

証 研

レポート

No.1743

2024年4月

PTFのディーラー登録をめぐって

～米国国債市場の課題と対応～

伊豆 久（1）

インドの個人による株式デリバティブ取引2

～取引対象別分類～

吉川 真裕（10）

非財務情報の虚偽記載と2つの「重要な事項」の解釈

梅本 剛正（21）

米国の実質株主の透明化のための制度

～OBO／NOBOとForm13F～

福本 葵（36）

PTFのディーラー登録をめぐる

～米国公債市場の課題と対応～

伊豆 久

はじめに

今年二月、米国SECは、国債市場等で高頻度取引を行っているPTF (Proprietary or Principal Trading Firm) と呼ばれる投資家等に、証券ディーラーとしてのSECへの登録を義務付ける規則を採択した。

これは、FRBの新たな資金供給手段であるSRFの導入⁽¹⁾ や、国債取引において中央清算を義務付けるSEC規則の採択 (二三年一二月) など⁽¹⁾ に続く、米国公債市場の流動性改革に関する金融当局の対応の一つである。と言うのも同市場では近年、①「フラッシュ・ラリー」と呼ばれるごく短時間における価格の乱高下 (一四年一〇月一四日)、②レポ・レートの急騰 (一九年九月)、③コロナ危機時の流動性の低下 (二〇年三月) など、一時的ながら急激な混乱が何度か発生しており、その原因の調査、対応策の検討が重ねられてきた。その中で一つの論点となったのが、国債流通市場におけるプライマリー・ディーラーのシェア低下と、その一方でのPTFの台頭であった。

プライマリー・ディーラーは、ニューヨーク連銀——国債を発行する財務省の代理人かつ金融調節の主体——と直接取引する権利と義務をもち、国債流通市場ではマーケットメーカーとしてその中心に位置付けられてきた

(1)

証券会社・銀行である（現在二四社）。ところが、これら大手金融機関はリーマン・ショック後の規制強化によりバランスシートの拡大が制約され、その結果マーケットメイク能力の低下が危惧されている。

他方、PTFは、コンピュータ技術の発達を背景に台頭した、高頻度取引（HFT）を主たる取引戦略とする投資家である。国債のディーラー間取引の仲介を行う業者が九〇年代末に電子取引を開始し、さらに〇〇年代初めにPTFの直接参加を認めると、PTFは次第にそのプレゼンスを高め、現在ではディーラー間取引のほぼ半分を占めるに至っている⁽²⁾。

ただし、PTFが取引する市場・銘柄には大きな偏りがある。すなわち、プライマリー・ディーラー等の伝統的ディーラーは、対顧客市場において顧客である機関投資家のニーズに合わせて短期国債や既発国債など幅広い国債を取り引きし、その結果生じたポジションをディーラー間市場で解消している。同時に、ディーラー間市場は値幅稼ぎの場でもある。対照的にPTFは、顧客投資家との取引は行わず、ディーラー間市場のみに参加し、さらにそこでも最も流動性の高い、直近に発行された銘柄（カレント銘柄）のみを集中的に売買している。HFTは、流動性の低い市場や銘柄では行いにくいからである。

しかし、PTFの高頻度の売買は、ディーラーのマーケットメイクと同様の流動性供給機能を果たしている反面、伝統的なディーラーと比べると、そのポジション保有時間が極めて短く自己資本が小さいうえ、取引内容の情報開示も限定的である。

こうした、大手金融機関への規制強化とPTFの取引シェアの上昇によって生じた国債市場の新たな特徴、すなわち、①伝統的なディーラーが自らのマーケットメイク能力を低下させ、②市場全体がPTFの提供する流動性への依存度を高める一方で、③PTFの売買そのものは不安定かつ不透明という状況、は市場の頑健性にとつ

て一つのリスクなのではないかという懸念が米国の市場当局者の間で共有されてきたのである。

こうした背景のもと、今回の規則改正により、SECは、一定の要件に該当するPTFにディーラーとしてのSEC登録を義務付けること⁽³⁾で、SECと自主規制機関の監督下に置き、自己資本や情報開示の改善を図ることとしたのである。

ところが、その規則制定に至る過程を見ると、当初の規則案にはPTFや業界団体等から様々な批判が寄せられ、SECは最終規則の決定にあたって大幅な譲歩を余儀なくされている。さらに規則採択後も、関連する業界団体が、今回の規則制定はかえって金融市場に混乱をもたらすものであり、そもそも法律がSECに与えた権限を逸脱しているとしその取り消しを求めて提訴に踏み切っている。

以下、今回の規則の内容、提案規則からの修正点、PTF等の反論内容について整理してみたい。

1 デイラー規則の概要

今回の規則制定は、一九三四年証券取引所法の定める「証券ディーラー」と「政府証券ディーラー」の定義の解釈を明確化するという形をとっている。具体的に見ると以下の通りである。

一九三四年証券取引所法(第三条a五)は、「ディーラー」を「ブローカーを通じる等の方法により、自己勘定で証券の売買を業とする者」と定義し、同法第一五条でSECへの登録を義務付け、自己資本比率規制、各種報告義務等を定めている。ただし、「ディーラー」の定義には例外規定があり、「業として(as a part of a regular business)ではなく個人としてあるいは受託者として自己勘定により証券を売買する者は含まない」と⁽⁴⁾されている。つまり、自己勘定で証券を売買していても、「業として」行っていない場合は、ディーラーの定義

に当らず、登録義務等の対象外である⁽⁵⁾。これは当然であり、そうでなければ、個人投資家等自己勘定で投資を行っている投資家すべてに、ディーラーとしてSECに登録する必要が生じてしまう。

しかし、ではディーラーと投資家（トレーダー）とは何が違うのか、どう定義するのかとなると、それが必ずしも容易ではなく、従来いくつかの要件から総合的に判断されてきた。例えば、自らの証券売買を公衆に告知（広告）しているか、顧客投資家と取引しているか（ディーラーは顧客投資家との取引も多いが、投資家は他の投資家とは取引せずディーラーやブローカーと取引）、売り買い両方の気配を提示しているか等のいくつかの要件に、いくつどの程度合致しているかで判定されてきたのである⁽⁶⁾。

こうした従来の判断基準にもとづくと、PTFの場合、法律上はヘッジファンド（一九四〇年投資顧問法上のプライベートファンド）の一種、つまり機関投資家であつてディーラーではない、ということになる。ところが、前述のような国債市場におけるシェアの上昇とその不安定性・不透明性から、SECは、今回、ディーラーの登録免除を規定する「業として」の解釈を明確化することで（具体的には三四年証券取引所法規則第二四〇条三a 五―四（ディーラー）、三a 四四―二（政府証券ディーラー）を新たに定めることで）、主たるPTFにディーラーとしてのSEC登録を義務付けたのである。

2 PTF等からの批判

しかしながらその規則制定は簡単ではなかった。規則案が二二年三月に公表され（図表1の左側）パブリックコメントが募集されると、SIFMA（証券業の業界団体）や代表的なPTFであるシタデル等から様々な批判が寄せられた⁽⁷⁾。その主な内容は以下のようなものであった。

図表 1 規則案と採択規則の比較 (主要部分)

規則案	採択規則
<p>§ 240.3a44-2 Further definition of "as a part of a regular business"</p> <p>(a) A person that is engaged in buying and selling government securities for its own account is engaged in such activity "as a part of a regular business" as the phrase is used in Section 3(a)(44)(A) (15 U.S.C. 78c(a)(44)(A)) of the Act if that person:</p> <p>(1) Engages in a routine pattern of buying and selling government securities that has the effect of providing liquidity to other market participants by:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) Routinely making roughly comparable purchases and sales of the same or substantially similar government securities in a day; or (ii) Routinely expressing trading interests that are at or near the best available prices on both sides of the market and that are communicated and represented in a way that makes them accessible to other market participants; or (iii) Earning revenue primarily from capturing bid-ask spreads, by buying at the bid and selling at the offer, or from capturing any incentives offered by trading venues to liquidity supplying trading interests; or <p>(2) In each of four out of the last six calendar months, engaged in buying and selling more than \$25 billion of trading volume in government securities as defined in Section 3(a)(42)(A) (15 U.S.C. 78c(a)(42)(A)) of the Act; and</p> <p>(3) Is not:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) A person that has or controls total assets of less than \$50 million; or (ii) An investment company registered under the Investment Company Act of 1940. 	<p>§ 240.3a44-2 Further definition of "as a part of a regular business" in connection with certain liquidity providers.</p> <p>(a) A person that is engaged in buying and selling government securities for its own account is engaged in such activity "as a part of a regular business" as the phrase is used in section 3(a)(44)(A) of the Act (15 U.S.C. 78c(a)(44)(A)) if that person:</p> <p>(1) Engages in a regular pattern of buying and selling government securities that has the effect of providing liquidity to other market participants by:</p> <p>→削除</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) Regularly expressing trading interest that is at or near the best available prices on both sides of the market for the same security and that is communicated and represented in a way that makes it accessible to other market participants; or (ii) Earning revenue primarily from capturing bid-ask spreads, by buying at the bid and selling at the offer, or from capturing any incentives offered by trading venues to liquidity supplying trading interest; and <p>→削除</p> <p>(2) Is not:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) A person that has or controls total assets of less than \$50 million; or (ii) An investment company registered under the Investment Company Act of 1940; or (iii) A central bank, sovereign entity, or international financial institution.

(出所) SEC, Release No. 34-94524 (規則案) ; Release No. 34-99477 (採択規則) より作成。

まず、P T Fは投資家にすぎず、ディーラーとしての登録を義務付ける法律上の根拠がない。すなわち、P T Fの多くは、法律上は一九四〇年投資顧問法上のプライベートファンド（ヘッジファンド）であり、同法による規制をすでに受けている。他方で、公募投資信託（一九四〇年投資会社法上の投資会社）や銀行は、今回の規則案においてもディーラー登録を免除されている。こうした他の機関投資家と区別してP T Fだけを取りあげてディーラー登録を義務付けるとするのは、合理性を欠いている。

また、国債の残高がますます増加しているうえにF R Bのランオフ（保有国債等の削減）も重なって、市場の国債消化能力の向上が重要課題となるなか、P T F等に新たな負担を課すことは、その流動性供給能力を阻害し、かえって市場の流動性を損なうことになる。規則の目的と手段が齟齬をきたしているのである。

そして、提案されている規則の具体的な条文に関しては、まずディーラー（業として）を定義している質的な基準（1）については、その内容や文言が曖昧に過ぎ、恣意的な運用を排除できていない。その結果、P T F側としては、コンプライアンス上の判断ができないことになってしまう。また、質的な基準とは別に、（政府証券ディーラーについては）月間売買額が二五〇億ドル以上の者はディーラーに該当するという量的な基準（2）が示されているが、これに従えば例えば「買い」のみでもこの金額を越えればディーラーに該当することになってしまう。そもそも、ディーラーを定義している三四年証券取引所法にこうした量的基準はなく、S E Cにそれを決定する権限はないはずである。

こうした批判を受け、S E Cは最終規則の採択にあたって、当初案からの大幅な修正を余儀なくされたのである。

3 規則案からの修正

図表1は政府証券ディーラーに関する当初案と最終規則の主な部分を比較したものであるが、これを見ると、主たる修正点が、①文中の routine (routinely) と同じ単語を regular (regularly) に変更、②規則案における (1) の (i) を削除、③ (2) の量的基準 (売買金額基準) の削除、であったことがわかる。

まず、単語としての routine を regular と比較すると、前者は規則性や頻度がやや緩い語感をもち、したがってそれを「業として (as a part of regular business)」の定義に用いるとその範囲がより広くなり結果的にディーラー概念が拡大する。また、法律上も、regular business として後者は用いられているが前者は用いられていないことから、パブリックコメントにおいても批判が多く、後者への修正がなされることとなった。「業として」の売買がより限定的に解釈されることになったのである。

