

株券大量保有報告書のあり方をめぐって

大崎 貞和

要 約

1. 「村上ファンド」による阪神電鉄や東京放送（TBS）株式の大量取得がきっかけとなり、いわゆる「5%ルール」に基づいて提出される株券大量保有報告書の仕組みに対する批判が高まった。
2. 大量保有報告書は、原則として、5%超の株式を保有することになった日から5営業日以内に提出しなければならない。但し、証券会社、銀行、生命保険会社、投資顧問会社等が保有する「会社の事業活動を支配することを保有の目的としない」株式については、年四回の基準日時点での保有割合を翌月15日までに報告することで足りるとする特例が設けられている。
3. この特例は、業務で日常的に株式を大量に売買する証券会社や機関投資家等が、事業活動を支配する目的以外で保有している株式を原則通りに報告するのは、あまりに煩瑣であり、開示されても情報としての意味にも乏しいため設けられているものである。
4. 米国では、日本の特例報告に相当するものは、年一回、年末から45日以内に提出することで良いとされる。EUの現行制度では、10%を超える保有にしか報告義務がない。日本の制度は、既に世界で最も厳しい報告義務を課している。
5. 金融審議会WG報告では、市場の透明性を高めるために、特例報告の報告期限・頻度を例えば二週間ごとの基準日における保有状況を5営業日以内に報告するなど可能な限りの短縮を図っていくことが提言された。こうした見直しが行われれば、数百もの銘柄について頻繁に報告を求められる機関投資家は、実務上対応することが不可能であり、報告義務を回避するために日本株を売却するといった事態も想定され得る。

・大量保有報告書制度への批判の高まり

1. 相次ぐ株式大量取得

2005年9月から10月にかけて、「物言う株主」として名高い元通産官僚である村上世彰氏の「村上ファンド」が、阪神電気鉄道の株式の約40%を取得し、同社の傘下にある人気球団「阪神タイガース」の株式上場を主

張して話題を呼んだ。2005年2月のライブドアによるニッポン放送株式の大量取得とその後の攻防戦も記憶に新しい中での出来事である。

他方、インターネット上のショッピングモールを運営する楽天が、同じ10月、民放大手の東京放送（TBS）株式の約15.5%を取得し、同社に対して共同持株会社設立による経営統合などを提案した。この「事件」は、

新興ネット企業が、メディア・ビジネスへの進出を図るという構図が、ライブドアとフジサンケイグループの時と全く同じであった上、村上ファンドが TBS 株式の約 7.5%の株式を取得した関係者であった点も共通する。

TBS は、新株予約権発行による、いわゆる買収防衛策を導入しており、その後の展開が注目を集めたが、11 月末になって、楽天と TBS の両社が業務提携へ向けての交渉を進めるとの合意が成立し、少なくともいったんは休戦状態となった。

いずれの動きも、株式大量取得の対象となった発行会社側には、ほとんど事前に察知されていなかったようである。突然登場した大株主から経営の根幹に係わる要求を突きつけられた経営陣は、いずれも驚きや不快感を隠そうとはしなかった。突然の株式大量取得という構図は、その方法がいかなるものであれ、立会外取引を通じた株式の取得の是非をめぐって論議を巻き起こしたライブドアの行動を思い起こさせる。

それだけに、一連の動きをめぐっては、現行の市場法制に不備があるとの見方も提示された。中でも槍玉に挙げられたのが、投資ファンドを含む機関投資家等に適用される、株券大量保有報告書の提出期限に関する特例である。

例えば、楽天よりも先に TBS の株式を大量に取得していた村上ファンドが、特例に則り、9 月末時点での保有比率を楽天による経営統合提案の翌日まで開示しなかったことが問題視された¹。10 月に入ってからの村上ファンドの売買状況が一切明らかにされなかった点も、批判を呼んだ²。

上場企業の経営者は、「気が付いたら自社の株式が大量に取得されているというのではかなわない」と現行制度を疑問視する。多くの企業にくすぶる不満の声を背景に、10 月 13 日に開かれた自由民主党の企業統治に関する委員会などの合同会議では、特例を早急

