

金融商品取引法研究会
研究記録第 49 号

継続開示義務者の範囲

—アメリカ法を中心に—

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

継続開示義務者の範囲
—アメリカ法を中心に—
(平成 27 年 1 月 28 日開催)

報告者 飯 田 秀 総
(神戸大学大学院法学研究科准教授)

目 次

I. 問題の所在	1
1. 序説	1
2. 従来 of 学説	2
3. 問題提起	3
4. 本稿 of 課題と構成	5
II. 法改正の経緯	6
1. 序説	6
2. アメリカ法の改正の経緯	6
3. 日本法の改正の経緯	10
4. 小括	13
III. アメリカの学説の検討	15
1. 類似する会社に対する level playing field	15
2. 投資者の保護・強制開示の法と経済学	19
3. 公共性と企業の規模	21
4. 小括	22
IV. むすび	22
討 議	24
報告者レジュメ	46
資 料	54

金融商品取引法研究会出席者(平成 27 年 1 月 28 日)

報告者	飯田秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
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	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	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
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学法学部教授
幹事	萬澤陽子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	永井智亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社執行役員経営企画部長
〃	鎌塚正人	S M B C 日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	田島浩毅	三菱 U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	高良美紀子	東京証券取引所総務部法務グループ課長
特別参加者	梅村元史	金融庁総務企画局市場課総括補佐
〃	大谷潤	金融庁総務企画局企業開示課開示企画調整官
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—

神田会長 定刻になりましたので、第5回目の金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。本日は、私、神田が進行を務めさせていただきます。

まず、オブザーバーの代理出席をご紹介します。オブザーバーとして、金融庁総務企画局の田原市場課長にご出席いただいているわけですが、本日はご欠席ということでございまして、代理として、市場課の梅村総括補佐と企業開示課の大谷開示課調整官にご出席いただいております。よろしくお願いいたします。

本日は、既にご案内しておりますとおり、神戸大学の飯田先生から「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」ということでご報告をいただき、議論したいと思います。

それでは、飯田先生、よろしくお願いいたします。

[飯田委員の報告]

飯田委員 お手元に要点のみを書いたレジュメと、そのもととなっております原稿の2種類をお配りいただいているかと思います。どちらをごらんいただいても結構ですけれども、基本的には原稿を読み上げるような形で進めさせていただきますと思います。

I. 問題の所在

1. 序説

本報告では、継続開示規制の適用を受ける者、具体的には金商法24条1項の有価証券報告書の提出義務者の範囲はいかにあるべきかということにつきまして、アメリカ法の状況について比較法的な検討を行うことを目的としたいということです。

金商法24条1項の規定によりますと、提出義務者には3つの類型がございします。すなわち、①上場有価証券・店頭売買有価証券の発行者（以下「上

場会社」という。)、②募集・売出しについて、有価証券届出書・発行登録追補書類を提出した有価証券の発行者(以下「公募証券発行会社」という。)、③株券の所有者が、過去5事業年度のいずれかの年度の末日に、1000名以上いる、かつ、資本金額が5億円以上という外形基準を満たす発行者という3類型でございます。

それでは、なぜこのように3つの類型に分かれるのかということ、また、それぞれの類型は、なぜ継続開示規制の適用を受けなければならないのかということを考えてと思います。

2. 従来の学説

継続開示の目的の一般論としては、「有価証券の流通市場において証券取引をなす投資家に対して、その売買する証券の価値を自分で判断するための基礎的情報を提供することにある。また、合理的価格が形成されることは、証券市場を通じた資金の効率的配分を実現することにつながり、経済全体の活性化をももたらす」と言われていると思います。

そして、この提出義務者の3タイプのいずれについても、有価証券の「流通性」とか「流動性」、以下では「流通性」という言葉で統一しますが、流通性に着目したものであると理解されていると思います。つまり、流通市場が存在する場合には継続開示義務を課すべきであり、①、②、③という類型は、いずれもそのような流通市場が存在する、あるいは流通性があるということを示すのだということだろうと思われま

す。もっとも、上場会社の外形基準のタイプと公募証券発行会社では、やや質が異なるということも指摘されているところであります。すなわち、①と③の類型については、現在流通性があるから、継続開示を必要とする投資家が存在するという観点から、文字どおり位置づけやすいものということになるかと思います。これに対して②については、「募集・売出しをすると通常、証券保有者が多数に上り、証券保有者が発行者に関する情報の開示を必要としているからである」と説明されると思われま

証券保有者の数を直接的に基準とすれば足りるのではないかという疑問が提示されたりしております。流通性の観点から継続開示規制の適用範囲が決まるのだということであれば、現行法のルールには説明がつかないところがあるのではないかといった批判がされているというわけです。

そのため、公募証券発行会社の類型については、流通性の視点のみならず、発行開示の補完をする、あるいはアフターケアする。現行法に即して言えば、公募証券の継続開示は最低5年間は行われるけれども、それを過ぎれば終わる可能性もある制度になっているという観点から位置づけるほうが、より説得的であるように思われます。

このような流通性の観点というのは、後で見ますけれども、昭和46年改正で出てきたわけです。昭和46年改正以来、流通性の観点から提出義務者の範囲を考えるとということが基本になってきておりますけれども、この観点には、以上に述べたような意味で②の類型に関しては限界があることが、先行研究によっても既に明らかになってきているところであると思います。

3. 問題提起

本報告ではそれにとどまらず、①、③類型についても、流通性の観点から考えることには疑問の余地があるのではないかという問題提起をしたいということです。流通性の観点から考えた場合に、継続開示を必要とする投資家が存在するかどうかを判定する基準として、現在使われているような外形基準といったものは、果たして適切なのかという疑問があるということです。

すなわち、第1に、現在の日本では、活発に取引が行われている流通市場としては東京証券取引所が圧倒的中心であり、非上場の流通市場の存在感は極めて小さいと思われるわけです。そうだとしますと、継続開示を必要とする投資家が存在するかどうかという観点から見たら、それは上場会社の場合に限られるのではないか。つまり、外形基準といったものを設けているのは過剰規制なのではないかという疑問があるということです。

第2に、継続開示を必要とする投資者が存在するかという観点から見た場合に、例えば株主数が100名程度の会社であっても、見方によれば継続開示の需要は存在するとも言えるわけです。また、東証マザーズとかJASDAQの上場基準における株主数の基準は200人とされておりますから、外形基準における従来の500人、現在では1000人ですけれども、そういった基準というのはかなり高いところに設定されているとも思われるわけです。そうだとしますと、流通性があるかどうかといった観点から見ると、逆に、外形基準というものは過小規制ではないのかという疑問も生じてくることになる。

このように流通性という概念には曖昧さがあり、①、③類型の提出義務者の範囲を考えるに当たっても、なお疑問の余地があるように思われるわけです。

それでは、流通性以外の観点から、継続開示を強制する根拠はないだろうかということですが。例えば昭和46年改正のときに、外形基準の導入が見送られるということがあったわけです。それに関して、河本先生や神崎先生のご発言によれば、「流通性を強調するのではなく、会社の規模・株主数が一定以上になれば、一定の開示を要求するだけの公の利益が発生しているという視点を強調すべきだったのではないか」という問題提起をする見解も当時があったということでもあります。

ただ、開示すべき内容には、確かに「公の利益」という観点からも説明することができるものが含まれているとは思われるのですけれども、「公の利益」という概念は、流通性という概念以上に曖昧な概念ですから、そのようなものから提出義務者の範囲を規定していくというアプローチを採用するというのはかなり困難であると思われます。むしろ「公の利益」といった視点は、開示義務が課されることの副次的な機能と考えるべきではなかろうかと思われるわけです。

ただ、開示規制を考える際には、ほかにも費用対効果の観点も考慮する必要がありますとよく言われます。外形基準の資本金額5億円という基準があると思いますが、これはまさに企業の開示負担に配慮したものと解されております。

す。確かに会社にとって開示負担が重過ぎれば、当該会社に投資する株主にも不利益になると言えるわけです。しかし、これは会社及びその会社の株主の費用・効果を考慮に入れるものではありませんが、その他第三者の費用・効果は考慮に入れないことになるように思われます。

開示規制というのは、当該会社の投資者を保護するということがあるのは当然ですけれども、そのみならず、効率的な価格形成による資本の効率的な配分といった形で、正の外部経済性を有するということを考えますと、会社・株主以外の費用・効果を考えなくてよいのかという疑問もあることになってきてまして、むしろ「公の利益」という概念も有用かもしれないという方向につながってくるということです。

また、会社の負担への配慮をすることとしても、資本金額5億円という基準が、現在において有効なものとなっているのかという疑問もあると思います。なぜかという、最近、マザーズとかJASDAQの新規上場した企業を見る限りでは、資本金5億円未満のものが多数存在するからであります。理論的に見ても、開示にかかるコストの負担を考えるに当たって、会社法上の大会社の概念を参照する積極的な理由は特になく思われるということです。

4. 本稿の課題と構成

本報告では、以上に述べましたような問題意識に基づいて、継続開示規制の適用範囲はいかにあるべきかという課題を検討するために、アメリカ法について比較法的に検討したいと思います。なぜかと申しますと、アメリカ法が日本の母法であるということだけでなく、現在のアメリカ法も継続開示規制の適用範囲について、日本と同様の3類型を規定しておりますから、アメリカ法の考え方は日本法の規定の構造と適合的だからだということです。

以下では、まず、アメリカにおける法改正の経緯を日本法と対比し、その後若干アメリカの学説を検討し、最後に、以上の検討をまとめるという流れで報告したいと思います。

Ⅱ．法改正の経緯

1．序説

日米ともに3類型あるということでは共通するということですが、現在のルールが形成されるに至る経緯というのは若干異なっております。アメリカでは、1934年証券取引所法の制定の際に継続開示義務を負う類型として、①上場会社のみを定め、その後の1936年改正で②公募証券発行会社が追加され、1964年改正で③外形基準が追加されるという流れでありました。これに対して日本では、最初、証券取引法の24条では②の類型のみを定め、ただし、上場会社については118条の上場有価証券報告書の規定はありましたけれども、24条との関係でいえば、②だけが最初にスタートし、その後の昭和46年改正で①上場会社類型が追加され、平成4年改正で③外形基準が追加されるという経緯をたどっております。

2．アメリカ法の改正の経緯

まず、「1934年証券取引所法の制定」についてです。このときに継続開示規制が導入されたということになりますが、先ほど述べたとおり、上場会社がその対象だということであります。1934年法の目的というのは、証券取引所の透明性を改善することにあります。そしてまた、当時ニューヨーク証券取引所が流通市場の圧倒的な中心だったということですから、上場証券、上場会社にのみ注目した立法が行われたということだろうと思います。特にそのことについては驚きがないと言われております。

また、1933年ごろの状況は、ニューヨーク証券取引所に上場する会社の全てが、年次財務報告書を投資家に対して自発的に提供する実務があったということでありまして、上場会社が継続開示を行うという実務が、ニューヨーク証券取引所においては先行していたということです。ほかの証券取引所は、必ずしもそうではなかったということでありました。

そのため1934年法の立法による実際的な変化としては、ニューヨーク証

券取引所以外の取引所に上場されている会社のうち、継続開示を行っていない会社が開示を強制されるようになったことが影響ということになります。

なお、当初の検討段階では、公募について、登録して発行開示規制の適用を受ける②のタイプの類型についても、継続開示義務を課すことも検討されていたようですが、これは見送られたということでありました。

次に、1936年改正についてですが、そこで②の類型が追加されたということになっております。この改正は、1933年証券法で始まった規制を完成されるものとして見られることが多いということでもあります。ただ、学説の中には、1933年法は発行市場における販売圧力が生じることに對する規制としてスタートしたのに対して、1934年法は流通市場を対象とするものであり、流通市場ではそのような販売圧力と呼ばれるものはないはずだから、このような説明には疑問であるという批判もかなり有力に行われているところでもあります。

1936年改正当時の立法資料によりますと、この改正は、証券取引所と当時規制の対象外であったOTCの市場の間の「競争の公平な競技場を作る努力である」ということです。1934年法で取引所を規制の対象にしていたけれども、OTC市場については対象外になっていたので、そこに公平なバランスを欠いているということから、OTCをどうやって取り込んでいくかという形のものだったという資料もあります。そうだとすると、発行開示規制の補完という位置づけは、1936年改正のときには必ずしもなされていたわけではないということになろうかと思います。

その後の1964年改正で外形基準が入ってくるわけですが、基準としては登録株主が500人以上で、総資産が100万ドル以上ということでありました。この改正の際に、同時に②のタイプの公募証券発行会社の基準にも変更が加わりまして、消滅基準のところに、外形基準と同様の登録株主が300人未満になったときには、この継続開示義務が消滅するということがされました。

この外形基準が導入されるに至りました理由としては、投資者保護のため

には情報開示が必要だということが何度も繰り返し強調されてきたものであります。その背景としては、次のような事情があると思います。

すなわち、当時 OTC のマーケットが極めて発展しており、全体の 61% を占めるぐらいの取引金額があったにもかかわらず、継続開示規制の対象外となっていたので、これを規制の対象とし、取引所の市場で取引されるものと同様の規制を行う観点が必要だったということです。

この改正の基礎となった特別調査報告書では、理論的には公衆の投資家 (public investor) の関心がある証券の全てを規制の対象とすることが望ましいが、規制の実現可能性という観点から考えて、対象となる会社の数は限定すべきだとされたということです。その報告書では、「公の (public)」という概念に該当するかどうかを規制の対象とする基準としようとして、理論的には市場活動に関する基準というのが魅力的なのだけれども、それに適した直接的な基準というのはなくて、株主数の基準が、大まかではあるけれども、代理変数としては適切であるということが挙げられたということです。

その根拠としては、アンケート調査に基づく実証研究的なことが行われており、300 人以上の株主がいる株式については取引活動が活発であるという形で、株主数と取引数には強い相関関係があることが報告されていたということでありました。また、総資産といった会社の規模と株主数との間には明確な関係はないということで、外形基準の基準として総資産を使う必要はないのではないかということも提言されておりました。

ただ、最終的には、この提言がそのとおり受け入れられたわけではありませんけれども、大まかにはそれが実現したとは言えるわけです。そうしますと、株主数に着目することの意義が、さきに述べたような点にあったということは興味深いのではないかと思います。つまり、OTC で活発に取引されているという事実がまず前提にあって、その上で株主数で絞りをかけるものだったからということです。つまり、抽象的に株主が多ければ流通性があるという議論は行われていなかったように思われます。

なお、1960 年代後半以降は、ストリートネームで株式の保有者を登録す

るという実務が一般化して、登録株主数と実質保有者数が乖離していくという、後に述べるような現象が起きていくわけですがけれども、この1964年改正のときには、そのような実務慣行が出る前だということで、株主数は実質的な株主とほぼ一致していたようです。

次に、2012年改正についてです。

2012年のJOBS法による改正で、1934年証券取引所法の外形基準の発生基準が緩和されました。従業員が報酬プランとして受けるときには、従業員の数はいカウントしないということが1点目。2点目としては、発生基準の株主数が500人から2000人に変更されたということです。ただし、認定投資家でない株主が499人以下である場合に限るという限定が書かれております。

以下では、この第2のところを詳しく論じることにはしたいと思いますので、第3以下はやや省略します。第4の場合も、発行者が銀行の場合にやや特別扱いされているということもありまして、これは後ほど触れる点でもございます。

この改正の中で特に重要なのが、500人基準が2000人基準に変更されたという点であります。500人基準が変わるとどうなるかという影響について、従来であれば上場したであろう会社が上場せずに済ませる、あるいは上場するタイミングをおくらせるだろうという影響があると言われております。なぜかと申しますと、Facebookなどの著名企業が上場した理由の1つには、当時、この外形基準の500人要件を上回りそうになったことがきっかけになったと言われているからであります。

また、アメリカの資本市場の現在の状況によれば、上場することなく、また公募もすることなく、そして外形基準も満たさないような形で必要な資金を調達したり、流通市場的なものがあるという状況にあるそうです。例えばSecondMarketとかSharesPostといった会社がつくっている非上場会社のエクイティ証券を取引する市場が発展しており、株主は、その株式の流通性の利益は取引所と比べれば相当低いでしょうけれども、一定のものはあると

ということです。また、資金調達の需要についても、発行開示規制を受けない形で、何十億ドルもの資金調達を行うことが可能になっている状況にあると言われております。

従来の法改正の流れからしますと、このように継続開示が行われていない流通市場が発展しているということになると、これを規制の対象とするという流れだったわけですが、2012年改正は全く逆方向の改正となったわけです。

この改正が行われるに至った立法資料はほとんどないと言われております。ある研究によりますと、これはロビーイングの影響が大きくて、先ほど申し上げた SharesPost の CEO が、500 人基準の緩和を提唱する証言を議会でしていた。そうすれば SharesPost での取引がふえる形になる。あるいは、IT 系のベンチャー企業では従業員にエクイティ報酬を出すことが多くて、この点について外形基準の緩和があれば助かる。そうすると雇用もふえるという流れだと思いますけれども、そういった活動があったそうです。また、銀行業界では長年にわたって外形基準の緩和に向けた働きかけがされていたということだったようでございます。

以上がアメリカの改正の経緯です。

3. 日本法の改正の経緯

これに対して、日本を少し比較したいと思います。日本では、まず最初に、昭和 23 年の証券取引法 24 条では、②公募証券発行会社の類型のみが規定されたということです。このときの有価証券報告書の位置づけというのは、届出書を補完するというものでした。ただ、上場会社の類型について全く規定がなかったわけではなく、118 条において、上場会社には、上場有価証券報告書を証券取引所に提出する義務が課されていたということになっております。しかし、118 条には 24 条と違いがあって、訂正命令の対象となっていなかったということでした。そのために 118 条の上場有価証券報告書は、正確性の確保の観点で劣っていたとか、十分機能していなかったと評価されて

おりました。

次に、昭和 46 年（1971 年）改正についてです。

24 条に上場会社の類型が追加され、118 条は削除ということになり、新たに 85 社がこの改正で報告書を提出することになるということです。

昭和 46 年改正の背景としては、昭和 40 年のある会社の粉飾決算とか、流通市場の規模が既に拡大していることとか、株式の時価発行等が普及しているという事情があったと指摘されております。この昭和 46 年改正の際に外形基準を導入することも検討され、かつ、②公募証券発行会社の類型を基準とすることを廃止することも検討されていたようですが、これは実現しませんでした。その実現しなかった理由としては、外形基準の設定が難しいとか、証取法監査が断絶するとか、発行後のアフターケアが必要であるという点があったとされております。

理論的に重要なこととしては、昭和 46 年改正では「開示制度適用の基準として証券の流通性ということに重点をおいて議論」されたという点です。上場有価証券に流通性があるということには異論はないわけですが、そのみならず、「有価証券届出書の提出会社の発行する有価証券は当然に流通性を有するものである」という形で整理されております。

ただ、これは抽象的にそのように考えられたというばかりではなくて、実際に有価証券届出書の提出会社の発行する有価証券には、事実として流通性を有する例が多いということが証取審で指摘されており、流通性を示す基準として、②公募証券発行会社という類型が効果的だったということは現実に即した判断だったようです。また、公募証券発行会社の継続開示義務の消滅基準として、流通性の観点からは理解できる規定が導入されて、25 名以下になったら提出義務が免除されるということにもなりました。

このように昭和 46 年改正によって、流通性の観点から継続開示義務の範囲を考えるとという思考が確立されたと言えます。当時の立法担当官は、まさに「有価証券報告書の目的は流通性のある有価証券の発行会社の内容を開示することにある」と述べておられました。

