

株式所有の情報開示

福本 葵

1 はじめに

近年日本においても急増するM&Aの影響を受け、二〇〇六年の大量保有報告書の提出件数は、前年比の一七%増、一万九〇〇〇件となった。⁽¹⁾また、今年一月の提出件数は二二五七件と過去最高を記録した(図1)。これは、二〇〇七年一月に、証券取引法が改正され(金融商品取引法の段階的施行)、大量保有報告制度の改正が行われた影響を受けていると考えられる。

本稿では、日本における大量保有報告制度の改正、株券電子化制度の株主名簿の作成、およびイギリスの株主調査権について概観し、株主の株式所有の情報開示制度について考察したい。

2 大量保有報告制度の改正

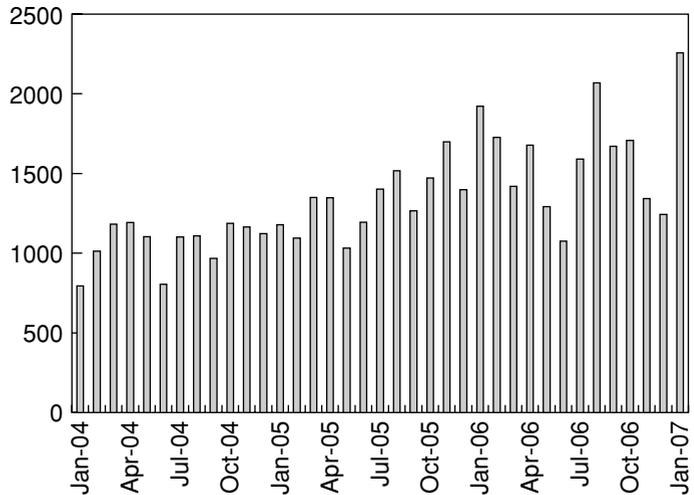
(1) 大量保有報告制度

前述の通り、日本においてもM&Aの件数が増加した影響を受け、大量保有報告書の提出件数も増加している。

大量保有報告制度は平成二年に導入された制度である。これは、株価に影響を及ぼしやすい大量保有の情報を公開させて、市場の公正性、透明性を高めるとともに、投資者の保護を図る目的で導入された。上場会社等の株

大臣（財務局）に提出したときは、発行会社・証券取引所に写しを送付しなければならない。共同保有者の保有分は合算して報告することができる。但し、これらには、証券会社など投資目的で頻繁に売買を行う者に対する特例報告制度がある。そして、報告書の不提出、虚偽記載等については刑事罰が科せられる。

図1 大量保有報告書の提出件数



(IRジャパン提供のデータより作成)

表1 2006年の主な大量保有報告書・変更報告書の提出事例

対象会社	提出人	直近の保有比率
市場での買い集め		
日清食品	米スティールパートナーズ	9.28%
ホワイトナイト		
北越製紙	日本製紙	8.58%
MBO		
すかいらーく	SNCインベストメント	ほぼ100%
ファンドの資金回収		
松坂屋HDなど	村上ファンド	5%以下
業務提携		
サンリオ	セガサミーホールディングス	13.83%
グループ内の資本構成変化		
八千代工業	ホンダ	50.34%

(出所) 日経新聞

券等につき発行済株式総数の5%超を保有する者は、五営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない。また、株券等の保有割合が1%以上増減した場合、五営業日以内に変更報告書を提出しなければならない。大量保有報告書を内閣総理

(2) 大量保有報告制度の改正

この大量保有報告制度であるが、金融商品取引法の順次施行によって、改正が行われている。金融商品取引法は昨年六月一日に公布され、四段階に分けて順次施行されることとなっている(表2)。

このうち、大量保有報告書は第二段階および第三段階に施行されるものとされている⁽²⁾。

公開買付制度の見直し及び大量保有報告制度の見直しのうち重要提案行為等に係る部分については平成一八年一月三日に、大量保有報告制度の見直しの上記以外については平成一九年一月一日に、EDINETを通じた大量保有報告書等の電子提出の義務化については平成一九年四月一日に施行されている。

(3) 大量保有報告制度の主な改正点

このような改正の契機となったのは、いわゆる村上ファンドが投資ファンドに認められている特例措置を活用したため、株主提案を行った企業の株式取得の実態が直ちには明らかにならなかったことにある。従って、改正の中心は、特例報告制度に関するものであるが、その他、例えば、重複計上など、大量保有報告制度の問題点と

