

岩田合同法律事務所 ニュースレター
2025 年 10 月

コーポレート



大量保有報告制度における 「重要提案行為等」「共同保有者」の解釈

弁護士 [泉 篤志](#)

弁護士 [森 駿介](#)

弁護士 [野口大資](#)

第1 はじめに

2025 年 6 月に金融庁から「『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》」第三次改訂版が公表されました。機関投資家は、投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るため、投資先企業との建設的な対話を行うことが一層求められています。かかる対話を行うにあたっては、単独で行うだけでなく、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）も重要な選択肢であるとされています（日本版スチュワードシップ・コード原則 4・指針 4-6）。

また、機関投資家が投資先企業との間で深度ある対話を行うことができるよう、2024 年の金融商品取引法（以下「金商法」といいます。）の改正及びその後の関連政府令・Q&A の改正により、大量保有報告制度における「重要提案行為等」及び「共同保有者」の範囲が明確化されています。

かかる状況を踏まえ、金融庁は、2025 年 8 月 26 日、①大量保有報告制度における「重要提案行為等」と「投資先企業との対話」との関係及び②大量保有報告制度における「共同保有者」と「協働エンゲージメント」との関係について、法令や Q&A 等において示されている考え方を整理する資料として「大量保有報告制度における『重要提案行為等』・『共同保有者』に関する法令・Q&A 等の整理～機関投資家と投資先企業の建設的な対話に向けて～」¹（以下「本資料」といいます。）を公表しました。

¹ [金融庁「『大量保有報告制度における『重要提案行為等』・『共同保有者』に関する法令・Q&A 等の整理～機関投資家と投資先企業の建設的な対話に向けて～」の公表について」](#)

本稿では、本資料で示されている考え方の概要と実務上の留意点について解説します。

第2 本資料の概要と実務上の留意点

1 大量保有報告制度における「重要提案行為等」と「投資先企業との対話」との関係

(1) 論点

金商法は、重要な情報を投資者に対し迅速に提供することにより、市場の透明性・公正性を高め、投資者保護を図ることを目的として、株券等の大量保有者に対して一定の開示を求める大量保有報告制度（金商法 27 条の 23 以下）を定めています。もっとも、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対し、取引の都度詳細な情報開示を求めると事務負担が過大になることから、大量保有報告書等の提出頻度、期限等を緩和する特例報告制度（金商法 27 条の 26）が設けられています。

特例報告制度の利用にあたっては、重要提案行為等を行うことを保有の目的としないという要件を満たす必要があります（金商法 27 条の 26 第 1 項）、第 1 で述べたとおり、機関投資家は、投資先企業との建設的な対話を行うこと等が求められている中、どのような対話であれば重要提案行為等に該当しないといえるかが問題となります。

本資料は、機関投資家と投資先企業との対話を促していく観点から、具体的にどのような行為が「重要提案行為等」に該当するのかを整理しています。

(2) 解説

「重要提案行為等」とは、株券等の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行為として金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」といいます。）で定めるものをいい（金商法 27 条の 26 第 1 項）、具体的には以下の 3 つの要件を満たすものをいいます。

- （i）発行者に対する「提案」行為であること
- （ii）提案内容が金商法施行令 14 条の 8 の 2 第 1 項各号に列挙されている事項に該当すること
- （iii）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

特に上記要件（iii）について、どのような場合であれば「事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす」こととなるかが不明確であるところ、下図²の「経営への影響度が相対的に高い事項」に列挙されている事項の提案であれば、当該要件に該当する可能性が高いと整理されています。

他方、「経営への影響度が相対的に高い事項」以外の事項であれば、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

² 本資料 4 頁

委ねる趣旨であると考えられるため、要件（iii）に該当する可能性は低いと考えられています。もっとも、提案の採否を経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様³による提案の場合、要件（iii）に該当する可能性があるとしており、提案の内容のみならず、個別具体的な提案方法・態様をも考慮しなければならない点に留意が必要です。

