

証券不祥事と法規制

～株券等の大量保有の状況に関する開示制度～

小 谷 融

金融商品取引法は、部分的に精緻化しすぎて全体像の把握が困難になりつつあると指摘されている。これは、旧証券取引法の時代から、証券不祥事や社会的問題あるいは外圧に対応する形で寄木細工のように改正されてきたことが原因である。

本稿では、大量保有報告制度の新設および公開買付制度の見直しを例に取り上げ、規制の契機となった証券不祥事や外圧と、その政策手段としてこれらの規制がどのように導入されたのかを見ていきたい。

(目 次)

第1章 株式等の買集めと日米構造問題協議

1. 仕手グループによる株式等の買集め
2. 日米構造問題協議

第2章 公開買付制度の見直し

1. 公開買付制度の創設
2. 日米構造問題協議による見直し
3. その後のライブドアによるニッポン放送株式買集め等を踏まえた改正

第3章 系列問題に係るディスクロージャーの改善

1. 関連当事者間取引についての開示の充実
2. 連結財務諸表の有価証券報告書等本体への組入れ
3. 個別財務報告における主要顧客別の売上高の開示

第4章 株券等の大量保有の状況に関する開示制度

1. 情報開示の必要性
2. 大量保有報告制度の概要
3. 報告特例制度を利用した村上ファンドによる阪神電鉄株式の買集め

第5章 テラメント事件と公衆縦覧の制限

1. EDINETによる公衆縦覧
2. テラメント事件
3. 公衆縦覧の制限と関連情報の提供

第1章 株式等の買集めと日米構造問題協議

昭和60年代に入るとわが国証券市場において、公開会社の株式等を買集める事例が増加してきた。その目的は会社の買収ではなく、高値による売抜けや肩代わり等による利ザヤを稼ぐことであった。証券取引審議会は平成元年5月31日に、このような株式の買集めは

投資者保護上問題があるとして、「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」と題する報告書を公表した。

また、日米構造問題協議において大蔵省関係では、米国側から系列問題の是正策として関連当事者間取引の開示、公開買付制度の改善および大量保有報告制度の導入が主なテーマとなった。大蔵省証券局は、協議で機先を制する効果を狙い、この協議期間中に、公開買付制度の見直しおよび大量保有報告制度導入に係る改正証券取引法案を国会に提出し、最終会合までにその改正法を公布している。

1. 仕手グループによる株式等の買集め

(1) 主な企業買収事件

昭和60年代に入ると新聞紙上で株式買集めに関する記事が急増してきた。昭和63年3月期末において、仕手系グループの介入がささやかれている銘柄は150社を超えるともいわれていた¹⁾。その多くは会社の買収を目的としたものではなく、高値による売抜けや肩代わり等により利ザヤを稼ぐための買集めであった。買集めにあった企業の中には、東京証券取引所の上場廃止基準に抵触するところまで現れていた²⁾。また、大量保有報告制度の導入や公開買付制度の改善に関する改正証券取引法が審議されていた平成2年頃、東京証券取引所において、特定者による買集め銘柄として価格形成について監視している銘柄は約60銘柄程度あった。

商事法務研究会の「株主総会白書」では、平成63年版から株式の買集めを理由として「動向をマークしている株主」がいるかどうかを調査した結果を公表している。昭和63年版によると調査回答会社1,518社のうち株式の買集め狙いであるとみられる株主がいる会社は178社と回答会社全体の11.7%に達していた。その後、「動向をマークしている株主」がいると回答した会社数は、平成元年版では154社（10.0%）、平成2年版では208社（13.3%）であった。

当時話題になった主な企業買収事件には、小糸製作所（買集め会社（括弧内企業は以下同様）麻布自動車、ブーン・コーポレーション）、忠実屋（秀和）、いなげや（秀和）、国際航業（新都心興産（コーリン）ほか）、宮入バブル製作所（高橋産業）、東京製綱（キャン・ドゥ・スポーツほか）、三井埠頭（ケンジ・コーポレーション）、立川（アイチ信楽ファイナンス）、蛇の目ミシン工業（光進グループ）、合同酒精（ストックほか）、新井組（五大建設）、藤井（チヨビケン（葉山グループ））、片倉工業（第一不動産）、文化シャッター（関本産業）、日貿信（日本土地、アイチ）、大トー（アサヒ企画ほか）、宮田工業（アサヒ企画ほか）、新日本造機（アサヒ企画）、長崎屋（秀和）、コニカ（日本土地）、タクマ（コスモポリタン）、三協精機製作所（ミネベア）、雅叙園観光（コスモポリタン）、スリー・エス・シンワ（麻布自動車）、豊田自動織機製作所（日本土地）、小池酸素工業（日本トラ

1) 昭和63年6月25日日本経済新聞朝刊1頁。

2) 昭和63年3月期末に東京証券取引所の上場廃止基準に抵触していたのは、蛇の目ミシン工業、日本気化器製作所、三井埠頭、新立川航空機の4社。

スト)、オーミケンシ(アイチ)等がある³⁾。これらのうち代表的な事例の概要を以下紹介する。

(2) 三協精機製作所・ミネベア事件

ベアリング大手のミネベアは昭和60年8月15日に、オルゴールメーカーの三協精機製作所株式19.1%(1,407万株)を取得し、同社に対等合併を申し入れた。1,407万株のうち900万株は市場で集め、残り500万株は三協精機製作所が海外で発行した転換社債を株式に転換したものであった⁴⁾。これに対して三協精機製作所は合併を拒否し、大株主である八十二銀行、三菱銀行や取引先等への安定株主工作を進めた。三協精機製作所の労働組合もミネベアとの合併反対の声明を公表した。その後、動きが膠着していたが、ミネベアは昭和63年3月25日に、日本合同ファイナンスの仲介で、三協精機製作所株式を三協精機製作所の関連会社である東京ピジョンに売却した⁵⁾。

その後、三協精機製作所は昭和63年7月29日に、新日本製鉄と資本参加・業務提携を行い、東京ピジョンが保有していた三協精機製作所株式を新日本製鉄が引き取った。インサイダー取引が導入された改正証券取引法が昭和63年5月31日に公布され、翌年の4月に施行することが予定されていた時期に、この資本参加・業務提携に関してインサイダー取引が問題とされた⁶⁾。新日本製鉄、三協精機製作所とその関連会社社員、そして三協精機製作所のメインバンクである八十二銀行の行員まで、なんと34人もが実名でわずかな株数の取引を行っていたのである。

(3) ピケンズ・小糸製作所事件

米国のグリーンメイラー(企業乗っ取り屋)の一人でブーン・コーポレーションの代表者であるブーン・ピケンズ氏は平成元年4月1日に、仕手筋である麻布自動車グループ⁷⁾が保有していたトヨタ自動車系部品メーカーの小糸製作所株式3,240万株、発行済株式総数の20.2%相当を取得し、筆頭株主であったトヨタ自動車の持株3,051万株(発行済株式総数の19.0%)を上回る筆頭株主に躍り出た⁸⁾。

トヨタグループでは昭和61年、日本土地グループの日本現代企業にトヨタ自動織機の株式1,700万株強を買集められ、トヨタ自動車が日本電装、アイシン精機、豊田通商などとともに全株引き取るという肩代わりを強いられた。トヨタグループが豊田自動織機の株式を引き取ったのを見て、同じような行動に出たのが麻布自動車であった。麻布自動車はトヨタ自動車に買取りを要求したが⁹⁾、トヨタ自動車は絶対に引き取らないとの態度に出た。

3) 森綜合法律事務所編『M&A防衛法』中央経済社 平成2年 24~31頁。

4) 昭和60年8月31日週刊東洋経済「ミネベア“プロポーズ大作戦”の真意と波紋」62頁~66頁。

5) 昭和63年4月9日週刊東洋経済「ミネベア・三協精機 三年越しの買収問題が幕引きへ」158頁~159頁。

6) 小谷融「証券不祥事と法規制—インサイダー取引規制—」『大阪経大論集』第67巻第2号 平成28年7月号 177~179頁。

7) この買集めは、コーリン産業(光進)が昭和62年に手掛け、それを麻布自動車が肩代りしたもの。

8) 平成元年4月2日日本経済新聞朝刊1頁。

9) 平成元年4月15日週刊東洋経済「小糸製作所株買占め 超大物ピケンズの狙いは？」24頁。

そこで麻布自動車はこの買集め株式をピケンズ氏（ブーン・コーポレーション）に譲渡した¹⁰⁾。その後、小糸製作所とピケンズ氏との対決は続き、平成元年6月29日の株主総会で最大の山場を越えた。同株主総会において、ピケンズ氏は取締役に関し自分を含めた3人を入れることを求める動議を提出したが否決された¹¹⁾。ピケンズ氏は、アメリカの上院・商業科学運輸委員会において、日本がアメリカの投資家を排除していると証言し、日米の経済摩擦にまで発展した。

最終的には、小糸製作所株式はピケンズ氏から麻布自動車に移り、平成6年9月に麻布自動車のメインバンクである三井信託銀行が債権担保として同社株式を取得した。三井信託銀行は平成8年9月に、同株式の「売出し」を行った。これに伴い、この買集め問題は9年ぶりに収束した¹²⁾。バブル崩壊による日本経済の衰えがはっきりしてきたところである。

