

## Capital Markets Newsletter

2025年8月20日

金融庁パブリックコメント結果を踏まえた  
令和6年大量保有報告制度改正の解説(前編)執筆者: [根本 敏光](#)、[水本 真矢](#)、[橘川 文哉](#)

- I. はじめに
- II. 企業と投資家の対話の促進に向けた規定の整備等
  - 1. 実質的共同保有者の範囲の明確化
  - 2. 重要提案行為等の範囲の明確化
- III. 現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に関する規定の整備
  - 1. デリバティブ取引の権利者が保有者となる要件
  - 2. デリバティブ取引の原資産である株券等の数の計算方法(以上本号)

I. はじめに<sup>1</sup>

2025年7月4日、令和6年金商法等改正に係る金商法施行令、大量保有府令等の改正(「本改正」)が公布されました。これに伴い、金融庁が公表している「株券等の大量保有報告に関する Q&A」等も一部改訂されており、また、同年3月14日から4月13日までの間に実施された本改正案<sup>2</sup>に関するパブリックコメントの結果も金融庁により公表されました<sup>3</sup>。

これらは、2023年12月25日に公表された金融庁金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」報告(「TOB・大量保有 WG 報告」)<sup>4</sup>の提言を受け、2024年5月15日に成立した「金融商品取

<sup>1</sup> 本書では、金融商品取引法を「金商法」、金融商品取引法施行令を「金商法施行令」、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令を「大量保有府令」、株券等の大量保有報告に関する Q&A を「大量保有 Q&A」といい、改正前後や本改正案・本改正で内容の異なるものについては「現行」や「改正案」・「改正」等といった形でその旨を示しています。また、2025年7月4日に公表された「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方(大量保有報告制度等関連)」を「本パブコメ」といいます。

<sup>2</sup> 本改正案の概要については、当事務所ニュースター「[令和6年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等の公表—大量保有報告制度の見直し—](#)」(Capital Markets Newsletter Vol.92(2025年4月号))をご参照ください。

<sup>3</sup> <https://www.fsa.go.jp/news/r7/shouken/20250704/20250704.html>

<sup>4</sup> TOB・大量保有 WG 報告の概要については、当事務所ニュースター「[金融庁金融審議会『公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ』報告について](#)」(Corporate Newsletter Vol.42(2024年2月号))をご参照ください。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律(「令和 6 年金商法等改正」)<sup>5</sup>による大量保有報告制度・公開買付制度の見直しについて、関係政令・内閣府令等の規定の整備を行うものです。

本改正は、一部を除き<sup>6</sup>、令和 6 年金商法等改正と同様、2026 年 5 月 1 日から施行されますが、一定の経過措置が設けられています(大量保有報告制度の改正に係る経過措置の詳細は後編(Vol.97)をご参照ください)。

本ニュースレターでは、前編(本号)と後編(Vol.97)の 2 回に分けて、本改正による大量保有報告制度の見直しについて<sup>7</sup>、本パブコメや改正大量保有 Q&A の内容も織り交ぜながら解説いたします。

## II. 企業と投資家の対話の促進に向けた規定の整備等

### 1. 実質的共同保有者の範囲の明確化

#### (1)「共同保有者」に該当しないこととなるための要件

令和 6 年金商法等改正では、「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」であっても、以下の要件を全て満たす場合には、いわゆる実質的共同保有者に該当しないものとされました(改正金商法 27 条の 23 第 5 項)<sup>8</sup>。これは、中長期的な企業価値向上に資する協働エンゲージメントを促進する観点から、実質的共同保有者に該当しないこととする例外措置を設けたものです(本パブコメ No.16)。

- ① 当該保有者及び他の保有者が金融商品取引業者<sup>9</sup>、銀行、信託会社<sup>10</sup>、保険会社、農林中央金庫及び株式会社商工組合中央金庫、並びに外国の法令に準拠して外国において第一種金融商品取引業、投資運用業、銀行業、信託業又は保険事業を営む者であること(同項 1 号)<sup>11,12</sup>

<sup>5</sup> 令和 6 年金商法等改正による大量保有報告制度の見直しの概要については、当事務所ニュースレター「[令和 6 年金融商品取引法等改正案—大量保有報告制度の見直し—](#)」(Capital Markets Newsletter Vol.85(2024 年 5 月号))をご参照ください。

<sup>6</sup> 公開買付規制に係る改正金商法施行令 14 条、14 条の 3 の 8 及び 14 条の 3 の 11 第 1 項は、2025 年 7 月 4 日から施行されています。

<sup>7</sup> 本改正による公開買付制度の見直しの概要については、当事務所ニュースレター「[金融庁パブリックコメント結果を踏まえた公開買付規制改正の解説\(前編\)](#)」(Corporate Newsletter Vol.47(2025 年 7 月 17 日号))及び「[金融庁パブリックコメント結果を踏まえた公開買付規制改正の解説\(後編\)](#)」(Corporate Newsletter Vol.48(2025 年 7 月 23 日号))をご参照ください。

