

目論見書制度の改革

財団法人 日本証券経済研究所
証券取引法研究会

ま え が き

日本証券経済研究所の「証券取引法研究会」では、証券取引に関する重要なテーマをご報告・ご論議いただき、その内容をその都度公表することにより、関係の皆様のご参考に供している。

今回は、「目論見書制度の改革」についての黒沼悦郎委員（早稲田大学教授）のご報告とそれについての研究会でのご論議（平成 17 年 7 月 13 日研究会）を研究記録のとりまとめとして公表する。黒沼先生のご報告は、目論見書の三部構成化や交付義務の緩和等を中心に目論見書制度の改革についての金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループの討議や関連の証券取引法の改正についての経緯や問題点をご報告いただき、あわせて、目論見書制度についての米国での S E C の改革提案（自由書面目論見書の導入など）、およびそのわが国への示唆をお示しいただくものであった。研究会では、いつものように法律論、実務論を含め活発なご論議が展開された。今後の法制度の整備や実務遂行において大変参考になると考える。

研究記録の取りまとめに大変ご多忙の中ご協力いただいた黒沼先生および江頭先生、森本先生両共同会長を始め委員の先生方に心からお礼申し上げます。

2005 年 10 月

財団法人 日本証券経済研究所

理事長 高 橋 厚 男

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

- | | |
|--|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題（倒産隔離の明確化等）」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |

目論見書制度の改革

(平成 17 年 7 月 13 日開催)

報告者 黒 沼 悦 郎
(早稲田大学教授)

目 次

I	投資信託の目論見書	2
1.	交付目論見書と請求目論見書	2
2.	目論見書交付義務の緩和	7
II	目論見書一般	10
1.	販売資料の位置づけ	10
2.	要約目論見書の廃止	17
3.	17条の改正	18
III	米国における目論見書制度の改革提案	20
1.	届出後の情報発信のあり方	21
2.	自由書面目論見書の作成・届出	22
3.	自由書面目論見書の交付	24
4.	民事責任	24
5.	日本法への示唆	25
討 議		26
資料 1	報告者レジュメ	49
資料 2	目論見書の実例と竹腰オブザーバーのコメント	60
資料 3	ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告	
I	目論見書制度の見直し	73
資料 4	企業内容等開示ガイドライン（抜粋）	93
資料 5	特定有価証券開示ガイドライン（抜粋）	99
資料 6	米国 SEC のディスクロージャー制度改革提案	101

証券取引法研究会出席者（平成 17 年 7 月 13 日）

報告者	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
共同会長	江 頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森 本 滋	京都大学教授
幹 事	前 田 雅 弘	京都大学教授
委 員	神 作 裕 之	東京大学教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学教授
〃	青 木 浩 子	千葉大学助教授（現 教授）
〃	山 田 剛 志	新潟大学助教授
〃	戸 田 暁	京都大学助教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー
オブザーバー	永 井 智 亮	野村證券法務部長
〃	細 川 健	大和証券グループ本社法務部長 （現 大和証券 S M B C 企業提携第二部長）
〃	永 山 明 彦	日興コーディアル証券法務部長
〃	坂 下 晃	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会エクイティ市場部長
〃	美濃口 真 琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
〃	大 島 眞	証券保管振替機構業務部次長
〃	竹 腰 雄一郎	投資信託協会企画部長
研 究 所	関 要	日本証券経済研究所理事長（現 顧問）
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	新 道 仁 信	日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長
〃	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局長

（敬称略）

目論見書制度の改革

江頭共同会長 それでは、定刻になりましたので、研究会を始めさせていただきます。本日は、黒沼教授から「目論見書制度の改革」ということをご報告いただきます。お手元にレジュメが出ており、資料は事前に郵送されております。では、黒沼教授、早速始めていただけますか。

黒沼委員 それでは、報告を始めさせていただきます。事前に10点ほど資料をお送りしましたが、それに追加して、本日、「有価証券届出書の3部構成化（イメージ）」、これはディスクロージャー・ワーキング・グループの報告に添付されていた資料です。それから、「企業内容等開示ガイドライン」「特定有価証券開示ガイドライン」の抜粋部分、これらを席上配付しております。これらの資料を適宜参照しながら報告をしたいと思います。

本報告では、平成16年6月に改正され、同年12月より施行されている改正証券取引法のうち、目論見書制度の改正に係る部分を扱います。いずれも平成15年12月のディスクロージャー・ワーキング・グループ報告に基づくものであります。これらのうち、投資信託の目論見書に関する改正については、平成10年の証券取引法の改正以来、投資信託の目論見書に証券取引法上のディスクロージャーが適用されてきておりますが、投資信託というものは継続的に受益証券あるいは投資証券の募集を行うものであるため、常に目論見書の交付が必要となり、その作成、交付にコストがかかり過ぎるという問題意識から発しております。特に、貯蓄から投資へという政策の担い手として期待されている投資信託の販売コストがかさむようでは、貯蓄者の投資への誘導は難しいと考えられたわけです。

後者、すなわち目論見書制度一般の改正は、これはディスクロージャー・ワーキング・グループ報告（資料3）の最初の「検討に当たって」にも書かれておりますが、目論見書制度を見直して、全般的に合理化を図ろうというものであります。ディスクロージャー・ワーキング・グループの報告の提言を受けた部分はむしろ少なく、報告以降の立法化の過程で挿入された改正部

分が多いのが特徴であります。

それでは、レジュメに沿って順次見ていきたいと思います。

I 投資信託の目論見書

1. 交付目論見書と請求目論見書

(1) 三部構成化

まず、投資信託の目論見書で、交付目論見書と請求目論見書ということがあります。目論見書の分量を減らすという努力として、既に平成13年11月のディスクロージャー・ワーキング・グループの報告を受けて、有価証券届出書の2部構成化が行われていました。これは、目論見書の記載内容は、そもそも有価証券届出書の記載事項のうち、内閣府令で定めるものを除くことができる。これは改正前の証券取引法13条2項ですけれども、これを利用して、投資信託の委託会社の情報やその他の関係法人の情報を目論見書の記載事項から除外したものであります。

本日配付しました「3部構成化（イメージ）」のうち、左側の「現行」と書いてあるところの下の部分を見てもらいますと、既に「公衆縦覧項目」が目論見書の記載事項から除外されていたわけであります。そこには「委託会社等の概況」「その他の関係法人の概況」が、目論見書から除外してよいものとして定められていました。これは、投資信託ではファンドに関する情報が重要なのであって、発行者である委託会社についての詳しい情報は、投資判断にとって重要ではないということから除かれていたものであります。

今回の改正は、この歩みを一歩進めて、有価証券届出書を交付目論見書項目、請求目論見書項目、公衆縦覧項目の3部に区分しています。この3部構成化が認められるのは、証取法2条1項7号の投資信託・外国投資信託の受益証券及び2条1項7号の2の投資証券・投資法人債券・外国投資証券に限られます。これは15条3項と施行令3条の2に定められており、以上を「投資信託証券」と本報告では呼びます。すなわち、投資信託証券以外の有価証券届出書の3部構成化は、今回の改正では認めないこととされました。

(2) 交付目論見書

交付目論見書の内容については、改正法の13条2項により、投資判断に極めて重要な影響を及ぼすものとして内閣府令で定める事項がその記載事項になります。具体的には、特定有価証券開示府令（資料4）15条の2にその記載事項が掲げられているのですが、内国投資信託受益証券については、四号様式第一部、第二部に掲げる事項を記載することとされています。

先ほどの「3部構成化（イメージ）」の表でいきますと、一番上の「第一部【証券情報】」、これは従来のものから一部を削除して、そのまま交付目論見書項目になっております。「第二部【ファンド情報】」でありますけれども、旧第二部から、情報の組みかえが一部行われています。特に「ファンドの経理状況」です。左側の「現行」と書いてあるところの第二部の第2の主な部分は、このイメージのところでは追加情報項目、報告では「請求目論見書項目」といいますけれども、請求目論見書項目の方に移っておりまして、「ファンドの経理状況」のうち「財務ハイライト情報」のみが交付目論見書項目とされています。

(3) 請求目論見書

それに対して、請求目論見書の記載事項は、13条2項2号に規定してありますように、投資判断に重要な影響を及ぼすものとして内閣府令で定めるものとなっています。具体的には、特定有価証券開示府令16条にあり、内国投資信託受益証券については、四号様式第三部に掲げる事項がこれに当たります。ファンドの沿革、ファンドの管理及び運営、ファンドの経理状況、それから、設定及び解約の実績で構成されています。そして、従来の公衆縦覧項目に一部の情報を加えたものが公衆縦覧項目、届出書のみに記載される情報となっています。

ディスクロージャー・ワーキング・グループで議論した際は、目論見書を3部構成化するというところでずっと議論していたのですが、法律上、これを規定するときには、13条2項1号イ（1）にあるように、「投資者の投資判断に極めて重要な影響を及ぼすもの」という表現と、それから13条2項2

号イ（１）にあるように、「投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」というように文言を書き分けざるを得なかったわけです。そもそも有価証券届出書に記載される情報は、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすものであるわけですから、その中で、相対的に重要なものとそうでないものを分けるためには、この表現は苦肉の策であったと思います。

（４）実例の紹介

そこで、事前に、改正前と改正後で目論見書がどのように変わったかというところを見るために、A投信の追加型株式投資信託の目論見書の2003年7月のものと2005年2月のものを配付しました。これを見ると、改正後の目論見書の方が分量は多くなっていますが、これは、1つには、請求目論見書と交付目論見書を合冊して作成しているということ。それから、もう1つは、これは同じ投資信託だと思ったのですが、よく見ますと、新しい方はマザーファンド形式の子ファンドでありまして、マザーファンドについての参考情報が記載されているという部分がありますので、そのために厚くなっているものと思われます。

主として2005年2月の方を見ていただきたいのですけれども、まず、表紙に「投資信託説明書（目論見書）」とあるのは、企業内容等開示ガイドライン13-5に規定してあるところに従って、「目論見書」という言葉を使わずに、わかりやすい名称を付すことができるとされたことから、こういう実務の扱いになっているものであります。

それから、1枚めくっていただいて、表紙の一番下のところに「本書は、証券取引法第13条第2項第1号に基づき交付される目論見書（「交付目論見書」）です」という断わり書きがしてあります。

その次のページの左側の2のところに「証券取引法第13条第2項第2号に定める内容を記載した目論見書（以下「請求目論見書」といいます。）は、投資家の請求があった場合に交付されます」という旨と、「当該請求を行なった場合は、投資家自らが当該請求を行なった旨を記録する必要があります」、これは特定有価証券開示府令15条の2第1項1号ロに定めている特記事項

ですけれども、これが記載されていることがわかります。

それから、あとは目次を見ていただければいいのですが、最初に「ファンドの概要」というのがありまして、これは有価証券届出書の記載事項としては特に定められているものではありませんけれども、従来から、第一部以下の目論見書に記載されている事項の要約を最初にファンドの概要としてわかりやすく示すことができるとされており、それに従ってファンドの概要を記載した項目が並んでおります。

第一部が証券情報、第二部がファンド情報ですが、第二部の7「管理及び運営の概要」、40 ページ以下のところですが、これは従来の目論見書と変わって記載されている部分です。それから、48 ページ以下の「財務ハイライト情報」、これはファンドの経理状況のうち、主要なものをここに記載したということであります。

そして、この交付目論見書は 57 ページで終わっており、その後に請求目論見書部分がついております。表紙の下のところ、本書は請求目論見書であるという旨が記載されております。その内容も目次を見ていただければわかると思いますが、「ファンドの沿革」「管理及び運営」「ファンドの経理状況」から成っております。この請求目論見書の 11 ページの「受益者の権利等」というのは、従来の目論見書から変更になった部分です。

それから、この例によりますと、この請求目論見書のページ数は 28 ページということで、交付目論見書に比べれば薄くなっておりまして、今回の改正では、場合によっては合冊をせずに、最初に交付目論見書のみを交付する、それによって目論見書の作成コストを低減しようという目的であったのですが、交付目論見書の部分はかなり大部になっていて、請求目論見書の部分が実際には薄いということで、後で述べるように、必ずしも法改正の効果は達成されていないようにも思います。

もう 1 つ、従来の目論見書、2003 年 7 月の方ですが、その 49 ページをあけていただきますと、「その他」の 5 に「要約（仮）目論見書」についての記載があります。（イ）のところを見ていただきますと、「要約（仮）目論見

書は、チラシ、ポスター、パンフレット、ダイレクトメールとして使用する他、新聞、雑誌、インターネット、電子媒体および書籍等に掲載することがあります」。そのレイアウトは目論見書とは違うことがあるということが注意書きで付されています。今回、要約目論見書の資料を持ってこなかったのですけれども、目論見書の記載事項の一部を省略して、要約目論見書を作成し、実際に投資信託の販売資料として要約目論見書が用いられていたということがわかります。今回の改正で、法律上はこの要約目論見書という概念はなくなりました。そのことについては、また後で触れたいと思います。

(5) 効果・問題点

届出書の3部構成化で目論見書の作成コストが低減したかという点、今見たように、実際はそうはなっていないと思われます。もともと有価証券届出書に記載し、目論見書に記載する情報の総量は削減されておらず、かつ、請求目論見書項目の一部を要約して交付目論見書に記載する必要がありますので、その分だけ情報は重複します。かえってページ数が増加する場合もあるかと思います。

この請求目論見書は、有価証券を取得させるときまでに、投資家から交付の請求があったときに、直ちに交付しなければならないとされています。これは15条3項です。交付目論見書は手渡し、請求目論見書は電子的交付といった対応であっても構いません。請求の機会を確保するために、交付目論見書の第二部には請求目論見書の項目が記載され、請求目論見書が当事者の請求により交付される旨が特記事項として記載されることになっています(特定有価証券開示府令15条の2第1号ロ)。他方、交付目論見書の交付時期は、従来どおり取得契約締結前または同時でよいということになっています(15条1項)。

そうすると、契約締結と同時に交付目論見書を受け取った際に、請求目論見書の交付を請求しておきませんと、請求目論見書の交付を受ける機会を失うということになります。取得契約締結後に交付の請求があったときには、法的には請求目論見書の交付義務はないからであります。

そこで、投資家の利便のために、交付目論見書と請求目論見書を合冊する実務が行われているようであります。1冊に合冊して交付した場合に、請求目論見書も同時に交付したことになるのかというパブリック・コメントに対して、金融庁は、請求目論見書の交付の対応によるものであって確たる回答はできないとしています。他方、特定有価証券開示ガイドライン15-3では「交付目論見書と請求目論見書を同時に交付し、又は一冊に合冊したものを交付することができる」としています。請求があった場合に、前に渡した目論見書にそれが含まれているので、それを見てくださいというように回答すれば、交付したと解されるのではないかと思います。

交付目論見書を契約締結よりも前に交付しておくことが立法論として望ましいことはいうまでもありませんが、そのことは今回の改正の対象になりませんでした。

交付目論見書と請求目論見書のいずれもが13条1項の目論見書、すなわち法定目論見書と扱われます。したがって、交付請求があったのに請求目論見書を交付しないで投資信託証券を取得させた場合には罰則が適用され、民事責任が発生します。請求目論見書に重要な虚偽記載があった場合には、発行者は18条の民事責任を負いますが、請求目論見書の交付を受けなかった者に対しては責任を負いません。これは18条2項が、目論見書についてはそもそも交付を受けた者に対する損害賠償請求権しか規定していないためであります。

2. 目論見書交付義務の緩和

同一銘柄の投資信託証券について継続的に募集が行われており、これを既存の受益者等に販売する場合には、投資家は当該証券についてよく知っているはずであります。そこで、コスト削減のため、投資家の同意がある場合には、継続開示に係る目論見書の交付義務を免除することにしました。15条2項2号イです。ただし、この場合でも、投資家から請求があった場合には目論見書を交付しなければなりません。この規定は、ディスクロージャー・

ワーキング・グループの提言とは大きく異なっております。

第1に、ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告では、「同一種類の投資信託証券について継続的に募集が行われている場合」で、「既に当該投資信託証券に係る目論見書の交付を受けた受益者等」が同意をした場合に限定をしているのに対し、15条2項2号イでは、「当該有価証券と同一の銘柄を所有する者」が同意をすれば足りるとしており、継続的に募集が行われているかどうかを問うておらず、かつ、前に目論見書の交付を受けたことも要件にしておりません。

第2に、ディスクロージャー・ワーキング・グループの報告では、10ページのところですけれども、「目論見書の記載事項のうち重要な事項に変更があった場合」にも交付義務は免除されないとし、重要な事項に変更があった場合を列挙し、その旨ガイドラインに規定することが適切であるとしていたのに対し、改正法は、そのような例外を設けておりません。他方、特定有価証券開示ガイドライン15-1では、「法第15条第2項ただし書の規定により目論見書を交付していない場合」であっても、「重要な事項に変更があると判断したときは、改めて、当該新たに作成した目論見書の交付を要することに留意する」と規定しておりますが、このような解釈は、法律の規定からは読み取れないはずです。重要な事項に変更があった場合には、投資家が投資判断を変更する可能性が高いわけですから、交付義務が免除されない旨を法律に規定すべきであったと考えます。

第3に、ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告では、同一銘柄を所有する者に対する交付義務の免除を投資信託証券に限定しているのに対し、改正法では、有価証券一般に適用される規定となっています。これは、ワーキング・グループでは検討しなかった事項であります。例えば、上場会社が株式を公募する場合、既に同一銘柄を所有している者が同意すれば目論見書を交付しなくてよいことになります。なぜこのようにしたのかは明らかではありませんが、その者が既に情報を有しているという、交付義務が免除される理由が有価証券一般に当てはまると考えたのでありましょう。

しかし、投資信託の場合は、いわばやることは決まっているのでありますから、投資方針、投資リスクに変化がない限り、既発行証券の所有者は投資判断資料を有していると思われるのに対し、事業を営む会社が証券を公募する場合には、資金を何に投資するかは公募ごとに変わるわけですから、1回の公募ごとに調達資金の用途に関する情報を提供させることが決定的に重要であると思われます。したがって、投資信託証券とそれ以外の有価証券を区分する理由は十分にあると考えられます。

確かに、先ほどは特定有価証券開示ガイドラインの方をいいましたが、投資信託証券以外にも適用される企業内容等開示ガイドラインの15-1でも、重要事項に変更があった場合に「改めて、当該新たに作成した目論見書の交付を要することに留意する」と規定されておりまして、事業会社が証券を公募する場合には、多くの場合、重要な事項に変更があった場合に該当し、ガイドラインによれば交付義務は免除されないともいえます。しかし、そうであるならば、そのことを法律に明記すべきではなかったかと思います。

また、株式等の公募の際に一々、既発行証券の所有者と新規購入者を区別して勧誘を行わないとすれば、実務上は大きな影響は出ないかもしれません。しかし、既発行証券の所有者は一般的に情報を有しているはずだという考え方は、発行開示を一切否定することになりかねず、到底妥当といえないと思います。

次に、同居人に対する交付義務の免除ですが、同一世帯に属する複数の投資家に対して勧誘を行う場合には、目論見書は1つで足りるだろうという考え方から、同居者が目論見書の交付を受け、または確実に交付を受けると見込まれるときは、当人の同意を得て、目論見書の交付を省略することができます（15条2項2号ロ）。これはディスクロージャー・ワーキング・グループ報告にあったことであり、これについては有価証券一般に適用を拡大しても問題は少ないであろうと思われます。同居人とは住所地を同じくする者を意味し、職場を同じくする場合を含まないと解されます。

これ以外にも、投資信託の目論見書については細かい提言をディスクロー

ジャー・ワーキング・グループの報告はしておりまして、それに沿った実務が行われていると思いますけれども、法律の改正という点では、以上の2点が重要でありますので、それ以外の点については今回は省略させていただきました。

Ⅱ 目論見書一般

1. 販売資料の位置づけ

次に、目論見書一般に係る改革部分であります。まず「販売用資料の位置づけ」という問題であります。

(1) 判例・学説

証券取引法 13 条 5 項は、「目論見書と異なる内容の表示をしてはならない」と規定しておりました。目論見書と異なる表示によって投資家が投資決定を行うのでは、目論見書による情報提供を確保しようとしている証券取引法の趣旨に反するからであります。この条項の解釈については、学説上、以前から争いがありました。

神崎教授は、「異なる表示」とは目論見書と矛盾する表示のみならず、目論見書の記載内容の一部を欠く表示、つまり表示の欠缺を意味すると解されています（神崎教授の教科書（神崎克郎『証券取引法（新版）』青林書院、1986 年）の 202 ページ）。口頭による勧誘では目論見書、届出書の効力発生前は仮目論見書ということになるのですが、目論見書の記載内容をすべて口頭で説明することは事実上不可能ですから、このような解釈によると、口頭による勧誘は著しく困難になります。もっとも、神崎教授は、目論見書または仮目論見書を勧誘の前に、または勧誘と同時に交付すれば、その内容の一部を表示して勧誘することはできるから、このような解釈をとっても、口頭による勧誘を不当に制限することにはならないとされていました。

これに対し、河本教授は、もし「異なる表示」が表示の欠缺を含むとすると、電話による勧誘が事実上できなくなるが、法が電話による勧誘を禁じているとは解されないことから、詐欺的な表示のみが「異なる表示」に該当す

るとされていきました（河本教授の教科書（鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』有斐閣、1984年）の152ページ）。

行政解釈では、勧誘に際して提供される文書や表示が目論見書と異なる内容であるかどうかについては、当該文書または表示の全体を総合的に評価し、矛盾がある場合、虚偽がある場合、欠缺がある場合には、「異なる表示」に該当するとされてきました。このため、投資信託の販売用資料には要約目論見書に記載されたすべてが記載されなければならないという運用がなされてきたといえます。

このようにルールが硬直的であるため、工夫を施した販売用資料を作成し、販売を促進することができないという不満が実務にはあったようです。もっとも、投資信託の販売以外の分野では、販売用資料を用いた勧誘も行われているようであります。

私が目にした裁判事例では、東京高判平成12年10月26日、判例時報1734号18ページのケースでは、円建て外債の募集・販売について、証券会社が社債の販売要項と会社内容を記載した文書を用いて勧誘を行っていました。当該会社概要には、発行者の財務状況、売上げや利益等の業績、子会社・系列会社名、発行済株式に関する情報のほかに、発行者の特色や近況がやや詳しく記載されておりました。発行者の倒産により損失をこうむった原告投資家は証券会社に対する訴訟において、他の主張とともに、目論見書の送付前に、被告が原告に送付した会社概要記載文書は、仮目論見書や目論見書ではなく、顧客への送付が証券取引法違反として禁じられている文書であると主張しました。

判決からは、この会社概要の記載内容の正確なところはわからないのですが、そこには目論見書に記載されたすべての事項が記載されていたわけではなく、目論見書の特記事項に記載してあるような事業経営上のリスクの詳細な説明が記載されていたわけでもないようです。これに対し、裁判所は、販売要項及び会社概要記載文書に「本件目論見書に記載された内容と実質的に異なる記載ないし虚偽の事実の記載がされているものとは認められず、右文

書の送付をもって、証券取引法 13 条 5 項にいう正規の目論見書又は仮目論見書に記載すべき内容と異なる内容の表示をしたものということとはできない」と述べて、原告の主張を一蹴しています。これは、先ほどの学説でいうと、河本説に近いものではないかと思います。

(2) ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告書（資料3）の立場

ディスクロージャー・ワーキング・グループの報告書は、19 ページのところで当該文書・表示に矛盾がある場合及び当該文書表示に虚偽がある場合に該当するか否かにより「異なる表示」に当たるかどうかを判断することとし、その旨をガイドラインにおいて明確化することが適切であるとしています。これは行政解釈の変更であります。