表2 金融商品取引法の施行期日について

・罰則引上げ・「見せ玉」への対応(前述(4))等	「公布の日から起算して20日を経過した日」 (=平成18年7月4日)
・公開買付制度の見直し(前述(2)②) ・大量保有報告制度の見直し(一部)	「公布の日から起算して6月を超えない範囲内において政令で定める日」 (=平成18年12月13日までの期間)
・大量保有報告制度の見直し(特例報告の頻度・期限の短縮や電子提出の義務化)(前述(2)③)	「公布の日から起算して1年を超えない範囲内において政令で定める日」 (=平成19年6月13日までの期間)
・いわゆる投資サービス法制の構築(前述(1)) ・取引所の自主規制業務の適正な運営の確保(前述(3))	「公布の日から起算して1年6月を超えない範囲内において政令で定める日」 (=平成19年12月13日までの期間)
・四半期開示の法定化や財務報告に係る内部統制の強化等(前述(2)①)	同上 (※)平成20年4月1日以後に開始する事業年度から適用。

(出所) 金融庁

して、従来指摘されていたものも改正されている。具体的な改正は、以下に示す通りである。

①特例報告の基準日・頻度の短縮化

特例報告に係る基準日の届出をしようとする機関投資家は、次に掲げる日の組み合わせのうちから選択をすることとする。

・ 二月曜日と第四月曜日（第五月曜日がある場合には第二、第四及び第五月曜日。）

・ 各月の一五日と月末日

これによって、従来は三ヶ月に一度であった特例報告は、二週間に一度に短縮されることとなった。⁽³⁾ 機関投資家は選択した組み合わせの基準日から五営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない。

②特例報告が認められない重要提案行為等

特例報告が認められない重要提案行為等が、より明確に具体的に列挙された。つまり、重要提案行為を「会社の事業活動を支配する目的」から、より明確に「事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼす一定の事項を対象会社に対して提案することを目的」とする場合に改正し、重要事項を政府令で列記した（証券取引法施行令一四の八の二①、大量報告府令一六）。特例報告制度の適用されない重要提案行為等として以下の事項を経営陣に対して、あるいは株主総会において提案する行為を規定することとする。

・ 重要な財産の処分又は譲受け

・ 多額の借財

・ 代表取締役の選任又は解任

・ 役員構成の重大な変更

- ・支配人その他の重要な使用人の選任又は解任
- ・支店その他の重要な組織の設置、変更又は廃止

- ・会社法上の組織再編行為等

- ・配当政策に関する重要な変更

- ・資本政策に関する重要な変更

- ・上場廃止等

- ・子会社株式の新規上場等

③大量保有報告書の電子提出の義務化

平成一九年四月一日より、E D I N E Tを通じて大量保有報告書等の電子提出の義務が義務付けられた。

④大量保有報告制度の対象となる有価証券の拡大

従来、大量保有報告制度の除外証券であったR E I Tなどの投資証券等、普通株に転換する議決権のない株式、取得請求権に基づき他者の株式が交付されることとなる株式等も対象となる有価証券となった。⁽⁴⁾

⑤大量保有報告書等の提出義務等に係る合理化に関する事項

これまでは「貸株」の場合、引渡請求権があることから、保有割合に含めることとされている一方、「借株」については、議決権、処分権があることから保有割合に含めることとされていた。つまり、これらは重複計上されることとなり、株式保有の実態が掴めないと批判があった。そこで、改正では、以下の保有につき、ネットアウトして計上することを認めた。

- ・売買その他の契約に基づく株券等引渡請求権

- ・ 金銭の信託契約その他の契約または法律に基づき株券等の発行者の株主もしくは投資主としての議決権を行使することができる権利または当該議決権の行使について指図を行うことができる権利
- ・ 投資一任契約その他の契約または法律に基づいて有する投資をするために必要な権利
- ・ 株券等の売買の一方の予約に基づき、当該売買を完結させ、かつ、買主としての地位を取得する権利
- ・ 株券等の売買に係るオプションの行使により当該行使をした者が当該売買において買主としての地位を取得する権利

