

気鋭の専門家が語る ディスクロージャー & IRの最前線

ISSN 2433-1686



2023.8

Vol.
26

Disclosure & IR

Disclosure Watch

金商法

- ディスクロージャー制度論（第3講）
- 「PBR1倍割れ」論点への取り組み方と課題
- デジタル証券の公募法務
- クレジットスイスAT1債元本削減の経緯
- 人的資本関係の開示と人材版伊藤レポート再考
- 有価証券報告書におけるサステナビリティの開示分析

会計・監査

- 資本市場を取り巻く制度と日本公認会計士協会の取組
- わが国企業のグループガバナンスと監査役等
- 重要な気候変動リスクの注記と監査
- 開発費と引当金の会計基準の開発

会社法・企業法務

- 公正な買収の在り方に関する研究会・指針案を読み解く
- 株主総会資料の電子提供制度適用開始後初の株主総会
- 株主総会で用いられる議長支援カード
- 2023年6月 定時株主総会の動向

IR

- 生物多様性と情報開示
- 自然資本の経営管理と開示に及ぼす影響
- 「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」
- 企業における「ビジネスと人権」への取組
- 気候変動株主提案
- IPO制度改革の現在地
- 経営指標とはなにか

取引所

- 有価証券上場規程等の一部改正等

コラム

- Disclosure Column

2023年6月 定時株主総会の動向

株式会社宝印刷D&I R研究所 上席研究員 企業内弁護士 六川 浩明

(前東海大学法科大学院教授)

(東京都立産業技術大学院大学講師)

東証が2023年3月31日にプライムとスタンダード上場会社に対する「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」等を公表し、2023年6月における上場会社の定時株主総会では過去最多の株主提案が提出された。

第1 2023年6月の定時株主総会

- 1 2023年6月に定時株主総会を開催した上場会社は約2300社であり、そのうち、約26%にあたる約600社が、6月29日に定時株主総会を開催した。
- 2 2023年6月での定時株主総会では、上場会社90社に対し、344件の株主提案がなされ、過去最多となった。

第2 個人株主の動向

- 1 東証が2023年7月6日に発表した上場企業(3927社)の株式分布状況調査によると、2022年度の個人株主は、前年度から521万人増加し、延べ6982万人となり、過去最多であった。株主数は、1人が5銘柄を保有している場合は、5名と数えられる。

東証によれば、その背景には、2024年に拡充される新NISA(少額投資非課税制度)や、株価の値動きの大きさがある。

- 2 東証は、2022年10月、全上場会社に対し、最低投資金額として「5万円以上50万円未満」が望ましいとして、最低投資金額の引き下げを要請した。

2022年9月時点で最低投資金額が50万円以上だった上場会社は202社であったが、2023年5月までに29社が分割済みであり、12社が今後、株式分割を予定している(注1)。

ファーストリテイリング社は2023年3月に1株を3株にした。また、NTT社は、2023年6月30日を基準日として1株を25株にした。

- 3 2022年度に株式分割をした上場企業のう

ち、任天堂社の個人株主数は、前年度に比べて5倍になり、商船三井社は同3倍になった(注2)。

第3 株主提案

- 1 2023年6月の定時株主総会で、株主提案を受けた上場会社は90社であり、344議案が提案されたが、これらは過去最多となった(注3)。
- 2 株主提案の内容は、次のとおりである。

(1) 株主還元(注4)

配当などの剰余金処分に関する株主提案が33件、自己株式の取得や消却に関する株主提案が26件、提案された。

NCホールディングス社では、増配議案(配当性向70%となる増配)が61.58%の賛成を得て可決された(注5)。タチエス社での増配提案は33.38%、日本精機社での自社株買い提案は31.67%、戸田建設社での自社株買い提案は23.76%、の賛成を取得した。

(2) 企業統治

北越コーポレーション社では、社外取締役を過半数にするための定款変更、株式報酬制度の導入が提案され、36.45%の賛成を取得した。宮地エンジニア社での役員報酬開示提案は、36.15%の賛成を、文化シャッター社での役員報酬開示提案は30.31%の賛成を、取得した。極東開発工業社での代表取締役報酬の開示を求める提案は、30.09%の賛成を得た。セコム社での取締

役の株式保有提案は、23.74%の賛成を取得した。

(3) 取締役の選任

FVC社では、取締役7名の選任提案が62%を得て可決された。東洋建設では、取締役9名の選任提案が49~56%の賛成を得て、株主提案に係る7名が選任された。ITbook社での取締役6名の選任提案は37%の賛成を得た。

(4) 環境

トヨタ自動車では18年ぶりに株主提案がなされ、環境報告書の作成提案が15.06%の賛成を得た。

環境団体は、各都銀に対し、パリ協定に沿った経営戦略の策定・開示を定款に盛り込むように定款変更議案を提案し、みずほFGでは19%、三菱UFJでは17.32%、三井住友FGでは20.68%の賛成を得た。