表示に欠缺がある場合については、「重要な事項を開示しないために投資家に誤解を生じるような文書又は表示となっている場合」に限って虚偽の範疇に入り、「異なる表示」と扱われます。このような解釈を明らかにすることにより、販売用資料の作成、利用を促すということを目的としたものであります。

(3) 改正 13 条 5 項

ところが、この点はガイドラインではなく法改正により実現しました。すなわち 13 条 5 項は、「何人も、有価証券の募集または売出しのために、第 1 項の目論見書以外の文書、図画、音声その他の資料を使用する場合には、虚偽または誤解を生じさせる表示をしてはならない」と規定しました。そして、「虚偽または誤解を生じさせる表示」とは何かについて、ガイドラインでは特に規定されておられません。従来 13 条 5 項では、目論見書その他の表示ということになっていまして、この目論見書に虚偽または誤解を生じさせる表示がある場合については、改正法では 13 条 4 項に規定されています。つまり、従来の 13 条 5 項は、13 条 4 項と 5 項に分けて条文が置かれるようになったということです。

そこで、あとは解釈の問題になるわけですが、その際、ディスクロージャー・ワーキング・グループの報告が参考になると思います。すなわち、

そこでは「矛盾がある場合」とは、表示の内容（例えば分析）やその前提が目論見書の内容と矛盾する場合、その前提が非現実的であることにより、投資家に誤解を生ぜしめる場合を意味すると解されており、矛盾がある場合には「虚偽または誤解を生じさせる表示」になります。

また、「虚偽がある場合」とは、表示の内容やそこに至る過程が恣意的にゆがめられている場合、重要な事項を開示しない（都合のよい部分のみを強調する）ために誤解を生ぜしめる内容になっている場合を含むと解されています。

このうち、「表示の内容に至る過程が恣意的にゆがめられている場合」というのは想像しにくいのですが、業績予想の前提がゆがめられている場合がこれに当たると思われます。ただ、業績予測の前提が非現実的である場合は、上の「矛盾がある場合」にも該当するように思われますので、それ以外は何かと考えますと、例えば、パソコンの画面で同業他社のホームページと比較しながら、発行者のホームページを見せて勧誘を行うときに、要するに、最終的に見せる表示については虚偽はないとしても、それを見せる過程が、つまり表示の内容に至る過程が恣意的にゆがめられたような場合が該当し得るのではないかと思います。そして、虚偽または誤解を生じる表示を使用した者には、改正前と同様、205条1号の罰則が適用されます。

(4) 表示の媒体

ディスクロージャー・ワーキング・グループの議論の過程では、13条5項の「異なる表示」の禁止を文書による表示に限定すべきだという意見もありました。口頭の表示はえてして誇張に陥りがちであるが、リップサービスという言葉があるように、投資家も口頭の表示には誇張があり得ることはわかっているということ。それから、口頭の表示は証拠が残りにくく、厳格な規制を及ぼすと紛争を招きかねないというのがその理由であります。

米国では、届出書の効力発生前は、自由書面（free writing）による勧誘は禁止されておりますが、口頭による勧誘、これには州際電話による勧誘が含まれますが、これは許されております（33年法5条（b）項（1）号）。

そもそも口頭による勧誘のうち、州際電話等の州際通商の手段によらない勧誘というのは、証券法の規制対象になっていないのであります。これは、目論見書の定義が、書面、ラジオ、テレビによる通信に限定されているということからも裏づけられています（33年法2条（a）項（10）号の目論見書の定義）。

そこで、いわゆるロードショーにおいても、プレゼンテーションは行うけれども、文書による資料は配布されることはないといわれています。また、届出書の効力発生後は、販売用資料を用いて勧誘することができますが、勧誘に先行して、または同時に法定の目論見書を交付しなければならないとされています。この点で、米国の規制は我が国よりも厳しいものでありますけれども、米国でも緩和の提案がなされていることは、後で紹介するとおりであります。しかし、口頭の勧誘で投資家が投資決定を行うということは幾らでもあり得るわけですから、このように、口頭表示と文書とを区別する考え方は妥当でないと思われます。

ワーキング・グループの報告書の19ページの冒頭部分でも、13条5項が勧誘のための情報提供全般に及ぶとする考え方を維持し、ロードショー、インターネットによる表示、一般広告等についても、同項の規定の対象に含まれるとしています。

改正法の13条5項も、文書、図画、音声その他の資料（電磁的記録をもって作成された場合においては、その電磁的記録に記録された情報の内容を表示したものを含む）を適用対象としています。この括弧内は、パソコンの画面を投資家に見せる行為を意味しています。口頭や電話による表示は音声に含まれると解されます。

（5）販売用資料の使用時期等

次に、販売用資料の使用に関する問題ですが、目論見書以外の文書による勧誘行為が厳格に規制されている米国とは異なり、我が国では販売用資料の使用時期について、明文の規定はありません。他方、平成16年改正前証券取引法13条3項は、届出書の効力発生前に使用する仮目論見書には、内閣

府令で定める事項を省略して記載することができる旨を定めており、この目論見書は「要約目論見書」と呼ばれておりました。そこで、届出書の効力発生前には、販売用資料と要約目論見書との関係をどう解するか、届出書の効力発生後には販売用資料と目論見書との関係をどう解するかが問題となります。

ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告の21ページでは、販売用資料が「目論見書と異なる内容の表示」に該当しない場合には、目論見書の交付前においても使用できる旨をガイドラインにおいて明確化し、かつ、販売用資料を使用する場合には、当該資料に「投資判断は目論見書を見て行うべき旨」、「目論見書の入手方法・入手場所」を記載し、または表示しなければならないこととするとしておりました。この旨は、企業内容等開示ガイドライン13-6、13-7に規定されています。

このガイドラインは、13条5項に関する留意事項として定められているため、目論見書の入手方法・入手場所を表示しない場合に、当該表示が虚偽または誤解を生じさせる表示に当たることになるのかが解釈上問題になります。もちろん、販売会社が文書や電磁的方法により販売用資料を作成する場合には、当該資料に目論見書の入手方法等を記載することが望ましいのはいうまでもありません。

しかし、我が国では、販売用資料の概念が口頭による表示を含む広いものであり、口頭で必ず目論見書の入手方法を表示しなければならないと解するのは無理を強いることになるのではないかと思います。また、我が国では、目論見書の交付前において販売用資料を使用できると解されており、また、仮目論見書の使用が強制されていないことを考慮すると、この点は米国と違うのですけれども、投資判断は目論見書を見て行うべき旨、及び目論見書の入手方法・入手場所を表示しなくても、当該表示は虚偽または誤解を生じさせる表示には該当しないと解すべきではないかと思います。

(6) 業績予想の扱い

さきに紹介をした「虚偽または誤解を生じさせる表示」の解釈は、明らか

にアナリストによる分析や業績予想あるいは発行会社による業績予想を念頭に置いたものでありました。その前提として、販売用資料にそのような分析や業績予想を記載することが許されるのかが問題となります。改正前の法規制では、解釈上は業績予想を示して勧誘することも、それが「目論見書と異なる表示」に該当しない限り許されております。

ところが、「異なる表示」の解釈があいまいであるため、ディスクロージャー・ワーキング・グループの議論では、特に 17 条の民事責任との関係で、業績予測についてセーフ・ハーバー・ルールを設けない限り、業績予測を販売資料に含めることは困難であるというふうにも考えられました。17 条について、セーフ・ハーバー・ルールを設けることは、それを法律で規定する限りは可能であると思います。しかし、ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告では、現時点でそのようなルールを導入することには慎重であるべきとしています。

そして、証券取引法上の開示制度は、実績を中心とした情報を提供することを前提としており、投資家に予測情報を提供することは予定されていないとしつつ、取引所等の要請により開示される業績予想については、販売用資料として使用することができると、やや玉虫色の判断を示しています。

これに応じて、企業内容等開示ガイドライン 13－8 では、「証券取引所又は証券業協会の規則により開示される業績予想は、その他の資料として使用することができる」。この場合には、「当該業績予想等の根拠となる前提についても併せて表示するものとする」と規定しています。

販売用資料は、あくまでも販売会社等が任意に作成し、使用するものですから、これに含まれる発行者作成の業績予想に虚偽があったときは、一般私法規定による場合、すなわち民法 709 条等による場合を除いて、発行者は責任を負わず、販売会社が 17 条の責任を負います。この場合、故意または過失がないことを販売会社が立証すれば免責されるということになります。これは 17 条の解釈の問題です。

2. 要約目論見書の廃止

次に、「要約目論見書の廃止」に関する事項であります。

販売用資料は、募集・売出しに使用されるあらゆる文書・表示を含む概念であり、届出の効力が生じる前にも使用することができるため、改正後は要約目論見書（改正前 13 条 3 項）及び墓石広告（改正前 13 条 5 項）は、販売用資料に含まれることになります。そこで、改正法は、要約目論見書及び墓石広告に関する規定を削除しました。これもディスクロージャー・ワーキング・グループ報告になかった事項であります。このうち、墓石広告は我が国では用いられていなかったため、影響は少ないと思います。

要約目論見書に関する改正前の 13 条 3 項の意味は、届出の効力発生前に使用される目論見書において、省略できない事項を内閣府令で定める点にありました。そして、要約目論見書は、有価証券届出書の添付書類とされており、これを有価証券届出書の届出時までに添付できないときは、効力発生時までに添付すればよいとされてきました（企業内容等開示府令 10 条 1 項 1 号ハ）。これは、要約目論見書が法の定める要件に適合しているかどうかを内閣総理大臣が審査できるようにする趣旨であったと思われます。

販売用資料の内容が要約目論見書の記載内容をすべて含んでいなければならないという運用実務のもとでは、届出の効力発生前の 13 条 5 項、すなわち異なる表示の禁止規定の違反の有無は、販売用資料の内容を要約目論見書の内容と照らし合わせて判断することになります。もっとも、従来から要約目論見書以外の表示を用いて勧誘を行うことは認められておりましたから、要約目論見書だけを規制しても意味は乏しいといえます。

改正後は、目論見書以外の方法による勧誘に対する改正後の 13 条 5 項、すなわち虚偽または誤解を生じる表示の禁止の適用については、先ほど述べた行政解釈の変更により、要約目論見書は基準とならないことになりますので、要約目論見書を提出させる意義は失われたといえます。

そこで、要約目論見書にかわる販売用資料についても届出書の添付書類と

はされておらず、使用に際して届出をする義務も課されていません。しかし、販売用資料が虚偽または誤解を生じる表示に当たるかどうかは、依然として届出書の開示内容に照らして行われることになります。そうであれば、要約目論見書制度を廃止するかわりに、勧誘が13条5項に違反して行われていないかどうかをチェックするため、販売勧誘資料を内閣総理大臣に提出させるという立法もあり得たと思われます。米国の改革はそういう方向性を示しています。

また、改正後も、仮目論見書の制度は残っておりまして、13条1項の規定による目論見書、すなわち発行者が作成する目論見書のうち、届出の効力が生じる日前に使用するものは、届出仮目論見書として、そこには届出の効力は生じていない旨等の記載がなされます（13条2項1号（2）、開示府令13条1項2号）。

他方、販売用資料にはこのような記載は要求されておらず、前日のように販売用資料に目論見書の入手場所等の表示をするとのガイドラインが定められているにすぎません。なお、販売用資料は販売会社等が作成、使用するものと位置づけられており、発行者が作成する13条1項の目論見書には該当しないため、これを届出の効力発生前に使用する場合でも、開示府令13条1項2号の仮目論見書には該当しないと解されます。

3.17条の改正

次に、「17条の改正」についてであります。

証券取引法17条は、不実の目論見書、その他の表示を使用して有価証券を取得させた者が、表示が不実であることを知らないで当該有価証券を取得した者に対し損害賠償責任を負う旨を定めています。この点については、文言上、請求権者が当該証券を募集・売出しに応じて取得した者に限定されていないので、証券の流過程で証券を購入した者も、本条による損害賠償請求をなし得るとする有力説が唱えられていました（神崎教授の教科書の294ページ）。

例えば、証券会社の従業員が、ある証券に関する虚偽の事実を述べて、当該証券の購入を勧誘し、投資家が流通市場で当該証券を購入した場合にも、この考え方によれば17条が適用されると解されます。17条と不法行為による損害賠償請求との相違は、賠償責任者が、表示が虚偽であり、または欠けていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明しなければ、責任を免れることができない点で、17条による方が原告に有利になっている点にあります。

より詳しくいいますと、過失の立証責任が被告に転換されているだけでなく、被告が実際に相当な注意を用いたことが免責の要件とされており、不実表示の使用に際して相当な注意を用いなかった場合には、「仮に相当な注意を用いたとしても、不実であることを知ることができなかった」という抗弁を用いることができない点で、原告に極めて有利になっています。

これに対し、改正17条は、「第4条1項本文若しくは第2項本文の適用を受ける有価証券又は既に開示された有価証券の募集又は売出しについて」という文言を付加し、本条の責任を証券の募集・売出しの際の不実表示の使用に限定しました。これもディスクロージャー・ワーキング・グループ報告にはなかった事項であります。

改正法は、2つの点で限定をしています。第1に、流通市場での取得者を請求権者から排除したということ。第2に、証券の発行過程のうち、目論見書の使用が強制される場合に適用を限定し、私募の場合を適用範囲から除外したということであります。

立法者は、法体系上の17条の位置、つまり証券発行の規制の部分にこの17条は置かれているということ、17条が「目論見書」という語を用いていることから、本来、17条は募集・売出しについてのみ適用されるものであり、従来からそのような運用がされてきたと考えたようであります。しかし、17条の解釈については、過去に裁判例がありません。

17条に相当する米国の連邦証券法の規定、現行では12条（a）項（2）号でありますけれども、この12条が証券の発行過程にのみ適用されるのか、

流通過程にも適用されるのかについては、従来、下級審裁判例が分かれており、学説上は流通過程にも適用されるとの解釈が有力でありました。例えば、ロス教授の1992年のハーバード・ロー・レビューの論文などがそういった点を強調されています。

ところが、1995年の連邦最高裁のGustafson判決は、12条（2）号にいう目論見書は、広く証券の勧誘に利用される文書を指すのではなく、発行者またはその支配株主による公募に関連する文書を意味するとして、12条（2）号の適用範囲を、証券の公募による発行過程に限定しました。ただし、この判決については4名の裁判官が反対しておりました。

我が国における今回の改正は、結果的には米国判例に沿うものであったかもしれませんが、しかし、米国と我が国の次のような法制度の相違にも注意すべきであると思います。すなわち、米国証券法12条（a）項2号の適用は、文言上、目論見書（prospectus）または口頭の通信（oral communication）に限定されているため、証券の流通過程における口頭の通信以外の表示が目論見書に当たるかどうかの問題とされてきたのに対し、我が国の証取法17条では、「目論見書その他の表示」に当たるかどうかの問題になります。改正前から証券取引法上の目論見書は、募集・売出しのために使用される文書に限定されておりましたが、「その他の表示」にはそのような限定はなかったわけであります。

Ⅲ 米国における目論見書制度の改革提案

最後に、最近の「米国における目論見書制度の改革提案」をご紹介します、日本法にとって参考になる点があるかどうかということを考えてみたいと思います。

これについては、SECのリリース（Rel.N0.33-8501）をコピーしてお配りするという事も考えたのですが、100ページ以上にわたる大部なものですので省略しまして、事前配付資料の資料10に、金融審議会の第一部会で配付された米国の改革提案の紹介をしたものを配付させていただきました。

1. 届出後の情報発信のあり方

今回の改革提案では、登録届出前の情報発信規制の見直しと届出後の情報発信規制の見直しの双方が問題となっておりまして、その際に、発行者を4つに区分して、それぞれの発行者ごとに規制を変えていこうという考え方が示されております。しかし、きょうの報告の内容に対応するものは、届出後の情報発信規制に関するものでありますので、その点に限って紹介をしたいと思います。

米国では、登録届出書の提出後その効力発生までの間、すなわち待機期間の書面、ラジオ、テレビによる申込みは、証券法10条の要件に適合する法定目論見書に限定されます。ここにいう書面には電子メール、インターネットを含むと解されています。そこで、待機期間に勧誘に用いられる書面は、SECに提出された仮目論見書（preliminary prospectus）に限定されるということになります。

届出書の効力発生後は、販売用文書（sales literature）による勧誘も可能になりますが、証券法10条（a）項の要件に適合する最終目論見書をあらかじめ、または同時に提供していなければならないということになっております。これは従来の規制です。

SECのリリースによると、このように通信を法定目論見書に限定したのは、通信手段が発達していない時代において、そのような限定が情報の入手と投資家保護のバランスをとる適切な手段だと考えられたからであります。通信手段が高度に発達し、書面以外の媒体がより多くの情報を迅速かつ公平に伝達できるようになった今日、書面以外の媒体を許容することは投資家の利便性にかなうといえます。また、公募の過程に入ったからといって発行者による定常的な情報発信が妨げられるべきではないと考えられました。

そこで、リリースは2つの提案をしています。第1は、従来のSEC規則134条を改正し、発行者の連絡先や公募される証券の発行条件・発行手続に関するより詳しい情報、購入する場合の口座開設の方法、ロードショーの日

時や場所に関する情報は目論見書に該当しないものとするということです。

2. 自由書面目論見書の作成・届出

第2は、自由書面目論見書（free writing prospectus）という制度の導入です。自由書面目論見書とは、法定目論見書以外の勧誘文書（written offer）のうち、一定の条件が満たされた場合に、現行法上許容された範囲を超えて許容されるものをいいます。これには、文書のほか、放送、オーディオテープ、ファクシミリ、CD-ROM、電子メール、ウェブサイト等の電磁メディアが含まれます。最終目論見書と同時提供される勧誘文書は目論見書ではなく、したがって自由書面目論見書ではありません。この辺、ちょっとわかりにくいと思うのですが、自由書面目論見書という制度を導入し、それが許容される場合には、従来の勧誘文書とは違った扱いにする。従来の勧誘文書も現行規制どおり、最終目論見書と同時提供するのであれば使ってよい、そういう意味であります。この自由書面目論見書は、公表後1営業日以内に発行者または公募関係者によりSECへ届け出られなければなりません。つまり、届出義務が課せられているわけであります。

この自由書面目論見書の使用が許される法的根拠は、要約目論見書の作成・使用を許容する証券法10条（b）項の規定であります。同条項によると、要約目論見書は登録届出書の一部として届け出られなければならないこととなりますが、迅速な届出を可能にするために、SECは自由書面目論見書については登録届出書としての届出義務を免除し、かわって独立の届出義務を課すことにしております。これは提案されている規則の433条です。

提案された規則164条は、規則433条の条件を満たす自由書面目論見書を10条（b）項の目論見書と認めます。そして、規則433条は適格要件、情報の内容—これは特定の内容を自由書面目論見書に記載すべきことは要求しておりません—、警句、届出、記録保存についての条件を規定しています。

自由書面目論見書は、発行者が作成したときは発行者により、発行者以外の公募関係者が作成したが、発行者により提供された重要な発行者情報がそ

こに含まれており、当該情報が登録届出書及びそれまでに届け出られた自由書面目論見書に含まれていない場合には発行者により、発行者以外の関係者が作成し、不特定多数の者に配布されることが予定されている場合には作成者により、それぞれSECへ届け出られることになります。

これらの自由書面目論見書を提出させるのは、そこに届出書の情報と異なる表示がなされていないかどうかをSECがチェックできるようにするためであります。今回の改正提案は、1998年のSECの提案を改定したものですけれども、1998年の提案ではすべての自由書面（free writing）を届け出させるとしておりました。

それに対し、今回の提案は、不特定多数の者に配布することを予定している場合を除いて、引受人・ディーラー等は自由書面目論見書を届け出ることなく使用してよいという点が変わっています。これによって、ある関係者が使用・作成したのでない情報を他の者がSECへ届け出ることによって、前者が証券法12条（a）項（2）号の責任を負わされることのないようにしたものであると説明されています。

それから、ネット上のロードショーについて、特に注目されると思いましたのでここで拾っておいたのですが、ネット上のロードショー（electronic road show）は、自由書面に該当し、発行者はSECへ届け出なければならないということになります。しかし、ロードショーで開示された重要な発行者情報が既に届出書またはそれまでに届け出られた自由書面目論見書に記載されている場合には、改めて届出をする必要はありません。このような扱いは、機関投資家向けに証券の市場調査を行うというニーズと、発行者情報へのアクセスを持ちたいという一般投資家の希望とのバランスをとるものであるとSECは説明しています。

自由目論見書に記載すべき情報についての制約はありません。ただし、どこで目論見書を利用できるか、その場所・方法、投資家は目論見書を読んで投資判断をするべきである旨、当該書面が勧誘に該当する旨を警句として記載しなければならないとされています。

3. 自由書面目論見書の交付

自由書面目論見書による勧誘の条件は、発行者のタイプによって異なります。発行者のタイプの区分については、詳しくは資料 10 の一番最初に載っている 4 つの区分のところを見ていただくのがわかりやすいと思いますが、これらのうち、継続開示を行っていない発行者及び参照方式を利用できない非適格発行者の場合には、あらかじめまたは同時に最新の法定目論見書が交付されなければ自由目論見書を使用することができません。したがって、このような発行者については、現行の販売用資料に対する規制と変わりがないということになります。

参照方式を利用できる適格発行者の場合、登録届出書の届出後は、法定目論見書を交付せずに自由書面目論見書によって勧誘を行ってよいこととなります。ここは現行法と違います。ただし、前述のように、目論見書の入手場所が表示されなければなりません。

さらに、著名適格発行者（well-known seasoned issuer）は、登録届出書の届出前から自由書面目論見書を使用することができます。ただし、発行者以外の公募参加者は登録届出書の届出後に限って自由書面目論見書を使用できるとされています。

4. 民事責任

民事責任については大きな改正は予定されておられません。自由書面目論見書は、証券法 10 条（b）項の要約目論見書として法的に位置づけられています。したがって、その内容は登録届出書の一部とみなされることはなく、自由書面目論見書に虚偽または誤解を生じる表示があっても、発行者は証券法 11 条に基づく民事責任—これは厳格責任ですけれども—を負うことはありません。

他方、自由書面目論見書は勧誘に該当しますので、証券法 12 条（a）項（2）号、17 条（a）項—17 条（a）項は証券発行についての一般的な詐欺禁止

規定です一の民事責任規定の適用を受け、重要な点について虚偽または誤解を生ぜしめるものであった場合には、自由書面目論見書の使用者は損害賠償責任を負います。これらの点について変更は提案されておりません。

今回のSEC提案で問題とされたのは、証券発行過程で、このように継続的に情報が更新されていく場合に、責任の判断時をいつにするかという点についてのみであります。その点についてSECは、解釈を示す規則159条を提案し、目論見書、口頭の表示、届出書が虚偽または誤解を生じるものであるかどうかを決定する基準時は販売時（at the time of sale）であって、販売時以降に購入者にもたらされた情報を考慮に入れてはならない旨、規定しております。以上の改革提案は本年7月19日に採択された（SEC Rel. N0.33-8859）。

5. 日本法への示唆

最後に、日本法への示唆を少し考えてみたいと思います。

米国と日本の発行開示の規制はかなり異なります。発行者による登録届出書の提出前、提出後、効力発生前、届出書の効力発生後のいずれをとっても、米国の規制の方が我が国のそれよりも厳しいものであるといえます。

そこで、今回の米国の改革提案が実現しても、なお現在の我が国における法規制の方が緩やかであるといえます。このように、前提が異なるわけでありすけれども、米国の改革提案の背景にある考え方から、我が国の法改革についても幾つかの示唆を得ることができるように思われます。

第1に、発行者を多くのアナリストがフォローし、投資判断のための情報が豊富に流布している著名適格発行者、参照方式の利用適格要件を満たす適格発行者、参照方式を利用できない非適格発行者、IPO企業のように、まだ継続開示を行っていない発行者の4つに分けて、情報開示の規制や目論見書の交付義務に差を設けるという考え方は参考になるように思われます。我が国における今回の目論見書制度の改革は、発行者のレベルによって差を設けていないわけですが、今後は検討に値するのではないかと考えます。

