

金融商品取引法研究会
研究記録第 22 号

大量保有報告制度

財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

ま え が き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成 20 年 1 月 29 日開催の研究会における「大量保有報告制度」についての神作裕之委員（東京大学大学院法学政治学研究科教授）のご報告と、このご報告をめぐる討論の記録である。

神作委員は、大量保有報告制度につき、米国、EU など諸外国の同様の制度との比較をされながら、制度の趣旨・目的、効果などを論じられ、又、株式保有割合の計算における、契約等に基づき議決権を行使する者や、一任契約等により投資運用権を持っている者の保有分の取り扱いや、保有株券に加算されることとなる共同保有者の考え方など、大量保有報告制度全般にわたり、興味深い分析や、問題提起をされた。このご報告について、いつものように活発な討論が行われ、大変有意義な研究記録となった。

ご報告をいただき、議事録の整理にもご協力いただいた神作先生に厚くお礼申し上げ、神田会長をはじめご参加いただいた先生方、オブザーバーの方々に心から感謝申し上げる次第である。

2008 年 3 月

財団法人 日本証券経済研究所
理事長 高 橋 厚 男

大量保有報告制度

(平成 20 年 1 月 29 日開催)

報告者 神 作 裕 之

(東京大学大学院法学政治学研究科教授)

目 次

I. 制度の概要および沿革	1
1. 制度の概要	1
2. 制度の沿革	1
II. 比較法	3
1. アメリカ法	3
2. EU法	5
3. イギリス法	6
4. ドイツ法	7
III. 制度の趣旨・目的	8
1. 制度趣旨	8
2. 制度の効果・問題点	10
3. 他の類似の情報開示制度との関係	11
IV. 大量保有報告書	13
1. 対象有価証券	13
2. 大量保有報告書提出義務者	16
3. 株券等保有割合：「5 %ルール」	18
4. 開示内容	28
5. 違反の効果	29
討 議	31
報告者レジュメ「大量保有報告書」	54
資 料	62

金融商品取引法研究会出席者(平成 20 年 1 月 29 日)

報告者	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
顧問	森 本 滋	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	戸 田 暁	京都大学大学院法学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松 尾 直 彦	東京大学公共政策大学院客員教授
〃	永 井 智 亮	野村證券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	河 村 賢 治	日本証券業協会客員研究員・ 関東学院大学経済学部准教授
〃	檜 崎 みどり	日本証券業協会客員研究員・中央大学法学部准教授
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
〃	萬 澤 陽 子	立教大学法学部助教
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長
特別参加	野 崎 彰	金融庁総務企画局企業開示課課長補佐
〃	三 橋 葉 子	金融庁総務企画局企業開示課開示企画第一係長

(敬称略)

大量保有報告制度

神田会長 定刻になりましたので、金融商品取引法研究会の第7回会合を、始めさせていただきます。本年もどうぞよろしくお願い申し上げます。

本日、金融庁の総務企画局企業開示課から、野崎課長補佐と三橋係長のお2人にご参加いただいております。どうもありがとうございます。

それでは、既にご案内のとおりですが、非常にホットトピックになっている分野でして、神作先生から、大量保有報告制度についてのご報告をいただきます。

よろしくお願いします。

神作委員 それでは、報告させていただきます。

私の報告は、大量保有報告制度について、むしろホットなテーマを扱うのではなく、きわめて基礎的な観点からこの制度の趣旨がどのようなものであるのかということを少し検討させていただいて、それを踏まえて、幾つかの解釈論上の問題について、簡単な試論を展開させていただくものであります。

I. 制度の概要および沿革

1. 制度の概要

大量保有報告制度は、「5%ルール」と呼ばれておりますが、特定の者が株式を大量に保有すると、会社の支配関係及び株式の市場価格に大きな影響を与えるため、大量保有や、当該大量取得等についての情報を開示し、市場の透明性と公正性を図ることを目的とした制度である、といわれているところです。

2. 制度の沿革

この制度は、平成2年の改正証券取引法によって導入されたものであります。

平成元年5月31日に公表された証券取引審議会の報告、「株券等の大量の

保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」（以下、本日の報告では「証取審報告」と呼ばせていただく。資料1参照）におきましては、大量保有報告制度を導入する理由として、次のように説明されています。すなわち、「株式等の買集めについては、その過程で株価操縦、内部者取引等の不公正取引が行われる場合は別として、証券取引法上買集め行為それ自体が直ちに問題になるというわけではない。しかし、買集めや肩代わり等に伴い株価の乱高下が生ずることが多く、これらに関する十分な市場情報を有していない一般投資者に不測の損害を与えかねないという問題がある」。また、「株式等の大量保有状況に関する情報の開示について、欧米証券市場で採用されているルールが我が国の証券市場には導入されていないため、国際的な市場として発展していくうえで必要な市場の透明性に欠けているのではないかという問題がある」。このように述べていたわけであります。

証取審の報告では、主として2点、すなわち第1に、大量保有状況に関する情報の開示により、市場の公正性、透明性を高め、投資者保護を図るという観点と、第2に、規制の国際的な調和、この2点が重視されていたといえるかと思えます。

特徴的なことは、大量保有報告制度が、株券等の需給に関する情報提供のための制度であるという側面が前面に打ち出されており、支配権に係る情報提供の側面というのは、どちらかというと背後に退いていたように思われる点であります。文献においても、このような需給の予想に係るリスクを低下させることが大量保有報告制度の趣旨である、と説明されることがあります。

例えば、神田先生ご監修、野村證券株式会社法務部編集の「注解証券取引法」426頁におきましては、「監督官庁が、株券等の大量保有に関連する不当な行為を規制するために情報を収集することを容易ならしめ、それを開示することによって、市場参加者の将来の有価証券の需給の予想に係るリスクを低下させて取引への参加を促進する目的の規定である」、と説明しています。

もちろん、支配権の変動の局面が看過されていたわけではありません。す

なわち、立法担当官の方であろうと思われませんが、堀本修氏の論文（資料2）では、大量保有報告制度について、株券等の大量の取得・保有・放出に関する情報は、投資判断という観点から見ると、①会社の支配権を変更したり、経営に影響を及ぼす可能性を示す情報と、②市場における需給に関する情報と、2つの側面に分けて考えることができると指摘されていたところです。

しかし、堀本氏の論考においても、②の需給情報というのが極めて重要であり、したがって、たとえ会社の支配権を変更したり、経営に影響を及ぼすことを意図しない純投資目的の場合であっても、投資者に迅速に開示され、投資者が需給関係を適切に把握できるようにすることが望ましい、と述べられています。このように、②すなわち株券等の市場における需給に関する情報という観点に重点を置いた説明がなされていたのです。

なお、当時の議論においては、大量保有報告制度の導入は、決して大量の株券等の買集め行為ですとか、保有自体を規制するということを目的とするものではなく、現経営者側に立って、経営の安定に資することを目的とする制度でもない、ということが強調されていたわけですが、このことも大量保有報告制度が株券等の買集めや肩代わりによる株価の乱高下を是正するために導入された制度であるという側面が重視されていたことの顕れであろうと思われます。

Ⅱ．比較法

1．アメリカ法

制度の具体的な構築に際しては、アメリカ法が大幅に参考にされた模様です。その後、大量保有報告制度は、平成6年に、対象有価証券として新株引受権が追加され、平成18年に、後述しますようにかなり大規模な改正を経て、現行規定に至っています。

比較法についてごく簡単に概観してみたいと思います。まず、アメリカ法です。アメリカ法は、日本の大量保有報告制度に一番大きな影響を与えてきたものと思われますが、その中心となる規定が1934年証券取引所法13条d

項でして、資料7に掲げております。

アメリカ法における大量保有報告制度の概要をごく大まかに申しますと、取引所に上場されているエクイティ証券の5%超を取得した者に対し、取得から10日以内に、発行会社、当該株券等が上場されている全取引所及びSECへの届出を義務づける、という内容です。

届出に際しては、SECの策定したフォーム、スケジュール13Dを使用しなければならないとされています。当該情報は、SECからエドガーシステムを通じて公表されています。特定機関投資家は、支配権取得を目的としない株式取得については、スケジュール13Gによる簡素化された報告を行えば足りることになっています。

5%以上の最初の取得をした後も継続的な開示義務が課されており、1%ごとの持ち株比率の増減を報告すべきこととされています。また、発行会社が自社株購入プログラムによって自己株式を取得する場合についても、同種の報告義務が課されています。これが13条Eであります。

さらに、13条Dでは、大量保有報告において、被取得会社の将来に関して、どのような計画ないし意図を持っているのか、について相当に詳細な開示をすべきこととされております。大量保有の計画や目的を記載させることによって、全体的な透明性を確保するという義務を課すものであると説明されることが多いようです。これは後ほど述べますように、ヨーロッパでは目的の記載等は求めていないことと比較すると、対照的です。何を記載させるかということは国によって非常に違っていますが、日本はどちらかというと、アメリカ法の立場に近いと思います。

なお、アメリカ法の特徴としては、取得から10日以内に大量保有報告がなされればよいとしており、報告までの期間が比較的長いという点が挙げられます。やや古い実証研究ですが、報告までの猶予期間中、この10日の間に、買収会社は、平均すると、標的会社の株式の13.9%を買い増すというものがありまして、大量保有報告義務が履行される前に、重大な持ち分の取得がなされてしまう。そういう意味では、大量保有報告制度に基づく開示は市場の

スピードに追いついていないのではないか、アメリカ法の報告がなされるべき期間については短縮を図り、もう少し迅速な開示を実現したほうがいいのではないかという批判が強いようですが、立法的な解決はいまだなされていないようです。

2. E U法

続いて、E U法ですが、1988年に、E C透明性指令が公布されました。2001年にこの指令は廃棄され、有価証券上場許可指令という名称の指令に統合されました。ところが、2004年に新たにE U透明性指令が制定され、その中で大量保有報告制度に相当する制度が定められています。

その概要は以下のとおりですが、これについては、日本証券経済研究所より翻訳が出ていますので、資料7に、そのコピーを掲載させていただいております。

2004年E U透明性指令第9条第1項をご覧くださいなのですが、規制市場で取引することが認められた株式及び議決権が付与された株式の発行者の株式を、株主が取得、処分し、その結果として、当該株主により保有される議決権割合が5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%、75%の各基準値に到達し、超過し、または下回る場合に、当該取得した株主は、発行会社に対して議決権割合を通知しなければならないというのがE U指令における大量保有報告制度の骨子です。

旧指令に比較すると、基準値が大幅に細分化された上、最低の議決権割合が、1988年のE C指令では10%でしたが、5%と半分に引き下げられています。これが大きな改正点です。また、議決権の計算は、たとえ議決権が行使できない場合や停止されているような場合であっても、議決権が付与されたすべての株式について計算されなければならないとされ、明確化されています。

さらに、E Uの新透明性指令では、株式の種類ごとにその計算を行うということも明らかとされています。また、大量保有に係る報告がなされるべき

期間は4取引日以内と、旧指令に比べると短縮されており、自社株についての報告は3取引日以内とされています。アメリカ法と比較しても、相当に短縮化されているといえると思います。

なお、このEU指令と国内法の基準との関係は次のとおりです。

EU指令は、株券等の発行者に関する規律については、最低限の基準のみを定めるものでありまして、言葉を換えて言いますと、「加盟本国」は、指令よりも厳格な基準を国内法で定めることができます。これに対し、規制市場における上場認可と株主の報告義務については、「受入加盟国」は、EU指令よりも厳格な規制を課してはなりません。以上の規律は、透明性指令第3条第2項が定めるところです。なお、加盟本国というのは、発行者がEU域内で設立されている場合には、その発行者が本店を置いている加盟国のことを「加盟本国」といいます。これに対して、「受入加盟国」というのは、「加盟本国」以外の国であって、当該国の規制市場において有価証券の取引が認められている加盟国をいうと定義されています。

ところが、EU指令にもかかわらず、例えば、イギリスとかドイツとかイタリアでは、加盟本国として、報告義務の最低の持ち分比率として、EU新指令が定めている5%基準ではなくて、3%基準を採用していることに見られるように、EU指令の基準よりも、発行会社に関しては厳格な基準を採用している例が少なくありません。そのような意味において、EU加盟各国の大量保有報告制度は、必ずしも平準化していない部分が少なくないわけであり、個別の加盟国のルールを調べざるを得ないわけであり、あります。

なお、2004年のEU透明性指令は、昨年（2003年）の1月20日までに国内法化すべきものとされていたところであり、後ほど紹介しますが、イギリス法やドイツ法は、これを国内法化するための法改正を既に済ませているところであり、あります。

3. イギリス法

続いて、イギリス法についてごく簡単に見ていきたいと思います。イギ

リス法は、2006 年会社法により、2000 年金融サービス市場法 89 条以下に、89 A 条から 89 N 条を挿入し、透明性指令の目的のために、当局に透明性ルールを策定する権限を与えるとともに、その大綱を定めるという法改正を行いました。

具体的なルールは、英国上場機構開示規則として FSA（イギリス金融サービス機構）のガイドブックに掲げられています。当該ルールは、「開示規則及び透明性規則 (Disclosure Rules and Transparency Rules)」と名づけられ、DTR と略されています。配布資料では、DTR5.1.1 というところから抜粋で、幾つかの重要と思われる規定を引いてあります。

このルールの骨子は、株主として、金融商品の直接または間接の保有を通じて、株式または金融商品の取得または処分の結果として、議決権割合が 3 %、4 %、5 %、6 %、7 %、8 %、9 %、10%、それ以後は 100%に至るまで 1 %ごとに、当該基準値に到達、超過し、または下回るときは、当該株式の発行会社に対し、英国外の会社においては 4 日以内、それ以外の会社は 2 日以内に議決権割合を通知しなければならない。このような内容の極めてきめ細かい規律が置かれています。以上に関係あるルールは、DTR5.1.2 (1) それから 5.8.3 等です。

当該株式の発行会社が開示した情報に基づき、その議決権割合を変更する事象が生じた結果、上記の基準値に到達し、超過し、または下回る場合も同様です。このように、イギリス法は基準値を 1 %刻みで非常に細かくとっているという特色があります。

4. ドイツ法

ドイツ法の状況も、基本的には英国と同様で、2004 年の E U 透明性指令を国内法化することが義務づけられていましたところ、証券取引法 21 条以下の規定を改正することによって対応しています。

資料 7 の一番最後、4 以下にドイツ法の条文を抜粋してあります。後ろから 4 頁目の「4 ドイツ法 (WpHG)」と書いてあるところですが、ドイツ証

券取引法第 21 条以下に大量保有報告制度についての規律が置かれています。

ドイツ法は、取得、譲渡またはその他の方法により、発行会社の議決権の 3 %、5 %、10 %、15 %、20 %、25 %、30 %、50 % および 75 % に到達し、超過し、または下回るときは、遅滞なく発行者及び BaFin（連邦金融監督庁）に 4 取引日以内に報告しなければならない。これがドイツ証取法第 21 条第 1 項の定めです。

なお、ドイツ法が E U 指令よりも最低議決権割合を厳格にして、5 % 基準ではなく 3 % 基準を採用しているのは、改正案理由書によると、3 % の議決権割合を採用するのは、ドイツの現状に鑑みると 3 % の議決権割合であって、も経済的には相当に大きな価値を有する上、これまでのドイツの経験に鑑みると、株主総会において 3 % の議決権割合を保有していれば発行会社に対し相当大きな影響力を行使することが可能であるということが示されているからである、と説明されています。

このように、英米独の各国および E U 法におきまして、大まかにいえば似たような大量保有報告制度がありますが、細部にわたって見ていくと、いろいろな点で細かな違いがあるというところではないかと思われます。

今後の議論においても、適宜比較法を参考にしながら論じてみたいと思いますが、第 3 章制度の趣旨・目的に移らせていただきます。

Ⅲ．制度の趣旨・目的

1．制度趣旨

まず、大量保有報告制度の趣旨ですが、I．に述べたように、平成 2 年改正証取法により大量保有報告制度が導入された際は、この制度は支配権に係る情報提供に主眼があるというより、専ら第 1 に、株券等の需給関係に関する情報開示の側面、及び第 2 に、国際的な規制の動向との調和が強調されていたところでありました。もっとも、公正かつ効率的な市場の実現を目指すということは、常に意識されていました。

しかし、そもそもこの大量保有報告制度の対象有価証券は、議決権ある株

券等に限定されており、一般的に資本市場において取引される商品の需給関係に関する情報提供を問題にするものではありません。その限りにおいて、大量保有報告制度は、あくまでも会社の支配あるいは支配にかかわる問題に焦点を合わせているというところから出発するのが正当であると思われる。

なお、平成6年の改正証取法によって、新株引受権も大量保有報告の対象とされましたが、新株引受権、現行会社法の下では新株予約権も、潜在的には会社の支配構造の変更に影響を及ぼす可能性があるためと考えられます。

会社の支配権ないし支配構造に係る情報を金融商品取引法で開示させる根拠は、自由に取引することができる株式会社の株券等に関する大量保有に係る情報は、投資決定及び市場価格に影響を及ぼし得る重要な情報であるからだと考えられます。

さらに、大量保有報告制度は、公開買付規制とも関連があると考えられます。というのは、大量保有に係る情報のディスクロージャーによって、公開買付の可能性があるかどうかということについての判断材料が市場に示されることになるからであります。公開買付が実現可能な状況というのは、相互持合などで浮動株が少なければ見込みは少なく、また、株式が分散しすぎていてもなかなか容易ではないと思われます。少数派の株主が相当数存在していながら、他方、比較的まとまった株式を保有する機関投資家などプロの株主が存在しており、しかも、自分はそれを売ってもいい。そういう状況にあることが必要になると思われるわけですが、大量保有報告によって、そういった公開買付の判断についての情報一般を得ることも可能になると考えられるのです。

大量保有報告制度の規律が、公開買付規制と平仄が合っている所もあります。例えば、取引所金融商品市場外における会社以外の者による有価証券報告書提出会社の株券等の買付は、60日間で10名超からの買付であり、買付後の所有割合が5%を超える場合に公開買付によらなければならないとされているわけですが（金商法27条の2第1項1号、金商法施行令6条の2第

3項)、大量保有報告は、後述しますように、当該株券等の発行者の発行する株券等に関する最近60日間の取得または処分の状況を記載させることにしています。このように、大量保有報告制度は、公開買付規制とも密接に関連している制度であるということを指摘できるのではないかと思います。

また、国際的な文脈における市場の透明性を高め、日本のみならず各国の投資家の日本市場の機能に対する信頼を醸成することが大量保有報告制度の目的でもあるという国際的な観点は、平成2年の立法当初から指摘されていた点であり、今日もそのような視点の重要性は益々高まっていることも指摘しておく必要があるように思われます。

2. 制度の効果・問題点

大量保有報告の効果ではありますが、例えばドイツにおいては、この制度には、次のような効果があるという指摘がなされています。

すなわち、大量保有に係る情報開示を迫られることにより、株式相互持ち合いを初めとする企業間の不透明な持ち合い関係に歯止めがかかり、さらには、それが解消に向かう可能性があるのではないかとという指摘です。大量保有報告制度の導入とそれに伴う相互持合の変容について、ドイツには、いくつかの実証研究があるようですが、それらの中には、そのような指摘をするものがあります。そして、大量保有報告制度により、ドイツ特有の相互持ち合いに関する情報が飛躍的に改善し、しかもそれを抑制し、解消させる効果が現に見られるという人がいるのです。少なくとも、そのような効果が期待されるという指摘もあります。

しかし、大量保有報告制度の問題点としては、次の4点がつねに指摘されてきました。第1に、大量保有報告により、大量保有者に係る情報が開示されることになることにより、株主のプライバシーが侵害されるのではないか。第2に、資本市場の本質とされる匿名性との関係の論点ですが、株主の匿名性を侵害しひいては資本市場の機能を損なうのではないか。第3に、この制度の運用に係るコストが非常にかかるのではないか。第4に、この制度の目

的を達成するためには相当に迅速に大量保有に係る情報を開示する必要があるが、それが現実には達成されていないのではないか。これらの問題点は、制度導入以来、つねに指摘されてきましたが、ドイツを含むEU法は、しながらこの制度を精緻化し対象を拡大する方向で発展してきたといえます。

3. 他の類似の情報開示制度との関係

次に、大量保有報告制度と類似する他の情報開示制度を取り上げて、大量保有報告制度との関係や相違点を見てみたいと思います。金商法関係では、まず第1に、臨時報告書における大株主に関する情報の開示というのがあり、臨時報告書では、自己または他人の名義をもって、総株主等の議決権の10%以上の議決権を実質的に保有する主要株主の異動が記載事項とされています（金商法24条の5第4項、企業開示府令19条2項4号、「主要株主」の定義については金商法163条1項）。

主要株主の移動に関する情報を開示する点では、大量保有報告制度と共通ですが、報告義務者が有価証券報告書提出会社である点、10%以上の主要株主の移動に限定されている点、5営業日という具体的な期間ではなく、「遅滞なく」提出しなければならない、とより一般的な文言でその期限が画されているにすぎない点、および開示されるべき情報が、後述する大量保有報告書に比較すると大幅に簡素化されている点、等の特色を指摘できるかと思います。

そもそも臨時報告書というのは、公益または投資家保護のために必要かつ適切なものとして、内閣府令で定める場合に該当することになる場合に提出を要求されるものであり（金商法24条の5第4項）、市場の価格形成に影響が大きい事項が中心となると考えられるのに対し、大量保有報告制度においては、必ずしも株価への影響の有無ということだけが問題となっているわけではないことは既に強調したとおりであり、そういった点にも違いがあるように思われます。

次に、金商法関係の類似の制度の2番目ですが、主要株主の売買報告という制度があり、自己または他人の名義で総株主等の議決権の10%以上を保有している主要株主は、自己の計算で上場会社の特定有価証券等を売付けまたは買付けた場合に、当該売買に関する取引報告書を、当該売買等があった日の属する月の翌月15日までに内閣総理大臣に提出しなければならないという規律があります（金商法163条1項）。これは内部者取引規制との関係で置かれている規定ですが、主要株主には短期売買差益の返還義務が課されており（金商法164条）、その実効性を担保するとともに、会社の重要事実の発生自体に影響力を有すると思われる者による当該特定有価証券等の売買状況を監督官庁が正確に把握することによって、不正行為がおきないように抑止する目的の制度であると解されます。しかし、一定の大株主に対する持ち分の売買に関する情報の開示という点では、共通点があるといえるかと思います。

会社法関係では、公開会社においては、業務報告において、当該事業年度の末日において、発行済株式総数の10%以上を有する株主の氏名、名称または当該株主の有する当該株式会社の株式の数、こういったものを記載すべきこととされています（会社法施行規則119条3号・122条1号）。その他、株式会社の株式に関する重要な事項について記載しなければなりません（会社法施行規則122条2号）。

