

三ツ星株式に関する大量保有報告規制違反の概要と実務上の留意点

M&A ニュースレター

2024年8月19日号

執筆者:

[小西 透](#)t.konishi@nishimura.com

目次

- I はじめに
- II 本件勧告に係る事案の概要
- III 実務上の留意点

I はじめに

2024年6月28日、証券取引等監視委員会は、東京証券取引所スタンダード市場に上場する株式会社三ツ星（以下「三ツ星」といいます）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を発出するよう、金融庁長官に勧告（以下「本件勧告」といいます）した旨を公表しました¹。

本件勧告は、2014年の課徴金納付命令²以来、ほぼ10年ぶりに行われた大量保有報告制度違反を理由とする課徴金納付命令勧告です。また、本件勧告より前に課徴金納付命令が発出された事案（筆者が把握している限り、8件）のうち、課徴金納付命令勧告に基づくものは上記2014年の事案のみ³ですが、上記2014年の事案は上場会社自身による有価証券報告書及び有価証券届出書の虚偽記載と併せて同社社長の大量保有報告書規制違反を理由とする命令勧告がなされた事案である⁵ことから、大量保有報告制度違反の事案単独で課徴金納付命令勧告がなされた初の事案ということになります。そのため、大手メディアでも報道され⁶、広く注目を集める事案となりました。

¹ 証券取引等監視委員会による2024年6月28日付けリリース「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」参照。

https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20240628-1.html

² 金融庁による2014年7月2日付けリリース「株式会社三栄建築設計株式に係る変更報告書の虚偽記載に対する課徴金納付命令の決定について」参照。

<https://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20140702-1.html>

³ 2006年4月以降2022年3月までの課徴金納付命令勧告の発出状況につき、証券取引等監視委員会が2023年8月付けで公表した「令和4年事務年度 開示検査事例集」171頁参照。

<https://www.fsa.go.jp/sesc/jirei/kaiji/20230831-1/PDF.pdf>

⁴ なお、課徴金納付命令勧告を経ずに課徴金納付命令が発出されたものとして、2011年に公表された、シティグループ・グローバル・マーケット・リミテッドその他の機関投資家による大量の提出遅延の事案7件があります。

⁵ 証券取引等監視委員会による2014年6月5日付けリリース「株式会社三栄建築設計に係る有価証券報告書等の虚偽記載及び同社株式に係る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」参照。

https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2014/2014/20140605-1.html

⁶ 2024年7月2日付け読売新聞朝刊記事「監視委 3者への課徴金命令勧告 株取得巡り大量保有報告不提出」等参照。

II 本件勧告に係る事案の概要

1. 関連する大量保有報告制度の概要

本件勧告を概説するにあたって、本件勧告の内容を理解するにあたって必要な範囲で、大量保有報告制度についてごく簡潔に述べると、以下のようになります。

①上場会社の株式に係る株券等保有割合が5%超となった者は、5営業日以内に、内閣府令で定める事項を記載した大量保有報告書を提出しなければならない（金融商品取引法（以下「金商法」といいます）27条の23第1項）。②上記①でいう「保有者」には、自己又は他人（仮設人を含む。）の名義をもって株券等を所有する者、売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者、及び、株主としての議決権を行使することができる権限又は議決権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対象となる上場会社の事業活動を支配する目的を有する者等を含む（同条3項）。③⁷については、本人の保有分のみならず、他の保有者と共同して当該株券等を取得する者や、共同して株券等を取得し、若しくは譲渡し、又は議決権その他の権利を行使することを合意している者等の「共同保有者」の保有分も含めて計算する（同条4項、5項）。④大量保有報告書を提出すべき者は、株券等保有割合が1%以上増加又は減少した場合その他の大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更があった場合には、5営業日以内に、内閣府令で定める事項を記載した変更報告書を提出しなければならない（金商法27条の25第1項）。⑤大量保有報告書及び変更報告書（併せて以下「大量保有報告書等」といいます）には、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令（以下「大量保有府令」といいます）別紙第一号様式によらなければならない、具体的には、報告義務発生日現在における保有株券等の数、株券等保有割合のほか、「保有目的」、対象株券等の「最近60日間の取得又は処分の状況」を記載しなければならない（大量保有府令2条1項、8条1項、別紙第一号様式）。⑥大量保有報告書等の不提出及び大量保有報告書等への重要な事項に関する虚偽記載等は、いずれも課徴金納付命令の対象となる（金商法172条の7、172条の8）。なお、課徴金の額は、概ね、(i)不提出の場合には提出期限日、(ii)虚偽記載等については提出日の、各翌営業日における終値を基準とした、対象となる上場会社の時価総額の10万分の1とされている（同条）。⑦大量保有報告書及び変更報告書の不提出、並びに、大量保有報告書及び変更報告書への重要な事項に関する虚偽記載は、いずれも刑事罰（5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金又はこれらの併科）の対象となる（金商法197条の2第5号、6号）。

