

開 示 制 度（Ⅰ）

—企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度—

財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

ま え が き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成20年3月19日開催の研究会における川口恭弘委員（同志社大学大学院法学研究科教授）の開示制度に関するご報告（「開示制度（Ⅰ）—企業再編成に係る開示制度および集団投資スキーム持分等の開示制度—」）と、このご報告をめぐる討論の記録である。

川口先生のご報告は、開示制度についての討論の前半部分ということで、組織再編に係る開示制度及び集団投資スキーム持分等の開示制度をとり上げていただいた。その中で、会社法上の開示制度と金融商品取引法上の開示制度をどのように整理して考えるべきか、集団投資スキーム持分等については、「相当程度多数の者」（500名以上）が取得することとなる場合が募集とされているが、第1項有価証券の扱いとの比較で、投資者保護の点で問題はないか、開示制度の関係で、投資型ファンドと事業型ファンドの取り扱いが違うことが整合性を欠くことにならないか等々様々な興味深い問題提起をしていただいた。ご報告をめぐるご討論も活発で、有意義なものであった。

ご報告をいただき、議事録の整理にもご協力をいただいた川口先生に厚くお礼申し上げ、神田会長、前田副会長をはじめご参加いただいた先生方、オブザーバーの方々に心から感謝申し上げる次第である。

2008年4月

財団法人 日本証券経済研究所
理事長 高 橋 厚 男

開 示 制 度（Ⅰ）

—企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度—
（平成 20 年 3 月 19 日開催）

報 告 者 川 口 恭 弘
（同志社大学大学院法学研究科教授）

目 次

I. 組織再編成にかかる開示制度	1
1. 開示制度の概要	1
2. 開示の意義	5
3. 組織再編成の効力発生日と届出の効力発生日	10
4. 開示書類の虚偽記載	11
5. 物的分割の場合の開示義務	12
II. 集団投資スキーム持分等の開示制度	14
1. 「募集」「売出し」の定義	14
2. 有価証券表示権利	17
討 議	19
報告者レジュメ「開示制度（Ⅰ）」	41
資 料	48

金融商品取引法研究会出席者(平成 20 年 3 月 19 日)

報告者	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
顧問	森本滋	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近藤光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	戸田暁	京都大学大学院法学研究科准教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山田剛志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松尾直彦	東京大学公共政策大学院客員教授
〃	永井智亮	野村證券執行役
〃	桑原政宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	浅場達也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	菊地鋼二	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	河村賢治	日本証券業協会客員研究員・ 関東学院大学経済学部准教授
〃	檜崎みどり	日本証券業協会客員研究員・中央大学法学部准教授
〃	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
〃	萬澤陽子	立教大学法学部助教
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
〃	安田賢治	日本証券経済研究所事務局次長
特別参加	谷口義幸	金融庁総務企画局企業開示課企業開示調整官

(敬称略)

開示制度（Ⅰ）

—企業再編成に係る開示制度および集団投資スキーム持分等の開示制度—

前田副会長 定刻になりましたので、金融商品取引法研究会の第8回会合を始めさせていただきます。

本日は、金融庁総務企画局企業開示課から、谷口企業開示調整官にご参加いただいております。どうぞよろしくお願いいたします。

それでは早速ですが、報告に移らせていただきます。

既にご案内のとおり、本日は同志社大学の川口先生より、開示制度に関連するテーマでご報告をいただきます。

それでは、よろしくお願いいたします。

川口委員 川口でございます。よろしくお願いいたします。

お手元にレジュメをお配りさせていただいておりますけれども、基本的にこれに従った形でご報告させていただきたいと思います。また、開示制度につきましては、この研究会では2回に分けて報告するということになっております。本日は、私は、その前半部分を担当させていただきます。もっとも、この部分につきましても、時間の関係もあり、論点を絞った形でご報告をさせていただくことをお許してください。

本日は、主として組織再編成に係る開示制度と、いわゆる集団投資スキームに関する開示制度の2点についてご報告をさせていただきます。

Ⅰ．組織再編成に係る開示制度

1. 開示制度の概要

① 証券取引法時代の「企業内容等開示ガイドライン」

会社の合併、会社分割、株式交換または株式移転などの組織再編成に当たって、既存の株主などに別の会社の株式の発行あるいは交付がなされる場合があります。証券取引法時代の「企業内容等開示ガイドライン」(2-4④)は、

「『合併、株式交換または株式移転により株式を発行する場合』は、『有価証券の募集』とはならないことに留意する」としていたために、組織再編成の際に、有価証券届出書の提出による開示は要求されてきませんでした。

この点につきましては、「会社の合併の場合、株式はその地位にもとづき法律上当然に株式を取得するのであって、勧誘の入り込む余地がないので募集は存在しない」という学説もあったわけでございます。確かに、例えば消滅会社の株主による存続会社または新設会社の株式の取得は、個々の投資者の個別的な投資決定によってではなく、株主総会決議に基づく会社の行為として行われます。しかし、株主にとって、その持分の性格が大きく変化することには変わりはありません。そのため、「会社の行為」によって有価証券の取得が行われることを理由に、証券取引法上の情報開示が不要であることについては、批判も存在していたところです。

②金融商品取引法

金融商品取引法では、組織再編成がなされる際、一定の場合に情報開示が要求されることになりました。立案担当者の解説によりますと、「①組織再編成に関する情報は投資者にとって重要な投資情報であると考えられ、②会社法において組織再編成における対価の柔軟化が認められ（いわゆる三角合併が可能となり）、たとえば、合併において、開示会社であった消滅会社の株主に対し、存続会社以外の非開示会社の株券が対価として交付される場合、従来の取扱いでは、対価として交付される株券の発行会社は存続会社でないために開示義務を承継せず、当該消滅会社の株主は対価として交付された株券の発行会社に関する情報等を入手することができないこととなるため、組織再編成の対価として交付される有価証券の発行者に当該有価証券やその発行会社に関する情報の開示を義務づけることにしたものである」と説明されています。（谷口＝峯岸・商事法務 1811 号 33 ページ）

これをまとめますと、①組織再編成がなされる際の投資判断の資料として「発行開示」が必要であることと、②開示会社の株主が別の会社の株式を保有することになっても、引き続き「継続開示」を受けられるように

するため、こういう2つの理由が立法趣旨であるということになろうかと思います。

金融商品取引法上の規制の概要は、ご存じかと思いますが、確認しておく、以下のとおりでございます。

③規制の対象となる「組織再編成」

まず、規制の対象となる「組織再編成」は、「合併」、「会社分割」、「株式交換」及び「株式移転」です。続いて、組織再編成の手続きが、募集と売出しの概念のように、「新たに有価証券が発行される場合の手続き」と「既に発行された有価証券が交付される手続き」に分かれます。前者が「組織再編成発行手続き」、後者が「組織再編成交付手続き」となります。会社法では、組織再編成に当たって、株主等に対して、「事前備置書類」を備え置くことで一定の情報を提供しなければなりません。金融商品取引法では、これを「組織再編成発行手続き」及び「組織再編成交付手続き」と呼んでいるわけです。その上で、一定のものを、「特定組織再編成発行手続き」、「特定組織再編成交付手続き」と定義をいたしまして、これらを有価証券の募集・売出しに伴う勧誘行為と同等にとらえまして、発行開示の対象にしているわけでございます。

なお、規制の対象となります有価証券は、株券、新株予約権証券、新株予約権付社債券等が規定されています。

組織再編成に対して証券の発行・交付を受ける株主等は、吸収合併消滅会社、新設合併消滅会社、吸収分割会社、新設分割会社、株式交換完全子会社及び株式移転完全子会社の株主等で、これらが「組織再編成対象会社株主等」と呼ばれているわけです。

この「特定組織再編成手続き」の要件は、第1項有価証券と第2項有価証券で異なります。すなわち、第1項有価証券については、組織再編成対象会社株主等が「多数の者」である場合として政令で定める場合などが規定されており、第2項有価証券については、組織再編成対象会社株主等が「相当程度多数の者」である場合として政令で定める場合が規定されています。政令

では、前者の「多数の者」を「50 名以上」、後者の「相当程度多数の者」を「500 名以上」と定めています。なお、「特定組織再編成交付手続き」につきましても、第 1 項有価証券と第 2 項有価証券に分けて、同様の定義が置かれているところです。

④「募集」「売出し」

さて、有価証券の募集・売出しは、内閣総理大臣に届出をしている者でなければ行うことができません。ここにいう「募集」「売出し」には、先ほど来申し上げている「特定組織再編成発行手続き」、「特定組織再編成交付手続き」を含む旨の規定が金商法 4 条 1 項に定められているわけであります。したがって、組織再編成に際して、これらの行為がなされる場合には、届出が必要になるということになります。

もっとも、すべての特定組織再編成について届出が要求されているわけではないという点に留意が必要です。すなわち、組織再編成対象会社が発行者である証券について、「開示が行われている場合」で、かつ、組織再編成に伴い発行・交付される証券について、「開示が行われていない場合」に、届出が要求されるということです。ここにいう「開示が行われている場合」として、証券について届出の効力が生じている場合、あるいは継続開示がなされている場合などが規定されております。

なお、複数の上場会社が、新設合併あるいは株式移転などで新たな会社を設立する場合には、当該会社が発行する証券は、もちろんそれまで実体がないわけですから、「開示が行われている場合」には該当しませんので、組織再編成に当たって有価証券届出書の提出が必要になるということかと思えます。このため、事前にお配りをしている、三越と伊勢丹による株式移転による持株会社の設立に際しては、設立される三越伊勢丹ホールディングスが有価証券届出書を提出することになっております。

2. 開示の意義

① アメリカの議論（「ノー・セール理論」）

組織再編成に際して発行・交付される証券について開示を要求すべきかどうかという問題につきましては、かつてアメリカにおいても盛んに論じられてきたものでございます。これもよくご存じかと思えますけれども、1933年証券法5条は、「証券」の「売付け（sale）」等を行う場合に届出を義務づけているわけです。SECは当初、組織再編（reorganization or recapitalization）においてなされる証券の交付は、株主総会の決議といった会社の行為に基づくものであり、そこには「売付け」というものが存在せず、したがって、届出の義務はないという立場をとっておりました。この考えは、「売付け」がないということで「ノー・セール理論」と呼ばれていました。

しかし、このような立場は、有力な学者を中心としまして、許容しがたい形式主義であると批判されていたわけでございます。株主総会の承認決議において委任状勧誘がなされる場合には、そこで一定の情報が株主に開示されることになります。しかし、連邦証券諸法の適用を受けない会社であれば、かかる情報開示がなされないこととなります。さらには、州によっては、組織再編成に株主総会の承認決議を要件としないところもあるようでして、これらの場合にも、株主に十分な情報の提供がなされないことになります。加えて、「ノー・セール理論」を逆手にとりまして、閉鎖会社といいますか非公開会社がSECへの登録を行わずに、幅広く証券を発行する事例も見られたわけです。典型的な例を挙げますと、閉鎖会社が、公開会社に株式を発行します。この段階で、子会社化されるわけですが、その閉鎖会社の株式が公開会社の株主に配当として割り当てられることで、結果的にSECへの届出をすることなく、閉鎖会社は多くの株主に株式を発行できることになるわけです。

② SECの方針転換

以上の弊害に対処すべく、1972年にSECはその方針を転換いたしました。組織再編成の際に発行される証券についても、届出による開示を要求す

ることになりました。このことは、お手元にお配りしているSEC規則415に規定されております。現在では、組織再編成の際に提出される登録届出書は、「S-4様式」で作成することになっています。これもお手元にお配りしております。また、日興コーディアルグループとの株式交換におきまして、シティグループが、SECに対して「S-4様式」での届出を行っており、そのコピーもお手元にお配りをさせていただいております。

このようにアメリカでは、いわゆるスピンオフ取引についての届出が要求されることになったわけですが、1997年にSECは、その適用除外となる取引の範囲を明確にしております。それにつきましては、お手元のレジюмеに記載させていただいているところでございます。

③我が国の議論

ところで、我が国におきまして、アメリカの動きを参考にしまして、組織再編成における証券取引法上の開示制度を整備すべきだという見解が述べられてきたところです。

まず、形式上の議論としまして、株主総会の「議決権行使の勧誘」が「有価証券の取得の勧誘」といえるかどうかという問題があります。委任状の勧誘は、委任状の提供を受けるための「勧誘」行為であります。また、株主総会参考書類の送付も、議決権行使の「勧誘」といえなくもないかもしれません（このあたりは、異論があり得ますが）。しかし、金融商品取引法で届出が要求されるものは、「有価証券の取得」の勧誘でありまして、直接には、先ほど申し上げた勧誘とは一致しないわけです。もっとも、議決権行使によって、結果として組織再編成対象会社の証券が発行・交付されることになるわけですので、間接的には、「有価証券の取得の勧誘」が行われていると評価することもできるのではないかと考えられます。

次に、議決権行使の勧誘は会社法上の問題であり、情報開示の問題は会社法で扱うべきではないかという点が問題になります。すなわち、会社法上の開示では不十分であることを前提としまして、金融商品取引法上の開示でそれを補うことの是非が議論されることになります。この点につきましては、

かつての商法上の情報開示、委任状勧誘規則のもとでの情報開示の内容は極めて貧弱でありまして、有価証券届出書あるいは目論見書による情報提供が不可欠であるという主張がなされていたわけであります。ただし、この議論は、昭和 50 年代のものでございまして、その後、ご存じのように、会社法のもとでの情報開示は格段に進歩しているわけでございます。

そこで、以下では、会社法上の開示内容と金融商品取引法上の開示内容の若干の比較を行ってみたいと思います。

④会社法上の開示内容と金融商品取引法上の開示内容

時間の関係もございまして、一々細かいところは控えさせていただきたいと思います。内容につきましては、レジメをご参照ください。

開示の方法につきましては、「直接開示」と「間接開示」の両方がございます。「間接開示」としましては、会社法上は、①株主総会のための「事前開示書類」を備え置くこと。②金融商品取引法上は、「有価証券届出書」の提出と「公衆縦覧」が定められています。他方で、「直接開示」といたしましては、会社法上は③「株主総会参考書類」の交付、④金融商品取引法上は「目論見書」の交付が必要ということになります。

最後の金商法上の目論見書の交付につきましては、組織再編成の場合には交付が義務づけられておりません。すなわち、金融商品取引法 4 条 1 項によりますと、「特定組織再編成発行手続き」とか「特定組織再編成交付手続き」は、第 2 章の「企業内容等の開示」の規定において、「募集」、「売出し」の概念に含まれることになっておりますが、そこでは「13 条及び 15 条 2 項から 6 項までは別の扱いにする」ということが明記されているわけです。これらの規定は目論見書に関するものでございまして、特定組織再編成の手続きにおいては、届出は必要なわけでありましたが、目論見書の作成及び交付は不要になります。

以上のことから、組織再編成の開示については、①会社法上の間接開示、②金商法上の間接開示、③会社法上の直接開示が問題になります。

組織再編成には、さまざまなものがありますが、ここでは最近の事例とし

て、三越と伊勢丹による株式移転による持株会社設立の事例がありますので、株式移転を取り上げることにしたいと思います。

要点のみをまとめて申し上げますと、次のようにいうことができるのではないかと思います。

まず、会社法上の①間接開示と③直接開示を比較してみますと、記載内容はほぼ同じであります。③では、①の記載事項の「概要」で足りるとされている点で、開示内容が簡素化されております。もっとも、全部見たわけではないのですが、実際上は「概要」を記載するというのではなく、その内容全部が記載されているものが多いように見受けられます。

そして、①と②を比較しますと、株式移転計画の内容とか割当株式数の算定根拠など、共通の開示項目が多く見られるわけであります。①につきましては、株式の割当に関連して、その「相当性に関する事項」を記載しなければならず、この点で、②よりも開示情報が充実しているといえるかと思います。

また、金融商品取引法上の開示制度の整備に関しまして、会社法上の合併対価の柔軟化の実現に伴い、合併当事会社以外の会社の株式、例えば親会社株式について、その発行者による開示を行わせることが必要であるといわれているわけであります。そこで、金融商品取引法上は、届出義務者を発行会社とした上で、その企業情報を詳細に開示させております。さらに加えて、組織再編成当事会社、合併当事会社が提出会社以外の会社であるという場合について、継続開示会社に該当しない場合は、それらの会社の情報も記載させることにしているわけでございます。

もっとも、これらの点については、同じような視点で、会社法上の開示内容も整備されているところです。会社法では、組織再編成当事会社、合併当事会社が書類作成者です。さらに加えて、会社法施行規則 182 条 4 項 2 号を見ますと、組織再編成の際に、消滅会社の場合、存続会社以外の法人等の株式・持分を利用する場合には、その法人についての詳細な事項の開示が要求されることになっております。

⑤金融商品取引法上の開示の意義

以上を見てまいりますと、細かな点で開示項目は若干異なるわけですが、現在では、会社法上の開示項目が少ないことを理由に、金融商品取引法上の開示を要求する必要性はなくなっているのではないかと思います。また、ご存じのように、金融商品取引法の世界におきましても自主規制が発達しており、適時開示が行われます。この点も、資料をお配りしているところです。さらに、資料にあるように、臨時報告書制度の記載事項もかなり細かくなっております。金融商品取引法上でも、組織再編成に関する情報開示が充実しているということにも留意が必要かと思えます。

組織再編成に関する金融商品取引法上の開示制度は、開示証券を保有している株主等に非開示証券が発行される場合に備えて、その後の継続開示をまさしく「継続」させることに意味があるというふうにいえるのではないかと思います。すなわち、金融商品取引法 24 条 1 項 3 号によって、組織再編成に伴う届出義務を課すことは、結果、その後の継続開示義務が発生することになるからでございます。

このような方策は、確かに、投資者保護に厚いといえるかもしれません。もっとも、開示がなされない証券が対価として交付される場合には、株主は組織再編成に株主総会で反対することもできるわけであります。また、多数決で可決された場合も反対株主は買取請求権を行使することができるわけです。そのため、株主等の保護のために、新規に発行・交付される証券について、金融商品取引法で継続開示義務を強制する立法が不可欠かということについては、検討の余地があり得るようにも思います。

また、組織再編成における開示は、届出という発行開示義務を課した上で、届出を行った会社に継続義務を課すというものです。上場会社の株主は通常は多数に及び、この多数の株主に企業再編後の別の会社の株式が割り当てられます。すなわち、多数の株主がまた発生することが予想されるわけです。仮に、新規に発行・交付される株式について継続開示が必要であるとしても、発行開示義務を介する方法ではなくて、いわゆる外形基準等の活用などに

よって、継続開示義務のみを課するという立法もあり得るのではないかと思います。このような考えについて、ご意見を頂戴できれば幸いです。

3. 組織再編成の効力発生日と届出の効力発生日

続きまして、幾つか各論を申し上げたいと思います。組織再編成に当たって、会社法上、組織再編成契約・計画において組織再編成の効力発生日が定められることになろうかと思います。この効力発生日において、株主等は別の会社の株主等になるわけです。したがって、効力発生日までに、株券等の発行・交付がなされている必要があります。他方で、金融商品取引法上、届出が必要な場合では、当該届出が効力を発生していなければ証券を取得させてはならないということになっています。通常は、組織再編成に係る届出の効力を発生させた後に、株主総会の決議が行われて、その後、会社法に基づく組織再編成の効力発生日が到来することになるのではないかと思います。

組織再編成に当たっての届出は、原則として、翌日に効力が発生するものという取扱いがなされるということが、金融庁の開示ガイドラインで定められております。もっとも、この場合、この取扱いについての申出を仮に失念しているというような場合、あるいは監督官庁が当該取扱いを認めることが適当でないと認められる場合もあり得るわけではないわけで、そうした場合には、この待機期間の短縮は行われないことになります。そのため、極めて例外的なケースではありますが、会社法上の効力発生日の時点で、届出の効力が発生していないということがあり得るのではないかと思います。このようなときに、会社法上の組織再編にどのような影響があるかということが問題になります。

この点につきまして、企業内容等開示ガイドライン 15 - 1 が出ております。「法 15 条 1 項の適用に関し、金融商品取引法の届出の効力が発生していない場合には、組織再編成手続きにかかる会社法上の効力を発生させてはならないものとして取り扱う」、こういうものがあるわけです。実は、私は、いまひとつここで書かれている意味がよくわからないので、また教えていた

だきたいと思うのですが、これについては、パブリック・コメントで意見が出ております。そこでは、「特定組織再編成発行手続き等における届出の効力発生は、会社法におけるどの行為までに必要かということをガイドラインではっきりさせてほしい」という要望があり、これを受けて、「そうします」と回答され、その後、このガイドラインが出ています。

以上のことを考えますと、このガイドラインは、会社法上の効力発生前に届出の効力を発生させておくべきことが、金融商品取引法上の規制であるということを述べたことになります。そうであれば、届出の効力発生前に会社法上効力を発生させた場合には金融商品取引法違反となりまして、同法上の制裁が科せられることになると考えられます。

他方で、届出の効力発生がおくれたことのみをもって、会社法上の組織再編成の効果を否定することまではいかないのではないかと思います。もっとも、何らかの理由で最後まで届出の効力が発生しなかった場合に無理やり株式の割当を行えば、組織再編成の無効原因になる可能性があるのではないかと考えております。

4. 開示書類の虚偽記載

続きまして、会社法上要求される開示項目に虚偽があった場合には、合併の承認手続きに瑕疵があるということで、株主総会の決議取消しとか、あるいは組織再編が無効になることが考えられるわけです。これに対して、金融商品取引法が要求する開示項目に虚偽記載があった場合、株主総会の決議が瑕疵を帯びるのかという点が問題になろうかと思います。金融商品取引法が会社法 831 条 1 項 1 号にいう「法令」に該当すると考えることができれば、会社法上の違反と同様の処理が可能となろうかと思いますし、仮にそれに該当しなくても、「著しく不公正」な招集手続き・決議方法といえれば、同様の結論を導くことができます。

よく似た論点として、委任状勧誘府令に違反した場合に、株主総会の決議が瑕疵を帯びるかという問題があります。今日のように、会社法と金融商品

取引法が密接に関連し、しかも、金融商品取引法の規制が会社法の規制を補うような状況では、金融商品取引法違反は会社法上の効果に影響すると解すべきではないかと考えますが、この辺もまた後で教えていただければ幸いです。

5. 物的分割の場合の開示義務

このほか、会社分割がなされた場合の開示義務について、これまでも問題提起がなされているところです。

金融商品取引法では、「組織再編成」の対象会社として、「吸収合併消滅会社」「株式交換完全子会社」のほか、「政令で定める会社」を規定しています。政令では、「新設合併消滅会社」「吸収分割会社」「新設分割会社」そして「株式移転完全子会社」と規定されているところです。会社法では、ご存じのとおり、人的分割と物的分割の区別を改めまして、人的分割を「物的分割+剰余金（現物）配当」と構成しました。また、政令上、「吸収分割」「新設分割」と書かれているだけでございますので、規定上は、「物的分割」を行う場合だけでも開示が要求されることになりそうです。すなわち、上場会社である分割会社が吸収分割を行い、承継会社が分割会社に非開示証券を発行するといった場合、その証券が例えば第1項有価証券で、分割会社の株主の数が50名以上であれば、「特定組織再編成」の定義に当てはまりますので、一定の免除要件に該当しない限りは届出義務が発生することになります。

