

# 有価証券届出制度の若干の問題

松 元 亘

- 一 はしがき
- 二 有価証券届出制度概観
- 三 募 集
- 四 売 出
- 五 むすび

## 一 はしがき

証券取引法第二章は、いわゆる有価証券届出制度について規定している。証券取引法の他の部分がそうであるのと同様に、有価証券届出制度についても、大体においてアメリカ法にならってとり入れられたものである。すなわち、一九三三年の証券法 (Securities Act of 1933) を範として制定されたものであるが、<sup>(1)</sup> かなりわが国の実情に合うように改められており、したがってその細部においては、アメリカ法とは若干の相違が見られる。

有価証券届出制度の若干の問題

証券取引法全体の目的については、第一条に述べられているとおりであるが、この有価証券届出制度が設けられた目的も、証券取引を公正ならしめ、投資者の保護を図るということにある。もちろん、その外にも付随的な狙いとして、一般公衆から資金を求める企業間の不公正な競争、たとえば企業ないしは証券に関して重要な事実の開示を故意に怠ったり、不実の事項を表示するなどして資金の獲得を有利ならしめるということとをさけること、その他のことがらをあげることができであろう。<sup>3)</sup> いずれにしろ、このような目的を達成するために、有価証券の募集または売出行なうに当たって一定の場合には、発行会社に関する事項および当該有価証券に関する事項などを十分に開示させるべく、様式の法定された届出書を提出させ、また目論見書強制主義を採用している。これにより投資者が有価証券に投資するに際して必要な判断資料を十分に提供することができるとは、また誇大広告あるいは虚偽の宣伝などの詐欺的な行為などが行なわれないように、十分な配慮がなされているわけである。

証券取引法は、有価証券届出制度に関して相当詳細な規定を設けているほか、その細部については政令や大蔵省令にゆだねられており、これに基づいて、「有価証券の募集又は売出の届出等に関する省令」(昭和二八年八月二七日省令第七四号)が定められているほか、「証券業者の登録、資本の額、純資産額及び営業用純資本額等に関する政令」(昭和二八年一月一二日政令第三四五号)も本制度に若干関係がある。もちろん現行有価証券届出制度が、完全無欠なものであるとはとてもいうことができず、むしろいろいろ不備な点、疑問点、あるいは日本の実情に合わない点などが見られると、いつてさしつかえない。本稿は有価証券届出制度の全般を概観しながら、適宜問題点ないしは疑問点をとり上げるとともに、必要に応じて母国であるアメリカにおける本制度との比較研究を試みて行こうとするものである。

(1) この一九三三年の証券法は、イギリスの一九二九年会社法をモデルとしたものである (Loss, Securities Regulation, 279 (1951))。なおこの問題に関係のあるイギリスの現行法としては一九四八年会社法のほかに、一九五八年詐欺 (投資) 防止法 (The Prevention of Fraud (Investments) Act, 1958) (制定されたのは一九三九年である) が存する。

(2) 証券取引法の目的に関しては、鈴木「証券取引法と株式会社法」株式会社法講座一卷三五二頁以下に詳細である。

(3) Loss, op. cit., 120 参照。

## 二 有価証券届出制度概観

(一) 届出制度適用の有無 何が有価証券であるかに関しては、法第二条第一項第一号ないし第九号において、かなり詳細に列挙されている。<sup>(1)</sup> しかしながら、そのすべての種類の有価証券に対して、この有価証券届出制度が適用されるというわけではない。すなわち、一方においては、有価証券の種類に基づく届出制度の適用除外が定められており、他方においては、有価証券の募集または売出の券面額の総額を基準とする適用除外取引が規定されている。その結果、本制度の適用がある場合は、かなり限定されている。

まず、有価証券届出制度の規定が適用される有価証券は、株券、社債券、新株引受権を表示する証書、および外国法人の発行するものでこれらの性質を有するものである (法三条)。しかしながら、社債券の中、担保付社債券および法令により優先弁済を受ける権利を保證されている社債券 (ただし転換社債券を除く) に関しては、昭和二八年の改正法付則第七項によって、当分の間、届出制度の適用は除外されることとなっている。<sup>(2)</sup> また、わが国ではアメリカに

おけるのと異なり、新株引受権を表示する証書が大量に売りに出されるということはなく、さらに外国法人の発行するものは全く見られない。したがって、現在のところは、株券と無担保社債券（および転換社債券）とが、届出制度の規制の対象となるわけである。もっとも、これらの中でも有価証券届出制度の適用される機会が多く、もっともよくこの制度の実益が発揮されるのは、株券に關してであることはいうまでもないところである。

これらの届出制度を適用除外されない種類の有価証券の募集または売出をする場合に、その券面額（無額面株が含まれている場合には、その発行価額である）の総額が一定金額（募集の場合は五千万円、売出の場合は一千万円が原則）以上のものについては、発行者が大蔵大臣に届出書を提出し、かつ、その届出の効力が発生しているのでなければ、募集または売出を行なうことができない（四条一項）。なお、この規定により届出を必要とするのにもかわらず、届出をせずに募集または売出を行なった場合には、裁判所による違反行為の禁止命令もしくは停止命令（一八七条）、違反行為により損害を被った有価証券の取得者に対する民事責任（一六条）、罰則（一九八条一号）などの問題を生ずる。しかしながら、当該募集または売出そのものの効力には、何ら影響を及ぼすものではないと解される。

(1) かなり詳細には、もちろん、アメリカの場合とくらべれば、ずっと簡単である。アメリカ法における有価証券の定義に關しては、証券法第二条第一号を参照。

(2) 昭和二八年改正法附則第七項によって、このように担保付社債券および法令により優先弁済を受ける権利を保證されている社債券が、届出制度の適用を除外されると定められた理由として、次のようなことがいわれている。「第一の理由として、これらの社債券は、現在主として金融機関が所有しており、これらの金融機関は必要に応じ社債の発行会社の内容を調査する

能力を持つと認められるからであり、第二の理由として、これらの社債券の発行会社は、金融市場の状況に応じて消化可能と見込まれる額の社債を短期間に逐次発行するのが通例で、且つ、これらの会社の大部分は、既に増資に際して有価証券届出書を大蔵大臣に提出し、引続き事業年度毎に有価証券報告書を提出しているから、これらの会社の事業内容、経理状況等は容易に知り得るようになっていゝからであり、第三の理由として、これらの社債券は、確定利付であるだけでなく物的担保により裏付けられているので、株式等の場合に比べ、発行会社の内容を投資判断の資料として公開する必要がないと認められるからであると解すべきであろう」(小田・三輪・角・改正証券取引法・改正証券投資信託法解説二三頁、二四頁)。しかしながら、これら三つの理由の中、第二の理由としてあげられていることはさして意味がない。すなわち、他の届出書や報告書があるからそれでよいというのは、有価証券届出制度の立法の趣旨に反するからである。担保付社債は十分に保護されているからという第三の理由は一応認めてもさしつかえないであろう。しかしながら、最大の理由は、第一の理由としてあげられていることであつて、当時においては社債市場というものが確立されておらず、社債を買おうとする者はそのほとんどが専門的な知識を有する者に限られていたということに基づくのであろう。したがつて、社債市場が確立されて、一般大衆が社債の取引を盛んに行なうような時期が到来すれば、担保付社債も届出制度の対象とされるべきである。ちなみに付則第七項は「当分の間適用しない」と規定している。さらに、無担保社債券および転換社債券の募集または売出について届出が免除されなかつた理由として、「無担保社債は、担保付社債とその性格を異にし、その投資者を保護するために発行会社の内容を届出によつて投資者に知らせる必要があると認められるからであり、転換社債は、その性格から考えて、株券と同様に取扱ふことが適当と認められるからであろう」といわれている(小田・三輪・角・前掲二五頁、二六頁)。これらのものを担保付社債と必らずしも同一に取扱ふことができないということは認めるべきであらうか、右に述べたように社債市場が確立されていなかつた当時のことを考えると、転換社債は別としても、無担保社債については、届出適用除外証券としてもよかつたのではないかと考えられる。

なお、昭和二八年の証券取引法の改正前においては、証券投資信託の受益証券についても、届出制度の適用があったが（旧法三条一項）、右の改正によって適用除外証券とされることとなった（現行三条一項参照）。その理由として、証券投資信託の受益証券の場合に「届出書に記載すべき事項は、当該発行会社すなわち、証券投資信託の委託会社の事業内容、経理状況等が主であって、これは一般の受益権者にとって必要性が薄いだけでなく、受益権者の保護は、証券投資信託法により十分図られているので、受益証券の募集又は売出に当り、本章の規定を適用して規制することは、実に屋上屋を架するだけで、実益が少いと認められる」からであるといわれている（小田・三輪・角・前掲一三頁、一四頁）。この点についての改正は適切なものであったと考えられる。

(二) 届出制度の適用がある場合 有価証券届出制度の適用がある場合には、発行者は、一定事項<sup>(1)</sup>を記載した届出書三通を大蔵大臣に提出することを要し、届出書の様式については、法第五条第一項および省令第九条による第二号様式が定められている。この届出書には、定款、目論見書その他の書類で大蔵大臣が公益または投資者保護のため必要、かつ、適当であると認めて大蔵省令で定めるものを添付しなければならない（法五条二項<sup>(2)</sup>）。なお、当該発行者がその届出を行なう前に発行した有価証券が、証券取引所に上場されている場合には、届出の効力が発生した後遅滞なく、届出書（後に述べる訂正届出書をも含む）および添付書類の写しを当該証券取引所に提出しなければならない（法六条）。