この10%基準が採用されている点では臨時報告書と同様ですが、定時総会で報告されるべき、そういう目的を持つものであります。株主に対し、当該事業年度の末日における状況のみを記載するものであり、提供される情報の範囲も、大量保有報告の記載事項と比較すると、簡略化されています。

なお、事業報告は、その貸借対照表の計算書類とともに本店及び支店に備え置かれ、株主、会社債権者の閲覧等にも供されます（会社法442条）。会社法のもとでは、あくまでも現在の株主、債権者の保護を目的とするものであり、金融商品取引法上の開示のように、市場とか将来の株主等を含む投資家一般を保護することを目的とするものではない、こういう違いがあるかと思

思います。

Ⅳ．大量保有報告書

1．対象有価証券

続きまして、大量保有報告の対象となる有価証券ですが、対象有価証券は、金融商品取引所に上場されている株券、新株予約権付社債券、その他の有価証券のうち、政令で定めるものと定義されています（金商法の27条の23第2項）。

政令では、対象有価証券について、①株券（ただし、議決権のない株式であって、かつ、当該株式の取得と引換えに議決権のある株式を交付する旨の定款の定めのない株式は除く）、②新株予約権証書、③新株予約権付社債（ただし、②および③の新株予約権証書と新株予約権付社債については、議決権のない株式のみを取得する権利のみを付される場合は除かれています）、④今般の改正で追加された投資証券等、⑤外国の者の発行する証書または証券であって、①～④の性質を有するもの。これらが大量保有報告の対象有価証券として規定されているところです（金商法の施行令14条の5の2）。なお、このうち④の「投資証券等」は、資産流動化法に定める優先出資証券及び投信法に定める外国投資証券であり、投資証券に類する証券をいうと定義されています（金商法施行令1条の4第1号）。投信法上の投資証券とは、投資法人の社員たる地位を割合的単位に細分化したものを表示する証券であり（投資信託及び投資法人に関する法律2条14・15号）、投資証券の所持人である投資主は、投資主総会における議決権を有します（投信法77条2項3号）。

「投資証券等」は、平成18年改正によって新たに追加されたものですが、これによって投資法人の発行する上場投資証券等であるREITなどが大量保有報告の対象になることとなったところであります。

そして、金商法上は、これらの「対象有価証券」と、対象有価証券に係る権利を表示するものとして政令で定めるもの、この2つを合わせて「株券等」

と定義されています（金商法 27 条の 23 第 1 項）。

新・信託法の制定に伴い、受益証券発行信託制度が導入されました。対象有価証券に係る権利を表示する者の範囲は、受益証券発行信託の許容により、第 1 項有価証券を信託財産とするものであって、当該信託財産である有価証券に係る権利の内容が当該信託受益権の内容に含まれる旨、その他内閣府令で定める事項が、当該信託に係る信託行為において定められているもの、これが「有価証券信託受益証券」と定義されています（金商法施行令 2 条の 3 第 3 号）。「有価証券信託受益証券」であって、その対象有価証券が受託有価証券であるものが、今般新たに含まれることになりました（金商法施行令 14 条の 4 の 2 第 2 号）。

このように、大量保有報告制度の対象となる株券等とは、議決権を有するか、または潜在的に議決権を有する有価証券及びそれに係る権利を表示するものであります。このことは、大量保有報告制度が、株式会社や投資法人に対して議決権、すなわち社団的意思決定を通じて会社ないし法人の意思決定に決定的な影響を与え得る地位にある者に関する情報、これを問題にしているということを意味し、また、立法的にも、大量保有報告制度の対象証券を画する基準が議決権（潜在的な議決権を含む）であるということが、次第に明確にされてきたと思われます。

したがって、大量保有報告制度を見ていくに当たっても、常に潜在的な議決権ないしは議決権に焦点を当てて論ずる必要があると思われます。たとえば、大量保有報告に関する内閣府令においては、議決権のない株式であって、当該株式の取得と引きかえに議決権のある株式を交付する旨の定款の定めのない株式が除外されているということは既に述べたところです。この後段も、今般の改正で新しく入ったところです。この改正も、これまで述べてきたように、大量保有報告制度が会社の支配権、議決権ないし潜在的な議決権を通じた支配権を問題にしているというところから理解されるべきであると思われます。

大量保有報告制度の対象証券について解釈論として問題になり得ると思わ

れるのは、自己株式とか相互保有株式のように、議決権が停止されているものをどう扱うのか、という論点です。また、議決権制限株式のように、例えば一部について議決権が制限されているものについて、対象有価証券になる考えるのかどうか。それから、法的には他人に帰属している株式であるけれども、対象となるような場合があるのか。

最後の点は立法的に解決されているわけですが、解釈論としては、前2者すなわち自己株式・相互保有株式および議決権制限株式の取扱いが問題になり得るかと思われます。先ほどいいましたように、大量保有報告制度のもとでは、まだ予約権を行使していない段階であっても新株予約権等を保有株券等を含むこととし、また、後ほど申し上げますように、まだ引き渡しを受けていない議決権付の株券、こういったものも保有株券等に広く含むということとしております。金商法は、大量保有報告の対象として、潜在的な議決権を広く捕捉するという立場をとっていると解されます。

したがって、自己株式とか相互保有株式についても、現在の状況の下ではたまたま議決権を行使できないというだけのことであり、当該株式が無議決権株式であるわけではありませんので、こういったものについては当然に大量保有報告の対象としてカウントされるというのが、制度の趣旨および金商法の体系に適合的な解釈ではないかと思われます。

同様に、議決権制限株式についても大量報告義務が発生する可能性があると思すべきであり、少なくとも当該議決権を有する事項について、法定の割合に達すれば、報告する義務があると解されるのではないかと思います。

また、大量保有報告制度の大きな特色としては、他人に帰属する株式でありながら、当該株式に基づいて議決権を行使する権限を有する等、一定の場合には報告義務の対象になるという点があります。したがって、このような場合には、同一の株式について複数の者が報告義務を負うといった事態が生じるわけです。例えば、金商法27条の23第3項1号または2号に掲げられているように、金銭の信託契約その他の契約等に基づいて、議決権の行使権限あるいは指図権がある場合、あるいは投資一任契約その他の契約等に基づ

いて、投資権限・運用権限を有する場合には、保有者と、これらの権限を有する者とが重複して報告することが想定されているところが非常に大きな特色ではないかと思われます。ただし、平成18年の改正により、共同保有者間においては、こういった重複についてのネットアウトに関する規律を導入し、計算の合理化がなされていますが、これについては、時間がありましたら後ほど述べてみたいと思います。

2. 大量保有報告書提出義務者

続いて、大量保有報告書の提出の義務者です。義務者は株券等保有割合が5%を超えた保有者であります（金商法27条の23第1項）。ただし、保有株券等の総数に増加がない場合、または、新株予約権証書もしくは新株予約権付社債等に係る新株予約権等の目的である株式について、発行価格転換条項等に基づき保有株券等の総数が増加する場合については、大量保有報告書を提出する義務はありません（金商法27条の23第1項ただし書き。大量保有開示府令3条）。

解釈論の余地は余りなく、むしろ立法論になるかもしれませんが、初めて上場したり、店頭登録をした会社において、当初から株券等を5%以上保有している者には大量保有報告義務があるかどうかということが一応問題となり得ると思われます。大量保有開示府令3条1号により、保有株券等の総数に増加がない以上、報告義務がないというふうに解するのが、現行法の立場なのではないかと思われます。

しかし、既に検討した大量保有報告制度の趣旨からしますと、こういった情報についても、報告すべきではないかというふうにも考えられます。他方で、このような静態的な情報については、会社法上の事業報告とか主要株主に係る移動情報については、臨時報告書で10%以上の主要株主についての開示がなされています。このように制度のすみ分けがなされていると整理すれば、最初に上場した時点における大量保有者に報告義務がないという理解でも、もちろん制度としておかしいというわけではないかと思いますが、静

態的な開示にまで射程を広げるかどうかというのは、立法論としては少なくとも検討に値するのではないかと思います。日本では、東北大学の吉原先生が、大量保有報告制度の中に静態的な開示を入れるべきであるという立法論的な主張をなさっているほか、例えばドイツ法では、この問題について立法的な解決がなされています。上場した時点における大量保有報告の開示について、ドイツ証券取引法 21 条 1 A 項で、静態的な保有に関しても報告義務があることを立法的に解決しているところであります。

次に、株券等の保有者が法人格を有しないようなケースにおいて、だれが報告義務者かという問題について検討します。大量保有者が自然人または法人である場合には問題はないと思うのですが、民法上の組合とか匿名組合、信託、こういったものの取り扱いは一体どうなるのかということが問題となるとおもわれます。

民法上の組合について述べれば、恐らく民事法の一般論からすると、民法上の組合といってもいろいろなものがあって、社団としての実質を有するものと、そうではない純粋な民法上の組合があり、社団としての実質を有していれば組合が義務者となり、純粋な民法上の組合であれば、組合員が提出義務を負うことになるというのが、素直な考え方であるように思われます。しかし、株券等の保有において用いられている組合というのは、いわゆるファンドと呼ばれるものが含まれてくると思いますが、組合を通じて株券等を保有している場合に、当該組合を保有者とするのではなく、業務執行組合員等を保有者として報告書を提出するという取り扱いがされてきました。ところが、平成 18 年改正法のもとで、明示または黙示の合意または契約に基づき、形式的な業務執行組合員等とは別に、当該株券等に係る処分権限を有している者がいる場合には、その者も保有者として、大量保有報告書の提出義務が課されてことになりました。大量保有報告書第 1 号様式の記載上の注意(9)の A に、その旨を示す記載があります。これによって、業務執行組合員等について実質的に決定がなされることとなり、それに基づいて、大量保有報告書の提出義務者が決定されるということが明確になったといえるのではない

かと思われます。

それに対し、匿名組合の場合はまずは営業者、それから、信託の場合は受託者が—これらの者に法的にも株券等が帰属しているのですから、営業者や受託者が大量保有報告書の提出義務者であると考えられます。

機関投資家が義務者の場合には特例がありますので、後ほどまた報告したいと思います。

3. 株券等保有割合：「5 %ルール」

① 5 %ルールの意義

大量保有報告制度の骨子は、株券等の保有割合が5 %を超えた場合に、内閣府令で定めるところにより、株券等保有割合に関する事項、取得資金に関する事項、保有の目的、その他の内閣府令で定める事項を記載した報告書を提出させる点にあり、このルールが「5 %ルール」と呼ばれるゆえんです。

では、どのような理由によって、5 %が最低の基準値とされたのかといいますと、先ほどの資料1の「証取審報告」、それから、資料2の堀本氏の解説によりますと、次の3つの理由が挙げられています。

第1に、日本の公開会社の株式等の保有構造等を考えた場合、少なくとも5 %程度の株式等を実質的に保有することになれば、会社の支配関係や、特に株価形成に大きな影響を及ぼすと考えられること。第2に、市場において5 %を超える大量の株券等を取得した場合には、先ほどの第1とダブるのですが、株価形成に非常に大きな影響が生ずること。第3に、米、英、仏等既に大量保有報告制度を導入している国においては、おおむね5 %の実質保有段階から届け出義務が課されていること。このようなところから、5 %基準が採用されたようであります。

② 株券等保有割合の計算

例外については説明を省略して、次に、株券等保有割合の計算について見ていきたいと思います。これにつきましては、資料8をご覧ください。

資料8は、非常にシンプルな形の大量保有報告と、後者のほうは、共同保

有とともに連名で届出がなされているケースであります。しかも、特例対象株券についてのケースであります。まず、一番シンプルな4頁目をご覧ください。株券等保有割合の計算方法は、金商法27条の23第4項に規定されています。

保有株券等の数をTとしますと、

$$T = O + P + Q - R - S$$

と表されます。ここで、Oとは、自己又は仮設人を含む他人の名義で所有する株券等の数、Pとは、信託契約等の契約または法律の規定に基づき議決権の行使権限または指図権限を有し、かつ発行者の事業活動支配目的を有する者が所有する株券等の数、Qとは、投資一任契約または法律の規定に基づき投資権限を有する者の所有する株券等の数を意味します。これらの合計から、Rすなわち信用取引に基づき譲渡したことにより控除される株券等の数およびSすなわち共同保有者間で引渡請求権等の権利が存在するものとして控除される株券等の数を控除したものが、保有株券等の数となります。

株券等保有割合は、つぎの式で表されます。

$$W = T / U + V \times 100$$

なお、U = 保有潜在株式の数、V = 発行済株式等総数です。

保有株券等の数は「T」でございますが、 $T = O + P + Q - R - S$ 。この式は金商法27条の23第4項の規定を少し整理しただけのものであります。

まず、「O」といいますのは、自己または仮設人を含む他人の名義で所有をしている株券等の数であります（金商法27条の23第3項）。「P」は、先ほど言及した金商法27条の23の第3項第1号でして、信託契約等の契約または法律の規定に基づき、議決権の行使権限または指図権限を有し、かつ発行者の事業活動支配目的を有するものが所有する株券等の数であります。

「Q」というのが金商法27条の23第3項第2号でして、投資一任契約または法律の規定に基づき投資権限を有する者の所有する株券等の数であります。

それに対して、「R」と「S」、これは控除項目ですが、27条の23の第4

項にあり、信用取引に基づき、譲渡したことにより控除されるべき株券等の数。それから、「S」が、共同保有者間で引渡請求権等の権利が存在するものとして控除される株券等の数です。

これらを加除して、保有株券等の数というのを算定するわけです。

「U」は保有潜在株式の数です。これは表を見ていただきたいのですが、A、B、C、D、E、F、G、H、I、J、K、L、M、N、これを足し合わせたものが、保有潜在株式の数です。株券等の保有割合というのは、会社の発行済株式総数に、今申し上げた保有潜在株式の数を足し合わせたものを分母に、先ほどの保有株券等の数を分子として、100 を乗ずる。これによってパーセントが算定されるというものです。

ここで解釈論として問題となり得る点として、2点指摘して、ご議論、ご教示いただければと思いますが、「P」と「Q」についてであります。

まず「P」についてです。これは本研究会の前のラウンドにおいて、太田委員のご報告の中で指摘されていたことなのですが、「P」については、例えば、委任状勧誘等によって包括的代理権を得た場合には、契約に基づき株券等の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ができる権限を取得し、大量保有に当たるのではないかと。さらに、買収の局面においては、当該発行者の事業活動を支配する目的があることが明白であるので、そうだとすると、委任状が届くたびに、その都度大量保有報告書を提出しなければならないのかという問題があるとの、非常に重要なご指摘がなされたわけです。これについては、資料6として、太田先生がご報告されたときの原稿をコピーしてありますので、これをご覧いただければと思います。

この問題について太田先生は、大略次のような議論を展開されました。包括委任状の取得は、確かに議決権を行使することができる権限に該当するが、まず平時の場合であれば事業活動支配目的がない。しかし、委任状争奪合戦になっているような場合あるいは委任状を買収者が大量に買い集めているケースにおいては、事業活動支配目的を否定することは困難である。しかし、かといって大量保有報告をすべき場合に当たるとなると、実務上、日本では

委任状争奪合戦というのが著しく困難になりかねないので、解釈論として、何とか保有に当たらないという結論を導くべきである。そのような問題意識のもとに、議決権行使の代理権の委任はいつでも撤回可能であるから、金商法 27 条の 23 第 3 項第 1 号にいう契約としての拘束力があるとまではいえない。こういう解釈論によって、今のようなケースについて、27 条の 23 第 3 項の 1 号から外すという示唆をされたわけです。

しかし、このような解釈論にはやや問題があるようにも思われます。といいますのは、前述したように、大量保有報告制度における議決権には、潜在的な株式も含めて非常にできる限り広範にカバーするというのが金商法の考え方であり、そうだとすると、撤回可能性があるという一時をもって、議決権行使についての裁量権や代理権がある株式について、「P」に算入しないというのは、立法趣旨に反するように思われるからです。

しかし、かといって大量保有報告義務が生ずるとしますと、それが委任状勧誘に基づく買収を困難にする側面があるというのは確かであり、解釈論の可能性を探る必要があります。EU法を見ますと、2004 年の EU 透明性指令 10 条 (h) において、「当該自然人又は法主体が株主からの明確な指図がないときは自己の裁量で権利を行使することができる場合における、それらが代理人として行使する議決権」、これは大量保有株式の対象に含まれると規定されておりまして、撤回可能だから大量保有報告の対象から外すという取扱いには EU ではしていないわけです。しかし、そうすると日本において生ずるのと同じ問題が生ずるのでありまして、EU法はそれをどうやって解決しているかといいますと、透明性指令の実施指令というのが 2007 年に制定されていますが、そこで解決のための規定を設けております。すなわち、2007 年の透明性指令実施指令第 8 条第 2 項において、委任状の保有者が、1 つの株主総会につき、1 つまたは複数の委任状を授与する場合、当該代理人が、もはや自己の裁量で議決権を行使できないときの当該議決権に関してもたらされる結果的な状況が当該通知において明確にされていれば、当該通知は、委任状の受領時に単一の通知の方法によってなされることでよいと規

定されています。2007年透明性指令実施指令も、日本証券経済研究所のEU法の翻訳に収録されています。この規定は要するに、議決権行使の代理人については、株主総会について1回だけ通知をしておけばいい。そして、何について通知をするかという、自己の裁量で議決権の行使ができなくなった場合に、どういう結果になるのかということだけを通知すれば足りるとされています。

このEUの実施指令をそのまま入れて、国内法化したのがドイツ法で、ドイツ証取法第22条4項は、つぎのように規定しています。資料7をご覧くださいのですが、後ろから2枚目の下から3分の1ぐらいのところですが、翻訳いたしますと、「委託者から特に指図がない限り、代理人の裁量で議決権を行使できる株式につき、それが1つの株主総会における議決権行使のためにのみ付与される場合には、当該代理権を付与する際に、1度だけ通知すれば足りる。当該通知には、株主総会の開催の日時、及び議決権の消滅後、または議決権行使に係る裁量権の消滅後、当該代理人に帰属する株式数を明らかにして通知をしなければならない」に定められています。

日本の会社法においては、そもそも株主総会ごとにしか議決権について代理権の付与がなし得ないという規律になっており（会社法310条2項）、したがって、結果的には太田先生の解釈論は、EU法の立場と非常に近いともいえます。しかし、EU法は、撤回可能かどうかを問わずとにかく1回だけは通知することを義務づけているわけであり、単に委任状の代理権の委任というのが撤回可能であるということから、保有のカウントから一般的にははずすというのではなく、一定の条件の下に緩和措置を講じているという状況です。

日本法のもとで解釈論としてこの問題にどのように対処するかは相当に難問であると思います。解釈論としては、委任の撤回可能性に根拠を求めるのではなく、会社法上、議決権の代理行使について株主総会ごとに代理権を付与するという規律が存在することを前提として、問題となっている事案のもとで何らかの解釈論の可能性を探るとともに、こういった場合について、E

U 透明性指令実施指令が提示した 1 つの解決である、簡略化された一度限りの大量保有報告の提出で足りるものとするといった、立法的な手当てを行うことが望ましいようにも思われます。

次に「Q」について一言申し上げたいと思います。「Q」は投資一任契約その他の契約または法律の規定に基づいて投資運用権を持っている者については、「P」のケースと異なり、当該発行者の事業活動を支配する目的の有無を問わずに、保有者とみなし保有株式数にカウントするというものです(金商法 27 条の 23 第 3 項第 2 号)。

この規定の考え方としては、おそらく、議決権の行使はもちろんのこと、その株式を処分する権限さえ有するのであるから、そのような状態は単に議決権の代理行使権限もしくは指図権限を有するにすぎない場合と比較して、ますます所有者に近づくということから、さらに保有者自身に近づけて扱うこととし、当該発行者の事業活動を支配する目的を要しないということにしているのではないかと思います。

このような規律は、確かに法律の規定によって運用権があるような場合たとえば親権者のようなケースについては妥当なのかもしれませんが、大量保有報告制度の趣旨が、あくまでも潜在的なものも含む議決権にあるとすると、「P」の場合と「Q」の場合とで、「当該発行者の事業活動を支配する目的」の要否について本当に異なる取扱いをする必要があるのかどうか、検討してみる必要があるように思われます。言葉を換えていうと、「P」と「Q」というのは、なぜ 1 つのクラスで規律することができないのかというのは、立法論としては検討する余地があるとともに、解釈論としては、場合によっては、「Q」について何らかの制限的な解釈をする余地・根拠・理由があるのではないかと思います。この点についても、ご教示いただければと思います。

③共同保有者の保有株券等

続いて、共同保有です。「共同保有者」概念の意義ですが、保有株券等の総数の算定に際して、当該保有者の保有株券等に共同保有者の保有している

株券も加算して、「株券等保有割合」を計算するという点にあります（金商法 27 条の 23 第 4 項）。

共同保有者については、金商法 27 条の 23 第 5 項に定義規定があり、「株券等の保有者が、当該株券等の発行者が発行する株券等の他の保有者と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おける当該他の保有者をいう」、と定義されているところです。

「株券等の複数の保有者が、株券の取得・処分や議決権等の株主権行使について共同して行うことを合意している場合」、これは「共同行為の合意」と呼ばれており、英米ではアクティング・イン・コンサート（acting in concert）といわれることが多いようですが、この場合には、会社の経営とか支配権に変動をもたらす可能性とか株価への影響、こういった観点に鑑み、合算して報告義務を課すことが適切であるという観点から設けられた規定です。共同して保有することに合意しているだけでは共同保有者にはならず、あくまでも実際に保有していることが要件となります。平成 18 年改正により、共同保有者の間で発生しうる重複計算について、大量保有報告書等の提出義務の有無の判断にあたっては、それらを控除することが認められ（金商法 27 条の 23 第 4 項、金商法施行令 14 条の 6 の 2）、計算の合理化が図られました。

なお、当該株券等の保有者和其他の保有者が「特別の関係」にある場合には「共同保有者」とみなされます（金商法 27 条の 23 第 5 項、金商法施行令 14 条の 7、大量保有府令 5 条の 3）。具体的には、以下の 4 つが「特別の関係」とされています。

- ① 夫婦（金商法施行令 14 条の 7 第 1 号）
- ② 会社の総議決権の過半数を超える議決権に係る株式または出資を自己または他人の名義をもって支配している者と当該会社（「被支配会社」）（金商法施行令 14 条の 7 第 2 号）
- ③ 被支配会社とその支配株主等の他の支配会社（金商法施行令 14 条の

7 第 3 号)

- ④ 財務諸表規則に規定する子会社（組合に限る）と親会社（金商法施行令 14 条の 7 第 4 号、大量保有府令 5 条の 3）

夫婦があわせて会社の総議決権数の過半数の議決権に係る株式・出資を自己または他人の名義をもって所有している場合には、当該夫婦は、それぞれ当該会社の支配株主等とみなされます（金商法施行令 14 条の 7 第 2 項）。さらに、支配株主等とその被支配会社があわせて他の会社の総議決権数の過半数の議決権に係る株式・出資を自己または他人の名義をもって所有している場合には、当該他の会社は、当該支配株主等の被支配株主とみなされます（金商法施行令 14 条の 7 第 2 項）。