	(i)(ii) 政府令列举事項の提案	(iii) 目的要件該当性	重要提案行為等 該当性
経営への影響度が相対的に高い事項	- 代表取締役の選解任 - 自らが指名する役員の選任 - 吸収合併(吸収合併消滅会社となるもの)、株式交換(株式交換完全子会社となるもの)、主要な事業の会社分割 - 主要な事業の譲渡・休廃止 - 第三者による買収 - 解散 - 倒産手続開始の申立て	態様を問わず、通常、目的要件を充足	「重要提案行為等」に該当
経営への影響度が相対的に低い事項	- 重要な財産の処分・譲受け - 多額の借財 - 役員構成の重要な変更 - 株式交換・株式移転・会社分割・合併(上記を除く) - 事業の譲渡・譲受け・休廃止 - 配当方針の重要な変更 - 増資・減資方針の重要な変更 - 上場・上場廃止 - 資本政策の方針の重要な変更	経営陣の自律的な決定に委ねない態様(例:株主提案等)による場合に限り、目的要件を充足 経営陣の自律的な決定に委ねない態様によらない場合、目的要件を充足しない	「重要提案行為等」に該当 「重要提案行為等」に該当しない
その他	上記以外の事項	目的を問わない	「重要提案行為等」に該当しない

2 大量保有報告制度における「共同保有者」と「協働エンゲージメント」との関係

(1) 論点

大量保有報告制度において、株券等の保有者は、保有割合を算出する際に、共同保有者の保有分を合算する必要があるところ、以下のいずれかに該当する者は、原則として共同保有者に該当します。

- (i) 保有者との間で、共同して株券等を取得し、又は譲渡することを合意している者（金商法 27 条の 23 第 5 項）
- (ii) 保有者との間で、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（同項）
- (iii) 保有者との間で、一定の資本関係その他特別の関係がある者（同条 6 項）

もっとも、上記（ii）の合意をする者について、2026 年 5 月 1 日より施行される改正金商法の下では、以下の全てに該当する場合には、例外的に共同保有者に該当しないこととなります（協働エンゲージメント特例。改正金商法 27 条の 23 第 5 項各号）。

- (a) 合意の当事者である保有者及び他の保有者が金融商品取引業者等であること（同項 1 号）

³ 通常、当該提案の採否を経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様に該当する例として、①株主提案権の行使による場合、②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）、③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が挙げられています。

(b) 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）

(c) 個別の権利の行使ごとの合意であること（同項 3 号）

第 1 で述べたとおり、投資先企業との対話に関し、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）も重要な選択肢であるとされている中、かかる対話を行うに際して、他の機関投資家との間で対話の内容等を協議し合意することがあり得るところ、いかなる内容の合意をすると共同保有者に該当することとなるかが問題となります。

本資料は、①具体的にどのような場合に「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」として「共同保有者」に該当するか、②具体的にどのような場合に協働エンゲージメント特例の対象となるかについて整理しています。

(2) 解説

まず、①具体的にどのような場合に「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」として「共同保有者」に該当するかという点について、法令上の権利の行使以外の一般的な行動（投資先企業に対し、対話の場の設定や経営方針等の変更等を共同で申し入れること等）について合意した場合や、単なる意見交換や議決権行使の予定を伝え、それがたまたま一致したにすぎないような場合には、「共同保有者」には該当しないとされています⁴。後者に関し、「合意」とは、相互又は一方の行動を約する（文書によるか口頭によるかを問わず、また、明示的か黙示的かを問わない）性質のものであるとされているところ、例えば他の機関投資家が自らの子会社、関連会社等である場合等、他の機関投資家との関係性次第では、単に自らの意向を伝えたにすぎないという体裁をとったとしても、黙示的に当該他の機関投資家の行動を制約していると評価され得る可能性があると考えられるため、留意が必要です。

次に、②具体的にどのような場合に協働エンゲージメント特例の対象となるのかという点について、上記(1)の協働エンゲージメント特例の要件 (b) に関し、他の投資家との合意とは無関係に一部の投資家が独立して単独で重要提案行為等を行う場合は当該要件に該当するとされています。これも相互又は一方の行動を約するものではないことから「合意」に該当しないという整理であると考えられますが、黙示的合意と解される内容・態様でないか留意する必要があります。また、会社提案議案に反対の議決権行使をすることのみを合意した場合は、「提案」行為を行うことを合意の内容とするものではないため、要件 (b) に該当するとされています。

上記(1)の協働エンゲージメント特例の要件 (c) に関しては、かかる要件に該当するためには、以下の全てを満たす必要があります（改正金商法施行令 14 条の 6 の 3）。

(ア) 当該発行者の株主総会等ごとにする合意であること

(イ) 合意の対象とする議案を他の議案と明確に区別できるよう特定すること

(ウ) 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

⁴ かかる解釈は、公開買付制度における「特別関係者」（金商法 27 条の 2 第 7 項 2 号）にも同様に当てはまることが示唆されており、この観点においても参考になります。