ところで法第五条の規定による届出書およびその添付書類を大蔵大臣に提出した後に、これらの書類に記載した事項に変更を生じたり、あるいは記載事項の不備が発見されたりすることがある。このような場合を考慮に入れて、法

は訂正届出書について規定している。この訂正届出書には二種類のものがある。その一つは、届出書類の中に訂正を必要とするものがある場合に、届出者が大蔵大臣に提出するいわゆる自発的訂正届出書である（七条）。他は、命令による訂正届出書であり、大蔵大臣は届出書類（右に述べた自発的な訂正届出書をも含むものである）に形式上の不備があり、またはその書類に記載すべき重要な事項の記載が不十分であると認めるときは、届出者に通知して、当該職員をして審問を行なさせた後に、理由を示して訂正届出書の提出を命ずることができる（九条一項）。ただし、届出が効力を生ずることとなった日以後は、もはやこれを行なうことができない（同条四項）。さらに大蔵大臣は、有価証券届出書の中に、重要な事項について虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生ぜしめないために必要な事実の記載が欠けていることを発見したときは、いつでも届出者に通知して、当該職員をして審問を行なさせた後に、理由を示して訂正届出書の提出を命じ、また必要があると認めるときは届出の効力の停止を命ずることができる（一〇条一項）。命令による訂正届出書の提出があった場合には、大蔵大臣が指定する期間を経過した日に、有価証券届出の効力を生ずる（九条二項・三項、一〇条二項）。なお、第一〇条第一項による停止命令があった場合において、同項の規定による訂正届出書が提出され、かつ、大蔵大臣がこれを適当と認めるときは、その停止命令を解除することができる（一〇条三項）。

以上のようにして提出された有価証券の届出は、大蔵大臣によつて届出書が受理された日から三〇日を経過した日に、その効力を生ずることとなるが（八条一項）、この三〇日の期間内に自発的な訂正届出書の提出があった場合には、これが大蔵大臣によつて受理された日に届出書の受理があったものとみなされる（同条二項）。なお、右の三〇日の期

間については、大蔵大臣が、届出書類の記載によって、当該有価証券の内容が公衆に容易に理解されると認めたとときは、この期間を短縮することができ、その期間の経過によって、届出が効力を発生することとなる（同条三項）。もちろん、この期間の短縮は、投資者の保護の観点に立ってのみ行なわれうるものであって、発行者の便宜のために利用されるべきではない。<sup>3)</sup> 届出の効力が発生した後に、自発的な訂正届出書が提出された場合には、その形式に不備がなく、かつ、重要な事項について記載が十分であると認められれば、大蔵大臣が指定する日にその訂正の効力を生ずる（二一条）。なお、届出者は、訂正届出書の写しを証券取引所へ提出することが必要である（六条、一二条）。

右のようにして届出の効力が発生した有価証券の発行者は、当該有価証券の募集または売出に際して、目論見書を作成しなければならず、これに記載すべき内容について若干の規定が設けられている（二三条）。そして発行者、売出行なう者、引受人、または証券業者は、このような目論見書をあらかじめまたは同時に交付するものでなければ、有価証券を取得させまたは売りつけてはならないもので（二五条）、この限りにおいては目論見書強制主義がとられているわけである。

(1) 届出書の記載事項は、当該会社の目的、商号および資本または出資に関する事項、当該会社の営業および経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項、当該会社の役員（取締役、監査役またはこれに準ずべき者をいう）または発起人に関する事項、当該有価証券に関する事項その他の事項で大蔵大臣が公益または投資者保護のため必要、かつ、適当であると認めて大蔵省令で定めるものであり（法五条一項）、省令第九条によって第二号様式が定められている。

(2) 届出書に添付されるべき書類については、省令第一〇条が定めている。すなわち、(1)定款、(2)目論見書、(3)当該有価証券



の発行につき発起人全員の同意があったことを知るに足る書面、または当該有価証券の発行を決議した株主総会もしくは取締役会の議事録の写し、(4)当該有価証券の発行による会社の資本の額の変更につき行政官庁の許可、認可または承認を必要とする場合には、当該許可、認可または承認のあったことを知るに足る書面、(5)当該有価証券の引受または募集もしくは売上の取扱いにつき、証券業者と締結した契約の契約書の写しまたは当該担保付社債の発行に関し信託会社と締結した信託契約その他の契約書の写し、(6)営業の全部または主要な部分の賃貸借または経営の委任、他人と営業上の損益の全部を共通にする契約、技術援助契約その他これらに準ずる契約の契約書の写し、がこれである。

(3) 参照 'Loss, op. cit., 120.

(三) 適用除外取引の場合　有価証券届出制度の適用される取引については、これまで述べたことで明らかとなったが、それ以外の取引、すなわち法第四条第一項但書および省令第一条によって適用除外取引とされた場合には、募集または売出しについての届出を行なう必要のないことはいうまでもない。ただ、適用除外取引については、有価証券通知書の提出を必要とする場合と、これも必要でない場合とにわけられる。すなわち、募集または売出の券面額の総額が百万円を超える場合には、省令で定めるところにより、当該有価証券の発行者は、当該有価証券の募集または売出しに関する通知書を、発行者の住所地を管轄する財務局長（その住所地が財務部の管轄区域内にあるときは、当該財務部長）を経由して、大蔵大臣に提出しなければならない（法四条三項）。これは比較的小規模な募集または売出の場合であるため、届出をさせるほどのことはないが、ある程度簡単な手続によって、募集または売出を公正ならしめようとするものである。したがって、募集または売出の券面額の総額が百万円以下の有価証券については、その規模か

ら考えてもあまりひどい弊害もないと思われるために、有価証券通知書を提出することも必要でないと考えられている（同条但書）。

有価証券通知書に記載すべき内容については、省令第四条第一項による第一号様式が定められており、これは前述の届出書に関する第二号様式にくらべると、かなり簡単なものである。さらに、有価証券通知書に添付すべき書類は、定款ならびに当該有価証券の発行につき発起人全員の同意があったことを知るに足る書面、または当該有価証券の発行を決議した株主総会もしくは取締役会の議事録の写し、ならびに当該有価証券の募集または売出に際し目論見書が使用されるときは当該目論見書だけでよく（同条二項）、この添付書類についても届出書の提出を必要とする場合とくらべると、かなり簡略化されている。そして有価証券通知書の提出を必要とするかどうかにかかわらず、法第四条第一項但書の規定によって、有価証券届出制度の適用を除外された有価証券の募集または売出に際して使用する目論見書には、それが有価証券の届出に関する法第四条第一項の規定の適用を受けない旨を記載しなければならない（同条二項）。その記載の個所は、目論見書の表紙または第一頁の見やすい個所である（省令七条）。有価証券届出制度が適用される場合には、前述のように目論見書の作成が強制されるのに対して、その適用が除外される場合には、目論見書を作成するかどうかは発行者の任意である（法一三条一項、省令四条二項参照）。法第四条第二項の規定の趣旨からすれば、かつて募集または売出を行なった際に届出書を提出した有価証券について、その後券面額の総額が一千万円以上である売出を行なうに当たっては、第二項の問題は全然関係がなく（届出書はもちろん、有価証券通知書を提出することも必要ではない）、またその場合に使用する目論見書に有価証券届出制度が適用されない旨を記載する必要もな

いと解される。さらに、右の例で、売上の額面額の総額が一千万円未満であるとすれば、この場合も売上の券面額の総額が一千万円未満であるために、第四条第一項但書の規定によって届出制度の適用が除外されるものと解すべきではなく、すでに募集または売出について届出の効力が発生したことがあるために、同項本文の規定によって届出をす  
る必要がないものであると考えるべきであるから（募集または売出についての届出の効力が発生したことのある有価証券を売出す場合には、改めて届出を行なう必要がないことについては、売出のところで後述）、やはり第二項の規定は、全く関係がないものと解される。もちろん、有価証券通知書を提出することも必要ではない（四条三項参照）。これに反して、売上の券面額の総額が一千万円未満ではあるが、その中の一部についてはかつて募集または売出に關して届出の効力が生じたことがあり、残りの部分についてはそのようなことはなかったという場合には、第四条第一項但書の規定による適用除外と解すべきことはいうまでもない。したがって、この場合には有価証券通知書を提出することが必要であるし、さらに目論見書を使用するときはこれへの記載をしなければならないこととなる。もちろん、届出の効力が発生したことのある部分とそうでない部分とをはっきり区別できれば、未発効の部分だけが有価証券通知書の対象となるし、もしこれら両者を明確に識別できなければ全部について有価証券通知書を提出することとなる。次に、かつて募集または売出について有価証券通知書を提出したことのある有価証券について売出が行なわれる場合に、改めて、売出についての有価証券通知書を提出することが必要であるかどうかに関して、省令第四条第一項その他の規定からは、必ずしも明らかではない。しかしながら、先に一寸ふれたように、売出について届出を必要とする場合であっても、当該有価証券について、かつて募集または売出に際して届出の効力が発生したことのあるもの

