

証券取引審議会不公正取引特別部会報告書及び
基本問題研究会中間報告書について

証取審・平成. 5. 31

証券取引審議会では、去る5月31日、総会を開催し、不公正取引特別部会が取りまとめた「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」の報告書を了承し、大蔵大臣へ提出した。また、基本問題研究会が取りまとめた中間報告書「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」を了承した。

不公正取引特別部会では、本年2月15日に株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について審議を開始し、以後6回にわたって審議を行い、5月25日の部会で「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」の報告書を取りまとめ、31日の総会に報告したものである。

同報告書は、まず初めに米国等諸外国における株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の現状と問題点について述べたあと、制度を構築するための基本方向について述べている。

また、基本問題研究会では、昨年9月以降、証券取引制度の諸問題のうち、まず金融の証券化をめぐる諸問題について11回にわたって審議を行い、去る5月19日の研究会で中間報告書を取りまとめ、31日の総会に報告したものである。

同中間報告書は、まず初めに金融の証券化の現状と背景、金融の証券化の展望、金融の証券化への対応、金融の証券化に伴う問題点について述べたあと、制度の整備に対する基本的な考え方について述べている。

両報告書の全文は、それぞれ次のとおりである。

平成元年5月31日

大蔵大臣 村 山 達 雄 殿

証券取引審議会

会長 谷 村 裕

当審議会は、株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について、別紙のとおり報告書を取りまとめましたので、ここに提出いたします。

証券取引審議会名簿

会長

資本市場振興財団理事長 谷村 裕

委員

東レ会長 伊藤 昌壽

生命保険協会会長
(住友生命社長) 上山 保彦

神戸大学名誉教授 河本 一郎

日本化薬社長 坂野 常和

東京大学名誉教授 館 龍一郎

日本証券業協会会長
(野村証券会長) 田淵 節也

日本銀行顧問(前理事) 仙 亮二

日本経済新聞社副社長 鶴田 卓彦

東京証券取引所理事長 長岡 實

日本興業銀行頭取 中村 金夫

全国銀行協会連合会理事
(富士銀行頭取) 端田 泰三

日本鋼管社長 山城 彬成

特別委員

東京大学教授 竹内 昭夫

資本市場研究会理事長 竹内 道雄

大阪大学教授 巖山 昌一

証券取引審議会

不正取引特別部会名簿

座長

東京大学教授 竹内 昭夫

委員

東京証券取引所副理事長 浦松 史郎

東京大学教授 江頭 憲治郎

神戸大学名誉教授 河本 一郎

神戸大学教授 神崎 克郎

日本証券業協会常務理事 岸 泰男

経済団体連合会総務部長 窪内 義正

日本化薬社長 坂野 常和

山一証券経済研究所社長 竹中 正明

資本市場振興財団理事長 谷村 裕

日本経済新聞社副社長 鶴田 卓彦

一橋大学名誉教授 福田 平

法務省刑事局刑事課長 古川 元晴

野村証券専務 水内 靖裕

(別紙)

株式等の大量の保有状況に関する 情報の開示制度の在り方について

平成元年5月31日

証券取引審議会

当審議会は、昭和62年10月19日の審議で不公正取引特別部会の設置を決定し、同特別部会において不公正取引の規制の在り方について検討を行ってきた。

同特別部会は、昭和63年2月24日に「内部者取引の規制の在り方について」、また、昭和63年12月21日には「株式公開制度の在り方について」の報告を行ったが、その後、株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について審議することとし、平成元年2月15日以降6回にわたって審議を行ってきた。今般、その審議の結果が報告書「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」としてとりまとめられ、総会において報告、了承されたので、当審議会