物的分割では、吸収分割会社または新設分割会社のみが株券等を取得します。このような場合はいわば私募に相当する取引であるといえ、果たして届出を義務づけることが適切であるかが問題になるわけでございます。

政令案に対するパブリック・コメントの中でもこの点の疑問が提起されていました。これに対しましては、『承継会社等』の株券等が『分割会社』のみに割り当てられる場合であっても、当該会社分割により発行・交付される有価証券の発行者（承継会社等）が『分割会社』の連結決算の対象となるとは限らず、これらの会社について『分割会社』の株主や市場等に提供される

べき情報が開示されないおそれがあると考えます」という回答がなされております。結局のところ、届出による開示義務につき、それを維持する旨の回答がなされているわけです。

物的分割では、分割会社の株主は分割会社の株式をそのまま持っているわけで、株主が新しい証券を取得するという判断に直面しているわけではありません。物的分割のみであれば、保有する株式にかえて別の会社の株式を所有するという決断に迫られているわけではないということです。確かに会社財産の大きな変更を承認するかという決断に迫られていることは事実かと思いますが、同じく株主総会の決議が必要とされる事業譲渡の場合にはこのような開示は強制されないこととのバランスも問題になろうかと思えます。

また、開示証券の保有者が他の会社の証券を取得する際、引き続き、その証券について継続開示を求めることに改正法の主眼があるのではないかということは、先ほど申し述べたとおりです。この点につきましても、非開示証券を持っているのは分割会社であり、その株主ではありません。通常の証券取引で、会社が投資として非開示証券を持つことはあり得るわけですが、このような場合には、発行会社が開示を要求する制度にはなっておりません。

分割会社が発行・交付を受けた承継会社の株式を、当日あるいは後日、現物配当として分割会社の株主に交付する場合、すなわち人的分割がなされる場合、分割会社が開示会社であり、承継会社が非開示会社であるときは、証券は、一回発行されていますので、未開示の有価証券の「売出し」となって、有価証券届出書の提出が要求されることになろうかと思えます。分割会社が開示会社であれば、有価証券通知書の提出で足りることになります。分割会社の株主の保護がこれで図られているというのであれば、この段階での開示のみで足りるとも考えられるところでございます。

ところで、最後に申し上げた人的分割の場合の届出は、組織再編成に関する届出ではありません。したがって、目論見書の作成・交付の免除も受けることができないということになりそうです。人的分割を当初から予定している場合は、吸収分割契約または新設分割計画にその旨を記載することが会社

法上、要求されます。この契約・計画の承認は株主総会で行うこととなり、書面投票がなされる会社では株主総会参考書類が交付されることとなります。会社法上の開示負担と金商法上の開示負担を調整するために、金融商品取引法での間接開示である目論見書は免除することになったと理解しております。しかしながら、先ほどの人的分割の場合は、こういう負担の調整は行われないことになるのではないかと思います。

以上が組織再編成に関する開示制度のご報告でございます。

Ⅱ．集団投資スキーム持分等の開示制度

1. 「募集」「売出し」の定義

① 「第1項有価証券」と「第2項有価証券」

続きまして、集団投資スキーム持分等の開示制度に移らせていただきます。

金融商品取引法上では、「募集」「売出し」の場合に届出が必要となります。「募集」と「売出し」の定義は、先ほども少し出てまいりましたが、いわゆる「第1項有価証券」と「第2項有価証券」で異なります。前者については、原則として、新たに発行される有価証券の取得の申込の勧誘（取得勧誘）のうち、「多数の者」を相手方として行う場合に募集になります。これに対して、後者につきましては、取得勧誘に応じることにより、「相当程度多数の者」が当該取得勧誘に係る有価証券を取得することになる場合が募集となります。「多数の者」及び「相当程度多数の者」は政令で定められることになっており、先ほど申し上げたところですが、それぞれ50名以上、500名以上と規定されるわけです。

このように、第1項有価証券につきましては、勧誘対象者の数が問題とされ、さらにそれが50名以上に対してなされる場合に募集となるのに対しまして、第2項有価証券については、実際に証券を取得した者の数が問題にされまして、さらにそれが500名以上である場合に募集となるわけであります。売出しについてもほぼ同様の定義が置かれているところです。

第1項有価証券についての募集・売出しの定義は、適格機関投資家等の数

の算定については変更があるようではございますけれども、基本的に証券取引法時代のものから変わらないように思います。第2項有価証券についての定義は金融商品取引法において定められました。この点については、例えば第2項有価証券の典型であります集団投資スキーム持分に関して、ファンドの組成は、一般に投資者の需要等を踏まえつつその内容を確定させていく方法などがとられることが多く、そのような組成交渉が取得勧誘に該当することになってしまうと、その時点で有価証券届出書の提出が必要になって、ファンド組成に支障が生じることなどが理由として挙げられています。いいかえまして、ファンド組成には勧誘行為が必要であるものの、有価証券届出書を提出せずにそれを行えば届出義務違反になることが懸念されたということかと思えます。さらに、募集に該当するための取得人数が500名とされましたのは、有価証券報告書の提出義務要件の1つである「外形基準」に係る人数基準を参考にしたと説明されているところです。

②「勧誘対象者」基準と「取得者」基準

最後に述べました、継続開示義務の基準を参考にしたことにつきましては、発行開示が要求される理由と継続開示が要求される理由は違うのであるから、このようなことはおかしいのではないかという批判がございます。第1項有価証券につきまして、勧誘対象者が50名を超える場合に情報開示が強制されますのは、このような場合に情報の非対称性が生じ得る、情報を持たない者はその情報をとってくる経済的な力もない、あるいは、セールス・プレッシャーがかかるといったことが理由として挙げられてきております。同様の問題が第2項有価証券にも生じるというのであれば、新しい定義は投資者保護の点では問題があるということになるかと思えます。通常は取得者の数よりも勧誘者の数が多いと考えられますので、第2項有価証券の場合は、500名を超える者に対して勧誘がなされても開示は不要ということになります。第1項有価証券との性質の差を考慮しても、50名と500名とは違いは大きいと思います。

情報の非対称性やセールス・プレッシャーなどについては、第2項有価証

券を取得するのは通常はプロであるから、先ほど申し上げた弊害は生じないとも考えられます。もっとも、第1項有価証券の場合でもプロを相手に勧誘がなされることがあるわけです。そうであれば、第2項有価証券の場合も、勧誘者を基準としつつ、第1項有価証券と同様に適格機関投資家などを算定基準から除外するという方法もあり得たのではないかと思います。また、ファンド組成の勧誘行為が仕組み上どうしても必要であるということであれば、「募集」の定義の中で、このような勧誘行為を「取得勧誘」から除外するという立法も考えられるわけです。もっとも、このような行為を除外する定義を設けることが技術上、非常に難しいと判断されたのかもしれませんが。

なお、ファンドの勧誘に限らず、会社が第三者割当を行う場合にも、通常、引受人に証券の取得を勧誘する行為が行われます。この交渉過程が「募集」に該当するかという問題が生じます。上場株券の場合には、転売規制をかけることが難しいという理由で少人数私募が認められません。そのため常に募集の届出を行う必要が生じます。第三者割当の交渉がなされるときに、それが勧誘に該当すれば、その段階で届出を行わなければならないのか、という問題が生じ得るわけです。

当該交渉が有価証券の取得の申込の勧誘であるとするならば、これは届出前の勧誘として禁止の対象になってしまいます。ファンドの組成段階の勧誘と比較して、第三者割当の場合は、発行に関する重要事項の大枠が既に決まっていることからして、証券取得の勧誘の側面がより強いのではないかという指摘もなされているところです。ただ、従来の実務では、第三者割当の交渉で届出がなされたものはないようであります。もっとも、勧誘が不可欠であることを理由にファンド持分に関する特別の立法を行ったということでありますので、同じく勧誘が不可欠である第三者割当についても何らかの対応があってよいとも思います。あるいは、第三者割当はそもそも本来的に私募取引でありますので、公衆縦覧型の開示制度の適用は不要なはずです。そう考えると、先ほどの問題を解決する方法としては、上場株券等には少人数私募を認めないとしている立法のほうを再考する方向のほうが正しいのかもしれ

ません。

2. 有価証券表示権利

最後になりましたけれども、有価証券表示権利に移らせていただきたいと思います。

① 集団投資スキーム持分の情報開示

金融商品取引法では集団投資スキーム持分を「有価証券」に含めたということは、よく知られているところであります。このため、集団投資スキーム持分の自己募集を行う場合には第二種金融商品取引業となりまして、業として行う限り、金融商品取引業としての登録が要求されることになります。もっともディスクロージャーに関しては、主として有価証券に対する投資を行うものとして政令で定めるものを除き、開示義務を負わないとされております。したがって、事業型ファンドについては、原則として、公衆縦覧型の開示規制は適用されないことになります。もっとも、事業型ファンドの投資者を保護するために何らかの情報提供義務は不可欠です。そこで、業者の行為規制として、契約書面の事前交付などが規定されているところでございます。この点に関しては、よくいわれておりますけれども、ディスクロージャーによる情報と同等のものがここで提供されているかどうかが問題になろうかと思えます。

なお、主として有価証券に対する投資を行う投資型ファンドにつきましては、ディスクロージャー規制の適用は免除されないことになります。ここにいる「主として」に該当するかどうかという点については、「出資額の100分の50を超える額を有価証券に投資しているかどうか」で判断されます。

② 投資ファンド型の情報開示

投資型ファンドに開示義務を免除しない理由については、立案担当者の解説によりますと、次のように書かれております。「主として有価証券に対する投資を事業とする集団投資スキーム権利等についての情報は、その集団投資スキーム等への直接の投資者はもとより、証券市場における他の投資者の

投資判断にとっても重要な情報であることから、その投資運用の状況等の情報について定期的に開示させる必要性が高いと考えられる」(谷口＝野村・商事法務 1773 号 43 頁)。もっとも、かかる立法につきましては、公衆縦覧型の開示規制は、投資型ファンドの投資対象となる有価証券の発行者やその有価証券へ投資する者の利益を図る制度ではないのではないかとといった批判がなされているところです。

金融商品取引法上の情報開示は、主として証券の発行者に課せられるものです。証券の発行者ではなく、その証券の「投資者」に一定の情報の開示を要求するものとして「5%ルール」があります。もっとも5%ルールは、あくまでも大量に保有している証券に関連して情報を提供するものであるのに対して、投資ファンド規制は、投資ファンドに関する情報が開示の中心になるといった違いがあります。なお、証券の発行体に関する情報ではなく、発行者の行う資産の運用などに関する情報の開示が必要であるという点につきましては、投資法人とか投資信託も同様のことがいえようかと思います。そこで、金融商品取引法では、集団投資スキーム持分は、同法でその定義が明確にされました「特定有価証券」に該当するとした上で、開示内容も資産金融型証券特有のものが規定されています。この点で、投資型ファンドを情報開示の対象とした立法に一定の合理性があるように思います。もっとも、その他の資産金融型証券は、有価証券への投資を「主として」行うもの以外も開示の対象になります。これとの対比でいきますと、事業型ファンドについて開示対象となっていない点はやや整合性を欠くと思います。

なお、有価証券への投資を事業とする者については、実は証券取引法時代から開示の対象になっていたことに留意が必要です。すなわち、投資事業有限責任組合に対する権利などにつきまして、従来から証券取引法上の「みなし有価証券」と規定され、発行開示や継続開示が要求されてきたわけです。有価証券投資事業権利等について開示を免除しなかったことは、かかる立法とのバランスを考慮したためかもしれません。

以上のご報告につき、ご教示いただければ幸いです。よろしくお願いいたします

します。

討 議

前田副会長 どうもありがとうございました。

組織再編成に係る開示制度および集団投資スキーム持分等の開示制度につきまして、大変貴重なご報告をいただき、また、多くの重要な問題提起をしていただきました。

それでは、ただいまの川口先生のご報告につきまして、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。

会社法と金融商品取引法との調整問題の1つに関することなのですが、川口先生がご報告くださいました会社法に基づく事前開示書類の備置きと、金融商品取引法に基づく有価証券届出書による開示とは、川口先生がおっしゃったような負担調整、つまり、通常の新株発行において会社法がとっているように、金融商品取引法で開示がされていれば、会社法上の開示は免除するというような手当てはされていないのですね。つまり、金融商品取引法に基づいて有価証券届出書を出していても、会社法上、書面の備置きを免除するという手当てはされていない。

しかし、これらの開示は相当に重複する話なので、通常の新株発行のような手当ては十分考慮に値すると思うのですが、これは単に、まだそこまで手が回っていないというだけのことなのか、それとも、会社法上の開示を金融商品取引法上の開示で代替すると何か問題があるのか、いかがでしょうか。

直接開示のほうは、川口先生がおっしゃったように、株主総会参考書類と目論見書とが重複しないように、手当てはされているということですね。

川口委員 募集株式の発行の場合と異なり、組織再編成の開示については、金融商品取引法による有価証券届出書と会社法による事前開示書類とでは作成義務者が異なるわけですね、この点などが影響しているのかもしれませんが、開示内容は、ほとんど一緒ですので、両者の間で調整があってもよい

かもしれません。

前田副会長 どうもありがとうございました。

川口委員 この点は、立法の段階でどのように考えられたのでしょうか。

前田副会長 本日は谷口さんをご出席くださっていますので、もし何かコメントがございましたら、よろしくお願いいたします。

谷口調整官 組織再編のところの開示制度については、今、川口先生がご報告されたような趣旨に沿ったものでありまして、基本的には、継続開示義務を課することが大きな目的の一つであると考えております。それであれば、外形基準のような制度によって継続開示義務を課せばよいのではないかという議論はあります。しかしながら、基本的には、金商法の体系は、まず発行開示を行って、それに伴って継続開示を行うということが原則ですので、この組織再編についても、やはり発行開示から求め、その後、継続開示を求めることにしたという経緯であります。

ご指摘のとおり、会社法の開示内容と金商法上の開示内容には重なった部分があると思いますが、そこの調整までは至っていないと考えています。なお、組織再編成については、目論見書の交付義務がないというのは、一般的には勧誘行為はないのではないかと整理をしておりますので、あえて目論見書の作成・交付義務を課す必要はないであろうと考えています。開示内容について調整が行われていないということを含め、会社法と金融商品取引法は目的が違うというところで、このような制度に落ちついたというところでございます。

川口委員 金融商品取引法の立法にあたって、「組織再編成発行手続き」とか「組織再編成交付手続き」とかいうものをあえて設けたわけですが、これらを「募集」「売出し」の定義と別にしたのは、今おっしゃられた勧誘行為はないという整理からでしょうか。

谷口調整官 そうですね。ただ、「募集」・「売出し」の概念を多少変えて「組織再編成発行手続」・「組織再編成交付手続」を含めるということも考えられますが、「募集」・「売出し」の定義に含めてしまうと、その後、金商法上の

業量規制のほうがかかってきてしまいます。そうすると、組織再編成を行うために金融商品取引業者の登録が必要になってくるということになりますので、「募集」・「売出し」と「組織再編成発行手続」・「組織再編成交付手続」を、概念上、きちっと区別をしているということでございます。

川口委員 登録について適用除外を設けるという立法もあり得たのですがね・・・

黒沼委員 組織再編成のときの有価証券届出書の記載事項を見ると、対価となる有価証券の発行者に関する情報だけではなくて、組織再編行為の内容とか、割当ての算定根拠とか、そういうのも記載事項になっていますね。けれども、これは株式移転などの場合には、当然当事会社等の関係者がそういう発行者になるでしょうから問題ないんですけども、合併の対価などで全然関係のない会社の株を渡すような場合に、その発行者も、組織再編についての情報をきちんと知って、それをここに記載しなければならないというのは、ちょっとおかしいような気もするんですけども。これはやはり会社法上求められる開示内容なのではないかという感じはするんですね。

川口委員 金融商品取引法と会社法で、開示内容に差が出てくるはずだというお話ですか。

黒沼委員 もう少し調整といいますか、割り振りをすることができたようにも思うのですが、その場合には、両方見なきゃいけないということになりますね。発行者が有価証券届出書を出さないと組織再編行為ができないということになれば、当事会社がその情報を提供するようになると思うのですけども。

松尾オブザーバー（以下OBS） 私は市場課出身であって企業開示課ではないのですけども、私の感覚からすると、今のご指摘については、要は金商法上の開示と会社法上の開示はそもそも目的といいますか、対象者が違うということで、会社法の開示は株主が対象で、金商法上の開示は株主を含む、より広い投資家一般、もっといえば市場一般への開示ですから、会社法上の開示事項であっても、投資家への開示が必要であれば有価証券届出書に記載

してしかるべきだと思います。

また、この制度の主たる目的は継続開示を確保することにあるとはいえ、それでは発行開示が、私がよくいう「市場の視点」から要らないのかというと、そうではないだろうと思います。ですから、単に継続開示を行わせるために発行開示をさせるということにとどまらない意義があるのではないかと思います。

谷口調整官 先ほどお話があった分割のところで、物的分割のときには、明らかに株主は吸収分割会社か新設会社の1社ということになるため、開示規制は必要ではないのではないかとのご指摘は多々いただいております。その理由としては、ここ（川口先生のレジュメ）に書いてあるとおりですが、加えて発行段階でそういった情報を市場に広く開示をするという必要もあるということで、こういった発行開示を求めているということでもあります。

川口委員 通常、私募の場合は届出は不要なのですね。その整合性をどのように考えればよいかが、いまだによく分かりませんね。

中村委員 あと、もう1つ別な観点でいうと、実際に物的分割で届出書を出した場合に、結局、株主さん1人ということで中断申請は可能になっていて、中断を毎年行って、5年間たつと、今回の金商法改正で消滅の免除申請ができるようになったので、免除してもらうという手続きに実務上はなるんですけども、そもそも中断を認めて、あるいは将来、免除を認めるようなものに、届出義務あるいは継続開示義務を課す必要があるのかという問題意識も、実務界からは挙がっているようでございます。

松尾OBS この少人数私募とのバランスも、そもそも公開会社の私募ですと、さっきの議論だと、上場会社の少人数私募はないということとのバランスで、この問題は、先ほどのご指摘だと、そもそもアメリカはたしか上場会社でも少人数私募はありますね。その政策論にかかわる論点かなとは思いますが。

ただ、アメリカでも、たしか上場会社のパブリックカンパニーのプライベートオフERINGに、ヘッジファンドとかプライベートエクイティファンドが

応じて、やや問題視されているというような話も聞きますので、政策論としては、もちろんどちらが絶対正しいということはないのですけれども、相当議論はあり得ると思います。

黒沼委員 公開会社の私募に当たるといわれたのですが、物的分割だと承継会社等が非公開会社であって、その株式が渡されるというだけです。承継会社の株が直ちに市場に出てくるというわけではないですね。

川口委員 そうですね。

太田委員 今のところとちょっと関係するんですけども、6ページのところで川口先生からご指摘いただいた上場会社の第三者割当増資と「取得の勧誘」との関係という論点は非常に悩ましくて、実務ではだれも第三者割当増資の事前交渉の段階で届出を行っていないことは間違いないように思います。しかしながら、事務所の中では当然議論があって、有価証券の取得の勧誘に当たらないというクリーン・オピニオンは書けないのではないかと、という議論はいつもある。私もうろ覚えなんですけど、たしか神崎先生かどなたかが、理屈はともかく、そこは何とか勧誘に当たらないと解してよいのではないかとというようなことを書いていただいているので〔太田補注： 正確には、鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣、1984）122頁の誤り。同書122頁は、「発行者または売出人と引受人、および引受人間ないし引受人と売捌人との間の募集または売出しに関する予備的交渉ないし契約は、投資家保護のための規制を及ぼす必要性のないことから、『取得の申込の勧誘』、または『売付の申込』ないし『買付の勧誘』には該当しないと解釈すべきである。したがって、届出前において、右のような予備的交渉を適法にすることができるだけでなく、届出後その効力発生前においても適法に引受契約を締結することができる」とする。なお、神崎克郎『証券取引法〔新版〕』（青林書院、1987）198－199頁（神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『証券取引法』（青林書院、2006）219頁同旨）は、ガン・ジャンピングの問題に関しては、「届出を要する募集・売出が予定されている有価証券の発行者は、届出の前においても、証券取引法または証券取引所もしくは証券業協会の要請によって要

求される情報の開示のほか、従来、比較的定期的に行っていた営業報告書の送付等による情報の公開および通常行ってきた程度および頻度の商品またはサービスについての広告、宣伝を行うことができる。これに対して会社の事業内容、その商品またはサービスについての特別の発表または従来行ってきた程度もしくは頻度を超えた大がかりな広報活動は、有価証券の発行者が直接に行うと間接に行うとを問わず、勧誘行為に該当するものとして、募集・売出しの届出後においてのみ行うことができる。」と述べるにとどまる。）、みんな何となくそれに乗かって、でも、クリーン・オピニオンは書きたくないということでもいつも対応している訳です。しかしながら、これは「取得の勧誘」に当たらないという理屈はあり得るのかどうか、いつも難しいなと思っているのですが、この点、何か理屈はあり得るのでしょうか。

たしか神崎先生の議論は、私の記憶では、「届出の効力発生前の勧誘において、投資家との契約で、届出が効力を発生すれば、投資者が有価証券を取得または買付けることになることを約定することも適法に行うことができる」というものであったような気もするのですが、明確に覚えていないのです。

今の、上場会社についても少人数私募を設けるべきじゃないか云々という議論と多分関係すると思うのですが、私は、この上場会社による第三者割当増資とガン・ジャンピングの問題については、金融庁から今までこれについてお咎めがあったという記憶はないので、事実上、黙認状態なのではないかと思っているのですが……。

中村委員 それが課徴金を機に変わるというのが、実務界が怖く思っているところなんですよ。

太田委員 正面切って認めていただきたいなというところですが、いかがなものでしょうか（笑）。

どのような理屈をとったとしても、第三者割当増資が行われているとき、事前に当然割当価格その他の term についてはきっちりと合意がされて、その上で新株が発行されるわけで、目論見書や届出書が出される前に当事者が

交渉していないとはだれも思っていないわけで、何がしか理屈がつけばいいのではないかと思うのですが、この点、何かいい理屈があればご教示いただきたいと思います。

川口委員 確かに、この場合には、情報の非対称性とかセールスプレッシャーとかいう問題は生じないはずです。やはり、上場証券について少人数私募を認めないという立法を何とかするという方法が筋のように考えられますが……。あるいは、勧誘者でなくて取得者で定義を統一すればどうでしょうか。いっそのこと第1項有価証券も、取得者を基準に定義を再構築する。そうすると、第三者割当の場合にも、勧誘行為の段階では届出は要らないということになります。

黒沼委員 2項有価証券の取得者は、「所有することとなる場合」というのですから、取得予定者と解すべきなのではないでしょうか。実際にはまだ取得していないので。

谷口調整官 勧誘する前に届出書を出さないといけませんので、あくまで取得することとなる者の数が500になるかどうか判断をしないとイケないということになります。

松尾OBS 今回、いわゆる自己募集が業規制の対象にされていますので、「取得勧誘」の概念は、開示規制のみならず、業規制にも関わりが出てきます。株券の自己募集は「金融商品取引業」に含まれていません（金商法2条8項7号）ので、直接的に問題となるものではありませんが、観念的には論点となり得ます。個人的には、業規制の感覚でいうと、今、太田先生のご指摘のような行為は「取得勧誘」に当たる可能性が高いと思います。ただ、開示規制ではどのように考えるかということになりますと、悩ましい論点だと思います。