実務においては、組合を通じた保有が広く見られるようになっていることを踏まえ、平成 18 年改正において、実質的支配関係のある組合もみなし共同保有者となることが明確化されました（金商法施行令 14 条の 7、大量保有開示府令 5 条の 3）。実質的支配関係については、財務諸表規則 8 条 3 項に規定する子会社である組合と同項に規定する親会社の関係と同一の基準で判断されます。

保有者には、株券等を直接所有している者だけではなく、引渡請求権等を有していたり、議決権について行使権限を有している者も含まれるので、同一の株券等についての複数の計算がなされる可能性があり、この点について、ネットアウトするという興味深い規律が入れられたことは先に述べました。

共同保有者の概念の意義は、大量保有者が、他の保有者の議決権行使に対し影響を与え、またはその影響を与える可能性が高いときは、そのような議決権を当該保有者の株券等の数に加算することにより、大量保有報告制度の趣旨が全うされるようにする。すなわち、議決権行使について実質的にとらえることによって、資本市場の透明性を確保する、こういう考え方に立つものであります。

立法者が、特に他の保有者の議決権行使に影響を与える蓋然性が高いと認められるケースについては、みなし共同保有者に行っているということではな

いかと考えられます。しかし、これも立法論になるかと思いますが、例えば夫婦の関係があるということだけでみなし共同保有者とすることが、今日においても適切なかどうか。それから、議決権総数の過半数を所有する親子会社関係においても、子会社の議決権行使が親会社から独立してなされることが保証されているといった類型をはずす必要がないのかといった点から検討する余地はあり得るかと思いますが、これは立法論に踏み込んだ論点であります。

むしろ解釈論として重要なのは、ここでも先ほどの論点、太田先生が指摘された論点で、株券等保有割合の計算において、共同して当該株券等を取得したとされると、先ほどの大量保有報告書を提出しなければならないということになるわけですが、委任状勧誘等によって包括的代理権を得た場合が、先ほどの規制だけではなくて、こちらに当たる可能性もあるという点です。

この点については、資料の6にお配りしたとおりですが、勧誘者と勧誘に応じた株主との間、ないし勧誘に応じた株主同士が、「大量保有報告規制における保有者が、他の保有者と共同して、当該会社の株主として議決権を行使することに合意している場合」に該当するのではないかという指摘があるわけです。

ここでもEU法を参考にさせていただきたいと思うのですが、EU法は、2004年透明性指令10条(a)項に、これは資料に翻訳がございしますが、資料7の9頁目になると思いますが、第10条(a)項をご覧ください。

EU透明性指令では、共同保有に相当する制度において、「当該自然人又は法主体との間で、保有する議決権の協調した行使により、当該発行者の経営に対し長期的な共通の方針を採ることを義務付ける旨を合意した第三者の保有する議決権」、こう規定しています。ここにいう「長期的」という言葉と、それからもう1つ「義務付け」、これは一方から一方に対する義務づけではなくて、相互の義務づけと解されているようで、長期的かつ相互の義務づけがなければ共同保有とは認められないと通常解釈されているのではないかと思います。イギリス法も、これを受け、EU指令にほぼ準拠したルールを

設けています。すなわち、DTR5.2.1 (a) は、自己の保有する議決権の行使と併せて行使することにより、当該発行者の経営に対し長期的な共通の方針を採ることを義務づける合意を締結しているものとの議決権を合算するものとしています。単に委任状争奪戦において委任状を交付するだけでは、「長期的な共通の方針」を採ることが義務づけられているとまではいえないであろう。長期性とか相互の義務づけというのが、恐らくないということになるのではないかと思われるからです。そういった観点からしますと、少なくともEU法のもとでは、委任状勧誘の局面で勧誘に応じた程度では、共同保有に当たらないと解することになるのではないかと思います。

このようなEU法の立法的解決を日本法の解釈論に持ち込むと、「共同して」の意義として、例えば当該発行者の経営に対し、長期的な共通の方針をとることまで相互に義務づける、そういう内容のものでなければいけない。もしこのような解釈が可能だとすると、先ほどのような論点に対しては、共同保有者にはあたらずしたがって加算する必要もないということになるものと考えられます。

大量保有報告制度は、株式会社や投資法人等の議決権に基づく経営参与権に着目し、それが会社に対して大きな影響を与える。したがって、市場の評価にも影響を与え得る、こういったことを規制の前提としていたわけです。したがって、共同保有者としても相互に共同する、義務づける意図を持って、株主総会等で議決権が行使され、または会社の内部的意思決定において影響力が行使される、ことを問題にすべきであると解すべきではないか。

そのような共同関係というのは、当然にある程度の継続的關係を前提にしていると解すべきであり、例えば株主総会において、1回ごとに議決権行使の代理権を付与する程度の関係では、共同保有の要件を満たすとは解しがたいようにも思われるところであります。

すでに時間を少し超過していますので、あとは簡単に端折りながら進めさせていただきますと思います。

4. 開示内容

次に、開示の内容ですが、開示の内容は、先ほどいいましたように、日米とヨーロッパでは非常に大きな違いがあります。日米では相当に詳しい情報の開示を要求しているのに対して、EU法、具体的には例えばドイツ法を見ていただければおわかりのように、取得者の氏名、住所とか、取得した日時、何%の基準値が問題となっているのか、そういうことを報告すれば足りるとされています。

これはなぜなのかということが問題となるわけですが、EUにおいては、わりと支配にかかわる基準というのを形式的にとらえる傾向が強いのではないかと。特に公開買付指令とも関係しているかと思いますが、30%の取得で、支配権の取得ということを形式的基準で決定する。そうすると、当該形式的基準値をクリアした後で、例えば目的が事業活動の支配なのかあるいは他の何かなのかということについて、細かく開示させることに余り意味がないと考えているのではないかと思います。

ただ、これはEU法でも同じ問題なのですが、適格機関投資家の適用除外に当たっては、純粹に投資が目的なのか、それとも経営参加が目的なのかといった点が重要になります。そこでは、投資の目的という論点が出てくるのですが、大量保有報告の報告書においては、そういったことは余り細かくは問題にされていないということでもあります。

平成18年改正により、日本法は、投資者への情報提供の充実を図る観点から、さらにいくつかの手当てが講じられました。金融審議会金融分科会第1部会公開買付制度等ワーキング・グループ報告は、迅速性の要請に鑑みつつ、①保有目的について、個々の実態に即して、より詳細な記載を求める、②保有株式に株券貸借の対象となっているものが含まれるならば、その状況も明確に開示する、等の充実を図ることが重要であると指摘していたところ（同報告11頁）。

大量保有報告書においては、「発行者に関する事項（発行者の名称、上場・店頭別の別、上場金融商品取引所）」、「大量保有者の氏名・名称および住所」、「保

有目的」、「重要提案行為等」、「保有株券等の内訳」、「株券等保有割合」、「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（年月日、株券等の種類、数量、割合、市場内外取引の別、取得又は処分の別、単価）」、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」、「保有株券等の取得資金（取得資金の内訳、借入金の内訳、借入先の名称等）（ただし、銀行等からの借入による場合には、内閣総理大臣は、当該銀行等の名称を公衆の縦覧に供しないものとし、報告書等の提出者は当該銀行等の名称を削除することとされている（法 27 条の 28 第 3 項）」、「共同保有者に関する事項」等の記載が求められます（法 27 条の 23 第 1 項、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令 2 条「第一号様式」）。

「重要提案行為等」については、特例対象の機関投資家が重要提案行為等を行うことを株券等の保有目的とする場合には、5 % 超 10 % 以下の範囲で保有する場合であっても、第一号様式によることとされ、その旨がわかるように重要提案行為等を行う予定である旨の記載が求められるものです。解釈論上および実務上、問題が生ずるのは、「保有目的」および平成 18 年改正により導入された「重要提案行為等」でありましょう。保有目的としては、従来は、「純投資」、「政策投資」、「経営参加」および「支配権の取得」の 4 つが記載上の注意に例示されていたところ、平成 18 年改正に際し、「経営参加」と「支配権の取得」が削除され、「重要提案行為等を行うこと」という、後述する特例報告を利用できない場合に用いられている概念に置き換えられました。さらに、目的が複数存在する場合にはそのすべてを記載すべきことが明確化されました。

日本における大量保有報告書の幾つかの記載の事例等も調べてみたのですが、時間との関係で省略させていただきます。

5. 違反の効果

最後に、大量保有報告義務の違反に対する法効果ですが、違反に対しては、5 年以下の懲役または 500 万円以下の罰金に処され、またはこれを併科され

ます（金商法 197 条の 2 第 5 号）。大量保有報告書の重要な事項につき虚偽の記載のあるものを提出した者に対しても、同様に、5 年以下の懲役もしくは 500 万円以下の罰金に処され、またはこれを併科されます（金商法 197 条の 2 第 6 号）。さらに、いずれの場合においても、法人の代表者等が大量保有報告書を提出せず、または虚偽の記載のあるものを提出した場合には、その行為者を罰するほか、当該法人に対し 5 億円以下の罰金刑が科されるという両罰規定の対象となります（金商法 207 条 2 号）。

大量報告書に形式不備や虚偽記載等があった場合には、内閣総理大臣は定性報告書の提出を命じ、訂正報告書の提出を命ずることができます（金商法 27 条の 29 第 1 項）。この規定に違反した場合、1 年以下の懲役もしくは 100 万円以下の罰金に処され、またはこれを併科されます（金商法 200 条 12 号）。法人に対しても 1 億円以下の罰金刑が科されるという両罰規定があります（金商法 207 条 5 号）。

大量保有報告の実効性確保として、刑事罰で足りるかという問題が提起されており、諸外国では、大量保有報告に係る義務違反の対象となる株式等につき議決権が排除されるという民事効を認める国もあります（たとえば、ドイツ証取法 28 条）。すなわち、ドイツ証取法は、報告義務者に帰属する株式及び当該義務者に帰属すべきものとして算入された子会社株式に基づく権利は、報告義務が履行されるまでの間、存在しないものとして取扱われます。ただし、配当請求権および残余財産請求権については、故意に報告しなかったり、あるいは故意に遅れ報告した場合を除き、この限りではないとされています。このような民事効を伴う制裁は、ドイツ法でも異例のことと評されていますが、その正当化根拠としては、以下の 2 つがあげられます。第 1 に、大量保有報告が資本市場の透明性を高めるだけでなく、発行会社および投資家の私的利益にも資すること。第 2 の根拠は、強力な制裁により、大量報告義務が実効性のあるものとなることが期待される点です。

もっとも、ドイツにおいても、そのような私法上の効果が生ずるのは違反者に過失がある場合に限られると解されています。ちなみに、ドイツでは、

大量保有報告に係る義務は個別的権利を保護するいわゆる保護法規にあたり、違反に対し、ドイツ民法の保護法規違反に基づく不法行為として、会社および他の投資家に対する損害賠償責任を負うことが理論的には考えられるといわれていることを、最後に指摘させていただきたいと思います。

予定の時間を大幅に超過してしまいました。非常に中途半端になりまして、申し訳ございませんが、特例報告制度の基準日の話等は報告としては省略させていただきます。重要提案行為等については、また後のご議論の中で触れさせていただくことにしまして、とりあえず私のご報告を終えさせていただきます。どうかご教示よろしくお願いいたします。

討 議

神田会長 どうもありがとうございました。

時間の関係で省略されたご報告の部分もぜひ伺いたい気もいたします。1つの案として、もしよろしければ公表するときというか、原稿の段階で、きょう省略せざるを得なかった点についても適宜補足していただければ、我々も大変勉強になりますのでありがたいと思います。

それでは、神作さんからのご報告について、幾つか問題提起もありましたけれども、どの点でも、どなたからでも、ご質問、ご意見をお出しいただいて、残りの時間を過ごしたいと思います。いかがでしょうか。

前田副会長 議決権の代理行使がされる場合に、議決権を代理行使する者が大量保有報告書の提出義務を負うかどうかという問題を取り上げていただきました。問題を単純化すれば、例えば5%の大株主であるAが、Bに議決権の代理行使を頼んだとする。そのときに、提出義務を負うのがAなのか、Bなのか、それともAとBの両方なのかという問題になると思うのです。

このときに、もしBがAの指図に従って議決権を行使するのであれば、恐らくBが義務者になることはないという解釈は固まっているところだと思います。そして、Bがどう議決権を行使するかは、A B間の代理権授与の契約で決まる話です。ですから、A B間で、どのような代理権の付与の仕方をし

たかで、義務者がだれになるかがころころ変わるのでは非常に運用がしにくい。

そして、たとえAがBに、Bの判断で代理行使するよう頼んだにせよ、Aはいつでもそれを撤回して、Bに指図をしたり自ら議決権を行使できる地位にあるわけですから、立法論としては、神作先生がご指摘くださったような解決の仕方是有り得ると思うのですけれども、現行法の解釈としては、前に太田先生がご提示くださったように、撤回できる、つまり、いつでも指図したり自ら行使できる地位にあるということを捉えて、代理行使の場合は一律に、Aのほうが出義務を負うという立場をとりたいと思うのですけれども、いかがでしょうか。

神作委員 所有者であるAがBに対し議決権の代理行使を委託した場合に、最終的には結局撤回がなされなかったときは、大量保有報告がなされないままに終わってしまうということになりますが、それでは解除がなされないであろう、むしろ多くの通常の場合を適切にカバーできないのではないかとこの心配をしております。

前田副会長 私の申した考えでは、Aのほうは常に提出義務を負うことになるのですけれどもね。

神作委員 ええ。Aは、株券の所有者として要件を満たせば大量保有報告義務を負います。ただ、結局はBがAの有する株式について議決権を行使しているわけです。大量保有報告制度における「株券等の保有」という概念は、ご報告でも申し上げたとおり、潜在的な議決権を含むほか、議決権の行使権限や指図権限を有している場合も広くカバーしており、法的帰属とはむしろ一致しない場合もあり得るし重複する場合もあり得るきわめて実質的な概念としてとらえられているものと理解しております。

神田会長 いきなり難しい議論で…。(笑)

中東委員 太田先生がもともと想定されていた事例において、つまり委任状合戦で会社の支配争奪が問題になっている場面において、委任状勧誘している側は、どれくらい委任状を集めたかの状況を開示しなければいけないかも

しれない。しかし、支配を守ろうとしている現経営陣は何も開示しなくてよいというのでは、果たして公正な争奪戦なのかという疑問があります。また、支配の行方がどうなりそうであるのかを適時に開示するという観点からは、不均衡な開示を求めており、双方に開示を求めるか、双方に求めないかのいずれかになると思うのですが、どう考えればいいのでしょうか。

神作委員 大量保有報告書における記載事項との関係で、日本法の下では、「保有目的」や「重要提案行為等」に加え、「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（年月日、株券等の種類、数量、割合、市場内外取引の別、取得又は処分の別、単価）」、「保有株券等の取得資金（取得資金の内訳、借入金の内訳、借入先の名称等）」など、相当に詳細な情報を開示すべきこととされていることと相俟って、余計に現経営陣との間に不均衡感が生ずるのかと推察します。しかし、支配の変動を問題にする大量保有報告制度の趣旨に鑑みるならば、そのような不均衡は大量保有報告制度からはやむを得ないと解されるようにも思います。

神田会長 太田さん、どうですか。

太田委員 この問題は、その後もずっと考えておるのですが、余りきちっとした答えに私も到達できないでいます。私はいずれにしろ、委任状争奪戦の場合に、例えば今度イオンと C F S の間で委任状争奪戦がありましたけれども、イオンのところに委任状が 1 % 来るごとに、変更報告書を提出するというのは、これは実際ワークしないであろうと思っています。

そういう意味では、結論先にありきといったところがあるのですが、そもそもそういう一回的な、ある総会でのある特定の議案をめぐる、議決権の行使に関して合意が成立したとき、そこまでを別に広く開示させるのが本来の趣旨でもないように思います。結論的には、それが抜けるような解釈にすべきなのではないかという価値判断が先にあって、それをどういうふうに解釈論として今やっていくのがいいかと思っています。前回ご提示させていただいたのは、その撤回可能性というところに着目をして、それだと、前田先生が今おっしゃられたように、かなり一律に判断をできるだろうと思って

おります。

かつ、実際にその会社に永続的といいますか、中長期的な形で支配を及ぼすというような意思の結合がある場合には、いつでも撤回できるということになっていると、協調して行動している意味がないというか、いつでも裏切られるということになるので、そういう場合には、実質論としても、余り大量保有報告書の規制でカバーする必要がないだろうということで、それは1つあり得るのではないかと思ったわけです。ですから、私は今でもそれ以外に余りいい方法はちょっと考え難いのではないかと考えています。

神作先生のおっしゃるのも非常によくわかりますし、とりわけ、先ほど神作先生が引用されていましたEU透明性指令の10条の(a)の長期的な共通の方針をとることを双方に義務づけているかどうかで縛るとするのは魅力的な考え方ではないかと思いました。特に、双方に義務づけているかどうかで縛るとするのは、撤回がいつでもできるようなものはここから外れるということにもなるので、ある意味で、もともと私の考えていたことと、多少同じ方向なのではないかとも思った次第です。

ただ、この中で長期的な方針といった場合に、これは解釈論上、長期的というのはどういうふうに考えているのでしょうか。1回限りのその会社にとっての非常に大きなテーマがあって、そのときに共同戦線を張る大株主がいたとして、とりあえずこのイシューについては共同戦線だけれども、将来はどうなるかわからないというときに、大量保有報告書の規制から全部外れてしまってよいのかというと、よくわからないところがあります。いずれにしろ長期的ということの解釈次第ではないかと思いますが、これは解釈が非常に難しいものだと思いますので、これで線を引くというのも、實際上ワークするのかな、というのが感想でございます。

余り答えにはなっていないのですが。

神作委員 1点追加でご質問させていただきたいのですが、ただいまの太田先生のご指摘は、専ら金商法27条の23第5項の共同保有との関係でお話しをされたと思いますが、同法同条第3項第1号との関係では、「事業活動を

支配する目的」という文言の解釈論に引き付けるのではなく、基本的には代理権はいつでも撤回できるというところから議論をすることになりますでしょうか。と申しますのは、E U法は、共同保有につきましては、長期的継続性や相互の義務付けという議論で縛りをかけるのですが、議決権の代理行使については、そのような縛りをかけるものではないと理解しているのです。

太田委員 その部分は、それ以降、考えが深まってないというところがございます。

神田会長 たたき台としての思いつきなのですけども、この間申し上げるべきだったかもしれないのですが、例えば次のような発想はどうなんでしょうか。

つまり、撤回可能ということをいうと、2%ずつ持っているときに、10人から、10%、20%集めるかの問題がより問題ですよ。そのときに、いつでも撤回可能だから、いつでも和は崩れるかもしれないと。理論的にはそうですね、実際にはないですよ、以上の場合には。

ですから、むしろ議決権だけを動かす場合には、もうこの制度の趣旨からすると、外れるという発想はできませんか。お金を払って株を集めた。それを議決権つきで、支配権つきの株式を集めた場合に、報告させるというのがこの制度の趣旨ですよ。ただでとはいいませんが、議決権だけを動かした場合というのは、何かそういう整理のほうがなじむように思うのですが。細かいところの撤回可能性とかいう技術論で対応するよりも。どうなのでしょうか。

太田委員 今おっしゃっているのは立法論でしょうか。

神田会長 そうかもしれません。物の考え方を申し上げてみただけです。

松尾オブザーバー（以下OBS） 実務家として中村先生はどういう解釈で対応されているのですか。

中村委員 私も太田先生の見解はおもしろいなと思って聞いていて、ただ、私も結論先にありきです。来るたびごとに提出しなければいけないかという論点については、5営業日ごとにまとめて出せばいいというところで手当て

は可能だと思いますけれども、ただ、議決権について、委任状を勧誘している規制をここで拾うというのは、何となくもともと法がとらえようとした趣旨とは違うのではないのかなという違和感を持っているので、何とか解釈は工夫したいなと思っています。

松尾OBS 委任状勧誘の場面にケースを限定して、具体的な結論の妥当性を考えると、おっしゃることは理解できるのですが、代理権の撤回可能性をとらえて、それでもう解決するとなると、やはり神作先生のご懸念のように、本来外すべきでないものも外されてしまうおそれが出てきます。悪い者は必ずいますので、逆に弊害が出てくるおそれがあると思います。

委任状勧誘の場合が、なぜ具体的な結論妥当性に違和感がないかという点、一般的には現状の実務のやり方において、委任状勧誘が広く公表されているからなのですね。ただし、それは事実上公表されているのであって、勧誘者に法的に公表義務があるわけではありません。ですから、この問題は委任状勧誘規則の問題にも関連するものであり、委任状勧誘規則の課題については十分自覚はしています。今日のご議論を伺って、今後、考えたいと思いますけれども、大量保有報告規制の解釈論として、お気持ちはわかる一方、撤回可能性だけに着目して解釈するのは、やはり神作先生がおっしゃるとおり、やや無理かなという印象です。それでは、どうするのだというのは今後考えていきたいと思っています。

立法論で解決するとしても、確かにEU的な方法とする場合、「長期」とは何かについて、また新たな解釈論が必要になります。例えば委任状勧誘の場合は適用除外だと形式的に割り切るとというのが1つの方法かもしれませんが、今後考えていきたいと思っています。

神田会長 いかがでしょうか。この論点は何度か出されました。ほかの点でも結構です。

森本顧問 深刻な議論の後にアバウトな感想めいた話で申しわけないのですが、最初にいわれた平成元年から2年にかけての議論、当初の立法趣旨としては株価情報を適切に開示するというディスクロージャー問題が強調され、支配

権についても意識はされていたけれども、主要な目的とはされなかったということについてです。

当時、5%ルールは、公開買付規制の改正と連動して議論されていました。公開買付についても、企業防衛目的を意識される方もあったのですが、証取法に規定する以上、これはディスクローズ規制として理解しなければならない、証取法は、そういう問題について中立でなければならないという意識が、当時、非常に強かったように記憶しています。それが平成17年から18年にかけての改正で質的転換がなされたというのが、率直な印象です。

いわなくてもいい話なのかも知れませんが、平成当初は、竹内先生が中心に検討されたのですが、その十数年後に、岩原先生が、大きく舵を切り替えられることとなったと、感慨深く感じたのです。ともかく、その当時は、証取法というのは投資者保護目的のディスクローズ規制であって、株式取引にかかる投資判断資料、株価情報の開示制度であるという理念論が強調されていたのです。したがって、証取法は、会社支配について中立であるべきであって、半歩下がって規制が必要であるとしても、それは会社法と調整すべきであるという考えがあったように思われます。今から考えると、よくもそれだけ大胆に中立性を採用したと思われるほどの公開買付規制が採用されたのです。これとの関連において、5%ルールについても、その当時の状況がわかるのかなという感じがいたしました。もう少し実質的に、多角的機能的に柔軟に検討しようという動きは、平成10年前後から強まったのであって、当時はなかなかそういう議論はできなかったなあというのが、率直な印象です。神田先生のほうがもっとよくご存じでしょうけれども。一言、感想を申し述べさせていただきます。

