



大量保有報告書制度の 派生効果と機能不全

(株)野村総合研究所主席研究員
東京大学法科大学院客員教授
大崎貞和



はじめに

- 大量保有報告書制度は、一般投資家の保護を目的とするとされるが、経営者と株主の間の交渉に重要な役割を果たす制度でもある。
- 近年、日本企業の経営者は、アクティビスト株主などの自社株式の保有状況を知り、「対策」を講じるための情報源として大量保有報告書を重視するようになっている。
- 他方、海外では、大量保有報告書の情報がそうした機能を十分に果たしていないとの指摘もある。
- 日本の制度は経営者の交渉力を強め過ぎているのではないかとの見方もある。



大量保有報告書制度の意義

- アメリカのウィリアムズ法をモデルとして1990年改正で導入（いわゆる5%ルール）。
 - ウィリアムズ法は強圧的な「サタデー・ナイト・スペシャル」の防止を企図。
 - 日本ではTOB制度のみが導入されていた。
- 経営支配権の異動に関する透明性を高め、投資家の投資判断を助ける。
 - 5%超を区切りとするTOB制度と連動。
- 発行会社が、総株主の利益に反するグリーンメーラーへの対策を立てることにも資する。
 - 制度上も発行者への写しの送付が義務づけられている（金商法27条の27）。
- 市場における株式の需給関係を示す投資情報としても重要。
 - 投資家がなぜ自らのコスト負担で情報を提供させられるのかは疑問。



本報告の問題意識

- 大量保有報告書制度が、本来の目的を必ずしも達成できず、好ましくない派生効果を生んでいるのではないか。
- 統一的に行使される議決権を大量に保有する者を明らかにするという制度になっていない。
- とりわけ、特例報告制度の適用範囲の問題（重要提案行為等）と共同保有者の定義の問題を取り上げる。

2006年改正以前の制度

- 証券会社、投資運用会社などによる株式保有は、経営支配権に影響を及ぼさないものとして特例報告の対象とされる。
- 但し、保有割合が10%を超えれば通常報告が義務づけられる。

	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
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	同月末の属する月の翌月15日まで



2006年改正の内容

- 特例の適用要件の見直し。
 - 「事業活動の支配」→「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行為等(重要提案行為等)」
- 特例報告の頻度向上、期限短縮。
 - 3ヶ月毎から毎月2回へ(年4回から6倍に)。
 - 提出期限は翌月15日から5営業日以内(通常報告と同じ)へ。
- EDINETによる提出の義務づけ。
- REITなど投資法人の発行する上場証券にも適用。
- 過去60日の取引内容の記載が不要といった特例報告の様式は維持された。



重要提案行為等とは

- 発行会社・子会社に係る以下の事項を株主総会や役員等に対して提案する行為(施行令14条の8の2、大量保有府令16条)。
 - 重要な財産の処分、譲受け
 - 多額の借財
 - 代表取締役の選解任
 - 役員数や任期の重大な変更など、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解任
 - 支店その他の重要な組織の設置、変更等
 - 株式交換、株式移転、会社分割、合併
 - 事業の全部または一部の譲渡、譲受け、休止・廃止
 - 配当に関する方針の重要な変更
 - 資本金の増減に関する方針の重要な変更
 - 上場廃止、店頭登録取り消し
 - 上場、店頭登録
 - 資本政策に関する重要な変更(資本金の増減に関する方針の変更を除く)
 - 解散
 - 破産手続き開始等の申し立て



指摘された問題点

- 2005年のニッポン放送の経営支配権をめぐる攻防のさなかに、村上ファンドの株式保有状況が、特例の適用対象であることから明らかにされず。
 - ライブドアの保有割合に村上ファンドから譲渡された株式が入っているのかが市場の注目を集めた。
- 村上ファンドによるTBSや阪神電鉄の株式取得でも同様の批判。
 - 阪神電鉄については、特例に依拠して9%の保有を開示せず、その後、26.7%の保有を開示。
- 村上ファンドは増配やMBO実施を要求するなど株式保有対象会社の経営に介入しようとしたとして特例になじまないとの見方も。

各国の大量保有報告書制度

日米欧における大量保有報告書制度の比較

	日本	アメリカ	EU透明性指令
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5%を超える者
報告期限	5営業日以内	10日以内	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	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
特例の対象	銀行、証券会社、機関投資家等が重要提案行為等を行う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	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	月2回の基準日の5営業日後	暦年末日から45日以内	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



2006年改正の派生効果

- 透明性は高くなったが、日本株への投資コストを押し上げる。
- 他の投資家の追隨行動を嫌う機関投資家も多い。
- 特例報告の範囲を狭めたことが投資行動の歪みにつながる恐れも。
 - 重要提案行為等は幅広い。
 - 機関投資家(とりわけグローバルな大手運用会社など)と経営者の対話を妨げる恐れも。
- 議決権の行使と報告範囲が重ならないことは問題では？



保有者の定義をめぐる問題

- ファンドによる協調行動(「ウルフパック戦術」)を捉え切れていないとの指摘がある。
 - 2008年6月のCSX対TCI事件では、TCIと3Gが協調行動をとっていたとして、大量保有報告義務違反を認めた(定時株主総会における議決権行使の差し止めは回復しがたい損害が生じる場合ではないとして認められなかった)。
- 経済的権益を超えた議決権を有する「エンプティーパーティンク」現象に対応できないとの指摘がある。
 - イギリスFSAは2008年8月、コントラクト・フォー・ディファレンス(CfD)などのエクイティ・デリバティブ契約を大量保有報告書の開示対象に含める方針を発表。



「共同保有者」と「特別関係者」

	大量保有報告書制度	TOB制度
対象となる保有状況の算出基礎	株式数を基礎とする「株券等保有割合」	議決権数を基礎とする「株券等所有割合」
合算される保有	買付者とその「共同保有者」の保有分を合算	買付者とその「特別関係者」の所有分を合算
合算の対象となる者	買付者が50%以上の株式を保有する他の法人等は共同保有者	買付者が20%以上の株式を所有する他の法人等やその役員は特別関係者



SPJとアデランスのケース

- スティール・パートナーズ・ジャパン (SPJ) は2006年6月以降、アデランスホールディングスの株式を20%超保有し筆頭株主。2008年2月13日、取引所市場外で10万株取得 (23.98%→24.22%)。
- アデランスの役員は2月29日時点で自社株式を9.95%保有。2月13日と29日で役員の株式保有状況が同じならば、2月13日の取引後のSPJとその「特別関係者」(アデランスの役員)の保有株式は34.17%。13日の市場外での株式取得はTOB規制違反？
- 当時、SPJとアデランスの経営陣は対立。SPJとアデランスの役員が大量保有報告書制度上の「共同保有者」でないことは明白。
- 上場会社の役員は「共同保有者」とは限らず、役員の株式保有状況を知る手がかりは有価証券報告書。TOB規制を遵守するために必要な情報を得るのは難しい。



問題の焦点

- SPJとアデルランスのケース、2006年改正の機関投資家への影響、「ウルフパック」、「エンプティ・ボーディング」といった事象に共通する問題点は、実際に統一的に行使される議決権を大量に保有する者の保有状況が明らかにならないこと。
- そうした情報は現経営陣のみならず、一般投資家にとっても有益な情報のはず。
- 現在の制度は、そうした必要な情報を提供できない一方、機関投資家の投資に伴うコストを引き上げ、経営者との対話を阻害しているのではないか。