第2に、法定目論見書以外の勧誘資料をSECへ届け出させて、勧誘が不当に行われていないかどうかをチェックしようという考え方が参考になります。現行法では、米国においても投資会社の持ち分販売については、販売用資料のSECへの提出が義務づけられておりますが、それ以外では販売用資料の提出は義務づけられておりません。米国では従来から、できるだけ目論見書によって勧誘を行わせるという立法政策がとられているわけですし、その規制を緩和するかわりに販売用資料、すなわち自由書面目論見書をSECへ提出させるというやり方を考えたわけであります。この点は、我が国にも参考になるのではないかと思います。ただし、そのように提出された資料、例えばロードショーの場合は、台本（script）を提出させることになるわけですが、それを果たしてSECが全部チェックできるのかという点については疑問も残るところであります。

以上、雑駁な報告ですけれども、私からの報告を終わりたいと思います。
江頭共同会長 ありがとうございます。日米の最近の目論見書及びその他の販売資料に関する動きにつき大変詳しいご報告をいただきましたが、ご質問、ご意見をいただきたいと思います。

その前に最初にご紹介すべきだったのですが、本日のテーマとの関係で、投資信託協会の竹腰企画部長に臨時に参加していただいております。どうぞよろしくお願いいたします。

竹腰オブザーバー（以下 OBS） 竹腰でございます。黒沼先生から投資信託のご報告があって、それについて皆様方のご意見が伺えるということで、急でございすけれども参加をさせていただきました。どうぞよろしくお願いいたします。

討 議

江頭共同会長 それでは、ご質問、ご意見をいただきたいと思います。できれば投資信託の目論見書について、ご意見等いただければと思いますが、竹腰さん、いかがでしょうか。

竹腰 OBS 先ほど、黒沼先生からご報告がありましたように、コスト削減のために、従来、届出書について2部構成であったものを3部構成にいたしました。目論見書につきましても、交付目論見書と請求目論見書の2つの形に分けたわけですが、実際には報告書の提言の内容に沿った対応がほとんどとれてないということで、ご紹介にあったように、交付目論見書と請求目論見書の両者を一体化させた合冊の形で投資家に配布されているというのが大部分の状況でございます。

これについては、実は投資信託委託業の認可を受けている会社はすべて私どもの会員なのですが、投資信託を販売する会社の方々については、そのうち当協会の会員になっておられるのは、大手の証券会社12社しかありません。本来であれば、販売している会社すべてに対してご意見を伺って、その対応を考えればいいのですが、残念ながら大手しか会員になっていないということで、我々としてできることは何かということをもずっと考えてまいりました。

実は先日、私どもができることとして、金融庁と関東財務局の了解を得て、私どもの会員会社に限定されておりますが、そこに対して連絡をさせていただきました。それはどういう内容かと申しますと、事の発端は、以前から目論見書については、投資家の方が投資信託をご購入される時点において、あらかじめまたは同時に交付しなければならないということが法に定められていたわけですが、実際に交付しているのかどうかの確認ですとか、そういった点が、特に販売会社においては当局の検査でいろいろ指摘を受けていたと伺っております。

今回は目論見書がさらに交付目論見書と請求目論見書の2つに分かれたものですから、交付目論見書の方は従来の目論見書と同じように考えればいいとして、これはあらかじめまたは同時に交付したかというのは、従来から検査でいろいろと指摘されていまして、販売会社においても、例えばシステムでその確認がとれるような状況をとっているとか、何らかの対応を既にとっていたわけですが、これに加えて請求目論見書が本当に投資家の

方からまず請求があったのかどうかの確認ですとか、それからその請求に対して販売会社が確かに請求目論見書を渡したのかどうか。渡したかどうか確認できた段階で注文を受けているのかどうか。その辺について、システム等を含めて確認ができる体制をとらないと、なかなか販売会社としてはやりにくいということがあって、それであればいっそのこと、交付目論見書と請求目論見書は一緒の形にして送ってしまえば、そういう問題も起きないのではないかということで「合冊」という形で行われてきたわけです。

先ほど申しました金融庁と関東財務局との間で確認がとれた内容というのは、請求された場合には販売会社の方は速やかにそれを送らなければいけないのですが、投資家ご自身の判断で請求目論見書が到着する手前の段階で仮に注文された場合であっても、販売会社の方は、請求目論見書をその方が請求されたのかどうか、あるいは請求された上でそれを取得されたのかどうか、その有無を確認することなく約定を受け付けること、これについてまでは禁じてはいない、こういう解釈を金融庁、関東財務局からいただきまして、これを会員会社に連絡をしております。

そういたしますと、先ほどシステムまで整えてということをお願いしましたが、販売会社の多くでは、それならば特段の体制をとらずとも対応できるのではないかということで、もともと販売会社も、審議会で目論見書に関して提言された内容ですから、この趣旨は尊重したいというように従前から考えていたところですので、このご連絡をしたということです。目論見書は印刷などに期間がそれなりにかかりますので、すぐというわけにはいきませんが、新しいファンドでは恐らく秋口から交付目論見書と請求目論見書は分冊された形で対応できるものと考えております。

ただ、最初に申しましたとおり、私ども、販売会社の会員が大手の12社しかございませんので、最初はそういった大手のところが動き出して、それに伴って登録金融機関ですとか、あるいは中小の証券会社にも、今回の制度改正の趣旨が徹底されていくという対応がなされていくのではないかなと思っております。ここはまだ実際にそういうような状態に至っていませんの

で、ある意味、私ども期待している部分ではあるのですけれども、会員会社の何社かとも相談をして、秋からはその方向でやっていくということで対応しているところでございます。

江頭共同会長 どうもありがとうございました。

森本共同会長 周辺の問題なのですが、この2つの、2003年と2005年の目論見書を拝見しました。2005年のものは、今お話があったような合冊になっています。先ほどご説明のところでもちょっと触れられましたけれども、管理及び運営は基本的に請求目論見書でいい、つまり現行の第2部の第1の6の(1)は請求目論見書でいいのですが、6の(2)の受益者の権利等は決定的に重要なものです。これは、改正イメージ(右側の方)では第7、受益者の権利になっていますね。ところが、この実例(資料6)では、請求目論見書の11ページにあって、交付目論見書の方にはありません。これについては、合冊しているからそれでいいとか、そういう取扱いなのでしょうか。やはり前につけるべきことではないかなと思うのですが。

黒沼委員 今回、新しい様式の方を見てこなかったものですから、様式を見て確認しておきます。これはワーキング・グループのときのイメージとして出たもので、これがどちらに移っているのか、ちょっと様式を確かめないとわかりません。

森本共同会長 受益者の権利は、請求されなくても渡さないといけないですよ。あるいは、このようなものは常識だからいいということですか。

竹腰 OBS こちらは、投資にとって一番重要な内容でありますので、受益者の権利は交付目論見書の方に入っております。

森本共同会長 この会社のことですが、後ろの請求目論見書の11ページには権利説明がしてあり、交付目論見書の方には、本来なら財務ハイライトの次あたりに書くべきところが、なかったようなのですが。

竹腰 OBS 黒沼先生が今おっしゃられたように、目論見書の段階で出た図と、最終に示された図が、ある時点で金融庁は途中で変えられたのですね。それで、申しわけございません、私も確認いたしますけれども、その関係で

受益者の権利というところが変わっているかもしれません。それは、その理由も含めて、後ほどご紹介させていただきます。(資料2参照)

森本共同会長 この権利については、それほど個性がないからいいようなものですが、やはり前の方にないといけないのかなと直観的に思ったので、この表の方がいいのだろうと思うのです。

前田幹事 合冊した場合のやや細かな解釈にかかわる問題なのですが、合冊されるということは、現段階では実務的に合理的な処理だとは思いますが、請求目論見書につきましては、法律の規定を見る限りでは、請求を受けて交付するのが請求目論見書であると。したがって、もし請求がないのに交付し、後からも請求がないということになりますと、それはあくまで法的には任意に交付したということになりますので、法的に見れば目論見書ではなくて資料であると解釈してよろしいのでしょうか。つまり、何か記載が欠けていても、虚偽の表示あるいは誤解を生ぜしめる表示がなければ足りなのか。法律の規定を読めば、そういうようにも読めそうな気がするのですけれども。

竹腰 OBS そういうことなのですかね。

黒沼委員 18条2項には、発行者の責任などは、結局目論見書の交付を受けてということになりますから、前田先生がおっしゃられたように、請求目論見書の部分に虚偽記載があったというときに、合冊して受け取っているけれども、請求してないケースについてですね。しかし、形式的にはそうかもしれないけれども、実質的にはそれだとやはり困りますね。

前田幹事 黒沼先生の示された解釈ですと、合冊をあらかじめ渡しておいて、後から投資家が請求してきた場合、「請求目論見書については前に渡した目論見書に含まれているから、それを見てください」と答えたときに、請求目論見書を交付したことになる、つまり15条の義務を履行したことになるように法的には解釈することになるのでしょうか。

黒沼委員 15条に関していうと、やはり何もいわないというのはまずいように思ったのです。ただこれは、違反については罰則がありますので、ちょっ

とそれまで罰則をかけるというのはきついですね。

江頭共同会長 いかがでしょうか。合冊以外の点でも、ワーキング・グループ報告との相違についても何かありますか。

黒沼委員 竹腰さんがおっしゃられた、請求を受けて取得するまでの間に注文を受けて約定しても構わない、そういうようなお話でしたけれども、請求目論見書の場合は、条文上は請求があったときに「直ちに」というように文言が入っているのですね。この「直ちに」について、協会の方で何か解釈は示しておられるのですか。

竹腰 OBS その部分は示しておりません。「速やかに」の表現をとるか、「直ちに」の表現をとるかというようなことは、報告書作成のときに議論はしたのですけれども、金融庁側の担当の方のお話によれば、法律を書く上で「直ちに」以外の表現をとったことはないというようにいわれまして、この形になっているところでございます。

そうはいつでも、営業の方が請求を受けて、営業担当自らが発送を行うということはほとんどなくて、発送部門を通じて送るものですから、そこに若干期間を要するということなので、現実には2日、3日かかるようです。その間にお客様から注文があるというケースは結構あるようですし、そこを一々、「お客様から請求されておりますけれども、それはもうお読みになりましたか」とか、あるいはそもそも注文を受ける側にとっては、そのお客様が請求されたかどうかともよくわかってないものですから、もともと請求されてないお客様に対しても、「請求はしてないのでしょうか」とか、そういうことをお聞きしないと対応できないということで、その必要はないのではないということから、請求、取得の有無を確認することなく対応できるという解釈をいただいたわけであります。

また、確かに直ちに交付する必要があるのですけれども、その請求の受付、交付について、記録し保存することは、法律上義務づけられているわけではないという解釈もあわせていただきました。したがって、請求目論見書の交付請求、その取得の有無を確認することなく、約定が受け付けられると

ということと、その関係の記録や保存自体も義務づけられていない、この2点の解釈をいただいたところであります。

青木委員 この合冊の件は私もずっと気になっていまして、日経新聞に2回くらい記事が載ったと思いますけれども、1回は、先ほどおっしゃったシステム、確認ができないという話だったと思うのです。それで、夏ごろまでに確認の制度を整えるというような記事であったと思うのですけれども、今おっしゃった話だと、もう確認などはしなくてよい、分冊の形で渡してよいということは間違いないですね。

竹腰 OBS 体制を夏までに整えるというように記事に書いてあったかどうかちょっと忘れてしまったのですが、私の方が金融庁から確認をとったのは、請求目論見書の交付請求、取得の有無を確認することなく、約定を受け付けることまで禁ずるものではないと解されると、こういう内容でありますので、そうであれば、あえてそのための体制をしく必要はないのではないかと考えております。

青木委員 もしそういう見解がもっと早く出ていれば、合冊にする必要はなかったということですね。

竹腰 OBS これでも、まだ対応として十分に機能するのかどうかというのは、販売会社サイドでも疑心暗鬼の部分があるようでして、もともと交付目論見書だ、請求目論見書だと分かれる前から、ここの取扱いは販売会社と監督サイド、検査サイドとで非常に意見の隔たりがあったように聞いております。販売会社、実務サイドの意見というのは私もよく承知してないのですけれども、すべてがすべて、私どもからの通知をもって動き出すかどうかはまだわからないですね。ほかにも懸念されている点というのは、日ごろ検査を受けてどんなことを指摘されているかにもよるものですから。

中東委員 とても大変だなというのがわかり、秋に向けて12社だけでもという話ですが、本当にそれをやれば、法が目的としていたコストの削減というのは期待できるのでしょうか。もしできないとすると、あまたある販売店に普及させていくというのは、どうやって説得していくのかなという気がす

るのですが。

竹腰 OBS もともと、目論見書の内容はボリュームが多過ぎるのではないかと、もっと投資家の方に簡潔にわかっていただくような内容にした方がいいのではないかと。今回の措置として交付目論見書が規定されましたけれども、その内容でもまだ少し多いのではないかと。というように、業界サイドとしては思っていたわけです。しかし、一旦こういう形で提言がまとめられましたので、この内容に沿って交付目論見書と請求目論見書とに分けたいと考えております。

現在は合冊にしておりますので、従来よりもコスト的には20%から30%アップになったと業者の方はいっております。これは作成する委託会社の方の発言でございます。ただ、これが分冊化されれば、ページ数としては、恐らく今日ご用意いただいた2005年2月のほうの資料であれば5分の1はカットされるというところですから、少しは違うのかなと思います。加えて、このファンドは単発といいますか、マザー形式というお話ではありましたが、A投信の1つのファンドの目論見書になっているのですが、投資信託の中には割と多いのですけれども、セレクトタイプの商品というのがあって、例えば東証の業種別にファンドが分かれているような商品があります。建設業からサービス業までずらっと並んでいる商品があって、一旦ご購入されたお客様は、最初、建設業のファンドをお買いになって、その後それを、例えば金融関連のファンドに乗りかえることができる、スイッチングできるようなファンドがあるのです。その目論見書というのは、例えば26業種あるとすると、26ファンドありますので、いつでも乗りかえるように、目論見書自体も26ファンドの内容を1つにした目論見書で投資家の方にお渡しをしております。そうすると、分量的にはこの比ではなくて、物すごい量になっています。そういったものは、特に請求目論見書で御覧くださいというところを削りますと、かなりの削減になるのではないかなと思っております。

この点については、一昨年12月に示された提言の内容に沿って業界がどう対応するかというところではあるのですが、もう1つは、現在投資サービ

ス法に関する検討が行われて、それに伴って開示制度の再編についても検討するといわれています。これについては報告書が取りまとめられましたけれども、秋以降、さらに具体的な検討をされるということです。そこで投資信託以外にもさまざまな商品があって、それとの整合性ですとか、そういった面も含めて、また業界としての考え方を示し、何らかの改善を図りたいと考えております。

特に問題となるのは、この中でも、投資信託は運用商品でありますから、財務に関する情報は、先ほどご紹介がありましたように、その多くは請求目論見書の方に移ったわけですが、引き続き財務ハイライト情報という形で交付目論見書の方に残っているところがあります。財務ハイライトですから、決算の都度、新しい情報を掲載してお渡しをしなければいけない。そうすると、要は每期每期新しいものをつくってお渡しをしなければいけないという形になっております。

投資信託は募集商品ですので、最新の情報をもってその都度お渡ししなければいけないというのは確かにそのとおりなのですが、一方で取引所で取引される株等については、増資が行われない限りは、発行者が新たに目論見書を作成するということはほとんどないわけですし、それに比べると投資信託は每期每期新しいものをつくって、それを郵送費をかけて投資家の方にお渡しをしなければいけないという部分が、大きくコストのかかる要因として差があるところです。そうであるとすれば、そういった財務ハイライトの部分も、できれば何らかの簡略化ができないかということを考えております。

一方で、証取法上の目論見書とは別に、投信法上で運用報告書の作成と、それを投資信託を保有する受益者に対して交付することが義務づけられていますので、その運用報告書には、まさに投信の運用の現時点における中身の部分が書かれていますから、例えば目論見書の方は定性的な内容にして、基本的には最初つくったものと大きく変更がなければ、引き続きそれが利用できるような形をとって、そこに每期每期つくる運用報告書を挟み込むような形で投資家の方に提供して見ていただく、こんな形がとれないかというこ

とも考えているところであります。

これは業界としての意見ということでもありませんし、それから秋以降の検討の中で、果たしてこれを金融庁の方に、あるいは第一部会の方にお話する機会があるのかどうかは、状況を見極めないといけないと思うのですけれども、諸外国を見ると、日本の投信の方が軽いというようなところもありますので、そこら辺は少し状況を見ながら考えていきたいと思っています。

川口委員 コストの件ですけれども、今は合冊になっていますから、請求目論見書も刷らなくてはならないのですよね。ところが、今度は分かれますと、請求目論見書は請求がない限りは送らなくていいことで、部数的には相当に減るのではないですかね。それをコストの削減というようには考えられないのですか。

竹腰 OBS 請求目論見書も、果たしてどれだけの請求があるかというのは、まだ今、合冊でやっているものですから、それもよくわからない状況でして……。

川口委員 実は請求は余りないのではないかなと思うのですけれども。

竹腰 OBS 実際にはそれほどないのではないかと考えております。

ただ、請求目論見書の発行会社は投資信託委託業者ですが、投資家の方にお会いしているところは証券会社や登録金融機関、販売会社であり、発行会社とは別ですから、いつ投資家の方から請求があっても対応したいというのが販売会社の考え方で、そうであれば委託会社にあらかじめそれをつくって用意しておいてくれという話になってしまうわけです。

そうなりますと、全然コストの削減につながらないものですから、そこは請求目論見書の内容を要はファイル化して、請求があれば販売会社がプリントアウトしてそれをお渡しする、そういった方法も、これは金融庁に認めていただいているところですので、そんな対応をすれば、必要なときに出してお渡しをするということではいけないかなと思っています。

川口委員 現在、電子交付はできるのですよね。そういう意味ではコストはほとんどかからないですね。

竹腰 OBS ええ、電子交付はできておりますが、投資信託に限らず、業者サイドからするとまだ十分ではないというような指摘もあるのかもしれませんが。ただ、電子交付が一般化すれば、もちろんコスト削減になりますし、先ほど、ほとんどが合冊でやっているというように申しましたが、一部、分冊してやっているところがございます、それはネットの証券会社です。そこはまさに交付目論見書だけをお渡しするような形で既にやっています。そこは、理由はよくわからないのですが、請求に対して応じる対応というのはシステム上ででき上がっているものですから、そういった面でやりやすいということもあって、既に対応しているところです。

森本共同会長 3 ページ目の、例の特定有価証券開示ガイドラン 15 - 1 について、これは法律の規定からは読み取れないのではないかというご説明だったのですが、ガイドラインの側に立って好意的に考えると、15 条 2 項において、まず最初に、目論見書を作成するわけですね。その内容について重要な変更があった場合には、例の 2 号のイの人たちにも渡さなければいけません、これがガイドラインの内容だと思うのですが、そのときに、2 号を見ますと、「当該」という言葉をずっと使っています。したがって、本文のところの目論見書をベースに、その目論見書の交付を受けないことについて同意したけれども、その内容に重要な変更があったら、当該目論見書といえないのではないかと思うのですがいかがでしょうか。

また、口として、「同居者が既に当該目論見書の交付を受け」というのは、同じものは 2 冊要らないという趣旨ですね。そういうことから、「当該」という言葉を意味づけると、このガイドラインの 15 - 1 もそれなりに理解できるのかなと思ったのですが。前後の関係がわかりませんので、好意的に見るとそういう説明ができるのかなと思ったのです。重要な変更がある場合には同意性を失うということで、当該という限定文句が付されているのではないかということです。「当該」を外したらどうなるのかということですが、例えばガイドラインにも、当該新たに作成した目論見書ということで、これは後半の方をやっていると思うのですね。そういう意味で、「当該」を重視

していいかわからないのですが、1つの解釈かなと思いました。

黒沼委員 既に法律の中に織り込まれているということですね。

森本共同会長 そういうように好意的に解釈することもできるのではないかなということです。ただ、この「当該」をそのように読んでいいかどうか、ほかの「当該」の使い方を調べなければいけないのですが。

川口委員 先ほど問題になりましたが、一回発行された株式を持っていれば、改めて目論見書が要らないのかという大問題があると思うのですが、森本先生のお考えでは、15条2項2号イの当該有価証券というのも、既に一回発行されて、今回発行された有価証券というように限定して読むということになるのでしょうか。

森本共同会長 そっち側の方は、中東君が4項か5項でいわれた当該有価証券であり、私がいったのは目論見書だけを念頭に置いたものです。だから、当該の使われ方をもう少し調査しないといけないのですが。

川口委員 そう解釈できればいいなと思ったのですが。

森本共同会長 確かに重要な変更があった場合に、例えば同居人などの口の場合だと、やはりもう一回もらいたいと思われてもいいかなと思ったのと、その関連でふと思ったという程度で、強く主張するつもりはありません。

中東委員 違う問題の質問でもよろしいでしょうか。5ページのところで、記載に欠缺がある場合については、13条5項で手当てをされたという理解でよろしいのでしょうか。

黒沼委員 そうですね。表現上も異なる記載というのではなくて、虚偽の表示または誤解を生じさせる表示というように変わりましたので、文言上も解釈の変更があらわれているとってよろしいのではないですかね。

中東委員 オミSSIONがあった場合には、どちらに入るとのことなのでしょうか。

黒沼委員 普通の考えでは誤解を生じさせる表示だと思うのです。重要な事項について省略があるために誤解を生じさせるということだと思うのですが、その点、ワーキング・グループの書いたところでは、少し違う表現を使っ

ており、あいまいだったと思います。

中東委員 ワーキング・グループは確かに虚偽の問題として書いていらっしゃると思うのですが、17条の文言を読むと、記載が虚偽であることと記載が欠けていることを別に条文が表現しているの、虚偽の中に記載の欠缺を入れるという読み方が果たしてできるのかと思ったのですが。

黒沼委員 確かに13条4項の方では虚偽と記載の欠缺を分けているので、記載の欠缺の場合には「誤解を生じさせる表示」に当たるという方が素直な解釈かもしれませんね。

用意してきた原稿で飛ばしたところがありまして、そこには虚偽の表示と誤解を生じさせる表示を区別する必要はないだろうと書いておいたのですが、ワーキング・グループの報告書ではその点が少しあいまいになっていて、具体的にどういう条文を設けるかということまでは検討していなかったものですから、現行法に照らして考えると、虚偽ではなくて誤解を生じさせる表示の方に入れた方がいいだろうと思います。

川口委員 証券会社の行為規制に関する内閣府令4条で、「虚偽の表示をし又は重要な事項につき誤解を生ぜしめるべき表示をする行為」は、そもそも禁止行為ですね。あえてこの13条の5項で、販売資料について、虚偽の表示または誤解を生じさせる表示をしてはならないと書いてある意味は、どういうように考えればよろしいでしょうか。

黒沼委員 これは従来から問題になっているところです。異なる表示ということが、少なくとも虚偽の表示を含むということであれば、従来から問題になっていることですよ。

川口委員 いえ、虚偽の表示と誤解を生ぜしめる表示というのは、両方ともに定められているので、あえて13条の5項が要るのですかという話なのですが。

黒沼委員 13条5項は、罰則がついています。そうすると、理解の仕方としては、募集・売出しについては規制が強化されていると考えられます。

川口委員 要件も若干違うようです。実は13条の方は、誤解を生じさせる

表示とあり、行為規制令の4条の方は、重要な事項につき誤解を生じさせるとあります。従来、「重要な事項」という表現を多く使っていたと思うのですが、13条であえてそれを外しているということは、規制強化ですかね。細かい話ですが。