次に、(1) の (i) は、同一または同種の証券の日計り商いを示したものであるが、これに対しては、債券取引で一般的な裁定取引を多く含みこんでしまう、“routinely”の他にも“roughly comparable”や“substantially similar”など曖昧な表現が多く該当の有無を判断できないといった批判が集まり、SECもそれを受け入れ削除を決定した。

そして、(2) は、「直近六ヶ月のうちの四ヶ月において月間売買額が二五〇億ドルを超える者」という量的基準であったが、全体が削除されている。⁽⁸⁾これは、(1) が「質的基準」として売買手法によってディーラー (の regular business) を定義しているのに対して、それとは別に量的基準を設けたものであった。ところが、これに対しては、前述のように活発な売買を行う投資家を不当にディーラー化するものとの批判が強く全体が撤回されることとなった。

おわりに

こうしたプロセスを経て、今年二月に最終規則(図表1右側)が採択されたのであるが(SEC委員会での表決は三対二)、その翌月に、ヘッジファンド関連の三つの業界団体が、今回の規則制定はSECの権限を越えており、その内容も恣意的かつ市場に悪影響を及ぼすものであるとして、その取り消しを求めて提訴している⁽⁹⁾。

逆イールドの長期化、FRBによる国債保有額の削減、ヘッジファンドによるベシス取引残高の増大(先物売り現物買いの裁定取引)等、足元の市場動向とともに、裁判の行方が注目される。

注

- (1) SRFについては、拙稿「SRF導入の背景―FRBと国債市場―」本誌二〇二一年一二月号参照。
- (2) PTFと国債市場については、拙稿「FRB・国債市場・PTF」本誌二〇二二年二月号参照。
- (3) 登録義務が生じるのは最大四三社と見られている。“SEC Increases Oversight for Hedge Funds, High-Speed Traders,” *The Wall Street Journal*, February 6, 2024.
- (4) 他に一定の銀行業務も、ディーラーの定義から除外されている。なお、リーマン・ショック後、条文中の「証券」から「適格投資家との有価証券関連スワップ」を除く改正がなされている。
- (5) 同法は、上記の証券全般を扱う「ディーラー」とは別に、「政府証券(government securities)」のみを売買する者を「政府証券ディーラー」と定義し(第三条a四四)、その登録義務(第一五C条)を定めている(「業として」ではない場合の免除規定等、扱う証券の規定以外は全く同内容)。今回の規則制定で重要な意味をもつのは、この政府証券ディーラーである。

なお、かつては、政府証券のみを扱うディーラーは証券規制の対象外であったが、一九八六年の「政府証券法」により、三四年証券取引法第三条aに上記四四（政府証券ディーラー）等が新設され、SECへの登録義務が導入された。一九七〇年代末からの金利の上昇により政府証券のみを扱う未登録ディーラーの破綻が相次いだことを受けたものである。一九八六年政府証券法については、西川純子・松井和夫『アメリカ金融史』有斐閣、一九八九年、三四二―三四六頁、磯谷 玲『八〇年代アメリカの金融変革』日本経済評論社、一九九七年、八一―八七頁、GAO, "U.S. GOVERNMENT SECURITIES - More Transaction Information and Investor Protection Measures Are Needed," September 1990参照。

- (6) SEC, "Guide to Broker-Dealer Registration," April 2008.
- (7) SEC, Comments on Further Definition of "As a Part of a Regular Business" in the Definition of Dealer and Government Securities Dealer (www.sec.gov/comments/s7-12-22/s71222.htm) また、コメントを受けたSEC自身による規則案の再検討は、SEC, Release No. 34-99477, pp. 7-93.
- (8) この量的基準案は「ディーラー規則（第二四〇条三a五―四）」案にはなく、「政府証券ディーラー規則（第二四〇条三a四四―二）」案のみに設けられていたものである。なお、画規則（案）には、他には「証券（securities）」が「政府証券（government securities）」となる以外に違いはない。
- (9) The Managed Funds Association (MFA), "Press Release: NAPFM, MFA, and AIMA File Lawsuit Against SEC to Vacate Dealer Rule," March 18, 2024; "Hedge Funds Sue SEC Over New Dealer Rule," *The Wall Street Journal*, March 18, 2024.

インドの個人による株式デリバティブ取引②

↳ 取引対象別分類

吉川 真裕

二〇二三年一月二五日にインド証券取引委員会 (Securities and Exchange Board of India : SEBI) は個人投資家の株式デリバティブ取引に関する調査報告⁽¹⁾を公表した。この調査報告はナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア (NSE) での二〇二二年度 (二〇二一年四月―二〇二二年三月) の個人投資家による取引の多いブローカー〇社 (個人投資家取引の六七%) のデータに基づいて、二〇一九年度と二〇二二年度の各一年間における個人による株式デリバティブ取引の結果を比較したものである。この報告書の背景には近年における個人投資家による株式デリバティブ取引の急増があり、大半の投資家が損失を被っていることを周知しようとしたものと考えられる。また、コロナ前とコロナ後で比較をおこなって近年の傾向を把握しようとしているものとも考えられる。取引対象を区別せずに集計した結果では、①取引は急増しているが大半の投資家は損失を被っている、②四〇歳未満の比率が高く、二〇歳台の増加率が大きい、③男性投資家の比率が高く、増加率も大きい、④地方居住者の比率が高く、増加率も大きいことが確認された⁽²⁾。

本稿では SEBI の調査報告に基づいて、取引対象を株価指数先物・株価指数オプション・個別株先物・個別株オプションという四つに分類して、インドの個人投資家による株式デリバティブ取引について考察する。

1 投資家数と損益状況

図表1は二〇一九年度と二〇二二年度の各一年間における個人投資家全体と修正アクティブ投資家の数と損失投資家比率・利益投資家比率をそれぞれ表わしている。投資家数は全体で七十一万人から四五二万人に三年間で五・四倍に増加し、損失比率は八五%から八九%に増え、修正アクティブ投資家では五六万人（七九%）から三五八万人（七九%）に五・四倍、損失比率は九一%から九四%に増えていたが、投資対象別に分類してみると、投資家全体で指数オプションの比率のみが三九%から六一%に二二%増加しており、修正アクティブ投資家でも指数オプションの比率のみが三九%から六三%に二四%増加していた。他方、損失比率をみると個人投資家全体では個別株先物（一三%）と指数先物（五%）が改善し、指数オプション（一六%）と個別株オプション（一一%）は悪化、修正アクティブ投資家でも個別株先物（九%）と指数先物（四%）が改善し、指数オプション（一七%）と個別株オプション（一一%）は悪化していた。

図表1 取引対象別個人投資家数と損失比率・利益比率

Table B.1.1: Product wise Distribution of Client Participation

Product Category	FY19				FY22			
	Total Client	% share	% of profit maker	% of loss maker	Total Client	% share	% of profit maker	% of loss maker
All Individual Traders								
Index Futures	1,66,272	12%	21%	79%	3,26,694	5%	26%	74%
Index Options	5,34,837	39%	17%	83%	42,43,475	61%	11%	89%
Stock Futures	2,51,863	18%	20%	80%	3,41,742	5%	33%	67%
Stock Options	4,26,828	31%	19%	81%	20,84,545	30%	18%	82%
Active Trimmed Distribution								
Index Futures	1,02,536	12%	12%	83%	1,92,802	4%	21%	79%
Index Options	3,47,476	39%	15%	85%	32,97,732	63%	8%	92%
Stock Futures	1,51,829	17%	15%	85%	1,75,818	3%	24%	76%
Stock Options	2,80,096	32%	16%	84%	15,97,166	30%	15%	85%

Note: Total clients in above table do not reflect unique set of clients as a client may have traded in multiple products.

図表2は二〇一九年度と二〇二二年度の各一年間における個人投資家全体・アクティブ投資家・修正アクティブ投資家の損益状況をそれぞれ表わしている。全体では平均で一二・七万ルピーから一八・三万ルピーに損失額は減っていたが、個別株先物では増加しており、アクティブ投資家、修正アクティブ投資家でも個別株先物での損失額は増加していた。これを利益投資家と損失投資家に分けてみると、利益投資家では修正アクティブ投資家の指数オプションと個別株オプションを除いて利益額は増加している一方、損失投資家では個別株先物を除いて損失額が増加していた。

図表3は投資家全体の損益状況の分布を、図表4は修正アクティブ投資家の損益状況の分布をそれぞれ表わしている。図表3からは投資家全体では指数オプションの損益分布が大きく広がる一方、個別株先物の損益分布は縮小していたのに対して、図表4の修正アクティブ投資家では指数オプションでそれほど大きな損益分布の拡大は見られず、外れ値が影響しているものと考えられる。

図表2 個人投資家の取引対象別損益状況

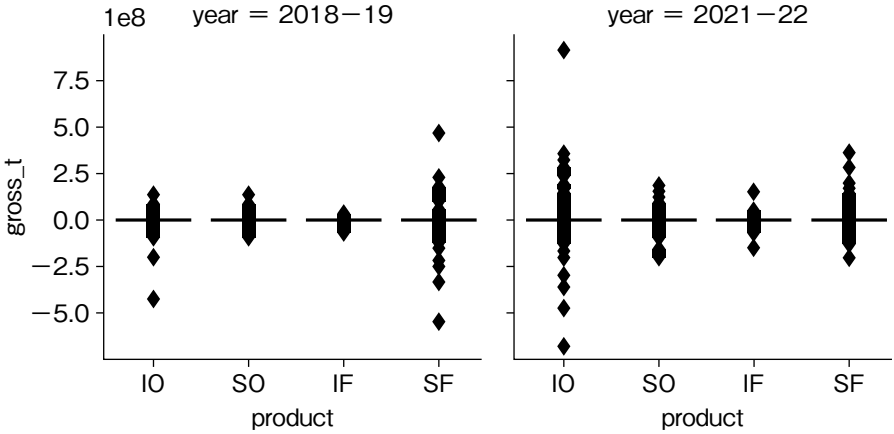
Table B.2.1: Product-wise Net P&L of Individual Traders

Product Category	Average P&L (All Individual Traders)		Average P&L (Active Individual Traders)		Average P&L (Active Trimmed)	
	FY19	FY22	FY19	FY22	FY19	FY22
All Individual Traders						
Index Futures	-46,755	-53,267	-46,632	-53,955	-25,748	-28,541
Index Options	-50,068	-58,058	-53,830	-64,136	-32,556	-39,553
Stock Futures	-1,54,292	-59,007	-1,57,534	-64,940	-86,342	-50,550
Stock Options	-38,144	-42,947	-40,395	-44,513	-33,515	-30,466
Profit Makers						
Index Futures	45,152	66,244	45,130	67,112	14,086	21,889
Index Options	56,515	92,321	61,666	1,05,812	13,689	11,450
Stock Futures	1,91,367	2,40,705	1,90,662	2,24,782	35,871	45,450
Stock Options	55,002	63,388	59,263	64,490	18,966	13,862
Loss Makers						
Index Futures	-71,178	-96,338	-68,441	-95,263	-34,050	-42,262
Index Options	-72,192	-77,230	-76,910	-84,427	-40,625	-43,975
Stock Futures	-2,42,565	-2,08,977	-2,38,660	-2,03,514	-1,07,494	-81,464
Stock Options	-59,916	-66,217	-62,699	-67,542	-43,503	-38,050

Values in Rs.

