

# ディスクロージャー制度

## 投資商品の性格に応じたディスクロージャーのあり方

### 中間整理における指摘

- ・ ディスクロージャー制度の見直しについては、投資商品の性格に応じたディスクロージャーのあり方について、ディスクロージャー・ワーキング・グループの報告に沿ってさらに詳細な検討を進めるべきである。

## 1. 有価証券の性質に着目した開示制度について

### 「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告」の要旨

- ・ 有価証券は、その性質に応じて、企業としての発行体自体の信用力にその価値を置く企業金融型証券(株券、社債券等)と発行体の保有する資産をその価値の裏付けとする資産金融型証券(ファンド、ABS等)に分類され、その分類ごとに類似の開示規制が適用されるよう、開示規制の整備が検討されるべきである。
- ・ 資産金融型証券については、資産の内容に関する情報や運用者・運用サービスの内容に関する情報をよりきめ細かく提供させることを検討するとともに、商品特性等に応じた開示の枠組みとより柔軟な手続の活用について検討することが適切である。

**論点1** 有価証券をその性質に応じて企業金融型証券と資産金融型証券に分類し、その分類ごとに開示規制を整備することにつき、どう考えるか。

**論点2** 企業金融型証券との比較において、資産金融型証券の開示規制の整備に際しては、どのような点に留意する必要があるか。

- ① 現在も、資産金融型証券については、企業金融型証券に係る開示内容を定めた内閣府令(「企業内容等の開示に関する内閣府令」とは別に内閣府令(「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」)を規定し、資産の内容等を中心とした開示を求めている。

⇒ これに加えて、開示情報として内容を充実しておく点があるか。

② 米国では、ABSについて、四半期報告書の提出に代えて、配当時(月次)に受託銀行の作成するサービシングや分配に関するレポートを臨時報告書として提出することが認められている。

⇒ 資産金融型証券に関して、より柔軟な手続を活用することについて、どう考えるか。

③ 継続的に募集を行っている投資信託証券については、本来、毎日、有価証券届出書を提出し、年1回、有価証券報告書を提出しなければならないが、発行者の事務が煩雑となることを考慮し、現状は、年1回、有価証券届出書と有価証券報告書を同時に提出することができるよう取り扱うことにより、実務的な解決を図っている。

⇒ こうした取扱いについて、どのように考えていくことが適当か。

## 2. 有価証券の流動性に着目した開示制度について

### 「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告」の要旨

- ・ 有価証券は、その流動性に着目すれば、証券取引所に上場され、流動性の高い流通市場をもつ有価証券、上場されておらず、流動性の高い流通市場をもたない有価証券、譲渡性が制限されていることなどにより流通の可能性に乏しい譲渡性制限有価証券に分類される。
- ・ 上場有価証券については、四半期情報など、より頻繁な投資情報の提供が求められる一方、非上場有価証券について同様の開示を求めた場合には、当該情報の有用性に比して、発行者に過度の負担を与えかねないことに留意する必要がある。この関連で、非上場有価証券に係る有価証券報告書提出免除要件の範囲の拡大について検討することが適切である。
- ・ その譲渡性が制限されている有価証券については、潜在的な投資者が存在しない又は限定されるため、有価証券届出書、有価証券報告書等の提出といった公衆縦覧型開示を求めていく必要性が乏しいと考えられる。その発行時及びその後において継続的に当該有価証券に関する情報が当該有価証券の所有者に直接開示される場合には、公衆縦覧型開示を免除することを検討していくべきであると考えられる。

**論点1** 証券取引法の開示制度の対象となる有価証券の中でも、上場有価証券については、より頻繁に、かつ、密度の濃い投資情報の提供が求められるのではないかと考えるが、どうか。

**論点2** 一方、非上場有価証券の発行者に対しても継続開示義務が課されるが、過去に有価証券を公募により発行したとしても、その後、所有者数が減少していく等により流通性が乏しくなっているような場合には、継続開示義務が発行者に過度の負担となっているケースがあり得る。

