

## 企業の情報開示について(2)

### 情報開示から見た実質株主

はじめに

企業のディスクロージャー(情報開示)制度は、投資家保護を考える上で非常に重要な役割を果たす。なぜなら、投資家保護とは、①事実を知らされないことによって被る損害からの保護、②不公正な取引によって被る損害からの保護、の二つをさしており(証券取引審議会昭和五一年「株主構成の変化と資本市場のあり方について」、投資家保護の要件として適切なディスクロージャー制度の確立が欠かせないからである)。

しかしながら、投資家保護の対象にするべき投資家は、さまざまな利害関心をもって資金を市場に投下して、必ずしも一様ではない。株式だけに限っても、現在株式を保有し、かつ株主名簿に記載されている株主だけでなく、将来の(潜在的な)株主としての投資家や、すでに株式を売却したものの株主名簿に名義だけが残っている株主などさまざまであるし、また株式取得の動機も、株式の支配証券としての側面を重視して保有する株主だけではなく、短期の値上がり益のみを目的として株式を保有している投機家まで多様である。

企業情報のディスクロージャー制度が、こうしたさまざまな市場参加者のうちどういった人々を対象として行われているかを見ることはたいへん興味深い。ディスクロージャーがどのような投資家を対象として行われているかを見ることで、情報を開示することで保護の対象となっている投資家がどのような種類の投資家であるかを知ることができるからである。

ディスクロージャー制度によって保護の対象となる投資家についての問題は多岐にわたる非常に複雑な問題であるが、ここでは、株式を保有しているにもかかわらず、株主名簿に登録されていない実質株主と呼ばれる株主に焦点をしばって、株式の発行会社や証券取引の制度が実質株主に対してどのような情報の開示を留意しているかを見ていくことにしたい。

### 実質株主

株主とは一般的には株式会社の出資者として株式を保有している者であるとされている。しかしながら株主が発行会社に対して株主としての権利を行使する資格を持つためには、株式会社が備えている株主名簿に記載されていないなければならないことが商法によって定められている。株式の保有者としての株主は、株券が市場で流通してその所有者を変える度に变化するわけだが、株式の発行会社はその变化する株主に対して株主権に基づく権利処理を行わなければならない。しかしながら、権利の行使の度にいちいち株券を提示させていたのではたいへんな費用と手数がかるため、株主名簿を備えることで現在の株主がだれであるかを明らかにしている。一方、商法上、株券の譲渡には株券を交付するだけで事足りてしまうため、株券の流通にもなつて、株主名簿に記載されている株主と実際の株式の保有者が乖離してしまうということが生じる。

このように、種々の理由から株主名簿には名義が記載されていなくても、実質的には株券の保有者であるような株主が生まれることになる。これを実質株主というが、実質株主は実際には対価を払って正当な株式の保有者になっているにもかかわらず、株主名簿に記載されていないために発行会社から株主にたいして行われる直接的なディスクロージャーの対象となることがない。

しかしながら、右でも述べたように資本市場における投資家保護の問題を考えると、保護の対象となる投資家として株主名簿上の株主だけではなく、株主名簿には記載がされていない実質株主がどのような形で企業情報を得ることができうるかを考える必要があると思われる。

### 実質株主の種類

実質株主は、右のように株主名簿に記載されていない株主であるが、こういう乖離状態が生じる原因を便宜上大きく二つに分けて、通常の株式の譲渡にかかわって生じる場合と、株式に関する制度を利用することで生じる場合とに分けることができる。前者の通常の株式の譲渡にともなつて実質株主が生じるのは、前述のように株式の譲渡は株券の交付で足りるのにならして、株主名簿上の株主になるためには、名義書換を行わなくてはならず、その二つが別々に行われるからである。このプロセスを詳しく見て見よう。

証券会社が顧客から株式の売付け、買付けの注文を受けると、証券取引所の市場において自己の名前で売買契約を締結する。売却株式は、売方顧客から証券取引所における決済日前に証券会社に引き渡され、これはさらに証券取引所の決済日に買方証券会社に株券を引き渡される。こうして権利を取得した買方顧客の株券は他人名義株券となっている。株式の譲渡は株券の交付によって行われるが、株券の譲受人が、発行会社にそれを認められるためには株主名簿の名義を変更して自分の氏名や住所を株主名簿に記載される必要があるが、この名義書換は譲受人の請求のみによって行われるので、譲受人が書換の請求をしなければ、株券は他人名義のままとなるからである。