神田会長 歴史的な認識としては、全くおっしゃるとおりだと思います。流れとしては、むしろ金商法が今や公開会社法とか上場会社法に向かっていて、ですから、公開買付規制もそうですし、今の委任状勧誘も直さなければいけないので、そういう方向へ行くと、会社法と金商法を足し合わせて、ようやく上場会社法というか、そういう流れになっている。ごく最近はそういう傾

向になっているということはあります。それは適切かどうかというのはもちろん別途あるかとは思いますが、それだけでもね。

ですから、先ほどの論点でもまさに委任状規制のほうを充実させれば、これは公開買付との関係でも、金を出して買うのが公開買付ですから、大量保有報告はお金を出して買った場合と。委任状を集めた場合は委任状勧誘規則というふうに整理すれば、きれいに整理できる話ですよ。立法論になってしまうとは思いますが、

どうなのでしょうかね。そんな大きな話からいうと、少しずつかもしれませんが、今そういう流れに変わってきているということはあると思います。

森本顧問 いわれた後で、実は私もそう思っていたということは、みっともない話なのですが、最近、公開会社法ですか、会社法上の公開会社でない、常識的な意味の公開会社にかかる法について、議論されています。議決権の内容にかかわることは、会社法で、投資判断資料の開示については、金融商品取引法という棲み分けは、規制が重複し、また、規制が欠ける危険性もあり、考え直す時期にきていると思います。先ほどの委任状に関する問題についても、現在の委任状勧誘規則で対応することは困難なのですが、議決権行使書制度と委任状勧誘制度の調整として、合理的な規制を検討する必要があります。もっとも、会社法の立案当局と金融商品取引法の立案当局との関係があり、すぐには難しいのかも知れませんが、その方向で動かなければならないことは確かなように思われます。すべて感想めいた話で申しわけありませんが、そのように考えております。

神田会長 どうもありがとうございます。

ほかにいかがでしょうか。川口先生、どうぞ。

川口委員 さきほど神田先生がおっしゃられた、お金を出したものと議決権をリンクさせるという考え方はなるほどなと思ったのですが、現行法でも、運用のみ行う投資顧問にも開示義務があるんですよ。その辺、現行法のもとでは、少しリンクしない場合もあるのではないのでしょうか。

それともう1点、自己株式や議決権制限株式などに関連して、今回の立法は、潜在的に議決権のある株式になる可能性があるものにつき開示をさせるものであると解説されていました。しかし、そもそも、潜在の状態で開示させることに大きな意味があるのでしょうか。議決権が復活した段階で、議決権付株式の数として開示させるのでいいのではないかとも思うのですが、その辺はいかがでしょうかね。

神作委員 確固たる考えがあるわけではないのですが、どうもこれまでの大量保有報告制度の諸外国の規制の沿革を見ても、日本法の動向を見ても、たとえば株券から新株予約権・新株予約権付社債へとだんだん議決権だけではなく潜在的な議決権をも含む形に広がっていく、さらには、これまで議論になっております議決権の代理行使や投資一任契約等背後に投資家が存在するものも広く含めてゆくという過程がありまして、議決権が現に生じた段階を問題にすれば良いという考え方はそのような歴史的な文脈からは、やや後戻りする印象を受けます。さらに、大量保有報告制度は、結局のところディスクローズに係る規制ですので、早目にディスクローズしておいたほうがいい。それで、大は小を兼ねるではないですけども、そういう点はあるのかなというふうに思っております。

川口委員 確かに早いにこしたことはないというのはそのとおりかなとは思いますが、うのですけれども・・・。

中東委員 私も川口先生と同じように思います。自己株式について議決権を復活させるために処分する際には、新株発行と同じ規制がかかるわけですから、もし神作先生の理屈を徹底させると、授權株式分、全部開示の対象になるのかという話にもなりそうなのですが、それはどうなのでしょう。既発行自己株式と未発行授權株式とで、どうして違いがあるのかよくわからないのですが。

神作委員 自己株を幾ら取得したかということによって、支配権の変動に影響があり、したがって市場に影響を与えますので、それをディスクローズするというのはむしろ当然のことではないかという気がいたします。募集株式

を発行した場合にも、要件を満たせば開示される点では対称的な規制になっているように思われます。

中村委員 ちょっと細かい論点ですけども、共同して行為するというアクティング・イン・コンサートに関する解釈問題で、従来から1点悩んでいる点があります。共同して取得するとか、共同して株主権を行使するというのは、実はわかりやすいんですけども、共同して譲渡することを合意というのがよくわからない場合があって、いざとなったら売ってやるよという話であれば単純なのですが、上場会社の、例えば株主間で、優先的な売却権とか、あるいは売却する前にはまず申し込みを契約の相手方に対して行うというような合意であるライト・オブ・ファースト・リフューザルとか、そういうものをする場合がありますけれども、こういうことも文言的には、譲渡に関する合意ということに入ってきてしまいそうに見えそうなんです。

ところが、米国におけるようなアクティング・イン・コンサート、あるいはEU法における共通の方針をとることという概念では、そこまで義務づけはされていないのではないかと思います。そういう意味で、ある程度、共同して譲渡することに関する合意というのは、限定解釈すべきなのだろうけれども、その見きわめというのが、あるいは基準というものがはっきりしないというのが、従来から解釈で悩んでいる点なのですが、神作先生はいかがお考えでしょうか。

神作委員 実務に疎いので見当はずれのことを申し上げることになるかもしれませんが、ライト・オブ・ファースト・リフューザルに係る約定が譲渡に関する合意であることはたしかだと思いますが、金商法27条の23第5項にいう「共同して」という文言に合致するか、少なくとも方向は同じ向きに向いている必要があると解する余地があるように思われます。なお、ご報告の中で、疑問を持ちました1つは、今の論点とはちょっと違うのですが、金商法27条の23第3項に戻って恐縮ですが、同条同項1号の議決権の代理行使権と2号の運用権がある場合とで、事業活動を支配する目的を要するか要しないかというので違いがあるわけですが、その1つの理由というのが、

後者すなわち運用裁量権がある場合には、売り払うこともできる。そういう権限もあるはずだという発想が背後にあると思うのですね。

つまり、自分の株式と合算するときに、売り払うまでの権限もあるようなものというのは、自分のものに近いのではないかという発想があると思うのですけれども、それが理論的には、議決権の所在に基づく大量保有報告で規律すべきものと微妙にずれている部分があり得るのではないかという気がいたしまして、済みません、適切なお答えができませんけれども、より一般的に申しますと、大量保有報告制度における譲渡の場合の開示の趣旨というのは、取得の場合とインパクトが違うのかなという気がしております。そういう意味では、共同して譲渡するというようなときには、何らかの制限的な解釈論を行うことが場合によっては必要で、かつ可能ではないかという気がします。

中村委員 ありがとうございます。議論は二つの場面で問題となりそうです。

まず一つは、私が今問題にさせていただいたアクティング・イン・コンサートの場合です。もう一つの場面については、神作先生の問題意識はなるほどなと思って、先ほどお話しをお聞きしたのですけれども、保有者に関する1号、2号の条文のたてつけを見ると、2号が原則になっていることを考えると、もしかすると、大量保有報告書の制度というのが、議決権のみに着目するわけではなくて、ある程度大量の、サブスタンスフルブロックを持った株主がいる、そういう株式保有状況自体を、流通市場に関する情報として投資者に提供すること自体が重要と考えたので、2号を原則としつつ、1号でさらに議決権行使できる場合を追加しているのかなという考え方も、保有者については可能と思われます。

太田委員 今の中村先生の問題意識というのは、私も実務上よくぶつかる問題でございまして、もうちょっと具体的な局面で、実務家はどのような場合に気にしているかをご紹介します。まず、上場会社に複数の株主がいて、その間で、株主間契約を結んだりする場合には、これはファースト・リフューザル・ライトなどがあるがなかろうが、そもそも議決権の共同行使に関す

る合意は、一定の程度あるので、実はこの場合には、どのみち、共同保有者に当たるということで余り問題になりません。

よく問題になるのが、むしろ上場会社そのものとの間の契約でございまして、大株主が当該上場会社との間で、その保有株式について、どこかに売るときには事前に会社に声をかけるべき旨を定めることがあります。これにもファースト・リフューザル・ライトのように会社の同意なくしては売れないというように厳しくするものから、ファースト・ネゴシエーション・ライトといわれますけれども、とりあえず声をかけて欲しいという弱いものまで色々あるのですが、そのような株主と対象会社との間の合意がある場合、当該上場会社が何にも自己株を持っていないければ、保有者に形式的に当たらないのでいいわけですが、自己株を持っていると、形式上保有者であって、対象会社それ自体も、共同して譲渡するものに入るのかが問題となります。

私は、譲渡することに関する合意ではなく、共同して譲渡することの合意なので、多分文言上は本当は入らないんだろうなと思いつつ、ただ、実際上のアドバイスをする場合には、そこは確立した解釈がないので一応危ないですよと申し上げております。こうした形で、入ると考えて行動したほうがいいのではないのでしょうかというアドバイスをするのですが、ここで、そんなものは入らないということを権威ある先生方がおっしゃっていただくと、これは入らないということで、我々も自信を持ってアドバイスできるということかなと思います。以上、問題とされている状況をご紹介いたしました。

神田会長 問題の所在ということでちょっと申し上げようと思ったので、ちょっと発言させていただきますが、問題の所在は、神作さんが問題にしていたのは、私もあわせて問題にしていた議決権を、株式のほかの権利と別個に動かす場合と一緒に動かす場合。だから、私にいわせれば、川口さんの投資顧問なんかは入るのですけれども。

だから、委任状勧誘だけが特別だという議論をしていたのですけれども、中村先生の問題指摘は、要するに、ネガティブ・コンサートですよ。だか

ら、別に譲渡以外でも論理的にはあり得ますよね。ほかの類型でも、余りいい類型ではないかもしれませんが、あなたが議決権行使しなければ私もしめんとか、そういうネガティブな合意というものも、ポジティブな合意というか、コンサートに含めるかどうかというので、譲渡の場合に、実務上、より顕在化する、そういう問題ですよ。

松尾OBS あえていうと、ご承知のとおり私は縮小的実質的解釈を好んでいないのですが、本件について見ますと、まず実質論からして、そもそも発行者と合意している場合について、共同所有者の規制を設けている趣旨に含んでいるかどうかという、余り考えにくいように思います。

もう1つ、形式的な解釈論としては、共同して取得し、譲渡し、行使と規定していますから、ライツ・オブ・ファースト・リフューザルが「共同して譲渡し」という条文には、なかなか馴染まないと思います。今後もっと考えたいと思いますけれども、とりあえずこのように思いました。

藤田委員 非常にささいなことで恐縮ですが、先ほど太田先生がいわれた、自己株式を持っていたら共同になる云々からちょっと気になっていたのですが、この制度との関係で自己株式はどういう扱いになっているのでしょうか。

今の会社法を前提にすると、金商法（前の証券取引法も同じだったのですが）は何か非常におかしな整理をしているような気がしています。自己株式というのは、会社法上は、もう性格付けが全然変わってしまっていて、例えばこういうときの分母を考えると、（ちょっと潜在的株式は複雑なのでそれは飛ばして）、分母が発行済株式総数になっているというのは、それ自体が間違いで、外に出ている株式だけで数えるというのが今の制度の趣旨なのではないでしょうか。

自己株式は持っても授權株式とほとんど同じ扱い、そして消却したら、その分が未発行の授權株式が増えて、その分また発行できるようになるというのが今の制度だと理解していますので、会社保有の自己株式は、みんな未発行の授權株式と同じようにして計算しないと、会社法の考え方との整合性

もとれなくなってしまう。議決権比率で規制を加える場合のカウント等は会社法上はすべてそうになっていると思うのです。指摘されているのはもっと一般的な問題なので、この問題だけ解決しても仕方がないんですけれども、会社との間での共同等というのが問題となること自身が、そもそも間違っている気もするのですが。金商法としても何かそろそろ考え方を変えたほうがいいのではないかと。(笑)

神田会長 おっしゃるとおりですね。ただ、ここだけ変えられないので、全部変えなければいけない。(笑)

藤田委員 関連するものの全部です。そもそもの考え方をね。

神田会長 一日も早くやらなければいけない課題であることは間違いのないと思います。

永井OBS 1つ質問してもよろしいですか。先ほどの神作先生のご報告の中で、興味を持たせていただきましたのは、報告の内容の問題です。簡略化したもので良いのではないかという立法論も、若干お述べになりましたけれども、このご議論は、恐らく最初に立法目的としておっしゃられた大量保有報告の目的が、需給の問題なのか、それとも支配の問題のためなのか、という2つを含んでいるから、やや混乱があるのだらうと思います。

報告が簡略化されたE U型と米日型のより詳細なものを求めるものが内容を異にしているというのは、どういう理由から違いが生じてきたのでしょうか。先生が簡略化したものでも報告させるべきではないかとお話されたのは、どのような理由からか、もう少しお聞きしたいと思います。

神作委員 E U型と米日型とで大量保有報告の報告事由として異なっている一番典型的な例は、「保有の目的」のような記載ですけれども、私はこの記載を、余り細かいことを要求しても、余り意味がないのではないかというふうにも思っておりまして、それよりもやはり重要なのは、例えばこの表でいいますと、一体どのジャンルのものを、どれだけ持っているのか。むしろそういう数字をきちんとその種類に分けて出すのが非常に重要だと思いますが、そこがきっちりできていれば、例えば保有目的をくわしく書かせること

にどのような意味があるのかというのはやや疑問がある。もっとも、自ら誤解がないように記載したいということを封じる必要はないと思いますけれども。

ただ、これはEU法でもそうですけれども、適格機関投資家の特例との関係では、どうしても投資目的かそうでないのかが問題とならざるを得ないので、そこではEU法においても論点とならざるを得ません。逆にアメリカ法では、なぜ大量保有の目的とか資金の出所、資金の調達は公開買付のほうの規制と関係しているのかもしれませんが、大量保有報告制度というのが、ヨーロッパとちょっと違う位置づけになっているのでしょうか。アメリカで記載事項が相当詳しい、細かいというのは、どこに由来しているのか、ご教示いただけると幸いです。

神田会長 私にはちょっと答えられませんが、感想としていえば、これはウイリアムズアクトで入った規定なのですね。13条(b)項と14条(b)項はセットで入ったのです。1968年だったと思います。アメリカは、やはり情報は、少なくとも当時は基本的には多いほうがいいというかというのがありましたけれども、より重要な点は、アメリカというのは、判断とか、M&D&Aなどというのもアメリカが一番最初ですので、こう思うとか、こういう予定であるとか、そういうものを開示させるということは、投資判断にとって、あるいは資本市場にとって、重要な情報だという考え方が、大げさにいえば哲学としてあると思うのですね。

ヨーロッパはそこまではいってなくて、是々非々で、いいものは取り入れようということはあると思うのですけれども、もうちょっと会社法的というか、とにかく5%集めて、3%あるから、とにかくそれをいいなさいと。あとは会社法の世界で処理しますとか、基本的な哲学というと大げさですけども、そこにちょっと違いはあるように感じるのですが、いかがでしょうかね。そういうことでいいますと、私なんかもう古い人間で、今どういうふうな考え方になっているのかわからないのですけれども。

松尾OBS 神作先生のご指摘の保有目的なのですが、先生がご説明された

最初の大量保有報告制度の趣旨の2番目として、公開買付けの可能性に関する情報ということを考えますと、その保有目的が、例えば何とか投信会社が「純投資」で持っているという情報と、だれだれさんが「政策投資」とか、さらにはそれを越えた「重要提案行為等を行うこと」の目的といった情報は、そういう趣旨から考えると、関連性があるのではないかと思うのですけれども。

神作委員 確かにそうですね。自分で報告しておきながら、前半のほうの報告と、ちょっと平仄が合っていなかったのかもしれませんが、確かに公開買付とより結びつけて考えれば考えるほど、意味がだんだん大きくなっていくということかもしれません。

近藤委員 違反の効果というところでご報告になった点に関して、ちょっとお聞きしたいのですが、ドイツ法では民事効に結びつけて考えるということで、議決権に直接違反を結びつけるという立法策をとっているということをご紹介いただきました。確かにきわめて興味深い考え方だと思います。ここでの問題を、開示義務の問題と言うよりも、会社の支配の公正にかかわる問題と位置づけますと、そのサンクションとして議決権に結びつけるというのは1つ考えられる方向かと思います。しかし、いかなる開示義務違反をそれに結びつけるかは非常に難しい所があることも事実であると思います。立法論的には日本ではこういうのは考えられる立場なののでしょうか。例えば法令に違反する決議だということにしてしまうことも考えられますよね。

神作委員 立法論としては、適切かどうかはともかく、やれないことはないと思いますけれども、民事効に結びつけることが適切かどうかといわれると、十分に検討しているわけではないのですが、直ちに立法論としてそういう議論を展開すべきであるというふうには、現在のところは考えておりません。

神田会長 このルールが会社法に置かれていたらどうなのですか。

神作委員 ドイツは会社法にも置かれているのです。

神田会長 ですから、日本において。さっきの上場会社法じゃないですけども。どうぞ、山田先生。

山田委員 今の話は、ドイツの適用事例といいますか、具体的な細則を含めて、もし適用事例等がありましたら、ご教示いただければと思います。

神作委員 よく勉強してなくて申しわけないのですが、ドイツのコンメンタールでは、この条文に関して2件の判例が引かれておりまして、裁判所で争われた事例はあるようでございます。N Z G 2005 年の 1017 ページ、それからデアベトリープ（D B）という雑誌の 2006 年 146 ページ、この2件がドイツ証券取引法第 28 条に関する裁判例のようです。

太田委員 1 点よろしいでしょうか。報告の中には入っていなかった問題ですが、資金の借入先に関しての開示の部分ですけれども、これは最近の事例とかを見ていると、ビークルを使って株式を取得している場合などは、真の資金提供者というのは銀行などの金融機関であるわけですが、ある会社がビークルを使って株式を取得しているときには、そのビークルの親会社が、直接的にはデッドの資金を貸し付けていて、後ろに金融機関がいるわけですが、その金融機関の名称が開示されないで、借入先としては、当該ビークルの親会社だけが出てくるという事例が非常に多く見られます。本来、株式に対する支配状況の開示ということからすると、できるだけ背後にいる実質的な資金の出し手を明らかにするということではないかと思いますが、この点について、現行法の解釈論上、どのように考えたらよろしいとお考えでしょうか。

神作委員 大量保有報告の記載事項として、「保有株券等の取得資金（取得資金の内訳、借入金の内訳、借入先の名称等）」が挙げられており（金商法 27 条の 23 第 1 項、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令 2 条「第一号様式」）、借入先の名称等については、銀行等からの借入による場合には、内閣総理大臣は、当該銀行等の名称を公衆の縦覧に供しないものとし、報告書等の提出者は当該銀行等の名称を削除することとされています（法 27 条の 28 第 3 項）。ヨーロッパでは、今のような点は、一般に市場の匿名性と金融機関の守秘義務との関係で議論がされているところでございまして、ヨーロッパでは割かし匿名性こそが資本市場のエッセンスであるということで、

今のような資金の出し手のこととか、そういうものは出てこないという方向に傾くことになると思われます。しかし、むしろアメリカ的な制度に近い日本の解釈論として一体どのように解釈すべきかについては、やはり市場の匿名性との関係で、どこか妥当な線を引くほかないのではないかというふうに思いますけれども、具体的には、ではどうするのかといわれると、お答えはございません。申しわけありません。

大量保有報告の義務者としては、平成 18 年改正により、明示または黙示の合意または契約に基づき、形式的な業務執行組合員等とは別に当該株券等に係る処分権限を有しているものがある場合にはその者も保有者として提出することが求められることとなりました（第一号様式記載上の注意（9）a）。これにより、業務執行組合員等について実質的に決定がなされることになり、組合やファンドの実質的な意思決定者が報告義務者であることが明らかにされたわけですが、資金提供についてはこのような実質的意思決定という基準では必ずしもうまく捕捉できず、実質的に出捐者を捕捉することは立法技術的にも解釈論としても大変むづかしいように思います。

太田委員 最近の実例としては、多分それも一因となって、デッドの資金の出し手を隠すのが主目的であるかどうか分からないですけれども、ビークルを直接の取得者にしている例が非常に多々ありますので、ある意味では、この規制がやや空洞化している状況にあるように思います。

ですので、この規制を残す、即ち借入先の名称等の開示規制を残すにせよ、残さないにせよ、現状が空洞化しているという状況を踏まえて、どのように対処していくべきかを考えるべき時期ではないかと思っております。

森本顧問 この規定は、要するに、ビークルの背後者をつかむことを本来の目的としていたのではないかと思います。もっとも、その背後者が、銀行から借りている場合はどうかというのが次に問題となるのですが、この規定は、実質的な資金の出し手をつかむことによって、実質的な大量保有者を調べたいということをその趣旨とするものであり、裏の者というか、実質的な保有者がわかればそれでいいのではないかということもできるのでしょ

う。とりわけ、なぜ銀行が出なければいけないかという実務界の感覚からすると、今の実務がいいということになるのでしょう。しかし、ピークルは法的マント、殻であって、それと背後者は実質1つとして数えて、その次の銀行までという意見もあり得るのでしょう。ただ、そこまでする必要が本当にあるかどうかで判断が分かれるのだと思います。

中東委員 今の点と、神田先生が民事効について会社法で定めたらどうなるかというお話とに関係してお聞きしたいのですが、イギリス等では、確かに市場の匿名性が重視されていても、会社法で、実質的な出資者が誰かを明らかにするように要求することができる制度になっています。名義上の株主がそれに答えなければ、会社は議決権等の行使を否定することができるわけですよね。その意味で、ヨーロッパでも民事効を与えるような形の立法もあるわけで、その辺はどうお考えになっていらっしゃるのでしょうか。

神作委員 とても難しい問題です。権利の喪失に関する裁判例を含めて、もう少し勉強してくればよかったのですが、勉強がちょっと足りませんで、済みません。

神田会長 実務でやってみたらどうでしょうかね。あなたは金商法に違反しているから、議決権行使を認めませんといえば…。

神作委員 やってみると。(笑)

神田会長 裁判所に行ったときに、裁判所がどういうふうに判断するのか。勉強するより早いかもしれない。(笑)

山田委員 申しわけありませんが、行政の方に、もしお答えにくければ、方向性だけでもお聞きしたいのですが、虚偽の大量保有報告が出た場合の民事効の話なのですけれども、我が国では民事効についてどのような考え方をすればいいのかというところを、もし方向性だけでもあれば教えていただきたいのです。