の報告書としてここに提出する。

当審議会としては、本報告書で示された考え方に基づき、証券取引法の改正を含む所要の整備が速やかに進められることを望むものである。

1. はじめに

最近の我が国証券市場においては、経営参加、取引関係の強化、高値による売抜け・肩代わり等各種の目的を持って、公開会社の株式等（株式、転換社債、新株引受権付社債、新株引受権証書及び新株引受権証券をいう。以下同じ。）を大量に買い集める事例が増加している。こうした株式等の買集めについては、その過程で株価操縦、内部者取引等の不公正取引が行われる場合は別として、証券取引法上買集め行為それ自体が直ちに問題になるというわけではない。しかし、買集めや肩代わり等に伴い株価の乱高下が生ずることが多く、これらに関する十分な市場情報を有していない一般投資者に不測の損害を与えかねないという問題がある。

また、証券市場の国際化は、今後とも益々進展していくものと見込まれるが、株式等の大量の保有状況に関する情報の開示について、欧米証券市場で採用されているルールが我が国の証券市場には導入されていないため、国際的な市場として発展していくうえで必要な市場の透明性に欠けているのではないかという問題がある。

証券市場の大衆化、国際化が進んでいく中で、我が国証券市場を健全に発展させていくため、最近、相次いで内部者取引規制制度の導入、株式の公開制度の在り方の見直し等の

措置が講じられてきたが、株式等の買集めの事例が増加している実情にかんがみ、市場の公正性、透明性を高め、投資者保護を一層徹底するという見地から、買集めなどによる株式等の大量の取得・保有・放出に関する情報が適時適切に投資者に伝わるよう、所要の制度の見直しを進めていく必要がある。

2. 検討の視点

証券市場に株式を公開している以上、当然のことながら、市場における株式等の売買は原則として自由に行われる必要がある。したがって、証券行政により、証券市場における買集めそれ自体を直接規制することは適切でなく、あくまでも投資者保護の観点からどのような規制が必要かという視点に立って検討を行うべきである。この場合、具体的には次のように考えられる。

- (1) 株式等に対する投資者の投資活動は、基本的には会社を評価した上で行われるものであるので、その会社に関する情報は、投資者にできる限り開示される必要がある。この場合、経営に対する影響力も重要な投資情報であるので、株式等の大量の保有状況に関する情報については、迅速に投資者に開示されることが適切である。
- (2) また、安定株主が多く浮動株が少ないと言われている我が国証券市場において、特定者による株式等の買集めは、株式等の需給に大きな変動をもたらし、価格の急激な高騰の要因になる。さらに、買集めにより価格が高騰している場合において、肩代わり等により買集めが終了し、その価格が急激に下落することになれば、こうした事情

を知らない一般投資者は不当に不利益を被る恐れがある。この点から、株価変動の要因となる株式等の大量の取得・保有・放出に関する情報については、迅速に投資者に開示されることが必要である。

- (3) なお、企業防衛、産業政策的観点から、株式等の買集めを直接規制すべきであるとの意見もあるが、証券行政は、公正かつ円滑な証券取引を確保し、投資者保護に資することを目的とするものであると考えられるので、証券行政にこうした企業防衛、産業政策的視点を持ち込むことは適切でない。

3. 制度の現状と問題点

米国等諸外国においては、株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度があるが、我が国の場合、株式等の保有状況に関する動態的な情報の開示に直接着目した制度はない。

(1) 諸外国の制度

① 米 国

1934年証券取引所法第13条(d)項により、公開会社の株式等の5パーセント超を実質的に保有することになった者（又はグループ）は、会社、取引所及びSECに対し、10日以内に、届出者の経歴と身分証明、保有株数等を記載した通知書（スケジュール13D様式）の届出を行い、SECはこれを公衆の縦覧に供することになっている。5パーセントを超えた後の1パーセント毎の異動についても、速やかに同様の措置が講じられる。ただし、機関投資家による会社の支配権取得を目的としない保有の場合につい

ては、暦年末に5パーセント超の株式等を実質的に保有したとき又はその後の暦年末における株式等の実質保有状況に異動が生じたときにあってはそれぞれの暦年末から45日以内に、また、月末に10パーセント超の株式等を実質的に保有したとき又はその後の月末における株式等の実質保有状況に5パーセント超の異動が生じたときにあってはそれぞれの月末から10日以内に、簡略化した様式（スケジュール13G様式）による届出が行われ、SECにより公衆の縦覧に供されることになっている。