名義書換をすぐに行わず、譲受人が株券を他人名義のままにしておくのは、具体的には実質株主が一定期間ま

での名義書換を失念してしまった場合や、会社がその期に配当をしないと予想されている場合、実質株主が配当利益や議決権の行使に関心がなくもっぱら売却益を追及しているために故意に名義書換を行わない場合などである。

これに対して、後者のように制度的に実質株主が生まれてしまうのは、保護預り制度や証券保管振替制度のほか、証券投資信託制度、信用取引制度などの制度を利用するときである。これらについて順に詳しく見て見よう。

#### 有価証券の保護預り・保管振替

有価証券の保護預りとは、顧客から寄託を受けた有価証券を、寄託された証券会社や金融機関が一定の方法によって寄託者のために管理することをいう。顧客が証券会社を通じて株券を買い付け、これをそのまま保護預りにすると、買い付けた段階では株券の名義はまだ寄託者の名義に書き換えられていないので、当然前の名義人のままで保管されることになる。これを他人名義の保護預りという。

この場合、株主名簿には前名義人の名前が登録されていて、寄託者は実質上の所有者でありながら株式の発行会社に株主としての権利を行使することはできない。もちろん証券会社は他人名義の寄託者に対して、権利行使のために株主名簿の閉鎖日または基準日以前に名義書き換えを行うよう通知をするが、先にも述べたようにこうした権利行使に関心がなく株主は、他人名義のまま株券を保有することになる。

証券保管振替制度の下では、株券は保管振替機構に集中して混蔵保管されており、売買に際しての株券の受け渡しは保管振替機構に設けた口座を通してなされる。保管振替機構に預託された株券は、保管振替機構名義に書き換えられているため、保護預りと同様、発行会社と実際の投資家の間には直接的な関係は生じない。株主としての権利行使は、保管振替機構からの通知に基づいて作成された実質株主名簿を通じて行われる。したがって、証券保管振替制度の下でも、投資家は実質株主に過ぎないことになる。

#### 証券投資信託制度

証券投資信託は、証券形態で資金を調達して一つのファンドを形成し、これを主に有価証券に投資することで最終投資家に代わって分散投資を行う。証券投資信託の信託財産に組み入れられた株券は株主名簿上は受託者（通常は信託銀行）名義に登録されているため、株式の発行会社と資金の出し手である受益者は直接結び付かない。しかし会社に対する権利の行使について受益者がまったくかわらないことは不当であるので、証券信託法によって株主権の行使に関する事項を個々の受益者に代わって委託者に行わせることになっている。いずれにせよ、信託財産として組み入れられている株式に関しては株主名簿上の株主は受託者であることになっているが、実質上の株主は資金の出し手である受益者であるので、これも実質株主とみなすことができる。

#### 信用取引制度

信用取引とは、証券会社が顧客から保証金の預託を受けて、有価証券を買い付けようとする顧客にはその買付け金を、有価証券を売却しようとする顧客にはその売付け有価証券を貸し付けて行う売買または売買の取り次ぎをいう。顧客が買付け注文に当たって、信用取引を利用する旨を証券会社に申し出ると、証券会社はその注文を証券取引所へ取り次ぐ。買付けが成立した場合、顧客は決められた委託保証金を証券会社へ差し入れて買付け資金の貸し付けを受け、決済は一般の取引と同様にこの資金によってなされる。ただし、買付けられた株券は顧客の手には渡ることはなく、同種同銘柄の株式を売付けるか、借りた金銭を返して株券を引き取るかすることで精算

する。信用取引制度では、買付けた債権は顧客の手に渡らず、そのまま証券会社に担保として差し入れられている形になっており、顧客は証券会社に対して一定数量の返還請求権を有している形になっている。

この場合、買付け株券についての名義は、証券会社名義か、もしくはその証券会社がさらに証券金融会社から融資を受けていて買付け株券を証券金融会社に担保として差し入れてある場合には、その証券金融会社の名義に書き換えられることになる。とはいっても、株式の買付けは顧客の計算において行われているのであるから、買付けた株式の実質上の株主はその顧客であるといわなければならない。

