



# 証券分売における投資勧誘表示の規制 : ガン・ジャンピング問題

神崎, 克郎

---

**(Citation)**

神戸法學雑誌, 19(3/4):332-368

**(Issue Date)**

1970-03

**(Resource Type)**

departmental bulletin paper

**(Version)**

Version of Record

**(JaLCD0I)**

<https://doi.org/10.24546/81004476>

**(URL)**

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81004476>



## 証券分売における投資勧誘表示の規制

——ガン・ジャンピング問題——

神 崎 克 郎

## 目 次

- 一 問題の所在
- 二 米國証券法通牒三八四四号
- 三 証券取引委員会の審決
- 四 ホイート・レポート及び証券法通牒五〇〇九号
- 五 目論見書規制と情報開示

## 一 問題の所在

発行市場の關係でも流通市場の關係でも、証券の投資判断に影響をおよぼす、会社の營業ならびに財務状態に関する重要な情報が証券市場ならびに一般投資者に開示されることは必要である。証券が売主から買主へ一方的に取引される発行市場においては、一般市場に新たに送りだされる大量の新規発行証券または売出証券の投資価値を一

般投資者が賢明に判断し、また証券の募集、売出関係者の詐欺的な行為から一般投資者を保護するために、また流通市場においては、投資者が最良の投資決定をする機会を確保させる意味において、証券の投資決定に重要な影響をおよぼすものと合理的に判断される情報を開示することは投資者保護のためにきわめて必要なことである。

また証券の分売においては、証券発行会社が一定数の証券を発行して自己の意図する資金を証券市場で調達しようとしているのであり、あるいは売出人が自己の有する多量の既発行証券を証券市場で処分してその売得金を確保することを欲しているのであって、証券発行会社ならびに売出人はその募集、売出が当初の予定どおりに成功することに多大の関心をもっており、そのための熱心な勧誘行為は当然に必要なものとしてうけとられている。また証券の募集、売出に關係する引受人は、流通市場にある証券の売買または売買受託の場合とは異なつて、証券の募集、売出における引受に當つては、その成功に対して多額の報酬をえ、その分売の失敗に際しては特別の危険を負担しているので、多くの報酬を確保し、危険を回避するために熱心に分売証券の投資勧誘をする利益をもっている。予定されている証券の募集、売出が投資者にとつて一般的に魅力の大きいものであるならば、募集、売出関係者は大きな努力をはらつて投資者に対してその証券の取得、買付の熱心な勧誘行為をする必要はあまり存しない。したがつて、株式の市場価格が株式の額面金額を大きく上まわる場合における株式の額面発行においては、投資者に対する証券募集のための勧誘行為はほとんど必要ではない。しかし、株式の市場価格が額面金額とほとんどかわらない状態において同種株式の額面発行をする場合あるいは証券の発行によつてできるだけ多額の資金を証券市場から調達するために証券の市場価格にきわめて近時した金額で同種証券を発行する場合等においては、その募集が成功し当初予定された資金調達を可能にするためには、証券の募集関係者が大きな努力をはらつて投資者に対して熱心な投資勧誘を行なうことが必要である。

ところで、証券の分売関係者によって大きな分売努力がなされ、投資者に対する勧誘行為がその分売の成功のために必要な状況において、その勧誘表示が無規制のままにしておかれるならば、虚偽の事実に基づく勧誘表示はおくとしても、それは、当該証券の価値に好影響をおよぼす事実の表示のみによって行なわれ、証券の価値に悪影響をおよぼす事実はその表示の内容から排除されるおそれがある。またそこでの会社事実の表示は、楽観的なものであったり、証券発行会社の将来をばら色に描くものであったりする。さらには、その証券発行会社が属する産業一般の明るい面、その産業に属する証券の価値にとって好都合な面のみを強調する勧誘表示がなされるおそれがある。そこで証券取引法は、証券の募集、売出における会社事実の開示手段としての目論見書について積極的ならびに消極的な規制を行つて<sup>(1)</sup>いる。すなわち、同法は、登録を要する募集、売出証券を投資者に取得させ、売付けるためには同法一三条二項ないし四項の要件に適合した目論見書（要件適合目論見書）をあらかじめまたは同時に投資者に交付することを要請する（証券法）<sup>(2)</sup>とともに、要件適合目論見書による事実開示が投資者保護のために十分に機能するために要件適合目論見書の記載事項と異なる表示による募集、売出証券の投資勧誘を禁止している（証券法）<sup>(3)</sup>。すなわち証券取引法一三条五項前段は、証券の募集、売出のために要件適合目論見書に記載すべき内容と異なる内容を記載した目論見書の使用を禁止し、同項後段は、証券の募集、売出のために要件適合目論見書に記載すべき内容と異なる内容の表示をすることを禁止している。

本条項の解釈については、前段は、その字義どおりに要件不適合目論見書の使用を禁止するものであるが、後段は、目論見書以外の表示は普通、付随的な投資勧誘の表示にすぎないこと、反対の見解では口頭による投資勧誘が必要に妨げられるおそれがあることから目論見書以外の表示については、法定要件を欠くだけでなく、目論見書の法定の記載内容と矛盾する内容のものだけが禁じられるとする見解もあるが<sup>(3)</sup>、法律の規定は目論見書の使用に關す

る前段と目論見書以外の表示に関する後段とで実質的に異なる解釈を許す文言を使用していないこと、口頭の勧誘表示については目論見書の記載内容と矛盾するもののみが禁止されるとすれば、証券発行会社に都合のよい表示のみによって募集、売出行為が実質上行なわれてしまふ要件適合目論見書の交付は実際上実効性を伴なわなないことになるおそれがあること、目論見書を前もってあるいは同時に交付すれば、目論見書の記載内容の一部の口頭表示も同項後段の禁止にふれず適法になしうるので口頭の勧誘表示は不必要に妨げられるおそれがないこと等から、同項後段の解釈としても、要件適合目論見書を前もってまたは同時に交付するものでなければ、目論見書の記載事項の一部の口頭勧誘表示は禁止されると考えるべきである。

そこで、証券取引法一三条五項によって、証券の募集、売出のために証券発行会社の事業に関する説明を記載した文書(「〇項(証券法二条)」)を使用することは、その文書が同条二項ないし四項の要件に適合する場合を除いては、その文書に目論見書という表題がつけられているか「会社案内」、「会社概況」、「会社紹介」、「会社リポート」等の表題がつけられているかをとわず、また特定の募集または売出に関する表示をしているか否かをとわず禁止されるのみならず、証券の募集、売出のために、会社社長が新聞、雑誌の記者に会社の事業内容につき説明し、投資者の集りで会社代表者が会社案内の講演を行ない、ラジオ、テレビ等を通じて会社代表者が会社の営業、財産状態についての説明を行なうことは、要件適合目論見書を同時またはあらかじめ交付した場合を除いては禁止される。ただし、口頭による会社内容の説明においては、目論見書に記載すべき重要な事項のすべてをもらすことなく表示することは実際上不可能であるから、目論見書を同時または事前に交付している場合を除いては、ひとたび口頭による会社の事業内容の説明をはじめ証券取引法一三条五項後段の違反の問題が生じるからである。

なお現行証券取引法上は、証券の届出が効力を発生するまでは募集、売出行為を行なうことが禁止されている

(証券法四) <sup>(3)</sup> ので、証券の届出が効力を発生するまでは、証券の募集、売出的ために会社の事業内容について表示することは禁止される。

ところで他方、証券の流通市場にある投資者に対しては、証券の投資判断に必要な重要な会社情報は迅速に開示されることが望ましい。すなわち、会社の取締役会が利益配当の増加ないし減少を内定したり、株主の利益に重大な決定を及ぼす新株発行の決定をし、西期的な新製品の開発、特許権の取得、会社の将来の利益に重大な影響を及ぼす契約の成立、利益の大幅な増加または減少等の事実が発生した場合には、流通市場にある投資者に最良の投資決定をする機会を確保させるとともにこれらの事実を会社との直接または間接の特別の関係で知っている会社のインサイダーがその情報を利用して当該会社の証券の売買をすることにより不当の利得をすることを防止するために、これらの情報が迅速に開示されることが望ましい。そして實際上、証券取引所は、上場証券の投資判断に必要な重要な会社事実が発生した場合には、上場会社に対してその情報の報導機関への迅速な開示を要請している。<sup>(3)</sup>