に見直すべきとの指摘が相次いだという³。

問題の特例は、ライブドアとニッポン放送の攻防の過程でも問題視された。当時、ニッポン放送株式の約 18.5%を握っていた村上ファンドの動向が注目されたが、どの程度まで引き続き保有しているのかが一切明らかにされず、最終的に報告書が提出された段階では、保有割合が約 3.4%にまで低下していた。これによって、一般投資家の投資判断が歪められたとの見方もある。

こうした批判を背景としながら、自由民主党の企業統治に関する委員会は、7 月に取りまとめた「公正な M&A ルールに関する提言」の中で、問題の特例について、「開示制度の本来の趣旨が損なわれることのないよう、株主及び企業に対する迅速かつ適正な情報開示を確保するとの視点で改善策を早急に検討すべきである」と主張した。これを受けて、金融審議会の公開買付制度等ワーキング・グループ（座長：岩原紳作東京大学大学院法学政治学研究科教授）において、制度の見直しを視野に入れた検討が行われることになったのである⁴。

2. 大量保有報告書制度とその意義

1) 大量保有報告書制度と TOB 規制

大量保有報告書とは、証券取引法上のいわゆる「5%ルール」に基づいて提出が義務づけられている書類である。証券取引法では、上場株式等の保有割合が発行済み株式の 5%を超える「大量保有者」は、大量保有者となった日から 5 営業日以内に、保有割合、取得資金、保有の目的等を開示する大量保有報告書を提出しなければならないと定めている（27 条の 23）。また、提出後の売買等によって、上下 1%以上の変動が生じた場合には、変更報告書を提出しなければならないものとされる（27 条の 25）。

この制度は、株式公開買付（TOB）制度と

関連づけられており、両制度が相まって、上場企業の経営支配権を左右するような大量の株式の異動が、公正かつ透明な形で行われるようにするという狙いを有している。

すなわち、取引所市場外で5%超の株式を買い付ける場合には、原則としてTOBによることが必要であり、とりわけ保有割合が3分の1を超える場合には、著しく少数の者（10人以下）から買い付ける場合も含め、TOBによることが徹底される（証取法27条の2、1項）⁵。但し、50%超を保有する者による著しく少数の者からの買い増しについては、TOBは強制されない（証取法施行令7条5項）。これに対して、市場内での買付には、TOB強制制度は及ばないが、5%ルールによって、事後的にはあるが、透明性が担保されることになる。

なお、大量保有報告書における保有者は、株式保有名義だけからではなく、議決権行使ができる権限や議決権行使について指図を行うことのできる権限を持つ者も、含まれるなど、実質的な概念である。最近、機関投資家がカストディアンである信託銀行を通じて株式を保有するケースが増え、上場企業側から、誰が真の株主であるか分かりにくいという不満が、しばしば聞かれる。その点、大量保有報告書の提出者は、「真の株主」とみて良い。また、グループ会社等を通じて共同して保有する株式についても、全体で5%を超えれば、報告がなされることになる。このため、大量

報告書は、上場企業にとって、真の株主が誰であるかを知る重要な手段として機能している。

2) 大量保有報告書をめぐる特例

大量保有報告書の特例とは、「証券会社、銀行その他の内閣府令で定める者」が保有する株式で、「発行者である会社の事業活動を支配することを保有の目的としないもの」についてのみ適用される規定である（証取法27条の26）。

この場合、通常の5営業日以内ではなく、予め届け出た3ヵ月毎の「基準日」時点での保有状況を翌月15日までに提出すればよいものとされる（図表1）。また、通常は1%以上の増減があった場合に必要となる変更報告書についても、基準日で1%以上の増減があった場合には翌月15日までに、基準日以外の月末で2.5%以上の変動があった場合には次の基準日を待つことなく、当該月の翌月15日までに、それぞれ報告すればよいものとされる（大量保有府令17条）。但し、保有割合が10%を超える場合には、この特例は適用されず、特例の対象となる者であっても通常の報告義務が課される（大量保有府令12条）。