② 英 国

会社法により、会社の株式の5パーセント以上を実質的に保有することになった者（又はグループ）は、5日以内にその旨を当該会社に届け出るとともに、届出を受けた会社はこれを公衆の縦覧に供することになっている。さらに、届出を受けた会社が上場会社の場合にあっては、この旨を証券取引所に通知し、証券取引所はこれを公表することになっている。5パーセントを超えた後の1パーセント毎の異動についても同様の措置が講じられる。

③ 仏 国

会社法により、会社の株式の5パーセント、10パーセント、20パーセント、3分の1、50パーセント超を実質的に保有することになった者（又はグループ）は、その旨を当該会社に15日以内に届け出ることになっている。また、上場会社の場合にあっては、5日以内に証券取引所にその旨の届出を行い、証券取引所はこれを公表すること

になっている。それぞれの基準を下回ったときも同様の措置が講じられる。

④ 西 独

株式会社法により、会社の株式の25パーセント超及び50パーセント超を実質的に保有することになった企業は、直ちに、会社に届出を行い、会社はこれを会社報及び連邦官報に公表することになっている。それぞれの基準を下回ったときも同様の措置が講じられる。

また、銀行法により、銀行が取得する場合については、10パーセント超の株式を実質的に保有することになったとき、及びその後の株式の実質保有の状況に5パーセント超の異動があったときは、直ちに、ブundes・バンク及び銀行監督局に届け出ることになっている。

なお、上記各国とも、違反には罰則を科すことによって、その実効性を確保しているところである。

(2) 我が国の諸制度

我が国証券取引法上、株式の大量の保有状況に関する動的な情報を直接開示させる制度はないが、関連するものとして次の諸制度がある。

① 有価証券報告書等(証券取引法第24条等)

上場会社等は、事業年度及び半期毎に、資本又は出資に関する事項等を記載した有価証券報告書及び半期報告書を大蔵大臣に提出するとともに、これらの報告書は、公衆の縦覧に供されることになっている。有価証券報告書及び半期報告書には、上位10名程度の大株主の所有株式数も記載される

ことになっているが、この制度では、その間の株式等の移動は開示されないことになる。また、主要株主の異動については、年度途中であっても臨時報告書の届出が必要であるが、この制度でも、10パーセント以上の株式を実質的に保有する主要株主の異動以外の事実は開示されないことになる。なお、これらの制度は、会社側の開示であるため、名義書換えが行われていない株式移動を把握することが困難であるという問題もある。

② 公開買付制度(証券取引法第27条の2等)

不特定多数の者に対し、買付け価格等の条件を提示して市場外において株式等を買集める公開買付けについては、事前の大蔵大臣への届出、新聞による公告、公衆縦覧が必要になっているが、この制度は、市場における買集めや特定者間の相対取引には適用されない。

なお、公開買付けは、欧米ではM&Aの手段として多用されているが、我が国においては、ほとんど利用されていない。

③ 内部者取引規制(証券取引法第190条の2及び第190条の3)

内部者取引規制においては、上場会社の株券等について公開買付け又は5パーセント以上の実質的な買集め行為(以下、「公開買付け等」という。)が行われる場合、公開買付け等の関係者は、その公開買付け等の事実が公表されるまでの間は株式等の買付け等をしてはならないことになっているが、この制度は、当該事実が未公表の間の内部者の取引を規制しているものであ

