



「大量保有報告書制度の  
派生効果と機能不全」  
へのコメント

---

東京大学大学院経済学研究科  
柳川範之



## 論文の貢献

---

- 現状の大量報告書制度の課題とポイントを明らかにした重要な論文
- 2006年改正がもたらしたコストや歪みについての指摘
- 「ウルフパック」「エンプティー・ボーティング」などによる、形骸化の懸念



## コメント・補足(1)

---

- そもそも大量保有報告書は何を目的とすべきなのだろうか。
- 大崎氏の指摘の通り、投資家の投資判断を助けるという目的と、発行会社のグリーンメーラー対策という側面がある。  
(投資情報提供の側面は、やはり疑問)



## コメント・補足(1)続き

---

- しかし、そもそも、このふたつの両方を満たそうとすることには無理があるのではないか。
- 本来はどちらかにターゲットを絞るべきなのではないか。
- 実際問題としては2番目のニーズが大きいのに、制度のたてつけとして、表面上1番目を目的とせざるを得ないという印象。



## コメント・補足(1)続き

---

- 本当が一番目の目的をターゲットに考えるのであれば、「(一般)投資家にとって、どのような情報がどのタイミングで出されることが重要か」、という視点がもっと重視されるべきではないか。
- 大崎氏指摘の通り、TOB制度との整合性が十分でないという点もそのひとつ。



## コメント・補足(2)

---

- 現状、「ウルフパック戦術」「エンプティイー・ボーティング」現象などにより、大量保有報告のもつ実質的意義が変質してきている。
- 実質的保有者、実質的議決権行使者を特定することの難しさ。
- もっと、それが明確になるような制度上の工夫が必要という指摘は重要。



## コメント・補足(2)続き

---

- しかし、制度によってどこまで本当に実質に迫れるのか、という現実的な問題も存在する。(大崎氏の指摘とも重なる)
- 「ある程度のことかわかれば良い」という割り切りも制度設計上は必要なのではないか。
- そもそも一般投資家にとって、実質が分からないことが、どの程度本当に問題か。



## コメント・補足(3)

---

- その一方で、このような現象は、今までの株式会社制度の実態を大きく変えるものなのかもしれない。
- 株式の保有構造と、実質的な議決権行使の構造が、ものすごく乖離している状況が常態化するならば、

乖離がないことを前提につくられた制度は、今までと大きく異なった影響をもたらす可能性がある。

↑ 今後の重要な研究課題