

金融商品取引法の開示規制上の「勧誘」の解釈を巡る現状と課題

目次

第一 開示規制上の「勧誘」概念明確化の重要性.....	1
1 「勧誘」概念に関する従前の問題状況.....	1
2 平成20年及び21年改正に伴う問題状況の変化.....	1
3 本稿の概要.....	2
第二 新開示ガイドライン施行前の「勧誘」に関する法令、ガイドライン及び学説等の状況.....	2
1 届出前勧誘禁止規制の概要.....	2
(1) 届出前の募集・売出しの禁止.....	3
(2) 募集・売出しの定義.....	3
(3) 届出前の適格機関投資家取得有価証券一般勧誘及び特定投資家等取得有価証券一般勧誘の禁止.....	4
(4) 届出義務者及び届出前募集・売出しの禁止対象.....	4
(5) 違反に対する制裁.....	4
ア 刑事制裁.....	4
イ 行政制裁（課徴金）（平成20年改正金商法）.....	5
ウ 民事制裁.....	6
2 「勧誘」に関する法令・ガイドライン.....	6
(1) 一般的定義の不存在.....	7
(2) 募集・売出し又は勧誘に該当する場合の例示.....	7
3 学説の状況.....	7
(1) 開示規制上の「勧誘」に関する論点の整理.....	7
(2) 勧誘の定義.....	7
(3) 取引条件表示の要否.....	7
(4) 募集・売出しへの言及の要否（事業内容のみへの言及の場合など）.....	8
4 届出書及び目論見書による規制の趣旨.....	8
5 実務上の課題.....	9
(1) 実務の状況.....	9
(2) 開示規制上の「勧誘」の基準定立の困難性.....	10

(3) 「勧誘」該当性の事前予測可能性を高めることの必要性	10
第三 発行者の日常的な情報発信に関する課題	11
1 発行者（特に公開会社）による情報発信の必要性	11
(1) 公開会社のステークホルダーの種類.....	11
(2) 各種ステークホルダー宛の発信情報の種類.....	11
2 情報発信規制の必要性	12
3 現在の実務状況	12
(1) 公開会社の募集・売出し前の情報発信についての実務状況.....	13
(2) 非公開会社の IPO 前の情報発信についての実務状況	13
4 ガイドライン等の指針の必要性.....	14
第四 市場仲介機能の適正な発揮のための準備行為（プレ・ヒアリング等）に関する課題	14
1 プレ・ヒアリング等の意義.....	14
2 一般向け公募に係るプレ・ヒアリング等に関する課題	15
3 オーダーメイド型の金融商品に関する課題	16
4 ガイドライン等の指針の必要性.....	17
第五 第三者割当に関する課題（主として公開会社について）	17
1 概要	17
2 問題の所在	18
(1) 公開会社の第三者割当と届出書の提出.....	18
(2) 事前接触等の必要性.....	18
(3) 第三者割当の種類	19
ア 増資の理由	20
イ 資金使途.....	20
ウ 割当先（投資家）の属性及び数等	20
エ 届出前勧誘禁止規制との関係で見た場合の類型化要素.....	21
(ア) ①多数の取引先などを割当先とする類型.....	21
(イ) ②グループ会社等を割当先とする類型.....	22
(ウ) ③救済先④提携先及び⑤ファンド等を割当先とする類型	23
(エ) 企業買収防衛型・持合関係創出型における現経営陣の友好先への割当の場合	23
(4) 平成 2 1 年の開示府令及び取引所規則の改正前の実務の状況	24
ア 届出書の記載実務.....	24
(ア) 割当先の名称等を届出書に記載すべき根拠	24
(イ) 割当先の名称等記載の目的.....	24
イ 会社法上の制度に係る実務	25

(ア) 公告等（会社法 201 条 4 項、5 項）	25
(イ) 取締役会決議	26
ウ 取引所の適時開示の実務	26
エ プレスリリースの実務	27
オ 小括	27
(5) 平成 21 年の開示府令及び取引所規則の改正後の状況	27
ア 第三者割当に係る法定開示書類の記載内容の詳細化	27
イ 取引所の適時開示	28
3 第三者割当の取扱いに係る具体的な手当て	29
(1) 具体的手当てを行う必要性の増大	29
(2) 新開示ガイドライン 2-11	29
ア 新開示ガイドラインの内容	29
イ 新開示ガイドラインの背景	30
(3) 第三者割当を募集の定義から除外する選択肢について	32
ア 第三者割当と届出の効力発生前の取引禁止規制	32
イ 第三者割当の割当予定先との間の一定の約定等締結の必要性	32
ウ 第三者割当を発行開示規制の対象から除外する選択肢と課題	32
エ 届出の効力発生前の取引禁止規制に関する手当てについて	33
第六 結語	33
別紙 1 発行者の情報発信例について	35
別紙 2 米国 1933 年証券法における発行者の情報発信と届出前勧誘禁止規制	38

第一 開示規制上の「勧誘¹」概念明確化の重要性

1 「勧誘」概念に関する従前の問題状況

金融商品取引法（以下「金商法」又は単に「法」という。）の施行以前から、有価証券届出書（以下、単に「届出書」という。）の提出前の「勧誘」（具体的には、「勧誘」を中核的な要件とする募集又は売出し）については、これを禁止する規制が定められており（以下「届出前勧誘禁止規制」という。）、その違反に対し、刑事制裁が規定されていた。しかし、現実に重い刑事制裁が発動される事例は限定的であったため、一般向けに勧誘が行われるいわゆる公募的なファイナンス（以下「一般向け公募」という。）において、発行者や販売者が、どのタイミングでどのように投資家に接触することが届出前勧誘禁止規制で禁じられる「勧誘」に該当するののかという基本的な重要問題について、学説上の議論は存するものの、実務先例に基づく蓄積がなされて来たとは言いがたい。

くわえて、金商法の届出前勧誘禁止規制上は、発行者が選定した特定の者に割当てが行われる形態の増資（以下「第三者割当」という。）と一般向け公募とが文言上区分されることなく規制されているため、第三者割当における、届出前の発行者による割当予定先への事前接触の実務慣行が届出前の「勧誘」に該当すると解釈されかねない可能性が認識されてきた。

2 平成20年及び21年改正に伴う問題状況の変化

ところで、平成20年及び21年に、以下の2つの法令改正がなされたことにより、「勧誘」概念を巡る状況が変化し、「勧誘」概念を理論上整理すると共に実務上も明確化する必要性が改めて認識される事態となっている。

第1は、平成20年6月13日に公布され、同年12月12日に施行された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成20年法律第65号、以下「平成20年改正金商法」という。）において、届出前勧誘禁止規制違反を含む複数の違法行為類型が課徴金の適用対象として追加されたことである。届出前勧誘禁止規制違反に対する課徴金額の水準は、取得させた有価証券の発行価額の総額の2.25%（株券等については4.5%）とされており、これが大規模な発行に適用されれば多額の課徴金が課される可能

¹ 金融商品取引法上は、開示規制に加え、業規制の場面でも規制対象としての「勧誘」が問題となる場面がある（例えば、金融商品取引契約の締結又は勧誘に関する、顧客に対する虚偽告知の禁止（法38条1号）、顧客に対する断定的判断の提供等による金融商品取引契約締結勧誘の禁止（同条2号）、無登録格付業者の信用格付についての追加的説明義務違反の勧誘の禁止（同条3号）、顧客に対する不招請勧誘の禁止（同条4号）等）。また、行為規制として、有価証券の不特定多数者向け勧誘等に関する有利買付け等の表示の禁止（法170条）や一定の配当等の表示の禁止（法171条）などにおいても「勧誘」概念が問題となる場面がある。本稿はこれらのうち、開示規制における「勧誘」概念に焦点を当てて考察するものである。

性がある。従って、「勧誘」の解釈次第では、実務上軽微でない影響が生じることとなる。

第2は、平成21年12月11日に公布され、同日施行された「連結財務諸表等の一部を改正する内閣府令」（平成21年内閣府令第73号）において改正された「企業内容等の開示に関する留意事項について」（以下、「開示ガイドライン」と、また同改正後の内容に特に言及する場合「新開示ガイドライン」という。）に、第三者割当における事前調査のうち一定の要件を満たすものについて、勧誘に該当しないこととする規定（2-11²）が新設されたことである。これにより、新開示ガイドライン2-11の要件の充足に留意すれば、第三者割当の実施に当たり不可避免的に必要とされる割当予定先との事前接触行為が届出前勧誘禁止規制に該当するとされるおそれは、実務上または課徴金行政取扱い上はほぼ解消されたものと考えられるが、新開示ガイドライン2-11施行後も、「勧誘」概念自体が明確でない状態が継続しているため、一定の場合における届出前勧誘禁止規制抵触のおそれは依然として払拭されておらず、何らかの対応が必要と考えられる。

3 本稿の概要

そこで、以下において、主として一般向け公募を念頭に置いて設計されたと思われる開示規制上の「勧誘」に関する法令、ガイドライン及び学説等の状況を俯瞰したうえで（下記第二）、一般向け公募との関係で勧誘該当性が問題となりうる発行者の日常的な情報発信、特にIPO前の日常的な情報発信（下記第三）及びプレ・ヒアリング等（下記第四）について、問題状況を整理・検討する。その上で、届出前勧誘禁止規制が第三者割当における発行者と割当予定先との事前接触についてそのまま適用された場合に発生し得た問題点、および新開示ガイドラインによる問題点の解消の状況を整理する（下記第五）。

第二 新開示ガイドライン施行前の「勧誘」に関する法令、ガイドライン及び学説等の状況

1 届出前勧誘禁止規制の概要

² 新開示ガイドライン2-11の条数は、同年12月28日付で公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係政令の整備等に関する政令」（平成21年12月28日政令第303号）及び「金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う金融庁関係内閣府令の整備等に関する内閣府令」（平成21年12月28日内閣府令第78号）に伴う同ガイドラインの改正により条数繰り下げ（2-12）となっているが、本稿では、立法担当者の解説（谷口義幸＝宮下央＝小田望未「第三者割当に係る開示の充実等のための内閣府令等の改正」（商事法務1888号14頁注2））の記述に倣い、2-11の表記を用いて記述を行う。