黒沼委員 それは府令と本体の条文を同じに解さなければならないかという問題ですね。解釈を違えるところまでは考えていないのではないのでしょうか。誤解を生じさせるという中に、重要性の要素が入っていると見るべきなのではないのでしょうか。

中村委員 同じポイントにかかわるのですけれども、改正法の17条のところで、条文上、「有価証券の募集又は売出しについて、重要な事項について虚偽の記載があり、若しくは記載すべき重要な事項」、ここまでは重要性の限定が入っているのですが、その後、「若しくは誤解を生じさせないために必要な事実」、従来は「重要な事実」となっていたのですが、ここは「重要な」を削っているのですね。それが不注意なのか、それとも意図していたのかというのが、わからないのですが、たまたま今、同じような論点が出ましたので。

黒沼委員 気がつきませんでした。

永井 OBS ここは平たく解釈しますと、私どもは虚偽、矛盾、欠缺という3つのことが従来は非常に厳しく要件とされていたので、欠缺があると違法になる可能性が高いという概念だったものですから、結局目論見書以外のものを使えない、販売用資料自体がつかれない、目論見書そのものを使わない限りは欠缺が生じ得るということが実務上非常に問題視されてきたという前提があります。お客様にとってわかりやすいものをつくるために、目論見書以外の文書を、今回欠缺が要件からとれたのでつくりやすくなったというところを、むしろ肯定的にとらえていまして、13条5項については、それを可能とする規定になったのだと理解しています。目論見書以外のものをいろいろ工夫してつくっても、欠缺の問題は問わないということの方を評価したいというのが実態であります。

そこで重要な事項についてはどうかという点は、ここまでは読み込んでなかったところですが、13条5項では誤解を生じさせるかどうかというのは、重要な事項についてだけでなく黒沼先生がおっしゃるように少し広げて良いのかもしれませんが。

黒沼委員 確かに17条は18条と比べると不整合が目立ちますね。17条は、18条のようなものとは性質が違う、目論見書以外のものも含む規定ではあるのですが。18条2項で、法定目論見書については18条1項の規定が準用されることになっていますので、そこでは重要な事実の記載が欠けている場合しか問題にならないのに、17条の方は、事実の表示が欠けているということだけで問題になるのは、法制的あり方としてはおかしい感じがします。

中東委員 最も親切に読めば、改正後の17条も、記載の欠缺について、「重要な事項について・・・誤解を生じさせないために必要な事実」に限定しているというように、重要性を含んでいると、解釈できなくもないとは思いますが。「重要な事項について」が、「虚偽の記載」の部分だけではなく、「記載すべき重要な事項」にも、さらには、「誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けている」にも、かかっていると読むことができませんか。

中村委員 17条の方は、「重要な」を読み込むということであろうとは思いますが。

黒沼委員 投資信託については、要約目論見書という概念がなくなったことで、それ以外の販売用資料はつくっておられるのですか。

竹腰 OBS 募集期間より手前で何らか投資家の方にお示しして勧誘する部分がございますので、法律の言葉としてなくなっていますけれども、従来から使用しているものと同じようなものを使って、それは販売用資料ということで使用しているのが現状です。

黒沼委員 従来は要約目論見書の内容をすべて含んでないといけないということだったのですが、実際、それと同じような内容を含んだものを販売用資料として使っているということですか。

竹腰 OBS お使いになるのが販売会社なものですから、販売会社としては、

何と何を満たせば、要は先ほど申しましたように、検査で何か指摘されずにやれるかというところが気になるようでして、そこを何らかのガイドラインのようなものを示してほしいということについて、私どもというよりも、むしろ日証協の方に要請しています。ただ、まだガイドラインは示されていない状況です。

大島 OBS 6 ページの業績予想の取扱いについて質問します。業績予想の取扱いについては、最終的には、業績予想を開示しなければならないならば、セーフ・ハーバー・ルールを設けて開示するか、あるいはそれができないということであるならば開示しないという判断しかないのではないかと思います。業績予想の開示については、取引所で開示要請があるということですが、販売用資料に載せることが、目論見書の観点からみれば、明らかに投資判断の重要な要素でありますので、ここにあるように「異なる表示」に該当することとなるのではないかと思います。

そこで2つ質問があります。1つは、取引所の要請、つまり自主規制機関の根拠があるならば、なぜ販売用資料として載せることが適法なのか、あるいは認められるのかという点です。もう1つは、この問題に限った話ではないと思うのですが、証取法の中でセーフ・ハーバー・ルールの取扱いについて、行政は、非常に慎重な考えを持っていると思うのですね。行政は、なぜそういう態度をずっと採っているのかご教示いただけたらと思います。

以前、証取法の162条の2について、自己株式の処分との関係において、セーフ・ハーバー・ルールが問題にされたと思いますが、あのときも非常に慎重で、結果的には認められませんでした。そういう行政の姿勢について、コメントいただければと思います。

黒沼委員 なぜ取引所の要請による業績予想なら載せていいかという点は、よくわかりません。私は業績予想を販売用資料として使用しても、それだけで、従来から異なる表示になるわけではないと思っていましたけれども、確かに怖くて使えないというのはあるのだろーと思いますね。

平田 OBS かなり昔なのですが、平成8年のJ Tの株式の売出しのときに、

アナリスト・レポートの中に業績予想が載っている。これを証券会社が使いたいという議論がありまして、金融庁の解釈を求めたときに、先ほど永井さんがおっしゃったように、その業績予想が目論見書の記載と「矛盾」「虚偽」「欠缺」のないものであれば使ってもいいでしょうとの回答をいただきました。そもそも業績予想自体は、目論見書記載の数値を前提に導き出すことができるので、業績予想も、目論見書とか届出書と「異なる内容」にはならず、欠缺があるわけでもなく、矛盾や虚偽があるわけでもないので、利用しても問題ないという解釈をいただいて通知をしたことがあります。それはそれで、本当にいいのかどうかというのはいろいろ議論があったのですが、結果として、やはり危ないから使えないということで、ほとんど使われずに今まで来たということがありました。

黒沼委員 セーフ・ハーバー・ルールについては、民事・刑事の責任についていえば、法律に規定しておけば、根拠をきちんと書いておけば可能だろうと思います。しかし、法律に規定がないのに、府令でセーフ・ハーバー・ルールを設けたとしても、結局最終的に法律の解釈をするのは裁判所ですから、裁判所を拘束することはできないですよ。そうだとすると、アメリカでよくあるようなセーフ・ハーバー・ルールと同じようなものを日本に持ち込むのは難しい。アメリカの場合は、こういう条件を満たしていれば、SECとしては訴追しませんというだけです。日本の場合は、刑事責任については、金融庁がやるわけではありません。また、民事責任の追及は私人が行うことになりますから、アメリカと同じような規制は日本ではやりにくい。行政規制以外はやりにくいと思っています。

大島 OBS SECの規制についてはセーフ・ハーバー・ルールで対応しているということですか。

黒沼委員 多くはそうですね。訴追あるいは刑事だけでなく、シビル・ペナルティのための処分手続を始めるとか、あるいは訴訟を提起するとか、そういうことはしないということです。いずれにしてもSECの行為についてのセーフ・ハーバーが多いと思います。

川口委員 法律に根拠のない内閣府令ってあるのですか。法律に、内閣府令にゆだねるとあるから、内閣府令に法的拘束力があるのだと私は理解していたのですが。だから、内閣府令の場合は、通常は証取法違反になると。

黒沼委員 現在のところ、日本ではそうですね。アメリカでは解釈規則のようなものがありますね。

中村委員 今の黒沼先生のお考えというのは、従来理解していたところと実は同じなのですが、内閣府令で定める場合を除き、こうであるというような形で、適用除外規定の形をとれば、セーフ・ハーバー・ルールを内閣府令の形で導入することができるということでしょうか。

黒沼委員 法律に書き込めばということですね。

中村委員 そのためには、殊さらに法文上「内閣府令で定める場合を除き」というような文言、あるいは例示した上で「その他内閣府令で定める場合を除き」というような文言が必要ということですね。

黒沼委員 そうです。

中村委員 実務家サイドとしては、そういう文言をいろいろ入れて、セーフ・ハーバー・ルールがあった方が安心して取引できるということがあるので、立法の際にご検討いただければありがたいということを、私も実務家として考えています。

山田委員 アメリカ法の free writing prospectus についてお伺いしたいと思いますが、これは従来、pre-filing period、waiting period との間においては、Tombstone-ad、preliminary と summary prospectus ですね、この3つが法定の目論見書ですが、そのほかに free writing prospectus というのは全部届出をしなければならないということなのですか、これは3つのほかに新たに加わったのでしょうか。それとも、summary の中の別の類型として民事責任についてのみ free writing prospectus が規定されたのでしょうか。それとも、一般的に summary の中に free writing が入るのでしょうか。

黒沼委員 法律の改正は提案していませんので、SECの規則の改正だけであり、summary prospectus の中に含まれるということですね。ただし、実

質的には、従来と違って、使った後に届け出ればいいし、登録届出書の中には含まれない、そういう扱いにするということのようです。

それから、これは法律の規定に基づかなくてできるのかどうかかわからないのですが、著名適格発行者については、届出前から使用することができるという提案ですね。

山田委員 発行者区分というのは、一般的にそのように4つに区分するという考え方が強いのでしょうか。それとも、あくまでも waiting period だけということでしょうか。

黒沼委員 目論見書その他の勧誘については、この4つを基準にするということだろうと思うのです。従来の届出書の様式については、むしろそれを前提にしている概念ですから、それについては変更を加えていません。

中村委員 著名適格発行者について、1点、もしご存じでしたら教えていただきたいのですが、届出前から自由書面目論見書を使用することができるということと、それから従前の届出前の勧誘禁止というガンジャンピングの問題との関係については、どういう整理がされているのでしょうか。

黒沼委員 これは、ガンジャンピングについての規制の例外を設けるということだろうと思います。ただ、日本では、ガンジャンピングの問題というのは実務上大きな問題として考えられてないようで、私もよく理解できてないところなのですが、アメリカでは届出前から届出の規制というのはもう始まっているのだ、そういう考え方です。日本では、特定の証券募集に関する勧誘でなければ、届出なしの勧誘というようには一般的には考えられておらず、日本に比べてアメリカでは、届出前の情報発信について相当厳しく制限されているように私は思っているのですが、それを若干緩和するということなのではないかと感じています。

山田委員 一般的なことなのですが、ガンジャンピングの問題で、結局最終的に届出をしなかったという場合は、それは結局アメリカ法ではどうなるのでしょうか。

黒沼委員 今回の法規制について、そこまで条文に当たって見てこなかった

のですが、たしかそれはだめだと思います。前の 98 年の規則提案を見たときには、届出何日前以降の行為というように限定がされていたと思いますので、届出をしなかった場合には規則違反になると思いますね。

山田委員 大きな問題で恐縮なのですが、黒沼先生は、最後に、「日本法への示唆」についてお書きになっていますが、発行者のレベルで目論見書の交付義務に差をつけことが果たして日本法にどのような影響を与えるのか、望ましいことなのかということに関して、先生のお考えをご教示いただければと思います。

黒沼委員 定見を持っていないのですが、投資信託以外のものについては、現在でも参照方式の利用適格要件はかなり緩和されていて、ほとんどの上場会社は参照方式を満たしているのではないのでしょうか。そうすると、目論見書を見ても、ほとんど何も書いてないわけですね。そういうことを前提にすると、この区分けでよいのか自信がありません。

それから、現行の日本の規制はアメリカよりも緩やかだと感じていまして、待期間も、アメリカは現在でも 30 日が原則で、日本は 15 日です。ですから、証券発行の実務が相当違うのではないかと思うのです。そういう点も考慮しなければならないだろうと思います。

山田委員 先生のお話ですと、結局問題は、初めて IPO したばかりの発行者で、まだ参照方式を利用できないケースだけが問題になるということになりますか。それ以外は参照方式の要件が緩和されているということになると、ほかの 3 つを区別する意味は余りなくて、むしろ IPO したばかりで、参照方式ができないという場合と、それ以外の場合とに分けられる。

黒沼委員 そうですね、そこが一番問題だろうと思います。

江頭共同会長 実務の方からは、米国の改革提案、あるいはその前の部分でも結構ですけども、何かコメントがございますか。

川口委員 今日のご報告と直接関係なく、若干触れられただけなのですが、目論見書の交付の時期は、相変わらず「あらかじめ」または「同時に」とあり、「同時」が許されるのですが、これはどうしても変わらないものなので

すか。目論見書というのは投資判断をするためのものであれば、「同時に」では投資判断ができないと前から思っているのですが。今日のご報告のテーマとはずれるのですが、これはやはりコストがかかる、どうしても実務的にはうまく回らないということで、「同時」を入れざるを得ないということなのではないでしょうか。実務をお聞きしたいのですが。

細川 OBS 実務に関して申し上げますと、今回の証取法改正ですと、今までですと1回で目論見書を交付すれば済んだものが、結局2回に分かれるということは、分量としては、ボリュームとしては減って、特に交付目論見書だけ考えれば分量が減っているということがいえるのですけれども、結局2段階になっていますと、手間は2回になるわけですね。それで、特に請求目論見書の方は、請求についても、口頭で投資家の方から出てきますので、結局管理するための、先ほどシステムの話がございましたけれども、相当なコストがかかる。それから、郵送についても、2回になりますので、結局トータルで考えると、実務家としてはむしろ制度をもとに戻してもらいたいという話がありまして。

ただ、せっかくこれだけいろいろ考えられて、ディスクロージャー・ワーキング・グループで検討していただきましたので、これをなるべくうまく乗せるために、先ほど投信協会の方がお話しされましたけれども、解釈の範囲でできる形で、少し進化させていこうという話ですね。これ、確かに理論的にはいろいろな考え方があり、海外の考え方もあるとは思いますが、実務的には、余り回ってない話なのですね。

中東委員 川口先生がおっしゃった点に関して、同時にでも許されるというときには、具体的にはどういう販売の仕方をして、目論見書を同時に渡すのですか。

細川 OBS 同時というのは、要は基本的に、例えば営業員、外務員が外交しているときに、常にセールス・プロモーションをやっていますので、お客様に投資勧誘する段階ですぐ約定するというお話になれば、その場でお渡しするということだと思います。

川口委員 契約する1秒前に渡すというのが、同時だということですか。

黒沼委員 ディスクロージャー・ワーキング・グループの議論の最中には、これは投資信託についてだと思えますけれども、要約目論見書をあらかじめ渡しておけば、目論見書の交付は事後交付でもいいのではないかと、そういう議論もあったのです。しかし、それはやはり本末転倒といいますか、事後交付された目論見書を見て後悔したって仕方がないわけですから、現行法を維持すべきだといって、それが報告書にも盛り込まれてはいるのです。クーリングオフ期間を1日か2日程度とるという形であれば、それは構わないと思うのですけれどもね。それも実務上大変だということなのでしょうか。

江頭共同会長 大分ご議論いただきましたが、いかがでしょうか。大きな問題から非常に技術的な問題まで、いろいろ問題がある分野であると思えますけれども。特に追加したご質問等ございませんか。

神作委員 また戻って恐縮なのですが、13条の第5項で、「その他の資料」に関して、投信の販売については、実務はそれほど変更がないということでしたけれども、投信以外の有価証券については、実務が改正によって変わったのかどうか。あるとしたら、どのように変わっているのかということについて、お教えいただければと思います。

永井 OBS 投信以外は余り変わっていないのではないかと思います。むしろ、REITなんかも含めまして、新聞広告などは、従来よりは、先ほども申し上げましたけれども、欠缺要件がとれたために、いろいろな形で行われるようになったのではないかと思います。これは仲介業も始まりましたし、銀行を含めて投資信託は販売されていますから、かなりいろんな形での宣伝広告が行われるようにはなったと思いますが、投資信託以外のものについては、それほど、目論見書自体は変わってないと思います。

中村委員 本日まで出席の証券会社ではないのですが、ある証券会社については、上場会社の株式の公募あるいは売出しをするに当たって、直近の決算短信等を目論見書と同時に交付するという事例は出てきているようです。

江頭共同会長 よろしいですか。

神作委員 ありがとうございました。

江頭共同会長 それでは、本日の研究会は、これで終了させていただきます。

目論見書制度の改革

2005 年 7 月 13 日 早稲田大学 黒沼悦郎

はじめに

- ・平成 15 年 12 月 24 日 金融審議会金融分科会第一部会「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告 → 平成 16 年証券取引法改正

I 投資信託の目論見書

1. 交付目論見書と請求目論見書

(1) 三部構成化

- ・有価証券の二部構成化 → 三部構成化

交付目論見書項目

請求目論見書項目

公衆縦覧項目

適用範囲：投資信託・外国投資信託の受益証券（2 条 1 項 7 号）、及び、投資証券・投資法人債券・外国投資証券（2 条 1 項 7 号の 2）（法 15 条 3 項、施行令 3 条の 2）

(2) 交付目論見書

投資判断に極めて重要な影響を及ぼすものとして内閣府令で定めるもの（13 条 2 項 1 号）。

→ 特定有価証券開示府令 15 条の 2（内国投資信託受益証券については、四号様式第一部と第二部に掲げる事項）

第一部：証券情報

第二部：ファンド情報

(3) 請求目論見書

投資判断に重要な影響を及ぼすものとして内閣府令で定めるもの（13 条 2 項 2 号）。

→ 特定有価証券開示府令 16 条（内国投資信託受益証券については、四号様式第三部に掲げる事項）

ファンドの沿革、ファンドの管理及び運営、ファンドの経理状況、
設定および解約の実績

(4) 実例の紹介

- ・ 名称 開示ガイドライン13-5
- ・ 請求目論見書の請求（特定有価証券開示府令15条の2第1項1号ロ）

(5) 効果・問題点

① 目論見書の作成コストは低減したか？

② 請求目論見書の交付

請求目論見書は、有価証券を取得させるときまでに、投資家から交付の請求があったときに、直ちに交付しなければならない（15条3項）。

③ 交付目論見書の交付

取得契約締結前または同時（15条1項）。

契約締結と同時に交付目論見書を受け取った際に、請求目論見書の交付を請求しないと、交付を受ける機会を失う。

→ 合冊

特定有価証券開示ガイドライン15-3

「前に渡した目論見書に含まれているので、それを見てください」でよいのか？

④ 法定目論見書（13条1項の目論見書）：交付目論見書および請求目論見書

交付請求があったのに請求目論見書を交付しないで投資信託証券を取得させた場合

- ・ 罰則（200条3号）
- ・ 民事責任（16条）

請求目論見書の重要な虚偽記載

発行者は18条の民事責任を負うが、請求目論見書の交付を受けなかった者に対しては責任を負わない（18条2項）。

2. 目論見書交付義務の緩和

① 同一銘柄の証券を所有する者

- ・ 投資家の同意がある場合には、継続募集に係る目論見書（訂正目論見書）の交付義務を免除（15条2項2号イ）。ただし、投資家から請求があった場合には目論見書を交付しなければならない。

DWG 報告との相違

- ・ DWG 報告 (9 頁)「同一種類の投資信託証券について継続的に募集が行われている場合」で、「既に当該投資信託証券に係る目論見書の交付を受けた受益者等」が同意をした場合に限定。

15 条 2 項 2 号イ:「当該有価証券と同一の銘柄を所有する者」が同意をすれば足りる。

- ・ DWG 報告 (10 頁)「目論見書の記載事項のうち重要な事項に変更があった場合」にも、交付義務は免除されない。重要な事項に変更があった場合を列挙し、その旨ガイドラインに規定することが適切であるとしている。

改正法: そのような例外を設けていない。

特定有価証券開示ガイドライン 15-1

← このような解釈は法律の規定から読み取れないのでは？

- ・ DWG 報告 (10 頁): 同一銘柄を所有する者に対する交付義務の免除を投資信託証券に限定。

改正法: 有価証券一般に適用。

← DWG で検討しなかった事項

but

投資信託の場合は、やることは決まっている。

事業を営む会社が証券を公募する場合には、資金を何に投資するかは、公募ごとになるから、1 回の公募ごとに資金調達の用途に関する情報を提供させることが決定的に重要。

→ 投資信託証券とそれ以外の有価証券を区別する理由はある。

← 事業会社が証券を公募する場合には、多くの場合、「重要な事項に変更があった場合」に該当し、ガイドラインによれば、交付義務は免除されない？

株式等の公募の際に、いちいち既発行証券の所有者と新規購入者を区別して勧誘を行わない？

② 同居人

同居者が目論見書の交付を受け、または確実に交付を受けると見込まれるときは、本人の同意を得て、目論見書の交付を省略することができる (15 条 2 項 2 号ロ)。

同居人とは住所地を同じくする者を意味し、職場を同じくする場合を含まない (解釈)。

II 目論見書一般

1. 販売用資料の位置づけ

(1) 判例・学説

証券取引法 13 条 5 項：「目論見書と異なる内容の表示をしてはならない」

・「異なる記載は欠缺を含む」（神崎・202 頁）

→ 口頭による勧誘では、目論見書（届出書の効力発生前は仮目論見書）の記載内容をすべて説明することは不可能。口頭による勧誘は著しく困難に。

← 目論見書または仮目論見書を勧誘の前に、または勧誘と同時に交付すれば、その内容の一部を表示して勧誘することができるから、口頭の勧誘を不当に制限することにはならない。

・「詐欺的な記載のみが異なる表示」（河本・152 頁）

← 法が電話による勧誘を禁じているとは解されない。

行政解釈

勧誘に際して提供される文書や表示が目論見書と「異なる内容」であるかどうかについては、当該文書または表示の全体を総合的に評価し、①矛盾がある場合、②虚偽がある場合、③欠缺がある場合には、「異なる表示」に該当するとされてきた。このため、投資信託の販売用資料には、要約目論見書に記載されたすべてが記載されなければならない。

Cf. 東京高判平成 12 年 10 月 26 日判時 1734 号 18 頁

円建て外債の募集・販売に証券会社が社債の販売要項と会社内容を記載した文書を用いて勧誘を行っていた。当該会社概要には、発行者の財務状況、売上げや利益等の業績、子会社・系列会社名、発行済株式に関する情報のほかに、発行者の特色や近況がやや詳しく記載されていた。

判決：販売要項及び会社概要記載文書に「本件目論見書に記載された内容と実質的に異なる記載ないし虚偽の事実の記載がされているものとは認められず、右文書の送付をもって、証券取引法 13 条 5 項にいう正規の目論見書又は仮目論見書に記載すべき内容と異なる内容の表示をしたものということとはできない。」

(2) DWG 報告書の立場

①当該文書・表示に「矛盾」がある場合、および②当該文書・表示に「虚偽」がある場合に該当するか否かにより、「異なる表示」に当たるかどうかを判断することとし、その旨をガイドラインにおいて明確化することが適切である（19 頁）。 →行政解釈の変更

(3) 改正 13 条 5 項

何人も、有価証券の募集または売出しのために、第 1 項の目論見書以外の文書、図画、音声その他の資料を使用する場合には、虚偽または誤解を生じさせる表示をしてはならない。

「矛盾がある場合」：表示の内容（例えば分析）やその前提が目論見書の内容と矛盾する場合、その前提が非現実的であることにより、投資家に誤解を生ぜしめる場合を意味する（DWG 報告 19 頁）。

「虚偽がある場合」：表示の内容やそこに至る過程が恣意的に歪められている場合、重要な事項を開示しない（都合のよい部分のみを強調する）ために誤解を生ぜしめる内容になっている場合を含む。