松尾OBS 私は責任を持って答える立場ではないのですけれども、以前、山田先生に教えていただいたのは、ドイツでは、行政法規違反は民事法上違法だという規定がドイツ民法にありますが、日本ではないので、例えば適合

性原則違反に民事効を付与するべきだというべき論は理解するのですが、実際には立法論としても難しい面がある。そうすると、大量保有報告書も行政法規ですので、それについて違反した場合の民事効といっても、これは答えになってないのですが、私が今聞いていて、立法論としても大変だろうと思います。そういう意見が実務界にあるのは聞いているのですが、そういうのが今日の率直な感想です。

藤田委員 さっきの民事効といわれたのは、28条の条文それ自体は、違反状態がある状態では議決権が行使できないということですね。

神作委員 そうです。

藤田委員 民事効といわれたときに、何をねらっているのでしょうか。つまり、ちゃんと報告するようにインセンティブを与えるためということをしているのか。もし、たとえば支配権取引の公正みたいなことをいっているのであれば、違反状態がある状態では議決権が行使できないというだけだと弱いのではないか。つまり、違法な形で取得しても、金商法違反で取得しても、総会の前に報告してしまえば終わりの規定では意味がない。目的とそれを達成する手段とあわせて。だから、民事効一般を議論するのは意味がない。単に報告のためのインセンティブを与えるというだけの趣旨なら、まあこれでもないよりはましな効果かもしれませんが。

神作委員 ドイツ証券取引法28条が民事効について規定しているというときは、それによってより積極的にインセンティブを与え、支配権取引の公正さを実現するとか、そこまで強い意味ではなくて、純粋な制裁の一種として、民事的なサンクションを与える、その限度の説明の仕方だと思います。その背景には、大量保有報告義務が、きわめて実効性に乏しい義務であるという問題意識があると思います。むしろ、民事効を認める根拠として、大量保有報告が資本市場の透明性を高めるだけでなく、発行会社および投資家の私的利益にも資することが挙げられている点が興味深いところです。ドイツ法では、コンツェルン法との関係から会社法上の制度としても構築されているという事情がありますが、日本でも、私法的な観点から見直してみる余地もあると

いうことでしょうか。

藤田委員 制裁というなら、民事効である必然性はないので、別に罰金を高くするというやり方でも、それで実効性が出るならそれでいいわけですね。罰金を高くするよりも、民事効の方がいい理由というのはなぜでしょうかね。(笑)

神田会長 ただ、イギリスでは、判例があったのですかね、その会社で議決権を拒んだのが。いや、よくわかりませんが。

神作委員 イギリス法は非常に複雑で、正直申しまして良く理解できておりません。イギリスでは、大量保有報告の義務違反があったときに、通商産業省の国务大臣が、議決権を行使したり、配当を受領することを禁止するという命令を出すことができ、発行会社もまた、裁判所に対して、同一の内容の命令を出すように求めることができる。このようにして、大量保有報告義務違反が民事効の否定と結び付いているようでございます。ドイツの前述した制度も、英国法の影響を受けているようです。

神田会長 そういう制度をつくった沿革が必ず何かあるはずですよ。それは非常におもしろいですね。今はEUのモデルになっていますものね。これはフランスなんかも制度導入していますし。

松尾OBS 今日はせっかく金融庁から来ていただいていますので、神作先生のレジュメの一番最後に載っていることに関連しまして、ちょっと差し支えない範囲で、野崎補佐に状況をご説明いただいて、先生方からご示唆があればいただければと思います。

神田会長 そうですね。せっかくなので。ありがとうございます。では、もしよろしければ。

野崎課長補佐 本件については、既に報道でご承知のとおり、先週金曜日の場が閉まった16時12分ごろ、虚偽の蓋然性が極めて高い6件の大量保有報告書が提出され、EDINETに掲載されました。直ちに事実確認を開始し、同日夜21時30分、金融庁のホームページに警告文を掲載するとともに、日曜日に行政処分を行ったことにより、月曜日マーケット開始までに、一応の消火活動はなし得たのではないかと考えております。

ただ、今回は、たまたま場が閉じているときでありましたけれども、取引時間中であつたらどうなっていたのか。また、51%という保有割合は、浮動株との比較においても、だれが見ても異常な数字だったということもあり、市場への影響は回避されたということでよかったのですけれども、より現実味を帯びた数字であつたらどうなっていたのか。

今後、開催が予定されている EDINET 運用改善検討チームでは、場合によっては制度論にまで議論が及ぶかもしれませんが、基本的にはオペレーション面・システム面でどのような対応が可能かについて、検討して頂くことを予定しております。例えば、浮動株を大幅に上回る 51%の上場株券等を一度に取得したという報告書を自動的に検出することがシステム上対応可能なのか、コンティンジェンシー・プランとしてどのようなものを整備しておくべきか、ということについて、早急な検討が必要と考えております。

松尾OBS もう時効だと思うのですけれども、私が以前国際関係を担当していたときに、これは世間には一切明らかにならなかったのですけれども、ある外国人から、日本の某国際的著名企業に対してTOBを行うという話があつて、とりあえず、法律で手続が決まっていますので、TOBをするのであれば必要な書類を出してくださいと伝えておいたことがあります。これは相場操縦の意図を有すると見込まれたわけであり、実際TOBは行われませんでした。

ですから、この問題というのは、単に大量保有報告書だけではなくて、例えば公開買付届出書の問題にもあつて、前に太田先生とちょっと話したことがあつたと思うのですけれども、公開買付けをする、するといつて、実際にはしない人とか、風説の流布で処罰対象にする方法はあるのですけれども、こういう問題と共通性がある大きな課題だろうと思つていまして、今日いきなりであれかもしれませんが、何らかのご示唆があればと思うのです。

神田会長 虚偽かどうかわからない事例が問題でして、誤発注なんかと似ていますよね。明らかな誤発注とわかればいいのですが、誤なのかどうかかわ

からないというのと同じ問題がありそうですね。

何かご示唆がありますでしょうか。もし何かご示唆があったら、野崎さんのほうへ直接送っていただければと思います。

ほかに何かございますか。

非常に難しいテーマであることがだんだんわかってきたようなのですけれども、もう予定の時間も4～5分過ぎようとしておりますので、きょうはこのあたりにさせていただきたいと思います。

神作委員には大変ありがとうございました。

次回ですけれども、お手元の一覧表にありますように、3月19日の水曜日の午後2時ということで、川口委員から、開示制度に関連するテーマということで伺っております。川口先生、よろしくお願いいたします。

それでは、本日はこれまでとさせていただきます。どうもありがとうございました。

大量保有報告制度

2008年1月29日

東京大学 神作裕之

第1章 制度の概要および沿革

第1節 制度の概要

いわゆる5%ルール

特定の者が株式を大量に保有すると、会社の支配関係および株式の市場価格に大きな影響を与えるため、大量保有や大量取得についての情報を開示し、市場の透明性と公正性を図ることとしたもの。

本日のご報告では、大量保有報告制度の趣旨・目的に遡って若干の検討をし、目的論的解釈を行う際の1つの指針とすることを目指すものである。

第2節 制度の沿革

平成2年改正証取法により導入

●平成元年5月31日証券取引審議会報告「株券等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」（以下、「証取審報告」という。）→「資料1」

●堀本論文→「資料2」

「・・・株式等の買集めについては、その過程で株価操縦、内部者取引等の不公正取引が行われる場合は別として、証券取引法上買集め行為それ自体が直ちに問題となるというわけではない。しかし、買集めや肩代わり等に伴い株価の乱高下が生ずることが多く、これらに関する十分な情報を有していない一般投資家に不測の損害を与えかねないという問題がある。・・・また、・・・株式等の大量保有状況に関する情報の開示について、欧米証券市場で採用されているルールが我が国の証券市場には導入されていないため、国際的な市場として発展していくうえで必要な市場の透明性に欠けているのではないかという問題がある。」と述べていた（「証取審報告」7頁）。

制度の具体的構築に際しては、後述するアメリカ法が大幅に参考にされた模様

その後、平成6年、平成18年に改正

平成18年改正につき、

●平成17年12月22日金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループ報告―公開買付制度等のあり方について→「資料3」

●大来志郎「公開買付制度・大量保有報告制度」商事法務1774号42頁→「資料4」

第2章 比較法

→[資料7]参照。

第1節 アメリカ法

statement of beneficial ownership

1934年証券取引所法13条(d)

第2節 EU法

1988年 EC透明性指令85条—97条

2001年 1988年透明性指令は廃棄され、有価証券上場許可指令に統合

2004年 EU透明性指令

第3節 イギリス法

2006年会社法により、2000年金融サービス市場法89条以下に89A条から89N条を挿入し、透明性指令の目的のために当局に透明性ルール(Transparency Rules)を策定する権限を与えるとともに、その大綱を定める。具体的ルールは、英国上場機構開示規則としてFSA(イギリス金融サービス機構)のガイドブックに掲げられている。

「開示規則および透明性規則(Disclosure Rules and Transparency Rules; DTR)」

第4節 ドイツ法

ドイツ法の状況も、英国と同様であり、2004年透明化指令を2007年1月20日までに国内法化の義務づけに対応して、証券取引法21条以下の規定を改正。

第3章 制度の趣旨・目的

第1節 制度趣旨

第2節 制度の効果・問題点

1. 株主のプライバシー(情報コントロール権)を侵害しないか?
2. 株主の匿名性を侵害しないか?
3. コスト
4. 目的を達成するためには迅速な開示が必要であるが、それが実現されているか?

第3節 他の類似の情報開示制度との関係

第1項 臨時報告書における大株主に関する情報の開示(金商法関係)

有価証券報告書提出会社は、臨時報告書の提出を義務付けられており(金商法24条の5

第4項)、そこでは、自己または他人の名義をもって総株主等の議決権の10%以上の議決権を実質的に保有する主要株主の異動が記載事項とされている(企業開示府令19条2項4号、「主要株主」の定義については金商法163条1項)。

第2項 主要株主の売買報告(金商法関係)

自己または他人(仮設人を含む)の名義で総株主等の議決権の10%以上の議決権を保有している主要株主は、自己の計算で上場会社の特定有価証券・関連有価証券を売付けまたは買付けた場合、当該売買その他の取引に関する報告書を、当該売買等があった日の属する月の翌月15日までに内閣総理大臣に提出しなければならない(金商法163条1項)。主要株主には短期売買差益の返還義務(金商法164条)

第3項 業務報告における記載(会社法関係)

公開会社においては、業務報告において、当該事業年度の末日において発行済株式の総数の10%以上の数の株式を有する株主の氏名・名称または当該株主の有する当該株式会社の株式の数を記載すべきこととされている(会社法施行規則119条3号・122条1号)。事業報告は、貸借対照表等の計算書類とともに本店および支店に備え置かれ、株主・会社債権者の閲覧等に応じられる(会社法442条)

第4章 大量保有報告書

第1節 対象有価証券

大量保有報告の対象となる「対象有価証券」とは、金融商品取引所に上場されている株券、新株予約権付社債券その他の有価証券のうち政令で定めるもの(金商法27条の23第2項)

政令では、①株券(ただし議決権のない株式であって、かつ、当該株式の取得と引換えに議決権のある株式を交付する旨の定款の定めのない株式を除く(株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令3条の2))、②新株予約権証書、③新株予約権付社債券(ただし、②および③については、議決権のない株式のみを取得する権利のみを付与される新株予約権証券および新株予約権付社を除く(金商法施行令14条の5の2第1号・2号))、④「投資証券等」および⑤外国の者の発行する証書または証券であって、①～④の性質を有するものと規定されている(金商法施行令14条の5の2第3・4号)

これらの「対象有価証券」と「対象有価証券に係る権利を表示するもの」とをあわせて「株券等」という(金商法27条の23第1項)。「対象有価証券に係る権利を表示するもの」の範囲は、有価証券信託受益証券で対象有価証券を受託有価証券とするものが含まれることとなった(金商法施行令14条の4の2第2号)。

- 自己株式関係
- 議決権制限株式
- 他人に帰属する株式

第2節 大量保有報告書提出義務者

①義務者

「株券等」に係るその「株券等保有割合」が5%を超えた保有者（27条の23第1項）。

②機関投資家

特例の存在

第3節 株券等保有割合：「5%ルール」

第1項 5%ルールの意義

5%が基準値とされた理由

- ①我が国の公開会社の株式等の保有構造等を考えた場合、少なくとも5%程度の株式等を実質的に保有することになれば、会社の支配関係や株価形成に大きな影響を及ぼすことになると考えられること。
- ②市場において5%を超える大量の株券等を取得した場合には、株価形成に大きな影響が生じること。
- ③米・英・仏等、既に大量保有報告制度を導入している国においては、おおむね5%の実質保有段階から届出義務を課していること（「証取審報告」15頁、堀本・前掲11頁）。

第2項 例外

第3項 株券等保有割合の計算

1 「保有株券等の数」・「株券等保有割合」の算定

株券保有割合の計算方法については、金商法27条の23第4項が定める。資料8の書式に即して見ていきたい。

T＝保有株券等の数

O＝自己又は仮設人を含む他人の名義で所有する株券等の数

P＝信託契約等の契約または法律の規定に基づき議決権の行使権限または指図権限を有し、かつ発行者の事業活動支配目的を有する者が所有する株券等の数

Q＝投資一任契約または法律の規定に基づき投資権限を有する者の所有する株券等の数

R＝信用取引に基づき譲渡したことにより控除される株券等の数

S＝共同保有者間で引渡請求権等の権利が存在するものとして控除される株券等の数

$$T = O + P + Q - R - S$$

U＝保有潜在株式の数

V＝発行済株式等総数

W＝株券等保有割合

$$W = T / U + V \times 100$$

【解釈論上の論点】

PおよびQの解釈

→[資料6]参照

2 共同保有者の保有株券数

(1) 共同保有者の意義

「保有株券等の総数」を算定するに際し、共同保有者の保有株券等（保有者及び共同保有者の間で引渡請求権その他の政令で定める権利が存在するものを除く。）の数を加算する（金商法27条の23第4項）。

「共同保有者」とは、「株券等の保有者が、当該株券等の発行者が発行する株券等の他の保有者と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おける当該他の保有者をいう」（金商法27条の23第5項）。

株券等の複数の保有者が、株券の取得・処分や議決権等の株主権の行使について共同して行うことを合意している場合（「共同行為の合意」）には、会社の経営や支配権に変動をもたらす可能性や株価への影響という観点から見て、合算して報告義務を課することが適当であるということから設けられた規定（堀本・前掲13頁）

さらに、当該株券等の保有者その他の保有者が「特別の関係」にある場合には「共同保有者」とみなされている（金商法27条の23第5項、金商法施行令14条の7、大量保有府令5条の3）。「みなし共同保有者」

- ① 夫婦（金商法施行令14条の7第1号）
- ② 会社の総議決権の過半数を超える議決権に係る株式または出資を自己または他人の名义をもって支配している者と当該会社（「被支配会社」）（金商法施行令14条の7第2号）
- ③ 被支配会社とその支配株主等の他の支配会社（金商法施行令14条の7第3号）
- ④ 財務諸表規則に規定する子会社（組合に限る）と親会社（金商法施行令14条の7第4号、大量保有府令5条の3）

(2) 「共同して」の意義

→[資料6]参照

第4節 開示内容

●金融審議会金融分科会第1部会公開買付制度等ワーキング・グループ報告→[資料3]

- ①「発行者に関する事項（発行者の名称，上場・店頭の別，上場金融商品取引所）」
- ②「大量保有者の氏名・名称および住所」
- ③「保有目的」
- ④「重要提案行為等」
- ⑤「保有株券等の内訳」
- ⑥「株券等保有割合」
- ⑦「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（年月日，株券等の種類，数量，割合，市場内外取引の別，取得又は処分の別，単価）」
- ⑧「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」
- ⑨「保有株券等の取得資金（取得資金の内訳，借入金の内訳，借入先の名称等）（ただし，銀行等からの借入による場合には，内閣総理大臣は，当該銀行等の名称を公衆の縦覧に供しないものとし，報告書等の提出者は当該銀行等の名称を削除することとされている（法27条の28第3項）」
- ⑩「共同保有者に関する事項」

（法27条の23第1項，株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令2条「第一号様式」）。

第5節 期間

大量保有者は，大量保有者となった日から5日以内に大量保有報告書を提出しなければならないが，日曜日，日曜日以外の行政機関の休日（金商法施行令14条の5）は算入されない。

第6節 違反の効果

①大量保有報告書の提出義務に違反した場合

5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金に処され，またはこれを併科される（金商法197条の2第5号）

②大量保有報告書の重要な事項につき虚偽の記載のあるものを提出した者に対しても，同様に，5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金に処され，またはこれを併科される（金商法197条の2第6号）。

①②いずれの場合についても両罰規定の対象（金商法207条2号）

③大量報告書に形式不備や虚偽記載等があった場合

内閣総理大臣は訂正報告書の提出を命じることができ（金商法27条の29第1項），この規定に違反した場合，1年以下の懲役もしくは100万円以下の罰金に処され，またはこ

れを併科される（金商法200条12号）。法人に対しても1億円以下の罰金刑が科されるという両罰規定がある（金商法207条5号）。

民事効（株主に基づく権利の一部を否定）を認める立法例

●東京地判平成14年11月8日・判時1828号142頁[東天紅事件]

第5章 変更報告書

第6章 特例報告制度

第1節 制度の趣旨・目的

金融商品取引業者（第一種金融商品取引業者及び投資運用を行う業者に限る）、銀行その他の内閣府令で定める者が、内閣総理大臣に後述する基準日を届出た場合において、重要提案行為等を行うことを保有の目的としない場合において、特例対象株券等の保有割合が5%を超えることになった基準日における当該株券等の保有状況に関する事項を、当該基準日から5日以内に内閣総理大臣に提出すれば足りるとされる制度（法27条の26第1項）

第2節 平成18年改正

第1項 提出期限の短縮

平成18年改正法により、機関投資家の特例報告について、報告の基準日を設定し、改正前法の下では3ヶ月ごと15日以内となっていたのを、おおむね2週間ごと5営業日以内と大幅に短縮（法27条の26第1項～3項）

●平成17年12月22日金融審議会金融分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループ報告—公開買付制度等のあり方について—12頁

基準日

以下の（i）（ii）から選択し届出（法27条の26第3項）

（i）第2月曜日と第4月曜日（または第5月曜日）

（ii）各月の15日と月末日の組み合わせ

（金商法施行令14条の8の2第2項、届出の方法として、大量保有開示府令18条参照）。

提出事由		提出期限
保有割合 5 %超の場合 ＜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（重要提案行為等）を目的としないものに限る＞	新たに 5 %超保有	2 週間毎にまとめて 5 営業日以内に報告
	1 %以上の増減があった場合	2 週間毎にまとめて 5 営業日以内に報告
	1 0 %を下回り、かつ 1 %以上の増減があった場合	5 営業日以内に報告（特例の対象からはずれる）
保有割合の 1 0 %超の場合	新たに 1 0 %超保有	5 営業日以内に報告（特例の対象からはずれる）
	1 %以上の増減があった場合	

第 2 項 「重要提案行為等」概念の導入

「重要提案行為等」（金商法施行令 1 4 条の 8 の 2 第 1 項）

- 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・解職
 - ④役員構成の重要な変更
 - ⑤支配人その他の重要な使用人の選任・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、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決定
 - 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廃止又は店頭登録の取消し
 - 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①～⑫に準ずるものとして内閣府令で定める事項が挙げられている。
- 大来志郎「大量保有報告制度の見直しに係る政令・内閣府令の一部改正の概要」商事法務 1 7 8 7 号 1 2 頁→[資料 5]

第 7 章 開示の方法

大量保有報告書の電子提出の義務化（E D I N E T を通じた迅速な公衆縦覧）。

配布資料

資料1	平成元年5月31日 証券取引審議会報告	
	「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」	
資料2	堀本修「株券等大量保有に関する開示制度の導入」(商事法務1219号)	
資料3	平成17年12月22日 金融審議会金融分科会第一部会 …………… 63	
	公開買付制度等ワーキング・グループ報告	
	—公開買付制度等のあり方について— (抜粋)	
資料4	大来志郎「公開買付制度・大量保有報告制度」(商事法務1774号)	
資料5	大来志郎「大量保有報告制度の見直しに係る 政令・内閣府令の一部改正の概要」(商事法務1787号)	
資料6	証券取引法研究会研究記録10号…………… 66	
	「委任状勧誘に関する実務上の諸問題」(抜粋)	
資料7	主要国の大量保有報告制度(抄)…………… 69	
	① アメリカ法…………… 69	
	② EU法…………… 76	
	③ イギリス法…………… 82	
	④ ドイツ法…………… 95	
資料8	大量保有報告書の実例…………… 99	
	2008年1月15日 伊藤忠商事のプライム株についての大量保有報告書	
	2008年1月21日 三菱東京UFJFGのローソン株についての変更報告書	
資料9	金融商品取引法、同施行令等(抜粋)	

(注) 配布資料のうち、資料3、6、7及び資料8(抜粋)を以下に掲載。

資料1、2、4、5、8、9については、掲載を省略。

(平成17年12月22日)金融審議会金融分科会第一部会
公開買付制度等ワーキング・グループ報告
—公開買付制度等のあり方について— (抜粋)

7. 大量保有報告制度のあり方

大量保有報告制度は、経営に対する影響力等の観点から重要な投資情報である上場株券等の大量保有にかかる情報を、投資者に対して迅速に提供することにより、市場の公正性、透明性を高め、投資者の保護を図ることを目的として導入された制度である。

近時、短期間に大量の上場株券等を保有するに至る事例が増えつつあり、大量保有報告制度の迅速性・機動性に対して疑問の声が投げかけられている。また、いわゆる買収防衛策との関連等において、大量保有報告書による株式保有割合に係る開示を迅速・正確に行うことへの要請が高まっている。

これらの動向を踏まえ、開示に伴う事務負担の増加や追従リスクの増大等、証券市場に与える影響などには十分配慮しつつ、証券取引の透明性、公正性の向上の観点から、大量保有報告制度のあり方について所要の見直しを行っていくことが適当である。

(1) 提出期限及び開示内容

大量保有報告書の提出については、できる限り迅速に行われることが求められるが、海外にある共同保有者の保有分を合算するための事務負担等を考えると、現行の5営業日という提出期限について、短縮することは困難であり、基本的には現行制度を維持することが適当である。

一方、大量保有報告書における開示内容については、迅速性の要請とトレードオフの関係にあることに留意しつつ、例えば①保有目的について、個々の実態に則して、より詳細な記載を求める、②保有株式に株券貸借の対象となっているものが含まれるならば、その状況も明確に開示する、等の充実を図っていくことが適当である。