議決権を行使することを内容とするものであること

要件（ア）について、同一の発行者の複数の株主総会等について複数年続けて同一の内容の合意をすることをもって、直ちに当該要件に該当しないこととなるものではないとされていますが、実質的に包括的合意をしていると認められる場合には、当該要件を満たさないとされています。例えば、他の機関投資家との間で、特定の取締役候補者の選任議案について反対の議決権行使をすることを毎年合意していたとしても、当該他の機関投資家との関係や当該合意をした経緯等の個別事情によっては、実質的に将来の複数の株主総会における議案について最初に包括的に合意し、次年以降の合意は形骸化していると評価されるリスクは否定できません。合意をする場合は毎年書面によるものとし、かつ、当該書面には「本書面における合意は、X 社●年度定時株主総会における議決権行使のみを拘束するものであり、その後の株主総会における議決権行使を拘束するものではない」旨を明記する等の対応をとることが考えられます。

要件（イ）について、「X 社●年度定時株主総会における第■号議案」のように議案が一意に定まる程度に特定されていれば、通常、当該要件に該当する一方、「組織再編に関する議案」等のように議案が一意に定まらないものについては、これに該当しないとされています。

要件（ウ）について、議案に対する賛否を「保有者 A の判断に委ねる」というように、賛否を特定の保有者の意向に一任する旨の合意を定める場合は、賛否のいずれかを定めて合意したとはいえず、当該要件を満たさないとされています。形式上は賛否を定めていても、各保有者における検討過程等合意に至る経緯、合意内容等を踏まえ、実質的に一部の保有者の意向に一任していると認められる場合も同様とされており、実質的な合意の内容を考慮する必要がある点に留意が必要です。

第3 おわりに

コーポレートガバナンス・コードにおいても、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とされています。このこととも相まって、今後、企業と機関投資家との間の対話が活発に行われることが予想されます。重要提案行為等若しくは共同保有者の該当性又は協働エンゲージメント特例の適否の判断にあたっては、第2で述べたとおり個別事情に応じて実質的な検討が要求される場合も多く、各機関投資家においては、自らの意図と異なる事態が生じることがないよう、今後の事例に注目し、対応策を検討することが肝要です。

【執筆者】



[泉 篤志](#)（弁護士）
E-mail: aizumi@iwatagodo.com

東京大学法学部卒業、2005 年弁護士登録。
2013 年南カリフォルニア大学（LL.M.）修了。
主に企業買収・組織再編、合併会社等の設立・運営、会社法・金融商品取引法・取引所規制に関する助言、独占禁止法・公取委対応（企業結合対応を含む）、コーポレートガバナンス、株主総会、訴訟・紛争解決等を幅広く取り扱う



[森 駿介](#)（弁護士）
E-mail: shunsuke.mori@iwatagodo.com

2008 年一橋大学法学部卒業、2010 年一橋大学法科大学院修了、2011 年弁護士登録。
主に、アクティビスト対応・株主総会支援、M&A、危機管理・不正調査、訴訟・紛争解決、競争法・表示規制等に関する法的助言を行う。



[野口大資](#)（弁護士）
E-mail: daisuke.noguchi@iwatagodo.com

2018 年東京大学法科大学院修了。2019 年弁護士登録。
民法・会社法等の各種法律相談、M&A、株主総会対応（プロキシファイトを含む）、第三者委員会による不正調査等の企業法務全般を取り扱う。

岩田合同法律事務所

1902 年（明治 35 年）、司法大臣や日本弁護士連合会会長を歴任した故・岩田宙造弁護士が「岩田宙造法律事務所」を創立したことに始まる、我が国において最も歴史のある法律事務所の一つです。創立当初より、我が国を代表する企業等の法律顧問として広範な分野で多数の企業法務案件に関与しております。弁護士 110 余名のほか、日本語対応可能な外国法事務弁護士（中国法、フランス法、米国法）も所属し、特別招聘顧問として元最高裁判官大谷直人氏が在籍しております。

〒100-6315 千代田区丸の内二丁目 4 番 1 号 丸の内ビルディング 15 階
岩田合同法律事務所 広報： newsmail@iwatagodo.com

※本ニュースレターは一般的な情報提供を目的としたものであり、法的アドバイスではありません。また、その性質上、法令の条文や出展を意図的に省略している場合があり、また情報としての網羅性を保証するものではありません。個別具体的な案件については、必ず弁護士にご相談ください。