3 株式振替制度における情報開示

二〇〇九年一月より、株券の電子化が予定されている。現在、株券を発行する制度と株券を保管振替機構に預託する株券保管振替制度の両方が平行して運営されている。そのため、現在は、株券の存在する制度の株主名簿と保管振替制度の株主名簿である実質株主名簿の二本が名簿確定日に名寄せされている。

株券の電子化が実行されると、株券は発行されない。株式振替制度に一本化される。株主名簿は実質株主名簿に一本化され、期末の名寄せは必要なくなる。但し、毎日、株主名簿が更新される訳ではない。株主名簿を確定するためには、会社は振替機関に対し総株主通知を請求する。会社は、通常年二回（社債、株式等振替法一五一条八項）、それ以外でも発行会社は「正当な理由」があれば、一定の手数料を払って、総株主通知を請求できる。

また、代表訴訟提起など、株主が個別株主権を行使するために必要な場合には、株主は個別株主通知を請求することができる（振替法一六二条⁵）。

一方、株主からではなく、会社からも一定の株主に対する情報を求める請求をすることができる（振替法二七

七条)。振替法二七七条「当該口座につき利害関係を有する者として政令で定める者」に発行会社を含める。発行会社は正当な理由があれば、振替口座簿の加入者の口座に記載・記録されている事項を証明した書面の公布または当該事項にかかる情報の提供を求められるようにする。

総株主通知や会社からの株主に対する情報請求権が請求できる「正当な理由」とは、会社が株主優待制度の実施など株主共通の利益のためにする行為を行おうとする場合や、法令や上場規則などに基づき、株主に対してや証券取引所に提供するために必要があるときなどが考えられている。一方、株主に対する営業行為目的などは「正当な理由」に認められない。これらの「正当な理由」については、近々、公表される予定である。

4 イギリスにおける株主調査権導入の経緯

これまでは、日本における株式所有の情報開示について見てきたが、M & Aの増加から、近年度々引き合いに出されるのが、イギリスにおける株主調査権である。イギリス会社法における株式所有の情報開示には、自動的になされるものとして、大量保有報告制度が、主に発行会社によつてなされるものとして、株主調査権がある。⁽⁶⁾

(1) コーエンレポート

イギリスにおいて、株式を所有することに関する情報開示についての議論は、既に、コーエンレポートに記載がある。コーエン委員会は、一九二九年会社法にどのような改正を行うことが望ましいかを検討し報告するため、商務省 (Board of Trade) に設立された会社法改正委員会であった。コーエン委員会は、イギリス会社法改正委員会一九四五年報告を公表した。この報告書は、コーエンレポートと称されており、報告書の内容は、一九四七

年会社法に反映された。コーエンレポートに、「直接または間接的に発行済み資本額の一%以上の受益的所有者たる者はその事実を会社に通知し、会社はかかる受益的所有者に関する帳簿を備えおくべきである。」との記載がある。⁽⁷⁾これは、実質的株式所有の情報開示制度導入の趣旨を示したものであると考えられるが、一九四七年法では、この開示制度は採用されていない。

(2) ジェンキンズレポート

一九五九年二月一〇日、商務省によって任命された会社法改正委員会、ジェンキンズ委員会は、一九六二年六月二日に会社法改正委員会報告（通称、ジェンキンズレポート）を発表した。この報告書にも引き続き、実質的株式所有の情報開示制度について述べられている。⁽⁸⁾

本報告書の中で、「ノミニニー制度がClyのビジネスにとって重要な制度であり、これを妨げないのであれば、法律は受益所有権の実質的所有者の情報開示を求めるべきである」としている。その理由は、「会社の取締役、他の株主および使用人は、多くの株式の所有が誰であるかを知りうるべきであり、このことは特に、何人かが支配の獲得のために株式の買占めをしていると思われるときは重要であるが、多くの株式の所有者がかかる意図で買い集めていない場合でも、例えば、会社の特別決議について誰かがこれを拒否しうるか、またそれが誰であるかを知ることが、関係者の利益となろう。」⁽⁹⁾としている。