て、公開買付け等を行う者それ自身に対して、直接、株式等の取得に関する情報の開示義務を課しているものではない。

④ 役員又は主要株主の自社株等売買の報告義務等（証券取引法第188条等）

上場会社の役員又は10パーセント以上の株式を実質的に保有する主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため、会社の役員又は主要株主が当該会社の株券等の6か月以内の短期売買により利益を得た場合には、会社又は他の株主は、その利益を会社に提供すべきことを請求することができることになっており、この規則の実効性を確保するため、役員又は主要株主の当該会社の株式等の売買については、大蔵大臣への報告義務が課されている。大蔵大臣は、その報告に基づき、役員又は主要株主が利益を得ていると認める場合、所定の手続きに従い、利益関係書類（当該報告書のうち利益に係る部分）の写しを、その役員等や会社へ送付するほか、役員又は主要株主による利益の提供が行われなるときにはこれを公衆の縦覧に供することになっている。この制度は、役員や主要株主が短期の自社株売買によって利益を得た場合の会社に対する利益の提供に関する諸規定を定めているものであって、役員や主要株主に対し、直接、株式等の売買状況の開示義務を課しているものではない。

4. 株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の基本方向

以上に述べた検討の視点及び諸外国の立法

例等を勘案すれば、特定者又は特定グループが、会社の発行済株式総数の一定割合以上の株式等を実質的に保有することになったとき、及びその後の一定割合以上の実質的保有状況の異動については、その旨を迅速に行政当局等に届け出ることとし、行政当局等はこの情報を公衆に開示するという制度を導入することが適切である。

なお、株式等の大量の保有状況に関する情報の開示については、既に米国等において、投資者保護の観点に立った制度が導入されているが、これらの制度は実務的にも相当の熟度を経ているので、我が国への開示制度の導入にあたっては、株式の保有構造の差異等、我が国の実情を踏まえつつ、これらの諸外国の制度を十分参考にして、国際的調和にも配慮した制度を構築することが適切である。

(1) 対象会社

対象となる会社は、広く市場において一般投資者により売買されている株式を発行している会社、即ち、上場又は店頭登録を行っている公開会社とすることが適切である。この範囲は、公開買付け制度や有価証券報告書制度が、上場会社のみならず店頭登録会社も対象としていることとのバランスの観点からも適当である。

(2) 届出先

届出先は大蔵省、証券取引所（店頭登録会社にあつては証券業協会。以下同じ。）及び発行会社とすることが適切である。

大蔵省又は証券取引所は、それぞれ、証券取引法を所掌する者として又は市場の管理者として、公正取引の確保や投資者保護のため

に必要な情報を把握する必要があるとともに、この情報を公衆の縦覧に供する立場にあると考えられるからである。

発行会社は、株式等の移動に関し、必要に応じ、主要株主の異動についての臨時報告書の提出や内部者取引規制に関する主要株主の異動の事実の公表等を行うべき立場にあるからである。なお、諸外国においても、一様に発行会社に対する届出義務を課しているところである。

(3) 届出基準

どの程度の株式等を実質的に保有するに至れば届出義務を課すべきかという点について一義的な基準があるわけではないが、

① 我が国における公開会社の株式等の保有構造等を考えた場合、少なくとも5パーセント程度の株式等を実質的に保有することになれば、会社の支配関係や株価形成に大きな影響を及ぼすことになると思われること

② 米・英・仏等、既に株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度を導入している国においては、おおむね5パーセントの実質保有段階から届出義務を課していること

③ 内部者取引規制においても、発行済株式総数の5パーセントの株式等の買集め行為を重要な事実として扱っていることといった点を総合勘案すれば、我が国においても、5パーセント程度の株式等の実質保有の段階から届出義務を課することが適切である。

(4) 届出後の保有状況の異動

届出基準を超える大量の株式等の実質保有が行われている場合、その後の株式等の買増し又は放出も、会社の支配関係や株式等の需給に大きな影響を及ぼす情報と考えられるので、届出後の一定割合以上の株式等の実質保有状況の異動についても届出義務を課することが適切である。具体的基準については、米国の場合、5パーセントの基準に達した後も、1パーセントの変動毎に届出義務を課しているが、この米国の例を参考にし、我が国においても同様の基準とすることが適切である。