#### ディスクロージャーから見た実質株主の立場

各々の制度の下でも、配当金の支払いや株主としての権利行使については、実質株主が不利益を被ることがないような配慮がなされている。保護預かり制度の下では、権利行使のための名義書き換えは証券会社から顧客へ通知がなされるし、証券保管振替制度の下では配当支払は実質株主名簿に基づいてなされる。証券投資信託制度や信用取引制度の下でも、配当支払などについては取り決めに基づいて適切な処理が行われている。しかしながら、ディスクロージャーの観点から見ると、実質株主が名簿上の株主と同じ扱いを受けているとは言えない。と言うのは、実質株主名簿などの実質株主を保護するための仕組みは、ほとんどが配当金支払や権利行使に重点をおいているため、ディスクロージャー制度上の配慮を払われているとは限らないからである。

保護預り制度の下では、株主名簿上の名義が保護預りの預託者の名義に書き換えられた上で保管されている本人名義と、名義書き換えがなされず株主名簿には前名義人の名前が登録されたままで保管されているものがあることになる。このうち本人名義の保護預りの預託者は名実ともに株主であるので、ディスクロージャーについても株式の発行会社から直接開示を受けることができるので、問題は生じない。しかしながら、後者の他人名義の分については、預託者は株式の発行会社から株主として認識されていないため、直接的に情報開示を受けることはできない。また、その保護預り株券の管理について定めている保護預り約款も保護預り株券のディスクロージャーについては何のきまりも設けていない。したがって、他人名義で株券を証券会社に保護預りにしている実質株主は、ディスクロージャーについては、株式の発行会社からの直接的なものであれ、株券の受寄者である証券会社からの間接的なものであれ、株主としての情報開示に接することはないことになる。したがってこの場合の実質株主は、一般の投資家と同様に、法律によって公表されている有価証券報告書などの関係書類を閲覧するか、証券会社や証券アナリストを通じて情報をもとにして投資判断を行うということになる。

証券投資信託の場合は、委託者の指図の下で証券会社が買付けた株式は、すべて受託者である信託銀行などの名義に書き換えられる。したがってそのままでは信託の受託者が株主としてのディスクロージャーを受けることになり、資金の出し手である受益者には株式の発行会社からの直接のディスクロージャーは受けられないことになる。しかしながら、真の資金の出し手である受益者を保護するために、証券投資信託制度の下での受益者に対するディスクロージャーが行われている。これは具体的には、受益証券説明書と信託財産運用報告書などの形で、運用方針や運用状況などに関して受益者に詳細に開示するものである。しかしながらこれはあくまで受益証券と信託財産に関するものであって、受益者がその真の株主である株式の発行会社との関係におけるものではないため、当然ながらその開示の性格は異なったものとなる。

信用取引制度においては、右でも見たように株式の発行会社からの直接的な開示は、株主名簿に登録されている証券会社または証券金融会社に対してなされることになる。信用取引では融資を受けた株券は証券会社に担保

として差し入れられており、しかも特定されているわけでもないで、株式を買付けた投資家は証券会社にたいして単に買付けた株券の数量に相当する返還請求権を持っているに過ぎないということになる。この場合、投資家に対する開示は信用取引情報制度を利用した間接開示によって行われる。

おわりに

投資家（株主）保護を考える上で、企業情報のディスクロージャーが、実質株主に対してどのような仕組みでなされているかを見てきた。ディスクロージャー制度も含めた実質株主の管理がどのようになされるべきかは、実質株主のおかれている個別の状況や利害関心によって変わってくるだろう。たとえば投機を目的として株式を他人名義で取得している投資家にとっては、たとえ実質的には株主であっても株主としての権利行使にはほとんど関心がないと考えることができるが、そうした株主に対する発行会社からのディスクロージャーのありかたはどうあるべきかといったように、各々多様な形態をとっている実質株主ごとに個別に考えていく必要があると思われる。また開示する側の企業にとっても、株価対策も含めて、どういった投資家（株主）にどの程度のコストをかけてどのような開示政策をとるか非常に複雑になってきているといえる。

参考文献

河本一郎・大武泰南（1986）「隠れた株主」商事法務研究会

（清水）