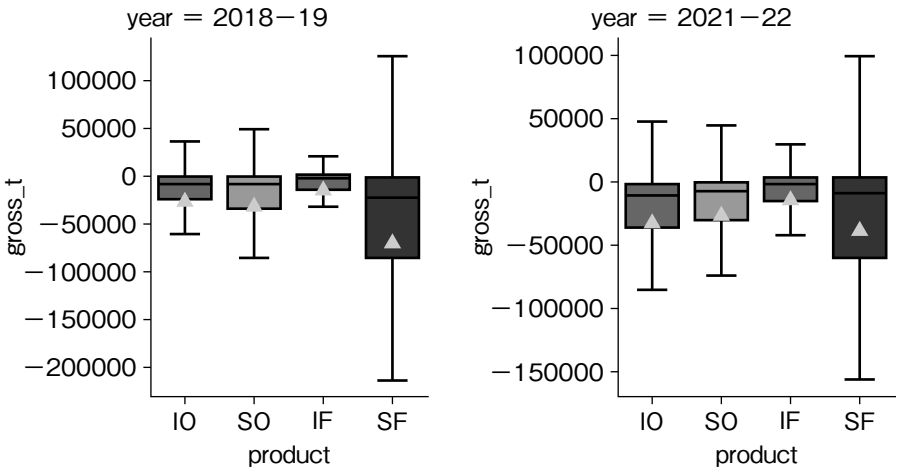
図表3 個人投資家の取引対象別損益分布

Chart B.2.1: Distribution of Net Trading P&L of All Individual Traders



図表4 修正アクティブ投資家の取引対象別損益分布

Chart B.2.2: Distribution of Net Trading P&L of All Individual Traders (active+excluding outliers)



2 年齢別投資家比率と損益状況

調査報告は①二〇歳未満、②二〇歳超三〇歳未満、③三〇歳超四〇歳未満、④四〇歳超五〇歳未満、⑤五〇歳超六〇歳未満、⑥六〇歳以上という個人投資家の年齢別にも分類をおこなっており、全体では二〇一九年度で①不明（僅少）、②二一％、③四三％、④二五％、⑤一一％、⑥一〇％、二〇二二年度で①不明（僅少）、②三六％、③三九％、④一五％、⑤五％、⑥三％であるから、シェアの増減は①不明（僅少だが増加）、②二五％増、③四％減、④一〇％減、⑤六％減、⑥七％減であり、②二〇歳超三〇歳未満の大幅増加と他の年齢層のシェア減少が確認された。これを修正アクティブ投資家で見れば二〇一九年度で①不明（僅少）、②一一％、③四四％、④二五％、⑤一〇％、⑥九％、二〇二二年度で①不明（僅少）、②三八％、③四〇％、④一四％、⑤五％、⑥三％であるから、シェアの増減は①不明（僅少だが増加）、②二七％増、③四％減、④一一％減、⑤五％減、⑥六％減であり、やはり②二〇歳超三〇歳未満の大幅増加と他の年齢層のシェア減少が確認された。この修正アクティブ投資家を取引対象で分類してみると、二〇歳超三〇歳未満の投資家は指数オポジションで一二％から三九％に二七％増、個別株オポジションで一％から三三％に二二％増、指数先物で八％から二〇％に一二％増、個別株先物で八％から一八％に一〇％増であるから、二〇歳超三〇歳未満のシェア増加は指数オポジションと個別株オポジションの増加によるところが大きいことがわかる。

図表5は二〇二二年度の全体の年齢別損益状況を、図表6は修正アクティブ投資家の年齢別損益状況をそれぞれ表わしている。全体では二〇歳未満の指数オポジションのみがプラスで二〇歳未満の指数先物が大きなマイナスとなっているが、修正アクティブ投資家ではすべてがマイナスで二〇歳未満の指数先物のマイナスが大きいわけではないので、修正アクティブ投資家に含まれない一部の投資家の影響が大きいものと考えられる。

図表5 個人投資家の年齢別損益状況

Table B.3.1.1: Average Profit/ Loss across age-groups in FY22 (All Individual Traders)

Product Category	Age Groups					
	<20	20-30	30-40	40-50	50-60	>60
All Individual Traders						
Index Futures	-1,36,752	-35,954	-45,522	-58,217	-74,648	-72,863
Index Options	6,295	-37,003	-67,921	-83,574	-73,497	-64,244
Stock Futures	-63,003	-42,435	-55,513	-67,135	-79,124	-77,435
Stock Options	-21,193	-27,374	-46,391	-58,304	-57,110	-41,288
Profit Makers						
Index Futures	1,66,358	39,165	52,361	78,219	82,997	90,111
Index Options	3,82,805	42,234	74,902	1,27,101	1,81,206	1,94,700
Stock Futures	5,37,481	1,35,969	1,54,147	2,58,927	3,26,029	3,88,327
Stock Options	1,37,442	25,613	44,438	85,355	1,25,191	1,87,579
Loss Makers						
Index Futures	-3,17,644	-58,383	-77,465	-1,11,562	-1,42,043	-1,47,556
Index Options	-33,728	-44,974	-85,569	-1,17,008	-1,26,308	-1,34,524
Stock Futures	-4,82,775	-1,24,872	-1,51,336	-2,35,757	-3,03,115	-3,46,546
Stock Options	-70,601	-37,819	-64,526	-93,164	-1,11,408	-1,23,092

Note: Values are in Rs.

図表6 修正アクティブ投資家の年齢別損益状況

Table B.3.1.2: Average Profit/ Loss across age-groups in FY22 (Active trimmed)

Product Category	Age Groups					
	<20	20-30	30-40	40-50	50-60	>60
All Individual Traders						
Index Futures	-29,889	-23,495	-27,716	-31,294	-32,208	-33,670
Index Options	-19,373	-30,669	-44,542	-48,655	-46,598	-45,953
Stock Futures	-74,523	-40,299	-44,899	-54,599	-61,874	-68,100
Stock Options	-16,979	-22,408	-32,553	-37,387	-37,716	-42,315
Profit Makers						
Index Futures	30,367	16,405	20,612	24,187	25,545	27,308
Index Options	9,927	7,071	11,330	16,004	18,753	20,086
Stock Futures	55,311	34,162	38,425	51,727	61,719	59,001
Stock Options	15,479	8,378	12,743	18,450	26,721	29,298
Loss Makers						
Index Futures	-54,584	-32,681	-40,175	-47,741	-50,430	-54,037
Index Options	-21,477	-33,480	-49,307	-55,270	-55,007	-56,669
Stock Futures	-1,12,178	-63,484	-71,500	-89,449	-1,02,949	-1,10,128
Stock Options	-24,304	-27,588	-39,862	-47,393	-50,919	-58,359

Values in Rs.

3 男女別投資家比率と損益状況

調査報告は男女別にも分類をおこなっており、全体では二〇一九年度は男性八〇%、女性一九%、二〇二二年度は男性八四%、女性一六%と男性の比率が四%上昇していた。修正アクティブ投資家の男性比率は二〇一九年度で指数先物七八%、指数オプション八二%、個別株先物七七%、個別株オプション八二%、二〇二二年度で指数先物七六%、指数オプション八五%、個別株先物七三%、個別株オプション八三%であるから、男性比率は指数オプションで四%増、個別株オプションで一%増、指数先物で二%減、個別株先物で四%減となっていた。

図表7は二〇二二年度の修正アクティブ投資家の男女別損益状況をそれぞれ表わしている。全体では男性一八三六五一、女性一七九四八〇、修正アクティブ投資家は男性一五五六八八、女性一六二六三四であり、修正アクティブ投資家を取引対象別にみると男性比率の高い指数オプションでのみ男性損失額が女性損失額を上回っていたことがわかる。

図表7 修正アクティブ投資家の男女別損益状況

Table B.3.2.1: Average profit/ Loss across Gender in FY22 (Active trimmed)

Product Category	Female	Male	Female	Male	Female	Male
	All Individual Traders		Profit Makers		Loss Makers	
Index Futures	-29,501	-28,213	23,668	21,198	-46,168	-41,028
Index Options	-38,963	-39,650	14,462	10,681	-45,509	-43,717
Stock Futures	-56,501	-48,285	50,646	43,453	-91,733	-77,589
Stock Options	-33,927	-29,767	18,448	12,731	-44,328	-36,805

Values in Rs.

4 居住地別投資家比率と損益状況

調査報告では一五の都市を選んで五都市ずつをティアⅠ、ティアⅡ、ティアⅢとし、その他を含めた四つの居住地別にも分類をおこなっており、全体では二〇一九年度で①ティアⅠ二五％、②ティアⅡ五％、③ティアⅢ僅少、④その他六九％、二〇二二年度で①ティアⅠ一五％、②ティアⅡ四％、③ティアⅢ僅少、④その他七九％であるから、シェアの増減は①ティアⅠ一〇％減、②ティアⅡ一％減、③ティアⅢ不明、④その他一〇％増であった。修正アクティブ投資家を取引対象別にみると④その他では二〇一九年度で指数先物六七％、指数オプション七二％、個別株先物六八％、個別株オプション七二％、二〇二二年度で指数先物七一％、指数オプション八一％、個別株先物六九％、個別株オプション七九％であり、指数オプション九％増、個別株オプション八％増、指数先物五％増、個別株先物一％増であったが、①ティアⅠでは二〇一九年度で指数先物二六％、指数オプション二二％、個別株先物二六％、個別株オプション二二％、二〇二二年度で指数先物二一％、指数オプション一四％、個別株先物二三％、個別株オプション一五％であり、指数オプション八％減、個別株オプション七％減、指数先物五％減、個別株先物三％減であった。

図表8は二〇二二年度の修正アクティブ投資家の居住地別損益状況をそれぞれ表わしている。全体では①ティアⅠ一八八九二五、②ティアⅡ一九一六五〇、③ティアⅢ一七五四一二、④その他一八〇九二一、修正アクティブ投資家では①ティアⅠ一六三四〇九、②ティアⅡ一六一二二八、③ティアⅢ一五五二二四、④その他一五五三六三であり、修正アクティブ投資家を取引対象別にみると指数先物・指数オプション・個別株オプションで①ティアⅠのマイナス額が他の地域よりも大きくなっていることがわかる。また、利益を出した投資家の利益額ではティアⅠの金額が四つの分類で最も大きく、損失を出した投資家の損失額ではティアⅠの金額が四つの分類で最もマ

イナスが大きくなっており、ティアIで損益分布が大きい取引がおこなわれているものと考えられる。

図表9は二〇二二年度のティアIに含まれる各都市の修正アクティブ投資家の投資対象別損益状況を、図表10は二〇二二年度のティアIIに含まれる各都市の修正アクティブ投資家の投資対象別損益状況をそれぞれ表わしている。平均損益額からは各都市の特徴は読み取れないが、利益を出した投資家の利益額をみるとカルカッタの金額が四つの分類で最も大きく、損失を出した投資家の損失額でもカルカッタは指数オプションを除く三つの分類で最もマイナスが大きくなっており、ティアIでの大きな損益分布にカルカッタでの取引が影響しているかもしれない。ただし、各都市での取引金額や取引比率は示されておらず、④その他の取引比率が大きいことを考え合わせるなどの程度影響しているのかはわからない。さらに、全投資家の都市別損益状況は公表されておらず、修正アクティブ投資家には含まれない一部の投資家の取引でもカルカッタで特徴がみられるのかどうかはわからない。

図表8 修正アクティブ投資家の居住地別損益状況

Table B.3.3.1: Average profit/ Loss across city groups in FY22 (Active trimmed)

Product Category	City Groups			
	Tier-I	Tier-II	Tier-III	Others
All Individual Traders				
Index Futures	-31,918	-29,630	-27,692	-27,487
Index Options	-40,234	-39,897	-38,196	-39,444
Stock Futures	-55,319	-58,624	-53,656	-48,184
Stock Options	-34,153	-33,385	-28,514	-29,613
Profit Makers				
Index Futures	26,277	22,966	17,547	20,460
Index Options	16,883	14,059	10,247	10,086
Stock Futures	66,179	44,740	32,613	38,574
Stock Options	20,675	16,747	12,098	12,256
Loss Makers				
Index Futures	-49,224	-46,275	-41,276	-40,010
Index Options	-46,660	-45,302	-42,575	-43,492
Stock Futures	-95,453	-90,870	-82,517	-75,936
Stock Options	-44,376	-42,563	-35,616	-36,620

Values in Rs.