したがってこの関係でまず、証券の募集、売出的のための証券取引法四条一項、一三条五項による投資勧誘表示の制限と流通市場にある証券の投資者に対する会社情報の迅速な開示の要請とはいかに調和させるべきかという問題が生じてくる。すなわち、証券取引法四条一項、一三条五項による投資勧誘表示の制限は流通市場にある投資者に対する必要な会社情報の迅速な開示を不必要に抑制しあるいは制限し、かえって投資者保護の妨げとならないかが検討されねばならない。

ついで、証券会社は、顧客に対するサービスとして企業調査レポート、産業調査レポート等の投資助言資料、投資判断資料を定期的あるいは不定期に発行して投資判断に必要な情報の仲介者あるいは伝達者として重要な役割をになつており、証券会社のこのような役割は今後ますます増大するであろう。ところで証券会社が届出を要する証券

の引受人となった場合には、証券取引法四条一項、一三条五項による証券発行会社の表示の制限は流通市場にある証券の投資者としての顧客に対する会社情報の伝達はいかなる影響をうけるか困難な問題を提供する。この関係においても証券取引法四条一項、一三条五項の投資勧誘表示の制限の妥当範囲が明確化される必要がある。

(1) 目論見書規制は、募集、売出証券の投資判断に必要な重要な事実を直接投資者に伝達してその投資決定に利用しうるようになされる積極的側面と、証券の投資判断のために必要な重要な情報を十分に開示せず、あるいは虚偽または誤解を生じさせる表示を利用して募集、売出証券の投資勧誘をすることを禁止する消極的側面とからなっている。この点については、神崎「有価証券届出制度の再検討」インベストメント二巻四号三二四〇頁(一九六八年)、福光・注釈会社法五巻一二七頁(一九六八年)、Olsen, "Truth in Securities" Revised, 79 Harv. L. Rev. 1340, 1350 (1965) 参照。

(2) 福光・前掲注(1)二二九—三〇頁。

(3) 前もってあるいは同時に要件適合目論見書が投資者に交付されている場合には、口頭による会社の事業内容の表示は、この要件適合目論見書と一体をなすものとして証券取引法一三条五項の禁止に觸れないものと解すべきである。この場合には投資者は、要件適合目論見書によって完全な会社情報を利用しうるようになっている。

(4) なおこの関係においては、アメリカ合衆国の証券法二条一〇号が、登録届出書の効力発生百日後に送付され、または取得された通信は、当該通信に先立ちまたはそれと同時に、当該通信の行なわれた時において一〇条(a)項の要件をみたす書面による目論見書が通信が行なわれた者に送付されたまたは取得されている場合は、目論見書とみなされないと規定していることが参考とされるべきである。

(5) Schneider, Reform of the Federal Securities Laws, 115 U. Pa. L. Rev. 1023, 1042 (1967) 参照。

(6) 福光・前掲注(1)二二九頁。

(7) Carl M. Loeb, Rhoads & Co., 38 S. E. C. 843, 850 (1959); Securities and Exchange Commission, Securities Act Release No. 3844 (1957) 参照。

(8) 立法論としては、アメリカ合衆国の証券法五条が一九五四年に改正されて登録届出書の効力発生前の待機期間中にお

いても勧誘が行なえるようにされたように、わが国においても証券の募集、売出が合理的に行なえるようにするために待機期間中の勧誘が許容されるべきである。この点については、神崎「待機期間中の勧誘と目論見書の交付」商事法務研究四九八号二頁以下（一九六九年）参照。

(9) ニューヨーク株式取引所は、その会社便覧 (Company Manual) において、投資判断に影響をおよぼす会社事実が発生した場合には、上場会社はその事実を迅速に報道機関に発表すべきことを要請している (New York Stock Exchange Company Manual, A-20~A-22)。わが国の証券取引所は、ニューヨーク株式取引所の会社便覧のような形ではこの迅速開示の政策を上場会社に要請していないが、実際上の指導として、投資判断に重要な影響をおよぼす事実が発生した場合には、上場会社に対してその事実を証券記者クラブで迅速に発表するようにさせており、同様の迅速開示の政策を採用している。

## 二 米証券法通牒二八四四号

証券の分売における投資勧誘表示の規制と流通市場に対する会社事実の迅速開示の要請の問題ならびに証券会社の情報伝達活動の規制の問題を検討するにあたり、議論を抽象的なものにおわらせないために、アメリカ合衆国におけるガン・ジャンピング問題の運用ならびにその改正提案を考察しておくことが便宜である。

アメリカ合衆国の証券法の下においては、登録が免除される場合を除き、証券の書面による募集は目論見書によつて行なわねばならないこととされている。同法五条(c)項は、登録届出書提出前の書面による募集を禁止し、同法五条(b)項(d)号は、登録届出書提出後同法一〇条の要件に適合しない目論見書を使用してはならないものとしている。なお同法二二条(f)号は、典型的な基石広告を除いて、証券の売付のために交付される書面ならびにラジオ、テレビによる表示を目論見書とみなして、目論見書についてきわめて広い定義をしている。

これらの規定の下での証券の分売における投資勧誘表示の規制について、証券取引委員会は一九五七年一〇月八日に「登録届出書の効力発生の前後における情報の公表」と題する証券法通牒三三四号を發して、この問題に関する法の運用指針を發表した。長文ではあるが、それが従来の証券法の行政的運用の経験に基づくものであり、今日においてもこの問題についての基本的態度を示すものであると考えられるので、以下に引用する。

「証券の發行者、その經營者、引受人ならびにディラーによる發行者ならびにその業務に関する情報の公表に対する一九三三年証券法五条の登録および目録見書規制の影響について、証券取引委員会およびその職員に對ししは、引受人、ディラーならびに弁護士に對する指針として以下に概説する。

一九三三年証券法、一九三四年証券取引所法および一九四〇年投資会社法の基本的目的は、公衆に對する証券の募集、売付に關連して發行者ならびにその証券に關する適切かつ正確な情報の拡散ならびに証券の情報に基づく流通市場に不可欠な重要な營業および財務事實、知識の定期的な公表を要請することである。

特に第二次世界大戰後、会社状態に關して、多くの媒体を通じて制定法が要請する以上の公表がますます多くなされる傾向にある。この慣行は、重要な營業ならびに財務上の出来事を証券保有者ならびに一般公衆に知らせることの重要性が産業界および証券界に大きく認識されてきたという喜ぶべきことによる。

この傾向は助長されるべきである。しかし、会社の經營者、弁護士、引受人、ディラーならびに宣伝会社は、証券法が証券の販売に従事する者にある責任と制限を課しており、ある事情の下での公表ならびに宣伝活動が証券關係法の違反をもたらし、証券發行のタイミングならびに販売に關し發行者ならびに引受人に重大な困難をもたらすことがあることを認識することが必要である。かかる違反は、証券取引委員会に法の執行ならびに行政上の問題を

もたらすのみならず、証券の売主の買主に対する民事責任を生ぜしめることがある。

証券法の明文規定ならびに立法過程からして、発行者、引受人あるいはディラーは、登録届出書の提出前には合法的に公募を開始し、あるいは公衆への売付活動を行なうことができない。しかし、予定の資金調達前になされる情報ならびに陳述の公表および公表のための努力が一般に、明示的に募集に言及していなくても、事実上公衆の心に影響を及ぼし、発行者ないしは発行者の証券についての公衆の関心をかきたるのに奇与し、その公表が事実上は販売努力の一環ではないかという重大な問題を生ぜしめることがあるのは一般には理解されていないようである。

また登録届出書の提出日から効力発生日までの間の公表および情報公開によって、その公表が違法な方法による、すなわち制定法上の目論見書による以外の販売努力の一環ではないかという問題が同様に発生することがあることは一般に理解されていない。同様の問題は、効力発生日後でかつ分売完了前における公表ないし情報公開からも生じる。

