

大量保有報告制度の見直しが始まる ーガバナンス改革「残された課題」への取り組みー

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 2023年3月2日、金融担当大臣より金融審議会に対し、「近時の資本市場における環境変化を踏まえ、市場の透明性・公正性の確保や、企業と投資家との間の建設的な対話の促進等の観点から、公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方について検討を行うこと」が諮問された。
2. 諮問を受けての主な検討内容としては、公開買付の実施が義務づけられる買い付けを市場内、市場外を問わず株券等保有割合の3分の1超とすることや、全部買付義務のある公開買付の閾値（現在は株券等所有割合の3分の2以上）の見直し（引き下げ）、大量保有報告制度における「特例報告制度」の適用範囲や「共同保有者」の対象範囲の明確化、などが挙げられる。
3. 今回の諮問を受け、金融審議会内にワーキンググループなどの会議体が設置されて検討、審議を行い、対象となる金融商品取引法等の改正案を提言する形で答申が行われた後、国会で改正に関する法案審議等がなされるものとみられる。
4. 今回の諮問内容は、日本のコーポレートガバナンス改革における「残された課題」への取り組みともいえるべきものと考えられる。特に大量保有報告制度における「特例報告制度」の適用範囲や「共同保有者」の対象範囲の明確化については、機関投資家が今後協働エンゲージメントを積極化していく上でも重要と考えられ、金融審議会での議論の行方が注目される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾・片寄直紀「SS、CGコードのフォローアップ会議が意見書を公表—SSコード改訂議論のポイントなどの提示—」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号（ウェブサイト版）。
- ・片寄直紀・西山賢吾「スチュワードシップ・コードの再改訂」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号（ウェブサイト版）。
- ・西山賢吾「株式保有構造の変化が促す『企業と株主・投資家との新しい関係』構築」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年秋号。

I 公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討の諮問

2023年3月2日に開催された第51回金融審議会¹総会（第39回金融分科会との合同会合）において、金融担当大臣から金融審議会に対し「公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討」が諮問された。検討の対象とされたのは、「公開買付制度」、「大量保有報告制度」、「実質株主の透明性」であり、いずれも制定等がなされた時以降の市場環境の変化により生じた課題が指摘され、見直しが必要であるという問題意識からである（図表1）。

この諮問を受け、金融審議会では今後審議会内にワーキンググループを設置して検討、審議を行い、それを基に報告書を作成し、その中で金融商品取引法など該当する法律の改正等が提言される形で答申が行われると想定される。そして、この答申を受け、法改正が国会で審議される方向が見込まれる。報告書の取りまとめ時期などのタイムスケジュールは現状では明示されていない²。

図表1 金融審議会に諮問された検討対象とその主な課題、指摘

検討対象	環境変化	主な課題・指摘
公開買付制度	<ul style="list-style-type: none"> ・市場内取引等を通じた非友好的買収事例の増加 ・M&Aの多様化 	<ul style="list-style-type: none"> ・公開買付規制の適用範囲（市場内取引の取り扱い、閾値等）の見直し ・公開買付けの強圧性を解消・低減させるための方策 ・公開買付規制の柔軟化
大量保有報告制度	<ul style="list-style-type: none"> ・パッシブ投資の増加 ・協働エンゲージメントの広がり 	<ul style="list-style-type: none"> ・特例報告制度の適用要件の明確化 ・共同保有者の範囲の明確化 ・現金決済型エクイティ・デリバティブ取引の取り扱いの明確化
実質株主の透明性	<ul style="list-style-type: none"> ・企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まり 	<ul style="list-style-type: none"> ・実質株主透明性を図るための方策

（出所）第51回金融審議会総会（2023年3月2日開催）事務局説明資料（公開買付制度・大量保有報告等のあり方に関する検討）より野村資本市場研究所作成

¹ 金融審議会は、国内金融に関する制度等の改善に関する事項、その他国内金融関係の重要事項についての調査・審議を目的に設置された、内閣総理大臣、金融庁長官および財務大臣の諮問機関である。現在の審議会会長は神田秀樹東京大学名誉教授、学習院大学大学院教授。