<http://www.fsa.go.jp/news/21/20091222-4/32.pdf> の3頁を参照。

(1) 届出前の募集・売出しの禁止

届出書の提出を要する有価証券の募集・売出しにつき、届出書の提出前に募集・売出しを行うことは出来ない（金商法4条1項本文）。

(2) 募集・売出しの定義

金商法は「有価証券の募集」および「有価証券の売出し」について「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘³」（金商法2条3項、「取得勧誘」）および「既に発行された有価証券の売付けの申込み又はその買付けの申込みの勧誘・・・」（同条4項、「売付け勧誘等」）との中核概念を用いた定義を行っている。そして、第1項有価証券（金商法2条3項）の募集（同項1号及び2号）および売出し（同条4項1号及び2号）該当性、即ち届出書の提出の要否を決する基準としては、上記「勧誘」概念が重要性を持つ。金商法施行後においても、この点は証取法下の場合と異なるところはない⁴。

他方、金商法で有価証券とみなされる集団投資スキーム持分等である第2項有価証券

³ 有価証券の取得の申し込みの勧誘に類する行為（取得勧誘類似行為）として、金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令9条が規定されている。同条では、信託スキームに係る有価証券や抵当証券について、取得勧誘に類似する行為が規定されているが、同条の規定は、主としてかかるスキームのオリジネーターである委託者・原委託者等が、当該有価証券の発行時点で行う投資家に対する働きかけに関する技術的な調整規定と理解され、本文記載の、典型的な第1項有価証券に係る勧誘の認定に関する課題の点では、異なるところはないものと理解される。また、旧外国証券会社に関する法律施行令2条2号でも、外国証券業者が同法3条2項但し書きに基づき、登録なく行うことができる行為として「勧誘」を行うことなく国内にあるものの注文を受ける行為が規定され、当該行為の内容として、同法府令7条が規定されていた。

⁴ 証取法下の場合と対比して、現行金商法の下では、合併・買収等の組織再編成（法2条の2第1項）に伴う有価証券の発行や交付の一部に対し、有価証券の募集又は売出しと同様の開示規制を課すこととし、組織再編成発行手続（法2条の2第2項）、組織再編成交付手続（同条第3項）、特定組織再編成発行手続（同条第4項）を初めとする概念を導入し、取得勧誘及び組織再編成発行手続を含む有価証券発行勧誘等の概念並びに売付け勧誘等及び組織再編成手続を含む有価証券交付勧誘等の概念（法4条2項）を導入しているが、組織再編成以外の局面で新規発行される第1項有価証券の「取得の申込みの勧誘」および既に発行された第1項有価証券の「買付けの申し込みの勧誘」に届出義務が課されるかが問題となる局面での「勧誘」概念の重要性・意義において、証取法下の場合と大きな変動はないものと考えられる。

また、平成20年改正金商法によるいわゆるプロ向け市場の創設に伴い、特定投資家のみを相手方とする有価証券の取得の勧誘等であって、所定の要件を全て満たすもの（特定投資家向け取得勧誘又は特定投資家向け売付け勧誘）を有価証券の募集又は売出しから除外すること等の諸規定が創設されており（法2条3項2号ロ、4項2号ロ、4条3項、23条の13第3項）、これは適正な開示に基づく投資判断形成の必要性和、届出等を要求することによるコスト増及び機動性の制約等を考慮して、特定投資家のみを相手方とする有価証券に限定して、募集・売出し開示規制の適用を除外したものと考えられる。但し、平成20年改正金商法の施行後も、このような要件を満たす場合以外の勧誘については、本文記載の問題が生じる。従って、本文においては、このような問題が生じる事象を対象として、検討を行うものとする。

(金商法2条3項)については、株券等に代表される伝統的な第1項有価証券と様相が若干異なる。即ち、第2項有価証券については「その組成において投資者の需要等を踏まえながらその内容を確定させていく方法等がとられる場合が多いため、いつの時点での行為が集団投資スキーム持分等の『取得の申込みの勧誘』に当たるのかを判定することが困難である⁵⁾」などの理由により、勧誘に応じ実際にその有価証券の取得を行った「所有者の数」を基準として、募集の判定を行うこととされている(金商法2条3項3号)。但し、第2項有価証券の場合でも、有価証券を取得した「所有者」のうち「勧誘」に応じることにより取得した者の数が問題とされるため、「勧誘」の法的意味合いが問われない訳ではない。

(3) 届出前の適格機関投資家取得有価証券一般勧誘及び特定投資家等取得有価証券一般勧誘の禁止

適格機関投資家取得有価証券一般勧誘を届出前に行うことは原則として出来ない(金商法4条2項)。また、特定投資家等取得有価証券一般勧誘を届出前に行うことも原則として出来ない(法4条3項)。

以下、本稿では、主として第1項有価証券に着目して、金商法下の「勧誘」概念について検討を行うものとし、「募集」「売出し」「勧誘」等の用語を用いる場合、特に断らない限り第1項有価証券に関するそれに言及しているものとする。

(4) 届出義務者及び届出前募集・売出しの禁止対象

有価証券届出書の届出義務者は発行者である。他方、届出前募集・売出しの禁止対象は勧誘を行う者であり、発行者のみならず、売出有価証券の保有者(売出人)および有価証券の販売を行う証券会社や登録金融機関等が含まれる。

(5) 違反に対する制裁

ア 刑事制裁

届出前勧誘禁止規制違反に対する刑事制裁は、5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金又はその併科であり(金商法197条の2第1号)、法人の両罰規定として5億円以下の罰金刑が規定されている(法207条1項2号)。ここでの処罰対象行為は

⁵⁾ 立法担当者の解説として三井秀範=池田唯一編「一問一答金融商品取引法」(商事法務)105頁

①届出前募集・売出し、②届出前の適格機関投資家取得有価証券一般勧誘、③届出前の特定投資家等取得有価証券一般勧誘、及び、④①乃至③の取扱いであり、法人の両罰規定の対象行為は、法人の代表者・代理人・使用人その他の従業者がその法人の業務又は財産に関しこれらの違反行為を行うことである。

イ 行政制裁（課徴金）（平成20年改正金商法）

平成20年改正金商法は、届出前勧誘禁止規制違反等を含む複数の違法行為を課徴金の制裁規定の対象に加えた。同改正法の立法担当者によれば⁶、届出前勧誘禁止規制違反が課徴金の対象に加えられた背景として、「発行開示書類の届出・・・は、当該募集・売出しに係る有価証券の内容や発行者の財務内容・事業内容等を正確に市場に対して開示することを求めることで、市場の公正性の確保、投資者保護を図る趣旨であり、届出義務違反を伴う募集・売出しは重大な違反行為である」こと、従って、「必要な発行開示書類の届出を経ずに募集・売出しを行う場合には、募集・売出しに係る有価証券の内容を实態よりも好条件に見せかけ、または、不利な条件を隠匿する場合が想定され」、かかる場合には「虚偽の記載のある発行開示書類による募集・売出しと同視することが可能と考えられる」ため、「このような重大な違反行為については、違反の実効的な抑止を図る必要が高く、当該行為を課徴金の対象とする必要がある。」とされている。

かかる認識を背景として、平成20年改正金商法は、届出前勧誘禁止規制違反等について、以下のとおり課徴金制裁の対象とすることとした。

- ① 届出前勧誘禁止規制違反行為（募集・売出し）を課徴金の対象とし、課徴金の額は、当該取得させた有価証券の発行価額又は売り付けた有価証券の売価額の総額の2.25%（株券等⁷については4.5%）とする（同改正法172条1項）。なお、当該有価証券が新株予約権である場合、募集・売出しの価額の総額は、新株予約権証券の発行価額・売出し価額の総額のみならず、新株予約権の行使に伴い払い込むべき金額も含まれる（同条1項乃至4項）。
- ② 有価証券届出書の効力発生前の募集・売出しにより有価証券を取得させ又は売り付けた者につき、上記①と同様の額の課徴金の対象とする（同条2項）。
- ③ 目論見書を交付せずに売出しにより自己の所有する既開示有価証券を売り付けた者につき、上記①と同様の額の課徴金の対象とする（同条3項）。
- ④ 発行登録追補書類を提出せずに募集・売出しにより有価証券を取得させ、または売り付けた者につき、上記①と同様の額の課徴金の対象とする（同条4項）。

⁶ 立法担当者の解説として池田唯一＝三井秀範ほか著「逐条解説2008年金融商品取引法改正」（商事法務）294頁以下

⁷ 金商法施行令（以下「施行令」という。）33条の5

なお、ここでの発行価額の総額とは、「当該募集により有価証券を取得させた場合」の「当該取得させた有価証券の発行価額の総額」と規定されており（同改正法172条1項1号）、届出前勧誘禁止規制違反の募集により取得させた有価証券の総額と解するのが合理的と考えられる⁸。かかる解釈に従う場合は、募集総額の一部についてのみ届出前に勧誘を始めたが、残余についての勧誘行為は届出後に行ったケースでは、届出前勧誘禁止規制違反行為を構成する前者の部分のみが課徴金の対象となることから、たとえ全体の発行総額が大きくとも、前者の部分の総額が大きい場合には、課徴金額自体は大きな金額とはならない。他方、下記第五で述べる第三者割当の場合は、全ての割当予定先との間で事前接触が行われる例が多く、新開示ガイドライン施行前は、届出前勧誘禁止規制違反とされた場合の課徴金が比較的多額になる可能性が懸念されていた⁹。

ウ 民事制裁

金商法の下では、届出前勧誘禁止規制違反について特別の民事制裁規定は設けられていないが、民法の不法行為に基づく損害賠償責任（同法709条）の要件を満たす場合には同法に基づく民事責任の追及が可能と解される。即ち、金商法の開示規制は、市場の公正な価格形成機能等と並び、法令に従った正しい情報の下で投資行為を行うという投資家の法的保護に値する利益を実現するための制度と考えられる。そして、上記イの立法担当者の解説にも表れているように、届出前勧誘禁止規制違反は、虚偽の記載のある発行開示書類による募集・売出しと同視することが可能な場合もあるような違法行為であるため、投資家の上記法的利益を侵害する行為と考えられる。従って、届出前勧誘禁止規制違反は不法行為法上の違法行為に該当する可能性があり、その他故意・過失、損害及び違法行為と損害との間の因果関係等の諸要件を満たせば、民法の不法行為に基づき民事責任を追及することが認められるものと解される。もともと、届出前勧誘禁止規制違反の行為の後、届出の効力発生前の有価証券の取引禁止規制（法15条1項）違反行為も行われた場合には、後者に係る民事賠償責任規定（法16条）と併用して責任追及がなされることとなろう。

