

「証券取引審議会基本問題研究会ディスクロージャー
小委員会報告－ディスクロージャー制度の見直しに
ついて－」について

平 3 . 4 . 26

証券取引審議会では、去る4月26日に基本問題研究会ディスクロージャー小委員会（小委員長・河本一郎神戸大学名誉教授）の第9回会合を開催し、「証券取引審議会基本問題研究会ディスクロージャー小委員会報告－ディスクロージャー制度の見直しについて－」を取りまとめ、翌26日に、基本問題研究会に提出した。

同小委員会では、平成2年6月に取りまとめられた基本問題研究会第1部会報告及び同第2部会報告において、現行ディスクロージャー制度の下における公募概念等の見直し、証券化関連商品のディスクロージャーの在り方及び企業内容開示の見直し等を行う必要があるとされたことに伴い、同年10月から、ディスクロージャー制度の全般的見直しについての検討を行い、この程、その結果を同小委員会報告として取りまとめたものである。

同報告書は、①公募概念等の見直しに関し、「不特定且つ多数」概念の明確化及び「均一の条件」等に対する考え方、②新たな有価証券概念の採用に伴うディスクロージャーの整備についての考え方等について述べられている。

同報告の全文は、次のとおりである。

証券取引審議会基本問題研究会ディスクロージャー小委員会報告
－ディスクロージャー制度の見直しについて－

平成3年4月26日

証券取引審議会基本問題研究会座長 蠟山昌一殿

当小委員会は、「『金融の証券化』に対応した法制の整備等について（平成2年6月15日基本問題研究会第1部会報告）」及び「国際的な資本市場の構築をめざして（平成2年6月15日基本問題研究会第2部会報告）」を踏まえ、ディスクロージャー制度の全般的見直しについて検討を行うこ

とにより、基本問題研究会の検討に資することを目的として、平成2年10月2日付をもって設置されました。それ以降、これまでに9回の会合を開催し、審議を進めてきましたが、今回、これまでの審議の内容について、当小委員会の報告をとりまとめましたので、ここに提出いたします。



証券取引審議会基本問題研究会ディスクロージャー小委員会名簿

小委員長	河本一郎	神戸大学名誉教授
委員	伊藤邦雄	一橋大学助教授
	岩原紳作	東京大学助教授
	岩見政明	太陽神戸三井銀行資本市場部長
	江頭憲治郎	東京大学教授
	大沢壮吉	東京証券取引所上場部長
	賀来景英	日本銀行企画局次長
	神崎克郎	神戸大学教授
	神田秀樹	東京大学助教授
	黒崎浩義	日立製作所財務部長
	斎藤博章	日興証券取締役引受本部副本部長
	諏訪浩	山一証券引受審査部長
	天満平和	第一生命債券投資部長
	豊田晃次	中央信託銀行名古屋支店取締役副支店長 (前中央信託銀行取締役運用企画部長)
	永野健二	日本経済新聞社編集局証券部編集委員
	服部不二夫	新日本証券調査センター経済調査部長
	福間年勝	三井物産財務部長
	藤澤義之	日本興業銀行取締役資本市場部長
	但木敬一	法務省刑事局刑事課長
	松土陽太郎	財団法人企業財務制度研究会常務理事
	吉戒修一	法務省民事局第四課長

(注) 但木委員は、平成3年4月5日付で、松尾邦弘委員(前法務省刑事局刑事課長)の後任とし委嘱された。

目 次

はじめに

第1章 公募概念等の見直し

第1節 「不特定且つ多数」概念の明確化

- (1) 人数基準
- (2) 勧誘対象者の属性への配慮
- (3) 公募規制の回避を防止するための措置
- (4) ディスクロージャーが免除されて発行される証券に係る情報提供