(3) 一九七三年保守党白書

保守党が一九七三年七月に発表したCompany Law Reform, Cmnd, 5391 (July 1973)（通称、White paper）は一

九七六年法に反映された。会社による株主調査権も一九七六年法で導入された。

白書においては、名義的株式保有について、「名義人を通じて株式を保有しようとする慣行には、本来、悪い点は何もない。実際、この慣行は、商業上のまたは個人的な様々な理由で正常でありまた便宜とされるような多くの事情がある。かつまた、その慣行がたとえ望ましいと考えられたとしても、それを禁止しようとする試みをとまなうような、コモンローおよび信託法上の大きくかつ複雑な領域がある。」とある。さらに、「ビッドの対象となることを、また warehousing の事態の進展を恐れるに足る何らかの理由を有する会社は、自社の株主の事実上の同一性を確認する権利を有するべきである。従って、政府は、会社の株式について名義株主に対応する実質的権利者が何人であるかの確認を合理的に（すなわち、みだりにまたは気まぐれではなく）請求する権利を、あらゆる会社に与えることを提案する。」としている。ここで、会社による株主調査権導入の勧告が、明確になされた。

一九七六年二七条のいわゆる株主調査権は、一九六七年法三三条が適用される会社（上場会社）に実質的な株式所有者を確定するための広範な調査権を与えている。一九六七年法三三条の主要目的の一つは、「warehousing（累積的株式所有、または預入行為と訳される）の慣行の防止」である⁽¹⁰⁾とされている。本白書では、「warehousing」とは、「多数の当事者が、既存の諸規定に該当するほど十分にとりきめられていない、秘密の協定に基づいて行為し、その各人が会社の持分に対する権益を一〇%以下で取得し、これにより、彼らのうちの一人以上の者にその会社における支配的地位をひそかに取得させるという場合である。これは必ずしもそうではないが、Takeover される会社が bid の時に抵抗できないように、その準備として行われるのが通常である。」としている。さらに、「政府は、この事態に次の二つの方法で対処するつもりである。すなわち、その第一は、個人の株式保有につい

て会社への通知を必要とする最低基準のパーセンテージを大幅に引き下げるといふ方法であり、その第二は、その通知がさらに迅速になされることを要求するという方法である。」としている。

イギリスにおいて、warehousing⁽¹⁾の問題意識は高く、現在でも「the UK Panel on Takeovers and Mergers (DOLAM)」は「concert party」たる株式買占めを禁じている。

一九七六年法二七条のいわゆる株主調査権によって会社は、まず、株主に書面で通知し、書面で指定された期間内に、株式を保有する資格を書面で表示することを（二七条一項 a）、その者が実質的所有者以外の資格で所有するときは、その株式の権益を有する者を自らの知る限り書面で表示（二七条一項 b）を要求することができる。更に、会社は権益者が別に存在することを知ったときは、その者に対しても相当期間に一項と同様の通知をなすことができる（二項）。但し、これには、株式仲買人などの適用除外規定がある。⁽¹⁾

5 株主調査権を導入すべきか

このように、イギリスにおける株主調査権は導入から三〇年以上も経過した権利である。これに関して、日本において近年、M&Aの急激な増加から、経済界を中心に会社による株主調査権導入を求める声が上がっている。しかし、イギリスにおける情報開示制度と日本における情報開示制度には、違いも見られる。例えば、イギリスでは、株主名簿の閲覧は株主等に限られない。

また、イギリスにおいて、大量保有報告制度および株主調査制度の目的は市場の透明性だけではない。先の報告書や白書にも明記されているように、会社による株主調査権の導入目的は、ビットの対象やwarehousingのような不正な行為によって、テイクオーバービットを仕掛ける者に対し、対象となっている発行会社に抵抗の手段

を与えるためのものである。一九七三年のWhite Paperでは、発行会社が「ビットの対象となることをまたは warehousingの事態の進展を恐れるに足る何らかの理由を有する会社は、自社の株主の実際上の同一性を確認する権利を有するべきである」としている。

Prentice (一九七七) では、株主調査権について、「White Paper理由付けのうまみは、この規定が秘密裏に行われ、許されるべきでないテイクオーバーから現経営陣を保護するためのものである。」「本来ならばノミニー株式保有をもっと包括的に取り扱うのが望ましい。」「預入行為に対する現在の攻撃が現経営者保護に傾斜したとしても、問題の本質は株式保有の実態を明らかにすることにあるので、この規定は歓迎される。」「テイクオーバーを阻害することもありうる。」としている。

報告書や白書には、明確な記述はないが、株主調査権導入の目的は、株主調査権によって、投資家の株式保有が明らかになれば、インサイダー取引ができなくなり、その結果、市場の透明性が図られるということであろうと考えられる。

