も到来している。そのため、株式の保有状況の開示は行われているはずである。従って、この場合は、(更に1%以上の追加取得などを行っていない限り)重ねて大量保有報告書等を提出する義務はない。

4 . 重要提案行為等の開示

「重要提案行為等」に関連して、大量保有報告書での「保有目的」などに関する開示内容も拡充されている。

具体的には、次の通りである(大量報告府令第一号様式記載上の注意(10)(11))。

(10) 保有目的

「純投資」、「政策投資」、「重要提案行為等を行うこと」等の目的及びその内容について、できる限り具体的に記載すること。複数ある場合にはそのすべてを記載すること。

² 証券取引法等改正法では、特例報告の提出期限も、「基準日の翌月15日まで」から「基準日から5営業日以内」に繰り上げられている(証券取引法27条の26)。

(11) 重要提案行為等

第11条第1号から第3号までに掲げる者()が重要提案行為等を行うことを株券等の保有の目的としているために本様式を使用する場合には、重要提案行為等を行う予定である旨を記載すること。

()特例報告が認められる証券会社、金融機関、機関投資家などのこと。

「重要提案行為等」を目的としている場合には、その旨と内容を「保有目的」の欄に記載しなければならないということである(この箇所は2007年1月1日施行である)。

また、機関投資家などが「重要提案行為等」を行うため、特例報告ではなく一般報告で報告を行っている場合には、「重要提案行為等を行う予定である旨」も記載することが求められている(この箇所は2006年12月13日施行である)。

5. 施行日

上記の政省令は、「保有目的」の開示の箇所を除き、2006年12月13日から施行されている。

「保有目的」の開示の箇所は、2007年1月1日から施行されている(前記4.参照)。