このような公表が証券法の下で不適当であるということをはなれても、目論見書に記載されている以外の情報の分売の前あるいは分売期間中の伝達は、発行者の証券の市場価格に人為的な影響を与えるという事実から付帯的な問題が発生する。

証券取引委員会が今までに気づいた事例の中には、誤解を生ぜしめ、重大な誇張を含みさらに、全くの虚偽である情報が、公衆に対して証券についての関心をかきたてるメッセージ——制定法によって要請される完全な基準に適合した制定法上の目論見書には正当には記載されえないメッセージを伝えるための種々の方法によって公表されたものがある。

事例の多くは、法律の文言および目的を故意に無視したものである。他のものは、問題に気づいていないかあるいは証券の発行に関連して調査および広報活動に対する適切な監督がなされなかったことに基因するものである。

### 例一

引受人のパンフレット—引受人兼発起人は、原子の研究ならびに原子力に利用される相当の可能性のある鉱石を探索する鉱業会社の公衆からの資金調達に従事していた。公募のための登録届出書の作成段階でその引受人兼発起人は、将来の当該鉱石利用の可能性ならびに新規産業の成長見込に資本投下する投資家の利得の可能性につきほめそやした記述をしたパンフレット数千冊を配布した。そのパンフレットには発行者、証券あるいは特定の資金調達についての言及はなされていなかった。しかし、それは、引受会社の名前を表示して送付され、かつその直後に同一の郵送先に送付された目論見書に表示されている特定の資金調達にその後焦点がかわされる関心を喚起するためになされたものであることは明らかであった。

かかる状況のもとでの当該パンフレットの配布は、明らかに証券の公衆への売付に影響を与えるための販売活動の第一歩であって、証券取引委員会の見解によると、証券法五条に違反するものである。

### 例二

新聞発表—設立段階にある発行者が、証券を公募してその手取金で鉱石地帯を探索し開発しようとした。発起人であり引受人となる予定であった者が、必要な登録届出書または規則Aの下での通知書の提出前に、会社の活動、その所有地での開発予定計画、鉱石の推定埋蔵量、鉱石処理施設の計画についての一連の新聞発表の手管をととのえた。この公表キャンペーンは、登録届出書の提出後、募集の期間にわたって続けられた。この新聞発表は、容易に複写をして販売活動に従事しているディーラーやセールスマンによって利用されるものであったが、証券法の規

制の下においては目論見書または募集案内書に記載するには信頼される資料とは考えられない表示、予測ならびに引用を含んだものであった。

発行者あるいは引受人による新聞発表および報道インタビューを通じてのこの種の情報の公開は、証券売付の手續を規制する証券法の要請を回避するものであり、同法五条ならびに一七条(a)項違反を構成し、かかる行為は売主を同法の民事ならびに刑事の制裁、責任の危険の下におくものであるというのが証券取引委員会の見解である。

### 例三

製品広告—発行者が、引受人を通じて募集される証券の発行のための登録届出書を提出した。登録届出書の効力発生日後も証券の売り捌き努力は完全には成功せず、相当量の証券が引受人およびディラーの手に残った。この段階において発行者は、一株当りの将来の予想利益額をもって原料保有高を示すことを目的とする資料を含む広告を広範に発行されている新聞、雑誌に発表した。この広告は、一株当りの資産額の計算を含む以外は、通常の製品広告の形態をとっていた。

証券取引委員会は、引受人およびディラーの手中に相当量の売り残りの証券があることよって登録証券の分売が完了していないことがはっきり示される時点で、広告の内容および使用が証券法五条および一七条(a)項違反をもたらすとしてその使用を差し止める訴を提起した。

### 例四

誤解を生じさせる財務報告—普通株式の公募の引受人予定者と交渉中の発行者が引受人に発行者の第一・四半期の営業に関する財務情報を提供した。引受人予定者は、この資料をその発行者ならびにその将来に関する他の情報が記載されているパンフレットに挿入して、これを登録届出書の作成段階でその提出前に全国証券業協会の会員に

広く配布した。登録届出書が提出された際、登録届出書中の財務諸表には、会社の営業成績ならびに現状についてこのパンフレットに記載されている第一・四半期の数字で示されているよりもはるかによくない記載があることが明らかになった。

証券取引委員会の見解としては、このパンフレットの配布は、証券法五条違反を構成するのみでなく同法一七条（a）項違反の問題をもたらすものである。証券取引委員会はまた、引受人のかかる行為によってこのパンフレットの配布と同時になされる目論見書の流布をペンディングにする登録届出書の効力発生日の促進拒絶が正当化されるものと考ええる。

#### 例五

引受人の調査部によるパンフレットの配布—大規模な産業会社の証券発行のための登録届出書の提出の直前に、投資銀行の調査部が銀行の多くの機関顧客に対して特に当該証券につき言及しかつ発行予定会社の親会社の営業ならびにその将来の見込を記載したパンフレットを配布した。発行予定会社の営業は、全企業体の営業の主要部分を占めていた。その投資銀行は、親会社の従前の証券発行につき幹事引受人であつて、その政策にしたがい自己が金融を担当した発行会社の証券に関して顧客に時々報告書を配布していた。本件においては、銀行は、きたるべき募集の時期についての引受部の活動を十分に知らずにこのような報告書を作成して顧客に配布したことが明らかである。

証券取引委員会は、発行会社の代表者ならびに引受人予定者に対してこのパンフレットの内容、時期ならびに配布など諸般の事情を考慮すると、この銀行が証券の分売に参加することは証券法五条の規定の運用からみて困難な問題を提示するであろうと忠告した。証券法五条違反についての問題を回避するために当該銀行は、その分売に

参加しなかった。

#### 例六

講演—この問題に関して証券取引委員会の職員はしばしば会社の役員またはその弁護士からつぎのような事案について質問をうける。

会社の社長が翌年の二月に行なわれる証券アナリスト協会の会合でその会員に会社の計画、過去の状況ならびに問題点を知らせるために講演をする申出を八月に承認した。一月までに講演ならびに補足情報、資料が用意されたが、それらは、会社ならびに会社が営んでいる産業、会社の将来の成長に影響を及ぼす種々の事実についての相当地に包括的な姿をえがこうとしたものだった。それには、将来の需要、営業、利益の予想が含まれていた。講演ならびにその他の資料は印刷され、その数百部が会合において配布されうる予定であった。加えて、株主、債権者及びことによると顧客がその講演に関心をもっていると考えられたので、それらの者ならびにその他の選ばれた会社、機関に、アナリストの会合で使用される文書の写しが郵送される予定であった。

一月の後半になって会社の公衆からの資金調達が可能とされ、登録届出書の作成が始められるとともに引受人との交渉が開始された。まもなく、数ヶ月前に計画されたアナリストのきたるべき会合が登録届出書の提出日の前後となることが明らかになった。このことから、かかる事情の下での、講演ならびに補足資料の上述の人々への配布が証券法の規定に違反しないかという問題がもちあがった。

講演が、それとほぼ同時になされる発行者による公募を考慮し計画されたものでないことは明らかである。このような場合には、アナリストの会合での講演はなんらの難点も生ぜしめない。しかし、講演内容の印刷物は多くの聴衆に配布されるので、講演ならびに補足資料の印刷物は会合で使用されてはならずまた他の者に交付されてはな

らないとの示唆がなされた。

#### 例七

講演の写しを受領したすべての者への最終目論見書の交付―登録届出書を提出する二週間前に発行会社の社長が証券アナリスト団体の前で数ヶ月前に予定されていた準備された講演を行なった。その講演で社長は、会社の営業ならびに拡張計画、売上および収益について説明した。講演では、売上予想が含まれておりまた予定されている転換劣後社債の募集に關しその月の後半に登録届出書を証券取引委員会に提出する計画につき言及された。講演の写しは約四〇〇名の証券アナリストに配られた。

