

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 6 月 7 日現在

機関番号：32612

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2014～2016

課題番号：26380115

研究課題名（和文）金融商品取引法24条1項3号をめぐる解釈論および同号の政策的合理性の検証

研究課題名（英文）Study on verification of rationality of Article 24 (1) (3) of the Financial Instruments and Exchange Act

研究代表者

久保田 安彦（KUBOTA, Yasuhiko）

慶應義塾大学・法務研究科（三田）・教授

研究者番号：30298096

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,500,000円

研究成果の概要（和文）：金融商品取引法24条1項3号は、証券の公募発行をしたために情報開示（発行開示）をしよう求められた会社に対し、継続開示義務を課している。本研究では、かかる規制は全部取得条項付種類株式を用いた潜脱が容易であるという問題を取り上げて、解釈論による対応策を検討するとともに、母法である米国の立法過程やそれをめぐる議論を参照しながら、3号の趣旨や政策的合理性を検証したうえで、必要な立法的措置を提言した。

研究成果の概要（英文）：The section 24(1)() of the Financial Instruments and Exchange Act provides that a company which has issued publicly offered securities shall submit Annual Securities Report for each business year, modeled on the section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934. In this study, we verified rationality of section 24(1)(), considering differences in relevant circumstances between Japan and the United States, and offered the idea for new legislation.

研究分野：金融商品取引法

キーワード：継続開示 発行開示 全部取得条項付種類株式

1. 研究開始当初の背景

金融商品取引法上の継続的情報開示(継続開示)規制は、有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書などの開示書類の提出義務から成る。伝統的には有価証券報告書が基本となる開示書類とされてきたため、同法はまず有価証券報告書の提出義務者を定め、この者に他の開示書類の提出義務も負わせるという規定方式をとっている。そして、有価証券報告書の提出義務者の一つとして、24条1項3号(以下、単に「3号」という)は、証券の公募発行(「有価証券の募集」)をしたために情報開示(発行開示)をするよう求められた会社を定めている。

金融商品取引法上の規制の中核は情報開示規制であるが、なかでも3号は、情報開示規制の基礎となる重要な規定であるとされ、同号の規制を基礎に多くの規制が構築されている。たとえば、平成18年改正で導入された、合併等の組織再編成に関する情報開示規制(特定組織再編成発行手続・交付手続制度)は、同号の存在を前提に、一定の組織再編成時に特別な発行開示を要求することで、継続開示をも強制するという構造を有している。

このように金商法上、3号が重要な位置づけを与えられていることは論を俟たない。しかし、3号には、全部取得条項付種類株式を用いた潜脱が容易であるという問題を指摘できる。

他方で、3号は、米国法(連邦証券取引所法15条(d)項)をそのまま継受したにすぎず、その趣旨や政策的合理性については、過去の改正時にも、また学説上も、十分な検証がなされてこなかったという問題も認められる。

2. 研究の目的

本研究の目的は、以下の二つである。

すなわち、第一の目的は、3号には、全部取得条項付種類株式を用いた潜脱が容易であるという問題を取り上げて、解釈論による対応策を検討することである。

第二の目的は、母法である米国法の立法過程やそれをめぐる議論を参照しながら、3号の趣旨や政策的合理性を検証したうえで、必要な立法的措置を提言することである。

3. 研究の方法

毎年、3ヶ月に1回程度の定例研究会および年1回の合宿を開催し、研究代表者と研究分担者が各自の研究内容を報告し、それについて討議を行うことを中心に、研究を進めた。また、関連領域の研究者にも研究会での報告を依頼し、それについての討議を通じて、メンバーの見識を含めた。

4. 研究成果

(1) 全部取得条項付種類株式を用いた3号の潜脱の危険については、以下のような解釈

論による対応が可能であるという結論を得た。

すなわち、現在の一般的な解釈では、会社が公募発行をした証券を消滅させれば、その時点で3号に基づく継続開示義務は消滅するとされる。しかし、このような解釈のもとでは、たとえば、株式の公募発行を行い、3号に基づく継続開示義務を負った会社が、全部取得条項付種類株式を用いて、株主から株式(公募発行した株式)を取得して消却し、代わりに実質的には同一の内容だが別種類の株式を交付する場合には、たとえ法定の免除事由を満たすほど株主数が少数(25名未満や300名未満)にならない場合でも、会社は3号に基づく継続開示義務を免れることになる。こうした帰結は、3号の潜脱を許すのに等しいように思われる。母法である米国法では古くから問題とされてきたように、こうした規制潜脱は、会社が発行証券の交換をおこなわせる場合一般に生じるものである。しかし従前のわが国の法制では、そうした証券の交換が容易でなかったために、危険が顕在化してこなかった。ところが、平成17年会社法の制定によって全部取得条項付種類株式制度が導入され、証券の交換が容易になった結果、3号の潜脱の危険が顕在化することになったといえる。

そこで、この問題への対処策が必要になるが、そうした対処策としては、以下の二つが考えられる。

第一に、全部取得条項付種類株式を用いて3号義務を潜脱できるのは、全部取得条項付種類株式の全部取得の対価として別の種類の株式を発行・交付することが有価証券の募集または売出しに該当しないと解釈を前提とするものである。そうした解釈は、平成18年改正前における組織再編対価としての証券の発行・交付が有価証券の募集・売出しに該当しないと解釈と同じく、株主総会決議に基づく証券の交付の場合には有価証券の取得の「勧誘」がないとする見方に基づくものと理解される。しかし、組織再編の場合については、学説上、総会決議に際して議決権行使の勧誘が行われるのが通常であることに着目し、有価証券の取得についても勧誘行為の存在を認めることができるとして、組織再編対価としての証券の発行・交付は有価証券の募集・売出しに該当しうるとする見解が有力に唱えられていた。そこで、こうした有力説の見解を、全部取得条項付種類株式の全部取得の対価として別の種類の株式を発行する場合にも適用することが考えられる。

