

令和 5 年 5 月 30 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2020～2022

課題番号：20K01364

研究課題名（和文）発行開示規制の基礎理論

研究課題名（英文）Basic Theory of Disclosure Regulation in the Primary market

研究代表者

飯田 秀総（Iida, Hidefusa）

東京大学・大学院法学政治学研究科（法学部）・教授

研究者番号：80436500

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,700,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、有価証券の発行の際、有価証券届出書の届出を中心とする金融商品取引法の発行開示規制を発動すべき場合はどのような場合かという問題を考えるにあたり、発動の必要性を根拠づける原理を解明することである。従来、販売圧力がかかるかどうかが発行開示規制の発動根拠として中心に位置づけて考えられてきた。しかし、販売圧力がなくても発行開示規制が適用される場面として上場会社の第三者割当て増資の場合があるし、販売圧力の問題は業者規制の問題でもある。そこで、情報開示の非対称性を解消すべき場合かどうかこそがその発動根拠の中心であると考えらるべきであり、その他の要素と総合的に評価するべきであるとの結論を得た。

研究成果の学術的意義や社会的意義

先行研究では、販売圧力が発行開示規制を基礎づけることを前提に、上場会社の第三者割当ての場面などにおける規制の一貫性のなさ等が批判されてきた。他方、本研究では、販売圧力が発行開示規制を基礎づける中心的な根拠とまではいえないことを明らかにした点に学術的な意義がある。また、発行開示規制が適用されると、その後継続開示規制も適用されるから、発行開示と継続開示の連携のあり方も視野に入れつつ、情報の非対称性を解消するよう発行開示規制の適用を考える必要があることを明らかにした。このことは、米国で流行しているSPAC制度を日本に導入する場合の開示規制のあり方に示唆を与える点などに、本研究の社会的意義がある。

研究成果の概要（英文）：This study examines the principles behind the disclosure requirements in Japan's Financial Instruments and Exchange Act when determining when securities issuance should trigger such requirements. Traditionally, sales pressure has been the primary factor for triggering disclosure requirements. However, there are cases, like private placements by listed companies, where disclosure obligations apply even without sales pressure. Sales pressure can be addressed through broker regulations. Therefore, while sales pressure is important, it is not the sole determining factor. The study suggests considering the necessity of disclosure and regulations on investment solicitation. For example, in a primary market, issuers have incentive to voluntarily disclose information to attract capital, and the costs of disclosure regulations should be taken into account.

研究分野：商法

キーワード：発行開示規制 ディスクロージャー 金融商品取引法 SPAC 特別買収目的会社 上場 発行開示と継続開示の関係

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

(1) 発行開示規制の発動の根拠と論理一貫性の欠如(過剰規制性)

先行研究においては、発行開示規制を発動する根拠として、当事者間の情報の格差および販売圧力が重視されてきた。すなわち、第1に、発行者と投資者との間では、発行者に情報が偏在し、投資者はその情報を十分に取得できないので、発行開示規制を発動し、情報開示を強制することで、この情報の非対称性の問題を克服しようというわけである。第2に、熱心な勧誘が行われるあまりに、投資者が販売圧力(投資者の目から見れば購入圧力)を受け、情報に基づかずに投資決定をしてしまうおそれがあるので、発行開示規制を発動すべきだというわけである。

ところが、情報の非対称性・販売圧力の観点から見て問題が無くても、発行開示規制が適用される場面がある。その代表例が、上場会社の第三者割当て増資の場合である。上場会社の第三者割当先は、大規模の出資をすることができる者に限られ、同人には、通常、交渉力・投資判断力がある。そのため、もしも必要な情報が上場会社から提供されなければ、それを提供するように第三者割当先は要求するはずだし、もしそれが拒絶されれば第三者割当てに応じなければよいだけのことである。また、販売圧力についても、やはり、第三者割当先には十分な交渉力・投資判断力があるのが通常であるから、販売圧力を受けたが故に情報に基づかずに投資決定をしてしまうおそれがあるとは考えられない。しかし、現在の金商法の規制においては、上場会社が1名の者に対して第三者割当てで新株発行をする場面であっても、発行開示規制が適用されてしまう。そのため、先行研究では、立法論としての問題点が指摘されている。

この第三者割当ての例からも明らかなおり、現在の金商法は、一方では情報の非対称性・販売圧力の観点から規制の範囲を画しているが、他方ではその必要性のない場面にも規制を及ぼしており、論理一貫性に欠けた過剰規制になっているきらいがある。

(2) 私募・私売出し概念(過小規制性)