本件勧告は、大量保有報告制度に違反したものとして発出されたものですが、証券取引等監視委員会による本件勧告のリリースにおいては、上記①④のみならず、**③の共同保有者の保有株券等の数も合算して株券等保有割合を計算する必要性を、株式会社 シンシア工務店（以下「シンシア工務店」といいます）による大量保有報告書等の不提出における「主な不正行為の概要」において指摘している点**が、特に注目されます。

⁷ 株券等保有割合の計算は、(i)提出義務者が新株予約権等の潜在株式を保有していない場合には「自己保有分の株式数÷発行済株式等総数」で計算され、(ii)自己保有分の潜在株式数がある場合には、この除算の分母分子にそれぞれ加算して計算することとされていますが、本件事案では関連当事者は潜在株式を保有していなかったため、(i)の計算方法によることとなります（その結果、いわゆる持株割合とほぼ同義になります）。

2. 本件勧告の対象となった各名宛人の株式取得等の経過

本件勧告は、シンシア工務店、株式会社和円商事（以下「和円商事」といいます）及び「大量保有者 A」（以下「A 氏」といいます）を名宛人とするものであり、本件勧告の対象となった大量保有報告書及び変更報告書の不提出及び虚偽記載は、2021 年 8 月から 2022 年 12 月までの期間に提出すべきであったもの又は提出されたものに関するものでした。本件勧告において摘示されている不提出に係る提出義務の発生原因のうち、1 件は、シンシア工務店に関し、2022 年 2 月 22 日に「保有目的が変更された」ことであり、その他は、いずれも保有株券等の数及び株券等保有割合の 1%以上の変動でした。上記 1.のとおり、大量保有報告書及び変更報告書の提出義務が株券等保有割合の変動をトリガーとするものであることも踏まえると、保有目的の変更以外の虚偽記載及び不提出は、上記保有目的の変更による 1 件を除き、いずれも、（意図的か否かは別として）虚偽の株券等保有割合の数値を記載した大量保有報告書及び変更報告書を提出し、あるいは提出しなかったことによるものと整理できます。

当該公表を受けてか、その後、シンシア工務店並びに A 氏とみられる人物及び和円商事の連名による大量保有報告書及び変更報告書の訂正報告書、並びに、課徴金納付命令勧告においては未提出とされていた変更報告書（以下、併せて「本件訂正報告書等」といいます）が、2024 年 7 月 13 日以降に提出され、EDINET 上で公開されています。

そこで、以下では本件訂正報告書等の内容も参照しつつ、本件勧告の対象となったとみられる事実の経過について概説します⁸。

(1) シンシア工務店に関する事案の経過

ア 2021 年中に報告義務が発生していたとされている内容

本件勧告が 2021 年 8 月 23 日に大量保有報告書の提出義務が生じていたと摘示された点に関し、シンシア工務店は、2021 年 9 月 16 日に提出義務が生じたとして 2022 年 3 月 11 日付けで提出していた大量保有報告書の訂正報告書を、2024 年 6 月 14 日付けで提出しています。その内容を見ると、訂正前は、2021 年 8 月 23 日付けで三ツ星株式 7,600 株を市場内で取得し、次いで同年 9 月 1 日付けで三ツ星株式 3,000 株を市場内で処分したとされていたところ、訂正後は、上記 8 月 23 日付けで取得した三ツ星株式の株式数は 7,600 株ではなく 11,700 株であり、次いで同月 24 日付けでさらに 16,000 株を市場内で取得したものとされています。また、同様に報告されていなかったシンシア工務店による三ツ星株式取得として、本件訂正報告書等において、2021 年 8 月 25 日から同年 9 月 7 日までの毎営業日及び同月 9 日に三ツ星株式を市場内で取得したものと報告されており、これは、本件勧告において同年 9 月 30 日までに大量保有報告書等の提出義務が生じていたと摘示されている部分に対応するものとみられます。

なお、訂正前の一連の大量保有報告書及び変更報告書では、「担保等重要な契約」欄において、「当該株式はアダージキャピタル有限責任事業組合が運用の一環で保有しており、株式会社シンシア工務店が組合員として報告しております」と記載されていた一方、本件訂正報告書等においては、当該欄には「当該株式は**株式会社シンシア工務店及びアダージキャピタル有限責任事業組合が運用の一環で保有しており、株式会社シンシア工務店が組合員として報告しております**」（下線は筆者）と記載するよう訂正されていますが、こ