(5) 届出基準の基礎となる対象有価証券

届出基準の基礎となる対象有価証券については、今般の開示制度導入の趣旨が、会社の支配関係に関する情報のほか、買集めや、さらには肩代わり等、株式等の価格形成に特殊なインパクトを与える情報を、広く一般投資者に提供するものであることを考慮すれば、届出基準を計算する際の分子は、株式に化体し得る有価証券を幅広く対象とすることが適切であり、したがって、信用取引に係る建玉分のほか、転換社債や新株引受権付社債等についても対象とすべきである。なお、米国においても、これらは、届出基準の基礎となる対象有価証券に含まれているところである。

また、届出基準を計算する際の分母は、制度の実際の運用を安定的にする必要があることから、一般的に容易に知ることができる前事業年度末の発行済株式総数とすることが適切である。

(6) 高値肩代わりについて

我が国においては、買占めといわれる事例

の相当数が肩代わりの要求につながるものといわれている。このような株式等の買集めは、それ自体が特殊な株価変動要因になるほか、肩代わりという事態になれば、それまで高騰していた株価が急激に下落し、そのような情報を知らない一般投資者にとって極めて不利かつ不公平な結果となる。このように、肩代わり自体も重要な情報であるので、これについては、その多くが市場外で行われるといった特質にも着目して、肩代わりが行われたかどうかを一般の投資者に分かるような開示を行わせることが望まれる。

(7) 開示内容

開示内容については、投資者保護のための情報は十分開示する必要がある一方で、証券取引を過度に萎縮させることのないよう、開示項目を必要最小限にするという配慮も必要である。具体的開示項目については、米国の場合、①届出者の経歴と身分証明、②グループの場合はそのメンバー、③買付けに使用した資金の出所、④買付けの目的、⑤保有株数等となっているが、我が国の場合、このような米国等の例を参考にしつつ、我が国の実情に則した開示項目を設定していくべきである。

ところで、上記の項目のうち、資金の出所に関する情報は、買集めの目的が、例えば安定保有であるのか、余資運用であるのか、いずれ売却予定であるのかといった点、あるいは実質的買集め者が誰であるのかといった点を、ある程度客観的に判断する上での有益な情報であるが、借入相手先についても、これが開示されれば、さらにその判断の補強材料

になると考えられる。他方、例えば免許を受けた金融機関が通常の業務の遂行として貸し付けた資金についてまで、その具体的な金融機関名を開示させる必要はないし、それを要求すると、通常の事業資金の貸付けにも支障を生じかねないという考え方もある。この点について、米国においては、銀行の通常の業務の遂行としての貸付けの場合、SECに対する銀行名の届出義務はあるものの、公衆に対する銀行名の開示は行わないことができるという特例規定が定められているところであり、我が国においても、このような例を参考にしつつ、適切な方策を講じるべきである。

(8) 届出期限と買増し等の制限

株式等の保有状況が届出基準に達した者は、その旨を迅速に行政当局等に届け出る必要があるが、この場合の届出期限については、届出書類の作成に通常要するであろう期間を考慮した上で、できるだけ速やかに提出されるような期限を設定することが適切である。また、届出基準に達した後、実際の届出が行われるまでの間は、投資者保護を徹底する見地から、届出義務者の株式等の買増し又は放出を何らかの形で制限することを検討する必要がある。

(9) 機関投資家の特例について

機関投資家による株式等の取得・保有・放出の状況も、投資者の投資判断のための重要な情報であることに変わりはない。しかし、機関投資家による株式等の取得は、企業の経営権の取得や株式の肩代わりを目的としないうちが多いと考えられること、また、そのような実情に対応して、米国でも会社の支配

権取得を目的としない場合には届出の特例が認められていることにかんがみ、我が国においても、機関投資家が純投資を行うような場合については、様式の簡略化や集計を月単位とする等、何らかの形で簡便な方式を導入することも検討に値する。この場合の機関投資家の範囲については、その実体を勘案しつつ、必要な限定を行うことが適切である。

