

米国における大量保有報告制度の見直し

2023年10月、米国のSECは大量保有報告制度を改正する規則を採択した。規則改正の焦点は大量保有報告書の提出期限の前倒しだが、アクティビスト株主の活動を過度に制約せず、機関投資家の規制遵守負担も重過ぎないよう配慮するなど、改正の過程で示された考え方は示唆に富む。

大量保有報告制度とは

上場会社の株式の保有割合が5%超となった者は、金融商品取引法の規定に基づき、大量保有報告書の提出を義務づけられる。最初の報告後、1%以上の増減が生じた場合も報告する。これが大量保有報告制度である。

大量保有者の存在やその保有目的は対象会社の支配に影響を与え、市場の株式需給と株価を変動させる。そこで投資家保護の観点から同制度が設けられた。近年、投資先企業に様々な働きかけを行うアクティビスト株主（物言う株主）が市場の注目を集めるようになり、経営者も自社株式の大量保有状況に大きな関心を寄せる。

いま金融庁の金融審議会では、株式公開買付（TOB）・大量保有報告制度の見直しに向けた議論が行われている。近年、上場会社の企業価値を高めるコーポレートガバナンス改革が求められ、機関投資家と投資先企業の対話の重要性が強調されている。同時にアクティビスト株主も台頭している。そうした環境変化の中、2021年から22年にかけて、敵対的買収とそれに対抗する買収防衛策をめぐる興味深い司法判断が相次ぎ、TOB・大量保有報告制度の再検討が迫られることになった。

日本の大量保有報告制度は、米国の制度にならって導入されたものだが、実は米国でも2022年2月に証券取引委員会（SEC）が制度改正案を公表し、23年10月10日には改正規則が採択された。新規規則は24年9月末から施行されるが、その最大のポイントは、大量保有報告書や最初の報告後に重要な変更が生じた場合に提出する変更報告の提出期限短縮である（図表）。

特例報告制度の意義

米国の大量保有報告制度は、1968年に導入されたが、70年に提出義務者が10%超の保有者から5%超の保有者に拡大されたことと、77年に機関投資家等が利用できる記載内容の簡素化された報告書である13G様式が導入されたことを除けば、大きな制度改正が行われていないまま今日に至っている。

ちなみに13G様式のような簡素化された報告は、日本でも特例報告として制度化されている。生命保険会社や投資運用会社などの機関投資家や証券会社は、日常的に大量の株式を売買するため、大量保有報告書や変更報告書を原則通りに提出するのでは、毎日のように報告書を作成しなければならず、重い事務負担を課せられることになる。

しかし、機関投資家等が株式を保有する目的は、ほとんどの場合、経営支配に影響を及ぼさない純粋な投資である。そこで、経営支配の変動を投資家に知らしめるといふ大量保有報告制度の本来の目的を踏まえ、簡素な報告制度を設けて機関投資家等の規制遵守負担を和らげようとしているのである。

今回のSEC規則改正では、現行制度が形成された1970年代に比べて情報通信手段が各段に発達したことや市場の変化のスピードが速まっていることに鑑み、大量保有者となってから10日以内に提出することが原則とされてきた報告期限が5営業日以内に前倒しされることになった。現在は年1回の提出で足りる簡素な13G様式についても、四半期ごとの提出が求められることになった。

図表 報告期限の短縮に係る規則改正の内容

報告様式	報告義務者	現行規制	規則改正後
通常の大量保有報告書 (13D様式)	13G様式での報告を認められる者以外の者	<ul style="list-style-type: none"> 保有割合5%超で10日以内に報告 保有割合の1%超の変更など重要な変更を速やかに報告 	<ul style="list-style-type: none"> 保有割合5%超で5営業日以内に報告 保有割合の1%超の変更など重要な変更を2営業日以内に報告
記載事項が簡素な特例報告 (13G様式)	適格機関投資家 (証券会社、銀行、保険会社、投資運用会社等)	<ul style="list-style-type: none"> 保有割合5%超となった年末から45日以内に報告 変更が生じた年末から45日以内に報告 保有割合10%超で月末から10日以内、その後5%の増減で月末から10日以内に報告 	<ul style="list-style-type: none"> 保有割合5%超となった四半期末から45日以内に報告 重要な変更が生じた年末から45日以内に報告 保有割合が10%超となったかまたは5%の増減が生じた月末から5営業日以内に報告
	パッシブ投資家 (5%～20%を経営支配の目的以外の目的で保有する者)	<ul style="list-style-type: none"> 保有割合5%超で10日以内に報告 変更が生じた年末から45日以内に報告 保有割合10%超で速やかに報告、その後5%の増減で速やかに報告 	<ul style="list-style-type: none"> 保有割合5%超で5日以内に報告 重要な変更が生じた月末から5営業日以内に報告 保有割合10%超で2営業日以内に報告、その後5%の増減で2営業日以内に報告

(注) 公開前から株式を保有する「適格投資家」も13G様式を利用できるが、本図表では省略(出所) 米国証券取引委員会 (SEC) 資料を基に野村総合研究所作成

日本への示唆

原則10日以内という米国の大量保有報告書の提出期限は、国際的に見ても緩やか過ぎる。規則改正の内容は妥当なものだろう。

ここで興味深いのは、改正内容そのものよりも改正に至る経緯とその間の議論の中身である。実は、米国での制度改正にあたっては、報告期限を短縮するとアクティビスト株主が密かに株式を買い集めることが困難になり、株主アクティビズムにネガティブな影響を及ぼすという反対論が展開された。

経営者の怠慢や無策は、株価が割安に放置される要因となる。そうした上場会社は敵対的買収のターゲットになりやすい。買収が成功すれば株価が上昇するし、実際には買収が起きなくても、潜在的な脅威が経営者に規律を与える。だから株主アクティビズムは社会的に好ましいというのが、米国流の考え方だ。

もう一点注目すべきは、機関投資家等が利用できる簡素な報告のための13G様式の取扱いが、2022年の規則

改正案に比べて相当緩やかになったことである。経営支配に影響を及ぼさない機関投資家等の保有状況の開示義務は、過度に厳格にすべきでないと考えたのである。

翻って日本では、敵対的買収やアクティビスト株主の活動への否定的な見方が強いように思われる。いたずらに短期的な利益を追求し、長期的な観点の経営を妨げるというのが、経営者の偽らざる本音だろう。アクティビストは広義の機関投資家に含まれるので、米国の13G様式にあたる特例報告の開示を緩やかにすることも支持されにくいだろう。

そもそも日本の大量保有報告制度は、前回2006年の改正で米国よりも相当厳格な開示を求める内容となっている。アクティビスト株主への評価や機関投資家等に求める情報開示のレベルなど、米国の制度改正の背景にある考え方には学ぶべき点が多いのではなかろうか。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は証券市場論
focus@nri.co.jp