続いて、平成4年（1992年）改正についてです。

外形基準が導入されて、500名以上、かつ、資本金が5億円以上の会社は有価証券報告書の提出義務を負うということになりました。その導入の根拠は流通性の観点に根差していると思われます。すなわち、株券の所有者数に注目しているのは、多数の投資者に所有され、市場が形成されることとなるような証券について、ディスクロージャー制度による投資者保護を図るためであると言われております。なお、この5億円以上というのは、開示に伴う負担を考慮しての基準とも言われております。

この改正は、昭和46年改正で実現できなかったものを実現したという性格の改正であって、投資家保護の観点から、具体的な弊害が生じていたから何か行われたというものではないように思われます。と申しますのも、これは神崎先生の指摘ですけれども、証券業協会の規則によって、平成4年改正前の証券取引法のもとでは、有価証券報告書提出義務を負わない会社の株式についての流通性は極めて低いと言われていたからであります。この点で、アメリカ法の1964年改正はOTC市場の発展という現実的な課題に直面して行われたのと大きな違いがあるように思われます。

「消滅基準について」ですが、外形基準が発生基準となる場合特有の消滅基準として、株券の所有者数が300人未満になる場合というのが導入されております。

次に、その後の改正についてです。

その後も幾つか重要な改正はありますが、流通性の視点から提出義務を考えるという基本に変更はないと思われます。まず、金商法制定の平成18年改正の際に、②公募証券発行会社の類型についての提出義務の消滅基準が拡大され、当該事業年度を含む前5事業年度の全ての末日における有価証券の所有者数が300名未満である場合というのが追加されております。アメリカでは外形基準が導入された1964年改正の際に同時に、このような公募証券発行会社タイプにも同様の消滅基準が導入されていたわけですけれども、日本では外形基準の導入後10年以上たってから、この改正が行われたという

ことになります。

次に、平成 20 年改正の際に、外形基準による提出義務の発生基準における基準が 500 人基準から 1000 人基準に引き上げられたということです。外形基準がこのように緩和された根拠としては、制度導入後十数年経過し、有価証券報告書提出会社の実態等を踏まえた見直しを行う必要があったとされております。この改正は、アメリカの JOBS 法の制定に先駆けての規制緩和でありまして、外形基準の緩和に関しては、日本法がむしろ先行したということになります。

また、同じ平成 20 年改正の際に、プロ向け市場制度の創設に伴って、特定投資家向け有価証券については、外形基準における株券の所有者数のカウント方法について、特定投資家の人数を控除するということが認められたわけです。これも投資家の特定の属性の者を外形基準のカウントの際に考慮するということでありまして、これはアメリカの認定投資家という概念を使っている 2012 年改正と共通するものであり、かつ、日本法が先行したということになります。

4. 小括

以上の経緯から、日本法の議論に対して、次のような問題点を指摘することができるようになります。

第 1 に、昭和 23 年改正では、有価証券報告書は届出書の補完として位置づけられていたわけですが、これは恐らくアメリカ法の継受としては必ずしも正確ではなかったと思われます。なぜなら、アメリカでは、OTC 市場を規制する足かかりとして公募証券発行会社を対象にするという側面があったからということです。昭和 46 年改正の際に、公募証券発行会社についても流通性があるという整理がされたわけですが、むしろこちらのほうがアメリカ法の経緯に整合的ということになります。ただ、その消滅基準として、300 人基準が導入されたのが平成 4 年改正ということですから、昭和 46 年改正においても、継続開示規制を発行開示規制の補完として必要

とする理解が前提となっていたと思われます。

アメリカ法を継受したという視点をもし強調するとすれば、発行開示義務と継続開示義務の連続性というのは、結果的にそのような機能を果たしているということにとどまるのではないかと思います。公募証券発行会社に、最低5年間といった形で継続開示をさせるべきかどうかということは、発行開示規制の観点から論ずるべきものではないかと思います。

第2に、外形基準については、アメリカの1964年改正の際に、株主数と取引頻度に相関関係があるという調査が行われており、株主数は流通性を示す指標として機能し得るということがわかったわけです。ただし、アメリカの場合には、OTCでまさに取引されている銘柄についての調査でありますから、そういう前提がつくということになります。日本ではそのような前提がないということになりますから、流通性の指標として、果たしてこの株主数というのが適切なのか、疑問が残るところです。

また、現在において、日米で外形基準の意味するところはかなり異なっております。すなわち、アメリカでは上場会社の登録株主数は、実質株主数と比較してかなり小さくなるということですから、外形基準の消滅基準を満たすことはかなり容易であると言われております。アメリカでは、流通性がある株式に対して継続開示させるという命題はもはや成り立っていないとも言えるように思われます。日本でも上場会社の株主名簿上の株主には信託口等の名義株主はいますけれども、上場会社が外形基準の消滅基準を満たすような株主数になっているのが大半であるということは考えにくいわけです。

流通性のある株式について継続開示を強制するという観点からすれば、日本の状況こそがまさに適切であって、逆にアメリカは、流通性があっても継続開示義務が及ばないようにできてしまう。going privateのような形で株を買い集めるまでもなく、going darkができると言われておりますので、そのようにややネガティブに評価することになるのだらうと思われま。ただ、翻って考えれば、日本でなぜ、なお流通性にこだわる必要があるのかということも、逆に問題提起されることにならうかと思ひます。

Ⅲ. アメリカの学説の検討

このようなアメリカの状況を前提にしたときに、果たしてアメリカでどのように評価されているかということです。ただ、アメリカの学説の状況としては、この継続開示義務の範囲についてどう考えるかということについて、条文に即した議論は余りなされてきておりませんので、頼りになる学説が少ないのですけれども、幾つか紹介したいと思います。

1. 類似する会社に対する level playing field

まず、アメリカの法改正の経緯というのは、既に継続開示を行っている会社に類似する会社に対して、継続開示規制の対象を拡張するものだったということです。つまり、最初は、ニューヨーク証券取引所を中心とした流通市場があるときに、その他の証券取引所が規制の対象外であるということから範囲を広げる。その後、OTCがあるから、そこへ広げていくという形で行われてきたというわけです。それによって流通市場の競争の公平な競技場というものをつくり出すというのが、一貫した法改正の流れだと思われます。ただ、2012年改正というのは全く毛色が違うということにもなります。

そのような状況であることを前提にした場合に、果たしてアメリカ法の現在の基準がどうかという議論ですが、第1に指摘されているのが、果たして基準が妥当かという問題です。

Guttentag の論文では、2つの問題点が指摘されております。

第1に、外形基準の登録株主数の要件というのは、今日では実質株主数の指標としては機能していない。なぜかといえば、容易に操作可能なものになってしまっているからだということです。ただ、時価総額とか取引高に指標を変更することで一応改善は可能であるけれども、株主数に注目する基準はアメリカでは機能しないのではないかということが指摘されております。つまり、似たような流通市場があるのに規制のバランスがとれていないというときに、規制を平等にするという観点でいえば、同じような会社であ

るということを捉える必要があるのに対して、株主数を指標としていたのでは、同じような会社を捉えることができるかという、そうではないのではないかという議論だということです。

2点目としては、仮に何らかの基準によって会社の類似する特徴を捉えられるということがあるとしても、それでは、開示を強制することについての費用対効果も類似するかという、その保障はないのではないかということが指摘されておりまして、類似性を捉えていくことはやや困難ではないかということが指摘されているというわけです。すなわち、level playing the field という観点で来ていることについて、必ずしもうまく説明がつかないのではないかということで疑問視されているということです。

2つ目の議論ですが、Gubler の論文がありまして、level playing the field (公平な競技場) をつくるという観点で、規制の範囲を拡張してきたということをもし正当化するとすれば、それは最初の出発点が正しかったということが必要条件になるはずだと言っております。その根拠として考えられるものとして、逆淘汰とか逆選択と呼ばれる adverse selection 問題の解消として強制開示制度を見るならば、立法を正当化する根拠となり得るのでないかということが論じられております。ここで言う逆淘汰の問題の解消というのは、次のようなロジックであります。

すなわち、会社には質に違いがあるということが仮定されます。ここでは単純に良質企業（グッドカンパニー）と悪質企業（バッドカンパニー）の2種類があるとし、会社と投資者の間には情報の非対称性があるので、投資者からは、会社が良質なのか悪質なのかという質の区別をすることができないという設定になります。そうすると、投資者は会社を平均的な質の企業とみなして評価することになるから、本当はその会社が良質な企業であったとしても、資本コストが割高になってしまうことになる。つまり、情報の非対称性がある状況というのは良質企業にとって不利である。逆に言えば、悪質企業にとっては有利ということになる。

そこで、Gubler は、全ての上場企業に対して同じルールで継続開示を強

制することで、情報の非対称性が解決されるというロジックだと思うのですが、逆淘汰問題を解消することができ、投資者に質の違いが判断できるようになるのだという形で正当化できるかもしれないという議論をされておりました。

ただ、この説明には疑問があります。確かに虚偽の開示などを行うと罰則がかかるといったルールをつくれば、それがなかった時代と比べれば、開示される情報は真実である確率が高まるわけでありまして、情報の非対称性が解決される可能性はあるということになります。開示情報の信憑性が高まるということです。けれども、一定の類型のもの、特に外形基準を満たすような発行者に開示義務を課すということは、情報の非対称性の解消という観点とは特に関係がない、あるいはその観点からは説明ができないように思われます。情報開示の内容が真実であるということを投資者に伝えたいと考えている発行者のみが開示規制に服すればよいはずだからであります。

一定の類型に属する発行者に対して、一律に開示しなさいという義務を課すことになると、継続開示で投資者に伝達される内容の信憑性がかえって低まるおそれすらあるようにも思われます。というのも、例えば何千社もが一気に対象になると、虚偽開示が発見される確率も一気に低まりますから、投資者は開示内容を額面どおりに受け取ることができず、結局、情報の非対称性は解決されないのではないかとも思われるからであります。

もう1つの解決策というか、次善の策としては、継続開示を行っていることをシグナリングとすることで、逆淘汰の問題を解消するというストーリーも考えられるわけですが、これも成り立たないように思われるわけがあります。

このGubler氏の議論を、継続開示をシグナリングとして使うストーリーだとして仮に理解すると、次のようになります。

まず、1934年当時のことを考えますと、ニューヨーク証券取引所に上場する会社が行っていた継続開示では、企業の質を投資者に伝達するシグナルとしては機能していなかったということが前提となるはずです。なぜなら

ば、ニューヨーク証券取引所において継続開示を行っていることが既に当該企業が良質企業であるというシグナルになっていたはずだからです。また、継続開示規制による開示というのが、今度は新たにシグナルとして機能するようになるということも前提とされるはずです。そうでなければ、継続開示規制の導入がおよそ逆淘汰問題の解決策にはならないということになるからです。

継続開示を行うことがシグナリングとして機能するには、①シグナリングにはコストがかかる、②企業のタイプによってシグナルのコストが違う。つまり、良質企業にはコストが低く、悪質企業にはコストが高いということが必要であります。そうすれば良質企業のみがシグナリングを行い、悪質企業はシグナリングを行わないということになりますから、継続開示というシグナリングを行っているかどうかで、投資者が企業の質を知ることができることになるわけです。

継続開示を行うには当然コストがかかりますから、①の条件を満たすわけです。もっとも、強制開示ルールがない状況においてはそのコストがさほど大きくなくて、悪質企業でも継続開示を行うことが可能であったということになると思われますから、1934年法が制定される前の状態では、②の条件を満たしていなかったと言えられると思われます。そうだとすると、1934年法制定以前では逆淘汰問題が生じていたということだろうと思います。

これに対して1934年法の制定後というのは、継続開示規制に違反すればさまざまな制裁等の責任が発生するということで、遵守コストが大きくなったということになります。そして、良質企業であれば、この開示規制に従った開示を行うコストは相対的に低く、すなわち、悪質企業であれば開示規制に違反するということが多くなって、この開示を行うにはコストが高いわけです。逆に言うと、良質企業というのは継続開示規制に違反することが少ないので、開示規制を行うコストが低いという関係にあります。

以上のストーリーで言えば、継続開示規制がシグナリングとして機能することは考えられることになります。したがって、この逆淘汰のストーリーで

は、既に継続開示が自発的に行われたニューヨーク証券取引所上場企業においては、継続開示がシグナリングとして機能することになった可能性はあるとは思いますが、自発的な開示を行っていなかった、ニューヨーク証券取引所以外取引所上場企業に対してまで継続開示を強制することは、逆淘汰問題の解消とは特に関係がないということになると思います。つまり、規制の範囲を拡張していくという法改正の経緯を level playing the field の創出という観点で正当化できるかという問題設定においては、逆淘汰問題の解消という説明は成り立たないように思われるわけです。したがって、立法の経緯からすれば平等な競争関係をつくっていくという流れで来たわけですが、それが果たして理論的に何か根拠があることだと説明されているかということ、そうではないのではないかということです。

2. 投資者の保護・強制開示の法と経済学

以上の話は専らアメリカに関する話で、むしろ日本との関係が強いのは、投資者の保護という観点が重要かと思われます。

まさに 1934 年法の立法者の意思の基本は投資者の保護にあったわけです。つまり、継続開示義務を課すことは投資者保護になるということは、さまざまなところで何度も繰り返し強調されてきたということです。もっとも、学説においては強制開示の法と経済学の議論以降は、開示規制を考えるに当たっては、投資者の保護だけ、あるいは投資者のことだけを考えて設計されるべきではなくて、投資者以外の第三者に与える外部性の観点から考えるべきだという理解が一般的だと思われます。

周知のとおり、強制開示の不要論者は次のように主張していたわけです。すなわち、発行者は全ての重要な情報を開示するインセンティブを持っている。なぜなら、さまざまな理屈がありますけれども、簡単に言えば、開示を行わないでいると、投資者が最悪の状況を想定して、その証券の価値を割り引いてしまうからです。

これに対して、強制開示の必要論者は次のように言っていました。すなわ

ち、情報というのは公共財であって、また、開示することには外部性がある。発行者は、情報開示を行うことによって便益を受ける第三者（発行者のライバル会社、発行者の債権者・従業者・サプライヤー・消費者、発行者に投資をするかどうかを考えている者など）の全てからうまく報酬を回収するという形にはならないので、コストは発行者が負担する、ベネフィットは外部の者が受けるという関係にありますから、情報開示は社会的に見て過小になる。だからこそ、これは法律によって強制されてしかるべきだという議論になっていたと思われます。

この強制開示をめぐる議論は、オール・オア・ナッシングの傾向が強く、継続開示規制の範囲について実際の条文との関連を議論することは少なかった、というより、ほぼなかったように思われます。外部性を強調する議論からしますと、強制開示の必要論者の議論を押していけば、閉鎖会社も含む全ての会社について、情報開示を強制したほうがよいということにもなりかねないわけです。これに対しては、規制にかけることのできるリソースは有限であるという極めてもっともな制約条件があることを指摘し、そうだとすると、外部性に関して市場の失敗が特に重大な類型に限定して規制する、開示を強制するということには合理性もあるのだという指摘もなされています。そうだとすると、提出義務者の範囲も外部性の大きさの観点から決めていくべきだということになろうかと思われます。抽象的ではありますが、考え方としてはこの議論の方向性に賛成したいと考えております。

先ほどの強制開示不要論者のロジックに関する点ですが、これは会計学の学者のレビュー論文があります。そこで自発的に経営者が情報開示を行う条件というのが整理されておりまして、次の①から⑥が必要だと言われております。①開示に費用がかからないこと、②会社に私的な情報があることを投資者が知っていること、③会社の情報開示を全ての投資者が同じように解釈すること、そして、会社は投資者がどのようにその開示を理解するのか知っていること、④経営者は会社の株価を最大化したがつていること、⑤会社は私的情報を投資者に対して信頼できるように開示することができること、⑥

会社は事前に特定の開示方針を確約することができないこと。

多くの先行研究のモデルからいくと、最大公約数的にこのように整理できるということだと思いますけれども、こういった条件が満たされているときには、経営者がまさに自発的に完全開示するだろうと整理されております。裏を返せば、この6つの条件を満たさなければ、会社は自発的に開示するわけではないということも指摘されております。この議論はモジリアーニ・ミラーの定理のようなものであって、こういう条件を満たしたときにはそういうことになるけれども、実際には条件を満たさないことが多いのではないかとということが指摘されております。したがって、会社が自発的に開示するという議論は、現実には妥当していない可能性があるのだということです。

ただ、自発的に開示されない可能性があるからといって、直ちに強制すべきだということにつながるかというと、そうでもないということも指摘されております。開示を強制させることで効用が上昇する利害関係者もいるけれども、他方で効用が低下する利害関係者もいる。そのため強制開示が望ましいかどうかというのは、さまざまな利害関係者に与える影響をどのように評価するのかによって変わってくるはずだ。現在までのところ、開示規制に関する費用対効果分析では確実なことは言えないということでありまして、結論は出ないということです。

3. 公共性と企業の規模

先ほどの昭和46年改正のときの河本・神崎発言との絡みで1つ紹介するのが、Langevoort and Thompson (2013) という論文がありまして、そこでは開示規制は大企業に課すべきだということをおっしゃっています。なぜかということ、大企業は政府のように公的な存在であって、透明性とか説明責任あるいは外部の声に対する開放性が求められてしかるべきであり、継続開示義務はこれに役立つとします。

ただ、これに対しては批判もありまして、現行法を前提にすると株主数が基準になっている。そうすると、株主数というのは企業の社会的な影響力と

は無関係ではないかという批判があります。すなわち、多数の株主がいるとしても会社の売り上げが小さかったり、環境に与える影響が小さかったり、政治的なロビー活動に従事していなかったりすることもある。逆に、少数の株主しかいなくても社会的な影響力が大きい企業もある。すなわち、継続開示を行っていないアメリカの会社には、収益が20億ドル以上の会社が224社あるし、政治的なロビー活動に強い影響力を持っている会社もあるということが指摘されております。もっとも、これは大企業とは何かという定義をうまく工夫すればいいということかもしれませんが、現在の学説の状況では、そこまで言う人は余りいないということです。

4. 小括

以上の検討によりますと、提出義務者の範囲について、制度の趣旨に関する理論的な見地から演繹的に決定づけるのは困難であるということが明らかになったと思われます。もっとも、従来の理論的な研究から得られる提出義務者の範囲の設定に関する指針としては、開示のもたらす外部性の影響の程度から考えていくことが、方向性としては妥当であろうということになるかと思います。ただ、外部性としてどこまで考慮するのかということは、定義上無内容というか無制限ですから、継続開示規制の範囲の画定を具体的な条文に落とし込むということは難しいわけです。ただ、外形基準の緩和に見られるように、最近では雇用創出とか新興企業の発展といった投資者保護という観点から、かなり外在的な視点が入ってきている現状においては、むしろこのような観点を正面に置いて、その是非を議論したほうが生産的ではないかとも考えています。

Ⅳ. むすび

結論としては、結局どうすればいいのかということに対して、明確な答えはないということになります。ただ、日本法のように流通性の概念を使うかということについてのコメントですが、流通性という概念を1つの判断基準

とするのであれば、その妥当性というのは、まさにこの外部性の影響の程度を考える指標として有益かどうかという観点から論ずるべきではないかと考えております。もし、流通性という、事実上市場で取引できるか、あるいは売買できるかといった曖昧な概念だけを取り出すことにしますと、上場会社、公募証券発行会社、外形基準を満たす会社の3類型において大きく差があると思われますから、その不整合というのが目立つので、金商法24条1項の内部で論理一貫性に欠けるのではないかという議論につながりやすいわけです。