また、発行開示規制の発動を画する概念として、「私募」「私売出し」がある。私募・私売出しに該当すれば、発行開示規制は発動されない。この制度は、上記(1)の例外であるから、論理的に考えれば、情報の非対称性・販売圧力がない場合にのみ私募・私売出しに該当するということとなりそうである。ところが、どんなに販売圧力が生じようとも、取引市場における有価証券の売買の勧誘は売出しに該当しない。そのため、やはり、先行研究からは、立法論として批判されている。

(3) 問題の所在

以上をふまえると、従来の先行研究における情報の非対称性・販売圧力の観点がそもそも妥当だったのか、という問題がある。つまり、規制の必要性の出発点に遡って検証する必要がある。なぜならば、情報の非対称性や販売圧力の観点からすると、現在の発行開示規制は過剰規制・過小規制の両側面があり、この観点からは、規制の一部分は説明できるとしても、全体を説明できず、そうだとすると、この観点自体の妥当性が疑われるからである。

また、発行開示規制の発動は、単純に情報を開示することを意味するだけではないため、規制の必要性として説かれている内容と、規制の効果がそもそも対応しているのかという問題もある。すなわち、ひとたび有価証券届出書を提出すれば最低5年間は有価証券報告書を提出し続けなければならないこととなる。もちろん、これは有価証券報告書の提出義務に関する制度の問題(流通市場の問題)であるが、現実の発行者にとっては、有価証券届出書の発動は即ち有価証券報告書の提出義務と不可分である。要するに、発行開示規制のあり方は流通市場における継続開示の問題とも密接不可分のだから、発行開示規制の発動の根拠を検討するにあたって、流通市場の問題をも視野に入れる必要がある。しかし、情報の非対称性・販売圧力の観点は、流通市場との連続性の意識が不十分である。逆に言えば、情報の非対称性・販売圧力の問題に対応する方法としては、公衆縦覧型の開示規制を及ぼすまでの必要はなく、目論見書の交付、金融商品取引業者の契約締結前交付書面の交付義務、および、金融商品取引業者の勧誘に関する行為規制を適用すれば十分であり、また、このように業規制こそが販売圧力問題には適切に対応できるのではないかという疑問もある。

2. 研究の目的

以上の問題意識から、本研究は、発行開示規制を発動すべき場合はどのような場合かという問題を考えるにあたり、発動の必要性を根拠づける原理は何であるかを検討する。

従来の先行研究では、情報の非対称性・販売圧力の観点が発行開示規制を基礎づけるのかという問題については十分な検証がなされずに、むしろこれを当然の前提と受け入れた上で、上記の上場会社の第三者割当ての場面などにおける論理一貫性のなさを批判してきた。また、発行開示規制の必要性として説かれる情報の非対称性・販売圧力の問題の解決として、有価証券届出書を中心とした現在の発行開示規制が本当に有益なのかという問題についても十分な検証がなされずに、やはり当然の前提として受け入れられてきた。これに対して、本研究では、従来の先行研

究で当然の前提とされてきた点から批判的な検証を行う。この点に、学術的独自性と創造性がある。

3. 研究の方法

本研究では、発行開示規制を発動すべき場合はどのような場合かという問題を考えるにあたり、発動の必要性を根拠づける原理は何であるかという問題を解明することを目的とする。その方法は、日本法の改正の経緯に関する歴史研究、米国法との比較法研究、および、法と経済学の実証分析である。現在の発行開示規制が形成されてきた歴史的経緯をふまえないと、本研究課題の問題はそもそも分析できない。また、日本の金融商品取引法は、戦後、米国法の強い影響を受けて立法されたという経緯があり、母法における発行開示規制と比較法研究を行うことで、有益な示唆を得られる可能性がある。さらに、発行開示規制の発動のあり方は、私募の概念のような発行開示規制の例外のあり方と表裏一体の関係にあり、私募のあり方は、特にスタートアップ企業の資金調達の可能性にも大きく影響を与えるところ、米国のシリコンバレーにおける資金調達がスムーズに行われていることを踏まえると、日本の大きな課題であるスタートアップ企業への出資の促進という政策課題との関係で発行開示規制のあり方を考える上でも、米国法との比較法研究は有益である。そして、情報の非対称性の問題の分析には、経済学の知見を生かすことが期待できるため、法と経済学によるアプローチも有益である。本研究は、以上の方法による分析を行い、情報の非対称性・販売圧力の観点が発行開示規制を基礎づけるかどうか、仮にこれが基礎づけられないとすると他にどのような根拠があり得るのか、について明らかにする。