² ロイター通信の記事によれば、「金融庁では、論点が幅広くなっており、夏以降までである程度の時間をかけた議論が必要になるとみている」とのことである。「金融庁、TOB対象拡大を審議会で議論 共同保有の範囲明確化も」『ロイター』2023年3月2日。

Ⅱ 公開買付制度の見直し

1. 公開買付規制を市場内取引のみの買い付けにも適用

公開買付規制は2006年に改正が行われて以来17年ぶりの見直しとなる。現在のわが国公開買付制度において公開買付が義務付けられるのは、図表2に掲げた市場外で株券等保有割合の5%を超える買い付けなどである。また、買い付け後の株券等保有割合が3分の2以上になる公開買付については、公開買付に応募した株式を全て買い付ける全部買付義務が課されている。

株券等保有割合が3分の1を超える買い付けであっても、取引所金融商品市場内における取引は公開買付規制の対象外となっている。これは、公正な価格形成、円滑な流通を確保する観点から、金融商品取引法等に違反しない限りは売買は自由に行われることが前提となっているためである。

しかし、最近では会社側や他の株主が気づかないうちに市場内取引だけで短期間に株券等所有割合3分の1超を取得するという、いわゆる「ステルス買収」と呼ばれる事例が発生し、一般株主が損失を被ると分かっているにもかかわらず、買手が対象会社の支配株主になることで対象会社の株式価値が低下すると考え当該株式の売却を迫られるという「強圧性」の問題が生じているという指摘がある。このため、金融審議会において、市場内取引だけで3分の1を超える買い付けであっても公開買付規制の対象にすることが検討されるとみられる。

図表2 原則として公開買付が必要となる取引

① 市場外で5%を超える買付等の実施
② 市場外で3分の1を超える買付等の実施
③ 立会外取引で3分の1を超える買付等実施
④ 3か月以内の市場内外取引の組み合わせで3分の1を超える買付等の実施
⑤ 特別関係者と合わせて3分の1超保有する者が、他者の公開買付期間中に5%超の買付等の実施

(注) 1. 特別関係者とは、公開買付者と株式の所有関係において特別な関係にある者のことで、親族関係などの形式基準によるものと、買付者との間で対象者の株券の取得や譲渡、対象者の株主として議決権の権利行使、対象者の株券等の買付等の後に相互にその株券の譲渡、譲受を行うことを合意している実質基準によるものがある。

2. ①～⑤は条件の大枠を示したものであり、各条件には金融商品取引法でより詳細な規定がある。
(出所) 金融商品取引法より野村資本市場研究所作成

2. 全部買付義務の発生する買付水準の引き下げ

また、現在全部買付義務の発生する、買い付け後の株券等保有割合が3分の2という水準は、株主総会において定款変更など重要な決議事項に対する可決要件（特別決議）であるが、実際には3分の2に満たなくても、相応の株式を保有すれば株主として強い力を有することになる。例えば英国では30%以上の株式を取得する場合には全部買付義務が発生する。こうしたことを鑑み、金融審議会では全部買付義務の対象となる閾値を引き下げることが検討されると見られる。

Ⅲ 大量保有報告制度の見直し

1. 大量保有報告制度（一般報告）の概要

大量保有報告制度（株券等の大量保有の状況に関する開示制度）はいわゆる「5%ルール」と言われるものであり、上場会社の株券等保有割合が全体の5%を超える保有者は大量保有者とされ、その保有目的や保有割合を記した大量保有報告書を内閣総理大臣に提出する義務が発生する。大量保有報告書は大量保有者となった日の翌日から5営業日以内に提出が義務付けられている。

さらに、大量保有者がその後売買等によって株券等保有割合が1%以上増減した場合や、大量保有報告書に記載すべき大量保有者の重要事項に変更があった場合には、変更のあった翌日から5営業日以内に変更報告書を提出する義務が生じる。