- 3 2023年6月定時株主総会で、株主提案を受けた上場会社の77.8%がPBR1%未満、74.4%がROE8%以下であった(注6)。

第4 アクティビストとストラテジック・バイヤー

- 1 アクティビストとは、一般に、「その潜在的な資産価値に比較して株価が割安な対象会社の株式を数%~数十%を取得して、対象会社に経営の効率化や株主還元の強化等の要求を行ってその株価を引き上げる等した上で、数か月後から数年後に保有株式を売却してリターンを上げる投資家」と言われている。対象会社に株主還元等の要求を行い、場合によっては株主提案等の法的手段を駆使する等して、潜在的な対象会社の価値を顕在化させる活動を、一般に、「アクティビスト活動」をいう(注7)。

- 2 他方、ストラテジック・バイヤーとは、投資ファンドのように投資リターンを上げることを目的とするのではなく、自らの事業を多角化したり、既存事業とのシナジーで事業をさらに発展させたりすることを目指して、会社や事業を買収する者又は買収しようとする者をいう。事業会社(ストラテジック・バイヤー)が、対象会社を買収することでシナジー(相乗効果)を発揮して自らの企業価値を高め

ることを目的として、敵対的買収や非友好的買収提案を行うこともある(注7)。

- 3 近年、ESGやSDGsの普及に伴い、「環境アクティビスト」(Environmental Activism, Environmental Activist)が、登場している。エンジン・ナンバーワンは、2021年5月の米国石油会社のエクソン・モービル社の定時株主総会で、持株割合が0.02%であったが、委任状争奪戦に勝利して、取締役3名を送り込んでいる。
- 4 オリンパス社は2019年6月の定時株主総会で、Value Act Capitalのパートナーであるロバート・ヘイル氏を取締役として受け入れた。
- 5 JSR社は2021年6月の定時株主総会で、社外取締役候補にアクティビストとして知られる運用会社、米Value Act Capitalのパートナー、ロバート・ヘイル氏を内定したと発表した。オリンパスの社外取締役として構造改革に取り組んできた実績を持つ同氏の知見などを生かし、企業価値の向上を目指す。Value Act Capitalが2020年4月に提出した大量保有報告書によると、同社はJSR株を7.33%保有する(2020年3月末時点)。

第5 会社提案

- 1 会社提案による買収防衛策は、賛成率が低下している。
コスモエネルギーHD社では59.54%、日本冶金工業社では59.1%、アネスト岩田社では57.24%の賛成を得たにすぎなかった。
- 2 会社提案による取締役選任議案については、賛成率が60%~70%台の選任議案が続出した(注8)。

(1) 資本効率

政策保有株の多い企業については、資本効率の悪化につながるとして、批判が投げられた。経営トップへの賛成率について、大成建設社は65.96%(前年は86.03%)、阪和興業社は69.6%(前年は77.2%)、ニッポン社は76.9%(前年は86.8%)であった。

(2) ROE

ROE(自己資本利益率)の低い企業の

経営トップへの賛成率については、コニカミノルタ社が71.45%（前年は76.11%）であった。

(3) 多様性

取締役会の多様性の見地から、各機関投資家が議決権行使基準を厳格化している傾向がある。初めて女性取締役を採用した信越化学工業社の経営トップの賛成率は93.74%（前年は77.25%）となった。一方、女性取締役ゼロの上場会社の経営トップへの賛成率については、三井E&S社が70.39%（前年は91.76%）、ジェイテクト社が71.74%（前年は87.68%）となった。

第6 マジョリティ・オブ・マイノリティ (MoM) による決議・・・対抗措置の発動

一 経産省

1 経産省が2019年6月28日に公表した「公正なM&Aの在り方に関する指針」は、マジョリティ・オブ・マイノリティ (MoM) について、次のとおり定義している。

「マジョリティ・オブ・マイノリティ条件とは、M&Aの実施に際し、株主総会における賛否の議決権行使や公開買付けに応募するか否かにより、当該M&Aの是非に関する株主の意思表示が行われる場合に、一般株主、すなわち買収者と重要な利害関係を共通にしない株主が保有する株式の過半数の支持を得ることを当該M&Aの成立の前提条件とし、当該前提条件をあらかじめ公表することをいう（経産省「公正なM&Aの在り方に関する指針」(2019年6月28日) 39頁)。

2 経産省「第8回 公正な買収の在り方に関する研究会」(2023年4月28日)における「指針原案」48頁には、次のとおり、記載されている。

これまでの司法判断の中には、対抗措置の発動についての株主総会での決議において、買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者の議決権を除外した議決権の過半数による株主総会の決議が許容された事例が存在する（東京機械製作所事件最決令和3年11月18日）(注18)。

