

〔論文〕

大量保有報告制度による実質株主開示のあり方

坂 東 洋 行

名古屋学院大学法学部

要 旨

2023年、東京証券取引所の年間売買高の70%が外国人投資家であった。外国人投資家が国の上場会社株式等を保有する際、保有株式等を管理するカストディアンが名目株主となることが一般的であり、誰が何の目的で株式等を保有しているかがわかりにくく、名目株主の背後の実質株主はその情報の非対称性を利用することができる。本稿では、金融商品取引法上の大量保有報告制度に所要の見直しを検討し、実質株主の透明化の提言を行うことを目的とする。

キーワード：実質株主開示，大量保有報告制度，議決権行使停止，エンゲージメント

The disclosure of beneficial owners under the major shareholdings notification regime

Hiroyuki BANDO

Faculty of Law
Nagoya Gakuin University

* 本稿はJSPS科研費22KK0015の助成を受けた研究成果の一部である。

発行日 2024年10月31日

目 次

- はじめに
- 1. 株主情報の開示
- 2. わが国の大量保有報告制度
- 3. 大量保有報告義務違反へのエンフォースメント
- 4. 実質株主の透明性強化への検討
- 5. 提言—実質株主開示とその実効性確保
- おわりに

はじめに

2023年3月、鈴木俊一金融担当大臣は金融審議会において、「近時の資本市場における環境変化を踏まえ、市場の透明性・公正性の確保や、企業と投資家との間の建設的な対話の促進等の観点から、公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方について検討を行うこと」を目的とし、公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討を諮問した¹⁾。金融審議会は、諮問に対する検討事項として、公開買付制度および大量保有報告制度の見直しに加え実質株主の透明性強化をあげ、企業と投資家の建設的な対話の重要性が高まっていることから、実質株主の透明性を図るための方策を課題とした²⁾。

金融審議会は、2023年6月5日に「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」（以下「ワーキング・グループ」とする）を設置し、同年12月19日まで6回の会合を開催した。そのうえで、ワーキング・グループによる審議結果が2024年2月19日の第52回金融審議会総会・第40回金融分科会合同会合において「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」（以下「金融審報告書」として答申された³⁾。答申に基づき、金融庁は金融商品取引法（以下「金商法」とする）の改正作業に入り⁴⁾、同改正案を同年3月に国会へ提出した。改正金商法は5月に国会で成立し、重要提案行為等の経営に重大な影響を与えるような合意以外の協働行為を大量保有報告制度の共同保有者の要件から外し、上場株式等の市場内立会取引を公開買付制度の適用対象としたうえで同制度が適用される閾値を議決権3分の1から30%へ引き下げた（以下2024年（令和6年）改正金商法を「改正金商法」とする）。

一方、実質株主の透明性については、ワーキング・グループでは活発な審議が認められるものの⁵⁾、金融審報告書ではわずか1頁のみの取扱いとなり、機関投資家が発行会社からその上場株式等の保有状況を質問された場合、機関投資家が回答すべき原則をステュワードシップ・コードに規定することがまず優先され⁶⁾、積極的な金商法や関連法令の改正は見送られている。この金融審報告書を受け、会社法を所管する法務省がオブザーバーとして参加する「会社法制に関する研究会」（座長・神作裕之学習院大学教授）では実質株主確認制度の創設に向けて会社法改正が検討されているが⁷⁾、株主との対話を目的とした会社の株主情報請求権と位置づけられている⁸⁾。

これらの金融庁や法務省の動向は、「市場の透明性・公正性の確保」といった金融担当大臣の諮問事項と一致するものではない。「企業と投資家との間の建設的な対話の促進」といった目的を充足す

る可能性はあるが、①スチュワードシップ・コードが、機関投資家に上場株式等の保有状況をその発行会社に回答させる原則⁹⁾を規定したとしても、その回答義務はスチュワードシップ・コードを採択した国内投資家を中心とした機関投資家にしか及ばないこと、②会社法等の改正により実質株主の情報が発行会社に伝達されるとしても、大量保有報告制度のように金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム（以下「EDINET」とする）に登録されず、それゆえ公衆に開示されることはないため、機関投資家と発行会社間の秘密裏の情報共有にとどまり、市場の透明性・公正性の確保といった観点では機能しないこと、等が考慮・検討されていない。

また、金融審報告書および行政庁職員による同報告書の解説では、上場会社の株式等保有割合が5%超となった場合には大量保有報告制度の対象となるため、同制度により実質株主が把握できるとの解釈が前提とされているが¹⁰⁾、ここでも①現行の大量保有報告制度が5%超の大量保有者に実質株主を開示させる立法趣旨になっているのか、また、たとえそうであったとしても、②大量保有報告制度適用の閾値を引き下げ5%以下の株式取得者に大量保有報告義務を課す必要があるのか、③重要提案行為等を実施する共同保有者に該当すれば上場株式等保有割合の多寡は関係ないのではないのか、といった核心的な議論がワーキング・グループで審議された形跡は認められない。

本稿では、わが国の大量保有報告制度の目的、現行の同制度が実質株主の開示規制として法解釈上機能しているのか、また実効性を確保させるために大量保有報告義務違反者に対しどのようなエンフォースメントが必要であるのかを再考し、大量保有報告制度が実質株主の開示規制として機能するためにあるべき姿を検討することを目的とする。なお、本稿校了時現在（2024年9月時点）、改正金商法は未施行、政府令は未改正であるため、今後の政府令指定により確定することもあり、本稿で見込んでいた事項から変更の可能性のある点を注意したい。

1. 株主情報の開示

(1) 問題の所在

わが国において、株主情報の法定制度は、

- ① 会社法が規定する事業報告に大株主を記載させるもの（会社法435条2項、会社法施行規則119条3号、122条1項1号）
- ② 金商法が規定する大量保有報告制度および公開買付制度における保有者または買付者等を開示させるもの（金商法27条の23第1項、27条の2第1項ほか）
- ③ 外国為替及び外国貿易法（以下「外為法」とする）が規定する株式取得者の情報および外国投資家による株式取得届出に「届出者の事業方針等に影響を及ぼすもの」を記載させるもの（外為法26条1項）—非開示
- ④ 商業登記所における実質的支配者情報一覧の保管等に関する規則（以下「商業登記規則」とする）が規定する実質的支配者リストを登記させるもの（商業登記規則1条）

がある¹¹⁾。「実質株主」の捉え方は、資本市場、租税、安全保障等、それぞれの法益により要件が異なり、実質株主を定義する法令がわが国には存在しない。

2024年7月に入り、日経平均株価指数は1990年代前半のバブル経済崩壊後30年間の長期にわたる株価低迷から脱し4万円を超える史上最高値更新に湧いているが、2023年の東京証券取引所プライム市場の年間株式売買高の実に70%が海外投資家によるものとなっている¹²⁾。海外投資家および国内投資家がわが国の上場会社の株式等を保有する場合、カストディアンや資産管理専門信託銀行¹³⁾(以下「カストディアン」とする)と呼ばれる内外の金融機関に保有株式等の保管・管理を委託するため、金商法上の大量保有報告制度の「保有者」に該当しない限り内外の株主はカストディアン名義(名目株主)となり、真実の株式等保有者、いわゆる実質株主を開示させることができない。

実質株主が開示されないまま重要提案行為等を行うことを目的とする株主は、

- 自己およびグループが共通の目的を持ち株式を買い付けているが、その株式等の買付目的が株価に反映されないまま買い付けることができるため、市場の透明性・公正性を損ねることになる。
- 重要提案行為等を目的とすることにより、会社の経営に対して影響力を有するが、会社の経営者とその株主を特定し、会社ひいては株主共同の利益のための適切なエンゲージメントを実施することができない。

といった市場の透明性・公正性および会社経営の安定性に影響を与えることになる。

金商法上の目的規定にある通り、株式市場の機能の十全な発揮による株式等の公正な価格形成を図り、投資家の保護を図る視点においても、実質株主の属性や株式等取得の本質的な目的が明らかにされない限り、名目株主を通じた実質株主による株式等の売買は、市場の価格形成機能を大きく損ねることになる。実質株主およびそれに関わる市場参加者のみが実質株主に関する情報を知りながら市場での投資行動が可能となるため、他投資家との間には情報の非対称性が生じ、公正な価額による株式等の売買の可能性を損ねることは、株式市場に対する大きな脅威となる。

これらの金商法の目的を確保するため大量保有報告制度があり、現状、実質株主を特定する手段としての可能性がある法定の手続である。大量保有報告制度が適切に実質株主を開示できれば、保有者情報、株式保有割合、保有目的等が公衆に開示されるため、対象会社および保有者・グループ以外の株主・投資家は実質株主情報を把握することが可能となる。

(2) 実質株主

①実質的支配者

2022年4月に施行された商業登記規則により、株式会社は実質的支配者のリストを作成し、自ら申し出ることによりそのリストを登記官に登記できる実質的支配者リスト制度が開始された。このため、犯罪による収益の移転防止に関する法律施行規則(以下「犯収法施行規則」とする)11条2項により、「実質的支配者」(いわゆるUBO(Ultimate Beneficial Owner))の定義規定が置かれた。

実質的支配者とは、

- A) 会社の議決権総数の50%を超える議決権を直接または間接に有する自然人
- B) Aに該当する者がいない場合は、会社の議決権総数の25%を超える議決権を直接または間接に有する自然人

と規定され、いずれの場合も自然人には法人を含み、対象会社の事業経営を実質的に支配する意思または能力がないことが明らかな場合は該当しない。間接保有の定義については、実質的支配者となる自然人が、50%超の議決権を保有する法人（支配法人）を指す（犯収法施行規則11条3項2号）。実質的支配者リスト制度の対象にはならないが、出資、融資、取引その他の関係を通じて当該法人の事業活動に支配的な影響力を有すると認められる自然人も実質的支配者とし（犯収法施行規則11条2項2号、3号ロ）、実質的支配者には議決権割合の形式基準と、出資、融資等の支配・影響による実質基準がある。

実質的支配者の定義はこのように法定され、実質的支配者リスト制度が導入されたのは、マネーロンダリング等の法人の濫用事例を是正するためFATF（金融活動作業部会）勧告24を契機とする¹⁴⁾。しかし、同制度の対象は株式会社のみであり、同リストの作成・登録には法定義務がなく任意であるため、FATFもわが国の勧告24の遵守状況を一部適合と評価しているように¹⁵⁾、実効性がない。

最終的な株主情報の開示の目標として、株式等保有割合と絡め、犯収法上の定義規定となる「出資、融資、取引その他の関係を通じて当該法人の事業活動に支配的な影響力を有すると認められる」者を大量保有報告者等の定義に置き換えて、刑事罰や課徴金納付命令等の対象とすることは株式市場の透明性や公平性の確保の観点からも望ましいが、実質的支配者リスト制度が任意規定となったことから、実務では受け入れられにくい。実質的支配者の把握に関しては、犯収法等改正に委ね、まずは実質株主の透明化を図るため、大量保有報告制度の見直しを段階的に進めていくべきであろう。

②実質株主

株式市場の透明性・公正性および株主と会社の適切なエンゲージメントを確保する点において、実質株主として株主情報をどう開示させるかが金商法上の課題である。行政庁職員は、上場会社の株式等保有割合が5%を超える際には、大量保有報告制度が適用されるため、実質株主としてその情報が開示されるとの見解である¹⁶⁾。「実質株主」の定義については、対象会社の「議決権指図権限や投資権限を有する者」とし¹⁷⁾、実質的支配者との相違を明確にしようとしているが、その実質株主の定義づけは、後述する金商法上の2号保有者のみを指し、その対象は極めて狭い。大量保有報告制度の保有者に実質株主をいかに含め、実質株主を適正に開示させるため、また、改正金商法により保有者の定義規定が改正されていることから、まず現行の金商法上における大量保有報告制度の再検証が必要となる。

2. わが国の大量保有報告制度

(1) 大量保有報告制度の目的

1990年の証券取引法（以下「証取法」とする）改正により、わが国に大量保有報告制度が導入された。大量保有報告制度は、1989年に証券取引審議会が答申した「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¹⁸⁾」を受け、市場の公正性・透明性を高め、投資者保護を一層徹底するという見地から¹⁹⁾、証取法上の開示規制として規定された。同制度が導入された当時の背景に