2 「勧誘」に関する法令・ガイドライン

⁸ 金融庁に照会した結果、同様の回答を得た。

⁹ 後に詳述するが、第三者割当の事前接触のケースは、主に一般向け公募のケースを念頭に置いて設計されたものと考えられる届出前勧誘禁止規制が適用されるべきケースとは本来局面を異にするものと考えられる。しかし法律上は、第三者割当で通常行われる割当先との事前接触に対して届出前勧誘禁止規制が同様に適用される可能性があることから、新開示ガイドライン施行前は、そのリスクが問題とされていたものである。

上記のとおり、届出前勧誘禁止規制違反は刑事罰、課徴金及び一般不法行為等の民事責任をもたらす可能性がある。しかし、「勧誘」の具体的意義は、必ずしも明確ではない。

(1) 一般的定義の不存在

金商法、関連政令・内閣府令・ガイドライン等では、「勧誘」の意義を定める一般的な定義規定は見あたらない。

(2) 募集・売出し又は勧誘に該当する場合の例示

開示ガイドラインでは、勧誘(募集・売出し)に該当する行為が例示列挙されている。即ち①有価証券の募集又は売出しに関する文書を頒布すること、②株主等に対する説明会において口頭による説明をすること、③新聞、立看板、テレビ、ラジオ、インターネット等により有価証券の募集又は売出しに係る広告をすることである(開示ガイドライン4-1¹⁰)。

3 学説の状況

(1) 開示規制上の「勧誘」に関する論点の整理

開示規制上の勧誘概念やその該当性判断基準等そのものを詳細に検討した論考は必ずしも多くない。その中で、比較的詳細に分析を行っている論考が神崎克郎「証券取引法」(青林書院(現代法律学全集42)・188頁以下)であり、これを参考に問題状況を纏めると以下の通りである。

(2) 勧誘の定義

勧誘とは、特定の有価証券についての投資家の関心を高め、その取得・買付を促進することとなる行為をいう。

(3) 取引条件表示の要否

¹⁰ 新開示ガイドラインの施行後も、主として一般向け公募を念頭に置いたものと解される開示ガイドライン4-1の基本的な内容に変更はない。なお、第三者割当に係るガイドライン2-11については、後記第五の3(2)参照。

勧誘といえるためには、有価証券の発行・売価等価格等の取引の条件を表示することが必要とは言えない。

その根拠として、法は有価証券の募集・売価等価格等の取引条件が未定の状態でも募集・売出しの届出を認めて勧誘行為を行いうるものとしていること（法5条1項但書）が挙げられる。

(4) 募集・売出しへの言及の要否（事業内容のみへの言及の場合など）

勧誘がなされる場合、募集・売出しへの言及がなされる場合が多いものと推察されるが、募集・売出しへの言及がなければ勧誘無しということは言えない（以下、募集・売出しへの言及がなされる場合を、本稿では便宜的に「明示の勧誘」と、言及がなされない場合で勧誘と評価される場合を「黙示の勧誘」という。）。これは、「黙示の勧誘」が「勧誘」に該当しないこととされれば、届出前に投資家の投資有価証券への興味を惹くような行為が容易に行われ、届出書の記載事項を中軸にした正確な情報に基づく投資家の **informed judgment** の担保という開示規制制度の根本の一角が崩れかねないためであり、かかる行為を防止するべく黙示の勧誘も「勧誘」に含まれると解されている。

黙示の勧誘を「勧誘」と捉える根拠として、有価証券の募集・売出し自体に言及しなくても、特定の有価証券についての投資家の関心を高め、その取得・買付けを促進することは容易に行うことが出来ることが挙げられる¹¹。また、有価証券の募集又は売出しの届出等に関する取扱い通達（蔵証2272・昭和46年9月6日）が勧誘行為に用いられる目論見書について「単に事業の内容のみを指し、重要要項が記載されていない会社案内等の文書であっても、例えば株主等に対する増資説明会で頒布する等募集又は売出しのために公衆に提供されるものは、目論見書に含まれることに留意する。」（同通達2-4）としていたことも一つの参考となる。

4 届出書及び目論見書による規制の趣旨

上記のとおり、金商法の下では、募集・売出し（勧誘）に先立ち、投資判断に必要な全ての情報を過不足なく記載した完結した文書である（でなくてはならない）届出書の公衆縦覧による開示が行われる。さらに、発行者、売出人、引受人、金融商品取引業者等が、有価証券を募集・売出しによって取得させ、または売付ける場合には原則として、

¹¹ なお、「引き合わせ」という概念により、届出前勧誘禁止規制を回避しようとの試みが一部にあるものといわれている。届出前の時点で、金融機関が発行者と投資家とを引き合わせる役割に留まる限りは、許容されるべき「ビジネス・マッチング」であり、届出前勧誘禁止規制の違反は生じない。しかし、例えば引き合わせとの位置付けの下で、金融機関が届出前に既に大枠が決定済の発行案件にかかるタームシートまで渡すような事例があるとすると、届出前勧誘禁止規制に違反する可能性が高いであろう（なお、プレ・ヒアリング等については後記第四を参照）。

法定の要件を満たした目論見書を作成し、投資家に交付することが前提とされている（法15条2項本文）。

かかる前提に基づき、有価証券に対する投資判断を投資家の自己責任に帰せしめる根拠として、適正な届出書の作成と提出を要求し、虚偽の内容を含む目論見書その他の資料の使用を禁ずる法規制が採用されている（法13条4項、5項）¹²。届出書の不提出および虚偽・欠落のある届出書の提出や、虚偽・欠落のある目論見書等を用いた勧誘によって形成された投資判断は、金商法が要求する過不足ない正確な情報に基づくものではないため、当該判断について投資家の自己責任を求める前提を欠くこととなる。更に、届出前の勧誘によって一旦形成されてしまった投資判断は、その後に届出がなされたとしても、事後的には治癒される保証がないものと金商法は考えているものと思われる。

実際上も、①投資家の投資判断にとって重要な情報について届出書という文書の形で証拠が残るため、届出書作成者（発行者）がその記載の正確性に慎重になる効果が期待できること、②届出書の提出前の勧誘、届出書の効力発生前の有価証券の取引禁止、届出書の虚偽記載等について刑事罰、行政罰（課徴金）及び民事责任等の制裁を設けることを通じて、無責任な情報により投資家の投資判断が形成される事態を抑止する実効的な担保が可能となること、等の効用があるものと考えられる。

5 実務上の課題

(1) 実務の状況

上記2及び3で述べた通り、新開示ガイドライン施行前の「勧誘」概念に関する法令、開示ガイドラインの規定及び学説は、主として一般向け公募を念頭に、極めて限定的、形式的、一般的な解釈指針を提供するに留まっていた。また過去の摘発事例でも、勧誘者が当初から届出を一切行わない意図の下で募集・売出しを行うなど、悪質性が極めて高い事案のみが摘発されているのが実態であり、上記3(4)のような勧誘との境界が不明確な行為が当初行われた後に届出が行われたケースにおいて摘発がなされた事例は見当たらない。その背景は、上記第一で述べたとおり、平成20年改正金商法の施行前は、届出前勧誘禁止規制の違反に対する明文上の制裁が刑事制裁のみであり、罪刑法定主義の下で、「勧誘」概念に関する規制当局の運用姿勢も謙抑的なものとならざるを得なかったという事情があったものと推察される。また、証券会社に対する行政措置について

¹² 参照方式の場合（届出書につき法5条4項、目論見書につき法13条3項）は参照対象とされた継続開示書類を通じて、また、請求目論見書（法15条3項）に係る規定の適用がある有価証券（法13条2項2号イ(2)参照）については請求を通じて、それぞれ初めて、届出書・目論見書の本来の全記載事項にアクセスできる方式が採用されている。これらは、単独で完結した届出書・目論見書の作成・交付要請に対する例外的取り扱いであるが、実務上の便宜やコスト軽減要請に対する一定の配慮を反映したにすぎず、上記の原則的考え方がこれらによって放棄されたものではない。

も、勧誘概念の解釈指針に乏しいこと、届出前勧誘禁止規制違反の端緒の捕捉や認定の困難性などから、規制の実効的な執行は困難であったものと推察される¹³。また、新開示ガイドラインも第三者割当に係るガイドラインを提供するに留まっており（その詳細は後記第五の3(2)）、発行者の日常的情報発信及びプレ・ヒアリング等の状況をも見据えた解釈指針は依然として示されていない。

(2) 開示規制上の「勧誘」の基準定立の困難性

開示規制上の勧誘該当性の判断基準が一律に定められていない理由として、同概念が、被勧誘者の購買意欲を掻き立てるような行為かどうか（販売圧力が発生しているかどうか）により決せられるものとされているところ、その該当性判断は、(i)働きかけを行う者の提供情報の内容、(ii)働きかけの行為態様、(iii)発行者の置かれた状況、(iv)有価証券の種類、(v)勧誘対象者の属性・主観的要素等の多様な判断要素の組合せに応じて結論が異なるため、予めあらゆる状況を想定した包括的かつ画一的な基準を規定することが困難であるためであるとも考えられる。

加えて、募集・売出しへの言及がなされる明示の勧誘に該当しなくても、届出前に投資家の投資有価証券への興味を惹くような行為については、「黙示の勧誘」として勧誘該当性が認められる場合がある点（上記3(4)）も、画一的な基準を規定することの困難さの一因となっていると思われる。

(3) 「勧誘」該当性の事前予測可能性を高めることの必要性

しかしながら、仮にあらゆる状況を想定した包括的かつ画一的な基準設定が現実的でないとしても、「勧誘」該当性に関する疑義が生じやすい典型的な幾つかの状況について、予め勧誘該当性に関するより詳細なガイドラインを設けるなどの方法により勧誘該当性の事前予測可能性を高めることは可能でありかつ必要・有益である。例えば米国ではSECからの各種リリースやセーフハーバー・ルールが提示されており、これらが実務に重要な指針を提供している。