この特例は、通常の業務の一環として常時大量の株式を売買する証券会社や機関投資家の場合、5%ルールの原則に従って報告書を提出するのでは事務手続きの負担が重すぎる

図表1 大量保有者と報告書の提出基準

	通常報告		特例報告	
	株式保有割合	提出期限	株式保有割合	提出期限
大量保有報告書	5%超になった場合	5%超となった日から5営業日以内	基準日で5%超となった場合	基準日が属する月の翌月15日まで
大量保有者の変更報告書	1%以上の増減があった場合	保有割合の変更があった日から5営業日以内	基準日で1%以上の増減があった場合	同上
	過去60日以内で過半数かつ5%超の減少があった場合		基準日以外の月末で2.5%以上の変更があった場合	

（出所）『日経金融新聞』10月20日付け28面「スクランブル」掲載の表に加筆して作成。

として設けられているものである。

特例の対象となる株式は「発行者である会社の事業活動を支配することを保有の目的としないもの」に限定されており、経営支配権の異動をめぐる透明性が損なわれないよう配慮されている。証券会社や投資信託による日常的な売買に伴う保有割合の変化が毎日大量に開示されることは、開示義務を負う者に大きな事務負担を課すだけでなく、開示される情報の利用者である一般投資家や上場企業の立場からみても、かえって真に重要な情報を見失ってしまうという恐れもあるだろう。特例制度は、経営支配権に影響を及ぼす株式の異動を適時に開示させるという制度の目的を効率的に達成するための合理的な工夫である。

・ 欧米の大量保有報告書制度

日本の資本市場制度を議論する際に、しばしば持ち出されるのが、日本の制度が欧米諸国、とりわけ米国の制度と同じであるとか、異なっているとかいう国際比較の観点からの分析である。そうした比較は、経済のグローバル化が進む中、一層重要性を増しているように思われる。

ところが、大量保有報告書のあり方をめぐるところでは、日本よりもはるかに敵対的買収を含めた M&A（企業の買収・合併）の活動が盛んで、市場の透明性や効率性も高いと考えられる米国の制度が引き合いに出されることが意外なほどに少ないように感じられる。しかし、大量保有報告書についても、日本の制度は、米国の制度を参考にしながら導入されたものであり、「母法」とも言うべき米国の制度や、やや背景の異なる欧州の制度を概観しておくことは有益であろう。

1．米国の大量保有報告書制度

米国の 1934 年証券取引所法 13 条(d)項は、上場会社等の持分証券（株式、転換社債、株式に対するオプション等）の 5%を超える実質的所有者に対して、取得の日から 10 日以内に、SEC、証券取引所、当該証券の発行者に対して報告書を提出するよう求めている。報告書に関する詳細は、SEC 規則に定められており、通常の様式 13D には、保有株式数、保有割合、取得資金の源泉、取得の目的、過去 60 日間における当該証券に係わる取引などを記載しなければならないものとされる。また、重要な変更が生じる度に、変更報告書を提出しなければならない。

これに対して、証券会社、銀行、生命保険会社、機関投資家等が、通常の業務として、経営支配権に影響を及ぼす意図を有することなく取得する場合には、基本的には、保有株式数と保有割合のみを記載することで足りる簡易な様式 13G を用いることができ、一年に一回、暦年末日から 45 日以内に報告すればよい（規則 13d-1）。

但し、上の特例の対象となる者の保有割合が 10%を超えた場合には、当該変動の生じた月の末日から 10 日以内に、簡易な様式による変更報告書を提出しなければならず、その後、更に 5%の買い増しを行った場合にも、速やかに変更報告書を提出しなければならないものとされる。

なお、保有割合が 20%以上になると、特例対象者も簡易な様式を用いることができなくなり、通常の様式 13D によって、株式を取得した日から 10 日以内の報告が義務づけられる（規則 13d-1、13d-2）。

2．欧州の大量保有報告書制度

欧州連合（EU）は、1988 年に「大口株式の取得、処分の際の情報開示に関する指令（88/627/EEC）」を採択した⁶。この指令は、発行会社や一般投資家に対して、議決権を実

際に行使する者が誰であることを知らしめることを主要な狙いとしており、株式の保有割合が、10%、20%、33.3%、50%、66.6%のそれぞれを上回った者に対して、その事実を7日以内に発行会社及び監督当局に通知する義務を課すものとした(4条1項)。通知を受けた発行会社は、最大9日以内に、できるだけ速やかに受理した情報を公表することを義務づけられることになった(10条1項)。