図表9 修正アクティブ投資家の居住都市別損益状況 1

Table B.3.3.2: Average profit/ Loss across major Tier-I cities in FY22 (Active trimmed)

Product Category	Ahmedabad	Bengaluru	Kolkata	Mumbai	New Delhi
All Individual Traders					
Index Futures	-28,420	-35,496	-32,397	-31,963	-30,103
Index Options	-38,393	-48,810	-38,325	-37,153	-40,331
Stock Futures	-56,071	-53,315	-45,911	-56,838	-56,978
Stock Options	-32,310	-37,913	-36,024	-32,302	-34,918
Profit Makers					
Index Futures	20,700	27,374	29,152	25,549	28,283
Index Options	13,956	18,431	23,226	14,839	18,950
Stock Futures	61,027	46,255	1,46,835	72,307	52,892
Stock Options	15,437	20,528	29,182	20,243	22,430
Loss Makers					
Index Futures	-45,602	-51,456	-51,762	-49,746	-47,328
Index Options	-43,929	-56,715	-46,478	-42,887	-46,999
Stock Futures	-94,339	-82,822	-1,10,269	-1,00,906	-94,654
Stock Options	-40,788	-48,493	-50,136	-42,080	-45,833

Values in Rs.

図表10 修正アクティブ投資家の居住都市別損益状況 2

Table B.3.3.3: Average profit/ Loss across major Tier-II cities in FY22 (Active trimmed)

Product Category	Ghaziabad	Gurgaon	Indore	Jaipur	Vadodara
All Individual Traders					
Index Futures	-32,618	-28,293	-28,525	-28,985	-28,547
Index Options	-41,504	-46,189	-35,701	-39,964	-37,079
Stock Futures	-60,741	-60,311	-45,902	-57,601	-64,971
Stock Options	-37,767	-36,417	-28,764	-32,947	-30,937
Profit Makers					
Index Futures	23,789	26,705	18,390	24,245	18,996
Index Options	17,727	14,540	9,762	13,993	13,521
Stock Futures	47,999	45,404	37,791	47,708	40,309
Stock Options	19,797	21,505	10,543	16,973	14,571
Loss Makers					
Index Futures	-50,244	-46,199	-43,319	-46,028	-43,132
Index Options	-48,215	-52,474	-39,616	-45,319	-42,167
Stock Futures	-93,909	-94,375	-75,526	-89,149	-95,866
Stock Options	-48,475	-47,432	-35,729	-42,404	-38,761

Values in Rs.

注

- (1) Securities and Exchange Board of India, "Analysis of Profit and Loss of Individual Traders dealing in Equity F&O Segment," 二〇二三年一月二五日 (https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/research/jan-2023/study-analysis-of-profit-and-loss-of-individual-traders-dealing-in-equity-fando-segment_67525.html).
- (2) 拙稿「インドの個人による株式デリバティブ取引—インド証券取引委員会調査報告—」『証研レポート』一七四二号、二〇二四年二月 (https://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1742/1742_03.pdf)
- (3) 報告書では年間六回以上取引したアクティブ投資家とノン・アクティブ投資家に分け、さらにアクティブ投資家の利益上位5%と損失上位5%を除いた修正アクティブ投資家という分類を設けており、この修正アクティブ投資家は一般的な個人投資家の代理変数として用いられている。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

非財務情報の虚偽記載と2つの「重要な事項」の解釈

梅本 剛正

1 非財務情報の充実と記載事項の適正性確保

(1) 非財務情報の重要性と課題

近年、有価証券報告書等の非財務情報に注目が集まっている。企業の長期的な価値創造の源泉となる無形資産の重要性が高まる一方、これらの価値は必ずしも財務情報に反映されていないため、非財務情報を通じて理解する必要があること等が背景にある。

非財務情報については、これまで、必ずしも十分な開示が行われてこなかったことが問題とされてきた。会計基準等で記載内容等が規定されている財務情報と異なり、非財務情報ないし記述情報には会社側の記載の仕方に裁量を与えられているものが少なくない。そのため、財務情報の数値や推移をそのままMD&Aに記載したり、定型的な文句の羅列に終始したりして、投資家が有益な情報を得ることが難しい開示をする会社が少なくない。金融庁は毎年「記述情報の好事例集」を公表して良好な開示事例を示す等して、投資判断に参考となる情報の提供を上場会社に対して促してきた。サステナビリティ開示を導入するにあたっては、開示ガイドラインを改正する等して非財務情報の充実を図ろうとしている。

他方で、非財務情報については制度上、内容の正確さが必ずしも担保されていないという問題がある。発行開示規制においては、財務情報は公認会計士・監査法人のような外部の専門家のチェックを受け、非財務情報は引

受証券会社がチェックすることとされている。ところが継続開示規制においては、非財務情報の適正さを事前チェックするゲートキーパーは存在しない。⁽³⁾そのため、法定開示書類の非財務情報に虚偽記載等があった場合には、事後的なサンクション、すなわち民・刑事の責任や課徴金が重要な役割を演ずることになる。

(2) 規制目的の二律背反

規制当局は、非財務情報の記載内容の充実と非財務情報の記載内容の適正さの確保という二つの課題を解決することが求められているといえるが、これには難しい問題がある。というのは、非財務情報において投資判断に有益な情報を提供させることと、その虚偽記載に対して厳格な法執行を通じて正確性を担保することとは、二律背反な関係となり得るからである。

刑事罰の威嚇効果等で非財務情報の記載の正確性を担保すれば、法定開示書類に虚偽記載が行われるリスクが低くなるのはたしかである。しかし、強力な制裁は、同時に企業側の開示姿勢に萎縮効果をもたらすことになる。MD & A等の非財務情報においては、経営者の視点から企業のストーリーを語る事が本来的に期待されているが、記述の仕方は会社側に大幅な裁量が与えられている。非財務情報の記載に行きすぎや誇張があり、規制当局から故意の虚偽記載であると認められた場合に刑事罰や課徴金の対象になるというのであれば、規制対象たる上場会社は非財務情報において有意義な開示をするよりも、定型的で投資判断にあまり役立たない情報の開示に終始するのが無難で合理的な反応となるであろう。とりわけ、非財務情報の開示に実務が習熟していないときに、刑事罰等の威嚇で適正さを確保しようとするなら、企業の情報開示が定型化するのは当然の帰結といえる。⁽⁴⁾

(3) 「重要な事項」の解釈と学説の不在

ところで、刑事責任の要件である「重要な事項」の虚偽記載とは、「真実の記載がなされれば投資者の投資判断が変わるような事項」と解されている。一般投資者の投資判断に影響を及ぼす蓋然性が高い虚偽記載という趣旨では、民事責任においてもまた課徴金納付命令においても「重要な事項」は同じ解釈になると思われる。

法定開示書類の非財務情報で虚偽記載がなされても、投資判断に大きな影響がなければ民・刑事責任や課徴金の対象にはならない。これら虚偽記載において「重要な事項」が要件とされているのは、適正な開示と有意義な開示とをバランスさせる趣旨であるともみることが出来る⁽⁸⁾。ところが、これまでのところ、後述するように規制当局は非財務情報の虚偽記載に対して、投資判断への影響を個別に判断せず、ほぼすべての虚偽記載が重要な事項に該当するかのとき解釈をとっているようである。

規制当局が非財務情報の虚偽記載に対して厳格な立場をとっていると市場に受け止められている限り、刑事罰等の威嚇に伴う萎縮効果ゆえに、充実した非財務情報の提供という政策目的の実現には限界があるといえる。

学説はどのような解釈を示しているのだろうか。金商法では、虚偽記載が「重要な事項」であることは民事責任（一八条、二一条、二一条の二等）、刑事責任（一九七条一項一号）で要件となっており、課徴金納付命令の対象（一七四条の四）でも同じである⁽⁹⁾。現在のところ、これら民・刑事等における「重要な事項」の虚偽記載について実務の参考になるような解釈を示すものはない。虚偽記載の「重要な事項」の解釈について、学説において十分な議論の蓄積があれば、実務の混乱は回避されるはずであるが、残念ながら現状では学説は不在といつてよい状態である。

2 金商法の二つの「重要な事項」―抽象的重要性と具体的重要性

有価証券報告書等の法定開示書類で企業内容の開示が求められているのは、投資者の適正な投資判断を促すためである。それゆえ、その記載事項も投資判断のために重要な事項であることが当然の前提となっている。¹⁰⁾

企業内容の情報開示は多ければ多いほど投資者にとって有益なようにみえるが必ずしもそうではない。投資判断において重要とはいえない情報が有価証券報告書等に混在すると、法定開示書類のポリシーームが不必要に大きくなり、投資者が真に重要な情報を見つけるのが難しくなるからである。それゆえ法定開示書類は、投資判断に重要な情報を過不足なく盛り込むことが求められている。法令上も一般的・抽象的に投資判断に重要とされる情報が法定開示の記載事項とされている。本稿では法定開示書類で求められている重要性を便宜上「抽象的重要性」と呼ぶことにする。

これに対して、民・刑事責任等で問題となる重要性は、法定開示事項のうち特定の記載事項が「重要な事項」に該当するかに着目して判断される。この違いは条文を読めば自明である。たとえば、虚偽有価証券報告書提出罪について定める金商法一九七条一項一号は、有価証券報告書等の「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」を提出することが、構成要件となっているが、ここでいう「重要な事項」とは、投資判断のために抽象的重要性を有する法定開示の記載事項の中で、投資者が実際の投資判断をするにあたり、具体的に重要であるか否かが問題となっているからである。本稿ではこれを「具体的重要性」と呼ぶことにする。

金商法における「重要な事項」という文言が、どちらを指すかは明確に区別する必要があり、この区別を曖昧にすると解釈が歪んでしまうことはいうまでもない。法定開示書類における記載事項は、抽象的重要性があるからこそ記載事項とされているのである。法定開示書類に虚偽記載があることと、それが具体的局面において投資

者の投資判断を左右しうるものか否かは別問題である。

以下では規制当局が虚偽記載の「重要な事項」をどのように解してきたのか、課徴金納付命令の事案等を手掛かりに確認してみたい。令和四年三月三日に日産役員報酬虚偽記載事件の第一審判決が出たが（以下、「令和四年東京地裁判決」という）、この判決は非財務情報の重要性に関する最近の裁判所の判断を知るうえで示唆的であるので、併せて検討対象に加えたい。

3 課徴金納付命令と規制当局のスタンス

(1) 不利益処分の理由の提供

非財務情報の虚偽記載が問題となった事案は、裁判例のみならず課徴金納付命令においても限られるが、僅か⁽¹²⁾とはいえこれらの事案や規制当局の公表文書等を検討することで、証券取引等監視委員会・金融庁の非財務情報の考え方を知らず手掛かりを得ることができる。

課徴金は行政上の金銭的不利益処分に該当するので、処分にあたり理由を示すことが求められる（行政手続法一四条一項）。虚偽記載の課徴金納付命令の事案をみる限り、「重要な事項について虚偽の記載」があった場合の理由には、特定の虚偽記載があったことだけが示されており、重要な事項であることについて触れているものはない。⁽¹³⁾

不利益処分の理由の提供については、法令上の要件をすべて記す必要はない。規制当局が当該事案において問題となった虚偽記載が重要なものであることが自明と判断しているのなら、その是非はともかく、あえて「重要な事項」に触れないことも理解できないではない。しかし、証券取引等監視委員会『平成三〇年度証券取引監視

委員会の活動状況』では、役員報酬の虚偽記載について具体的重要性を検討することなく、一律に役員報酬の虚偽記載について「重要な事項」であることを認めるように読める一節がある。⁽¹⁴⁾