証券取引委員会は、登録届出書の促進を拒否し、登録者に対して講演の写しをうけたすべての者に最終目論見書を交付するように要求した。

#### 例八

競争入札グループの構成員によるパンフレットの発行―競争入札のための登録届出書が効力を発生した。入札開始前に入札グループの一員である投資銀行が会社の将来について論じ、株式の市場価格の上昇を予測したパンフレットを発行していたことが明らかとなった。会社ならびに入札グループの他の構成員はこのパンフレットの発行について事前に情報をえていなかった。このような場合、このパンフレットを発行した銀行が引受団または販売団の一員であるときは、このパンフレットの発行および配布は証券法五条の違反を構成するとその忠告が引受団予定者の弁護士に対してなされた。このグループは入札に成功したが、パンフレットを発行した銀行は、引受人とならなかったし、販売団の一員にも含まれなかった。

#### 例九

年次報告書の発行—ある発行者が、支配株主の予定された売出のために登録届出書を提出しようとしていた。売出の時期は支配株主の都合で特定されていた。しかし、登録が通常会社によって証券保有者その他の者に年次報告書が送付される時と時期的に一致することが明らかになった。提起された問題にかんがみ、そのような時期に報告書を発行し、配布することに何らかの問題がないかとの問い合わせがなされた。これに対して、その年次報告書が会社により通常発行される性格ならびに内容のものであり、予定された売出を容易にするための資料を含んでいない場合には何らの問題もないとの助言が発行会社に対してなされた。

## 例一〇

## 調査会社の報告書

登録者についての報告書が引受人予定者の使用のために調査会社によって作成された。報告書は引受人予定者に配布されたのみならず、登録届出書の提出後でその効力発生前にブローカー・ディラー、当該証券の募集、売付に従事するセールスマンおよび幾人かの投資者に利用されようようにされた。あるブローカー・ディラー会社は報告書の抜粋をセールスマンに利用しうるようにした。証券取引委員会は、報告書の配布につき責任を有する者に対して引受契約を検討し引受ける問題に誠実に関与している者以外への報告書の配布は、その見解によると、証券法五条に違反するとの忠告をした。<sup>(11)</sup>

(10) この通牒が発せられた直後、証券取引委員会の現任委員長ならびに前任委員長は、論文を発表してこの問題の重要性を論じたが、それらの論文は今日でもなおこの問題の経緯を詳しく述べた Gadsby, Current Problems under Section 5 of the Securities Act of 1933 and Release No. 3644, 13 Bus. Law. 358 (1958); Demmler, Problems inherent in Pre-filing Publicity, 15 Bus. Law. 132 (1959)。

連邦証券関係法の事実開示の規制を調査する証券取引委員会内のホイット委員を主宰者とするグループは一九六九年三月にその調査結果を発表したが、そこでは、証券法通牒三八四四号のガン・ジャンピング問題の種々相を例示した有用性は、時の経過にもかかわらず今日まで失なわれていないと述べられている (Disclosure to Investors: A Reappraisal of Federal Administrative Policies under the '33 Act and '34 Acts—The Wheat Report 134 (1969))。

(11) 一九三三年証券法五条の内容、とりわけ登録届出書の提出前後における証券の募集売付についての引受人またはディラーの行為の制限および責任を説明した一九六四年六月五日の証券法通牒四六九七号は、この問題につききわめて重要な意味をもっているが、そこには、つぎのような言葉がみられる。

「しかし、これらの原則 (証券法五条の制限—筆者注) は、重要な営業ないし財務状態の発生に関する情報の発行会社と株主との間の通常の伝達ならびに一般公衆に対する発表を制限しようとするものではない。そのような発表は、株式取引所によって利用されている上場契約によって要請されており、証券取引委員会は、この種の情報伝達を奨励することの重要性をよく知っている。いくつかの株式取引所にかかる要請にかんがみて、証券取引委員会は、規則一三五号を制定し、株主割当募集の予定、交換募集の予定、従業員に対する募集の予定に関する簡単な発表は、証券法五条の関係で証券の募集にあたらぬものとして許容している。」

### 三 証券取引委員会の審決

アメリカ合衆国におけるこの問題についての連邦規制をより詳細に知るためには、この問題に関する証券取引委員会の審決例を検討することが必要である。そこで以下、この問題が争われた審決例を時代をおって検討する。

#### (一) カール・エム・ローブ・ローデス会社事件<sup>(12)</sup>

アービダ事件に関連した証券業者に対する審決であるが、このアービダ事件については、証券取引委員会はアービダ会社その他の者に対して証券法五条(c)項違反を理由に募集手続停止の差止め命令の申請を連邦南部ニューヨーク

地方裁判所に対してなし、その旨の差止命令をえた<sup>(13)</sup>。

事件の概要は次のようなものである。

アービダ会社は、東南部フロリダのディビスの広大な土地の開発のために設立されたものであるが、その証券の募集につき幹事引受人となる予定であった証券業者カール・エム・ロップ・ローデス会社は、証券募集のための登録届出書提出の約四〇日前の一九五八年九月一八日に(一)月二七日に届出書を提出し、一二月二〇日効力発生)新聞発表をして、アービダがフロリダのゴールド・コースト地域の土地一〇万エーカーをアービダ会社に譲渡したがそのうちの一部は住宅地区として直ちに開発される予定であること、アービダの資産がディビスの投資および六〇日以内に開始される株式の売買により一億ドルを超えることを明らかにした。この新聞発表は翌一九日、三つのニューヨークの新聞その他の合衆国の多くの新聞にあらわれた。この発表の結果、証券取引委員会が確認したところでは、すくなくとも五〇万ドルのアービダ株式の買付の関心が示され、一〇一の証券業者が引受の参加に関心があることを示した。なお後日提出された登録届出書によると、アービダの土地は約三二〇〇万ドルのモーゲジの対象となっており、そのうち二一〇〇ドルは五年以内に支払をしなければならなかった。これによると証券発行による調達資金の大部分は、土地の開発よりもモーゲジで担保された債務の弁済にあてられることになる。またアービダの土地の約六一パーセントは現在の都市開発地域からはなれた田舎にあって、その多くは舗装のない道路でしか近よれず、そのいくらかは自動車によっては全く近よれない。しかも土地の約半分は地方政府が確立した浸水基準以下であって土地開発ができる最低海拔以下である。

証券取引委員会は、この事件においてつぎのように入。

「効力発生前の書面による募集を許容し、制限するに当り、連邦議会は証券の分売に関連して不適当又は誤解を

生じさせる情報が使用されないように配慮した。我々は、かかる事態の発生を防止する強力な施政策を実現する責務を負っている。この要請に従うために我々は、発行者、引受人ならびにディラーが登録届出書の提出前に広報活動によって特定の証券についての公衆の意向を打診しその関心をかきたてるような、公衆に対する販売キャンペーンを開始することは、明示の募集という言葉を伴わない場合といえども制定法により禁止されているというのが我々の見解であることを明らかにしてきた。一九五四年以前においては効力発生前の広報に関する議会の態度に不確定なものがあつたかもしれないが、それ以後はいかなる不確定なものもない。連邦議会は、予定の募集に関する情報がディラーならびに投資者に伝達される期間ならびに方法を特定した。この方法は排他的であつて、制定法による開示がなされる前にかつ分売者が提供するのに好都合であるどのような情報に基つこうと広報手段を利用しまたは分売の機構を促進させることによつて無意味にされてはならない。

したがつて我々は、登録届出書の提出前の、意見伝達のマスメディアによる発行者またはその証券に関して、引受人または引受人予定者としてその発行者の証券の公募につき交渉をしまつたは交渉しているブローカー・ディラー会社の発する広報は分売手続を働かせるものあるいはその一部とみなされ、したがつて証券法五条(c)項によつて禁止されている証券の売付申込または買付申込の勧誘に該当するものと推定されると結論する。

.....