なお、この指令を実施する義務を負うEU構成国は、証券会社など「証券取引のプロ」が、「対象会社の経営に関与しない」限り、通知義務を免除することができるものとされた(9条1項)。

上述の指令は、2004年12月に採択された「上場証券の発行者についての情報の透明性に関する指令(2004/109/EC)」(透明性指令)によって全面的に改正されることになった⁷。透明性指令は、2005年1月20日に法としての効力が生じているが、構成国による国内法化の期限は2007年1月であり、現時点では、改正内容が実施されていなくとも法的な問題は生じない。透明性指令によって、新たに定められた大量保有報告制度は、概ね次のような内容である。

議決権の付された証券の保有割合が5%を超えた者は、その事実を当該証券の発行者に対して通知しなければならない。その後、10%、15%、20%、25%、30%、50%、75%という全部で8段階の区切りを上下する度に、その事実を通知することが義務づけられる(9条1項)。通知は、原則として、通知義務を伴う状況が生じてから4営業日以内に行わなければならない(12条2項)。一方、株式大量保有に関する情報の通知を受けた発行者は、3営業日以内に、当該通知の内容を一般に公表しなければならない(12条6項)。

以上の通知義務は、受け渡し・決済のプロセスにおける一時的な保有や実質株主から議決権行使の指図を受けるカストディアンによ

る保有には適用されない(9条4項)。また、いわゆるマーケット・メーカーによる売買に伴って5%を上回る保有が生じた場合についても、対象会社の経営に影響力を及ぼさない限り適用されない(9条5項)。更に、証券会社や銀行がトレーディング勘定で保有する証券は、原則として保有割合の計算に含まれない(9条6項)。

3. 日本の制度との比較

もともと日本の大量保有報告書制度は、米国の制度を参考にしながら導入されたので、両者に共通点が多いのは当然である。しかし、日米の制度には、次のような重要な相違点がある。

第一に、米国では機関投資家等の報告は年一回とされており、年四回の基準日を定めて報告する日本の制度よりも、ずっと緩やかである。第二に、報告の期限も、通常が10日以内(日本は5営業日以内)、特例は45日以内(日本は翌月15日)と米国の方が緩やかである。第三に、米国では保有割合が10%に達するまでは特例を全面的に利用することができるのに加えて、10%を超えても20%までは通常の報告様式よりも簡易な様式を用いることができる。これに対して、日本では、10%を超えると、機関投資家等にも通常の様式を用いた5営業日以内の報告義務が課せられる。

一方、欧州の現行制度では、保有割合が10%を超えた場合にのみ報告義務が課されるので、日本の制度よりも緩やかであり、変更報告書も20%を上回るまで必要とされない。透明性指令による改正後の制度は、従来よりも厳格な報告を求める内容となっているが、報告の頻度はそれほど高まらない。変更報告についても、日本の制度ほど厳格ではない。

また、報告すべき事項は原則として株式取得の時期と保有割合のみであり、米国や日本

の通常報告のように過去の取引状況などは求められていない（透明性指令 12 条 1 項）。報告の期限は、新しい制度では 4 営業日以内と日本の通常報告よりも厳しくなるが、会社による公表までの期間は 7 営業日以内となるので、情報の利用者の立場からは、日本の制度の方が優れていると言える。

概して言えば、日本の現行制度の方が、機関投資家等に対して、米国や欧州よりもかなり厳しい開示を求める内容となっていることは明らかであろう（図表 2）。

・ 特例見直しがもたらすもの

1. 予想される甚大な悪影響

1) 実務上の対応が難しい機関投資家

以上のように、日本の大量保有報告書制度は、現在でも、国際的にみて相当高いレベルの透明性を求めるものとなっている。しかも、2005 年 10 月から、金融庁ホームページの EDINET 上で、大量保有報告書や変更報告書は、提出された当日に誰でも閲覧できるよう

になっている。しかしながら、そうした実情を十分に認識した上での議論かどうかはともかく、「不透明」な特例の見直しや撤廃を求める声が強く出されたことも事実である。

仮に、特例報告に係る報告期限が大幅に短縮されたり、報告頻度が大幅に引き上げられたりすることになれば、機関投資家の投資活動にどのような影響が及ぶのであろうか。筆者は、この問題をめぐって、複数の運用会社や証券会社の実務担当者との意見を交換したが、ほとんどの実務家が、「特例が大幅に見直されれば、とても対応できない」と異口同音に訴えていた。