勧誘該当性の事前予測可能性が低い場合、本来は勧誘に該当しない（或いは勧誘に該

¹³ なお、本来「勧誘」を受ける投資家が勧誘を巡る事実関係を最も良く知ることから、規制の実効性を高めるためには、投資家に、一定の要件の下で届出前勧誘禁止規制違反に対する民事上の救済を認める制度を設けることが考えられる。具体的には、無届勧誘により有価証券を取得した投資家に原状回復を求める権利や買戻しによる救済を求める権利など、金融商品販売法下の金融商品販売業者等の損害賠償責任（同法5条）や損害額の推定規定（同法6条）と類似の制度を設けることなどである。上記のとおり、立法担当者によれば、届出前勧誘禁止規制違反行為は場合により有価証券届出書の虚偽記載と同視しうる違法行為と捉えられており、有価証券届出書の虚偽記載については、金商法上、原状回復的な損害賠償を認める民事責任が規定されている（同法18条、19条）ことも参考になろう。

当すると解されるべきでない) 行為であって、社会的にまたは資本市場が十分に機能するために必要かつ有益な行為(例えば継続開示会社の日常的な情報提供行為など)が、届出前勧誘禁止規制に抵触するリスクを心配するが故の萎縮効果によって過度に制約される虞がある。このような事態を避けるために、事前予測可能性を高めることは資本市場の健全な機能発揮のために有用であり、課徴金制度の導入もあり、その重要性は高まりつつある。

以下においては、「勧誘」該当性についての判断において検討すべき課題を比較的多く含むものと思われる、有価証券届出書提出前の発行者の日常的な情報発信(第三)、プレ・ヒアリング等(第四)及び第三者割当(第五)を検討対象として、届出前勧誘禁止規制により保護されるべき投資家の利益(不当な販売圧力の下で、しかるべき情報を提供されないまま投資判断を余儀なくされることがないように、保護を受ける利益)と、勧誘概念が不明確であることにより萎縮効果を受けることに伴い損なわれうる資本市場の機能やその他社会的に有益な要請を個別に拾い上げた上で、あるべき勧誘概念の内容及び届出前勧誘禁止規制のあり方に若干の検討を加える。

第三 発行者の日常的な情報発信に関する課題

1 発行者(特に公開会社)による情報発信の必要性

継続開示を義務づけられる上場会社等に代表される公開会社(以下「公開会社」という¹⁴⁾)である発行者のステークホルダーの種類は多様であり、それらの者に対して様々な理由・目的により情報発信を行う必要性又は有用性が認められる。

(1) 公開会社のステークホルダーの種類

情報開示を必要とするステークホルダーを幅広く見た場合、その種類としては、①流通市場で流通する有価証券の投資家、②株式会社や投資法人などの、株主や投資主等の組織法上の持分権者、③会社の商品やサービスの顧客や取引関係者、④社会的活動主体・雇用主としての企業に対する一般社会、地域社会、従業員や求職者などが挙げられる。

(2) 各種ステークホルダー宛の発信情報の種類

各種ステークホルダーに対応する情報発信行為として(必ずしも発行者自身による

¹⁴ ただし、文脈に応じて、或いは引用文献内の用語として「上場会社」「開示会社」「継続開示会社」「既開示有価証券の発行会社」等の用語を用いる場合がある。

情報発信行為のみに限られないが)、上記(1)の①については、法定の継続開示(有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書、これらの訂正報告書等)、取引所規則に基づく適時開示、自主的 IR 活動、アナリストレポート、取引所の株価情報などが有用である。また、②については、会社法などに基づく、持分権者宛の各種の公告、通知等の情報提供、③については、商品・サービスの広告、商品購入者に対する商品情報提供、ローン提供者に対する財務数値等の情報提供、④については、企業の意見広告・イメージ広告、求人情報、各種レポート(環境レポートや CSR レポートを含む)などが挙げられる。発行者が各種のステークホルダーに対して発信する情報の具体的な種類等については末尾別紙1を参照されたい。

発行者が発信するこれらの情報は、インターネットの普及などに伴い、それ以前の状況と対比すると、種類、量、即時性、頻度及び伝達手段の多様性が飛躍的に充実している。

2 情報発信規制の必要性

他方、発行者による上記各種の情報発信は、それ自体は本来何ら問題ない筈の事項であっても、募集・売出しが行われる状況の下で、届出書提出前に投資家の投資意欲を惹起するおそれがある場合には、例外的に当該情報発信を差し控える必要があるか否かを慎重に検討する必要がある。

この問題は、最終的には、①発行者が情報発信を行う利益及び必要性と、②投資家が届出書・目論見書制度の保護の下で適正な情報に基づき発行市場における投資判断を行う事が出来ることという投資家保護の観点との調整により決すべきものと考えられる。

上記①の発行者が情報発信を行う利益及び必要性には様々なものが含まれるが、中でも、(i)既存投資家を含む上記1(1)で述べた会社ステークホルダーの情報受領権又は受領の利益、(ii)発行者の情報発信の利益(その基礎としての表現の自由)、(iii)適時適正な投資情報を投資家に提供することで、かかる投資情報を適時的確に折り込んだ効率的で透明な流通市場という国家的インフラストラクチャーを構築し、金融商品等の公正な価格形成を促進する利益及び必要性には注意を払う必要があるものと考えられる。

3 現在の実務状況

現状では、明示のルールは形成されていないが、現在の実務上は、概ね以下のような議論や取扱いがなされるケースが多いのではないかと考えられる。

(1) 公開会社の募集・売出し前の情報発信についての実務状況

公開会社の情報開示実務では募集・売出し前であっても、通常の情報発信活動は従前通り行うことができるものと考えられている。

他方で、日常的に情報発信を行う公開会社であっても、従前の情報発信活動の規模や態様とは異なる、大規模又は注目度の高い広告の新規実施、商品販売等との結びつきがない新規イメージ広告等の情報発信活動は黙示の勧誘としての疑義を招きかねないとして届出前は差し控えるべきであるとの考え方が一般的である。

しかし、個々の事象に対する具体的な当てはめの判断は実務の現場では必ずしも容易ではなく、募集・売出しの成功を重視する中で、多くの場合は、保守的な対応がとられる傾向がある。適切なバランスを実現するため、任意開示その他の IR・広報活動について、一定のガイドライン（セーフハーバー・ルール）を設けることが有益である。

(2) 非公開会社の IPO 前の情報発信についての実務状況

公開会社でない会社（以下「非公開会社」という。）の場合、公開会社と対比すると、法定開示義務や取引所の適時開示義務等もなく、この点においては、公に発信することが義務づけられる情報は限定されている。これは、そもそも多数の投資家が集散する有価証券の大規模な流通市場を有しない非公開会社の場合には、既存株主に対する会社法に基づく開示や個別の情報提供を超えた、広範な投資情報の発信（パブリシティ、IR）を行う必然性に乏しいためである。

従って、非公開会社が、具体的な株式公開（IPO）計画を視野に入れ始めた時点以降に、主として将来の投資家を意識した投資情報（資本政策、業績見通し等）の広範な発信を開始することは、公開会社と対比した場合には、勧誘に該当すると推認され又は評価されるリスクが大きいものと言える。

他方で、非公開会社であっても、製品・商品やサービスの広告ならびに新規事業・提携・新規発明の発表等、事業の発展・展開のための任意の情報発信を行う必要性は公開会社と何ら異なるところがない。また、事業活動の推進等のために事業者自身の自己紹介的に、企業情報や一定の財務情報を提供する必要性または有用性が認められる場合もあると思われる。しかし、非公開会社の公開（IPO）の前に、勧誘に該当し、届出前勧誘禁止規制に抵触する虞を意識する余り、本来の事業展開に必要な情報発信まで過度に制約する事例もあるやに聞かれる。それでは、折角の非公開会社の発展のための株式公開であるにもかかわらず、募集・売出しに係る規制によって、新規公開会社の発展や事業活動の自由が却って阻害される虞さえあり、適切ではないであろう。

そこで、非公開会社の募集等の届出に先立つ情報発信についても、製品・商品やサービスの広告、自己紹介的な情報提供、ならびに新規事業・提携・新規発明の発表等、事

業の発展・展開のための任意の情報発信は、それが事実在即し、かつ広告や提携その他の事業展開といった目的に照らして必要・相当と認められる限りは、IPOの準備期間に近づいた時期であるからといって、安易に黙示の勧誘に該当すると推認したり評価したりすべきではない。但し、かかる評価においては、情報提供の相手方の人数・属性やIPOとの時期的接近度合いと共に従前の情報発信の内容、頻度等を考慮する必要がある、例えば、従来行っていたものと著しく異なる規模・態様・頻度の広報活動をIPOの時期が近づいたタイミングにおいて突然開始する等の行動は黙示の勧誘に該当するとされる虞が強い（但し、短期間に急速に業容を拡大している新興企業が、拡大する業容に応じて広報活動を活発化する等の場合には、実態に応じた柔軟な判断が望まれる。）と思われる。

4 ガイドライン等の指針の必要性

上記3のとおり、公開会社及び非公開会社を問わず、届出前勧誘禁止規制に抵触することなく、発行者が必要かつ相当な日常的情報発信を行うことができるように、この点をカバーするガイドライン等の指針の策定が望まれる。

尚、この関係で、開示会社における情報発信と届出前勧誘禁止規制との関係については、類似の問題を取り扱う米国SECのプレスリリースの蓄積やセーフハーバー・ルールが参考となるであろう（末尾別紙2参照）。

我国においても、上記米国の事例を参考に、法令又はガイドライン等によりルールを定めることが考えられる。

例えば、①当該発行者の情報が広く周知されている場合（例えば発行登録制度の利用適格要件を満たす発行者）については、一定の要件の下で届出前勧誘禁止規制を法令上又はセーフハーバーにより事実上適用除外とすること、②届出書提出直前の制限期間を除く期間の情報発信を、有価証券の募集等自体に言及しないこと、発行者自身がなす情報発信であること等の適切な措置を定めることを要件として自由に行うことができることとすること、③上場会社について取引所規則上義務づけられる適時開示（業績予想等の将来情報の開示を含む）を行うことが届出前勧誘禁止規制に該当しないことを確認すること、④非公開会社のIPO前の情報発信について、自由な事業展開や製品・サービス等の広告に過度の制約が課されないことを確保すること、といった内容のガイドラインを設けること等が一例として考えられると思われる。