<sup>8</sup> なお、株券等の保有者と当該株券等の他の保有者が、改正金商法 27 条の 23 第 5 項の要件の全てを充足し、実質的共同保有者には該当しない場合であっても、同条 6 項に規定する関係にある場合には、当該他の保有者は、いわゆるみなし共同保有者として共同保有者に該当します(本パブコメ No.1)。

<sup>9</sup> 第一種金融商品取引業(有価証券関連業に該当するものに限り、第一種少額電子募集取扱業務及び非上場有価証券特例仲介等業務を除く)を行う者又は投資運用業(金商法 28 条 4 項に規定する投資運用業のうち同法 2 条 8 項 12 号及び 14 号に掲げる行為に限る)を行う者に限ります。

<sup>10</sup> 信託業法 3 条又は 53 条 1 項の免許を受けたものに限ります。

<sup>11</sup> これは、改正大量保有府令 11 条で定める特例報告制度を利用できる者のうち第 1 号及び第 2 号に定める者と一致しています。

<sup>12</sup> なお、本①の要件を充足するためには、合意の当事者である株券等の保有者及び当該株券等の発行者が発行する株券等の他の保有者の全てが改正大量保有府令 5 条の 2 の 2 各号に掲げる者のいずれかに該当することが必要とされています(本パブコメ

- ② 共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的としないこと(同項 2 号)
- ③ 共同して発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することの合意(個別の権利の行使ごとの合意として政令で定めるものに限る)であること(同項 3 号)

### (2)金商法 27 条の 23 第 5 項柱書の「合意」の有無

本パブコメは、金商法 27 条の 23 第 5 項柱書の「合意」について、株主間の話し合いの場において示される一部の株主の提案や見解が当該株主の行動を約するものでなく、かつ、他の株主が当該提案や見解に対して自らの行動を約することなく賛意を表明するにとどまる場合や、株主が協働して企業との対話を行う場において、今後開催される株主総会の特定の議案について賛否の意見を述べたにとどまり、当該意見の陳述が当該株主の行動を約するものでない場合は、当該株主間の「合意」には至っていないと評価されるとしています(本パブコメ No.7-9)。

### (3)「共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的」(上記②)の要件

本パブコメは、上記②の要件に関して、以下のような場合には、通常、「共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的」とする場合には該当しないと考えられるとしています。

- ・ 協働エンゲージメントを行う株主の一部が他の株主から独立して単独で重要提案行為等を行った場合(本パブコメ No.5-6)
- ・ 他の保有者との間で発行者の提案する議案(特定の取締役の再任等)に対して共同して反対の議決権行使をすることを合意している場合であっても、当該合意の内容が単に反対の議決権行使をすることとどまるとき(本パブコメ No.10)

これに対し、共同提案に係る株主提案(各号列挙事項(下記 2.(1)ご参照。)に係る株主提案)について、共同して賛成の議決権行使をする旨の合意をした場合には、共同して重要提案行為等を行うことが合意の前提となっていると評価でき、「共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的」としていると考えられるとされています(本パブコメ No.12-13)。

### (4)「個別の権利行使ごとの合意」(上記③)の要件

本改正は、上記③の「個別の権利行使ごとの合意」と認められるための要件について、(i)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の間で当該発行者の株主総会又は投資主総会ごとにする合意であって、(ii)合意の対象とする当該発行者の株主総会又は投資主総会の議案を他の議案と明確に区別できるよう特定し、(iii)当該議案に対する賛否を定めて、当該保有者及び他の保有者が当該議案について共同して議決権<sup>13</sup>を行使することを内容とするものであることという 3 つの要件を定めています(改正金商法施行令 14

No.3-4)。そのため、協働エンゲージメントを行うものの中に金融機関以外がいる場合は本例外に依拠することはできない点に留意が必要です。

<sup>13</sup> 改正金商法 27 条の 23 第 5 項 3 号は「共同して当該発行者の株主としての『議決権その他の権利』を行使することの合意(個別の権利の行使ごとの合意として政令で定めるものに限る。)であること」を要件として規定しているところ、当該例外措置が設けられた趣旨を踏まえ、協働エンゲージメントの過程で合意することが想定される株主総会等における「議決権」行使について規定することとしたものと説明されています(本パブコメ No.16)。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

条の6の3)。

さらに、改正大量保有 Q&A 問 26 では、上記(i)から(iii)の要件について、以下のとおり敷衍した説明がなされています。

## (i)株主総会等ごとに合意(上記(i))の要件

(i)については、株主総会等ごとに合意することが必要であり、例えば「今後5年間のX社株主総会においてAを役員に選任する旨の議案に反対する。」等のように、同一の発行者の複数の株主総会等や将来の株主総会等における議案に関する包括的な合意については、(i)の要件を充足しないとされています。また、同一の発行者について、株主総会等ごとに同一の内容の合意をする場合も、各合意に至る経緯、各合意の内容、各合意の対象となった株主総会等における各保有者の議決権行使の状況等、個別の事情を踏まえて、包括的な合意かどうか判断されることとなります。

