

株主の特定は必要か

福本 葵

1 はじめに

二〇〇九年一月より、株券不発行化の新たな振替制度の実施が予定されている。新たな振替制度とこれまでの証券保管振替制度との違いの一つに、株主名簿の作成および管理の方法がある。これまででは保管振替制度の一方、株券も存在していたため、保管振替制度における実質株主名簿と、株券を保有する株主を管理する株主名簿が基準日に名寄せされ、真の株主名簿が作成されていた。新たな制度では、株券が存在しないため、株主名簿は実質株主名簿、一本に統一される。

また、株券が存在する場合、株式を譲渡するには、譲渡当事者間では株券の交付が必要十分条件であり、(会社法二二八条一項本文)会社との関係では株式を譲り受けた者は株主名簿上の名義を自己の名義に書き換えなければならぬ(会社法一三〇条一項、二項)。株券が不発行化されると、振替制度の適用会社では、口座保有欄への数の増加記載が譲渡の對抗要件かつ会社以外の第三者に対する對抗要件となる(振替法一四八条)。これまでの株式の特徴であった流通面と権利行使面の二面性は⁽¹⁾なくなる。

このような特徴は発行会社が株主を特定するのに役立つのではないかと期待されている。⁽²⁾というのは、近年、株式持合いの解消、外国人株主の増加、敵対的M&Aの増加などを背景に、発行会社から株主を特定したいという要請が高まってきているからである。

本稿では、株主の特定について、アメリカの証券保管振替制度、日本の新たな振替制度、アメリカにおける大量保有報告制度、イギリスの一九八五年会社法二二二条を概観し、日本のあるべき姿を考察したい。

2 DTCのDRS—アメリカが日本に近づいたか？

DTC (The Depository Trust Company) を振替決済機関とするアメリカの振替決済制度と現行の日本の保管振替制度とは、名簿管理において大きな違いがある。日本の場合、株主である顧客の氏名、住所、保有株式数は、実質株主名簿に記載される。投資家は配当金の支払、アニユアルレポート、議決権行使の委任状など全ての郵便物を直接、発行会社や名義書換代理人から受け取る。これを直接方式という。

一方、アメリカでは、ほとんどが証券会社の名義 (street name) で登録され、発行会社は株主が誰であるかを把握していない。物理的な証券は投資家に対して発行されず、証券会社は少なくとも年四回の投資家口座明細書 (取引明細書) を発行する。証券会社は自己の管理する名簿に基づいて、投資家、およびノミニーとなっている証券会社に対して配当金を支払い、証券会社は、発行会社や名義書換代理人から送られる郵便物を投資家に送る。これを間接方式という。間接方式は処理も簡便なためコストも安価であるが、日本においては保管振替制度導入の際、発行会社から直接方式の導入は必須であるとの要請があったとされる。

アメリカにおいて、制度発足以来長らく、証券の保有形態としては、株券を保有し、株主名簿に自己の氏名を記載する方法、証券を不動化または不発行化し、ストリートネームで所有する方法の二通りであった。しかし、物理的な株券の発行や流通に伴うコストが高額なため、これらの株券を不発行化させる手段として、第三の方法が考案された。それが、Direct Registration System (以下DRS) と Networking for Equities (NFE) とである。

DTCは一九九六年にDRSを二〇〇二年にNFEを導入した。

(1) Direct Registration System (DRS)

DRSとは、適格証券に関する直接の電子記帳登録を、投資家の名前において名義書換代理機関の口座簿上に行うDTCの仕組みをいう。投資家がその名義書換を指示することを前提としている。発行会社との関係において、投資家は、物理的な証券を必要とすることなく、名義書換代理人の名簿に直接登録されることによって、証券の所有を証明する。投資家は所有権を証明する報告書または周期的な口座管理明細書を受け取る。配当金や利息の支払、委任状、アニユアルレポートなどは発行会社または名義書換代理人から送付される。