継続開示義務の免除要件の範囲の拡大について検討すべきとの指摘があるが、どう考えるか。

【参考】 現行の有価証券報告書提出免除要件

- ① その募集又は売出しに係る有価証券届出書を提出したことにより有価証券報告書を提出している場合  
… 当該有価証券の所有者数が25名未満となったことにつき、内閣総理大臣の承認を受けたとき。
- ② 株券等の所有者数が500名以上で、かつ、資本金が5億円以上であることにより有価証券報告書を提出している場合  
… 当該事業年度末における当該株券等の所有者数が300名未満となったとき、又は資本金が5億円未満となったとき

**論点3** 現行の開示制度においては、

- ① 有価証券の募集又は売出しに係る有価証券届出書の提出及び投資者への目論見書の交付
- ② その後、定期的に有価証券報告書及び半期報告書の提出を求め、これらの書類(目論見書を除く。)を公衆縦覧に供している。

⇒ 上記の公衆縦覧型開示制度は、有価証券に流通性がある、又はその所有者が多数に及ぶことにより、投資者に広く投資機会が存在することが前提となっていると考えられるのではないか。

これに対して、流通性のない有価証券のうち、その所有者数がある範囲に留まり、かつ、相手が特定できるようなものについては、有価証券報告書等の開示書類を公衆縦覧に供する必要性に乏しく、その情報をむしろ直接提供の方が開示の徹底が図られるとの考え方について、どう考えるか。一方で、このような取扱いが、結果的にファンド等の行動を見えにくくすると議論がありうるが、どう考えるか。

### 3. 開示規制の適用柔軟化に向けた一般ルール化について

#### 「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告」の要旨

- ・ 開示規制を機会的に適用した場合に生じる実際上の不都合を解消するため、解釈上あるいは実務上、対応してきた事項<sup>(注)</sup>についてその内容を分析、整理し、一般ルール化が適切であると判断されるものについては、一般ルール化を図るべき

である。

(注) 例えば、

- ① その会社の役員・従業員に対してストックオプションを付与する場合
- ② 会社新設の際、株式の全部を発起人引受けにより発行する場合
- ③ 一定の要件を満たす従業員持株会に株式を発行する場合 等

**論点** 有価証券を取得しようとする投資者が、当該有価証券に関する情報及び当該有価証券の発行者に関する情報を既に入手しており、又は容易に入手することが可能である場合として一定の要件を満たすとき等には、開示規制の対象から除くことが考えられるが、どう考えるか。

#### 4. プロ/アマ規制のあり方について

##### 「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告」の要旨

- ・ 投資サービス法制におけるプロ/アマ規制のあり方の検討に対応し、適格機関投資家の範囲の拡大、プロ私募の要件とされる転売制限の柔軟化等について、取引の実態等に即して検討を行っていくことが適切である。

**論点 1** 適格機関投資家の範囲の拡大について、どう考えるか。

【参考】 現行のプロ私募、少人数私募制度

① プロ私募制度

適格機関投資家のみに対して行う有価証券の取得の勧誘については、適格機関投資家以外の者に対する転売制限を条件として開示規制を免除。

適格機関投資家

- … 有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として、
  - ▶ 銀行、証券会社、保険会社等の金融機関
  - ▶ 投資信託委託業者、投資法人、投資顧問業者
  - ▶ 資本金5億円以上のベンチャーキャピタル会社で届出を行った者
  - ▶ 有価証券報告書を提出している事業会社(保有有価証券が2年連続して100億円以上であるもの)で届出を行った会社等を指定。

② 少人数私募制度

50名未満の者(+250名以下の適格機関投資家)に対して行う有価証券の取得の勧誘については、多数の者に対する転売制限を条件として開示規制を免除。

**論点2** プロ私募の要件とされる転売制限の柔軟化について、どう考えるか。一方で適格機関投資家の範囲の拡大等に伴い、転売制限の厳格化が必要な部分もあると考えるが、どうか。

【参考1】 現行の主な有価証券の転売制限

① 株券

… 次のすべてに該当すること

- a 当該株券が有価証券報告書提出義務要件に該当しないこと
- b 転売制限を定めた譲渡契約の締結を条件とした勧誘

② 新株予約権付社債券

… 次のすべてに該当すること

- a 新株予約権の行使により取得される株券が有価証券報告書提出義務要件に該当しないこと
- b 転売制限が付されていることが明白な名称
- c 転売制限が付されている旨の当該社債券への記載