「表示の内容に至る過程が恣意的に歪められている場合」とは？

罰則：205 条 1 号

(4) 表示の媒体

・ 13 条 5 項の「異なる表示」の禁止を文書による表示に限定すべきか？

- ← 口頭の表示に誇張がありうることは投資家も分かっている。
口頭の表示は証拠が残りにくく、厳格な規制を及ぼすと紛争を招きかねない。

Cf. 米国（33 年法 5 条(b)項(1)号）

：届出書の効力発生前は、自由書面（free writing）による勧誘は禁止。

口頭による勧誘（州際電話による勧誘）は許容。

- ← 目論見書の定義が、書面、ラジオ、テレビによる通信に限定されている（33 年法 2 条(a)項(10)号）。
 - いわゆるロードショーにおいても、プレゼンテーションは行うが、文書による資料は配布されることはない。

口頭の勧誘で投資家が投資決定を行うことはいくらでもありうるのであるから、口頭表示と文書とを区別する考え方は妥当でない。

Cf. DWG 報告書（19 頁）：13 条 5 項が勧誘のための情報提供全般に及ぶとする体制を維持。ロードショー、インターネットによる表示、一般広告等についても同行の規定の対象に含まれる。

改正 13 条 5 項

括弧内：パソコンの画面を投資家に見せる行為

口頭・電話による表示は、音声に含まれる。

(5) 販売用資料の使用時期等

明文の規定はない。

改正前証取法 13 条 3 項：届出書の効力発生前に使用する仮目論見書には、内閣府令で定める事項を省略して記載することができる（要約目論見書）。

DWG 報告（21 頁）：販売用資料が「目論見書と異なる内容の表示」に該当しない場合には、目論見書の交付前においても使用できる旨をガイドラインにおいて明確化し、かつ、販売用資料を使用する場合には、当該資料に「投資判断は目論見書を見て行うべき旨」、「目論見書の入手方法・入手場所」を記載し、または表示しなければならない。

→ **企業内容等開示ガイドライン 13-6・13-7**

- ・目論見書の入手方法・入手場所を表示しない場合に、当該表示が「虚偽または誤解を生じさせる表示」に当たるか？

← 口頭で必ず目論見書の入手方法を表示しなければならないのは無理を強いることになるのではないか？

目論見書の交付前でも販売資料を使用でき、仮目論見書の使用は強制されていない。

→ 当該表示は「虚偽または誤解を生じさせる表示」に該当しないと解すべき。

(6) 業績予想の扱い

- ・販売用資料に、アナリストによる分析や業績予想を記載することが許されるか？

現行解釈上：「目論見書と異なる表示」に該当しない限り可能。

17 条の責任について、セーフ・ハーバー・ルールを設けない限り、業績予想を販売資料に含めるは困難。

DWG 報告（20 頁）：現時点ではセーフ・ハーバー・ルールの導入に慎重。

取引所等の要請により開示される「業績予想」は、販売用資料として使用できる。

企業内容等開示ガイドライン 13-8

発行者作成の業績予想に虚偽があった場合

発行者は責任を負わず、販売会社が 17 条の責任を負う。

2. 要約目論見書の廃止

販売用資料の概念は、要約目論見書（改正前 13 条 3 項）・墓石広告（改正前 13 条 5 項）を含むもの。→ 要約目論見書および墓石広告に関する規定を削除。

← DWG 報告になかった事項

・改正前 13 条 3 項の意味：省略できない記載事項を内閣府令で定める。

要約目論見書は、有価証券届出書の添付書類

← 適合しているかどうか内閣総理大臣が審査できるようにする。

従来から要約目論見書以外の表示を用いて勧誘を行うことは認められていた。

→ 要約目論見書だけを規制しても意味は乏しい。

改正後 13 条 5 項（虚偽または誤解を生じる表示の禁止）の適用について、要約目論見書は基準とならない。→ 提出させる意義は失われた。

販売資料は届出書の添付書類ではなく、使用に際して届出る義務もない。

勧誘が現行 13 条 6 項に違反して行われていないかどうかをチェックするため、販売勧誘資料を内閣総理大臣に提出させるという立法もありえた。

・ 仮目論見書の制度は残存。

13 条 1 項の規定による目論見書のうち、届出の効力が生じる日前に使用するもの。

「届出の効力が生じていない旨」等を記載（13 条 2 項 1 号(2)、開示府令 13 条 1 項 2 号）。

販売用資料は、仮目論見書には該当しない。

3. 17 条の改正

改正前

請求権者は証券を募集・売出しに応じて取得した者に限定されていない。

→ 証券の流過程で証券を購入した者も本条による損害賠償請求をなしうる（神崎・294 頁）。

17 条による請求

- ① 過失の立証責任が被告側に転換されている。
- ② 被告が実際に「相当な注意を用いた」ことが要件とされており、不実表示の使用に際して相当な注意を用いなかった場合には、「仮に相当な注意を用いたとしても、不実であることを知ることはできなかった」という抗弁を用いることができない。

改正法

17 条の責任を証券の募集・売出しの際の不実表示の使用に限定した。

← DWG 報告になかった事項

← 法体系上の 17 条の位置、17 条が目論見書という語を用いていることから、本来、17 条は、募集・売出しについてのみ適用されると考えた？

cf. 米国連邦証券法の規定は証券法 12 条(2)号（現行 12 条(a)項(2)号）

Gustafson v. Alloyd Company, Inc., 513 U.S. 561 (1995)

12 条(2)号にいう目論見書は、広く証券の勧誘に利用される文書を指すのではなく、発行者またはその支配株主による公募に関連する文書を意味する。12 条(2)号の適用範囲を証券の公募による発行過程に限定。

日米の相違

米国証券法 12 条(a)項(2)号の適用は、目論見書（prospectus）または口頭の通信（oral communication）に限定。→ 証券の流通過程における口頭の通信以外の表示が目論見書に当たるかどうかの問題とされた。

日本証券法 17 条では、「目論見書その他の表示」に当たるかどうかの問題。証券取引法上の「目論見書」は、募集・売出しのために使用される文書に限定されるが（2 条 10 項）、「その他の表示」にはそのような限定はない。

III 米国における目論見書制度の改革提案

1. 届出後の情報発信のあり方

現行規制

① 待機期間 書面・ラジオ・テレビによる申込みは、証券法 10 条の要件に適合する「法定目論見書」に限定される。→ 仮目論見書（preliminary prospectus）

書面には、電子メール、インターネットを含む。

② 届出書の効力発生後：販売用文書による勧誘も可能。ただし、証券法 10 条(a)項の要件に適合する最終目論見書をあらかじめ、又は同時に提供しなければならない。

← 通信手段が発達していない時代の産物

今日、書面以外の媒体を許容することが投資家の利便性に適う。

公募の過程に入ったからといって、発行者による定常的な情報発信が妨げられるべきでない。

2. 自由書面目論見書の作成・届出

① 規則 134 条の改正：発行者の連絡先や公募される証券の発行条件・発行手続に関するより詳しい情報、購入する場合の口座開設の方法、ロードショウの日時や場所に関する情報は目論見書に該当しない。

② 自由書面目論見書 (free writing prospectus) の導入。

・法定目論見書以外の勧誘文書 (written offer) のうち、一定の条件が満たされた場合に、現行法上許容された範囲を超えて許容されるもの。

・文書、放送、オーディオテープ、ファクシミリ、CD ロム、電子メール、ウェブサイト等の電磁メディアが含まれる (規則 405 条)。

・最終目論見書と同時提供される勧誘文書は、目論見書ではなく、したがって自由書面目論見書ではない。

・公表後 1 営業日以内に発行者または公募関係者により SEC へ届出る。

・届出義務者：①発行者が作成したときは発行者

②発行者以外の公募関係者が作成したが、発行者によって提供された重要な発行者情報がそこに含まれており、当該情報が登録届出書及びそれまでに届出られた自由書面目論見書に含まれていない場合には、発行者

③発行者以外の関係者が作成し、不特定多数の者に配布されることが予定されている場合には、作成者。

← 届出書の情報と異なる表示がなされていないか SEC がチェックできるようにするため。

cf. 1998 年の提案：全ての自由書面 (free writing) を届出させる。

↓

不特定多数の者に配布することを予定している場合を除いて、引受人・ディーラー等

は自由書面目論見書を届出ることなく使用してよい。

(ネット上でのロードショー)

ネット上でのロードショー (electronic road show) は自由書面に該当し、発行者は SEC へ届出なければならない。しかし、ロードショーで開示された重要な発行者情報が、すでに、届出書またはそれまでに届出られた自由書面目論見書に記載されている場合には、改めて届出をする必要はない。

自由書面目論見書に記載すべき情報についての制約はない。ただし、どこで目論見書を利用できるか、投資家は目論見書を読んで投資判断をすべきである旨、当該書面が勧誘に該当する旨を、警句として記載しなければならない。

3. 自由書面目論見書の交付

発行者のタイプにより異なる。

- ① 継続開示を行っていない発行者、参照方式を利用できない非適格発行者
予めまたは同時に、最新の法定目論見書が交付しなければならない。
- ② 参照方式を利用できる適格発行者
登録届出書の届出後は、法定目論見書を交付せずに、自由書面目論見書により勧誘を行ってよい。
- ③ 著名適格発行者
登録届出書の届出前から自由書面目論見書を使用することができる。ただし、発行者以外の公募参加者は、登録届出書の届出以後に限って、自由書面目論見書を使用できる。

4. 民事責任

- ① 証券法 10 条(b)項の「要約目論見書」として法的に位置づけられる。
→ 登録届出書の一部とはみなされず、自由書面目論見書に虚偽または誤解を生じる表示があっても、発行者は証券法 11 条に基づく民事責任（厳格責任）を負わない。
- ② 勧誘に該当
→ 証券法 12 条(a)項(2)号、17 条(a)項により、重要な点について虚偽または誤解を生ぜしめるものであった場合には、自由書面目論見書の使用者は損害賠償責任を負う。

③ 規則 159 条

目論見書、口頭の表示、届出書が虚偽または誤解を生じるものであるかどうかを決定する基準時は、販売時（at the time of sale）であって、販売時後に購入者にもたらされた情報を考慮に入れてはならない。

5. 日本法への示唆

① 発行者のレベルにより、情報発信の規制や目論見書の交付義務に差をつけている。

② 法定目論見書以外の勧誘資料を SEC へ届出させて、勧誘が不当に行われていないかどうかをチェックする。

cf. 投資信託の持分販売以外では、販売用資料の提出は義務付けられていない。

1. 61 頁は配付資料と同じものであり、平成 15 年 12 月のディスクロージャーW 報告書として、金融庁ホームページに現在も掲載されております。

右側の改正イメージ中程に①と記しましたところが、ご指摘いただきました「第 7 受益者の権利等」であります。

②と記しましたのは、追加情報項目の中で「第 2 ファンドの管理及び運営」を指しており、①から⑦までがあげられております。

2. 62 頁はイメージ図の最終版です。平成 16 年に金融庁が示したものであり、61 頁の図とは様々な箇所違っております。投資信託委託会社はこの図を元に届出書を作成しております。

右側の改正イメージ中程の③と記したところでは、新たに「7 管理及び運営の概要」として、その要約を記載することとなり、この中で「受益者の権利等の概要」を記載することとなりました。

また、④と記したところでは、「第 2 管理及び運営」として、「1」が「管理及び運営」、「2」が「受益者の権利等」とされております。

3. 63 頁は配付された資料と同じ「A 投信」ファンドの交付目論見書です。

64 頁がその目次であり、⑤と記したところが「7 管理及び運営の概要」の箇所です。

65 頁はその該当箇所であり、交付目論見書の頁（一番下）では、40 頁から 47 頁までがこれにあたります。

その中で、66 頁中段の⑥と記したところが「(2) 受益者の権利等」であり、主な権利として 68 頁までに 10 個の権利の内容を記載しております。

4. 69 頁は同ファンドの請求目論見書であり、配付された資料と同じです。

70 頁の目次では⑦と記したところにおいて、「第 3 管理及び運営」の中で「2 受益者の権利等」としております。

71 頁から 72 頁がその内容であり、交付目論見書と同様に 10 個の権利の内容を記載しております。内容はほとんど交付目論見書と変わっておりません。

以上のように、最終版として金融庁から示された図が報告書時点のものとは変わっており、受益者の権利は交付目論見書にその要約を、請求目論見書にその全容を記載することとなりました。

受益者にとって重要な情報ですので、交付目論見書にも記載することとなっておりますが、なかなか要約した内容とするには難しいようであります。

以上

有価証券届出書(内国投資信託受益証券)の3部構成化(イメージ) H15 報告書

【現行】
(第四号様式)

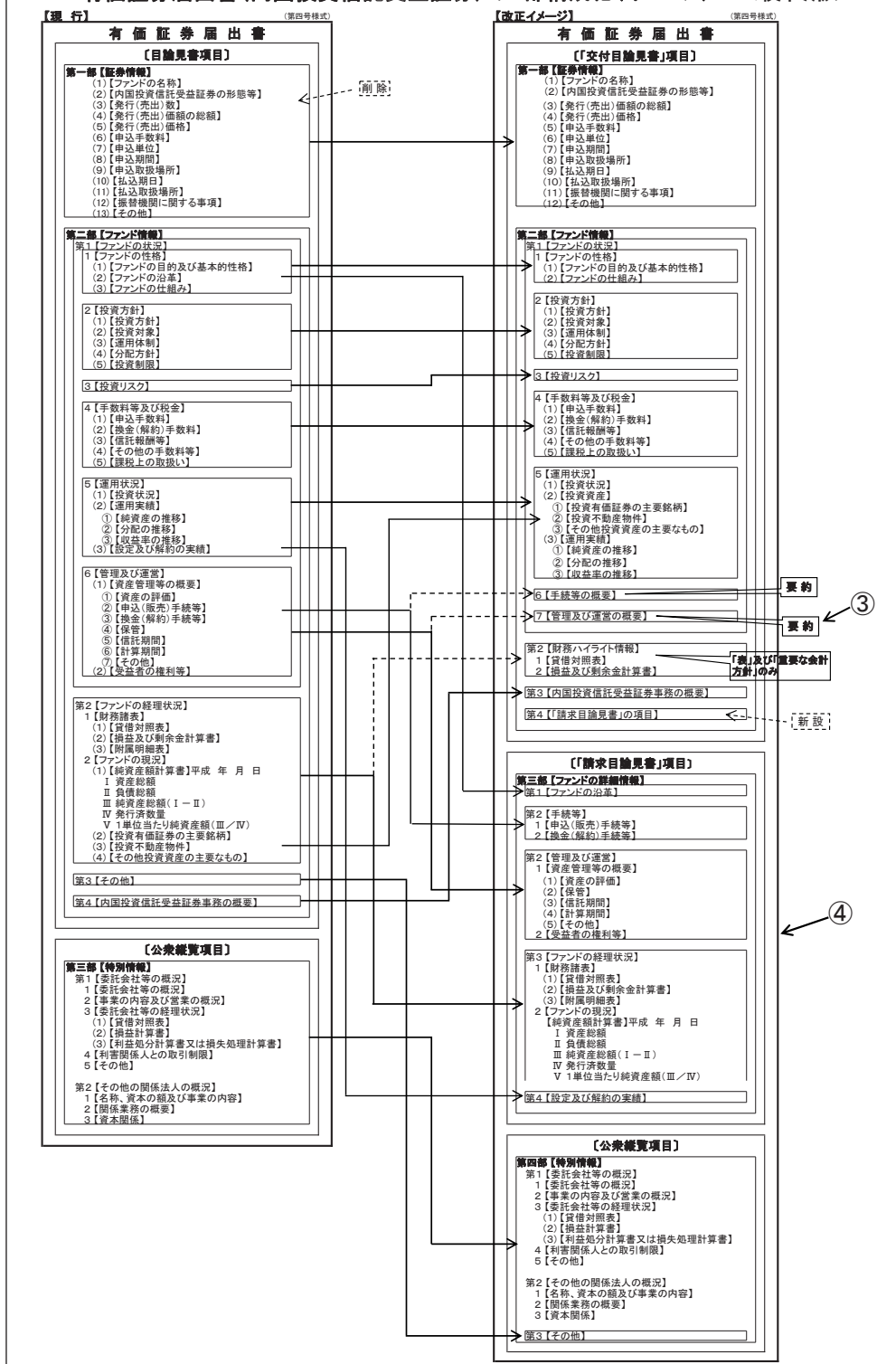
有価証券届出書	
【目論見書項目】	
第一部【証券情報】	(1)【ファンドの名称】 (2)【内国投資信託受益証券の形態等】 (3)【発行(売出)数】 (4)【発行(売出)価額の総額】 (5)【発行(売出)価格】 (6)【申込手数料】 (7)【申込単位】 (8)【申込期間】 (9)【申込取扱場所】 (10)【払込期日】 (11)【払込取扱場所】 (12)【振替機関に関する事項】 (13)【その他】
第二部【ファンド情報】	第1【ファンドの状況】 1【ファンドの性格】 (1)【ファンドの目的及び基本的性格】 (2)【ファンドの沿革】 (3)【ファンドの仕組み】 2【投資方針】 (1)【投資方針】 (2)【投資対象】 (3)【運用体制】 (4)【分配方針】 (5)【投資制限】 3【投資リスク】 4【手数料等及び税金】 (1)【申込手数料】 (2)【換金(解約)手数料】 (3)【信託報酬等】 (4)【その他の手数料等】 (5)【課税上の取扱い】 5【運用状況】 (1)【投資状況】 (2)【運用実績】 ①【純資産の推移】 ②【分配の推移】 (3)【収益率の推移】 (3)【設定及び解約の実績】 6【管理及び運営】 (1)【資産の評価】 ①【資産の評価】 ②【申込(販売)手続等】 ③【換金(解約)手続等】 ④【保管】 ⑤【信託期間】 ⑥【計算期間】 ⑦【その他】 (2)【受益者の権利等】
第三部【ファンドの経理状況】	第1【財務諸表】 (1)【貸借対照表】 (2)【損益及び剰余金計算書】 (3)【附属明細表】 2【ファンドの現況】 (1)【純資産額計算書】平成 年 月 日 I 資産総額 II 負債総額 III 純資産総額(Ⅰ－Ⅱ) IV 発行済数量 V 1単位当たり純資産額(Ⅲ／Ⅳ) (2)【投資有価証券の主要銘柄】 (3)【投資不動産物件】 (3)【その他投資資産の主要なもの】 第3【その他】 第4【内国投資信託受益証券事務の概要】
第三部【公衆縦覧項目】	第三部【特別情報】 第1【委託会社等の概況】 1【委託会社等の概況】 2【事業の内容及び営業の概況】 3【委託会社等の経理状況】 (1)【貸借対照表】 (2)【損益計算書】 (3)【利益処分計算書又は損失処理計算書】 4【利害関係人との取引制限】 5【その他】 第2【その他の関係法人の概況】 1【名称、資本の額及び事業の内容】 2【関係業務の概要】 3【資本関係】

【改正イメージ】
(第四号様式)

有価証券届出書	
【目論見書項目】	
第一部【証券情報】	(1)【ファンドの名称】 (2)【内国投資信託受益証券の形態等】 (3)【発行(売出)価額の総額】 (4)【発行(売出)価格】 (5)【申込手数料】 (6)【申込単位】 (7)【申込期間】 (8)【申込取扱場所】 (9)【払込期日】 (10)【払込取扱場所】 (11)【振替機関に関する事項】 (12)【その他】
第二部【ファンド情報】	第1【ファンドの性格】 1【ファンドの目的及び基本的性格】 2【ファンドの仕組み】 第2【投資方針】 1【投資方針】 2【投資対象】 3【運用体制】 4【分配方針】 5【投資制限】 第3【投資リスク】 第4【手数料等及び税金】 1【申込手数料】 2【換金(解約)手数料】 3【信託報酬等】 4【その他の手数料等】 5【課税上の取扱い】 第5【運用状況】 1【投資状況】 2【運用実績】 (1)【純資産の推移】 (2)【分配の推移】 (3)【収益率の推移】 第6【財務ハイライト情報】 第7【受益者の権利等】 第8【内国投資信託受益証券事務の概要】 第9【追加情報の項目】
第三部【ファンドの詳細情報】	第1【ファンドの沿革】 第2【ファンドの管理及び運営】 ①【資産の評価】 ②【申込(販売)手続等】 ③【換金(解約)手続等】 ④【保管】 ⑤【信託期間】 ⑥【計算期間】 ⑦【その他】 第3【ファンドの経理状況】 1【財務諸表】 (1)【貸借対照表】 (2)【損益及び剰余金計算書】 (3)【附属明細表】 2【ファンドの現況】 (1)【純資産額計算書】平成 年 月 日 I 資産総額 II 負債総額 III 純資産総額(Ⅰ－Ⅱ) IV 発行済数量 V 1単位当たり純資産額(Ⅲ／Ⅳ) (2)【投資有価証券の主要銘柄】 (3)【投資不動産物件】 (3)【その他投資資産の主要なもの】 第4【設定及び解約の実績】
第四部【公衆縦覧項目】	第四部【特別情報】 第1【委託会社等の概況】 1【委託会社等の概況】 2【事業の内容及び営業の概況】 3【委託会社等の経理状況】 (1)【貸借対照表】 (2)【損益計算書】 (3)【利益処分計算書又は損失処理計算書】 4【利害関係人との取引制限】 5【その他】 第2【その他の関係法人の概況】 1【名称、資本の額及び事業の内容】 2【関係業務の概要】 3【資本関係】 第3【その他】

←①
←②

有価証券届出書(内国投資信託受益証券)の3部構成化(イメージ) 最終版



A 投 信

追加型株式投資信託／国内株式型（一般型）

※本書は、証券取引法第13条第2項第1号に基づき交付される目論見書（「交付目論見書」）です。

(3) 運用体制.....	13
(4) 分配方針.....	16
(5) 投資制限.....	16
3 投資リスク.....	24
(1) リスク.....	24
(2) 投資リスクの管理体制.....	25
(3) 販売会社に係る留意点.....	26
4 手数料等及び税金.....	27
(1) 申込手数料.....	27
(2) 換金(解約)手数料.....	28
(3) 信託報酬等.....	28
(4) その他の手数料等.....	28
(5) 課税上の取扱い.....	29
5 運用状況.....	32
(1) 投資状況.....	32
(2) 投資資産.....	33
(3) 運用実績.....	36
6 手続等の概要.....	38
⑤ → 7 管理及び運営の概要.....	40
第2 財務ハイライト情報.....	48
1 貸借対照表.....	49
2 損益及び剰余金計算書.....	50
第3 内国投資信託受益証券事務の概要.....	54
第4 ファンドの詳細情報の項目.....	55
交付目論見書本文中で使用されている用語についてのご解説.....	56

7 【管理及び運営の概要】

(1) 資産管理等の概要

1. 資産の評価

受益証券1口当たりの純資産額（「基準価額」）は、ファンドの信託財産の純資産総額を計算日における受益権総口数で除して得た額です。「信託財産の純資産総額」とは、信託財産に属する資産（受入担保金代用有価証券を除きます。）を法令および社団法人投資信託協会規則に従って時価評価して得た信託財産の資産総額から負債総額を控除した金額をいいます。

なお、外貨建資産（外国通貨表示の有価証券、預金その他の資産をいいます。以下同じ。）の円換算については、原則としてわが国における当日の対顧客電信売買相場の仲値によって計算します。予約為替の評価は、原則として、わが国における計算日の対顧客先物売買相場の仲値によるものとします。

ファンドの基準価額には、同日付で算出されるマザーファンドの基準価額が反映されます。

なお、基準価額は便宜上、1万口当たりをもって表示されることがあります。

2. 保管

一般コースを選択した受益者は、受益者と販売会社との間に取り交わされる保護預り契約に基づき、受益証券を販売会社に保管させることができます。保護預りの場合、受益証券は混蔵保管されます。保護預りを行なわない場合、受益証券は、受益者の責任において受益者により保管されます。

累積投資コースを選択した受益者の受益証券は全て販売会社における保護預りとなります。なお、自動けいぞく投資契約に基づき保護預りとなっている受益証券について受益者から返還請求があった場合、販売会社は、当該受益者から一部解約の実行の請求があったものとして取扱います。