とりわけ、実務上の対応が難しいのは、「共同保有者」の保有割合を合算しなければならないという要請への対応である。このためには、外資系の運用会社などでは、米国、欧州など各地のグループ会社から資料を取り寄せ、合算する作業が必要となる。しかも、上述のように、日本の規制が米国や欧州よりも厳しい内容となっているため、資料提出の必要性について現場の理解が得にくいという事情もある。日本株をポートフォリオの中に

図表 2 日米欧における大量保有報告書制度の比較

	日本	米国	欧州 (現行制度)	欧州 (新制度) 2007.1より
報告義務者	保有割合が5%を超える者	保有割合が5%を超える者	保有割合が10%を超える者	保有割合が5%を超える者
報告期限	5営業日以内	10日以内	7日以内に会社へ通知、会社は9日以内に公表	4営業日以内に会社へ通知、会社は3営業日以内に公表
変更報告	上下1%以上の変動時	重要な変更が生じた場合	10%、20%、33.3%、50%、66.6%を超えた時と下回ったとき	5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%、75%を超えた時と下回ったとき
主な報告内容	保有株式数、保有割合、簿価、取得資金の源泉、取得の目的、過去60日間の当該証券に係わる取引	保有株式数、保有割合、簿価、取得資金の源泉、取得の目的、過去60日間の当該証券に係わる取引	保有割合	保有割合
特例の対象	銀行、証券会社、機関投資家等が事業活動を支配することを保有の目的とせずに行う5~10%の保有	銀行、証券会社、機関投資家等が通常の業務として、経営支配権に影響を及ぼす意図なく取得する5~10%の保有	証券取引のプロが対象会社の経営に関与せずに行う保有	受け渡し・決済のプロセスにおける一時的な保有、カストディアンによる保有、マーケットメーカーによる経営に影響力を及ぼさない保有
特例の報告期限	基準日の翌月15日	暦年末日から45日以内	特例対象者は報告免除	特例対象者は報告免除
特例の報告内容	保有株式数、保有割合など	保有株式数、保有割合など	特例対象者は報告免除	特例対象者は報告免除

(注) 欧州については、1988年の大口持ち分指令の内容を「現行制度」、2007年1月が国内法化期限となっている透明性指令の内容を「新制度」として掲載した。

(出所) 筆者作成

保有しているのは、東京オフィスのファンド・マネジャーだけだとは限らない。全ての拠点の保有分が合算できなければ、報告漏れが生じることになる。

実際に報告を行っているわけではない立場からは、「コンピューター時代に「再三の報告は事務手続きが煩雑」などというのは理由にならない」と機関投資家の怠慢(?)を批判する声もあった⁸。しかし、実務の現場の視点に立つと、通常報告への対応が難しい理由が、事務の合理化が遅れていることだけではないことが分かる。

中には、保有割合が10%を超えて通常の報告義務が生じると実務が追いつかなくなるので、予め、運用担当者に対して10%を超えない運用をするよう要請し、既に5%を超えている銘柄については警告が出るような仕組みをつくっている運用会社すらある。報告義務違反が生じないような運用に心がけているというのだが、規制違反を恐れるあまりに買い増したい銘柄を買わないというのは、運用の本旨からすれば、本末転倒とも言える。しかし、そのような「対策」が必要となるほど、報告義務を遵守することは難しいのである。

大量保有報告書や変更報告書の不提出や重要な事項についての虚偽記載には、3年以下の懲役及び300万円以下の罰金という罰則がある(198条5号、6号)。証券取引法違反で罰金刑を受けることは、投資顧問業登録や一任業務認可の手続きにおける欠格事由の一つとなっているほど重大な事態である。機関投資家がコンプライアンス・リスクに敏感になるのも当然である。

2) 懸念される「日本売り」

日本が、既に米国や欧州よりも厳しい大量保有報告書制度を更に厳格なものに改めれば、外資系運用会社の中には、日本株の運用ビジネスそのものを縮小する者が現れ、結果として「日本売り」が殺到するといった事態に陥