確かに公募証券発行会社とか外形基準を満たす発行会社の株式にも、当然流通性があるという議論には疑問があるところです。ただ、問題の本質というのは、流通性の指標として金商法24条1項の類型が適合的かということではなくて、当該類型の会社が開示を行わない場合の負の外部性が大きいと言えるかどうか、逆に言えば、開示すれば正の外部性が大きいと言えるかどうかといった視点から議論がなされるべきではないかと思われるわけです。

最後に、本報告で取り扱わなかった課題として3点指摘させていただきます。

1点目は、継続開示の情報の内容の観点から見て、規制範囲が変わってくるかという問題があるかと思います。現に、内部統制報告書とか四半期報告書の提出義務というのは上場会社のみになっているわけですから、情報の内容によって規制範囲が変わってくることも考えられるわけですが、その問題についてはこの報告では取り扱ってはおりません。

2点目としては、有価証券報告書の提出義務を負う発行者であるということが、全然別の文脈で基準として利用されていることもあります。例えば公開買付け規制とか、会社法の社外取締役を置いていない場合の理由の開示においても利用されています。第1の点とも関係するわけですが、有価証券報告書の提出義務者の範囲が、なぜ別の制度でも前提とされるのかという問題がありますし、逆に言えば、この範囲を考えるに当たっては、ほかの制度でも使われているということも考慮の上、検討する必要があるかもしれないわ

けでございまして、ここはきょうの報告では取り扱われていないということになります。

3点目としては、発行開示規制の補完として継続開示が必要かどうかという問題を発行開示規制の観点から検討することも当然必要ですけれども、これについてもできておりませんので、これについては今後の課題とさせていただきたいと思っております。

私からの報告は以上です。ご指導をよろしくお願いいたします。

討 議

神田会長 大変興味深いご報告をいただきまして、どうもありがとうございます。

残りの時間で皆様方からご質問、ご意見をお出しいただきたいと思います。どなたからでも、どの点についてでも。いかがでしょうか。

川口委員 後で触れるということでしたが、結局、触れられなかったかと思うのですが（笑い）、レジユメの11ページのところで、発行者が銀行の場合に基準が違うという点、本日のご報告の流れからどのように説明がなされるのでしょうか。

飯田報告者 ここも実際には理屈があると思えないようなところですが、ただ、言われているのは、銀行業界ではコミュニティーオーナーシップというのがあって、株主がかなり多いのだ、それによって外形基準を満たしてしまうことがあるので、外形基準は特別扱いしてほしいという働きかけをロビーイングしてきた。それが実ったのだという説明はありますけれども、それ以上のことはありません。裏を返して言えば、流通性とか、先ほどの外部性との関係でいくと、特に評価の対象とはならないような流れでの出来事だという理解です。

川口委員 本日は「公の存在」という点も論点になっていたかと思いますが、この点は、関係はないということでしょうか。銀行業務には他より公共性が高いと言えますが。

飯田報告者 公の存在であるということ言えば、むしろ望ましくない改正が行われたということだと思います。これはまさにロビーイングが成功したということ以上には合理的な理由がなさそうです。

中東委員 ロビーイングという点に関して、米国では「SecondMarket や SharesPost といった、非上場会社のエクイティ証券を取引する市場が発展しており」という事情があったとのことですが、現状はどのようになっているのでしょうか。

飯田報告者 規制の対象外なので細かいデータはないのですが、当時は Facebook の株が取引されていたようで、かなり注目というか、売り上げも大きかったということで、現在でもそれなりにビジネスとして成り立っているということです。

中東委員 それに関係して、Guttentag 氏の外形基準のとり方について、株主数、実質所有者の数は容易に操作可能なものであるから、時価総額や取引額等も基準にし得るのではないかという点で、ある程度好意的な評価を示されていたかと理解いたしました。ただ、しっかりとしたマーケットでなくて、何が行われているのかそもそも捕捉できないということであれば、時価総額や取引額を指標にすることそのものが難しいということでしょうか。

飯田報告者 おっしゃるとおりで、非上場会社において時価総額を基準とすれば、どうやって株式の価値を算定するかというのが問題になりますし、取引高も、組織化されている市場があるところであればまだカウント可能ですけれども、そうではないところも含むということになりますから、信頼できる指標というのはなかなかつくりづらいということでありまして、そういうことに関して一応改善することは可能だけれども、困難ではないかというのが Guttentag さんの論文の主張だったかと思っています。

藤田委員 できるだけ内在的な質問をしたいと思うのですが、ご報告は、前半と後半で大きな断絶があるという印象がありました。前半、つまり開示義務者の範囲について、アメリカと日本でどういうロジックで制度の規制が発展してきたかということは、それはそれで非常によくわかりました。他方、

後半は、最終的な規制の仕方は非常に難しいが、基本的には外部性を基準に規制範囲を考えたらどうかというメッセージだったわけですが、前半の説明と最後の結論の間に非常に深い断絶があるような気がするのです。

その断絶の理由は、飯田委員が悪いわけではなくて、強制開示制度の理論的根拠も実証的根拠も全く明らかではないところにあると思います。いつも感じるのですが、強制開示制度は、なぜそれが社会的便益をもたらすか、どういう理由で社会的な公正を向上させるかが論理的にも十分わからないことと、本当にそういう便益があるのかということも実証されていない面があります。

強制開示制度の説明としてポピュラーなのは、外部性の話と情報開示コストの非対称性ですね。自発的な開示というのは、いい情報を持っている人がどんどん出していく、その結果情報開示しないのは悪い情報を持っている者だけだということが分かってしまうという仕組みですが、いい情報を持っている人が人数的にずっと多い場合、これらの人が開示する総コストが非常に大きくなるので、むしろ少数の悪い情報を持っている人に開示させたほうがいいという説明です。あるいはコストの非対称性がある場合に投資家がサーチするコストを減らすことで過剰生産、過小生産を減らせるとか、そういう議論もあります。ただ、いずれにしても、それが最終的に社会的厚生の上昇につながっているかはよくわからない。例えば強制開示制度がマーケットにどう影響を与えるかという実証研究は、これまで随分あるのですが、結果はほとんど同じです。規制の導入前後で株式に対する投資リターンは変わらない、ただし、バリエーション（分散）は減っているというのが、アメリカの1933年法、34年法の前後の、60年代半ばに店頭公開にアメリカで開示規制が広がったときの実証研究のほぼ共通の結果です。それがいかなる意味で、どれだけ世の中にベネフィットをもたらしたかは、実はよくわからない。そういう状況で開示義務者の範囲まで議論しようとする、どうしても大きい論理的な断絶が出てくる。

例えばあまりフェアな質問じゃないかもしれませんが、外部性を根拠にこ

ういう議論をしたときに、その帰結はどんなふうになっていくのでしょうか。流通性の概念を判断することの妥当性を外部性の程度で考えると言われたのですが、外部性と言われているのは、ある企業に投資する投資家にとって有用な情報が別の企業の投資家にとっても有用なことがあるということです。例えば企業の価値のように特定の企業固有の情報と、そうじゃない産業一般に関連する情報があり、後者については同業他社にも効果が及ぶから、ある会社が情報を開示した場合、それによって得られるベネフィットを全部自分で独占できるわけじゃない、だから情報は過小生産になり、情報の供給に不十分が生じるという論理ですが、こういう意味での外部性の大きさは、流通性とも投資家の数とも、論理的には関係しないはずです。そうだとすると流通性という概念を外部性の影響の程度を考える指標として考えるアプローチは、およそ方向性として見込みがないような気もするのですけれども、どういうロジックで、開示義務者の範囲をめぐる議論にこの基礎理論を結びつけられるのでしょうか。

飯田報告者 正直申し上げてご指摘のとおりで、先ほども申し上げましたが、外部性という言葉も実際には無内容な気がするわけです。私が考えていたのは、なぜ継続開示規制があるかという理論的根拠を解明するのはほぼ困難なので、むしろ今後、現在ある規制を前提に何かを変えていくときの判断指標にしていくべきではないかということです。そうだとすると、外部性という観点でいえば、恐らく会社の規模が大きいというのが1つの指標になるのではないかと考えていまして、株主数が適切だとは全く思いませんけれども、それでは従業員の数を数えるのかと言われると、明快な答えは持っていませんが、そういう方向性で考えていくことにつながるのではないかと考えています。あとは、資本金額とか、そういうよくわからない概念は使わないで、ほかのものにかえていくということになったとしても、別にそれでいいのではないか、という程度のことしか言えないのではないかと考えております。

黒沼委員 外部性の点ですけれども、情報には外部性があって、任意にしておくと、そのために情報開示が過少になるから、開示を強制すべきだという

ときには、情報開示の量をふやすことによって効率的な価格形成が達成されることが、社会的厚生を向上させるという考え方が一応あるのではないかと思いますのです。

逆選択については、逆選択が起こると、質の悪い企業ばかり上場してしまって、その国の資本市場が崩壊してしまうということが一般的に言われて、本当にそうかどうかわかりませんが、そういった観点から、今ある市場を守るとか、その国の資本市場を成り立たせるときの論理としては出てくるのですが、今ある制度化された市場の外まで継続開示を広げるかどうかということの理屈にはならないのは、飯田先生がおっしゃったとおりだと思います。

飯田報告者 上場会社はそういう意味での外部性は大きいのだろうけれども、その他はそうではないのではないかとということも、あわせて考えているところです。つまり、価格形成のメカニズムとの観点でいった場合には、非上場の場合も価格というのは抽象的には存在するわけですが、その意味合いが上場会社とは質的に違うのではないかと考えているところです。

神田会長 外部性から考えるという飯田先生のご指摘の印象ですが、企業によって外部性の程度が違うので、どこかで線を引きましょうということになると思うのです。常に外部性はあるので。その場合に、流通性とはあまり直結はしないだろう。もちろん資本金額は直結しないと思います。そうすると、規模と、先ほどおっしゃったのは、例えば時価総額とか売上高というイメージなのか。株主数はどうなのか。それが質問の1つです。

2つ目は、関連するのですが、上場、非上場というのは無意味というか、基準にあるべきでないかということです。もっと言いますと、上場するかどうかは企業を選べるので、現在の制度を前提にすれば、上場すれば強制継続開示を選択するわけです。それから、発行開示は、話はちょっと違うけれども、一応公募するという選択をして、その後、何年か継続開示する。これに対して、外形基準だけは企業は選べないので、他律的な面が、100%ではないとはいえ、あると思うのです。強制継続開示制度を適用するといっても、

上場のように企業に選択肢がある場合には多少広目に強制してもよいと思ったりするのですが、そのあたり、外部性の話、強制開示の話とどういうふうに整理したらいいのか教えていただければと思います。

飯田報告者 非常に難しいのですが、最初の、株主数が1つの指標になるかというご質問に対しては、それは1つの指標にはなることは間違いのないと思っております。しかし、それが絶対的な基準かということ、先ほどのLangevoortとThompsonの議論に対する批判でも出てきたようなことも考えると、そうでもないだろうと思います。それでは、どうすればいいと言われると、答えは「わかりません」以上のことはないのですが、株主数が基準になることは間違いのないと思っております。

2点目の、選択できるということで広目にとってもいいのではないかというのは、1つあり得る話だと思っています。まさに上場するか、しないかという形で自発的に入ってくるということですから、それについては、外部性が大きいかどうかということを第三者が客観的な目で判断するというのではなくて、その制度に入りたいかどうかという制度にしておく。逆に言えば、外形基準を残すとしたらどうすべきかというときに、外部性という観点で考えるべきではないかということです。現状では、もしかしたら外形基準はなくてもいいのではないかとも思っているところではあります。ただ、先ほど藤田先生から言われたとおり、外部性というのは何なのかということ、よくわからないということですから、そこまで主張するのもなかなか困難ではあるところですが、そのようなことを考えております。

前田副会長 我が国の継続開示義務を負う会社の3タイプのうちで、外形基準についてだけは、資本金5億円以上という、開示のコスト負担に耐えられるかどうかという要素が規制に組み込まれています。しかし、上場会社とか公募証券発行会社についての基準では、コスト負担能力という要素は特に考慮されていません。

これをどう説明するかですが、上場会社なら証券に高度の流通性があり、また公募証券発行会社であれば発行開示のアフターケアとして開示を強制す

る必要性が高いがゆえに、コスト負担能力にかかわらず継続開示義務を負わせるのが適切だと説明することになるのでしょうか。つまり飯田先生のご見解ですと、外部性が大きく規制の必要性が高いので、コスト負担能力にかかわらず開示を強制すると説明することになるのでしょうか。それとも、単に、上場会社とか、かつて募集・売出しをして資金調達をしたような会社であれば、それなりの資金はあるだろうから、特にコスト負担能力という要素は考慮しなかったと説明するのがいいのでしょうか。この現行法の規制をどう説明するかについて、飯田先生のお考えをお伺いできればと思います。

飯田報告者 論理一貫して考えれば、資本金額5億円という基準がないと開示の負担が重いというときのロジック、すなわち、会社の規模から見て5億円未満の会社には負担が重過ぎるから免除されるのだという議論をとるのであれば、上場企業であろうが、公募証券の場合であろうが、一貫していないとおかしいということはおっしゃるとおりだと思います。ただ、上場のケースと公募証券発行のタイプは、先ほど神田先生のご指摘にもあったとおり、継続開示義務が及ぶことがわかった上でまさに自発的に入ってくるわけですから、その会社が開示を負担できるかどうかというのは、自分でできるとして入ってくるのだろうから、そこはかかっているのだという説明で理解すればいいかと思っております。

藤田委員 しかし、外部性に基づいて基準を考えるとすれば、自発的に入るか、入らないかを決められるルールになっていること自身が問題になっているので、そういうことで左右できないルールで、かつコストを勘案するというルールにならないと一貫しないのではないですか。

飯田報告者 おっしゃるとおりなのですけれども、私がここで言いたかったことは、むしろ流通性という形で何か説明がつくと考えられていることに対して批判することにとどまっています。外部性という観点を入れれば、何か新しい議論として前よりいい制度がつくれるかということ、そこまでは無理ではないかと思っています。現行法を前提に何か微修正を加えていくというときに使えるかもしれないという程度のことです。本来であれば、まさに客観

的に外部性の観点から、この類型の者たちが開示すべきだということになるべきですけれども、それを具体例に落とし込んでいくというのは、私の今の考えでは至っていないということです。

永井オブザーバー 現在では、公募と上場があまりに同じ意味で扱われてしまっていると思われます。昔は、上場しなくても広く公募となる発行が行われていました。非上場でも有価証券報告書を提出している会社はあります。先ほど神田先生もおっしゃられましたけれども、上場している会社がデ・リストし、上場をやめる場合に、株式保有者がある程度分散して存在している場合には、継続開示を続けてもらう必要が出てきます。どこまでを投資者としての保護の対象として開示を強制・徹底するか、ということが議論の対象になると思います。

インターネットが発達してきた今日では、開示自体は非常に容易に、コストをあまりかけずに流布できるようになりました。昔は有価証券報告書の検証は、印刷物で行っていたので非常に大変でした。適時開示という意味でも、一定のルールに従い、WEB開示を会社が行うことが認められています。

質問としては、発行開示規制の補完としての継続開示という話をされましたが、ある意味では適時開示が常に行われていることが前提になっていて、むしろ発行の時点では、流通開示、継続開示を援用、流用する形が認められているので、両者はかなり接近してきていると思うのですが、いかがでしょうか。

飯田報告者 根本的なご指摘をありがとうございます。特に証券を公募した場合に上場しないでいる会社があったということは、昭和46年改正のときのお話とまさに整合的ではないかと思います。ですから、現在のような規制になっているということだろうと思っております。

インターネット時代ということですが、情報開示するに当たってのコストとしては、先ほど申し上げたところであまり触れませんでしたけれども、事務的な、直接的な費用もちろん大事ですが、それ以外に企業秘密が漏れていくというか、企業の戦略性が出ていくというようなコストも考えて

おります。インターネットによって事務的な、直接的なコストは下がっていますが、その他のコストはなおあるのではないかと考えております。

発行開示規制と継続開示がかなり接近してきているのは、まさにご指摘のとおりです。ただ、なお両者は概念としては別物として考えられております。かつ、現在の24条の1項3号の公募証券発行会社のタイプについては、必ずしも外形基準とはそろわない形で規制がされている。これは黒沼先生のご論文のとおりです。継続開示規制と発行開示規制が連続しているのかどうかという問題とも絡んでくると思うのですが、現在はむしろ、両者は必ずしも連携しておらず、発行開示規制のあり方として、一回公募したら、その後も継続開示がなされる証券とすべきかどうかということを考えて制度をつくっていくという方向でいけばいいのではないかと。裏を返せば、流通市場のあり方ということを考えたときに、公募証券会社はやや異質のものではないか。私の基本的な理解ではそういうふうを考えています。

太田委員 大変示唆に富む報告をありがとうございました。私からは、外形基準のうちの株主数基準に関連するご質問をさせていただければと思います。

私は実務家ですので、どうしても具体的問題から出発しないと物が考えられない性分なので、その観点からご質問させて頂ければと存じます。お配りいただいているご論考の原稿の16ページの一番上あたりに出てくる持株会の話、要するに、株主数をカウントするときに、実質株主ベースではなくて名簿基準が使われているという話ですけれども、私が実務で接する限り、日本の非上場会社でかなり大きな会社、かつ実質株主がたくさんいる会社の多くは従業員持株会を持っています。中には、会社は「家族」であるということで、かなりの従業員に株式を持ってもらって、会社の所有者であるという意識を植えつけて経営をしている会社がある程度あります。別に現状の規制のあり方がおかしいというつもりはさらさらないのですが、現在、まさにご論稿に書かれておられるとおり、名簿基準ですので、従業員持株会の構成員が1000人とかたくさんいても、名簿上には「持株会」としか載っていない

れば、「1人」とカウントされ、外形基準に従って、継続開示の対象にならないわけです。

しかしながら、この場合、会社は従業員に対して、「家族の一員として会社の所有者ですよ」といっているわけですので、規制のあり方、あるべき論として、持株会の場合に「持株会」と株主名簿に書いていれば、それを外形基準との関係では「1人」とカウントするというのが適切妥当であるのかどうかは、一応問題になるのではないかと思います。今後これを直すべきなのか、それとも別にそれはそれで、それをジャスティファイする理由も十分にある考えるべきなのか、その辺りについて何かご見解があればお聞かせいただけると大変ありがたいと思います。

飯田報告者 大変重要なご指摘で、まさにアメリカも同じような問題を抱えています。登録株主、日本でいえば名簿株主の数を数えるということですから、500人とか、1000人、2000人と言ってみたところで、かなりむなしい議論になっているのはまさにおっしゃるとおりです。株主名簿上1人だけでも、実質株主は1000人、2000人いますというのはよくあることだと言われております。それもあって、SECの規則では、脱法目的でそういう組織形態を使うとそれは否認するという——租税法でもよくあるタイプの——ルールがありますけれども、それが実際に使われているかという、必ずしも使われていないようです。アメリカも脱法するようなものは封じるというルールは存在するけれども、それがエンフォースされているかという、かなり疑わしい状況であるようです。

実質論で考えた場合に何を基準にするかというのはまさに難しいわけですが、流通性という観点を使って考えるのだとしたら、恐らく持株会の場合は取引されることはあまり想定されていないと思いますし、会社をやめるときにどうするかという問題もあるでしょうし、もしかしたら譲渡制限がかかっているかもしれません。そのあたりによってケース・バイ・ケースで違うのだらうということで、規制としてはなかなか入っていきにくい。