第四 市場仲介機能の適正な発揮のための準備行為（プレ・ヒアリング等）に関する課題

1 プレ・ヒアリング等の意義

証券会社が有価証券（発行者）と市場を結びつける仲介機能が適正に働くためには、有価証券発行又は募集・売出しを実行するかどうかの判断の前段階として、届出書提出前の段階で需要の有無や投資家が求める金融商品の内容を把握するための事前準備行為（事前需要調査、事前需要動向調査、プレ・ヒアリング、プレ・マーケティング¹⁵などと呼ばれる）が必要とされる場合がある。もっとも、最近では募集・売出しの届出後に、発行・売出し条件や数量を需要に合わせて調整するための各種の手法が発達を見ており（ブック・ビルディング、オーバー・アロットメント等）、これらは発行条件や発行数量調整のために重要な機能を発揮することも事実であるが¹⁶、基本的には、発行スキームの大枠が固まり届出書が提出された後の調整機能に留まるものと思われる。そして、現実の市場では、特に、公開会社が届出書を提出した段階で、投資家の間で資金調達等に関する一定の予見や期待などが生じるケースも考えられるため、届出書提出前のプレ・ヒアリング等により、届出に係る一般向け公募等の実現可能性に付いてある程度の見極めを付ける必要性があるケースが存することも事実と思われる。

2 一般向け公募に係るプレ・ヒアリング等に関する課題

上場株式の一般向け公募の場合において、届出書提出前（従って、一般投資家に対する勧誘が行われる前）に、発行者が単数又は複数の証券会社に接触を行い証券発行の意欲を伝達し、証券会社側も発行者が希望する条件での発行を市場が受け入れ可能か否かの見極めのため、さらに自らの引受リスク¹⁷の初期的検討のため、機関投資家等に対していわゆる需要動向の調査を行う場合がある。このような、届出前に行われる発行者の証券会社への接触や証券会社の行うプレ・ヒアリング等は、一般向け公募における、市場で無理なく受入可能な責任ある発行スキームの大枠を固めるために、特に市場全体の購買意欲・能力の見極めが必ずしも容易とは言えない一般向け公募（例えば、日本国内に限らず複数法域において実行される国際的な公募、大規模な公募や比較的知名度の低い発行者の公募など）の場合に必要性が認められる（このような、責任ある発行開示を行うために、発行開示に先立ち一定の準備行為が必要とされる点では、後記第五の第三

¹⁵ 日本証券業協会「会員におけるブックビルディングのあり方等について」（平成19年11月21日）7頁では、届出書提出前の機関投資家への調査を「プレヒアリング」、届出書提出後勧誘が可能になった段階での、仮条件の価格帯の決定にあたっての機関投資家への調査を「プレマーケティング」と表記しており、本稿でもかかる用語例に従い、届出書提出前の機関投資家への調査については「プレ・ヒアリング等」の用語を用いることとする。

¹⁶ 日本証券業協会『「有価証券の引受け等に関する規則」等の一部改正について』（平成20年1月15日）、証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会論点整理（平成18年6月30日）13～14頁（「②適切な発行条件の設定」）

¹⁷ 金融商品取引業者は、法令上の義務として、著しく不相当と認められる数量、価格その他の条件により、有価証券の引受けを行っている状況に該当することがないようにその業務を行うよう義務づけられている（法40条2号、金融商品取引業に関する内閣府令123条1項13号）

者割当と共通性を有する状況が認められる。)

行政上も、「上場会社が株式や新株予約権付社債（株式等）を発行しようとする際、主幹事証券会社又はその関連会社が、発行体による当該株式等の発行に係る情報（発行情報）の公表前に、国内外の機関投資家に対して当該株式等に係る需要動向の調査を行うこと」¹⁸に伴う内部者取引の事前予防のため「募集に係る有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査」に係る行為規制が課されているが（法38条6号、金融商品取引業に関する内閣府令117条1項15号）、かかる需要動向の調査自体が一律に届出前勧誘禁止規制に反するものとして禁止されているわけではない。ところが、「募集に係る有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査」の「勧誘」への該当性については、行政上の判断基準が、現時点では必ずしも明確に示されていないため¹⁹、国内市場における引受を伴う募集では、原則として、プレ・ヒアリング等を行わないこととされており²⁰、その背景として届出前勧誘禁止規制への抵触の判断基準が明確でないこと等の指摘がなされている²¹。その結果、国外市場においては、原則としてプレ・ヒアリング等対象者等との間で、①秘密保持、②法人関係情報若しくは当該募集を行うことが公表されるまでの間の特定有価証券の取引制限、③プレ・ヒアリング等は需要の見込みに関する調査が目的であり勧誘が目的ではないことの確認、等を内容とする契約を締結した上で、プレ・ヒアリング等を実施しているものの²²、国内市場では、かかるプレ・ヒアリング等を原則として実施しないというやや変則的な状況が継続しており、市場仲介機能を国内外において偏りなく適正に発揮するために、かかる状況の解決が必要と解される。

3 オーダーメイド型の金融商品に関する課題

また、仕組みやリスク・リターン性格において独自性が強く需要の予測がつきにくい、オーダーメイド型の金融商品（例 PEファンド、仕組み債、特色のある外国投信など²³）については、投資家が求める商品内容を商品の組成者が把握するためのプレ・

¹⁸ 証券取引等監視委員会の建議（「金融庁設置法第21条の規定に基づく建議について」（平成18年4月14日）の「プレ・ヒアリング（事前需要調査）に係る情報管理体制の整備について」

¹⁹ 金融庁の「証券会社の行為規制等に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令（案）に対するパブリックコメントの結果について」（平成18年10月4日）の「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」6頁No. 6及び7

²⁰ 日本証券業協会「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」（平成18年12月1日、以下「プレ・ヒアリング取扱い規則」という。）9条

²¹ 日本証券業協会「プレ・ヒアリング（事前需要調査）に係る行為規制府令等の改正に伴う本協会関係規則の改正案に対するパブリック・コメントと本協会の考え方について」（平成18年12月1日）2～3頁（項番4）

²² プレ・ヒアリング取扱い規則4条1項各号、2条1項、2項

²³ なお、外国投信については、金商法上の勧誘の問題の他、募集の取扱い等（投資信託及び投資法人に関する法律（「投信法」）26条1項、60条1項、219条1項、223条1項。金商

ヒアリング等が一定程度必要であることは否定できず、これが過度に制約されると、需要に応じた様々な仕組みの商品を投資家・マーケットに提供するという証券会社の仲介機能が損なわれてしまう。このうち、集団投資スキーム持分については、金商法で第2項有価証券と整理され募集概念も勧誘に応じた所有者数ベースで決定するとの立法的解決がなされたが、第1項有価証券については証取法下と同様に勧誘ベースでの募集概念が維持されているため、オーダーメイド型の金融商品に関するプレ・ヒアリング等が勧誘に該当すると判断される可能性も依然として残されており、その解決が必要と解される。

4 ガイドライン等の指針の必要性

以上のとおり、プレ・ヒアリング等については明確な議論の蓄積が見られるとまでは言えず、プレ・ヒアリング等についても勧誘該当性についての指針となるガイドライン等の具体的基準が必要とされると考える。ガイドライン等の設定に際しては、①届出前勧誘を禁止することにより一般投資家が不十分・不確実な情報の下で不当な販売圧力に晒されることを防止するという届出前勧誘禁止規制の趣旨に十分配慮を行いつつ、②市場で無理なく受入可能な責任ある発行スキームの大枠を固めた後に発行開示を行うことにより、特に流通市場での投資家が多数存在する上場株式等の場合において、流通市場の投資家に混乱を与えるような確度の低い開示（例えば、実現可能性が不明瞭な一般向け公募に係る届出書の提出等）を回避する利益や、③投資家の需要に応じた内容・数量の有価証券の販売スキームを組成する利益という、証券会社が有価証券（発行者）と市場を結びつける仲介機能の適正な発揮の視点等も加味することが必要と解される。

第五 第三者割当に関する課題（主として公開会社について）

1 概要

上記第一で述べたとおり、従前から、第三者割当における、届出前の発行者による割当予定先への事前接触の実務慣行が届出前の「勧誘」に該当すると解釈されかねない可能性が認識されており（下記2（1）乃至（4））、平成21年の企業内容等の開示に関する内閣府令（以下「開示府令」という。）及び東京証券取引所等の諸規則（以下「取引所規則」という。）の諸改正後はその可能性がより強まる虞があった（下記2（5））。

法上の募集の取扱い及び私募の取扱い等を含む）が行われる場合は、公募・私募の別を問わず投信法上の届出適用対象となる（投信法58条1項、220条1項）。実務上は、届出には相当の費用・時間がかかるため、届出を行う前に需要についてのサウンディング（プレマーケティング）を行いたいというニーズが少なからずあるものとされ、投信法上の募集の取扱い等の認定との関係からも「勧誘」概念の範囲が問題となる。

かかる問題解決のための方策として行われた新開示ガイドライン2-11の制定により、第三者割当の実施に当たっての割当予定先との事前接触行為が届出前勧誘禁止規制に違反するとされるおそれは実務上はほぼ解消されたものと考えられるが、新開示ガイドラインの下でもなお課題が残されており、この点を解消するためには法令の改正や追加的なガイドラインの制定も含めた対応策を採る選択肢も考えられる（下記3（3））。

2 問題の所在

(1) 公開会社の第三者割当と届出書の提出

公開会社の上場株券等の勧誘を伴う新規発行については、プロ私募及び少人数私募に係る届出義務の例外規定の適用がない²⁴。従って、公開会社が上場株券に係る第三者割当を行うためには、常に有価証券届出書を提出する必要がある。しかし、以下に述べるように、一般向け公募を念頭において設計されたと考えられる届出前勧誘禁止規制を第三者割当にそのまま適用することは適切とは思われない。