(4) タクマ・コスモポリタン事件

仕手筋であるコスモポリタンは昭和62年月3末に、ボイラーメーカーのタクマの発行済株式総数の12.4%を取得して、同社の筆頭株主となった。コスモポリタンは、その後もタクマ株式を買い増し、タクマ側の集計では同年9月末時点では発行済株式総数の36.2%に達した。その間、コスモポリタンは、タクマに対して会計帳簿等の閲覧・謄写、臨時株主総会等を要求し、同年10月には社長と常務の解任と新役員の選任を求めて臨時株主総会の招集を大阪地裁に対して開催許可を申請した¹³⁾。

これに対して、タクマは同年11月9日の取締役会において、①発行新株式数（額面株式）1,600万株、②発行価格1株につき680円（取締役会決議がなされた直前の11月7日のタクマの終値は1,520円）、③発行方法は住友銀行等15社に割り当てるとした第三者割当増資を決議した。新製品開発や海外事業の促進に備えて資本を充実すると公表しているが、コスモポリタンによる株式買集めに対抗するためのものでもあった。

コスモポリタンは上記決議日の翌日の同年11月10日に、第三者割当増資が不公正な価額による発行であり、かつ、その目的はコスモポリタンの持株比率の低下にあり、著しい不公正な方法による新株の発行であるとして、大阪地裁に新株発行差止の仮処分を申請した。この仮処分申請は同年11月19日に、次のことから却下され、タクマは同年11月25日に新株を発行し、コスモポリタン社の持ち株比率を低下させることができた。

- ① タクマは大量買占めの影響を受けない時期における市場価額、株式市況の伸び率、慣行上のディスカウント率により発行価額を決定し、さらに、他の市況の伸び率、類似業種との比準、平均純資産倍率および平均株価収益率等に基づいて株価を算出し、これを用途に発行価額を決定しており、これらによっても発行価額を特に有利な価額ということとはできない。

10) 平成2年12月1日に導入された大量保有報告書制度に伴い、同年12月5日にブーン・コーポレーションの購入資金の出所が購入先の麻布自動車であることが判明した。

11) 平成元年7月15日週刊東洋経済「小糸・ピケンズ対決第二幕3時間17分の開かれた総会劇」20頁。

12) 平成8年8月21日日本経済新聞朝刊17頁。

13) 昭和62年11月10日日本経済新聞朝刊17頁。

- ② コスモポリタンの持株比率を低下させる意図が多少なりとも存在していたとしても、新株発行につき合理的理由の存在する以上、新株発行が著しく不公正な方法によるものということとはできない。

また、コスモポリタンの請求による臨時株主総会も開催されたが、議案について決議できず、継続会となった。その継続会もタクマ側が申請した開催禁止の仮処分により差止めとなる。その後、コスモポリタンは破産宣告を受け、株式は市場で分散した¹⁴⁾。

タクマ・コスモポリタン事件は、タクマが第三者割当増資という古典的な手法により、買収グループから企業防衛に成功した事例である。反対に失敗した代表的な事例に、忠実屋・いなげや・秀和事件がある。仕手筋である秀和の買集めを受けたスーパーの忠実屋といなげやは平成元年7月10日に、広汎な業務提携とそれに伴う資本提携（相互に19.5%ずつ持合い）を発表し手続きを開始したが、秀和は直ちに新株発行差止仮処分を申請し、同年7月25日東京地方裁判所は新株発行差止の決定をした。東京地裁は、発行価格が有利発行であり、秀和の持株比率を引き下げするための不公正な株式発行であるとしている。

(5) 証取審「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」

上記のとおり、昭和60年ころからわが国証券市場において、公開会社の株式等を買集める事例が増加してきた。安定株主が多く浮動株が少ないといわれるわが国証券市場において、特定者による株式等の買集めは、株式等の需給に大きな変動をもたらし、価格の急激な変動要因となるなど、投資者保護上問題があるとして、証券取引審議会では株式等の買集めに係る問題に関し、平成元年2月15日から審議を開始した。同審議会は同年5月31日に、「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」と題する報告書を公表した。

同報告書では、株式等の買集めの現状および諸外国の立法例を勘案すれば、特定者または特定グループが、会社の発行済株式総数の一定割合以上の株式等を実質的に保有することとなったとき、およびその後の一定割合以上の実質的保有状況の異動については、その旨を迅速の行政当局等に届け出ることとし、行政当局等はこの情報を公衆に開示するという制度を導入することが適切であるとしている。また、わが国企業が諸外国において活発にM&Aを行っていること等を考慮すれば、証券市場の一層の国際化を展望し、M&Aに関する諸制度を、国際的にも調和のとれたものにしていくことが適切であるとし、公開買付制度の見直しを提言している。

大蔵省は、同報告書や後述の日米構造問題協議を踏まえて、大量保有報告制度（5%ルール）を導入し、公開買付制度を見直すとともに有価証券報告書において関連当事者間取引の開示を求めることとした。

14) 森綜合法律事務所編 前掲書(3)29頁。

2. 日米構造問題協議

(1) 日米構造問題協議の開始

日米構造問題協議は平成元年7月14日、アルシュ・サミット時の日米首脳会談において、宇野内閣総理大臣とブッシュ大統領との共同発表により開始されたものである¹⁵⁾。この共同声明において、次のことが明記された。

- ① 日米構造障壁イニシアティブについて合意し、国際収支不均衡の削減に貢献していくとの目的の下に、両国で貿易と国際収支の調整の上で障壁となっている構造問題を識別し、解決していく。
- ② この構造問題協議は、米国通商法第301条とは係りなく行われる。作業グループは、平成2年の春に中間的評価を行うものとし、両国首脳に対して1年以内に共同最終報告を提出する。

この日米共同発表に先立ち、同年6月25日、ブッシュ大統領は声明を発表し、米国政府はわが国を米国通商法第301条の優先国として認定すると同時に、同301条とは別途に日米間で構造問題に関し協議を行うことを提案している。

(2) 日米構造問題協議の過程

会合では、日本側は外務省外務審議官、大蔵省財務官、通産省通産審議官が共同議長となり、米国側は国務次官、財務次官補、通商代表部（USTR）次席代表が共同議長となった。協議には、これらの議長に加え、多くの関係省庁の局長、課長クラスが加わる形で、次の日程で会合が開かれた¹⁶⁾。

<第1回会合 平成元年9月4日・5日（於東京）>

日米がそれぞれ抱える構造問題として次の項目が選定された。

（日本側関心事項）：①貯蓄・投資パターン、②企業の投資活動と生産力、③企業ビヘイビア、④政府規制、⑤研究・開発（R&D）、⑥輸出振興、⑦労働力の教育および訓練

（米国側関心事項）：①貯蓄・投資パターン、②土地利用、③流通、④排他的取引慣行、⑤系列関係、⑥価格メカニズム

<第2回会合 平成元年11月6日・7日（於ワシントン）>

各々の関心事項についての具体的な問題点について、意見交換がなされた。

<第3回会合 平成2年2月22日・23日（於東京）>

会合で指摘された問題点について、日米各々がいかなる検討を行ったかを説明し、それを基に意見交換がなされた。大蔵省証券局関係では、米国側から次の2点の提案があった。

- ① 系列問題の是正策として、独占禁止法上の検討、対日直接投資の促進と併せて、系列問題に係るディスクロージャーとして関連当事者間取引に係る情報開示等の改善。
- ② 公開買付制度の改善および大量保有の状況に関する開示制度（5%ルール）の導入。

15) 藪中三十二「日米構造問題協議—その今日的意義・特色及び法的位置づけ」ジュリスト No. 965 平成2年10月15日 46頁～52頁。

16) 大蔵省証券局『第28回大蔵省証券局年報—平成2年版—』平成3年 金融財政事情研究会 45～47頁。

<第4回会合 平成2年4月2日～5日（於ワシントン）>

日米が各々とるべき措置を盛り込んだ中間報告が作成された。大蔵省証券局関係では、次のとおり、公開買付制度の改正、大量保有報告制度の導入および系列問題に係るディスクロージャーの改善が盛り込まれている。

- ① 公開買付制度については、事前届出制の廃止、買付期間の延長等の改正を行うこととし、今国会に改正法案を提出する。

この公開買付制度の見直しおよび次の大量保有報告制度の導入は、日米構造問題協議で機先を制する効果を狙った面が大きい。議題になる投資の中で最も大きなテーマである企業買収の規制緩和を打ち出すことで、米側の風圧を避けようとした¹⁷⁾。

- ② 大量保有報告制度について、その導入を図るべく、公開買付制度の見直しと併せて今国会に改正法案を提出する。
- ③ 系列問題に係るディスクロージャーについては、最終報告までに結論を得ることを目途として、欧米の事情等を踏まえ、一層の改善が適切と考えられる事項に関し、検討を進める。上記ディスクロージャーの改善の検討は、関連当事者間取引に係る情報開示・連結財務情報の整備を含め、これを行うことを見込んでいる。

<第5回会合 平成2年6月25日～28日（於東京）>

中間報告を更に具体化した措置を盛り込んだ最終報告が作成された。大蔵省証券局関係では、公開買付制度の改正および大量保有報告制度の導入については、所要の改正事項を盛り込んだ証券取引法の改正案が平成2年4月24日に国会に提出され、同年6月15日に可決成立し、同年6月22日に「証券取引法の一部を改正する法律」（平成2年法律第43号）として公布されたので、そのことが次のように最終報告書に盛り込まれた。

- ① 公開買付制度については、事前届出制の廃止、買付期間の延長等の措置を盛り込んだ証券取引法の改正案を国会に提出し、同改正案は6月15日に可決、成立した。
- ② 大量保有報告制度、いわゆる5%ルールについては、その導入を図るべく、公開買付制度の見直しと併せて証券取引法の改正案を国会に提出、同改正案は6月15日に可決、成立した。同ルールによって、5%超の株券等を保有することとなった場合および一旦報告した者がその後1%以上の株券等の取得または処分をした場合には、それぞれ報告義務が課される。