(2) 特例報告制度

特例報告制度は、日常の営業活動等において、反復継続的に株券等の売買を行っている機関投資家について、事務負担が過大とならないよう設けられた制度であるが、近時、一般投資者との公平性の確保、あるいは制度趣旨を歪めるような形での特例報告の利用を防止する等の観点から、特例報告のあり方について見直しを求める声がある。

この点については、投資者に対して一層の透明性が確保されるよう、特例報告に係る報告期限・頻度について、大幅な短縮等を図っていくとともに、保有割合が5%を上回る又は下回ることとなった場合には、速やかにその旨を報告することを義務付けるべきであるとの指摘があった。

他方、これに対しては、我が国の特例制度は、現状でも諸外国と比較して厳格なものとなっているのではないか、運用行動が過度にオープンとなることで投機筋に追随されるリスクをもたらし、結果として機関投資家を通じて投資している一般投資家にも不利益となり、機関投資家等に日本マーケットを回避させることになるのではないか、機関投資家にかかるコストや事務負担を増大させることになるのではないか、共同保有者についても、親会社等から独立して業務を行っている機関投資家が対象に含まれており、諸外国と比較して厳格なものとなっているのではないか、等の指摘があった。

これらの点を踏まえ、特例報告に係る報告期限・頻度等については、投資者に対して一層の透明性が確保されるよう、例えば2週間ごとの基準日における保有状況を5営業日以内に報告するなど可能な限りの短縮等を図っていくことが適当である。なお、この点については、特例報告に係る報告期限・頻度等の短縮等は基本的に行うべきでないとの指摘もあった。

また、報告期限・頻度等の短縮等に当たっては、併せて以下の見直しの検討を進めることが適当である。

- ①制度趣旨を歪めるような形での特例報告の利用を防止する等の観点から、現在、機関投資家に一般報告が義務付けられる要件として、「会社の事業活動を支配することを目的とする場合」が規定されているが、事業活動に重大な変更を加え、あるいは重大な影響を及ぼすことを目的とするような場合に、機関投資家であっても的確に一般報告が提出されるよう、規定の整備等の余地がないか、更なる検討が進められるべきである。
- ②また、報告期限・頻度の短縮等に伴い、大量保有報告書の提出義務の有無の判断に当たって、共同保有者間の重複計上をネットアウトして保有割合を算出することを認めるなど、透明性を損なう、あるいは新たな抜け穴となることなく合理化が可能なものについては、できる限りの合理化を図っていくことが適当である。

なお、現状、保有割合が10%を上回る取引を行った際には、特例対象者であっても一般の報告が求められているが、10%超保有の状態から保有割合が10%を下回る取引を行った際には、一般の報告が求められていない。取引状況の明確な開示を求める観点から、このような場合について、一般の報告が行われるよう所要の見直しが必要である。

（３）ＥＤＩＮＥＴによる大量保有報告書の提出

証券取引法上の開示書類については、原則としてＥＤＩＮＥＴ（電子開示システム）による提出が義務付けられている。大量保有報告書については、提出義務者が個人の場合もあり得るとの理由で、これまで、ＥＤＩＮＥＴによる提出の義務付けは行われてこなかった。

しかしながら、大量保有報告書の提出者は、上場株券等について少なくとも発行済株式総数の５％以上を保有する者であり、証券市場の効率性向上等の観点から、原則としてＥＤＩＮＥＴによる大量保有報告書の提出を義務付けることが適当である。

なお、ＥＤＩＮＥＴについては、ユーザーの利用環境の変化等に適切に対応して、利便性の更なる向上が図られていくことが期待される。

（４）大量保有報告に係る執行の強化

大量保有報告書については、その不提出、虚偽記載事案の捕捉等、執行の強化も重要な課題となる。このため、行政当局、自主規制機関、証券会社等の連携を一層緊密にするなどの取組みを強化することが求められる。

（５）対象有価証券

投資法人の発行する上場投資証券（例えばＲＥＩＴ（不動産投資信託証券）等）については、議決権を有する証券であり、投資法人の支配権の獲得につながる有価証券であることから、新たに大量保有報告制度の対象とすることが適当である。

８．その他

いわゆる買収防衛策は、当該企業の財務状況や資本関係等に影響を及ぼすものであり、現在、会社法上の事業報告や証券取引所の適時開示システムにおける開示のあり方につき、関係機関における検討が進められている。

有価証券報告書については、開示企業の発行する有価証券に関し、投資判断上、必要となる情報を、一定の基準に従って投資者に対し提供させることを義務付けているものである。このような制度趣旨を踏まえ、他の開示項目との整合性を保ちながら、いわゆる買収防衛策に関連して、有価証券報告書においてどのような形で開示を求めていくことが適当かについて検討を進め、所要の手当てを行っていくべきである。

また、いわゆる三角合併に際して、消滅会社が有価証券報告書の提出会社であって、存続会社や交付される株式の発行者が非提出会社であるというケース等を念頭に、存続会社や交付される株式の発行者に対する開示ルールについても検討を行っていくべきである。

証券取引法研究会研究記録 10号

「委任状勧誘に関する実務上の諸問題」(抜粋)

V. 勧誘者・委任状勧誘に応じた株主の地位(大量保有報告書及びTOB規制との関係)**1. 大量保有報告書との関係**

それから、次に、委任状勧誘に応じた株主の地位の問題ですが、これは大量保有報告制度及びTOB規制との関係の問題でございます。

大量保有報告制度との関係ですが、委任状勧誘の結果として議決権行使に関する受任者となる者について、大量保有報告規制の中で条文上いわれております、「契約に基づき株主としての議決権を行使することができる権限を有する者であって、当該会社の事業活動を支配する目的を有する者」に該当するのではないかという問題がまずございます。

それから、もう1つ、勧誘者と勧誘に応じた株主との間、ないしは勧誘に応じた株主同士が、大量保有報告規制における「保有者が他の保有者と共同して、当該会社の株主として議決権を行使することを合意している場合」に該当するのではないかという疑義も生じ得る訳です。

これらに該当すると考えられる場合には、例えば、問題点としてはこういう問題が起きます。まず、動議対応に備えて、大株主から包括委任状を総務課長が持っているという場合に、総務課長が大量保有者に該当するのではないかという問題が出てきたりもします。委任状がどんどん届くたびに、大量保有報告書を出さなければならないのかという問題が起き得るということです。それからまた、もっと一般的に、例えば村上ファンドが委任状勧誘をしたとしますと、委任状をどんどん取得するたびに、5%を超えると1%を超えていくたびに変更報告書を提出しなければいけないのかという問題があります。因みに、村上ファンドは、東京スタイルのときにはこういう変更報告書は全く出していないので、これは当たらないという解釈を、どこまで詰めて検討しているかはともかくとして、とっていたのであらうと思われます。

それから、さらにポイズン・ピルとの関係で、実は現在世に出ている信託型ライツプランはすべて「買収者」の定義の中に、この大量保有報告書における共同保有者ないし保有者の定義をそのまま使っております。その結果、仮に委任状勧誘を行った場合には大量保有報告規制にいう共同保有者とか保

有者になり得るのだとすると、「プロキシ・ファイトをしかければ、ポイズン・ビルは消却され得る」という前提、これはポイズン・ビルが我が国の法制でも認められるということの前提となっている命題ですが、これが崩れるかもしれないという問題がある訳でございます。従いまして、これは非常に問題がある訳でございます。

まず、この前段の「議決権を行使する権限を有する」というのはどういうものを指すかとの点についてですが、自らの判断で議決権の行使ができることをいうといわれております。包括委任状を取得する場合は、これに該当するということも可能です。

次に、後段の「事業活動を支配する目的を有する者」に当たるかどうかとの点ですが、「事業活動を支配する目的」とは、単に大量に保有しているというだけでなく、融資関係、人的関係等々を通じて、結果的に事業に影響を及ぼすことをいうとされております。そうだとすると、平時の安定株主工作としての包括委任状の取得は、この意味での「支配の目的」があるとはいい難いように思われます。しかしながら、委任状争奪戦が展開される場合において、委任状をある株主が大量に集めたというときには、その受任者については、この保有者に当たるということを否定するロジックはなかなか構築し難いようにも思われます。

ただ、保有者に当たるというのはどうもおかしいということを前提にして考えますと、代理権の付与というのはいつでも撤回可能だというのは確立した考え方でございます。委任状を付与しているというだけでは、議決権行使についての契約があるとまではいえないのではないかと、考えることも可能のように思われます。

実際に証取法の 27 条の 23 第 3 項 1 号は、契約に基づきというようになっていますので、委任状を取得しただけでは、いつでも無条件でその撤回が可能だということでございますので、証取法の 27 条の 23 第 3 項 1 号がいう意味における「契約」ではないという解釈も成り立ち得るのではないかと、私としては考えているところです。

それから、受任者が委任者との関係で共同保有者になるかということですが、けれども、いつでも撤回可能だということからして、27 条の 23 第 5 項にいうところの、「共同して当該会社の株主としての議決権を行使することの合意」というに足りるまでの法的拘束力が生じていないという解釈で抜けないのかなと思っております。そうでないとすると、委任状勧誘をした場合には、5%以上委任状が集まってくると、1%集まるたびに次々変更報告書を

出さなければならないということになって、実務上は大変な困難に逢着するということになりかねないのではないかと思う訳です。

また、同一の受任者に委任状を提出した委任者の間の関係について考えてみた場合でも、通常はこのような場合に委任者相互間には意思の連絡がないと思われますので、これについてはそもそも合意があるとはいえないということとで抜けるのではないかと思います。

因みに、日本のポイズン・ピルが「買収者」の定義の中で、共同保有者ですとかそういうものを取り入れているのは、もともとアメリカのまねをしてつくっているからそうなっている訳でございますけれども、アメリカのポイズン・ピルの典型的なものでは、「買収者」の定義の中に、Beneficially ownership を有している者を含めている訳でございますけれども、アメリカの判例の中にも *Stahl v. Apple Bancorp* という裁判例がございまして、これは、撤回可能な議決権行使書の合意をしている者は Beneficially ownership を有している訳ではないとして、委任状勧誘の文脈で撤回可能な議決権代理行使の代理権の付与をさせた場合でも、ピルの発動は生じないと判示しております。このようなアメリカの裁判例にも鑑みて、我が国でも同じ考え方ができる可能性はあるのではないかということです。

2. TOB規制との関係

これはTOB規制との関係でも問題となり得ます。これは委任状の勧誘者がTOBを実施した場合に、被勧誘者が、勧誘者、つまり買付けを行う者との間で、「共同して当該会社の株主としての議決権を行使することを合意している」という場合に当たるといった問題が起きないかという問題です。この問題につきましても、全く同じように上記の議論が出てくるといえると思いますが、私としては、代理権の撤回がいつでも可能であるということに鑑みて、「合意」まではないということで解釈上これを抜くということができるのではないかと考えている訳です。ただ、そうだとすると、弁護士とかが色々先走って委任状を集めるときに、この委任状に当該委任は撤回不能などと書いてしまいますと、かえって大量保有報告規制の対象となるという事態も生じ得るかなと思います。

主要各国の大量保有報告制度（抄）

1. アメリカ法

Securities Exchange Act of 1934

Section 13 -- Periodical and Other Reports

d. Reports by persons acquiring more than five per centum of certain classes of securities

1. Any person who, after acquiring directly or indirectly the beneficial ownership of any equity security of a class which is registered pursuant to section 12, or any equity security of an insurance company which would have been required to be so registered except for the exemption contained in section 12(g)(2)(G), or any equity security issued by a closed-end investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or any equity security issued by a Native Corporation pursuant to section 1629c(d)(6) of Title 43, is directly or indirectly the beneficial owner of more than 5 per centum of such class shall, within ten days after such acquisition, send to the issuer of the security at its principal executive office, by registered or certified mail, send to each exchange where the security is traded, and filed with the Commission, a statement containing such of the following information, and such additional information, as the Commission may by rules and regulations, prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors--
 - A. the background, and identity, residence, and citizenship of, and the nature of such beneficial ownership by, such person and all other persons by whom or on whose behalf the purchases have been or are to be effected;
 - B. the source and amount of the funds or other consideration used or to be used in making the purchases, and if any part of the purchase price is represented or is to be represented by funds or other consideration borrowed or otherwise obtained for the purpose of acquiring, holding, or trading such security, a description of the transaction and the names of the parties thereto, except that where a source of funds is a loan made in the ordinary course of business by a bank, as defined in section 3(a)(6), if the person filing such statement so requests, the name of the bank shall not be made available to the public;
 - C. if the purpose of the purchases or prospective purchases is to acquire control of the business of the issuer of the securities, any plans or proposals which

such persons may have to liquidate such issuer, to sell its assets to or merge it with any other persons, or to make any other major change in its business or corporate structure;

- D. the number of shares of such security which are beneficially owned, and the number of shares concerning which there is a right to acquire, directly or indirectly, by (i) such person, and (ii) by each associate of such person, giving the background, identity, residence, and citizenship of each such associate; and
 - E. information as to any contracts, arrangements, or understandings with any person with respect to any securities of the issuer, including but not limited to transfer of any of the securities, joint ventures, loan or option arrangements, puts or calls, guaranties of loans, guaranties against loss or guaranties of profits, division of losses or profits, or the giving or withholding of proxies, naming the persons with whom such contracts, arrangements, or understandings have been entered into, and giving the details thereof.
- 2. If any material change occurs in the facts set forth in the statements to the issuer and the exchange, and in the statement filed with the Commission, an amendment shall be transmitted to the issuer and the exchange and shall be filed with the Commission, in accordance with such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.
 - 3. When two or more persons act as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer, such syndicate or group shall be deemed a "person" for the purposes of this subsection.
 - 4. In determining, for purposes of this subsection, any percentage of a class of any security, such class shall be deemed to consist of the amount of the outstanding securities of such class, exclusive of any securities of such class held by or for the account of the issuer or a subsidiary of the issuer.
 - 5. The Commission, by rule or regulation or by order, may permit any person to file in lieu of the statement required by paragraph (1) of this subsection or the rules and regulations thereunder, a notice stating the name of such person, the number of shares of any equity securities subject to paragraph (1) which are owned by him, the

date of their acquisition and such other information as the Commission may specify, if it appears to the Commission that such securities were acquired by such person in the ordinary course of his business and were not acquired for the purpose of and do not have the effect of changing or influencing the control of the issuer nor in connection with or as a participant in any transaction having such purpose or effect.

6. The provisions of this subsection shall not apply to--

- A. any acquisition or offer to acquire securities made or proposed to be made by means of a registration statement under the Securities Act of 1933;
- B. any acquisition of the beneficial ownership of a security which, together with all other acquisitions by the same person of securities of the same class during the preceding twelve months, does not exceed 2 per centum of that class;
- C. any acquisition of an equity security by the issuer of such security;
- D. any acquisition or proposed acquisition of a security which the Commission, by rules or regulations or by order, shall exempt from the provisions of this subsection as not entered into for the purpose of, and not having the effect of, changing or influencing the control of the issuer or otherwise as not comprehended within the purposes of this subsection.

f. Reports by institutional investment managers

7. Every institutional investment manager which uses the mails, or any means or instrumentality of interstate commerce in the course of its business as an institutional investment manager and which exercises investment discretion with respect to accounts holding equity securities of a class described in subsection (d)(1) of this section having an aggregate fair market value on the last trading day in any of the preceding twelve months of at least \$100,000,000 or such lesser amount (but in no case less than \$10,000,000) as the Commission, by rule, may determine, shall file reports with the Commission in such form, for such periods, and at such times after the end of such periods as the Commission, by rule, may prescribe, but in no event shall such reports be filed for periods longer than one year or shorter than one quarter. Such reports shall include for each such equity security held on the last day of the reporting period by accounts (in aggregate or by type as the Commission, by rule,

may prescribe) with respect to which the institutional investment manager exercises investment discretion (other than securities held in amounts which the Commission, by rule, determines to be insignificant for purposes of this subsection), the name of the issuer and the title, class, CUSIP number, number of shares or principal amount, and aggregate fair market value of each such security. Such reports may also include for accounts (in aggregate or by type) with respect to which the institutional investment manager exercises investment discretion such of the following information as the Commission, by rule, prescribes--

- A. the name of the issuer and the title, class, CUSIP number, number of shares or principal amount, and aggregate fair market value or cost or amortized cost of each other security (other than an exempted security) held on the last day of the reporting period by such accounts;
- B. the aggregate fair market value or cost or amortized cost of exempted securities (in aggregate or by class) held on the last day of the reporting period by such accounts;
- C. the number of shares of each equity security of a class described in subsection (d)(1) of this section held on the last day of the reporting period by such accounts with respect to which the institutional investment manager possesses sole or shared authority to exercise the voting rights evidenced by such securities;
- D. the aggregate purchases and aggregate sales during the reporting period of each security (other than an exempted security) effected by or for such accounts; and
- E. with respect to any transaction or series of transactions having a market value of at least \$500,000 or such other amount as the Commission, by rule, may determine, effected during the reporting period by or for such accounts in any equity security of a class described in subsection (d)(1) of this section--
 - i. the name of the issuer and the title, class, and CUSIP number of the security;
 - ii. the number of shares or principal amount of the security involved in the transaction;

- iii. whether the transaction was a purchase or sale;
- iv. the per share price or prices at which the transaction was effected;
- v. the date or dates of the transaction;
- vi. the date or dates of the settlement of the transaction;
- vii. the broker or dealer through whom the transaction was effected;
- viii. the market or markets in which the transaction was effected; and
- ix. such other related information as the Commission, by rule, may prescribe.

8. The Commission, by rule or order, may exempt, conditionally or unconditionally, any institutional investment manager or security or any class of institutional investment managers or securities from any or all of the provisions of this subsection or the rules thereunder.
9. The Commission shall make available to the public for a reasonable fee a list of all equity securities of a class described in subsection (d)(1) of this section, updated no less frequently than reports are required to be filed pursuant to paragraph (1) of this subsection. The Commission shall tabulate the information contained in any report filed pursuant to this subsection in a manner which will, in the view of the Commission, maximize the usefulness of the information to other Federal and State authorities and the public. Promptly after the filing of any such report, the Commission shall make the information contained therein conveniently available to the public for a reasonable fee in such form as the Commission, by rule, may prescribe, except that the Commission, as it determines to be necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, may delay or prevent public disclosure of any such information in accordance with section 552 of Title 5. Notwithstanding the preceding sentence, any such information identifying the securities held by the account of a natural person or an estate or trust (other than a business trust or investment company) shall not be disclosed to the public.
10. In exercising its authority under this subsection, the Commission shall determine (and so state) that its action is necessary or appropriate in the public interest and for the protection of investors or to maintain fair and orderly markets or, in granting an

exemption, that its action is consistent with the protection of investors and the purposes of this subsection. In exercising such authority the Commission shall take such steps as are within its power, including consulting with the Comptroller General of the United States, the Director of the Office of Management and Budget, the appropriate regulatory agencies, Federal and State authorities which, directly or indirectly, require reports from institutional investment managers of information substantially similar to that called for by this subsection, national securities exchanges, and registered securities associations, (A) to achieve uniform, centralized reporting of information concerning the securities holdings of and transactions by or for accounts with respect to which institutional investment managers exercise investment discretion, and (B) consistently with the objective set forth in the preceding subparagraph, to avoid unnecessarily duplicative reporting by, and minimize the compliance burden on, institutional investment managers. Federal authorities which, directly or indirectly, require reports from institutional investment managers of information substantially similar to that called for by this subsection shall cooperate with the Commission in the performance of its responsibilities under the preceding sentence. An institutional investment manager which is a bank, the deposits of which are insured in accordance with the Federal Deposit Insurance Act [12 U.S.C.A. § 1811 et seq.], shall file with the appropriate regulatory agency a copy of every report filed with the Commission pursuant to this subsection 21.