このような考え方は、大量保有報告制度の目的を第一義的に市場の公正性や透明性に求める日本の法制度とは、全く同じとはいえない。また、制度の導入は三〇年前であり、現在のファンドなどは想定していない。Prentice (一九七七) にもあるように、株主調査権は、TOBを阻害し、現経営陣の保護に繋がる可能性が高い。イギリス、ヨーロッパにみられるように、敵対的買取にも、買取防衛策の導入にも制限がある制度を設計するのか、アメリカのようにどちらも原則自由とするのか。日本の敵対的買取に関する制度設計の全貌を見据えた上で、株主調査権を考える必要があるのではないであろうか。

注

(1) 日経新聞二〇〇七年一月一六日夕刊

(2) 第三段階に施行される表中の前述(2)③とは、

「(2) 開示制度の拡充

③大量保有報告制度の見直し

「大量保有報告制度」とは、株券等の大量保有の状況を投資家に迅速に開示するための制度です。具体的には、例えば、上場株券等の保有割合が新たに5%超となった者は、その日から5営業日以内に「大量保有報告書」を提出しなければならぬこととされています。ただし、日常の営業活動として大量の株券等の売買を行っている機関投資家については、その事務負担等を考慮して、報告頻度等を軽減する特例報告制度が適用されています。

近年において、合併・買収に至らない株式の大量取得事例も増加している状況を受け、今回の法整備では、例えば次のように、大量保有報告制度の見直しを行っています。

(ア) 特例報告制度の見直し

投資家への一層の透明性が確保されるよう、報告期限・頻度の短縮等を行います。

例えば、上場株券等の保有割合が新たに5%超となった場合

「三ヶ月ごとに翌月一五日まで」に報告→「概ね二週間ごと(毎月二回以上の基準日ごと)に五営業日以内」

に報告(金商法(改正証取法)二七条の二六第一項〜三項)

(イ) 大量保有報告書の電子提出の義務付け

大量保有報告書の電子提出を義務付けることで、E D I N E T (電子開示システム)を通じて迅速な公衆縦覧を

図ります。(二七条の三〇の二)」と記載されている(出所金融庁)。

- (3) 前者を選択した場合、一ヶ月に三回提出することもありうる。そのため、多くの機関投資家は後者を選択している。
- (4) ゴールドマンサックスや三井住友銀行は三洋電機の優先株を保有しており、保有割合が一四・六九%から二三・七%と増加している。また、投資証券等が報告の対象となったため、モルガン・スタンレーはニューシテイ・レジデンス投資法人を七・一六%、ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人を九・四二%保有していることが明らかになった。(日経金融二〇〇七年二月二日)

- (5) 個別株主通知によって、株主名簿は書き換えられない。
- (6) Davies, P. L. (2003)
- (7) Cohen Report, paras. 82
- (8) 但し、ジェンキンズレポートでは、商務省に株式所有を調査する検査役を選任する権限が与えられるべきと勧告している。
- (9) Jenkins Report, paras. 142
- (10) 酒巻俊雄「一九七六年のイギリス会社法の改正(二)『国際商事法務』Vol. 六(一九七八) 五一五頁。
- (11) 株主調査権の詳細については、拙稿「株主の特定は必要か」(証研レポート一六三九号)参照。

参考文献

- ・ Davies, P. L.[2003] *GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW*
- ・ Mayson, S. W., French, D. and Ryan, C. L.[2005], *MAYSON, FRENCH & RYAN ON COMPANY LAW*

- ・ Prentice, "Companies Act 1976" 40 Modern Law Review (1977)
- ・ Report of the committee on Company Law Amendment (Cohen Report 1945)
- ・ Report of the Company Law Committee (Jenkins Report 1962)
- ・ Company Law Reform, Cmnd 5391 (White Paper)
- ・ 酒巻俊雄「一九七六年のイギリス会社法の改正（一）（二）」国際商事法務、V o l . 六（一九七八）
- ・ 北沢正啓「イギリス会社法改正委員会（ジェンキンズ委員会）報告書の要点」商事法務二六七号（一九六三年）
- ・ 酒巻俊雄・上村達男共訳「英国会社法改正の基本的構想（Ⅰ）（Ⅱ）（Ⅲ）英国通産業省「会社法改正」報告書・訳」商事法務六四四号、六四六号、六四八号。

（ふくもと あおい・客員研究員）