第2節 「均一の条件」の見直し

第3節 売出しに係る開示義務の扱い

第4節 断続開示義務の見直し

第2章 新たな有価証券概念の採用に伴うディスクロージャーの整備

第1節 適用除外証券

- (1) 適用除外についての考え方
- (2) 短期の証券の扱い

第2節 証券化関連商品に係るディスクロージャーの整備

- (1) 基本的考え方
- (2) 開示内容、開示形式等
 - (i) 開示内容及び開示形式
 - (ii) 記載内容の適正性担保措置等

第3章 その他のディスクロージャー制度の整備・改善

第1節 参照方式の適用拡大

第2節 開示内容の充実

第3節 ディスクロージャー制度の実効性担保措置

第4節 開示情報の活用

はじめに

証券取引審議会基本問題研究会第1部会報告（以下「第1部会報告」という。）は、金融の証券化の進展を踏まえ、金融の証券化に関連する商品（以下「証券化関連商品」という。）に係る投資者保護のために証券取引法の枠組みを活用するという観点から、「幅広い有価証券」の概念を導入することが適当であるとし、同時に、現行ディスクロージャー制度の下における公募の概念等について見直しを行うことが望ましいこと、また、証券化関連商品のディスクロージャーについて、い

いわゆる資産金融型証券の実態に即したディスクロージャーの在り方を検討する必要があること等の提言をしている。さらに、同研究会第2部会報告は、流通市場において適正な価格形成が行われるためには、適切な投資情報の提供が必要であるとして、企業内容等の開示の一層の充実が必要であるとの提言をしている。企業の資金調達形態の多様化、我が国資本市場の国際化等に的確に対応し、ディスクロージャー制度を通じた投資者保護の一層の徹底を図るためには、これらの指摘を踏まえ、ディスクロージャー制度の全般的見直しについて検討する必要があると考えられる。

当小委員会は、こうした観点から、ディスクロージャー制度の全般的見直しについて検討するため、基本問題研究会の委託を受け、平成2年10日より9回にわたり審議を行った。審議は、下記のとおり主な検討項目毎に専門的立場に立った報告を受け、報告で示された論点及び考え方について検討を行う形で進められた。その結果、公募概念等の見直し、新たな有価証券概念の導入に伴うディスクロージャーの整備等について、ディスクロージャー制度の観点から、当小委員会としての考えをまとめることができたと考えており、ここで、これまでの審議結果をとりまとめ、報告書を提出することとした。

この報告が、基本問題研究会における証券取引に係る基本的な制度の見直しについての検討に資することを期待するものである。

ディスクロージャー小委員会における報告者及び報告事項

- | | |
|------|--|
| 神崎委員 | 公募概念の見直し(第2回 平成2年11月7日) |
| 神田委員 | ディスクロージャー制度の適用除外取引
(第3回 平成2年11月21日) |
| 江頭委員 | ディスクロージャー制度の実効性担保措置
(第4回 平成2年12月19日) |
| 岩原委員 | 証券化関連商品のディスクロージャー
(第4回 平成2年12月19日及び第5回 平成3年1月23日) |
| 伊藤委員 | 開示内容の見直し(第5回 平成3年1月23日) |

第1章 公募概念等の見直し

現行証券取引法は、不特定且つ多数の者に対し均一の条件で有価証券(以下単に「証券」という。)の取得等の勧誘を行う場合を公募(募集・売出し)とし、発行開示として有価証券届出書の提出等を義務付けるとともに、継続開示として有価証券報告書等の提出を義務付けている。このような現行の公募の概念に関し、第1部会報告においては、公募の要件である「不特定且つ多数」概念の明確化及び「均一の条件」の見直しを行うことが望ましいとの考え方が示されている。

第1節 「不特定且つ多数」概念の明確化

(1) 人数基準

現行証券取引法は、前述のように、「不特定且つ多数」の者に対する証券の取得等の勧誘を公募の要件としているが、これを受けた通達において、勧誘対象者数が50名程度未満の場合には、公募に該当しないとの運用が行われている。