は、経営参加、取引関係の強化、高値による売抜け・肩代わり等各種の目的を持って、上場会社の株式等を大量に買い集める事例が増加し、それらに伴い株価の乱高下が生ずることが多く、その価格動向に関する十分な情報を収集できない一般投資者に不測の損害を与えかねない問題があること、欧米市場では採用されている大量保有報告制度がわ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指摘されていた²⁰⁾。

株式等の大量保有情報は、投資者の投資判断に影響を及ぼす重要な情報であるが、これらの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したりする可能性を示す情報と、②市場における需給に関する情報に分けて考えられた。つまり、株式等の大量保有者またはグループが議決権行使を通じて会社の支配権を変更するか、経営に影響を及ぼし得る立場にあるため、その存在や保有目的等に関する情報は、投資者の投資判断に影響を及ぼす重要な投資情報となる。そのため、株式等を急速に買い集めたことにより大量に保有することになった場合のみならず、会社支配権の変更や経営への影響という観点から、安定株主として少しずつ保有株式等を増加させてきた者を含め、株式等の大量保有者すべてについて保有状況の開示を求めている²¹⁾。さらに、株式等の市場価格は基本的に需給関係により決定され、これもまた重要な投資情報となる。株式等の大量保有者またはグループによる株式等の大量取得や処分に関する情報は、会社支配権等を意図しない場合であっても、投資者が当該株式等の需給関係を適切に把握できるように開示が求められている²²⁾。

なお、わが国の大量保有報告制度導入の目的は、証取法（当時）の1条の目的規定にある投資者保護および株式等の公正な価格形成を通じた市場の透明性・公正性を確保することにあり、企業防衛や産業政策的な観点から株式等の買集めを規制することを意図したものではない²³⁾。株式等の大量保有者の報告の名あては、当該上場会社ではなくEDINETを通じた公衆、市場への開示であることから明らかである。保有意図が明確ではない株式等の大量保有はそれ自体が市場の決定要素ないし攪乱要素となるため、その存在と目的が市場参加者である投資者と市場の監視部門において十分に把握される必要がある²⁴⁾。

(2) 大量保有報告義務者

①保有者

大量保有報告制度の目的が、企業防衛等のための会社への情報ではなく、株式保有状況の市場への開示であることを考慮すれば、その保有者および報告義務者の定義は重要となる。株式の保有者が誰であるかを明確にすることが立法趣旨となるからである。この点、金商法は、株式等の保有者で当該株式等に係るその株式等保有割合が5%超となる者を大量保有者とし、株式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大量保有報告書を大量保有者となった日から5営業日以内に、内閣総理大臣に提出しなければならないと規定する（同法27条の23第1項）。

株式等の保有者については²⁵⁾、

- 自己または他人（仮設人を含む）の名義をもって株式等を所有する者（金融商品取引法27法

の23第3項柱書)

- 売買その他の契約に基づき株式等の引渡請求権を有する者（同柱書）
- 株式等の売買の一方の予約者（金融商品取引法施行令（以下「施行令」とする）14条の6第1号）
- 株式等の売買に係るオプションの取得者（同項第2項）
- 金銭の信託契約その他の契約または法律の規定に基づき、株式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または当該議決権その他の権利の行使について指図を行うことができる権限を有する者であって、当該発行者の事業活動を支配する目的を有する者（金融商品取引法27条の23第3項1号）
- 投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株式等に投資をするのに必要な権限を有する者（同項2号）

を保有者とし、1990年に大量保有報告制度が導入されて以降、この保有者の定義に変わりはないが、改正金商法により、新たに

- 対象会社の株式等を対象とした現金決済が予定されたデリバティブ取引のうち一定の要件²⁶⁾を満たす権利の保有者（同項3号²⁷⁾）

が追加された（施行日未定）。つまり、大量保有報告を求められる株式等の保有者とは、

- ① 自己または借名を含めた第三者の名義での株式等の所有者
- ② オプション取引等により株式等取得の権利を有する者（以下①②を「本文保有者」とする）
- ③ 契約または法律により株主として議決権その他の権利を行使することができる権限またはそれらの指図権者であり、かつ株式等を保有する会社の事業活動を支配する目的を有する者（以下「1号保有者」とする）
- ④ 投資一任契約等により株式等に投資する権限がある者（以下「2号保有者」とする）
- ⑤ 現金決済を予定したデリバティブ取引のうち対象会社の支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有するエクイティ・デリバティブ取引（株式等を原資産とし、当該株式等から生ずる経済的な損益のみを一方当事者に帰属させるデリバティブ取引²⁸⁾）のロングポジションを保有する者（以下「3号保有者」とする）

に大別される。

②共同保有者（実質基準）

大量保有報告制度は、本文保有者、1号保有者、2号保有者、3号保有者であっても対象会社の株式等保有割合5%超を保有ないし保有できる権利を有する者を対象としているため、5%以下の複数の株式等保有者が通謀し5%を超えるグループを形成する脱法行為が可能となる。このため、金商法は、グループ保有を「共同保有者」としたうえで株式等保有割合に共同保有者の保有株式等を加算し（金商法27条の23第4項）、共同保有者を他の保有者と共同して株式等を取得し、もしくは譲渡し、または対象会社の株主としての議決権その他の権利²⁹⁾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と定義している（同条第5項）。

保有者および共同保有者の株式等保有割合が合算して5%を超える場合、保有者および共同保有者

はそれぞれ大量保有報告書を提出する義務があり（金商法27条の23第4項）、また、記載事項としてそれぞれの共同保有者の氏名、保有株式等の内訳等をそれぞれが報告しなければならない³⁰⁾（株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令（以下「府令」とする）2条1項・第一号様式）。

なお、改正金商法により、機関投資家間の協働エンゲージメントを促すことを目的とし、金融商品取引業者等³¹⁾が共同して重要提案行為等（施行令14条の8の2第1項、府令16条）を行うことを目的とせず、共同して議決権その他の権利を行使することに合意³²⁾している場合は共同保有者から除外することとしている（改正金商27条の23第5項1号ないし3号）。

③みなし共同保有者（形式基準）

金商法27条の23第5項が規定する共同保有者に加え、保有者と株式等の所有関係その他の政令で定める特別の関係にある者を共同保有者とみなす（同条6項）。このみなし共同保有者に該当する特別な関係には、

- 対象会社の50%を超える議決権を自己または借名を含めた第三者の名義により有している者（支配株主等）と対象会社との関係（施行令14条の7第1項2号）
- 支配株主等を同じにする対象会社同士の関係（同項3号）
- 財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（以下「財務諸表等規則」とする）8条3項規定の子会社（組合に限る）と親会社の関係（府令5条の3）

が該当する。つまり50%超の資本関係がある親子会社および兄弟会社の関係、実質支配力基準による子会社（組合）と親会社（出資者）の関係が該当する。なお、従前は金商法27条の23第6項の条文中、保有者との特別な関係に「親族関係」が含まれていたが、改正金商法により削除された。このため、施行令14条の7第1項1号および第2項（夫婦に関する規定）が削除され、施行令の項および号の数も変更されることが見込まれる。

④取得資金

その他実質株主を示唆するものとして、保有者は大量保有報告書の記載事項として「保有株券等の取得資金」の記載が求められている（府令第一号様式）。取得資金の内訳として、「自己資金額」、「借入金額」、「その他金額」を記載しなければならない、その他金額については、贈与、相続、代物弁済、交換、無償交付等が具体的な取得原因として列挙されている（同様式・記載上の注意（13）a）。この取得資金の記載が、保有者の背後にいる資金拠出者を開示させるための重要な情報だとする見解もあるが³³⁾、たとえば2号保有者に該当する投資運用業等ファンドであっても、第一号様式上はその他金額欄に「顧客資産」と記載すれば足り³⁴⁾、投資運用業等への資金提供者の氏名・名称等の詳細な情報を記載することは求められていない。取得資金の欄に大量保有報告者が背後の資金提供者の氏名・名称等の詳細な記載を怠ったとしても、府令第一号様式の書式を改め、かつ法令改正等の対応をしなければ、大量保有報告義務違反に問うことも難しい。

大量保有報告制度の導入が検討された1980年代後半は、小糸製作所対ピケンズの争いに象徴される通り、外資系ファンドによる買収成立を前提に買収先資産や取得株式に担保権や質権を設定し高金

利の借入等により買収を行うレバレッジドバイアウトが問題となった時期であった³⁵⁾。借入金による株式の買集めは、高金利負担の解消のため性急な成果を求める行動に結びつき、買収先企業の資産の切り売りなどが想定された³⁶⁾。このため、取得資金の開示の目的は、株式等の取得資金の借入先を明確にさせることにあり、通説も同旨である³⁷⁾。さらに、府令第一号様式も借入先のみ情報を詳細に記載させる書式となり³⁸⁾、借入先が銀行等の施行令で指定される金融機関³⁹⁾である場合は、銀行名等を削除して大量保有報告書を公衆縦覧に供することが許容されていることから（金商法27条の28第3項）、高利な貸金業等の不適切な借入先を明示的に開示させることで保有者による対象会社への行為の予見性を高めることが狙いであることが明確である。

(2) 大量保有報告制度の課題

大量保有報告制度の「保有者」が「実質株主」を包含しているかについては、本文保有者⁴⁰⁾、2号保有者は共に投資権限を有するものであり、かつ、名目株主となるカストディアンを経由することがないことから、対象会社の株式等保有割合が5%超となれば当然に実質株主として大量保有報告義務が生ずる。しかし、1号保有者と3号保有者を実質株主として開示させることは難しい。

1号保有者には、①信託等の契約があること、②議決権行使権限またはその指図権があること、③対象会社の事業活動を支配する目的があること、の3つの要件すべてが求められている。まず、契約上の議決権行使権限やその指図権を課すことで、黙示的な指図等の合意等、かえって脱法行為を促すことになり、開示義務違反があったとしても黙示的な指図等の存在を明らかにすることは難しい。次に、契約上の議決権行使権限やその指図権が明らかであったとしても、1号保有者として事実認定するためには対象会社の事業活動を支配する目的があることを明らかにすることが必要になり、その目的の有無は1号保有者とされる者の主観的な判断に依存するため、外形的な判断基準を置くことは困難である⁴¹⁾。

3号保有者については、施行令による3号保有者の定義規定の新設を待つ必要があるが、前出の要綱⁴²⁾により推察するところでは、対象会社の株価を参照するエクイティ・デリバティブ取引において、投資権限も契約上の議決権行使権限やその指図権もなく、現引（株式等の取得）を予定せず、取引の相手方と当該デリバティブ取引の値洗いによる差金決済を目的とするため、これまでの大量保有報告制度では想定されていなかった保有者の概念となる。施行令の要件規定にもよるが、エクイティ・デリバティブの取引者が、対象会社の株式等をヘッジ目的のために売買する相手方（一般的に金融機関）の対象会社への議決権行使等に影響力があったり、デリバティブ取引の契約変更により対象会社の株式等の現引が可能となったりすることを「保有者」の定義とすることは、これまで濫用事例も多く望ましいと考えられるものの、これらの要件により3号保有者として報告しなかった者を開示義務違反者とするのは、1号保有者と同様に取引当事者間の黙示的な契約・合意等を事後に事実認定することになり、現実的ではない。

以上のことから、対象会社の株式等の5%超の議決権を保有する株主を開示させる現行の大量保有報告制度が、名目株主となるカストディアンの背後にいる実質株主を開示させ、市場の透明性・公正性および株式等の公正な価格形成機能を確保することは不可能であると評価せざるを得ない。ただし、

大量保有報告制度の保有者の要件等を見直すことにより実質株主を開示させることは可能である。

3. 大量保有報告義務違反へのエンフォースメント

(1) 概要

大量保有報告制度を見直し、実質株主を開示させるためには、その実効性を高める制裁措置、エンフォースメントが必要となる。金商法では、既に大量保有報告義務違反に対し、刑事罰および行政処分（課徴金納付命令）が法定されている。さらに金商法は包括的な制裁措置として、内閣総理大臣等が裁判所に金商法違反行為の差止を請求できる緊急差止命令制度も規定している。このほか、民事措置として、不当な要求等を会社に行う株主を排除するために一般原則となる権利の濫用を事由として議決権行使禁止命令の請求を裁判所に申し立てる事例、株式等の大量保有者を不適格者や濫用買収者として会社が買収防衛措置を発動し、その防衛措置の当否が争われる事例もある。ここでは、過去の大量保有報告違反事例に対する諸々のエンフォースメントの事例を検証し、現行の制裁措置が適切に機能しているかを分析する。