実質株主を調べに行きなさいというルールになると、それは事実上、困難

です。持株会であればわかりやすいですけれども、その他のケースでは実質がわからないということになると思いますから、困難である。裏を返せば、株主数基準を使うことの限界であって、株主数を基準とする制度はどんなに頑張ってもその程度の質というか、実体を捉えるものにはなりにくいものである、そういうことではないかと思っております。

太田委員 私が今の先生のご説明をお伺いして感じましたのは、別の考え方としては、「皆さんは会社の所有者の一員だ」と言って例えば 2000 人の従業員に株式を持たせていた場合、利害関係者、会社の内部情報について利害を持っている人の数は多いわけです。従いまして、外形基準のうち株主数基準といった場合に、従来からその趣旨は当該株式の流通性ということで説明されていますけれども、虚心坦懐に見れば、利害関係人が多いから開示するという発想も出てこなくはないようにも思われます。しかしながら、この点は、やはりそうではなくて、株主数はある意味で流通性の代理変数ではないので、流通性の有無ということで考えていけば、今の従業員持株会に関する名簿基準のようなものも、それはそれとして十分是認できる、そんな感じに考えてもよいものではないでしょうか。

飯田報告者 流通性という観点から説明するという立場を前提とすれば、持株会が名簿上 1 人になっているからといって、特に問題視するようなことにはなっていないのではないかと思います。

山田委員 貴重なご報告をありがとうございました。

同じような質問ですが、私も太田先生と同じく特殊な類型の会社を思い浮かべています。それはお配りいただいたものの 2 ページの「提出義務者の 3 類型」のうちの③外形基準を満たす会社です。どういう会社かという、一時期、ゴルフ場が破綻して、そのときに会員に増資をさせて株主にした会社です。その会社は会員が 1000 人以上いて、売り上げや他の条件は全く満たさないのだけれども、この外形基準を満たすということで、毎年、有価証券報告書を提出する。会員権の相場を出すだけなのに、ほかのゴルフ場と比べて、一方で有価証券報告書を提出するということで非常に負担が重い。

そこで、質問といたしましては、飯田先生が22 ページの（3）で「強制開示をめぐる議論は、オール・オア・ナッシング」とお書きになっている恐縮なのですが、前述した会社も同じ基準で有価証券報告書を提出すべきか。極論すると、どのような情報だけミニマムに開示すればいいか。情報の内容について、今申し上げたような特殊な事情で、強制的でオールでいいのだという話もあると思いますが、その中でも負担のカット、取引量の観点からすると、会員数が多いということは取引量が多いのですけれども、それが果たして実際にほかの基準と結びつくかという、結びつかない。したがって、そのような会社について、オール・オア・ナッシングではなくて、例えば最低限必要な一定の情報だけ開示すべきというふうなことはお考えになっておられるかどうか。その辺のことをご教示いただきたいと思います。

飯田報告者 非常に重要な問題だと思っています。ご指摘のような問題をどう考えるかは、実は今日の報告では取り扱っていない課題、つまり、情報の内容に応じて継続開示の規制範囲を変えるかどうかということとも大きく関連すると思っています。

方向性としては、ということ以上は言えませんが、小規模というか、そのゴルフ場の例のような場合であれば、ミニマムというか、そういう開示であり、上場会社の場合はもう少しフルセットの基準になる。そういうグレードというか、スケール化されたというか、何段階かに分かれたものになってきてもいいのではないかと。有価証券報告書の中身も簡易版というか、そういうものがあるかもしれないと思っています。実際、Langevoort と Thompson は、立法論として、グラデーションをつけるべきではないかというようなことを言っております。そのような方向性で制度を考えていくのも1つあり得るかなと思っています。

そもそもの問題は、外形基準があることが、そういう例ではあまり正の外部的性を持っていないのに開示を強制しているという局面だとも言えるかもしれません。ただ、若干気になるのは、何千人もいるということに至るときに、発行開示の規制とかそういう観点で対応しているのであれば、有価証券報告

書みたいなのはそもそもその類型では要らないのだという議論もあり得ると思っております。確たる答えでなくて申しわけありません。

松尾（直）委員 法律を前提とする法律論と法学論を分けて考えますと、昭和46年改正及び平成4年改正のときに、「流通性」という概念を使うのは極めて自然だと思います。それはなぜかといいますと、昭和23年証取法の第1条から「流通を円滑」というのがありますし、平成4年改正のときは、神田先生のご意見を踏まえて有価証券概念の見直しが行われ、新設された2条2項の政令指定要件に「流通の状況」が入りました。「流通性」がある意味でキーワードだったわけです。ところが、現行の金商法は、ご指摘のとおりかもしれないですが、流通性の概念だけでは説明し切れない要素が、法律論としても実はあります。それはどういうことかといいますと、まず第1に、2条2項7号の政令指定要件から流通性の概念を削除したということです。いわゆる2項有価証券については、流通性では説明できず、神田先生のおっしゃる投資対象性だけで説明することになっています。それが1点です。

あと、3条の開示規制の適用除外有価証券があって、2項有価証券については原則として適用除外にするのですが、例外的に有価証券投資事業権利等については開示規制の適用があります。その立案担当者の谷口さんの説明は、「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」というものであり（谷口義幸＝野村昭文「企業内容等開示制度の整備」商事法務1773号43頁（2006））、実質的には市場への影響が大きいからということで、流通性だけでは説明していないのです。さらに、開示規制の適用があるのだけでも、ご承知のとおり、2項有価証券の募集・売出し概念は所有者数500人基準で、それについても、立案担当者は、流通性からではなく苦勞された説明をしています。

2項有価証券については、流通性でも開示規制との関係を説明し切れなくなっています。例えば3条2号で、特別法人債などは原則として適用除外にするのだけでも、開示規制を行わせることが「公益又は投資者保護のため

必要かつ適当」なものとして政令で定めるもの、具体的には社会医療法人債券については開示規制の対象になっていまして、2条2項7号の有価証券の政令指定も、キーワードは、「公益又は投資者の保護を確保することが必要かつ適当と認められる」かどうかです。

飯田先生の言う外部性は、法律論に引き直すと、「公益又は投資者の保護を確保することが必要かつ適当と認められる」かどうかの判断基準として使われる。そのように法律論と先生の法学論を結びつけることができるのかなと私は思うわけです。ただ、外部性というと、私はミクロ経済学はそんなに詳しくないので、よくわからないところがあります。もうちょっと具体的におっしゃっていただければ、法律論としても有意義なのではないかと思います。

飯田報告者 金商法の条文についての私の目配りの不十分さをご指摘いただきまして、ありがとうございます。そういうアプローチをあまり考えていませんでしたので、条文のたてつけというか、流通性という概念の使われ方に変遷があるということについては、なるほどと思った次第です。ただ、私が問題視していたのは、主に株式を対象とした有価証券報告書の議論です。それについては、昔から株券は規制の対象になっていたはずで、流通性という概念がほかのところでは変わってはいますけれども、文言の関係から、昔は流通性が妥当だった、現在はそれが変わったと言えるかということ、果たしてそこまで言えるかどうか、やや疑問かなと思います。

ご指摘いただいた「公益または投資者保護のため必要かつ適当」というのは、私も言いかえるとしたらそういうことだろうなと思ったのですけれども、それでも、公益とは何ですかという話になってくるでしょう。こういうときに一番大事なのは、価格形成が適切になされて、効率的な価格が形成される。それによって有限の資本が効率的に配分されるというのが1つの例です。ただ、経済学で言われる外部性はそれにとどまるものではなくて、ライバル企業が実は便益を受けるとか、そういうことまで言い出しますし、サプライヤーの交渉力が上がるとか、そういうことも含めての外部性という

ことになってきます。どの辺までを金商法との関係で入れられるかというのは、金商法の目的との関係で決まってくるということは1つあり得るのですけれども、金商法の目的ということをさらに取っ払って純粹理論的にどこまで入れるべきかを考えたときには、繰り返しですけれども、恐らく限定は特になくて、何でも入ってき得るようなことかなとも思っているところです。

神作委員 外部性についてのご質問です。流通性が次第にフェードアウトしてより一般的な外部性という話になってくると、強制開示の議論ですと、会社法による強制開示制度との関係が一層問題になると考えます。仮に、投資者以外の利益をも配慮して強制開示の範囲を考えるとときには、例えばEUでは、非常に広い公益性のとらえ方をしており、具体的には、会社の売上高、貸借対照表上の総資産額、従業員の数を組み合わせて会社の規模を画し、強制開示の範囲を柔軟化しています。会社法による強制開示と金商法による強制開示の線引きをどのように考えるべきであるのか。先ほどのお話ですと、経済的には外部性について線は引けないということでしたけれども、金商法上の外部性と会社法上の継続開示の強制については、それぞれの法体系において外部性に関する議論を区々別々に考えることはできるのか、外部性の範囲を分けて考えることが可能なかどうか。

さらには、この研究会の趣旨からは反してしまうかもしれませんが、会社法の外部監査が必要な会社の範囲を考えるとときには、今の会社法の考え方でいいのかどうか。先生のお考えをお聞かせください。

飯田報告者 極めて根本的な問いですので、全然答えられませんけれども、外部性という話からすれば、会社法だから・金商法だからと区別する理由は特にないのではないかと考えています。ただ、会社法開示があるのは、恐らくコーポレート・ガバナンスの観点と債権者保護という観点から来る要請だと思われます。その意味では、外部性というより、まさに利害関係者の直接的な利害調整の結果として求められる制度として、会社法はより理解しやすいのではないかと。全ての会社に会社法開示という形でかかってくるとすれば、そういう理屈かと思います。

今、会社法との関係で極めてご示唆に富むご質問をいただいたわけですが、お答えとしては、それ以上はなかなか難しいところです。具体的に会社法の中でどうやって切り分けていくかとかそういうところに議論がつながるかという、きょうの議論からはつながってこないのではないかと思います。

黒沼委員 松尾（直）先生や神作先生のご質問と重なるところがあって恐縮ですが、伝統的な議論において、特に神崎先生だと思いますけれども、流通性を重視して外形基準を入れるべきだと言っていたときの、保有者数ではなくて流通性ということを強調する意味は、保有者、株式会社の株主であれば、会社法上、一定の情報を得ることができる。しかし、株主になろうとする者は必ずしもそういう立場になく、情報開示を必要としている。それに応えるのが外形基準である。そういう考え方によっていたのではないかと思います。

今のことと外部性との関係ですが、外部性の議論のところでは、神作先生のお話と重なるのですが、投資者以外の利害関係者から対価を取れないから情報開示が過少になるということが、情報開示を強制する理由になるという議論のわけです。これは単にそういった者もいて、その結果として情報開示が過少になるということだけが重要なのか、それとも開示すべき情報とか、あるいはその情報を得るためにかける費用とか、そういう点で利害関係人によって情報の内容が異なるというところまで考慮すべき問題なのかがよくわからないところです。

単に開示が過少になるというのであれば、ほかの利害関係者がいようと、いなかろうと、金商法でやっても意味はあると思うのです。もしそうだとすると、結局、流通性の問題と外部性の問題は、その限りでは一致してしまうのではないかと。ちょっとまどろっこしい言い方ですが、流通性の観点からすると、投資者が情報が少ないから困る、だから情報開示を強制する。外部性の観点からすると、投資者からお金が取れないから情報開示が過少になる、だから開示を強制するということは、結局は同じになる。違いは、投

資者以外の者との関係でも外部性が問題になるかどうかだと思うのですが、その点はどう考えたらいいのか。結局、同一の方向で考えたらいいのか、分けて考えていくべきなのか。ちょっと抽象的な質問で申しわけないのですが、お教えいただければと思います。

飯田報告者 基本的には、外部性というのは極めて漠たる概念でもありますので、流通性を包含している概念でもあるのだらうと思うのです。現在、株主ではないけれども株主になろうとしている投資者を内部と見るか、外部と見るか、どちらもあり得ると思いますけれども、外部性という議論のときは、外の人間として見る人が多いと思いますから、その限りでは、まさにおっしゃるとおり重なってくるようなことだらうと思っています。ですから、潜在的に株主になろうとする者がいて、だけれども必ずしも自発的な開示がされないということで開示を強制するというのは、まさに外部性の観点からも評価できるし、流通性の観点からも評価できるということにもなってくる。そこにおいては差は特にないということをご指摘のとおりだと思います。

加藤委員 2点、基本的な質問なのですが、まず、外形基準は株券などエクイティ性の証券についてだけ定められています。24条第1項ただし書きでも株券についてだけ除外規定があります。このように株券だけ特別扱いするのはなぜかというのが質問の1つです。もう1つは、エクイティ性の証券だけ特別扱いするのはアメリカでも同じなのかということです。よろしくお願いします。

飯田報告者 きょうの報告は、株券、エクイティ証券を前提として議論して、今後はそれがほかのところにも及ぶかということで考えていこうというつもりでおりましたので、ご質問の点については何も用意していません。ただ、アメリカでの外形基準もまさにエクイティ証券だけで、それは結局、証券市場の発展の歴史、つまり目立って問題が起きていたのは株式の市場がメインだったということかなとは思いますが、特に明確な答えは持っておりません。

黒沼委員 伝統的には、情報開示の必要性というか、情報に感応して価格が変動しやすいものから対象にしてきた。そのことを含めた歴史的な背景とい

うことではないでしょうか。

飯田報告者 それも当然そうだと思います。あと、株主の場合は消滅しないというか、ほっておけばそのまま残り続ける性質のものであるということも、もしかしたら特別扱いの理由かもしれません。

川口委員 株式は譲渡制限をかけることはできますが、譲渡自体を禁止することはできませんね。この点、他の有価証券と異なる性質があります。株主の数がふえていく可能性があるので、特別の規制を設ける必要があるという考え方もあったように思います。しかし、次の点の考慮も必要ではないかと思います。

本日のご報告では、株主数と流通性について、アメリカでは両者は何となく関係がありそうだということでした。このような考えが日本にそのまま該当するかが少し気になります。外形基準のみが適用される会社がどのような会社であるのか、十分に把握しておりませんが、閉鎖的な会社で譲渡制限がかかっている会社が多いのではないのでしょうか。そうすると、そもそも頻繁に譲渡が起こらないので、流通性もあまりないという話になります。先ほどの議論では、投資家側で情報がとれないという話が出ていましたが、「譲渡制限のある株式を買ってくれないか」と言われたときには、相手方は、情報を要求できる強い立場にあるような気がします。以上のことから、アメリカの流通性と株主の数の関係についての議論を日本に当てはめる場合にはいろいろ考慮すべき点があるのではないのでしょうか。

飯田報告者 ご指摘のとおりで、特に譲渡制限がかかっているかどうかは外形基準で考慮されていないように思われます。それは恐らく日本独自の事情を考慮せずにここまで来ているのかなということです。裏を返せば、アメリカでは株式で譲渡制限をやっているのはあまりないでしょうから、その差はあるのかなと思っています。アメリカでも、譲渡制限のような仕組みをつくっているのだったら、少なくとも外形基準の適用除外の類型をつくってもいいのではないかという立法論的な提案をする人もいます。流通性の観点から見ても、譲渡制限がかかっているとかそういうふうな仕組みになっている

ときであれば、日本にはおよそ流通性がないと評価すべきものだろうと思います。

加藤委員 川口先生がご質問された譲渡制限の話について私も伺いたかったのですが、あと1点、飯田先生のご報告を伺った上での感想のようなコメントをさせていただきます。現行法の有価証券報告書提出義務者の範囲を論理的に一貫して説明できないというのは、そのとおりかなと思いました。ただ、同時に、全で一から作り直すのは非常に大変だろうという印象も持ちました。強制開示の根拠自体も曖昧だというのはそのとおりだと思いますが、少なくとも上場会社か否かという基準を見直す必要性は現時点では無いように思います。そうすると、上場会社は強制開示義務の対象とすべきであることを前提にした上で外形基準の範囲を考えていく JOBSAct 前のアメリカの立場には、それなりの合理性があったと思います。

永井オブザーバー 太田先生も先ほど少し触れておられましたが、個別の具体的なケースを材料に議論していただければ、より実務的な議論ができるのではないかと思います。例えばリクルート社ですとか、大塚ホールディングス社など、上場前に既存株主が非常に多数おられた会社です。株主は相続などでも増加し、株主数が一定以上の会社の継続開示の例は多数あります。個別のケースでは、実はいろいろな論点があります。非上場のままですと会計上、税務上、あるいは相続における取扱いなどが難しくなりますので、これらの問題解決には、やはり上場していたほうが良いといった話が出てきます。実務上のニーズはいろいろあります。

個別ケースの議論は支障がある部分もありますが、新しい商品としての法人債や、DR（デポジタリーレシート）など、いろいろなバリエーションが増えてくると、議論すべき点は多くなると思います。

神田会長 今、実務で、株式に限って、飯田先生の②③類型、つまり上場していないけれども、公募したから継続開示している会社、あるいは外形基準で継続開示している会社は何社あるのですか。統計上は明らかではないですよ。

大谷開示企画調整官 直近の数字は持っていないのですけれども、2～3年前の数字であれば、40社程度が外形基準で有価証券報告書を出していると認識しております。

神田会長 公募して上場していない会社はもうないということですか。

大谷開示企画調整官 公募して上場していない会社は、先ほどのゴルフ場のケース等が該当します。数としては結構な数がございまして、700程度あったようには記憶しておりますけれども、だんだん数が減ってきてはおります。

神田会長 トータルの数とか、一般の統計からは明らかではないですね。

松尾（直）委員 24条1項3号については、先生よくご存じのビッグバンのときに投資信託を開示規制の対象にして、発行開示すれば継続開示になっています。ああいうものを継続開示義務の対象にしていいかどうかというのは、実務的にはもう定着してしまっていますが、理論的にはいろいろ議論があり得ます。

飯田報告者 上場廃止のケースは、外形基準という形で残すというより、むしろそれまで上場していた会社で、それが廃止された後にどう処理するかという形で特別類型として考えたほうがいいのではないかと考えています。外形基準は、上場している会社ではない会社を捉えて新たに規制するかどうかという発想でできた基準で、それはうまく整合しないと思います。西武鉄道のようなケースの場合であれば、それは別類型で考えたほうがいいのかと思っています。

神田会長 細かいことで1点だけ。私は80年代に初めてアメリカに行って勉強しました。もう三十年以上前なので、間が抜けたコメントになると思うのですけれども、いまだに覚えていることが1つあります。それは12(g)、12(g)と叫んでいたことです。自分の話で恐縮ですけれども、82年に初めて日本を出て、アメリカに行って勉強して、帰ってきて、日本でも結構12(g)と叫び始めたときにちょっと違いがあって、それを申し上げたいのです。

アメリカでは店頭登録銘柄は12(g)です。日本では、当時JASDAQの前身である、ここでいう店頭売買有価証券をどうしますかというときに、そ

れを飯田先生の①類型で整理したのです。12(g)を導入しようとして日本で叫んでいたときに、外形基準を意味するのですが、日本の場合にはその必要性は相当差がありました。つまり、店頭登録は上場と一緒に扱うという整理をしたので、結局、外形基準はそれ以外ということになりました。それに対して、アメリカが当時 12(g) を入れなければいけない最大の理由は、NASDAQ というか、当時の店頭取引銘柄、日本でいうと店頭売買有価証券ですが、それをカバーするということが大きかったと思います。ちょっと歴史的なあやがあるように思いました。