ディスクロージャー制度は、投資判断に必要な材料として、企業内容等に係る情報を正確かつ適時に開示させることにより投資者保護を図ろうとするものであるが、勧誘対象者が少人数に限られている場合には、これらの者は相対関係に基づき発行者から必要な情報を直接入手しうる立場にあると考えられることから、こうした場合には、従来通りディスクロージャーを免除することが適当である。この場合、少人数か否かを判定する基準としては、多年にわたる運用の経緯等を踏まえ、50名とすることが適当であると考えられる。また、この基準については、違反に対し罰則の適用があることを考えれば、法令上明確にすることが適当であると考えられる。なお、人数基準の適用については、開示が勧誘の段階で求められること等を考えれば、結果としての取得者ではなく、従来どおり勧誘対象者の数によることが適当であると考えられる。

このように、人数基準によりディスクロージャーの適用の有無を判定する場合、証券の発行等を分割することにより、人数基準の適用を回避しようとする行為が考えられるが、これに関し、米国においては、ディスクロージャーの免除に係るセーフハーバーを定めるルールにおいて、同一の資金調達の一環と認められること等の要件に該当する場合には、6か月間に行われた同種の証券の発行を通算して公募に該当するか否かを判定するとされている。我が国においても、期間の概念を取り入れ、人数基準の適用において、同種の証券について一定の期間（例えば6か月）をとってこれを適用するとすることが適当であると考えられる。

(2) 勧誘対象者の属性への配慮

現行証券取引法上、公募の要件である「不特定且つ多数」については、勧誘対象者の属性がどのようなものであっても、その数が50名程度以上となる場合にはこの要件に該当するとして運用されているが、第1部会報告においては、例えば、市場に精通した一定の機関投資家を対象とする場合には、必ずしもこれを公募として詳細なディスクロージャーを課す必要はないのではないかと考え方が示されている。

企業内容等に係る情報の提供を通じて投資者保護を図るというディスクロージャー制度の趣旨に照らせば、勧誘対象者が詳細なディスクロージャーによる保護を必要とする者ではないような場合には、必ずしも人数基準を適用する必要はないものと考えられる。かかる観点から、ディスクロージャーを免除するか否かを判定する基準として、従来からの人数基準とは別に、勧誘対象者が資産運用に係る専門的知識・経験を有するものであるか否かという属性を考慮した基準を設けることとし、一定の要件を満たす機関投資家のみを対象とする場合には、勧誘対

象者が50名以上となっても、ディスクロージャーを免除するとすることが適当であると考えられる。この場合の機関投資家の範囲については、これを余り緩やかな基準で認める場合にはディスクロージャー制度が形骸化するおそれがあることから、ディスクロージャー制度の実効性を担保しうるか否かという観点をも踏まえ、一定の機関投資家に限定することが適当であると考えられる。

(3) 公募規制の回避を防止するための措置

ディスクロージャーが免除されて発行された証券が転売され、結果的に、不特定且つ多数の者に所有されることとなる場合には、ディスクロージャー制度の趣旨が守られないこととなる。従って、ディスクロージャーが免除されて発行される証券については、その転売の規制に関する規定を設けておくことが適当であると考えられる。この場合、その方策として、例えば、ディスクロージャーの免除の要件として、対象証券に譲渡制限が付されていること、取得者が譲渡制限に服することを条件として証券の取得等の勧誘が行われることを求めるといったことが考えられるが、具体的な方式については、規制の実効性等も勘案しつつ、検討することが適当であると考えられる。

なお、新たに発行される証券と同種の証券が上場又は店頭登録され、あるいは公募されているような場合には、既に一般に市場で取引されているこれら同種の証券との区別がつきにくく、上記のような転売規制を置いても当該証券が不特定且つ多数の者へ渡っていくことを有効に防止し難いという問題がある。このため、このような証券（転換権・引受権等の行使により得られる証券がこうしたものに該当する場合を含む。）の発行については、全て公募の手続によることが適当であると考えられる。このような扱いとした場合であっても、発行者は継続開示会社であり、公募となるか否かによる実質的な開示負担の差はそれ程大きくはならないものと考えられる。また、従来どおり、発行金額が一定金額を下回るような場合には届出を免除することが適当である。