一九九六年DRSが導入されて以来、直接登録を提供している発行会社は安定して増え続けている。DRSサービスを利用可能である発行会社は、三〇〇社以上となっている。⁽³⁾

(2) Networking for Equities (NFE)

二〇〇二年八月、DTCはさらにNFE (Networking for Equities) と呼ばれる新たなプログラムを始動した。これは、譲渡制限付証券⁽⁴⁾の不発行化を認め、これらを取り扱う証券会社に対し、ブックエントリー方式を提供するものである。⁽⁵⁾ 譲渡制限株式は通常、譲渡制限についての記載が券面に印刷されるため、券面の発行が必要であった。しかし、NFEを利用することになれば、物理的な証券は、譲渡制限を外すために名義書換代理人に送られ、制限の付かない新たな証券が発行されるか、またはブックエントリー方式で保管される。NFEは保有されている証券についての顧客の情報を維持し、その情報は、関連する証券会社や銀行、名義書換代理人によって閲

覧可能である。DRSおよびNFEによって、投資家がストリートネームでの保有を望まない場合や譲渡制限などが付されていて無券面化に馴染まない証券の無券面化が促進されることとなった。

振替制度の主たる目的は、流動性の高い証券の決済の利便性やリスクを回避することである。しかし、DRSやNFE、特に、NFEは流動性の高い証券を対象としているものではない。これは、株券の不発行化が法制されていらないアメリカにおいて、株券を発行するコストを削減するためのものである。DTCの制度を拡大し、これまで株券を発行していた発行会社の証券の振替制度への導入策として設けられたものである。

本来の目的ではないが、DRSとNFEにより、これまで、間接方式であったアメリカの振替制度に、いわゆる直接方式が一部導入された形となる。

3 日本の振替制度における株主の特定

(1) 新たな振替制度における株主名簿

現行の日本における株主名簿は、株主名簿と実質株主名簿の二本立てである。株券の存在する制度である株主名簿と保管振替制度の実質株主名簿が、権利確定日に、氏名と住所をキーとして、名寄せされる。従って、真の株主名簿は権利確定日である基準日のもののみである。多くの会社では本決算と中間決算の年に二回、株主名簿が作成される。

株券不発行化後は、実質株主名簿に一本化される。権利確定日である基準日には、総株主通知によって、株主が確認される。つまり、毎日口座に証券の増加が記帳されても、総株主通知によらなければ、誰が株主であるかを特定することはできない。また、新たな振替制度では、これまでの制度にはなかった登録質に関する仕組みが

創設される。つまり、総株主通知では、株主に加え、質権者の住所・氏名を通知する。これは、質権者からの申し出があった場合のみである。つまり、質権者からの申込がなければ、通知がなされない。このため、現行の略式質の匿名性は確保されることとなる。

このように振替制度の適用会社では、口座保有欄への数の増加記載が譲渡の対抗要件かつ会社以外の第三者に対する対抗要件となる（振替法一四八条）。つまり、振替口座簿の増加記帳を行わなければ株式譲渡の効力が生じない。

(2) 総株主通知と個別株主通知

① 総株主通知

前述の通り、株主名簿は総株主通知によって作成される。総株主通知は二通りある。権利確定日である基準日に行われる定期的なものと会社からの請求によるものである。会社は正当な理由のある場合は一定の費用を払って、総株主通知を請求できる（振替法一五九条）。

この正当な理由とは何か。法律の制定当時想定されているのは、会社法上の権利行使に関するものである。例えば、株主優待制度の実施などである。しかし、詳細は未定であり、検討課題であるとされている。⁽⁶⁾

② 情報提供請求権

総株主通知は株主全員の通知を請求する制度であるが、発行会社は正当な理由があれば、一部の株主の情報提供を請求することもできる。これを情報提供請求権という（振替法二九九条）。この場合の正当な理由とは、例えば、少数株主が株主権行使のための継続保有要件を満たしているかどうかの確認などである。以下に述べる個