また、系列問題に係るディスクロージャーについては、有価証券報告書等の提出主体である産業界やその監査を行う公認会計士等とも協議しながら検討を行い、次のような改善を行うことが最終報告に盛り込まれた。

- ① 関連当事者間の取引について、情報の開示範囲を米国財務会計基準書と同様の基準によることとし、現行の親会社や役員等との間の取引に加え、関連会社、主要株主（10%以上株主）、その他重要な関連当事者との取引へ拡充することとする。当該情報には、当該企業との関係内容、取引の種類および金額が含まれる。

17) 平成元年8月4日日本経済新聞 朝刊1頁。

- ② 証券取引法で作成を義務付けられている連結財務諸表について、現行の有価証券報告書等の添付書類からこれを本体へ組入れることとする。
- ③ セグメント情報として、平成2年4月1日以後開始する事業年度より、事業別の売上高および営業損益、国内・在外別の売上高の開示を行うこととした。
- ④ 個別財務報告において、取引明細として、現在の売掛金、買掛金等に加え、総収入の10%以上を占める主要顧客別の売上高を開示する。

上記の①、②および④の措置については、平成3年4月1日以後開始する事業年度からこれを実施する。以上の開示措置により、企業間取引等の透明性が一層高まることが期待されるとしている。

第2章 公開買付制度の見直し

公開買付制度とは、会社の支配権獲得等を目的として、主に証券取引所市場外で株券等を大量に買付け等を行う場合に、証券取引についての透明性・公正性を確保する観点から、公開買付者に買付期間、買付数量、買付価格等をあらかじめ開示を義務付けることにより、株主に公平に売却機会を付与するものである。

公開買付制度は昭和46年に導入され、20年近く見直しが行われていなかったが、平成2年証券取引法の改正において、大量保有報告制度の導入と併せて、全面的な改正が行われた。当該改正による制度の骨格は、現在でも維持されている。ただし、ライブドアによるニッポン放送株式の買集め、村上ファンドによる阪神電気鉄道株式の買集め等を踏まえて、公開買付けの規制範囲が拡大された。

1. 公開買付制度の創設

証券取引審議会は昭和45年12月14日、「企業内容開示制度等の整備改善について」と題する報告書¹⁸⁾を公表した。同報告書「第3株式の公開買付けについて」において、株式の公開買付けの規制措置を行うべきか否かについて、次の二つの意見があるが、今後わが国経済の国際化が進んでいくに従って、公開買付けの方式により株式の買集めが行われるようになることが十分に予想されるので、この際、証券取引法において規制措置を講ずるのが適当であるとの提言を行っている。

- ① 今まで公開買付けについて具体例がなく、かつ、今後も行われるかどうか不明なので、現時点において規制措置を設ける必要性に乏しい。また、公開買付けの手続きを法制化することにより、かえってこれを誘発するおそれがある。
- ② わが国でも資本の自由化が進むにつれ、外資による株式の公開買付けが行われる可能性がある。これは投資者保護のみならず産業政策にも関係がある重大な問題であるので、その段階で規制措置を講ずるのでは遅すぎる。

18) 企業内容開示制度については、主なものとして、半期報告書と臨時報告書の創設、開示書類の虚偽記載に対する民事責任が提言されている。

この報告書を踏まえ、昭和46年3月3日、「証券取引法の一部を改正する法律」（昭和46年法律第4号）が公布された。この改正証券取引法において、「不特定かつ多数の者に対する株券等の有価証券市場外における買付けの申込みまたは売付けの申込みの勧誘（公開買付け）は、あらかじめ大蔵大臣に買付けの期間、買付価格等所定の事項を記載した届出書を提出し、その後10日を経過して届出の効力が生じた後でなければ、これを行うことができない。」とする公開買付制度が創設された。

しかし、この公開買付制度も日米構造問題協議により見直しが行われる平成2年までの間で利用されたのは、①ベンティックス社（米国）による自動車機器（東京証券取引所2部上場）に対するもの、②沖縄電力による沖縄配電・中央配電（非上場）に対するもの、③オリックスによるオリックス市岡（店頭登録）に対するものの3件のみであった。いずれも友好的公開買付けである。

2. 日米構造問題協議による見直し

公開買付制度の見直しは、次のことから日米構造協議の検討事項となり、諸外国の制度との調和が図られたものである。

- ① 昭和46年に導入した公開買付制度は諸外国の制度を参考にしたものである。制度導入後20年近く見直しが行われていなかったが、その間、諸外国で制度の改正が行われてきた。
- ② わが国企業が諸外国において活発にM&Aを行っていること等を考慮すれば、証券市場の一層の国際化を展望し、M&Aに関する制度を、国際的にも調和のとれたものとしていくことが適切である。

この日米構造問題協議および平成元年5月31日証券取引審議会「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」を踏まえ、平成2年6月22日に公布された「証券取引法の一部を改正する法律」（平成2年法律第43号）において、公開買付制度は全面的に改正された。主なものは、次のとおり米国の制度との調整となっている¹⁹⁾。この改正による制度の骨格は、現在でも維持されている。

(1) 事前届出制の廃止

従来、公開買付届出書を買付開始の原則10日前に大蔵大臣に提出することとされていた。これは、公開買付けがわが国では全く新しい制度であり、かつ、違法な買付けが行われた場合には、米国のように、機動的に裁判所の差止命令の発動を求めることができるかどうか問題があるため、大蔵大臣の許可制は問題が多く採用できないが、事前に届出書の記載が適正に行われているかどうか大蔵大臣が審査することが投資者保護上必要であると考えられたからである²⁰⁾。この事前届出制度を廃止し、新聞公告をもって公開買付けを可能とし、同公告日に公開買付届出書を提出することとされた。米国・英国等においては事前届

19) このほか、①非居住者の届出代理人制度の見直し、②公開買付代理人制度の廃止、③買付期間の延長、④買付結果報告の義務付け、⑤応募株主の解除権の拡大等の改正がなされている。

20) 渡辺豊樹ほか『改正証券取引法の解説』商事法務研究会 昭和46年 118頁。

出制をとっていないことから、この改正は外資に対して制限的であるとの批判を払拭するためのものであった²¹⁾。

(2) 規制対象範囲

従来、「不特定かつ多数の者」からの買付けについてのみ公開買付制度の適用があることになっていた。しかし、この改正において、有価証券市場外における株券等の買付けは、相対取引と認められるものを除き、原則として公開買付制度によることとされた。いわゆる強制的公開買付制度といわれるものである。これは、あらかじめ開示することにより株券等を売り付ける機会をすべての株主に平等に保証する必要があるとされたことによる。なお、公開買付制度の対象から除外される相対取引とは、60日間に10人以下の者から買付けられるものをいう。

さらに、相対取引と認められる少数の者からの買付けであっても、一時的に大量の株券等の取得が行われ、対象会社の支配権に異動が生ずるような場合は、一般株主にも著しい影響を及ぼすことから、このような買付けにも公開買付制度が義務付けられている。具体的には、買付け後の株式所有割合が、発行済株式総数の3分の1を超える場合には商法上の特別決議を阻止することができ、一般株主に重大な影響を及ぼすことになることから、公開買付けが義務付けられた。いわゆる3分の1ルールといわれるものである。

以上の考え方を踏まえ、法令上は、株券等の有価証券市場外における買付け等は公開買付けによらなければならないと規定し、その中で公開買付けによる必要のない買付け等が限定列举された。

(3) 規制対象割合

従来、発行済株式総数等の10%以上を所有することとなる買付けを制度の対象としてきたが、これを新たに導入された大量保有報告制度の報告基準とあわせて5%超に引き下げられた。これは、大量保有報告制度と公開買付制度は特定者による株式等の買集め行為を開示させるものであるとの点で共通性があり、両者は相互に補完しあうものとして運用されるものであることによる。また、米国でも、制度制定当初、規制対象割合は買付け後10%超となる場合とされていたが、1970（昭和45）年に5%超に改正されている。

(4) 公開買付期間の延長・買付条件の変更の弾力化

買付期間については、従来の20日以上30日以内から20日以上60日以内に延長された。これは、諸外国の制度をみると、英国では最長60日間となっており、米国では最長期間は定められていない中で、国際的調和が図られたものである。すなわち、従来の最長期間30日以内では規制が強すぎると考えられる一方、米国のように買付期間を無制限にすることは対象会社を長期間不安定な状態に置くこととなり問題が生じることも予想されたことから、英国の制度を参考にして60日間とされたものである。

さらに対抗公開買付けをかけられた場合には、公開買付期間を対抗公開買付けの終了日まで延長することができることとされた。期間終了直前に更に良い条件で対抗公開買付けをか

21) 内藤純一「株式公開買付制度の改正」商事法務 No. 1208 平成2年2月25日 7頁。

けられた場合には、それと競争するために買付期間の延長を行うことが認められなければ既存の公開買付者は何らの対抗措置をとりえず、公開買付者間での不公平が生じることになる。このため、そのような場合には例外的に買付期間の延長を認め、公開買付者同士が競争できるようにすることが適当であると考えられた。

また、買付条件の変更については、従来、事実上、買付価格の引上げのみしか認められていなかったものが原則自由とされた。これは、従来の規定では、例えば対象会社が公開買付けに対抗して第三者割当や公募等を行った場合、それに対抗して買付予定株数の引上げができないという不合理が生じること、また、米国や英国においても条件変更については原則自由になっていること等を踏まえたものである。ただし、買付価格の引下げ、買付予定株数の減少等株主に不利となる条件変更は禁止されている。