## (ii)合意の対象とする議案の特定(上記(ii))の要件

(ii)については、例えば、「X社2025年度定時株主総会における第1号議案」、「X社2025年度定時株主総会における取締役選任議案のうち、候補者Aの選任議案」というように議案が一意に定まる程度に特定されている必要があります。そのため「組織再編に関する議案」といった程度では議案が一意に定まらないことから、「他の議案と明確に区別できるよう特定」したとは認められないとされており<sup>14</sup>、本例外に依拠する場合は、他の株主との合意の対象がどの程度具体的に特定されているかにつき留意する必要があります。

## (iii)賛否の定め(上記(iii))の要件

(iii)については、合意の対象となる議案に対する「賛成」「反対」のいずれかを定めて合意することが必要であり、例えば、「保有者Bの判断に委ねる」というように議案に対する賛否を特定の保有者の意向に一任する合意や、形式上は賛否を定めていても、各保有者における議案の賛否についての検討過程その他の合意に至る経緯、合意の内容等、個別の事情を踏まえ、実質的に一部の保有者に一任していると認められる場合には、(iii)の要件は満たさないとされています。

## 2. 重要提案行為等の範囲の明確化

### (1)重要提案行為等の該当要件

日常の営業活動等において反復継続的に株券等の売買を行っている金融商品取引業者等については、一定の要件の下、特例報告制度の利用が認められていますが、特例報告制度を利用するための要件として、「重要提案行為等」を行うことを保有の目的としないことが求められています(金商法27条の26第1項)。もっとも、これまでは何が「重要提案行為等」にあたるかについて不明確又は広範な規制となっており、企業と投資家との実効的なエンゲージメントの促進のためには、更なる明確化又は限定が必要との指摘がなされていました(本パブコ

<sup>14</sup> なお、合意の対象となる議案の個数に限定はなく、複数の議案について合意する場合であっても、個々の議案がそれぞれ特定されていれば、(ii)の要件を充足すると考えられます(改正大量保有 Q&A 問 26)。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

× No.45)。

このような経緯のもと、改正大量保有 Q&A 問 36 において、「重要提案行為等」に該当するためには以下の①～③の要件を全て満たす必要があることが明示されました<sup>15</sup>。

- ① 発行者(又はその子会社)に対する「提案」行為であること
- ② 提案内容が金商法施行令 14 条の 8 の 2 第 1 項各号に掲げる事項(「各号列挙事項」)に該当すること
- ③ 提案行為が発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼすことを目的とすること

## (2)提案行為(上記①)の要件

上記①に関し、本パブコメは、単に発行者の経営方針等の説明を求める行為、議決権行使方針や具体的な議決権行使の予定を伝える行為、及び特定の事業の継続あるいは経営判断・施策について単に懸念を表明する行為は、通常、株主・発行者間での認識の共有を図るものであって、「提案」行為には該当しないと考えられるものの、発行者に対する意見の陳述や懸念の表明が、実質的に発行者に対して行為を求めるものである場合には、「提案」行為に該当すると考えられるとしています(本パブコメ No.26、27、45)<sup>16</sup>。

## (3)提案内容(上記②)の要件

上記②に関し、本改正により、各号列挙事項について、「支配人その他の重要な使用人の選任又は解任」(現行金商法施行令 14 条の 8 の 2 第 1 項 5 号)及び「支店その他の重要な組織の設置、変更又は廃止」(同項 6 号)が削除された一方、以下の事項が追加されました(改正金商法施行令 14 条の 8 の 2 第 1 項)。

- ・ 代表執行役の選定・解職(3 号)
- ・ 執行役員の選任・解任(3 号)  
なお、「執行役員」は、投資信託及び投資法人に関する法律上の執行役員を指し(本パブコメ No.17-18)、株式会社で任意に設置される執行役員はこれに該当しません。
- ・ 特定の者の役員への選任<sup>17</sup>(4 号)
- ・ 第三者による支配権の取得(発行者が発行する株券等の発行者以外の者による取得であって、当該取得の後に当該発行者以外の者及び当該発行者以外の者とみなし共同保有者の関係にある者が合わせて当該発行者の総株主等の議決権の数の 50%を超える数の議決権に係る株式又は投資口を所有することとなるもの)(改正大量保有府令 16 条 4 号)  
なお、「発行者以外の者」とは、提案者のみに限定されず、提案者以外の第三者をも含み得ます(本パブコ

<sup>15</sup> 仮に政府令において規定する場合にはかえって運用が硬直的になってしまわないか慎重に検討する必要があることに加え、諸外国においてもガイドライン等が活用されていることから、TOB・大量保有 WG 報告において提言された内容も踏まえ、大量保有 Q&A において重要提案行為等の範囲を明確化することとしたとのことです(本パブコメ No.43、44)。