- A. For purposes of this subsection the term "institutional investment manager" includes any person, other than a natural person, investing in or buying and selling securities for its own account, and any person exercising investment discretion with respect to the account of any other person.
- B. The Commission shall adopt such rules as it deems necessary or appropriate to prevent duplicative reporting pursuant to this subsection by two or more institutional investment managers exercising investment discretion with respect to the same account.

g. Statement of equity security ownership

- 11. Any person who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 5 per centum of any security of a class described in subsection (d)(1) shall send to the issuer of the security and shall file with the Commission a statement setting forth, in such form and at such time as the Commission may, by rule, prescribe--

- A. such person's identity, residence, and citizenship; and
 - B. the number and description of the shares in which such person has an interest and the nature of such interest.
12. If any material change occurs in the facts set forth in the statement sent to the issuer and filed with the Commission, an amendment shall be transmitted to the issuer and shall be filed with the Commission, in accordance with such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.
13. When two or more persons act as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer, such syndicate or group shall be deemed a "person" for the purposes of this subsection.
14. In determining, for purposes of this subsection, any percentage of a class of any security, such class shall be deemed to consist of the amount of the outstanding securities of such class, exclusive of any securities of such class held by or for the account of the issuer or a subsidiary of the issuer.
15. In exercising its authority under this subsection, the Commission shall take such steps as it deems necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors (A) to achieve centralized reporting of information regarding ownership, (B) to avoid unnecessarily duplicative reporting by and minimize the compliance burden on persons required to report, and (C) to tabulate and promptly make available the information contained in any report filed pursuant to this subsection in a manner which will, in the view of the Commission, maximize the usefulness of the information to other Federal and State agencies and the public.
16. The Commission may, by rule or order, exempt, in whole or in part, any person or class of persons from any or all of the reporting requirements of this subsection as it deems necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

2 EU 法

●日本証券経済研究所「新外国証券関係法令集 EU(欧州連合)」

256－264頁

第Ⅲ章 継続的情報

第1節 大量保有に関する情報

第9条 大量保有にかかる取得又は処分の通知

1. 加盟本国は、規制市場で取引することが認められた株式であって議決権が付与された株式の発行者の株式を株主が取得又は処分し、その結果として当該株主により保有される議決権割合が5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%及び75%の基準値に到達し、それを超過し又は下回るときは、その株主が当該発行者に対し議決権割合を通知するよう定めなければならない。

議決権は、たとえその行使が停止されている場合でも、議決権が付与されたすべての株式に基づいて計算されなければならない。さらにその情報は同一の種類で、かつ、議決権が付与されているすべての株式に対して与えられなければならない。

2. 議決権の分配 (break down) を変更する事象の結果として、また第15条の規定に従って開示される情報に基づき、議決権割合が前項に規定する基準値に到達し、それを超過し又は下回る場合に、加盟本国は、当該株主が当該発行者に対し議決権割合を通知するよう定めなければならない。発行者が第三国において設立されている場合、当該通知は、同等の事象に関してなされなければならない。
3. 加盟本国は、次に掲げる基準値を適用しなくてもよい。
 - (a) 議決権の保有割合に3分の1基準を適用している場合は、30%の基準値
 - (b) 議決権の保有割合に3分の2基準を適用している場合は、75%の基準値
4. 本条の規定は、通常行われる短期の決済サイクルにおける清算及び決済のみの目的で取得された株式、又は株式に付与されている議決権について書面若しくは電子的方法による指図に基づいてのみ行使することを条件とした場合のカストディアンとしての資格においてその株式を保有するカストディアンに対しては適用しない。

5. マーケット・メーカーがその資格において5%基準に到達する又はそれを上回る若しくは下回る大量保有を取得又は処分する場合でも、次に該当するときは本条の規定は適用されない。

(a) 指令2004/39/ECに基づいてその加盟本国から認可を受けている場合、及び、

(b) 当該発行者の経営に介入することがなく、かつ、発行者に対して当該株式の購入や株価を支えるための影響を及ぼすことのない場合

6. 投資業者及び信用機関の適正な資本に関する1993年5月15日の理事会指令93/6/EEC¹⁷第2条第6項に定義する信用機関又は投資業者のトレーディング勘定で保有される議決権が次に該当する場合には、第2条第1項第(i)号にいう加盟本国は、本条の目的において当該議決権が算入されない旨を規定することができる。

(a) トレーディング勘定で保有される議決権が5%を超過しない場合、及び、

(b) トレーディング勘定で保有されている株式に付与されている議決権を行使せず、かつ、その他の方法で発行者の経営への介入に利用することがないことを、信用機関又は投資業者が保証する場合

7. 委員会は、第27条第2項にいう手続に従い、金融市場における技術的發展を考慮し、さらに本条第2項、第4項及び第5項の一律な適用を確保するための実施措置を採択しなければならない。

委員会は、特に加盟本国の所管当局による適切な統制機構とともに、第4項にいう「短期決済サイクル」の期間の上限も明確に定めなければならない。さらに委員会は、第2項にいう事象のリストを作成することができる。

第10条 議決権に対する大量保有の取得又は処分

次に掲げるいずれかの場合又はそれらの組み合わせった場合には、前条第1項及び第2項で定義される通知義務は、議決権を取得、処分又は行使する権利を付与される範囲において自然人又は法主体にも適用されなければならない。

(a) 当該自然人又は法主体との間で、保有する議決権の協調した行使により、当該発行者の経営に対し長期的な共通の方針を採ることを義務付ける旨を合意した第三者の保有する議決権

(b) 当該自然人又は法主体との間で、当該議決権を考慮して一時的な移転を規定する旨を合意した第三者の保有する議決権

- (c) 当該自然人又は法主体が議決権を支配し、その行使の意思を宣言している場合には、当該自然人又は法主体に担保として差し入れられた株式に付与されている議決権
- (d) 当該自然人又は法主体が生涯権（life interest）を有する株式に付与されている議決権
- (e) 当該自然人又は法主体に支配されている事業体によって保有され、又は第(a)号から第(d)号までに掲げた意義において行使することのできる議決権
- (f) 当該自然人又は法主体に預託された株式に付与された議決権であって、それらが株主からの明確な指図がないときに自己の裁量で行使することのできる議決権
- (g) 当該自然人又は法主体のために第三者が自己の名義で保有している議決権
- (h) 当該自然人又は法主体が株主からの明確な指図がないときは自己の裁量で権利を行使することのできる場合における、それらが代理人として行使する議決権

第 11 条

1. 第 9 条及び前条第(c)号の規定は、欧州中央銀行制度のメンバーが金融当局としての機能を実行する過程で当該メンバーに提供され、又は当該メンバーにより提供される株式（金融政策目的又は決済システムにおける流動性の付与のために担保、買戻し又は類似する取決めにに基づき欧州中央銀行制度のメンバーに提供され、又は当該メンバーにより提供される株式を含む。）には適用されない。
2. 短期間継続する前項の取引であって、かつ、当該株式に付与されている議決権が行使されないときは、適用除外がなされなければならない。

第 12 条 大量保有の通知及び開示に関する手続

1. 第 9 条及び第10条の規定に基づき要求される通知は、次に掲げる情報を含むものでなければならない。
 - (a) 議決権に関する結果として生じる状況（取引後の議決権の割合）
 - (b) 該当する場合には、議決権を実質的に保有している被支配事業体の集団
 - (c) 基準値に到達し、又はそれを超過若しくは下回った日付、及び、
 - (d) 株主が第10条に規定されている状態において議決権を行使する権限を有しない場合であっても、当該株主の身元及び当該株主のために議決権を行使する権限を有する自然人又は法主体の身元

2. 発行者に対する通知は可能な限り早く、遅くとも次に掲げる日の翌日から起算して4取引日（trading days）以内になされなければならない。
- (a) 第10条に規定される自然人又は法主体が、その効力発生日か否にかかわらず、取得、処分若しくは議決権行使の可能性を知った日、又は状況によってそれらを知り得べかりし日
- (b) 第10条に規定される自然人又は法主体が、第9条第2項で定める事象について知らされた日
3. ある事業体の親事業体により通知がなされるとき、又は当該親事業体自体が被支配事業体である場合にその親事業体により通知がなされるときは、当該事業体は、第1項に従って要求される通知をなす義務から免除される。
4. 管理会社がその親事業体から独立して議決権を行使する場合には、当該親事業体は、第9条及び第10条に規定する保有株式と、指令85/611/EECの規定する条件に基づき当該管理会社により運用される保有株式とを合算することを要求されてはならない。
- ただし、親事業体又は当該親事業体の他の被支配事業体がそのような管理会社により運用される保有株式に投資し、かつ、当該管理会社がその保有株式に付与されている議決権を行使する裁量を有さず、親事業体又は当該親事業体の他の被支配事業体からの直接又は間接の指図に基づいてのみ当該議決権を行使するときは、第9条及び第10条の規定が適用されなければならない。
5. 指令2004/39/ECに基づき認可を受けた投資業者の親事業体は、次のいずれにも該当する場合には第9条及び第10条に規定する保有株式と、指令2004/39/EC第4条第1項第9号の意義における顧客ごとに当該投資業者が運用する保有株式とを合算することを要求されてはならない。
- 当該投資業者が、指令2004/39/EC付属書I第A節第4項に基づいて当該ポートフォリオ運用を行うことを認可されている場合
- 当該投資業者が、書面若しくは電子的方法による指図によってのみ当該株式に付与された議決権を行使できる場合、又は適切な機構の導入によって指令85/611/ECに基づき規定されているのと同等の条件のもとで、他のすべてのサービスから独立して個々のポートフォリオ運用サービスが行われることを確保している場合、及び、
- 当該投資業者がその親事業体から独立して議決権を行使する場合
- ただし、親事業体又は当該親事業体の他の被支配事業体がそのような

投資業者により運用される保有株式に投資し、かつ、当該投資業者がその保有株式に付与されている議決権を行使する裁量を有さず、親事業体又は当該親事業体の他の被支配事業体からの直接又は間接の指図に基づいてのみ当該議決権を行使するときは、第9条及び第10条の規定が適用されなければならない。

6. 発行者は、第1項に基づく報告を受領したときは遅くともその後3取引日以内に当該通知に含まれるすべての情報を公表しなければならない。

7. 加盟本国は、当該通知に含まれる情報が第21条に規定する条件に基づき所管当局によって、通知の受領後遅くとも3取引日以内に公表された場合は、発行者を第6項の義務から免除することができる。

8. 金融市場における技術的發展を考慮し、さらに本条第1項、第2項、第4項から第6項までの一律な適用を確保するために、委員会は、第27条第2項にいう手続に従い、次に掲げる目的での実施措置を採択しなければならない。

(a) 第1項の規定に基づき要求された情報を発行者に通知するとき又は第19条第3項の規定に基づき情報を提出するときに、共同体全域で使用されるべき標準様式を定めること

(b) すべての加盟国に関する「取引日」のカレンダー（暦）を決定すること

(c) 株主、又は第10条にいう自然人若しくは法主体又はその両方が、発行者に対し必要な通知を行わなければならない場合を定めること

(d) 株主、又は第10条にいう自然人若しくは法主体が取得又は処分を知り得べきとされる事情を明確にすること

(e) 第4項及び第5項に規定する適用除外の利益を享受するために、管理会社及びその親事業体又は投資業者及びその親事業体が遵守すべき独立性の条件を明確にすること

第13条

1. 第9条に規定する通知義務は、その株式が規制市場で取引されることが認められた発行者が既に発行している議決権の付与された株式を正式な合意に基づきその保有者の裁量のみで取得する権利が生ずる金融商品を、直接又は間接に保有する自然人又は法主体にも適用されなければならない。

2. 金融市場における技術的發展を考慮し、さらに前項の一律な適用を確保するため、委員会は、第27条第2項にいう手続に従い実施措置を採択

しなければならない。委員会は、特に次に掲げる事項を決定しなければならない。

- (a) 前項にいう金融商品の類型及びそれらの株式数への換算
- (b) 前項にいう正式な契約の性質
- (c) 通知されるべき内容及び当該通知のために共同体全域で使用される標準様式の策定
- (d) 通知期間
- (e) 通知の提出先

第 14 条

1. 規制市場で取引することが認められた株式の発行者が、自己の名義で、又は発行者のために自己の名義で行動する者を通じて、自己株式を取得又は処分する場合、加盟本国は、その議決権割合が5%又は10%の基準値に到達し、それを超過し又は下回る場合に、当該取得又は処分後可能な限り早く、遅くともその後4取引日以内に発行者が自己株式の保有割合を公表するよう確保しなければならない。
2. 金融市場における技術的發展を考慮し、さらに前項の一律な適用を確保するため、委員会は、第27条第2項に定める手続に従い実施措置を採択しなければならない。

第 15 条

第9条に規定する基準値の算定の目的上、加盟本国は、最低限、議決権総数と資本の総額の増加又は減少の生じた月の末日現在の当該総数を一般に開示するよう発行者に義務付けなければならない。

第 16 条 追加情報

1. 規制市場で取引することが認められた株式の発行者は、多様な種類の株式に付与されている権利のあらゆる変更（当該発行者によって発行され、当該発行者の株式へのアクセスを与えるデリバティブ証券に付随する権利の変更を含む。）を遅滞なく公表しなければならない。
2. 規制市場で取引することが認められた株式以外の有価証券の発行者は、特に貸付期間又は利率の変更から生ずる、株式以外の有価証券の保有者の権利のあらゆる変更（当該権利に間接的に影響を与える可能性のある有価証券の期間及び条件の変更を含む。）を遅滞なく公表しなければならない。
3. 規制市場で取引することが認められた有価証券の発行者は、新規借入れの発行及び特にそれらについての保証又は担保について遅滞なく公表しなければならない。指令2003/6/ECの規定を侵害することなく、本項の規定は、一以上の加盟国の参加する公的な国際機関には適用されない。

3 イギリス法

Companies Act 2006

TRANSPARENCY OBLIGATIONS AND RELATED MATTERS

Introductory

1265 The transparency obligations directive

In Part 6 of the Financial Services and Markets Act 2000 (c. 8) (which makes provision about official listing, prospectus requirements for transferable securities, etc), in section 103(1) (interpretation), at the appropriate place insert– “the transparency obligations directive” means Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council relating to the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market;”

Transparency obligations

1266 Transparency rules

(1) After section 89 of the Financial Services and Markets Act 2000 insert–
“Transparency obligations

89A Transparency rules

(1) The competent authority may make rules for the purposes of the transparency obligations directive.

(2) The rules may include provision for dealing with any matters arising out of or related to any provision of the transparency obligations directive.

(3) The competent authority may also make rules–

(a) for the purpose of ensuring that voteholder information in respect of voting shares traded on a UK market other than a regulated market is made public or notified to the competent authority;

(b) providing for persons who hold comparable instruments (see section 89F(1)(c)) in respect of voting shares to be treated, in the circumstances specified in the rules, as holding some or all of the voting rights in respect of those shares.

(4) Rules under this section may, in particular, make provision–

(a) specifying how the proportion of–

(i) the total voting rights in respect of shares in an issuer, or

(ii) the total voting rights in respect of a particular class of shares in an issuer, held by a person is to be determined;

(b) specifying the circumstances in which, for the purposes of any determination of the voting rights held by a person (“P”) in respect of voting shares in an issuer, any voting rights held, or Companies Act 2006 (c. 46) Part 43 – Transparency obligations and related matters treated by virtue of subsection (3)(b) as held, by another person in respect of voting shares in the issuer are to be regarded as held by P;

(c) specifying the nature of the information which must be included in any notification;

(d) about the form of any notification;

(e) requiring any notification to be given within a specified period;

(f) specifying the manner in which any information is to be made public and the period within which it must be made public;

(g) specifying circumstances in which any of the requirements imposed by rules under this section does not apply.

(5) Rules under this section are referred to in this Part as “transparency rules” .

(6) Nothing in sections 89B to 89G affects the generality of the power to make rules under this section.

89B Provision of voteholder information

(1) Transparency rules may make provision for voteholder information in respect of voting shares to be notified, in circumstances specified in the rules–

(a) to the issuer, or

(b) to the public,

or to both.

(2) Transparency rules may make provision for voteholder information notified to the issuer to be notified at the same time to the competent authority.

(3) In this Part “voteholder information” in respect of voting shares means information relating to the proportion of voting rights held by a person in respect of the shares.

(4) Transparency rules may require notification of voteholder information relating to a person–

(a) initially, not later than such date as may be specified in the rules for the purposes of the first indent of Article 30.2 of the transparency obligations directive, and

(b) subsequently, in accordance with the following provisions.

(5) Transparency rules under subsection (4)(b) may require notification of voteholder information relating to a person only where there is a notifiable change in the proportion of–

(a) the total voting rights in respect of shares in the issuer, or

(b) the total voting rights in respect of a particular class of share in the issuer, held by the person.

(6) For this purpose there is a “notifiable change” in the proportion of voting rights held by a person when the proportion changes–

(a) from being a proportion less than a designated proportion to a proportion equal to or greater than that designated proportion,

(b) from being a proportion equal to a designated proportion to a proportion greater or less than that designated proportion, or Companies Act 2006 (c. 46) Part 43 – Transparency obligations and related matters

(c) from being a proportion greater than a designated proportion to a proportion equal to or less than that designated proportion.

(7) In subsection (6) “designated” means designated by the rules.

89F Transparency rules: interpretation etc

(1) For the purposes of sections 89A to 89G–

(a) the voting rights in respect of any voting shares are the voting rights attached to those shares,

(b) a person is to be regarded as holding the voting rights in respect of the shares–

(i) if, by virtue of those shares, he is a shareholder within the meaning of Article 2.1(e) of the transparency obligations directive;

(ii) if, and to the extent that, he is entitled to acquire, dispose of or exercise those voting rights in one or more of the cases mentioned in Article 10(a) to (h) of the transparency obligations directive;

(iii) if he holds, directly or indirectly, a financial instrument which results in an entitlement to acquire the shares and is an Article 13 instrument, and

(c) a person holds a “comparable instrument” in respect of voting shares if he holds, directly or indirectly, a financial instrument in relation to the shares which has similar economic effects to an Article 13 instrument (whether or not the financial instrument results in an entitlement to acquire the shares).

(2) Transparency rules under section 89A(3)(b) may make different provision for different descriptions of comparable instrument.

(3) For the purposes of sections 89A to 89G two or more persons may, at the same time, each be regarded as holding the same voting rights.

(4) In those sections–Companies Act 2006 (c. 46) Part 43 – Transparency obligations and related matters “Article 13 instrument” means a financial instrument of a type determined by the European Commission under Article 13.2 of the transparency obligations directive; “UK market” means a market that is situated or operating in the United Kingdom; “voting shares” means shares of an issuer to which voting rights are

attached.

89L Power to suspend or prohibit trading of securities

- (1) This section applies to securities admitted to trading on a regulated market.
- (2) If the competent authority has reasonable grounds for suspecting that an applicable transparency obligation has been infringed by an issuer, it may—
 - (a) suspend trading in the securities for a period not exceeding 10 days,
 - (b) prohibit trading in the securities, or
 - (c) make a request to the operator of the market on which the issuer's securities are traded—
 - (i) to suspend trading in the securities for a period not exceeding 10 days, or
 - (ii) to prohibit trading in the securities.
- (3) If the competent authority has reasonable grounds for suspecting that a provision required by the transparency obligations directive has been infringed by a voteholder of an issuer, it may—
 - (a) prohibit trading in the securities, or
 - (b) make a request to the operator of the market on which the issuer's securities are traded to prohibit trading in the securities.
- (4) If the competent authority finds that an applicable transparency obligation has been infringed, it may require the market operator to prohibit trading in the securities.
- (5) In this section "transparency obligation" means an obligation under—
 - (a) a provision contained in transparency rules, or
 - (b) any other provision made in accordance with the transparency obligations directive.
- (6) In relation to an issuer whose home State is a member State other than the United Kingdom, any reference to an applicable transparency obligation must be read subject to section 100A(2).

Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR)

United Kingdom Listing Authority disclosure rules

DTR 5.1 Notification of the acquisition or disposal of major shareholdings

DTR 5.1.1 **R**

In this chapter:

- (1) references to an "issuer", in relation to shares admitted to trading on a regulated market, are to an issuer whose Home State is the United Kingdom;
- (2) references to a "non-UK issuer" are to an issuer whose shares are admitted to

trading on a regulated market and whose Home State is the United Kingdom other than:

(a) a public company within the meaning of 44, 33 44, section 1(3) of the Companies Act 1985 ; and

(b) a company which is otherwise incorporated in, and whose principal place of business is in, the UK ;

(3) references to "shares" are to shares which are:

(a) already issued and carry rights to vote which are exercisable in all circumstances at general meetings of the issuer including shares (such as preference shares) which, following the exercise of an option for their conversion, event of default or otherwise, have become fully enfranchised for voting purposes; and

(b) admitted to trading on a regulated or prescribed market;²

(4) an acquisition or disposal of shares is to be regarded as effective when the relevant transaction is executed unless the transaction provides for settlement to be subject to conditions which are beyond the control of the parties in which case the acquisition or disposal is to be regarded as effective on the settlement of the transaction;

(5) a stock-lending agreement which provides for the outright transfer of securities and which provides the lender with a right to call for re-delivery of the lent stock (or its equivalent) is not (as respects the lender) to be taken as involving a disposal of any shares which may be the subject of the stock loan; and

(6) for the purposes of calculating whether any percentage threshold is reached, exceeded or fallen below and in any resulting notification, the proportion of voting rights held shall if necessary be rounded down to the next whole number.

DTR 5.1.2 **R**

Subject to the exemption for certain third country issuers (DTR 5.11.6 R), a person must notify the issuer of the percentage of its voting rights he holds as shareholder or through his direct or indirect holding of financial instruments falling within DTR 5.3.1 R (or a combination of such holdings) if the percentage of those voting rights :

(1) reaches, exceeds or falls below 3%, 4%, 5%, 6%, 7%, 8%, 9%, 10% and each 1% threshold thereafter up to 100% (or in the case of a non-UK issuer on the basis of thresholds at 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% and 75%) as a result of an acquisition or disposal of shares or financial instruments falling within DTR 5.3.1 R; or

(2) reaches, exceeds or falls below an applicable threshold in (1) as a result of events changing the breakdown of voting rights and on the basis of information disclosed by the issuer in accordance with DTR 5.6.1 R;

and in the case of an issuer which is not incorporated in an EEA State a notification

under (2) must be made on the basis of equivalent events and disclosed information.

[Note: articles 9(1) and 9(2) of the TD]

DTR 5.1.3 **R**

Certain voting rights to be disregarded

Voting rights attaching to the following shares are to be disregarded for the purposes of determining whether a person has a notification obligation in accordance with the thresholds in DTR 5.1.2 R:

(1) shares acquired for the sole purpose of clearing and settlement within a settlement cycle not exceeding the period beginning with the transaction and ending at the close of the third trading day following the day of the execution of the transaction (irrespective of whether the transaction is conducted on-exchange);

(2) shares held by a custodian (or nominee) in its custodian (or nominee) capacity (whether operating from an establishment in the UK or elsewhere) provided such a person can only exercise the voting rights attached to such shares under instructions given in writing or by electronic means;

(3) shares held by a market maker acting in that capacity subject to the percentage of such shares not being equal to or in excess of 10% and subject to the market maker satisfying the criteria and complying with the conditions and operating requirements set out in DTR 5.1.4 R;

(4) shares held by a credit institution or investment firm provided that:

(a) the shares are held within the trading book of the credit institution or investment firm;

(b) the voting rights attached to such shares do not exceed 5%; and

(c) the credit institution, or as the case may be investment firm, ensures that the voting rights attached to shares in the trading book are not exercised or otherwise used to intervene in the management of the issuer.

(5) shares held by a collateral taker under a collateral transaction which involves the outright transfer of securities provided the collateral taker does not declare any intention of exercising (and does not exercise) the voting rights attaching to such shares.

(6) shares acquired by a borrower under a stock lending agreement provided:

(a) such shares (or equivalent stock) are on-lent or otherwise disposed of by the borrower by not later than close of business on the next trading day; and

(b) the borrower does not declare any intention of exercising (and does not exercise) the voting rights attaching to the shares.

[Note: articles 9(4), 9(5), 9(6) and 10(c) of the TD]

DTR 5.1.4 **R**

(1) References to a market maker are to a market maker which:

- (a) (subject to (3) below) is authorised by its Home State under MiFID;
- (b) does not intervene in the management of the issuer concerned; and
- (c) does not exert any influence on the issuer to buy such shares or back the share price.

[Note: articles 9(5) and 9(6) of the TD]

(2) A market maker relying upon the exemption for shares held by it in that capacity must notify the competent authority of the Home Member State of the issuer, at the latest within the time limit provided for by DTR 5.8.3 R, that it conducts or intends to conduct market making activities on a particular issuer (and shall equally make such a notification if it ceases such activity).

[Note: article 6(1) of the TD implementing Directive]

(3) References to a market maker also include a third country investment firm and a credit institution when acting as a market maker and which, in relation to that activity, is subject to regulatory supervision under the laws of a Member State.

DTR 5.1.5 **R**

Certain voting rights to be disregarded (except at 5% 10% and higher thresholds)

(1) The following are to be disregarded for the purposes of determining whether a person has a notification obligation in accordance with the thresholds in DTR 5.1.2 R except at the thresholds of 5% and 10% and above:

- (a) voting rights attaching to shares forming part of property belonging to another which that person lawfully manages under an agreement in, or evidenced in, writing;
- (b) voting rights attaching to shares which may be exercisable by a person in his capacity as the operator of:

- (i) an authorised unit trust scheme;
- (ii) a recognised scheme; or
- (iii) a UCITS scheme;

(c) voting rights attaching to shares which may be exercisable by an ICVC;

(d) voting rights attaching to shares which may be exercised by a category of investment entity which for this purpose is prescribed by the FSA.

