

# 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。<sup>1)</sup>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<sup>(3)</sup>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。<sup>(4)</sup>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。<sup>(5)</sup>

## 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"<sup>(6)</sup>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。<sup>(6)</sup>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している。

その後、一九八〇年にSECが発表した"Staff report"<sup>(7)</sup>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。<sup>(7)</sup>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。<sup>(8)</sup>

### 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。<sup>(9)</sup> 制度導入以後大きな変更はなく、OBO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ができ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。<sup>(10)</sup>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。<sup>(11)</sup>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。<sup>(12)</sup>

### (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。<sup>(13)</sup>

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、公正な市場価額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。<sup>(14)</sup> 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。<sup>(15)</sup> 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。<sup>(16)</sup>

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。<sup>(17)</sup>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。<sup>(18)</sup>

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。<sup>(19)</sup> 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/mcrichtiebroaddridge092221-14a8.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 証券取引法規則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](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