については、改めて届出を必要としないと解すべきことと考え合わせると、右の場合には改めて有価証券通知書を提出することは必要でないと解すべきであろう。なお、有価証券通知書を提出したことのある部分と、これを提出したことのない部分とからなる有価証券の売出の場合には、未発効の部分の券面額の総額が百万円を超える限りは、これについて改めて有価証券通知書を提出することが必要であることはいうまでもない。

有価証券通知書を提出することが必要とされる有価証券の募集または売出の場合には、右の通知書が財務局長または財務部長によって受理された翌日から五日を経過した後には、はじめて募集または売出を行なうことができる（省令五条）。そして募集または売出が終了する前に、有価証券通知書に記載された内容に変更を生じたときは、提出者は遅滞なく変更通知書を財務局長または財務部長を経由して大蔵大臣に提出しなければならない（省令六条）。届出の場合と異なり、有価証券通知書の場合には、その添付書類の内容に変更があっても、これは変更通知書の関与するところではないと解せざるをえない。また命令による変更通知書という制度も存在しない。なお、前述の募集または売出には該当しないが、有価証券の発行または売付を行なう場合であって、当該発行または売付の券面額の総額が五千万円以上であるときは、右に述べた有価証券通知書の提出ならびに一定書類の添付および変更通知書などに関する規定が準用されている（省令八条）。これはもはや投資者の保護というためではなく、もっぱら当該有価証券の発行または売付を公正ならしめるためのものと解される。

以上のような有価証券通知書に関する規定に違反して募集または売出が行なわれた場合については、有価証券届出制度に違反して募集または売出を行なった場合とは異なり、違反者に対して民事責任あるいは罰則などは別に定めら

れていない。ただ、裁判所による禁止命令または停止命令の規定（法一八七条）は適用がある。また、この場合に、違反行為そのものの効力には何らの影響も及ぼさないことは、届出制度に違反した場合と全く同様である。

### 三 募 集

(一) 募集の意義 証券取引法第二條第三項によれば、有価証券の募集とは、不特定、かつ、多数の者に対し均一の条件で、あらたに発行される有価証券の取得の申込を勧誘することをいう、と定義されているが、この定義に関して若干の問題が生じて来る。すなわち、右の条文に「不特定、かつ、多数の者に対し」均一の条件で……とあることから、株主その他特定の者に新株引受権を与えないで新株を発行するいわゆる公募の場合がこれに含まれることは何ら疑いはないが、たとえば会社が新株発行を行なうに際して、株主に新株引受権を付与する場合には、株主というのは特定しているものであるから、届出制度の適用は除外されることとなるのではないかという疑問が生じて来る。株主の数が多数であるかどうかということは、募集の各場合によって異なるものであるから、ここでは一応別問題として、はたして株主に新株引受権を与える場合が「不特定」といえるかどうかということは、大いに問題となるところである。この点について、そのような疑問があったためかどうかは明らかではないが、昭和二三年六月三〇日の証券取引委員会規則第一〇号「有価証券の募集又は売出の届出等に関する規則」は、その第三条において、「会社が合併又は資本増加に際して、新株の引受権を株主その他の者に割当ててする方法によって新株の発行を行う場合は、法第二條第三項に規定する有価証券の募集に含まれる」ということを定めていた。その後昭和二八年にこの規則は廃止され、こ

れに代つて「有価証券の募集又は売出の届出等に關する省令」（同年八月二七日大藏省令第七四号）が新しく制定された。しかしながら、この省令には、右の規則第三条に該當する規定はもはや見当たらず、いかなる理由によつて同趣旨の規定が設けられなかったかについては、とくに明らかにはされていない。したがつて、現在においては、募集の意義については、法第二条第三項以外には、省令は何らの定めも有していないわけであるが、ただ、昭和二三年の前記規則が制定されたのと同じ日に出された通ちようが、今でもいぜんとして行なわれており、実務上は規則第三条によつて定められていたのと全く同様に処理されている。<sup>(1)</sup>

右のように証券取引委員会規則によつて、株主割当の場合も募集に含まれると定められていたのが、何ら特別の理由を示すことなしになくなつてしまひ、現行の大藏省令がこの点について全然ふれていないのはなぜであらうか。あるいは前記証券取引委員会規則が規定していたことは、「当然のことがら」を定めていたものによつて、法第二条第三項の定義があればそれで一向さしつかへは生じないのであり、旧規則に代つて新しく制定された大藏省令に、とくに規定を設けるほどのこともなかつたからである、という見方があるかもしれない。しかしながら、右規則の第三条が当然のことがらを定めていたというのであれば、なぜ当然のことがらをわざわざ規則でもつて定めなければならなかつたのか疑問である。あるいは当然のことがらではあるが、種々の疑問が発生することを防ぐために、規則をもつて定めていたのだというかもしれない。もしそうだとすれば、いろいろな疑問が出て来ないようにするために、新しい省令を制定するに当たつて、前と同様の規定を残しておくべきではなかつたかということになる。おそらくこの規定がなくなつた眞の理由は、昭和二三年の規則をもつて、募集には株主に新株引受権を付与する場合も含まれるという

ことを定めた後になって、法第二条第三項は何ら規則へ委任する旨を定めていないために右の規則第三条の効力に疑問を生ずるおそれもあるということに気がついたために、昭和二八年の改正によって除かれてしまったのではないかと思われる。この点、アメリカにおいては、証券取引委員会は包括的な規則制定権を与えられているが、わが国においては、必要な場合に個々の条文で個々の的に与えられているのにすぎず、包括的にこれを与えた規定は全く見当たらない。

いずれにしても、現行法上株主割当が「不特定」といえるかどうかについて、否定説と肯定説<sup>(3)</sup>とが対立している。否定説は株主というものは特定しているものであるから、株主割当の場合は募集には含まれないという考え方である。これに対して、肯定説はなるほど株主は一見したところ特定しているようではあるが、実は株主というものは時々刻刻変動しているものであって、これを不特定であるといつてさしつかえないとするものである。そして、もし株主割当の場合を募集には含まれないものとすれば、実際上新株発行のほとんどの場合に届出をする必要がないこととなり、届出制度が一体何のために設けられたのかわからなくなってしまい、否定説は形式的に条文を解釈しているのにならず、法の趣旨に反し、またわが国の実情を無視したものであるとしている。このように株主というものは時々刻々変動しているということは、もちろん認めざるをえないであろう。そして株主に対する新株引受権の付与が決定されただけであれば、まだ株主に変動を生ずる可能性は残されているため、やはり不特定であるといつてもさしつかえないかと思われる。しかしながら、割当日が到来すると、勧誘の対象となる株主は固定してしまい、もはや不特定とはいふことができない。したがって、割当日以後に届出の効力が発生し、勧誘を始めるという場合であれば、これは特定、

かつ、多数の者を対象とするものとなるため、この場合は届出は必要がなかったことになる。これに反して、割当日以前に届出の効力が発生して、勧誘を行なうのであれば、届出は必要であったということになる。実際上は、割当日以後に届出の効力が発生するようになると考えられるため、結局株主割当の場合は、「不特定」とはいえず、届出は必要でないというべきであり、ただその場合でも割当日以前に株主に対して勧誘をすることは許されないこととなる。<sup>(5)</sup> もっとも、これは勧誘の対象が株主であり、株主は会社の内容をよく知っているから、株主割当の場合には、届出の必要がないというわけではなく、現行法の解釈上そうなるだけのことであって、立法論としては、法第二条第三項を修正して、株主割当の場合も届出の対象とすべきであると考ええる。すなわち、株主だから会社の内容その他をよく知っているとはいきえることはできず、株主を一般の投資者と区別して取扱うべきものとは考えられないからである。ただ、その場合に、届出制度の運用の面で種々検討すべき問題は残されているであろう。<sup>(6)</sup> なお、実務の上では、前に述べた通ちょうに從つて処理されており、株主割当などの場合にもやはり届出書の提出を行なわせることとなっている。

(1) 有価証券の募集又は売出に関する規定の施行について（昭和二十三年六月三十日証審第一〇号）

証券取引委員会委員長から各証券業協会会長宛

証券取引法第二章の有価証券の募集又は売出の届出に関する規定は来る七月六日から施行されることとなっているが、届出を免除される有価証券の範囲、届出を免除される場合における必要な手続、有価証券届出書の書式等の届出制度の実施についての具体的事項を規定する有価証券の募集又は売出の届出等に関する規則は証券取引委員会規則第十号として本日別紙のとおり



り公布七月六日から施行することとなった。ついでには会員に対し、制度の趣旨関係法令及び左記取扱上の注意事項を周知せしめると共にこの制度の適切な運営に協力するよう御指導願いたい。

## 記

### 一、募集又は売出の定義について

(イ) 証券取引法において募集又は売出とは、法第二条第三項及び第四項の定義によって明かなように、有価証券の取得又は買付の申込を勧誘することであつて、従来の募集又は売出の觀念と異なり、且つ、相当広義のものであること。