飯田報告者 ご指摘のとおりだと思います。きょうは2号のことについてはあまり取り上げませんでしたけれども、形にするときには調査してまとめたと思います。

神田会長 大体終わりの時間になっていると思います。本日は大変興味深い問題提起で活発なご議論をいただきまして、ありがとうございます。

次回以降ですけれども、お手元のと通りの予定です。大体水曜日を定例日とさせていただいているのですけれども、3月につきましては、大学の卒業式関係の行事との関係で水曜日がちょっと難しいために、3月23日の月曜日に山田先生からのご報告を予定いたします。

4月以降の年度ですが、日程調整させていただいて、全ての委員の皆様方がご都合がつく日は残念ながら見つかりませんでした。それで、悩んだのですけれども、基本は水曜日でやらせていただいているというのが、20年ぐらい前からのこの会の伝統でもありますので、その範囲で多くの先生が出られる日ということにさせていただきます。ご都合が合わない先生方には大変申しわけなく、日程調整のやり方については今後、多少違うことも考えるべきかもしれませんけれども、ご報告の準備の関係もあると思いますので、差し当たり配布資料に掲げた予定で計画させていただければと思います。

5月20日の水曜日に前田先生、7月8日の水曜日に本日おいでの松尾(直)先生、9月9日の水曜日に太田先生、そして11月25日の水曜日に本日はご欠席ですけれども中村委員から、それぞれご報告いただきます。それぞれテ-

マもいただいております。

それでは、飯田先生、本日はどうもありがとうございました。

これで終了いたします。

継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—

金融商品取引法研究会

2015 年 1 月 28 日 14 時-16 時

神戸大学 准教授 飯田秀総

第 1 問題の所在

1 序説

(1) 考察の対象：有価証券報告書の提出義務者の範囲

(2) 提出義務者の3類型：①上場会社、②公募証券発行会社、③外形基準を満たす発行者

(3) 問題：なぜ3類型？なぜ継続開示義務？

2 従来 of 学説

(1) 継続開示規制の趣旨：投資判断の基礎的情報を提供、合理的価格形成、資金の効率的配分を実現、経済全体の活性化

(2) 流通性に着目した説明

(3) 公募証券発行会社も流通性の観点から位置づけられるか？

「募集・売出しをすると通常、証券保有者が多数に上る」

←直接的に証券保有者の数を基準とすればよいのでは？

発行開示の補完・アフターケア

3 問題提起

(1) 上場会社・外形基準を満たした発行者の証券の流通性と継続開示義務

(2) 流通性概念の曖昧さ

ア 外形基準の過剰規制の可能性：非上場会社に流通性あるか？

イ 外形基準の過小規制の可能性：100人いても流通性ないか？

(3) 流通性以外の観点はあり得るか

ア 公の利益

会社の規模・株主数が一定以上になれば、一定の開示を要求するだけの公の利益が発生しているという視点¹

←「公の利益」という曖昧な概念から提出義務者の範囲を規定していくのは困難

イ 「誰の」費用対効果を考えるか

外形基準 資本金額 5 億円未満：企業の開示負担に配慮したもの

←「会社」及び「その会社の株主」の費用・効果

開示規制には正の外部経済性ある：「会社・株主以外の」費用・効果も考えるべき？

ウ 外形基準の過小規制の可能性：資本金額5億円は高すぎる？

4 本稿の課題

継続開示規制の適用範囲はいかにあるべきか？

アメリカ法について比較法的検討

第2 法改正の経緯

1 序説

(1) 3類型の存在という共通点

(2) 導入の経緯は異なる

アメリカ：1934 年①、1936 年改正で②追加、1964 年改正で③追加

日本：証取法制定②（①は、118 条の上場有価証券報告書）、昭和 46 年改正で①追加、平成 4 年改正で③追加

2 アメリカ法の改正の経緯

(1) 1934年証券取引所法の制定

ア 上場会社に対する継続開示義務規制の導入

証券取引所の透明性を改善する目的

¹河本一郎＝神崎克郎『問答式 改正証券取引法の解説』（中央経済社、1961）82-83 頁〔河本発言、神崎発言〕。

ニューヨーク証券取引所が流通市場の圧倒的な中心

イ ニューヨーク証券取引所における継続開示の実務の先行

ウ 公募証券発行会社を対象とする案は見送り

(2) 1936年改正

ア 公募証券発行会社を対象に追加

イ 発行開示規制の完成論とその疑問

1933 年法：発行市場におけるいわゆる販売圧力が生じることに対する規制

1934 年法：流通市場に、そのような販売圧力は生じない

ウ 証券取引所・OTC市場間の公平な競技場を作る努力

(3) 1964年改正

ア 外形基準の導入

登録株主 500 人以上かつ総資産 100 万ドル以上（消滅基準は登録株主 300 人未満）

イ 公募証券発行会社の継続開示義務の消滅基準に外形基準が導入

消滅基準は登録株主 300 人未満

ウ 投資者保護の視点が基本

エ OTC市場の発展という現実

オ 株主数基準は取引活動の活発さ・publicnessの代理変数

SEC の特別調査報告書：

- ・ 公衆の投資家(public investor)の関心がある証券の全てを規制の対象とすることが望ましいが、規制の実現可能性の観点から、対象会社数は限定すべき
- ・ 「公の(public)」会社を対象。株主数基準は市場活動(market activity)に関する間接指標
- ・ 株主数と取引数に相関関係あり

- ・総資産を用いるのは不適切

(4) 2012年改正：外形基準の緩和

発生基準の株主数が 500 人から 2000 人に変更（認定投資家でない株主が 499 人以下限定）

影響：

- ・ Facebook などが上場した理由の一つは、外形基準の 500 人要件を上回りそうになった
- ・ 上場なし、公募なし、外形基準不満足でも、資金調達・流通市場へアクセス可能

背景：ロビー活動の影響が大きい

3 日本法の改正の経緯

(1) 昭和23年証券取引法

ア 24条では公募証券発行会社のみが対象

有価証券報告書：有価証券届出書を補完して絶えず有価証券の現状を明らかにするもの

イ 流通性の観点はなかったこと

ウ 118条の上場有価証券報告書

正確性の確保の観点で劣り、十分機能していないと評価されていた

(2) 昭和46年（1971年）改正

ア 24条に上場会社を追加

イ 昭和46年改正の背景：粉飾決算、流通市場の規模拡大等

ウ 外形基準導入の見送り

外形基準設定の困難、証取法監査が断絶する、発行後のアフターケアは必要

エ 流通性に重点を置いた議論

- ・ 上場有価証券に流通性がある
- ・ 有価証券届出書の提出会社の発行する有価証券は当然に流通性を有するものである
- ・ 有価証券報告書の目的は流通性のある有価証券の発行会社の内容を開示することにある

(3) 平成4年（1992年）改正

ア 外形基準の導入

イ 改正の根拠：流通性ある証券の投資者保護

ウ 理念先行型の改正

平成 4 年改正前の証券取引法のもとで、有価証券報告書提出義務を負わない会社の株式の流通性は極めて低かった

エ 消滅基準について

株主数 300 人未満で提出義務が消滅

(4) その後の改正

ア 平成18年改正：公募証券発行会社に300人基準の消滅基準導入

イ 平成20年改正：500人基準から1000人基準への緩和

根拠：「制度導入後十数年が経過し、有価証券報告書提出会社の実態等をふまえた見直しを行う必要があった」

ウ 平成20年改正：プロ向け市場制度の創設

4 小括

(1) 改正の契機の違い

ア 実践的な意図・機能のあるアメリカの改正

イ 理念先行型の日本の改正

(2) 新規企業の成長促進等と外形基準の緩和

(3) 経緯から得られる示唆

ア 発行開示規制との連続性について

昭和 23 年改正：有価証券報告書は有価証券届出書の補完

アメリカ法：OTC 市場と証券取引所との公平な競技場の作成

昭和 46 年改正：公募証券発行会社に流通性がある

アメリカ法の継受→発行開示義務と継続開示義務のリンクは結果的な機能にとどまる

イ 流通性を示す指標としての株主数

現在のアメリカ：登録株主数と実質株主数の乖離（going private をせずに、going dark 可能）

日本：アメリカほどの乖離はない

ウ 市場先行の規制緩和・規制緩和先行の市場創出

新興企業の成長促進という理屈は共通

アメリカ：流通市場（たとえば、SecondMarket や SharesPost）があり、規制を緩和する

日本：規制緩和して、プロ向け市場等が創設されるのを期待

第 3 アメリカの学説の検討

1 類似する会社に対する level playing field

(1) 類似企業の指標の問題点（Guttentag (2013)²）

- ・登録株主数は容易に操作可能（時価総額や取引高に指標を変更することで改善可能）
- ・会社の表面上の特徴の類似性は、開示の費用対効果の類似性を保障しない

(2) 類似企業に規制を拡張していくことの正当化としての逆淘汰問題の解消

ア Gubler (2014)³の主張

- ・ level playing the field が規制の範囲を正当化するためには、最初の出発点の正しさが必要
- ・逆淘汰（adverse selection）問題の解消として強制開示制度をみるなら正当化可能
- ・継続開示強制により、情報の非対称性が解決され、投資者が良質・悪質の違いを判断

² Guttentag, Michael D. (2013), *Patching a Hole in the Jobs Act: How and Why to Rewrite the Rules That Require Firms to Make Periodic Disclosures*, 88 INDIANA LAW JOURNAL 151-212.

³ Gubler, Zachary J. (2014), *Reconsidering the Institutional Design of Federal Securities Regulation*, 56 WILLIAM & MARY LAW REVIEW 409-465.

イ 疑問

- ・罰則等の強化に意味はあるかもしれない
- ・一定の類型の者に開示義務を課すことは、情報の非対称性の解消に貢献しないのでは？
(何千社もが規制の対象となると、虚偽開示が発見される確率も低まり、投資者は開示内容を額面どおりに受け取ることができず、結局、情報の非対称性は解決されない？)
- ・継続開示義務を課すと、継続開示を行うこと自体は「良質企業」のシグナルにならない

2 投資者の保護・強制開示の法と経済学

(1) 投資者保護の哲学が基本

(2) 強制開示の法と経済学

- ・強制開示の不要論者：発行者は、全ての重要な情報を開示するインセンティブある
- ・強制開示の必要論者：情報は公共財。外部性があり、情報開示は過小になる

(3) 外部性の観点から継続開示義務の範囲を決める方向

- ・外部性→閉鎖会社も情報開示を強制した方がよい？
- ・規制のリソースは有限→外部性に関しての市場の失敗が特に重大な類型に限定

(4) 自発的な情報開示が行われる条件 (Beyer et al. (2010))

- ①開示に費用がかからないこと
- ②会社に私的な情報があることを投資者が知っていること
- ③会社の情報開示を全ての投資者が同じように解釈すること、そして、会社は投資者がどのようにその開示を理解するのかを知っていること
- ④経営者は会社の株価を最大化したがつていること
- ⑤会社は私的情報を投資者に対して信頼できるように開示することが出来ること
- ⑥会社は事前に特定の開示方針を確約することが出来ないこと

現実には 6 条件を満たさない→自発的な完全開示が行われない→だから開示の強制が正当化される？→費用対効果で考えるべき

3 公共性と企業の規模

- ・ Langevoort and Thompson (2013)⁴：開示規制は大企業に課すべき。大企業は政府のように公的な存在であり、透明性、説明責任、外部の声に対する開放性が求められるべき
- ・ 批判：株主数は企業の社会的な影響力と無関係である

4 小括

- ・ 提出義務者の範囲を制度の趣旨に関する理論的な見地から演繹的に決めるのは困難
- ・ 外部性の影響の程度から考える
- ・ 「流通性」概念：流通性がある証券は外部性の影響の程度が大きい
- ・ 流通性だけ：3 類型に不整合あるのではないか？という疑問になりやすい

第4 むすび

- ・ 流通性の観点から金商法 24 条 1 項各号の類型が適切かという問題の立て方をするのではなく、開示のもつ外部性の影響の観点から考えていくことが重要
- ・ アメリカの改正の経緯で、流通市場が既に存在するところに開示規制を及ぼしていくという展開だったことは、外部性が大きいところに規制を拡張したといえる
- ・ 日本法の昭和 46 年改正も同様。平成 4 年改正の外形基準の導入は、アメリカのような現実的な必要性に基づくものとはいいがたい。平成 20 年改正でアメリカに先駆けて外形基準を緩和することも、その流れで理解できる。

今後の課題：

- ①継続開示の情報の内容に応じて、提出義務者の範囲は変わるか？
- ②有価証券報告書の提出義務者の範囲が、なぜ別の制度でも前提とされるのか？（たとえば、公開買付規制や、社外取締役を置いていない場合の理由の開示）
- ③発行開示規制の補完として継続開示が必要か？

⁴ Langevoort, Donald C., and Robert B. Thompson (2013), "Publicness" in Contemporary Securities Regulation after the Jobs Act, 101 GEORGETOWN LAW JOURNAL 337-386.

継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—

金融商品取引法研究会

2015 年 1 月 28 日 14 時-16 時

神戸大学 准教授 飯田秀総

- 第 1 問題の所在
 - 1 序説
 - 2 従来の学説
 - 3 問題提起
 - 4 本稿の課題と構成
- 第 2 法改正の経緯
 - 1 序説
 - 2 アメリカ法の改正の経緯
 - 3 日本法の改正の経緯
 - 4 小括
- 第 3 アメリカの学説の検討
 - 1 類似する会社に対する level playing field
 - 2 投資者の保護・強制開示の法と経済学
 - 3 公共性と企業の規模
 - 4 小括
- 第 4 むすび
- 参考文献

第 1 問題の所在

1 序説

(1) 考察の対象

本稿は、継続開示規制の適用を受ける者の範囲はいかにあるべきか？という問題につき、アメリカ法の状況について比較法的な検討を行うことを目的とする¹。継続開示には、様々なものが含まれるが、本稿では有価証券報告書によってなされる開示をいうことにし²、対

¹ 本稿の問題意識は、久保田＝中東（2012）6 頁に負うところが大きい。

² 有価証券報告書の他に継続開示に分類されるものとして、四半期報告書、半期報告書、臨時報告書、委任状勧誘の参考書類、適時開示制度、会社法上の制度等による開示がある。江頭（2011）333 頁参照。

象となる有価証券としては株券を想定することとする。したがって、ここでいう継続開示規制の適用範囲とは、金融商品取引法（以下「金商法」という。）24条1項1号～4号により、有価証券報告書の提出義務を負う者（以下「提出義務者」という。）の範囲を意味する。

(2) 提出義務者の3類型

金商法24条1項の規定では、提出義務者には3つの類型がある。すなわち、①上場有価証券³・店頭売買有価証券の発行者⁴（以下「上場会社」という。）、②募集・売出しについて有価証券届出書・発行登録追補書類を提出した有価証券⁵（以下「公募証券発行会社」という。）、③株券の所有者が、過去5事業年度のいずれかの年度の末日に、1000名以上いる、かつ、資本金額が5億円以上という外形基準を満たす発行者である。

(3) 問題

それでは、なぜ、このように3つの類型に分かれているのか。また、それぞれの類型は、なぜ、継続開示規制の適用を受けなければならないのか。

2 従来の学説

(1) 継続開示規制の趣旨

継続開示の目的の一般論としては、「有価証券の流通市場において証券取引をなす投資家に対して、その売買する証券の価値を自分で判断するための基礎的情報を提供することにある。また、...合理的価格が形成されることは、証券市場を通じた資金の効率的配分を実現することにつながり、経済全体の活性化をももたらす」⁶とされている。

(2) 流通性に着目した説明

そして、提出義務者の①②③のいずれも、有価証券の流通性（流動性）⁷に着目したものであると理解されている⁸。つまり、流通市場が存在する場合には、継続開示義務を課すべきであり、①②③はいずれもそのような流通市場が存在することを示すというわけである。

³ 金商法24条1項1号。

⁴ 金商法24条1項2号、金融商品取引法施行令（以下「施行令」という。）3条。

⁵ 金商法24条1項3号。

⁶ 江頭（2011）335頁。

⁷ 平成18年改正以降は、流通性と流動性を区別して、流通性は権利内容からみた譲渡性の程度、流動性は市場の有無からみた事実上の流通性の程度を示すという用語法が普及しているが（黒沼（2007）623頁参照）、同改正以前の議論では専ら「流通性」と呼ばれていたこととの連続性の観点から、本稿では基本的に「流通性」を用い、平成18年改正後の流動性の意味も含めて用いることとする。

⁸ 久保田（2012）768頁。

(3) 公募証券発行会社も流通性の観点から位置づけられるか？

もつとも、①③と②はやや異質である。

①③については、現在、流通性があるから、継続開示を必要とする投資家が存在する⁹という観点から位置づけやすい。

②については、昭和46年改正の際に流通性の観点から位置づけるという議論が行われ¹⁰、現在においても、「募集・売出しをすると通常、証券保有者が多数に上り、証券保有者が発行者に関する情報の開示を必要としているからである。」¹¹と説明されている。しかし、現在は③外形基準が導入されている以上、直接的に証券保有者の数を基準とすれば足りるのではないか、という疑問が残る。また、②と③とで、提出義務の消滅基準に関するルールに差があるところ¹²、流通性が高くない場合に継続開示規制が不要なのであれば、②と③の間にその消滅基準の要件の差があることに根拠がないのではないかという批判もされている¹³。この批判は、流通性の観点から継続開示規制の適用範囲が決まるのだとしたら、現行法のルールには説明が付かないところがあることを指摘するものであり、②について流通性の観点から位置付けることに対して疑問視するものといえる。そのため、②については、流通性の視点のみならず、「発行開示のアフター・ケア」¹⁴（現行法に則していえば、公募証券の継続開示は最低5年間は行われる¹⁵）という観点から位置づける方が説得的であるように思われる。

昭和46年改正以来、流通性の観点から提出義務者の範囲を考えることが基本となってきたが、この観点には以上に述べたような②公募証券発行会社に関しては限界もあることが明らかになっている。

3 問題提起

(1) 上場会社・外形基準を満たした発行者の証券の流通性と継続開示義務

本稿は、②にとどまらず、①③についても、流通性の観点から考えることには疑問の余地があるのではないか、という問題意識を有している。

⁹ 近藤＝吉原＝黒沼（2013）259頁、神崎＝志谷＝川口（2012）362頁参照。

¹⁰ 下記第2-3(2)参照。

¹¹ 近藤＝吉原＝黒沼（2013）259頁。

¹² ③の提出義務者の提出義務の消滅基準は、当該事業年度の末日における株主数が300名未満である（金商法24条1項ただし書、施行令3条の6）のに対し、②の提出義務者の提出義務の消滅基準は、過去5事業年度の全ての末日における株主数が300名未満であり（金商法24条1項ただし書、施行令3条の5第2項）、過去5事業年度の全てを基準とする点に違いがある。

¹³ 久保田（2012）768-769頁。さらに、②については廃止し、③に統一するべきではないか、という立法論の問題提起もされている（久保田（2012）783頁）

¹⁴ 神崎＝志谷＝川口（2012）365頁。

¹⁵ 黒沼（2007）614頁。

(2) 流通性概念の曖昧さ

流通性の観点から考えるとした場合、継続開示を必要とする投資家が存在するかどうかを判定する基準として、外形基準は適切なのかという疑問がある。

ア 外形基準の過剰規制の可能性

すなわち、第1に、現在の日本では、活発に取引が行われる流通市場としては、東京証券取引所が圧倒的中心であり、非上場の流通市場の存在感は極めて小さいと思われる。そうだとすると、継続開示を必要とする投資家が存在するのは、①上場会社の場合に限られるのではないかと、つまり、③外形基準を設けているのは過剰規制なのではないかと、という疑問がある¹⁶。