九月一九日の発表につき主張された主たる弁明は、デイビス氏の活動ならびにとりわけ彼のフロリダの不動産所有権は「ニュース」であつて、証券法五条(c)項は、幹事引受人がかかる公表をする自由を制限するように解されるべきではないことである。我々は、この主張をしりぞけた。証券法五条(c)項は、発行者あるいは周囲の事情がニュース・パブリシーをもつか否か、あるいはそれらが機敏な広報活動によつてニュース・パブリシーをもつように

なつたか否かにかかわらず同様適用される。

ブローカーおよびディラーは、特定の証券ないし発行者に関する情報を含む、投資家に関心のある営業および財産上の事実を顧客に提供することは当然であり、勧められるべきことである。しかし、証券法五条は、登録届出書の提出前に予定の証券の分売に關してなされる販売努力を禁止しており、前述のように、この禁止は、事実上販売努力の一部であるいかなる公表にも及ぶ。事実、販売努力を構成する公表から生じる投資者に対する危険は、発行がニュース・ペリ्यूーをもっている場合にはより大きいだろう。けだしこの場合には、不完全ないしは誤解を生じさせる公表により募集に關する投機熱をかきたて、不健全な証券を暴騰した価額で分売するのがより容易だからである。これはまさに証券法が禁止しようとしている悪弊である。

もちろん、我々は、会社が定期的に種々の情報を公表しており、広く公衆の関心の的となつている会社は、あまり知られておらずあるいは閉鎖的である会社に求められるよりも、その活動についてより多くの情報をより頻繁に発表することが要求されるであろうことは知っている。営業の通常活動において会社は固断なくその製品やサービスの広告をするであろう、会社は証券保有者に慣例の四半期、年次その他の定期報告書を送付するであろう、また会社は委任状説明書を発行し、配当通知を送付し、報導機關にきまりきつた発表をするであろう。証券発行のための販売努力と無関係なこの通常の会社のニュースの流れは、自然であつて、望ましくさらに連邦証券関係法の根底にある公衆に対する開示の目的に全く合致するものである。しかし、公表の開始あるいはその確保に關係しまたは引受人、引受予定者と協力する発行者は、証券法五条(4)項によつて禁止されている売付の申込または買付の申込の勧誘に直接または間接に参加するものとみなされるべきである。

発行者による特定事項の公表が販売努力の一部であるか、そのような申込に無關係な投資者に対する正当な開示

であるかについて困難でかつ厳格に検討すべき事実問題が生じることがある。これらの問題のいくらかは、上述の証券法通牒第三八四号に例示されている。しかし、本件ではそのような困難な問題は存在しない。アービダは新規の企業であつて、九月の公表の時には唯一人の株主デビスがいたのみである。既存の株主または取引市場における投資者がその利益を守り賢明な取引をするために会社の事情に関する情報をそれらの者に知らせる必要はなら存在しない。我々は、その発表の目的が販売努力の第一歩として投資者およびディラーの関心をかきたてるといった効果を意図したものでなかったものであると結論する根拠をみださない。」

(二) ファースト・メイン会社事件<sup>(14)</sup>

リスコ証券の募集のための幹事引受人予定者である証券業者ファースト・メイン会社は、リスコの登録届出書の提出より三ヶ月以上前の一九五七年一月から約一年間継続して、他のブローカー・ディラー、保険外務員および新聞、保険関係出版者を含むその他の者に、リスコが投資をする予定の生命保険会社の株式の投資魅力、リスコの役員、取締役、とりわけリスコの取締役社長であるクロスの知識、経験、能力、誠実性、クロスが一九五二年から一九五四年までメイン州の知事であったことを強調したペッフレット、手紙、新聞記事の写し、広告等を配布した。ファースト・メイン会社はまたリスコの登録届出書の提出前に「リスコ目的、計画ならびに将来性」と題するペッフレットならびにリスコの計画およびクロスの社長選任に関する通知書を配布した。これらの文書には、リスコ証券の売付申込は明示的には記載されていなかったが、リスコの予定事業がのべられており、それはリスコ証券の募集に際して引受人となるべき交渉をうけていたブローカー・ディラーによって登録届出書の提出前に配布された。このような事案において証券取引委員会は、ファースト・メイン会社の行為が証券法五条(c)項に違反するものであるとし、つぎのようである。「カール・エム・ロープ・ローデス会社事件において我々は、証券の公募のための引

受人として交渉をうけているブローカー・ディラーによってなされる証券発行者またはその証券についての、登録届出書提出前の広報機関を通じての公表は、分売を開始させるものでありあるいは分売の一部であつて証券法五条(c)項により禁止されている売付申込または買付申込の勧誘をするものと推定されるべきであるとのべた。ブローカー・ディラーは、通常の営業活動において通例相当量の営業ならびに財務情報を顧客および将来の見込顧客に提供するのであるから、報道機関での公表にあてはまる募集の推定は、郵便を通じてのブローカー・ディラーにより配布される財務情報の中での発行者あるいは証券についての付帯的な言及には必ずしも妥当しない。しかし、本件においては、幹事引受人によって配布された文書は、新規発行証券が分売される予定の発行者についてすべてのべたものであり、その資料配布の唯一の目的が証券の完全な分売を助長するためにリスコならびにその発行証券についての関心をかきたてることであることは明らかである。このような事情の下では、我々は、これらの文書が証券法五条(c)項に故意に違反してリスコ株式の売付申込をし、買付申込の勧誘をするものと考ええる。」

(四) ジー・ジェ・ミツチエル・ジュニヤ会社事件<sup>(16)</sup>

これは、機関広告と証券法五条違反の問題をとりあつた事件であつて事案の概要は以下のようである。

ジー・ジェ・ミツチエル・ジュニヤ会社は、ブローカー・ディラーであつて生命保険会社の持株会社エー・ビー・エー・エシンの普通株式の募集につき共同引受人となつた。エー・ビー・エー・エシンの株式の募集のための登録届出書が一九六〇年二月八日に証券取引委員会へ提出されたが、ジー・ジェ・ミツチエル・ジュニヤ会社は、顧問弁護士の助言をえて二月二一日には一般的な生命保険株式の販売広告をした。また二月八日から三月一八日までエー・ビー・エー・エシンの基石広告が数々の出版物になされたが、この間会社は三〇一二名の者に予備目録見書を配布するとともに予備目録見書受領者中六一名の者に、「財産を作り、税を免がれる法」と題するアレン作成の小冊子および「金銭利殖法」

と題するパンフレットを配布した。この小冊子ならびにパンフレットは、生命保険事業を不況知らずであるとのべ、一九四六年一月三日に一二の生命保険会社のそれぞれへの一、〇〇〇ドルの投資が一九五八年二月には平均して一、四七三パーセントの価格増加をもたらしているのに対して、生命保険事業以外の一二の大会社へのそれぞれへの同様の投資においては一九六パーセントの価格増加をみているにすぎないことを示す数字をあげている。フレン作成の小冊子はこれに加えて、ある生命保険会社の株式の市場価格は高すぎ、株主が利得する前提要件として会社経営がすぐれていることを注意的に記載しながらも、生命保険株式への投資は安全であるのみならず、何年かの間には相当の価格上昇が確実に期待できるような全般的な印象を読者に与えるものであった。この小冊子には、株価が大幅に上昇して株主が莫大な利得をした生命保険会社の例が述べられるとともに、生命保険株式への投資は州法による規制のため比類がない程安全であること、生命保険事業は利益が前もって保証される唯一の営業であること、株式の価格はその買付価格がいくらであるかにかかわらず年をへるごとに上昇し、他のいかなる株式もその成長性ならびに売買差益の点で生命保険株式に匹敵しえないことが記載されていた。これらの文書は、ジー・ジェ・ミッチェル・ジュニヤ会社の生命保険株式一般の販売促進についての従来の慣行に従って配布されたものであって、エービーエイ・ジョン株式の募集がなかったとしても同様に配布されていたと考えられる。ところでブローカー・ディーラーのセールスマンは、これらの文書の配布後数日以内にその受領者に対して電話であるいは自宅を訪問して、さらには広告に応じて会社の店頭にあらわれた顧客にエービーエイ・ジョン株式の募集について話をし予備目録見書を交付した。

証券取引委員会はこの事件においてつぎのようだった。

「登録者(ジー・ジェ・ミッチェル・ジュニヤ会社―筆者注)が使用した販売文書は、生命保険株式の買付の関

心および欲望をかきたてるよう意図されたものであって、問題の期間においてはエービーエイション株式会社をふくむ、当時登録者により募集される生命保険株式にその後焦点があわされるべきものであった。……………

和解の申出の關係で五条(b)項(一)号違反を認めながら、被審人は、証券法五条によつては、いわゆる待機期間中の被審人の通例の広告および販売促進手段の一部として過去に使用してきた販売文書の継続使用が禁止されないと強く主張する。しかし、被審人が今までの慣行を単に継続したということは、我々の見解によると、使用文書が売付申込に關係してゐるとの認定を排斥するものではない。証券法五条が主として保護しようとしている将来の投資者の観点からは、受領された文書が過去において使用されたか、問題の募集に關してはじめて作られたかはほとんど問題ではない。」

- (12) Carl M. Loeb, Rhoades & Co., 38 S. E. C. 843 (1959).
- (13) SEC v. Arvida Corp., 160 F. Supp. 211 (S. D. N. Y. 1958).
- (14) First Main Corp., 38 S. E. C. 882 (1959).
- (15) G. J. Mitchell, Jr., Co., 40 S. E. C. 409 (1960).