<sup>16</sup> なお、「責任ある機関投資家」の諸原則(日本版スチュワードシップ・コード)において機関投資家と投資先企業との間で行う「対話」の事項として例示されているもの(「ガバナンス体制構築状況」、「事業ポートフォリオの見直し」等)であっても、「提案」行為に該当するかは上記の基準に従って判断されるため(本パブコメ No.26)、日本版スチュワードシップ・コードに従って行動していさえすれば常に重要提案行為等を保有の目的とするものではない、といえるわけではないと考えられます。

<sup>17</sup> なお、役員「解任」については、その具体的な提案内容によっては、「役員構成の重要な変更」(同項 5 号)に該当する場合があります(本パブコメ No.19-20)。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

× No.22)<sup>18</sup>。

また、議決権保有割合の計算に当たって合算するのはみなし共同保有者分のみで足り、実質共同保有者の所有分については、当該実質共同保有者がみなし共同保有者にも該当する場合を除き、合算する必要はありません(本パブコメ No.21)。

**(4)提案目的(上記③)の要件**

**(i)各号列挙事項の分類**

上記③に関し、改正大量保有 Q&A 問 36 では、改正金商法施行令 14 条の 8 の 2 第 1 項の各号列挙事項を、以下のとおり「発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼすことを目的とする」ものに該当する可能性が高いものとそのような可能性が低いものに類型化しています<sup>19</sup>。

相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度が <u>高い</u> 事項	相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度が <u>低い</u> 事項
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 代表取締役・代表執行役の選定・解職(3 号)</li> <li>● 執行役員の選解任(3 号)</li> <li>● 特定の者(自ら又は自らが指名する者)の役員への選任(4 号)</li> <li>● 発行者が株式交換完全子会社となる株式交換(6 号)<sup>20</sup></li> <li>● 発行者が吸収合併消滅会社又は吸収合併消滅法人となる吸収合併(6 号)</li> <li>● 発行者の主要な事業を承継対象とする会社分割(6 号)</li> <li>● 事業の譲渡、譲受け、休止又は廃止(7 号)のうち発行者の主要な事業の譲渡、休止又は廃止</li> <li>● 解散(12 号、大量保有府令 16 条 2 号)</li> <li>● 破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て(12 号、大量保有府令 16 条 3 号)</li> <li>● 第三者による支配権の取得(12 号、改正大量保有府令 16 条 4 号)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 各号列挙事項のうち、左記に記載の事項以外</li> </ul> <p>※当該提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様により提案を行う場合には、当該提案は事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を与えることを企図していると考えられる。</p>

**(ii)相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度が高い事項**

相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度が高いとされた事項の提案については、当該事項は、発行者

<sup>18</sup> 従って、MBO を行うことを提案することは、提案者が買収資金の出捐を行う者(スポンサーを伴うか否か)であるかにかかわらず、重要提案行為等に該当すると考えられます(本パブコメ No.35)。

<sup>19</sup> 当該分類については、基本的には典型的に判断することによってよいとされているものの(本パブコメ No.38)、あくまで目安のため、特段の事情が存在する場合には、個別具体的な事情を加味して「発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼすことを目的とする」といえるかを判断する必要があると考えられます。

<sup>20</sup> 株式交換(発行者が株式交換完全子会社になる場合に限ります。)、吸収合併(発行者が吸収合併消滅会社になる場合に限ります。)、及び会社分割(発行者の主要な事業を分割する場合に限ります。))については、本改正案の段階では「相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度が高い事項」として掲げられていませんでしたが、発行者の主要な事業の譲渡、解散や第三者による支配権の取得と同程度に発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼすものと考えられることから追加されました(本パブコメ No.38)。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

との対話の場で行うものであっても、それが実現した場合には発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼすこととなるため、当該提案は、上記③の要件に該当する可能性が高いとされています。

このうち、上記の「発行者の主要な事業」に該当するかは、量的側面(当該事業の売上高、資産、利益、従業員数等)と質的側面(当該事業が発行者の事業活動に与える影響の程度等)から実質的に判断されるとされています(本パブコメ No.37、43)。

### (iii)相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度が低い事項

当該事項については、これを発行者との対話の場で提案したとしても、通常は経営陣に対して当該事項の検討を求め、その採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねる趣旨であると考えられ、そのような提案を行う者が直ちに発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を与えることを企図しているものとは考え難いことから、当該提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様で行うものでない限り、上記③の要件には該当しないと考えられます(本パブコメ No.43)。例えば、以下の場合には、「当該提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様による提案」に該当すると考えられます(改正大量保有 Q&A 問 36)。

- ・ 株主提案権の行使による場合
- ・ 発行者の同意を得ることなく提案内容を公表する場合(いわゆるキャンペーン)
- ・ 提案内容を実行しない場合には株主提案権の行使、キャンペーンや委任状勧誘を行うことを示唆して提案を行う場合