⁸ なお、以下の検討では、基本的に、本件訂正報告書等を含む提出済みの書面における記載は、最終の訂正の後の内容（訂正がない場合には当初の記載内容）が金商法上に則った内容となっていることを前提としています。

の変更の意義については、シンシア工務店とアダージキャピタル有限責任事業組合（以下「アダージキャピタル」といいます）とが三ツ星株式を共同で保有していたことを表す趣旨とも取れますが、必ずしも明確ではありません。

また、2024年9月28日（同年9月末を基準とする三ツ星の株主名簿に反映される最終取引日、いわゆる権利落ち日）までに取引が約定されていた株券等の数で見ると、シンシア工務店が従前提出していた2022年3月11日付け変更報告書 No.1（訂正前）では75,700株（株券等保有割合にして5.98%）とされていたのに対して、2024年6月14日に提出された変更報告書 No.5（訂正後）では138,700株（株券等保有割合にして10.95%）とされ、株券等保有割合にして約5%増えていました。他方で、三ツ星が提出していた2021年9月末現在の第2四半期報告書⁹においては、同9月末現在の同社の大株主としては21,000株以上保有の株主が記載されていたところ、記載されていたのは保有株式数38,000株のアダージキャピタル（報告書上は旧名称の「有限責任事業組合HDDインベストメント」で記載）のみであるものの、上記のとおり、アダージキャピタル及びシンシア工務店は、訂正前後を問わず、これを大きく超える数の三ツ星株式を保有していたとみられます。但し、上記1.②のとおり、ここでいう「保有」には、自己又は他人名義で保有している場合のほか、引渡請求権を有する場合等も含まれることには留意が必要です。

なお、三ツ星の2021年3月末現在及び2022年3月末現在の大株主と比較してみると、2021年9月末現在の大株主としてのみ登場している者の中には、保有株式数146,000株（発行済株式総数に対する所有割合¹⁰12.80%）で筆頭株主であった日本証券金融株式会社（以下「日証金」といいます）が含まれており、以上を突き合わせると、**シンシア工務店は、制度信用取引を用いて信用買いで取得した買建て玉は自らの名義では期末・半期末の株主名簿に登場せず、その分は、期末・半期末の株主名簿上では日証金が株主として登載されることを利用して、日証金を通じて三ツ星株式の信用買いをしていた可能性があります¹¹。**

以上のとおり、本件勧告において2021年9月末までに大量保有報告書等の提出義務が生じていたと摘示されている部分は、**結局のところ、シンシア工務店が、同月29日時点における三ツ星株式の保有数を実際の保有分よりも63,000株（株券等保有割合にして約5%相当）過少に報告していた**というものであると整理できます。

イ 2022年中に報告義務が発生していたとされている内容

シンシア工務店が2022年2月22日を報告義務発生日として同年3月15日付けで提出していた変更報告書 No.2（以下「2022年3月15日付け変更報告書」といいます）¹²については、本件勧告よりも前に、当初提出した変更報告書上でその保有目的の変更を行っていることから、本件勧告は、当該変更報告書を法定の提出期限である2022年3月2日（2月22日の5営業日後）までに提出しなかったこと（即ち、提出遅延）を変更報告書の不提出として摘示しているものと解されます。また、本件勧告は、当該変更報告書において、上記アに記載のとおり、保有株券等の数を実際の保有分よりも63,000株過少に報告していた点について、変更報告書への虚偽記載として摘示しているものと解されます。

⁹ 三ツ星による2021年11月11日付け四半期報告書7頁参照。

¹⁰ 報告書上は発行済株式総数から自己株式数を除くとされているが、当時、三ツ星は自己株式を保有していなかったとされています。

¹¹ この点については、下記3.(1)に記載の本件仮処分手続上、三ツ星からも指摘されていました。

¹² 2024年6月14日付け訂正報告書で変更報告書 No.6 に訂正されています。

この2022年3月15日付け変更報告書については、従前、同年12月12日付け訂正報告書により、三ツ星株式12,600株（株券等保有割合0.99%）を保有するCMC JAPAN株式会社（以下「CMC JAPAN」といいます）を共同保有者として追加する訂正がなされていました¹³。

ところが、本件訂正報告書等においては、このCMC JAPANを共同保有者から削除する旨の訂正がなされているほか、シンシア工務店の保有に係る三ツ星株券等の数につき、上記のとおり、2021年9月29日までに63,000株を増やして記載する旨の訂正がなされています。