#### 四 ホイット・レポート及び証券法通牒五〇〇九号

一九六七年一月アメリカ合衆国の証券取引委員会は、一九三三年証券法、一九三四年証券取引所法およびその下での委員会規則における開示規定の運用を検討するために委員会内に調査グループを設けることを発表した。ホイット委員を主宰者とするこの調査グループは、一九六九年三月「投資者に対する開示—三三年法および三四年法の下での連邦の運用政策の再評価」と題する六〇〇ページ近い報告書—ホイット・レポートを発表した。

このホイート・レポートの第四章はガン・ジャンピング問題を分析するとともにこの問題を規制する規則の改正勧告をしている。

ホイート・レポートは、カール・エム・ロープ・ロードス事件における証券取引委員会への「証券法の主要な目的の一つは、デイトラーおよび投資者が登録届出書および目録見書で明らかにされた発行者の重要な営業ならびに財務上の事実の開示に接近し、考察する機会をもつために、すくなくとも分売の初期の決定的な段階における会社証券の急速な分売の速度を落すことである。全体の分売手続は、しばしば、もっぱら証券についての関心をかきたて、発行者ならびにその証券に関する重要な事実を開示しようとしないうちに販売文書によって活気づけられてきた」という言葉をひきあいにしてガン・ジャンピングが一九三三年証券法の考え方と矛盾するものとする。ただ同レポートは、ガン・ジャンピング理論の実際の適用においては、(1) 証券発行会社が既発行証券の投資判断資料の提供としてその営業ならびに財務状態についての情報を提供しており、アメリカ合衆国の主要取引所は上場会社に対して投資者の投資判断に重要な影響をおよぼす事態が発生した場合にはそれに関する情報の迅速な開示を要請していること、(2) 証券業者がマーケット・レター、産業調査、推奨銘柄表その他類似の刊行物を発行して投資者に配布しているが、このような刊行物の配布は、投資者の要請に合致するのみならず、証券に関する情報の一般投資者に対する伝達の主たる手段を構成するものであることから、困難な問題が存することを指摘し、この問題の解決のためにはつぎの二点の検討が必要であるとす。すなわち、第一は、登録された公募証券の売付の対象となる投資者と取引市場で証券の売買をする投資者との間のバランスをとることであり、第二は、登録された公募に関連して引受人またはデイトラーとして行動する証券業者が正当に行なうことができる行為について明確な基準を設けることである。<sup>(18)</sup>

取引市場にある既発行証券の投資判断に重要な影響をおよぼす情報の迅速な開示とガン・ジャンピング問題、す

なわち、たとえばテキサス・ガルフ・サルファ会社事件<sup>(18)</sup>のように会社の将来の營業にきわめて重要な影響をおよぼす豊富な鉱床が発見されたところ、会社は登録を要する証券の発行を予定していたが、いまだ登録届出書を提出していない場合においては、会社は、ニューヨーク株式取引所による重要情報の適時開示の要請にしたがい、インサイダー取引の発生を効果的に防止するためにその情報を開示すべきか、登録届出書提出前の勧誘の禁止にしたがってこの情報を開示せずにおくかという問題については、ホイート・レポートは、登録届出書提出前に会社の発行証券に重要な影響を及ぼす事態が発生し（登録届出書の提出後にそのような事態が発生した場合にはそのような事態は目論見書に記載されるべきである<sup>(19)</sup>）、もし発行者が善意でその事態を開示すべきであると考へた場合には、その開示、公表が純粹に事実に関するものであつて予想、結論ないしは意見にわたらないかぎりガン・ジャンピングの問題は起らず、情報の開示は行ないうるものとする<sup>(21)</sup>。

証券業者の種々の刊行物による情報提供とガン・ジャンピング問題については、ホイート・レポートは次のような勧告をしている。

(1) ガン・ジャンピング理論による証券業者の情報提供行為の制約の開始時は、来たるべき引受にある証券業者が参加すると考へるべき合理的な理由の存する時というような主観的な基準によつて定められるのではなく客観的に定められるべきである。そこで証券業者は、引受の条件につき合意が成立したか否かをとわず、発行者またはその他の自己のために分売が行なわれるものと、その証券業者が幹事引受人となるときめが成立したとき、あるいは幹事引受人、発行者またはその他の自己のために分売が行なわれる者と、その証券業者が引受に参加するとりきめが成立したときにガン・ジャンピング理論による情報提供行為の制約に服すべきである<sup>(22)</sup>。

(2) 一九三四年証券取引所法一二条にしたがつて証券の登録をしている会社の証券についての情報、意見、推奨

文言の公表は、その会社が登録届出書を提出しまたは提出しようとしている場合にも、(i)その公表が登録届出書に関する証券の分売の引受シンジケートまたはディラー・グループの一員でない証券業者または投資顧問によってなされ、(ii)その公表について発行者、引受シンジケートまたはディラー・グループの構成員から直接または間接になんらの対価も支払われず、その公表が証券発行者、引受シンジケートまたはディラー・グループの構成員との直接または間接の協議または合意に基づくものでないときは、ガン・ジャンピングの制約はあてはまらないものとする<sup>(25)</sup>こと。

(3) S—七様式の登録届出を提出することができる会社が非転換優先株式<sup>(24)</sup>についての登録届出書を提出しようとしている場合には証券業者はその発行者の普通株式につき推奨情報を提供することができ、かかる会社が普通株式についての登録届出書を提出しようとしている場合には証券業者はその発行者の非転換優先株式の推奨情報を公表できるものとする<sup>(26)</sup>こと。

(4) 証券業者は、次の要件をみたす場合には、推奨する会社の証券の引受人となる場合においても推奨表示をすることができるとすること。

- (i) 推奨が広範な産業群の会社の証券についての推奨をする刊行物においてなされていること。
- (ii) その刊行物が過去において年に一回あるいはより頻繁に相当定期的に配布されてきたこと。
- (iii) 「登録中」の会社についてのデータが他の会社のそれより詳細ではなく、会社の現事業年度のもの以後の売上または利益予想を含んでいないこと。

(iv) 問題の証券についてのそれよりも簡素ではない推奨が同種の直近の刊行物においてなされていたか、その証券業者が引受に参加する合意がなされる前に配布されたその他のその後の刊行物においてなされていたこと<sup>(26)</sup>。

(5) 証券業者は、引受に参加する予定であっても、従前に推奨した会社のその後の事態について、売上、利益の予想、買付の推奨を含まない簡単な事実の追跡報告として、登録届出書の提出前にも投資者に公表できるものとする<sup>(28)</sup>こと。

(6) 証券業者が、引受に参加する合意に達する前に完全に成作し印刷にまわしたマーケット・レターまたは市場調査書を登録届出書の提出前に配布することは、それが当該証券業者の最近発行した同種の刊行物よりも部数が多くなかつ広範に配布されないならば許容されるべきである。

市場における登録第二次分売において、特定の証券業者または証券業者のシンジケートが売出株主と証券の分売について協定をしていない場合には、証券業者は、登録届出書によってカバーされている証券の売付注文をうけるまでは登録証券についての推奨を含んだマーケット・レターまたは産業調査書を配布することを制限されるべきではない<sup>(29)</sup>。