(ロ) 会社が増資等に際し、株主従業員その他の者に新株引受権を割当てる方法によつて新株を発行する場合も、募集に含まれること。

従つてこの場合においても届出を免除される有価証券でない限り有価証券届出書を提出し、届出の効力が生じてからでなければ募集をすることができないこと。

なお、「有価証券届出制度の円滑な施行について」(昭和二十三年十一月十八日証審第八八二号)にも同趣旨のことが含まれている。

(2) 証券法第十九条(a)項は次のように定めている。「委員会は、すべての種類の有価証券および発行者に対して、登録届出書および目論見書を規制し、ならびに本法において用いられる会計、技術および取引に関する用語を定義する規則をも含めて、本法の規定を執行するために必要な規則を定め、修正し、または廃止する権限を常に有するものとする……」。

(3) 岡村峻・改正証券取引法解説一八頁、吉田「有価証券届出制度の改善について」商事法務研究八五号二頁、三頁。

(4) 矢沢「目論見書制度の改正問題」商事法務研究八一号二頁〜四頁、鈴木・前掲三六六頁注二。

(5) わが国においては、アメリカにおけるのとは大いに異なり、新株発行に際して株主に新株引受権を与える事例が圧倒的に

多いため、新株発行のほとんどすべての場合に届出が不要となることを考えると、否定説はわが国の実情を無視したものであるという感じは、確かに免かれない。だからといって株主割当の場合が「不特定」であるということは、届出制度の立法目的を考慮に入れても、無理であるといわざるをえない。結局、第二条第三項の募集の定義に欠陥があるということになる。

(6) たとえば、目論見書の送付の時期、届出制度の簡素化、その他の問題がある。これらの点については、別の機会にゆずることとし、ここでは、矢沢・前掲、吉田・前掲およびこれらに引用されている文献などを記するにとどめる。

(二) 通算制度 有価証券の募集の定義に関して生じて来る問題は右のとおりであるが、有価証券の募集の場合すべてに届出を必要とするものではない。すなわち、募集の券面額の総額が五千万円以上の場合に届出が必要とされる。したがって、券面額の総額が五千万円に満たない募集の場合には、届出制度は適用除外されるのが原則であるが、ただ、たとえ当該募集の券面額の総額が五千万円未満であっても、その募集を開始する以前一年以内にそれと同一種類の有価証券の募集が行なわれたことがあるという場合に、前回の募集券面額の総額と今回のそれとを通算して五千万円以上となるときは、やはり届出が必要となって来る（法四条一項、省令一条一号、二条）。この通算制度が設けられた理由は、届出制度の適用を回避するために、本来ならば一度に行なわれるはずの募集を二回以上に分けて行なうという弊害を防止することにある。たとえば、まず券面額の総額が二千万円である有価証券の募集を行ない、その後一年以内に、同一種類の有価証券について券面額の総額が三千万円の募集を行なうとすれば、それぞれの回の募集については券面額の総額は五千万円に満たないために届出を必要としないはずであるが、両回の募集券面額の総額を合わせると五千万円となるため、後の回の募集の場合には届出をしなければならぬこととなる。ここに「届出をしなけれ

ばならない」のは、前の回の募集について、あるいは両回の募集についてという意味ではなく、後の回の募集に關してであることは、省令第二條の規定から明らかである。<sup>(2)</sup>なお、通算制度が適用されるためには、募集開始前一年以内の募集、すなわち前の回の募集の際に有価証券通知書(前述)を提出したかどうかを問わないことは、いまでもないところである。また、たとえば株式の券面額の総額が五千万円の募集をする場合に、その中の三千万円については額面をもって株主割当とし、残りの二千万円については時価でもって公募するとすれば、前述の株主割当の場合も募集に入るといふ立場をとるときは、たとえ払込期日などは同一であるとしても、両者の募集価格が均一ではないことから、これは一個の募集ではあるといふことはできず、二個の募集があるものと解せざるをえないこととなる。しかしながら、これら両者の募集券面額の総額を合わせると、五千万円に達するため、右の通算規定によってやはり届出をしなければならぬこととなる。そしてこの場合は株主割当によるものと公募によるものとが同時に行なわれるものであるから、両者がそれぞれ届出の対象となるといふべきであろう。しかしながら、先に述べたように、株主割当の場合は原則として募集には含まれないと解すべきであるから、このような場合には、届出は必要ではないと解すべきである。ただ、たとえば、公募によるものが五千万円であり、株主割当による分が五千万円であるという場合には、届出の対象となるのももちろん公募によるものについてだけであるが、株主割当に關する事項を付記することが望ましいといえよう。<sup>(3)</sup>なお、届出制度の適用を免かれることを防止するというこの通算制度の設けられた趣旨からすれば、たとえば、今回の募集の券面額の総額が五千万円未満であるのに対し、それより先立つこと一年以内に行なわれた前の回の募集の券面額の総額が五千万円以上であったためこれについてはすでに届出がなされたというような場合には、

この通算規定を適用すべきではなく、その結果、今回の募集に関しては、届出は免除されるものと解すべきである。さらに、券面額の総額が三千万円の募集が行なわれた後一年以内に、券面額の総額が二千万円の募集をし、後の回の募集については届出がなされ、その後一年以内にまた券面額の総額が三千万円の募集を行なったという場合には、この最後の回の募集については、第二回目の募集と通算されるということではなく、右の例と同様に、やはり届出をする必要はないものと解される。

この通算制度に関して、「同一種類の有価証券」というのは、たとえば株券か社債券かという区別であって、優先株か普通株か、あるいは無担保社債か転換社債かというような有価証券の銘柄による区別ではない。したがって、まづ券面額の総額が三千万円である普通株の募集をし、その後一年以内に券面額の総額が二千万円の優先株の募集を行なうとすれば、これらの普通株と優先株とは同一種類の有価証券であるために、両者は通算されて五千万円となるわけであり、優先株の募集に際して届出をしなければならなくなる。これに反して、券面額の総額が三千万円である社債を募集し、その後一年以内に券面額の総額が二千万円の株式を募集しても、両者は別種類の有価証券であるため、何ら通算規定が適用されるものではない。

(1) 小田・三輪・角・前掲二一頁。

(2) 省令第二条「募集開始前一年以内における当該募集に係る有価証券と同一の種類の有価証券の募集券面額の総額と当該募集券面額の総額との合計額が五千万円以上となる有価証券については、当該募集に際し、法第四条第一項の規定による届出をしなければならぬ」。

(3) 株主割当も募集に含まれるという立場をとると、この場合、株主割当の分と公募の分と、それぞれ別個の届出をしなければならぬのかという疑問が出て来る。しかしながら、両者を比較してみると発行価額に違いがあるぐらいのほかは、その記載事項はほとんど同一であり、別々に届出をするということは無意味といってさしつかえない。むしろ、両者を一緒に届出させることによって余計な手数がはぶけるのみならず、かえって募集の内容が明確になると考えられる。したがって、同一の届出をもって足りると解すべきであり(浅地「有価証券届出書に関する二、三の問題」商事法務研究二九号四頁も同様に解している)、届出書に関する第二号様式の第五募集要項もこのことを予定して定められている。

## 四 売 出

(一) 募集との相違 有価証券の売出の意義については、法第二条第四項において定義されておりである。すなわち、売出とは、不特定、かつ、多数の者に対し均一の条件で、すでに発行された有価証券の売付の申込をし、またはその買付の申込を勧誘することをいうものである。すでに述べたように、募集の場合は、これからあらたに発行される有価証券に関するものであるのに対し、売出の場合はすでに発行されている有価証券に関するものであるという点に、募集と売出との間の大きな違いが見られる。その結果として、有価証券の募集を行なう主体は、常に発行者自身に限られるものであるのに反し、その売出を行なう主体は、もちろん発行者自身であることもないわけではないが、募集の場合のように必ずしも発行者自身に限られるというわけではなく、それどころか発行者以外の第三者である場合の方が、むしろ通常であるという相違が出て来る。このことは、有価証券の中でも、とくに株券を例にと

つて考えてみれば、一層はつきりすることである。すなわち、株券の募集は、常に発行会社みずからが行なうものであるのに対し、その売出は、自己株式取得の禁止を定めている商法第二一〇条の規定によって、非常な制約を受けることとなるのであり、発行会社がみずから株券の売出を合法的に行なうことができるのは、全く見られないとはいえないとしても、例外中の例外に属するものといつてさしつかえない。また、右のように募集の主体は発行者に限られるものであるから、常に単一なわけである。これに反して、売出を行なう主体に関しては発行者に限られるといわけではないため、それが単一である場合もあれば、相互に何らかの関係を有する二人以上の者が共同してグループをなしていることもあるわけで、さらには主体は二人以上ではあるがこれらの者相互の間には何らの関係もなく、偶然同一時期に売出を行なったのにすぎないという場合も考えられる。<sup>(1)</sup>

(1) もちろん、二人以上の者がたまたま同一時期に売出を行なうこととなつたのにすぎず、これらの者の間に何らの関係もないという場合であれば、売出価格その他の条件が「均一」でないことが多いであろうし、また、たとえ一切の条件が偶然にも同一になつたとしても、これら二人以上の者の行なう売出を一個の売出と見るべきではなく、二個以上の売出があるものと考えるべきであろうと思われる(この点については、(四)で後述する)。