(10) 共同行為等の把え方について

買集めが、グループで共同して行われる場合等の把え方については、例えば公開買付け制度のように厳密にその範囲を特定すれば、逆に、実質的な共同行為者であっても、形式上その範囲から外れる者を把えることができなくなるといった問題もある。一般的に、買占め行為の場合、実質的買占め者が他人名義を用いたり名義を分散するケースや、あるいは、形式上は独立している者が共同行為をとるケースも多いと考えられるので、実質に着眼した一般的な規制の仕方をすることが実際的であると考えられるが、それに加えて、一定の関係者はこれを特定して客観的に把える方法を併せ用いるなど、実効性のある適正な規制の在り方について検討を行う必要がある。

5. 刑事罰則について

本開示制度を実効あらしめるためには、規制に違反して届出を怠った場合や虚偽記載の場合等について刑事罰則の制度を整備する必要がある。この場合の法定刑については、証券取引法における他の罰則とのバランスを考慮して適切に定める必要がある。

6. 公開買付け制度の在り方について

公開買付けに関する規制は、我が国におい

ては、昭和46年に初めて制度化されたが、これまで2件の事例しかみていない。この主たる原因は、我が国の場合、一般的に、敵対的な公開買付けはなかなか行い難いこと、友好的なものであっても、あえて市場外において不特定多数を相手とする公開買付けによる必要はなく、市場での取引又は相対取引で十分であったこと等によるものであり、必ずしも制度的な理由によるものではないと考えられる。しかし、制度制定以降、20年近く見直しが行われてこなかったこと、我が国企業が諸外国において活発にM&Aを行っていること等を考慮すれば、証券市場の一層の国際化を展望し、M&Aに関する諸制度を、国際的にも調和のとれたものとしていくことが適切である。したがって、株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度を導入する機会に併せて、公開買付け制度についても諸外国と調和のとれたものとするよう所要の見直しを行うことが適切である。

この場合には、審査期間、買付け期間、規制対象になる株式等の保有割合基準等について所要の見直しを行うことが考えられる。

7. その他の留意事項について

(1) 内部者取引規制との関連について

株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度は、買集め等により一定割合の株式等を実質的に保有するに至った場合又はその後、株式等の実質保有状況の異動に関する情報を投資者に開示するものである。これに対し、内部者取引規制は、特定者又は特定グループによる一定割合以上の株式等の買集め又は公開買付けの情報を知った者が、当該事実

が未公表の間に取引を行うことを規制するものである。この規制を解除するためには、買集め等を行う者の公表措置が必要であるので、内部者取引規制は、買集め行為の事前ディスクロージャーに資するものでもある。規制の対象は、本開示制度が買集め等を行う者自体であるのに対し、内部者取引規制は、その周辺の関係者であるという差異がある。

次に、内部者取引規制の場合、特定者又は特定グループによる一定割合以上の株式等の買集め行為又は公開買付けについては、取締役会の決定した要請に基づく対抗買いが認められることになっているが、本開示制度が導入されることによって、この対抗買いを行い得る状況か否かの認定が比較的容易になってくるものと考えられる。

このように、本開示制度と内部者取引規制制度は、投資者保護のために、それぞれ適切な役割を果たすものであり、相互に補完する役割を果たしていくことが期待される。

(2) その他

その他、当審議会における議論のいくつかを紹介すれば次のとおりである。

① 証券取引所の特別報告銘柄制度については、会員証券会社の注文受託の段階においては、厳格な調査を要求されることから、結

果として流通性が損われる等の問題が生じ、今まで指定された銘柄は1銘柄にとどまっているが、株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度が導入されることを踏まえ、規制の実効性が高まるよう、必要な見直しを行っていくことが適切であると考える。

② この他、当審議会の所掌ではないが、買集め側と経営者側とのバランスをとるうえで、一定限度内での自社株取得等何らかの対応策を認めるべきであるとの意見も出された。この点についての議論は、適切な場において別途行われるべき事柄ではないかと思われる。

8. 結 び

本報告においては、株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について、その基本方向を提言した。本問題については、その具体化の段階において、他の制度及び諸外国との整合性についても十分配慮しつつ、規制を実効あらしめるためにさらに諸般の検討が必要になると考えるが、行政当局においては、この報告を踏まえて、鋭意、法令改正を含む所要の体制整備を進めて行くべきである。