このような決議に基づく対抗措置の発動が

安易に許容されれば、望ましい買収をも阻害する事態を招きかねない。また、決議要件を設定するのは対象会社であることからすれば、対象会社として承認が得やすいと考える決議要件が恣意的に設定されるおそれが存在する。

したがって、このような決議に基づく対抗措置の発動が濫用されてはならず、これが許容されうるのは、買収の態様等（買収手法の強圧性、適法性、株主意思確認の時間的余裕など）についての事案の特殊事情も踏まえて、非常に例外的かつ限定的な場合に限られることに留意しなければならない。」

二 コスモエネルギーHD社

1 コスモエネルギーHD社は、2023年1月11日、「株式会社シティインデックスイレブンスらによる当社の株券等を対象とする大規模買付行為等が行われていることに基づく当社の会社支配に関する基本方針及び当社の株券等の大規模買付行為等に関する対応方針の導入に関するお知らせ」を開示した。

2 コスモエネルギーHD社の定時株主総会(2023年6月22日)における第5号案議案(大規模買付行為等への対応方針に基づく対抗措置の発動に関する承認の件)においては、利害関係者以外の過半数を要件とする決議(マジョリティ・オブ・マイノリティ (MoM))によって決議されることとなり、コスモエネルギーHD社は、このような、利害関係者以外の過半数を要件とする決議(マジョリティ・オブ・マイノリティ (MoM))を採用するとの相当性について、次のように述べている(同社の2023年6月定時株主総会招集通知34~35頁)。

「以下に掲げる理由から、本議案を当社の本定時株主総会に上程する場合、その可決要件を、シティら及び当社の取締役に加え、シティら及び当社の取締役それぞれに係るものとして独立委員会が認める者を除く出席株主の議決権の過半数の賛同とする(いわゆるMoM決議とする)ことは相当である。

(1) 本対抗措置の発動に関する株主意思の確認はMoM決議により行うべきであること
・シティらによる本大規模買付行為等(又は本対抗措置の発動)の是非については、株

主の意思に基づき判断されるべきである。

- ・本大規模買付行為等は一般株主に対して強圧性が存するところ、シティらは買付者として一般株主とは異なる利害状況にあることに加え、既に保有する当社株式についても、強圧性及び情報開示の点で問題のある市場内買付けにより取得されたものであることを勘案すれば、シティらの保有株式に係る議決権を含めた通常の普通決議により株主意思の確認を行った場合、当該決議結果は株主の意思の発現とは評価できず、当該決議結果をもって確認された株主意思は歪められているおそれがある。
- ・したがって、本対抗措置の発動の是非に関する株主意思の確認は、シティらなど一般株主と異なる利害状況にある株主を除いた株主による決議によるべきであると考えられる。

(2) シティらとその関係者の保有株式に係る議決権の除外は許容され得ること

- ・本大規模買付行為等に強圧性が存する状況においては、その是非については、強圧性の影響を受け得る株主が強圧性のない状況で判断をする必要があるところ、シティらとその関係者は、買付者としての利害関係を有しており、当社の株主としての見地からの判断を行うことは期待できない。
- ・シティらが既に保有している株式は、少なくともそのほとんどが強圧性のある市場内買付けにより取得されたものであり、また、一般株主に対する十分かつ適切な情報開示をすることなく取得したものであり、当該株式に係る議決権を認めるべきではない。
- ・したがって、本議案の決議に際しては、シティらとその関係者が保有する株式に係る議決権を決議から除外することも許容され得ると考えられる。

(3) 当社取締役とその関係者の保有株式に係る議決権の除外も合理的であること

- ・当社の取締役とその関係者の保有株式に係る議決権を決議から除外することは必須ではないが、シティらとその関係者の保有株式に係る議決権を除外することとの衡平性

の見地から、当社取締役とその関係者の保有株式に係る議決権を本議案の可決要件から除外することも合理的であると考えられる。

- 3 コスモエネルギーHD社の定時株主総会(2023年6月22日)において、上記第5号議案(大規模買付行為等への対応方針に基づく対抗措置の発動に関する承認の件)は、約20%の株式を保有する利害関係者以外の過半数を要件とする決議(マジョリティ・オブ・マイノリティ(MoM))により決議され、59.54%の賛成により可決された。