中村委員 ちょっと議論の整理だけなんですけれども、課徴金が課せられることになると、機械的な適用になってくるので、無届勧誘ということについてのリスクが非常に高まっていると思います。第三者割当増資については、販売圧力がないので、そもそもポリシー論として要らないんじゃないのかと

思います。届け出させる必要もありません。また、公衆縦覧型開示を要求することによって、他の市場参加者に対して情報提供するという趣旨のところは、臨時報告書によっても代替できるということを考えると、やはり課徴金が導入される前に、このあたりはきちんと整理したほうが、多分世の中の役には立つんだろうなと思います。

谷口調整官 かつて第三者割当は臨時報告書の提出事由だったと記憶しています。

中村委員 たしか昔は、募集と私募のほかに相対という概念があって、ただ、私募については一定の要件を満たしたもので、募集は、私募に該当しないものが募集というふうに定義が変えられた時点で、相対ないし第三者割当増資が募集に該当しないというところはなくなってしまったので、その時点で変わったんだと思います。

黒沼委員 上場された有価証券であれば、第三者割当で発行された有価証券がすぐに転売されて、多くの者の手に入り得るからという理由ですよね。

川口委員 少人数私募を認めないものと同じ理由だということですね。

黒沼委員 ええ。

中村委員 ただ、海外で発行しても還流制限がついていないとすれば、余り変わりはないかなとも思われます。

黒沼委員 私は個人的には、今のような転売されていくときに、何が問題で、どの段階で開示規制をかけるべきなのかということをきちんと整理すべきではないかと思っています。つまり、最初に第三者割当増資で取得する段階でかけるのか、それともむしろ転売の段階で、かける必要があればかければいい問題なのかなと思っています。

川口委員 ただ、最初に49人に発行して、それぞれ49人が49人ずつ勧誘していくと、かなりの数に届出なしに発行されてしまうという可能性もありますね。

中村委員 別な論点で先生のご意見を伺わせて頂きたいのですが、5ページの「物的分割の場合の開示義務」の途中で、人的分割の場合は現物配当がな

されるので、売出しに該当するということですが、必ず売出しという概念にとらえるべきかどうかというところでございまして、例えば株式の無償割当なんかのケースですと、それは勧誘の概念には入らない、募集には該当しないということになっているので、無償で交付することを考えると、必ずしも売出しという概念に入れなくてもいいのかなと思います。ただし、現物配当の場合に、株主に金銭分配請求権を与えるようなケースでは、金銭をとるか、それとも株式をとるかの選択権が出てしまうので、そういう場合は売出しにとらえざるを得ないのかなとは思われます。つまり、現物配当が売出しに必ず該当するかというのは、ちょっとよくわからないところです。

川口委員 無償で株式を渡す場合は、株式分割と同じですね。配当として株式を渡すということは、現金にかえて株を発行しているということで、有償と言えませんか。このあたりで違いが……。

神田会長 他の会社の株ですから。自分の会社の株なら無償ですが。他の会社の株を配当で配るのは有償でしょう……。

中村委員 と考えるのでしょうか。

神田会長 理屈は……。

中村委員 有償性のところのほか、もう1つは投資判断があるかないかという点があるように思われます。

パブコメ回答を拝見したときには、金融庁さんも、売出しに該当する場合がありますという留保付きの表現を使っていたようなんですが。

森本顧問 先ほど皆さん方が、問題点を出されて、結論についてはあえて詰めないことが妥当であるとされたようにも思われ、また、ピンぼけのような質問で申しわけないのですが、第三者割当は、集団投資スキームそれ自体の問題ではなく、株式募集の話ですね。

そして、第三者割当にもさまざまな類型があり、先ほどいわれたように、第三者割当をしてすぐに転売するというような場合は、いわば脱法的なことということもできますが、我々が思う第三者割当は、業務提携等の合理的な経営目的を達成するためのセットの一つとして理解されていると思います。

それが買収防衛ということかも知れません、ともかく経営政策というか業務目的のセットとして、第三者割当がなされるわけです。したがって、形式的な文言解釈になって恐縮ですが、有価証券の取得の申込みの勧誘という表現との関連で、先ほど太田さんがいわれた神崎先生のご見解を、そういう観点からもう少し整理すると、それなりの解決策が見いだされるのではないかと考えたのですが。要するに、売買契約単独ならまさにそうでしょうけれども、トータルな複雑な会社行為の一部としてそれがなされる場合には、これに入らないという解釈もできないわけではないし、第三者割当の中の、これまで会社法上想定した業務提携などと関連した第三者割当については、これに該当しないということは、十分に説得力を持つのではないのでしょうか。

そのような事例と 49 × 49 の議論を一緒にされると、どうかなということになります。したがって、実務の状況を知らずに無意味なことを申し上げているのかも知れませんが、少なくとも、場合分けをして問題を限定して議論されたほうがいいように思います。だからこそ金融庁の方は、黙認しているわけではない、関知しないというか存じないということになるのでしょうか。(笑)。

神田会長 私も一言感想を。

第三者の割当の問題は、私の基本的な発想は黒沼さんがおっしゃったことと共通点があるのですけれども、ただ、この世界はきれいに整理することはできないと思うのです。どうロジカルに線を引いたところできれいにはならないので、いろいろな整理の仕方があると思うのです。森本先生のアプローチも 1 つだと思います。

私が従来どう整理してきたかということをちょっと申させていただきますと、第三者割当は、基本のところは、その後、これは少人数私募がないのと同じことですけれども、一般に行く。そうだとすると、当初の割当の相手先は 1 人ですから、その者との関係では、一々届出書が出てから勧誘が開始して、取得させるまでに目論見書を渡せとか、そういうところの細かな手順は余り心配ないと思うのです。簡単にいうと、第三者割当が実現するまでに届

出書と目論見書が出ていればよい。実務的にいえばそういう話だと思うのです。

ただ、どこまで現行法のもとで解釈ができるかということで、この言葉でいえば、交渉は取得勧誘に当たらないかという形式論で始めると、当たるのではないかということにはなると思うのです。実質を見れば、第三者割当の場合はその割当の相手方との関係では余り心配ないけれども、とにかく届出書を出してくださいと。今の法体系でいうと、おっしゃるように、第三者割当を募集に整理し直して以来とにかく出さなければいけないので、それは最後の時点でもぎりぎりいえばいいという話ではないかと思うのです。それでもきれいに整理できることには必ずしもならないとは思いますが。

永井OBS 第三者割当は、歴史的には、継続的に保有することを目的とする人が取得することが通常であったのですが、最近マーケット・インパクトを発行時点でなくすために第三者割当を利用する例など目的が多様化しています。むしろ転売するために第三者割当が利用される場合もありますので問題が非常に複雑になっています。第三者割当の目的によっては何らかの制約を課す必要も議論が必要になるのかと思われます。

前田副会長 川口先生は、金融商品取引法違反の行為が会社法上の行為の効力にどう結びつくのかという問題も提示してくださいました。川口先生がおっしゃった、会社法上の組織再編成の効力発生日前までに金融商品取引法上の届出の効力が発生していない場合と、開示書類の虚偽記載があった場合とは、会社法上の効力という点では同じ問題のようにも思われるのですけれども、これはまた別の考慮が必要になるのでしょうか。要するに、金融商品取引法上、適法な開示がされていないということですね。

川口委員 その点では同じなのかもしれませんが、届出の場合は、発行がたまたまおくられているということであれば、それがうまくいけば別にあとは問題ないのに対して、虚偽記載の場合は、それは治癒できない大きな問題であるという違いはあるのかもしれませんが。

前田副会長 伝統的には、恐らく会社法上の効力には影響はないという考え

方が多数説ではないかと思うのですけれども。

川口委員 最近は委任状勧誘の規制違反について、会社法上の効力にも影響するという学説が多いのではないのでしょうか。

森本顧問 それについても、298条2項で、全部勧誘の場合に参考書類・議決権行使書制度が適用除外されます。したがって、参考書類・議決権行使書制度を採用せず、委任状勧誘だけの場合は、当然に、会社法上の効力に影響してきます。しかし、書面投票制度採用会社においては、すべての株主に、参考書類・書面投票用紙が送付されているのですから、委任状勧誘に少々問題があっても、株主総会決議の小売り欲には影響しないということが出来ます。二つのことは法状況が明確に異なるのであって、区別して議論すべきでしょう。

藤田委員 第三者が委任状勧誘したときに、会社と無関係の者が手続違反した場合に総会が取り消されるのかという問題にもつながります。会社がすべての株主を対象とする勧誘は、会社法の条文上もそういうタイプの委任状勧誘をしていれば書面投票を採用しなくてよろしいという形で明文で規律されているため、委任状勧誘と書面投票が会社法上は等価物になっていて、規則に従っていない委任状の勧誘をやれば、会社法上も書面投票の規制に違反していることになるのです。

だから、会社法の側で明確にリンケージが図られているのに対して、それが全くないというのが形式的な違いとしてあることと、実質論として、自分のコントロールできない話で総会取消事由が無限定に広がっていいか——総会の取り消しというのは、会社に帰責事由があることが必ずしも要件ではないかもしれませんが——、というのがあると思います。

黒沼委員 ただ、無届けで、つまり発行者が出してくれないから、そのまま強行したという場合には、罰則もかかっているわけですね。

藤田委員 総会決議取消事由のうちの著しく不公正な招集手続による取り消しはあり得ると思うのですけれども、手続が法令違反だから当然取り消しとなるかという、ちょっと違うのではないのでしょうか。

前田副会長 会社法 831 条 1 項 1 号の「法令」の意義については、従来、余り深くは論じられてこなかったと思うのですが、これは会社法であると考えてよろしいのでしょうか。先ほど森本先生がおっしゃったように、委任状勧誘制度を会社法の書面投票制度の代替物として使うようなときは、まさしく会社法上の手続に違反するということで、決議方法の法令違反に即リンクできると思うのですが、そうでなく、単なる金融商品取引法違反の場合は、ここの法令違反にはならないと考えてよろしいのでしょうか。

神田会長 それなら「決議の方法がこの法律に違反する場合」と書くべきでしょうね。

森本顧問 改正前商法 266 条 1 項 5 号のような法令一般ではなく、招集手続と決議方法が法令に違反しているということですね、したがって、金商法上の手続が招集手続に該当するかどうか、むしろそこが問題なのでしょう。それを拡大すると、神田さんがおっしゃったように入ることになるけれども、「これは、招集手続ではない」というのが伝統的な考え方であったのでしょうか。前後しますが、議決権行使書制度採用前においてですが、特に龍田先生などは、当時の、つまり昭和 40 年代の委任状勧誘規則違反も決議取消事由に該当するとおっしゃっていたのではないのでしょうか。それに対して、通説は否定的であったのですが。だから、広い狭いはあるだろうけれども、少なくとも委任状勧誘規則とこの問題はコンテキストが違うという前提で議論する必要があるというのが、共通認識ではないかと思います。その法令をどう解するかについてはいろいろと考えがおりだと思います。

黒沼委員 決議取消事由を介した組織再編行為の効力の問題のほかに、直接金商法違反の効力自体が問題になり得るのではないかと思います。有価証券の募集については、下級審裁判例は、効力発生前の売り付けであっても、それは取締法規違反にすぎないから、有価証券の取得の効力には関係がないといっていますが、学説では、例えば全く無届けでやった場合には、むしろ取得契約自体が無効だと考える説もあると思うのです。もしそれと同じように考えたら、決議の取消原因を介さずに、直接、組織再編行為による株式取

得の効力が問題になる余地はあるような気がします。それが妥当かどうかはいろいろ議論があると思います。

神田会長 会社法と金商法の関係は冒頭で議論された点ですが、私の感想は、松尾さんがおっしゃったことと若干重複するかもしれませんが、会社法がある範囲を定めていて、金商法がまたある範囲を定めているときに、会社法のほうでおりることはやりやすいと思うのです。通常そちらのほうが実際です。ところが、今までの歴史をいうと、会社法をつくったときには既に同旨の規定というか、当時は証券取引法の規定があったから会社法でおりたのです。今回の事項は金商法で入れた。その次に会社法のほうでおりてくれればいいですが、その連携がとられていないから残っている。簡単にいうと、そういうことだと思うのです。ただ、金商法のほうでおりるわけにはいかない。なぜかという、それは立法政策としては別の考え方があるかもしれませんが、今回は入れようということで入れているわけですから、おりるとしたら会社法だという3ページの話でしょうね。

そこで、例えば今議論されているようなものも、4ページの一番下にあるように、ガイドラインで「会社法上の効力を発生させてはならないものとして取り扱う」。しかし、組織再編の効力自体がどうかという話と、それによって取得した株式が、今、黒沼さんがおっしゃったように有効か無効か、通常、両方イコールになる場合が多いと思うのですけれども、そういうことが問題になってくる。こういう場合には、私の感覚では、法制的に可能かどうかを知らないのですけれども、ガイドラインでいうのではなくて、金商法に書くべきだと思うのです。つまり、「届出の効力が発生していない間は、会社法上は効力を生じない」と。それが親切というものではないでしょうか。

川口委員 というのは金融庁が法案に書けるかというお話ですね。(笑)

神田会長 金商法上。それが親切というものじゃないですかね。

森本顧問 調子に乗ってもう1ついわせていただくと、その前提として、決議が成立して例えば登記が必要な場合、登記後に無効というのはいくらでもあり得るから、インジャクションなども採用して合理的に対処するのが本来の筋だ

と思いますが、それは難しい事情もあるのでということなののでしょうか。閣下なら、事務次官会議で調整すれば済む話だとは思いますが、会社法と金融商品取引法の枠組みの違いというので、なかなかそこまで行けないということなのでしょうね。理論上できないわけではないように思うのです。私も4ページの一番下の日本語はよくわからないと思いました。苦渋の表現だろうなどお察しはします。こうしておけば上場会社については大丈夫なのでしょう。

松尾OBS ご指摘のとおり、これはガイドラインにすぎません。法律ではございませんので、川口先生の解釈のとおりだと思います。会社法上の効力は会社法上で判断されるということだと思います。

森本顧問 難しいですね。

谷口調整官 基本的には会社法上の手続を邪魔しないように制度を組み立てたということです。金商法上の届出の効力発生をいつにするかというところで、法律上、原則15日とるということになっていますが、有価証券の発行・交付がいつになるかというのは、会社法上の手続もあり、ケース・バイ・ケースでしょうからよくわからないということで、金商法上の届出の効力は翌日に発生させることができるということにしたものです。ガイドラインの15-1は、会社法上の効力を発生させる前に金商法上の効力を発生させておいてくださいよという注意喚起の意味を含めています。

太田委員 先ほどの話に戻るのですけれども、スピン・オフの場合、つまり人的分割の場合に、私も川口先生と同じように、現物配当を使った場合には、金銭分配請求権を株主に与えるか否かを問わず、全部売出しなのだろうと思うのですけれども、ロジック的には、それは実質的に有償だから売出しということなのか、そうでないのか。一体どういうところで線を引いているのでしょうか。

私のこの問題意識の背景にあるのは、組織再編とは全然違う話ですが、企業開示ガイドラインの2-3には「新株予約権の無償割当てについては、新株予約権の取得の勧誘に該当することに留意する」と書いてあって、「新株

予約権の無償割当が何で取得の勧誘に該当するか」と金融庁に相当文句をいったのですけれども、はねつけられて、最後にこの部分はガイドラインが出て決着したという経緯があります。これは多分内部で相当いろいろご議論されてガイドラインとして出されているはずなので、何らかの理由があるだろうと思うのです。そこと若干関係もするのですが、無償か有償かというところで売出しに該当するか否かの線を引くのか、それとも、それとは違ったところで線引きをして結果的にこれを売出しに該当することにするのか。その線引きに関するロジックはどのように考えればよろしいでしょうか。

谷口調整官 このガイドラインは、新株予約権を後で行使して株式に変えることを念頭に置いています。新株予約権を無償で割り当てれば取得勧誘に該当しないということとすると、開示義務の潜脱を目的として、新株予約権を無償で交付し、予約権を行使し行使価格を払い込んで株を取得することを防ぐ意味合いをもっています。

神田会長 私は金融庁がどういう議論をしたか全然知らないのですけれども、私の好きなトピックの1つなので、一言だけ。

仮に会社法が行使価格はゼロ円でいいということだったら、有償、無償というのは要らないと思うのです。ですから、有償、無償が決め手ではなくて、無償のものは資金調達がないわけですから金商法は適用されないわけです。しかし、予約権の場合はその時点で入れておくということは、将来1円は払い込まれます。将来、有償の普通株の発行が起きる。だから、新株予約権の内容次第ですけれども、今のうちにということなのです。新株の無償割当だったら資金調達性がないからいいわけです。

太田委員 実務でこれが問題になっているのは取得条項付予約権の場合です。取得条項付予約権を出して取得条項を発動してその対価として株式を交付すると、結果的に行使価格の払込みがなくて、ゼロ円で株式が出ていく場合があるわけで、そのような場合には何ら株主の側で払い込みはなされない訳ですので、何故「取得の勧誘」に該当するのかという議論を金融庁とやったのですけれども、そのとき金融庁からは「だめなものはだめ」といわれて、

理屈がよくわからなかったのです。我々の内部での整理としては、そうはいつでも、普通、買収防衛の場合に用いられている新株予約権は、取得条項がついているのみならず、行使条件も一応設定されているので、行使価格の1円が払い込まれる可能性が抽象的にはあるということが金融庁における理屈なのかなと思っていたのです。発行価格をゼロ円とした上で行使価格をゼロ円と設計することはできないと思うので、それは一つの理屈ではあるように思います。しかしながら、純粹に取得条項を発動することしか考えていない場合にも、新株予約権についての「取得の勧誘」に該当するといって規制する必要が本当にあるのかという気がしなくはないところです。

神田会長 実務論をいうと、およそ行使できないような条件にするとかいろいろあり得ると思いますので、そこは線引きの問題であるのですけれども。

太田委員 スピン・オフの場合には、これは全部売出しに該当するという整理でいいのでしょうか。

川口委員 勧誘行為があるかないかという話ですね。

太田委員 はい。

川口委員 現物配当として渡す場合は勧誘はないという理屈もあり得ると思いますね。

太田委員 というように考えることも十分できる気はします。ただ、我々が内部で売出しに該当するであろうなと思っているのは、正に先ほど中村先生がご指摘されたとおり、金融庁が「売出しに当たり得る」とパブコメで回答しているからです。金融庁は、「当たり得る」としている訳ですが、勧誘の有無でそこを決めているのだとすれば、勧誘はあるかないかのどちらかなので、現物配当として株主に分配する場合には多分勧誘に該当するということとで、結論的には「常に」売出しに該当するということになるのではないかと。たとえ売出しに当たらない場合があるとしても、それは勧誘に当たらないから、というロジックでは恐らくないのではないかと。何か別のロジックを持ってこられるような場合ではないかと。そうであるとすると、中村先生がいわれたように、売出しに該当しない場合があるとすれば、無償で交付されるから

その点で更に限定されて売出しに該当しないということになるのではないか。そのような解釈はあり得るだろうと思うのですが、金融庁の解釈としては、恐らく、基本的には勧誘があるので売出しに該当すると思っているのであろうなと感じています。

中村委員 投資判断を迫られる事態になっているかどうかを勧誘と考えれば、無償でただ単に渡しているだけであれば勧誘はないという整理も一応は可能だろうと思われます。ただ、他社のものであれば無償ではないとさっき神田先生からご指摘がありましたが、そういう考え方に立つと、今私が申し上げたような整理はちょっとしにくくなってくるかもしれないと思います。

黒沼委員 会社法上は、現物配当のときには必ず金銭分配請求権を与えることになっていますよね。

中村委員 特別決議がある場合には……。

太田委員 特別決議があれば金銭分配請求権は外せるので、その場合はどうするのでしょうか。

黒沼委員 なるほど。金銭分配請求権がついているときは「金銭にしますか、現物にしますか」と聞いているわけですから、勧誘があると考えられるし、特別決議で外すときは、その特別決議のときに「どうしますか」と聞いているから、その段階で勧誘があるといえますよね。

中村委員 それは一般の合併でも場合でも同じ話ではないでしょうか。

黒沼委員 いや、私は基本的にはそのように思っています。

中村委員 わかりました。他方、金銭分配請求権を与えた場合には、勧誘になり得るのは仕方がないのかなと私も思います。

川口委員 おそらく、一般にはそういう理屈だと思います。

神作委員 川口先生のご報告の最後の論点である「有価証券表示権利」について、事業型ファンドについても公衆縦覧型の開示規制をかけるべきではないかというご趣旨であるように伺いました。このところは金商法全体の構造にもかかわってきて、金商法の考え方は、集団投資スキームに包括的に広く網をかけるとともに開示規制は柔軟化する、そのように「有価証券」概念

や開示規制を柔構造化するという基本的な考え方のもとで集団投資スキーム持分については原則として公衆縦覧型の開示規制は適用しないこととし、有価証券表示権利についてのみ例外的にそれを適用するというルールが導入されたのだと思います。川口先生のお考えでは、第2項に入れられた以上、将来的にはまた第1項と統合し、公衆縦覧型の開示規制を適用すべきだということお考えなのでしょうか。私は、厳格なタイプの集団的投資スキームと、そうではなくて緩やかなタイプのもの、両方あるのがいいのではないかと考えていたのですが、そのところのご感触を教えていただければ幸いです。

川口委員 私の説明の仕方が悪かったのかもしれませんが、事業ファンドを開示対象にせよと言い切っているわけではありませんで、有価証券投資事業権利等との比較で規制がアンバランスなのではないかということだったのです。すなわち、特定有価証券として位置づけ、開示を要求する趣旨が、投資法人とか投資信託と変わらないとすれば、事業ファンドも開示対象になるのではないかということですね。そこでのバランスがとれていないのではないかという意見だったのです。

松尾OBS 考え方としては、物事を考えるときは何が原則かということにあります。集団投資スキームの場合はそもそも3条で原則は適用除外です。これはあくまで例外であります。例外である以上は限定的なものであるということから、対象を限定しているという発想です。今のご指摘はもちろん立法論や政策論としてはあり得ると思うのですが、そのご指摘をとるのであれば、そもそも3条で集団投資スキーム持分を原則として適用除外にするのがおかしいというご意見だと思います。

川口委員 投資型ファンドについてだけ例外を設けたことについては、いろいろ批判があるようなんですが。

松尾OBS 企業開示課としては、これはなかなかの決断だったと思うのです。ただ、私のような市場課の人間からすると、いろいろな金融商品・取引についてどういう規制体系にするかというのは、投資者保護や市場の公正性・

透明性確保の観点から、いろいろな手法があります。特に集団投資スキームにつきましては新たに規制対象に入れたものですから、それに伴って第2項有価証券が大変広くなり、それでは開示規制はどうするかが論点になったわけです。規制の手法としては、開示規制以外にも業規制の一環としての行為規制、つまり投資者への直接開示もあるわけですから、まさに神作先生がおっしゃったとおり、一たん有価証券であれば、何でもかんでも公衆縦覧型開示にする必要は必ずしもないでしょうという考え方から、こういう規制にしたのだと思います。