(二) 均一条件・通算制度 有価証券の売出がその募集と異なる主な点は右に述べたとおりであるが、これ以外に届出を必要とする券面額総額の最低限についても、両者間には違いが見られる。すなわち、売出の場合には、当該有価証券の売出券面額の総額が一千万円以上であれば、有価証券届出書を提出することが必要であると定められており(法四一条一項、省令一条二号)、五千万円以上とされている募集の場合とくらべると、券面額の総額はかなり引下げられ

ている。<sup>(1)</sup>ところで、募集の場合には、同一種類の有価証券について一年以内に行なわれる二回以上の募集を合算する  
いわゆる通算規定が設けられていることについてはすでに述べたところであるが、このような通算制度は、現行法上  
売出に関しては、何ら設けられていない。もっとも、昭和二八年の改正前においては、証券取引委員会規則第四条に  
よって、一年以内に行なわれる募集と売出とを合算し、また売出と売出とを合算する制度が定められていた。<sup>(2)</sup>すなわ  
ち、当時においては、券面額の総額が五百万円以下である有価証券の売出については、有価証券届出制度の適用は除  
外されていたが、たとえ券面額の総額が五百万円以下の場合であっても、同一種類の有価証券について、当該売出の  
開始前一年以内に行なわれた募集券面額の総額と、当該売出の券面額の総額とを合計した金額が、一千万円を超える  
ものについては、適用除外が認められず、やはり届出書の提出を必要とするという通算規定が設けられていた。どの  
ような理由でこのような通算制度が設けられていたのかについては、あまり明かではないが、あるいは当時において  
は、募集に関する届出は、券面額の総額が一千万円を超える場合に必要とされていたことと歩調を合わせるために設  
けられていたのかとも思われる。しかしながら、募集の場合と売出の場合とは、前述のようにその主体が必ずしも  
同一であるということではできず、したがって、同一種類の有価証券について一年以内に募集と売出とが行なわれた  
からといって、これら両者を合算するということは、通算規定を設ける最大唯一の理由である届出制度の回避をなく  
するということに、何ら役に立つものであるとは思われない。それゆえ、このような通算規定を設けることは、適当  
なものではなく、そのためかどうかは不明であるが、昭和二八年に行なわれた改正によって、廃止されてしまった。  
また、一年以内に行なわれた売出と売出とを通算して一千万円を超える場合には、やはり届出書を提出することが必

要であるとされていたわけであるが、これは右に述べた募集の場合と売出の場合とを通算する制度とくらべるならば、通算制度を設ける趣旨にかなっているものともいえる。ただ、この場合、募集届出の最低限度である一千万円という点にこだわりすぎており、一年内に行なわれた売出と売出とを合算すると五百万円を超えるが一千万円以下であるという場合には、届出をする必要がないこととなってしまう。真に売届出制度の適用を免かれるということとをさけるのが目的であれば、通算して五百万円を超える場合には届出を必要とすると定めるべきであったと思われる。この通算規定も昭和二八年の改正によってなくなってしまう、結局、現在のところでは売出に関しては通算制度は全く見当たらぬわけである。<sup>(3)</sup>

右のように売出について通算制度が現行法上設けられていないことによって、全く問題がないかという点、必らずしもそのようにいきることはできないように思われる。たとえば、ある者が券面額の総額が一千万円以上である有価証券を売りに出そうとする場合に、届出制度が適用されるのを嫌って、一千万円未満ずつ二度に分けて売出を行なえば、売出の時期その他の条件が一律でなくなってしまうため、これは法第二条第四項が「均一の条件で……」と規定しているところから考えて、もはや一個の売出とはいふことができず、しかも通算規定はないわけであるから、この場合には、売出についての届出書を提出する必要がないこととなる。この点について、わが国においては、これまでのところでは、とくに問題となつたような事例は、実際上はほとんど見られないようである。しかしながら、そのようなことが表立って問題になつたことがないというだけのことであつて、あるいは潜在的にはそのような事例はあるのではないかと考えられる。幸いにしてさして弊害もなかつたようであるが、今後この方法を利用しての弊害の発



生ということも十分に予想できるといえよう。アメリカにおいては、わが国におけるのとは異なり、有価証券の募集と売出とをとくに区別して規制しておらず、ただ支配的な者による有価証券の二次的分売を、新規発行と同一視し、届出制度に従わせるという方法をとっている。この二次的分売であつて届出が必要かどうかについて判例<sup>(4)</sup>が見られそれは次のようなものである。

この事件においては、ニューヨーク証券取引所の会員業者である被告 Ira Haupt & Company が Schulte 一派の支配する Park & Tilford, Inc. の普通株約九三、〇〇〇株を一九四三年二月一日から翌年の六月一日までの間に、Schulte 一派のために売却したことが、証券法第五条(a)項に違反したかどうかが問題となつた。Schulte がその社長であり取締役であつた Park & Tilford には二四三、七三一株の社外普通株があり、その中、およそ九二パーセントに当たる二二五、四八二株は Schulte およびその一派が有していた。そして戦時中の品不足の時期（一九四三年二月一日）に、Park & Tilford がその株主にウイスキーを原価で配当する予定であると発表し（その結果、株価はその日の五七 $\frac{3}{8}$ から五月二六日には九八 $\frac{1}{4}$ と上昇した。また、一九四三年一月中旬に証券取引所において行なわれた Park & Tilford の株式売買数は、わずか七、〇〇〇株にすぎなかつたのが、右の発表がなされてから二日間で四、五〇〇株に急増し、その後一二月末までに一一五、〇〇〇株が売買された）、被告 Ira Haupt & Company に対し、各クォーターまたは半ポイントごとに一〇〇株から三〇〇株を売るように永続的な注文をした。そこで Haupt は五八から九六の価格で約九〇、〇〇〇株を処分するなど六ヵ月ほどの間に九三、〇〇〇株を Schulte 一派のために売却した。このような被告 Haupt の取引が適用除外証券（三条(a)項(1)号<sup>(5)</sup>）または適用除外取引（四条(1)号三段・(2)号<sup>(6)</sup>）に該当

しない限りは、届出が必要であったわけであり、第五条(a)項違反とされるわけである。前述のようにアメリカでは募集と売出という区別をしておらず、発行者 (issuer) または引受人 (underwriter) による有価証券の新規募集 (new offering) の場合には、適用除外証券または適用除外取引に該当しない限り、すべて届出を必要とされている。そしてここにいう引受人に関しては、証券法第二条(11)号において定義されており、引受人とは、「有価証券の分売を目的として発行者から買付けた者、有価証券の分売に関連して発行者のために申込みもしくは売付を行なう者、……をいう。……本号に用いられる場合、『発行者』という用語は、発行者のほか、直接であると間接であると問わず発行者を支配しあるいは支配されているすべての者、もしくは直接であると間接であると問わず発行者と共通の支配下にある者を含むもの」である。この引受人に関する定義は、わが国の引受人の定義とは若干趣きを異にしており、わが国では募集と売出とはっきり区別しているため、支配的ということとは全く問題とならないわけである。Schulze 一派は Park & Tilford の支配的な人であったことは明白であり、被告 Ira Haupt & Company は第二条(11)号にいう引受人に該当し、被告のなした取引は引受人による Park & Tilford の株式の新規募集に当たるものであり、適用除外は認められず、したがって第五条(a)項違反であると認定された。

右に述べたアメリカにおける事例と同様な事例がわが国で生じたとすれば、たとえ売出面額の総額が一千万円以上であったとしても、右のように二回以上に分けて売りに出されている結果、売出の条件が「均一」でないこととなり、かかる一連の取引全体が一個の売出とは考えられず、複数の売出があったわけであり、前述のように売出の場合には通算規定が設けられていないため、数回行なわれた売出の中、何回目かの売出面額の総額が一千万円以上でな

い限りは（この場合も一千万円以上の回のものに限られることはもちろんである）、届出書を提出する必要はなく、容易に届出制度の適用を免かれることが可能となる。

(1) 昭和二八年の改正によって、募集の場合は五倍弱に引き上げられたのに対し、売出の場合は二倍弱の引上げにとどめられたが、その理由につき、「例えば一億五千万円の株式発行に際し、募集によると届出があるため、それを避ける方法として、その株式を十人で千五百万円ずつ一旦引受けて、その後それらの売出をしようとすることは、あり得ないことではない。したがって、投資者保護を目的とする法の網を故意にくぐろうとするこれらの行為を防止するには、売出に関する届出の免除限度額の引上は最小限度にとどめるべき」であるといわれている（小田・三輪・角・前掲二二頁）。現在、募集の場合の五千万円と売出の場合の一千万円という基準が妥当かどうかは問題であるかもしれないが、昭和二八年の改正に当たってとられた右の処置は適当であったというべきである。

(2) 旧委員会規則第四条「……売出前一年以内における募集券面額の総額と売出券面額の総額との合計額又は売出前一年以内における売出券面額の総額と当該売出に係る売出券面額の総額との合計額が千万円を超える有価証券については、その売出により当該合計額が千万円を超えるべき売出に際し、法第四条第一項の規定による届出をしなければならぬ」。