(2) 事前接触等の必要性

下記(3)及び(4)に記載の通り、従前から、第三者割当の実務では、第三者割当計画等の公表及び届出書提出前に、発行者と割当予定先との間で、接触、交渉及び（企業提携型の場合には）Due Diligence など（以下、包括して「事前接触等」という。）が行われ、適宜の方法で割当予定先の引受け意思確認やその為の下準備、情報のやりとり等が行われており、これらの行為は、第三者割当の円滑な実施のために必要と考えられてきた。実務では、このような事前接触等を経て、届出書を提出する前の時点で、事実上、割当予定先、割当による調達金額、資金の用途などが決まっている例が多いものと考えられる。他方、一般向け公募における「勧誘」概念の解釈論によると、有価証券の新規発行が予定されている状況の下においては、特定の有価証券についての投資家の関心を高め、その取得・買付を促進することとなる行為が「勧誘」であり、また黙示の勧誘も勧誘に該当するものと一般に解されているのは前述の通りである。このような、伝統的に、一般向け公募を念頭に置いて設計したと考えられる届出前勧誘禁止規制に関する議論を、第三者割当のための事前接触等に形式的に当てはめた場合、事前接触等は届出前

²⁴ プロ私募のうち適格機関投資家私募につき法2条3項2号イ、施行令1条の4第1号イ（同括弧書き参照）、法24条1項各号、特定投資家私募につき法2条3項2号ロ、施行令1条の5の2第2項1号イ、法24条1項各号を参照（同項1号では、特定取引所金融商品市場（法2条32項）のみに上場されている有価証券である特定上場有価証券（同条33項）は除外されている）。少人数私募につき法2条3項2号ハ、施行令1条の7第1号（同括弧書き参照）、法24条1項各号を参照。

勧誘禁止規制に抵触すると解されることになりかねない。

しかし、上述の通り、第2項有価証券については「その組成において投資者の需要等を踏まえながらその内容を確定させていく方法等がとられる場合が多いため、いつの時点での行為が集団投資スキーム持分等の『取得の申込みの勧誘』に当たるのかを判定することが困難である」こと等を理由として、勧誘に応じ実際にその有価証券の取得を行った「所有者の数」を基準として、募集の判定を行うこととされている（金商法2条3項3号）ところ、「いつの時点での行為が『取得の申込みの勧誘』に当たるのかを判定することが困難」な点においては、第三者割当にもほぼ同じ状況があるといえよう。また、第三者割当のケースにおいて、「勧誘」概念を一般向け公募事例と同様に解して事前接触等の前に届出書提出を求めるとすると、割当予定先が定まっておらず、当該第三者割当の内容・成否が極めて不明確な段階で、届出書による資金調達計画その他の開示が行われることになる。このような届出を行うと、第三者割当による資金調達計画に反応して、株価変動がもたらされるおそれが強く、万一第三者割当の割当先を希望通り確保できなかった場合は、状況によっては相場操縦の様相を帯びかねない（但し、故意による詐欺的行為については、現状よりも積極的な法の執行をためらうべきではないという考え方がある一方で、故意のない単なる「結果」については相場操縦や偽計・風説の流布その他の詐欺的行為規制が及ばないことはいうまでもない）。また、企業提携型の第三者割当の場合に、提携候補への接触前に届出を要とした場合には、企業提携の阻害要因になり兼ねない²⁵。更に、経営危機に頻した企業の救済型の第三者割当の場合、救済のアレンジが決定する前の開示を求めるというのでは発行者の破綻を招きかねず現実的でないように思われる。従って、届出前勧誘禁止規制における「勧誘」概念を含む通常のをそのまま第三者割当に適用することは適切とは思われない。

(3) 第三者割当の種類

以下、第三者割当の事例を、目的、資金使途及び割当先の観点から概観し、第三者割当に係る開示についての実務慣行においては、届出前に事前接触等を通じて割当先との間で実質的な協議が行われ、第三者割当に係る重要事項の大枠が決定済みであることを前提としていることを検証する²⁶。その上で、そのような実務の適切性を検討する。

²⁵ 例えば、提携プレミアムが生じる場合、その合理的配分をどのように考えるべきかという問題とも密接に関連する。届出前に第三者割当先、発行株式数及び発行価額等を決定してこれを届出する現行の届出実務の下では、第三者割当実行の事実自体により影響を受ける前の株式の市場価格を前提として事実上発行条件が定められることとなるため、提携プレミアムはリスクを取って第三者割当に応じる提携者に（少なくとも多めに）配分すべしとの考えに親和性があると思われる。

²⁶ 但し、もとより、交渉の進行具合・確実性は事案によって異なり、現に届出書提出後に第三者割当の中止、時期の延期、割当金額の減額等が行われる事例がある。

第三者割当の類型を上場会社の開示資料から分析した資料²⁷によると以下の通りである。

ア 増資の理由

①財務体質・経営基盤の強化（70社）、②自己資本の充実・強化（46社）、③業務資本提携（26社）、④事業拡大（9社）、⑤公的資金受入（5社）、⑥信用拡大・強化（3社）などである。

イ 資金使途

①運転資金（56社）、②借入金返済（23社）、③設備投資（17社）、④新規事業資金（10社）、⑤研究開発（7社）、⑥合理化（5社）などである。

ウ 割当先（投資家）の属性及び数等^{28・29}

割当先の属性及び数は以下の通りである。

① 取引先と推測される会社や親密先大手銀行への割当

泉州銀行の三和銀行他186社、関東銀行の396社、新潟中央銀行12,657社³⁰、足利銀行の3,088社、千葉興銀の1,009社、広島総銀の617社、東和銀行の3,535社、琉球銀行の4,929社、東日本銀行の太陽生命他2,519社、鳥取銀行の三和銀行他493社、筑波銀行の九州電力他858社、びわこ銀行の明光ナショナル証券他2,758社、熊本ファミリー銀行の412社・610社宛、長野銀行の3,691社、九州銀行の1,094社、富山銀行の976社、大東銀行の3,159社、福岡シティ銀行の1,057社、東北銀行の千代田火災他1,080社、南日本銀行の岩崎育英奨学金他867社、福島銀行の1,925社、豊和銀行の富士通他1,125社へ、の各割当

② グループ会社等への割当

²⁷ 若干古いが、当該年度の第三者割当の概観を得ることができる、一般に容易に入手可能な最近の情報として、1999年度の例（商事法務1564号10頁以下）

²⁸ 割当先の属性については一部推測に基づく点、及び、重複して記載可能なものについても類型のみに記載しているものが含まれる点に留意されたい。

²⁹ 発行者と割当先の関係及び第三者割当の目的・資金使途についての推測を踏まえた分類を行っている。なお、ここで掲げた第三者割当の全ての事例において、事前接触等の後で届出書提出が行われたのか、届出書提出等の後に接触が行われたのかの事実関係を確認していないが、一般的な実務の流れに照らすと、多くの場合では届出書提出に先行して事前接触等が行われた可能性が高いものと推察される。

³⁰ この年度で最も割当先が多い事例。

(i)明光ナショナル証券の松下電器産業・住友銀行へ、(ii)勸業角丸証券の第一勸業銀行他へ、(iii)ミサワ東洋のミサワホーム他9社へ、(iv)住友建設の住友不動産他21社へ、(v)東急建設／観光の東急へ、(vi)伊豆急行の伊豆観光施設へ、(vii)日野自動車のトヨタ自動車へ、の各割当

③ 救済先への割当

(i)長谷工コーポレーションの大和銀行他32社へ、(ii)大阪銀行・近畿銀行の大和銀行へ、(iii)足利銀行・広島総銀・東和銀行・熊本ファミリー銀行の整理回収機構へ、(iv)兼松の兼松エレクトロニクス他238社へ、の各割当

④ 提携先等への割当

(i)山陽／北九州コカ・コーラボトリングのコカ・コーラホールディングズ・ウエストジャパンインクへ、(ii)日本テレコム(BT・AT&T)へ、(iii)日産自動車・日産ディーゼルのルノーへ、(vi)ダイヤモンドリースの明治生命他14社へ、(v)ライフのGEキャピタルへ、の各割当

⑤ ファンドへの割当

志村化工のザジャパנקリサリスファンドリミテッドへの割当などである。

エ 届出前勧誘禁止規制との関係で見た場合の類型化要素

増資の理由(上記ア)や資金使途(上記イ)は開示規制の観点から重要な情報であることは間違いないが、現実には資金の色分けが困難である中、これらの情報は会社によりある程度裁量的に扱うことが可能な情報といえなくもなく、その意味で届出前勧誘禁止規制の適用・不適用の要件論の基礎をなす類型化要素として採用するには工夫を要するように思われる。

他方、割当先(投資家)の属性及び数等(上記ウ)は、藁人形等を介するような場合を除き、発行者による恣意的な操作が比較的困難であるため、投資家保護という届出前勧誘禁止規制の適用・不適用の要件論の基礎をなす類型化要素として有益な指標たりうるものといえるので以下、かかる指標に基づいて第三者割当の実態を見てゆくこととする。

(ア) ①多数の取引先などを割当先とする類型

上記ウ①に該るこの類型は、金融システム不安等を背景に、金融機関が、数多くの融資先や取引先に対して、増資要請を行ったものと推察される類型であり、かつ、第三者割当後の破綻事例等が発生した点で問題がより深刻化した類型であり、ある意味ではわが国の金融システムに危機的状態が生じていた時期に特有の一時的現象類型といえそ

うである。この類型の分析の視点としては、第一に融資関係を通じて優位に立つ可能性がある銀行が優越的地位の濫用を行っていないかという観点、第二に、割当先が極めて多数に上るため個別条件交渉の余地がなく、事前接触等の段階で一律に十分なリスク説明を行うことが必要であったかどうかも事案により異なりうる点がある。

前者は重要な問題であるものの、優越的地位の濫用の問題は私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律により規制すべき問題であり、有価証券届出書の提出前に勧誘が行われることと強く結びついた（或いはその評価の際に斟酌すべき）問題事象とまでは言えないものと考えられる。他方、後者の問題は、日本の金商法における公募私募制度の区別の基本事項に関わる問題であると思われる。なぜなら、そもそも公開会社のエクイティファイナンスに私募規定の適用がないうえに、そのことを捨象したとしても、少人数私募は50名未満であること、プロ私募³¹の基本的枠組みは適格機関投資家相手である（かつ転売制限等を要する）こと等の要件を満たす必要があるところ、上記①ウの事例の割当先の人数と属性を見る限り、実質的観点からも、少人数私募・プロ私募から大きくはみだしているからである。従って、かかる類型の第三者割当については、届出前の事前接触等を許すことには慎重を要するものとする。