私が隣の企業開示課を見ていて何となく思ったのは、有価証券であれば原則公衆縦覧型開示だというのが伝統的な開示の発想だったと思うのですけれども、市場課的にはこれはそういう発想はないわけです。その商品についてどういう規制体系が最もバランスのとれた体系になるかという考え方から、仕組みをまさに「柔構造化」しているわけです。もちろん、そこはご意見がいろいろあると思います。

谷口調整官 まあそうなんです。(笑) 今回、流動性という切り口に着目して整理することにしました。2項有価証券のほうは券面がないということで流動性は極めて低い。流動性の低いものについて公衆縦覧型の開示規制をかけるかといったときに、そこまでは必要ないのではないか。一方、業規制による直接型の情報提供がなされるということです。開示規制の適用除外にはしたわけです。

ただ、なぜ投資型ファンドだけが開示規制の対象かということになるのですが、確かにファンドの持分については流動性が低くて、その所有者に対して情報開示する必要は余りないかもしれませんが、有価証券の投資規模が大きいということであれば、その先の他の投資者に対しても情報提供すべきではないかという議論もあって、それでこういう結果になりました。

前田副会長 今回、組織再編成に関して発行開示規制が設けられましたが、発行開示の規制がかかるのは、発行開示だから当然といえば当然なのですが、組織再編対価が有価証券のときだけです。しかし、例えば吸収合

併の消滅会社株主の立場からしてみると、合併議案を承認するかどうかの判断、それが実質的な投資判断となるわけですが、そのときに対価が存続会社の株式等なのか、現金なのかということで与えられる情報が相当に違う。それは実質的に考えればバランスを失しているという議論もありうると思うのですけれども、有価証券を取得しないのだから、これは当然だということなのではないでしょうか。

川口委員 少なくとも金融商品取引法の世界では関係ない。情報不足であれば、それは、会社法でやってくださいという話ではないでしょうか。

前田副会長 たとえば吸収合併の消滅会社の株主からしてみれば、存続会社株式等の取得の申込みの勧誘を受けるのにかなり近い立場にあるという側面はあると思うのですけれども、それとともに、従来持っていた消滅会社株式の売付けの申込みの勧誘を受けるという側面もあると思うのです。そちらに注目すれば、対価が何であれ、一定の情報を与えなさいということになるかと思うのですけれども、今回の発行開示規制は恐らく、とにかく有価証券の取得の申込みの勧誘を受けるのに近い立場にあるという発想で規制が組み立てられているということなのではないでしょうか。

神田会長 そこは会社法の世界のように私は思うのですけれどもね。おっしゃるような発想は、株主の保護ということで。

藤田委員 アメリカの証取法で、形式主義でけしからぬといって規制が入ったということですが、アメリカの場合、州法では開示規制がないので、日本という会社法的な開示規制が連邦法に証券法の形で入っているということはいくつもあります。もしそういう整理なのだとすれば、今、前田先生がいわれたような方向で会社法が徹底すれば、金商法は消えるという世界なのかもしれないですね。報告でアメリカ法上の規制について、触れられたのですけれども、アメリカのはどういう性格の規制と理解されているのか。日本の金商法を考えるときのベンチマークになるような種類の立法だったのでしょいか。それとも、今の前田先生のような方向が、アメリカの法体系の中でたまたまそういう形であらわれたと理解すればよいのでしょうか。

川口委員 確かに、アメリカとは事情が異なることは確かですね。会社法について、各州はまちまちですので。

藤田委員 州法は開示規制がありませんので、ほとんど会社法になる。

川口委員 ええ。そこを連邦法である証券諸法が補っているという側面が非常に強いのではないかと思います。

前田副会長 それでは時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。川口先生、どうもありがとうございました。

次回は、5月21日水曜日の午後2時より、戸田先生から開示制度の後半部分に関連するテーマでご報告いただく予定になっております。

本日はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

「開示制度（Ⅰ）」（金融商品取引法研究会（2008/03/19））

同志社大学 川口恭弘

1 組織再編成にかかる開示制度

(1) 開示制度の概要

「企業内容等開示ガイドライン」(2-4④)(証券取引法時代)

「『合併、株式交換または株式移転により株式を発行する場合』は、『有価証券の募集』とはならないことに留意する。」

→組織再編成の際に、有価証券届出書の提出による開示は不要

金融商品取引法＝一定の場合、情報開示が必要に

立案担当者の説明(谷口＝峯岸・商事法務 1811 号 33 頁)

「①組織再編成に関する情報は投資者にとって重要な投資情報であると考えられ、②会社法において組織再編成における対価の柔軟化が認められ(いわゆる三角合併が可能となり)、たとえば、合併において、開示会社であった消滅会社の株主に対し、存続会社以外の非開示会社の株券が対価として交付される場合、従来の取扱いでは、対価として交付される株券の発行会社は存続会社でないために開示義務を承継せず、当該消滅会社の株主は対価として交付された株券の発行会社に関する情報等を入手することができないこととなるため、組織再編成の対価として交付される有価証券の発行者に当該有価証券やその発行会社に関する情報の開示を義務づけることにしたものである。」

(立法趣旨)

- ① 組織再編成時の投資判断の材料の提供(「発行開示」)
- ② 組織再編開示後の情報提供の継続(「継続開示」)

(開示の対象となる取引)

・「組織再編成」(「合併」、「会社分割」、「株式交換」、「株式移転」)(金商法2条の2第1項、金商令2条)

* 「組織再編成対象会社」＝「吸収合併消滅会社」「新設合併消滅会社」「吸収分割会社」「新設分割会社」「株式交換完全子会社」「株式移転完全子会社」

* 規制対象となる有価証券＝株券、新株予約権証券、新株予約権付社債券等
(金商法2条の2第4項1号、金商令2条の3)

↓

・「組織再編成発行手続き」＝「新たに有価証券が発行される場合の手続き」

・「組織再編成交付手続き」＝「既に発行された有価証券が交付される手続き」
＝会社法上の「事前備置書類」(会社法 782 条 1 項・803 条 1 項)の備置き

↓

・「特定組織再編成手続き」

第1項有価証券＝組織再編成対象会社株主等が「多数の者」(50 名以上)である場合等
(金商法2条の2第4項1号・2号、金商令2条の4)

第2項有価証券＝組織再編成対象会社株主等が「相当程度多数の者」(500 名以上)である場合
(金商法2条の2第4項3号、金商令2条の5)

・「特定組織再編成交付手続き」

第1項有価証券＝組織再編成対象会社株主等が「多数の者」(50 名以上)である場合
(金商法2条の2第5項1号、金商令2条の6)

第2項有価証券＝組織再編成対象会社株主等が「相当程度多数の者」(500名以上)である場合
(金商法2条の2第5項2号、金商令2条の7)

「募集」>「特定組織再編成発行手続き」
「売出し」>「特定組織再編成交付手続き」

↓

届出義務(金商法4条1項)

↑

組織再編成対象会社が発行者である証券＝「開示が行われている場合」

組織再編成に伴い発行・交付される証券＝「開示が行われてない場合」

(金商法4条1項2号イロ)

- * 複数の上場会社が、新設合併や株式移転などで新たな会社を設立する場合
→当該会社が発行する証券は、「開示が行われている」場合に該当しない
＝有価証券届出書の提出が必要

(2) 開示の意義

(アメリカの議論)

1933年証券法5条＝「証券」(securities)の「売付け」(sale)等を行う場合に届出が必要

SECの見解

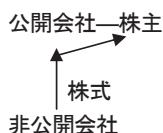
「ノー・セール理論」

組織再編(reorganization or recapitalization)計画において発行・交付される証券
＝「売付け」は存在せず→届出の義務はない

学界から「許容しがたい形式主義」と批判

株主への情報開示が不十分(委任状勧誘がない場合、組織再編成に株主総会決議を要しない州の場合、
情報開示がなされない)

「ノー・セール理論」の悪用＝スピン・オフ



SECの方針転換(1972年)

規則415の制定(届出を要求)

登録届出書の様式(「S—4様式」)

* スピン・オフ取引の適用除外要件を明確化(1997年)(SEC Staff Legal Bulletin No.4(Sept.16,1997))

- ・親会社の株主がスピン・オフされた株式に関して対価を支払っていないこと
- ・親会社の株主に当該株式が比例配分方式でスピン・オフされたこと
- ・親会社はその株主および流通市場双方に十分な情報を提供していること
- ・スピン・オフ取引に関して親会社は正当な業務目的を有していること
- ・規則144において制限を受ける株式を親会社がスピン・オフする場合は、当該証券を1年間は保有する

こと

(わが国の議論)

- ・「株主総会の議決権行使の勧誘」が「有価証券の取得の勧誘」と言えるか？
- ・会社法上の開示制度では株主等の保護を図ることができないのか？

(開示内容)

「間接開示」

- ① 会社法＝「事前開示書類」の備置き
- ② 金融商品取引法＝「有価証券届出書」の提出＋「公衆縦覧」

「直接開示」

- ③ 会社法＝「株主総会参考書類」の交付
- ④ 金融商品取引法＝「目論見書」の交付(組織再編成の場合は不要)

開示義務者

会社法＝組織再編成の当事会社
金融商品取引法＝証券の発行会社

(株式移転による持株会社設立(三越＋伊勢丹→三越伊勢丹ホールディングズ))

- ①「事前開示書類」の記載事項(会社法 803 条 1 項、会社法施行規則 206 条)

- ・「株式移転計画」の内容
- ・「その他法務省令で定める事項」

↓

- ・「株式移転計画」の記載事項(株主に交付する株式移転設立親会社の株式の数・その算定方法、親会社の資本金・準備金に関する事項、株式の割当に関する事項等)についての「相当性に関する事項」

- ・「他の株式移転完全子会社についての情報」(最終事業年度にかかる計算書類等の内容、最終事業年度の末日後の日を臨時決算日とする臨時計算書類等があるときは、当該臨時計算書類等の内容、最終事業年度の末日後に重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象が生じたときは、その内容)
- ・「株式移転完全子会社についての情報」(最終事業年度の末日後に重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象が生じたときは、その内容、最終事業年度がないときは、子会社の成立日の貸借対照表)
- ・「株式移転設立完全親会社の債務の履行の見込みに関する事項」(株式移転について異議を述べることができる債権者がいたとき)
- ・上記の事項について変更が生じたときは、変更後の当該事項

- ③「株主総会参考書類」の記載事項(会社法 301 条 1 項、会社法施行規則 91 条)

- ・株式移転を行う理由
- ・「株式移転計画」の内容の「概要」
- ・①の書面記載事項の内容の「概要」(債務履行の見込みなどは除かれる)
- ・親会社の取締役・会計参与・監査役・会計監査人となる者についての情報

②「有価証券届出書」の記載事項

(内国会社「第2号の6様式」・「第2号の7様式」(開示府令8条1項3号・2項2号)。

- ・組織再編成の概要、目的等
- ・組織再編成当事会社の概要
- ・組織再編成の契約の内容、割当の内容およびその算定根拠(「株式移転計画」の内容、株式移転比率およびその算定根拠)
- ・組織再編成に関する手続き
- ・統合財務情報(組織再編成後の主要な経営指標等)
- ・組織再編成対象会社の情報

* 合併対価の柔軟化に伴う開示

金融商品取引法＝発行者による開示(企業情報の開示)

組織再編当事会社が別の会社である場合は、当該会社の情報も開示

(「第2号の6」様式・記載上の注意(2))

会社法＝組織再編成当事会社による開示

発行者(存続会社以外の法人等)についての開示(会社法施行規則 182 条 4 項 2 号)

発行開示により株主等を保護する必要性は低い←会社法関連の規定の充実

継続開示の「継続」

開示会社→開示会社

届出(発行開示)→継続開示義務の発生(金商法 24 条 1 項 3 号)

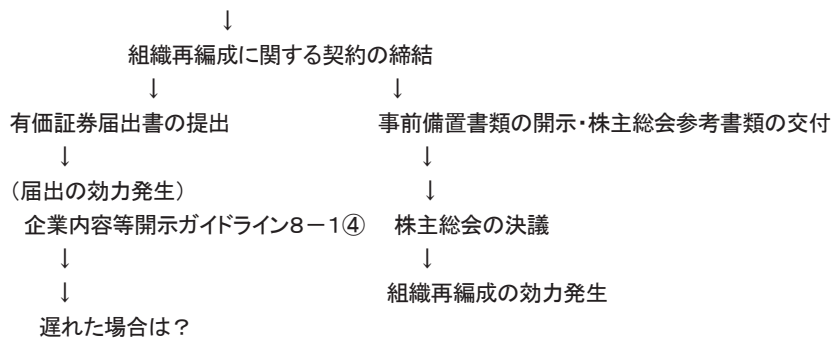
・株式買取請求権の付与で株主等の保護は不十分か？

・外形基準(金商法 24 条1項4号)の活用で、継続開示義務のみを課する立法は？

(3)組織再編成の効力発生日と届出の効力発生日

(スケジュール)

組織再編成を行う旨の決定(取締役会等)→適時開示・臨時報告書の提出



企業内容等開示ガイドライン15-1

「法 15 条1項の適用に関し、金融商品取引法上の届出の効力が発生していない場合には、組織再編成手続きにかかる会社法上の効力を発生させてはならないものとして扱うこととする。」

↓
意味？

「会社法上の組織再編成の効力発生日前までに金融商品取引法上の届出の効力が発生していなければ、同法違反となる」(峯岸・商事法務 1819 号 18 頁)

・会社法上の効力は？

(4) 開示書類の虚偽記載

会社法上要求される開示書類に虚偽記載→株主総会の決議取消し
金融商品取引法上要求される開示書類に虚偽記載→？

会社法 831 条 1 項 1 号

- ・「法令」に含まれるか？
- ・「著しく不公正な」手続きと言えるか？

* 委任状勧誘府令に違反した場合の会社法上の効果

(5) 物的分割の場合の開示義務

物的分割のみの場合に開示は必要か？

政令では分割会社に区別を設けていない(金商令 2 条の 2)→開示義務が発生
物的分割会社の立場＝私募証券の引受けに相当

(政令案に対するパブリック・コメント)

「『承継会社等』の株券等が『分割会社』のみに割り当てられる場合であっても、当該会社分割により発行・交付される有価証券の発行者(承継会社等)が『分割会社』の連結決算の対象となるとは限らず、これらの会社について『分割会社』の株主や市場等に提供されるべき情報が開示されないおそれがあると考えます。」

・少人数私募規制とのバランス？

・物的分割において、分割会社の株主は投資判断に直面しているか？

「人的分割」(分割会社が発行・交付を受けた承継会社の株式を、現物配当として分割会社の株主に交付する場合)＋「分割会社＝開示会社、承継会社＝非開示会社」

↓

未開示の有価証券の「売出し」＝有価証券届出書の提出が必要

* 人的分割＝目論見書の作成や交付が必要

人的分割を当初から予定している場合＝吸収分割契約・新設分割計画にその旨を記載

(会社法 758 条 8 号・760 条 7 号・763 条 12 号・765 条 1 項 8 号)

↓

株主総会での決議(会社法上の情報開示)

2 集団投資スキーム持分等の開示制度

(1)「募集」「売出し」の定義

「募集」

「第1項有価証券」=有価証券の取得の申込の勧誘(取得勧誘)のうち、「多数の者」(50 名以上)を相手方として行う場合等(金商法2条3項1号・2号、金商令1条の5)

→証券取引法時代と同様

「第2項有価証券」=その取得勧誘に応じることにより「相当程度多数の者」(500 名以上)が当該取得勧誘にかかる有価証券を所有することとなる場合(金商法2条3項3号、金商令1条の7の2)

→金融商品取引法によって新設

=集団投資スキームの組成を阻害しないため

500 名基準

=有価証券報告書提出義務要件の「外形基準」を参考

「売出し」

「募集」とほぼ同様の定義(金商法2条4項)

500 名基準

「発行開示が要求される理由=継続開示が要求される理由」?

「勧誘対象者」基準 vs「取得者」基準

情報の非対称性、セールス・プレッシャーの発生

→「第2項有価証券」には発生しないか?

・プロ(適格機関投資家等)を勧誘人数の算定基準から外す立法?

・ファンド組成段階の勧誘行為を「取得勧誘」から除外する立法?

* 第三者割当の交渉は「取得勧誘」か?

(2)有価証券表示権利

集団投資スキーム持分<「有価証券」(金商法2条2項5号)

↓

自己募集=第二種金融商品取引行業(金商法 28 条2項・2条8項7号へ)

↓

金融商品取引業の登録義務(金商法 29 条)

↓

業者規制(行為規制)(事前書面交付義務(金商法 37 条の3)等)

書面の届出義務(金商法 37 条の3第3項)

公衆縦覧型の開示義務を免除(金商法3条)

事業型ファンド

例外

投資型ファンド(主として有価証券に対する投資を事業とするもの)

→出資額の100分の50を超える額を有価証券に投資する事業についての権利(金商令2条の9)

立案担当者の解説(谷口＝野村・商事法務1773号43頁)

「主として有価証券に対する投資を事業とする集団投資スキーム権利等についての情報は、その集団投資スキーム等への直接の投資者はもとより、証券市場における他の投資者の投資判断にとっても重要な情報であることから、その投資運用の状況等の情報について定期的に開示させる必要性が高いと考えられる。」

・公衆縦覧型の開示規制の目的に合致するか？

・5%ルールとの違い？

有価証券投資事業権利等<「特定有価証券」(資産金融型証券)(金商法5条1項、金商令2条の13第7号)

→投資法人証券・投資信託証券・資産流動化証券等と同質

＝有価証券に投資するもの以外も開示対象

・事業ファンドが開示対象とならないのは？

「投資事業有限責任組合契約にもとづく権利」等

→証券取引法時代から、開示規制の対象

以上

配布資料

資料 1 (株) 三越 適時開示資料

① 「(株) 伊勢丹と(株) 三越との共同持株会社設立による経営統合に関するお知らせ」
(2007. 8. 23)

② 「株式移転計画の作成及び経営統合の方向性と推進体制に関するお知らせ」
(2007. 10. 4)

③ 「(株) 三越伊勢丹ホールディングスの組織、役員体制について」 (2008. 2. 21)

資料 2 (株) 三越 「臨時報告書 (経営統合の決定)」 (2007. 8. 23)

資料 3 (株) 三越伊勢丹ホールディングス 「有価証券届出書」 (2007. 10. 31)

資料 4 (株) 三越 「臨時株主総会召集ご通知」 (2007. 10. 26)

資料 5 1933 年証券法「Securities Act of 1933」 (抜粋) 49

資料 6 SEC 規則

① 規則 145 (原文) 「Rule 145-Reclassification of Securities,
Mergers, Consolidations and Acquisitions of Assets」 57

② 規則 145 (和訳) 『外国証券関係法令集 アメリカⅡ』
(財) 日本証券経済研究所編 (抜粋)

③ 「FORM S-4」 (様式) 「Registration Statement Under the Securities
Act of 1933」

④ 「FORM S-4」 (シティ・グループ)

資料 7 (株) ジャフコ 「半期報告書 (内国有価証券投資事業権利等)」 (2007. 10. 23)

資料 8 立案担当者の解説 60

① 「企業内容等開示制度の整備」 商事法務 No. 1773 (2006. 7. 25)

② 「開示制度に係る政令・内閣府令等の概要 (下)」 商事法務 No. 1811 (2007. 9. 25)

(注) 配布資料のうち、資料 5、資料 6－①、資料 8－①及び資料 8－②を以下に掲載。
他の資料については、掲載を省略。

SEC. 2A. [77b-1] SWAP AGREEMENTS.

(a) **NON-SECURITY-BASED SWAP AGREEMENTS.**—The definition of “security” in section 2(a)(1) of this title does not include any non-security-based swap agreement (as defined in section 206C of the Gramm-Leach-Bliley Act).

(b) **SECURITY-BASED SWAP AGREEMENTS.**—

(1) The definition of “security” in section 2(a)(1) of this title does not include any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act).

(2) The Commission is prohibited from registering, or requiring, recommending, or suggesting, the registration under this title of any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act). If the Commission becomes aware that a registrant has filed a registration statement with respect to such a swap agreement, the Commission shall promptly so notify the registrant. Any such registration statement with respect to such a swap agreement shall be void and of no force or effect.

(3) The Commission is prohibited from—

(A) promulgating, interpreting, or enforcing rules; or

(B) issuing orders of general applicability;

under this title in a manner that imposes or specifies reporting or recordkeeping requirements, procedures, or standards as prophylactic measures against fraud, manipulation, or insider trading with respect to any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act).

(4) References in this title to the “purchase” or “sale” of a security-based swap agreement shall be deemed to mean the execution, termination (prior to its scheduled maturity date), assignment, exchange, or similar transfer or conveyance of, or extinguishing of rights or obligations under, a security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), as the context may require.

EXEMPTED SECURITIES¹

SEC. 3. [77c] (a) Except as hereinafter expressly provided, the provisions of this title shall not apply to any of the following classes of securities:

(1) Reserved.

(2) Any security issued or guaranteed by the United States or any Territory thereof, or by the District of Columbia, or by any State of the United States, or by any political subdivision of a State or Territory, or by any public instrumentality of one or more States or Territories, or by any person controlled or supervised by and acting as an instrumentality of the Government of the United States pursuant to authority granted by the Congress of the United States; or any certificate of deposit for any of the foregoing; or any security issued or guaranteed by any bank; or any security issued by or representing an interest in or a direct obligation of a Federal Reserve bank; or

¹ Additional exemptions contained at: 7 U.S.C. 1932(d)(6); 12 U.S.C. 1455, 1717, 1719, 1723c; 15 U.S.C. 77c, note; 20 U.S.C. 1087-2, 1087hh; 22 U.S.C. 283(h), 285h, 286k-1, 290i-9; 43 U.S.C. 1625; and 45 U.S.C. 720. [Printed in appendix to this volume except for 7 U.S.C. 1932(d)(6) and 15 U.S.C. 77c.]

any interest or participation in any common trust fund or similar fund that is excluded from the definition of the term "investment company" under section 3(c)(3) of the Investment Company Act of 1940; or any security which is an industrial development bond (as defined in section 103(c)(2) of the Internal Revenue Code of 1954)¹ the interest on which is excludable from gross income under section 103(a)(1) of such Code if, by reason of the application of paragraph (4) or (6) of section 103(c) of such Code (determined as if paragraphs (4)(A), (5), and (7)² were not included in such section 103(c)), paragraph (1) of such section 103(c) does not apply to such security; or any interest or participation in a single trust fund, or in a collective trust fund maintained by a bank, or any security arising out of a contract issued by an insurance company, which interest, participation, or security is issued in connection with (A) a stock bonus, pension, or profit-sharing plan which meets the requirements for qualification under section 401 of the Internal Revenue Code of 1954,³ (B) an annuity plan which meets the requirements for the deduction of the employer's contributions under section 404(a)(2) of such Code,⁴ or (C) a governmental plan as defined in section 414(d) of such Code⁵ which has been established by an employer for the exclusive benefit of its employees or their beneficiaries for the purpose of distributing to such employees or their beneficiaries the corpus and income of the funds accumulated under such plan, if under such plan it is impossible, prior to the satisfaction of all liabilities with respect to such employees and their beneficiaries, for any part of the corpus or income to be used for, or diverted to, purposes other than the exclusive benefit of such employees or their beneficiaries, other than any plan described in clause (A), (B), or (C) of this paragraph (i) the contributions under which are held in a single trust fund or in a separate account maintained by an insurance company for a single employer and under which an amount in excess of the employer's contribution is allocated to the purchase of securities (other than interests or participations in the trust or separate account itself) issued by the employer or any company directly or indirectly controlling, controlled by, or under common control with the employer, (ii) which covers employees some or all of whom are employees within the meaning of section 401(c)(1) of such Code, or (iii) which is a plan funded by an annuity contract described in section 403(b)⁶ of such Code. The Commission, by rules and regulations or order, shall exempt from the provisions of section 5 of this title any interest or participation issued in connection with a stock bonus, pension, profit-sharing, or annuity plan which covers employees some or all of whom are employees within the meaning of section

¹Section 103(c) of the Internal Revenue Code of 1954 redesignated as section 103(b) by section 1901(a)(17) of Pub. L. 94-455 (26 U.S.C. 103(b)). [Printed in appendix to this volume.]