受益証券は原則として無記名式ですが、受益者が委託会社の定める手続によって請求したときは、無記名式の受益証券と引換えに記名式の受益証券を、または記名式の受益証券と引換えに無記名式の受益証券を交付します。

上記による名義書換の手続はファンドの毎計算期間の末日の翌日から15日間停止します。

記名式の受益証券の譲渡は、上記の名義書換によらなければ、委託会社および受託会社に対抗することができません。

受益証券を喪失、毀損・汚損した受益者に対する受益証券の再交付の手続は以下のとおりです。

- ① 無記名式の受益証券を喪失した受益者が、公示催告による除権判決の謄本を添え、委託会社の定める手続により再交付を請求したときは、委託会社は無記名式の受益証券を再交付します。
- ② 記名式の受益証券を喪失した受益者が、委託会社の定める手続により再交付を請求したときは、委託会社は、記名式の受益証券を再交付します。
- ③ 受益証券を毀損または汚損した受益者が、受益証券を添え、委託会社の定める手続により再交付を請求したときは、委託会社は受益証券を再交付します。ただし、真偽を鑑別しがたいときは、上記①および②の規定を準用するものとします。

し、委託会社による信託財産の運用または受託会社による信託財産の保管に支障をきたすと認められるとき。

上記に基づき受託会社が辞任または解任されたまたは解任されうの場合において、委託会社が信託約款に定める受託会社の義務を適切に履行する能力ある新受託会社を選任することが不可能または困難であるときには、委託会社は解任権を行使する義務も新受託会社を選任する義務も負いません。委託会社は、本項に基づく受託会社の解任または新受託会社の選任についての判断を誠実に行なうよう努めるものとしますが、かかる判断の結果解任されなかった受託会社または選任された新受託会社が倒産等により信託約款に定める受託会社の義務を履行できなくなった場合には、委託会社は、当該判断時において悪意であった場合を除き、これによって生じた損害について受益者に対し責任を負いません。

20. 信託約款に関する疑義の扱い

信託約款の解釈について疑義を生じたときは、委託会社と受託会社との協議により定めます。

21. 信託事務処理の再信託

受託会社は、ファンドに係る信託事務の処理の一部について、再信託契約を締結し、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律第1条第1項の規定による信託業務の兼営の認可を受けた一の金融機関と信託契約を締結し、これを委託することができます。

22. 受益証券の取得申込みの勧誘の種類

ファンドの取得申込みの勧誘は、証券取引法第2条第3項第1号に掲げる場合に該当し、投信法第2条第13項で定める公募により行なわれます。

(2) 受益者の権利等

↑ 受益者の有する主な権利は次のとおりです。

⑥ 1. 収益分配金に対する請求権

受益者は、委託会社が支払を決定した収益分配金を持分に応じて請求する権利を有します。

収益分配金は、毎計算期間の終了日後1ヶ月以内の委託会社の指定する日（原則として計算期間終了日から起算して5営業日目）から収益分配金交付票と引換えに受益者に支払います。収益分配金の支払は、販売会社の営業所等において行ないます。

上記にかかわらず、自動けいぞく投資契約に基づいて収益分配金を再投資する受益者に対しては、委託会社は、原則として、毎計算期間終了日の翌営業日に収益分配金を販売会社に支払います。この場合販売会社は、受益者に対し遅滞なく収益分配金の再投資に係る受益証券の売却を行ないます。

受益者が収益分配金について支払開始日から5年間その支払を請求しないときは、その権利を失い、委託会社が受託会社から交付を受けた金銭は委託会社に帰属します。

2. 償還金に対する請求権

受益者は、ファンドの償還金（信託終了時におけるファンドの信託財産の純資産総額を受益権口数で除した額をいいます。以下同じ。）を持分に応じて請求する権利を有します。

償還金は、信託終了日後1ヶ月以内の委託会社の指定する日から受益証券と引き換えに受益者に支払います。償還金の支払は、販売会社の営業所において行ないます。

受益者が信託終了による償還金について支払開始日から10年間その支払を請求しないときは、その権利を失い、委託会社が受託会社から交付を受けた金銭は委託会社に帰属します。

3. 受益証券の一部解約請求権

受益者は、ファンドの受益証券の一部解約を販売会社を通じて委託会社に請求する権利を有します。

4. 記名式受益証券の場合の権利行使

記名式の受益証券を有する受益者は、あらかじめその印鑑を届け出るものとし、収益分配金の支払の請求の場合には収益分配金交付票に、償還金および一部解約金の支払の請求の場合には受益証券に、記名し届出印を押捺するものとします。委託会社は、押捺された印影を届出印と照合し、相違ないものと認めて収益分配金、償還金および一部解約金の支払をしたときは、印鑑の盗用その他の事情があっても、そのために生じた損害についてその責を負わないものとします。

5. 委託会社の免責

上記の収益分配金、償還金および一部解約金の受益者への支払については、委託会社は販売会社に対する支払をもって免責されるものとします。かかる支払がなされた後は、当該収益分配金、償還金および一部解約金は、源泉徴収されるべき税額（および委託会社が一定期間経過後当該販売会社より回収した金額があればその金額）を除き、受益者の計算に属する金銭になるものとします。

6. 帳簿閲覧権

受益者は、委託会社に対し、その営業時間内にファンドの信託財産に関する帳簿書類の閲覧を請求することができます。

7. 信託約款の重要な内容の変更・信託契約の解約に係る異議申立権

委託会社が信託の解約または信託約款の変更を行なう場合において、その変更内容が重大なものとなる場合には、受益者は所定の期間内に異議を述べるすることができます。

8. 異議申立てを行なった受益者の買取請求権

前記に基づき異議を述べた受益者は、受託会社に対し、自己の有する受益証券を信託財産をもって買取るべき旨を請求することができます。

9. 当初の受益者

ファンドの信託契約締結当初および追加信託当初の受益者は、委託会社の指定

する受益証券取得申込者とし、分割された受益権は、その取得申込口数に応じて、取得申込者に帰属します。

10. 収益分配金、償還金および一部解約金の委託会社への交付と支払に関する受託会社の免責

受託会社は、収益分配金については毎計算期間終了日の翌営業日に、償還金については支払開始日の前日までに、一部解約金については支払日までに、その全額を委託会社に交付します。

受託会社は、上記により委託会社に収益分配金、償還金および一部解約金を交付した後は、受益者に対する支払につき、その責に任じません。

A 投 信

追加型株式投資信託／国内株式型（一般型）

※本書は、証券取引法第13条第2項第2号に定める内容を記載した目論見書（「請求目論見書」）です。

請求目論見書

目 次

第1	ファンドの沿革.....	1
第2	手続等.....	2
1	申込(販売)手続等.....	2
2	換金(解約)手続等.....	3
第3	管理及び運営.....	5
1	資産管理等の概要.....	5
(1)	資産の評価.....	5
(2)	保管.....	5
(3)	信託期間.....	6
(4)	計算期間.....	6
(5)	その他.....	6
⑦ → 2	受益者の権利等.....	11
第4	ファンドの経理状況.....	13
1	財務諸表.....	16
(1)	貸借対照表.....	16
(2)	損益及び剰余金計算書.....	17
(3)	附属明細表.....	20
2	ファンドの現況.....	27
第5	設定及び解約の実績.....	28

2【受益者の権利等】

受益者の有する主な権利は次のとおりです。

(1) 収益分配金に対する請求権

受益者は、委託会社が支払を決定した収益分配金を持分に応じて請求する権利を有します。

収益分配金は、毎計算期間の終了日後1ヶ月以内の委託会社の指定する日（原則として計算期間終了日から起算して5営業日目）から収益分配金交付票と引換えに受益者に支払います。収益分配金の支払は、販売会社の営業所等において行ないます。

上記にかかわらず、自動けいぞく投資契約に基づいて収益分配金を再投資する受益者に対しては、委託会社は、原則として、毎計算期間終了日の翌営業日に収益分配金を販売会社に支払います。この場合販売会社は、受益者に対し遅滞なく収益分配金の再投資に係る受益証券の売却を行ないます。

受益者が収益分配金について支払開始日から5年間その支払を請求しないときは、その権利を失い、委託会社が受託会社から交付を受けた金銭は委託会社に帰属します。

(2) 償還金に対する請求権

受益者は、ファンドの償還金（信託終了時におけるファンドの信託財産の純資産総額を受益権口数で除した額をいいます。以下同じ。）を持分に応じて請求する権利を有します。

償還金は、信託終了日後1ヶ月以内の委託会社の指定する日から受益証券と引き換えに受益者に支払います。償還金の支払は、販売会社の営業所において行ないます。

受益者が信託終了による償還金について支払開始日から10年間その支払を請求しないときは、その権利を失い、委託会社が受託会社から交付を受けた金銭は委託会社に帰属します。

(3) 受益証券の一部解約請求権

受益者は、ファンドの受益証券の一部解約を販売会社を通じて委託会社に請求する権利を有します。権利行使の方法等については、前記「第2 手続等 2 換金（解約）手続等」の項をご参照ください。

(4) 記名式受益証券の場合の権利行使

記名式の受益証券を有する受益者は、あらかじめその印鑑を届け出るものとし、収益分配金の支払の請求の場合には収益分配金交付票に、償還金および一部解約金の支払の請求の場合には受益証券に、記名し届出印を押捺するものとします。委託会社は、押捺された印影を届出印と照合し、相違ないものと認めて収益分配金、償還金および一部解約金の支払をしたときは、印鑑の盗用その他の事情があっても、そのために生じた損害についてその責を負わないものとします。

(5) 委託会社の免責

上記の収益分配金、償還金および一部解約金の受益者への支払については、委

託会社は販売会社に対する支払をもって免責されるものとします。かかる支払がなされた後は、当該収益分配金、償還金および一部解約金は、源泉徴収されるべき税額（および委託会社が一定期間経過後当該販売会社より回収した金額があればその金額）を除き、受益者の計算に属する金銭になるものとします。

(6) 帳簿閲覧権

受益者は、委託会社に対し、その営業時間内にファンドの信託財産に関する帳簿書類の閲覧を請求することができます。

(7) 信託約款の重要な内容の変更・信託契約の解約に係る異議申立権

委託会社が前記「1 資産管理等の概要 (5) その他 (a) 信託の終了」に規定する信託の解約または「同 (b) 信託約款の変更」に規定する信託約款の変更を行なう場合において、その変更内容が重大なものとなる場合には、受益者は所定の期間内に異議を述べるすることができます。

(8) 異議申立てを行なった受益者の買取請求権

前記(7)に基づき異議を述べた受益者は、受託会社に対し、自己の有する受益証券を信託財産をもって買取るべき旨を請求することができます。

上記の買取請求の取扱いについては、委託会社、受託会社および販売会社の協議により決定するものとします。

上記の買取請求の手続に関する事項は、前記「1 資産管理等の概要 (5) その他 (a) 信託の終了」または「同 (b) 信託約款の変更」に規定する公告または書面に付記します。

(9) 当初の受益者

ファンドの信託契約締結当初および追加信託当初の受益者は、委託会社の指定する受益証券取得申込者とし、分割された受益権は、その取得申込口数に応じて、取得申込者に帰属します。

(10) 収益分配金、償還金および一部解約金の委託会社への交付と支払に関する受託会社の免責

受託会社は、収益分配金については毎計算期間終了日の翌営業日に、償還金については支払開始日の前日までに、一部解約金については支払日までに、その全額を委託会社に交付します。

受託会社は、上記により委託会社に収益分配金、償還金および一部解約金を交付した後は、受益者に対する支払につき、その責に任じません。

Ⅰ. 目論見書制度の見直し

論 点	検 討 結 果
検討に当たって	目論見書制度は、有価証券の募集若しくは売出し又は適格機関投資家向けに発行された証券の一般投資家向け勧誘のために、当該有価証券に関する事項、当該有価証券の発行者の企業内容等に関する事項等を説明し、その勧誘の相手方である投資家に直接交付する目論見書について、当該有価証券の発行者に対しその作成を義務付けるとともに、当該有価証券の発行者、売出人、引受人等に対し、当該有価証券を取得させ、又は売り付ける場合には、あらかじめ又は同時に当該目論見書を交付することを義務付けるものである。 「目論見書の改善」については、昨年（平成14年）の当ワーキング・グループにおける検討の結果を踏まえた第一部会報告「証券市場の改革促進（平成14年12月）」において、当ワーキング・グループが平成13年11月に取りまとめた「投資信託目論見書の記載内容の改善についての考え方」による新しい制度に基づく投資信託目論見書の記載内容及び記載方法について検証するとともに、投資信託のみならず、すべての有価証券を対象とし、目論見書の交付方法、訂正目論見書のあり方等を含めた目論見書による情報開示制度のあり方として検討すべき課題であるとされるとともに、「広告のあり方」については、法定目論見書、広告等を含めた「勧誘文書全体」として検討すべきであることを受け、投資家が投資判断を行う上で真に必要とする情報を分かりやすく、かつ、効率的に提供することの観点から、目論見書を中心とする勧誘文書全体を対象とした「目論見書制度の見直し」として検討を行ってきたところである。 「目論見書制度の改善」の検討に当たっては、 ① 一般の個人投資家が投資しやすい商品である投資信託証券に係る目論見書を一層分かりやすいものとするため、投資信託証券（投資信託受益証券、投資証券、投資法人債券、外国投資信託受益証券及び外国投資証券をいう。以下同じ。）の募集形態等の特殊性を十分に踏まえ、投資信託証券に係る目論見書の記載内容、交付方法等についての改善について検討を行い、そして、投資信託証券以外の有価証券に係る目論見書の記載内容、交付方法等についての改善について検討を行う ② 有価証券の募集又は売出しにおける情報開示制度全体の改善を図る観点から、目論見書のみならず、目論見書以外の方法による情報提供についても検討を行う ことが適切であるとの考えから、「投資信託証券に係る目論見書」、「その他の有価証券に係る目論見書」、「共通事項」、「目論見書以外の情報提供」に区分して検討を行った。

	なお、目論見書の作成・交付にEDINET(電子開示システム)を利用することができるようにすべきであるとの指摘があったが、システム開発とも密接に関連するため、中長期的な課題であると考えられる。 また、いわゆる「ガン・ジャンピング」等の有価証券の募集又は売出しに係る届出が行われる前に行われる勧誘行為についても検討すべきとの指摘については、実状を踏まえた上で、制度面及び執行面における検討の可否を含め、今後、検討すべき課題であると考えられる。この際、執行面についての検討は、関係者とも十分に連携する必要があると考えられる。
--	---

1. 投資信託証券に係る目論見書

論 点	検 討 結 果
投資信託証券に係る目論見書の記載内容の簡素化（有価証券届出書の記載内容の3部構成化）	【総論】 投資家が投資判断を行う上で真に必要とする情報を分かりやすく提供する観点から、投資信託証券に係る目論見書を分割し、投資家のニーズに合わせて目論見書を交付できるようにするため、投資信託証券に係る有価証券届出書の記載内容を、「目論見書」項目、「追加情報」項目及び「公衆縦覧」項目の3部に区分することが適切である。 このうち、「目論見書」項目については、証券取引法第13条において記載事項等が規定されている目論見書（以下この項（「投資信託証券に係る目論見書の記載内容の簡素化」）において「法定目論見書」という。）として必ず投資家に交付しなければならない部分（以下この項において「目論見書部分」という。）に記載すべき項目とし、「追加情報」項目については、法定目論見書ではあるが「目論見書部分」の追加情報として投資家からの請求に応じて交付する部分（以下この項において「追加情報部分」という。）に記載すべき項目とする。 なお、有価証券届出書の記載内容の区分は、基本的には、現行の有価証券届出書の記載事項を「投資家の投資判断に最低限必要であると考えられる情報としての『目論見書』項目」と「投資家によっては投資判断を行う上で必要とされると考えられるより詳細な情報としての『追加情報』項目」に区分するものであり、現行の目論見書に記載される情報を削除し、又は簡略化するものではない。 【有価証券届出書の記載内容について】 投資信託証券のうち投資信託受益証券に係る有価証券届出書の各区分の具体的な記載項目は、次のように考えられる。 ① 「目論見書」項目：「証券情報」、「ファンド情報（『ファンドの性格』、『投資方針』、『投資リスク』、『手数料及び税金』、『運用状況（投資有価証券の主要銘柄等を含む。）』、『手続等の概要』、『管理及び運営の概要』、『財務ハイライト情報（附属明細表を除く財務諸表の単表及び「重要な会計方針のみ）』、『追加情報の項目（「追加情報部分」に記載される項目の一覧）』」等

	② 「追加情報」項目：「ファンドの詳細情報(『手続等(詳細)』、『管理及び運営(詳細)』、『ファンドの経理状況(附属明細表、注記事項』等を含む。))」等 ③ 「公衆縦覧」項目：「特別情報(『委託会社等の概況等』)」等 「目論見書」項目のうち「申込単位」については、販売会社ごとに異なる場合があることから、従来の「申込手数料」、「申込取扱場所」等と同様に、「照会方法を記載する方法」により記載することを可能とすることが適切である。 また、「運用状況」のうち、「投資状況」については当該有価証券届出書提出日の直近日現在の状況を、「投資資産」については当該有価証券届出書提出日の最近日現在の状況を記載することとなるが、最近の「運用状況」については、要約目論見書、販売用資料等を活用して投資家に提供することが考えられる。 【「追加情報部分」について】 「追加情報部分」については、次のように位置付けることが適切である。 (1) 法的位置付け 「追加情報部分」は法定目論見書と位置付ける。 (2) 作成義務 当該投資信託証券の発行者に作成義務を課す。 (3) 交付義務 当該投資信託証券を募集又は売出しにより取得させ又は売り付けるときまでの間(いわゆる約定までの間)において、当該投資信託証券を取得しようとする者(投資家)からの交付請求がない場合には、「追加情報部分」の交付義務を免除する。 したがって、約定成立後に交付請求があった場合には、「追加情報部分」の交付義務はないものと考えられる。
--	--

	なお、販売会社が「追加情報部分」の交付請求を受けた場合には、当該交付請求を行った投資家に対し、「交付方法」、「交付に要するおおよその期間」等の情報を提供することが適切であると考えられる。 (4) 民事責任 「追加情報部分」に関する民事責任については、法定目論見書に係る民事責任に関する証券取引法の規定が適用される。 したがって、重要な事項について虚偽記載等のある「追加情報部分」を使用して投資信託証券を取得させた場合には、当該「追加情報部分」を使用して投資信託証券を取得させた者は当該投資信託証券を取得した者に対して損害賠償責任を負い(証券取引法17)、重要な事項について虚偽記載等のある「追加情報部分」を作成した場合には、当該「追加情報部分」の作成者(発行者)又は当該「追加情報部分」を作成した会社の作成時の役員若しくは売出人は当該投資信託証券を取得した者に対して損害賠償責任を負うこととなる(証券取引法18②、19、20、21③)。 また、請求があつたにもかかわらず「追加情報部分」を交付しないで投資信託証券を取得させた場合、当該投資信託証券を取得させた者は当該投資信託証券を取得した者(投資家)に対して損害賠償責任を負うこととなる(証券取引法16)。 この場合において、「追加情報部分」の交付請求を行った投資家は、「交付請求を行った日時」、「販売会社側の担当者名」等を記録しておくことにより、「追加情報部分」の交付請求を行った旨を主張することができるものと考えられる。これを投資家に周知させるため、「目論見書部分」の「特記事項」として、「追加情報部分」は投資家の請求により交付される旨とともに、請求を行った場合にはその旨を記録しておくべきである旨を記載することが適切であると考えられる。 一方、販売会社についても、投資家から「追加情報部分」の交付請求を受けた場合、当該投資家が「目論見書」部分の交付を受けていることの確認を行うとともに、当該交付請求を受けた旨及び「追加情報部分」を交付した旨を記録するなど、「交付請求」に的確に対応したことについて確認できるようにする必要があると考えられる。 (5) 罰則
--	---

	「追加情報部分」に関する罰則規定については、法定目論見書に関する証券取引法等の罰則規定が適用されることが考えられる。 したがって、請求があつたにもかかわらず「追加情報部分」を交付しないで投資信託証券を取得させた場合（証券取引法第15条第2項違反）には証券取引法第200条第3号の規定が、有価証券届出書に記載すべき事項と異なる内容の「追加情報部分」を使用した場合（法第13条第5項違反）には証券取引法第205条第1号の規定が適用される。また、虚偽記載のある「追加情報部分」（投資証券又は投資法人債券に係るもの）を使用した場合には、投資信託及び投資法人に関する法律第230条が適用される。 【交付方法について】 「追加情報部分」について、EDINETを利用した情報提供を証券取引法に規定する「交付」とすることができないかとの指摘があるが、法定目論見書の電子交付制度では、法定目論見書の情報交付時に投資家への通知等を義務付けているのに対し、EDINETを利用した情報提供では、「追加情報部分」の交付義務を負う販売会社は「追加情報部分」の交付先である投資家が「追加情報部分」を閲覧したことを確認することができないことから、EDINETを利用した情報提供をもって「追加情報」の交付とみなすことはできないものと考えられる。 なお、「目論見書部分」に『「追加情報部分」は請求があれば交付する』旨を記載した上で、投資家の利便を図る観点から、『「追加情報部分」の情報はEDINETや販売会社のホームページで見ることができる』旨を記載することについては問題はないと考えられる。 一方、投資家の承諾があれば、「追加情報部分」を電子交付制度を利用して交付することは可能であり、「目論見書部分」を書面により交付した場合でも、「追加情報部分」については電子交付制度を利用することは可能であると考えられる。
目論見書の事後交付	要約目論見書があらかじめ投資家に交付されている場合には、投資家からの請求があるときを除き、当該投資信託証券に係る約定成立後に目論見書（前項の「法定目論見書」をいう。）を交付することを認めるべきではないかとの指摘については、当該投資信託証券を新規に購入しようとする投資家は当該投資信託証券の内容等を把握していないため、現行証券取引法の原則どおり、「あらかじめ又は同時に

	『目論見書』を交付する」必要があり、新規に購入しようとする投資家に対する目論見書の約定成立後の交付は適切ではないと考えられる。 一方、継続的に募集が行われる投資信託受益証券の既存受益者については、当該既存受益者が同意した場合、継続募集に係る目論見書の交付義務を免除することが考えられる(「既存受益者に対する目論見書の交付義務の緩和」参照。)
要約目論見書の記載内容	投資信託証券に係る要約目論見書については、投資信託証券に係る「目論見書部分」に記載すべき事項(有価証券届出書の「目論見書」項目の記載事項)の内容を省略し、又は要約して記載することが適切である。 「目論見書部分」に記載すべき事項のうち省略することができない事項は次の事項とし、これらの事項の内容は要約して記載することができることとすることが適切である。 ① 募集(売出)要項に関する事項 ② ファンドの状況に関する事項 なお、有価証券届出書にその旨を記載することにより、要約目論見書交付時の直近の「運用状況」を当該要約目論見書に記載することは可能であると考えられる。
既存受益者等に対する目論見書の交付義務の緩和	同一種類の投資信託証券について継続的に募集が行われている場合において、既に同一種類の投資信託証券を購入し、当該投資信託証券に係る目論見書の交付を受けた受益者等が、当該投資信託証券の継続募集に係る目論見書(訂正目論見書を含む。)の交付を受けないことについて同意している場合には、当該受益者等に対する当該投資信託証券の継続募集に係る目論見書(訂正目論見書を含む。)の交付義務を免除することが適切である。 ただし、この場合でも、目論見書の記載事項のうち重要な事項に変更があった場合又は当該受益者等から目論見書の交付請求がある場合には目論見書を交付すべきであると考えられる。 この場合の「同意している場合」の解釈として、「既存受益者等が当該投資信託証券の継続募集に係る目論見書の交付を受けないことについて同意し、目論見書の交付義務者(販売会社)がその旨を記録している場合」である旨を「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について(特定有価証券開示が