ることにもなりかねない。

既に触れたように、現行制度の下でも、通常報告義務の課される10%という保有割合に達しないような運用を行っている会社もある。また、大手の機関投資家の中には、自らが大量に保有する銘柄に関する情報が早期に開示されてしまうことで、投機筋の追隨的な投資行動を促すのではないかとの懸念が根強い。

特例報告制度の大幅な見直しが実施されれば、多くの運用会社が、5%の保有を意図的に避けるような運用姿勢をとることになり、市場が大いに歪められるとの懸念は決して絵空事ではない。そのような事態が生じれば、ようやく活気を取り戻してきた東京株式市場に冷や水を浴びせることになるのは間違いない。

2. 透明性は本当に高まるのか?

機関投資家等の特例が批判される背景には、この特例の存在が、経営支配権の異動をめぐる株式の動きを不透明にしているとの認識がある。しかし、そもそも、そのような認識は正しいのであろうか。

実は、この議論が高まる一つのきっかけとなった村上ファンドによる阪神電鉄株取得に限って言えば、特例の存在による影響はそれほど大きくなかったのである。

というのも、村上ファンドの阪神株取得が初めて明らかになったのは、約26.7%の保有を記載した9月26日の報告書だったが、この時は、既に触れた内閣府令の規定に基づき、報告遅延の特例は適用されず、一般企業等と同じ通常報告が行われたのである。9月15日に保有割合が10%を上回り、通常のルールに従って「5営業日後」の26日に報告書が提出されたというのが事態の経緯である⁹。

確かに、村上ファンドによる阪神株取得は、7月上旬までに9%程度に達していたが、特例に則ってすぐには開示されなかった。また、

既に触れたように、TBS 株式の取得をめぐっては、楽天より早くから株式を大量取得していた村上ファンドの情報開示が、特例によって楽天よりも後になったことを問題視する向きもある。しかし、それらの情報が明らかにされていただけで、事態がどこまで違ったものになっていたかは、疑問である¹⁰。

更に言えば、ニッポン放送の経営支配権をめぐる攻防戦のさなかには、村上ファンドの保有状況が大きな注目を集め、通常のルールである 5 営業日以内の報告であっても、多くの市場参加者には、遅すぎると感じられた。そうした状況下では、法令上の義務がどのようなものであるかにかかわらず、積極的な情報開示に努めることが、市場参加者の道義上の責任と言うべきであろう。説明責任を果たさない市場参加者が、たとい法令を遵守していたとしても、他の参加者、ひいては世論の批判を浴びるのは当然である。

市場の透明性が重要であることは言うまでもないが、透明性の確保という規制目的の達成のために、どこまでのコスト負担を規制対象者に求めるかは、慎重に検討されなければならない。大量保有報告書の特例をめぐっては、ルールそのものを大きく変えて、多くの証券会社や機関投資家に必要以上の事務負担を押し付けるのではなく、当事者の市場のプロフェッショナルとしての高潔な倫理の発揮に期待すべきなのではなかろうか。

3. 支配目的での区別は可能か？

1) 村上ファンドを特別視できるか？

現行大量保有報告書制度の厳格化を主張した論者の多くが、通常の投資信託や年金の運用にまで、開示義務を徹底することを強く望んでいたわけではあるまい。有り体に言ってしまうと、「村上ファンド」を始めとする、経営者に対して事業戦略上の具体的な要求を突きつける一部の投資家についてだけ、厳し

い開示を求めたいというのが本音だろう。

この点については、もともと法律では「会社の事業活動を支配することを保有の目的としないもの」に限って、特例の対象としている（証券取引法 27 条の 26）。この規定は、保有者の属性に着目したものというよりも、保有の目的に着目したものである。つまり、特例の適用対象となるような属性を有する保有者であっても、保有の目的が「会社の事業活動を支配する」ことであれば、当該銘柄については、特例の適用を受けることができないとされるのである。

そこで問題となるのは、例えば、村上ファンドによる TBS 株式の保有が、「会社の事業活動を支配する」ことを目的としているかどうかという点である。少なくとも、村上ファンドが、TBS に対して、MBO（経営陣による会社買収）など、採択されれば経営戦略に大きな影響を及ぼす提案を行ったことは事実のようである。しかし、大量の株式保有による発言力を背景としながら、経営者に対して様々な提案を行っただけで、直ちに、「会社の事業活動を支配する」目的があると断じられるかどうかは疑問である。