(2) 刑事事件

大量保有報告義務違反者には、5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金またはその併科が科される（金商法197条の2第5号）。大量保有報告義務違反が刑事事件で争われたものは、確認できるもので1件ある（東京地判平成14年11月8日判時1828号142頁、いわゆる「東天紅事件」）。裁判所は、株式保有者について他人名義の借名口座を経由して株式を保有し、借名口座による保有株式数を含めた株式等保有割合が5%超となった段階で大量保有報告書を提出しなかったことを大量保有報告書不提出、および、借名口座の名義人による大量保有報告書の提出を虚偽記載とし、大量保有報告義務違反、さらに虚偽の公開買付情報を株式等の相場の変動を図る目的で風説を流布したとして懲役2年（執行猶予4年）および罰金600万円（併合罪による合算額）の刑事罰を科した事案である。

(2) 買収防衛措置を巡る裁判例

①概要

買収者と対象会社間で会社支配権が争われる民事事件において、対象会社が買収防衛措置を発動し、買収者とその差止を裁判所に申し立てたことにより、大量保有報告制度の立法趣旨を潜脱する行為が露見した象徴的な事案が近時2件ある。

②大量保有報告遅延と立会取引での急速な大量買付

東京証券取引所第一部上場の印刷機械等を製造する会社（相手方）が非適格者と認めた者を排除した株主総会で出席株主の議決権の過半数を決議要件（いわゆるMoM要件）として導入された買収防衛措置の適法性が争われた事案では（最三小決令和3年11月18日金判1641号48頁、抗告審・東京高決令和3年11月9日金判1641号10頁、いわゆる「東京機械事件」）⁴³⁾、買収防衛措置の差止めを裁

判所に申し立てた原告人ら(東京証券取引所2部上場の有価証券等の運用会社およびその完全子会社)が、市場内立会取引を通じわずか2ヶ月間で相手方の株式の3分の1超を買い付けていた。原告人らは、2021年6月9日から市場内立会取引で相手方の株式の買付を始め、同年7月13日時点で大量保有報告義務が発生する8.06%を取得し5営業日後となる同月20日に大量保有報告書を提出したが、その提出時点で既に26.50%を取得していた。つまり、原告人らは同月13日から20日までのわずか5営業日(暦日数7日間)で、株式保有割合を18ポイント引き上げる大量買付を行ったことになるが、変更報告書を提出したのは同月29日であった(26.50%まで取得する過程で一部提出遅延があり報告義務違反となる)。その後も原告人らは相手方の株式買付を進め、同年8月16日には38.84%を取得したことを同月23日に変更報告書を提出した(法定期間内)。

この事案の問題点は、わが国では市場内立会取引が公開買付制度の対象となっていなかったこと、および大量保有報告書および変更報告書に5営業日の提出期限が設けられていることを濫用したことである。このような濫用が発生した背景は、①市場内立会取引はオークション市場であるため、株式取得(買収)コストが増加することから3分の1超もの大量買付が行われることが想定されなかったこと⁴⁴⁾、②大量保有報告制度が導入された1990年当時は、インターネットが存在せず、物理的な提出手段がとられていたため5営業日の提出期限が合理的であったこと、③本事案においても提出遅延が認められるが、株式保有割合や保有目的の変更等の変更報告書の提出遅延に行政庁も寛容であったこと(後述の通り大量保有報告義務違反者への課徴金納付命令の事例が希少であること)などがあげられる。

本事案においては、市場内立会取引を通じた大量買付および大量保有報告書・変更報告書の提出期限の日差の濫用により、原告人らの対象会社の株式取得に企業買収が目的となっていたことが市場に開示されなかった。そのため、株価に買収意図が反映されないまま原告人らがその情報の非対称性を利用して廉価なコストで相手方の株式を取得したことは株式市場の公正な価格形成機能に対する甚大な脅威でもある⁴⁵⁾。市場内立会取引が今回の改正金商法により公開買付制度の対象となり、一定の是非も見受けられるが、2007年以降、大量保有報告書・変更報告書はEDINETを通じたオンラインで提出されているため⁴⁶⁾、保有者が大量保有報告書・変更報告書をEDINETに登録すると公衆への即時開示が可能となり、5営業日の提出期限を維持する意義が失われている点、現代的な提出期限の設定が必要であろう。

③共同保有者とウルフパック戦術

電線等の製造業で東京証券取引所スタンダード市場に上場している会社(原告人)が、不動産等への投資を目的とする有限責任事業組合(相手方)と原告人が相手方の関係者と判断する複数の法人・自然人を特定株主グループとし、株主権の制限および差別的新株予約権発行等を内容とする対抗措置の適法性が争われた事案では(最二小決令和4年7月28日金判1667号56頁、原告審・大阪高決令和4年7月21日金判1667号30頁、いわゆる「三ツ星事件」)、相手方の大量保有報告書の不提出と特定株主グループによるいわゆるウルフパック戦術(複数の株主が協調関係にあるものの、それを隠匿したうえで、時機を見て一斉に対象会社に攻勢をかけ、その要求を実現させるもの(原々々審・大阪地

決令和4年7月1日金判1667号45頁)が問題となった⁴⁷⁾。

大量保有報告義務違反については、相手方は2021年9月16日時点で原告人の株式保有割合が5%超となり大量保有報告義務が発生したところ、相手方が大量保有報告書を提出したのは2022年3月11日であり、法定期間内に同報告書を提出しなかった明白な大量保有報告義務違反があった。原告人は原告審(前出大阪高決令和4年7月21日)において、相手方が大量保有報告開示義務に長期にわたり違反し続け、実体を隠したまま原告人株式の買付を行っていることを対抗措置発動の一つの事由と抗弁しているが、大量保有報告義務違反をもって対抗措置の相当性があるということとはできないと裁判所は判断し、買収防衛措置の差止請求を認めている。裁判所が金商法違反を軽んじるばかりか、半年にもわたり大量保有報告書提出を徒過し、かつ原告人の支配権が争われ社会的にも注目度が高い事案であったことに対し、行政庁も看過していたことになる。

ウルフバック戦術については、本事案の原々々審(前出大阪地決令和4年7月1日)において、裁判所は上記の通り定義づけを行ったうえ、原告人が特定株主グループと認定する相手方ら複数の株主が一斉に経営権奪取を目的とした行為をとろうとしているとの原告人の主張は、1名の株主を除く特定株主グループには共同協同行為が存在しないと判断している。さらに、裁判所はウルフバック戦術(共同協同行為)を明確な行為基準ではなく包括的な規定と結論づけ、根拠が薄弱な認定や恣意的な判断を招来するおそれがあるものと指摘している。金商法は、共同保有者を他の保有者と共同して株式等を取得し、もしくは譲渡し、または対象会社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と定義している(金商法27条の23第5項)。複数の株主が秘密裏に議決権行使等の合意を行い、それらの株主がその合意を否定した場合、行政庁や対象会社がその合意の存在を立証することは難しい。

他方、本事案で裁判所は特定株主グループのうち、1名の株主が相手方組合の組合員であり、相手方との一定の関係性を認めている。この点、今回の改正金商法による施行令改正に、「複数の投資家による潜脱的な報告書不提出など、市場の公正性を脅かしかねない事例に適切に対応すべく、役員兼任関係や資金提供関係など、一定の外形的事実がある場合に「共同保有者」とみなす規定を整備する予定」とされているため⁴⁸⁾、少なくとも人的関係や物的関係等の外形基準により共同保有者の範囲を拡大する見込みである。ウルフバック戦術のような大量保有報告義務の潜脱を抑止するためにも、迅速に明確かつ包括的な基準を法令に設け、大量保有報告義務違反者への刑事罰、課徴金納付命令等の制裁措置を適時・適切に履行すべきであろう。

なお、監視委は、2024年6月28日、本事案の相手方ら(特定株主グループ)のうち、自然人1名を含むAないしCの3名に対して、2021年8月から2022年11月の期間における大量保有報告書または変更報告書の不提出、変更報告書における虚偽記載を事由として、内閣総理大臣および金融庁長官に対して課徴金納付命令を発出するよう勧告し(3名合計で違反事実21件、課徴金額98万円)、3名共に違反事実を認める答弁書を提出したことから、金融庁長官は勧告通りに課徴金納付命令を発出した(同年8月27日)⁴⁹⁾。違反事実の内容として、BとCが保有者・共同保有者の関係であるところ、共同保有者となったこと、および共同保有者の株式の売買による株式保有割合の増減についての変更報告書の不提出、提出された変更報告書への虚偽記載が事実認定されている。本事案に

においては、特定株主グループが請求した対抗措置の差止命令が認められ、かつ特定株主グループによる株主提案により原告人の代表取締役を含む取締役が選任されている。大量保有報告義務違反行為が市場や会社に与えた影響は甚大であり、当時における行政庁の適切・適時の制裁措置により治癒されるべき事案であったと言える。また、大量保有報告義務違反を背景に原告人の会社支配権が奪取されているが、金商法上の課徴金納付命令手続は違反行為の事実発生から2年後となり、しかもわずか98万円の課徴金納付命令である。現行の大量保有報告制度がいかに無力であるかを示した事案である。

(4) 行政処分（課徴金納付命令事案）

①概要

大量保有報告義務違反は、2008年改正金商法により課徴金納付命令の対象となっている（金商法172条の7、172条の8）。行政庁によれば、大量保有報告書・変更報告書の提出は年間14,000件程度あり、提出遅延は年間1,500件程度とされるが、大量保有報告義務違反が課徴金納付命令の対象となって以降、16年間で課徴金納付命令の件数は11件しかない。悪質な提出遅延行為が大量保有報告義務違反（不提出）となるが、それらが課徴金納付命令の対象となっていなかったことも問題である。ここでは、大量保有報告義務違反が課徴金納付命令の対象となった希少な事例を検証する。なお、11件の課徴金納付命令事案のうち、名あては法人所在国籍が異なる複数のエンティティであるが同じ金融グループ内のエンティティによる大量保有報告義務違反であるものが2件、個人株主によるものが1件、前述の三ツ屋事件での3件（令和6（判）12ないし14）で、大量保有報告義務違反への課徴金納付命令の実施例は実質6件である⁵⁰。以下、過去の事例を検証する。

②シティグループの事案（平成22（判）36ないし39）

2011年2月4日、金融庁長官は、

- A) シティグループ・グローバル・マーケッツ・リミテッド（英国籍）
- B) シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク（米国籍）
- C) シティグループ・グローバル・マーケッツ・フィナンシャル・プロダクツ・エルエルシー（米国籍）
- D) シティグループ・ジャパン・ホールディングス株式会社（日本籍）

を名あてに同年4月5日を納付期限とし、課徴金納付命令を決定した。シティグループ傘下4社の報告義務違反の合計件数は49件、課徴金の金額合計は2,300万円であり、4社共に大量保有報告義務違反の事実を認め、課徴金納付を認める答弁書を提出しているため、行政庁との争いはない。

これら4社の大量報告義務違反は、

- 大量保有報告義務が生じたのに大量保有報告書を提出しなかったこと
- 借株・貸株や株式の売買等により株式保有割合に異動が生じたことに対し変更報告書を提出しなかったこと
- AとC等が共同保有者であったのにCの株式処分により共同保有者から外れたこと等に対し変更報告書を提出しなかったこと

- 報告者または共同保有者として保有株式数および株式保有割合について虚偽の記載を行った変更報告書を提出したこと

が事実認定されている。グループ傘下の各エンティティが共同保有者であることに對し、株式保有割合に株式等の売買や貸株・借株等により異動が生じた際に変更報告書提出を怠ったもの、大量保有報告書または変更報告書の株式保有割合に虚偽記載にあったものが、グループ4社に散見された事例である。

③モルガン・スタンレーの事案（平成23（判）5ないし7）

2011年8月9日、金融庁長官は、

- A) モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・リミテッド
(英国籍)
- B) モルガン・スタンレー・アセット・マネジメント投信株式会社(日本籍)
- C) モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・カンパニー
(シンガポール籍)

を名あてに同年10月11日を納付期限とし、課徴金納付命令を決定した。モルガン・スタンレー傘下3社の報告義務違反の合計件数は17件、課徴金の金額合計は814万円であり、3社共に大量保有報告義務違反の事実を認め、課徴金納付を認める答弁書を提出しているため、行政庁との争いはない。

上記のシティグループに比べ、大量保有報告書または変更報告書における株式保有割合の虚偽記載やグループ会社間の共同保有者に関連した報告義務違反はないが、いずれも株式の売買等により大量保有報告義務が発生したのに大量保有報告書を提出しなかったこと、異動が生じたのに変更報告書を提出しなかったことが事実認定されている。