(2) For the purposes of DTR 5.1.5R (1)(a), a person ("A") may lawfully manage investments belonging to another if:

- (a) A can manage those investments in accordance with a Part IV permission;
- (b) A is an EEA firm other than one mentioned in sub-paragraphs (c) or (e) of paragraph 5 of Schedule 3 to the Act and can manage those investments in accordance with its EEA authorisation;

- (c) A can, in accordance with section 327 of the Act, manage those investments without contravening the prohibition contained in section 19 of the Act;
- (d) A can lawfully manage those investments in another EEA State and would, if he were to manage those investments in the UK, require a Part IV permission; or
- (e) A is a category of investment manager prescribed for this purpose by the FSA.

DTR 5.2 Acquisition or disposal of major proportions of voting rights

DTR 5.2.1 **R**

A person is an indirect holder of shares for the purpose of the applicable definition of shareholder to the extent that he is entitled to acquire, to dispose of, or to exercise voting rights in any of the following cases or a combination of them:

Case	
(a)	voting rights held by a third party with whom that <i>person</i> has concluded an agreement, which obliges them to adopt, by concerted exercise of the voting rights they hold, a lasting common policy towards the management of the <i>issuer</i> in question;
(b)	voting rights held by a third party under an agreement concluded with that <i>person</i> providing for the temporary transfer for consideration of the voting rights in question;
(c)	voting rights attaching to <i>shares</i> which are lodged as collateral with that <i>person</i> provided that <i>person</i> controls the voting rights and declares its intention of exercising them;
(d)	voting rights attaching to <i>shares</i> in which that <i>person</i> has the life interest;
(e)	voting rights which are held, or may be exercised within the meaning of points (a) to (d) or, in cases (f) and (h) by a ¹ <i>person</i> ¹ undertaking investment management, or by a <i>management company</i> , by an undertaking controlled by that <i>person</i> ;
(f)	voting rights attaching to <i>shares</i> deposited with that <i>person</i> which the person can exercise at its discretion in the absence of specific instructions from the <i>shareholders</i> ;
(g)	voting rights held by a third party in his own name on behalf of that <i>person</i> ;
(h)	voting rights which that <i>person</i> may exercise as a proxy where that <i>person</i> can exercise the voting rights at his discretion in the absence of specific instructions from the <i>shareholders</i> .

[Note: article 10 of the TD]

DTR 5.2.2 **G**

Cases (a) to (h) in DTR 5.2.1 R identify situations where a person may be able to control the manner in which voting rights are exercised and where, (taking account of any aggregation with other holdings) a notification to the issuer may need to be made. In the FSA's view:

- (1) Case (e) produces the result that it is always necessary for the parent undertaking of a controlled undertaking to aggregate its holding with any holding of the controlled undertaking (subject to the exemptions implicit in Case (e) and others in DTR 5.4);
- (2) Case (f) includes a person carrying on investment management and which is also the custodian of shares to which voting rights are attached;
- (3) Case (g) does not result in a unit holder in a collective investment scheme or other investment entity being treated as the holder of voting rights in the scheme property (provided always such persons do not have any entitlement to exercise, or control the exercise of, such voting rights); neither are such persons to be regarded as holding shares "indirectly";
- (4) Case (h), although referring to proxies, also describes and applies to a person undertaking investment management, and to a management company, and which is able effectively to determine the manner in which voting rights attached to shares under its control are exercised (for example through instructions given directly or indirectly to a nominee or independent custodian). Case (e) provides for the voting rights which are under the control of such a person to be aggregated with those of its parent undertaking.

DTR 5.2.3 **G**

A person falling within Cases (a) to (h) is an indirect holder of shares for the purpose of the definition of shareholder. These indirect holdings have to be aggregated, but also separately identified in a notification to the issuer. Apart from those identified in the Cases (a) to (h), the FSA does not expect any other significant category "indirect shareholder" to be identified. Cases (a) to (h) are also relevant in determining whether a person is an indirect holder of qualifying financial instruments which result in an entitlement to acquire shares.

DTR 5.2.4 **R**

DTR 5.1.2 R and case (c) of DTR 5.2.1 R do not apply in respect of voting rights attaching to shares provided to or by a member of the European System of Central Banks in carrying out their functions as monetary authorities, including shares

provided to or by any such member under a pledge or repurchase of similar agreement for liquidity granted for monetary policy purposes or within a payments system provided:

- (1) this shall apply only for a short period following the provision of the shares; and
- (2) the voting rights attached to the shares during this period are not exercised.

DTR 5.4 Aggregation of managed holdings

DTR 5.4.1 **R**

(1) The parent undertaking of a management company shall not be required to aggregate its holdings with the holdings managed by the management company under the conditions laid down in the UCITS Directive, provided such management company exercises its voting rights independently from the parent undertaking.

(2) But the requirements for the aggregation of holdings applies if the parent undertaking, or another controlled undertaking of the parent undertaking, has invested in holdings managed by such management company and the management company has no discretion to exercise the voting rights attached to such holdings and may only exercise such voting rights under direct or indirect instructions from the parent or another controlled undertaking of the parent undertaking.

[Note: articles 12(4) of the TD]

DTR 5.4.2 **R**

(1) The parent undertaking of an investment firm authorised under MiFID shall not be required to aggregate its holdings with the holdings which such investment firm manages on a client-by-client basis within the meaning of Article 4(1), point 9, of MiFID, provided that:

- (a) the investment firm is authorised to provide such portfolio management;
- (b) it may only exercise the voting rights attached to such shares under instructions given in writing or by electronic means or it ensures that individual portfolio management services are conducted independently of any other services under conditions equivalent to those provided for under the UCITS Directive by putting into place appropriate mechanisms; and
- (c) the investment firm exercises its voting rights independently from the parent undertaking.

(2) But the requirements for the aggregation of holdings applies if the parent undertaking, or another controlled undertaking of the parent undertaking, has invested in holdings managed by such investment firm and the investment firm has no discretion to exercise the voting rights attached to such holdings and may only exercise such

voting rights under direct or indirect instructions from the parent or another controlled undertaking of the parent undertaking.

[Note: article 12(5) of the TD]

DTR 5.4.3 **R**

For the purposes of the exemption to the aggregation of holdings provided in DTR 5.4.1 R or DTR 5.4.2 R, a parent undertaking of a management company or of an investment firm shall comply with the following conditions:

- (1) it must not interfere by giving direct or indirect instructions or in any other way in the exercise of the voting rights held by the management company or investment firm; and
- (2) that management company or investment firm must be free to exercise, independently of the parent undertaking, the voting rights attached to the assets it manages.

[Note: article 10(1) of the TD implementing Directive]

DTR 5.4.4 **R**

A parent undertaking which wishes to make use of the exemption in relation to issuers subject to this chapter whose shares are admitted to trading on a regulated market must without delay, notify the following to the FSA:

- (1) a list of the names of those management companies, investment firms or other entities, indicating the competent authorities that supervise them, but with no reference to the issuers concerned; and
- (2) a statement that, in the case of each such management company or investment firm, the parent undertaking complies with the conditions laid down in DTR 5.4.3 R.

The parent undertaking shall update the list referred to in paragraph (1) on an ongoing basis.

[Note: article 10(2) of the TD implementing Directive]

DTR 5.4.5 **R**

Where the parent undertaking intends to benefit from the exemptions only in relation to the financial instruments referred to in Article 13 of the TD, it shall (in relation to financial instruments giving an entitlement to acquire shares which are admitted to trading on a regulated market) notify to the FSA only the list referred to in paragraph (1) of DTR 5.4.4 R.

[Note: article 10(3) of the TD implementing Directive]

DTR 5.4.6 **R**

A parent undertaking of a management company or of an investment firm must in relation to issuers subject to this chapter whose shares are admitted to trading on a regulated market be able to demonstrate to the FSA on request that:

- (1) the organisational structures of the parent undertaking and the management company or investment firm are such that the voting rights are exercised independently of the parent undertaking;
- (2) the persons who decide how the voting rights are exercised act independently;
- (3) if the parent undertaking is a client of its management company or investment firm or has a holding in the assets managed by the management company or investment firm, there is a clear written mandate for an arms-length customer relationship between the parent undertaking and the management company or investment firm.

The requirement in (1) shall imply as a minimum that the parent undertaking and the management company or investment firm must have established written policies and procedures reasonably designed to prevent the distribution of information between the parent undertaking and the management company or investment firm in relation to the exercise of voting rights.

[Note: article 10(4) of the TD implementing Directive]

DTR 5.4.7 **R**

For the purposes of paragraph (1) of DTR 5.4.3 R direct instruction means any instruction given by the parent undertaking, or another controlled undertaking of the parent undertaking, specifying how the voting rights are to be exercised by the management company or investment firm in particular cases.

DTR 5.4.8 **R**

Indirect instruction means any general or particular instruction, regardless of the form, given by the parent undertaking, or another controlled undertaking of the parent undertaking, that limits the discretion of the management company or investment firm in relation to the exercise of voting rights in order to serve specific business interests of the parent undertaking or another controlled undertaking of the parent undertaking.

[Note: article 10(5) of the TD implementing Directive]

DTR 5.4.9 **R**

Undertakings whose registered office is in a third country which would have required authorisation in accordance with Article 5 (1) of the UCITS directive or with regard to portfolio management under point 4 of section A of Annex 1 to MiFID if it had its registered office or, only in the case of an investment firm, its head office within the Community, shall be exempted from aggregating holdings with the holdings of its parent undertaking under this rule provided that they comply with equivalent conditions

of independence as management companies or investment firms.

[Article 23(6) TD]

DTR 5.4.10 **R**

A third country shall be deemed to set conditions of independence equivalent to those set out in this rule where under the law of that country , a management company or investment firm is required to meet the following conditions:

- (1) the management company or investment firm must be free in all situations to exercise, independently of its parent undertaking, the voting rights attached to the assets it manages;
- (2) the management company or investment firm must disregard the interests of the parent undertaking or of any other controlled undertaking of the parent undertaking whenever conflicts of interest arise.

DTR 5.4.11 **R**

A parent undertaking of a third country undertaking must comply with the notification requirements in DTR 5.4.4R (1) and DTR 5.4.5 R and in addition:

- (1) must make a statement that in respect of each management company or investment firm concerned, the parent undertaking complies with the conditions of independence set down in DTR 5.4.10 R; and
- (2) must be able to demonstrate to the FSA on request that the requirements of DTR 5.4.6 R are respected.

[Note: article 23 of the TD implementing Directive]

DTR 5.9 Filing of information with competent authority

DTR 5.9.1 **R**

- (1) A person making a notification to an issuer to which this chapter applies must, if the notification relates to shares admitted to trading on a regulated market, at the same time file a copy of such notification with the FSA.
- (2) The information to be filed with the FSA must include a contact address of the person making the notification (but such details must be in a separate annex and not included on the form which is sent to the issuer).

4 ドイツ法 (WpHG)

Abschnitt 5

Mitteilung, Veröffentlichung und Übermittlung von Veränderungen des Stimmrechtsanteils an das Unternehmensregister

§ 21 Mitteilungspflichten des Meldepflichtigen

(1) Wer durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 3 Prozent, 5 Prozent, 10 Prozent, 15 Prozent, 20 Prozent, 25 Prozent, 30 Prozent, 50 Prozent oder 75 Prozent der Stimmrechte an einem Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, erreicht, überschreitet oder unterschreitet (Meldepflichtiger), hat dies unverzüglich dem Emittenten und gleichzeitig der Bundesanstalt, spätestens innerhalb von vier Handelstagen unter Beachtung von § 22 Abs. 1 und 2 mitzuteilen. Bei Zertifikaten, die Aktien vertreten, trifft die Mitteilungspflicht ausschließlich den Inhaber der Zertifikate. Die Frist des Satzes 1 beginnt mit dem Zeitpunkt, zu dem der Meldepflichtige Kenntnis davon hat oder nach den Umständen haben mußte, daß sein Stimmrechtsanteil die genannten Schwellen erreicht, überschreitet oder unterschreitet. Es wird vermutet, dass der Meldepflichtige zwei Handelstage nach dem Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der genannten Schwellen Kenntnis hat.

(1a) Wem im Zeitpunkt der erstmaligen Zulassung der Aktien zum Handel an einem organisierten Markt 3 Prozent oder mehr der Stimmrechte an einem Emittenten zustehen, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, hat diesem Emittenten sowie der Bundesanstalt eine Mitteilung entsprechend Absatz 1 Satz 1 zu machen. Absatz 1 Satz 2 gilt entsprechend.

(2) Inlandsemittenten und Emittenten, für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, sind im Sinne dieses Abschnitts nur solche, deren Aktien zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.

(3) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über den Inhalt, die Art, die Sprache, den Umfang und die Form der Mitteilung nach Absatz 1 Satz 1 und Absatz 1a.

§ 22 Zurechnung von Stimmrechten

(1) Für die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 und 1a stehen den Stimmrechten des Meldepflichtigen Stimmrechte aus Aktien des Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, gleich, 1. die einem Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gehören, 2. die einem Dritten gehören und von ihm für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten

werden,

3. die der Meldepflichtige einem Dritten als Sicherheit übertragen hat, es sei denn, der Dritte ist zur Ausübung der Stimmrechte aus diesen Aktien befugt und bekundet die Absicht, die Stimmrechte unabhängig von den Weisungen des Meldepflichtigen auszuüben,

4. an denen zugunsten des Meldepflichtigen ein Nießbrauch bestellt ist,

5. die der Meldepflichtige durch eine Willenserklärung erwerben kann,

6. die dem Meldepflichtigen anvertraut sind oder aus denen er die Stimmrechte als Bevollmächtigter ausüben kann, sofern er die Stimmrechte aus diesen Aktien nach eigenem Ermessen ausüben kann, wenn keine besonderen Weisungen des Aktionärs vorliegen.

Für die Zurechnung nach Satz 1 Nr. 2 bis 6 stehen dem Meldepflichtigen Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gleich. Stimmrechte des Tochterunternehmens werden dem Meldepflichtigen in voller Höhe zugerechnet.

(2) Dem Meldepflichtigen werden auch Stimmrechte eines Dritten aus Aktien des Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, in voller Höhe zugerechnet, mit dem der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf diesen Emittenten auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt; ausgenommen sind Vereinbarungen über die Ausübung von Stimmrechten in Einzelfällen. Für die Berechnung des Stimmrechtsanteils des Dritten gilt Absatz 1 entsprechend.

(3) Tochterunternehmen sind Unternehmen, die als Tochterunternehmen im Sinne des § 290 des Handelsgesetzbuchs gelten oder auf die ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann, ohne dass es auf die Rechtsform oder den Sitz ankommt.

(3a) Für die Zurechnung nach dieser Vorschrift gilt ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinsichtlich der Beteiligungen, die von ihm im Rahmen einer Wertpapierdienstleistung nach § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 7 verwaltet werden, unter den folgenden Voraussetzungen nicht als

Tochterunternehmen im Sinne des Absatzes 3:

1. das Wertpapierdienstleistungsunternehmen darf die Stimmrechte, die mit den betreffenden Aktien verbunden sind, nur aufgrund von in schriftlicher Form oder über elektronische Hilfsmittel erteilten Weisungen ausüben oder stellt durch geeignete Vorkehrungen sicher, dass die

Finanzportfolioverwaltung unabhängig

von anderen Dienstleistungen und unter Bedingungen, die denen der Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (ABl. EG Nr. L 375 S. 3), die zuletzt durch Artikel 9 der Richtlinie 2005/1/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 9. März 2005 (ABl. EU Nr. L 79 S. 9) geändert worden ist, gleichwertig sind, erfolgt,

2. das Wertpapierdienstleistungsunternehmen übt die Stimmrechte unabhängig vom Meldepflichtigen aus,

3. der Meldepflichtige teilt der Bundesanstalt den Namen dieses Wertpapierdienstleistungsunternehmens und die für dessen Überwachung zuständige Behörde oder das Fehlen einer solchen mit und

4. der Meldepflichtige erklärt gegenüber der Bundesanstalt, dass die Voraussetzungen der Nummer 2 erfüllt sind.

Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen gilt jedoch dann für die Zurechnung nach dieser Vorschrift als Tochterunternehmen im Sinne des Absatzes 3, wenn der Meldepflichtige oder ein anderes Tochterunternehmen des Meldepflichtigen seinerseits Anteile an der von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen verwalteten Beteiligung hält und das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Stimmrechte, die mit diesen Beteiligungen verbunden sind, nicht nach freiem Ermessen, sondern nur aufgrund unmittelbarer oder mittelbarer Weisungen ausüben kann, die ihm vom Meldepflichtigen oder von einem anderen Tochterunternehmen des Meldepflichtigen erteilt werden.

(4) Wird eine Vollmacht im Falle des Absatzes 1 Satz 1 Nr. 6 nur zur Ausübung der Stimmrechte für eine Hauptversammlung erteilt, ist es für die Erfüllung der Mitteilungspflicht nach § 21 Abs. 1 und 1a in Verbindung mit Absatz 1 Satz 1 Nr. 6 ausreichend, wenn die Mitteilung lediglich bei Erteilung der Vollmacht abgegeben wird.

Die Mitteilung muss die Angabe enthalten, wann die Hauptversammlung

stattfindet und wie hoch nach Erlöschen der Vollmacht oder des Ausübungsermessens der Stimmrechtsanteil sein wird, der dem Bevollmächtigten zugerechnet wird.

(5) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über die Umstände, unter welchen im Falle des Absatzes 3a eine Unabhängigkeit des Wertpapierdienstleistungsunternehmens vom Meldepflichtigen gegeben ist, und über elektronische Hilfsmittel, mit denen Weisungen im Sinne des Absatzes 3a erteilt werden können.

§ 28 Rechtsverlust

Rechte aus Aktien, die einem Meldepflichtigen gehören oder aus denen ihm Stimmrechte gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 oder 2 zugerechnet werden, bestehen nicht für die Zeit, für welche die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a nicht erfüllt werden. Dies gilt nicht für Ansprüche nach § 58 Abs. 4 des Aktiengesetzes und § 271 des Aktiengesetzes, wenn die Mitteilung nicht vorsätzlich unterlassen wurde und nachgeholt worden ist.

大量保有報告書の実例

2008 年 1 月 15 日 伊藤忠商事のプライム株についての大量保有報告書

EDINET提出書類 2008/01/15 提出
伊藤忠商事株式会社(401001)
大量保有報告書

【表紙】

【提出書類】	大量保有報告
【根拠条文】	法第27条の23第1項
【提出先】	近畿財務局長
【氏名又は名称】	伊藤忠商事株式会社 代表取締役社長 小林 栄三
【住所又は本店所在地】	大阪府大阪市中央区久太郎町4丁目1番3号
【報告義務発生日】	平成20年1月10日
【提出日】	平成20年1月15日
【提出者及び共同保有者の総数（名）】	1名
【提出形態】	その他

第1【発行者に関する事項】

発行者の名称	株式会社 プライム
証券コード	2 6 8 4
上場・店頭の別	上場
上場金融商品取引所	ジャスダック

第2【提出者に関する事項】

1【提出者（大量保有者）／1】

(1)【提出者の概要】

①【提出者（大量保有者）】

個人・法人の別	法人（株式会社）
氏名又は名称	伊藤忠商事株式会社
住所又は本店所在地	大阪府大阪市中央区久太郎町4丁目1番3号
旧氏名又は名称	
旧住所又は本店所在地	

②【個人の場合】

生年月日	
職業	
勤務先名称	
勤務先住所	

③【法人の場合】

設立年月日	昭和24年12月1日
代表者氏名	小林 栄三
代表者役職	代表取締役社長
事業内容	総合商社

④【事務上の連絡先】

事務上の連絡先及び担当者名	財務部 資金・投資管理担当部長 倉田 秀樹
電話番号	03-3497-7138

(2)【保有目的】

取引関係強化の為

(3)【重要提案行為等】

該当ありません

(4) 【上記提出者の保有株券等の内訳】

① 【保有株券等の数】

	法第27条の23第3項本文	法第27条の23第3項第1号	法第27条の23第3項第2号
株券又は投資証券等(株・口)	10,060		
新株予約権証券(株)	A 20,530	— H	
新株予約権付社債券(株)	B	— I	
対象有価証券カバードワラント	C		J
株券預託証券			
株券関連預託証券	D		K
株券信託受益証券			
株券関連信託受益証券	E		L
対象有価証券償還社債	F		M
他社株等転換株券	G		N
合計(株・口)	O 30,590	P	Q
信用取引により譲渡したことにより控除する株券等の数	R		
共同保有者間で引渡請求権等の権利が存在するものとして控除する株券等の数	S		
保有株券等の数(総数) (O+P+Q-R-S)	T		30,590
保有潜在株式の数 (A+B+C+D+E+F+G+H+I+J+K+L+M+N)	U		20,530

② 【株券等保有割合】

発行済株式等総数(株・口) (平成20年1月10日現在)	V	67,226.88
上記提出者の 株券等保有割合(%) (T/(U+V)×100)		34.86
直前の報告書に記載された 株券等保有割合(%)		0

(5) 【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】

年月日	株券等の種類	数量	割合	市場内外取引の別	取得又は処分の別	単価
平成20年 1月10日	普通株式	10,060	11.46	市場外	取得	47,524
平成20年 1月10日	新株予約権証券	20,530	23.39	市場外	取得	2,851

(6) 【当該株券等に関する担保契約等重要な契約】

ありません

(7) 【保有株券等の取得資金】

① 【取得資金の内訳】

自己資金額 (W) (千円)	536, 622
借入金額計 (X) (千円)	
その他金額計 (Y) (千円)	
上記 (Y) の内訳	
取得資金合計 (千円) (W+X+Y)	536, 622

② 【借入金の内訳】

名称 (支店名)	業種	代表者氏名	所在地	借入目的	金額 (千円)

③ 【借入先の名称等】

名称 (支店名)	代表者氏名	所在地

金融商品取引法研究会メンバー

(平成 20 年 1 月 29 日現在)

顧問	森 本 滋	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	戸 田 暁	京都大学大学院法学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松 尾 直 彦	東京大学公共政策大学院客員教授
〃	永 井 智 亮	野村證券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	菊 地 鋼 二	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	河 村 賢 治	日本証券業協会客員研究員・ 関東学院大学経済学部准教授
〃	檜 崎 みどり	日本証券業協会客員研究員・中央大学法学部准教授
〃	若 林 泰 伸	日本証券業協会客員研究員・ 国学院大学法学部准教授
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
〃	萬 澤 陽 子	立教大学法学部助教
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月
第13号「敵対的買収に関する法規制」 報告者 中東正文名古屋大学教授	2006年5月

- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月
報告者 太田洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士

[新 刊 案 内]

新外国証券関係法令集 EU (欧州連合)

金融商品市場指令(M i F I D) , 透明性指令 他

EU の主要な資本市場関連指令を全訳 2007 年 12 月発刊

A5 判 432 頁 税込 2,000 円 + 税

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 22 号

大量保有報告制度

平成 20 年 3 月 10 日

定価（本体 500 円 + 税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
(証券取引法研究会)

発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03 (3669) 0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-638-9 C3032 ¥500E