これら一連の訂正が行われた理由について、公表情報のみから推し量ることは難しいものの、上記1.のとおり、証券取引等監視委員会が、シンシア工務店による大量保有報告書等の不提出における「主な不正行為の概要」に関して共同保有者に関して言及している一方、①シンシア工務店の一連の大量保有報告制度に基づく報告において登場している共同保有者がCMC JAPANのみであるにも拘らず、違反行為としてCMC JAPANに直接関連する摘示を一切行っていないことや、②CMC JAPANの保有分とされていた三ツ星株式の数は本件訂正報告書等により増やして記載された株式数の内数であったこと、③当時のアダージキャピタルの職務執行者がCMC JAPANの代表取締役でもあったこと等からすると、**証券取引等監視委員会は、CMC JAPANがシンシア工務店又はアダージキャピタルの共同保有者に該当するのではなく、CMC JAPANの保有する三ツ星株式の実質的な保有者がシンシア工務店又はアダージキャピタルであったと判断し、併せて、（CMC JAPANと同様に）実質的な保有者がシンシア工務店又はアダージキャピタルであるにも拘らず保有報告が従前行われていなかった第三者の保有分について、本件勧告において訂正すべき旨摘示している（シンシア工務店は、これに応じて本件訂正報告書等における一連の訂正を行った）のではないかと考えられます。**

以上のほか、本件勧告では、2022年3月7日までに、シンシア工務店の保有株券等の数が63,000株減少した点につき、変更報告書を提出していなかった点を摘示しているところ、今般、2024年6月14日付けでシンシア工務店が提出した変更報告書No.7では、当該63,000株は、2022年3月7日付けで1日のうちに市場外で処分されたものとされています。この63,000株という株式数は、上記のとおり、本件勧告においてシンシア工務店が同日までの期間に係る大量保有報告書等で過少に報告していたとされている保有株券等の数と合致しています¹⁴。言い換えれば、**証券取引等監視委員会としては、シンシア工務店は、2021年9月29日時点における三ツ星株式の保有数を実際の保有分よりも63,000株（株券等保有割合にして約5%相当）過少に報告し、その辻褄を合わせるために、2022年3月7日付けで当該63,000株を市場外で処分したことを報告していなかった（つまり、2021年9月29日から2022年3月7日までの間において、当該63,000株を保有していたことを（意図的か否かはともかくとして）「隠していた」）と見ている可能性もあるものと考えられます。**

¹³ なお、株券等保有割合が1%未満の者が共同保有者となったことは、変更報告書を提出すべき「大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更」には該当しない（金商法施行令14条の7の2第1項1号参照）ため、当時、シンシア工務店が、CMC JAPANがいつから共同保有者に該当すると判断していたかは不明です。

¹⁴ シンシア工務店の保有株券等の数の減少との関連性は明確ではありませんが、三ツ星が提出した2022年6月27日付け有価証券報告書記載の2022年3月末日現在の株主を見ると、株式会社ルートビジネスサポート及び株式会社杉山製作所の所有株式数が63,000株、合同会社サクセスインベストメントの所有株式数が62,000株とされており、これらのいずれかの者が2022年3月7日付けでシンシア工務店から三ツ星株式63,000株を取得していた可能性があります。なお、これらの者について、下記3.(1)の本件仮処分の手続上、三ツ星は、アダージキャピタルらとの間で三ツ星株式の取得に関して共同協関係にあると主張していました。

(2) 和円商事及び A 氏に関する事実経過

本件勧告上、A 氏は匿名とされているため明確ではありませんが、以下では、A 氏を、和円商事と連名で本件訂正報告書等を提出している個人であることを前提に説明を行います。

A 氏は、本件勧告以前は、2022 年 3 月 18 日を報告義務発生日として、同日 1 日のうちに 76,100 株（株券等保有割合 6.01%）を市場外で取得し、初めて株券等保有割合が 5%超となったものとして、同年 5 月 17 日付けで大量保有報告書を提出し¹⁵、その後、2023 年 9 月 1 日付け訂正報告書により、2022 年 3 月 18 日における保有株券等の数は維持しつつ、上記取引内容を削除し、2022 年 1 月 19 日から 2022 年 3 月 18 日までの間、いずれも市場内で三ツ星株式の処分と取得を繰り返し、2022 年 3 月 18 日付けの三ツ星株式 25,000 株（株券等保有割合にして 1.97%）の取得により株券等保有割合が 6.01%となり初めて 5%を超えたとの内容に訂正していました。

しかしながら、**本件勧告によれば、A 氏は、実際には、2021 年 9 月 10 日を報告義務発生日として、三ツ星株式 65,700 株を保有することとなったことにより大量保有報告書の提出義務を負い、以降も 2021 年 9 月 22 日及び 2022 年 2 月 25 日を報告義務発生日として、株券等保有割合の 1%以上の増加を理由とする変更報告書の提出義務を負っていたにも拘らず、大量保有報告書等を提出しなかったとされており、A 氏はこれに沿う内容の本件訂正報告書等を提出しています。このような報告漏れが生じていた理由について公表情報のみから推し量ることは難しいものの、シンシア工務店について上記(1)アで検討したのと同様に、2021 年 9 月末現在の三ツ星の大株主には A 氏が登場していなかったこと等からすると、**A 氏も、制度信用取引を用いて信用買いで取得した買建て玉は自らの名義では期末・半期末の株主名簿に登場せず、その分は、期末・半期末の株主名簿上では日証金が株主として登載されることを利用して、日証金を通じて三ツ星株式の信用買いをしていた可能性**があります。**