別株主通知が株主からの請求であるのに対し、情報提供請求権は、個別の株主に関する、会社からの情報提供請求ということになる。

③ 個別株主通知

代表訴訟などの権利を行使するため、株主の請求によって、その者が株主であったことを確定する作業を個別株主通知という（振替法一六二条）。個別株主通知は、株主から請求するためのものである。なお、個別株主通知によつては株主名簿は書き換えられない。例えば、代表訴訟提起権の場合、継続保有要件の権利行使前六ヶ月は、株主名簿に記載がなくとも、振替口座簿の増加記録日から起算される。

4 M&Aと真の株主の特定

これまでは新たな振替制度における株主の特定を見てきたが、振替制度においても真の株主を特定することは難しいとされている。一つは「正当な理由」が明確にならないならば、会社が株主名簿を確定したい時期に確定できるかどうか分からないこと。もう一つは、株主名簿において確定できるのは、株主名簿上の株主であり、真の株主ではないという点である。例えば、年金基金や投資信託のように、真の資金提供者は名義上の株主ではない場合がある。

株主を特定する制度として、日本には大量保有報告制度がある。では、アメリカやイギリスでは、どのような制度があるであろうか。

(1) アメリカの法制

①二つの大量保有報告制度

日本の大量保有報告制度はアメリカを範に導入された。アメリカの大量保有報告制度は、一九三四年証券取引所法第一三条に規定がある。一三(d)、一三(g)は日本と同じく、五%以上取得した者に課されるルールである。日本と比べ、異なるのは一三(f)のルールである。このルールの基準は何%という持分割合ではなく、量的基準である。一三(f)は、一三条(d)項(一)号に定める種類の持分証券を最近一二ヶ月の最終取引日現在で公正な市場価額で総額一億ドル以上保有する勘定に関して投資裁量権を行使するすべての機関投資管理人(institutional investment manager、自らの勘定で証券と売買する主体、具体的には銀行、保険会社、投資顧問、投資会社、基金などを指す)は、SECにSECが規則により定める様式の報告書(Form13F)を四半期ごとに提出しなければならない旨が定められている。つまり、三月、六月、九月、十二月末日より四五日以内に四半期ごとの保有銘柄状況を提出しなければならない。開示内容には、銘柄、種類、CUSIP番号、株式数もしくは元本額、および公正な市場価額による保有総額を含む。そして、SECは当該報告書に含まれた情報を、SECが定めた形式により、公衆に対して、妥当な費用で容易に利用できるようにしなければならないとされている。これらの情報はEDGERを通じて閲覧可能である。

但し、この制度でも、先に日本において議論になったと同じ批判がある。つまり、取引から報告までタイムラグがある。例えば、一〇月一日に一億ドル以上を取得しても、報告がなされるのは、二月一五日となり、四ヶ月半を要する。

②委任状制度

一九三四年証券取引法第一四条（a）（b）などでは、委任状書面、添付資料が証券の実質的保有者（beneficiary owner）に配布されるよう規制されている。発行者は株主名義人に対し、名前の通知を許諾している NOBO（Non Objective Beneficial Owner）の名義を要求することができる。発行会社では名簿に従って委任状勧誘を行う。但し、この NOBO リストに記載されるのは、情報開示に承諾した機関投資家のみである。

③その他―株主判明ビジネス

これらの公的な開示制度の他、中資本、大資本会社の多くは、ストック・ウォッチ会社やストック・サーベイ会社と呼ばれる会社のサービスを利用している。これらは私的企業であり、ストリートネームに着目した徹底的な調査およびタイムリーな情報開示提供を行っている。これらの会社の調査方法の第一段階は、DTC名簿の分析である。ストリートネームが九〇％であるアメリカでは、DTCの名簿を分析することにより、株式保有者の大きなトレンドの変化は把握できる。第二段階はDTC参加者のボトムアップ分析とされる。顧客のために口座を持つ証券会社や銀行からのリストを分析する。このリストによって機関投資家、投資信託会社など掘り下げる。最終段階は、直接機関投資家にコンタクトする。守秘義務からカストディアン銀行はストック・ウォッチ会社に情報提供しない。そのため、直接、機関投資家にコンタクトする。ポートフォリオマネージャー、アナリスト、コンプライアンスオフィサーにリアルタイムポジションを確認する。⁽⁷⁾