3. その後のライブドアによるニッポン放送株式買集め等を踏まえた改正

(1) 発行者による上場株券等の公開買付制度

平成6年の旧商法改正で自己株式の取得が緩和された。従業員に譲渡するための自己株式の取得、定時株主総会決議による株式の買受消却のための自己株式取得が認められることとなった。それに対応するため、証券取引審議会は平成6年2月21日に、「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」と題する報告書を公表した。同報告書の提言を踏まえ、発行会社が短期間に大量の自己株式の買付け等を市場外で行う場合についても、公開買付制度の趣旨に該当することから、平成6年6月29日に公布された「証券取引法の一部を改正する法律」（平成6年法律第70号）により、「発行者による上場株券等の公開買付け」制度が創設された。

その後、自己株式取得規制緩和に伴う改正が、平成9年には「株式の消去の手続に関する商法の特例に関する法律」（平成9年法律第55号）、「商法の一部を改正する法律」（平成9年法律第56号）により、また、平成13年には「商法等の一部を改正する等の法律の施行に伴う関係法律の整備に関する法律」（平成13年法律第80号）により、さらに、平成15年には「商法及び株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律」（平成15年法律第132号）により行われている。

(2) 事業再編の迅速化等を踏まえた適用除外範囲の拡大

事業再編の迅速化や手続きの簡素化を図る観点から、平成15年3月28日公布の「証券取引法施行令の一部を改正する政令」（平成15年政令第116号）により担保権実行による株式取得が公開買付制度の適用除外とされた。また、平成16年6月9日公布の「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成16年法律第97号）により買付対象をエクイティ証券発行会社に限定する改正が行われ、強制的公開買付制度の適用除外範囲が拡大された。

(3) 証券取引所立会外取引等規制対象範囲の拡大

公開買付規制の適用除外範囲が拡大され続けていたときに起こったのが、ライブドアによるニッポン放送株式の買集めである。これにより、公開買付制度の適用対象範囲が拡大されることとなった。

＜ライブドア対ニッポン放送事件＞

中波ラジオ局のニッポン放送は、フジテレビジョンの株式の22.5%を保有する筆頭株主で、産業経済新聞社、ポニーキャニオンを含むフジサンケイグループの持株会社的な存在であった。ラジオ放送がテレビ放送よりも歴史が古いことから、このようなグループ形成となった。しかし、グループの中核企業はあくまでもフジテレビジョンである。

ライブドア対ニッポン放送事件が起こる前のニッポン放送の株価は、清算価値を下回り割安感があった。そのため、平成16年3月末には、ニッポン放送株式を米国の投資顧問会社であるサウスイースタン・アセット・マネジメントが13.25%、元通産官僚村上世彰氏のMACアセットマネジメント（村上ファンド）が16.64%を保有していた。平成16年6月のニッポン放送の株主総会において、村上世彰氏は親子関係（法的な親子関係ではない）が逆転している「ねじれ現象」を解消することを提案した。これを受け、フジテレビジョンはニッポン放送株式の公開買付けを決定した。ここに突如現れたのがライブドアである²²⁾。このライブドアによるニッポン放送株式の買集めを時系列に整理すると次のようになる²³⁾。

- ① フジテレビジョンは平成17年1月17日に、ニッポン放送の経営権を獲得することを目的とし、公開買付けを開始することを決定した。その内容は、買付予定株式数をフジテレビジョンの既保有分12.39%を含めて発行済株式数の50%（応募株券の総数が買付予定株式数を超えたときは、応募株券の全部を買い付ける。）、買付価格を1株5,950円（過去3か月の終値平均値4,937円に約21%を上乗せ）、買付期間を平成17年1月18日から同年2月21日までとした。
- ② ニッポン放送は、これを受けて、平成17年1月17日開催の取締役会において、この公開買付けに賛同することを決議し、その旨を公表した。
- ③ ライブドアは、ニッポン放送の発行済株式数の約5.4%を保有していたが、公開買付期間中の平成17年2月8日に、東京証券取引所の立会外取引（時間外取引）ToSTNeT-1を利用した取引によって、子会社であるライブドア・パートナーズを通じて、ニッポン放送株式約29.6%を買い付けた。その結果、ライブドア等はニッポン放送の株式の約35.0%を保有することとなった。この取引が社会的な問題となり、公開買付規制の対象となる法改正に繋がっていく。
- ④ フジテレビジョンは、上記③を受け、平成17年2月10日および2月24日に公開買付けに係る買付条件を変更した。変更後の買付株式数の下限はフジテレビジョンの既保有分を含めてニッポン放送の発行済株式総数の25%、公開買付価格は1株5,950円で変更なし、買付期間は平成17年3月7日までとした。この条件変更はフジテレビジョンの公開買付けを成立させ、ニッポン放送の持っているフジテレビジョン株式の議決

22) 前田昌孝『株式市場を読み解く』日本経済新聞社 平成17年 13～19頁。

23) 前田昌孝 前掲書(22)20～56頁、東京高裁平成17年3月23日決定 新株予約権発行差止仮処分命令申立事件 判例時報 平成19年9月21日 1899号56頁、神田秀樹ほか編著『金商法実務ケースブック I 判例編』商事法務 平成20年 80頁～85頁、河本一郎・大武泰南『金融商品取引法読本』有斐閣 平成20年 127頁・128頁。

権を消滅させることであった。

フジテレビジョンは、公開買付けが終了した3月7日時点でニッポン放送の発行済株式総数の36.74%を保有する株主となった。一方、ライブドア等の同日におけるニッポン放送の株式保有割合は42.23%であった。

- ⑤ ライブドアの突然の出現により、フジテレビジョンはニッポン放送の支配権を獲得することができなくなった。このため、ニッポン放送は平成17年2月23日に、フジテレビジョンに対し、第三者割当てによる新株予約権の発行を決定した。
- ⑥ ライブドアは平成17年2月24日に、次のことを理由としてニッポン放送の新株予約権発行の差止めの仮処分を申請した。
 - ・ 特に有利な条件による発行であるのに株主総会の特別決議がないため、法令に違反していること。
 - ・ 主要な目的が経営支配権確保にあるのは、著しく不公正な方法による発行であること。
- ⑦ 最終的に、東京高裁は平成17年3月23日の決定において、ニッポン放送による新株予約権の発行について、ライブドアの新株予約権発行差止仮処分命令申立てを容認した。この裁判で論点となったのは、上記③のライブドアが平成17年2月8日に、ニッポン放送株式を約35.0%まで買い付けた際に利用した東京証券取引所のToSTNeT-1が「取引所有価証券市場外における買付け」に該当するか否かということであった。市場外の買付けであれば公開買付制度が適用され、市場内の買付けであれば公開買付制度は適用されないことになる。ライブドアはこの取引は市場内による買付けであるとして公開買付けの手続きを行っていなかった。

<東京証券取引所 ToSTNeT-1>

ToSTNeT (Tokyo Stock Exchange Trading NeTwork System) 取引とは、東京証券取引所の立会外取引をいう。ToSTNeT 市場は、オークション時間外の立会外取引として、平成10年6月29日から単一銘柄取引・バスケット取引 (ToSTNeT-1) を、同年8月7日から終値取引 (ToSTNeT-2) を開始し、売買立会における円滑な執行が困難である大口取引やバスケット取引等に利用されている。また、平成20年1月15日には、新たな制度として自己株立会外買付取引 (ToSTNeT-3) が導入された。

ライブドアが利用した ToSTNeT-1 は、相手方取引参加者・銘柄・数量等を指定し、呼値が合致すると同時に約定する取引であり、まったくの相対取引であって、そこには時間優先の原則も価格優先の原則も働かない。したがって、ToSTNeT-1 を市場内取引であるとして公開買付規制の対象外にすると、そこにおいて投資者に対して十分な情報開示がなされないまま、会社の支配権の異動を伴うような大量の株式買付けがなされるおそれがある。このため、ライブドア等がフジテレビジョンによるニッポン放送の株式の公開買付期間中に、ToSTNeT-1 取引によって発行済株式総数の約29.6%の株式の買付けを行ったことは、それによって市場の一般投資者が会社の支配価値の平等配分に与る機会を失う結果となって相当ではなく、その程度の大規模の株式を買付けるのであれば、公開買付け

を利用すべきとの批判がなされた。

これに対して、東京高裁平成17年3月23日の決定では、ToSTNeT-1は東京証券取引所が立会外取引を執行するためのシステムとして多数の投資家に対し有価証券の売買等をするための場として設けているものであることから、取引所有価証券市場に該当するとして、公開買付制度の対象外であるとした。

<電光石火の法改正>

このライブドア対ニッポン放送事件を受け、制度の抜け穴を防ぐとして、平成17年6月29日に公布された「証券取引法の一部を改正する法律」(平成17年法律第76号)²⁴⁾により、証券取引所の立会外取引 ToSTNeT が公開買付規制の対象とされた。すなわち、ToSTNeT 取引は、取引所有価証券市場における取引ではあるが、競売買の方法によるものではない「特定売買等」として、これによる買付け後の保有割合が3分の1を超える場合には、公開買付けによらなければならないこととなった。平成17年3月11日に国会に提出され、同年6月22日に成立し、6月29日に公布されたこの法改正は、国会審議の中でも電光石火と評されている²⁵⁾。