	イドライン)」に規定するとともに、具体的な記録方法(受益者等が署名した書面の保存、電子メールの保存その他の方法)を例示することが適切である。 また、目論見書の交付が免除されない場合としての「重要な事項に変更があった場合」とは、「新たに作成された継続募集に係る目論見書に記載された重要な事項に変更があった場合」とし、具体的には、 ① 目論見書の記載項目である「投資方針」、「投資リスク」、「手数料等及び税金」、「手続等」、「管理及び運営」に関する重要な事項について変更があった場合 ② 目論見書の記載項目である「運用状況」のうち「投資状況」及び「投資資産」について、投資判断に重要な影響を及ぼすような変更(例えば、投資資産の種類別の投資比率が大きく変動する投資資産の組換え、投資リスクに大きな影響を及ぼすような投資資産の銘柄等の大幅な入れ替え)があった場合が考えられ、その旨を特定有価証券開示ガイドラインに規定することが適切である。 なお、「投資判断に重要な影響を及ぼすような「投資状況」及び「投資資産」の変更」を含め、「重要な事項に変更があった場合」であるか否かの判断は、受益者等への公平な情報提供の観点から、発行者(委託者)が行うこととし、発行者が新たに継続募集に係る目論見書を作成した際、当該目論見書の直前に作成した目論見書の記載内容と比較し、重要な事項に変更があると判断した場合には、各販売会社に通知することが適切である。 したがって、当該通知を受けた各販売会社は、継続募集に係る目論見書の交付を受けないことについて同意している既存受益者等が当該投資信託証券を追加購入するときまでに、当該目論見書を交付しなければならぬ。
同一世帯に属する投資家に対する目論見書の交付の特例	同一世帯に属する複数の投資家に対して同一投資信託証券の勧誘を行う場合において、約定までの間に同一世帯の複数の投資家が同意したときには(同一世帯に同意していない投資家がいる場合には当該投資家は除く。)、証券取引法第15条第2項の規定によりあらかじめ又は同時に交付する目論見書については、当該同意した複数の投資家のうちいずれかの投資家に1冊の目論見書を交付すればよいこととする特例を設けることが適切である。 この場合、「同意した場合」とは「同一世帯に属する複数の投資家が『当該複数の投資家のいずれかの投資家に1冊の目論見書の交付を受けること』について同意し、当該目論見書の交付義務者(販売会社

	等)がその旨を記録している場合」であることとし、その旨を特定有価証券開示ガイドラインに規定するとともに、具体的な記録方法(投資家が署名した書面の保存、電子メールの保存その他の方法)を例示することが適切である。 なお、同意している複数の投資家に1冊の目論見書を交付することを可能とする特例を設ける場合、その投資家の範囲を「同一世帯」に限定せず、「同一グループ」(例えば、職場)の投資家すべてが同意していれば当該グループに1冊の目論見書を交付することとよいとする考え方が、 ① 目論見書は投資判断を行うための情報であり、同意しているすべての投資家がすぐに当該目論見書を見ることができる状態にあることが必要である ② 却って、目論見書を交付する販売会社に過度のコストを強いることになる と考えられることから、対象は「同一世帯」(同じ住所)に限定することが適切である。
訂正届出書(訂正目論見書)の提出基準の明確化	証券取引法第7条の規定により、届出書類(有価証券届出書及びその添付書類)に記載すべき重要な事項の変更等があった場合には訂正届出書を提出しなければならないとされており、このうち投資信託受益証券に係る「届出書類に記載すべき重要な事項の変更」とは、例えば次のような場合が該当するものと考えられ、特定有価証券開示ガイドラインに規定することが適切である。 ① 当該届出書に係る申込期間内に当該投資信託受益証券に係る有価証券報告書又は半期報告書が提出された場合 ② 当該届出書に係る申込期間内に当該投資信託受益証券に係る臨時報告書(投資判断に重要な影響を及ぼすような事象が発生し、その内容が記載されたものに限る。)が提出された場合 ③ 「投資方針」、「投資リスク」、「手数料及び税金」、「ファンドの管理及び運営」等について投資判断に重要な影響を及ぼすような変更があった場合 ④ 約款の内容について投資判断に重要な影響を及ぼすような変更があった場合
販売会社に関する情報の目論見書への綴じ込み	投資信託証券の募集又は売出しに係る「販売会社に関する情報」として次に掲げる事項は、目論見書の記載事項ではないが、投資家の利便を図る観点から、当該情報を目論見書に綴じ込むことを可能とし、その旨を特定有価証券ガイドラインに規定することが適切である。 ① 目論見書の記載事項のうち、具体的な記載に代えて投資家による照会方法等を記載することができることとされている事項(「申込手数料」、「申込取扱場所」、「払込取扱場所」等)

	② 投資家が当該投資信託証券を購入するために必要な販売会社に関する情報（例えば、販売会社の営業時間、地図） この場合、投資家に誤解を生じさせないよう、当該「販売会社に関する情報」は目論見書の記載事項ではない旨を明記し、かつ、目論見書の一部ではないことが明瞭となる方法により綴じ込むことを条件とすることが適切である。なお、目論見書を電子交付制度を利用して交付する場合についても、同様の条件とすることが適切である。 「販売会社に関する情報」については、次のように位置付けられるものと考えられる。 (1) 法的位置付け 目論見書に綴じ込まれる「販売会社に関する情報」は目論見書ではなく、証券取引法第13条第5項における「表示」に該当する。 (2) 作成・交付義務 目論見書以外の「販売用資料」の使用は任意であり、その作成・交付義務はないことから、「販売会社に関する情報」の目論見書への綴じ込みは義務化されるものではない。 (3) 民事責任 証券取引法第17条の規定が適用され、重要な事項について虚偽記載等のある「販売会社に関する情報」を使用して投資信託証券を取得させた場合、当該「販売会社に関する情報」を使用して投資信託証券を取得させた者は、当該投資信託証券を取得した者に対し、損害賠償責任を負うことになる。 ただし、損害賠償責任を負う者が、虚偽等であることを知らず、かつ、相당한注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明したときは、この限りでない（証券取引法17）。 (4) 罰則 目論見書に記載すべき事項と異なる内容の「販売会社に関する情報」を使用した場合には、証券取引法第13条第5項に違反したものととして証券取引法第205条第1号が適用されるものと考えられる。 また、虚偽記載のある「販売会社に関する情報」（投資証券又は投資法人債券に係るもの）を使用した場合には、投資信託及び投資法人に関する法律第230条が適用されるものと考えられる。
--	--

	なお、具体的な記載に代えて投資家による照会方法等を記載することができることとされている事項を投資家に説明することについて自主ルールを設けることにより、「販売会社に関する情報」が目論見書に綴じ込まれない場合においても、当該情報が高確率に投資家に提供されるよう、販売会社に徹底することが適切である。
販売手数料の記載方法	「販売手数料」の記載方法については、当ワーキング・グループが平成13年11月に取りまとめた「投資信託目論見書の記載内容の改善についての考え方」に基づき、平成14年4月から、具体的な手数料の金額又は料率の記載に代えて、手数料の金額又は料率の上限のみを記載し、具体的な手数料の金額又は料率の照会方法を記載することができることとされたところである。 しかしながら、発行者が有価証券届出書（目論見書）に具体的な手数料の金額又は料率を記載することにより、販売会社が自由に手数料の金額又は料率を設定することを妨げているとの指摘があることから、「販売手数料」の記載方法については、金額又は料率の上限を記載したうえで、具体的な手数料の金額又は料率についての照会方法を記載する方法に限定することが適切であると考えられる。この場合、当該金額又は料率が上限である旨を併せて記載することが適切である。 なお、具体的な手数料の金額又は料率について投資家から照会された場合、投資家に当該情報が確実に提供されるよう、「販売会社に関する情報」として目論見書に綴じ込むなど、販売会社等による工夫が必要であると考えられる。
短期決算型の投資信託証券に係る臨時報告書の提出免除	投資判断情報としての有用性、発行者の事務負担等を考慮し、計算期間が短期（6月未満）である投資信託については6月ごとに有価証券報告書を提出し、計算期間（1月未満は1月）ごとに信託財産の計算に係る書類を臨時報告書として提出することとされている。 しかしながら、1月ごとの信託財産の計算に関する情報は投資判断情報として有用であるとは考えられないが、その一方で、有価証券報告書が6月ごとに提出されるため、その半期としての3月間のフアンドの状態を開示することは投資判断情報として必要であると考えことから、発行者の事務負担の一層の軽減をも踏まえ、計算期間が3月未満である場合には、3月ごとに信託財産の計算に関する書類を記載した臨

	時報告書の提出を求めることとすることが適切である。
運用報告書の改善	運用報告書の記載事項は投資家にとって重要な情報であり、当面、記載事項の見直しは行わないこととするが、受益者に分かりやすい運用報告書となるよう、運用会社は、引き続き、記載内容、記載方法等を工夫し、改善を図ることが適切である。 また、同一世帯に属する複数の受益者に対して投資信託及び投資法人に関する法律第33条第1項の規定により同一投資信託証券の運用報告書を交付する場合において、当該同一世帯の複数の受益者が同意したとき(同一世帯に同意していない受益者がいる場合には当該受益者は除く。)は、当該同意した複数の受益者のうちいずれかの受益者に1冊の運用報告書を交付すればよいこととする特例を設けることが適切である。 この場合、「同意した場合」とは「同一世帯に属する複数の受益者が「当該複数の受益者のいずれかの受益者に1冊の運用報告書の交付を受けること」について同意し、当該運用報告書の交付義務者(販売会社等)がその旨を記録している場合」をいうこととし、その旨を事務ガイドラインに規定するとともに、具体的な記録方法(投資家が署名した書面の保存、電子メールの保存その他の方法)を例示することが適切である。 なお、MMF等の短期の公社債投資信託については預金に類似した商品であることから、運用報告書の交付義務については他の投資信託とは別の取扱いにすべきとの指摘があるが、投資信託は基準価格が変動する商品であり、運用報告書の交付義務の例外を設けることは適切ではないと考えられる。

2. その他の有価証券に係る目論見書

論 点	検 討 結 果
募集又は売出しにおける 条件決定時の訂正目論見 書の特例	訂正目論見書の交付が申込期間に間に合わなかったことにより投資家が投資のタイミングを失うということ为避免、また、販売会社による訂正目論見書交付のための過度のコストを軽減する観点から、ブックビルディング方式による募集若しくは売出し又は株式新規公開時の募集若しくは売出し(企業内容等の開示に関する内閣府令(以下「開示府令」という。)第二号の四様式による募集又は売出し)において、価格等が未定であり、決定した当該価格等の通知方法(新聞公告その他の方法)を明記(「特記事項」として記載)した目論見書を交付し、当該明記された方法により当該価格等が通知された場合には、当該価格等に係る訂正目論見書の交付義務を免除することが適切である。 通知方法としては、日刊新聞紙1紙(他の通知方法がない場合は2紙)による公告に加え、発行者及び引受証券会社のホームページへの掲載が考えられる。 この場合であっても、当該価格等に係る訂正届出書の提出は必要であることに留意すべきである。 なお、不動産投資信託(投資証券)についても、ブックビルディング方式による募集又は売出しが行われているため、投資信託証券についても同様に取り扱いすることが適切である。
その他の有価証券に係る 目論見書の記載内容の簡 素化(有価証券届出書の記 載内容の3部構成化)	株券、社債券等に係る有価証券届出書の記載内容はいずれも投資家が投資判断を行う上で重要な情報であり、投資家保護の観点からは、投資信託証券のように「目論見書」項目、「追加情報」項目及び「公衆縦覧」項目の3部に区分することは適切ではないと考えられることから、投資信託証券以外の有価証券に係る有価証券届出書の記載内容の3部構成化は行わないこととする。

3. 共通事項

論 点	検 討 結 果
要約目論見書	「企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)」では、要約目論見書は届出の効力が発生した日以後も使用することができることとされているが、現行の証券取引法第13条第3項の規定では「届出がその効力を生ずることとなる日前に行う有価証券の募集又は売出しのために使用する目論見書」とされ、要約目論見書は届出の効力が生ずることとなる日前において使用することとされているため、届出の効力が生じた日以後においても使用することができるよう規定を整備することが適切である。 また、要約目論見書として目論見書に記載すべき事項を省略する場合において省略することができない事項については現行どおりとするが、投資家にとって分かりやすい要約目論見書とする観点から、要約するに当たっての注意事項として、投資家が容易に理解できるよう、分かりやすい表現又は表記を使用し、誤解を生じさせるような表現又は表記を使用してはならない旨を企業内容等開示ガイドラインに規定することが適切である。 なお、販売会社にとって使いやすい要約目論見書とする観点から、要約目論見書を電子交付により交付する場合の要件とされるアクセスの確認及び要約目論見書情報の保管方法についての要件を緩和することが適切である。
目論見書の名称	投資家にとって分かりやすい目論見書とする観点から、目論見書の名称に「目論見書」という文字を使用しないで分かりやすい名称とすることができていることを明確にするため、その旨を企業内容等開示ガイドラインにおいて明記することが適切である。 この場合、投資家に誤解を生じさせないよう、当該文書(電子交付する場合には当該情報)が証券取引法の規定に基づく目論見書であることを投資家に明示するため、当該目論見書の名称を記載した同一紙面上(電子交付する場合には同一画面に表示される箇所)に分かりやすい形で、「当該文書(電子交付する場合には当該情報)は証券取引法の規定に基づく目論見書である」旨を明記すべきであり、その旨を企業内容等開示ガイドラインにおいて規定することが適切である。 なお、名称によっては投資家が誤解することも考えられることから、名称に関するルールを自主

	ルールとして規定することが適切である。
目論見書の記載事項の見直し	株券、社債券等に係る現行の有価証券届出書の記載内容は、いずれも投資家が投資判断を行う上で重要な情報であると考えられることから、記載事項の見直しは行わないこととする。
目論見書の記載事項の弾力化	証券取引法に基づく発行開示制度は、 ① 発行者が提出する有価証券届出書を公衆の縦覧に供する方法 ② 当該有価証券届出書と同様の内容の目論見書を投資家に交付する方法 により投資家の投資判断に資する情報を提供しようとするものであり、原則的には、有価証券届出書に記載されていない情報を目論見書に記載することはできないものと考えられる。 ただし、有価証券届出書の記載事項ではないが、特に目論見書に記載しようとする事項（例えば、工場、製品等の写真や図画、会社のロゴマーク等）については、当該有価証券届出書にその旨及び目論見書への記載箇所を記載することにより、目論見書に記載することは可能である。 また、有価証券届出書の記載事項ではないが、記載事項に関連した事項であれば、有価証券届出書に追加して記載することができ、これによって目論見書に記載することも可能である。 なお、これら以外の情報で投資家の投資判断に有益であると考えられる情報については、目論見書以外の販売用資料として提供することが適切である。
目論見書の電子交付の要件の簡素化	目論見書を電子交付により交付する場合の要件として、目論見書の情報を提供者の管理する投資家専用ファイルに記録する方法又は提供者等のホームページを閲覧する方法には、当該情報を5年間常時投資家がアクセスできる状態にしなければならないこととされているが、販売会社のホームページにおいて目論見書の情報を5年間常時アクセス可能な状態に置くことは、販売会社にとって大きなコストとなり、そのニーズも小さいと考えられることから、当該要件を緩和し、個々の投資家から当該目論見書の閲覧請求があった場合には、当該目論見書の情報を電子メールにより送信する方法、当該目論見書の情報を印刷したものを郵送する方法その他の方法によることが

	できることとすることが適切である。 なお、当該目論見書の情報を保管する方法はいずれの方法でもよいものと考えられる。
--	---

4. 目論見書以外の情報提供

論 点	検 討 結 果
販売用資料の作成、使用等に関する規定の明確化（「目論見書と異なる内容の表示」について）	【「目論見書と異なる内容の表示」に関するルールの明確化】 証券取引法第13条第5項では「目論見書と異なる内容の表示をしてはならない」と規定されているが、同項の規定が適用される「表示」は、現行どおり、勧誘のための情報提供全般とすることが適切である。 したがって、ロードショー、インターネットによる表示、一般広告等についても同項の規定の対象に含まれることとなる。 勧誘に際して提供される文書又は表示が「目論見書と異なる内容」に該当するか否かについては、当該文書又は表示全体を総合的に評価し、 ① 当該文書又は表示に「矛盾」がある ② 当該文書又は表示に「虚偽」がある 場合に該当するか否かにより判断することとし、その旨を企業内容等開示ガイドラインにおいて明確化することが適切である。 この場合において、「『矛盾』がある場合」には、「当該文書又は表示の内容が目論見書の内容と矛盾する場合」、「当該文書又は表示の内容（例えば分析）の前提が目論見書の内容と矛盾する、その前提が明確に示されていない、又はその前提が非現実的であることにより、投資家に誤解を生ぜしめる場合」等が該当するものと考えられる。 また、「『虚偽』がある場合」には、「当該文書又は表示の内容が恣意的に歪められている場合」、「当該文書又は表示の内容に至る過程が恣意的に歪められている場合」、「重要な事項を開示しない（都合のよい部分のみを強調する）ために誤解を生ぜしめる内容になっている場合」等が該当するものと考えられる。 これらの考え方については、企業内容等開示ガイドラインにおいて明確化することが適切である。 なお、従来、当該文書又は表示に「欠缺」がある場合についても「目論見書と異なる内容」に該当すると解釈されていたが、「欠缺」については、「重要な事項を開示しないために投資家に誤解を生じるような文書又は表示となっている場合」とすることにより、「虚偽」として捉えることとする。 また、勧誘に際して提供される文書又は表示（以下「販売用資料」という。）については、次のように位置

	付けることが適切であると考えられる。 (1) 法的位置付け 「販売用資料」は法第13条第5項の規定が適用される。 (2) 作成・交付義務 「販売用資料」を作成し、使用することは販売会社等の任意である。 (3) 民事責任 重要な事項について虚偽記載等のある「販売用資料」を使用して有価証券を取得させた場合には、証券取引法第17条の規定が適用され、当該「販売用資料」を使用して有価証券を取得させた者は、当該有価証券を取得した者に対し、損害賠償責任を負うことになるものと考えられる。 ただし、損害賠償責任を負う者が、虚偽等であることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明したときは、この限りでないこととされている。 (4) 罰則 有価証券届出書に記載すべき事項と異なる内容の「販売用資料」を使用した場合(異なる内容の表示をした場合)(証券取引法第13条第5項違反)には、証券取引法第205条第1号の罰則規定が適用されるものと考えられる。 また、株券、社債券等に係る募集又は売出しの場合において、虚偽記載のある「販売用資料」を使用した場合には、商法第490条の不実文書行使罪が適用されるものと考えられる。 なお、業績予想に関しては、「販売用資料」の使用者の責任を規定する証券取引法第17条の規定が、いかなる場合に適用されることになるのか一義的に明らかではなく、従って、例えば「一定の明確な条件を満たす業績予想については証券取引法第17条の責任を負わない」というようなセーフ・ハーバー・ルールを設けない限り、業績予想を販売用資料として使用することは実務的に困難ではないかとの指摘がある。しかし、これまでも販売会社等は相当の注意を用いて販売用資料を使用してきたものと考えられ、業績予想を販売用資料として使用することは法律上強制されるものではなく任意であり、証券取引法第17条がいかなる場合に適用されるかについては個々のケースに則して判断されるべきものであることから、「一定の明確な条件を満たす業績予想については証券取引法第17条の責任を負わない」というような措置を現
--	--

	時点において導入することには慎重であるべきであると考えられる。 なお、現行法でも、販売会社が目論見書と異なる内容の「販売用資料」を使用して有価証券を取得させた場合においても、発行者は損害賠償責任を負わないものと考えられる。 【販売用資料について】 「販売用資料」が「目論見書と異なる内容の表示」に該当しない場合には、目論見書の交付前においても、販売用資料として使用することができる旨を企業内容等開示ガイドライン等において明確化することが適切である。 なお、「販売用資料」を使用する場合には、当該「販売用資料」に「投資判断は目論見書を見て行うべき旨」、「目論見書の入手方法・入手場所」を記載し、又は表示しなければならないことが適切である。 この場合、「目論見書の入手場所」の記載又は表示については、当該「販売用資料」を使用しようとする販売会社等に係る入手場所について記載することと足りることとし、すべての「入手場所」の記載は不要とすることが考えられる。 ところで、証券取引法の開示制度は、投資家の投資判断に資する情報として「実績」を中心とした情報を提供し、投資家は当該情報に基づき自己の責任において投資判断を行うことを前提としており、投資家に「予測」情報を提供することは予定されていないと考えられる。 一方で、証券取引所等の要請により「業績予想」が開示され、こうした情報についても投資家にとって1つの投資判断材料になると考えられることから、証券取引所等の要請に基づいて開示されている「業績予想」(上場会社又は店頭登録会社以外の会社による「業績予想」を含む。)のような情報についても、「目論見書と異なる内容の表示」(「業績予想」の前提が目論見書の内容と矛盾する、その前提が明確に示されていない、その前提が非現実的である、又は都合の良い部分のみを前提とすることにより、投資家に誤解を生ぜしめる場合等)に該当しなければ、販売用資料として使用することができるものと考えられ、その旨を企業内容等開示ガイドライン等で明確にすることが適切である。
--	--

	なお、例えば「業績予想」を「販売用資料」として使用する場合には、当該「業績予想」の根拠となる前提についても併せて記載又は表示する必要があるものと考えられる。 また、虚偽等のある「業績予想」を使用して有価証券を取得させた販売会社は、上記のとおり、証券取引法第17条の規定による責任を負うものと考えられる。この場合、故意又は過失がないことを販売会社が立証すれば免責される。 なお、「目論見書と異なる内容の表示」に関するルールの明確化による販売用資料の利用状況を踏まえながら、販売用資料のあり方について、引き続き検討していくことが適切であると考えられる。 また、「業績予想」等の将来に関する情報の開示のあり方については、今後、継続開示等との関係を含め幅広く検討していくことが適切であると考えられる。
墓石広告	証券取引法第13条第6項に規定するいわゆる「墓石広告」の役割は目論見書の提供場所を投資家に知らせることにあるが、ルールの明確化によって使いやすくなるものと考えられる「広告」、「販売用資料」、「要約目論見書」等がその役割をも担うこととなるため、特に「墓石広告」として規定する必要性はないことから、「墓石広告」に関する規定を廃止することが適切である。

ら当該取扱いについて申出がない場合、又は当該取扱いが適当でないと認められる場合は、この限りでない。

法第5条第4項各号に掲げるすべての要件を満たすものが、開示府令第二号の三様式又は第七号の三様式以外の様式により作成した有価証券届出書を提出する場合には、当該有価証券届出書に法第5条第4項各号に掲げる要件を満たしていることを示す書類を添付することに留意する。

- ③ ①及び②に規定する「15日に満たない期間を経過した日」とは、おおむね7日を経過した日をいう。

（証券情報に関する事項の訂正等に係る届出の効力発生日の取扱い）

8-2 当初届出書の証券情報に関する事項に係る訂正届出書の提出があった場合（法第8条第1項かっこ書に規定する訂正届出書の提出があった場合を含む。以下8-2において同じ。）又は法第4条第1項の規定により届出をした株式の募集をした結果生じた失権株を当該募集と並行して再募集するための届出があった場合には、法第8条第3項の規定を適用しておおむね1日を経過した日にその届出の効力を生じさせるものとする。

ただし、発行価格若しくは売出価格又は利率が未定であるものであって当初届出書の証券情報に関する事項に係る訂正届出書の提出につき、次に掲げる場合には、当該訂正届出書の提出日又はその翌日にその届出の効力を生じさせるものとする。