第7 マジョリティ・オブ・マイノリティ(MoM)による賛成率の任意開示

- 1 NCホールディングス社は、2023年6月7日、同年6月29日開催予定の定時株主総会における株主提案議案の議決権行使結果に関して、提案株主(Asset Value Investors Limitedが運用業務を受託するファンドであるAVI Japan Opportunity Trust PLC.)側の株主(提案株主のほか、Asset Value Investors Limited及びその意思に共同又は協調する者)以外の株主による賛成率(いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティによる賛成率)を任意に開示する方針について同社取締役会において決議し、その旨を定時株主総会招集通知に記載した。
- 2 その際、同社は、除外株主の特定にあたり、大量保有報告規制における共同保有者の認定基準だけでなく、提案株主との間での意思の連絡その他の共同又は協調行動が「ない」ことを窺わせる直接・間接の事実の有無についても勘案した上で、総合的に判断することが望ましいと考えられることから、「共同協調行為等認定基準」を制定し、同社取締役会において決議した(注9)。
- 3 同社の2023年6月29日定時株主総会において、株主提案である第3号議案(取締役2名選任の件)のMoM賛成率は2.52%及び4.23%であり、同じく株主提案である第4号議案(戦略検討委員会を導入するための定款一部変更の件)のMoM賛成率は2.47%であった(注10)。

第8 新規上場

2023年1月から6月の期間、新規上場会社は42社（プロ投資家向け市場を除く）となり、過去10年間で2番目に多かった。そのうち情報通信業が20社、サービス業が8社を占めた（注11、注12、注13）。

プライム市場に1社（楽天銀行）、スタンダード市場に10社（住信SBIネット銀行など）、グロース市場に28社が、それぞれ新規上場した。当該新規上場42社のうち37社において、初値が、公開価格を上回った。

第9 東証の要請（2023年3月31日）・・・プライムとスタンダード上場会社に対する「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」

1 東証は、2023年3月31日、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社に対し、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関する御願いについて」と題する文書を公表した。

2 背景

(1) 従来より、コーポレートガバナンス・コードでは、企業が投資者をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本コスト・資本収益性を十分に意識した経営資源の配分が重要という観点から、資本コストを意識した経営（CGコード原則5-2）について示されている。

(2) 一方で、現状では、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE8%未満、PBR1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況であり、市場区分見直しに関するフォローアップ会議では、こうした現状を踏まえ、今後の各社の企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要との指摘がなされている（傍線筆者）。

(3) 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関する御願いについて」と題する資料は、こうした現状や議論等を踏まえ、資本コストや株価を意識した

経営の実現に向けて重要と考えられる対応をまとめたものであり、上場会社の皆様に積極的な実施をお願いするものである。

3 趣旨

(1) 持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するため、単に損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営を実践していただくことにある（傍線筆者）。

(2) 具体的には、取締役会が定める経営の基本方針に基づき、経営層が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進することで、経営資源の適切な配分を実現していくことが期待される。

※資本収益性の向上に向けて、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているかを分析した結果、自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もあるが、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではない。継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組みを期待するものである。

(3) これらの取組みを進めるにあたり、企業が独自の方法により、その方針や目標、具体的な内容を投資者にわかりやすく示し、投資者からの評価を得ながら、開示をベースとした投資者との積極的な対話を通じて、取組みをブラッシュアップしていくことが期待される。

4 東証は、「現状分析」→「計画策定・実行」→「取組みの実行」を求めている。

即ち、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社は、自社の資本コスト、資本収益性、市場評価に関して取締役会で現状分析・評価を行い（「現状分析」）、それに基づいて改善に向けた方針や目標、計画期間、具体的な取組みを取締役会で検討・策定し、現状評価とあわせて開示し（「計画策定・開示」）、さら

に開示に基づいて投資家との積極的な対話を行う（「取組みの実行」）という一連の対応が求められている。

5 「現状分析」

東証は、現状分析に用いる指標の例として、次のものを掲げている。どの指標を使用するかは、各企業の判断に委ねられる。

（1）資本コスト

WACC（負債－株式の加重平均資本コスト）、株主資本コスト（投資者の期待リターン）など。

（2）資本収益性

ROIC（投下資本利益率）、ROE（自己資本利益率）など（注14）

（3）市場評価

株価、時価総額、PBR（株価純資産倍率）、PER（株価収益率）など（傍線筆者）（注15）

6 「計画策定・開示」

開示が期待される項目は、次のとおりである。

（1）現状評価

「現状分析」で実施した自社の資本収益性や市場評価に関する分析・評価について、投資者にわかりやすい形で「現状分析」で実施した自社の資本収益性や市場評価に関する分析・評価について、投資者にわかりやすい形で示すことが期待される。

（2）方針・目標

資本収益性や市場評価に関して、改善に向けた方針や、具体的な目標について、投資者にわかりやすい形で示すことが期待される。

目標とする指標は、各社の状況を踏まえて設定する。なお、目標の設定に当たっては、具体的な到達水準・到達時期を示す方法のほか、目指すレンジを示す方法や、ROEやEPS（1株当たり利益）の成長率など変化率のトレンドを示す形も考えられる。