本件勧告は、A 氏に関し、さらに、①2022 年 3 月 18 日を報告義務発生日として、A 氏自身の株券等保有割合の 1%以上の減少、及び、和円商事が新たに株券等保有割合 1%以上の三ツ星株式を保有する共同保有者になったことを理由とする変更報告書の提出義務を負っていた旨、②2022 年 5 月 27 日を報告義務発生日として、共同保有者である和円商事並びに A 氏及び和円商事の保有株券等の総数の減少により、株券等保有割合の 1%以上の減少を理由とする変更報告書の提出義務を負っていた（和円商事については、A 氏との間でいずれが共同保有者であるかを逆にした形での報告義務を負っていた）にも拘らず、対応する変更報告書を法定期限までに提出しなかった旨、③これらに対応する本件訂正報告書等による訂正前の変更報告書において、実際の保有株券等の数及び株券等保有割合とは異なる数値を記載する虚偽記載があった旨を摘示しています。A 氏は、上記に対応する形で本件訂正報告書等を提出しています。

その他、A 氏は、2022 年 6 月 30 日を報告義務発生日として、株券等保有割合が 5%未満となったことにより大量保有報告義務が一度消滅した旨の同日付け変更報告書を提出しており¹⁶、その後は、三ツ星株式に

¹⁵ 厳密には、当初報告義務発生日を 2022 年 3 月 11 日とする大量保有報告書を同年 5 月 17 日付けで提出し、同日付けの訂正報告書で義務発生日を同年 3 月 18 日とし、報告義務発生日 1 日のうちに保有全全てを取得していたとする点は同様であるものの、取得した株式数を訂正していました。

¹⁶ 当該変更に係る A 氏による 2022 年 6 月 30 日付け変更報告書 No.4 については、2024 年 6 月 13 日付け訂正報告書により、「最近 60 日間の取得又は処分の状況」も含めて訂正が行われ、株券等保有割合についても訂正前 4.40%とされていたところが訂正後は 4.29%とされています。もっとも、この点については、変動割合が小さいためか、本件勧告では特に言及されていません。

係る大量保有報告書の提出は行っていませんでした。もっとも、三ツ星が2024年6月26日付けで提出した有価証券報告書によれば、2024年3月31日現在におけるA氏の自己株式を除く発行済株式総数に対する持株割合が5.77%とされており、遅くとも同日までにA氏に再び大量保有報告義務が生じている状況は外形的にも明らかであったところ、本件勧告においては、2022年11月14日付けでA氏に大量保有報告義務があった点が摘示され、A氏は、これに対応する形で、2024年6月13日付けで新たに大量保有報告書を提出しています。

(3) 課徴金の金額

本件勧告において示された課徴金の額は以下のとおりとされています。

シンシア工務店	32万円
A氏	40万円
和円商事	26万円

計算方法の概要については上記1.⑥のとおりですが、課徴金算定の各基準日における三ツ星の時価総額が90億円に満たないことから、課徴金額にして1万円未満の端数は切り捨てた結果、大量保有報告書等の不提出及び虚偽記載の1件当たりの課徴金額は8万円以下となり、これらを合算した結果が上記の額となっています¹⁷。

3. 本件勧告に関する背景事情

(1) 三ツ星に対する敵対的買収事案

本件勧告に係る事案の背景としては、本件勧告の名宛人となったシンシア工務店が組合員として大量保有報告書等を提出していたアダージキャピタルが、三ツ星に対し、2022年2月22日¹⁸付けで、三ツ星の代表取締役社長ほか現任取締役3名を解任し、取締役3名を選任すると共に、監査等委員を1名選任することを求める臨時株主総会招集請求書を送付（三ツ星は同月24日にこれを受領したと公表）したことを皮切りに、敵対的買収事案へと発展した点が指摘できます。アダージキャピタルらの動きに対し、三ツ星が導入した、いわゆる有事導入型買収防衛策に関し、アダージキャピタルは新株予約権発行差止仮処分を裁判所に申し立て、この件は最終的に最高裁まで争われました（以下「本件仮処分事件」といいます）が、大阪地裁における原々々審における対抗措置の発動が不適法とする決定が、保全異議審、保全抗告審、許可抗告審のいずれでも維持さ