4. 研究成果

(1) 勧誘概念について

「勧誘」という概念の分析を行った。先行研究では、この概念は、特定の有価証券についての投資者の関心を高め、その取得・買付けを促進することとなる行為などと解されている。これを前提に、最近の研究では、勧誘に該当するかどうかの要素として、投資者が出捐する（お金を出す）かどうか、および、投資者が出捐について「判断」しているかどうか、という2つの要素があることが指摘されている。この2つの要素から現在の規制を分析すると、現在の規制の範囲の多くはこの2つの要素から説明がつくものの、発行開示規制の対象となる行為である新株予約権無償割当てについてはこの2つの要素からは必ずしも説明がつかないことなどを明らかにした。この点は、規制を発動すべきかどうかの線引きについての現状を明らかにすることにより、上記の本研究の目的の出発点を確認する意義がある。

(2) 売出し概念について

主要株主が公開買付者との間で公開買付け応募契約を締結することが売出しという発行開示規制の対象となる行為に該当するかどうかという問題を検討した。この場合には、従来の発行開示規制の根拠とされてきた情報の非対称性や販売圧力の問題があるとは考えにくい場面であるにもかかわらず、一定の場合には売り出しにあたるという結論にならざるを得ず、現行法の規制範囲が広すぎるのではないかと問題があることを明らかにした。この点は、本研究の問題を解明することで、より合理的な規制へと改善できることを示すものである。

(3) 目論見書の交付義務について

発行開示規制の重要な制度の一つである目論見書の交付義務について検討した。すなわち、投資者が交付目論見書を受領して有価証券を取得する契約を締結した後に、金商法7条1項の規定により有価証券届出書の訂正届出書が提出された場合に、当該訂正届出書に記載した事項を記載した目論見書（訂正目論見書。金商法15条4項参照）を投資者に交付する必要があるかどうかを検討し、その必要はないことを明らかにした。訂正届出書が提出される場合は、あらたに発行開示規制を発動すべき場面が含まれるものの、訂正届出書の提出はそのような場面以外にも行われるため、このような結論に至った。

(4) アメリカ法の日本法への継受のされ方

金融商品取引法の基礎的な理解を深めるため、主要株主の短期売買差益返還義務の立法の経緯を検討し、アメリカ法の日本法への継受のされ方を分析した。ここでは、アメリカ法の立法の経緯での議論に忠実に継受した部分と、そうとは言えない部分があることを明らかにした。発行開示規制もアメリカ法から継受した部分があるため、発行開示規制についてもその継受の在り方を再検証する必要性があることを間接的に示すものといえる。

(5) SPACについて

米国における、SPAC (special purpose acquisition company: 特別買収目的会社) についても研究した。SPACは、それ自身は事業を営まない株式会社であり、その株式を公募して資金を調達して上場し、合併の相手方となる会社（ベンチャー企業など）を探し出して合併を実行すること（De-SPAC）が目的である。この特別買収目的会社との合併による上場に際して、実質的には発行開示規制が発動されるIPOと同様の問題状況があるのに、合併という形式をとるがゆえにそれが発動されないという問題があり、この場合には販売圧力の問題はないといえるものの

情報の非対称性の解消のために開示規制を及ぼすべきではないかという論点があることを明らかにした。あわせて、仮に情報開示されたとしても、その情報をアマ投資家が自ら読んで理解して投資判断につなげることを期待することには限界もあることも明らかにした。なぜならば、通常の場合であれば、正確な情報が開示され、それが市場価格に反映されるので、アマ投資家は開示された情報を調査せずとも市場価格を信頼して株式を取引することでアマ投資家の実質的な保護が達成できるのに対し、SPAC の場合は、株式を固定価格で買い取ることを請求できるという償還権の影響を受けて SPAC の合併前の株価は形成されるから、開示情報を反映した価格形成が行われにくいという限界があるからである。

また、アメリカにおける SPAC を組成・運営するスポンサーの標準的な報酬体系からすると、スポンサーには De-SPAC を実行することが SPAC の一般投資家にとって好ましくないような場合であってもこれを実行するインセンティブがあり、SPAC 一般投資家の利害と一致しないという意味での構造的な利益相反問題がある。この問題に関するデラウェア州の衡平法裁判所の裁判例を紹介・検討し、また、日本に SPAC に導入するかどうかを検討する際の示唆を検討し、償還請求権が重要な誤解を招く開示によって妨げられたことが株主の損害であるという法律構成によって規律することがあり得ることを明らかにした。

(6) 東京証券取引所の市場区分の再編について

会社が上場する際に公募・売出しという発行開示規制が発動される行為が行われるため、市場区分の見直しに伴う上場基準の変更のあり方は、発行開示規制の在り方を検討する際に重要な問題である。そして、プライム市場の上場基準として流通株式比率がコーポレートガバナンスの視点から位置付けられること、コーポレートガバナンス・コードの改訂によるプライム市場上場会社に対する規律は強化されることを明らかにし、そのうえで、プライム市場に対するより高い水準のコーポレートガバナンスの規制を課すことにはシグナリング機能と流動性の向上の観点から合理性があること、および、コーポレートガバナンスの規制としてプライム市場と上下関係に立つともいえるスタンダード市場を用意することの合理性を明らかにした。