規制当局が不利益処分理由について、虚偽記載についてのみ記し、別途要件となっている「重要な事項」の記載を省略している理由が、法定開示事項であれば、その虚偽記載は当然に具体的重要性を有するという理解に基づくものであれば、法令解釈を誤っている疑いがある。

課徴金納付命令の審決をみれば実務の判断をより詳しく知ることができるが、非財務情報の虚偽記載の「重要な事項」が争われた事案が一件だけ存在する。次にそのオプトロム事件審決についてみてみることにしたい。

(2) オプトロム事件審決⁽¹⁵⁾

二〇一七(平成二九)年二月三日に審判決定のあった課徴金納付命令の事案は、名古屋証券取引所のセントレックス(現ネクスト市場)に上場していたオプトロム社の四半期報告書等の財務情報に虚偽記載が認められたほか、有価証券届出書の新株予約権の割当先等について次のような虚偽記載が認められたものである。

すなわち、信用調査会社から新株予約権の割当先の親会社が反社会的勢力と関係がある等、増資引受先として適格な相手方ということではできない旨の調査結果を得ていたにもかかわらず、有価証券届出書に「割当予定先の役員又は主要株主が反社会的勢力等や違法行為に関わりを示す情報に該当はありませんでした。」と記載がされたほか、手取金の使途において、当該反社会的勢力と関わりのある人物の経営する法人に新株予約権の発行による手取金の一部が支払われるとの事実を隠ぺいする開示も行っていた。

審判においては、新株予約権の割当先の実態と新規発行の手取金の使途についての虚偽記載が重要な事項にあ

たるかが争点の一つとなったが、審決では次のように肯定された。

すなわち、「開示府令において、割当予定先の実態につき、特定団体等の該当性を確認すること等を求めているのは、市場の公正性を担保するためのものであり、手取金の使途につき、区分に応じた具体的な記載が求められていることについても、第三者割当に係る開示の充実を図るためのものであると解されることからすれば、開示府令によって記載が求められている各事項は、投資者の投資判断に影響を与えるものであることが前提とされているものである。」

そのうえで、「上場会社において、反社会的勢力等との関与の有無については、確認を適正に経たかを含め、株式の上場維持等に於いて重要なものと捉えられていたものといえ、投資者の投資判断にも少なからず影響するものであったというべきである」として、財務情報の虚偽記載¹⁶と合わせて「両虚偽記載は、投資者において到底容認できる内容ではなく、真実の記載がされれば投資判断が変わるものというべきである」として、有価証券届出書に係る虚偽記載は「重要な事項」に該当するとの判断を示した。

対象事項が非財務情報であることや反社会的勢力への該当性が認定されているものではないことから重要な事項にあたらぬ旨の被審人の主張に対して「投資者の投資判断への影響が財務情報に限られるともいい難い上、本件各虚偽記載の内容が開示府令や名証の規則等を踏まえたものとはなっていないこと」から、その判断は左右されないとした。

(3) 検討

オプトロム審決は、反社会的勢力等との関係が取引所の上場廃止事由とされていることも勘案¹⁷したうえで重要

な事項であることが認められていることから、結論的にみると具体的重要性の要件も満たしたものといえそうである。ただし、同審決では、「開示府令によって記載が求められている各事項は、投資者の投資判断に影響を与えるものであることが前提」であると述べる等、法定開示事項であることの抽象的重要性と、課徴金納付命令の要件である具体的重要性とを必ずしも明確に区別していないようである。

金融庁や証券取引等監視委員会の基本的な立場は、少なくとも非財務情報については本稿で問題とする二つの「重要な事項」を区別しておらず、非財務情報の虚偽記載であれば当然に民・刑事責任や課徴金の対象になると理解しているようである。このような解釈が規制当局に留まるのなら、訴訟等においていずれ正されることが期待できる。次に、非財務情報の虚偽記載の「重要な事項」に対する裁判所の解釈が示された直近の裁判例である令和四年東京地裁判決をみてみることにしよう。

4 令和四年東京地裁判決―日産役員報酬虚偽記載事件

(1) 事実

平成二一年四月から平成二四年六月まで東証一部上場会社日産自動車の常務執行役員、同年同月から平成三〇年一月まで同社の代表取締役兼CEOであったGは、日産自動車の提携先で大株主であるフランスのルノーの大株主フランス政府に高額報酬を隠蔽する目的で、報酬の一部を将来退任後に顧問料等の名目で受け取ることとして、そのスキームを秘書室長Oに検討を指示した。平成二三年度から平成二九年度の間に日産株主総会および取締役会の授権に基づいてGの決定した報酬額のうち、実際にGに支払われた額のみを有価証券報告書に記載した。GはOや常務執行役員で二〇一二年から代表取締役となったKらと、未払額の支払い方法として退職慰労金

打切支給、退任後の顧問契約や競業禁止契約料、関連法人や非連結海外子会社を通じて支払う方法等を検討した。日産とKは、未払額を除いた金額をGの報酬額と記載した有価証券報告書を提出したが、重要な事項につき虚偽の記載のある有価証券報告書を提出したものととして、虚偽有価証券報告書提出罪にあたるとして起訴された。

(2) 「重要な事項」に関する裁判所の判断

判旨はGに対する役員報酬の虚偽記載を認め、日産自動車について有罪とし、Kが二〇一七年以後の有価証券報告書の虚偽記載についてのみ故意を肯定し、一部について有罪としたが、Gに対する役員報酬の虚偽記載が「重要な事項」に該当するか否かについては、以下のとおり述べて肯定している。

取締役の報酬等の額が金商法一九七条一項一号の「重要な事項」にあたるかについて、「∴虚偽記載有価証券報告書提出罪の趣旨によれば、「重要な事項」とは、投資者の投資判断に影響を与えるような基本的な事項、すなわち、その記載内容によって投資者の投資判断が変わり得る事項をいうものと解される」としたうえで、「∴開示府令による「コーポレート・ガバナンスの状況」に関する情報開示の一環として、役員区分ごとの報酬等の総額開示に加え、一定額以上の報酬の支払を受けている役員の種類別の報酬等の額の個別開示を義務付けるに至った経緯及び背景事情によれば、役員報酬等に関する情報は、投資者が会社のガバナンスの状況を評価する重要な手掛かりとなるものであり、その評価を基に投資判断を行うことが想定される事項であるから、その記載内容によって投資者の投資判断が変わり得る事項といえる。よって、取締役の報酬等の額は、「重要な事項」にあたるというべきである。」と結論づける。

(3) 検討

令和四年東京地裁判決は、役員報酬額の「個別開示を義務付けるに至った経緯及び背景事情」から、「役員報酬等に関する情報は、投資者が会社のガバナンスの状況を評価する重要な手掛かりとなるもの」としたうえで、「その評価を基に投資判断を行うことが想定される事項であるから、その記載内容によって投資者の投資判断が変わり得る事項」であるとして、役員報酬の虚偽記載を「重要な事項」の虚偽記載であると結論づける。

判旨のいう経緯・背景とは具体的にいうと、平成一五年(二〇〇三年)の開示府令改正で、役員報酬の開示がなされるに至った経緯・背景等と、平成二二年(二〇一〇年)の開示府令改正において、役員報酬個別開示がなされるに至った経緯・背景等を指す。

「上場会社の株主その他の投資者が会社のガバナンスを具体的に評価するにあたっては、コーポレート・ガバナンスの構造に加えて、役員人事及び役員報酬が重要な要素になると考えられるところ、役員報酬は、会社あるいは個々の役員の業績に見合ったものとなっているのか、個々の役員に対するインセンティブとして適切か、会社のガバナンスが歪んでいないか等の観点から、投資判断及びガバナンス上重要な情報と考えられるが、取締役、監査役等の役員区分ごとの報酬等の総額開示だけでは、具体的なガバナンスの状況を判断する情報としては不十分であるとの観点から、諸外国のように個別役員報酬の開示を求めることが適当であると考えられる。」

このように述べて判旨は具体的重要性を認めているが、実はこの部分は、内閣府令改正時の立案担当者の説明をほぼそのまま写したにすぎない。役員報酬の個別開示等が開示布令において追加された際に、投資判断上重要であるとされたので、「重要な事項」の虚偽記載であるというのが裁判所の理屈である。

しかし、内閣府令の立案担当者が、役員報酬の個別開示が「投資判断及びガバナンス上重要な情報」というの

は、「抽象的重要性」つまり、有価証券報告書等の記載事項として必要であることを説いているにすぎない。新たに記載事項に加えるべき事項について、諸外国の例を挙げて抽象的重要性を有することを立案担当者が説明するのは合理的なことである。

ただし、それは個別具体的な役員報酬の虚偽記載が、投資判断に影響を有するかという意味での「重要な事項」とは別のものである。

令和四年東京地裁判決においては、役員報酬の開示に関して、当該記載事項が抽象的重要性を有するという当たり前の事実が述べられているにすぎず、当該事件における虚偽記載の具体的重要性について何も触れないまま、虚偽有価証券報告書提出罪の構成要件である「重要な事項」に該当すると判断する過ちを犯していると評価して差し支えないであろう。⁽¹⁹⁾

念のために、具体的重要性についても検討を加えておく。令和四年東京地裁判決はオプトロム審決と同様に論理構成の問題にとどまるのか、あるいは結論的にも失投といえるのだろうか。

将来の企業業績に影響を与えるか否かという見地から、CEOの役員報酬額を投資先企業の将来価値と結びつけて投資判断の材料とする投資家は多くないと思われる。⁽²⁰⁾ 会社規模に比して過大な報酬が支払われていたならば投資判断に影響する余地はあると考えられるものの、日産自動車の役員報酬の事案には妥当しない。

加えて、どの程度の役員報酬が適正であるかについても、市場において合意があるとはいえず、日産のCEOの役員報酬が一〇億円なら日産株を取得するが、退職後に受け取る報酬も含めた額が二〇億円であれば日産株を売却する（あるいは取得しない）、という投資判断をすることは考えにくい。一般的にみても、会社の役員報酬の多寡よりも、役員が報酬額相当の働きをしているか否かの方が投資者の関心事項ではあるが、幾らであれば妥当

かについて、意見の一致があるとも思えない。つまり、日産の役員報酬の虚偽記載については、具体的重要性を欠くとみるべきであり、令和四年東京地裁判決は論理構成のみならず、結論においても失投とみてよい。

5 おわりに

有価証券報告書等法定開示書類の記載事項の正確性を確保することは重要であるが、その手段として規制当局が刑事罰や課徴金納付命令による法執行に過度に依存することは、弊害の方が大きいというべきである。刑事罰等がもたらす萎縮効果により、投資者が非財務情報から得られる情報を制限してしまう危険があるからである。

とりわけ、規制当局の法執行が法定開示書類の記載事項の重要性と刑事罰等の要件となる重要性を区別しない解釈を前提とし、裁判所までがその解釈を追認するような現状では、そのリスクは決して小さくない。

財務情報であれ非財務情報であれ、法定開示書類に虚偽記載があっても直ちに重要な事項の虚偽記載にあたるわけではない。非財務情報においても、財務情報と同じく軽微な虚偽記載で投資判断に影響を与えることがなければ、「重要な事項」にはあたらず、民・刑事責任等が成立しないことは、理論的に明らかである。

重要な事項の虚偽記載の解釈について、それなりの議論の積み重ねがあれば、これほど実務が安定性を欠くことはなかったものと推察され、学界の議論が不十分であったことに大きな問題があったことはたしかである。今後、虚偽記載の「重要な事項」というテーマに学界の関心に向き、議論が活性化することを期待したい。