他方、以下の場合には、当該行為のみでは「提案の採否を発行者の経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様による提案」には該当しないと考えられます(本パブコメ No.39-40)。

- ・ 株主総会における会社提案議案に反対する可能性があることを示唆して提案を行う場合
- ・ 会社に対し議決権行使の内容を示唆する場合

### (iv)その他

以上のほか、例えば、発行者から特定の議題について意見を求められ、株主がこれに応じて受動的に自身の意見を陳述する場合には、上記③の要件に該当する可能性は低くなるとされています(改正大量保有 Q&A 問 36)。他方、発行者との対話の場において、議題を特定することなく意見を求められる場合においては、「発行者から特定の議題について意見を求められ、株主がこれに応じて受動的に自身の意見陳述する場合」には該当しないと考えられるとされています(本パブコメ No.42)。発行者から明示的に意見の求めがない場合であっても、意見交換に至る経緯、株主と発行者とのこれまでの対話の状況、関係性等によっては、「発行者から特定の議題について意見を求められ、株主がこれに応じて受動的に自身の意見を陳述する場合」に該当し得るとされています(本パブコメ No.42)が、重要提案行為等を保有の目的としていないことを前提に特例報告制度を利用している保有者が、これまでの関係性や対話の流れの中で発行者から事業活動に関し踏み込んだ意見を求められたような場合には、具体的にどの議題に関して意見を求めるものかを発行者に特定してもらったうえで、自身の意見を述べる

のが安全な対応と考えられます。

なお、「株券等保有割合が10%を超えることとなる株券等の取得」を行う目的がある場合には、「重要提案行為等」を行うことを保有の目的としていることとなるため特例報告制度の適用が受けられないところ(金商法27条の26第1項、改正大量保有府令13条3号)、「株券等保有割合が10%を超えることとなる株券等の取得」を行うことを示唆して株券等の取得の提案を行う場合には、当該提案の段階で、「株券等保有割合が10%を超えることとなる株券等の取得」を行う目的を有していると考えられる可能性があると考えられています(改正大量保有Q&A問36)。そのため、提案の時点では株券等保有割合が10%を超えていなくても、特例報告制度を利用できなくなる可能性がある点に留意が必要です。

### (5)重要提案行為等の該当性の事例検討

改正大量保有 Q&A 問 36 では、株券等保有割合が 5%を超える機関投資家が、発行者との間で次の行為を行うことが「重要提案行為等」に該当するかについて、以下の考えが示されています。

(a) 発行者の経営方針等(ガバナンス、資本政策、経営陣の選解任・指名、株主還元等に関する方針を含む)の説明を求める行為

この行為は、単に発行者の経営方針等の説明を求めるのみであり、発行者に対する「提案」行為ではないため、上記①の要件を満たさず、「重要提案行為等」には該当しないとされています。

(b) 自らの議決権行使方針、当該方針を踏まえた発行者に対する具体的な議決権行使の予定、保有株式の保有・処分方針等を説明する行為

上記(a)と同様に、議決権行使方針や当該方針を踏まえた具体的な議決権行使の予定等を説明することにより、発行者に対する「提案」行為ではないため、上記①の要件を満たさず、「重要提案行為等」には該当しないとされています。もっとも、発行者に対する説明が、実質的に発行者に対して改正金商法施行令14条の8の2第1項各号の行為を求めるものである場合には、「重要提案行為等」に該当する可能性があります。

(c) 政策保有株式の売却を求める行為

「重要な財産の処分」(改正金商法施行令14条の8の2第1項1号)の該当性が問題となりますが、具体的な銘柄を指定することなく抽象的に発行者が保有する政策保有株式の売却を求める提案は「重要な財産の処分」に該当しないとされています。また、発行者が政策保有株式として保有する個別銘柄の売却を求める場合においては、当該政策保有株式の帳簿価額、発行者の総資産に占める割合、当該政策保有株式の保有目的等に照らして総合的に判断する必要があるものの、政策保有株式の性質からすれば、通常は、「重要な財産の処分」の提案には該当しないとされています。

(d) 代表取締役の後継者計画や指名方針の変更を求める行為

これらの行為は、通常、それ自体は「代表取締役の選定・解職」(同項3号)、「特定の者(自ら又は自らが指定する者)の役員への選任」(同項4号)、「役員構成の重要な変更」(同項5号)の提案には該当しないものの、当該提案が実質的に代表取締役の解職や役員の変更を求めるものである場合には、上記各号の行為に該当する可能性

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

© Mori Hamada & Matsumoto. All rights reserved.