PBR1倍割れは、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆される1つの目安と考えられ

る（傍線筆者）。

（3）取組み・実施時期

資本収益性や市場評価の改善に向けた具体的な取組みや、施策の実施時期について、投資者にわかりやすく示すことが期待される。

経営資源の適切な配分の実現に向けた取組みを示すにあたっては、たとえば、グロース市場における「事業計画及び成長可能性に関する事項の開示」で開示が求められている内容（事業のビジネスモデル、市場環境、競争力の源泉、成長戦略など）や開示例を参考にすることが考えられる。

第10 東証の要請（2023年3月31日）・・・プライム上場会社に対する「株主との対話の推進と開示」

1 東証は、2023年3月31日、プライム市場の全上場会社に対し、「株主との対話の推進と開示について」と題する文書を公表した。

2 背景

（1）従来より、コーポレートガバナンス・コードでは、上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主との間で建設的な対話を行うべきである旨（基本原則5）、また、具体的な在り方として、株主の希望や主な関心事項も踏まえ、合理的な範囲で、経営陣幹部や社外取締役を含む取締役または監査役が面談に臨むことを基本とするとともに、取締役会が株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである旨（原則5-1）が示されている。

（2）こうした中、市場区分見直しに関するフォローアップ会議においても、投資者との対話を通じて、自らの経営力を高度化するための気づきを得ることが重要であるとして、対話の重要性があらためて指摘されている。

（3）一方で、企業側では依然として対話に消極的な姿勢が見られるとの指摘もあり、特にプライム市場の上場会社については、建設的な対話を中心に据えて企業価値向上に

取り組むことが期待されていることも踏まえ、投資者との建設的な対話を促す観点から、経営陣と投資者の対話の実施状況やその内容を明らかにするよう求めていくことが必要との整理がなされた。

3 趣旨

- (1) プライム市場の上場会社は、これらを踏まえ、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みを進めていただくとともに、株主からの対話の申込みがあった場合には、真摯に対応することが重要である。
- (2) そのうえで、本資料は、株主との対話を行っている場合に、その実施状況等について開示いただくことをお願いするものである。

4 開示の要請

- (1) 直前事業年度における経営陣等と株主との対話の実施状況等について開示を行う。
- (2) 開示することが考えられる事項
 - ①株主との対話の主な対応者
 - ②対話を行った株主の概要（国内外の別、アクティブ/パッシブの別、グロース/バリュー/配当重視などの投資スタイル、対応者の担当分野（ファンドマネージャー、アナリスト、ESG担当、議決権行使担当）など）（注16）
 - ③対話の主なテーマや株主の関心事項

特に株主から気づきが得られた対話や、経営陣等の説明により株主の理解を得られた対話の事例
 - ④対話において把握された株主の意見・懸念の経営陣や取締役会に対するフィードバックの実施状況
 - ⑤対話やその後のフィードバックを踏まえて、取り入れた事項があればその内容など

第11 東証の要請（2023年3月31日）・・・「建設的な対話に資する「エクспレイン」のポイント」

- 1 東証は、2023年3月31日、「建設的な対話に資する「エクспレイン」のポイント・事例について」と題する文書を公表した。

2 趣旨

- (1) コードの原則に掲げられた具体的な施策は、原則の目標・理念を実現するための一般的な手法（＝ベストプラクティス）であり、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することも想定している。※積極的なエクспレインは、形だけのコンプライよりも、評価に値するケースも少なくないとの指摘もある。
- (2) こうした観点から、「エクспレイン」においては、自社の考え方や取組みの状況が投資者に理解されるよう十分に説明することが重要であるが、昨今例えば、「検討中」という説明のまま、数年間も放置している事例がみられるなど、コンプライ・オア・エクспレインが形骸化しているとの指摘もなされている。
- (3) こうした状況も踏まえ、本資料は、上場会社の「エクспレイン」について、投資家との建設的な対話に資すると考えられる記載上のポイント、投資者にとってわかりやすく説明していると考えられる事例及び説明が不十分と考えられる事例を示すことで、上場会社に自主的な点検をしていただくための材料として取りまとめたものである

第12 東証の要請・・・グロース市場における「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示
 グロース市場では、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示が制度化されており、1年に1回以上、進捗を反映した最新の内容を開示することが求められている。

第13 公開買付制度、大量保有報告書制度の見直しへ

一 米国

2022年2月、米国SECは、上場会社株式等の5%超を保有することとなった者が提出する大量保有報告書の提出期限を、原則として提出義務発生後10日から5日に短縮することなどを内容とする規制案を決定した。その後、米国SECは、

2023年4月28日、大量保有報告制度の運用状況に関する経済分析・リスク分析局 (Division of Economic and Risk Analysis) による定量分析の結果を公表するとともに、1年前に締め切っていたパブリックコメントの募集を2023年6月27日まで再開した (注17)。