²Paragraph (7) redesignated as paragraph (13) (26 U.S.C. 103(b)(13)). [Printed in appendix to this volume.]

³26 U.S.C. 401. [Printed in appendix to this volume.]

⁴26 U.S.C. 404(a)(2). [Printed in appendix to this volume.]

⁵26 U.S.C. 414(d). [Printed in appendix to this volume.]

⁶26 U.S.C. 403(b). [Printed in appendix to this volume.]

401(c)(1) of the Internal Revenue Code of 1954, if and to the extent that the Commission determines this to be necessary or appropriate in the public interest and consistent with the protection of investors and the purposes fairly intended by the policy and provisions of this title. For purposes of this paragraph, a security issued or guaranteed by a bank shall not include any interest or participation in any collective trust fund maintained by a bank; and the term "bank" means any national bank, or any banking institution organized under the laws of any State, territory, or the District of Columbia, the business of which is substantially confined to banking and is supervised by the State or territorial banking commission or similar official; except that in the case of a common trust fund or similar fund, or a collective trust fund, the term "bank" has the same meaning as in the Investment Company Act of 1940;

(3) Any note, draft, bill of exchange, or banker's acceptance which arises out of a current transaction or the proceeds of which have been or are to be used for current transactions, and which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited;

(4) Any security issued by a person organized and operated exclusively for religious, educational, benevolent, fraternal, charitable, or reformatory purposes and not for pecuniary profit, and no part of the net earnings of which inures to the benefit of any person, private stockholder, or individual; or any security of a fund that is excluded from the definition of an investment company under section 3(c)(10)(B) of the Investment Company Act of 1940;

(5) Any security issued (A) by a savings and loan association, building and loan association, cooperative bank, homestead association, or similar institution, which is supervised and examined by State or Federal authority having supervision over any such institution; or (B) by (i) a farmer's cooperative organization exempt from tax under section 521 of the Internal Revenue Code of 1954,¹ (ii) a corporation described in section 501(c)(16) of such Code² and exempt from tax under section 501(a) of such Code, or (iii) a corporation described in section 501(c)(2) of such Code which is exempt from tax under section 501(a) of such Code and is organized for the exclusive purpose of holding title to property, collecting income therefrom, and turning over the entire amount thereof, less expenses, to an organization or corporation described in clause (i) or (ii);

(6) Any interest in a railroad equipment trust. For purposes of this paragraph "interest in a railroad equipment trust" means any interest in an equipment trust, lease, conditional sales contract, or other similar arrangement entered into, issued, assumed, guaranteed by, or for the benefit of, a common carrier to finance the acquisition of rolling stock, including motive power;

¹26 U.S.C. 521. [Printed in appendix to this volume.]

²26 U.S.C. 501(c)(16). [Printed in appendix to this volume.]

(7) Certificates issued by a receiver or by a trustee in bankruptcy, with the approval of the court;

(8) Any insurance or endowment policy or annuity contract or optional annuity contract, issued by a corporation subject to the supervision of the insurance commissioner, bank commissioner, or any agency or officer performing like functions, of any State or Territory of the United States or the District of Columbia;¹

(9) Except with respect to a security exchanged in a case under title 11, any security exchanged by the issuer with its existing security holders exclusively where no commission or other remuneration is paid or given directly or indirectly for soliciting such exchange;

(10) Except with respect to a security exchanged in a case under title 11, any security which is issued in exchange for one or more bona fide outstanding securities, claims or property interests, or partly in such exchange and partly for cash, where the terms and conditions of such issuance and exchange are approved, after a hearing upon the fairness of such terms and conditions at which all persons to whom it is proposed to issue securities in such exchange shall have the right to appear, by any court, or by any official or agency of the United States, or by any State or Territorial banking or insurance commission or other governmental authority expressly authorized by law to grant such approval;

(11) Any security which is a part of an issue offered and sold only to persons resident within a single State or Territory, where the issuer of such security is a person resident and doing business within or, if a corporation, incorporated by and doing business within, such State or Territory.

(12) Any equity security issued in connection with the acquisition by a holding company of a bank under section 3(a) of the Bank Holding Company Act of 1956 or a savings association under section 10(e) of the Home Owners' Loan Act, if—

(A) the acquisition occurs solely as part of a reorganization in which security holders exchange their shares of a bank or savings association for shares of a newly formed holding company with no significant assets other than securities of the bank or savings association and the existing subsidiaries of the bank or savings association;

(B) the security holders receive, after that reorganization, substantially the same proportional share interests in the holding company as they held in the bank or savings association, except for nominal changes in shareholders' interests resulting from lawful elimination of fractional interests and the exercise of dissenting shareholders' rights under State or Federal law;

(C) the rights and interests of security holders in the holding company are substantially the same as those in the bank or savings association prior to the transaction, other than as may be required by law; and

¹ But see section 24(d) of the Investment Company Act of 1940, *infra*.

(D) the holding company has substantially the same assets and liabilities, on a consolidated basis, as the bank or savings association had prior to the transaction.

For purposes of this paragraph, the term “savings association” means a savings association (as defined in section 3(b) of the Federal Deposit Insurance Act) the deposits of which are insured by the Federal Deposit Insurance Corporation.

(13) Any security issued by or any interest or participation in any church plan, company or account that is excluded from the definition of an investment company under section 3(c)(14) of the Investment Company Act of 1940.

(14) Any security futures product that is—

(A) cleared by a clearing agency registered under section 17A of the Securities Exchange Act of 1934 or exempt from registration under subsection (b)(7) of such section 17A; and

(B) traded on a national securities exchange or a national securities association registered pursuant to section 15A(a) of the Securities Exchange Act of 1934.

(b) The Commission may from time to time by its rules and regulations, and subject to such terms and conditions as may be prescribed therein, add any class of securities to the securities exempted as provided in this section, if it finds that the enforcement of this title with respect to such securities is not necessary in the public interest and for the protection of investors by reason of the small amount involved or the limited character of the public offering; but no issue of securities shall be exempted under this subsection where the aggregate amount at which such issue is offered to the public exceeds \$5,000,000.

(c) The Commission may from time to time by its rules and regulations and subject to such terms and conditions as may be prescribed therein, add to the securities exempted as provided in this section any class of securities issued by a small business investment company under the Small Business Investment Act of 1958¹ if it finds, having regard to the purposes of that Act, that the enforcement of this Act with respect to such securities is not necessary in the public interest and for the protection of investors.

EXEMPTED TRANSACTIONS²

SEC. 4. [77d] The provisions of section 5 shall not apply to—

(1) transactions by any person other than an issuer, underwriter, or dealer.

(2) transactions by an issuer not involving any public offering.

(3) transactions by a dealer (including an underwriter no longer acting as an underwriter in respect of the security involved in such transaction), except—

(A) transactions taking place prior to the expiration of forty days after the first date upon which the security was bona fide offered to the public by the issuer or by or through an underwriter,

¹ 15 U.S.C. 661 et seq.

² See additional exemption contained at 11 U.S.C. 1145. [Printed in appendix to this volume.]

(B) transactions in a security as to which a registration statement has been filed taking place prior to the expiration of forty days after the effective date of such registration statement or prior to the expiration of forty days after the first date upon which the security was bona fide offered to the public by the issuer or by or through an underwriter after such effective date, whichever is later (excluding in the computation of such forty days any time during which a stop order issued under section 8 is in effect as to the security), or such shorter period as the Commission may specify by rules and regulations or order, and

(C) transactions as to securities constituting the whole or a part of an unsold allotment to or subscription by such dealer as a participant in the distribution of such securities by the issuer or by or through an underwriter.

With respect to transactions referred to in clause (B), if securities of the issuer have not previously been sold pursuant to an earlier effective registration statement the applicable period, instead of forty days, shall be ninety days, or such shorter period as the Commission may specify by rules and regulations or order.

(4) brokers' transactions executed upon customers' orders on any exchange or in the over-the-counter market but not the solicitation of such orders.

(5)(A) Transactions involving offers or sales of one or more promissory notes directly secured by a first lien on a single parcel of real estate upon which is located a dwelling or other residential or commercial structure, and participation interests in such notes—

(i) where such securities are originated by a savings and loan association, savings bank, commercial bank, or similar banking institution which is supervised and examined by a Federal or State authority, and are offered and sold subject to the following conditions:

(a) the minimum aggregate sales price per purchaser shall not be less than \$250,000;

(b) the purchaser shall pay cash either at the time of the sale or within sixty days thereof; and

(c) each purchaser shall buy for his own account only; or

(ii) where such securities are originated by a mortgagee approved by the Secretary of Housing and Urban Development pursuant to sections 203 and 211¹ of the National Housing Act and are offered or sold subject to the three conditions specified in subparagraph (A)(i) to any institution described in such subparagraph or to any insurance company subject to the supervision of the insurance commissioner, or any agency or officer performing like function, of any State or territory of the United States or the District of Columbia, or the Federal Home Loan Mort-

¹ 12 U.S.C. 1709, 1715b.

gage Corporation, the Federal National Mortgage Association, or the Government National Mortgage Association.

(B) Transactions between any of the entities described in subparagraph (A)(i) or (A)(ii) hereof involving non-assignable contracts to buy or sell the foregoing securities which are to be completed within two years, where the seller of the foregoing securities pursuant to any such contract is one of the parties described in subparagraph (A)(i) or (A)(ii) who may originate such securities and the purchaser of such securities pursuant to any such contract is any institution described in subparagraph (A)(i) or any insurance company described in subparagraph (A)(ii), the Federal Home Loan Mortgage Corporation, Federal National Mortgage Association, or the Government National Mortgage Association and where the foregoing securities are subject to the three conditions for sale set forth in subparagraphs (A)(i) (a) through (c).

(C) The exemption provided by subparagraphs (A) and (B) hereof shall not apply to resales of the securities acquired pursuant thereto, unless each of the conditions for sale contained in subparagraphs (A)(1) (a) through (c) are satisfied.

(6) transactions involving offers or sales by an issuer solely to one or more accredited investors, if the aggregate offering price of an issue of securities offered in reliance on this paragraph does not exceed the amount allowed under section 3(b) of this title, if there is no advertising or public solicitation in connection with the transaction by the issuer or anyone acting on the issuer's behalf, and if the issuer files such notice with the Commission as the Commission shall prescribe.

PROHIBITIONS RELATING TO INTERSTATE COMMERCE AND THE MAILS

SEC. 5. [77e] (a) Unless a registration statement is in effect as to a security, it shall be unlawful for any person, directly or indirectly—

(1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to sell such security through the use or medium of any prospectus or otherwise; or

(2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce, by any means or instruments of transportation, any such security for the purpose of sale or for delivery after sale.

(b) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly—

(1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to carry or transmit any prospectus relating to any security with respect to which a registration statement has been filed under this title, unless such prospectus meets the requirements of section 10; or

(2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce any such security for the purpose of sale or for delivery after sale, unless accompanied or preceded by a prospectus that meets the requirements of subsection (a) of section 10.

(c) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to offer to sell or offer to buy through the use or medium of any prospectus or otherwise any security, unless a registration statement has been filed as to such security, or while the registration statement is the subject of a refusal order or stop order or (prior to the effective date of the registration statement) any public proceeding or examination under section 8.

REGISTRATION OF SECURITIES AND SIGNING OF REGISTRATION STATEMENT

SEC. 6. [77f] (a) Any security may be registered with the Commission under the terms and conditions hereinafter provided, by filing a registration statement in triplicate, at least one of which shall be signed by each issuer, its principal executive officer or officers, its principal financial officer, its comptroller or principal accounting officer, and the majority of its board of directors or persons performing similar functions (or, if there is no board of directors or persons performing similar functions, by the majority of the persons or board having the power of management of the issuer), and in case the issuer is a foreign or Territorial person by its duly authorized representative in the United States; except that when such registration statement relates to a security issued by a foreign government, or political subdivision thereof, it need be signed only by the underwriter of such security. Signatures of all such persons when written on the said registration statements shall be presumed to have been so written by authority of the person whose signature is so affixed and the burden of proof, in the event such authority shall be denied, shall be upon the party denying the same. The affixing of any signature without the authority of the purported signer shall constitute a violation of this title. A registration statement shall be deemed effective only as to the securities specified therein as proposed to be offered.

(b) REGISTRATION FEE.—

(1) RECOVERY OF COST OF SERVICES.—The Commission shall, in accordance with this subsection,¹ collect registration fees that are designed to recover the costs to the government of the securities registration process, and costs related to such process, including enforcement activities, policy and rule-making activities, administration, legal services, and international regulatory activities.

(2) FEE PAYMENT REQUIRED.—At the time of filing a registration statement, the applicant shall pay to the Commission a fee at a rate that shall be equal to \$92 per \$1,000,000 of the maximum aggregate price at which such securities are proposed to be offered, except that during fiscal year 2003 and any succeeding fiscal year such fee shall be adjusted pursuant to paragraph (5) or (6).

(3) OFFSETTING COLLECTIONS.—Fees collected pursuant to this subsection for any fiscal year—

¹ But see sections 24(e) and 24(f) of the Investment Company Act of 1940, *infra*.

Securities Lawyer's Deskbook



published by The University of Cincinnati College of Law

College of Law

General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933

[Regulatory History](#)

[Search Page](#)

[Suggestions](#)

[Main Table of Contents](#)

[Home](#)

Rule 145 -- Reclassification of Securities, Mergers, Consolidations and Acquisitions of Assets

Preliminary Note to Rule 145

Rule 145 is designed to make available the protection provided by registration under the Securities Act of 1933, as amended (Act), to persons who are offered securities in a business combination of the type described in paragraphs (a)(1), (2), and (3) of the rule. The thrust of the rule is that an *offer*, *offer to sell*, *offer for sale*, or *sale* occurs when there is submitted to security holders a plan or agreement pursuant to which such holders are required to elect, on the basis of what is in substance a new investment decision, whether to accept a new or different security in exchange for their existing security. Rule 145 embodies the Commission's determination that such transactions are subject to the registration requirements of the Act, and that the previously existing *no-sale* theory of Rule 133 is no longer consistent with the statutory purposes of the Act. See Release No. 33-5316 (October 6, 1972) [37 FR 23631]. Securities issued in transactions described in paragraph (a) of Rule 145 may be registered on Form S-4 or F-4 or Form N-14 under the Act.

Transactions for which statutory exemptions under the Act, including those contained in sections 3(a)(9), (10), (11), and 4(2), are otherwise available are not affected by Rule 145.

Note 1: Reference is made to Rule 153a describing the prospectus delivery required in a transaction of the type referred to in Rule 145.

Note 2: A reclassification of securities covered by Rule 145 would be exempt from registration pursuant to section 3(a)(9) or (11) of the Act if the conditions of either of these sections are satisfied.

- a. *Transactions within the section.* An offer, offer to sell, offer for sale or sale shall be deemed to be involved, within the meaning of Section 2(a)(3) of the Act, so far as the security holders of a corporation or other person are concerned where, pursuant to statutory provisions of the jurisdiction under which such corporation or other person is organized, or pursuant to provisions contained in its certificate of incorporation or similar controlling instruments, or otherwise, there is submitted for the vote or consent of such security holders a plan or agreement for:
1. *Reclassifications.* A reclassification of securities of such corporation or other person, other than a stock split, reverse stock split, or change in par value, which involves the substitution of a security for another security;
 2. *Mergers or Consolidations.* A statutory merger or consolidation, or similar plan or acquisition in which securities of such corporation or other person held by such security holders will become or be exchanged for securities of any person, unless the sole purpose of the transaction is to change an issuer's domicile solely within the United States; or
 3. *Transfers of assets.* A transfer of assets of such corporation or other person, to another person in consideration of the issuance of securities of such other person or any of its affiliates, if:
 - i. such plan or agreement provides for dissolution of the corporation or other person whose security holders are voting or consenting; or
 - ii. such plan or agreement provides for a pro rata or similar distribution of such securities to the security holders voting or consenting; or
 - iii. the board of directors or similar representatives of such corporation or other person, adopts resolutions relative to paragraph (a)(3) (i) or (ii) of this section within 1 year after the taking of such vote or consent; or
 - iv. the transfer of assets is a part of a pre-existing plan for distribution of such securities, notwithstanding paragraph (a)(3) (i), (ii) or (iii) of this section.
- b. *Communications before a Registration Statement is filed.* Communications made in connection with or relating to a transaction described in paragraph (a) of this section that will be registered under the Act may be made under Rule 135, Rule 165 or Rule 166.
- c. *Persons and Parties Deemed to be underwriters.* For purposes of this section, any party to any transaction specified in paragraph (a) of this section, other than the issuer, or any person who is an affiliate of such party at the time any such transaction is submitted for vote or consent, who publicly offers or sells securities of the issuer acquired in connection with any such transaction, shall be deemed to be engaged in a distribution and therefore to be an underwriter thereof within the meaning of Section 2(a)(11) of the Act. The term *party* as used in this paragraph (c) shall mean the corporations, business entities, or other persons, other than the issuer, whose assets or capital structure are affected by the transactions specified in paragraph (a) of this section.
- d. *Resale provisions for persons and parties deemed underwriters.* Notwithstanding the provisions of paragraph (c), a person or party specified therein shall not be deemed to be engaged in a distribution and therefore not to be an underwriter of registered securities acquired in a transaction specified in paragraph (a) of this section if:
1. such securities are sold by such person or party in accordance with the provisions of paragraphs (c), (e), (f) and (g) of Rule 144;
 2. such person or party is not an affiliate of the issuer and a period of at least one year, as

determined in accordance with paragraph (d) of Rule 144, has elapsed since the date the securities were acquired from the issuer in such transaction, and the issuer meets the requirements of paragraph (c) of Rule 144; or

3. such person or party is not, and has not been for at least three months, an affiliate of the issuer, and a period of at least two years, as determined in accordance with paragraph (d) of Rule 144, has elapsed since the date the securities were acquired from the issuer in such transaction.

e. *Definition of person.* The term *person* as used in paragraphs (c) and (d) of this section, when used with reference to a person for whose account securities are to be sold, shall have the same meaning as the definition of that term in paragraph (a)(2) of Rule 144.

Regulatory History

37 FR 23636, Nov. 7, 1972, as amended at 49 FR 5921, Feb. 16, 1984; 50 FR 19016, May 6, 1985; 50 FR 48382, Nov. 25, 1985; 55 FR 17944, Apr. 30, 1990; 62 FR 9242, 9245, Feb. 28, 1997; 64 FR 61408, 61449, Nov. 10, 1999

[Return to top](#)

[Previous](#) • [Contents](#) • [Next](#)

Notice to Users: The Deskbook is made available with the understanding that the University of Cincinnati College of Law is not engaged in rendering legal, accounting or other professional services. If legal advice or other expert assistance is required, the services of a competent professional person should be sought. See Terms and Conditions of Use. ■

© Copyright 1998-2008, University of Cincinnati, All Rights Reserved
Contact: joseph.hodnicki@uc.edu

金融商品取引法制の解説⁽³⁾

企業内容等開示制度の整備

谷口義幸 金融庁総務企画局企業開示課企業開示調整官

野村昭文 金融庁総務企画局企業開示課企業会計調整官

一 はじめに

「証券取引法等の一部を改正する法律」(平成一八年法律第六五号)(以下「証券法等改正法」という)および「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」(平成一八年法律第六六号)による投資者保護のための横断的な法制(以下「金融商品取引法制」という)の一つの柱である開示制度の整備は、二段階に分けて行われている。第一段階は、証券法等改正法二条による公開買付制度および大量保有報告制度の見直しであり、第二段階は、同法三条による企業内容等開示制度の整備である(注一)。

本稿では、このうち企業内容等開示制度(以下、単に「開示制度」という)の整備について

解説することとする。なお、本稿において意見にわたる部分は、筆者の個人的見解である。また、文中、政令事項および内閣府令事項とされているものについては、今後、意見公募手続(パブリック・コメント)の実施等を経て確定することになる。

(注一) 証券法等改正法三条により、証券取引法(以下「証券法」という)の題名は「金融商品取引法」(以下「金商法」という)に改正される。

二 開示制度の整備の概要

金融商品取引法制における開示制度の整備については、金融審議会金融分科会第一部会(部会長・神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授)報告「投資サービス法(仮称)に向け

て」(平成一七年一二月二二日)等を踏まえ、有価証券の性格に応じた開示制度を整備する観点から、①有価証券の「性質」に着目した開示制度の整備、②有価証券の「流動性」に着目した開示制度の整備を行うとともに、政令等において特例的に開示規制の適用を除外している場合について、その趣旨を法律において明確化する観点から、③開示規制の適用の明確化を行っている。

さらに、企業の合併、買収等の組織再編に係る情報開示の充実を図る観点から、④組織再編に係る開示制度の整備を行っている。

三 有価証券の「性質」に着目した開示制度

1 有価証券の性質による分類

有価証券の特性等を踏まえ、投資者に対する適切な開示を確保するためには、有価証券の分類ごとに開示規制を整備していくことが適当であると考えられる。

こうした観点から、金商法上の開示規制の対象となる有価証券を、その性質に応じ、①企業としての発行体自体の信用力にその価値を置く企業金融型証券(株券、社債券等)、②発行体の保有する資産をその価値の裏づけとする資産金融型証券(資産流動化証券(ABS)、投資

信託証券等）（注二）に分類し、開示規制を整備するものである。

（注二）資産金融型証券の金商法上の用語は、証券法と同様、「特定有価証券」である。

2 「特定有価証券」の定義等の明確化

特定有価証券について、証券法では定義規定はないが、金商法では「その投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報がその発行者が行う資産の運用その他これに類似する事業に関する情報である有価証券として政令で定めるもの」と定義し（金商法五条一項）、その性質を明確にしている。

また、特定有価証券に係る有価証券届出書の記載内容について、「当該会社が行う資産の運用その他これに類似する事業に係る資産の経理の状況その他資産の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項」と規定し（金商法五条一項二号、五条五項）、有価証券届出書の記載内容が資産の運用等に関する情報であることを法律の規定上明確にしている。なお、有価証券報告書、半期報告書等の記載内容についても同様の改正を行っている（金商法二四条五項、二四条の五第三項等）。

3 開示内容の充実

特定有価証券に係る具体的な開示内容につい

ては、内閣府令（特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令（平成五年大蔵省令第二二号）で規定している開示書類の様式において定めている。

特定有価証券に係る開示内容については、現行も資産の内容に関する情報について開示を求めているが、資産の内容、その運用者・運用サービスの内容に関する情報等についてよりきめ細かな開示を求めるため、開示内容の見直しを行う予定である。