注

(1) 「財務情報」は金融商品取引法第一九三条の二「財務計算に関する書類」において提供される情報をいう。「記述情

- 報（非財務情報）」については、開示書類において提供される情報のうち、財務情報以外の情報を指すことが一般的である」金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告」（二〇一八年六月二十八日）一頁注一参照。
- (2) 有価証券届出書に記載すべき「将来情報」について、「一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合には、有価証券届出書に記載した将来情報と実際に生じた結果が異なる場合であっても」直ちに重要な事項について虚偽の記載がある等として責任を負うものではないとするものである（開示ガイドライン五―一六―二）。
- (3) 非財務情報のうち、サステナビリティ開示については、第三者保証の議論が始まっている。二〇二四年二月二〇日付日経新聞朝刊「非財務情報も「監査」対象 金融審、第三者保証制度を検討」参照。ただし、かりに第三者保証が導入されたとしても、非財務情報の一部に留まるであろう。
- (4) アメリカにおいても虚偽記載の重要性の基準設定における萎縮効果が指摘されることがある。梅本剛正「ゴーン氏の役員報酬は「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」か？」証券レポート一七二五号（二〇二二）三六頁、三九頁。
- (5) 平野龍一ほか編『注解特別刑法 補卷（二）』（青林書院 一九九六）六七―六八頁。
- (6) たとえば、金商法一八条について神田ほか『金融商品取引法コンメンタール（第二版）』（前田雅弘）（二〇一八）四四四頁参照。
- (7) 後述するオプトロム事件審決では、「投資者一般を基準として、投資者の投資判断に影響を与えるような基本的事項、すなわち、その事実について真実の記載がされれば投資判断が変わるような事項をいうもの」というが同旨と解される。
- (8) 財務情報の重要な事項についての虚偽記載について扱うものとして、藤津康彦ほか「重要な事項についての虚偽記載の意義」商事法務二三五〇号（二〇二四）四頁参照。

- (9) 「記載すべき重要な事項の記載が欠けている」ことは、民事責任や課徴金では対象となるが、刑事罰の対象とはされていないほか、「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」は、民事責任においてだけ要件とされている等若干の違いはある。
- (10) 金商法二四一条一項は有価証券報告書について、「事業年度ごとに、当該会社の商号、当該会社の属する企業集団及び当該会社の経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項を記載した報告書」(ゴチック筆者)と定めている。
- (11) 東京地判令和四年三月三日資料版商事法務四五八号一二三頁。非財務情報の重要な事項の虚偽記載の解釈については、近く刊行予定の、梅本剛正「非財務情報の重要な事項についての虚偽記載」佐伯仁志ほか編『刑事法の理論と実務 六』(成文堂 二〇二四)参照。
- (12) 近年の非財務情報の虚偽記載について検討を加えたものとして、中村慎二「非財務情報に関する有価証券報告書の虚偽記載事例と実務への示唆」資料版商事法務四三二号(二〇二〇)六頁、藤津康彦ほか「非財務情報の虚偽記載等」商事法務二二五二号(二〇二四)四二頁。
- (13) 非財務情報の課徴金納付命令について、「日産自動車(株)に係る有価証券報告書等の虚偽記載に対する課徴金納付命令の決定について」https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200228_4.html「日本フォームサービス(株)に係る有価証券報告書等の虚偽記載に対する課徴金納付命令の決定について」https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200131_3.html等参照。
- (14) 「…役員報酬についてのより具体的な情報は、会社または個々の役員の業績に見合ったものとなっているのか、個々の役員に対するインセンティブとして適切か、会社のガバナンスがゆがんでいないか等の観点から、会社のガバナ

スを評価し、投資判断を行う上で重要な情報であることから適切な情報開示が求められており、その虚偽記載は、投資判断に著しい影響を与えるものと考えられる。」

- (15) 「株式会社オプトコムに係る四半期報告書等の虚偽記載に対する課徴金納付命令の決定について」 <https://www.fsa.go.jp/news/28/syouken/20170203-1.html>
- (16) 財務情報については、虚偽記載された各項目の真実との差異・差異率が大きかったことから重要な事項とされている。
- (17) 非財務情報の虚偽記載が上場廃止事由に関わるものであることを理由として、虚偽有価証券報告書提出罪の重要性要件が認められた先例として、西武鉄道事件として知られる東京地判平成一七年一〇月二七日・LEXDB文献番号二八一三五四〇四がある。
- (18) 谷口義幸「上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する開示の充実等のための内閣府令等の改正」商事法務一八九八号(二〇一〇)二二頁、二二頁以下。
- (19) 検察側が「抽象的重要性」と「具体的重要性」の違いを認識しつつ、意図的にそのような主張を展開したのか、あるいは検察自身も区別がつかっていなかったのかは明らかでない。なお、被告人の訴訟代理人もこの点を争っておらず、争点にすらなっていない。
- (20) 有価証券報告書の記載よりも遥かに多額の役員報酬が実際に支払われ、同時にそれが投資判断に影響する場合があるとするなら、財務情報の虚偽記載が認められるはずである。非財務情報の重要性を問題とするより、財務情報について重要な事項の虚偽記載の該当性を判断する方がより直截的ではある。
- (21) 詳細は、梅本、前掲注(11) 文献参照。

(つめもと よしまさ・甲南大学教授)

米国の実質株主の透明化のための制度

～ OROO / NOBODY Form 13F ～

福本
葵

1 はじめに

令和五年一二月二五日、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告書制度ワーキング・グループ報告」が発表された。当該ワーキング・グループが取り扱ったテーマの一つ目は、公開買付制度、二つ目が大量保有報告書制度、三つ目が実質株主の透明性である。

現行の日本の制度では、株主名簿や有価証券報告書等の大株主の状況に関する開示によって、発行会社やその株主は、株主名簿上の名義株主を把握することができる。しかし、二〇〇〇年代の日本版マスター・トラスト制度の導入により、株主名簿には資産管理信託銀行が並び、閲覧しても議決権の指図権限を有する実質株主を把握することはできなくなった。実質株主については、5%以上の大量保有報告書制度の適用対象となる場合を除き、発行会社や株主がこれを把握する制度が存在しない。また、大量保有報告書制度の提出遅延が相次いでおり、これが問題となっているが、現在日本には諸外国に見られる大量保有報告書制度の違反者に対する議決権行使の停止等の制度は設けられていない。

近年の同意なき買収の増加や株主エンゲージメントの強化等、発行会社には実質株主を特定したいとする様々

なニーズがある。そのため、多くの発行会社では、その必要があれば、費用を支払って実質株主判明調査を行っている。また、自らが提案する株主提案に賛同を得るため等、株主にとっても実質株主を特定したいとするニーズがある。一方、米国やイギリスでは、実質株主を特定する制度が存在する。米国は、証券預託機関のDTIC (the Depository Trust Company) の制度である、OBO (Objecting Beneficial Owners) / NOBO (Non Objecting Beneficial Owners) 制度およびSecurities and Exchange Commission (以下、SEC) のForm13Fがあり、イギリスには、二〇〇六年会社法七九三条に規定される、発行会社による実質株主開示請求制度がある。本稿では、米国のOBO/NOBO制度およびSECのForm13Fがどのようなものであるか、DTICの行う証券決済制度と実質株主の透明化の関係について、日米制度を比較して考察する。

2 米国の証券決済制度と実質株主透明化の必要性

一九六七年から一九六八年に生じたペーパー・クライシスを契機に一九七三年、証券の預託機関であるDTICが設立され、現在に続く証券決済制度が確立する。DTICの決済制度と日本の証券振替決済制度の大きな違いの一つが、株主を把握する方式にある。

米国の方式は間接方式と呼ばれ、株主名簿上には、証券会社等のストリート・ネームが記載されるため、発行会社は最終投資家である実質株主が誰であるかを知ることができない。一方、日本の証券振替決済制度においては、発行会社が最終投資家を特定できる直接方式が採用されている。一般に、間接方式の方が簡便で安価であるが、日本では振替決済制度導入の際に発行会社からの強い要望により、直接方式が採用された。

米国では、既にペーパー・クライシスが発生しており、これに対する早期の対応が望まれた。また、DTICに

よる集中決済制度導入の前から、ストリート・ネームで株式を所有する習慣があったため、間接方式が採用された。つまり、物理的な株券の移動を排除し、証券取引を集中させるための預託機関および清算機関の創設が急務であった。

制度成立後間もなくの一九七六年にSECより発表された“Street Name Study”は、ストリート・ネームの所有権が物理的な株券の譲渡を必要とせずに証券取引を促進するかどうかに焦点が当てられたが、そこにおいても、預託制度にはストリート・ネームの活用が不可欠であるとされた。

しかし、一九七〇年代半ばに生じたロッキード事件は、一九七七年の海外腐敗行為防止法 (Foreign Corrupt Practices Act, FCPA) の制定につながり、取締役選任プロセスの有効性に疑問を投げかけた。一九七三年にDTCによる新たな決済制度が始まるとほぼ同時に、DTCの決済制度では把握できない実質株主を特定するニーズが高まりを見せる。米国では、実質株主を特定する制度には二つあり、その一つがDTCによるOBO／NOBOの制度であり、もう一つがSECによるForm13Fである。

3 OBO／NOBO制度

① OBO／NOBO制度の概要

株式の預託機関であるDTCが行う決済制度において、OBOとは、ブローカー内に口座を開設する際に発行会社に対し株主情報を開示することを拒否した株主であり、NOBOはそれを許可した株主である。本制度は、一九八〇年代半ばに名義株主と実質株主との間のコミュニケーション格差を是正する目的で創設された。¹⁾しかし、その一方で、プライバシー保護のために、情報を開示するか否かは株主によって任意とした。

本制度は、矛盾した二つの目標に対処するために設計された妥協案であった。第一の目標は、実質株主に発行会社の議決権が与えられれば、経営陣の説明責任がより高まるため、発行会社と最終的な所有者との間のコミュニケーションを強化することでコーポレート・ガバナンスを改善しようとするものであり、第二の目標は、株券を固定化し（つまり、物理的な株券の移転を排除する）、証券取引のための集中決済制度を創設するという議定事項を実現しようとするものであった。つまり、経営者に対する監視強化のためには、実質株主に議決権の行使を促し、発行会社と実質株主のコミュニケーションを図る必要がある。その一方で、DTCによる集中決済制度のためには、ブローカー等の仲介機関を介し、最終的な投資家は仲介機関の下部に位置する階層構造を有す。そのため、発行会社は実質株主を特定することはできない。

この制度においては、発行会社は、OBOとはコミュニケーションをとることはできない。一方、NOBOについては、ブローカーや金融仲介業者に対しNOBO requestという開示請求を行うことができる。発行会社がNOBO requestを行った場合、ブローカーや金融仲介業者は、NOBOの氏名、住所、持株残高等が記されたNOBO Listを五営業日以内に発行会社に提出する義務を有する。その費用はNYSE rule 465に規定⁽³⁾されているが、当該費用は株主が多いと高額になる仕組みとなっている。実務では、ブローカーや金融仲介業者はこの業務を、さらにエージェントに委託している。そのため、発行会社はエージェントに直接請求する。このエージェント業務の大半はブロードリッジが担っている。

SEC規則ではOBO/NOBOに関係なく、発行会社から実質株主へのコミュニケーションはブローカーや仲介者を通じて行う。発行会社が直接、議決権行使書等を送付することはなく(NYSE Rule 451, 452)。これらの書類を株主に送付するのは、ブローカー等であるが、発行会社は送付にかかった費用をブローカーに支払う。

この費用は証券取引所によって決まっている (NYSE Rule 465)。実務では、これらの送付もほとんどがブロードリッジを通じて行っており、ブロードリッジは発行会社からブローカーに支払われた手数料のうちの一部を受け取っている。先に述べたエージェント業務を含め、米国上場株式の株主に対する書類送付業務の八〇%以上はブロードリッジが行っており、競争相手は極端に少ない。⁽⁴⁾これが、高額、時間がかかり、複雑になっているという批判がある。