2. 共同保有者とは

株券等保有割合を計算する際に、株券等を共同で保有する共同保有者がいる場合にはその分も合算する。共同保有者のうち、実質共同保有者は大量保有者と株券等の譲渡や議決権行使、株主提案権や帳簿閲覧権の行使等を共同で行うものである。一方、資本関係（親会社と50%超の資本関係のある子会社や支配会社を同じくする被支配会社〔兄弟会社〕）などや人的関係（夫婦など）のあるものは、共同保有の合意がない場合でも共同保有者（みなし共同保有者）となる。

3. 特例報告制度と重要提案行為

機関投資家は会社の経営権の取得を目的とせず、純投資目的で日常的に売買を繰り返しているが、これに大量保有報告による情報開示を求めると過剰な負担を課してしまうことになる。このため、彼らに対しては特例報告制度の適用が認められている。具体的には、毎月2回以上の基準日を設定し、その基準日時点で株券等保有割合が5%超になっている

図表 3 重要提案行為

1.	重要な財産の処分又は譲受け
2.	多額の借財
3.	代表取締役の選定又は解職
4.	役員の構成の重要な変更(役員の数又は任期に係る重要な変更を含む。)
5.	支配人その他の重要な使用人の選任又は解任
6.	支店その他の重要な組織の設置、変更又は廃止
7.	株式交換、株式移転、株式交付、会社の分割又は合併
8.	事業の全部又は一部の譲渡、譲受け、休止又は廃止
9.	配当に関する方針の重要な変更
10.	資本金の増加又は減少に関する方針の重要な変更
11.	その発行する有価証券の取引所金融商品市場における上場の廃止又は店頭売買有価証券市場における登録の取消し
12.	その発行する有価証券の取引所金融商品市場への上場又は店頭売買有価証券登録原簿への登録
13.	その他前各号に準ずるものとして内閣府令で定める事項

(出所) 金融商品取引法施行令より野村資本市場研究所作成

場合、基準日から5営業日以内に大量保有報告書を提出する。基準日の組み合わせは、①各月の第2月曜日及び第4月曜日(第5月曜日がある場合にあっては、第2月曜日、第4月曜日及び第5月曜日)か、②各月の15日及び末日(これらの日が土曜日に当たるときはその前日、これらの日が日曜日に当たるときはその前々日)のいずれかである。

ただし、株券等保有割合が10%超となる場合、重要提案行為(対象会社の事業活動に重大な影響を与える、または重大な影響を及ぼす行為として政令で定める行為)を行うことを保有目的とする場合には特例報告の適用は出来ず、一般報告制度が適用される。

重要提案行為に該当する行為として政令(金融商品取引法施行令第14条の8の2第1項)に列挙されているのは図表3に掲げた13の行為である。

4. 高まるエンゲージメントの活発化への期待を踏まえた見直し

1) スチュワードシップ・コードにおける「目的を持った対話」

2014年に策定された日本版スチュワードシップ・コードにおいて、企業と(機関)投資家との「目的を持った対話」が謳われた。「目的を持った対話」は企業価値向上を目的に行うことになるので、その対話のテーマには企業経営に関するものも当然含まれてくる。

一方、機関投資家は大量保有報告の特例報告制度を利用するためには重要提案行為を行わないことが条件となる。従って、対話として取り上げるテーマや対話の内容と重要提案行為との関係が明確になっていないと、目的を持った対話を行うことは難しい。

2017年のスチュワードシップ・コード改訂においては、「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては集团的エンゲージメントが有益な場合もありうる（原則4-4）」が追加された。集团的エンゲージメント（現在は「協働エンゲージメント」という言い方が一般的である）は、あるテーマに対し、複数の機関投資家が企業とエンゲージメント（＝目的を持った対話）を行うものである。集团的エンゲージメントを行うのであれば、大量保有報告制度の重要提案行為に加え「共同保有者」の考え方の明確化も必要となる。