イ 外形基準の過小規制の可能性

第2に、継続開示を必要とする投資家が存在するかという観点からみた場合、たとえば株主数が100名程度の会社であっても、継続開示の需要は存在するともいえる。また、東証マザーズやJASDAQの上場基準における株主数の基準は、200人¹⁷とされている。そうすると、外形基準の従来の500人や、現在の1000人という基準はかなり高い水準に設定されているともいえる。そのため、流通性の観点からみると、外形基準は過小規制ではないのかという疑問も生じてくる。

ウ 小括

このように、流通性という概念には曖昧さがあり、①③の提出義務者の範囲を考えるにあっても、疑問の余地があるように思われる。

(3) 流通性以外の観点はあり得るか

それでは、流通性以外の観点から、継続開示を強制する根拠はないだろうか。

ア 公の利益

たとえば、昭和46年改正で外形基準の導入が見送られたときに、流通性を強調するのではなく、会社の規模・株主数が一定以上になれば、一定の開示を要求するだけの公の利益が発生しているという視点を強調すべきだったのではないかと問題提起をする見解もあった¹⁸。

¹⁶ たとえばEU透明性指令(2004/109/EC)4条では、継続開示規制は、規制市場でその有価証券が取引されることが認められる発行者を対象にしている。しかし、外形基準に相当するルールは存在しない。

¹⁷ 東京証券取引所・有価証券上場規程212条1号、216条の3第1号。

¹⁸ 河本＝神崎(1961)82-83頁〔河本発言、神崎発言〕。

たしかに、開示すべき内容には、「公の利益」という観点からも説明することができるものが含まれているかもしれない¹⁹。

しかし、金商法1条が規定する金商法の目的規定（効率的な市場価格の形成・国民経済の健全な発展・投資者の保護）との関係で、「公の利益」という曖昧な概念から提出義務者の範囲を規定していくというアプローチを採用することは困難である。むしろ、「公の利益」の視点は、開示義務が課されることの副次的な機能と考えるべきだろう。

イ 「誰の」費用対効果を考えるか

開示規制を考える際には、費用対効果の観点も考慮する必要がある。まさに、③の外形基準による提出義務の消滅基準である、資本金額5億円未満という基準²⁰については、企業の開示負担に配慮したものと解されている²¹。

たしかに、会社にとって開示負担が重すぎれば、当該会社に投資する株主にも不利益になるともいえる。

しかし、これは、会社及びその会社の株主の費用・効果を考慮に入れるものではあるが、その他第三者の費用・効果は考慮に入れないということになる。開示規制は、当該会社の投資者を保護するというもののみならず、効率的な価格形成による資本の効率的な配分、国民経済の発展といった形で、正の外部経済性を有することを考えれば²²、会社・株主以外の費用・効果を考えなくて良いのか、という疑問もある。

ウ 外形基準の過小規制の可能性

また、会社の負担への配慮をとしても、資本金額5億円という基準が、現在において有効なものとなっているのか、という疑問もある。なぜなら、最近、マザーズやJASDAQに新規上場した企業をみる限りでは、資本金5億円未満のものが多数存在するからである。理論的に見ても、開示にかかるコストの負担を考えるにあたって、会社法上の大会社の概念²³を参照する積極的な理由はないように思われる。

¹⁹ たとえば、役員報酬について1億円以上の者はその報酬についての開示が求められている（企業内容等開示府令第3号様式・記載上の注意（37）、第2号様式・記載上の注意（57）a(d)）。これは、単純に投資者の投資判断に有益であるというだけにとどまるのではなく、過剰な役員報酬を受け取るという利益相反問題を抑止するというコーポレート・ガバナンスの重要な機能も果たすし、ひいては、大企業の役員の報酬を社会に対してオープンにするという意味で企業の透明性を高めるという機能をも果たしているといえる。

²⁰ 金商法24条1項ただし書。

²¹ 近藤＝吉原＝黒沼（2013）260頁。

²² 松村（1998）383頁参照。

²³ 会社法2条6号。

4 本稿の課題と構成

(1) 課題とアプローチ方法

本稿は、以上に述べた問題意識に基づき、継続開示規制の適用範囲はいかにあるべきかという課題を検討するために、アメリカ法について比較法的に検討することを目的とする。なぜなら、アメリカ法が日本法の母法であるというだけでなく、現在のアメリカ法も継続開示規制の適用範囲について日本と同様の 3 類型を規定しており、アメリカ法の考え方は日本法の規定の構造と適合的だからである。

(2) 検討の順序

以下では、まず、アメリカにおける継続開示規制の適用範囲に関する法改正の経緯をたどり、日本法と対比する。次に、アメリカの学説を検討する。最後に、以上の検討をまとめて、むすびとする。

第2 法改正の経緯

1 序説

(1) 3 類型の存在という共通点

日本法とアメリカ法とでは、適用範囲の基準として、①上場会社²⁴、②公募証券発行会社²⁵、③外形基準²⁶という 3 類型を規定している点で共通点がある。

(2) 導入の経緯は異なる

しかし、現在のルールが形成されるに至る経緯は若干異なる。アメリカでは、1934 年証券取引所法の制定の際に、継続開示義務を負う類型として①のみを定め、1936 年改正で②が追加され、1964 年改正で③が追加された。アメリカ法を継受する立法を行った日本では、やや順序が異なり、最初は 24 条では②の類型のみを定め（ただし①の類型は、上場有価証券報告書という 118 条のルールがあった）、昭和 46 年（1971 年）改正で 24 条に①が追加され、平成 4 年（1992 年）改正で③が追加された。

以下では、それぞれの経緯を概観する。

²⁴ 1934 年証券取引所法 12 条(b)項。

²⁵ 1934 年証券取引所法 15 条(d)項。

²⁶ 1934 年証券取引所法 12 条(g)項。

2 アメリカ法の改正の経緯²⁷

(1) 1934 年証券取引所法の制定

ア 上場会社に対する継続開示義務規制の導入

1934 年証券取引所法で継続開示規制が導入された。そして、継続開示規制の義務を負う者の範囲は、国法証券取引所に上場する者のみ（12 条(a)項、13 条(a)項）とされた。

1934 年法の制定の目的は、国法証券取引所の透明性を改善にすることにあり、当時、ニューヨーク証券取引所が流通市場の圧倒的な中心だったから²⁸、上場証券に注目した立法が行われたことに驚きはない²⁹。

イ ニューヨーク証券取引所における継続開示の実務の先行

また、1933 年には、ニューヨーク証券取引所に上場する 1157 社の全てが年次財務報告 (annual financial report) を投資家に対して提供しており³⁰、上場会社が継続開示を行うという実務が先行していた。そのため、1934 年法の立法による現実的な変化は、ニューヨーク証券取引所以外の国法証券取引所に上場する会社のうち、継続開示を行っていなかった会社が開示を強制されるようになったことである。

ウ 公募証券発行会社を対象とする案は見送り

なお、当初の検討段階では、公募について登録して発行開示規制の適用を受ける発行者にも、継続開示義務を課すことも検討されたが³¹、1934 年法の立法のための政治的な妥協³²によって、この点は立法されなかった³³。

(2) 1936 年改正

ア 公募証券発行会社を対象に追加

1936 年改正で、1934 年法 15 条(d)項が追加され、公募を行って 1933 年法による発行開示を行った者も、継続開示の義務を負うこととなった。

ただし、継続開示義務の発生基準として、当該公募を行った証券および同じ種類の証券の総額が（公募価格ベースで）200 万ドル以上であることという要件が課されていた。

消滅基準は、当該証券の総額が（公募価格ベースで）100 万ドル未満となったときである。

²⁷ 以下の記述は、Guttentag (2013) および久保田 (2012) に負うところが大きい。

²⁸ Seligman (1982) at 73.

²⁹ Guttentag (2013) at 163; Gubler (2014) at 420.

³⁰ Seligman (1982) at 48（なお、四半期報告を提出していたのは 60% 以上）。

³¹ Seligman (1982) at 83; Guttentag (2013) at 164.

³² Seligman (1982) at 99.

³³ Guttentag (2013) at 164.

イ 発行開示規制の完成論とその疑問

この改正は、1933 年証券法で始まった規制を完成させるものとしてみられることが多い。ただし、学説の中には、1933 年法は、発行市場におけるいわゆる販売圧力が生じることに對する規制としてスタートしたのに対して、1934 年法は流通市場を対象としており、流通市場ではそのような販売圧力は生じないから、このような説明には疑問視する見解もある³⁴。

ウ 証券取引所・OTC 市場間の公平な競技場を作る努力

むしろ、当時の立法資料によれば、この改正は、証券取引所間の競争、及び、証券取引所と OTC 市場間の競争の「公平な競技場を作る努力(an endeavor to create a fair field)」³⁵であるとされている。つまり、発行開示規制の補完という位置付けがなされていたわけでは必ずしもない。

(3) 1964 年改正

ア 外形基準の導入

1964 年改正で、1934 年法に 12 条(g)項が追加され、外形基準が導入された。すなわち、継続開示義務の発生基準は、登録株主が 500 人以上かつ総資産が 100 万ドル以上であることである。また、この提出義務の消滅基準は、登録株主が 300 人未満になったこととされた。

イ 公募証券発行会社の継続開示義務の消滅基準に外形基準が導入

この改正では、同時に、15 条(d)項の公募証券発行会社の継続開示義務の基準にも変更が行われた。すなわち、発生基準にあった、証券の総額が 200 万ドル以上という基準は削除された。また、消滅基準は、証券の総額が 100 万ドル未満という基準が削除され、かわりに、登録株主が 300 人未満になったこととされた。

ウ 投資者保護の視点が基本

さて、この外形基準が導入されるに至った理由は、投資者保護のためには情報開示が必要だということが基本にある³⁶。

エ OTC 市場の発展という現実

その背景として、次のような事情がある。すなわち、OTC 市場が発展していた（1961 年には、OTC で取引されるエクイティ証券の金額は、全体の 61%を占めていた。）にもかか

³⁴ Gubler (2014) at 420-21, 457.

³⁵ S. Rep. No. 74-1739, at 3 (1936).

³⁶ Gubler (2014) at 426.

わらず、継続開示規制の対象外となっていたので、これを規制の対象とし、証券取引所の市場で取引されるものと同様の規制を行うことにあった³⁷。

オ 株主数基準は取引活動の活発さ・publicness の代理変数

そして、この改正の基礎となった SEC の特別調査報告書では、理論的には公衆の投資家 (public investor) の関心がある証券の全てを規制の対象とすることが望ましいが、最低でも年に 1 回の報告書が登録される以上は、規制の実現可能性という観点から、また、国家的な公益が守られるのと比較して発行者に釣り合わないような負担を掛けないようにするという観点から、対象となる会社の数は限定すべきであるとされた³⁸。

同報告書では、「公の(public)」という概念に該当するかどうかを規制の対象とする基準とし、理論的には市場活動(market activity)に関する基準が魅力的だが、有意義かつ実務的に運用可能な直接的な基準はなく、株主数の基準はそのおおまかで間接的な指標にはなるとした³⁹。

同報告書において実施されたアンケート調査の結果によれば、株主数と取引数には強い相関関係があり、300 人以上の株主がいる株式については取引活動が活発であり、かつ、300 人以上の株主がいる会社は公開の会社とみなすことが出来るとしていた。また、総資産と株主数との間に明確な関係はなく、外形基準の基準として総資産を用いる必要はないし、不適切ですらあるとしていた⁴⁰。

この調査報告書の提言が、最終的な立法で全て実現したわけではないが、株主数に着目することの意義が上記のような点（すなわち、取引活動の活発さ、ひいては、公を示す代理変数であり、かつ、規制が現実的に運用可能になるように規制の対象となる会社の数を絞ること）にあったことは重要である。

なお、1960 年代後半以降、ブローカー・ディーラーのストリートネームで株式の保有者を登録するという実務が一般化し、登録株主数と実質保有者数が乖離していくという現象（これはバックオフィスがパンクしてしまったから生まれた合理的な実務）が起きていった。しかし、1964 年改正は、この実務慣行が定着する前に行われた⁴¹。したがって、1964 年改正当時の状況においては、登録株主数基準が採用されたことに特に問題はなかった。

³⁷ Guttentag (2013) at 168.

³⁸ SEC, REPORT OF THE SPECIAL STUDY OF SECURITIES MARKETS OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, H.R. Doc. 95, Pt. 3, at 17 (1963).

³⁹ SEC, REPORT OF THE SPECIAL STUDY OF SECURITIES MARKETS OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, H.R. Doc. 95, Pt. 3, at 35 (1963).

⁴⁰ SEC, REPORT OF THE SPECIAL STUDY OF SECURITIES MARKETS OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, H.R. Doc. 95, Pt. 3, at 17-35 (1963).

⁴¹ Langevoort and Thompson (2013) at 349.

(4) 1999 年の NASD 規則改正

ア OTCBB の発展

その後の注目すべき動きとして、OTC ブリティンボードがある。これは 1990 年に、ペニーストック改革法(Penny Stock Reform Act of 1990)をうけて設立されたものであり、OTC の透明性を高めるために、取引情報、気配の提示をするシステムである。1998 年には、登録銘柄数が 6000 以上、1 日平均売買金額は 2 億ドル以上、推定時価総額 500 億ドルという、かなりの規模にあった⁴²。

イ OTCBB の会社の開示義務 or 退出の選択を強制

OTC ブリティンボードにおいて取引されていた証券の発行会社の全ては、NASD の規則改正により、継続開示規制に服するか、または、OTC ブリティンボードから退出するかの選択に迫られた（ここでは株主数や会社の規模に関係がなかったため、この改正は外形基準ではなく上場会社を基準とするルールに近いと言える）。

そして、この改正の結果、当時 3600 社が継続開示規制に服せずに取引されていたが、その 4 分の 3 以上の会社が OTC ブリティンボードからの退出を選択した。

この改正の背景としては、OTC 市場での証券詐欺が発生していたことや、OTC ブリティンボードで取引されている証券について、NASDAQ 上場の証券と同様のディスクロージャーが行われるという間違った印象を投資家が持っていることについて、NASD が懸念を持っていたという事情があった⁴³。

(5) 2012 年改正

ア 外形基準の緩和

2012 年の JOBS 法による改正で、1934 年証券取引所法 12 条(g)項の外形基準の発生基準が緩和された。

第 1 に、従業員が、報酬プランとして、証券法の免除の要件を満たす形で株式を受け取る場合、当該従業員の数は、発生基準の株主数にはカウントしないこととされた⁴⁴。

第 2 に、発生基準の株主数が 500 人から 2000 人に変更された（ただし、認定投資家 [accredited investors]⁴⁵でない株主が 499 人以下である場合に限り）⁴⁶。

第 3 に、クラウドファンディングに応じて株主になった投資家は、発生基準の株主数から除外される⁴⁷。

⁴² Bushee and Leuz (2005) at 238.

⁴³ Bushee and Leuz (2005) at 239; Guttentag (2013) at 169.

⁴⁴ 1934 年法 12 条(g)項(5)号。

⁴⁵ 自然人であれば、100 万ドル以上の資産をもっているか、年収 20 万ドル以上の者。法人であれば、総資産 500 万ドル以上が基本的な要件である。

⁴⁶ 1934 年法 12 条(g)項(1)号(A)。

⁴⁷ 1934 年法 12 条(g)項(6)号。

第4に、発行者が銀行の場合、発生基準の株主数の基準が特別扱いされ、上記第2の認定投資家でない株主が499人以下である場合に限るという条件が適用されない。また、継続開示義務の消滅基準は、300人基準ではなく、1200人基準とされた⁴⁸。

第5に、発生基準の総資産の要件が、1000万ドル基準とされた⁴⁹。ただし、この総資産の基準は、SEC規則で何度も改正されてきており、1996年の規則12g-1の改正で1000万ドル基準は既に導入されていた。

イ 500人基準から2000人基準へ

この改正の中で特に重要なのが、500人基準が2000人基準に変更された点である⁵⁰。

500人基準が2000人基準になると、従来であれば上場した会社が、上場せずに済ませることが可能になる。なぜなら、Facebookなどの著名企業が上場した理由の一つには、外形基準の500人要件を上回りそうになったことがあったからである⁵¹。

そして、アメリカの資本市場の現在の状況においては、上場もせず、公募もせず、また、外形基準も満たさずに、必要な資金を調達することは可能な状況にある。たとえば、SecondMarketやSharesPostといった、非上場会社のエクイティ証券を取引する市場が発展しており、株主はその株式の流通性の利益を享受することができる⁵²。また、資金調達の需要については、発行開示規制の適用される公募を行わなくとも、SEC規則144Aによる適用除外などを使って、何10億ドルもの資金調達を行うことが可能になっているという状況にある⁵³。

従来の法改正の流れからすると、継続開示が行われていない流通市場が発展してくると、これを規制の対象とするというものだったのに、2012年改正は全く逆方向の改正となったわけである。この改正が行われるに至った立法資料はほとんどないようである⁵⁴。ある研究によれば、ロビー活動の影響が大きく、SharesPostのCEOが500人基準の緩和を提唱する証言を議会でしていたこと（そうすれば、SharesPostでの取引が増える）、IT系のベンチャー企業では従業員にエクイティ報酬を出すことが多く、この点についての外形基準の緩和

⁴⁸ 1934年法12条(g)項(1)号(B)。

⁴⁹ 1934年法12条(g)項(1)号。

⁵⁰ Testimony of Professor John C. Coates IV, John F. Cogan, Jr. Professor of Law and Economics, Harvard Law School, Before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate on Examining Investor Risks in Capital Raising, December 14, 2011, at 17, *available at* http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=1d24b42e-3ef8-4653-bfe8-9c476740fafa&ei=9yq5VPmIA5D38QWw74GQCA&usg=AFQjCNF9YugBRg0MpFT1SWPHLfR48Sumy&sig2=5vUqwrpD4NgwPDjc29rssg&bvm=bv.83829542,d.dGc.

⁵¹ Guttentag (2013) at 171 n. 108.

⁵² See Pollman (2012).

⁵³ Guttentag, at 171-174; Langevoort and Thompson (2013) at 348-51.

⁵⁴ Guttentag (2013) at 174.

の要請があったこと、銀行業界は長年にわたって外形基準の緩和に向けて働き掛けていたことなどが指摘されている⁵⁵。

3 日本法の改正の経緯

(1) 昭和 23 年証券取引法

ア 24 条では公募証券発行会社のみが対象

日本では、昭和 23 年の証券取引法 24 条には②公募証券発行会社の類型のみが規定された。有価証券報告書の位置づけは、「有価証券届出書を補完して絶えず有価証券の現状を明らかにする目的を持つもの」⁵⁶というものだった。

イ 流通性の観点はなかったこと

ここには、流通性の観点から適用範囲を決するという視点はなかった。有価証券報告書提出義務をひとたび負った発行者は、解散するまでこの義務を負担し、たとえ資本減少等で発行済の有価証券数が減少し、あるいは有価証券の一部の者への集中により有価証券保有者が減少した場合にもこの義務を免れることができなかった⁵⁷。逆に、②の類型に該当しなければ、どれほど多くの株主がいても、また、頻繁に取引されていたとしても提出義務はなかった⁵⁸。

ウ 118 条の上場有価証券報告書

もっとも、以上の評価は②の類型についてのみに限定される。①上場会社の類型について、全く規定がなかったわけではなく、証券取引法 118 条において、上場会社には、上場有価証券報告書を証券取引所に提出する義務が課されていた。条文の文言上は、開示すべき事項は、24 条と 118 条は同じだったし、公衆縦覧に供される点でも共通だった。

しかし、118 条には、24 条と重要な違いがあり、訂正命令の対象となっていなかった。そのため、118 条の上場有価証券報告書は、正確性の確保の観点で劣っていた⁵⁹とか、十分機能していないと評価されていた⁶⁰。

このような違いがあり、その実効性に問題があったとしても、条文上、上場会社には継続開示義務が課されていたことに変わりはない。

⁵⁵ Guttentag (2013) at 174-177.