③ 社債券

… 次のいずれかに該当すること

- a
  - i 転売制限が付されていることが明白な名称
  - ii 記名式に限る旨の定め
  - iii 転売制限が付されている旨の当該社債券への記載
- b 当該社債券の取得者に交付される当該社債券の内容を説明した書面において、転売制限が付されている旨の記載

【参考2】 少人数私募における適格機関投資家（現行250名が上限）に係る転売制限については、

- ・ 当初に取得した適格機関投資家が他の適格機関投資家に転売する際の告知・書面交付義務
  - ・ 当該有価証券を適格機関投資家以外の者に転売する際の届出義務
  - ・ これらに違反した場合の罰則
- 等に係る規定の整備がなされていない。

## 5. 発行者概念について

### 「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告」の要旨

- ・ 開示規制の再編における発行者概念の整理に当たっては、開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者を発行者として定義し、その者に開示義務を負わすことが適切であると考えられるところであり、これを基本に発行者概念を整理し、業者規制は発行者概念から切り離して考えていくことも検討に値しよう。

**論点** 現在も、基本的には、開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者を発行者として捉え、これに開示義務を課している。今後も、発行者について、これと同様の考え方に沿って整理していくことにつき、どう考えるか。

【参考】有価証券の発行者の例

- ① 預託証券  
… 当該預託証券に表示される権利に係る有価証券を発行し、又は発行しようとする者
- ② 投資信託の受益証券  
… 信託の「委託者」
- ③ 特定目的信託の受益証券  
… 当該特定目的会社の「原委託者」及び「受託者」

## 6. 証券取引法以外の業法における開示規制との整理について

「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告」の要旨

- ・ 投資サービス法制の検討において投資サービス法制と証券取引法以外の業法との関係がどのように整理されていくかを踏まえ、投資者保護に欠けることがないよう留意しながら、他の開示規制との整理・統合についても検討していく必要がある。

**論点** 証券取引法以外の業法における開示規制との整理・統合については、投資サービス法制の検討において投資サービス法制と証券取引法以外の業法との関係がどのように整理されていくかを踏まえ、検討していく必要があると考えるが、どうか。

## 7. その他

「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告」の要旨

- ・ 有価証券の取引形態が多様になってきていることを踏まえ、投資情報の的確な提供を確保しつつ、有価証券取引制度の円滑な運用が損なわれることのないよう、募集・売出し概念についても、再整理を検討していく必要があるとの指摘があった。

**論点1** 証券取引法上、「有価証券の売出し」は、既に発行された有価証券の売付けの申込み等を、均一の条件で、50名以上の者を相手方として行う場合をいい、取引所有価証券市場における売買について「均一の条件」に該当しないものと取り扱われている。

また、PTSにおける上場有価証券の売買については、投資者は基本的に

十分な投資情報の入手が可能であると考えられ、売出しに該当しないとの取扱いをしても、投資者保護に欠けることはないものと考えられるが、法律上の位置づけは必ずしも明確でないとの指摘がある。

⇒ 取引所有価証券市場における売買等の取扱いについて、明確化しておくことにつき、どう考えるか。

**論点2** 虚偽記載のある目論見書や資料を使用して募集又は売出しにより有価証券を取得させた者は、当該目論見書や資料に虚偽記載があることを知らないで取得した者に対して損害賠償責任を負うこととなるが、この場合、故意又は過失がないことの挙証責任は損害賠償責任を負う者に転換されている。

⇒ これに対し、虚偽記載のある資料を使用して募集又は売出しによらずに有価証券を取得させた場合については、故意又は過失がないことの挙証責任の転換規定が存在していないこととなるが、どう考えるか。