発行会社は、アニユアルレポート等の株主総会関連書類をNOBOに直接送付することができるが、議決権行使書は直接送付することができない。実際にはアニユアルレポートだけを発行会社から先に送付することはない。また、発行会社は、関連する仲介業者が実際に必要に応じて委任状資料を転送したことをNOBOに確認したり、NOBOに議決権行使を奨励したりすることもできる。⁽⁵⁾

② 制度設立の経緯

一九六〇年代の後半に起こったペーパー・クライシスにより、証券決済制度改革が急務であるとされ、一九七三年、株式の集中預託機関であるDTCが設立され、それまで各証券市場に分かれていた証券預託機関の統合が行われた。一九七六年にSECが発表した"Street Name Study"⁽⁶⁾においても、米国の証券預託制度においては、物理的な株券の移動を必要とせずに証券取引を促す証券会社等のストリート・ネームの活用が不可欠であるとしている。⁽⁶⁾そのため、発行会社が実質的な株主を特定できないとしても、ストリート・ネームを抑制するような策は採用しないとされている。

その後、一九八〇年にSECが発表した"Staff report"⁽⁷⁾には、発行会社が実質株主を特定し、統一代理資料配布システムを確立するために、SECがAdvisory committeeを設置することが勧告として挙げられた。⁽⁷⁾一九八二年、

SECCのAdvisory committeeが推奨した株主コミュニケーションの枠組みの一部として、一九八三年、OBO／NOBOの仕組みが確立された。⁽⁸⁾

③ OBO／NOBOを巡る議論

現在、ストリート・ネームで株式を保有している者の七五%以上はOBOである。⁽⁹⁾ 制度導入以後大きな変更はなく、NOBOの割合は常に小さい。OBO／NOBO制度は十分に活用されているとは言いがたい。

制度設立後、OBO／NOBO制度の改正を望む議論は、これまで何度か起こっている。SIFMAやCouncil of Institutional Investors（以下、CII）等は改正に関するレポートを二〇一〇年に発表しており、二〇一一年八月 Investment Company Instituteのワーキング・グループ報告書を発表している。OBO／NOBOの制度改正を求めているのは主に発行会社であり、発行会社は直接、より安価なコストで、実質株主とのコミュニケーションを取るようになることを求めている。改正を求める者の主たる意見は、「OBO／NOBOの区別を撤廃し、取締役選任に関し株主と直接コミュニケーションを取る方が株主の議決権行使が高まり、コストが削減できるのではないか。プライバシー保護といわれるが、OBOの中には、制度を理解していない者も多く、プライバシーの捉え方も株主によって異なる。」（二〇〇六年のCII調査）とするものや、「NOBOの情報は、発行会社のみならず、他の投資家も閲覧できるため、ファンドがその情報を利用する可能性があることを懸念するかもしれない。株主名簿を見ても、実質株主が特定できないという状況は発行会社のみならず、主提案や委任状合戦を行おうとする株主にとつても同様である。取締役は実質株主判明のための費用を会社に求償できるが、株主はできない。」等とするものがある。そのため、OBO／NOBOの違いを廃止するか、NOBOをデフォルトとして制度改正をするべきではないか、とする意見がある。一方で、ブローカーからは現行制

度で問題ないとされ、現在までほとんど改正には至っていない。

4 SWC Form13F

① Form13F導入の経緯

米国において、実質株主を特定する二つ目の制度がSECのForm13Fである。前述のOBO/NOBOがDTCの制度であるのに対して、Form13Fは、一九三四年証券取引所法13Fに基づくSECの制度である。

一九六八年、議会はSECに市場および新たな傾向を分析することを要請し、一九七一年SECはInstitutional Studyを発表した。⁽¹⁰⁾この中で、機関投資家の投資拡大や市場に与える影響を鑑みると、証券保有と活動に関するタイムリーな情報開示を求めると指摘した。⁽¹¹⁾一九七五年、機関投資家の保有証券に関する情報の公開性を高めるため、証券取引所法第13Fを導入する法改正が議会で可決された。これにより誰もが入手可能なデータを利用できるようになり、それによって証券市場の健全性に対する投資家の信頼が高まるとするものである。大量保有報告書制度が持分割合（五%以上）基準により開示を行うものである一方、Form13Fは一億ドル以上という量的基準により開示を求めるとするものである。

証券取引法13Gは、13(d)(1)に定める種類の持分証券を最近一二ヶ月の最終取引日現在、公正な市場価額で総額一億ドル以上保有する勘定に関して投資裁量権を行使するすべての機関投資管理人 (institutional investment manager)、自らの勘定で証券を売買する主体、具体的には銀行、保険会社、投資顧問、投資会社、基金等を指す)は、SECにSECが規則により定める様式の報告書 (Form13F)を四半期ごとに提出しなければならない旨が定められている。つまり、三ヶ月決算の発行会社の場合、三月、六月、九月、一二月末日より四五日以内(営

業日ではなく暦日)に四半期ごとの保有銘柄状況を提出しなければならない。

② Form13Fの制度概要

(i) 制度の目的

Form13Fの制度導入の目的は、機関投資マネージャーの投資活動に関するデータを収集すること、これらのマネージャーが証券市場に与える影響の検討を容易にすること、証券市場の健全性に対する投資家の信頼を高めることであると説明されている。機関投資運用会社に関するデータが普及することにより、投資家が証券市場の健全性をより信頼することに繋がることが挙げられている。⁽¹²⁾

(ii) 提出義務者

Form13Fの提出義務者は、事業の過程で米国郵便(または州間の他の手段)を使用し、13Dの証券に対し、一億ドル以上の投資裁量権を行使する機関投資家(米国の証券取引所に上場されている株式に係る一任運用資産が一億ドル以上の機関投資家)である。⁽¹³⁾

管理下にある口座でどの有価証券を売買するかを決定する権限を持っている場合、または他の誰かが投資決定に責任を負っている場合でも、どの有価証券を売買するかを決定する場合には、投資裁量権があるとする。Form13Fレポートの提出が義務付けられている機関投資運用会社とは、通常、投資顧問、銀行、保険会社、ブローカー・ディーラー、年金基金等である。銀行や保険会社のように自己勘定で有価証券に投資する主体も、投資信託のように他人の利益のために投資する主体も含まれる。また、ブローカー・ディーラーのような民間主体、公的年金基金や政府系ファンドのような政府系主体、大学基金や組合年金基金のような中間に位置する機関も含まれる。ヘッジファンドのような高度にアクティブな株式トレーダーも、インデックスファンドのようなパッシブ

なバイ・アンド・ホールド投資家も含まれる。登録投資顧問業者も未登録投資顧問業者も含まれる。国内の機関投資家だけでなく、米国に投資している海外の機関投資家も含まれる。個人投資家は提出義務者には含まれない。

(iii) 報告対象有価証券

Form13Fの報告対象有価証券は、取引所で取引される株式、またはNASDAQで取引される株式、株式オプションおよび株式ワラント、クローズドエンド投資証券、およびその他の株式、一部の転換社債型新株予約権である。オープンエンド型の投資証券は含まれない。

(iv) 開示内容

Form13Fの開示内容は、提出義務者の名称、住所、および報告対象の証券ごとに、発行者の名称（銘柄、アルファベット順）、種類（普通株式、プット・コールオプション、クラスA株式、転換社債等）、証券識別番号（CUSIP番号）、株式数もしくは元本額、公正な市場価値による保有総額である。これらの開示情報は、単純なデータのみなならず、生成データによって、例えば、どの株主が一年、三年、五年、一〇年保有しているか等の情報を得ることができる。これらの開示情報は委任状態戦等に利用される場合もある。五〇万ドル以上の取引では、取引内容、一株当たりの価格、取引日、決済日、ブローカー、取引が行われた市場等の追加開示が必要となる。

(v) 提出先・開示場所

Form13FはSECに提出される。証券取引所法では、SECは当該報告書に含まれた情報を、SECが定めた形式により、公衆に対して、妥当な費用で容易に利用できるようにしなければならないとされている。具体的には、EDGAR上に開示され、公衆に縦覧される。

(vi) 提出期限

Form13Fの提出期限は四半期の最終日より四五日以内である。取引から報告までタイムラグがある。例えば、三ヶ月決算の発行会社の場合、一〇月一日に一億ドル以上を取得しても報告がなされるのは二月一五日となり、四ヶ月半を要する。

(vii) 情報の機密扱い請求・不開示

機関投資家は、一定の場合、Form13Fで報告する必要がある情報のうち、特定の情報を機密扱いにする請求を行うことができる（規則24b-2および17C.F.R. §240.24b-2）また、Form13Fでポジションを時期尚早に一般に公開すると、競合他社に進行中の投資戦略が明らかになり、競争上の地位に重大な損害を与える可能性があることをSECに対して証明することにより、「機密、商業または財務情報」に該当するポジションを削除することができる。

また、証券取引所法13(d)(3)、15U.S.C.78m(d)(3)、情報公開法 (Freedom of Information Act, FIOA) は、SECが13(d)に基づいて報告された情報の公開を防止または最長一年、特定の情報を遅延できると規定している。改正前はこの請求を紙ベースで提出する必要があったが、二〇二三年一月三日施行の改正により、電子データで提出することになった。

③ 開示基準値引き上げの改正提案

(i) 改正提案の概要

一九七八年に導入されたForm13Fは、情報を公開する機関投資家側からも、閲覧利用する投資家からも改正を望む意見があったが、四〇年以上大きな変更なく運営されてきた。二〇二〇年七月一〇日、SECによって

Form13Fを大幅に変更する改正提案が提出された。つまり、開示基準値（閾値）を一億ドルから三五億ドルに引き上げる案である。現在、Form13Fを提出する義務のある機関投資家は五、〇〇〇以上あり、改正提案が可決されるとその数を九〇％以上減少させるものであった。⁽¹⁴⁾ SECは改正提案提出後六〇日間のコメント期間を設定し意見を求めたが、各方面からの多くの反対意見により、改正は頓挫した。

(ii) SECの改正当理

SECは改正を提案する二つの理由を挙げている。一つ目の理由は、Form13Fを導入する法律が制定された一九七五年から市場規模は一・一兆ドルから三五・六兆ドルと三〇倍以上拡大しているにもかかわらず、その開示基準値（閾値）は引き上げられていない。従って、この度、同じ割合で閾値を引き上げる提案を行った。二つ目の理由は、小規模な提出義務者に対するコストの削減である。現在のForm13Fは、「小規模な」マネージャー当たり年間約一五、〇〇〇～三〇、〇〇〇ドルの潜在的な節約になること、また、フロントランニングや模倣行為等「小規模な」マネージャーに対する間接的なコストの削減を挙げている。

(iii) 反対意見

コメント期間に寄せられた意見の大半が反対意見であった。⁽¹⁵⁾ Form13Fは、発行会社のみならず株主や投資家にも開示され、どちらも利用できる重要情報であり、開示基準を引き上げると九〇％の機関投資家が提出を免れることになる。そのため、市場の透明性を害するものや、ステルス株主のアクティビスト活動が増加する懸念が挙げられていた。また、閾値には、消費者物価上昇率を反映しておらず、それを反映すると三五億ドルではなく、四億五千万ドルとなるはずであるとする意見も寄せられた。⁽¹⁶⁾

現在のForm13Fは大、中規模の会社の株主の実態は把握できているが、小規模の株主は特定できていない。

改正案ではその差が拡大する。つまり、大規模な会社の株主が特定できなくなる程度よりもずっと、小規模の発行会社の株主が特定できなくなる程度が大きい。(時価総額の大きい会社では特に) 規模の小さい投資家を把握することが困難になる。そのため、大口投資家を優遇することに繋がる。