④自然人の事案（平成26（判）11）

2014年7月1日、金融庁長官は、神奈川県在住の自然人Yを名あてに同年9月2日を納付期限とし、課徴金納付命令を決定した。Yの報告義務違反の合計件数は4件、課徴金の金額合計は41万円であり、Yは大量保有報告義務違反の事実を認め、課徴金納付を認める答弁書を提出しているため、行政庁との争いはない。

Yは、東京証券取引所第一部に上場していた不動産販売会社X（Yが創業者）の株式を売買した際、その保有割合の異動に金商法で定める変更報告義務が生じたことから、2009年11月から2012年7月まで4回にわたり変更報告書を提出したが、そのいずれも株式保有割合を過小に記載した変更報告書の虚偽記載が事実認定されている。なお、Xはその有価証券報告書の「大株主の状況」にYの株式保有数および株式保有割合を同様に過小に記載した有価証券報告書虚偽記載により、Yと同日付に課徴金納付命令の決定を受けている（平成26（判）10）。

⑤課徴金納付命令手続の課題

大量保有報告義務違反者が課徴金納付命令の対象になり16年が経過する中、これまでの課徴金納

付命令の事例が実質6件ということは、制度として機能していないことを意味する。この点、ワーキング・グループにおいて、課徴金納付命令の事例が希少であることに対して参加メンバーから質問を受けた際、行政庁職員は、「提出遅延の主な理由」から鑑みますと、大量保有報告書の提出遅延者には個人投資家の方々等も多く含まれている中で、法令の不知であったり、EDINETの操作不慣れを理由とした遅延等はある程度やむを得ないというところも1つ要因になっている」と回答している⁵¹⁾。

もっともな理由でもあるが、一番の理由は行政庁の能力（リソース）の問題である⁵²⁾。わが国で証券検査等に従事する人員は、証券取引等委員会と財務省財務局を合わせても702人すぎず⁵³⁾、金融庁の主要行等を含めた金融機関の検査に従事する職員を合わせても1,400人を超える程度である⁵⁴⁾。米国の証券取引委員会（SEC）の4,459人と比べても⁵⁵⁾、大きく劣後する。この行政庁の能力では、オンサイトのモニタリングおよび事後検査（開示検査）において、適切に違法行為を検知し処分することは難しく、事後的な制裁措置の内容を厳格化することで大量保有報告義務違反を抑止するほかない。

(5) 議決権行使禁止の申立

大量保有報告義務違反を事由とし、対象会社が違反者の議決権行使禁止の仮処分命令を申し立てた事案が確認できるもので1件ある（東京地決平成26年6月25日（LEX/DB 文献番号25504899））。東京証券取引所ジャスダック市場に上場するレジャー事業を行う債権者が、債権者の発行株式総数の9.56%を保有する貸ビル業等を行う株式会社である債務者A、同じく債権者の同2.46%を保有し貸ビル業等を営む有限会社である債務者B、債権者の株主であり債務者Bの取締役である債務者C（以下「債務者ら」とする）に対し、大量保有報告書の虚偽記載を事由の一つとして債務者らの議決権行使を権利の濫用として議決権行使禁止の仮処分命令を裁判所に申し立てた事案である。

債権者の主張は、債務者Aと債務者Bは共に共同保有者として2013年4月2日に大量保有報告書を提出しているが、債務者Cの妻Dが債務者Aの取締役を務めていることから、債務者Cが債務者Aを支配している（「夫婦の関係」施行令14条の7第1号）ことが明白であるにも関わらず、債務者Cを債務者Aおよび債務者Bの共同保有者として大量保有報告を行っていないことが大量保有報告義務違反に該当し、債務者らが一体であることを隠ぺいし、債権者の資産取奪の目的を達成させるためであり、債権者の他の株主の共同の利益に反する行為であるから、債務者らの議決権行使が権利の濫用にあたるというものである。

裁判所は、「仮に債務者Aが提出する大量保有報告書に債務者Cを共同保有者として記載すべきであるのに記載していなかったとしても、それのみでは金融商品取引法上の義務の懈怠として同法の罰則の対象になるにすぎず、債務者らにおいて、債権者の資産取奪の目的を達成するために、債務者Cを共同保有者として記載しなかったと認めるに足りる証拠もない」と判断している。この裁判例は、金商法上の罰則が事実上機能していないことに裁判官が不知であること、また、会社法上の募集株式の発行等の差止請求（会社法210条）や取締役の違法行為差止請求（360条1項）など手続が法定されているものではなく、単なる権利の濫用の一般法理で議決権行使を制限することは困難であることを示唆するものである。

しかし、本事案でも引用されている議決権行使禁止の申立が認められた事例が存在する（東京地決昭和63年6月28日判時1277号106頁、いわゆる「国際航業事件」）。株式取得者が、対象会社の株式を借名を含めた複数名で買付、高値買取請求、グリーンメールを行った事案で、裁判所は仕手筋による巨利の追求手段としての議決権および株主権の行使が株主権の濫用と判示し、議決権行使禁止を認めた。確認できるもので、議決権行使の禁止が認められた唯一の事例である⁵⁶⁾。株主権の濫用の程度に応じて、議決権行使の禁止は認められるべきであり⁵⁷⁾、大量保有報告義務違反者への議決権行使禁止の可能性を一律に排除すべきではない。

4. 実質株主の透明性強化への検討

(1) 概要

本稿では、大量保有報告制度が実質株主を開示させる可能性があるかを論じるものであるが、実質株主の透明性の向上については、既に比較法の見地等から検討や提言がなされている。会社法や金商法等の改正、スチュワードシップ・コードの改訂、定款自治に委ねるものなど様々である。

(2) 株主調査権

①会社法による実質株主調査権

株式会社は株主名簿に記載・記録された株主を株主として扱えばよいが（会社法124条1項）、わが国の現行法では、名目株主となるカストディアンが記載・記録されているため、現行の法定開示では誰が何を目的として株式を保有しているのかが明確ではない。株主情報の開示は、本来、市場の透明性・公正性の確保に資するべきものであるが、ワーキング・グループでは、株主と投資先企業の対話を促進させる位置づけとして議論が進み⁵⁸⁾、そのモデルとして英国会社法による会社の実質株主調査権が検討されている⁵⁹⁾。

英国の会社法による実質株主調査権は、公開会社に株主と信じる者に対する株式の所有者情報の調査権を与え、当該者からの情報提供を受けた場合、公開会社に実質株主登録簿の作成、同登録簿の本店での備置義務を課し、裁判所が閲覧拒絶申立を認める以外は、株主であるかに関わらず請求者の閲覧等請求に応じさせる制度である。この制度の特徴として、対象者が会社の調査権を拒否した場合、裁判所の命令により議決権行使等の株主権を制限でき、また、上場会社の場合、上場規則により会社法の情報提供義務に違反した者の議決権等を取締役会の裁量で制限できることを定款に定めることができる⁶⁰⁾。

しかし、この英国の実質株主調査権は、公開会社に閲覧請求者に対して裁判所の命令により請求を拒絶できる余地があるため、EDINETのように公衆に開示することを目的としていない（もっと言えば、英国にはEDINETと同等のオンライン閲覧システムが存在しない）。つまり、実質株主の情報は、公開会社と情報提供者限りになることが前提とされているため、市場の透明性・公正性確保といった目的には合致しない。会社法が実質株主開示の役割を担うためには、会社が取得した実質株主情報が株主であるかに関わらず、EDINETに会社が即時に登録するなど公衆に開示されることが必要で

ある。

②定款による実質株主調査権

株式会社には定款自治が認められ、多数の株主の同意により株主に一定の義務を課す定款の定めを置くことは可能である。このため、「大量保有報告書を提出した者は、会社から請求があれば株主名簿上の名目株主の実質株主を会社に通知しなければならない。通知がない株主についてその者の議決権行使を認めない」といった定款規定が可能であるかが過去に検討されている⁶¹⁾。一般論として、定款は株主同士が決めた約束であり、定款で株主に義務を課すことは可能であり⁶²⁾、また、実質株主の把握を株主名簿上の名目株主を通じて行うことを定款の定めで何らかの義務を課すことは当時でも可能⁶³⁾と考えられている。

しかし、会社請求への通知を怠った者に対する議決権行使を当該株主総会で議長の権限で認めない、もしくはその議決権行使の制限を定款で定めるような手続については、異論が多いようである。まず、大量保有報告書提出者を対象にした定款規定であれば、実質株主でありながら同報告書の不提出者には定款規定が適用できないといったことが合理的でないこと、定款違反となる通知を怠った者の議決権行使を禁止しなければならないのに行使させてしまった場合の株主総会決議の効力が不安定になることといった批判がある⁶⁴⁾。また、定款に会社の調査に対し通知を怠った者に議決権行使を認めないとの明示的な定款規定を置く場合、当該会社の株式が議決権制限株式となる疑いが生ずるといった指摘もある⁶⁵⁾。

定款規定により会社の実質株主調査権を置き、名目株主に回答義務を課すことは可能であると考えられるが、名目株主が回答をしない場合の議決権行使禁止の定款規定については課題がある。前述の通り、英国の事例では、上場規則により（LR.9.3.9R）、会社法上の実質株主調査に回答を怠った者に対して、定款の定めにより議決権行使等の株主権を制限することが可能であり、また、会社法上も実質株主調査に回答を怠った者に対して裁判所の申立により議決権行使禁止が認められている。法令違反を事由に議決権行使禁止の定款規定を置くもので、定款違反自体を事由にするものではない。また、定款による実質株主調査は、これも実質株主と会社間の情報共有となり、実質株主情報は公衆に開示されない。定款により実質株主情報を入手した会社が、EDINETに即時に登録するなどの手続も必要となる。

③スチュワードシップ・コードによる情報共有

ワーキング・グループでは、英国の実質株主調査権に加え、米国におけるSEC規則上の機関投資家が保有株式を登録するForm 13Fについても検討されている⁶⁶⁾。その前提となる米国の大量保有報告制度は、1934年証券取引所法13条(d)および(g)項によるSchedule 13Dを届け出させ、株式等の保有者に実質上の所有者を開示させることを目的としている⁶⁷⁾。さらに、1975年改正証券取引所法13条(f)およびSEC規則13f-1に基づくForm 13Fにより、1億ドル以上の運用資産を保有する機関投資家(Institutional investment manager)は、四半期ごとにその保有する上場株式等のリストを公開しなければならない⁶⁸⁾。Form 13Fは米国の電子システムEDGARを通じて公開されるため、株主で

あるかに関わらず、誰もが閲覧することができる。しかし、誰もが機関投資家の株式等の保有状況を閲覧できる点において、会社と株主の対話を促進するという目的に照らし過剰であるとの指摘により、機関投資家の株式等の保有状況の法定開示は、ワーキング・グループの結論として見送られている⁶⁹⁾。

米国のForm 13Fと同等の開示が法定されると、一定規模の運用資産を有する機関投資家は株式等保有リストをEDINETに登録し公衆に開示しなければならない。この点、機関投資家側から見ると、自らのポートフォリオを市場にさらすことになるため、Form 13Fと同等の法定開示への抵抗は相当強いことは自明である⁷⁰⁾。また、一定規模の閾値を下回る機関投資家は法定開示を免れるため、閾値を下回る投資事業体を傘下に乱立させる脱法も可能となり、実効性に課題が残る。さらに、「実質株主」の定義を明確にする必要もあるが、機関投資家が必ずしも実質株主と一致するわけではない。Form 13Fと同等の法定開示を導入するならば、その実効性と網羅性、機関投資家の定義を確実にする必要がある⁷¹⁾。

ワーキング・グループは、米国のForm 13Fをモデルとすることを検討したが、結果として法定開示を見送り、スチュワードシップ・コードによる投資家と会社の情報共有で代替することを提言している。機関投資家と投資先企業との建設的な「目的を持った対話」（おそらくエンゲージメントを指すものと思われるが、エンゲージメントが本来有すべきものとは異なる⁷²⁾)を促す原則4の指針4-1に、

株式保有の多寡にかかわらず、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべきであるが、機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もある。