⁵⁶ 山下 (1948) 41 頁。

⁵⁷ 河本＝神崎 (1961) 73 頁〔神崎発言〕。

⁵⁸ 河本＝神崎 (1961) 74 頁〔神崎発言〕。

⁵⁹ 河本＝神崎 (1961) 74 頁〔神崎発言〕。

⁶⁰ 奥村 (1971) 53 頁。

(2) 昭和 46 年（1971 年）改正

ア 24 条に上場会社を追加

次に、昭和 46 年改正で、24 条に①の類型が追加され、118 条は削除された。この改正により、①の類型でありながら有価証券報告書を提出していなかった 85 社が、新たに有価証券報告書を提出しなければならなくなった⁶¹。

イ 昭和 46 年改正の背景

昭和 46 年改正の一般的な背景には、「昭和 40 年の山陽特殊製鋼の粉飾決算と、その後の大蔵省による有価証券届出書・有価証券報告書の審査の強化」⁶²、流通市場の規模（上場会社数、上場株式数、売買高、株主数）の拡大⁶³、株式の時価発行等の普及⁶⁴といった事情があったと指摘されている⁶⁵。

ウ 外形基準導入の見送り

なお、昭和 46 年改正の際に、すでにアメリカには③外形基準が導入されていたこともあり、日本でもこれを資本金 1 億円以上かつ株主数 300 人以上（外国法人については、本邦在住の株主数が 200 人以上）という基準で導入すること、および、②公募証券発行会社を提出義務者の基準とすることを廃止すること、が検討されていたようである⁶⁶。

しかし、最終的にはこれは実現しなかった⁶⁷。実現しなかった理由としては、外形基準設定の困難⁶⁸、証取法監査が断絶する（外形基準を満たした年に監査され、満たさない年には監査されないという意味で断絶する）、発行後のアフターケアは必要である、という点にあった⁶⁹。

もっとも、外形基準導入の見送りに関しては、立法論としての批判もあった⁷⁰。

⁶¹ 証券取引審議会「企業内容開示制度等の整備改善について（昭和 45 年 12 月 14 日）」商事法務 739 号 20 頁（1970）、河本＝神崎（1961）17 頁〔神崎発言〕。

⁶² 河本＝神崎（1961）17 頁〔神崎発言〕。

⁶³ 河本＝神崎（1961）19 頁〔神崎発言〕、渡辺（1971）6 頁。

⁶⁴ 河本＝神崎（1961）19-20 頁〔神崎発言、河本発言〕、渡辺（1971）6 頁。

⁶⁵ 証券取引審議会「企業内容開示制度等の整備改善について（昭和 45 年 12 月 14 日）」商事法務 739 号 19 頁（1970）。

⁶⁶ 朝日新聞 1970 年 10 月 7 日夕刊 1 面、2 面。

⁶⁷ 河本＝神崎（1961）75 頁〔河本発言〕。

⁶⁸ 「外形基準では流通性のない有価証券も含まれることになるという難点がある。」（証券取引審議会「企業内容開示制度等の整備改善について（昭和 45 年 12 月 14 日）」商事法務 739 号 20 頁（1970））とされていた。

⁶⁹ 河本＝神崎（1961）78-79 頁〔河本発言〕。

⁷⁰ たとえば、ロス＝矢澤（1974）59 頁。

また、公募も上場もしていない会社の有価証券は、店頭取引を事実上、出来るだけ抑止しようという考え方も存在していたので⁷¹、外形基準がもしも存在すればこれに該当するような会社の有価証券が継続開示無しに流通することは、法律ではなく、事実上（自主規制によって）、抑止されていたとも言える。

エ 流通性に重点を置いた議論

さて、理論的に重要なことに、昭和 46 年改正では、「開示制度適用の基準として証券の流通性ということに重点をおいて議論」⁷²されたという点がある。

上場有価証券に流通性がある⁷³ことには異論はないだろうが、そのみならず、「有価証券届出書の提出会社の発行する有価証券は当然に流通性を有するものである」⁷⁴と整理された。これは、抽象的にそのように考えられたのみならず、実際に、有価証券届出書の提出会社の発行する有価証券には事実として流通性を有する例が多いということが、証券取引審議会で指摘されており⁷⁵、流通性を示す基準として②が効果的であったことは現実に即した判断だったようである。

また、公募証券発行会社の継続開示義務の消滅基準として、流通性の観点から理解できる⁷⁶24 条 1 項但し書きが導入され、有価証券の所有者数が著しく少数（25 名基準で運用）となった会社は提出義務が免除（この基準を満たさなくなると提出義務が復活することを強調すれば、免除ではなく中断⁷⁷）されることとなった⁷⁸。

なお、この際の添付資料として株主名簿の写が要求されていた⁷⁹から、株主名簿上の株主の数を基準とすることが当然の前提となっていたものと思われる。

以上のように、昭和 46 年改正によって流通性の観点から継続開示義務の範囲を考えるとこの思考が確立されたといえる。当時の立法担当官も「有価証券報告書の目的は流通性のある有価証券の発行会社の内容を開示することにある」⁸⁰としている。

⁷¹ 河本＝神崎（1961）80 頁〔河本発言〕。証券取引審議会「企業内容開示制度等の整備改善について（昭和 45 年 12 月 14 日）」商事法務 739 号 20 頁（1970）参照。

⁷² 河本＝神崎（1961）82 頁〔河本発言〕。

⁷³ 奥村（1971）42 頁。

⁷⁴ 河本＝神崎（1961）82 頁〔河本発言〕。

⁷⁵ 証券取引審議会「企業内容開示制度等の整備改善について（昭和 45 年 12 月 14 日）」商事法務 739 号 20 頁（1970）。

⁷⁶ 立法担当官は、まさに、「株主の数が少数になると必然的にその流通性がなくなると認められるからである」（奥村（1971）45 頁）としている。

⁷⁷ 奥村（1971）46 頁。

⁷⁸ 昭和 46 年 5 月 14 日政令第 150 号による改正後の証券取引法施行令 4 条 2 項。清算中の会社、および、相当期間営業を休止している会社も同様に有価証券報告書の提出義務が免除される。

⁷⁹ 有価証券の募集又は売出しの届出等に関する省令 14 条 1 項 2 号。

⁸⁰ 渡辺（1971）43 頁。

(3) 平成4年(1992年)改正

ア 外形基準の導入

平成4年改正で金商法24条1項4号に外形基準が導入され、株券の所有者数が500名以上⁸¹の会社は、有価証券報告書の提出義務を負うこととなった。

イ 改正の根拠

その導入の根拠は、流通性の観点に根ざしている。すなわち、株券の所有者数に注目しているのは、多数の投資者に所有され、市場が形成されることとなるような証券についてディスクロージャー制度による投資者保護を図るためである⁸²。

なお、資本金額5億円未満を外形基準による義務の対象外とするのは、開示に伴う負担を考慮してのこととされている⁸³。

ウ 理念先行型の改正

この改正は、昭和46年改正で実現できなかったものを実現したという性格の改正であって、投資家保護の観点からの弊害が具体的に生じていたから行われた改正だとは思われない。なぜならば、証券業協会の規則により、平成4年改正前の証券取引法のもとでは有価証券報告書提出義務を負わない会社の株式について、協会員間で流通を目的とする店頭売買を行うことが禁止されており、その流通性は極めて低いとされていたからである⁸⁴。この点で、アメリカ法の1964年改正が、OTC市場の発展という現実的な課題に直面して行われたことと大きな違いがある。

エ 消滅基準について

外形基準が発生基準となる場合特有の有価証券報告書の提出義務の消滅(中断)基準は、株券の所有者数が300人未満になった場合とされた⁸⁵。義務の発生基準(500人)と消滅基準(300人)に差があるのは、開示制度の安定的な運用を可能ならしめるためだろう⁸⁶。なお、株券の所有者数のカウント方法は、実質株主基準ではなく、株主名簿基準である⁸⁷。これは、

⁸¹ 判断の基準となる期間は、過去5年間に所有者数が500人以上となった事業年度があったか否かである。

⁸² 平成3年4月ディスクロージャー小委員会「ディスクロージャー制度の見直しについて」財団法人資本市場研究会編『証券取引審議会報告—証券取引に係る基本的制度の在り方について—』(資本市場研究会、1991)38頁。

⁸³ 平成3年4月ディスクロージャー小委員会「ディスクロージャー制度の見直しについて」財団法人資本市場研究会編『証券取引審議会報告—証券取引に係る基本的制度の在り方について—』(資本市場研究会、1991)38頁。

⁸⁴ 神崎(1991)401頁。

⁸⁵ 証券取引法施行令3条の6第1項。

⁸⁶ 神崎(1991)401頁参照。

⁸⁷ 開示省令16条の3。

発行体の負担を考慮したためであり、たとえば持株会が株主名簿上 1 人とされていれば、外形基準の関係では（たとえ実質株主が何人いても）1 人となる、と説明されていた⁸⁸。

また、外形基準・発行開示規制の公募による場合の両者に共通する消滅（中断）基準として、24 条 1 項ただし書で、有価証券の所有者数が著しく少数（25 名）となった場合、清算中の会社の場合、事業休止中の会社の場合も規定された。

(4) その後の改正

その後もいくつか重要な改正があるが、流通性の視点から提出義務を考えるという基本には変更はない。

ア 平成 18 年改正：公募証券発行会社に 300 人基準の消滅基準導入

まず、金商法制定の平成 18 年（2006 年）改正の際に、②公募証券発行会社の類型についての、提出義務の消滅基準が拡大され、当該事業年度を含む前 5 事業年度の全ての末日における有価証券の所有者数が 300 名未満である場合が追加された⁸⁹。

アメリカでは、外形基準が導入された 1964 年改正によってすでに同様の免除要件が規定されていたが、日本では、外形基準の導入後 10 年以上経ってからこの改正が行われたということになる。

イ 平成 20 年改正：500 人基準から 1000 人基準への緩和

次に、平成 20 年（2008 年）改正の際に、外形基準による提出義務の発生基準における株券の所有者数の基準が、従来の 500 人から 1000 人に引き上げられた。外形基準がこのような緩和された根拠は、「制度導入後十数年が経過し、有価証券報告書提出会社の実態等をふまえた見直しを行う必要があった」⁹⁰からとされている。

この改正はアメリカの改正に先駆けての規制緩和であり、外形基準の緩和に関しては日本法が先行したわけである。

ウ 平成 20 年改正：プロ向け市場制度の創設

また、同じく平成 20 年改正の際に、プロ向け市場制度の創設に伴い、特定投資家向け有価証券については、外形基準における株券の所有者数のカウント方法につき、特定投資家の人数を控除することが認められた⁹¹。

これも、投資家の特定の属性の者を、外形基準の株券の所有者数にカウントしないという点で、アメリカの 2012 年改正と共通であり、かつ、日本法が先行した。

⁸⁸ 清水（1993）21 頁（1993）。

⁸⁹ 谷口＝野村（2006）44 頁、谷口＝峯岸（2007）31-33 頁。

⁹⁰ 谷口＝齊藤＝宮下＝八木（2009）68 頁。

⁹¹ 谷口＝齊藤＝宮下＝八木（2009）68 頁。

4 小括

(1) 改正の契機の違い

日米の経緯を比較すると、法改正の契機に違いがある。

ア 実践的な意図・機能のあるアメリカの改正

すなわち、アメリカの場合、実際に流通市場が存在するのに、継続開示が行われていない場合に、これを規制の対象とするという形で法改正が行われてきた。1934 年証券取引所法の制定の際には証券取引所という巨大な流通市場が存在していたし、1936 年改正・1964 年改正では、OTC 市場が流通市場として発展していたのに、継続開示規制の対象外となっていたので、これを規制の対象に含めるという実践的な意図・機能があった。

イ 理念先行型の日本の改正

これに対して、日本法は、アメリカ法を継受してきたということもあり、実際の必要性という側面よりも、理念的な必要性に基づく改正が行われてきた。昭和 46 年改正も平成 4 年改正も、いずれも流通性の高い証券を継続開示規制の対象とするべきだという理念に支えられている。もちろん、昭和 46 年改正の際には、上場会社の粉飾決算への対応という実践的な意図・機能もあったわけであるが、平成 4 年改正はむしろ理念的な側面がより鮮明に打ち出されているように思われる。

(2) 新規企業の成長促進等と外形基準の緩和

もともと、日米で共通する傾向もある。それは、外形基準の緩和に関してである。すなわち、新規企業の成長促進（および雇用創出）といった流れの中で改正されたという点で、日米の改正は似ている。

(3) 経緯から得られる示唆

さて、以上の経緯から日本法の議論に対して次のような問題点を指摘することができる。

ア 発行開示規制との連続性について

第 1 に、昭和 23 年改正では、有価証券報告書は有価証券届出書の補完として位置づけられていたが、アメリカ法の継受としては必ずしも正確ではなかった。なぜなら、アメリカでは OTC 市場に対する規制をする足がかりとして、公募証券発行会社を対象にされたという側面があるからである。

むしろ、昭和 46 年改正の際に、公募証券発行会社についても流通性があるという整理がされたが、こちらの方が、アメリカ法の経緯に整合的である。

つまり、アメリカ法を継受したという視点を強調するとすれば、発行開示義務と継続開示義務の連続性は、あくまで結果的にそのような機能を果たしているにとどまる。継続開示義務の範囲はいかにあるべきかという視点からみた場合には、その連続性について理論的な根拠があるわけではないといえる。公募証券発行会社に（最低5年間）継続開示をさせるべきかどうかは、むしろ発行開示規制の観点から論ずるべきものだろう。

イ 流通性を示す指標としての株主数

第2に、外形基準については、アメリカの1964年改正の際に、株主数と取引頻度に相関関係があるという調査が行われており、株主数は、流通性を示す指標として機能することがわかった。

ただし、現在において、日米でその外形基準の意味するところはかなり異なる。すなわち、アメリカでは、上場会社の登録株主数は、実質株主数と比較してかなり小さくなるから、外形基準の消滅基準を満たすことはかなり容易なようである⁹²。

日本でも、上場会社の株主名簿上の株主には信託口等の名義株主がいるが、上場会社が外形基準の消滅基準を満たすような株主数になっていることは考えにくい。

流通性のある株式については継続開示を強制するという観点からすれば、日本の状況は適切であり、他方で、アメリカでは流通性があっても継続開示義務が及ばないようにできてしまう（going private をせずとも、going dark ができる）。

ウ 市場先行の規制緩和・規制緩和先行の市場創出

第3に、外形基準の発生基準の緩和の実際的な影響も日米で大きく異なるように思われる。すなわち、新興企業が成長するにあたり、外形基準を満たして継続開示義務が発生してしまうと、そのコストが負担となって、新興企業の成長を妨げてしまうおそれがあるから、外形基準を緩和する、という理屈は、日米で同じであろう。

しかし、アメリカの場合は、開示義務が発生しないように設計された流通市場（たとえば、SecondMarket や SharesPost）があり、規制を緩和するという順序になっている。

これに対して、日本では、まずは規制を緩和して、それからプロ向け市場等が創設されるのを期待するという順序になっているように思われる。

第3 アメリカの学説の検討

1 類似する会社に対する level playing field

アメリカの法改正の経緯は、すでに継続開示を行っている会社に対して、継続開示規制の対象を拡張するというものだった。それによって、流通市場の競争の公平な

⁹² SEC は規則 12g5-1 で、登録株主基準を変更したことがない（なお、他の規則（Rule 12g3-2(a), 12h-6）では、実質株主数を基準として採用している）。

競技場を作り出すということが、一貫した法改正の流れだった（ただし、2012 年改正は除く）。

(1) 類似企業の指標の問題点

Guttentag (2013)は、この問題点として次の2つを指摘する。第1に、外形基準の登録株主数の要件は、今日では、実質所有者の数の指標としては、容易に操作可能なものになってしまっている⁹³（時価総額や取引高⁹⁴に指標を変更することで改善可能）。第2に、外形基準によって会社の表面上の類似する特徴をとらえられるとしても、開示を強制することについての費用対効果も類似する保障はない⁹⁵。

(2) 類似企業に規制を拡張していくことの正当化としての逆淘汰問題の解消 ア Gubler (2014)の主張

Gubler (2014)は、level playing the field が規制の範囲を正当化する根拠となるためには、1934 年法制定の最初の出発点が正しかったといえなければならないと指摘する。そして、逆淘汰（adverse selection）問題の解消として強制開示制度をみるなら立法を正当化する根拠となり得るとする⁹⁶。

ここでいう逆淘汰問題の解消とは次のようなロジックである。すなわち、会社には質に違いがある。ここでは単純に、良質企業と悪質企業の2種類があるとしよう。情報の非対称性があるために、投資者からは、会社が良質か悪質かを区別することができない。そうすると、

⁹³ 株主数を基準とすることについての正当化の試みとして、次の2つがあるが、いずれも成功しているとはいいがたい。第1に、株主が多ければ集合行為問題があるため、開示によって利益相反を抑止する必要があるという関係にあることを指摘する見解もある（Guttentag (2013) at 206）。しかし、アメリカ証券法を、連邦会社法として活用するという文脈では意義があるが、利益相反の抑止は基本的に会社法の問題であるように思われる。第2に、情報開示の外部性の観点からみて、株主数に注目することの意義を説明する見解もある。すなわち、情報開示はライバル、サプライヤー、消費者といった第三者に利益をもたらすことになり、発行者はそのコストに見合わないから、開示義務がなければ、開示をするインセンティブは（社会的にみて）過小となる。ところが、株主が少ない会社においては、株主に対してのみ開示を行い、ライバル等に情報が漏れないようにすることが可能であるから、会社は株主に対してのみ開示を行うインセンティブを持ちやすい

（Guttentag (2013) at 207-08）。しかし、合理的な株主であれば、株主に対してのみ開示され、ライバル等に知られると不利益になる情報を、ライバル等に漏らすインセンティブは持たないはずであるとして、説得力に欠けるという批判もある（Gubler (2014) at 438-39）。

⁹⁴ なお、SEC Rule 12h-6 では、外国企業が上場または公募したことによって継続開示義務を負った場合に、1年間のアメリカでの1日平均取引高が、全世界での1日平均取引高の5%未満であることを、継続開示義務の消滅基準としている。

⁹⁵ Guttentag (2013) at 195-97. このように述べて、これを解決する方策として、提出義務を負う者・負わない者の他に、譲渡制限・代替的な開示をすることを条件とする義務の免除の3段階にわたる立法を提案している（Guttentag (2013) at 198-211）。

⁹⁶ Gubler (2014) at 427.