¹⁷ 具体的な計算内容については、下記参照。
https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20240628-1/01.pdf

¹⁸ 当該日付は、上記2.(1)イのとおり、シンシア工務店が提出していた変更報告書において、三ツ星株式の保有目的が「純投資」から「経営参画、長期保有」に変更された日と合致しています。

れ、三ツ星が敗訴しました¹⁹。

本稿の本題ではないため本件仮処分事件の詳細は割愛します²⁰が、上記 2. で指摘した点のうち、①大量保有報告義務違反をした者は保護に値するのかが疑問がある、②アダージキャピタルらが信用買いを利用して自己の名義が株主名簿上で出ないようにしつつ株主総会基準日直前に現引きした点を考慮すべきである等については、保全異議審において三ツ星が主張していました。

大阪地裁は、①について、大量保有報告書の法定提出期限内での提出に係る金商法の規定は、投資者保護の見地から定められたものであり、アダージキャピタルらによる三ツ星株式の取得が法的な保護に値しないということとはできず、三ツ星が提出した四半期報告書においては 2021 年 9 月 30 日現在の株主にはアダージキャピタルが（旧名称である有限責任事業組合 HDD インベストメントの名義で）5%超の株式を保有していることが記載されており、三ツ星がアダージキャピタルが株式の買集めを行っていることは大量保有報告書等の提出がなくても把握できていたことも踏まえ、アダージが三ツ星による対抗措置の発動によって生じる不利益をそのまま甘受すべき立場にあるとは評価できないと判断しました。また、②については、アダージキャピタルらが用いた上記信用買いを利用した方法が、アダージキャピタルらに特有のものであるとも、一般投資家が採用しない特殊なものであるとも認めることはできず、対抗措置の相当性を基礎づける、アダージキャピタルらとその他関係者との共同協調行為を推認させる徴表行為とみることはできないと判断しました。

このように、理論的には、仮に、本件勧告が本件仮処分事件に係る裁判所の判断が出るまでに間に合ったとしても、裁判所の結論に影響は出ないと考えられるものの、仮に、本件勧告が本件仮処分事件に係る決定に先立ち発出されていた場合には、結論に影響を及ぼした可能性は否定できません²¹。

(2) シンシア工務店による他の上場会社株式に係る大量保有報告書の提出

シンシア工務店は、本件勧告後の 2024 年 7 月 1 日付けで、報告義務発生日を 2021 年 4 月 12 日から 2021 年 7 月 15 日までとする、株式会社東京機械製作所（以下「東京機械製作所」といいます）株式に係る大量保有報告書等を提出しました。なお、提出された上記大量保有報告書等のいずれにおいても、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄に、シンシア工務店が保有する東京機械製作所の全株式につき「信用取引で保有」していた旨が記載されていました。

東京機械製作所は、2021 年、アジア開発キャピタル株式会社（以下「アジア開発キャピタル」といいます）及びアジアインベストメントファンド株式会社（以下「アジアインベストメントファンド」といいます）、アジア開発キャピタルと併せて「アジア開発キャピタルら」といいます）らによる急速な株式買集めを受けて、いわゆる有事導入型買収防衛策を導入したところ、アジア開発キャピタルらは新株予約権発行差止仮処

¹⁹ アダージキャピタル対三ツ星事件については、大阪地裁における原々々審（大阪地決令和 4 年 7 月 1 日資料版商事法務 461 号 162 頁）及び保全異議審（大阪地決令和 4 年 7 月 11 日資料版商事法務 461 号 158 頁）、大阪高裁における保全抗告審（大阪高決令和 4 年 7 月 21 日資料版商事法務 461 号 153 頁）のいずれにおいても、対抗措置の発動が不適法とされ、さらに、最高裁においても許可抗告が棄却されました（最二小決令和 4 年 7 月 28 日資料版商事法務 461 号 147 頁）。

²⁰ 本件仮処分の経過やそれに至るまでの経緯等の詳細については、太田洋「三ツ星事件の各決定に関する分析と検討－日本版ウルフ・パックが突き付ける課題－」旬刊商事法務 2307 号 23 頁（商事法務、2022）ほか、前掲・注 19 の各決定の評釈を参照ください。

²¹ 例えば、本件仮処分に係る大阪地裁における原々々審では、A 氏は「令和 4 年 3 月頃に」2022 年 3 月末時点で保有していた数の三ツ星株式を取得していたと認定されている等、少なくとも裁判所の判断の前提とされた事実には影響が生じています。

分を裁判所に申し立て、この件は最終的に最高裁まで争われましたが²²、東京地裁における原々審における対抗措置の発動が適法とする決定が、抗告審並びに特別抗告審及び許可抗告審のいずれでも維持され、東京機械製作所が勝訴しました。

