

2024年2月16日
(社)機関投資家協働対話フォーラム

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」を
歓迎するメッセージ

2023年12月25日、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」が公表されました。一般社団法人機関投資家協働対話フォーラムは、同報告を歓迎します。

1. 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」の公表

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(以下、WG 報告)が公表されました。https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231225/01.pdf

WG 報告では、Ⅰ.公開買付制度のあり方について、Ⅱ.大量保有報告制度のあり方について、Ⅲ.実質株主の透明性について、の3つの課題について提言が行われました。

公開買付制度については、①企業支配権に重大な影響を与える株式の取得について、市場内取引についても公開買付けの実施を義務付けること、②公開買付けの実施を義務付ける閾値を「議決権の3分の1」から「議決権の30%」に引き下げること、などが提言されました。

大量保有報告制度については、①機関投資家が大量保有報告の「特例」を受けられる要件を明確化すること、②複数の機関投資家が一定の合意を行わない限り、「共同保有者」として保有割合を合算する必要がないこととすべきこと、などが提言されました。

実質株主の透明性については、実質株主を効率的に把握できるようにするため、機関投資家の行動原則として、株式の保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示し、法制度上義務付けることを検討すべきであることが提言されました。

2. 大量保有報告制度の見直しの提言を歓迎

機関投資家協働対話フォーラムは、パッシブ投資家をはじめ長期の視点で幅広く日本株式に投資する機関投資家と企業との建設的かつ実効的な協働エンゲージメントを支援する立場から、特に大量保有報告制度の見直しについての提言を歓迎します。

WG 報告では、「大量保有報告制度については、近時、パッシブ投資家の増加や協働エンゲージメントの広がり、企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まりといった市場環境の変化に伴い、様々な課題が指摘されている」との認識に立ち、これらの課題を踏まえた制度の見直しが提言されました。

大量保有報告制度は、株式の大量保有に係る情報が「経営に対する影響力」や「市場における需給」の観点から重要な情報であることから、企業の株式の 5%超を保有したものは、5営業日以内に大量保有報告書を提出し、またその後 1%以上増減するなどの変更があった場合にも5営業日以内に変更報告書を提出しなければならないという制度です。

しかし、機関投資家など、株式等の大量の取引を日々行う投資家では、保有比率の変動が頻繁に起こりえるため、事務負担の軽減のために、あらかじめ定めた月2回の基準日に報告すればよいという「特例報告制度」が設けられています。

①「重要提案行為」の範囲の見直し

まず、「重要提案行為」の考え方を見直すことで特例報告を利用する条件を明確化する方向が示されたことを歓迎します。

特例報告を利用するためには、投資先企業に対して「重要提案行為」を行わないことが要件となっています。この重要提案行為について、現在の法令では、重要な財産の処分、役員構成の重要な変更、配当に関する方針の重要な変更など、14項目にわたって細かく列挙されており、投資家が通常の企業との対話の中で投資家の考え方を説明したり、見直しを求めたりするような事項が多く含まれています。これらの事項について発言することが「重要提案行為」に該当するのではないかという危惧から、企業との対話における投資家の活発な発言の妨げになっているのではないかと指摘がされてきました。

WG 報告の提言では、「企業支配権等に直接関係しない行為を目的とする提案行為」を、「企業経営陣に採否をゆだねるという態様で行う場合」には、特例報告を利用できるように明確化すべき、と提言されています。

「企業支配権に直接関係しない行為」として、具体的にどのような行為が該当するかは、今後の法令の改正などで明らかにされるものと考えますが、WG 報告では「配当方針・資本政策に関する変更などといった企業支配権等に直接関係しない行為」との記載もあり、少なくともこれらは重要提案には当たらないとの考え方であると思います。

また、現在の法令では単に「(政令に列挙する)一定の事項を提案する行為」とされているところを、「企業経営陣に採否を委ねる態様で」と「態様」にも着目することで、株主総会における株主提案等ではない、投資家の通常の「対話」における意見や提案については「重要提案行為」ではないとの考え方が WG 報告では示されました。

②「共同保有者」の範囲の明確化

次に、特に協働エンゲージメント促進の観点から、共同保有者の範囲の明確化がなされていることを歓迎します。

現行の大量保有報告制度では、協働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ものについて、共同保有者に該当するとしています(共同保有者とみなされると、異なる投資家が保有する株式を合算して大量保有報告書を提出しなければならず、実務上の対応が極めて困難になる)。この「合意」に「黙示の合意」が含まれることから、機関投資家による協働エンゲージメントに委縮効果をもたらしているとの指摘がされてきました。

WG 報告では「協働して重要提案行為等を行うことを合意の目的とせず、かつ継続的でない議決権行使に関する合意をしているような場合については」共同保有者概念から除外することが適当である、と提言されました。

3. 機関投資家による「対話」と「協働エンゲージメント」の活性化を期待

2014年に導入された日本版スチュワードシップ・コードの原則 4.では「機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。」との規律が設けられました。

また、2017年の改訂では、指針 4-5「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、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、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)が有益な場合もあり得る。」との考え方が示されました。

このコードの改訂を受けて、2017年、一般社団法人機関投資家協働対話フォーラムが発足し、今日まで、協働エンゲージメントの支援に取り組んでいます。しかし、日本における協働エンゲージメント活動は、諸外国に比べてまだ活発とは言えません。

日本投資顧問業協会が毎年会員企業向けに実施しているアンケート調査の最新版(2023年12月公表)では、日本株に投資している機関投資家のうち協働エンゲージメントを行ったことがある機関投資家は、徐々に増加しつつあるとはいえ、まだ36%にとどまっています。協働エンゲージメントを行う際の課題としては、「重要提案行為への該当性判断が不明確」60%、「共同保有者

への該当性判断が不明確」55%、「上記に該当する場合の大量保有報告制度への対応負担が大きい」45%（以上、複数回答）が挙げられています。

WG 報告は、このような投資家からの課題に応えようとする意欲的なものであり、今後の日本における機関投資家のエンゲージメント活動や協働エンゲージメントの活発化を促す効果が期待されます。

4. 実質株主の透明性に対する意見

企業が実質株主とその持株数について把握することは、株主・投資家との円滑な対話を促進する上で重要であると考えます。ただし、実質株主を把握することにより、経営陣との対話機会を投資家に提供する場面などで、保有株数が多い実質株主だけを過度に優遇することがないよう、企業の皆様に求めます。

* * *

WG 報告に沿った関係法令の整備が速やかに進められ、施行されることを希望します。機関投資家協働対話フォーラムでも、協働エンゲージメントの実効性の向上へ向けて、引き続き取り組んでいく考えです。

以上

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

事務局 木村祐基 山崎直実 大堀龍介 鎌田博光

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

メールアドレス info@iiccf.jp