と注15を記述している。金融庁が所管するスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議において、今後この注15を原則または指針に格上げすることを審議されることが見込まれる。注15の株式保有の「多寡」については、大量保有報告制度が適用される5%超の閾値に関わらず会社との情報共有を促している点評価できるが、当初検討されていた市場の透明性・公正性の確保といった趣旨から離れ、株式等の保有状況が投資者・会社間のみで共有されるため、公衆に開示されることはない。また、わが国がモデルとした英国のスチュワードシップ・コードは、公開会社の役員報酬決定プロセスへ機関投資家の関与を強めることを背景として導入されたものからわかる通り⁷³⁾、機関投資家による投資先企業の経営者への監視機能が目的である。したがって、スチュワードシップ・コードに実質株主の透明性確保の目的を担わせることは、同コードの趣旨から大きく逸脱するばかりか、スチュワードシップ・コードを採択しない大半の海外投資家は投資先企業に自らの株式等保有状況を共有するインセンティブが一切ない。

(3) その他

①証券保管振替機構による大口株主開示

証券保管振替機構（以下「ほふり」とする）を利用した実質株主の日次開示を趣旨とする有力な提

言がなされている⁷⁴⁾。その骨子として、株式等1%以上保有する大口株主（アセットマネージャー）とその持株数を毎日開示させるため、機関投資家が証券口座を開設する際に、証券会社が投資家番号を付与し、その番号をほふり、カストディアンが共有し、株式銘柄コードと合わせて集計することにより、証券取引所の取引時間終了後1時間以内に開示させることが可能となるものである。株主情報の取得者は発行会社となり、会社がウェブサイトで毎夕開示することが想定されている（たとえば、英国ではEDINET等の統一電子開示システムがないため、大量保有報告の情報は個社のウェブサイトで開示されている）。

ほふりのような決済機関を活用した株主情報の取得については、既に米国およびフランスで制度が確立している。米国においては、株式や社債の預託機関であるThe Depository Trust Company（以下「DTC」とする）の決済制度を通じ、発行会社に株主情報の開示を認めないOBO（Objecting Beneficial Owner）と認めるNOBO（Non-objecting Beneficial Owner）に区分し、発行会社がブローカーディーラー等を通じ、NOBOの株主情報の開示請求を行う制度である⁷⁵⁾。しかし、同制度では株主情報開示を求めないOBOが75%となり、また、OBOとNOBOの区分や制度自体が任意であるため、実質株主の開示と言う点では実効性はあまりない。

一方、フランスでは、商法典により、会社は同法典L.228-2条にあげられている仲介機関（ユーロクリアを含む）に対して直ちにまたは一定期間経過後に株主総会における議決権を与える株式の所有者に関する情報を会社負担でいつでも請求できることを定款で定めることができ⁷⁶⁾、上場会社においては定款に定めがなくても法律上当然に請求権限が付与される。筆者のユーロクリアへの訪問調査によれば⁷⁷⁾、会社からユーロクリアへの実質株主の調査依頼があった場合、ユーロクリアは実質株主に至るまでの証券会社等の中間仲介業者へ調査を開始し、10営業日以内にはスイス等の秘匿性の高いウェルス・マネジメントのファンド等を除き、97%は把握できる実効性の高い制度であることが確認できた。米国のDTCと異なり株主調査制度は法定され、かつ、ユーロクリアの調査に際して中間仲介業者が協力する市場慣行が確立されていることから、調査の迅速性・確実性があるとのことである。

米国のDTCおよびフランスのユーロクリアを活用した実質株主情報の調査制度は、証券業等の協力が欠かせない。また、実質株主情報の公衆への開示は想定されず、あくまで会社が実質株主による議決権行使等を事前に把握するための制度である。わが国もほふりによる決済制度は証券業の多大な尽力により成り立ち、また、そもそも株主情報を把握するための機関として設立されたわけではない。

機関投資家に投資家番号を付与し、株式等の取引の相手方となった金融商品取引業等が、株式等の決済に際しほふりに投資家番号を通知することを法定義務とするのか、任意とするのかで制度設計が大きく異なってくる。金商法等により投資家番号の通知を法定義務とした場合、それを怠った金融商品取引業等を行政処分等の制裁の対象とすることは法政策上困難であろう。また、投資家番号の通知を任意とした場合でも、金融商品取引業等がその通知に協力するための動機づけも必要となる⁷⁸⁾。本提言の実効性を高めるには、本提言にも触れられている通り、大量保有報告書・変更報告書が適用される株式等保有割合の閾値を引き下げ、提出期限の短期化、大量保有報告義務違反者への罰則強化を図ることが必要となる⁷⁹⁾。

②議決権電子行使制度による機関投資家情報

機関投資家の株式等保有割合が3%以上となる東京証券取引所上場会社の60%が参加する議決権電子行使プラットフォーム（以下「プラットフォーム」とする）を運営する株式会社ICJは、プラットフォームを利用した実質株主との対話促進を提案している⁸⁰⁾。プラットフォームは、実質株主の株式等を管理する資産管理専門信託銀行等のデータベースにつなぎ、データベース上の実質株主に対し、上場会社からの議決権行使に関する情報を実質株主に提供している。つまり、実質株主情報は直接上場会社に提供されることはないが、プラットフォームを通じて名目株主と実質株主情報が突合されていることになる。

プラットフォームは、実質株主である機関投資家が上場会社への議決権を行使するためのシステムであるが、上場会社はプラットフォームを通じて実質株主情報を把握することが理論上は可能である。しかし、プラットフォームの契約者は、名目株主となる資産管理専門信託銀行等であり、実質株主はプラットフォームの契約者ではないため、プラットフォームが上場会社に実質株主情報を実質株主の承諾なく提供することは不可能であり、また、実質株主には契約締結をしてまで承諾する動機がない。さらに、議決権行使に関する情報提供を前提としたプラットフォームであるため、株主名簿の基準日等の静的な基準日に限られ、実質株主情報をリアルタイムで把握することは困難である。

機関投資家が株式等を保有する上場会社の60%が参加するプラットフォームであり、契約上の整理や株主情報の更新の頻度等の課題を解決できれば実質株主の把握に資すると考えられるが、たとえ上場会社が実質株主情報を把握したとしても、その情報は会社に限られ公衆に開示されることがないため、市場の透明性・公正性の確保の観点からも検討が必要である。

5. 提言 — 実質株主開示とその実効性確保

(1) 概要

ここまで述べた通り、実質株主の開示という方向性には、①市場の透明性・公正性、②投資家と会社のエンゲージメントの機会確保といった2つの視座および目的が存在する。投資家と会社のエンゲージメントについては、市場外の私的関係に基づく意思疎通が目的であり、市場の透明性・公正性と必ずしも一致しない。これらの意思疎通は、市場の透明性・公正性が確保されることにより、副次的に達成される目的である。したがって、大量保有者が秘密裏に情報の非対称性を利用し株式を売買することこそが市場の透明性・公正性を損ねることになる。

この点、金融審報告書にもある通り、実質株主とは、上場会社の株式等について議決権指図権限や投資権限を有する者であり、株式等保有割合が5%を超えると大量保有報告制度の適用対象となり実質株主として開示されると仮定するのであれば⁸¹⁾、大量保有報告制度の要件を見直すことで市場の透明性・公正性を確保できる実質株主の開示は可能である。

なお、大量保有報告制度により実質株主を開示させることは、個人株主を含め、プライバシーへの配慮が必要となる場合もある。匿名組合や個人投資家等の個人情報の秘匿性が前提となる株式等の売買・保有の場合、実質株主開示の必要性和株主情報の秘匿性が相反する。しかし、大量保有報告義務

が発生する閾値となる株式等保有割合5%超という要件は、市場の株価および会社経営に対する影響が相応に大きくなることから開示が必要になり、5%以下の共同保有者であっても重要提案行為等の共通の目的がある場合も同様に開示が必要である。

また、実質株主情報が大量保有報告制度により開示されるのではなく、会社の実質株主調査権等の手続のみとなるならば、実質株主情報は当該株主と会社間にとどまり、公衆には開示されない。会社が特定株主へ重要情報を伝達した場合には、金商法上のフェア・ディスクロージャー・ルールが適用され、公衆に開示されることになるが（金商法27条の36第1項）、同様に株価に影響を及ぼす可能性がある実質株主情報は実質株主と会社のみが知り得る情報となり、主要株主の異動に該当しない限り、秘匿されることになる。この点、大量保有報告制度を見直し、活用することにより情報の非対称性が解消されることになる。

(2) 大量保有者の定義の見直し

①保有者

前述の通り、現行の大量保有報告制度では、機関投資家等が上場会社の株式等を5%超直接保有する場合、2号保有者として大量保有報告制度が適用されるが、機関投資家の保有株式等をカストディアンが管理する場合カストディアンが名目株主となり、カストディアンに保有株式等の管理を委ねている機関投資家等を1号保有者として大量保有報告義務を課すためには、①信託等の契約があること、②議決権行使権限またはその指図権があること、③対象会社の事業活動を支配する目的があることが必要となり、それらの要件が厳格であることから、大半が大量保有報告義務を免れることになる。

改正金商法により新設された3号保有者の定義がまだ施行令により規定されていないが、要綱等で確認できる対象会社の支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有するエクイティ・デリバティブ取得者とされるならば、1号保有者の要件とは著しく均衡を欠いている。1号保有者の3つの要件を3号保有者の要件となる対象会社の支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有する類の要件に収斂させる必要がある。まずは、契約の有無について脱法が可能であることから、「契約の有無に関わらず」などとすることが望ましい。

発行会社の事業活動を支配することを目的とすることについては、2006年改正金商法前は金融商品取引業者等の特例報告⁸²⁾を認めない要件の一つとされていたが、2006年改正金商法で発行会社の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼす行為として政令で定めるものを行うこと（重要提案行為等）を保有の目的とすることに修正されたが（金商法27条の26第1項、施行令14条の8の2、府令16条）、1号保有者の要件は変更がなかった。2006年改正金商法における行政庁職員の説明では、会社の事業活動を支配する目的の認定が難しいため、規定の明確化を図ったものとされている⁸³⁾。1号保有者の同等の規定が改正されなかったのは、改正作業における不作為か、事業活動支配目的が重要提案行為等より広範な概念⁸⁴⁾を指すのか等が考えられるが、事業活動支配目的を解釈により事実認定し1号保有者とするのは、大量保有報告義務違反が刑事罰等の対象になることから適切ではなく、施行令もしくは府令で類型化する必要がある。1号保有者の事業活動支配目的の要件を削除し、特例報告の適用除外と同等の要件となる重要提案行為等に置き換えるべきである。

このように、1号保有者の定義が複雑化しているため細かな定義修正ではなく、ドイツ法等にならい、「第三者が所有し報告義務者の計算で保有される株式を保有する者」とするなど（ドイツ有価証券取引法34条1項2号Sektion 34 (1) 2, Wertpapierhandelsgesetz（以下「WpHG」とする）ほか）、脱法を許容しない単純化が必要であろう。

②共同保有者

今回の改正金商法により金融商品取引業者等が共同して重要提案行為等を行うことを目的とせず、共同して資本政策や配当政策等、企業支配に影響しない事項に合意している場合は共同保有者から除外されることになるため、共同保有者の範囲が狭められることになる。また、共同保有者は「合意」が要件となっているため、情報共有や意見交換は、インサイダー取引規制に抵触する可能性はあるが、共同保有者に該当しないことになり、ウルフバック戦術を助長するおそれがある。

前述の通り、施行令改正により役員兼任関係や資金提供関係など、一定の外形的事実がある場合に共同保有者とみなす規定が見込まれるが、予定される形式基準の規定が犯収法上の実質的所有者の実質基準並に、出資、融資、取引その他の関係を通じて当該法人の事業活動に支配的な影響力を有すると認められる者等を共同保有者とする包括的な基準を置き、脱法行為を抑止する工夫が必要である。

③大量保有報告書・変更報告書提出期限

大量保有報告制度が導入された当時は、インターネットが普及していない時代背景があり、大量保有報告書・変更報告書は郵送等の物理的な方法により提出されることを想定した規定となっている。EDINETによる登録が2007年に大量保有報告制度にも適用され、保有株式等の異動の変更報告が即時開示が可能であるに対し、15年近くが経過してもなお、それら報告書が5営業日以内の提出期限に放置されていることは、行政庁の不作為でもある。

すべての報告を即時開示とする必要はなく、保有目的に応じた即時開示を導入すべきである。支配権異動等の情報は市場における株価の形成に大きな影響を与えるため、重要提案行為等を行う保有者に即時開示を求めることが望ましい。