また、平成18年6月14日に公布された「証券取引法等の一部を改正する法律」(平成18年法律第65号)²⁶⁾により、新たに、①市場内外における株券等の急速な取得を組み合わせて取得後の株券等所有割合が3分の1超となる株券等の買付け、②他者が公開買付期間中に3分の1超の保有者による5%超の株券等の買付け等が公開買付規制の対象とされた。上記の①は、第4章3節の村上ファンドが阪神電気鉄道株式買集めの際、株式を証券取引所市場外で3分の1まで、それをまさに超える時点において証券取引所市場内で買集めていたことから、その抜け穴を塞いだものである。

<ニッポン放送の経営権>

フジテレビジョンは、ライブドアとの法廷闘争の一方でホワイトナイトを探していた。現れたのは、ソフトバンクグループの金融サービス会社でベンチャーキャピタルファンドを運営するソフトバンク・インベストメント(SBI)である。平成17年3月24日に、SBIがフジテレビジョン、ニッポン放送と共同でSBI ビービー・メディア投資事業有限責任組合(ファンド)を設立し、①コンテンツ事業などのベンチャービジネスに投資する、②ニッポン放送が保有するフジテレビジョン株353,704株(発行済み株式の13.88%)を株券消費貸借契約によってSBIに貸与することを内容とする業務提携を行った²⁷⁾。これにより、ニッポン放送のフジテレビジョンに対する議決権は、既に大和証券 SMBC 貸し出してい

24) 平成17年改正証券取引法では、このほかに有価証券報告書に親会社の株式保有比率を実際よりも小さく記載し続けていた西武鉄道事件を踏まえて、親会社等状況保有報告書制度が導入された。

25) 大森泰人『金融システムを考えるーひとつの行政現場からー』金融財政事情研究会 平成19年 112頁。

26) 平成18年改正証券取引法では、このほかに買付対象者による意見表明の義務化、全部買付義務の一部導入、買収防衛策が発動された場合等に公開買付けの撤回等の柔軟化が図られている。また、大量保有報告制度の特例報告に係る報告頻度・期限の見直し等が行われている。

27) 前田昌孝 前掲書(22)51~56頁。

る8.63%と合わせてすべて社外に移転してしまったことになる。ライブドアのフジテレビジョンへの間接支配に対する防御策である。

膠着状態が続いたが、同年4月18日にフジテレビジョンとライブドアは和解し、両者が資本・業務提携に合意するとともに、ライブドアはフジテレビジョンに対し、保有するニッポン放送株式全株を平均取得価格（1株6,286円）プラスアルファで譲渡することとした。その後、ニッポン放送の自社株公開買付け、フジテレビジョンとニッポン放送の株式交換等を経て、同年9月1日には、ニッポン放送はフジテレビジョンの完全子会社となった。

第3章 系列問題に係るディスクロージャーの改善

日米構造問題協議における系列問題に係るディスクロージャーの改善事項のうち、①関連当事者間取引についての開示の充実、②連結財務諸表の有価証券報告書等本体への組入れ、③個別財務報告における主要顧客別の売上高の開示については、平成2年12月25日に公布された「財務諸表等の監査証明に関する省令等の一部を改正する省令」（平成2年大蔵省令第41号）における改正企業内容等の開示に関する省令、これを受けて同日に発出された大蔵省証券局長通達「関連当事者との取引の開示に関する取扱通達」（平成2年蔵証第2317号）において手当てがなされた。これらは平成3年4月1日以後開始する事業年度から実施されている。

1. 関連当事者間取引についての開示の充実

「関連当事者間取引についての開示の充実」については、平成2年の企業内容等の開示に関する省令の改正により、関連当事者の範囲を従来の支配株主（親会社等）、役員のほか、関連会社、主要株主、その他重要な関連当事者に拡大するとともに、開示内容も、重要な取引について、関連当事者との関係内容、取引内容、取引金額、取引条件等の事項を有価証券報告書および有価証券届出書において開示することとされた。

関連当事者との取引については、一般の取引には見られない条件で行われることがあるが、その状況が財務諸表から容易に識別することができない。関連当事者間取引に係る情報開示は、投資者にこれらの取引が提出会社の財政状態および経営成績に及ぼす影響を適切に判断できるようにしたものである。また、関連当事者との取引は、わが国では、いわゆる「系列」に属する企業間で行われることが多いことから、一面では、そうした企業間取引の透明性を高めることにも資することになる。その概要は次のとおり。

(1) 関連当事者の定義と範囲

関連当事者については、米国財務会計基準書（FAS 第57号）および国際会計基準（IAS 第24号）に準じて、「支配」と「重要な影響」の概念を定義に設け、それをもとに関連当事者の範囲が、①提出会社の親会社、②提出会社の子会社、③提出会社と同一の親会社を持つ会社、④提出会社のその他の関係会社ならびに当該その他の関係会社の親会社および子会社、⑤提出会社の関連会社およびその関連会社の子会社、⑥提出会社の主要株主およびその近親者、⑦提出会社の役員およびその近親者、⑧上記⑤⑥および⑦の者が議決権の

過半数を所有する会社およびその会社の子会社，⑨その他提出会社との間に，財務・経営上，支配ないし重要な影響が認められる当事者と定められている。

(2) 関連当事者間取引の開示項目

有価証券報告書等における関連当事者間取引の開示項目は，①関連当事者との関係内容等，②取引内容，③取引金額，④取引条件ないし取引条件の決定基準等，⑤取引により発生した債権・債務に係る主な科目別の期首残高，期中増減および期末残高，⑥当期に前期以前の取引に係る条件に変更があった場合，その旨および変更内容，変更の財務諸表に及ぼす影響，⑦上記⑤については，一般の取引先と著しく異なる決済条件を設けている場合はその内容とされている。

(3) その後の改正

なお，関連当事者間取引の開示については，平成9年6月6日に企業会計審議会から公表された「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」において，「関連当事者間との取引」を連結財務諸表の注記事項とする方針が示された。これを受け，平成10年11月24日に「財務諸表等の用語，様式及び作成方法に関する規則の一部を改正する省令」（平成10年大蔵省令第135号）および「連結財務諸表の用語，様式及び作成方法に関する規則の一部を改正する省令」（平成10年大蔵省令第136号）が公布され，また，平成11年3月30日に「財務諸表等の用語，様式及び作成方法に関する規則の一部を改正する省令」（平成11年大蔵省令第21号）および「連結財務諸表の用語，様式及び作成方法に関する規則の一部を改正する省令」（平成11年大蔵省令第22号）が公布された。これにより，「関連当事者との取引」は連結財務諸表（連結財務諸表を作成していない場合には個別財務諸表）の注記事項となり，監査証明の対象となっている。

2. 連結財務諸表の有価証券報告書等本体への組入れ

昭和52年に連結財務諸表制度が導入された際，連結財務諸表は有価証券報告書や有価証券届出書の添付書類として提出することが義務付けられ，また，提出期限について，作成者の実務負担を考慮して特例が認められた²⁸⁾。連結財務諸表を有価証券報告書等の本体に記載するのではなく，添付書類としたのは，個別財務諸表と連結財務諸表とで主従の関係を付けたものではない。主として有価証券報告書の提出期限との関係で連結財務諸表の提出期限に若干の弾力的な取扱いがなされたものである²⁹⁾。

企業会計審議会は昭和61年10月30日に，「証券取引法に基づくディスクロージャー制度における財務情報の充実について（中間報告）」と題する報告書³⁰⁾を公表した。そこでは，連結財務諸表の取扱いについて検討がなされ，連結財務諸表の提出期限の特例の廃止と連

28) 添付書類である連結財務諸表の提出は，本則では有価証券報告書と同時（事業年度終了後3カ月以内）であったが，当分の間の特例として事業年度終了後4カ月以内とされていた。

29) 大蔵省証券局『第14回大蔵省証券局年報－昭和52年版－』昭和52年 金融財政事情研究会 44頁。

30) 同報告書には，連結財務諸表の取扱いのほか，資金繰り情報の改善，セグメント情報の充実，四半期報告制度の導入の4項目が取り上げられている。

結付随情報（企業集団の状況および業績の概要等）の開示の導入が提言された。しかし、連結財務諸表の添付書類としての位置付けは維持された。これを受け、昭和62年2月20日に公布された「有価証券の募集又は売出しの届出等に関する省令の一部を改正する省令」（昭和62年大蔵省令第2号）において、有価証券報告書等に、新たに「連結情報」を記載した書類を添付することとし、その中で、連結財務諸表と併せて「企業集団の状況に関する重要な事項」と「企業集団の業績の概要」を開示することとされた。

さらに日米構造問題協議を受け、連結情報を有価証券報告書等の添付書類から本体に組み入れるため、平成2年12月25日に公布された「財務諸表等の監査証明に関する省令等の一部を改正する省令」（平成2年大蔵省令第41号）における改正企業内容等の開示に関する省令において、連結情報を添付書類としている規定およびそれを前提にした規定が削除された。次に、内容を拡充充実させた連結情報を有価証券報告書等の本体に編入するための省令の改正がなされている。併せて、本体における類似開示事項である「関係会社に関する事項」や新設項目である「関連当事者間取引」等との整理・統合が行われ、新たに「企業集団等の概況」が設けられた。そこに企業グループの情報を記載することとされた。この「企業集団等の概況」は、①企業集団等の概要（報告会社とその子会社に加え、親会社、関連会社等まで含め、事業内容、グループ全体における各社の事業上の位置づけ等を系統的に分かりやすく説明）、②企業集団の状況（企業集団の業績等、連結財務諸表、セグメント情報、連結子会社の状況、その他（連結ベースの後発事象））、③関連当事者との取引から構成されている。