二 日本

2023年3月2日開催の金融審議会総会・金融分科会において、近時の資本市場における環境変化を踏まえ、公開買付制度及び大量保有報告制度等のあり方について、検討を行うことが諮問された。そこで、2023年6月5日、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」の第1回が開催され、公開買付制度、大量保有報告制度、実質株主の透明性について、検討されていくこととなった。

三 検討課題は、次のとおりである。

1 公開買付制度

(1) 市場内取引 (立会内) についても、強制公開買付規制の適用対象とすべきか。

現行の公開買付制度上、市場内取引 (立会内) は、一定の透明性・公正性が担保されていることに鑑み、(いわゆる「急速な買付け等」に該当しない限り) 強制公開買付規制の適用対象となっていない。他方、近時は市場内取引 (立会内) を通じて議決権の3分の1超を取得する事例も見受けられ、そのような取引については、投資判断に必要な情報・時間が一般株主に十分に与えられていないといった問題や、強圧性の問題 (下記東京高裁の決定参照) が指摘されていることから、市場内取引 (立会内) を強制公開買付規制の適用対象とすべきではないかとの指摘がある。

(2) 第三者割当 (新株発行) についても、強制公開買付規制の適用対象とすべきか。

現行の公開買付制度上、第三者割当により新規発行株式を取得する行為は、基本的には会社法上の問題として解決が図られるべき問題であるとして、強制公開買付規制の対象となっていない。他方、第三者割当により自己株式 (既発行株式) を取得する行為が強制公開買付規制の対象となっていることや、欧州諸国においては第三者割当

についても強制公開買付規制の適用対象となっていることから、第三者割当により議決権の3分の1超を取得する取引を強制公開買付規制の適用対象とすべきではないかとの指摘がある。

(3) 3分の1ルール of 閾値を引き下げるべきか。

現行の公開買付制度は、「3分の1」という数値が、株主総会の特別決議を阻止できる基本的な割合であること等に鑑み、買付け後の株券等所有割合が「3分の1」を超えるような場合には、著しく少数の者からの買付けであっても公開買付けによることが義務付けられている (いわゆる3分の1ルール)。他方、実際の議決権行使割合を勘案すると「3分の1より低い割合」で株主総会の特別決議について拒否権を取得し得ることから、上記閾値を「3分の1」から引き下げるべきではないかとの指摘がある。

(4) 欧州型の規制 (事後的な規制) へ転換すべきか。

日本の公開買付制度は、閾値を超える議決権を取得することとなる買付け自体を公開買付けで行うことを要求するものである。他方、英国等の欧州の公開買付制度では、閾値を超える議決権の取得自体について方法の制限はなく、その後、すべての株主に対して公開買付けをすることを要求する事後的な規制となっている。日本型の規制と欧州型の事後的な規制では、公開買付規制の適用範囲等も異なり得ることから、事後的な規制を含む欧州型の規制に転換することの是非について検討すべきとの指摘がある。

(5) 公開買付規制のオプトイン/アウト制度を設けるべきではないか。

現行の公開買付制度上、複数種類の株式を発行している会社については、3分の2以上の買付け等であっても、買付対象の種類株主全員 (25名未満) の同意があり、買付対象外の種類株式に係る種類株主総会の承認がある場合には、公開買付けによらずに買付け等を行うことができる。これに対し、1種類の株式のみを発行している会社につ

いては、3分の1超の買付け等である限り、買付対象外の株主が株主総会等で承認したとしても、公開買付けによる必要がある。

このような取扱いの差異について、1種類の株式のみを発行している会社についても株主の意向に応じて公開買付規制の適否を定める必要性は異ならないはずであり、買付対象外の株主による株主総会の承認等がある場合には、強制公開買付規制の適用を除外する取扱いを認めるべきではないかとの指摘がある。

また、同様の観点より、定款の定めや株主総会の承認等によって（今回検討する各論点に係る規制を含め）各種公開買付規制の適否を定めることを検討すべきとの指摘がある。

- (6) 公開買付けの強圧性の問題を解消・低減させるため、一定の措置を講ずるべきか。

支配権取得後に対象会社の企業価値の減少が予測される公開買付けについては、一般株主において、企業価値の減少による不利益を回避するために公開買付けに応募するインセンティブが生じるという問題（いわゆる強圧性の問題）が生じ、一般株主が不当に低い価格で公開買付価格に応じるよう強いられるリスクや、企業価値を低下させる買収がかえって成功しがちになるというリスクが指摘されている。また、これらのリスクは、全部買付け（上限を付さない公開買付け）よりも部分買付け（上限を付した公開買付け）において生じやすいと指摘されている。このような公開買付けの強圧性の問題に対応するためには、英国の公開買付制度を参考にすると、例えば以下のような措置を講じることが考えられる。