2) 「エスカレーション」という考え方

さらに、グローバルで見ると、環境課題や社会的課題への企業への取り組みを推進することが機関投資家に期待されるようになる中、機関投資家によるエスカレーションに対する関心が高まっていると見られる。

エスカレーションとは一般的に「関係強化」と訳されており、企業との対話を経た後でも企業から満足な反応が得られなかった場合、機関投資家がさらに踏み込んだ措置をとるというものである。エスカレーションは日本版スチュワードシップ・コードでは言及されていないが³、例えば英国のスチュワードシップ・コードでは原則11に「（スチュワードシップ・コードの）署名機関は、必要に応じて、発行体企業に影響を与えるために、スチュワードシップ活動のエスカレーションを実施する⁴。」とある。

責任投資原則（PRI）は、協働エンゲージメントをより効果的に行うための方策としてエスカレーションのポイントを提示しているが（図表4）、図表の上段から下段へと段階が進むほどより積極的かつ影響力の大きな対応が示されている。

図表4 PRIが提示するエスカレーション

通知を送る
要求を段階的に強くする
議決権の代理行使
株主総会で質問する
株主提案
メディアに声明を出す
臨時会合を招集する
規制当局に正式に申し立てる
ダイベストメント

（出所）PRI「協働エンゲージメントの基本ガイド」より
野村資本市場研究所作成

³ 2019年4月24日に出されたスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議意見書4の中で「集团的エンゲージメントや投資先企業への関係強化（エスカレーション）の意義について引き続き検討を進める」とされたが、2020年の再改訂版スチュワードシップ・コードではエスカレーションに言及されなかった。

⁴ また原則10では「（スチュワードシップ・コード）署名機関は、必要に応じて、発行体企業に影響を与えるために、協働的なエンゲージメントに参加する」とされている。

3) なお残る機関投資家の協働エンゲージメントへの懸念

日本においては、必ずしも協働エンゲージメントが現在活発な状況とは言えない。その理由として考えられるのは、a.大量保有報告制度における「重要提案行為」と「投資先企業との対話」との関係、b.大量保有報告制度における「共同保有者」・公開買付制度における「特別関係者」と「他の投資家との協調行動」との関係、c.インサイダー取引規制等における「未公表の重要事実の取扱い」と「投資先企業との対話」との関係、が必ずしも明確ではない点が挙げられる。

これらの論点について、金融庁は日本版スチュワードシップ・コードの策定時に「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2月26日）」を公表した。ただし、「①本資料の記載は、あくまでも、法令に関する現時点での一般的な解釈等を示すものであり、個別事案に対する法令適用の有無を回答するものではない。個別事案に対する法令適用の有無は、当該事案における事実関係を前提にし、事案ごとに、法令の趣旨を踏まえて実質的に判断されるものであることに留意する必要があること」と、「②本資料における記載は、捜査機関の判断や罰則の適用を含めた司法判断を拘束するものではない。また、将来における金融庁の解釈を保証するものではない」、という「本資料についての留意点」が記されていた。そのため、これに従う形で協働エンゲージメントを行っても、上記 a~c の課題がクリアになるわけではなく、機関投資家の懸念が払しょくされていない。

例えば、企業との対話の中で投資家が、「御社はキャッシュが多額にあるので増配をしてはどうですか」と言う重要提案行為の「配当の方針変更」に該当すると会社側に受け取られる可能性があるかもしれないし、「赤字事業を早く売却した方が良いのではないか」というと、同じく「財産の処分」と認定されてしまうかもしれない。「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」では、このような点に関する解釈が必ずしも明確ではなく、機関投資家の協働エンゲージメントがなかなか活発にならない要因になっているとも考えられる。

さらに、前述のように、グローバルに見れば、環境や社会課題の解決を促していく上での機関投資家の役割が期待されている。そうした中で、例えば気候変動に関する対話を協働エンゲージメントのテーマとして企業とその対応について議論した場合は、重要提案行為や共同保有者に該当する懸念がある。