3. 個別財務報告における主要顧客別の売上高の開示

有価証券報告書等の記載項目である「営業の状況」のうち「販売実績」の末尾に、「主要顧客別売上状況（2期分）」を新設することとされた。具体的には、個別財務報告ベースで総売上高の10%以上を占める主要顧客について、相手先別に売上高およびその総売上高に占める割合を最近2事業年度分、記載する。この情報は、会社の特定大口顧客に対する依存状況や、その顧客との取引がなくなった場合の経営へのリスク等を明らかにするものである。

なお、この主要顧客別の売上高の開示については、日米構造問題協議の過程において、米国側から、米国と同様に連結ベースによるセグメント情報³¹⁾の一環としての開示が求められた。しかし、次のことから単体ベースでの開示が「最終報告」に盛り込まれている³²⁾。

- ① セグメント情報については、企業会計審議会での多年の検討・調整を経て既に平成2年4月1日以後開始する事業年度から実施されている内容で関係者のコンセンサスがまとまっている。
- ② このセグメント情報は、英国、カナダ、豪州等主要国においても未だ開示されてお

31) 米国財務会計基準書 FAS 第14号「企業のセグメントのための財務報告」。

32) 福田秀俊「日米構造協議を踏まえたディスクロージャーの整備」企業会計 平成3年4月 第43巻4号 39頁。

らず、国際会計基準でも求められていない。

- ③ 連結財務諸表が基本となっている米国と異なり、商法の下で一般に個別財務諸表しか作成しない子会社に、そのためだけに顧客別売上明細を作成させることは、商法、税法の下で義務とされていないことを強いることにつながる。

第4章 株券等の大量保有の状況に関する開示制度

証券取引審議会が平成元年5月31日に公表した「株式等の大量の保有状況に関する情報開示の在り方について」および日米構造問題協議を受けて、平成2年6月22日に「証券取引法の一部を改正する法律」（平成2年法律第43号）が公布された。主な改正内容は、①大量保有報告制度（いわゆる5%ルール）の導入、②公開買付制度の見直し、③外国証券規制当局に対する調査協力に関する規定整備であった。

これにより、大量保有報告書は平成2年12月1日から導入され、同年12月5日が最初の提出日であった。水面下での株式買集めの動きが一気に表面化した。小糸製作所・ピケンズ事件のブーン・コーポレーションの小糸製作所株式購入資金の出所が購入先の麻布自動車であった。また、マルエツの筆頭株主とうわさされていた秀和が正式に大株主として名乗り出た。さらに、クラボウの第二株主で暴力団系企業のように、保有株式の一部を譲渡して、大量保有報告制度の回避を目指すところもでてきた³³⁾。

平成18年には、村上ファンドによる阪神電気鉄道株式の買集めに際し、機関投資家の報告特例制度に不備があったとして法改正が行われている。

1. 情報開示の必要性

(1) 買集め情報開示の必要性

昭和60年代に入ると証券市場においては、経営参加、取引関係の強化、高値による売抜け・肩代わり等各種の目的を持って、公開会社の株式等を大量に買集める事例が増加していた。こうした株式等の買集めについては、その過程で株価操縦やインサイダー取引等の不正取引が行われていなければ、証券取引法上、買集め行為それ自体が直ちに問題になるというものではない。しかし、次のことを踏まえると、市場の公正性、透明性を高め、投資者保護を一層徹底するとの見地から、買集めなどによる株式等の大量の取得・保有・放出に関する情報が適時適切に投資者に開示されることが望ましい³⁴⁾。

<急激な株価の変動>

安定株主が多く浮動株が少ないといわれているわが国証券市場において、特定者による株式等の買集めは、株式等の需給に大きな変動をもたらし、価格の急激な高騰要因となる。また、買集めにより価格が高騰している場合において、肩代わり等により買集めが終了し、その価格が急激に下落することになれば、こうした事情を知らされない一般投資者は不当

33) 平成2年12月6日日本経済新聞朝刊1頁。

34) 証券取引審議会平成元年5月31日「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」【1. はじめに】、【2. 検討の視点】。

に不利益を被るおそれがある。

<証券市場の国際化>

証券市場の国際化は、今後とも益々進展していくものと見込まれる。しかし、欧米証券市場で採用されている株式等の大量保有の状況に関する情報の開示は、わが国証券市場では導入されていない。国際的な市場として発展して行くうえで、市場の透明性を高めていくために株式等の大量保有の状況に関する情報の開示が必要となってきた。

(2) 買集めの禁止ではなく情報開示

投資者保護の観点から、企業防衛、産業政策の観点から、株式等の買集めを直接規制することも考えられる。しかし、証券市場に株式を公開している以上、当然のことながら、市場における株式等の売買は原則として自由に行われる必要がある。また、証券取引法は、公正かつ円滑な証券取引を確保し、投資者保護に資することを目的としているものである。したがって、証券取引法において、こうした企業防衛、産業政策的な視点から証券市場における株式等の買集めそれ自体を直接規制することは適切ではない。投資者保護の観点からは、投資者が買集めの事情を知らなかったことにより損失を被ることがないように、買集め等による株式等の大量保有に関する情報を開示すべきものである。

しかし、発行会社にとっては、買集めが5%程度となった段階で発行会社にも情報が開示されることから、買集めた株式を会社やその関係者に高値で買い取らせようとする大量保有者（いわゆるグリーンメーラー）への対策が講じやすくなる。また、買集めにおいては、ある時点まで、密かに買い進めることが通常であり、密かに買い進むことが買集めの前提条件であるとするれば、大量保有報告制度により5%を超えて密かに買い進むことはできなくなる。したがって、買集めも行い難くなる。

(3) 当時の欧米証券市場における株券等の大量保有状況に関する情報開示

当時、欧米の証券市場においては、既に次のとおり、株券等の大量保有状況に関する情報開示の制度があった³⁵⁾。しかし、わが国には株式等の保有状況に関する動態的な情報開示に直接着眼したこのような制度はなかった。

<米国>

1968（昭和43）年の1934年証券取引所法改正により、上場会社その他の公開会社の発行する株式等の5%超（当初は10%超であったが、1970（昭和45）年の改正により5%に引き下げられた。）を実質的に保有する者に対して、取得後10日以内に、また、その後の1%の異動については速やかに発行会社、証券取引所およびSEC（証券取引委員会）に届出なければならない。SECはこれらを公衆の縦覧に供することとなっている。

<英国>

1985年会社法において、英国の会社の発行する株式の5%以上を実質的に保有する者に対して、取得後5日以内に発行会社に届出なければならない。届出を受けた会社は、これを公衆縦覧に供することとなっている。その後1%毎の異動についても同様である。また、

35) 証券取引審議会平成元年5月31日 前掲報告書(34)『3. 制度の現状と問題点』。

届出を受けた発行会社が上場会社の場合、その会社から証券取引所にその旨を届出、証券取引所はこれを公表することとなっている。

なお、1989（平成元）年には報告基準を5%から3%に引き下げ、提出日を5日から2日に短縮する法案が成立し、1990（平成2）年5月末から施行されることとなっていた。

2. 大量保有報告制度の概要

大量保有報告制度（株券等の大量保有の状況に関する開示制度）は、株券等の大量取得（5%超）等の状況につき、大蔵大臣に報告しなければならないものとし、それを公衆縦覧に供することによって、一般投資者等に対し、その株券等に関する情報を提供し、もって市場の透明性、取引の公正性の確保を図ろうとするものである。このような株券等の大量の取得・保有・放出に関する情報は、投資判断という観点からみると、①会社の支配権の変更、経営に影響を及ぼす可能性を示す情報と、②市場における需給に関する情報の2つの側面がある³⁶⁾。

その内容は次のとおり。なお、平成2年に導入された後、平成18年の証券取引法改正まで制度の見直しはなかった。

(1) 制度の内容

上場会社等の株券等をその発行済株式総数等の5%を超えて保有する者（大量保有者）は、大量保有者となった日から5日以内に、大蔵大臣に株券等保有割合等を記載した報告書（大量保有報告書）を提出し、その写しを遅滞なく証券取引所および発行会社に送付しなければならない。なお、共同して株券等を買付けなどの合意をしている者その他の共同保有者がいる場合には、株券等保有割合の算出上、共同保有者の分を合算して報告する。報告基準が5%超の株券等の実質保有とされたのは、次の点を総合的に勘案されたものである³⁷⁾。

- ① 少なくとも5%程度の株券等を実質的に保有することとなれば会社の支配関係や株価形成に大きな影響を及ぼすことになる。
- ② 諸外国においてもおおむね5%の実質保有段階から報告義務を課している。

大量保有者は、株券等保有割合が1%以上増減した場合等、大量保有報告書の重要な記載事項に変更が生じた場合には、5日以内に、大蔵大臣に変更報告書を提出し、その写しを遅滞なく証券取引所および発行会社に送付しなければならない。

これらの報告書は、大蔵省および証券取引所において5年間、公衆縦覧に供される。また、これらの報告書の不提出・虚偽記載等については、刑事罰則が設けられている。

(2) 報告書の記載内容

大量保有報告書には、「提出者に関する事項」、「発行会社に関する事項」、「株券等保有割合に関する事項」、「取得資金に関する事項」、「保有の目的（純投資・政策投資・経営参