NYSEユーロネクスト、Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals、National Investor Relations Instituteが二〇一三年に提出した13Dのルールメイキングの請願書等、かねてより批判があった四半期最終日の四五日以内というタイムラグを改善する改正(例えば提出の頻度を増やすことや、四五日を短縮し、二営業日以内に報告する等)は提案されていない。⁽¹⁷⁾一九七五年の制度導入の際、ストリート・ネームで登録されているため株主名簿では判明できない実質株主を特定することができる、とされていた。改正案はその効力を著しく低下させるものであるとする批判がある。⁽¹⁸⁾

今回の改正案に対する反対意見ではないが、Form13Fの重要性を説くものの中には以下のように指摘するものがある。⁽¹⁹⁾ Form13Fは、ヘッジファンド・アクティビズム、株主提案、集団訴訟において取締役と株主の和解を促進する。株主総会の取締役選任議案に関しても、取締役が株主に、議案を提出した株主がその他の株主に働きかけることを可能にする。また、発行会社と株主との関係のみならず、株主間の協調を促進するものである。つまり、Form13Fは議決権行使やエンゲージメントにおけるガバナンス活動に関して株主間の情報共有やその他の協調を可能にする。

5 おわりに

日本の証券振替制度は、直接株主を把握することができる直接方式であるが、二〇〇〇年代の日本版マスター

トラスト制度の導入によって、日本においても株主名簿によって実質株主を特定できなくなってしまった。本来、直接株主を把握できる制度を導入したにもかかわらず、その後の他の制度の導入によって、株主名簿からでは実質株主を把握しづらくなってしまった。

金融審議会「公開買付制度・大量保有報告書制度ワーキング・グループ」令和五年二月二十五日報告の三つ目のテーマ「実質株主の透明化について」に関しては、前の二つのテーマとやや性質を異にする議論であるように思われるが、三つのテーマともに、発行会社が「自社の株主を誰が保有しているのか」を把握するものであることに共通する。当該ワーキング・グループの議論では、イギリス型、つまり会社法改正によって、発行会社に実質株主を調査する権限を付与する方法に賛成意見が多かった。

発行会社が自社の実質株主を把握したいとするニーズに対応するためには、イギリス型制度の方が目的達成と合致するかもしれない。米国型では、これまで述べてきたように（発行会社が開示請求をしなくとも）一定の閾値を超えれば一般公衆に開示することになる。ワーキング・グループの議論では、イギリス型制度に賛成したとしても、一般閲覧に供することには賛成が多かった。

イギリス型実質株主制度の導入は、発行会社のニーズを反映するものであろうが、一方、株主にとってはどうか。株主には株主名簿閲覧請求権（会社法一二五条第二項）があるが、現行日本の株主名簿を閲覧しても実質株主が特定できないのは、発行会社も株主も同じである。実質株主の透明性の確保が発行会社にとってのみの制度ではなく、株主にとっても利用できるものである必要がある。日本にイギリスのような発行会社による実質株主開示請求制度を導入するとしても、例えば、株主提案をしようとする株主が、発行会社が入手した情報を有効に活用できる等、株主にとっても有用なものとなるよう、バランスのとれた開示制度を導入する必要がある。

ると思われる。

注

- (1) The securities transfer association, "Comment letters on proxy reform show strong support for change", July 14, 2020, <https://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-274.pdf>
- (2) Council of Institutional Investors, "The OBO/NOBO Distinction in Beneficial Ownership: Implications for Shareholder Communications and Voting", February 2010 (<https://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-22.pdf>)
- (3) NYSE rule 465 (<https://nyseguide.sro.rules.com/rules/nyegg0109013e2c855b257d>)
- (4) <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/14a-8/2021/mcrichtiebroadridge092221-14a8.pdf>
- (5) Council of Institutional Investors, "The OBO/NOBO Distinction in Beneficial Ownership: Implication for Shareowner Communications and Voting", February, 2010, P.5
- (6) Wade S. Williams, "Washington report, vol. 5 no.42, December 13, 1976 vol. 5 no.42, December 13, 1976", December 13, 1976, p.3
- (7) SEC, "Staff Report on Corporate Accountability. Division of Corporate Finance 7" (1980) (Staff Report)
- (8) Shareholder Communications Provisions, 48 Fed. 35,082, August 31,1983 証券取引法第14a-13(b)(5) Report of the OBO/NOBO Working Group to the Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission, August 31, 2021
- (9) Council of Institutional Investors, "The OBO/NOBO Distinction in Beneficial Ownership: Implication for Shareowner Communications and Voting", February, 2010, P.5

Report of the OBO/NOBO Working Group to the Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission, P.14

- (10) https://www.sechistorical.org/collection/papers/1970/1971_0310_SECInstitutionalInvestor_01.pdf
- (11) Daniel E. Elinger, "Too Much of a Good Thing: How Much Should Hedge Funds Be Required to Disclose?", August 22, 2009
- (12) U.S. Securities and Exchange Commission Office of Inspector General, "Review of the SEC's Section 13(f) Reporting Requirements" September 27, 2010, Report No. 480, p.1
- (13) Section 13(f)(1) of the Exchange Act [15U.S.C.78m(f)(1)].
- (14) SEC Proposes Amendments to Update Form13F for Institutional Investment Managers: Amend Reporting Threshold to Reflect Today's Equities Markets, <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-152>
- (15) <https://www.sec.gov/comments/s7-08-20/s70820.htm#meetings>
- (16) <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/14/reporting-threshold-for-institutional-investment-managers/>
- (17) <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/07/19/going-dark-sec-proposes-amendments-to-form-13f/>
- (18) <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/06/proposed-rules-relating-to-the-reporting-threshold-for-institutional-investment-managers/>
- (19) Alexander I. Platt, "Beyond "Market Transparency": Investor Disclosure and Corporate Governance", 74 STAN. L.REV. 1393 (2022) .1401

(ぐるぐると 投資と・ 金融研究)

証研レポート既刊目録

No.1729 (2021.12)	執筆者	No.1736 (2023.2)	執筆者
「その他手数料」再論	二上	クラウドファンディングの世界的概況	松尾
S R F 導入の背景	伊豆	O T C デリバティブ市場の現況 2	吉川
－ F R B と国債市場－		－ 二〇二二年六月末残高調査結果－	
ゲームストップ株式をめぐる問題	吉川	ホールセラーへの競争導入提案	清水
－ S E C の報告書に見る実態－		独オプシオン市場における高頻度取引 (H F T) 抑制の取り組み	志馬
なぜイギリスでは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか	梅本	－ 非対称スピードバンプの導入－	
		敵対的買収における強圧性について	梅本
No.1730 (2022.2)		No.1737 (2023.4)	
米国 S P A C 市場の実情	吉川	英国および米国におけるクラウドファンディング	松尾
－ ナスダックによる分析－		－ 株式投資型を中心に－	
F R B ・ 国債市場 ・ P T F	伊豆	シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー	伊豆
ペイメント・フォー・オーダーフローについて	清水	－ 預金・MMF・F R B－	
米国株式オプション市場における P F O F を巡る議論	志馬	世界の取引所取引の現況	吉川
－ その始まりから現在まで－		－ W F E 報告書に基づく考察－	
		米国の Universal Proxy (ユニバーサル・プロキシ) の導入	福本
No.1731 (2022.4)		No.1738 (2023.6)	
デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性	二上	プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」	二上
名古屋における店頭売買承認銘柄	松尾	ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア	吉川
－ 昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場－		－ 世界最大のデリバティブ取引所－	
L M E のニッケル取引をめぐる問題	吉川	S E C による最良執行ルール提案	清水
－ 価格急騰への対応と取引所運営－		米国株価情報配信政策をめぐる S E C と取引所の争い	志馬
進化する米大手投資銀行のトレーディング業務	神野	－ S E C による S I P の改革提案と敗訴－	
No.1732 (2022.6)		No.1739 (2023.8)	
アルケゴス破綻	吉川	日本証券業協会の業態分析について	二上
－ 一紙文書等から見た実態－		クレディ・スイスの A T 1 債をめぐる	伊豆
アメリカのミーム株取引とデジタル・エンゲージメント	清水	－ ベイルイン再考－	
米国オプシオン市場におけるメイカー・テイクア制度をめぐる議論と状況	志馬	コロケーション・スキャンダル	吉川
グローバル・トップ・バンク・ランキングの変遷とその意義	中野	－ インドにおける取引所運営の汚点－	
No.1733 (2022.8)		No.1740 (2023.10)	
証券リテールビジネスの D X (再論)	二上	取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度	松尾
ジェンダーレス投資とジェンダーレス投資ファンド	松尾	－ 株式店頭市場の歴史的考察－	
二〇目標と異次元緩和と政策	伊豆	G I F T コネクト	吉川
E S G ファンドのパフォーマンス	吉川	－ インドとシンガポールの取引所リンケージ－	
－ E S M A による分析結果の考察－		米国株式市場の構造変化	志馬
No.1734 (2022.10)		－ゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大－	
わが国 O T C デリバティブ市場の現況	吉川	No.1741 (2023.12)	
－ 二〇二二年六月末 B I S 定例市場報告－		「新店頭市場」とジャスダック証券取引所	松尾
ペイメント・フォー・オーダーフローと投資家の資産選択	清水	－ 非上場株式市場の歴史的考察－	
S E C ゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」	志馬	インドの個人投資家	吉川
E D F (フランス電力) 再国有化のインプリケーション	中川	－ N S E データに基づく考察－	
No.1735 (2022.12)		ダークプールでの H F T の取引	清水
ラップ・アカウントの現状について	二上	ポスト・ブレグジットの英国金融・証券セクター	中川
資金余剰下の金利引き上げ	伊豆	－ 崖っぶちのシティー－	
－ F R B と M M F－		No.1742 (2024.2)	
O T C デリバティブ市場の現況	吉川	グリーンシートと株主コミュニティ制度	松尾
－ 二〇二二年外為・デリバティブ・サーベイ－		－ 非上場市場の歴史的考察－	
		F R B のバランスシート縮小について	伊豆
		インドの個人による株式デリバティブ取引	吉川
		－ インド証券取引委員会調査報告－	
		米国株式取引の取引所市場と店頭市場の取引シェア	志馬
		－ 取引市場はどのように選択されているのか－	

公益財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

<https://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Googleなどの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

J S R Iについて	当研究所の概要や事業活動を紹介しています。
出版物案内	『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』『証券経済研究』の全文を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。
証券図書館	証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。
講演会録	「資本市場を考える会」の講演会録(全文)をお読みいただけます。
研究会	当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録(全文)をご覧いただけます。
トピックス	海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研究所出版物	出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。
証券図書館の蔵書	証券図書館所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。
証券関係の論文・記事	証券図書館(東京)が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。
証券年表	新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

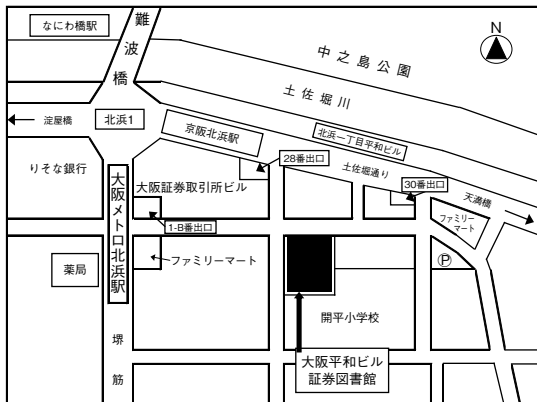
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前10:30 ~ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
大阪メトロ堺筋線・京阪本線 北浜駅1-B番出口又は28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<https://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一七四三号
二〇二四年四月八日発行
(偶数月第二日曜日発行)

2024年4月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**

大阪研究所

<https://www.jsri.or.jp>

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル

電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048

E-mail : nskk-osa@jsri.or.jp

【お願い】 お届け先に変更がございましたら、
お手数ですが上記までご連絡ください。

定価：418円(本体380円+税10%)