4 柔軟な手続（報告書代替書面制度の導入）

特定有価証券については、①その内容、発行形態、取引形態が多様であり、機械的に一律の開示規制を課しても、投資者にとってわかりづらい場合がある、②特定有価証券に関し、金商法を含めた法令等に基づいて提出される報告書等の中には、その記載内容が重複するものがあるとの指摘がある。

これらを踏まえ、投資者にとってわかりやすい情報提供の仕組みとするとともに、発行者の負担を軽減する観点から、特定有価証券に係る開示規制の適用について、柔軟な対応を可能とすることとしたものである。

具体的には、特定有価証券に係る有価証券報告書を提出しなければならない会社は、投資者保護に欠けることがないものとして内閣総理大臣の承認を受けた場合には、①法令や証券取引

所（金商法では「金融商品取引所」という）の規則等に基づいて作成された書面で、有価証券報告書に記載すべき事項の一部が記載されたもの（金商法での用語は「報告書代替書面」である）と、②当該報告書代替書面に記載された事項が記載されていない有価証券報告書とを併せて提出することができることとしている（金商法二四条一四項）。

なお、この場合、当該報告書代替書面は当該有価証券報告書の一部とみなされ（金商法二四条一五項）、たとえば、当該報告書代替書面に虚偽記載がある場合には、当該有価証券報告書の虚偽記載として罰則が適用されることとなる。

また、報告書代替書面制度は、他の継続開示書類（半期報告書、臨時報告書等）についても導入している（金商法二四条の五第一三項―一六項等）。

四 有価証券の「流動性」に着目した開示制度

1 有価証券の流動性による取扱い

証券取引所に上場され、流動性の高い流通市場を持つ有価証券については、市場で頻繁に価格が変動することから、投資者に対し、より頻繁に、かつ、詳細で信頼性の高い投資情報を提

供する必要があると考えられるため、まず上場企業に対し、四半期報告制度、内部統制報告制度等を導入することとした。

一方、有価証券とみなされる金商法二条二項各号に掲げる権利（以下「集団投資スキーム権利等」という）は、有価証券の券面が発行されないこと等から、一般的に流動性に乏しく、その情報を公衆縦覧により広く開示する必要性は低いものと考えられる。このため、集団投資スキーム権利等については、原則として、開示規制（金商法二章）を適用しないこととした（金商法三条三号）（注三）。なお、投資者に対しては、金融商品取引業者等の行為規制である契約締結前の書面交付義務（金商法三七条の三）を通じて、情報提供がされることになる。

（注三） 後述のとおり、集団投資スキーム権利等に係る事業が主として有価証券に対する投資を行う事業であるものについては、開示規制の対象となる。

2 四半期報告制度

昨今、企業を取り巻く経営環境の変化が激しくなってきたこと等から、投資者に対し企業業績等に係る情報をより適時に開示することが求められている。こうした状況の下で、平成一五年四月以降、四半期開示は証券取引所の自主ルールにより段階的に導入され、平成一九年四月の完全義務化を前に上場会社の約九割が四

半期財務諸表を開示しており、四半期開示は上場会社のみならず、その情報を利用する投資者にも定着してきていると考えられる。

一方、証券取引所の自主ルールによる四半期開示については、四半期情報に虚偽記載等がある場合でも罰則が適用されないとの指摘があり、また、四半期財務諸表の作成基準について一層の統一を図り、公認会計士または監査法人による四半期財務諸表の監査証明を義務づけるべきとの指摘もある。

こうした状況等を踏まえ、四半期開示を法律に基づく制度として導入することとしたものである。

四半期報告制度の概要は、次のとおりである。

(1) 対象会社

有価証券報告書を提出しなければならない会社のうち、証券取引所に上場されている有価証券の発行者である会社その他の政令で定めるものとされている（金商法二四条の四の七第一項）。

四半期報告制度の趣旨は、投資情報として、当該会社の企業業績等に係る情報を投資者に対し、より適時に提供しようとするものである。この趣旨に沿うように、投資情報として、企業業績等に係る情報がより頻繁に求められる会社は、幅広い投資者の参加が予定されている流動性の高い流通市場がある会社であると考えられる。このため、これに該当する上場会社（注四）および店頭登録会社（以下「上場会社等」とい

う）を基本として四半期報告制度の対象会社とすることを、政令で規定する予定である。また、外国会社についても、国内会社と同様、上場会社等であれば、四半期報告制度の対象となる。

なお、上場会社等以外の会社であっても、有価証券報告書提出会社については、任意に四半期報告書を提出することができることとしている（金商法二四条の四の七第二項）。

（注四） 政令では、優先出資証券を上場している協同組織金融機関も含める予定である。

(2) 提出義務

その事業年度が三月を超える場合に、当該事業年度の期間を三月ごとに区分したそれぞれ期間（政令で定める期間を除く）ごとに四半期報告書の提出を義務づけるものである（金商法二四条の四の七第一項）。第4四半期を対象とするか否かについては、企業会計基準委員会（ASBJ）における検討を踏まえ、政令で規定する予定である。

なお、半期報告制度は四半期報告制度に統一するため、第2四半期について、上場会社等は半期報告書ではなく四半期報告書の提出が義務づけられる一方、上場会社等以外の会社については、引き続き半期報告制度が維持され、半期報告書を提出しなければならない（金商法二四の五第一項）。ただし、前述したように上場会社等以外の有価証券報告書提出会社については、四半期報告書を任意に提出することができる

る(金商法二四条の四の七第二項)(注五)。

(注五) 上場会社以外の有価証券報告書提出会社が任意に四半期報告書を提出した場合には、半期報告制度は適用されないこととなる(金商法二四条の五第一項)。

(3) 開示内容

四半期報告書の記載事項は、当該会社の属する企業集団の経理の状況その他の公益または投資者保護のため必要かつ適当な事項であり(金商法二四条の四の七第一項)、具体的には、四半期連結財務諸表および非財務情報を基本に、様式を内閣府令で規定する予定である。

なお、四半期連結財務諸表の用語、様式および作成方法については、企業会計基準委員会(ASBJ)における検討を踏まえて内閣府令で規定する予定である(金商法一九三条)。

(4) 四半期財務諸表に係る監査証明

四半期連結財務諸表については、公認会計士または監査法人による監査証明が義務づけられる(金商法一九三条の二第一項)。

なお、四半期財務諸表に係る監査証明の基準および手続については、企業会計審議会における検討を踏まえて内閣府令で規定する予定である(金商法一九三条の二第四項)。

(5) 特定の事業を行う会社の取扱い

単体かつ半期ベースで自己資本比率に係る規制を受ける特定の事業を行う会社(内閣府令で銀行、保険会社等を定める予定である)につい

ては、前述(3)の記載事項に加えて、当該会社の経理の状況その他の公益または投資者保護のため必要かつ適当な事項を四半期報告書に記載しなければならぬ(金商法二四条の四の七第一項)。具体的には、内閣府令により、第2四半期に係る四半期報告書に単体ベースの財務諸表の記載を義務づける予定である。

(6) 提出期限

四半期報告書は、各四半期終了後四五日以内の政令で定める期間内に提出しなければならない(金商法二四条の四の七第一項)。

ただし、前述(5)のように、特定の事業を行う会社(銀行、保険会社等)の第2四半期に係る四半期報告書には、単体の財務諸表を記載しなければならぬことから、この場合については、第2四半期終了後六〇日以内の政令で定める期間内に提出することとなる(金商法二四条の四の七第一項)。

(7) 公衆縦覧

四半期報告書は、半期報告書と同様、その提出日から三年間公衆の縦覧に供されるとともに(金商法二五一条一項七号)、証券取引所においても縦覧される(金商法二五三条二項)。

(8) 虚偽記載等に対する行政処分等

四半期報告書のうちに重要な事項について虚偽記載等がある場合には、内閣総理大臣は、訂正報告書の提出を命ずることができる(金商法二四条の四の七第四項(一〇一条一項を準用))。

また、重要な事項に虚偽の記載がある四半期報告書を提出した発行者に対し、内閣総理大臣は、課徴金の納付を命じなければならない(金商法一七二条の二第二項)。

(9) 虚偽記載等に対する民事責任

四半期報告書のうちに重要な事項について虚偽記載等がある場合には、次のとおり、損害賠償責任を負う。

① 四半期報告書の提出会社は、当該発行者の有価証券を取得した者に対し、当該虚偽記載等により生じた損害について賠償責任を負う(金商法二二一条の二第一項)。

② 四半期報告書の提出会社の役員または虚偽証明を行った公認会計士または監査法人は、当該虚偽記載等があることを知らないで当該提出会社の有価証券を取得した者に対して損害賠償責任を負う(金商法二四条の四の七第四項(二二条を準用))。

(10) 罰則

四半期報告書については、半期報告書と同様に、次のような罰則が規定されている。

① 重要な事項につき虚偽の記載がある四半期報告書を提出した者に対しては、五年以下の懲役もしくは五〇〇万円以下の罰金が科され、またはこれが併科される(金商法一九七条の二第六号)。法人に対しては、五億円以下の罰金が科される(金商法二〇七条一項二号)。

② 四半期報告書を提出しない者に対して

は、一年以下の懲役もしくは一〇〇万円以下の罰金が科され、またはこれが併科される（金商法二〇〇条五号）。法人に対しては、一億円以下の罰金が科される（金商法二〇七条一項五号）。

(11) 適用

四半期報告制度は、平成二〇年四月一日以後に開始する事業年度から適用される（証取法等改正法附則一六条）。

3 内部統制報告制度

内部統制報告制度は、ディスクロージャーをめぐる不適切な事例を踏まえ、ディスクロージャーの信頼性を確保するためには、財務報告に係る内部統制の充実を図ることが重要であるとの観点から、金商法において、上場会社等に対し、財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価と公認会計士等による監査を義務づけるものである。

内部統制報告制度の概要は、次のとおりである。

(1) 対象会社・提出義務

上場会社等のうち政令で定めるものは、事業年度ごとに、当該会社の属する企業集団および当該会社に係る財務に関する情報の適正性を確保するために必要なものとして内閣府令で定める体制（財務報告に係る内部統制）の有効性を評価した内部統制報告書を有価証券報告書と併せて提出しなければならない（金商法二四条の

四の四）。また、当該内部統制報告書は、原則として、公認会計士または監査法人の監査証明（内部統制監査）を受けなければならないこととした（金商法一九三条の二第二項）。なお、内部統制報告書には、代表者等の経営者が署名等を行うことを予定している。

この枠組みは、内部統制報告書に対する訂正内部統制報告書についても同様である（金商法二四条の四の五）。

なお、内部統制報告書の提出対象会社以外の有価証券報告書提出会社についても任意の提出が可能である（金商法二四条の四の四第二項）。

(2) 開示内容

内部統制報告書の様式等については、内閣府令において規定することを予定している。

(3) 評価および監査基準

経営者による評価および公認会計士等による監査を行うための基準については、平成一七年一二月に企業会計審議会内部統制部会（部長・八田進二青山学院大学教授）が基準のあり方について取りまとめを行ったところであり、さらに基準を実務に適用していくに当たっての実務上の指針（実施基準）の整備について検討を行っているところである。

(4) 公衆縦覧

内部統制報告書等は、その提出日から五年間公衆の縦覧に供されるとともに（金商法二五一条六号）、証券取引所においても縦覧される

（金商法二五一条三項）。

(5) 罰則

自社の財務報告に係る内部統制が有効でないにもかかわらず有効であるなど、内部統制報告書等の重要な事項につき虚偽のあるものを提出した場合または内部統制報告書を提出しない場合の罰則は、五年以下の懲役もしくは五〇〇万円以下の罰金または併科（個人）、五億円以下の罰金（法人）である（金商法一九七条の二第五号・六号、二〇七条一項二号）。

(6) 適用

内部統制報告制度は、平成二〇年四月一日以後に開始する事業年度から適用される（証取法等改正法附則一五条）。

4 確認書制度

確認書制度は、上場会社等における有効な内部統制の構築を前提として、有価証券報告書等に記載された内容の適正性について経営者が自ら確認し、その旨を記載した確認書を有価証券報告書等に添付することを義務づけることにより、有価証券報告書等の適正性をより高めることとしたものである。

(1) 対象会社・提出義務

上場会社等のうち政令で定めるものは、有価証券報告書、四半期報告書および半期報告書について、その記載内容が金融商品取引法令に基づき適正であることを確認した旨を記載した確

認書を当該有価証券報告書等と併せて提出しなければならぬこととした（金商法二四條の四の二、二四條の四の八、二四條の五の二）。

なお、確認書の提出対象会社以外の有価証券報告書提出会社についても任意の提出が可能である（金商法二四條の四の二第二項）。

(2) 記載事項

確認書の様式、記載事項については、内閣府令で定めることとしているが、確認書には、有価証券報告書等を提出する会社の代表者および最高財務責任者を置いている場合には最高財務責任者の署名を求めることを検討している。

(3) 公衆縦覧

確認書は、その提出日から五年間公衆の縦覧に供されるとともに（金商法二五條一項五号）、証券取引所においても縦覧される（金商法二五條三項）。

(4) 罰則

確認書を提出しなかった場合等は、過料の対象とされている（金商法二〇八條、二〇九條）。なお、有価証券報告書等に虚偽記載があることを知りつつその記載内容が適正である旨を記載した確認書を提出した場合については、虚偽記載のある有価証券報告書を提出した場合の罰則と構成要件が基本的に重なることから、罰則規定は設けていない。

(5) 適用

確認書制度は、平成二〇年四月一日以後に開

始する事業年度から適用される（証取法等改正法附則一五條）。

5 ファンドの持分に係る開示制度

前述1のとおり、集団投資スキーム権利等については、原則、金商法上の開示規制を課さないこととしている。一方、主として有価証券に対する投資を事業とする集団投資スキーム権利等についての情報は、その集団投資スキーム等への直接の出資者はもとより、証券市場における他の投資者の投資判断にとつても重要な情報であることから、その投資運用の状況等の情報について定期的に開示させる必要性が高いと考えられる。このため、主として有価証券に対する投資を事業（注六）とする集団投資スキーム権利等については、開示規制の対象とすることとした（金商法三三條三号）。

なお、集団投資スキームの組成は、一般に、投資者の需要等を踏まえつつ、その内容を確定させていく方法等が取られる場合が多い。このため、集団投資スキーム権利等に係る募集または売出しについては、株券、社債券のような有価証券の募集または売出しとは異なり、その判定基準を「勧誘者数」ではなく、その勧誘に応じることによる「……所有者数」とすることとし、「その取得勧誘に応じることにより相当程度多数の者が……所有することとなる場合」と定義することとした（金商法二三条三三號・四項

二号）。なお、この「相当程度多数」の基準は、政令において五〇〇名以上と規定する予定である。

また、集団投資スキーム権利等についての募集または売出しに係る有価証券届出書を提出していない場合であっても、一定規模以上の集団投資スキーム（その集団投資スキームに係る事業年度末日におけるその権利等の所有者が政令で定める数以上であり、かつ、当該集団投資スキームの資産の額が政令で定める額以上）である場合には、有価証券報告書の提出義務を課すこととした（外形基準）（金商法二四條一項四号）。

（注六）主として有価証券に対する投資を行う事業は、政令において、その集団投資スキーム等の総出資総額の五〇%超を有価証券に投資する事業と規定する予定である。

6 継続開示義務の免除要件の拡大

現行制度上、株券、社債券等の募集または売出しに係る有価証券届出書を提出した場合に、その後、当該有価証券について有価証券報告書の提出義務を負うことになる（金商法二四條一項三号）。

一方、当該有価証券が証券取引所に上場（または店頭登録）されず、所有者数が減少して流通性が乏しくなっているものについては、継続開示を行う必要性は低いものと考えられる。このため、現行制度では、このような有価証券に

ついで、その所有者数が二五名未満である場合には、内閣総理大臣の承認を受けることにより、有価証券報告書提出義務が免除されることとなる（証取法二四条一項ただし書）。

しかしながら、有価証券のうち、とりわけ株券については償還期限が存在しないこと等から、その株主数を二五名未満とすることはきわめて困難であり、継続開示を行うために重いコスト負担を強いられている場合が多いとの指摘がある。このため、金商法では、株券等について有価証券報告書提出義務の免除要件を拡大したものである。

具体的には、株券その他の有価証券（政令で株券、優先出資証券等を定める予定である）の募集または売出しに係る有価証券届出書を提出した会社のうち、上場会社または店頭登録会社以外の会社であつて、当該事業年度を含む前五事業年度のすべての末日における当該有価証券の所有者数が政令の定めにより計算した数（政令で三〇〇名と定める予定である）未満である場合において、有価証券報告書を提出しなくても公益または投資者保護の欠けることがないものとして内閣総理大臣の承認を受けたときには、継続開示義務を免除することとした（金商法二四条一項ただし書）。

五 開示規制の適用の明確化等

1 開示規制の適用の明確化

現行制度においても、有価証券の募集または売出しの相手方が当該有価証券に係る情報をすでに取得し、または容易に取得することができるところとして、①その発行者である会社またはその一〇〇％子会社の取締役、執行役、監査役または使用人のみを相手方として、ストック・オプションを付与する（＝新株予約権証券の取得の申込みの勧誘を行う）場合、②会社を設立する場合において、当該会社の発起人を相手方として、当該株券のすべての取得の申込みの勧誘を行う場合等については、開示規制による情報開示を求めなくても、投資者保護に欠けることとはないものと考えられることから、①については証券取引法施行令において募集の判定に当たつての特例を規定し、②についてはガイドラインにおいて募集に該当しない旨の取扱いを定めることにより、原則、開示規制が適用されないこととなっている。

金商法では、これらの趣旨を法律において明確化する観点から、有価証券の募集または売出しのうち、有価証券の募集または売出しの相手方が当該有価証券に係る情報および当該有価証券の発行者に関する情報をすでに取得し、また

は容易に取得することができる場合として政令で定める場合におけるものについては、有価証券の募集または売出しに係る有価証券届出書の提出を不要とする旨を規定した（金商法四条一項一号）。なお、政令では、①および②の場合等を定める予定である。

2 有価証券の募集の定義の改正

「有価証券の募集」の定義は、基本的には、現行の証取法における定義（新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘のうち、多数の者として五〇名以上の者を相手方として行うもの（証取法二条三項）と同様としつつ、四五のように集団投資スキーム権利等の募集の定義を追加するとともに、募集の判定に当たり、一定の要件を満たす場合に勧誘の相手方から適格機関投資家を除外するための改正を行った。

現行では、有価証券の募集に該当するか否かの判定に当たっては、①勧誘する適格機関投資家が二五〇名以下であり、②適格機関投資家に対し、取得した当該有価証券を適格機関投資家以外の者に譲渡しない旨等を定めた譲渡契約を締結することを取得の条件として勧誘を行う場合には、当該勧誘のすべての相手方の数から当該勧誘に係る適格機関投資家の数を除くこととしている（証取法施行令一条の四第二項）。

しかしながら、この制度については、たとえば、当該有価証券を適格機関投資家以外の者に

譲渡しようとする場合の届出義務が規定されていないなど、適格機関投資家のみを相手方として勧誘を行う場合（いわゆる「プロ私募」（証券法二条三項二号イ））に比べ、転売制限が徹底されていないとの指摘もある。

このため、プロ私募とのバランス等を考慮し、有価証券の募集に該当するか否かの判定に当たり、勧誘の相手方の数から除外する適格機関投資家の数の制限を撤廃する一方、プロ私募と同様の規制を課すことにより、勧誘の相手方に含まれる適格機関投資家を除く旨を法律に規定している（金商法二条三項一号）。

3 有価証券の売出しの定義の改正

「有価証券の売出し」の定義は、基本的には、現行の証券法における定義（すでに発行された有価証券の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘のうち、多数の者として五〇名以上の者を相手方として行うもの）と同様としつつ、四五のように集団投資スキーム権利等の売出しの定義を追加するとともに、開示規制の対象を明確化するための改正を行った。

昨今、有価証券の取引形態が多様になってきていることを踏まえ、投資情報の的確な提供を確保しつつ、過度の開示規制により有価証券取引制度の円滑な運用が損なわれないようにするとの観点から、証券取引所市場における有価証券の売買およびこれに準ずる取引等の

うち投資者が基本的に十分な投資情報の入手が可能であり、売出しに該当しないとの取扱いをしても投資者保護に欠けることがないと考えられる取引について、「有価証券の売出し」に該当しない旨を規定し（金商法二条四項本文）、開示規制が適用されないことを明確化した。具体的には、証券取引所市場における有価証券の売買に準ずる取引等として、取引所に上場されている有価証券のPTS（私設取引システム）における取引等を政令で定める予定である。

六 組織再編成に係る開示制度

企業の合併・買収等の件数が増加している最近の企業の組織再編成をめぐる動向を踏まえ、組織再編成（注七）に関する情報開示の充実を図る観点から、組織再編成による株式等の発行（以下「組織再編成発行手続」という）またはすでに発行された株式等の交付（以下「組織再編成交付手続」という）のうち、一定の場合について、有価証券の募集または売出しと同様の開示規制を課すこととしたものである（金商法二条の二、四条）。

具体的には、組織再編成発行手続または組織再編成交付手続を行う場合において、①「組織再編成対象会社」（吸収合併消滅会社・株式交換完全子会社等）の株式等に関して、②開示が行われていたにもかかわらず、組織再編成発行

手続または組織再編成交付手続により発行され、または交付される有価証券に関して、開示が行われていないときには、組織再編成発行手続または組織再編成交付手続により発行され、または交付される有価証券の発行者に対し、発行開示義務およびその後の継続開示義務を課すこととした（金商法四条一項本文・二号）。

（注七）「組織再編成」とは、合併、会社分割、株式交換その他会社の組織に関する行為で政令で定めるものをいう（金商法二条の二第一項）。

七 施行期日

開示制度の整備に係る規定は、証券法等改正法の公布の日（平成一八年六月一四日）から起算して一年六月を超えない範囲内において政令で定める日から施行される（証券法等改正法附則一条）。

なお、前述のとおり、四半期報告制度、内部統制報告制度および確認書制度については、平成二〇年四月一日以後に開始する事業年度から適用される（証券法等改正法附則一五条、一六条）。

（たにぐち・よしゆきのむら・あきふみ）

2007. 9.25

商事法務No.1811

金融商品取引法関係政府令の解説(4)

開示制度に係る政令・内閣府令等の概要〔下〕

— 有価証券の性質に着目した開示制度、組織再編成に係る開示制度等 —

谷口 義幸 金融庁総務企画局企業開示課企業開示調整官

峯岸健太郎 金融庁総務企画局企業開示課専門官

一 はじめに

金融商品取引法制における開示制度については、①有価証券の「性質」に着目した開示制度の整備、②有価証券の「流動性」に着目した開示制度の整備、③開示規制の適用の明確化、④組織再編成に係る開示制度の整備等が行われている。

前号では、有価証券の「流動性」に着目した開示制度の整備としての「四半期報告制度」、「内部統制報告制度」に関する政令および内閣府令の概要について解説したが、本稿では、これら以外の有価証券の「流動性」に着目した開示制度、有価証券の「性質」に着目した開示制度、組織再編成に係る開示制度等に関する政令、内閣府令等の概要について解説する。なお、本