- (ア) 全部買付義務の閾値（現行は3分の2）を引き下げる措置
 (イ) 公開買付期間を①通常の応募期間と②追加応募期間に分け、①で公開買付けの成立が確定した場合には②の追加応募期間（①に応募した株主は②の追加応募期間中に応募を撤回することができない）を設けることを義務付ける措置
 (ウ) ①公開買付けに応募するか否かの意思

表示と②公開買付けへの賛否の意思表示を区分し、②について賛成が反対を上回る場合（又は株主総会で過半数の賛成があった場合）にのみ、公開買付けの実施を認める旨の措置

- (7) 公開買付けにおける事前救済措置として、差止制度を設けるべきか。

現行の公開買付制度上、公開買付けの差止制度は存在しない。また、金商法192条において、同法に違反する行為に対して、当局の申立てにより裁判所が禁止又は停止を命ずることができる旨定められているが、これまで公開買付けに関して申立てはなされていない。この点、会社法における組織再編等の差止制度と同様に、公開買付けにおける事前の救済措置として、公開買付けの差止制度を設けるべきとの指摘がある。

その場合の①差止事由については、法令違反の場合のほか、公開買付けのあり方が著しく不公正な場合も含めること、②差止権者については、対象会社の株主のほか、対象会社を含めることも考えられるとの指摘がある。

- (8) 公開買付規制違反に対する事後的な救済措置を拡充すべきか。

現行法上、公開買付規制違反に対する事後的な救済・制裁措置として、民事上の損害賠償責任、課徴金、刑事罰が設けられているが、公開買付規制に違反して取得した株式の議決権行使の差止めを可能とする制度は設けられていない。他方、公開買付規制違反が生ずると、他の株主の株式売却の機会が奪われ会社支配の公正が害されるおそれがあることから、公開買付制度の実効性を確保し、他の株主の利益を確保するため、議決権行使の差止め等の事後的な救済を拡充すべきとの指摘がされている。

- (9) 公開買付制度における各種規制について、柔軟な運用を可能とすべきか。

現行の公開買付制度は、公開買付けの条件等について各種規制を設けているが、これらの各種規制について、実質的な観点から個別事案ごとに例外的な取扱いを許容す

るような制度は設けられていない。このような制度の下では硬直的な運用を招きかねないとして、実質的な観点から個別事案ごとに例外的な取扱いを許容するような制度を設けるとともに、当局においてそのような実質的判断機能を担う体制を整備していくべきとの指摘がある。

(10) その他

2023年6月5日金融庁・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」第1回における事務局説明資料17~18頁においては、「その他」として7つの検討課題が指摘されている。

2 大量保有報告制度

(1) 重要提案行為の範囲の不明確性

大量保有報告制度上、金融商品取引業者等に対しては、提出頻度や期限等を緩和する特例報告制度が設けられているが、その適用を受けるためには、投資先企業に対して「重要提案行為」を行わないことが必要とされている。スチュワードシップ・コード策定時に「重要提案行為」の解釈の明確化が図られたものの、実効的なエンゲージメントの促進のため、重要提案行為の範囲の更なる明確化等が必要との指摘がある。

(2) 共同保有者の範囲の不明確性

大量保有報告制度においては、保有割合を算出するに際して、共同して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者（「共同保有者」）の保有分を合算する必要がある。スチュワードシップ・コード策定時に「共同保有者」の解釈の明確化が図られたが、近時の協働エンゲージメントの増加を踏まえ、「共同保有者」の範囲の更なる明確化等が必要との指摘がある。

(3) デリバティブ取引を大量保有報告制度の適用対象とすべきか。

現行の大量保有報告制度上、デリバティブ取引の終了時に株式の交付による決済が想定されているなどの事情が認められる場合を除いて、トータル・リターン・スワップやCFD等のエクイティ・デリバティブのロングポジションを保有するのみでは大

量保有報告規制の対象とはならないと考えられている。株式の需給や支配権に影響し得る情報に係る透明性の向上や、上場会社が実質的な主要株主との対話を深めていくことを通じたガバナンスの向上等の観点から、現行制度で捕捉されていないエクイティ・デリバティブのロングポジションについても大量保有報告制度の適用対象となるよう制度を改正すべきとの指摘がある。

(4) 大量保有報告制度の実効性が確保されていない。

2008年金商法改正により、大量保有報告制度の違反抑止の観点から、大量保有報告書等の不提出及び不実記載が課徴金制度の対象とされた。他方、その後も大量保有報告書等の提出遅延等は相次いでおり、大量保有報告制度の実効性が確保されていないとの指摘がある。大量保有報告書は年間約14000件が提出されているが、提出遅延は年間約1500件に及んでいる。