近年、投資信託や年金基金の間でも、株主権に対する理解が深まり、積極的な議決権行使こそが受益者の期待に応える責務だという考え方が広がっている。株主総会で役員退職金の支給に反対票を投じたり、あるいは投じる可能性があるという事実を経営陣に通告したり、経営者との対話の中で ROE の一層の向上を求めたりする行為と TBS の MBO や阪神タイガースの上場を提案する行為との間に、一般的な形で、事前に線引きをすることは不可能ではないだろうか。

また、既に触れたように、特例の適用の可否は、銘柄毎に判断されるものである。ある特定の銘柄について、「事業活動を支配することを保有の目的とはしない」とは言えないような投資行動をとったというだけで、当該

ファンドの保有する他の銘柄についても、特例の適用を否定するというようなことを制度のそもそもの趣旨に反する。実際、銀行や証券会社では、事業活動を支配することが明確に目的となっている大量保有もあれば、純粹な投資のための大量保有もある。両者が混在しているからと言って、特例に依拠することを全面的に否定されたのではたまたないだろう。従って、村上ファンドのような機関投資家を全ての銘柄についての報告に関して、他の投資顧問会社等と明確に区別することは難しいものと考えられる。

2) 支配目的の事後的な認定

もっとも、支配目的がないとして、大量保有報告書を特例に依拠する形で提出したという事実は、後になって大きな意味を持つ可能性もある。

米国では、大量保有報告書の記載をめぐって、通常の様式を用いた報告書提出者が、株式取得の目的について経営支配権の取得を目的としないとしていたのに、後で本格的な買収に乗り出そうとしたというケースが、しばしば訴訟の対象となっている¹¹。こうしたケースでは、買収を仕掛けられた企業側が、買収者が大量保有報告書に虚偽の記載をしたことを理由に、買収者による更なる買付や議決権の行使を差し止める命令を出すよう、裁判所に請求するという事態となる。そうした事案をめぐって、買収を仕掛けられた企業側には差し止めが認められるとした連邦最高裁の判例もある¹²。

一方、日本の法制では、大量保有報告書に記載された取得目的が虚偽であったとしても、それを理由として、裁判所が株式の更なる取得を禁じるといったことは難しいであろう。しかし、株式の取得が違法に行われたとして、買収を仕掛けられた企業側が、株式の名義書換えを拒絶するといった対応はあり得るかも

知れない。また、大量保有報告書における取得目的は、「重要な事項」にあたると考えられるので、虚偽の取得目的を記載すれば、懲役や罰金などの刑事罰が科されることになる(証券取引法 198 条 6 号)。

村上ファンドの場合、7月に既に阪神電鉄株の9%程度を保有していながら、特例に依拠して、すぐには開示を行わなかった。この時点で既に、3分の1を超えるような株式を取得して経営支配権を掌握する意図があったのだとすれば、特例に依拠したこと自体が、法令違反とされる可能性も排除できないのではなかろうか。

・おわりに

2005年12月22日、金融審議会金融分科会第一部会は、公開買付制度等ワーキング・グループの報告書「公開買付制度等のあり方について」を公表した。

そこでは、大量保有報告書について、保有目的について、個々の実態に則して、より詳細な記載を求める、保有株式に株券貸借の対象となっているものが含まれるならば、その状況も明確に開示する、といった制度改定に加えて、特例制度に関する大幅な見直しが提言された。すなわち、特例報告に係る報告期限・頻度については、「例えば2週間ごとの基準日における保有状況を5営業日以内に報告するなど可能な限りの短縮等を図っていることが適当である。」としたのである。

この提言内容が実施されれば、現在年四回の基準日が年24回に増加し、機関投資家等による集計作業に伴う事務負担は、単純に考えて6倍になる¹³。この結果、特例対象者が5%から10%の株式を取得した場合、遅くとも3週間から4週間以内に、その事実が開示されることになる。