(7) まとめ

本研究の成果を踏まえて、発行開示規制を含む金融商品取引法の全体にかかる概説書を発刊し、次の点を明らかにした。

日本の発行開示規制の立法に際して参照されたのは、直接的には、米国 1933 年証券法である。公衆に対して株式等を募集又は売出しする場合について、米国 1933 年証券法は、英国会社法の開示規制を参照に加えて、勧誘前に潜在的な投資家とコンタクトをとることを禁止したり、販売者が引受人以外の者に割引きした価格で販売するには開示を強制したりした。そのため、米国の学説には、米国 1933 年証券法には情報開示を強制するのみならず、プラスアルファの機能があるとの指摘もある。いずれにしても、発行開示規制の趣旨の中核は、情報開示による投資者保護にある。

発行開示規制の対象となるのは、公衆に対して勧誘する場合である。なぜならば、勧誘される投資者の保護を考えるからである。つまり、多数の者を相手に勧誘が行われる場合、専門的な知識のない投資者（アマ投資者）が勧誘される。そして、勧誘された投資者は、勧誘者に対して情報の提供を要求できるほど強い立場にない。むしろ、発行者や元引受証券会社などは、有利な価格で多数の投資者に取得させるインセンティブを持つから、投資者にとって適切かどうかなどは二の次にして、情報も開示せずに押売りの手法による熱心すぎる勧誘が行われることがあり得る。学説では、これを販売圧力と呼ぶことが多く、販売圧力に対処するために発行開示規制があるといわれることが多い。

もっとも、販売圧力がある場合、情報開示をさせるだけではその圧力の解消に不十分であり、投資勧誘に関する行為規制（情報開示前の勧誘の禁止、熟慮期間を投資者に与える、業者の投資勧誘に対する業規制など）による対応も重要である。さらに、公衆縦覧される有価証券届出書による情報開示は、勧誘される投資者に対して有益であるのみならず、当該有価証券の流通市場での価格形成の公正性にも資するし、ひいては、当該有価証券以外の資本市場一般に対しても有益な情報となり得る。そのため、発行開示規制の対象となる行為を画する要素として、販売圧力は重要ではあるが、それだけで決まるわけではなく、公衆縦覧による情報開示の必要性や投資勧誘に関する規制をも考慮しつつ、有価証券届出書や目論見書による規制を適用すべき場面はどのような場合かを総合的に考慮していくことが重要である。特に、発行市場においては、発行者は情報を自発的に開示して資金調達をしようとする動機があることも多いし、また、開示規制に係る規制のコストをも考慮しなければならない。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計5件（うち査読付論文 0件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 飯田秀総	4. 巻 1576
2. 論文標題 上場手法の多様化と課題－IPO・ダイレクトリスティング・SPAC	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 55-60
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 飯田秀総	4. 巻 1563
2. 論文標題 資本市場の再編とコーポレート・ガバナンスのあり方	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 22 - 27
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 飯田秀総	4. 巻 2279
2. 論文標題 実務問答金商法の理論的検討――連載第21回～30回について――	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 2 - 15
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 飯田秀総	4. 巻 2249
2. 論文標題 実務問答金商法の理論的検討〔上〕	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 12-19
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 飯田秀総	4. 巻 2250
2. 論文標題 実務問答金商法の理論的検討〔下〕	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 22-30
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計4件

1. 著者名 中空麻奈、鈴木利光、松尾直彦、大崎貞和、加藤貴仁、飯田秀総、脇田将典、浅岡義之、石川真衣、松元暢子、神田秀樹	4. 発行年 2021年
2. 出版社 財経詳報社	5. 総ページ数 394
3. 書名 企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言 2022年度版	

1. 著者名 飯田 秀総、金商法・実務研究会	4. 発行年 2022年
2. 出版社 商事法務	5. 総ページ数 408
3. 書名 実務問答金商法	

1. 著者名 飯田 秀総	4. 発行年 2023年
2. 出版社 新世社	5. 総ページ数 472
3. 書名 金融商品取引法	

1. 著者名 神田秀樹、中空麻奈、鈴木利光、飯田秀総、伊藤雄司、武井一浩、松本絢子、脇田将典、藤野大輝、大崎貞和、関雄太、石川真衣、森田多恵子、松尾直彦、加藤貴仁	4. 発行年 2023年
2. 出版社 財経詳報社	5. 総ページ数 426
3. 書名 企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言 2023年度版	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------