このホイート・レポートの勧告に基づいて、証券取引委員会は一九六九年一〇月七日、「一九三三年証券法の下での登録届出書提出前後のプロモーター・デイラーによる情報の公開及び目録見書の交付に関する規則の制定提案」と題する証券法通牒第五〇一〇号<sup>(30)</sup>および「一九三三年証券法の下での登録届出書の提出及び効力発生日前後の情報の公開」と題する証券法通牒第五〇〇九号<sup>(30)</sup>を発した。

すなわち証券法通牒第五〇一〇号は証券法規則一三五号、一三七号、一三八号、一三九号、一七四号の改正提案をしているがそれを要約すると次のようである。

証券法規則一三五号の改正においては、従来行なわれてきた慣行の合法性についての疑念を除くために、証券法の下で登録すべき証券の公募を予定しているとの通知書を発行者が発することは、その通知書には証券を特定し、登

録される予定の証券の量、募集の金額及び時期だけを記載する場合には許されるものとする。同(1)項(1)号(2)号、企業結合に際しての証券発行にも登録が必要とされるべきことに関連して、吸収合併、新設合併、株式を対価とする会社資産の売却のための株式の募集予定の通知書を発行者が発することは許されるものとする。(2)項(4)号)。

証券法規則一三七号の改正提案においては、分売参加者の範囲を明確化し分売参加者と情報の公開について特別の約束をしていない者は、証券を募集のため登録している会社に関する情報を公開しても、それが証券取引所法一三条または一五条(d)項によって報告書の提出が義務づけられている会社である場合には証券法五条の関係では合法的なものとする。

証券法規則一三八号の改正提案は、S—七様式またはS—九様式で登録される非転換上位証券の募集に参加するブローカー・ディーラーは同一発行者の普通株式についての意見ないしは推奨文言を發表し、またS—七様式で登録される普通株式の分売に参加するブローカー・ディーラーは同一発行者の非転換上位証券についての意見ないしは推奨文言を發表しうるものとする。

証券法規則一三九号の改正提案は、証券の分売に参加している証券業者は、その証券の発行会社が証券取引所法一一条により証券を登録しまたは一五条(d)項により報告書の提出義務を負担している場合には、他の広範な証券リストを含みかつすくなくとも最近二年間相当定期的に配布してきた刊行物で特に目立つことなくかつその証券業者が証券法五条による制約をうける前に配布した直近の推奨文言より会社にとって都合のよくない推奨文言を發表することは許されるべきものとする。

証券法規則一七四号の改正提案は、証券取引所法一三条または一五条(d)項によって報告書を提出している会社の証券については、証券法四条(1)項による証券業者の、登録届出書の効力発生日または募集開始日の後の日から四〇

日内の目論見書交付義務を免除すべきものとする。<sup>(32)</sup>

右の証券法規則の改正提案と同時に発表された証券法通牒第五〇〇九号は、一九五七年一〇月八日の証券法通牒第三八四四号<sup>(33)</sup>ならびに一九六四年五月二八日の証券法通牒四六九七号<sup>(34)</sup>と並んでこの問題につききわめて重要な意味を有すると考えるので、以下その主要部分について抄訳をする。

「多くの手段を通じて、会社の事態についての制定法が要求する以上の情報を公開する傾向がますます大きくなってきている。この慣行は、企業ならびに証券界が投資者および公衆に重要な営業ならびに財務上の新事実を知らせることが必要であるとの望ましい認識によるものである。この慣行は、種々の自主規制機関の証券の市場に重要な影響をおよぼす情報の適時開示についての政策<sup>(35)</sup>によって強化されてきた。

しかし、会社がその募集に関する適時開示をする義務ならびに動機が増大することによって、適時開示をする義務と証券の登録<sup>(36)</sup>手続中の発行者に関する情報公開の制限との間の衝突に関する問題が起ってくる。委員会は、そのような衝突が実際以上にみられていると考える。登録を要する証券の届出が検討されているときの証券関係法の詐欺禁止規定または自主規制機関の適時開示の政策によって迅速開示をしなければならない義務が発生する出来事は比較的先例であって通例予定の募集に不当な影響をおよぼさない方法で開示される。重要な出来事の開示は、それが全く事実に関するものであって予想ないし意見を含まないものであるならば、通常、証券法五条の制限に服するものではない。

証券業者による、特に登録届出書提出前における情報伝達の制限に関して多数のものと特殊な問題が生じ

ている。公表活動の制限がいつからはじまるかにつき混乱があるようである。通例、証券業者は、登録届出書の作成に参加しまたはその他自己のために分売が行なわれるべき者との間に引受の条件について合意ができたか否かにかかわらず、幹事引受人となることにつき取り決めが成立した時から制限をうける。他の証券業者は、幹事引受人または自己のために分売がなされる者から(引受人)に参加しまたは参加するように求められた時から制限をうける。上記の刊行物を自由に配布するために引受人とならないこととした者はその後ディーラーあるいはその他の方法でその分売に参加すべきでない。

市場価格で時々売付をするために登録された証券についての推奨文言を含んだ通信文を配布する場合には困難な問題が起ってくる。通例、証券業者のグループは、売付株主と証券の分売につき取り決めをしない。そのような資料の散布の制限が、証券業者が証券の売付注文を技術的にうけたか否かはとわず売付株主のために証券を募集する取り決めをするまで必要であるかについては明らかではない。

特定の証券につき登録手続が進められた後に証券業者はその証券につき登録手続が進められる前になしたその証券についての推奨の追跡的情報提供をどの程度まですることができるとかしばしば知っていない。もし証券業者が予定の引受の参加人であり、重要な事実が登録届出書の提出前に発生した場合には、その証券業者は、これらの出来事について厳格に事実についてのみの簡単な報告を顧客に対してすることができる。」

(16) ニューヨーク株式取引所およびアメリカン株式取引所は、証券の上場会社に対して、発行証券の市場価格に影響をおよぼす重大な事態が発生した場合には、それに関する情報を迅速に広報機関を通じて一般投資者に開示すべきであるとの適時開示の政策 (timely disclosure policy) を採用している (New York Stock Exchange, Company Manual, A-18-A-27; American Stock Exchange Guide, 101-108)。

- (17) The Wheat Report, 130 (1969).
- (18) The Wheat Report, 131 (1969).
- (19) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968). この事件においては、会社の役員、使用人が会社のきわめて豊富な鉱床発見の事実が一般に公開されるに先だってこのような内部情報を利用して、あるいはみずから当該会社の株式を買い付け、あるいはその友人等がこの内部情報を利用して会社の発行株式を買い付けるようにしたことは、証券取引所法一〇条(b)項、証券取引所法規則一〇b-15に違反するものであると判示された。
- (20) アメリカ合衆国の証券法の解釈・適用においては、目録見書記載事項についての法定の様式の列挙は限定的ではなく例示的であって、様式において記載事項として列挙されている以外の事項であっても投資判断に影響を及ぼす重要な事項は目録見書に記載すべきものとされる。この関係は、*In the Matter of Branchard Corp., Securities Act Release No. 4710 (1964)* 參照。
- (21) The Wheat Report 133 (1969). このよきな解決のしかたに関連して、ホイート・レポートは、「チキサス・ガルフ問題に関するかぎりでは、発行者は、オン・ジャンピング理論が妥当する期間内はインサイダーによる取引を防止することにより、チキサス・ガルフ事件で明らかになされた原則による開示の必要性を排除して衝突をさけることができる」との議論があるかも知れない。しかし、発行者がそのような取引、とりわけチャッピーによる取引を完全に防止することは実際にはむづかしい (The Wheat Report, 133 note (b) (1969))。
- (22) The Wheat Report, 139 (1969).
- (23) The Wheat Report, 141, Appendix V-1 (1969). この勧告をするに当ってホイート・レポートは、証券界におけるインサイダーと投資顧問との関係が複雑で相互に関連しており、募集に参加していない者が募集参加者から真に独立しているかどうかを定めることは実際の法の適用においては困難であり、濫用の可能性を誰も否定することができないといっている (The Wheat Report, 141 (1969))。
- (24) 定期的に会社事実を開示している会社でかつ一定規模以上の売上・利益を維持している会社については、一般の登録簿出書よりもその記載事項が簡略化された一七様式の登録簿出書を使用することができる。



券が存在する場合にはやっぱりである。実際問題としてディラーは、取引をする特定の証券が最近登録されたものか以前から存在したものであるかを区別することは不可能である。このようなディラーがすべての取引において目論見書の交付を要請するならば、彼は入手しうる以上の目論見書を必要とするであろう。The Wheat Report, 121-122 (1969) 参照。

(33) 三三八—三四六頁参照。

(34) 三四七頁参照。

(35) New York Stock Exchange, Company Manual, A-18~A-27, American Stock Exchange, Guide 101-108.