大量保有報告書の目的は、市場における透明性の確保である。開示された情報の利用者

は、第一義的には一般投資家だが、上場企業等が、経営支配権に影響を及ぼそうとする者によって、突然、大量の株式を取得されることのないよう情報を知らしめておくという狙いもある。これは、日本でも、欧米でも、大量保有報告書が、当局だけでなく発行会社にも送られるものとされていることから明らかであろう。それだけに、上場企業の強い要望を背景として、このような提言がなされたことはやむを得ないとも言える。

とはいえ、この制度が、決して、企業買収について消極的な評価をした上で、企業防衛を容易にすることを意図したものではないということを忘れてはなるまい¹⁴。今回の見直し論議の背景に、村上ファンド等の「脅威」を感じた企業経営者の後押しがあったことは否定できない。機関投資家の間では、そのような要請に応えるために、自分達が、国際的にみても例のない事務負担を押し付けられることに対する反発は強い。報告書の取りまとめにあたっては、一部委員の強い主張に基づき、「特例報告に係る報告期限・頻度等の短縮等は基本的に行うべきでないとの指摘もあった。」との一文が最終段階で挿入されたほどである。

筆者は、村上ファンドの一連の行動を積極的に支持するものではないが、同時に、そうした事例への反発だけから、拙速に制度を改めることには大きな弊害が伴うと考える。

今後、報告書の提言内容に基づく制度改正へ向けての法案が、証券取引法を抜本的に改める「投資サービス法案」の一部として国会に提出されることになる見込みである。今回提言されたような内容の見直しが機関投資家の投資行動や市場の構造にどのような影響をもたらすかは判断が難しい。今後は、国際的な制度の整合性といった観点に比重を置きながら、短期間で再び制度を改めるという良き「朝令暮改」の可能性も視野に入れつつ、市場への影響を注視し

ていくことが必要であろう。

1 『日経金融新聞』10月20日付け28面「スクランブル」。

2 村上ファンドが保有するTBS株式に関する次の報告は、10月末時点で2.5%を超える変動があれば11月15日となる。そこまでの変動がない場合でも、12月末時点で1%を超える変動があれば、1月15日までに報告がなされることになる。

3 『毎日新聞』10月14日付け大阪朝刊3面、『日経金融新聞』10月17日付け2面「霞ヶ関風速計」。

4 筆者は、このワーキング・グループのメンバーであるが、本稿の内容はあくまで筆者の私見であり、ワーキング・グループの審議内容や見解とは一切関係がない。

5 なお、2月のライブドアによるニッポン放送株式大量取得では、「取引所市場内」での立会外取引による買付が、TOB強制制度の潜脱として批判を浴びたが、6月に成立した証券取引法改正により、取引所市場における売買であっても「競売買の方法以外の方法」とされたものには規制が及ぼされることとなり、7月8日の金融庁告示第53号により、東証のToSTNeT取引、大証のJ-NET市場等が該当するものとして指定された。

6 1988年指令の内容については、cf. Niamh Moloney, EC Securities Regulation, Oxford University Press, 2002, pp.166-177.

7 透明性指令の内容について詳しくは、拙稿「上場企業の情報開示に関するEU指令の採択」『資本市場クォーターリー』2005年冬号71頁以下参照。

8 「透明な資本主義をめざせ」『日本経済新聞』2005年10月21日付け朝刊19面「大機小機」。

9 『毎日新聞』10月15日付け大阪朝刊8面。二度の3連休が挟まれているので、カレンダーでは11日後だが、直ちに違法とは断言できない。

10 7月に開示が行われていれば、阪神電鉄側が、いわゆる買収防衛策を講じ得たはずといった立論は可能だろう。もっとも、特例の適用がないことを前提にすれば、村上ファンドの投資行動も実際とは違ったものになったはずである。

11 Louis Loss and Joel Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, Fourth edition, Aspen Law & Business, 2001, pp. 582-584.

12 Rondeau v. Mosinee Paper Corp., 422 U.S. 49 (1975).

13 報告書では、「2週間ごと」としているが、実務的な観点からは、厳密な2週間ごと(年26回)では月によって報告日が大きくずれるなど混乱を来す恐れがあり、実際には、月二回(例えば第二、第四火曜日といった具合で)基準日を設定することが妥当であると考えられる。

14 近藤光男 = 吉原和志 = 黒沼悦郎『証券取引法入門』〔新訂第二版〕215頁。