(4) ディスクロージャーが免除されて発行される証券に係る情報提供

ディスクロージャーが免除されて発行される証券について、勧誘対象者及び取得者がディスクロージャー制度上の保護措置を全く受けられないとすることは必ずしも合理的ではないと考えられ、情報提供を通じて投資者保護を図るという観点からは、このような証券についても、一定金額以上の発行等一定の要件を満たすものについては、勧誘対象者又は取得者から請求がある場合には、その発行者に、企業内容等に係る簡易な情報提供を行わせることとすることが適当ではないかと考えられる。

また、現行制度の下では、ディスクロージャーが免除されて発行される一定金額以上の株式の発行者は、当該発行について臨時報告書が提出される継続開示企業の場合を除き、有価証券通知書を行政当局に提出すべきこととされている。このような通知書の制度を株式に限ること

は必ずしも合理的ではなく、ディスクロージャーが免除されて発行される証券で一定金額以上のものの発行者は、当該発行について臨時報告書が提出される場合を除き、発行に当り、有価証券通知書を行政当局に提出するものとするのが適当であると考えられる。

第2節 「均一条件」の見直し

現行証券取引法においては、公募の要件として「均一の条件」が定められているが、第1部会報告においても述べられているように、この要件の下では、販売価格等の条件を小刻みに変更して販売していけば、短期間のうちに不特定且つ多数の者に販売しても公募に該当しないことになるという問題がある。証券の取得等の勧誘に当ってこのような形で開示義務の回避が行われることを防止する観点からは、「均一の条件」を公募の要件とすることは必ずしも適当ではないと考えられる。

しかしながら、現行の公募の要件から「均一の条件」をはずした場合、証券取引所を通じて行う取引等、証券会社が日常的に行う既発行証券の取得等の勧誘についても開示義務が課され、市場における証券の円滑な流通が阻害されることになる可能性がある。従って、例えば、証券取引所に取次ぐこととなるような場合を開示対象から除くなど証券の円滑な流通を確保しつつ、ディスクロージャーが必要とされるような場合には開示が行われる措置を講じていくことが適当であり、そのための方策について検討する必要があると考えられる。

第3節 売出しに係る開示義務の扱い

現行制度の下では、不特定且つ多数の者に対し既発行証券を売出す場合には、発行者による開示が行われていることが必要とされている。こうした制度の下では、発行者が開示を行わない限り、証券の所有者は売出しに該当するような取得等の勧誘を行ない得ないが、ディスクロージャー制度に基づく投資者保護を確保しつつ、既発行の内外証券の我が国における円滑な流通を確保するため、現行の開示方式に加え、売出しを行う者（売出し人）が開示を行いうるような制度又は売出し人の請求により発行者が開示を行うといった制度の導入を検討することが適当と考えられる。この場合、適用対象は継続開示会社に限定することとするか、開示に伴う責任及び開示費用の負担の問題をどうするか等の検討が必要となろう。

第4節 継続開示義務の見直し

公募概念の見直しにより、証券の募集・売出しに際して行うディスクロージャー（発行開示）の在り方について検討してきたが、発行開示との関連において、継続開示についても見直しの必要があると考える。

即ち、現行継続開示制度の下では、上場証券、店頭登録証券及び公募証券の発行者について、有価証券報告書等の提出が義務づけられている。そのために、発行開示を要する取得等の勧誘が行わ

れず、また、上場等も行われていない証券については、当該証券が多数の投資者に所有され、市場が形成されることとなっても発行者によるディスクロージャーが行われないこととなっている。この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には、現行の継続開示基準に加え、証券の所有者数が一定数（例えば同種の証券について500人）以上となったときは発行者が継続開示を行うこととする制度を設けることが適当であると考えられる。この場合、適用対象とすべき証券の範囲、所有者数の算定の仕方、所有者数が一定数を下回ることとなった場合における継続開示義務の免除等について更に具体的な検討を行い、実効的な制度として導入する必要がある。また、開示に伴う負担を考慮し、資本金額等が一定以上の発行者を制度の対象とすることが考えられる。