36) 堀本修「株券等大量保有に関する開示制度の導入」商事法務 No. 1219 平成2年6月25日 10頁。

37) 大蔵省証券局『第28回大蔵省証券局年報—平成2年版—』平成3年 金融財政事情研究会 40頁。

加・支配権取得等)」、「最近60日間における取得・処分の状況」、「当該株券等に関する契約や取決め等」が記載される。なお、資金出所の開示が求められたのは、報告者の財政状態を判断するうえでの情報を一般投資者に提供するとともに、背後にいて影響力を行使し得る者を明らかにするためである。また、最近の売買状況や当該株券等に関する契約等については、取引の性格や報告者の今後の行動（安定保有・短期売買益の取得・肩代わり行為等）を、一般投資者が客観的に判断するうえで有益な情報であるからである。

変更報告書は大量保有報告書に準じて記載する。ただし、変更報告書を提出する者が60日間に発行済株式総数等の5%超かつ自己の保有株券等の過半数を譲渡した場合には、譲渡の相手方および対価を変更報告書に記載しなければならない。この開示は、いわゆる「肩代り」が行われたかどうかを一般投資者が判断できるようにしたものである。

わが国においては、買集めといわれる事例の相当数が肩代り要求につながるものといわれている。このような株式等の買集めは、それ自体が特殊な株価変動要因になるほか、肩代りという事態になれば、それまで高騰していた株価が急激に下落し、そのような情報を知らない一般投資者にとって極めて不利かつ不公平な結果となる。このように、肩代り自体も重要な情報であるといえる³⁸⁾。

(3) 機関投資家の報告の特例

機関投資家については、①機関投資家による株式等の取得は、企業経営権の取得や株式の肩代りを目的としないものが多いこと、②このような実情に対応して、米国でも会社の支配権取得を目的としない場合には届出の特例が認められていることから大量保有報告書および変更報告書について特例措置が認められた。

特例措置は、証券会社、銀行、信託会社その他の大蔵省令で定める機関投資家が保有する株券等について、会社の事業活動を支配することを保有の目的とする場合と株券等の保有割合が10%を超えた場合を除き、次のように定められた。

- ① 大量保有報告書 大蔵大臣に届出をした基準日（任意の四半期末）における保有状況を基礎として報告義務を課す。基準日と基準日の間において5%を超えた場合においても、その時点では原則として、報告義務は課されない。
- ② 変更報告書 基準日時点で1%以上の株券等保有割合の増減等、報告内容に重要な事項に変更が生じていない限り、報告義務は課されない。ただし、基準日以外の月末時点において株券等保有割合が2.5%以上増減した場合には、変更報告書を提出しなければならない。したがって、例えば、基準日と基準日の間において保有割合の2%の増加があった場合でも、基準日において1%以上の増減がない限り、報告義務は課されない。
- ③ 報告内容：取得資金や最近における取得・処分の状況の開示は不要とする。
- ④ 報告期限：翌日の15日までとする。

38) 証券取引審議会平成元年5月31日 前掲報告書(34)『4(6)高値肩代わりについて』。

3. 報告特例制度を利用した村上ファンドによる阪神電鉄株式の買集め

(1) 報告特例制度の利用

村上ファンドによる阪神電気鉄道株式の買集めとは、平成17年9月から10月にかけて、村上世彰氏が率いるM&Aコンサルティング（村上ファンド）が、阪神電気鉄道の株式約40%弱を取得し、同社の傘下にある阪神タイガースの株式上場等、経営に関する様々な提案を行ったものである。

村上ファンドによる阪神電気鉄道の株式買集めは、村上ファンドが同年9月26日に提出した大量保有報告書により発覚した。同報告書によると、村上ファンドは阪神電気鉄道株式の26.67%（新株予約権付転換社債を含む）、阪神百貨店株式の18.19%を保有していた。同年10月1日に阪神百貨店は阪神電気鉄道の子会社になることが決まっていたので、実質的には、村上ファンドは阪神電気鉄道株式の33.98%を保有することとなった。実際、10月1日時点での村上ファンドの保有比率は、阪神百貨店株式の阪神電気鉄道株式への株式交換とその後の買い増しで38.13%となっている³⁹⁾。

村上ファンドには大量保有報告書の報告特例制度が適用されたことから、阪神電気鉄道株式の保有割合が5%を超えても10%を超えるまでの間、最大3か月間、その事実は公表されることがなかった。村上ファンドの阪神電気鉄道株式の保有割合が10%を超え、報告特例がなくなり、大量保有報告書の提出義務が発生したのは同年9月15日であった。それから5営業日以内に同報告書を提出しなければならなかったが、その間に二回の3連休があったことから提出は上記のとおり9月26日となった。阪神電気鉄道転換社債の転換期限が同年9月29日であったこと、また、10月1日の阪神百貨店の阪神電気鉄道子会社化を考慮すると、村上ファンドは、9月末に照準を定め、株式買集めを行っていたことがうかがえる。株式の大量買集めにもかかわらず、長い間全く表に出なかったことから、いわゆる村上ステルス（レーダに映らない戦闘機）大作戦といわれた⁴⁰⁾。

阪神電気鉄道の経営陣は、この株式買集めを事前に察知しておらず、また、突然登場した大株主から経営の根幹にかかわる要求を突き付けられ、驚きや不快感を表した。平成17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、同年10月の楽天による東京放送（TBS）株式の大量取得と、突然の株式の大量取得という事案が続いたことから、公開買付制度や大量保有報告制度に不備があるとの指摘が広まった。そのうち特に問題となったのが、投資ファンドを含む機関投資家等に適用される大量保有報告書の提出期限に関する特例報告であった。

(2) 報告特例制度の改正

上記の村上ファンドのように、機関投資家に対する特例を利用して、長期間大量の株式取得を秘しておいて、突如大株主として登場し、事業経営に強く働きかけるようなものがでてきた。このため、この特例制度については、投資者に対して一層の透明性が確保され

39) 日本経済新聞 平成17年10月2日朝刊1頁。

40) 平成18年5月20日週刊東洋経済「徹底解剖村上ファンド舞台裏一挙公開」28頁～32頁。

るよう、報告頻度・期限について短縮を図り、保有割合が5%を上回るまたは下回ることとなった場合には、すみやかにその旨を報告することを義務づけるべきであるとの指摘がなされていた。一方で、運用行動が過度のオープンになることで投機筋に追随されるリスクをもたらす、あるいは、機関投資家等に日本マーケットを回避させることになるのではないかとの指摘もなされていた⁴¹⁾。

以上のような動向等を受け、金融審議会金融分科会第一部会は平成17年12月22日に、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。この報告書における提言内容等を踏まえて、平成18年6月14日に公開買付制度・大量保有報告制度の見直しをその内容の一部とする「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成18年法律第65号）が公布された。この平成18年改正証券取引法では、特例報告について次のような見直しが行われている。

- ① 従来、原則3か月ごと15日以内とされていた特例報告に係る報告頻度・期限が、おおむね2週間ごと5営業日以内とされた。
- ② ある株券等の保有に係る株券等保有割合が10%超であった機関投資家が10%を下回る取引を行った場合、従来は特例制度による報告が認められていた。しかしながら、10%超を保有している者が短期に大量に譲渡を行ったとの情報は、他の株主・投資者が投資判断を行うにあたって重要な情報であるにもかかわらず、その情報が開示されるまでに時間がかかるとの問題があった⁴²⁾。そこで、投資者に対する透明性が一層確保されるよう、このような場合の変更報告書について、特例報告を認めず、5営業日以内の一般報告を義務付けることとされた。
- ③ 制度趣旨をゆがめるような形での特例報告の利用を防止する観点から、従来、「会社の事業活動を支配する目的」がある場合には特例報告が認められないこととされていたが、これをより明確にするため「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として政令で定めるもの（重要提案行為等）を行う目的」とされた。

重要提案行為等とは、対象者の株主総会や役員に対して、「重要な財産の処分または譲受け」「多額の借財」「代表取締役の選解任」「役員構成の重要な変更」「株式交換、株式移転、会社の分割または合併」「事業の譲渡」「配当に関する方針の重要な変更」「資本政策に関する重要な変更」等を提案することをいう。

(3) 阪神電気鉄道のその後

その後、阪神電気鉄道は、村上ファンドへの対抗策として、企業価値向上の取組みの発表、京阪電気鉄道や近畿日本鉄道との統合交渉、甲子園球場のリニューアル等を行ったが、抜本的な解決には至らなかった。

最終的には、ホワイトナイトとして阪急ホールディングスが現れた。阪急ホールディングスは平成18年5月に、阪神電気鉄道株式の公開買付けを行った。その間、村上ファンド

41) 池田唯一・大来志郎・町田行人編著『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』商事法務 平成19年 20頁。

42) 池田唯一・大来志郎・町田行人編著 前掲書(41)24頁。

によるニッポン放送株式のインサイダー取引事件により、村上氏が逮捕、代表を辞任したこともあり、村上ファンドは阪神電気鉄道株式をこの公開買付けにおいて売却した。これにより阪急ホールディングスは阪神電気鉄道を子会社として、経営統合を果たした。なお、現在、阪急ホールディングスは商号変更して、阪急阪神ホールディングスとなっている。

第5章 テラメント事件と公衆縦覧の制限

虚偽の大量保有報告書を提出したテラメント事件は、金融庁の迅速な対応により、市場に大きな混乱は見られなかったものの、上場株券等の大量保有の状況に関する情報を迅速に公表することにより、市場の公正性・透明性を高めるという大量保有報告制度の運用にとって極めて重要な問題が提起された。

この事件を踏まえた平成20年改正金融商品取引法においては、①金融庁が訂正報告書の訂正命令を発出した旨などの重要参考情報を EDINET 上で当該開示書類に付することができる、②金融庁が訂正命令を行った開示書類について、例外的に縦覧に供しないことができることとされた。