(2) イギリスの法制

①大量保有報告制度

イギリスにも大量保有報告制度がある。公開会社の議決権付株式につき三%以上の「重大な利害関係」を有する者は、当該会社に対してその利害関係を通知しなければならない(一九八五年会社法は一九八条、一九九条二項(a))。また、これらの者の保有持分に一%以上の増減があつた場合にも、通知義務が発生して二営業日以内に会社に通知しなければならない(一九八五年会社法二〇二条一項)。この利害関係には、ファンドマネージャーのように、他人のために投資物件を運用する者が持つ利害関係は含まれない(一九八五年会社法一九九条一A)。他人のために投資物件を運用する者は、三%ではなく、一〇%以上になった場合、会社に対して通知しなければならない(一九八五年会社法一九八条、一九九条二項(b))。これは日本の特例報告に該当する。

また、上場規則では、上場会社ができる限り迅速に当該情報の受領後翌営業日の終わりまでに、規制情報サービス(Regulatory Information Service 以下、RIS)に通知しなければならない(LR9.6.7⁽⁸⁾)。RISとは、FSAの承認を受けた情報提供機関を指す⁽⁹⁾。

アメリカや日本において証券取引法で規定されている大量保有報告制度が、イギリスにおいては会社法に規定されている。また、大量保有報告の通知先もSECや金融庁など公的機関ではなく、当該発行会社となっている。但し、通知を受けた会社では、その情報をRISに通知しなければならない。二段階の開示方法を採用している。RISはこれらの情報を一般に開示している。

②一九八五年会社法二二二条

大量保有報告制度はアメリカにも日本にも存在する制度であるが、イギリスはこれとは別に会社が自己の実質

株主を明らかにすることのできる仕組みを持っている（一九八五年会社法二二二条）。ある者が公開会社の議決権付株式につき利害関係を有していると会社が信じるに足る合理的な理由を有している場合には、会社が通知書で、利害関係の有無を問い合わせ、利害関係があればその情報を提供するように要求することができる。会社が二二二条で確認できる事項は、株式を保有しているかどうか、保有している場合は現状および過去三年間の推移等、過去における保有状況、売渡先、共同保有者などである。

通知を受けたイギリス国籍の登録株主は実質株主の情報を企業に提供しなければならない。次に、通知を受けた実質株主は自ら保有する株式の状況などを企業に提供しなければならない。この通知に従わなかった場合、企業の申出により、裁判所を通じて譲渡・議決権行使・配当・新株割当の制限、収監や罰金等の制約を科せられる可能性がある（一九八五年会社法二一六条）。しかし、この規定はイギリス国籍外の実質株主までは及ばない。

上場会社は、二二二条によって取得した情報をできるかぎり迅速に、当該情報受領後、翌営業日の終わりまでにRISに通知しなければならない（LR9.6.8R⁽¹⁰⁾）。

二二二条によって取得した情報も大量保有報告制度によって通知を受けた情報と同じく、発行企業に提出され、発行企業はRISに通知することになる。

5 おわりに

日本において大量保有報告制度が導入された目的は、株価に影響を及ぼしやすい大量保有の情報 공개させて、市場の公正性、透明性を高めるとともに、投資者の保護を一層徹底することである。また、新たな振替決済制度は、証券決済の安全性、効率性を図る目的の制度である。

発行会社は基準日ごとに株主名簿を確定し、名簿に記載された株主が株主総会における議決権などの権利行使を可能とするため、株主に書類等を送付する。発行会社は、これまでも株主名簿を作成する過程で、特殊株主の保有株数などを確認することができた。現在、発行会社を中心に真の株主を特定したいとする要請が高まってきている。背景には、株式持合いの解消、外国人株主の台頭、年金基金等、株主総会において発言する株主の増加などがある。早期に大株主を特定し、対話することによって、株主総会での会社側の提案が、否決される可能性を低めようとするものである。