(3) エンフォースメントの強化

①概要

実質株主の開示規制の役割を大量保有報告制度に担わせるには、上記の通り、保有者の定義等に加え、実効性を確保する手段が必要となる。大量保有報告義務違反者への過去のエンフォースメントは、刑事罰1件、行政処分（課徴金納付命令）6件の事例にとどまっていることから、大量保有報告制度自体も有効に機能しているとは言い難い。英国を含め欧州では、大量保有報告義務違反者には議決権行使禁止等の株主権の制限を制裁措置として法定している。

まずは大量保有報告義務違反者には行政庁による課徴金納付命令等の適切・適時な対応が強く求められるが、ワーキング・グループでも大量保有報告義務違反者の議決権を停止することが効果的であるとの意見が多くあり、継続的な検討課題として残されている⁸⁵⁾。

②欧州各国の議決権行使制限

表1

	英国	ドイツ	フランス
申立権者	FCA	自動的に不存在	自動的に剥奪および社長・株主・AMFによる申立
発令者	裁判所	—	—
範囲	株式の一部または全部	保有株式すべて	未報告の閾値を超える部分
期間	一定期間または無期限	義務を違反したときから義務を履行するまで	正式な届出日から2年間

表1は、金融庁がワーキング・グループで提示した英独仏による大量保有報告義務違反者への議決権停止制裁の状況を修正したものである⁸⁶⁾。EUの透明性指令(2004/109/EC)の大量保有報告制度に準拠した国内法令の調整により⁸⁷⁾、各国の議決権行使停止の範囲や期間が多少異なるが、議決権行使を停止することに相違はない。

英国およびドイツでは大量保有報告違反者への議決権停止事例は見られず心理的な抑止力として機能しているが、フランスにおいては、株主による協調行為を大量保有報告義務違反として議決権行使の制限または株主総会における議決権数からの排除を会社が行った効力、および大量保有報告を怠った者が議決権を行使した株主総会決議の効力が争われた事例が存在する⁸⁸⁾。

欧州市場において、大量保有報告義務違反者には議決権行使禁止の制裁措置がある一方、わが国には同等の制裁措置がない。つまり、欧州の投資家は、欧州市場では不可能だが、わが国では株主であることを隠し上場会社の支配を目的に株式を買い付け、大量保有報告義務に違反したとしても、罰金または課徴金の金銭を支払えば済み、当初の目論見通り上場会社を議決権行使を通じて支配できる⁸⁹⁾。しかも、ほとんどの場合、刑事罰や行政処分の対象となることはない。海外投資家の売買高が70%を占めるわが国の株式市場の規律として欧州市場との同等規制となる大量保有報告義務違反者への議決権行使制限は、イコールフットINGの観点からも迅速な法整備が望まれる。

③議決権行使制限に関する国内の議論

大量保有報告義務違反者への議決権行使制限については、過去の会社法改正の遡上となったことがある。2010年6月に開催された法制審議会会社法部会(以下「法制審」とする)では、当時の金融庁職員が、欧州等の諸外国の取扱いを示し、公開買付および大量保有報告義務違反への議決権行使の取扱いについて審議することを求めている⁹⁰⁾。この提案を踏まえ、同年12月開催の法制審第8回会議では、公開買付規制、大量保有報告規制、委任状勧誘規制など金商法規制に違反した場合の議決権行使制限について審議されている⁹¹⁾。

しかし、2011年12月に公表された「会社法制の見直しに関する中間試案(案)」⁹²⁾には、「株式会社の株主は、他の株主が次に掲げる金融商品取引法上の規制に違反した場合において、その違反する事実が重大であるときは、当該他の株主に対し、当該株式会社の株主総会における議決権の行使をやめることを請求することができるものとする」とし、金商法の違反事例として公開買付義務違反のみが

提示され、大量保有報告義務違反への議決権行使禁止は提案されなかった。さらに、2012年8月に公表された「会社法制の見直しに関する要綱案(案)」⁹³⁾に、公開買付義務違反(強制公開買付、全部買付義務、全部勧誘義務)への議決権行使停止が記載されたものの、最終的に2014年(平成26年)改正会社法には、金商法違反を事由とした議決権行使の制限の規定を設けることは見送られた。

まず、大量保有報告義務違反への議決権行使停止が見送られた理由として、

- A) 株式等保有割合5%超となる報告義務であり、会社の支配権に大きな変動が生ずる場合に限られていない。
- B) 会社支配の取得について情報開示の義務を超える実体的な制約を課すものではない。
- C) 公開買付規制に比べると株主の私的利益との関係が薄い。
- D) 報告義務違反者には課徴金および罰則が定められ、追加的な制度を創設する必要性が高くない。
- E) 大量保有報告義務違反の場合においては、適切な開示がなされない以上、会社や他の株主が違反の事実を知ることが通常困難である。
- F) 違反者と株主名簿上の株主とが一致しない場合に議決権行使を認めないものとする株式の特定が困難である。

点があげられている⁹⁴⁾。AないしCについては、大量保有報告書提出日時点で株式等保有割合が25%を超える支配株主として登場した前述の東京機械事件のような事例は当時でも十分想定できることであり⁹⁵⁾、Dについては、大量保有報告義務違反者に刑事罰や課徴金納付命令が実施されることは希少であるため該当せず、EおよびFについても、事後制裁や大量保有報告義務違反者が議決権を行使した株主総会決議の取扱いの問題であり、議決権行使制限を排除する理由には該当しない⁹⁶⁾。大量保有報告義務違反者による議決権行使が支配権の異動に影響する場合は、議決権行使の制限といった会社法上の効果に影響することがあり得る⁹⁷⁾。

最終的に公開買付義務違反への議決権行使の差止請求案は、「会社法制の見直しに関する要綱」に記載され、かつパブリックコメントにおいても賛成多数であったが⁹⁸⁾、内閣法制局等との法案審査の過程で見送られた。この点に関し、行政庁職員は、

「金融商品取引法における公開買付規制の要件と、会社法における議決権行使の差止めという法的効果の結び付きが十分とはいえない(具体的には、公開買付規制の違反があっても、他の株主が損害賠償請求等では回復し得ない具体的な不利益を直ちに受けるとは限らず、損害賠償請求等での金銭による回復を超えて、会社法上の株主の基本的権利である議決権の行使について差止請求を認めるほどの不利益はないのではないか)との指摘を受けたため、改正法および整備法においては、これに関する規定を設けないこととしている。」

と説明している⁹⁹⁾。金商法と会社法上の効果の連動を問題とするならば、大量保有報告書・変更報告書の不提出・虚偽記載を行い刑事罰の処分を受けた者等を取締役の欠格事由とするなど既に存在し(会社法331条1項3号)、それ自体が会社法に大量保有報告義務違反者の議決権を禁止する規定を置くことを排除する理由にはならない。会社法の株主間利害の調整といった法目的を考慮するとしても、金

商法の市場の価格形成や投資家保護といった法益が脅かされる行為を損害賠償請求といった事後救済のみではなく、目前にある市場の規律を脅かす重大な違法行為を実効性がある手段で排除するという視点が欠けている。

④金商法規定による議決権行使の制限

金商法違反を事由とした議決権行使制限の規定を会社法に置くことが相当に困難であるとすれば、金商法改正によりその規定を置くことも検討すべきである¹⁰⁰。ドイツにおける大量保有報告制度はWpHGに規定され（同法33条ないし47条）、大量保有報告義務者が報告を怠ったときは、その義務が履行されるまで保有株式すべての株主権が停止される（同44条1項）。

ドイツの大量保有報告制度は3%以上を閾値とし、実質株主を把握できるものであり、かつ、有価証券取引法により大量保有報告義務違反者に対し、議決権行使の禁止を規定している¹⁰¹。ドイツにおいて、大量保有報告義務に違反した場合に会社法上の効果と連動させるWpHG44条1項の規定は、やや特異な規定だと言われているが、同制度が資本市場の透明性を高めるだけではなく発行会社や私的利益にも関係する私益にも結びつき、また、大量保有報告制度の実効性を高めるため義務違反者への株主権停止の措置が必要だと考えられている¹⁰²。

筆者が、ドイツ連邦金融サービス庁（BaFin）に訪問調査した際¹⁰³、大量保有報告に従事する同庁職員は、市場規制を目的とする実質株主は大量保有報告制度で概ね把握することが可能であり、同庁による注意、警告、同庁ウェブサイトへの違反事実の掲示、制裁金等で大量保有報告義務違反者の違反行為が治癒でき、WpHG44条1項による議決権行使停止等の会社法上の株主権の制限には同庁は関与しないとのことであった。前掲の表1の通り、英国では大量保有報告義務違反者への株主権制限の申立権者は市場監督者であるFCA（Financial Conduct Authority）となるが、独仏においては、大量保有報告義務違反が生じた時点で株主権が自動的に停止・剥奪されることになるため、その議決権行使の取扱いは、会社法の手続に委ねられることになる。

この点、金商法に議決権行使停止の規定を置く場合、裁判所に差止命令の申立を請求する手続とすること¹⁰⁴、大量保有報告義務違反者が議決権を行使した場合の株主総会決議の取扱い、株主総会決議後に大量保有報告義務違反が発覚された場合の株主総会決議の効力など考慮すべきであり¹⁰⁵、金融庁と法務省の共管による上場会社法制等、金商法と会社法の調整が必要になる¹⁰⁶。

⑤緊急差止命令申立による議決権行使停止

金商法192条1項は、内閣総理大臣が緊急性を要し公益および投資者保護のために必要かつ適当と認める場合は、金商法等の違反行為の差止を裁判所に申し立てることができる旨を規定し（以下「緊急差止命令」とする）、内閣総理大臣はその申立権限を金融庁長官に、金融庁長官は証券取引等監視委員会（以下「監視委」とする）および財務局長に委任できる（金商法194条の7第1項、同第4項、施行令44条の5）。

金融庁長官等による緊急差止命令は、従前は行政庁職員でさえ「抜かずの宝刀」と譬えるほど利用されてこなかったが¹⁰⁷、前述の通り、2008年改正金商法により金融庁長官の権限が日常的に証券・デ

リバティブ取引を監視する監視委に申立権と調査権が委任され、さらに2010年改正金商法により緊急差止命令に違反した法人およびその役職員を両罰規定の対象とするとともに、監視委の権限が財務局長に委任された¹⁰⁸⁾。これらの緊急差止命令の実効性を高める措置により、2010年以降、無登録業者による未公開株の投資勧誘等の行為に対し、緊急差止命令制度の利用が活発となった¹⁰⁹⁾。

会社法または金商法に大量保有報告義務違反等への議決権行使停止の規定を置かないとしても、この緊急差止命令により違反者に対して株主権を制限することが可能だとする有力な見解が存在する¹¹⁰⁾。緊急差止命令は、緊急の必要があり、公益および投資者保護のため必要かつ適当であることが要件とされるため、金商法の法益実現のため違反行為を裁判所命令により差し止める以外に十分な手段が存在しない場合に限られる¹¹¹⁾。このため、緊急差止命令の申立に際しその必要性を判断するための監視委等による綿密な行政調査が必要であり（金商法187条）¹¹²⁾、さらに緊急差止命令の申立は非訟事件の扱いとなり（同法192条4項）、申立から決定までの平均所要時間は15日間程度とされる¹¹³⁾。

このように、行政調査の着手から差止命令決定までに相応の時間が経過すること、また、株主の会社に対する議決権行使という私人間の権利行使に公権力の行使が関与することとなり、その実施にあたっては謙抑的に行われるべきである。このため、包括的な差止命令ではなく、金商法上の届出、公告、報告その他の開示を怠り株式を取得することを緊急差止命令の要件として明確化し、議決権行使その他の株主権の行使の差止命令や株式の処分命令を発動できるように法改正することも提言されているが¹¹⁴⁾、それはもはや緊急差止命令制度からは離れ、金商法上の発行開示や継続開示等、個別ごとの開示義務違反への公権力による差止命令制度となる。

金商法上の開示義務違反を対象に監視委等が申立権者となる行政罰としての議決権差止命令は、金商法改正の領域になるが、申立権者に株主や会社を加え、差止手続に迅速性を持たせることも検討すべきである¹¹⁵⁾。この場合、会社もしくは金商法違反者以外の株主と大量保有報告義務違反者との間に会社支配権の争いが存在する場合があるが、裁判所が当事者間の利益相反の存否を判断することになり、妥当である。

