

大量保有報告書のQ & A

制度調査部
横山 淳

エンフォースメントを中心に

【要約】

2006年末から2007年初にかけて大量保有報告書制度の大幅な見直しが行われて約1年が経過した。

その後も、金融審議会での議論や虚偽記載の疑われる大量保有報告書の提出など、大量保有報告書を巡る様々な論点が浮上している。それに伴い、大和総研制度調査部にも、大量保有報告書制度に関する質問が継続的に寄せられている。

本稿では、大量保有報告書の実効性を担保するための措置、いわゆるエンフォースメントを巡る問題を中心にQ & A形式で解説を行う。

目次

- Q1：そもそも、「大量保有報告書」とは何か？
- Q2：2006～2007年の改正で、「大量保有報告書」について、どのような見直しが行われたのか？
- Q3：「大量保有報告書」の不提出や虚偽記載に対して罰則はあるのか？
- Q4：内容に虚偽記載のある大量保有報告書の提出者に対して、当局は「訂正命令」を出せると聞いた。この「訂正命令」とは何か？
- Q5：大量保有報告書の内容に虚偽記載が疑われるが確証が十分には得られない場合に、当局がとり得る対応はあるか？
- Q6：大量保有報告書の虚偽記載に対して課徴金は課されないのか？
- Q7：大量保有報告書の提出について義務付けられるという「EDINET（エディネット）」とは何か？
- Q8：虚偽記載が疑われる情報がそのまま流れてしまうという点で、「EDINET」を通じた提出のあり方に問題はないのか？

はじめに

2006年末から2007年初にかけて、大量保有報告書制度の大幅な見直しが行われて約1年が経過した。

その後も、金融審議会での議論や虚偽記載の疑われる大量保有報告書の提出など、大量保有報告書を巡る様々な論点が浮上している。それに伴い、大和総研制度調査部にも、大量保有報告書制度に関する質問が継続的に寄せられている。

本稿では、大量保有報告書の実効性を担保するための措置、いわゆるエンフォースメントを巡る問題を中心にQ & A形式で解説を行う。

Q 1 : そもそも、「大量保有報告書」とは何か？

A 1 :

「大量保有報告書」とは、会社の支配権への影響を開示する目的で、上場株券等の5%超を保有する大株主に関する情報を、一般投資家や市場に提供するための制度である。

誰が大株主として、その会社の経営に大きな影響力を持っているのか、ということは、投資判断を行う上で、大変重要な情報だと言える。

そうした情報が市場参加者に公平かつ透明に伝達されるように、5%超の大株主に自ら「何%相当の株券等を持っています」と開示させるのが、「大量保有報告書」である。

【大量保有報告書制度とは】

大量保有報告書 = 会社の支配権への影響の開示を目的に、上場株券等の大量保有（5%超）に関する情報を、投資家に迅速に提供

市場の公平性、透明性確保
投資者保護

Q 2 : 2006 ~ 2007 年の改正で「大量保有報告書」について、どのような見直しが行われたのか？

A 2 :

改正内容は多岐に渡るが、特に重要な変更点は3つある。具体的には次の通りである。

【大量保有報告書の見直しのポイント】

「重要提案行為等」（ 1 ）を目的とする場合には、「特例報告」（ 2 ）の利用を認めない（06年12月13日施行）。

「特例報告」の頻度を多くする（07年1月1日施行）。具体的には、原則3ヶ月に1回から、1ヶ月に2回以上の頻度となる。

EDINET 提出（電子提出）を義務化する（07年4月1日施行）。

（ 1 ）対象会社の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為（具体的には、その会社やその会社の子会社について、重要な財産の処分・譲受け、役員構成の重大な変更、株式交換・株式移転・会社分割・合併、配当に関する方針の重要な変更などを、その株主総会や役員などに対して提案する行為）のこと（金融商品取引法27条26、同施行令14条の8の2）。

（ 2 ）証券会社（第一種金融商品取引業者）、金融機関、機関投資家などのように、日々、業務として大量の株券等を売買しているものについて認められる簡便な報告方法のこと。具体的には、特定の基準日（1ヶ月に2回以上、一般的には各月15日と末日）ごとに株券等の保有状況を確認して、その時点で5%を超えていれば報告するというものである。

なお、2006 ~ 2007 年の制度見直しの詳細や細目については、下記のレポートを参照されたい。

「大量保有の特例報告基準日、07年1月から大幅に短縮」(横山 淳、2007年1月4日付)
「大量保有の共同保有者についての見直し」(横山 淳、2007年1月17日付)
「大量保有の変更報告書提出事由の細則」(横山 淳、2007年1月25日付)
「大量保有報告と重要提案行為等」(横山 淳、2007年1月25日付)