(3) 売出について通算規定が何ら設けられていない理由は、あるいは売出の事例がそれほど多くないと考えられたためであろうかとも思われる。もちろん、募集の場合と比較すれば売出の事例は徴々たるものであることは否定できないであろうが、売出の例が全くないというわけではない。ちなみに、昭和三五年度一年間の募集届出は五八九件、売出届出は三件である。このように売出届出の件数は非常に少ないのが実情であるが、通算規定がないために届出をせずに有価証券通知書の提出だけですませているケースもかなりあるのではないかと思われる。

(4) Ira Haupt & Company, 23 SEC 589 (1946). (ただ Latin & Jennings, Cases and Materials on Corporations, 974—984 (3ed 1959) 443 Loss, op. cit., 406—411 242°)

(5) 証券法第三条(a)項「以下において明白な規定のない限り、本法は次に掲げる部類に属するいかなる有価証券にも適用されない。(1)本法制定前または制定後、その六〇日以内に、発行者によって売付もしくは処分され、あるいは善意で公衆に売出されたすべての有価証券。ただし、この適用除外は、その六〇日以後に、発行者または引受人によって、あらたに売出された有価証券には適用しない」。

(6) 証券法第四条、「第五条の規定は、次に掲げるいかなる取引にも適用しない。(1)発行者、引受人またはディーラー以外の者の行なう取引。公募を含まない発行者による取引。ディーラーによる取引(当該取引に関する有価証券について、すでに引受人として行動していない引受人を含む)であって、次に含まれる以外のもの。発行者または引受人により、もしくは引受人を通じて、有価証券が善意で公募された最初の日から算定して四〇日以内に行なわれる取引、および登録届出書が提出されている有価証券に関する取引であって、当該届出書の効力発生後四〇日の期間、もしくは当該届出書の効力発生後、発行者または引受人によって、もしくは引受人を通じて有価証券が善意に公募された最初の日から四〇日の期間(この四〇日の期間の計算に当たっては、第八条に基づいて当該有価証券に関してなされた停止命令が効力を有している期間はすべて除外する)の中、いづれか遅い方の期間を経過する以前に行なわれたもの、発行者または引受人により、もしくは引受人を通じて行なわれる有価証券の分売に参加するディーラーによる取引であって、いまだ販売されない部分の全部または一部をなす有価証券についての取引。(2)すべての取引所、公開市場または店頭市場において、顧客の注文に応じて行なわれた仲買人の取引。ただし、当該注文の勧誘を含まない。

(三) 届出の有効期間 次に、たとえ券面額の総額が一千万円以上の有価証券の売出の場合であっても、過去にお

いて当該有価証券に関して、募集または売出についての届出の効力が発生したところのあるものであれば、「有価証券の募集又は売出は、発行者が当該有価証券に関して……」と法第四条第一項が、募集と売出とを択一的に定めている趣旨からすれば、改めて売出について届出をする必要はないこととなると解せざるをえない<sup>(1)</sup>。そして有価証券届出制度の適用が除外される場合に使用する目論見書については、後に述べるように、届出を必要とする場合の目論見書のように厳格な規制(省令一〇条、法七条)が設けられておらず(法一四条参照)、その結果、投資者保護に欠けるおそれが多分に生じて来る。

さらに、有価証券の募集または売出についての届出の有効期間、すなわち届出の効力が発生した後それがいつまで持続するものであるかについては、現行法上何らの制限も存しない。そのため、ある発行者が、何年かの間に、何回かにわたって、同一種類の有価証券を発行していれば、これらの中のある回の募集(または売出)にかかる有価証券については、届出制度の適用が除外されたため届出書を提出しなかったが、ある回の募集(または売出)にかかる有価証券については、届出が行なわれたということも十分に考えられる。そしてその後当該種類の有価証券について売出が行なわれるとすれば、同一種類の有価証券でありながら、売出についての届出をする必要があるものと、これを必要としないものが入りまじって来ることとなり、これらを判然と区別することは、必ずしも容易ではなくなってしまう<sup>(2)</sup>。もちろん、実際問題としては、届出をしなければならぬのにもかかわらず、これをせずに売出を行なえば、法第一八七条の裁判所による禁止命令または停止命令を受けるおそれもあり、第一六条は民事責任について規定しているし、また第一九八条第一号(二〇七条)の刑事制裁が控えているほか、その売出をしまたは売出を取扱った

者が証券業者である場合には、第三九条第一項、第三一条第一項などによって登録を取消されることとなるおそれも多分にある。そのため、結局は、発効済みかどうか疑いがあれば、改めて売出についての届出を行なうこととならざるをえないであろう。<sup>(3)(4)</sup> もっとも、このような疑いがあれば改めて届出をするという方向に向っている限りにおいては、何らの弊害もないわけである。しかしながら、場合によっては、届出を行なうべきかどうかが明確でないからということも理由に、売出をちゅうちょするということも考えられる。そして売出をしぶっていることにとどまらず、売出についての届出の規制を免れる方法をとるということになる、大いに問題である。ある意味では、法第四条第一項の規定は、売出を困難ならしめているともいうことができるであろう。

(1) 岡村・前掲三一頁。なお、かりに改めて届出を必要と解することとすれば、ほとんど同一内容の届出書を短期間の間に重ねて提出することとなり、手数のみがかかって、大して意味がないといわれている(高山「有価証券届出制度についての一考察」財政経済弘報五四八号五頁)。右のように改めて届出を必要と解することとすれば、大して意味がないどころか、場合によっては目論見書に関して非常に実益が存する。しかし、やはり本文のように解すべきであろう。

(2) たとえば、「永年経過した後では発行年月日の異なる株券間の併合とか、その他の理由による株券の再発行等によりその判断は極めて困難となる」(高山・前掲五頁)といわれている。

(3) したがって、このような場合には、売出される有価証券の一部はダブルで届出がなされることとなる。

(4) ただし、ここに「改めて売出についての届出を行なうこととならざるをえない」というのは、あくまでも届出義務者と売出行なう主体とが一致する場合に限られることはいうまでもない。届出義務者と売出の主体とが同一であることよりも、これら両者が一致しない場合の方が多いということについてはすでに述べた。売出行なう主体が届出義務者と異なる場合は、

「届出をせずに」ではなく、「届出をさせずに」ということになる。

(四) 売届出と目論見書　売出について有価証券届出制度の適用がある場合にも、当該有価証券の発行者は、売出に際して目論見書を作成しなければならない(法一三条一項)。この目論見書に記載すべき事項は、届出書に記載された内容と同一でなければならないなど法定されており(同条二項ないし四項)、届出書類に訂正を必要とするものがあれば、訂正届出書が大蔵大臣に提出しなければならないし(七条)、場合によっては大蔵大臣は訂正届出書の提出を命ずることができる(九条)。そして目論見書は届出書の添付書類となっている(五条二項、省令一〇条二号)。このように届出制度の適用がある場合の目論見書に対しては、かなり厳重な規制がなされているわけである。これに反して、当該売出について届出書を提出する必要がなかった場合に使用される目論見書については若干の問題が存する。まず、募集の届出の効力が発生して後一年以内に使用される売出についての目論見書には、届出書に記載された内容と同一内容を記載しなければならないと定められている(二三条二項、一四条一項)。募集があった直後に行なわれる売出に關してであればこれで必要にして十分であるといつてさしつかえない。しかしながら、募集が行なわれて後一年近くを経過してからの売出については、届出当時の資料に基づいて作成された目論見書では、投資者が投資するに当たつて利用する判断資料として、必らずしも適当とはいふことができない<sup>(1)</sup>。これに対して、届出の効力が発生して後一年以上を経過してから行なう売出に当たつて使用する目論見書については、右に述べた法第一三条第二項の規定は適用されず、この場合の目論見書に記載されるべき内容は、目論見書使用前六ヵ月以内の日の現在の事実と合致していなければならぬ(一四条一項)。したがつて、届出の効力が発生して後一年近くを経過して売出を行なう場合に使用すべ

き目論見書とくらべると、古い資料に基づいた目論見書であるということとはなくなる。しかしながら、その反面において、届出書の訂正については訂正届出書の制度が設けられていたのと異なり、目論見書の訂正に関しては大蔵大臣への提出をしたり、その審査を受けるということがないため、目論見書の訂正がかなりルーズになるといっておそれが出て来るわけであり、投資者保護のために必らずしも十分とはいえない。後に述べるように、一方においては募集と売出とを明確に区別しつつ、他方においては両者を同一に取扱おうとしたことから生じて来る無理が、ここにも現われているというべきであろう。

(1) たとえば、「この目論見書に新しい決算資料等を追加することは、届出書と同一の内容を記載しなければならぬ立前から不可能である(法一三条二項)。また新たに作成した概況書とか最近の営業報告等を同時に利用すれば、これ等の事業内容に関する事項を記載した書類は総て目論見書と見做されるので、届出と異った内容を記載した目論見書を使用することに相当するので、やはり法に抵触することになる(一三条五項)」(高山・前掲五頁)。

(五) 売届出制度の再検討 以上のように売出について考察して来たところでは、まず第一に、有価証券の売出についても、募集の場合に設けられていると同様に、一年以内に行なわれた二回以上の売出を通算する規定を設けることが、必要なのではないかということが考えられる。ここに通算規定を設けるといっても、それは昭和二八年の改正以前に設けられていた制度の中、同一種類の有価証券の募集と売出とを通算するということは全然問題外であって、旧制度のもう一つの方である二回以上の売出の場合についてのみを通算するという意味の規定であることはいうまでもない。もっとも旧規則によると売出と売出とを通算する場合でも、届出基準券面額は一千万円を超える場合と定め