投資者は会社を平均的な質の企業として見なすから、本当は良質企業であっても、資本コストが割高になってしまう。つまり、情報の非対称性がある状況は良質企業にとって不利である。そして、Gubler (2014)は、全ての上場企業に対して同じルールで継続開示を強制することで、情報の非対称性が解決され、逆淘汰問題を解消することができ、投資者に良質・悪質の質の違いが判断できるようになる、と論じる⁹⁷。

イ 疑問

たしかに、虚偽の開示等を行うと罰則がかかるなどのルールにすれば、開示される情報は真実である確率が高まり、情報の非対称性が解決される可能性はある。けれども、一定の類型の者（たとえば外形基準を満たす発行者）に開示義務を課すことは、情報の非対称性の解消という観点からは説明できないように思われる。情報開示の内容が真実であることを投資者に伝えたい者のみが、開示規制に服すればよいはずだからである。一定の類型に属する発行者に対して、一律の義務を課してしまうと、継続開示で投資者に伝達される内容の信憑性がかえって低まるおそれがある（何千社もが規制の対象となると、虚偽開示が発見される確率も低まり、投資者は開示内容を額面どおりに受け取ることができず、結局、情報の非対称性は解決されないのではないか。）

また、継続開示をシグナリングとすることで、逆淘汰の問題を解消するというストーリーも考えられるが、以下で検討するように、これも成り立たないと思われる。

Gubler (2014)の議論を、継続開示をシグナリングとするストーリーとして理解すると次のようになる。まず、ニューヨーク証券取引所に上場する会社が行っていた継続開示では、企業の質を投資者に伝達するシグナルとして機能していなかったということが前提となっているはずである。さもなければ、ニューヨーク証券取引所において継続開示を行っていることが、当該企業が良質企業であるシグナルになるはずだからである。また、継続開示規制による開示がシグナルとして機能するということも前提とされている。さもなければ、継続開示規制の導入が逆淘汰問題の解決策にはならないからである。

継続開示がシグナリングとして機能するには、①シグナリングにはコストがかかる、②企業のタイプによってシグナルのコストが違う（良質企業にはコストが低く、悪質企業にはコストが高い）ということが必要である。そうすれば、良質企業のみがシグナリングを行い、悪質企業はシグナリングを行わないことになるので、シグナリングを行っているかどうかで企業の質を投資者が知ることが出来るということになる⁹⁸。

継続開示を行うにはコストがかかるので①の条件は満たすだろう。もっとも、強制開示ルールがない状況においては、そのコストがさほど小さくなく、悪質企業でも（たとえば粉飾決算を行って自己を良質企業と見せる内容の）継続開示を行うことが可能であり、②の条件

⁹⁷ Gubler (2014) at 427-28.

⁹⁸ 逆淘汰とシグナリングについては、神取（2014）418-446 頁参照。

を満たさない。そうだとすると、1934 年法制定以前では逆淘汰問題が生じていた（プーリング均衡）、というのが Gubler (2014)の前提だろう。

これに対して、1934 年法制定後は、継続開示規制に違反した場合には SEC による制裁、刑事罰、損害賠償という責任が発生することとなり、継続開示を遵守するコストが大きくなった（①の条件）。そして、良質企業であれば継続開示規制を行うコストは相対的に低い（悪質企業は継続開示規制に違反することが多いために、継続開示を行うコストが高いが、良質企業は継続開示規制に違反することが少ないために、継続開示を行うコストが低い）こととなるから、継続開示規制がシグナリングとして機能するということが考えられる⁹⁹。

したがって、この逆淘汰のストーリーでは、すでに継続開示が自発的に行われていたニューヨーク証券取引所上場企業においては、継続開示がシグナリングとして機能するようになった可能性はある。けれども、自発的な開示を行ってはいなかった、ニューヨーク証券取引所以外の証券取引所上場企業に対しても継続開示を強制することは、逆淘汰問題とは関係がない。つまり、規制の範囲を拡張していくという法改正の経緯を level playing field の創出という観点で正当化できるか、という問題設定においては、逆淘汰問題の解消という説明は成り立たないように思われる¹⁰⁰。

2 投資者の保護・強制開示の法と経済学

(1) 投資者保護の哲学が基本

1934 年法の立法者意思の基本は投資者の保護にあった¹⁰¹。つまり、継続開示義務を課すことは投資者の保護になるから必要であるということである。

(2) 強制開示の法と経済学

もっとも、学説においては、強制開示の法と経済学の議論以降は、開示規制は、投資者のことだけを考えて設計されるべきではなく、投資者以外の第三者に与える外部性の観点から強制開示を考えるべきだという理解が広まっている¹⁰²。

⁹⁹ Paredes (2003) at 470-471 (2003).

¹⁰⁰ もっとも、この逆淘汰とシグナリングの観点から継続開示をみることにはいくつか興味深い示唆がある。第 1 に、継続開示を行うか否かは、発行者の選択に委ねられていなければ、シグナリングにならない。そのため、外形基準のように、発行者の意思によらずに継続開示義務が発生するならば、これはシグナリングとして機能しない。なお、資金調達のために IPO を行うしかないという状況にあったから IPO を行って上場したという会社も、継続開示というシグナリングを意図的に選択して行っているわけではないから、上場会社基準・公募証券発行者基準によって継続開示義務を発生させるルールも、継続開示がシグナリングとして機能しない可能性がある（Paredes (2003) at 471 n. 254）。第 2 に、継続開示にかかるコストを低くしすぎると（たとえば違反に対するエンフォースメントを制限しすぎると）、悪質企業も継続開示を行うようになり、継続開示はシグナリングとして機能しなくなる（Paredes (2003) at 472）。

¹⁰¹ Gubler (2014) at 426.

¹⁰² Gubler (2014) at 429-33.

周知の通り¹⁰³、強制開示の不要論者は、次のように主張していた。すなわち、発行者は、全ての重要な情報を開示するインセンティブをもっている。なぜなら、さもなければ、投資者が最悪の状況を想定して、その証券の価値を割り引いてしまうからである¹⁰⁴。

これに対して、強制開示の必要論者は、次のように主張している。すなわち、情報は公共財であり、外部性があり¹⁰⁵、発行者は情報から便益を受ける者（発行者のライバル会社、発行者の債権者・従業員・サプライヤー・消費者、発行者に投資をするかどうか考えている者など）の全てから報酬等を受けるわけではないから、情報開示は過小になるから、強制されるというわけである¹⁰⁶。

(3) 外部性の観点から継続開示義務の範囲を決める方向

この強制開示をめぐる議論は、オール・オア・ナッシングの傾向が強く、継続開示規制の範囲についての実際の条文との関連を議論することは少なかった。外部性を強調する、強制開示の必要論者の議論では、閉鎖会社も含む全ての会社について、情報開示を強制した方がよいということにもなりかねない¹⁰⁷。

これに対しては、規制にかけることのできるリソースは有限であるから、外部性に関しての市場の失敗が特に重大な類型に限定することには合理性もあるという指摘もある¹⁰⁸。そうだとすると、提出義務者の範囲も、外部性の大きさの観点から決めていくべきだということとなる¹⁰⁹。

(4) 自発的な情報開示が行われる条件

なお、Beyer et al. (2010) は、レビュー論文において、自発的に経営者が情報開示を行うには、次の6つの条件が必要だとする。①開示に費用がかからないこと、②会社にな私的な情報があることを、投資者が知っていること、③会社の情報開示を全ての投資者が同じように解釈すること、そして、会社は投資者がどのようにその開示を理解するのかを知っていること、

¹⁰³ 強制開示制度の不要論と必要論の対立について、江頭（2011）338-51頁、黒沼（2004）16-19頁参照。

¹⁰⁴ Easterbrook and Fischel (1984), at 683. 強制開示の不要論の要約として、Goshen and Parchomovsky (2006) at 755 参照。

¹⁰⁵ Fox (1999) at 1393-95.

¹⁰⁶ 強制開示の必要論の記述は、Goshen and Parchomovsky (2006) at 756 による。

¹⁰⁷ Goshen and Parchomovsky (2006) at 757. なお、本文の問題に対して、Goshen and Parchomovsky (2006) at 757-766 は、市場の流動性、効率的な価格形成、経営陣のモニタリング、証券アナリストのコスト削減、情報トレーダーの情報分析の規模・範囲の経済など、上場株式市場を念頭において、その特徴を指摘するが、非上場会社で外形基準を満たす場合になぜ開示が強制されるのか、正面から論じていない。

¹⁰⁸ Gubler (2014) at 434.

¹⁰⁹ Gubler (2014)は、理論的に提出義務者の範囲を決定することはあきらめ、議会ではなくSECが、当該会社の外部性を考えて継続義務を課すかどうかを決めていく方向での制度を提案している。

④経営者は会社の株価を最大化したがつていること、⑤会社は私的情報を投資者に対して信頼できるように開示することが出来ること、⑥会社は事前に特定の開示方針を確約することが出来ないこと、である¹¹⁰。

この6つの条件を満たさなければ、会社は自発的に開示するわけではない。そして、この6つの条件が、現実において常に満たされるわけではない。したがって、会社が自発的に開示するという議論は、現実には妥当していない可能性がある。

もっとも、だからといって、開示の強制が直ちに正当化されるわけでもないことも指摘されている。開示を強制させることで効用が上昇する利害関係者もいるが、他方で、効用が低下する利害関係者もいる。そのため、強制開示が望ましいかどうかは、様々な利害関係者に与える影響をどのように評価するのかによって変わってくる。現在までのところ、開示規制に関する費用対効果分析では、確実なことは言えないから¹¹¹、結論は出ないということになる¹¹²。

3 公共性と企業の規模

Langevoort and Thompson (2013)は、開示規制は大企業に課するべきだとする。大企業は政府のように公的な存在であり、透明性、説明責任、外部の声に対する開放性が求められてしかるべきであり、継続開示義務はこれに役立つとする¹¹³。

¹¹⁰ Beyer et al (2010) at 300-304.

¹¹¹ Langevoort and Thompson (2013) at 366-71. この分野に関して、いくつか有益な実証研究はある。たとえば、Leuz et al (2008)は、自発的にピンクシートに移行した(Going dark)会社が、その旨を公表等した日をイベントするイベントスタディを行い、そのような会社にはマイナスの異常リターンが発生しており、投資者は継続開示がなくなることをマイナスに評価するという仮説と整合的であることを報告している。ただし、マイナスのリターンが発生する理由は、他の理由（SOX法の適用を避けたいと思う経営者は私的利益を優先しているという理由や、継続開示の適用を受けなくなると言うことは、その会社の将来の成長性が見通しが暗いというシグナルであるという理由）によっても説明可能であり、継続開示が有益であるという証拠とまでは言えない。また、Bushee and Leuz (2005)は、1999年の前後で、①従来から継続開示をしていた会社、②改正によって継続開示を開始した会社（つまり、外形基準を満たしていなくても継続開示をすることにした会社）、③継続開示を行わずにOTCBBから退出することを選択した会社の3つのカテゴリーの会社について実証研究を行っている。これによれば、②のタイプの会社は、異常リターンがマイナスで、便益よりコストが大きいのを示唆している。他方で、①のタイプのリターンが上昇しており、継続開示規制の正の外部性の存在を示唆している。なお、この研究を参照しながら、時価総額を基準とすることを提案する見解（Guttentag (2013) at 202）もある。その理由は、Bushee and Leuz (2008)によれば、継続開示を選択した会社の時価総額の平均が3450万ドルだったのに対して、継続開示をせずに退出を選択した会社の時価総額の平均が140万ドルと大きな差があり、継続開示か退出かの選択は、会社の時価総額と相関関係がある。他方で、総資産額は、継続開示か退出かの選択と相関関係がないからである。

¹¹² Beyer et al (2010) at 315.

¹¹³ Langevoort and Thompson (2013) at 376-78.

これに対しては、株主数は企業の社会的な影響力と無関係であるという批判がある。すなわち、多数の株主がいるとしても、会社の売り上げが小さかったり、環境に与える影響が小さかったり、政治的なロビー活動に従事していなかったりすることもある。逆に、少数の株主しかいなくても、社会的な影響力が大きい企業もある。すなわち、継続開示を行っていないアメリカの会社には、収益が 20 億ドル以上の会社が 224 社あるし、政治的なロビー活動に強い影響を持っている会社もある¹¹⁴。

この議論は、会社の公共性の観点から継続開示義務を設計していくことの困難性を示しているだろう。

4 小括

以上の検討によれば、提出義務者の範囲を制度の趣旨に関する理論的な見地から演繹的に決定づけることが困難であることが明らかになった。もっとも、従来の理論的な研究から得られる、提出義務者の範囲の設定に関する指針としては、開示のもたらす外部性の影響の程度から考えていくことが妥当だということになるだろう。

そうだとすると、少なくとも、「流通性」という概念を 1 つの判断基準とすることの妥当性は、まさにこの外部性の影響の程度を考える指標として有益かどうかという観点から論ずるべきだろう。流通性という概念だけを取り出してしまうと、上場会社、公募証券発行会社、外形基準を満たす会社の 3 類型において、流通性の観点からの不整合が浮き上がってくるので、金商法 24 条 1 項の内部での論理一貫性に欠けるという議論につながりやすい。とくに、公募証券発行会社も当然に流通性があるという議論には、疑問がある。しかし、問題の本質は、流通性の指標として金商法 24 条 1 項の類型が適格的かということではなく、当該類型の会社が開示を行わない場合の負の外部性が大きい（開示をすれば正の外部性が大きい）といえるかどうか、という視点から議論がなされるべきように思われる。

第 4 むすび

本稿では、アメリカ法を中心に、継続開示義務者の範囲について検討を行った。その結果として、流通性の観点から金商法 24 条 1 項各号の類型が適切かという問題の立て方をするのではなく、開示のもつ外部性の影響の観点から考えていくことが重要であることが明らかになった。

また、法改正の経緯から見ると、アメリカでは、流通市場が既に存在するところに開示規制を及ぼしていくという展開だったことは、理論的には、まさにこの外部性が大きいところに規制を拡張することになったという評価もできる。

日本法は、基本的にはアメリカ法を継受するという考え方で規制範囲が拡張されてきており、まさに昭和 46 年改正はアメリカと同様の評価が可能である。もっとも、平成 4 年改正による外形基準の導入は、たしかに、これによって社会的な効用が上昇した可能性を否定

¹¹⁴ Gubler (2014) at 437.

する根拠はないものの、アメリカのように流通市場が発展しているところに規制を拡張していくリアルな要請があったわけでもない。この意味で、アメリカに先駆けて日本法が平成 20 年改正で外形基準を緩和したことは、まさに市場の状況に応じて判断がなされた結果として、有意義だったと評価できるかもしれない。今後とも、現在の金商法 24 条 1 項の類型化およびそれぞれの基準が、上記の視点からみて適切か、不断の検証がなされてしかるべきであろう。

なお、本稿では取り扱わなかった課題がいくつかある。第 1 に、継続開示の情報の内容に応じて、規制範囲は変わってくるのかどうかという問題がある¹¹⁵。第 2 に、有価証券報告書の提出義務を負う発行者であることが、別の規制で基準として利用されていることがある（たとえば、公開買付規制¹¹⁶や、社外取締役を置いていない場合の理由の開示¹¹⁷）。第 1 の点とも関係するが、有価証券報告書の提出義務者の範囲が、なぜ別の制度でも前提とされるのかという問題がある。第 3 に、発行開示規制の補完として継続開示が必要かどうかという問題である。いずれについても、今後の課題としたい。

参考文献

- 江頭憲治郎「企業内容の継続開示」『商取引法の基本問題』（有斐閣、2011）〔初出は 1986〕
奥村光夫「企業内容開示制度の改正」商事法務研究会『改正証券取引法の解説』（商事法務研究会、1971）
河本一郎＝神崎克郎『問答式 改正証券取引法の解説』（中央経済社、1961）
神崎克郎「開示制度の問題点とその見直し」財団法人資本市場研究会編『証券取引審議会報告―証券取引に係る基本的制度の在り方について―』（資本市場研究会、1991）
神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、2012）
神取道宏『ミクロ経済学の力』（日本評論社、2014）
久保田安彦「発行開示と継続開示の接続とその合理性——金融商品取引法 24 条 1 項 3 号に関する一考察——」阪大法学 62 巻 3・4 号 751 頁（2012）
久保田安彦＝中東正文「少数株主の締出しと金融商品取引法上の継続開示義務の帰趨」金融・商事判例 1397 号 2 頁（2012）
黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第 2 版〕』（弘文堂、2004）
黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一省察」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（下巻）』（商事法務、2007）
近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第 3 版〕』（商事法務、2013）
清水一夫「ディスクロージャー制度の改正に関する解説〔4〕」商事法務 1328 号 21 頁（1993）

¹¹⁵ 現に、内部統制報告書や四半期報告書の提出義務は、上場会社にのみある。金商法 24 条の 4 の 4、24 条の 4 の 7。

¹¹⁶ 金商法 27 条の 2 第 1 項。

¹¹⁷ 会社法 327 条の 2。

- 谷口義幸＝齊藤将彦＝宮下央＝八木俊則「プロ向け市場に関する政府令の概要」商事法務 1856 号 68 頁（2009）
- 谷口義幸＝野村昭文「企業内容等開示制度の整備」商事法務 1773 号 44 頁（2006）
- 谷口義幸＝峯岸健太郎「開示制度に係る制令・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——」商事法務 1811 号 31 頁（2007）
- 松村敏弘「ディスクロージャー問題」三輪芳朗＝神田秀樹＝柳川範之編『会社法の経済学』（東京大学出版会、1998）
- 山下本利『改正証券取引法解説』（税務経理協会出版部、1948）
- ルイ・ロス＝矢澤惇監修・財団法人日本証券経済研究所証券取引法研究会『アメリカと日本の証券取引法＜上巻＞』（商事法務、1974）
- 渡辺豊樹「証券取引法の改正と外国証券業者法の概要」商事法務研究会『改正証券取引法の解説』（商事法務研究会、1971）
- Bushee, Brian J., and Christian Leuz (2005), *Economic Consequences of Sec Disclosure Regulation: Evidence from the Otc Bulletin Board*, 39 JOURNAL OF ACCOUNTING & ECONOMICS 233-264.
- Easterbrook, Frank H., and Daniel R. Fischel (1984), *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VIRGINIA LAW REVIEW 669-715.
- Fox, Merritt B. (1999), *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*, 85 VIRGINIA LAW REVIEW 1335.
- Goshen, Zohar, and Gideon Parchomovsky (2006), *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE LAW JOURNAL 711-782.
- Gubler, Zachary J. (2014), *Reconsidering the Institutional Design of Federal Securities Regulation*, 56 WILLIAM & MARY LAW REVIEW 409-465.
- Guttentag, Michael D. (2013), *Patching a Hole in the Jobs Act: How and Why to Rewrite the Rules That Require Firms to Make Periodic Disclosures*, 88 INDIANA LAW JOURNAL 151-212.
- Langevoort, Donald C., and Robert B. Thompson (2013), *"Publicness" in Contemporary Securities Regulation after the Jobs Act*, 101 GEORGETOWN LAW JOURNAL 337-386.
- Paredes, Troy A. (2003), *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 WASHINGTON UNIVERSITY LAW QUARTERLY 417-485.
- Pollman, Elizabeth (2012), *Information Issues on Wall Street 2.0*, 161 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 179-241.
- Seligman, Joel (1982), *The Transformation of Wall Street : A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*. Houghton Mifflin.

金融商品取引法研究会名簿

(平成 27 年 1 月 28 日現在)

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
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	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
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	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
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学法学部教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	田 原 泰 雄	金融庁総務企画局市場課長
〃	永 井 智 亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	萩 野 明 彦	大和証券グループ本社執行役員経営企画部長
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	田 島 浩 毅	三菱 U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	平 田 公 一	日本証券業協会専務執行役
〃	山 内 公 明	日本証券業協会執行役
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	高 良 美紀子	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（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」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 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―自主規制業務を中心に―」 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
- 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―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 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
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 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
松本譲治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 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 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013 年 10 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014 年 6 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014 年 9 月
—「新規な説明義務」を中心として—」
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014 年 10 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 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015 年 1 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

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49号

継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—

平成27年3月27日

定価（本体500円＋税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 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>

ISBN978-4-89032-665-5 C3032 ¥500E