があるとされています。非常に高齢かつ長期間代表取締役を務める人物がいる会社において、単にサクセッションプランの策定及びその提示を求めるのみであれば、通常、実質的に「代表取締役の解職」を求める提案には該当しないと考えられます(本パブコメ No.29)。

(e) コーポレートガバナンス・コードの原則をコンプライ(実施)するために必要な範囲で、独立社外取締役の増員を求める行為

例えば、独立社外取締役を増員することでコーポレートガバナンス・コードの原則をコンプライ(実施)することができる場合において、具体的な候補者を提示することなく、コーポレートガバナンス・コードの原則をコンプライ(実施)するために必要な増員を求めるとどまる場合には、通常、「特定の者(自ら又は自らが指定する者)の役員への選任」(同項 4 号)や「役員構成の重要な変更」(同項 5 号)の提案には該当しないとされています<sup>21</sup>。改正大量保有 Q&A における上記記載に鑑みれば、コーポレートガバナンス・コードの原則をコンプライするために必要な範囲であったとしても、具体的な候補者を示した上で役員選任を求める場合には、上記各号の行為に該当する可能性があると考えられる点に留意が必要です。

(f) 事業ポートフォリオの見直しを求める行為

事業の譲渡、譲受け、休止又は廃止を伴う事業ポートフォリオの見直しを求める行為は、一般に「事業の譲渡、譲受け、休止又は廃止」(同項 7 号)に該当すると考えられます。もっとも、発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす目的がない場合には、上記③の要件を満たさず、「重要提案行為等」には該当しないとされています。但し、譲渡、休止又は廃止を求める事業が発行者の主要な事業である場合には、「相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響の程度が高い事項」を提案するものとして、上記③の要件に該当する可能性が高いと考えられます(本パブコメ No.27)。

### Ⅲ. 現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に関する規定の整備

#### 1. デリバティブ取引の権利者が保有者となる要件

##### (1)3号保有者の創設

令和6年金商法等改正では、株券等の「保有者」に関して、新たに3号保有者という類型を追加し、現金による決済が予定されているデリバティブ取引のうち、①株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有する者であって、②当該デリバティブ取引の相手方から株券等を取得する目的その他政令で定める目的を有する者は、③当該デリバティブ取引の原資産である株券等の数を算出する計算方法として内閣府令で定める計算方法により算出

<sup>21</sup> 同様に、金融商品取引所がその規程等において定める上場企業に対する要請事項(女性役員の選任・増員等)に対応するよう求める行為、プライム市場上場企業に対して支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を過半数選任することを求める行為及びジェンダー・ダイバーシティ方針の策定・公表を求める行為については、「特定の者(自ら又は自らが指定する者)の役員への選任」や「役員構成の重要な変更」の提案には該当しないと考えられます(本パブコメ No.30-32、43)。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

された数の株券等について、3号保有者として大量保有報告書の提出義務の対象とするものとされました(改正金商法27条の23第3項本文・3号)。

これは、現金決済型のエクイティ・デリバティブ取引であっても、潜在的に経営に対する影響力を有していると評価することができるとともに、実質的に制度を潜脱する効果を有すると評価することもできるものについては、大量保有報告制度の適用対象としたものです(本パブコメ No.54-55、56)。

なお、現行法に基づき算出される株券等保有割合(3号保有に該当するエクイティ・デリバティブ取引による保有株券等の数を含めずに算出)と改正法に基づき算出される株券等保有割合(3号保有に該当するエクイティ・デリバティブ取引による保有株券等の数を含めて算出)の差については、改正法の施行時にその差に相当する株券等保有割合の増減が生じたものとみなされるため(改正金商法附則5条前段)、これにより施行日において株券等保有割合が5%超となり、又は株券等保有割合が1%以上増加する場合には、施行日に大量保有報告書又は変更報告書の提出義務が発生し(本パブコメ No.74)、施行日から5営業日以内にEDINETにて当該報告書の提出を行う必要があります。そのため、特に日本の上場株式に投資するにあたりデリバティブ取引を活用している投資家においては、2026年5月1日までに3号保有に該当するデリバティブ取引があるか、ある場合には当該デリバティブ取引による保有も考慮して算出される株券等保有割合が5%超となり、又は、1%以上増加することにならないかにつき検証し、これに該当する銘柄全てについて、2026年5月13日まで(報告義務発生日となる2026年5月1日から5営業日以内)に、大量保有報告書又は変更報告書を提出する必要があります。また、デリバティブ取引については、本改正により「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄にもその概要(当該デリバティブ取引の種類、相手方、決済日又は権利行使期間若しくは取引期間等当該デリバティブ取引の内容)を記載する必要があるとされた(改正大量保有府令第一号様式・記載上の注意(14)b。当該記載欄に係る改正の詳細は後編(Vol.97)をご参照ください。)。そのため、株券等のデリバティブ取引に係る権利を有する者が、3号保有者として大量保有報告書等を提出する際に「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄に当該デリバティブ取引の概要について記載しなければならなくなることに加え、当該デリバティブ取引の相手方においては、当該デリバティブ取引に係る権利を有する者により提出される大量保有報告書等を通じて、デリバティブ取引の内容が開示されることになる点にも留意が必要です。