Q 3 : 「大量保有報告書」の不提出や虚偽記載に対して罰則はあるのか？

A 3 :

大量保有報告書を提出しない者(いわゆる不提出)や重要な事項につき虚偽の記載のある大量保有報告書を提出した者(いわゆる虚偽記載)に対しては、次のような刑事罰が課される(金融商品取引法197条の2第5~6号)。

5年以下の懲役 若しくは
500万円以下の罰金 又は
上記 と を併科

加えて、違反者が、法人の代表者・代理人・従業員などであって、その法人の業務又は財産に関して違反行為を行った場合は、違反者個人を処罰するほか、その法人に対しても、次のような刑事罰が課される(いわゆる両罰規定、金融商品取引法207条1項2号)。

5億円以下の罰金

その意味では、違反者に対する懲役・罰金などの刑事罰が用意されていることで、大量保有報告書の真実性を担保するための一定の措置は講じられていると評価できるだろう。

しかし、一般に、刑事罰は、その影響も大きく慎重な運用が求められる。また、実際に刑事罰を適用するためには、厳格な立証が求められる刑事裁判手続が必要である。こうした慎重かつ厳格な運用のため、違反行為に対して刑事罰を課するためには、十分な証拠収集など、多大な時間・コストが必要となる。

特に、大量保有報告書は、個人・事業会社・金融機関・ファンドなど多様な主体から頻りに提出される開示書類である。その結果、極めて悪質なケースならばともかく、違反行為全てを摘発・立件することは難しいと言われている

Q 4 : 内容に虚偽記載のある大量保有報告書の提出者に対して、当局は「訂正命令」を出せると聞いた。この「訂正命令」とは何か？

A 4 :

いわゆる開示書類に対する「訂正命令」(正確には、訂正報告書の提出命令)とは、提出された開示書類の内容に重要な虚偽記載等が見つかった場合に、当局が、その提出者に訂正を命じることである。

大量保有報告書の虚偽記載についても、有価証券届出書の虚偽記載に関する訂正命令の規定が読み替えられて準用されている。その内容を整理すると次の通りである（金融商品取引法 10 条、27 条の 29）。

内閣総理大臣（ ）は、大量保有報告書及び変更報告書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けていることを発見したときは、いつでも、報告者に対し、訂正報告書の提出を命ずることができる。この場合においては、行政手続法第十三条第一項の規定による意見陳述のための手続の区分にかかわらず、聴聞を行わなければならない

（ ）実際の権限は、金融庁長官・財務局長等に委任されている（金融商品取引法 194 条の 7、同施行令 41 条など）。

2008 年 1 月 25 日付で提出されたアステラス製薬、ソニー、三菱重工業、トヨタ自動車、フジテレビジョン、日本電信電話の 6 社の株式を 51%取得したとする大量保有報告書についても、その提出者に対する聴聞が行われた上で、上記の規定に基づいた訂正命令（訂正報告書の提出命令）が関東財務局から発せられている¹。

Q 5 : 大量保有報告書の内容に虚偽記載が疑われるが確証が十分には得られない場合に、当局がとり得る対応はあるか？

A 5 :

当局には、大量保有報告書の提出者に対する報告徴取・検査権限がある。

具体的には、内閣総理大臣（実際の権限は、金融庁長官・財務局長等に委任されている）は、公益・投資者保護のために必要かつ適当であると認めるときは、大量保有報告書の提出者・その関係者・参考人に対して、次のことを命じることができる（金融商品取引法 27 条の 30 第 1 項）。

参考となるべき報告・資料の提出命令

（当局職員による）大量保有報告書の提出者等の帳簿書類その他の物件の検査

加えて、株券等を大量保有された側の発行会社等に対しても、次のことを命じることができる（金融商品取引法 27 条の 30 第 2 項）。

参考となるべき報告・資料の提出命令

Q 6 : 大量保有報告書の虚偽記載に対して課徴金は課されないのか？

A 6 :

現時点では、大量保有報告書の不提出や虚偽記載は、課徴金の対象とはなっていない。

¹ 詳細は、金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20080127.html>）に掲載されている。

課徴金制度とは、法令（この場合は金融商品取引法）に違反する行為を行った者に対して、行政上の措置として、金銭的な負担（いわゆる「課徴金」）を課す制度である。

運用が機動的で柔軟な課徴金であれば、刑事告発が難しいような案件を含めて、より多くの違反行為の摘発が容易になり、市場規制等の実効性が高まることが期待されて、2005年4月1日からスタートしている。

事実、制度導入から2007年11月末までに29件の課徴金納付命令勧告が、証券取引等監視委員会によって行われており²、一定の成果を挙げていると評価できるだろう。

しかし、現行法の下で課徴金制度の対象となっている違反行為は、次のものに限定されているのである（金融商品取引法172～175条）。つまり、ここに掲げられていない違反行為は（大量保有報告書の虚偽記載を含めて）課徴金の対象とはなっていないのである。