1. EDINET による公衆縦覧

平成12年5月31日に公布された「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律」（平成12年法律第96号）において、有価証券届出書、有価証券報告書および公開買付届出書等の開示書類に係る電子開示システムが整備された。この電子開示システムが EDINET (Electronic Disclosure for Investors' NETwork) と呼ばれている。EDINET の使用は、これを義務付けられている「電子開示手続」と、これが可能な「任意電子手続」に区分される。

任意開示手続による開示書類は、EDINET の使用は任意とされているため、書面（紙媒体）による提出が認められている。これは、有価証券報告書等を継続的に開示していない比較的規模の小さい会社、公開買付者の特別利害関係者や個人投資家が提出することもあるため、特例が認められたものである。現在、この手続きによる開示書類は、①有価証券通知書および発行登録通知書ならびにこれらの変更通知書、②特別利害関係者による別途買付禁止の特定の申請書である。

電子開示手続による開示書類は、これら以外の開示書類が対象となっている。具体的には、①有価証券届出書、②発行登録書、③有価証券報告書、④確認書、⑤内部統制報告書、⑥四半期報告書、⑦半期報告書、⑧臨時報告書、⑨自己株券買付状況報告書、⑩親会社等状況報告書、⑪公開買付届出書、⑫意見表明報告書、⑬対質問回答報告書、⑭公開買付撤回届出書、⑮公開買付報告書、⑯大量保有報告書⁴³⁾、⑰変更報告書、⑱特例報告に係る基準日の届出書などである。

43) 大量保有報告書、変更報告書および特例報告に係る基準日の届出書については、当初、「任意電子手続」の区分に含まれていたが、平成18年6月14日に公布された「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成18年法律第65号）により、「電子開示手続」による電子提出が義務化された。

なお、その後、平成16年6月9日に公布された「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成16年法律第97号）において、公開買付制度に係る公開買付開始公告等の公告および有価証券報告書の重要な訂正に係る公告に、EDINETを使用する方法、いわゆる電子公告の方法を追加するための所要の改正が行われている。

2. テラメント事件

(1) 事件の概要

テラメントから平成20年1月25日に、アステラス製薬株券、ソニー株券、三菱重工業株券、トヨタ自動車株券、フジテレビジョン株券および日本電信電話株券に係る6件の大量保有報告書が提出された。これらの大量報告保有書には、各社の株式を51%取得した旨の記載がなされていた。全体で約20兆円という異例な取引規模である。

関東財務局によると、提出された1月25日午後4時過ぎに職員がこれらの大量保有報告書がEDINETに掲載されていることに気づいた⁴⁴⁾。関東財務局では同日、テラメントの代表取締役等に対して事実関係の確認を行った。その結果、購入資金の裏付けがないこと、および利用したと主張している証券会社に口座がないことが確認された⁴⁵⁾。関東財務局は、同報告書が虚偽の可能性が高いとして、同日、EDINETおよび金融庁のウェブサイトのフロントページに注意喚起の情報を掲載した⁴⁶⁾。1月27日には、テラメントに対して関東財務局から次のような大量保有報告書の訂正命令が発出された⁴⁷⁾。

<訂正報告書の訂正命令の理由>

6件の大量保有報告書には、各報告書に記載された内容の株券の取得の事実がないにもかかわらず、提出者の株券等保有割合が51%と記載されていた。上記記載は、金融商品取引法第27条の29第1項において準用する同法第10条第1項の「重要な事実についての虚偽記載」に該当する。

<訂正報告書の訂正命令の内容>

上記6件の大量保有報告書について、各報告書に記載された内容の株券の取得の事実がない旨の記載および当該事実に関連して必要となる各記載項目の訂正をした訂正報告書を平成20年1月28日（月）までに提出すること。

しかし、関東財務局から訂正命令を受けたテラメントは、期限までに訂正報告書を提出しなかった。金融庁は、大量保有報告書の虚偽記載と訂正命令違反の双方の疑いで刑事告発することを検討したが⁴⁸⁾、証券取引等監視委員会は2008年4月8日、同社社長を精神鑑定した結果、刑事責任能力がないと判断し、同社について刑事告発しないことを決めた⁴⁹⁾。

44) 朝日新聞平成20年1月26日朝刊2社会面。

45) 朝日新聞平成20年1月28日朝刊2社会面。

46) 池田唯一ほか『逐条解説2008年金融商品取引法改正』商事法務 平成20年 112頁。

47) 関東財務局平成20年1月27日「テラメント株式会社に対する大量保有報告書の訂正命令について」。

48) 朝日新聞平成20年1月29日朝刊1経済面。

49) 朝日新聞平成20年4月9日朝刊2社会面。

(2) 再発防止策

6件の虚偽の大量保有報告書が提出されたのが平成20年1月25日（金）の後場の取引を終えた後であったこと、土曜日・日曜日を経て翌週の株式市場の場が開かれるまでに、EDINET および金融庁のウェブサイトのフロントページで注意喚起したことにより、市場に大きな混乱は見られなかった。

しかし、本件は、上場株券等の大量保有の状況に関する情報を迅速に公表することにより、市場の公正性・透明性を高めるといふ大量保有報告制度の運用にとって極めて重要な問題であった。金融庁では同年2月1日に、この事件を教訓とし、大量保有報告制度等およびEDINETについて、再発防止策および危機管理策を検討するため、「EDINET 運用改善検討チーム」を立ち上げた。同検討チームは、同年2月19日に「『EDINET 運用改善に関する論点整理』の公表について」と題する報告書を取りまとめた。その内容は、①虚偽のおそれのある大量保有報告書等についてシステムによるチェック機能の強化、②抽出された報告書に関して迅速な調査体制、関係機関との連携体制の構築、金融庁による注意喚起、③虚偽記載のある書類による投資者・発行会社等の誤解・混乱の回避である。

虚偽の大量保有報告書に対応するため、金融庁による大量保有報告書の事前審査制度の導入も考えられるが、大量保有報告制度に求められる迅速性を損なうことになるので、この案は見送られた。

3. 公衆縦覧の制限と関連情報の提供

上記EDINET 運用改善検討チームによる論点整理は、運用上の改善事項とともに金融商品取引法の改正が必要な事項も含まれていたことから、平成20年6月13日に公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成20年法律第65号）⁵⁰⁾に次のとおり盛り込まれた。

(1) 公衆縦覧の制限

内閣総理大臣は、開示書類に係る訂正届出書または訂正報告書等の提出命令を発した場合には、その開示書類の全部または一部を公衆の縦覧に供しないことができるとされた。この規定による処分に伴い公衆の縦覧に供しないものとされた部分については、EDINET 上も公衆縦覧の対象からも除外される。

開示書類に虚偽記載のある場合、自主的または訂正命令により、その訂正報告書または訂正届出書等が提出され、虚偽記載のある訂正前のものと併せて、公衆の縦覧に供される。しかしながら、虚偽記載のある訂正前の開示書類をそのまま公衆の縦覧に供することは、場合によっては、投資者に誤解を生ぜしめることが考えられる。このため、内閣総理大臣が公益または投資者保護の観点から必要と認める場合には、その開示書類を公衆の縦覧に

50) 平成20年改正金融商品取引法では、①プロ向け市場の創設、②EFT（上場投資信託）の多様化、③証券会社・銀行・保険会社間のファイヤーウォール規制の見直しと利益相反管理体制の構築、④銀行・保険会社グループにおける業務範囲の拡大、⑤課徴金制度の見直し等、多岐に亘る改正が行われた。

供しないことができる」とされたものである⁵¹⁾。

また、内閣総理大臣は、上記の規定により縦覧書類の全部または一部を公衆の縦覧に供しないこととした場合には、これらの提出者等や証券取引所にその旨を通知しなければならないとされた。なお、開示書類の提出者等や証券取引所は、内閣総理大臣からこの通知を受けたときは、その時以後、当該開示書類の写しに係る公衆縦覧義務が解除されることになる。

(2) 公衆縦覧を制限した場合における関連情報の提供

内閣総理大臣は、有価証券届出書、有価証券報告書、公開買付届出書、大量保有報告書等の開示書類について訂正命令を発した場合において、公益または投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、その旨その他当該開示書類に関連する情報であって投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす「重要参考情報」を、当該開示書類と併せて、公衆の縦覧に供することができる」とされた。

虚偽記載のある開示書類をそのまま公衆の縦覧に供することは、場合によって、投資者、発行会社等に誤解・混乱を生ぜしめることが考えられる。これを回避するために、本制度が導入されたものである⁵²⁾。

また、内閣総理大臣は、「重要参考情報」を公衆の縦覧に供した場合には、当該縦覧書類を公衆の縦覧に供している証券取引所または当該縦覧書類の提出者に、その旨を通知することとされた。

(3) 大量保有報告書の未提出と虚偽記載に係る課徴金制度の導入

大量保有報告書やその変更報告書の不提出を課徴金の対象とすることとされた。これは開示義務を課された大量保有者が、法令の定めに従って開示書類を提出しない場合には、大量保有報告書制度の趣旨が没却されてしまうことになるからである。

また、重要な事項について虚偽の記載がありまたは記載すべき重要な事項の記載が欠けた虚偽記載のある大量保有報告書等も課徴金の対象とすることとされた。これは、大量保有報告書等において、保有目的、取得資金等、重要な事項に虚偽記載を行うことは、取引の実態を不透明にすることにより、大量保有者の立場を有利にするという点で、不提出と同様、重大な違反行為に該当するからである⁵³⁾。

51) 池田唯一ほか 前掲書(46)199頁。

52) 池田唯一ほか 前掲書(46)227頁。

53) 池田唯一ほか 前掲書(46)323頁。