第2章 新たな有価証券概念の採用に伴うディスクロージャーの整備

第1節 適用除外証券

(1) 適用除外についての考え方

現在、ディスクロージャー制度の適用除外証券としては、国債、地方債、政府保証債、特別の法律により法人の発行する債券、特別の法律により設立された法人の発行する出資証券並びに証券投資信託及び貸付信託の受益証券が法律上定められている。

今後、証券化関連商品を含めた新たな有価証券のディスクロージャーについては、ディスクロージャー制度が、証券の安全性等について判断しうよう適正な情報を開示するという趣旨から行われていることを考慮し、その適用除外の対象とするのは、証券取引法のディスクロージャー規制と同様又は類似の規制が別途行われ、実質的に同等の投資者保護が図られているような場合、あるいは投資者保護上問題がないと考えられるような場合とすることが適当であると考えられる。

(2) 短期の証券の扱い

第1部会報告においては、「短期の証券については、取引の円滑化の必要性、取引の態様を考慮し、開示の免除又は簡素化を行うことについて検討する必要がある。」との考え方が示されている。短期の証券についても投資者に幅広く販売される可能性があることから、基本的には開示義務の対象とすることが適当であると考えられるが、短期の証券は償還までの期間が短くリスクの予測が比較的容易であること、機動的かつ迅速な発行の必要性が特に大きいこと等を踏まえ、発行開示における記載内容等の簡素化又は開示の免除を行うことができるようにしておくことが適当であると考えられる。

第2部 証券化関連商品に係るディスクロージャーの整備

(1) 基本的考え方

証券取引法上、新たな有価証券概念を採用し、証券化関連商品について証券取引法の規定を適用する場合、ディスクロージャー制度を証券化関連商品にどのように適用していくかが問題となるが、この点について、第1部会報告は、制度の考え方、方法、内容等については、共通の原則で律することが可能であるとの考え方を示している。このような考え方を踏まえ、証券化関連商品に係るディスクロージャーの整備については、資産金融型証券の特性等に留意しつつ、基本的には、現行のディスクロージャー制度の枠組みを可能な限り活用する方向で検討していくことが適当であると考えられる。

(2) 開示内容、開示形式等

現行証券取引法上のディスクロージャー制度は、通常企業金融型証券としての社債券及び株券を念頭に置き、企業内容の開示に重点を置いて組み立てられているため、資産金融型証券のディスクロージャーを適切に行おうとする場合には、開示内容、開示の形式等について、資産金融型証券の実態に即して、その在り方を検討する必要がある。

(i) 開示内容及び開示形式

資産金融型証券については、証券の仕組み、証券所有者の法的権利、運用対象資産の内容のほか、実質的にその証券を仕組み、資金を取得するいわゆるオリジネーターや資産の運用・管理に関わる者に関する情報等の開示が重要であると考えられる。従って、このような事項について、その証券の実態に即し、かつ、投資者に理解しやすい形で開示させる方向で具体的な開示内容、開示形式について検討することが適当であると考えられる。

また、開示の形式については、現行の外国投資信託証券に係る開示省令のように証券の基本的な類型毎に開示様式を定めることが考えられるが、その場合、将来様々な形態の商品の出現が予想されることから、様式の設定に当たっては、商品の形態に応じ柔軟な対応が可能となるようにすることが適当であると考えられる。

証券によっては、年度毎の有価証券報告書、半期報告書及び臨時報告書による継続開示に必ずしも適さないものもあると思われるので、証券の態様に応じて継続開示の簡素化や免除等を行うことも検討することが適当と考えられる。