稿における意見にわたる部分は、筆者らの個人的見解である(注二)。

(注一) 本稿では、以下の略称を用いる。金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法(仮称)に向けて」(平成一七年二月二日)は「第一部会報告」、「証券取引法」は「証券法」、「金融商品取引法」は「金商法」、「金融商品取引法施行令」は「金商法施行令」、「証券取引法等の一部を改正する法律及び証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律の施行に伴う関係政令の整備等に関する政令」(平成一九年政令第二三三号)は「整備政令」、整備政令による改正前の「証券取引法施行令」は「証券法施行令」、「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」(平成一九年内閣府令第六五号)は「改正府令」、「金融商品取引法第二条に規定

する定義に関する内閣府令」は「定義府令」、「企業内容等の開示に関する内閣府令」は「開示府令」、「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」は「特定有価証券開示府令」。

二 新有価証券に係る開示規制

金融商品取引法制では、金融商品・取引に関する規制の横断化を図るため、有価証券の範囲の拡大が図られた。これに伴い、新たに有価証券とされたものに係る私募要件、発行者概念等を規定した。

1 私募要件の見直し

第一部会報告等を踏まえ、券面のない新株予約権付社債券について、転売制限が付されている旨を券面に記載することに代えて、その旨を記載した書面を取得勧誘の相手方に交付することを選択できることとしている(定義府令一条一項二号、二三条二項二号)。また、各有価証券の性質に応じ、金商法二条一項により新たに有価証券として指定される受益証券発行信託の受益証券(一般的なものと有価証券信託受益証券(金商法施行令二条の三第三号)に該当するものについて私募要件は異なる)、抵当証券および学校債券(注二)に関する転売制限等の私募に関する要件を設けている(定義府令一条二項三号・四号、同条三項四号・五号、二三条三項

一号の二・六号の三・六号の五)。

一方、金商法では、集団投資スキーム持分等については五〇〇名以上が所有することとなる場合に募集に該当することとなるが、これに該当しない場合には私募になることとしたため、証券法二条二項に規定する、いわゆるみなし有価証券に関する私募要件を撤廃している。したがって、金商法二条二項各号に掲げるみなし有価証券の私募を行う場合、当該有価証券について転売制限等を設けることは法律上の要件ではない。

(注二) 金商法施行令一条二号に掲げる有価証券に該当するものである。

2 発行者概念の見直し

第一部会報告において、「開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者」を発行者としてとらえるとの考え方に沿って整理していくことが適当とされており、以下のとおり定義府令を定めている。

(1) 受益証券発行信託の受益証券および信託の受益権

受益証券発行信託の受益証券と信託の受益権について、①委託者指図型の場合には委託者、②委託者非指図型で金銭を信託財産とする場合には受託者、③これら以外の場合には委託者および受託者が発行者となる旨を定めている(定義府令一四条二項二号、三項一号)。ただし、受

益証券発行信託の受益証券のうち有価証券信託受益証券に該当するものについては、預託証券(金商法二条一項一七号)と同様、原券の発行者を開示義務者とするとして定めている(定義府令一四条二項三号)。

なお、受益証券発行信託の受益証券(有価証券信託受益証券を除く)および信託の受益権のうち、委託者および受託者が発行者となる場合であっても、これら有価証券の発行後の情報は基本的に受託者が保有することとなると考えられることから、受託者のみが有価証券報告書の提出義務を負うものとなっている(特定有価証券開示府令二二条の二第二号)。

(2) 抵当証券

抵当証券法の規定により抵当証券の交付を受けた者(一般的には金融商品取引業者と考えられる)を発行者としている(定義府令一四条二項四号)。

(3) 集団投資スキーム持分等

いわゆる集団投資スキームについて法的性質はさまざまであることから、権利の性質に応じて発行者を定めることとしているが、基本的な考え方は従前のおりである。

具体的には、民法上の組合である場合には当該組合の業務執行組合員、匿名組合である場合にはその営業者、投資事業有限責任組合である場合には無限責任組合員、有限責任事業組合である場合には重要な業務執行の決定に関与し、

かつ、当該業務を自ら執行する組合員としている(定義府令一四条三項四号)。

なお、外国の法令に基づくものについても、基本的に、上記(1)～(3)に準ずるものが発行者となる。

(4) 第二項学校債

金商法施行令一条の三の四に規定する学校法人等に対する貸付けに係る債権(以下「第二項学校債」という)は、当該学校法人等が発行者となる(定義府令一四条三項六号)。

3 有価証券の取得の申込みの勧誘に類する行為

従前から特定の有価証券について、有価証券を発行しようとする時以外の行為を取得の申込みの勧誘に類する行為と定めているが、金商法上の有価証券の範囲が拡大したことに伴い、以下のものを追加して定めることとしている。

(1) 受益証券発行信託の受益証券および信託の受益権

いわゆる自益信託の場合には当初委託者が受益証券または受益権を取得した時点では自らの財産を受益証券化または受益権化して保有しているにすぎず、投資勧誘が行われていないと考えられることから、当該受益証券または受益権を譲渡するために行う有価証券の売付けの申込みまたはその買付けの申込み勧誘を取得勧誘(金商法二条三項)ととらえることとしている。

ただし、自益信託のうち合同運用金銭信託（注三）の場合には、委託者自らが投資者として金銭を信託するものと考えられることから、新たに発行される受益証券発行信託の受益証券または信託の受益権の取得の申込みの勧誘が取得勧誘と考えている（定義府令九条二号・四号）。

一方、他益信託の場合には特に規定を設けておらず、新たに発行される受益証券発行信託の受益証券または信託の受益権の取得の申込みの勧誘が取得勧誘と考えている（注四）。

（注三）現在の合同運用商品としては、「合同運用金銭信託」の販売が中心であることから、本稿では、これを念頭に記載している。なお、金商法の施行の際現に締結されている信託契約（信託契約が一個の信託約款に基づくものであって、当該信託契約に係る信託財産の管理または処分が、当該信託約款に基づいて受託者が他の委託者との間に締結する信託契約に係る信託財産の管理または処分と合同して行われるものに限り）に係る信託の受益権については、金商法の施行日から起算して一年を経過する日までの間は、金商法第二章の規定は適用しないとされている（整備政令附則一条一項）。また、当該信託の受益権で、その特定期間（金商法二四条五項に規定する特定期間）の末日（その日が施行日から起算して一年を経過した日前であるときは、同日）におけるその所有者の数が五〇〇以上であるものは、有価証券届出書を提出

したもののみならず、金商法第二章を適用するとしている（整備政令附則一条二項）。このような経過措置を設けることにより、既存の合同運用金銭信託について、一定の準備期間を設けることとしている。

（注四）他益信託により受益証券発行信託の受益証券または信託の受益権を発行しようとする場合には、一般的に金商法の取得勧誘に該当しないのではないかと考える向きもあるようであるが、たとえば、金銭支払いの対価として受益証券発行信託の受益証券または信託の受益権を発行する旨の勧誘により集められた金銭を信託財産として金銭の支払者を受託者とする旨の信託を行うような場合には、当該勧誘は、金商法における取得勧誘に該当し得るものとなるなど、他益信託の場合であっても取得勧誘が行われる可能性はある。

（2） 抵当証券

抵当証券については、登記所からその交付を受けた者（一般的には金融商品取引業者と考えられる）が当該抵当証券を譲渡するために行う当該抵当証券の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘が、取得勧誘に該当するとしている（定義府令九条三号）。

4 権利の発行時点

従前から特定の有価証券について、当該有価証券の金商法上の有価証券の発行時点を定める

必要があるものを定めているが、金商法上の有価証券が拡大したことに伴い、以下のものを追加して定めることとしている。

（1） 信託の受益権

自益信託（合同運用金銭信託を除く）の場合には有価証券を譲渡する時、それ以外の場合には信託の効力が生ずる時と定めている（定義府令一四條四項一号）。

（2） 集団投資スキーム持分等

基本的に従前の組合契約に係る権利と同様であり、発行時点を民法上の組合等に係る契約の効力が生ずる時と定めている（定義府令一四條四項三号イ）。

（3） 第二項学校債

金商法施行令一条の三の四に規定する学校法人等に対する貸付けに係る債権は、発行時点を当該債権の発生の時と定めている（定義府令一四條四項四号）。

5 学校債の開示内容

募集または売出しに関して届出が必要な学校債券（金商法二条二項二号に掲げる有価証券で金商法施行令一条二号に掲げるもの）または第二項学校債を発行しようとする学校法人等は、当該学校法人等の経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項を有価証券届出書において開示することとなるが、学校法人等の特殊性を勘案して、有価証券届出書の事業の状況等

について、学校法人等の特例を設けることとしている（開示府令第二号様式・記載上の注意⑧）。

三 集団投資スキーム持分等に係る開示規制

1 公衆縦覧型の開示規制

有価証券とみなされる金商法二条二項各号に掲げる権利は一般に流動性に乏しく、公衆縦覧型の開示規制を課す必要性が低いと考えられることから、原則、金商法第二章に定める開示規制は適用しないこととされた（金商法三条三号）（注五）。しかしながら、有価証券に対する投資を事業として行う投資型の集団投資スキーム持分（金商法二条二項五号・六号）等では、投資規模等に関し相当の広がりを持つものについての情報は、その出資者とはもとより、他の投資者にとつても重要な情報であると考えられる。このため、集団投資スキーム持分等のうち、その事業が主として有価証券に対する投資を行う事業であるものとして政令で定めるものについては、開示規制の対象とするものである（金商法三条三号）。政令では、主として有価証券に対する投資を行う事業を次のように規定している。

- (1) 出資者による出資または拠出の額の五〇パーセントを超える額を有価証券に投資する

る事業（一定の商品投資受益権に投資する法人への出資等を除く）に係る集団投資スキーム持分およびこの性質を有する外国の法令に基づく権利（金商法施行令二条の九第一項、二条の一〇第一項五号）

- (2) 信託の受益権のうち、その信託財産に属する資産の価額の総額の五〇パーセントを超える額を有価証券に対する投資に充てて運用を行う信託の受益権（厚生年金保険法に基づく厚生年金等の年金に係る信託契約、社債等振替法の規定により締結する加入者保護信託契約等の分別管理に係る信託契約等を除く）およびこの受益権の性質を有する外国の者に対する権利（金商法施行令二条の一〇第一項一号・二号）

- (3) 合名会社、合資会社または合同会社の社員権のうち、その出資総額の五〇パーセントを超える額を有価証券に対する投資に充てて事業を行う合名会社、合資会社または合同会社の社員権およびこの性質を有する外国の法令に基づく権利（金商法施行令二条の一〇第一項三号・四号）

（注五） 集団投資スキーム持分等を一般投資家向けに販売・勧誘する者に対し、金融商品取引業者としての登録を義務づけ、顧客に対する説明責任等の行為規制が適用されるため、投資者に対する情報提供は適切に行われると考えられる。

2 集団投資スキーム持分等の募集または売出し

集団投資スキーム持分等（金商法二条三項において「第二項有価証券」と定義されている）については、

- (1) 新たに発行される有価証券の取得勧誘のうち、その取得勧誘に応じることにより相当程度多数の者が当該有価証券を所有することとなる場合（注六）として政令で定める場合を「有価証券の募集」

- (2) すでに発行された有価証券の売付け勧誘等のうち、その売付け勧誘等に応じることにより、当該有価証券を相当程度多数の者が所有することとなる場合として政令で定める場合を「有価証券の売出し」と定義している（金商法二条三項三号、二条四項二号）。当該有価証券の具体的な所有者数については、政令において、いずれも「五〇〇名以上の者が所有することとなる場合」と規定している（金商法施行令一条の七の二、一条の八の二）（注七）。

（注六） 一定規模以上の集団投資スキーム等に係る権利（第二項有価証券）を開示規制の対象とすることを前提としていることから、第一項有価証券（金商法二条一項各号に掲げる有価証券）の募集または売出しの定義に係る人数基準である「多数の者」に対し、第二項有価証券の人数

基準は「相当程度多数の者」とし、その具体的な基準については、株券に係る有価証券報告書の提出義務要件（いわゆる「外形基準」（金商法二四条一項四号））に係る人数基準等を参考とした。

（注七） 第一項有価証券に係る募集または売出しについての判定は「勧誘者数」で行うが、ファンド等の集団投資スキーム持分等については、「保有者数」で行うことに留意が必要である。

3 有価証券投資事業権利等の外形基準

株券（注八）と同様、開示規制の対象となる集団投資スキーム持分等（金商法三条三号では、「有価証券投資事業権利等」と定義されている）についても、募集または売出しに係る有価証券届出書を提出していない場合であっても、その集団投資スキーム等の規模が一定規模以上である場合には、有価証券報告書の提出義務が生じることとされた。

具体的には、有価証券投資事業権利等のうち金商法二条二項一号、三号および五号に掲げる権利について、取得勧誘または組織再編成発行手続に際し、これが有価証券の募集に該当せず、有価証券届出書を提出していない場合であっても、その後、同種の有価証券投資事業権利等の所有者が五〇〇名以上となり、かつ、当該有価証券投資事業権利等に係る資産の額が一億円以上である場合には、有価証券報告書の提出義務

が生じることとなる（金商法二四条五項において準用する同条一項ただし書・四号、金商法施行令四条の二第二項（五項））。

なお、この五〇〇名の所有者の算定方法については、信託の受益権の場合には信託財産、受益権の内容および弁済期、合名会社もしくは合資会社の社員権または合同会社の社員権の場合には社員権の内容、いわゆる集団投資スキーム持分については出資者の権利の内容が同一である特定有価証券ごとに、その所有者の名簿に記載されている者の数としている（特定有価証券開示府令二六条の二）。

また、集団投資スキーム持分と性質は異なるものの、第二項学校債についても、当該権利者が五〇〇名以上となり、かつ、学校法人等の貸借対照表上の純資産額が一億円以上である場合には、有価証券報告書の提出義務が生じることとなる（金商法二七条において準用する金商法二四条一項ただし書・四号、金商法施行令四条の二一、開示府令一六条の三第五号）。

（注八） 株券または優先出資証券の発行者で、当事業年度を含む過去五事業年度のいずれかの末日における当該株券または優先出資証券の所有者数が五〇〇名以上であり、かつ、資本金五億円以上である場合は、有価証券報告書を提出しなければならない（金商法二四条一項四号、金商法施行令三条の六第二項・三項、四条の二一第四項・五項）。

四 有価証券の「性質」に着目した開示制度

1 「特定有価証券」の範囲

特定有価証券について、金商法五条一項により定義が明確化されたところであり、これに沿って、特定有価証券の範囲が定められている（金商法施行令二条の一三）。具体的には、証取法施行令三条の四において規定されるものに加え、受益証券発行信託の受益証券、抵当証券、金商法二条二項一号から六号までに掲げる権利、有価証券信託受益証券のうち特定有価証券を原券とするものを政令により特定有価証券と規定している。

このうち、合名会社もしくは合資会社の社員権または合同会社の社員権および有限責任事業組合契約に基づく権利（外国の法令に基づくこれに類する権利を含む）については、現在では、開示府令により開示がなされているところである。しかしながら、これらの社員権に係る会社および権利に係る組合は、その保有資産を運用するためのプールとして用いられている場合が多く、発行者自身の信用力を開示するよりも、発行者が行う資産の運用等の開示を求めるほうが投資者保護に資すると考えられることから、金商法では特定有価証券に指定しており、開示

様式が金商法施行日前後で異なる。

また、特定有価証券開示府令八条は、廃止される証取法施行令三条の四第五号に規定する内閣府令に相当する規定であるが、新たに、会社法施行規則二条三項一七号に掲げる信託社債や特定有価証券開示府令八条一号から六号までに掲げる有価証券を受託有価証券とする有価証券信託受益証券を、特定有価証券に指定している。

2 開示情報の充実

第一部会報告において、特定有価証券に係る開示内容については、資産の内容、その運用者および運用サービスの内容に関する開示情報の充実を図ることが求められていることから、これに沿って有価証券届出書等の開示情報の充実を図る改正を行っている。具体的には、以下の各項目に記載のとおりであるが、基本的にいずれの項目についても現在の開示情報の記載内容の明確化を図ることを目的としている。

なお、複数の様式において同趣旨の改正がなされている場合、誌面の都合上、代表的なものを具体例として記載することとしているが、実際の有価証券の発行に際しては各様式の記載上の注意を参考にされたい。

(1) 資産の内容に関する開示情報の充実

① 投資不動産物件の開示情報の充実

REIT等の不動産を運用資産とする投資商品が多数流通していること、昨今において建物

の耐震強度の偽装の問題が生じていること等から、投資対象のうち、特に投資不動産について開示情報の充実を図ることとしている。具体的には、投資不動産物件について、「評価方法及び評価者の氏名又は名称」、「担保の内容、不動産の状況（不動産の構造、現況その他の投資不動産の価格に重要な影響を及ぼす事項）、不動産の状況に関する第三者による調査結果の概要（行っていない場合にはその旨）及び調査者の氏名又は名称」の記載を求めることとしている（特定有価証券開示府令第四号様式・記載上の注意⁽²⁸⁾ b）。

この「評価者の氏名又は名称」や「調査者の氏名又は名称」とは、基本的に、その価格評価または調査について責任を負う者の氏名または名称が記載されるべきものと考えられる。評価者または調査者が法人の場合には当該法人名を記載することとなるが、併せて当該法人の役職員のうち実際に評価作業を行った者の氏名を記載することも妨げられるものではないと考え

る。「担保の内容、不動産の状況（不動産の構造、現況その他の投資不動産の価格に重要な影響を及ぼす事項）、不動産の状況に関する第三者による調査結果の概要（行っていない場合にはその旨）及び調査者の氏名又は名称」における「不動産の構造」については、従来から記載が求められている「（物件ごとの）構造」の内容

にとどまらず、当該不動産の価格に重要な影響を及ぼす事項であって「不動産の構造」に関するものを広く記載するように義務づけるものである。また、「不動産の状況に関する第三者による調査」の具体的な範囲については、各特定有価証券の発行者において個別の状況に応じて適切に判断されるものであるが、たとえば、土地・建物の形状・立地（たとえば、三角地であること）、土壌汚染または建物の耐震強度等の状況など、投資不動産の価格に重要な影響を及ぼし得る事項についての調査が考えられるものの、調査はこれらに限定されるものではないことから、「調査」を例示することとはしていない。さらに、当該調査「結果の概要」には、たとえば、現在の不動産投資信託等の実務において投資不動産に対する調査結果として存在している建物状況調査報告書における金融修繕費（短期・長期）の総額、鑑定評価書における評価額、地震レポートにおける地震による予想最大損失率（いわゆるPML値）等が該当し得ると考えられるが、個別の物件の状況や行った調査の内容にも応じて、投資者の投資判断に必要な事項が適切に記載されることが必要と考えられることから、何をもって「（調査）結果の概要」とするかについても例示することとはしていない。

なお、取得した投資不動産について前所有者から信頼のおける調査結果を入手できず、また、

当該物件の取得後に調査を行っていない場合は、「(調査) 結果の概要」として、その旨を記載することが考えられる。

② ファンド・オブ・ファンズの開示情報の充実(特定有価証券開示府令第四号様式)

いわゆるベビー・マザー形態のファンドやファンド・オブ・ファンズについて、現在でも、投資者が投資するファンドの投資するファンド(投資対象ファンド)の開示は一定程度はなされているが、明示的に開示が義務づけられていないことから、その開示情報は、ファンドごとに異なるものとなっている。

しかしながら、投資者が投資するファンドの目的および基本的性格等が明確に開示されていることが投資者保護に資するものと考えられることから、ベビー・マザー形態のファンドやファンド・オブ・ファンズの内容を開示することを明確に規定することとしている。

具体的には、たとえば、特定の投資信託商品のみを投資対象とし、その旨が投資信託証券に係る投資信託の約款に定められている場合には、当該投資信託を含めた全体をファンドとみなして記載すること(特定有価証券開示府令第四号様式・記載上の注意(2)c)とし、いわゆるベビー・マザー形態であるファンドも含め、ファンドの目的および基本的性格が具体的に記載されることを明示的に義務づけているほか、ベビー・マザー形態以外のいわゆるファンド・オ

ブ・ファンズの目的および基本的性格が投資者に明確にわかるように記載することを明示的に義務づけることとしている(特定有価証券開示府令第四号様式・記載上の注意(2)d)(注九)。

ファンドの仕組み、投資方針、投資対象においても同様の改正を行っている(特定有価証券開示府令第四号様式・記載上の注意(3)a、(4)、(5)c)。特に、投資対象については、ファンド・オブ・ファンズの形態をとるファンドにおいては、投資者が得るファンドの収益は投資対象ファンドのパフォーマンスによるところが大きいものと考えられることから、ファンドが投資する投資対象ファンドについてファンドの純資産総額の一〇パーセントを超えて投資する投資対象ファンドの名称・運用の基本方針・主要な投資対象および委託会社社を記載することとしている。

(注九) このファンド・オブ・ファンズの定義については、基本的に、社団法人投資信託協会作成の「投資信託等の運用に関する規則」(平成一九年四月二〇日改正)二条三項に沿うように規定している。

(2) 資産の運用者に関する開示情報の充実

特定有価証券の発行者は内部統制報告書を提出することが求められていないものの(金商法二四条の四の四第三項の政令を定めていない)、昨今、投資法人資産運用業に係る善管注意義務違反・一般事務受託者としての善管注意義務違

反、投資法人の役員会不開催や不適切な運営に對して行政処分が行われたこと等から、特定有価証券の開示情報として、資産の運用者に関する内部管理体制や関係法人に対する管理体制等の記載を明示的に求めることとしている。

具体的には、たとえば、投資信託の受益証券である場合にはファンドの運用体制の例示項目として「内部管理及びファンドに係る意思決定を監督する組織、人員及び手続並びにこれらの者の相互連携等、委託会社等によるファンドの関係法人(販売会社を除く。)に対する管理体制」を加えることとしている(特定有価証券開示府令第四号様式・記載上の注意(4))。

資産流動化証券である場合には、「管理資産の関係法人」の欄に代えて、「管理資産の管理体制等」の欄を設け、管理資産の管理を行う会社の統治に関する事項および管理資産の事務受託者に対する管理体制の整備の状況やリスク管理体制の記載を求めること等としている(特定有価証券開示府令第五号の二様式・記載上の注意(3)c)。

(3) 資産の運用サービスに関する開示情報の充実

投資者によりわかりやすい開示書類の作成を求めるとの観点から、特定有価証券の各様式において、具体的な運用方針等について記載内容の明確化を図ることとしている。

具体的には、たとえば、投資信託の受益証券

である場合にはファンド・オブ・ファンズの場合における投資先ファンドの選定方針として重視している事項（たとえば、投資先ファンドの投資実績全体を重視しているか、投資先ファンドの具体的な投資先を重視しているか等）の記載を求めることとしている（特定有価証券開示府令第四号様式・記載上の注意⁽⁴⁾）。

資産流動化証券である場合には、「管理資産の管理を行う会社の管理資産の管理及び処分に關する基本的態度（管理及び処分の方針、管理及び処分の形態等）」（特定有価証券開示府令第五号の様式・記載上の注意^{(3) b}）の記載を求めることとしている。