当該事案に関し、アジア開発キャピタルらが2021年7月20日以降付けで連名で提出した大量保有報告書等では、アジア開発キャピタルらは、同年6月9日から市場内取引による東京機械製作所株式の取得を開始したとされていた一方、シンシア工務店の上記大量保有報告書等では、シンシア工務店は同年2月26日から市場内取引で東京機械製作所株式の取得を開始していたとされています。そして、シンシア工務店は、同年7月14日に215,400株（株券等保有割合にして2.47%）、同月15日に200,000株（株券等保有割合にして2.29%）を市場内で処分したとされている一方、アジアインベストメントファンドは、同月14日に594,600株（株券等保有割合にして6.81%）、同月15日に533,300株（株券等保有割合にして6.11%）を市場内で取得していたとされています。公表情報からは明確ではありませんが、上記のとおりアジア開発キャピタルらによる東京機械製作所株式の取得はこれらの取引日時時点では未公表であったこと、各日の出来高に比して相当に多量の株式の売買であること、にも拘らず株価が大きく変動をしていないこと等からすると、シンシア工務店が、何らかの形で意思を通じて、いわゆる市場内クロス取引のような形で上記売買を行っていたのではないかと疑われても仕方がないのではないかと考えられます。

(3) 公開買付制度・大量保有報告制度等 WG 報告

大量保有報告制度に関しては、近時、2023年8月に公表された2023事務年度金融行政方針において、大量保有報告制度の見直しが重要課題の一つとして取り上げられ²³、また、市場監視に係る取組の一つとして「証券監視委として過去に勧告・告発等を行った類型にも引き続き対応しつつ、市場を取り巻く環境変化等も踏まえ、**市場の公正性を脅かしかねない非定型・新類型の事案等（潜脱的な大量保有・買集め、新たな類型の偽計等）についても、積極的に対応する**」〔下線は筆者〕ことが明記されていました²⁴。

また、上記方針を受けて設置された金融庁金融審議会の公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ（以下「WG」といいます）において、大量保有報告制度の法改正及び法執行に関する議論がなされていたところ、2023年12月25日付けで公表された当該ワーキング・グループの報告書²⁵（以下「WG報告」といいます）においては、

「大量保有報告書等の提出遅延等が相次いでいる背景としては、大量保有報告制度違反に対する摘発事例が少ないこともその一因となっていると推測され、**まずは大量保有報告制度違反に対する当局の対応を強化していくことが重要**である。その際、**全ての大量保有報告制度違反の摘発が現実的でないとしても、故意性が疑われる不提出や著しい提出遅延など市場の公正性を脅かしかねない事例については積極的に対応を講じて**

²² アジア開発キャピタル・アジアインベストメントファンド対東京機械製作所事件については、東京地裁における原々審（東京地決令和3年10月29日資料版商事法務453号107頁）、東京高裁における抗告審（東京高決令和3年11月9日資料版商事法務453号89頁）、のいずれにおいても対抗措置は適法であるとされ、さらに、最高裁において特別抗告及び許可抗告のいずれもが棄却されました（最三小決令和3年11月18日資料版商事法務453号97頁）。

²³ https://www.fsa.go.jp/news/r5/20230829/230829_point.pdf

²⁴ 下記22頁参照。
https://www.fsa.go.jp/news/r5/20230829/230829_resultandplans.pdf

²⁵ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231225/01.pdf

いくべきである」〔下線は筆者〕

旨指摘され²⁶、上記提言のうち法改正に関する提言を踏まえて、大量保有報告制度上の共同保有者の範囲を明確化するなどの改正がなされた改正金商法（令和6年法律第32号）が2024年5月22日に公布されています。

この点について若干補足しますと、上記Iのとおり、本件勧告が発せられる以前のWG報告の発表時点においては、大量保有報告制度違反に対する課徴金納付命令が8件にとどまる一方で、大量保有報告書等の提出遅延の件数は近時の平均で年間約1,500件に上っていたとされており²⁷、不提出を含めれば違反事案はより多かったと推測されます。WGにおける議論²⁸では、海外の法制度に倣って、違反者に対する議決権停止の制裁を可能とする法制度の導入等も複数の委員から提案されましたが、公開買付制度における同様の制度と同様、開示規制違反に対する法的効果として議決権停止を可能とすること自体の難しさ等が指摘され、WG報告の内容としては今後の検討課題とされるに止まっています²⁹。