インサイダー取引

相場操縦

風説の流布・偽計

発行開示書類（ 1 ）の虚偽記載

継続開示書類（ 2 ）の虚偽記載

（ 1 ）具体的には、有価証券届出書、発行登録書、発行登録追補書類などを指す（金融商品取引法172条3項）。

（ 2 ）具体的には、有価証券報告書、四半期報告書、半期報告書、臨時報告書などを指す（金融商品取引法172条の2）。

ただ、大量保有報告書の不提出や虚偽記載に対する課徴金については、2007年12月18日、金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループが、「金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告～課徴金制度のあり方について～」(以下、『法制WG報告』)³の中で、その導入を求める提言を行っている。

即ち、最近のM&AやTOBの増加を受けて、その関連開示書類である公開買付届出書や大量保有報告書などの不提出・虚偽記載も課徴金制度の対象とする、というものである。

『法制WG報告』も指摘するように、これらの開示書類の重要性が、近年、特に高まっていることを踏まえれば、課徴金制度を通じて適正な開示を促すというのは適切な判断だと考えられるだろう。

特に、大量保有報告書（及びその変更報告書）は、多様な主体（個人・法人・ファンドなど）から大量に提出される開示書類である。その違反者に対する制裁が刑事罰（Q3参照）しかないという現行法のあり方は、その運用が極めて難しく、結果的に軽微な違反は見逃さざるを得ない、というのが現状ではないかと思われる。

² 証券取引等監視委員会のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/actions.htm>）。なお、2007年12月に入ってから、本稿執筆時点で既に4件（インサイダー取引規制違反2件、有価証券報告書等の虚偽記載2件）の課徴金納付命令勧告が出されている。

³ 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1.html）に掲載されている。なお、詳細は、拙稿「課徴金制度の拡充 金融審法制WG報告」（2007年12月28日付DIR制度調査部情報）参照。

その意味では、大量保有報告書の不提出や虚偽記載に対しては、課徴金によるエンフォースメントの効果が期待しやすいのではないかと考えられる。もちろん、その際に、課徴金の水準をどのように設定するのか、案件の悪質性によって課徴金の金額を増減させるのか、といった問題を、十分に議論する必要はあるだろう。

いずれにせよ、2008 年の通常国会に提出が予定されている金融商品取引法等の改正法案の内容が注目される。

Q 7 : 大量保有報告書の提出について義務付けられるという「EDINET (エディネット)」とは何か？

A 7 :

EDINET (Electronic Disclosure for Invester's NETwork) とは、金融庁が中心となって運営する、金融商品取引法に基づく開示書類の電子開示システムのことである。有価証券報告書、有価証券届出書などの提出から公表・閲覧までの手続を電子化するために、2001 年 6 月から運用が開始されている⁴。

EDINET を利用して提出された開示情報は、財務(支)局の閲覧室に設置するモニター画面を通じて閲覧が可能であるだけでなく、インターネットを經由して広く一般にも提供するシステムとなっている。つまり、投資家は、わざわざ財務(支)局に出向かなくても、自宅のパソコン端末などで、上場会社の有価証券報告書などを確認できるのである⁵。

そのため、EDINET は、開示のペーパーレス化によって開示書類の提出者の事務負担を軽減しただけではなく、投資家等による企業情報等へのアクセスの公平・迅速化にも貢献したと評価されている。

大量保有報告書の提出についても、必ず EDINET を利用して電子媒体で提出することが、2007 年 4 月 1 日から義務付けられている。

Q 8 : 虚偽記載が疑われる情報がそのまま流れてしまうという点で、「EDINET」を通じた大量保有報告書提出のあり方に問題はないのか？

A 8 :

大量保有報告書に限られないが、開示書類の虚偽記載と「EDINET」提出の関連を巡る論点は、大きく次の 2 つに大別されるように思われる。

紙ベースでの人手を介した提出をやめて、コンピュータ・システムを通じた提出としたことに問題はないのか？

開示書類を受理する時に当局がもっと厳格に審査すべきではないのか？

⁴ システムの全面移行・稼動は、2004 年 6 月であった。

⁵ EDINET のウェブサイトの URL は、<https://info.edinet.go.jp/EdiHtml/main.htm> となっている。

については、余り本質的な問題だとは考えにくい。つまり、の審査体制が確立していない限り、仮に紙ベースの人手を介した提出を行ったとしても、虚偽記載を事前に見抜くことは困難だからである。

また、論者によっては2005年12月に発生した株の誤発注に関連付けて、人手を介した作業では経験や直感によって異常値だと認識できるものが、コンピュータ・システムではそのまま受理されてしまう、と指摘する者もいる。