従前から規制当局もかかる事態に着目しており、金融庁の監督指針等でも金融機関の第三者割当に関し特に留意すべき事項として「例えば、有価証券届出書の提出前における割当先名簿の作成は行内の準備作業であり、取得の申込みの勧誘は有価証券届出書が提出されていないとすることができないこと等、基本的な留意事項を行員に徹底することとしているか。」が挙示されている³²。他方で、保険会社のソルベンシーマージン比率の適切性を確保するための早期是正措置の運用基準では、「保険金等の支払能力の充実の状況を示す比率の範囲を超えて確実に改善するための合理的と認められる計画」の合理性の判断基準として、「増資等の場合は、出資予定者等の意思が明確であることが必要」との指摘がなされている。³³

(イ) ②グループ会社等を割当先とする類型

上記ウ②の第三者割当の引受先がグループ会社、特に親会社などである場合には、発行者の事情を熟知している場合も多いものと思われるので、被勧誘者保護の観点から勧誘概念を厳密に解する必要性は相対的に薄いものと思われる。但し、グループ会社に対して第三者割当を行うという情報は、既存投資家や流通市場での潜在的投資家にとっては重要な情報である。届出書は主として被勧誘者の保護を目的とするものと思われるが、

³¹ 1999年の時点では特定投資家私募の制度は存在していなかったため、ここでは適格機関投資家のみについて言及している。

³² 主要行等向けの総合的な監督指針「Ⅲ-3-1-5 第三者割当増資のコンプライアンス」の「Ⅲ-3-1-5-2 着眼点と監督手法・対応(2)②特に留意すべき事項ハ」。

³³ 保険会社向けの総合的な監督指針Ⅱ-2-2-3の注記

かかる目的に加えて流通市場投資家や潜在的投資家に対して、法定開示資料として第三者割当にかかる情報が提供されることにも一定の意味があるものと推察される。

そこで、この類型については、届出書の提出は必要としつつ、勧誘概念については接触対象人数・態様等の一定の要件を満たした事前接触の適法性を認めることも合理的な選択肢の一つと考えられる（後記3参照。）。

（ウ） ③救済先④提携先及び⑤ファンド等を割当先とする類型

上記(3)ウ③④⑤の救済先、提携先及びファンド等宛の第三者割当では、届出書提出前の事前接触等を正当化する要素として、(a)割当先は有力な取引先、同業他社、取引銀行、投資ファンドなどが多く、銀行・ファンドなど機関投資家やそれに類する者は投資判断能力が一般的に高いこと、取引先、同業他社は当該事業分野についての判断能力が高いこと、(b)救済及び提携の際には十分な交渉や **Due Diligence** が行われる事が多く、この場合には、発行者からの勧誘を受動的に受け発行者の言い値での **offer** を受容れるか受容れないかの選択肢しか有しない一般向け公募の場合と対比して、届出前に発行者から事前接触等を受け情報を受領していたとしても弊害が小さいと考えられること、(c) 投資家側が資力に恵まれている場合も少なくないこと、(d)救済類型で事前接触等の前の届出開示を強制すれば発行者の破綻を招きかねないこと、(e)提携類型で事前接触等の前の届出開示を強制すれば株価が上がり提携プレミアムの流出を招くこともあり得るから、提携リスクを取る割当先が不満を持ち、有益な提携が阻害されかねないことなどが考えられる。

他方、救済先、提携先及びファンド等に対する第三者割当に関する情報は、既存投資家や流通市場での潜在的投資家にとっても重要な情報であり、法定開示情報として提供されることに一定の意味があるものと思われる。そこで、この類型についても、届出書の提出は必要と解しつつ、勧誘概念との関係では事前接触等の適法性を認めることをガイドライン等で確認する方法等が考えられていた（後記（4）（5）参照）。

（エ） 企業買収防衛型・持合関係創出型における現経営陣の友好先への割当の場合

近時は、第三者割当の類型として、上記以外に、企業買収防衛型・持合関係創出型と呼ぶべき事例が見受けられる。これらの類型については、会社法の企業支配の公正性の観点からの評価については議論の余地が大きいものの、金商法の開示規制の観点からは、基本的に上記(3)ウ②のグループ会社等並びにウ③④⑤の救済先、提携先及びファンド等への割当類型と類似するケースが多いものと推察され、基本的には、勧誘概念を法の目的に応じて柔軟に解釈しつつ、事前接触等の適法性を認めるべきものとする（割当先

が余りに多数となる場合を排除するために、上記と同じく、人数要件を設ける事が合理的であろう)。

(4) 平成21年の開示府令及び取引所規則³⁴の改正前の実務の状況

平成21年の開示府令及び取引所規則の諸改正により、第三者割当に関する開示を含む規制が大幅に拡充されたところであるが、それ以前から、第三者割当については、伝統的に、一般向け公募の場面を念頭に設計されたと思われる「勧誘」概念に関する議論や解釈をそのまま第三者割当にも当てはめた場合には、届出前勧誘禁止規制に抵触しているととられかねない状況が存在していた。従って上記の通り、第三者割当の場合には、増資の態様や割当先の属性などの類型に応じて勧誘概念の柔軟な解釈を許し、それをガイドライン等で予め示すことを通じて、法令適用の予測可能性を高め、有益な企業提携、企業救済、グループ再編等を阻害することがないよう、法的状況を整え安定化することが望ましいと考えられていた。

ア 届出書の記載実務

証取法の時代から、第三者割当では割当先の氏名・名称を届出書に記載するのが通例であった。一般には、上記の通り、届出書提出前に割当先との間で有価証券引受けについての少なくとも内諾に近い状態が形成された上で、届出書に氏名・名称の記載を行う事例が少なくなかったものと推測され、かかる届出実務自体が、事前接触等が先行することを当然の前提としていたものといわざるを得ない。

(ア) 割当先の名称等を届出書に記載すべき根拠

証取法の時代から、届出書の記載要領には、第三者割当の割当先の名称等を届出書に記載するよう求める明文の記述は見あたらなかった。

しかし、届出書の受理実務を担当する財務局では、第三者割当先の名称等の記載を行うよう事実上の指導が行われる場合が多かった³⁵。

(イ) 割当先の名称等記載の目的

³⁴ 以下、取引所規則については、東京証券取引所の規則を例に説明を行う。

³⁵ かかる記載を要求する趣旨として、財務局からは、第三者割当の割当先が誰であるかは重要な情報であり、かかる事実を届出書の記載を通じて開示することが必要という趣旨の説明がなされ、当該記載にあたっての参照法令等として、臨時報告書の記載事由に係る開示府令の根拠法条を指摘される場合があった。証取法の平成4年改正前は開示会社の行う第三者割当のうち1億円以上であるものについて臨時報告書の提出が要求されていたこと(平成4年改正前証取法24条の5第2項、募集売由省令19条1項2号)の名残と推察される。

会社法施行前の時点でも、第三者割当の割当先の記載を求める背景として既存株主の不公正発行の差止めなどの観点から事実上考慮されていたものと考えられている。かかる要請については、会社法施行以前は、本来は会社法上の公告の制度で解決が図られるべき事項であったと考えられる。

しかし、会社法施行後は、会社が、第三者割当の払込期日の2週間前までに金商法に基づき募集事項に相当する開示をしている場合には、会社法に基づく募集事項の公告・通知が不要とされた（会社法201条5項、会社法施行規則40条）。従って、会社法201条5項の適用により公告・通知を行わない会社では、届出書における割当先の名称等記載の目的として会社法上の株主に対する開示の要請の観点（下記イ）を考慮に入れる必要がある。

また、届出書による発行開示の名宛人は第一義的には被勧誘者であり、届出書への割当先名称等の記載が、被勧誘者である割当先の保護の観点から必要性が高いものであるかについては検討の余地がある³⁶。しかし、流通市場での取得者との関係でも虚偽の届出書提出時の民事責任が規定されていること（法21条の2第1項、25条1項1号、22条）からも明らかなおり、届出書による開示情報は、流通市場における投資家からも利用されることが金商法上想定されているから、流通市場における投資家にとっての有用性の観点も考慮する必要がある。

イ 会社法上の制度に係る実務

以下のとおり、会社法上の公告等及び取締役会決議の内容からも、事前接触等が先行することが当然の前提とされてきたといわざるを得ない。

（ア）公告等（会社法201条4項、5項）

旧商法280条の3の2の下での株式の第三者割当に係る商法公告では、第三者割当先を具体的に記載しなければならないと条文上明確に規定されているわけではなかったが、実務では具体的割当先まで記載するケースが多く、また、包括的記載とする場合でも最低限どのような性質の割当先であるかが推測できるような記載が求められると考えられていた。これは、既存株主の権利を守るための不公正発行差止め制度等との関係では、割当先が誰（どのような属性）であるかが重要性を持ち得るからであり、会社法

³⁶ 但し、届出書を通じて知るべきかどうかは別として、破綻懸念企業に対する取引先による救済増資引受や、所謂政策的配慮（アレンジ等）に基づく銀行による救済増資引受等の際には、横並びの増資引受人が誰か、他の引受人がどの程度の引受を行うのかが（多くの場合は、引受人の発行者に対する交渉ポジションの強さを背景とした事前接触等を通じて認知されるであろうが）投資家の投資判断にとって極めて重要な意味を持つ場合も少なくない。

施行後もかかる情報の重要性自体には変動はないものと考えられる（会社法施行後、届出書等が提出される場合に、会社法上の公告・通知等が不要とされることとの関係については、上記ア(イ)を参照。）。

(イ) 取締役会決議

第三者割当においては、①発行者の発行決議、②届出書提出、③引受人（割当先）の引受けに係る取締役会決議、④引受契約締結の流れで手続が行われる例が多く見られる。

発行者の取締役会決議の決議内容としても、割当先を特定する事が法律上義務づけられているわけではない。しかし、実務上は、割当先、割当て株数及び割当て額まで特定して決議し、議事録にもその旨を記載する例が多いとされている。殊に、事業提携等に伴う第三者割当の場合は、事業提携先を具体的に記載する事が必然的であろう。また、取締役の立場から見た場合、証券会社による引受け（アンダーライティング）が行われない（従って計画通りの発行の成否が、より不安定である）第三者割当において、特にその金額が巨大である場合には、しっかりとした割当先が定まっていなくても関わらず発行決議を行うことは責任ある行動とは言えないと考えるべき場合が多いであろう。なぜなら、発行決議が、届出書提出、適時開示及びプレスリリース等を通じて公表され、既存株主や流通市場の投資家の投資行動に大きな影響を与え得る以上、不確実な情報を流布する結果となることは回避すべきと考えられるからである。