られていた。当時は売出届出は五百万円を超える場合に必要であったのであるから、通算の場合も五百万円を超える場合と定めるべきであったと考える。この方が売出届出を回避するという弊害をなくすることに役立つからである。したがって、新しく通算規定を設けるとすれば、届出が必要とされるのは通算されて券面額が五千万円以上となる場合ではなく、一千万円以上となる場合でなければならぬ。さらに、一年内に同一種類の有価証券の売出が、二回以上行なわれるとしても、これらの売出の主体が同一人である場合とそうではなく全く関係のない場合とが考えられる。このようなことは、募集については全然見られなかった問題であって、募集の場合にはその主体は常に発行者自身に限られるとともに、発行者はまた同時に届出義務者でもあったわけである。これに反して、売出の場合には、その主体は、同一人のこともあれば、また場合によっては全く別人であることもあるわけであり、さらに売出の主体と届出義務者とは、前に述べたように必ずしも同一人であるとは限らないものである。したがって、一口に売出についてもいわゆる通算規定を設けるべきであるといっても、通算されるのは同一人の行なう売出の場合に限定されるものであるのか、それとも売出の主体が全然別人である場合にも通算されるべきであるのかという問題が生じて来る。後の考え方をとるとすれば、たとえば甲が売出をした後一年以内に乙が同一種類の有価証券の売出をしようとし、両回の売出券面額の総額が一千万円以上に達する場合には、乙は発行者に売出についての届出書を提出してもらわなければならない(乙が発行者であれば、届出書を提出しなければ)、売出を行なうことができないこととなる。この場合に甲と乙との間に、何らかの密接な関係があれば別であるが、とくにそういうものがなければ、乙は自分とは全く関係のない甲の行なった同一種類の有価証券の売出の影響を受けることとなり、あまり適当なものではないのみならず、通算規定を

設ける本来の趣旨、すなわち売出についての届出制度の適用を免れるために、二回以上に分けて売出を行なうということとをさけるという規制の意図をはずれてしまうものである。したがって、この考え方をとることはできない。これに反して前の考え方をとれば、通算制度を設ける本来の意図は達成されることになるものの、別人の名義あるいは仮設人の名義などを使用することによって、規制を免れることが容易に可能となるということが十分に予想される。結局、原則として同一人の行なう売出の場合のみを通算することに限るとの考え方をとりつつも、複数人の名義が用いられてはいるが、同一人もしくは相互に関係のある同一グループの構成員の行なう売出であると考えられる場合<sup>(3)</sup>も、やはり規制の対象に含ませるといふようにすべきであろう。

次に募集および売出についての届出の効力の有効期間を限定し、その届出の効力の存続期間を経過した後、券面額の総額が一千万円以上の有価証券の売出を行なおうとする場合には、すべて改めて届出書を提出することが必要であるとするように、改めるべきではないかということが考えられる。ただ、このように改める場合に、届出の効力の存続期間をあまりにも短かく限定してしまうときは、募集についての届出の場合とほとんど同一内容の届出を売出に際して行なうこととなり、手続が煩雑になるだけでさして実益が見られないという欠点が出て来るので、あまり適当であるとはいえない。これに反して、有効期間をあまり長くしすぎると、わざわざ期間を限定することの意味がなくなってしまう。どの程度の期間にすべきかはきわめて困難な問題であるが、あるいは一年ぐらいに定めるのが適当であろうかと思われる。このように届出の効力の存続期間を限定することにより、売出を行なうに際して、手数は若干煩雑になるかもしれないが、届出を必要とするものとそうでないものとを混入して区別できなくなるといふおそれは、

大いに減少するであろう。したがって、売出を容易ならしめるとともに、売出が公正に行なわれるようになるであろうし、その結果、投資者の保護に大いに役立つであろうと思われる。

しかしながら、有価証券の募集または売出についての届出制度に関して、さらに根本的に検討を加えるならば、右に述べて来たようなことがらだけでは決して十分であるとはいいきれず、すべての問題が解決されるものとは思われない。すなわち、募集の場合においては、あらたに有価証券を発行しようとすることに直接に利害関係を有するのは発行者であって、その発行者自身が届出書を提出することを強制されるものである。これに反して、売出の場合においては、届出を強制されるのは、募集の場合と同様に発行者自体であるが、この場合には発行者はどちらかといえば、当該有価証券の売出について直接の利害関係を有していないことの方が多いのであって、これを有するのはむしろ発行者以外の第三者である売出をしようとする者、および売出の取扱を行なう証券業者などであるということが明かになつて来る。そして、一口に券面額の総額が一千万円以上の売出であるといつても、規模が非常に大きな会社についての場合と、比較的規模の小さな会社に関する場合とでは、さらにまた売出券面額の総額が一千万円そここの場合と、それが一千万円を大きく上廻る場合とでは、当該売出に対して有する発行会社の関心の度合いは、いちじるしく異なつて来ることは明白である。また場合によつては、発行会社の規模からいつて、売出券面額の総額が一千万円というものは、さして問題とするほどのものではないとしても、売出を行なおうとしている者と発行会社との間に存する種々な関係などの点から、発行会社が当該売出に対して関心を示さざるをえないような場合も考えられるであろう。そして売出についての届出書を提出することが必要であるのにもかかわらず、発行会社が当該売出にほとんど関心を

有していないために（売出の主体が発行会社以外の者の場合のことであることはいうまでもない）、これに協力することを拒否するようなことが生じたときは、罰則の規定などを考えると、実際上売出が不可能となつてしまふ。<sup>(5)</sup> その結果、売出についての届出に対する規制をさける手段を利用することとなり、投資者の保護を目的として設けられた届出制度とはうらはらに、かえつて投資者をまどわせるようになるということも考えられる。<sup>(6)</sup> さらに、法第一九八条第一号の罰則規定は、届出を必要とするのにもかかわらず、届出をしないで売出をした者もしくは売出の取扱いをした者を規制の対象としているのにすぎず、届出義務者自体は規制の範囲外となっている。募集の場合のように、届出義務者と募集を行なう主体とが常に一致するのであれば、何らこのような問題の生ずる余地はないわけであるが、売出の場合には、前述のように届出義務者と売出を行なう主体とが必ずしも一致せず、むしろ両者が別人であることの方が多いという結果（とくに株式については自己株式取得禁止を定めている商法第二一〇条との関係上）、右に述べたような例の場合には、届出義務者である発行者に対し、罰則を適用することができないことが多く、売出についての届出書を提出することを強制する手段がないわけである。結局、一方において募集および売出の定義に關して両者を明確に区別して規定しておきながら、他方において有価証券届出制度に關してはこれら両者を同一平面において規制しようとしたことに、無理があるのではないかと思われる。この点ある意味においては、募集と売出という区別をとくに設けず、ただ支配的な人による有価証券の二次的分売は新規募集と同一視し、したがって、届出書を提出することが必要であるとするアメリカ法の行き方がすぐれているともいえる。ただこの場合、何が支配的であるのか、あるいは有価証券の単なる売却とその分売とではどのような違いがあるのか、などということについては、ア<sup>(7)</sup>

メリカ法上も必ずしも明確ではなく、種々の疑問やら問題やらが残されているようであり、アメリカの考え方に全面的に賛成するわけにも行かない。<sup>(9)(10)</sup>

- (1) 昭和二八年の改正前に見られたように、募集の場合と売出の場合とを通算するという考え方をさらに押し進めて行くと、一年以内に行なわれた二個以上の売出の主体が全く関係のない別人の場合も通算すべきであるという立場をとることになるかもしれない。しかしながら、募集の場合と売出の場合とを通算するという制度そのものが適当なものでないということは、すでに述べたとおりである。なお、旧規則の売出の場合と売出の場合とを通算するという制度に関しては、別に売出の主体ということを考慮に入れておらず、相互に何らの関係もない複数の人が行なつた売出も通算の対象になるものと解せざるをえない。
- (2) 先に述べた Hauptkeesse における Schulte 一派のように一つのグループをなしているような場合、あるいは実際は乙が券面額の総額が一千万円の売出を行なおうと考え、届出制度の適用を免れるために、甲名義で五百万円の売出をし、その後乙自身の名義で残りの五百万円を売り出すというようなのが、その例である。
- (3) もっともこの場合、二人以上の名義ではあるが、実は同一人の行なう売出であること、あるいはこれら複数の売出の主体相互間に密接な関係のあることが明白である場合はとくに問題はないが、それが必ずしも明かでないこともあり、場合によってはワラ人形を介在させることによっていせんとして規制を免れることが容易であるかもしれない。しかしそれはやむをえないというべきであろう。
- (4) これを裏面からいうと、売出をしようとする者が、発行会社に対して影響力を有するかどうかということであり、もし影響力を有するとすればどの程度のものであるかという問題になる。注(7)のアメリカ法における「支配的」という考え方に非常に接近して来る。