(4) 投資リスクの追加

証取法では特定有価証券のうち投資信託の受益証券または投資証券について、リスク情報の開示がなされているが、金商法ではこれを他の特定有価証券にも拡大し、「投資リスク」の記載を求めることとしている。「投資リスク」の具体的な記載内容については、各特定有価証券や運用財産に応じて適切な記載がなされるものと考えている。

3 報告書代替書面制度の提出手続

特定有価証券に係る開示規制の適用について、柔軟な対応を可能とするため報告書代替書面制度を導入したところであるが（注一〇）、特定有価証券開示府令では、報告書代替書面制

度の提出に關する具体的手続を定めている。

具体的には、報告書代替書面を提出しようとする特定有価証券の発行者は、有価証券報告書に係る特定期間、報告書代替書面の提出に關して金融庁長官の承認を必要とする理由および報告書代替書面の作成の根拠となる法令の条項または金融商品取引所の規則の規定を記載した承認申請書に定款等を添付して金融庁長官に提出し、その承認を受けた上で、報告書代替書面三通を作成し、有価証券報告書と併せて関東財務局長に提出することとなる（特定有価証券開示府令二七条の四の二第一項～三項）。当該提出者が外国特定有価証券の発行者である場合には、本邦内に代理人を置くことを必要とし、また、承認申請書に代表者および代理人の権限を示す書面ならびに法令に關する法律意見書等を添付することを必要とする（特定有価証券開示府令二七条の四の二第三項、四項）。

また、半期報告書および臨時報告書についても、報告書代替書面の提出手続と同様に、半期代替書面（特定有価証券開示府令二八条の四）および臨時代替書面（同府令二九条の二）の提出手続を定めている。

（注一〇） 法律の解説については、谷口義幸「野村昭文「企業内容等開示制度の整備」本誌一七七三号（二〇〇六）三九頁を参照。

五 開示規制の適用の明確化等

1 開示規制の適用の明確化

証取法施行令一条の四第三項では、新株予約権証券に係る募集の判定に当たつての特例として、新株予約権証券の発行会社が、その発行会社またはその発行会社が他の会社の発行済株式の総数を所有する場合における当該他の会社の取締役、会計参与、監査役、執行役または使用人のみを相手方として、当該新株予約権証券の取得の申込みの勧誘を行う（ストック・オプションを付与する）場合は、これらの者の数を勧誘の相手方の人数から除外することとしている。

これは、その募集または売出しの相手方が、当該有価証券に係る情報をすでに取得し、または容易に取得することができる場合には、開示規制を適用しなくとも投資者保護に欠けることがないと考えられることから、このような有価証券の募集または売出しについては、実務上、開示規制の対象とならないよう解釈上の対応を行ってきたが、これらの取扱いを明確化するため、法律上のルールとして整理することとしたものである（第一部会報告）。

金商法では、有価証券の募集または売出しのうち、有価証券の募集または売出しの相手方が

当該有価証券に係る情報および当該有価証券の発行者に関する情報をすでに取得し、または容易に取得することができる場合として政令で定める場合におけるものについては、当該有価証券の募集または売出しに係る有価証券届出書の提出を不要とする旨が規定された（金商法四条一項一号）。

政令では、新株予約権証券（譲渡による当該新株予約権の取得について、当該発行会社の承認を要する旨が定められているものに限り）および外国会社が発行する新株予約権証券の性質を有するもの（譲渡が禁止される旨の制限が付されているものに限り）（以下「新株予約権証券等」という）の発行会社が、当該発行会社または当該発行会社に関係する会社（当該発行会社が発行済株式の総数を所有するものに限り）の取締役、会計参与、監査役、執行役または使用人を相手方として、当該新株予約権証券等の取得等の勧誘を行う場合を規定した（金商法施行令二条の二、開示府令二条一項・二項）。なお、これに伴い、証取法施行令一条の四第三項、一条の六第二項（一条の四第三項の規定を準用する部分）および一条の八第二項の規定は削除した。

商法においても、金商法四条一項一号の規定により募集または売出しの届出を要しないこととなる場合であっても、新株予約権証券等の発行価額または売出価額の総額が一億円以上であるものにつき取締役会の決議等または株主総会の決議があった場合には、臨時報告書の提出が必要とされる（開示府令一九条二項二号の二）。

2 有価証券の募集または売出しの定義の見直し

(1) 有価証券の募集

従来、有価証券の募集に該当するか否かの判定に当たり、一定の要件を満たす場合には勧誘の相手方の数から適格機関投資家の数を除外するという特例を証取法施行令において規定していたが（証取法施行令一条の四第二項）、プロ私募とのバランスを考慮し、金商法における有価証券の募集の定義規定の中で、プロ私募の要件を満たす場合に限り、勧誘の相手方に含まれる適格機関投資家を除く旨が規定された（金商法二条三項一号）。これに伴い、証取法施行令一条の四第二項の規定を廃止した。

(2) 有価証券の売出し

昨今、有価証券の取引形態が多様になってきていることを踏まえ、投資情報的確な提供を確保しつつ、過度の開示規制により有価証券取引制度の円滑な運用が損なわれることがないようにする観点から、金商法では、「取引所金融

商品市場における有価証券の売買及びこれに準ずる取引その他の政令で定める有価証券の取引」については、「有価証券の売出し」に該当しないものと規定し（金商法二条四項本文、開示規制を適用しないことを明確化した）。

これを受け、金商法施行令では、投資者が基本的に十分な投資情報の入手が可能であり、売出しに該当しないとの取扱いをしても投資者保護に欠けることがないと考えられるものとして、①取引所金融商品市場における有価証券の売買、②金融商品取引所に上場されている有価証券のPTS（私設取引システム）における売買を規定することとした（金商法施行令一条の七の三）。

六 有価証券報告書提出免除

1 要件および対象となる有価証券報告書

従来より、その発行する有価証券に関し、募集または売出しに係る有価証券届出書（または発行登録追補書類）を提出し、または外形基準に該当することによって有価証券報告書を提出しなければならぬ発行者については、次のいずれかに該当する場合、内閣総理大臣（実際は、有価証券報告書を提出すべき財務局長）の承認を受けることにより有価証券報告書の提出が免除される（金商法二四条一項ただし書、金商法施

行令四条、開示府令一六条。

清算中の者

(1) 相当の期間事業を休止している者

(2) (3) その募集または売出しに係る有価証券届出書を提出した有価証券の発行者で、当該有価証券の所有者の数が二五名未満である者

このうち、(3)については、当該有価証券の所有者数が減少し流通性が低いものについて、当該有価証券に係る情報の開示を行う必要性は低く、開示を行うことが発行者にとって重い負担となるものと考えられることから、有価証券報告書提出義務を免除するものである。

しかしながら、有価証券のうち、とりわけ株券については、社債等と異なり、償還期限が存在しないこと等から、株券の募集または売出しを行った会社でその株主数が二五名未満となることは希有であり、多くの場合提出義務者は継続開示を行うための負担を強いられいているとの指摘がある。

こうした指摘等を踏まえ、金商法において、株券等についての有価証券報告書提出義務の免除要件を新設したものである(注一一)(金商法二四一条一項ただし書前段)。

具体的には、株券その他の政令で定める有価証券(株券および優先出資証券を規定した(金商法施行令三条の五第一項、四条の一〇第一項)(注一二)の募集または売出しに係る有価証券

届出書を提出したことにより有価証券報告書の提出しなければならない会社(過去に株券または優先出資証券の募集または売出しに係る有価証券届出書を複数提出している場合には、これらの有価証券届出書のうち直前に提出した有価証券届出書の提出日の属する事業年度終了後五年を経過している会社に限る)であって、①当該事業年度を含む前五事業年度のすべての末日における当該株券または優先出資証券の所有者数が三〇〇名(金商法施行令三条の五第二項、四条の一〇第二項)未満であり、②有価証券報告書を提出しなくても公益または投資者保護に欠けることがないものとして内閣総理大臣の承認を受けたときには、当該事業年度に係る有価証券報告書の提出義務を免除するものである(注一三)。

なお、株券または優先出資証券の所有者数は、承認申請のあった日の属する事業年度の直前事業年度(「当該事業年度」の末日および当該直前事業年度の開始の日前四年以内に開始した事業年度のすべての末日において株主名簿または優先出資者名簿に記載され、または記録されている者の数で判断することになる(開示府令一五条の三第二項)。

また、株券または優先出資証券の所有者数は事業年度の末日において判断するため、要件を満たす場合には、当該事業年度に係る有価証券報告書からその提出が免除されることに留意が

必要である。金商法施行時のこの規定の適用については、当該施行日(平成一九年九月三〇日)以後に到来する事業年度の末日(三月決算会社の場合は、平成二〇年三月三二日)において、施行日前に終了した事業年度を含め、過去五事業年度の末日における株主数等により判断することとなり、要件を満たしている場合には、当該事業年度(平成二〇年三月期)に係る有価証券報告書から提出が免除される(したがって、平成一九年九月中間期に係る半期報告書の提出は必要である)。

(注一一) 従来の有価証券報告書提出義務の免除要件は、金商法においても引き続き定められている。

(注一二) 外国会社が発行する証券または証書で株券または優先出資証券の性質を有するものは、対象にはならない。

(注一三) この有価証券報告書の提出義務の免除を受けた場合には、その後の事業年度の末日における株主数または優先出資者数が三〇〇名以上となった場合でも、有価証券報告書の提出義務は生じない(当該株券または優先出資証券に係る有価証券報告書の提出義務は消滅する)。

2 承認申請手続

この有価証券報告書の提出免除の承認を申請しようとする場合には、承認申請書(注一四)に、①当該会社の定款、②申請時における株主

名簿または優先出資者名簿の写しを添えて、当該有価証券報告書を提出すべき財務局長等に提出しなければならない（開示府令一五条の三第一項）。

（注一四） 承認申請書には、会社名、所在地、代表者の氏名、当該事業年度を含む過去五事業年度のすべての末日における株主名簿または優先出資者名簿に記載され、または記録されている者の数等を記載することが考えられる。

七 組織再編成に係る開示制度

1 有価証券届出書の提出義務

従来、合併に係る情報開示については、存続会社となる会社が非開示会社、消滅会社となる会社が開示会社である場合、合併による株式の発行に係る発行開示は行われないが、存続会社は消滅会社の継続開示義務を引き継ぐという取扱いとしている（金商法施行前の企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等ガイドライン）214④⑤、2415）。

しかしながら、最近の企業の組織再編成（金商法では、合併、会社分割、株式交換および株式移転を「組織再編成」と定義している（金商法二条の二第一項、金商法施行令二条）をめぐ）る動向を踏まえると、①組織再編成に関する情報は投資者にとって重要な投資情報であると考

えられ、②会社法において組織再編成における対価の柔軟化が認められ（いわゆる三角合併が可能となり）、たとえば、合併において、開示会社であった消滅会社の株主に対し、存続会社以外の非開示会社の株式が対価として交付される場合、従来の取扱いは、対価として交付される株式の発行会社は存続会社でないために開示義務を承継せず、当該消滅会社の株主は対価として交付された株式の発行会社に関する情報等を入手することができないこととなるため、組織再編成の対価として交付される有価証券の発行者に当該有価証券やその発行会社に関する情報の開示を義務づけることとしたものである。

ただし、組織再編成の対象となる会社（金商法では、「組織再編成対象会社」として、吸収合併消滅会社、株式交換完全子会社その他の会社を規定している（金商法二条の二第四項一号）（注一五）の株式等がそもそも非開示である場合は、あえて開示規制の対象にするという必要性に乏しいと考えられ、また、対価として交付される有価証券についてすでに開示が行われている場合には、その情報は臨時報告書および有価証券報告書において開示され、発行開示を求める必要性に乏しいと考えられる。

このため、次のいずれにも該当する場合における「特定組織再編成発行手続」（下記2(1)参照）または「特定組織再編成交付手続」（下記2(2)

参照）について、発行開示とその後の継続開示を義務づけることとされた（金商法四条一項二号）。

① 組織再編成対象会社の株式等（株式、新株予約権証券等をいう）（注一六）に関して、開示が行われている場合

② 組織再編成により発行され、または交付される有価証券に関して、開示が行われていない場合

（注一五）「組織再編成対象会社」として、吸収合併消滅会社、株式交換完全子会社のほか、政令において、新設合併消滅会社、吸収分割会社、新設分割会社および株式移転完全子会社を規定した（金商法二条の二第四項一号、金商法施行令二条の二）。

（注一六） 株式等として、株式のほか、次の有価証券を規定した（金商法施行令二条の三）。

- ① 新株予約権証券
- ② 新株予約権付社債券
- ③ 有価証券信託受益証券で①および②の有価証券を受託有価証券とするもの
- ④ 預託証券で①および②の有価証券に係る権利を表示するもの

2 特定組織再編成発行手続および特定組織再編成交付手続

特定組織再編成発行手続および特定組織再編成交付手続は、次のように定義される。

(1) 特定組織再編成発行手続

「組織再編成発行手続」(組織再編成により、新たに有価証券が発行される場合における当該組織再編成に係る書面等の備置き(注一七)その他政令で定める行為(注一八)をいう)(金商法二条の二第二項)のうち、次の①または②に該当する場合を「特定組織再編成発行手続」とし、発行価額の総額が一億円以上である場合に有価証券届出書の提出が義務づけられる(金商法四条一項五号)(注一九)。

① 新たに発行される有価証券が第一項有価証券である場合で、当該組織再編成対象会社の株券等の所有者(組織再編成対象会社株主等)という(金商法二条の二第四項一)が多数の者(五〇名以上)(金商法施行令二条の四)であるとき(金商法二条の二第四項一)。

ただし、次に該当するものは除く。

イ 組織再編成対象会社株主等が適格機関投資家のみであって、「プロ私募」の要件を満たす場合(金商法二条の二第四項二)イ、金商法施行令一条の四)

ロ 組織再編成対象会社株主等が四九名以下であって、「少人数私募」の要件を満たす場合(金商法二条の二第四項二)ロ、金商法施行令一条の七)

② 新たに発行される有価証券が第二項有価証券である場合で、当該組織再編成対象会社株主等が相当程度多数の者(五〇〇名以上)(金

商法施行令二条の五)であるとき(金商法二条の二第四項三)

(注一七) 会社法七八二条一項の規定による吸収合併契約等の内容その他の事項を記載し、もしくは記録した書面もしくは電磁的記録の備置きまたは同法八〇三条一項の規定による新設合併契約等の内容その他の事項を記載し、もしくは記録した書面もしくは電磁的記録の備置きである(金商法二条の二第二項)。

(注一八) この政令は定められていない。

(注一九) 原則として、「有価証券の募集」と同様の開示規制が課される。

(2) 特定組織再編成交付手続

「組織再編成交付手続」(すでに発行された有価証券が交付される場合における当該組織再編成に係る書面等の備置き(注一七)参照)その他政令で定める行為(注二〇)をいう(金商法二条の二第三項)のうち、次の①または②に該当する場合を「特定組織再編成交付手続」として、売価額の総額が一億円以上である場合に有価証券届出書の提出が義務づけられる(金商法四条一項五号)(注二一)。

① すでに発行された有価証券が第一項有価証券である場合で、当該組織再編成対象会社株主等が多数の者(五〇名以上)(金商法施行令二条の六)であるとき(金商法二条の二第五項一)

② すでに発行された有価証券が第二項有価

証券である場合で、当該組織再編成対象会社株主等が相当程度多数の者(五〇〇名以上)(金商法施行令二条の七)であるとき(金商法二条の二第五項二)

(注二〇) この政令は定められていない。

(注二一) 原則として、「有価証券の売出し」と同様の開示規制が課される。

3 有価証券届出書の記載内容

特定組織再編成発行手続または特定組織再編成交付手続を行う場合に提出する有価証券届出書として、開示府令に組織再編成用の有価証券届出書の様式(内国会社については第二号の六様式・第二号の七様式(新規公開用)、外国会社については第七号の四様式)を新設し、従来の有価証券届出書(第二号様式)の記載項目に加え、組織再編成に関する情報の記載を求めることとした(開示府令八条一項三三・五号、二項二)。

具体的には、次のものを記載項目とした。

- (1) 組織再編成の概要、目的等
- (2) 組織再編成当会社(組織再編成対象会社以外の会社)の概要(当該有価証券届出書の提出会社を除く)
- (3) 組織再編成の契約の内容、割当ての内容およびその算定根拠
- (4) 組織再編成に関する手続
- (5) 統合財務情報(組織再編成後の主要な経営指標等)

(6) 組織再編成対象会社の会社情報

なお、株券等の発行者以外の者による公開買付けにおいて、有価証券を当該公開買付けの対価とする場合に提出する有価証券届出書については、組織再編成に係る有価証券届出書の様式により作成したものを提出しなければならない（開示府令八条一項三号・五号）。

4 臨時報告書の記載内容

提出会社が株式交換完全親会社となる株式交換を行うことを当該提出会社の業務執行を決定する機関が決定した場合等において提出する臨時報告書について、当該株式交換により当該株式交換完全親会社の株券以外の有価証券が割り当てられる場合等の当該有価証券の発行者の情報として、次の事項を記載することとした（開示府令一九条二項六号の二等）。

- (1) 商号、本店の所在地、代表者の氏名、資本金または出資の額、純資産の額、総資産の額および事業の内容
- (2) 最近三年間に終了した各事業年度の売上高、営業利益、経常利益および純利益
- (3) 大株主の氏名または名称および発行済株式の総数に占める大株主の持株数の割合
- (4) 提出会社との間の資本関係、人的関係および取引関係

八 適格機関投資家の範囲の拡大

今回、定義府令において、開示規制の柔軟化を図る観点から適格機関投資家の範囲を大幅に拡大している。

具体的には、適格機関投資家の範囲について次のような改正、新設を行った。

- (1) 信託会社（管理型信託会社を除く）および外国信託会社（管理型外国信託会社を除く）のうち、金融庁長官に届出を行った者を追加している（定義府令一〇条一項二号・三二号）。
- (2) 従来、金融機関以外の者は、有価証券報告書を提出している会社であって有価証券残高一〇〇億円を有する会社のみが適格機関投資家として届出を行うことができたが、これを大幅に緩和し、有価証券残高基準を一〇〇億円から一〇億円に引き下げ、①新たに有価証券残高一〇億円以上の会社以外の法人（定義府令一〇条一項二三号イ）、②有価証券残高一〇億円以上で金融商品取引業者等に口座を開設してから一年を経過している個人（同項二四号イ）を追加している。
- (3) 組合等の契約に係る有価証券残高が一〇億円以上ですべての組合員等の同意を得ている業務執行組合員等である法人および個人を追加している（同項二三号ロ・二四号ロ）。
- (4) 信用協同組合については、金融機関であ

りながら、有価証券の取引等に当たって目論見書の交付を求めるものもあること等から、信用協同組合のうち届出を行った者を適格機関投資家とすることとしている（定義府令一〇条一項九号）。

(2)および(3)に該当する法人および個人は、適格機関投資家になろうとするときには金融庁長官への届出が必要であり、「有価証券残高」の要件については、届出日から直近日の有価証券残高を示す書類に基づき、届出を行おうとする者が自ら確認し、届出を行うことが必要である。この「有価証券残高」は、原則として時価により計算し、時価がないものについては公正妥当な基準により算定した額により計算することが適当であると考えている。

なお、適格機関投資家として届出を行うことができる期間についての改正は行っていないため、届出期間は従来どおり、一月および七月の各一月間である（定義府令一〇条五項）。

九 募集によらない場合の有価証券通知書の廃止

金融商品取引法制における開示規制の整備の一環として、金商法施行令、開示制度関係の内閣府令の整備に併せ、募集によらない有価証券を発行する場合に提出する有価証券通知書について見直しを行った。

1 株券に係る有価証券通知書

発行価額の総額が一億円以上である株券を募集によらないで発行する場合に有価証券通知書の提出を求めている規定（改正府令による改正前の開示府令六条）を削除する。このため、金商法施行日以後は、特定募集等（金商法四条四項）に該当する場合においてのみ有価証券通知書の提出が必要となる。

2 投資信託証券等に係る有価証券通知書

同様に、発行価額の総額が一億円以上である投資信託証券および資産流動化受益証券を募集によらないで発行する場合に有価証券通知書の提出を求めている規定（改正府令による改正前の特定有価証券開示府令七条）を削除する。このため、金商法施行日以後は、特定募集等（金商法四条四項）に該当する場合においてのみ有価証券通知書の提出が必要となる。

一〇 短期投資法人債等に係る発行登録

投信法に基づき短期投資法人債の発行が可能となったことに応じて、発行登録書の新様式を設け（特定有価証券開示府令一八条二項）、発行登録追補書類の提出を有しない有価証券として短期外債を規定し（同府令一八条の七の二）、少数人向け勧誘に係る告知を要しない有価証券として短期外債を規定する（同府令二〇条の二）

旨の改正を行っている。

一一 自己株券等買付状況報告出関係

買付けを行った場合に自己株券買付状況報告書の提出が義務づけられる自己株式に係る上場株券等の範囲に、株券と同様の権利を有することとなる、①上場株券または店頭登録株券を受託有価証券とする有価証券信託受益証券、②株券（上場株券または店頭登録株券を除く）に係る権利を表示する預託証券（金商法二条一項一七号）で上場または店頭登録されているものを追加することとし、所要の改正を行っている（金商法施行令四条の三第二項）。

一二 公開買付制度・大量保有報告制度 関係

発行者以外の者による公開買付け、発行者による公開買付けおよび大量保有報告の対象となる株券等の範囲には、それぞれ対象となる株券等の権利を表示する預託証券が含まれているが、これと同様に、当該株券等と同様の権利を有することとなる当該株券等を受託有価証券とする有価証券信託受益証券を追加することとし、所要の改正を行っている（金商法施行令六条一項四号、一四条の四第一項四号、一四条の四の二第二号）。

（たにぐち・よしゆき
みねぎし・けんたろう）

金融商品取引法研究会メンバー

(平成 20 年 3 月 19 日現在)

顧問	森 本 滋	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	戸 田 暁	京都大学大学院法学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松 尾 直 彦	東京大学公共政策大学院客員教授
〃	永 井 智 亮	野村證券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	菊 地 鋼 二	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	河 村 賢 治	日本証券業協会客員研究員・ 関東学院大学経済学部准教授
〃	檜 崎 みどり	日本証券業協会客員研究員・中央大学法学部准教授
〃	若 林 泰 伸	日本証券業協会客員研究員・ 国学院大学法学部准教授
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
〃	萬 澤 陽 子	立教大学法学部助教
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
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[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
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月
第13号「敵対的買収に関する法規制」 報告者 中東正文名古屋大学教授	2006年5月

- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月
報告者 太田洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授

[新 刊 案 内]

新外国証券関係法令集 アメリカ II

「1939 年信託証書法」「1940 投資会社法」など

米国の証券関係法令を全訳 2008 年 3 月発刊

A5 判 295 頁 税込 1,300 円 + 税

新外国証券関係法令集 EU (欧州連合)

金融商品市場指令(M i F I D) , 透明性指令 他

EU の主要な資本市場関連指令を全訳 2007 年 12 月発刊

A5 判 432 頁 税込 2,000 円 + 税

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。
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。

金融商品取引法研究会研究記録 第 23 号

開 示 制 度 (I)

—企業再編成に係る開示制度および

集団投資スキーム持分等の開示制度—

平成 20 年 4 月 30 日

定価 (本体 500 円 + 税)

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
(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>

ISBN978-4-89032-639-6 C3032 ¥500E