### (2)「その他政令で定める目的」(上記②)の要件

改正金商法施行令は、以下の(i)、(ii)又は(iii)のいずれかの目的を有する場合、②の要件を満たすとしています(改正金商法施行令14条の6第2項各号)<sup>22</sup>。

- (i) 株券等に係るデリバティブ取引の相手方から当該株券等の発行者が発行する株券等を取得する目的(1号)

<sup>22</sup> なお、本改正案の段階では「株券等に係るデリバティブ取引の相手方から当該株券等若しくは当該株券等の発行者が発行する他の株券等を取得する目的又は当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して…重要提案行為等を行い若しくは当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす目的」と規定されていたところ(金商法施行令改正案14条の6第2項)、本改正で文言が変更されています。もっとも、「当該発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して」が「重要提案行為等を行い」のみを修飾しており「当該デリバティブ取引の相手方が保有する当該発行者が発行する株券等に係る議決権に影響を及ぼす」は修飾していないことを明示する観点等から、規定の仕方が修正されているものであり(本パブコメ No.46-47)、実質的に内容を変更するものではありません。

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的な案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

(ii) 株券等の発行者に対して当該発行者が発行する株券等に係るデリバティブ取引に係る権利を有することを示して重要提案行為等を行う目的(2号)

(iii) 株券等に係るデリバティブ取引の相手方が保有する議決権(当該株券等の発行者が発行する株券等に係るものに限る。)の行使に影響を及ぼす目的(3号)

なお、当該目的を有していると認められる場面は、デリバティブ取引の相手方との間で当該目的により取引を行うことを合意している場合に限られるものではないとされています(本パブコメ No.50-51)。

また、当該デリバティブ取引のロングポジションを取得した時点で、当該株券等から生じる経済的な利益を享受する目的のみを有している場合には当該株券等の「保有者」には該当しませんが、ロングポジション取得後に上記(i)から(iii)のいずれかの目的を有するに至った場合には、その時点で当該株券等の「保有者」に該当すると考えられます(改正大量保有 Q&A 問 14)。

### (3)株券等をデリバティブ取引の相手方から取得する目的(上記(i))

本パブコメでは、上記(i)の目的の有無に関し、以下のとおりケースごとの考え方が示されています。かなり早いタイミングで保有株券等の数に算入する必要があるケースもあるため留意が必要です。

No.	ケース	株券等をデリバティブ取引の相手方から取得する目的の有無
59	現物取引の空売りにより生じるショートポジションをハッジする目的で、現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に係る株券等を空売りした株式の返還に充てるために当該デリバティブ取引を行う場合	上記(i)の目的を有していないと考えられます。
60	デリバティブ取引の締結当初は上記(i)の目的を有していなかった者が、事後的に現物株式を保有するに至った場合	当該事実のみをもって遡って当初から上記(i)の目的を有していたとはいえないものの、デリバティブ取引に係る権利を有する者が当該取引の決済により現物株式を取得する場合、当該権利者は、遅くとも現物株式を取得することを決定した時点では上記(i)の目的を有していると考えられます。
61-62	デリバティブ取引に係る権利を有する者が現物で決済をすることを予定していない場合	上記(i)の目的を有すると評価されるものではないと考えられますが、デリバティブ取引の終了に伴い、当該デリバティブ取引の決済により又は決済と一連の取引により現物を取得する場合は、かかる取得を行うことを目的とした時点から株券等

		の「保有者」に該当することとなると考えられます（なお、当該契約の締結時に遡って「保有者」となるものではありません）。
63	デリバティブ取引のロングポジションの保有者が現物決済を選択できる権利を有する場合	少なくとも、当該デリバティブ取引に係る契約上、原則の決済方法が現金決済と定められているのであれば、当該権利を有することのみをもって直ちにロングポジションの保有者が上記(i)の目的を有することにはならないと考えられます。
63	デリバティブ取引に係る契約上ショートポジションの保有者のみが現物決済を選択できる権利を有する場合	ロングポジションの保有者が実質的に現物決済を選択できる権利を有するといえるようなときを除き、上記(i)の目的を有するとはいえないと考えられます。
64	デリバティブ取引に係る権利を有する者が、当該デリバティブ取引の相手方を変更することのみを目的として、当該デリバティブ取引の相手方から第三者に対して当該株券等の発行者が発行する株券等を譲渡させるとともに、当該第三者との間で別途現金決済型エクイティ・デリバティブ取引に係る契約を締結する場合	当該譲渡させることのみをもって上記(i)の目的を有するとは認められないと考えられますが、形式的には「デリバティブ取引の相手方」から株券等を取得するのが第三者であったとしても、一連の取引に係る複数の契約の内容等を踏まえ、当該第三者から当該株券等を取得することを予定している場合等には、上記(i)の目的を有すると認められる可能性があります。
65	あるトータルリターンズスワップ（「TRS」）の取引で当事者 A と当事者 B の間で当事者 A をロングポジション当事者とする現金決済の TRS(1)が行われ、かつ、同時に、当事者 B と当事者 C の間で同じ銘柄を対象として TRS(1)と同条件で当事者 B をロングポジション当事者とする現金決済の TRS(2)が行われている場合で、当事者 C がヘッジとして現物株を保有した場合、当事者 A が、TRS(1)を解約し終了する際に（同時に TRS(1)のヘッジ目的でなされた TRS(2)も終了する）、当事者 C から現物株式を買い取るつもりで TRS(1)を行うとき	形式的には「デリバティブ取引の相手方」に該当しない者から株券等を取得する場合であったとしても、一連の取引に係る複数の契約の内容等を踏まえ、実質的に直接の相手方から取得していると同視できる場合等には、上記(i)の目的を有すると認められる可能性があります。