(5) その他

2023年6月5日金融庁・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」第1回における事務局説明資料24頁においては、「その他」として2つの検討課題が指摘されている。

3 「実質株主」を把握することができるようにする制度

現行制度上、名義株主については、会社法上の株主名簿や有価証券報告書等の大株主の状況に関する開示を通じて、企業や他の株主がこれを把握する制度が整備されている一方、当該株式について議決権指図権限や投資権限を有する者（「実質株主」）については、大量保有報告制度の適用対象（5%超）となる場合を除き、企業や他の株主がこれを把握する制度が存在しない。企業と株主・投資家の対話や相互の信頼関係の醸成を促進する観点から、実質株主とその持株数について、企業や他の株主が効率的に把握できるよう、諸外国の制度も参考に実務的な検討がなされるべきとの指摘がある。

(注1) 日経新聞朝刊2023年6月13日3面

- (注2) 朝日新聞朝刊2023年7月7日7面
- (注3) 日経新聞朝刊2023年7月8日15面
- (注4) 「日本企業の内部留保が大きい。株主還元を増やすべきだ」という見解について、次のように指摘されている。「しばしば「日本企業の内部留保が大きい。不必要に余剰資金を保有しているので、株主還元を増やすべきだ」という見解が多く見受けられる。しかし、これは誤りである。内部留保(=利益剰余金)は、余剰な現金ではない。内部留保は541兆円、現預金252兆円である。有利子負債が631兆円なので、純債務が379兆円である。このように、日本企業は、全体として巨額の負債を抱えており、現金が余っているという事実はない。なお、日本の自己お資本比率は42.3%、米国の株主資本比率は54.8%である。」(藤田勉「日本企業は株主還元を減らすべき」(日経ヴェリタス2023年7月2日号50頁)。
- (注5) 英国ファンドのAsset Value Investorsが株主提案していた8議案のうち、3議案が可決された。
- (注6) 日経ヴェリタス2023年7月9日号22頁
- (注7) 太田洋『敵対的買収とアクティビスト』(岩波書店、2023年) 50~51頁
- (注8) 日経新聞朝刊2023年7月7日17面
- (注9) NCホールディングス社の適時開示「第7回定時株主総会の議決権行使結果のマジョリティ・オブ・マイノリティによる開示方針及び「共同協調行為等」の認定基準の制定に関するお知らせ」(2023年6月7日)
- (注10) NCホールディングス社の適時開示「定時株主総会の議決権行使結果に関するお知らせ」(2023年7月5日)
- (注11) 日経新聞朝刊2023年7月5日16面
- (注12) 読売新聞朝刊2023年7月6日9面
- (注13) 日経新聞朝刊2023年6月30日30面
- (注14) ROEは、事業の採算性を示す「売上高純利益率」、負債をどれだけ活用しているかを示す「財務レバレッジ」、資産活用の効率性を示す「総資産回転率」の3つを掛け合わせて求められる。製品やサービスの付加価値を向上させて利益率を高めたり、保有資産を有効活用したりすると、ROEは上昇する。東証プライム上場会社(1630社)では、2023年度は最高益を更新するものの、内部留保が積み上がり、予想ROEは9.0%となり、2022年度より0.4%低下する(日経新聞朝刊2023年7月9日3面)。
- (注15) $PBR = \text{株価} / 1 \text{株あたり純資産}$ 、 $PER = \text{株価} / 1 \text{株あたり利益}$ 、 $ROE = 1 \text{株あたり利益} / 1 \text{株あたり純資産}$ であるから、 $PBR = PER \times ROE$ となる(鈴木裕(大和総研 主席研究員)「共に株主還元策に帰着する東証とアクティビストの要請」(週刊東洋経済2023年6月27日号7頁)。
- (注16) 建設的な対話のためにターゲットとすべきは「中長期的視点」の「機関投資家」であると指摘されている(浜辺真紀子『株主との対話』(中央経済社、2023年) 1~3頁)
- (注17) SEC Reopens Comment Period for Proposed Rule Amendments to Modernize Beneficial Ownership Reporting (2023年4月28日)
- (注18) 東京機械製作所事件(最決令和3年11月18日)において、裁判所は、利害関係者以外の過半数を要件とする決議について、公開買付規制の適用対象外である市場内取引による株式取得を通じて、株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間のうちに買収した行為には、一般株主に対する強圧性が認められるとしている。また、裁判所は、このような一般株主が適切な判断を下すための十分な情報と時間を確保することができないことが、会社の企業価値のき損ひいては株主の共同利益を害することとなるか否か、それを防止するために対抗措置を発動することが必要か否かについて、株主総会において一般株主のみによる意思確認を行うことは、直ちに不合理であるとはいえないとして、これを許容している。