おわりに

本稿は、大量保有報告制度が実質株主を明らかにできることを前提に、現行制度を検証し、必要な見直しを検討した。金融審報告書は、実質株主を「議決権指図権限や投資権限を有する者」と定義し、現行の金商法による大量保有報告制度が5%超の大量保有者を実質株主として開示できている旨を指摘し、さらに、行政庁職員は、1号保有者を「議決権行使について指図権限等を有する者」と言い換えている¹¹⁶⁾。現行金商法による1号保有者は要件が複雑であり、1号保有者を実質株主とすると脱法を許すことになるが、議決権行使について指図権限等を有する者と定義を単純化することにより、実質株主は確実に大量保有報告開示の射程となる。

そのうえで、本稿は、現行の大量保有報告制度に、

- 1号保有者の定義を「契約の有無に関わらず重要提案行為等を目的とする議決権指図権限や投

資権限を有する者」とすること

- 共同保有者の要件に出資、融資、取引その他の関係を通じて当該法人の事業活動に支配的な影響力を有すると認められる者等の人的・物的関係を基準とした包括的な実質要件¹¹⁷⁾を追加すること
- 重要提案行為等を行う保有者・共同保有者の大量保有報告書・変更報告書の提出をEDINETを通じた即時開示とすること
- 監視委等の行政庁、会社、株主を申立権者として、大量保有報告義務違反者への議決権行使禁止の申立を裁判所に請求できる法定手続を導入すること（非訟事件となるが、会社または株主が申立人となると、行政調査が省かれることになり、手続の迅速性が確保できる）

の見直しを行うことを提言し、大量保有報告制度の実効性を高めるとともに、実質株主を開示させることを企図している。

前述の東京機械事件および三ツ星事件は、現行の大量保有報告制度の抜け穴を濫用した事例であるが、まったく想定できなかった事例ではない。今回の改正金商法で市場内立会取引が公開買付制度の対象になったり、人的・物的関係を共同保有者に定義づけしたりするなどの修正がなされる予定だが、合意を事実認定し難い協調行為をいかに抽出して大量保有報告義務違反とすべきかなど、まだまだ金商法改正により規制すべき事案が多い。

金商法上の大量保有報告制度の見直しにより、実質株主を抽出し開示させることで、残された課題として、

- 会社は実質株主と名目株主のどちらに議決権行使をさせるのが適切なのか（エンゲージメントの相手方と議決権行使者の歪みの解消）
- 大量保有報告義務を怠った議決権行使を株主総会で会社はどう扱うのか
- 大量保有報告義務違反が株主総会後に露見した場合、株主総会決議の効力をどう扱うのか

等会社法上の問題があり、金商法改正だけでは解決できない。この点、英国およびフランスでは事例があり、欧州での比較法による検討を引き続き課題としたい。

なお、本稿は、比較法の見地から同等基準を導入すべきだとの意見を述べる目的はない。欧州市場では議決権行使等の株主権が制限されるため、実質株主を開示せず会社支配等を目的として株式等を取得することはできないが、わが国の市場では、名目株主を経由して実質株主を隠したまま株式等を取得してわが国の上場会社を支配することができる。大量保有報告等の開示義務やそれらの違反者への制裁措置は各国間で相違があってはならず、イコールフットイングであるべきである。海外投資家の東京証券取引所での売買高が70%を占める状況において、欧州市場では違法で議決権行使等が制限される行為がわが国の株式市場で許容されることは、市場の規律や公正な価格形成機能を脅かすことになり許してはならない¹¹⁸⁾。わが国が資産運用立国を目指していくためには¹¹⁹⁾、まず金商法および会社法の速やかな改正により、市場の透明性・公正性が確保されることが前提である。

注

- 1) 金融庁「諮問事項」第51回金融審議会総会・第39回金融分科会合同会合（2023年3月2日）。
- 2) 金融庁「資料1説明資料（公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討）」金融審議会総会（2023年3月2日）。
- 3) 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」（2023年12月25日）。
- 4) 野崎彰＝谷口達哉＝松井章＝上久保知優＝小出成泰「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」報告の概要」商事2351号（2024年）11頁。
- 5) 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（第4回）議事録」（2024年10月2日）（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tob_wg/gjjiroku/20231002.html）。
- 6) 金融庁・前掲注（3）・18頁。
- 7) 渡辺論「商事法制に関する展望」商事2347号（2024年）19頁。
- 8) 会社法制に関する研究会「第8回会社法制に関する研究会議事要旨」5頁。
- 9) 現行のスチュワードシップ・コードでは、指針4-1の「投資先企業との間で建設的に行うこと」の注15として、「株式保有の多寡にかかわらず、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべきであるが、機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もある。」と記載され、この注が原則に引き上げられることが想定される。
- 10) 金融庁・前掲注（3）18頁、野崎ほか・前掲注（4）10頁。
- 11) 各法令についての株主情報の開示状況について、坂東洋行「我が国の実質株主開示への課題と方向性」金法2217号（2023年）29-31頁。
- 12) 日本取引所グループ「投資部門別売買状況株式年間売買状況2023年」（<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/00-02.html>）。
- 13) 坂東洋行『信託法とその社会的役割』（中央経済社，2023年）119頁。
- 14) 齊藤恒久＝南野雅司「「商業登記所における実質的支配者情報一覧の保管等に関する規則」の解説」商事2282号（2022年）15頁。
- 15) 尾崎寛＝野田恒平＝中崎隆編『逐条解説FATF勧告』（中央経済社，2022年）256頁 [津田慧]。
- 16) 金融庁・前掲注（3）18頁、野崎ほか・前掲注（4）10頁。
- 17) 金融庁・前掲注（3）17頁。
- 18) 証券取引審議会「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」（1989年5月31日）。商事1183号（1989年）42-46頁所収。
- 19) 証券取引審議会・前掲注（18）42頁。
- 20) 堀本修「株券等大量保有に関する開示制度の導入」商事1219号（1990年）9頁。
- 21) 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦『金融商品取引法コンメンタール1定義・開示制度（第2版）』（商事法務・2018年）883-884頁 [町田行人]。
- 22) 堀本・前掲注（20）10頁。
- 23) 証券取引審議会・前掲注（18）42頁。
- 24) 上村達男「改正証券取引法案の意義」企会42巻7号（1990年）141頁。

大量保有報告制度による実質株主開示のあり方

- 25) 法文上は「株券等」となっているが、大量保有報告制度が対象とする発行会社は上場会社であり、株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律により上場会社は2009年以降、株券不発行会社となっているため、「株券等」に読み替えている（以下本稿において同じ取扱いとす）。こういった行政庁の不作為は都度修正されないと金商法の理解が進まないおそれがある。
- 26) デリバティブ取引の相手方に議決権行使等の影響力がある場合、契約変更により株式等を取得できる場合等、対象会社の会社支配に変更・影響を及ぼす目的・効果を有することが施行令で定められる見込みである。
- 27) 改正金商法により「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、当該デリバティブ取引の相手方から当該株券等を取得する目的その他の政令で定める目的を有する者」と新設されたが（同法27条の23第3項3号）、金融商品取引法施行令の改正が未了であるため、金融庁の要綱より推察したものである（金融庁「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案要綱」2024年3月15日）。
- 28) 野崎彰＝谷口達哉＝松井章＝上久保知優＝小出成泰「大量保有報告制度に係る金融商品取引法等の改正」商事2364号（2024年）12頁。
- 29) 先行研究において、大量保有報告制度は支配権の変動に関する規制であるとの立場で、「議決権その他の権利」の対象を取締役会を支配することに至る数の取締役を選任するための株主権に限定すべきとの指摘がある（飯田秀総「共同保有者・特別関係者の範囲」飯田秀総＝小塚荘一郎＝榊素寛＝高橋美加＝得津晶＝星明男編『商事法の新しい礎石』（有斐閣、2014年）920頁）。大量保有報告制度には、前述の通り、対象会社の株式保有状況を明らかにする市場の透明性の向上といった目的もあり、また、取締役選任等の直接的な議決権行使に至らなくても、エンゲージメントを通じ経営に対して十分影響力を行使できる場合もあるため、必ずしも支配権の異動に限定すべきではない。
- 30) 保有者（提出者）が共同保有者全員の委任を受けて報告書をまとめて提出することも可能である（府令第一号様式・記載上の注意（1）一般的事項b）。
- 31) 第1種金融商品取引業者、投資運用業者、銀行ほか府令で定める者とされるが、大量保有報告の特例（金商法27条の26第1項）が認められる者（府令11条）が府令指定される見込みである。
- 32) 個別の権利ごとの合意として施行令で定めるものとして、配当方針や資本政策の変更といった企業支配権に直接関係しない提案を共同して行うことが想定される。
- 33) 黒沼悦郎『金融商品取引法（第2版）』（有斐閣、2020年）325頁、飯田秀総『金融商品取引法』（新世社、2023年）204頁。
- 34) 町田行人＝森田多恵子「大量保有報告書の作成・提出上の留意点（中）」商事1866号（2009年）34頁。
- 35) 神谷光弘「ピケンズー小糸事件における法的諸問題の検討（下）」商事1259号（1991年）39頁。
- 36) 上村・前掲注（24）142頁。
- 37) 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編『金融商品取引法コメンタール1（第2版）』（商事法務、2018年）913頁〔町田行人〕。
- 38) 堀本・前掲注（20）13頁。その後も借入先以外の取得資金の経路については指摘・言及されていない（三井秀範＝土本一郎＝宮下央「株券等の大量保有報告に関するQ&Aの解説（上）」商事1903号（2010年）8頁ほか）。
- 39) 銀行、協同組織金融機関、保険会社、無尽会社、証券金融会社、短資会社をいう（金商法27条の28第3項、施行令1条の9）。
- 40) 他人名義をもって株式等を保有する者を実質的な資金提供者とみなす解釈もあるが（池田唯一ほか『金融商品取引法セミナー公開買付け・大量保有報告編』（有斐閣、2010年）231頁〔岩原紳作発言〕）、通説は、仮設人や借名口座を指し（神田ほか・前掲注（37）893頁〔町田〕）、「他人」は株式等の保有の事実さえ知らない場合が多い。
- 41) 神田ほか編・前掲注（37）895頁〔町田〕。1号保有者とされる者が名目株主とともに、もしくは名目株主を通

じて取締役選任等の株主提案を行うなどの行為は明らかな指図権等の行使となるが、ここでも契約の有無が問題となる。

- 42) 金融庁・前掲注(27)。
- 43) 買収防衛措置の発動については、裁判所は他株主への「強圧性」を一つの事由とし、MoM要件を含め認容している。そもそも市場内立会取引のいかんに関わらず、買収者以外の株主が買収者の買付行為に際し、意図せざる売付に迫られるといった強圧性の議論には妥当性を見出だせない(市場内立会取引に強圧性を認める見解として、田中巨「防衛策と買収法制の将来(上)」商事2286号(2022年)4頁、認めない見解として、黒沼悦郎「市場買付けは買収防衛策を正当化するか」Law&Practice16号(2022年)50頁)。機関投資家はもちろんのこと、個人投資家であっても確立された投資プロセスや投資哲学による合理的な投資判断を行うものであり、すべての株主を一律に強圧性を受ける対象とし、対抗措置を設計することはそれらの投資家をあまりに軽視していると言わざるを得ない(坂東洋行「判批」新・判例解説Watch31号(2022年)147頁)。
- 44) 黒沼・前掲注(33) 271頁。
- 45) 原告人らが初回に8.08%の大量保有報告書を提出した2021年7月13日時点では、原告人らは既に26.50%の対象会社の株式を取得していたが、同時点で対象会社の株価は813円であり、原告人らが対象会社の株式取得を開始した同年6月9日の703円から15%しか株価は上昇していない。原告人らが26.50%を取得した変更報告書を提出した同年7月29日以降株価は急騰し、同年9月10日には対象会社の株価は高値で3,720円をつけるに至った。
- 46) 内間裕＝佐藤理恵子「公開買付制度・大量保有報告制度の改正と実務への影響(下)」商事1792号(2007年)18頁。
- 47) 太田洋「判批」商事2307号(2022年)23頁、坂東洋行「判批」税務事例55巻6号(2023年)83頁。
- 48) 金融庁「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案説明資料」(2024年3月)7頁。
- 49) 証券取引等監視委員会「株式会社三ツ星株式に係る大量保有報告書等の不提出及び変更報告書の虚偽記載に係る課徴金納付命令勧告について」(2024年6月28日)、金融庁「(株)三ツ星株式に係る大量保有報告書等の不提出等」(2024年8月27日)等3件。
- 50) 証券取引等監視委員会ほか・前掲注(49)により、新たな課徴金納付命令事案が実に10年ぶりに3件追加された。
- 51) 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」(第4回)議事録」(2023年10月2日)[谷口達哉発言]。
- 52) 坂東洋行「市場規制としてのプリンシプルとその実効性確保」早法95巻3号(2020)631頁。
- 53) 証券取引等監視委員会「令和4(2022)年度証券取引等監視委員会の活動状況」(2023年6月)73頁。
- 54) 株式会社エヌ・ティ・ティ・データ経営研究所「諸外国における金融制度の概要に関する調査(各国比較表)」(2023年3月)。
- 55) 株式会社エヌ・ティ・ティ・データ経営研究所「諸外国における金融制度の概要に関する調査」(2023年3月)52頁。
- 56) 支配権の争いがある中で、株主総会で敵対株主による取締役解任の株主提案を否決することを目論んだが奏功せず、敵対株主の議決権行使を制約する仮処分申立をしたものの認容の見込みがないため取り下げた事例もある(東京高決平成20年5月12日金判1298号46頁、いわゆる「ピコイ事件」)。同事案では、対抗措置として行われた差別的条項付新株予約権の発行の差止が認められた。
- 57) 上村達男『会社法は誰のためにあるのか－人間復興の会社法理』(岩波書店、2021年)129-131頁。
- 58) 金融庁・前掲注(3)17頁。
- 59) 2016年改正による実質支配者制度導入も踏まえた1945年以降の英国会社法による株主情報の開示制度を俯瞰