66	資金の調達を行うために株券等の売買契約を締結し、当該資金の返済時に当該株券等を買戻すために別途売買契約を締結する場合	これらの売買の間に生じる株券等の時価の変動をヘッジする目的で行うデリバティブ取引におけるロングポジションの保有者は、上記(i)の目的を有するとは認められないと考えられます。
----	--	--

**(4)発行者に対してデリバティブのポジションを示して重要提案行為等を行う目的(上記(ii))**

本パブコメでは、上記(ii)の目的に関し、以下の考え方が示されています。

- ・ 重要提案行為等を行う目的を有する場合であっても、デリバティブ取引に係る権利を有することを発行者に対して示す目的を有しないのであれば、上記(ii)の目的があると評価されるものではないため、例えば、発行者が発行する株式と当該発行者が発行する株券等に係るデリバティブ取引に係る権利の双方を有する者が、発行者に対して当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示すことなく、当該株式を有することのみを示して重要提案行為等を行うにとどまる場合、上記(ii)の目的を有するとは認められません(本パブコメ No.68-69)。
- ・ 上記(ii)の目的が認められるために、書面、口頭その他の方法を問わず、デリバティブ取引に係る株券等の具体的な数や割合を示すことは必要なく(本パブコメ No.71)、単にデリバティブのポジションを有している旨を示すのみで足りる。
- ・ トータル・リターン・スワップ取引における原資産である株式の具体的な数や割合等のデリバティブ取引に係る株券等の具体的な数量を示さない場合や、保有するデリバティブ取引に係る株券等のうち一部に係る権利を有することのみを示す場合であっても、当該デリバティブ取引に係る権利を有することを示して重要提案行為等を行う目的を有する場合には、当該デリバティブ取引に係る株券等の全てについて、下記2.の計算方法により算出した数の株券等につき「保有者」となり得ます(本パブコメ No.68-69、70)。

**(5)デリバティブ取引の相手方が保有する議決権の行使に影響を及ぼす目的(上記(iii))**

本パブコメでは、上記(iii)の目的に関し、議決権の行使又は不行使、議決権行使の内容に影響を及ぼす目的を有する場合には、これに該当するものと考えられるとされています(本パブコメ No.71、73)。

**2. デリバティブ取引の原資産である株券等の数の計算方法**

本改正により、上記③に関して、金商法 2 条 21 項各号で定める市場デリバティブ取引の類型に応じた株券等の数の算出方法が規定されました。詳細は改正大量保有府令 3 条の 3 各号に規定されていますが、大要、以下の計算方法によることとなります(本パブコメ No.75-78)。

取引の種類	保有者とみなされる株券等の数
将来の一定の時期における現実の当該金融指標の数値(現実数値)と当事者があらかじめ金融指標として約定する数値(約定数値)の差に基づいて算出される	約定数値と現実数値との差を乗ずることにより授受を約する金銭の額が算出される値又はこれに類似する値

当事務所は、本書において法的アドバイスを提供するものではありません。具体的案件については個別の状況に応じて弁護士にご相談頂きますようお願い申し上げます。

<p>金銭の授受を約するデリバティブ取引</p>	<p>[計算式]          (授受を約する金銭の額) = (保有者とみなされる株券等の数) × (約定数値と現実数値の差)</p>
<p>当事者が元本として定めた金額について、金融商品の利率等又は約定期間における金融指標の変化率等に基づいて算出される金銭の授受を約するデリバティブ取引</p>	<p>当該取引における変化率の算出に係る約定期間開始時の当該金融商品の利率等又は金融指標と当該約定期間終了時の当該金融商品の利率等又は金融指標との差を乗ずることにより授受を約する金銭の額が算出される値又はこれに類似する値</p> <p>[計算式]          (授受を約する金銭の額) = (保有者とみなされる株券等の数) × (約定期間開始時の当該金融商品の利率等又は金融指標と当該約定期間終了時の当該金融商品の利率等又は金融指標との差)</p>

(後編(Vol.97)に続く)