Ⅲ 実務上の留意点

従前、大量保有報告制度の違反に関する摘発事例の少なさから、大量保有報告書等の提出遅延については、一部の投資家からは軽視されてきたこと、そのため、毎年多数の提出遅延事例が生じてきた一面があることは否定できないように思われます。本件勧告は、そのような状況下で、証券取引等監視委員会としては10年ぶりに、**大量保有報告違反事例単独での課徴金納付命令勧告としては、2008年の金商法改正から初の事例としてなされたものであり、画期的**であるといえます。今後、証券取引等監視委員会がどのような事案について大量保有報告制度違反の調査及び摘発の重点を置くかは明確ではありませんが、少なくとも、本件勧告を機に、大量保有報告書の提出義務を負う側の立場においては、大量保有報告制度違反が生じないよう、実務的にはより一層慎重な対応が必要になると考えられます。

他方で、敵対的買収事案、特に、時価総額の比較的低い上場会社に関する事案においては、その課徴金額が少額（上記のとおり、時価総額の10万分の1）にとどまること、本件勧告がまさにそうであったように、課徴金納付命令勧告が発出されるまでには事案発生から相応の時間を要するのが現時点での実務であること等から、レピュテーションに重きを置かない一部の投資家からは、課徴金額はいわば手数料であるとの認識の下、敵対的買収のための道具の一つとして、大量保有報告書の不提出若しくは虚偽記載又はその双方が今後も利用される可能性が十分にあると考えられます。敵対的買収への対応を行う実務家としては、証券取引等監視委員会の活動を注視しつつ、証券取引等監視委員会に対して適時に情報提供を行うなど、可能な限り、大量保有報告制度違反を実効性ある武器とできるような対応方針を今後も検討することが重要であると

²⁶ WG 報告 14～15 頁参照。

²⁷ 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・グループにおいて配布された2023年10月2日付け「事務局説明資料」12頁参照。
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tob_wg/shiryoku/20231002/01.pdf

²⁸ 詳細については、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・グループ議事録参照。
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tob_wg/gijiroku/20231002.html

²⁹ WG 報告 15 頁参照。

考えられます³⁰。

³⁰ なお、大量保有報告書の不提出等は、名義株主を利用して実質株主（真の買収者）を隠匿するために使われる場合もあります。WGにおいても実質株主の透明性確保について議論がなされましたが、WG報告での結論としては「今後、関係者においては、欧州諸国の制度を参考に適切な制度整備等に向けた取組みを進めるべきである。具体的には、まずは早急に、機関投資家の行動原則としてそ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することを、またその後、そのような回答を法制度上義務づけることを、それぞれ検討すべきである。」（WG報告17頁）とされたものの、具体的な方向性については金融庁で未だ検討中の段階です。実質株主の透明性確保に関する諸論点については、北村雄一郎＝太田洋＝金子佳代「実質株主および実質的支配者（UBO）の透明性の確保をめぐる諸問題」（〔上〕旬刊商事法務 2362号4頁、〔中〕旬刊商事法務 2363号32頁、〔下〕旬刊商事法務 2364号41頁）参照。

論文情報

- 「「周辺学」で差がつく M&A 最終回 M&A とサステナビリティ・ESG」 山本晃久、益田美佳、渡邊貴久、ビジネス法務 2024 年 9 月号(2024 年 7 月)
- 「実質株主および実質的支配者 (UBO) の透明性の確保をめぐる諸問題〔上〕・〔中〕・〔下〕」 太田洋、金子佳代、旬刊商事法務 No.2362(2024 年 6 月 25 日)・No.2363(2024 年 7 月 5 日)・No.2364(2024 年 7 月 15 日)
- 「役員報酬ガバナンスの維持・強化のためのクローバック条項導入に係る実務上の留意点(上)・(下)」 柴田寛子、田端公美、旬刊経理情報 No.1715(2024 年 7 月 10 日)・No.1716(2024 年 7 月 20 日)
- 「令和 6 年改正金商法・投信法等の概要と実務対応」 有吉尚哉、BUSINESS LAWYERS(2024 年 6 月)

セミナー情報

開催予定

- 「「株式交付」活用時の法務・税務のポイント」 増田貴都
日時：2024 年 9 月 20 日(金)13:30~15:30 (オンライン配信)
お申し込み・詳細：<[セミナー詳細・お申し込み\(金融ファクシミリ新聞社 Website\)](#)>
- 「企業開示をめぐる最新動向と実務対応のポイント」 安井桂大
日時：2024 年 9 月 9 日(月)14:00~17:00
お申し込み・詳細：<[セミナー詳細・お申し込み\(商事法務 Website\)](#)>

開催済み

- 「自己株式の取得・処分を巡る法的留意点と実務」 野澤大和
- 「公開買付け (TOB) 実務のポイント」 山本晃久
- 「M&A 契約に基づく補償請求の実務」 米信彰

以 上

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は[N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#)よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは[こちら](#)に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ 広報課 newsletter@nishimura.com