大量保有報告制度による実質株主開示のあり方

- するものとして、川島いづみ「イギリス会社法制における実質株主の透明性」立命411・412号（2023年）70頁、中村信男「イギリス会社法における実質支配者登録簿制度と日本法制への提言」Disclosure & IR25号（2023年）95頁。株主調査権についての先行研究として、森田章「企業買収の総論的課題」商事1259号（1991年）7頁、山田尚武「実質株主の開示制度」（上）商事1797号、（下）1800号（2007年）、松井和也「大量保有報告制度の目的と実効性の確保方法」同法62巻4号（2010年）1217頁、菊田秀雄「イギリスにおける実質株主の開示請求制度」国際商事法務39巻9号（2011年）1279頁ほか。
- 60) 定款規定による議決権行使の禁止措置は、取締役役に認められた権限外の行為と最高裁が判断したため（Eclairs Group Ltd. V JKX Oil and Gas Plc [2015] UKSC 71）川島いづみ「情報提供請求と議決権行使の禁止、PSC名簿の義務化」金法2217号（2023年）16頁）、定款規定に基づいた取締役会の裁量による議決権行使の禁止は現状難しく、会社法に規定された裁判所の命令が必要になると想定される。
- 61) 江頭憲治郎＝相澤哲＝大塚眞弘＝武井一浩「座談会・会社法下における企業法制上の新たな課題（上）」商事1788号（2007年）11頁〔武井一浩発言〕。
- 62) 江頭ほか・前掲注（61）13頁〔江頭憲治郎発言〕。
- 63) 江頭ほか・前掲注（61）11頁〔相澤哲発言〕。
- 64) 江頭ほか・前掲注（61）11頁〔相澤発言〕。
- 65) 江頭ほか・前掲注（61）12頁〔江頭発言〕。
- 66) 金融庁・前掲注（3）17頁。
- 67) 米国の大量保有報告制度の先行研究として、吉原和志「株式の大量取得・保有と開示制度」岩原紳作編『現代企業法の展開』（有斐閣、1990年）725頁。実質上の所有者については同746頁。
- 68) Alexander I. Platt, 'Beyond "Market Transparency"', Stanford Law Review, Vol.74, 2022, at 1410-1412. なお、本論文の書評について、飯田秀総「書評」アメリカ法2023（2）（2024年）277頁。
- 69) 金融庁・前掲注（3）17頁。
- 70) 北村総一郎＝太田洋＝金子佳代「実質株主および実質支配者（UBO）の透明性の確保をめぐる諸問題（上）」商事2362号（2024年）13頁。
- 71) Form 13Fの届出対象者は、銀行、保険業等の自己勘定で株式等を保有する者、投資信託のように他人の計算で保有する者、ブローカーディーラー（証券業）のように私的な事業者、公的年金やソブリン・ファンドのような政府の事業体、大学基金や組合年金、ヘッジファンドのような極めて活発な株式の取引者、バイ・アンド・ホールドのインデックスファンドのようなパッシブ投資家など規模の大小、登録・未登録業者、米国内外問わず含まれるが、個人の投資家は含まれていない（Platt, *supra note* 68, at 1411）。
- 72) 坂東洋行「投資運業等の受託者責任とステュワードシップ」名学56巻2号（2019年）17頁。
- 73) "Walker Review", 'Final Recommendation, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities', 2009, at para 1.26.
- 74) 三和裕美子＝山田剛志「株式市場の「欠陥」でアクティビストが不当な利益を得る!？」中央公論138巻5号（2024年）156頁。
- 75) 福本葵「米国の実質株主の透明化のための制度」証券レポート1743号（2024年）39頁。
- 76) 石川真衣「複数の制度を通じて情報の開示・取得を実現」金法2217号（2023年）24頁。
- 77) 2023年9月、東北大学石川真衣准教授と同社本社（ベルギー・ブリュッセル）にて実施した。
- 78) 筆者が2023年10月に実施した証券業への問取調査では、ほふり制度を使った実質株主の調査は可能であるが、証券業の負担は現状のほふり制度の運営でも大きく、実現可能性は相応に困難であるとのことであった。ほふりおよび証券業間の投資家番号等の電子的授受システムの確立等、実現に向けた業界内の努力が必要である。
- 79) 三和＝山田・前掲注（74）157頁。

- 80) 坂東照雄「議決権電子行使プラットフォームの現状について」資本市場397号(2018年)54頁。
- 81) 金融庁・前掲注(3)17頁。
- 82) 黒沼悦郎「公開買付制度・大量保有報告制度の改正」ひろば59巻11号(2006年)28頁、町田行人「大量保有報告制度における重要提案行為等に関する諸問題」商事2265号(2021年)47頁ほか。
- 83) 大来志郎「公開買付制度・大量保有報告制度」商事1774号(2006年)43頁。
- 84) 重要提案行為等に加え、①財務諸表等規則の子会社になる40%以上の株式等保有割合、②委任状勧誘行為が例示されているが(町田行人=森田多恵子「大量保有報告制度の概要と基本概念の整理(中)」商事1852号(2008年)32頁)、施行令で明文の規定を追加すべきである。
- 85) 金融庁・前掲注(3)15頁。
- 86) 金融庁「第4回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・グループ資料2参考資料」(2023年10月2日)を石川・前掲注(76)により修正。
- 87) 神作裕之「金融商品取引法の規定に違反した者による議決権行使の制限」小出篤=小塚荘一郎=後藤元=潘阿憲編『企業法・金融法の新潮流』(商事法務,2013年)8頁。
- 88) 鳥山恭一「フランスにおける株主の株式大量保有報告義務違反による議決権の停止」早法94巻4号(2019年)331頁。
- 89) 外国投資家が上場会社等の1%以上の株式等を取得する場合、原則として財務大臣等へ事前届出が必要となり(外為法26条2項3号)、財務大臣等はその株式取得がわが国の安全保障や公序に支障をきたすと判断した場合、株式取得の中止を勧告または命令することができる(同法27条5項,10項)。しかし、一定の基準を満たした海外登録・免許事業者となる運用会社等には事前届出が免除され、またそれらの届出等は公衆に開示されない。
- 90) 法制審議会会社法部会第3回会議「参考資料14金融・資本市場の観点から重要と考えられる論点」(2010年6月23日)2-3頁[金融庁総務企画局企業開示課長・三井秀範]。
- 91) 法制審議会会社法部会第8回会議「会社法制部会資料8会社法制に関するその他の検討事項」(2010年12月22日)1頁。
- 92) 法制審議会会社法部会第16回会議「部会資料17会社法制の見直しに関する中間試案(案)」(2012年12月7日)21頁。
- 93) 法制審議会会社法部会第24回会議「部会資料27会社法制の見直しに関する要綱(案)」(2012年8月1日)。
- 94) 法務省法制審議会会社法部会第12回会議「会社法制部会資料13会社法制の見直しに関するその他の論点」(2011年8月31日)3-4頁。
- 95) 改正金商法で、株式等保有割合が30%以上の市場内立会取引は公開買付制度の対象となり禁じられるが、30%未満までは市場内立会取引で買い付けることができる。
- 96) 結論としては議決権行使制限には反対論であるが、議決権行使差止請求に関し、公開買付制度と大量保有報告制度に差を設けるべきではないとの同様の視点で、飯田秀総「大量保有報告書規制違反者の議決権行使差止めに関する立法論の検討」商事2001号(2013年)19頁。
- 97) 法務省法制審議会会社法部会第12回会議「議事録」(2011年8月31日)57頁[上村達男委員発言]。議決権行使制限の効果について、若林泰伸「金融商品取引法に違反した者による議決権行使の差止請求」金判1461号(2015年)114頁。
- 98) 坂本三郎編『立案担当者による平成26年改正会社法の解説』別冊商事393号(2015年)78頁。
- 99) 坂本編・前掲注(98)217頁。なお、同趣旨の立場により議決権行使制限までは不要とする見解につき、飯田・前掲注(96)28頁。
- 100) 大量保有報告義務違反者への現行の刑事罰および課徴金制度を検証し、それらの強化・改善を前提としたうえで、会社法改正による議決権行使制限が困難であるならば金商法改正による議決権行使制限を導入すべきとの

大量保有報告制度による実質株主開示のあり方

- 見解として、加藤貴仁「大量保有報告制度に関する制度設計上の課題」別冊商事369号（2012年）136頁。
- 101) 内藤裕貴「大量保有報告義務および透明性登録簿で実質的支配者を開示」金法2217号（2023年）19頁。
 - 102) 神作・前掲注（87）9頁。
 - 103) 2024年2月、ドイツ・フランクフルトの同庁において早稲田大学中村信男教授と実施した。訪問時、同庁のガイダンス資料‘Modul B Information on major holdings of voting rights/ Information necessary for exercising rights attached to securities’が提示され、機関投資家等がカストディアン経由で株式を間接保有する際や現金決済を目的としたエクイティ・デリバティブを取引する際など広範に大量保有報告義務が生ずることが説明された。
 - 104) 坂本編・前掲注（98）38頁 [坂本三郎発言]
 - 105) 神作・前掲注（87）33頁。
 - 106) 坂東・前掲注（11）34頁。
 - 107) 萩原秀紀「緊急差止命令（金商法192条1項）の活用」商事1923号（2011年）19頁。
 - 108) 萩原・前掲注（107）21頁。
 - 109) 緊急差止命令の事案の分析について、遠藤元一「金融商品取引法上の緊急差止命令制度」資本市場315号（2011年）23頁、鈴木正人「金商法192条に基づく緊急差止命令事例等の分析」商事1975号（2012年）52頁。
 - 110) 大量保有報告義務違反者には株式買付の差止（黒沼悦郎「公開買付け・委任状勧誘・第三者割当」資料版商事356号（2013年）41頁）、公開買付義務違反者には議決権行使の差止（黒沼悦郎「企業買収ルールとしての公開買付」ジュリ1346号（2007年）34頁）が提言されている。
 - 111) 萩原・前掲注（107）20頁。
 - 112) 坂東・前掲注（11）34頁。
 - 113) 鈴木・前掲注（109）59頁。
 - 114) 太田洋「大量保有報告規制の改革に向けて」商事2325号（2023年）31頁。
 - 115) 平成26年改正会社法では、公開買付義務違反者に対し、違反者以外の株主による議決権行使差止申立が想定されていた（坂本編・前掲注（98）38頁 [高橋均発言]）。
 - 116) 野崎ほか・前掲注（28）13頁。
 - 117) たとえば、米国の銀行持株会社法は、銀行持株会社の定義として銀行株式の保有割合が25%を超える者を銀行持株会社とする形式基準に加え、銀行株式を5%以上25%未満保有する者については、監督者となるFRBが銀行を支配するかを調査し銀行持株会社と裁量的に判断できる実質基準が規定されている（銀行持株会社法2条2項（c）、3項）。
 - 118) 坂東・前掲注（11）34頁。
 - 119) 内閣府「経済財政運営と改革の基本方針～賃上げと投資がけん引する経済成長の実現～」(2024年6月21日)。