これまで見てきたとおり、日本には真の株主の判明調査をする法的な権限がない。寧ろ、このような強制的調査権を発行企業に持たせているイギリスの法制の方が特殊であると考えられる。どのファンドがどの銘柄の株式を購入するかという運用上に関する情報はそのファンドの核たる情報であり、そこにファンドの価値がある。

また、ヨーロッパにおいては、アメリカと比して、敵対的買収をする側も被買収側も行動が制約されている。近年増加傾向にある敵対的買収に対し、日本がアメリカのように買収側にも被買収側にも自由な制度を構築するとすれば、一方に過度の情報取得を可能ならしめる制度を導入することは衡平ではないのではなからうか。

注

(1) これまで利便性や匿名性を重視する譲受人の中には、自己の保有する株式の名義書換をあえて行わず、失念株とする者もあったが、新制度ではこれを名義書換する必要がある。

(2) 日本経済新聞二〇〇六年八月一八日、朝刊

(3) 二〇〇〇年、DRS修正システムProfile Modification System（プロフィール）が開始された。これまでストリートネ

- ームとDRSのポジションの証券移転が紙ベースで行われていたものを電子的に行えるようにした。その他、適格証券の拡大など、DRSの利用促進を推進している。新規発行は全てDRS適格証券または完全無券面化証券とする。
- (4) SEC (米国証券取引委員会) への登録がなく、転売制限があった私募証券。制限についての記載が券面上に印刷されているため、現物としての証券保有率が圧倒的に高い。
- (5) もともとは、制限付証券の電子記帳を促すものとして開発されたが、現在では制限付証券以外のタイプの証券でもあつても、同サービスの対象となっている。
- (6) 敵対的買収を仕掛けてきた者、IRの必要性、インサイダー取引が行われていないかの確認などが正当な理由に当たするかは定かではない。
- (7) International Investor Relations Federation "GLOBAL SURVEY ON SHAREHOLDER TRANSPARENCY" summary report September 2005, 一五頁。
- (8) A listed company must notify a RLS as soon as possible and in any event by the end of the business day following receipt of the information, of any information disclosed to it in accordance with sections 198 to 208 of the Companies Act 1985 (relating to the obligation to disclose certain major interests in the share capital of a company). The notification must also include the following details:
- (1) the date on which the information was disclosed to the company; and
- (2) the date on which the transaction was effected, if known.
- (9) "A Regulatory Information Service is a Primary Information Provider (PIP) service that we have approved to disseminate regulatory information to the market. To comply with their obligations, listed companies may contact any one of the

following Regulatory Information Services to disseminate their regulatory announcements." <http://www.fsa.gov.uk/Pages/doing/ukla/ris/contact/index.shtml>

- (10) A listed company must notify a RIS as soon as possible and in any event by the end of the business day following receipt of the information, of any information obtained by it pursuant to section 212 of the Companies Act 1985 (relating to persons interested in shares) or otherwise, where it is apparent that an interest exists or has been increased or reduced or ceased to exist and should have been disclosed under section 198 to 208 of the Companies Act 1985 but has not previously been disclosed.

参考文献

・河村賢治「第五章 イギリス上場規制・開示規制の研究―公開会社法および金融・資本市場法の観点から―」『イギリスの金融規制―市場と情報の観点から―』イギリス資本市場研究会編、二〇〇六年（財団法人日本証券経済研究所）

（謝辞）本稿作成に際し、斉藤宗孝氏（株式会社証券保管振替機構）、唐津伸氏（株式会社封建保管振替機構）、小森博司氏（住友信託銀行）から貴重なご教示賜りましたことを深謝申し上げます。

（ふくもと あおい・客員研究員）