(36) 登録手続中というのは、すくなくとも発行者が幹事引受人として行動する証券業者と取り決めをした時からディラーが四〇日または九〇日の目論見書交付義務を負担する募集終了までの全登録手続を意味する。

## 五 目論見書規制と情報開示

証券の投資判断に影響を及ぼす重要な会社情報が迅速にかつ広範に開示されることは公正な証券市場を維持し、一般投資者が賢明な投資決定をするために望ましいことである。インサイダー取引を防止する最も効果的な方法は、重要な会社情報をできるだけ迅速に開示することである。証券の市場価格に影響をおよぼす重要な会社情報が一般に公開されていない場合には、そのような情報に接近しうる地位にある者がその情報を利用して当該会社の証券売買をして利益をえようとしがちである。このような欲求を排除する最も有効な方法は、重要な情報の一部の者のみに利用可能な状態にしておくことである。また証券の投資価値に影響をおよぼす重要な情報は、証券発行会社によっても、あるいは証券会社、投資顧問、経済雑誌、新聞等によってもできるだけ多く公表され、一般投資者がそれを多く利用しうることは、一般投資者に情報に基づく賢明な投資決定をする機会をあたえるものであって、投資者保護のための完全開示という証券取引法の理想に合致するものである。投資判断資料としての会社情報は、制定法

上は、有価証券届出書、有価証券報告書、上場有価証券報告書、目論見書などによって開示されるが、このうちの前三者による情報開示は、大蔵省、上場証券取引所、証券発行会社の本店及び主要支店での開示文書の備置、公衆縦覧による間接開示であつて一般投資者にとつてかならずしも利用容易ではない。またこれらすべての制定法上の情報開示は一般投資者にとつて理解が容易であるとは限らない。このような事情を背景として証券会社、投資顧問、経済雑誌、新聞等による情報提供が事実開示として重要な機能をいとなむ状態にありまた實際上多く利用されている。

ところで、多量の証券が流通市場に流入する募集、売出においては、証券発行会社、売出人は予定の手取金の獲得のために、引受人である証券会社は、流通市場における売買よりも高率の手取料を取得し未消化の証券をかかえこむことがないように、それぞれ募集、売出の成功に莫大な金銭上の利害関係をもっている。そこでこのような者の投資勧誘表示を自由しておくならば、当該証券についての募集、売出に不利な事実が投資者に明らかにされず、有利な事実のみが強調される虞がある。証券取引法は、このような不都合を回避するために一三条五項において要件適合目論見書に記載されるべき事項と異なる記載をした目論見書を使用しあるいは表示をして募集、売出証券の投資勧誘をしてはならないこととし、また四条一項により届出の効力発生前の証券の募集、売出活動を禁止している。この目論見書規制の消極的側面と証券の募集、売出が予定され、あるいは行なわれている会社についての情報開示の関係はかならずしも明らかではなくその調整について困難な問題を生ぜしめるが、上述の検討から次のような結論が導びきだされるべきである。

(1) 証券発行会社、売出人、引受人である証券会社は、証券の募集、売出が予定され、その手続が開始されてからは、有価証券届出書を提出しその効力が発生するまでは、証券の募集、売出に当るものと考えられる当該会社の

証券の取得、買付の申込の勧誘に該当する情報公開行為を行ってはならず、届出の効力発生後においても、投資者に要件適合目論見書を交付するまでは会社の営業、財産状態についての表示をすることができない。有価証券届出書の作成、引受人との引受契約の成立以後の届出手続中における会社の営業、財産状態の公開は、従来同種のもの比較的定期的に行なわれている場合（貸借対照表の公表、営業報告書の株主への送付など）を除いては、増資説明、会社案内、社長講演、テレビを通じての社長対談、社長を囲む会などいかなる形式、方法で行なわれようと募集、売出証券の取得、買付の申込の勧誘とみられるものであって、届出の効力発生前は禁止され、届出の効力発生後は要件適合目論見書を事前に交付してのみ許容されるべきものである。この会社情報の公開禁止は、証券取引法一三条五項が明らかにしているように文書によるものにも口頭によるものにも及ぶ。

(2) ある会社の証券の募集、売出のための手続が進められている期間あるいは募集、売出期間中においては、雑誌、新聞等の投資助言刊行物発行者、投資顧問、引受に参加しない証券会社といえども証券発行会社、売出人、引受人などから直接または間接に対価をうけ、あるいはそれらの者との直接または間接の取り決めに基づいて、その証券発行会社の営業、財務情報を公開する場合には(1)の制約が及び、届出の効力発生前においては、そのような行為は禁止され、届出の効力発生後においては要件適合目論見書の交付後においてはのみ許容される。届出の効力発生前に、証券を募集する予定の会社の社長が投資助言刊行物において会社の営業状態、将来の予想等を対談形式で明らかにするのは(1)の場合として明白に証券取引法四一条一項に違反するものであるが、投資助言刊行物の発行者が証券発行者から対価をえて当該会社の営業状態を明らかにするのもまた同様の規制に服するものと解される。そうでないとすれば、実際上は証券取引法四一条一項の届出の効力発生前の募集、売出の禁止、同法一三条五項の目論見書の消極的規制は実効性をもちえなくなるからである。

(3) ただし証券の市場価格に影響をおよぼす重大な事態が発生した場合には、証券発行会社は、インサイダー取引の発生を防止するため、意見ないし予想を含まずその事実を正當に公表することができる。なお、届出の効力発生後においては、かかる重大な事実は目論見書に記載すべきである。もともと有価証券届出書、ひいては目論見書の記載事項については、有価証券の募集又は売出の届出等に関する省令九条のいう第二号様式の記載事項の列挙は限定的であると解する見解もあるが、この列挙は例示的なものと解すべく、証券の市場価格に影響を及ぼす重要な事態が発生した場合には、かかる事項は目論見書にも記載されるべきである。

(4) 証券会社は、証券の募集、売出につき引受人として行動するよう証券発行会社または売出人と取り決めができていた場合においても、従来相当定期的に発行されてきた、多くの証券について意見ないし推奨文言を記載した刊行物にしかも特に他の証券に比較して特に詳細でない情報提供、意見、推奨文言を記載するのは流通市場に対する投資判断資料の提供として証券取引法四条一項、一三条五項との関係でも合法的になしうるものと解される。このような表示は、同一発行会社の流通市場にある証券に対する投資助言資料として作成、使用されたものであって、当該募集、売出に関連して作成、使用されたものとは考えられないからである。したがって、そのような刊行物がその証券会社によって比較的定期的に作成、使用されなかった場合、その刊行物には引受予定の証券の発行会社以外の多くの会社ないしはその発行証券についての情報、意見、推奨文言が記載されていない場合、引受予定会社については特に詳細な、あるいははめだた記載がなされている場合などにおいても、その表示は引受予定証券の募集、売出を容易にしようとするものであるから証券取引法四条一項、一三条五項の制約がその情報公開におよぶものと解される。

(37) 証券取引法四条一項は、届出の効力発生前の勧誘を禁止しているが、合理的な証券の募集、売出を可能にし、投資者に

対し事前の投資判断資料を入手しうるようにするために、有価証券届出書の提出後は、届出の効力発生前においても勧誘をなしうるものとするともに、使用しうる予備目論見書についてはその内容を法定すべきである。アメリカ合衆国においては、一九五四に証券法を改正して登録届出書の提出後は、その効力発生前においても勧誘をなしうるものとするともに、この段階で使用しうる予備目論見書の内容を法定した。この間の事情および日本法の改正提案については、神崎・証券取引規制の研究八〇—八四頁（一九六八年）、同「待機期間中の勧誘と目論見書交付」商事法務研究四九八号二—一〇頁（一九六九年）参照。