重要提案行為に該当すると大量保有報告における特例制度が利用できなくなるため、機関投資家の事務作業が煩雑になることが懸念されるのに加え、共同保有者に該当すると機関投資家がお互いの株券等保有割合を公表せざるを得なくなる、いわば「競争相手に手の内をさらす」ことにもつながりかねない。

4) 特例報告制度適用要件の明確化や共同保有者の範囲の明確化等を検討

こうした状況を鑑み、大量保有報告制度における見直しの論点としては、特例報告制度適用要件の明確化と、共同保有者の範囲の明確化⁵が取り上げられるものとみられる。具体的には、当該項目に係る法改正とともに、これらの解釈に関するガイドラインの策定などが想定されうるが、現時点ではその具体的な内容は公表されていない。いずれにせよ、機関投資家の協働エンゲージメントの活発化が期待される中で、金融審議会での議論の行方に注目したい。

IV 実質株主の透明性

国内外の機関投資家が企業の株式を保有する場合、機関投資家自身が株主名簿上の株主となることはほとんどない。多くの場合、国内機関投資家であれば資産管理専門の信託銀行名義、海外機関投資家であれば、投資家に代わって有価証券の保管や管理を行うカストディアンやノミニー等の名義となっている（図表5、図表6）。

図表5、6にあるように、名義は信託銀行やカストディアン等になっているものの、実際に株式を保有している投資家をいわゆる実質株主といい、例えば議決権行使においては議案への賛否は原則として実質株主が決定し、それを株主名簿上の株主に指図し、彼らはその指図に従って議決権を行使することになる。

図表5 国内機関投資家の株式保有構造のイメージ

株主名簿上の株主	いわゆる実質株主 (議決権行使指図権者)	資金提供者
「信託銀行」 「生命保険会社」「損害保険会社」		
資産管理サービス信託銀行 日本トラスティ・サービス信託銀行 日本マスタートラスト信託銀行 〇〇信託銀行(××口)	〇〇信託銀行 〇〇アセットマネジメント 〇〇投資顧問 企業年金連合会(インハウス運用)	公的年金 私的年金 財団 個人
〇〇生命保険(××口) 〇〇損害保険(××口)	〇〇生命保険 〇〇損害保険	保険契約者
株主名簿に記載されている情報	株主判明調査等をしないと発行会社には原則としてわからない情報	発行会社には一切わからない情報

(出所) 全国株式懇談会「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」より
野村資本市場研究所作成

⁵ 協働エンゲージメントに加え、複数の株主が議決権の行使などでの協調行動で合意しているのにも関わらず、その事実を未公表のまま株式を買い集めて大量保有報告書の提出を逃れる「ウルフパック」と呼ばれる戦術への対応がなされるかどうか注目する向きもある、例えば「上場企業の経営権狙う『群狼戦術』5%ルール見直しでどうなる」『日経ビジネス電子版』2023年3月6日、などである。

図表 6 海外機関投資家の株式保有構造のイメージ

株主名簿上の株主		いわゆる実質株主	資金提供者
「カストディー」 「ノミニー」	常任代理人	(議決権行使指図権者)	
証券保管銀行 〇〇 bank	[国内系] 〇〇銀行 〇〇証券 [外資系] 〇〇銀行 〇〇証券	海外の年金基金 投信・投資顧問 ヘッジファンド ソブリンウエルスファンド	公的年金 私的年金 財団 個人 政府
株主名簿に記載されている情報		株主判明調査等をしないと発行会社には原則としてわからない情報	発行会社には一切わからない情報

(出所) 全国株式懇談会「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」より
野村資本市場研究所作成

昨今、株主総会への実質株主の出席を始めとして、実質株主を巡る課題を目にする機会が増えている。株式を保有されている企業からすれば、実際に株式を保有している「真の株主」が何を考え、企業に対し何を求めているか等を知りたいはずである。昨今株主総会において会社側提案の否決や株主鄭あの可決などの事例も増えている中で、実質株主とコミュニケーションをとりたいと考える企業が増えていると考えられる。