- ① 当該有価証券の取得等の申込みの勧誘時において発行価格等に係る仮条件を投資者に提示し、当該有価証券に係る投資者の需要状況を把握したうえで発行を行う場合
② 開示府令第二号の四様式により有価証券届出書を提出して募集又は売出しを行う場合

なお、株式の発行数又は社債の券面総額の変更等のうち当該取扱いが適当でないと認められる場合は、おおむね3日を経過した日に効力を生じさせるものとする。

法第13条（届出目論見書等の作成）関係

（発行価格等の取扱い）

13-1 法第13条第2項に規定する発行価格等（15-4において「発行価格等」という。）を記載しないで有価証券届出書を提出した場合において、当該発行価格等以外の事項のうち当該発行価格等の決定に伴い連動して訂正されることが当該有価証券届出書に記載されている事項については、当該発行価格等に含まれるものとして取り扱うことに留意する。

（届出目論見書の特記事項の記載例）

13-2 開示府令第13条第1項に規定する事項の記載例は、おおむね次のとおりとする。

イ 株主割当（効力発生）の場合

(1) 継続開示会社

この目論見書により行う株式 千円の募集又は売出し（株主割当）については、当社は証券取引法第5条により有価証券届出書を平成 年 月 日

に__財務（支）局長に提出し、平成 年 月 日にその届出の効力が生じております。

(2) 新規開示会社

- 1 この目論見書により行う株式 千円の募集又は売出し（株主割当）については、当社は証券取引法第5条により有価証券届出書を平成 年 月 日に__財務（支）局長に提出し、平成 年 月 日にその届出の効力が生じております。
- 2 この目論見書は、上記の有価証券届出書に記載されている内容のうち、「特別情報」に記載されている内容を除いた内容と同一のものであります。

ロ 並行増資〔株主割当 ……効力発生〕
一般募集 ……発行価格等の未定〕の場合

(1) 継続開示会社

- 1 この目論見書により行う株式 千円の募集（株主割当）については、当社は証券取引法第5条により有価証券届出書を平成 年 月 日に__財務（支）局長に提出し、平成 年 月 日にその届出の効力が生じております。
- 2 上記の募集と並行して行う株式 千円（見込額）の募集（一般募集）についても有価証券届出書を提出しておりますが、その届出の効力は生じておりません。したがって発行価格等について今後訂正が行われます。
なお、その他の記載内容についても訂正されることがあります。

（注）算式表示の場合には、次の記載を行う。

上記の募集と並行して行う株式 千円（見込額）の募集（一般募集）についても有価証券届出書を提出しておりますが、その届出の効力は生じておりません。

なお、株式の発行価格については、算式表示によっておりますので、発行価格が確定（平成 年 月 日に確定の予定）した場合には、必要な記載事項について、訂正が行われます。また、その他の記載事項についても、今後訂正されることがあります。

(2) 新規開示会社

- 1 この目論見書により行う株式 千円の募集（株主割当）については、当社は証券取引法第5条により有価証券届出書を平成 年 月 日に__財務（支）局長に提出し、平成 年 月 日にその届出の効力が生じてお

ります。

- 2 上記の募集と並行して行う株式 千円（見込額）の募集（一般募集）についても有価証券届出書を提出しておりますが、その届出の効力は生じておりません。したがって発行価格等について今後訂正が行われます。

なお、その他の記載内容についても訂正されることがあります。

- 3 この目論見書は、上記の有価証券届出書に記載されている内容のうち、「特別情報」に記載されている内容を除いた内容と同一のものであります。

ハ ロの並行増資で発行価格等が決定した場合

発行価格等の決定に伴い証券取引法第7条により有価証券届出書の訂正届出書を平成 年 月 日に__財務（支）局長に提出し、平成 年 月 日に一般募集の届出の効力が生じております。

（注）算式表示の場合において、発行価格が確定したときには次の記載を行う。

この目論見書により行う株式 千円の募集（一般募集）については、平成 年 月 日にその届出の効力が生じております。

なお、株式の発行価格については、算式表示によりましたが、当該発行価格は、平成 年 月 日に確定しましたので、証券取引法第7条により有価証券届出書の訂正届出書を平成 年 月 日に__財務（支）局長に提出しております。

ニ 新株予約権付社債（新株予約権の行使時の払込金額等の未定）の場合 ……〔継続開示会社の場合〕

この目論見書により行う新株予約権付社債 千円の募集（一般募集）については、当社は証券取引法第5条により有価証券届出書を平成 年 月 日に__財務（支）局長に提出しておりますが、その届出の効力は生じておりません。したがって、新株予約権の行使時の払込金額（利率）等については今後訂正が行われます。

なお、その他の記載内容についても訂正されることがあります。

（注）算式表示の場合には、ロの(1)の2の（注）の記載に準ずる。

ホ ニで新株予約権の行使時の払込金額が決定した場合

新株予約権の行使時の払込金額等の決定に伴い、証券取引法第7条により有価証券届出書の訂正届出書を平成 年 月 日に__財務（支）局長に提出し、平成 年 月 日にその届出の効力が生じております。

(注) 算出表示の場合において、新株予約権の行使時の払込金額が確定したときには、ハの(注)の記載に準ずる。

ヘ 時価発行の場合

原則として新株予約権付社債(ニ及びホ)の記載に準ずる。

(注) 1 「新株予約権付社債 千円の募集(一般募集)」を「株式 千円(見込額)の募集(一般募集)」とする。

2 「新株予約権の行使時の払込金額等の決定」を「発行価格等の決定」とする。

ト 社債(発行価格の未定)の場合

原則として新株予約権付社債(ニ及びホ)の記載に準ずる。

(注) 1 「新株予約権付社債 千円の募集(一般募集)」を「社債 千円(見込額)の募集(一般募集)」とする。

2 「新株予約権の行使時の払込金額等」を「発行価格(利率)等」とする。

3 「新株予約権の行使時の払込金額等の決定」を「発行価格等の決定」とする。

チ 募集(又は売出し)をする有価証券が外国通貨をもって表示されている場合

今回募集(又は売出し)を行う有価証券は、外国通貨をもって表示されておりますので、外国為替相場の変動により影響を受けることがあります。

リ 開示府令第13条第1項第3号の届出仮目論見書

1 この届出仮目論見書により行う株式 千円の募集(株主割当・一般募集)(注)並行増資の場合は、「株主割当 千円及び一般募集 千円(見込額)」については、当社は証券取引法第5条により有価証券届出書を平成 年 月 日に 財務(支)局長に提出しておりますが、その届出の効力は生じておりません。

2 この届出仮目論見書は、上記の有価証券届出書の記載事項中の一部については法令の認める範囲内で省略又は要約して記載したもので、記載内容の一部については今後訂正されることがあります。

3 募集要項に記載する株式を取得される場合には、法令に規定されたすべての事項を記載した届出目論見書を取得の申込み前又は申込みと同時に交付します。

(届出仮目論見書の届出目論見書への転用)

13-3 開示府令第13条第1項第2号の届出仮目論見書は、その届出の効力が生じた日以後において、同項第1号に掲げる事項を記載したものを当該届出仮目論見書にはさみ込む等の方法により、同号の目論見書として使用することができる。

(目論見書以外の資料による表示)

13-4 法第13条第5項に規定する有価証券の募集又は売出しのための資料(以下「そ

の他の資料」という。)には、テレビ、ラジオ、インターネット、新聞雑誌の広告、口頭説明等による表示、目論見書の記載内容を要約したもの等が含まれることに留意する。

(目論見書以外の名称の使用)

- 13-5 法第13条の規定により作成した目論見書について、「目論見書」という文字を使用せず、投資者に分かりやすい名称を付すことができる。この場合には、当該目論見書が証券取引法上の目論見書であることが明白となるように、例えば、当該目論見書の名称を記載した表紙の同一紙面(当該表紙の裏面を含む。)上(電子情報処理組織を使用する場合には同一画面に表示される箇所)に、「当該文書(電子情報処理組織を使用する場合には当該情報)は法第13条の規定に基づく目論見書である」旨を明記する等の表示をするに留意する。

(その他の資料の使用時期)

- 13-6 その他の資料は、目論見書の交付前においても使用することができる。

(その他の資料の特記事項)

- 13-7 その他の資料を使用する場合には、当該その他の資料が「目論見書」であるとの誤解が生じないようにするため、例えば、当該その他の資料に「投資判断は目論見書を見て行うべき旨」及び「目論見書の入手方法・入手場所」を表示するものとする。この場合において、「目論見書の入手場所」の表示については、当該その他の資料を使用しようとする販売会社等に係る入手場所のみを表示することができることに留意する。

(その他の資料への業績予想の表示)

- 13-8 証券取引所又は証券業協会の規則により開示される業績予想(これに類するものとして上場会社又は店頭登録会社以外の会社が開示するものを含む。13-8において「業績予想等」という。)は、その他の資料として使用することができる。なお、業績予想等を使用する場合には、当該業績予想等の根拠となる前提についても併せて表示するものとする。

法第15条(届出の効力発生と目論見書の交付)関係

(重要な事項の変更)

- 15-1 法第15条第2項ただし書の規定により目論見書を交付していない場合であっても、当該目論見書に係る有価証券の発行者が当該有価証券に係る新たに作成した目論見書の記載内容と当該交付しなかった目論見書の記載内容とを比較し、重要な事項に変更があると判断したときは、改めて、当該新たに作成した目論見書の交付を要することに留意する。

(目論見書の交付を受けないことについての同意)

- 15-2 法第15条第2項第2号の規定における「目論見書の交付を受けないことについて同意した」ことについて確認しようとする場合には、例えば、当該有価証券を募集又

は売出しにより取得する者が当該目論見書の交付を受けないことについて同意していることを当該目論見書の交付義務者が次の方法により記録するなど明確な方法によることに留意する。

- ① その者が署名した当該同意の書面を保存する方法
- ② その者から電子情報処理組織により送信された当該同意の記載事項を保存する方法

(訂正目論見書の分かりやすい表示)

- 15-3 法15条第5項の規定により訂正目論見書の交付に代えて、発行価格等を公表した場合は、これに加えて、その他の資料において当該公表した発行価格等を分かりやすく表示することができる。

法第23条の3（発行登録書の提出）関係

(引受けを予定する証券会社のうち主たるもの)

- 23の3-1 法第23条の3第1項に規定する「引受けを予定する証券会社又は登録金融機関のうち主たるもの」とは、元引受契約を締結する予定の証券会社又は登録金融機関のうち事務幹事会社を予定しているものをいう。この場合において予定しているものがないときには、記載を要しないことに留意する。

(有価証券届出書等に関する取扱いの準用)

- 23の3-2 5-2-2、5-3、5-4、5-10、5-28から5-30まで及び5-44は、発行登録書に関する取扱いについて準用する。

- 23の3-3 23の3-2により5-10を準用して「株価、1株当たり株価収益率及び株式売買高の推移」及び「大量保有報告書等の提出状況」を記載する場合には、これらの作成時点を明瞭に記載するものとする。

(発行予定額の減額)

- 23の4-1 開示府令第14条の5第1項第1号に規定する「未発行分の一部を発行予定期間内に発行する見込みがなくなつたこと」とは、例えば、発行登録期間中に、生産計画、設備投資計画、資金計画等に著しく大きな変更があったことにより、発行予定額を減額しなければならない事情が生じた場合をいう。

(事務幹事会社の決定の取扱い)

- 23の4-2 発行登録書提出時に、引受けを予定する証券会社のうち主たるものが未定であり、その後、当該発行登録期間中に決定された場合には、当該事項の決定に係る訂正発行登録書の提出は要しないことに留意する。

- 23の4-3 「保証会社等の情報」に記載されている又は記載されるべき書類と同種の書類が新たに提出された場合（ただし、継続開示会社に該当しない会社のときには、当該書類が新たに作成された場合）には、訂正発行登録書の提出を要することに留意する。

」の区分

- ③ 貸付期間別については、「5 年以内」から「25 年超」まで 5 年きざみの区分

法第 7 条（訂正届出書の提出）関係

7-1 法第 4 条第 1 項又は第 2 項の規定による届出の効力が生じた後、当該届出に係る投資信託証券の申込期間中に提出される当該投資信託証券に係る有価証券報告書及びその添付書類並びに半期報告書及び臨時報告書並びにこれらの訂正報告書（以下「継続開示書類」という。）と同時に訂正届出書が提出される場合において、当該訂正届出書の訂正事項のうち当該継続開示書類の記載事項とその内容が重複するものがあるときには、当該継続開示書類におけるその記載箇所を当該訂正届出書に記載することで、当該訂正事項を記載したものとする。

この場合、当該訂正届出書は当該継続開示書類の末尾に添付するものとし、当該継続開示書類の表紙又はその他の見やすい箇所に訂正届出書が添付されている旨をわかりやすく記載するものとする。

法第 8 条（届出の効力発生時期）関係

8-1 法第 4 条第 1 項又は第 2 項の規定による追加型の投資信託証券の募集に係る届出に関し、次に掲げるすべての要件に該当する場合には、法第 8 条第 3 項の規定により、当該届出に係る有価証券届出書の提出日（以下 8-1 において「届出書提出日」という。）の翌日にその効力を生じさせるものとする。ただし、当該届出者から当該取扱いについて書面による申出がない場合又は当該取扱いが適当でないと認められる場合は、この限りでない。

- ① 届出書提出日前 1 年の応答日（以下 8-1 において「応答日」という。）において当該投資信託証券の募集に係る有価証券届出書を既に提出しており、届出書提出日まで継続して募集を行っていること。
- ② 届出書提出日までに当該投資信託証券に係る有価証券報告書を提出していること。
- ③ 応答日以後届出書提出日までの間において適正に継続開示義務を履行していること。

法第 13 条（目論見書の作成）関係

13-1 法第 13 条の規定により作成する目論見書の記載に当たっては、投資者が容易に理解できるよう、有価証券届出書に記載された内容を分かりやすい表現又は表記を使用して記載することに留意する。この場合、有価証券届出書に記載された内容を明瞭に表示するため、グラフ、図表等を使用することができる。

また、目論見書の記載に当たっては、有価証券届出書の記載項目の配列を変更して記載することができる。

13-2 法第 13 条の規定により作成する目論見書の記載に当たっては、有価証券届出書の記載事項のうち、「提出書類名（「有価証券届出書」）」、「提出先（例えば「関東財務局長」）」、「発行者である会社印の印影」、「発行者の代表者印の印影又は代表者の署名」、「代理人印の印影及び代理人の署名」、「事務連絡者印の印影」及び「

事務連絡者の氏名、連絡場所及び電話番号」については省略することができる。

法第15条（届出の効力発生と目論見書の交付）

15-1 法第15条第2項ただし書の規定により目論見書を交付していない場合であっても、当該目論見書に係る有価証券の発行者が当該有価証券に係る新たに作成した目論見書の記載内容と当該交付しなかった目論見書の記載内容とを比較し、重要な事項に変更があると判断したときは、改めて、当該新たに作成した目論見書の交付を要することに留意する。この場合において、「重要な事項の変更」には、例えば、投資判断に重要な影響を及ぼすような当該目論見書に記載された「投資方針」、「投資リスク」、「手数料等及び税金」、「手続等」、「管理及び運営」に関する事項の変更、投資資産の変更（投資資産の組換え、投資資産の銘柄等の入れ替え）があった場合が含まれることに留意する。

15-2 法第15条第3項の規定により直ちに交付しなければならない目論見書（以下「請求目論見書」という。）に記載すべき事項を記載した上で、当該事項の一部又は全部を法第15条第2項の規定によりあらかじめ又は同時に交付しなければならない目論見書（以下「交付目論見書」という。）の「ファンドの詳細情報の項目」に記載することを妨げない。

15-3 交付目論見書と請求目論見書を同時に交付し、又は一冊に合冊したものを交付することができる。この場合においては、交付目論見書の部分と請求目論見書の部分の区別が明白となるよう、表示することに留意する。

法第24条（有価証券報告書及びその写しの提出）関係

24-1 当該有価証券が内国投資信託受益証券又は外国投資信託受益証券である場合における特定有価証券開示府令第25条第6項第2号に規定する「当該特定期間に係る貸借対照表及び損益計算書」とは、当該内国投資信託受益証券又は外国投資信託受益証券に係るファンドの貸借対照表及び損益計算書であることに留意する。

24-2 特定有価証券開示府令第27条第1項第1号ロに掲げる書類が有価証券報告書に記載されている場合には、添付しないことができる。

24-3 特定有価証券開示府令第5号様式記載上の注意(44)の規定に準じて記載される特定有価証券開示府令第8号様式の「監査等の概要」において添付される信託財産についての監査等の報告書については、直近のものが本有価証券報告書提出日以前に提出された有価証券報告書に添付されたもの以外にない場合には、本有価証券報告書においては添付を要せず、その旨を記載するものとする。

法第24条の5（半期報告書及びその写しの提出）関係

24の5-1 投資信託証券を新たに設定した場合において、最初の半期報告書の提出期

米国 SEC のディスクロージャー制度改革提案

1 発行者区分の見直し

証券の発行者を次の 4 つに区分し、異なるレベルの発行開示規制を課すことを提案。

- ① 継続開示を行っていない発行者
- ② 参照方式を利用できない非適格発行者 (unseasoned issuer)
- ③ 参照方式を利用できる適格発行者 (seasoned issuer)
 - 1 年以上の継続開示、浮動株時価総額 7 5 0 0 万ドル以上等のもの
- ④ 参照方式を利用できる著名適格発行者 (well-known seasoned issuer)
 - 浮動株時価総額 7 億ドル以上または負債性の証券のみを SEC に登録しており過去 3 年間で総額 1 0 億ドル以上の負債性証券を発行

2 登録届出前の情報発信規制の見直し

- (1) 登録届出前の情報発信に関するセーフ・ハーバールール

公募のタイミングにかかわらず、以下の場合には売付の申し込みとはみなされない。

- ① 継続開示を既に行っている発行者 (SEC 規則 168)
 - 定常的に発表される事業上の事実に関する情報
 - 定常的に発表される将来に関する予測情報
- ② 継続開示を行っていない発行者 (SEC 規則 169)
 - 顧客や仕入れ先など、投資家等でない者に対して定常的に提供してきた事業上の事実に関する情報
- (2) 届出 3 0 日前までの情報発信が売付の申し込み該当しないことを明示 (SEC 規則 163A)
- (3) 適格著名発行者に対して公募に応じる場合には法定目論見書を参照すべきことなど、所定の担保文言を付した書面で行う情報発信については売付の申し込みの適用除外とする。(SEC 規則 163)

3 発行届出後の情報発信規制の見直し

- (1) 目論見書に関するセーフ・ハーバーの提案

届出後の情報提供が違法な「目論見書」とみなされないように、セーフ・ハーバーを規定し、発行者の連絡先や公募される証券の発行条件に関する情報、購入する場合の口座開設の方法、ロードショウの日時や場所に関する情報など、投資家にとって有用な幅

広い情報の提供をみとめる。

(2) 自由書面目論見書導入の提案

発行届出後において、法定目論見書、仮目論見書、要約目論見書以外の書面による表示（自由書面目論見書（free writing prospectus））により証券の売付の申し込み等の勧誘を行うことを認める。

(イ) 自由書面目論見書の届出

- 発行者自身によってまたは発行者のために第三者が作成した場合
→発行者が SEC への届出を行う
- 発行者の関係者や証券会社など売付への参加者を始めとする発行者以外のものによって独自に作成される場合は記載内容等により以下になる。
 - 発行者に関する重要事実であって、SEC への届出書等に記載されていない発行者により提供された情報が記述されている場合→発行者が届出
 - 発行条件が記載されている場合→発行者が届出
 - 不特定多数の者に配布されることが予定される場合→作成者が届出

(ロ) 自由書面目論見書の使用条件

- 継続開示を行っていない発行者または参照方式を利用できない非適格発行者の場合→予めまたは同時に法定目論見書が交付されること。
- 参照方式を利用できる適格発行者の場合→法定目論見書が登録届出書の一部として提出されていること。

(3) ネット上でのロード・ショウの取り扱い

ネット上でのロードショウは、自由書面目論見書に該当し、SEC 規則 433 に規定に従い SEC への届出等を行わなければならない。

(4) 自由書面目論見書の使用に伴う責任

1933 年証券法の目論見書に自由書面目論見書が含まれるとし、法定目論見書と同様にその記載内容や勧誘時の口頭での説明が、重要な点において、虚偽または誤解を生ぜしめるものであった場合等には登録証券の購入者は、発行者に対して購入によって生じた損害の賠償を請求することができる。(SEC 規則 159)

(5) 目論見書の登録による交付の容認

証券交付時の正式目論見書交付義務を果たすための要件を、各投資家への物理的な交付でなく、SEC への法定目論見書の登録のみで足りるとし、(SEC 規則 172) また、投資家が法定目論見書の送付を請求できることを明確化。(SEC 規則 173)

以 上

50

証券取引法研究会メンバー

(平成 17 年 10 月現在)

共同会長	江 頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森 本 滋	京都大学教授
幹 事	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
委 員	近 藤 光 男	神戸大学教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
〃	神 作 裕 之	東京大学教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学教授
〃	藤 田 友 敬	東京大学教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学教授
〃	青 木 浩 子	千葉大学教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学助教授
〃	戸 田 暁	京都大学助教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー
〃	太 田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー
オブザーバー	永 井 智 亮	野村証券法務部長
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興コーディアル証券法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	坂 下 晃	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会エクイティ市場部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	美濃口 真 琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
〃	大 島 真	証券保管振替機構業務部次長
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	新 道 仁 信	日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長
〃	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局長

(敬称略)

当研究所刊行の法律関係出版物

(金額は消費税込みです)

近年の証券規制を巡る諸問題

A5判 211頁 2,940円 送料290円(2004年11月)

証券取引法研究会編

市場改革の進展と証券規制の課題

A5判 219頁 3,045円 送料290円(2002年8月)

証券取引法研究会編

金融システム改革と証券取引制度

A5判 279頁 3,360円 送料340円(2000年6月)

証券取引法研究会編

欧米における証券取引制度の改革

A5判 253頁 3,360円 送料290円(1998年9月)

証券取引法研究会国際部会編

証券取引における自己責任原則と投資者保護

A5判 236頁 3,262円 送料290円(1996年6月)

証券取引法研究会国際部会編

コーポレート・ガバナンス

—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—

A5判 291頁 4,077円 送料340円(1994年12月)

証券取引法研究会国際部会訳編

ドイツ第四次資本市場振興法の概要

A5判 112頁 1,680円 送料210円(2005年2月)

当研究所訳編

外国証券関係法令集 (当研究所訳編)

イギリス 2000年金融サービス市場法

A5判 385頁 4,515円 送料290円(2001年3月)

ドイツ 証券取引法、取引所法、投資会社法、販売目論見書法、寄託法他

A5判 232頁 3,465円 送料290円(2002年1月)

証券取引法研究会研究記録 (証券取引法研究会編)

第1号 裁判外紛争処理制度の構築と問題点

B5判 57頁 525円 送料210円(2003年11月)

第2号 システム障害と損失補償問題

B5判 66頁 525円 送料210円(2004年1月)

第3号 会社法の大改正と証券規制への影響

B5判 69頁 525円 送料210円(2004年3月)

第4号 証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)

B5判 91頁 525円 送料210円(2004年6月)

第5号 EUにおける資本市場法の統合の動向—投資商品、証券業務の範囲を中心として—

B5判 110頁 525円 送料210円(2005年7月)

第6号 近時の企業情報開示を巡る課題—実効性確保の観点を中心に—

B5判 62頁 525円 送料210円(2005年7月)

第7号 プロ・アマ投資者の区分—金融商品・販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—

B5判 82頁 525円 送料210円(2005年9月)

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
なお、当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>
にてご覧いただけます。

証券取引法研究会研究記録 第8号
目論見諸制度の改革

平成17年11月5日

定価（本体500円＋税）

編 者 証 券 取 引 法 研 究 会
発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669) 0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>