(5) このような問題は立法の当初から一応考えられていたようであり、この点について、「これは、売出をする者が当該有価証券を取得する際に届出がなされていないものであることを承知の上で取得したものであるから仕方がない」との見解が存する(岡村・前掲三三頁)。しかしながら、有価証券を取得するに当たって、当該有価証券についてすでに届出がなされたものかどうかを一々調査するとは考えられず、このような考え方は妥当ではない。「実際問題としては、発行者と特別密接な関係に立つ引受人等が、後に売り出す目的で有価証券を引受ける場合には、発行者が届出をすることを予め特約しておくことが適当である」(岡村・前掲三三頁)ということは一応うなずけるが、売出はそのような場合に限られるものではないし、また右のような例においては、発行者と売出の主体との関係を考えるの特約を必要とするほどのことはないわけである。一步ゆずって特約をしたとしても、それが守られなければそれまでのことである。

(6) もちろん、売出の事例そのものがこれまで比較的少なかったし、このようなことが実際上問題となったことは、ほとんどないようである。しかしながら、表面に出た問題はなかったというだけのことであって、あるいは潜在的には問題があったかもしれないし、また、将来の問題として、このような事態の発生は考慮に入れてよいのではないかと思われる。

(7) すなわち、この「支配的」という言葉について、証券法は何らの定義も行っていないのであり、ある株主が発行会社の支配的な人であるかどうか、あるいは支配的なグループの一員であるかどうか、などということに関しては、立法の当初からすでに問題の絶えなかったところである。「支配的」ということは、小規模の会社の場合は別問題として、議決権のある株式の五一パーセントを所有しているということによるというような狭い概念ではなく、もっと広いものであって、種々の要素を考慮に入れて解決されるべき問題である。たとえば、売主およびその一族によって所有されている社外株のパーセンテージ、売主およびその一族と発行者との関係、すなわち、これらの者の中のだれかが発行会社の役員、取締役または委員会の一員であるかどうかということ、これらの関係について最近何らかの変更があったかどうか、経営者その他の者が他に株式を大量に

保有しているかどうか、最近の株主総会において代表された株式のパーセンテージ、目論見書およびその他の証券取引委員会への報告書における支配についての発行者の記述、および売主が実際問題として欲すれば届出書の提出を発行者に強いることができるかどうか、などいろいろことがこれである(Dean, *Twenty-five Years of Federal Securities Regulation by the Securities and Exchange Commission*, 59 Col. L. Rev. 697, 727 (1959); *Loss, op. cit.*, 411, 453—68; *Halleran and Calderwood, Effect of Federal Regulation on Distribution of and Trading in Securities*, 28 Geo. W. L. Rev. 86, 106 n.30 (1959))。

(8) ある証券取引が、分売を構成するかどうかは、四圍の一切の事情に基づいて決定されるべき事実問題である。たとえば、社外株式総数、売却依頼人の有する株式数、売却しようと考えている株式数、売却が行なわれる期間、市価、売却に先立つ二、三ヶ月間に取引された株式数、および当該証券の一般的な市場の活況などがこれである (*Loss, op. cit.*, 411)。

(9) 立法論として、高山・前掲五頁は「現行の届出に関する規定を『募集』に限定して、『売出』については証券会社を主体に考えて、新たに規制するのが根本的な解決策ではないかと考えるわけである」としている。これもある意味では確かに一つの考え方であろう。もっとも、具体的にどのような方法をとるのか明らかにされていないため、種々の疑問が生ずるのを免れない。もちろん、売出の場合にはすべて現行の届出制度の趣旨を全く度外視してもよいとわかってしまえば、何らかの方法が考えられるかもしれない。しかしながら、そのようにわりきることが、はたして妥当かどうかとなると、否定的にならざるをえない。たとえば、親会社が有する子会社の株式を売出す場合、あるいは株式の募集の際に数名の引受人が取得してその後これを売出す場合、などは届出の対象とする方が望ましいのではないかと思われる。これに反して、現行の届出制度は募集の場合に限定するが、いくらかでも届出制度の趣旨を残しつつ、証券会社を主体にして規制するというのであれば、一体どのようにするのが問題である。すなわち、いぜんとして届出を必要とし、目論見書を作成しなければならないとすれば、はたし

て発行会社をさしおいて、第三者たる証券会社などがこれを行なうことができるかどうか疑問である。発行会社の内容、当該有価証券に関する事項などの開示は、発行会社が関与してはじめて正確に行なうことができるものであることはいうまでもない。したがって、現行届出制度の趣旨を生かしつつ、証券会社を主体として別に規制することが、可能であるかどうかは大いに疑わしい。

(10) なお、有価証券の届出制度と直接の関係はないが、有価証券の売出に際して注意しなければならない問題がいくつか見られる。その第一は、株式の売出と法第一八九条が定める役員または主要株主の不当利益返還の問題との関連においてである(第一八九条に関しては、拙稿「証券取引法第一八九条の研究」一橋論叢三九巻六号三〇頁以下参照)。すなわち、株式の売出を行なおうとする者が、発行会社の役員または主要株主である場合には、当該株式(同一の株式をいうものではなく、同じ銘柄の株式という意味である)を買付けてから、六ヶ月を経過する前に利益をえて売付ければ、会社もしくは株主の請求によって、右の利益を会社に返還させられることとなるおそれが多分に存する。先に述べた *In the Matter of Ira Haupt & Company* 事件の事実を見る限りにおいては、Schulte 一派が問題の普通株を取得して以来六ヶ月をすでに経過していたのかどうかは、必ずしも明らかではない。もちろん右の事件は証券取引委員会と Haupt との問題であり、したがって、証券取引所法第一六条(b)項(わが国の証券取引法第一八九条に該当する規定である)に基づいて、Schulte 一派の不当利益の返還を問題にするわけではないが、もし六ヶ月を経過していなかったとすれば、別のケースで争われた可能性がきわめて大きいわけである。しかしながら、一九四三年一月二〇日に Schulte は、その有していた優先株を普通株に転換させ(転換株式の転換は、第一六条(b)項にいう「取得」に該当する)、その後六ヶ月を経過する前に、利益をえてこれを売却した事実が認められ、そのため右の第一六条(b)項によって当該不当利益を会社に返還させられた別の判例 (*Park & Tilford, Inc. v. Schulte*, 160 F. 2d 984, 987—988 (2d Cir. 1949), cert denied, 332 U. S. 761) が見られる。次頁へ *In the matter of Ira*



Haupt & Company の事実を見て明らかであるように、Schulte 一派は虚偽の情報を流布して株価を釣り上げて株式を売却し、それによって利益をえたものであるため、証券取引所法第九条(a)項の相場操縦禁止の規定、とくにその第(4)号違反の疑いが濃厚であり(参照、Acker v. Schulte, 74 F. Supp. 683 (S. D. N. Y. 1947))、これはわが国の場合、法第一二五条、とくに第二項第三号が問題となって来るなど、有価証券の売出に関連して種々の問題が生ずることがある(証券取引法第一二五条については、拙稿「相場操縦の禁止について」一橋大学研究年報法学研究2(一二三頁以下参照)。なお、有価証券の売出(または募集)に当たって必要があれば、安定操作を行なうことも可能である(安定操作に関しては、法第一二五条第三項および安定操作に関する規則(昭和二三年八月六日規則第一八号)が定めているところである。参照、拙稿「安定操作について」インベストメント昭和三六年二・三月合併号七頁以下)。

## 五　む　す　び

以上考察して来たところから明らかなように、現行の有価証券届出制度(および目論見書制度)に関しては、いろいろな問題点が見られ、これらを全面的に解決することは、必ずしも容易なことではないかと思われる。ところで、わが国においては、劃期的な制度であるといえる有価証券届出制度が、戦後になってはじめてとり入れられたときには、はたして証券取引法が意図しているように、投資者の保護が一層確実なものとなるかどうかについては疑問が見られた。<sup>(1)</sup>あるいは、右のような意図が達成されるどころか、むしろこの制度を設けることによって、これまでにくらべて手続がかなり煩雑になるなどということを理由にして、発行者などが有価証券の募集または売出をためらうというような弊害の方が多くなるのではないか、などという懸念も相当存したようである。しかしながら、本制度が実施

されて以来これまでの十余年の経験をふり返ってみると、そのような心配をよそに、やはり投資者の保護に大いにあずかって力があつたといえるのではないかと思われる。もちろん、有価証券届出制度が設けられた当時のまま今日に至っているわけではなく、ことあるごとに改正の努力が続けられて来たものである。今後進むべき方向としては、現在見られる種々の問題を解決し、疑問点をなくするとともに、一方では一層の投資者の保護に努めるべきであり、また他方においては届出制度の簡素化および目論見書制度の改善に努力を続けるべきであろう。

(1) 商法において発起人、取締役は、株式または社債の募集に当たって、株式申込証、社債申込証、目論見書または募集の広告などに不実の記載があれば罰せられることになっているが(商四九〇条)、それで十分なのではないかという反論もないわけではなかったようであるが、従来の商法の規定のみでは必ずしも十分とはいえず、右の文書への不実事項の記載または重要事項の省略などによって、投資者の判断を誤らせる事例は決して少なくなかったといつてさしつかえなく、証券取引法が有価証券届出制度をとり入れたことは、やはり適切な措置であつたといふべきである。