確かに、そうした面があることは否定できない。しかし、法律上、提出が義務付けられる開示書類の受理・不受理については、やはり客観的な基準が必要である。逆に、担当者の経験や直感に基づいて受理・不受理を判断することは、むしろ「不透明な裁量行政」との批判を招くことにもなりかねない。

についても、開示書類の提出を受理する側の体制を考えれば、自ずと対応に限界があると考えられる。特に、大量保有報告書のように多様な主体（個人・法人・ファンドなど）から恒常的に大量・頻繁に提出される開示書類については問題が大きい。

実際、虚偽記載の疑いのある大量保有報告書の提出が問題となった2008年1月25日には、問題となった6件を含めて約40件の大量保有報告書（その変更報告書を含む）が提出されたことがEDINET上で確認できる。日によっては、これを大きく上回る報告書が提出される場合もある⁶。これらを逐一、（本当に株式を持っているのかを含めて）厳格に審査することは、不可能ではないまでも、費用対効果の点から、非常に難しいと言えるだろう。

仮に、費用対効果を無視して、かなり大規模な人員を配置するなど審査体制を整備したとしても、厳密に審査を行うとすれば、それだけ提出から受理・公表までの期間が長期化することとなる。

M&A や TOB が活発化する昨今、「X社がY社の株式を %取得した」という情報は、市場関係者にとって正確性だけでなく迅速性も非常に重視されるものである。仮に、厳格な審査を通じて正確性が向上したとしても、審査期間の長期化のため、公表されるのが、例えば1ヵ月後ということになれば、情報としての価値は大きく失われることとなる。これは、言い換えれば、M&A などに関係する株式の大量移動に関する情報の透明性が大きく損なわれることを意味する。

しかも、それだけの対応を行ったとしても、虚偽記載を100%見破れる保証はどこにもない。

以上の点を踏まえれば、「EDINET」を通じた大量保有報告書提出の方法を見直しても、できることは限られているように思われる。それでも、例えば、次のような対応は可能だろう。

報告内容が「異常値」と疑われる客観的な基準を設定する。

上記の基準に抵触した報告が行われた場合には、システム上、エラーメッセージを表示して、一旦、受理を停止する。

⁶ 例えば、1月15日を特例報告の基準日とする機関投資家等の報告提出が重なった1月21日は約90件、1月22日は約70件の提出がEDINET上で確認できる。なお、2008年1月28日付日本経済新聞によれば、大量保有報告書の年間提出件数は約2万件とされている。

その上で、提出者に対して記入内容に間違いがないかを確認して、問題がなければ受理する。また、当局による対応そのものではないが、上記の対応に併せて、金融商品取引所との連携により、必要に応じて速やかに対象銘柄の売買停止措置をとることも考えられるだろう⁷。

ただし、このような対応については、次のような問題点や限界がある。

「異常値」と疑われる客観的な基準の設定が難しい。
例えば、「上場会社の株式を 51%取得したこと」自体は、現に親会社や支配株主が存在する上場会社が存在する以上、「異常値」とは言えない。
おそらく保有株式数が短期間で急速に増加したような場合が「異常値」として認識されやすいものと思われる。しかし、その具体的な基準をどのように設定するかは難しい。
誤入力には効果的だが、確信犯的な虚偽記載には十分な効果が期待できない。
報告内容が「異常値」だ、と知らせることは、提出者に誤入力や計算間違いなどを気付かせるという点では効果的だろう。
しかし、確信犯的な虚偽記載に対しては、上記のシステム対応だけでは不十分である。別途、報告徴取・検査（Q5 参照）などが必要となるだろう。
加えて、「異常値」に抵触しない程度の虚偽記載には、そもそも対応できない。

このように考えると、大量保有報告書の虚偽記載に対する対応は、EDINET 提出の見直しという「事前チェック」よりも、課徴金などの「事後的なチェック・制裁」を通じて「違反行為は割に合わない」というコンセンサスを構築することが重要であるように思われる。

⁷ 2008 年 1 月 28 日付日本経済新聞もこの点を指摘する。なお、東京証券取引所の業務規程では「有価証券又はその発行者に関し、投資者の投資判断に重大な影響を与えるおそれがあると認められる情報が生じている場合で、当該情報の内容が不明確である場合又は当取引所が当該情報の内容を周知させる必要があると認める場合」は、「有価証券の売買を停止することができる」と定められている（東証業務規程 29 条 2 号）。従って、現在でも「投資判断に重大な影響を与えるおそれ」があり、「内容が不明確」である情報が EDINET 上で流布された場合には、東証の判断で売買停止を行うことは可能であると考えられる。東証からのヒアリングでも「（EDINET 上に限らず）売買停止措置が必要となるような情報が発生していないか、常時、ウォッチしている」と説明された。