(ii) 記載内容の適正性担保措置等

資産金融型証券のディスクロージャーについては資産の価値に関わる情報の開示が重要な意味を持つものと考えられる。従って、例えば、信託財産について公認会計士の監査を受けた財務諸表が付されていること、組入れ資産が不動産である場合について不動産鑑定士による鑑定等客観的な評価の記載が行われていること、その他証券の実態に即した方策の在り方を検討することが適当と考えられる。

また、資産金融型証券については、企業金融型証券と異なり、証券によっては、開示主体としての発行者をいかにして特定するかということが問題となりうる。この場合、開示主体としては、オリジネーター、資産の運用・管理者等が考えられようが、投資者保護の観点からは、開示に伴う責任を負いうる者を証券取引法上の発行者、即ち、開示主体として捉えていくことが適当であると考えられる。

第3章 その他ディスクロージャー制度の整備・改善

ディスクロージャー制度については、近年、発行開示手続の簡素化を進めていく一方、継続開示を充実していくという方向で一連の改正が行われてきているが、今後とも、発行者の開示に係る負担を考慮しつつ、ディスクロージャーを通じた投資者保護の一層の充実を図っていくとの観点に立って現行制度の見直しを進めていくことが必要である。

第1節 参照方式の適用拡大

現行制度の下では、3年以上継続開示が行われ、かつ、取引所における売買金額等が一定の要件を満たすものについて、参照方式による発行開示が認められているが、発行者の開示に係る負担の軽減を図る観点から、売買金額等に係る基準を引下げるなど投資者保護を損なわない範囲でこの制度の利用適格要件を更に緩和することを検討することが適当である。

第2節 開示内容の充実

近年、セグメント情報、時価情報、関連当事者との取引情報等開示内容の充実が図られてきたが、なお、主要な財務指標の時系列情報、事業経営に伴うリスクに係る情報、配当決定に当たっての考え方といった経営情報等、開示内容の一層の充実を図ることが望ましいものがあり、今後とも、企業活動の多角化・国際化、投資者のニーズの変化等を踏まえ、かつ、投資者に理解しやすい形での情報提供に配慮しつつ、その整備を進めていくことが適当であると考えられる。

第3節 ディスクロージャー制度の実効性担保措置

ディスクロージャー制度の実効性を担保するためには、提供された有価証券届出書に虚偽記載等がある場合やディスクロージャーが必要であるにもかかわらず有価証券届出書が提出されていない場合（無届公募）に適切に対応する必要がある。現行制度の下では、前者のケースについては行政上、民事上、刑事上の措置が証券取引法に定められているが、後者については、有価証券届出書の提出前に公募を行った者に対する刑事罰規定、大蔵大臣の申立てにより裁判所が法令違反行為の禁止又は停止を命じるとの規定等が設けられているに止まっている。ディスクロージャー制度の実効性を高めるために、無届公募の場合について、現行の実効性担保措置で十分かどうか見直しを行

い、必要に応じ、例えば、大蔵大臣が有価証券届出書の提出や当該行為の禁止・停止を命じうること、当局に有価証券通知書を提出した発行者等に対する報告の徴取及び検査の規定を整備すること、無届のまま契約締結に至った場合の民事責任についての損害額の推定規定を設けること等について、その実効性を含め検討していくことが適当であると考えられる。

第4節 開示情報の活用

ディスクロージャー制度については、単に情報提供というだけでなく、情報の利用の仕方、情報の活用のされ方を併せて考えていく必要がある。ディスクロージャー制度の一層有効な活用を図るという観点からは、企業の情報開示が適時に行われる必要があることはもちろんであるが、開示された情報がタイムリーに幅広い投資者の利用に供されるよう措置していくことが重要であり、現行の縦覧制度におけるコンピューター・システムの利用等、有価証券報告書等の提出手続の省力化、合理化等を含め、開示情報の迅速かつ効率的な提供方法について幅広い観点からの検討を行っていくことが適当であると考えられる。