第二に、より端的に、3号の適用との関係では、形式的には異なる種類の株式に係る株券であっても、実質的には同じ種類の株式に係る株券は、同一の有価証券として取り扱うものと解するという対応策も考えられる。つまり、少数株主の締出しのために会社が全部取得条項付種類株式(公募証券)の全部取得

を行い、その対価として別の種類の株式を発行・交付する場合、当該別種類の株式は全部取得条項付種類株式（公募証券）とほぼ同内容であるのが通例である。そうすると、上記の解釈のもとでは、たとえ会社が取得した全部取得条項付種類株式（公募証券）の全部を消却したとしても、法定の免除事由を満たさないかぎり3号に基づく継続開示義務は失われないことになる。上記二つの対応策の最大の相違は、第一の対応策によると全部取得の対価としての証券の発行・交付の際に発行開示が要求されるのに対し、第二の対応策では要求されないという点である。

(2) 金商法 24 条 1 項 3 号の政策的合理性を検証するための前提作業として、母法である米国の立法過程を明らかにするための研究を行った。具体的には、1936 年米国連邦証券取引所法改正法が我が国の金商法 24 条 1 項 3 号に相当する規定（取引所法 15 条 (d) 項）を新設した経緯を検討するとともに、1964 年米国連邦証券取引所法改正法が我が国の金商法 24 条 1 項 4 号に相当する規定（取引所法 12 条 (g) 項）を導入した際に、取引所法 15 条 (d) 項を廃止せず、むしろエンフォースの強化策を講じたうえで存置させた経緯について検討を加えた。

こうした検討から明らかにされたのは、日米両国で以下のような問題状況の相違があることである。

第一に、米国では、取引所でない流通市場（店頭市場）が古くから発達したために、かかる店頭市場に継続開示規制を及ぼすことが重要な政策課題とされてきた。そのために考え出された規制手法が、証券の公募を行った発行者に対し、発行開示規制に加えて、継続開示規制を課する（取引所法 15 条 (d) 項）というものである。こうした規制手法は、証券の公募が行われた場合には、当該証券について取引所外に流通市場が形成される可能性が少なくないことに着目したものである。これに対し、わが国では、取引所でない流通市場が未発達であり、証券の公募が行われた場合に、当該証券について取引所外に流通市場が形成されることも稀であるように思われる。

第二に、米国では、名義株主数と実質株主数の乖離という現象が進んだ結果、外形基準が十分に機能し得ない状況が生じたために、取引所法 15 条 (d) 項を廃止して、外形基準（取引所法 12 条 (g) 項）に規制を一本化する計画は頓挫した。これに対し、わが国では、名義株主数と実質株主数の乖離はさほど進んでいないために、外形基準は比較機能しやすい状況にある。

こうした日米両国における問題状況の相違に鑑みると、証券の公募発行が行われた場合一般に継続開示規制を及ぼすというわが国の 3 号の規制は、米国の法とは異なり、証券の流動性という観点からは（免除事由が厳格

であることもあって）、過剰規制である可能性が小さくない。わが国でも、取引所外に流通市場が形成される場合はないではないが、グリーンシート銘柄（現状は店頭取扱有価証券であること〔有価証券証券報告書または会社内容説明書による開示を行っていること〕が銘柄指定の条件とされている）のように証券業協会が関与する流通市場については、政令指定を通じて継続開示規制を及ぼすことが考えられてよい。その他の流通市場にしても、米国のように外形基準が機能しにくいという事情は薄いために、外形基準（基準となる名義株主数については再検討の余地もあるが）で対応すれば足りるように思われる。

(3) 上記のような研究成果をも踏まえ、下記のような発展的な研究も行った。第一に、我が国の金商法上の特定組織再編成発行手続・特定組織再編成交付手続に係る情報開示制度に検討対象を拡げ、同制度が組織再編成に際して発行開示を要求したうえで、金商法 24 条 1 項 3 号を媒介にして継続開示を要求するという規制構造を採用することの政策的合理性を検証するための研究をおこなった。第二に、継続開示書類の中核である有価証券報告書制度を取り上げ、取締役会付議の要否や提出時期について現状を日本監査役協会のアンケート調査などをもとに批判的に検討するという研究を行った。第三に、株主総会における情報開示にまで研究対象を拡げて、株主総会における株主との建設的対話の前提となる、株主への情報提供の在り方についても研究を行った。

5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕(計 3 件)

久保田安彦，継続開示規制の適用範囲をめぐらる一考察，ビジネス法務 16 巻 11 号 2016，140-143，査読・DOI なし

尾崎安央，有報の 6 月総会前提出と有報提出後の 7 月総会，資料版商事法務 388 号 2016，10-15，査読・DOI なし

久保田安彦，組織再編成に係る開示制度に関する一考察，ビジネス法務 15 巻 12 号 2015，150-153，査読・DOI なし

〔学会発表〕(計 0 件)

〔図書〕(計 1 件)

伊藤邦雄・尾崎安央総監修，持続的成長のための「対話」枠組みの変革，商事法務，2017 年，632 (155-171)

〔産業財産権〕

出願状況 (計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況（計0件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

6. 研究組織

(1) 研究代表者

久保田 安彦 (KUBOTA, Yasuhiko)
慶應義塾大学・法務研究科・教授
研究者番号：30298096

(2) 研究分担者

尾崎 安央 (OSAKI, Yasuhiro)
早稲田大学・法学学術院・教授
研究者番号：30139498

(3) 連携研究者

()

研究者番号：

(4) 研究協力者

()