しかし、日本においては通常企業側が自力で実質株主を把握することは非常に困難であり、実質株主を把握するためには通常、株主判明調査を行っている業者に依頼することになる。そのため、コストや時間がかかる上に、実質株主を調査、判明させる手法は各調査社のノウハウであるため、その客観性や正確性は必ずしも担保されているわけではない。

それに対し、米国や英国では、発行会社側が実質株主を把握する手法がある程度整備されている⁶。例えば米国では、名義株主と実質株主とのコミュニケーション格差の緩和を目的に、実質株主情報を開示する「NOBO (Non-Objecting Beneficial Owners : 発行会社自身の株主情報の開示を拒否しない株主) 制度」を SEC (米証券取引委員会) が導入している。この制度により、発行企業からの要請があれば、NOBO の株主情報は、発行企業に通知される。

ただし、実質株主の 75%以上が OBO (Objecting Beneficial Owners : 発行企業に対して自身の株主情報の開示を拒否する株主) であり、機関投資家の大多数は OBO である。しかし、証券法に基づき一任運用資産が 1 億ドル以上の機関投資家 (銀行・保険会社・年金基金・ミューチュアルファンド等) は四半期ごとに保有明細を SEC に提出する必要がある。このため、米国内の大手機関投資家の特定が可能であり、発行企業側も米国内の実質株主の保有状況はおおよそ把握できる状況にある。

一方、英国では会社法により、公開企業に対して実質株主を調査する権限を与え、これ

⁶ 本稿で紹介する米国、英国の事例は「経済産業省『諸外国における実質株主の開示制度』2016年3月4日」に拠っている。

により、英国企業は、少なくとも国内の実質株主情報を入手できる状況にある。

このような問題意識から、今回実質株主の透明化、すなわち発行体企業が実質株主を容易に把握できる方策が金融審議会でも検討、議論されることになると見られる。

V 中長期的、持続的な企業価値向上に資することに期待

今回の金融審議会への諮問内容は、日本のコーポレートガバナンス改革における「残された課題」への取り組みともいえるべきものと考えられる。

新型コロナウイルス感染症拡大に収束の期待が高まりつつある中で、国内外の投資家は、日本企業が中長期的、かつ持続的に成長していくかどうかを検討する上で、従前より指摘されている収益性、資本効率性の課題への注目度が高まってきたように見える。おりしも、2023年1月30日に東京証券取引所が公表した「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」の中で、「中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機付け」への対応として、プライム市場、スタンダード市場上場企業に対し、「経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、その進捗状況などを開示すること」を要請し、特に「継続的にPBR（株価純資産倍率）が1倍を割れている会社には、開示を強く要請」する方針を打ち出したことは注目される。企業と投資家との対話、エンゲージメントの中で、こうした課題について議論が行われる機会が増えることが考えられる。

わが国の株式保有構造の変化により、いわゆる政策保有投資家（安定株主）の株式保有比率が、拒否権を発動できる3分の1（時価総額ベース）を下回ってきた。また、株主総会で取締役選任議案などの会社提案議案が否決されることが特別なことではなくなってきた。このような状況⁷の中で、機関投資家が議決権の行使と企業とのエンゲージメントを活用して中長期的、持続的な企業価値向上の後押しをすることへの期待はさらに高まっている。さらに、気候関連などグローバルな課題への対応もエンゲージメントのテーマとして重要度が高まっている。

以上のような状況から考えれば、大量保有報告制度における「特例報告制度」の適用範囲や「共同保有者」の対象範囲の明確化は、機関投資家が今後協働エンゲージメントを積極化していく上でも重要と考えられる。このため、金融審議会でもこれらの課題についてどのような議論がなされ、議論の結果どのような具体的施策が打ち出されるのかが注目される。

⁷ 西山賢吾「株式保有構造の変化が促す『企業と株主・投資家との新しい関係』構築」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年秋号を参照。