かかる実務を前提にすると、第一に上記①で割当先を含む発行決議を行う場合や、第二に上記①～④が同日付で行われるなど極めて短期間で行われる場合は、届出書提出前に、引受け意思決定（それに先立つ勧誘）が行われていたとの推測が成り立つ可能性が高い。又、第三に上記②の前に③④を行う事例があるものとされる（届出書発効を実行条件とした引受契約締結、取締役会決議等）が、この場合であってかつ引受人（割当先）側から提携申し入れ等を行う事例ではなく、発行者側から提携・引受けを打診した事例では届出前勧誘禁止規制違反と認定されるリスクが相対的に高い可能性がある。

ウ 取引所の適時開示の実務

取引所の開示実務では、平成21年の第三者割当に関する規則改正の前から、第三者割当に関して届出書提出前の接触を事実上の前提とした実務が行われていた。

即ち、第三者割当に係る適時開示では、従前から事実上、取引所により割当先の概要等についての開示を求められる実務が定着していた。ここで、第三者割当に係る開示内容については、有価証券上場規程で、株式の募集又は売出しは「直ちにその内容を開示しなければならない。」と記載されているのみであり³⁷、記載内容の細目は、適時開示

³⁷ 平成21年8月改正前有価証券上場規程402条(1)a

の手引き（会社情報適時開示ガイドブック）及び東証の開示に係る指導に基づき事実上決定されてきており、現実には、第三者割当の概要（割当先の名称、割当株数、払込金額、割当先の保有方針等）まで含めた記載が行われてきた³⁸。

その際、EDINETの開示のタイミングとの調整のためTDNETの開示実務では以下の方法が採られてきた。即ち、公開会社が第三者割当を行う場合には、東証は予め、第三者割当に係る適時開示情報を徴求する。その上で、公開会社は、まずEDINETを通じた届出書の提出を行い、届出の受理を確認後直ちに、公開会社の開示担当者が東証の適時開示担当者に連絡を行い、これを受けて適時開示担当者は予め受領していた適時開示情報をTDNETを通じて開示する³⁹。このように、上記第三者割当の概要が記載された適時開示資料が、届出書提出前の時点で、既に東証に提出されてきたのが実務であった。

エ プレスリリースの実務

企業提携実務では、事業提携に伴う資本提携のための第三者割当の引受け等の任意開示（記者会見、プレスリリース投込み、ウェブ掲載等による）を、届出者による届出書提出とほぼ同時に、事業提携の相手方である第三者割当先が（届出者と共同または単独で）行う事例がまま見受けられる。この場合、実務上は、届出書提出前の時点において、相当の協議を行い両者が合意又は契約を締結した上で、届出書を提出し、記者会見等を行う例が多いものと思われる。

オ 小括

以上の通り、平成21年の開示府令及び取引所規則の改正前から、公開会社の第三者割当の実務においては、届出書提出の前に割当先との事前接触が行われた上で、割当先、時期、金額等を含む第三者割当の詳細内容が決まっていることを前提とした届出書の記載、会社法の手続、適時開示及びプレスリリースの実務が行われており、かかる事前接触に法令を形式的に当てはめた場合、届出前勧誘禁止規制違反が成立する可能性が認識されてきた。

(5) 平成21年の開示府令及び取引所規則の改正後の状況

ア 第三者割当に係る法定開示書類の記載内容の詳細化

³⁸ 平成20年版会社情報適時開示ガイドブック第2章9～10頁。

³⁹ TDNETの適時開示情報は、QUICK等を通じて直ちに一般に配信され報道されるため、EDINETの開示前に報道等がなされないよう、EDINETの受理確認後にTDNETの配信を行うこととしてきたようである。

従前から、十分な情報開示がなされないまま、実態が明らかでない海外のファンドに大量に株式が割り当てられたものの最終的に発行者に増資払込金が支払われなかったり、既存株主の議決権の極端な希薄化をもたらすなど、投資家保護の観点から大きな問題を生じ得る第三者割当が見られるとの指摘があった。加えて第三者割当においては、割当予定先の実態や大規模な第三者割当を行うことについての発行者の考え方等も投資判断に重要な影響を及ぼす情報であることから、平成21年12月11日に公布された内閣府令⁴⁰により、有価証券届出書、発行登録追補書類または臨時報告書を提出する場合に発行者により積極的な開示が求められることになった⁴¹。

改正後の届出書では割当予定先の名称、主たる出資者等、割当予定先がファンドの場合にはその業務執行組員等の概要などの割当予定先の概要⁴²、割当予定先毎の株式等の割当予定数⁴³、割当予定先による保有期間や転売予定といった方針を確認した場合の内容⁴⁴、割当予定先が払込みに要する資金または財産を保有することを確認した結果及び確認方法⁴⁵、第三者割当後のキャッシュアウトの予定がある場合その記載⁴⁶などが求められており、かかる法定開示上の義務履行の前提として、届出書提出前に発行者が各割当予定先との間で、割当株数及び払込額などについて具体的な意思疎通を行うことが予定されていることがより明確になったものといえる。上記に加えて、割当予定先の保有期間や転売予定などの開示まで求める平成21年改正開示府令の下では、割当予定先が取得の意向を有すること及びその場合の保有期間や転売予定などについてより確実度を高めるために、第三者割当を引受ける意向に関する一定の約定等を行うことが許されてしかるべきではないかと考えられる（後記3（3））。

イ 取引所の適時開示

また、平成21年8月、取引所の適時開示に関する規則が改正され、割当先の資金手当ての確認状況（その方法及び結果）、発行価額の算定根拠及びその具体的な説明（取引所が必要と認める場合は有利発行該当性に係る適法性に関する監査役または監査委員会の意見を含む）、株主の納得性を増すための手続を要する場合にはその内容（手続を要しない場合にはその理由）、その他第三者割当について投資判断上重要と認められ

⁴⁰ 「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令」（平成21年内閣府令第73号）。第三者割当に係る届出書等の改正規定は平成22年2月1日以降に第三者割当に係る届出書等を提出する場合に適用される（同改正府令附則8条2項柱書）。

⁴¹ 谷口義幸＝宮下央＝小田望未「第三者割当に係る開示の充実等のための内閣府令等の改正」（商事法務1888号4頁）

⁴² 改正後開示府令第2号様式記載上の注意（23-3）a、b

⁴³ 改正後開示府令第2号様式記載上の注意（23-3）d

⁴⁴ 改正後開示府令第2号様式記載上の注意（23-3）e

⁴⁵ 改正後開示府令第2号様式記載上の注意（23-3）f

⁴⁶ 改正後開示府令第2号様式記載上の注意（23-9）

る事項など、改正以前と比較すると、第三者割当について必要とされる開示事項が、より具体的に規定されることとなった⁴⁷。

3 第三者割当の取扱いに係る具体的な手当て

(1) 具体的手当てを行う必要性の増大

以上の検討の通り、第三者割当については、届出前に対象者との間で一定の事前接触等を行う実際上の必要性があり、従前から事前接触等が行われることを前提とした実務が行われていた上に、平成21年の金商法及び取引所規則の改正後は、法令及び取引所規則を遵守し、投資家に対するより確度の高い充実した具体的情報開示を行うという投資家保護上極めて重要な目的の実現のために、対象者との事前接触等を行うことが不可欠であることが明白となった。従って、このような第三者割当に伴う事前接触等が、届出前勧誘禁止規制に抵触しないことを確保する必要性がより一層明確になった。

この問題を解決する手だてとして、①事前接触等が、届出前勧誘禁止規制に抵触しないことを明らかにし、そのための要件等をガイドライン等で規定する方法、及び、②第三者割当等を募集の定義から除外することにより上場株についても一定の要件の下での私募を容認する方法が考えられた。これについては以下のとおり、新開示ガイドラインにより、上記①ガイドラインの設定の方法が選択されたため、以下においてその内容を確認した後、その背景を考察し、今後の実務における現実的な対処について検討する。

(2) 新開示ガイドライン2-11

平成21年12月11日付改正により新設された新開示ガイドライン2-11は、上記(1)で述べた、投資家に対する第三者割当に関するより確度の高い具体的情報開示を実現するために発行者において現実に必要とされる事前接触等が、法令に抵触しないことを確認・確保する趣旨を含むものと推察される。

ア 新開示ガイドラインの内容

新開示ガイドラインの内容は以下のとおりである。

(第三者割当における事前調査)

⁴⁷ 有価証券上場規程402条、有価証券上場規程施行規則402条の2第2項、渡邊浩司（東京証券取引所上場部企画担当調査役）「第三者割当てへの対応等に係る上場制度整備の概要と実務上の留意事項」（TA Master 320号（2009年8月31日）18頁）

2-11 開示府令第19条第2項第1号ヲに規定する第三者割当を行う場合であつて、割当予定先が限定され、当該割当予定先から当該第三者割当に係る有価証券が直ちに転売されるおそれが少ない場合（例えば、資本提携を行う場合、親会社の子会社株式を引き受ける場合等）に該当するときは、割当予定先を選定し、又は当該割当予定先の概況を把握することを目的とした届出前の割当予定先に対する調査、当該第三者割当の内容等に関する割当予定先との協議その他これに類する行為は有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等には該当しないことに留意する。

ここで、上記「第三者割当」の定義は、開示府令において「当該有価証券に係る株式又は新株予約権を特定の者に割り当てる方法⁴⁸」と規定されている。

第三者割当が「勧誘」に該当しないための条件として新開示ガイドライン2-11が設定した要件を整理すると、以下のとおり、少人数私募（少人数向け取得勧誘）の諸要件と相当程度類似又は近接する要素が含まれるものと思われる。

即ち、上記「割当予定先の限定」の要件は、少人数私募の諸要件⁴⁹のうち、「多人数向け勧誘（50名以上の者への勧誘）に該当しないこと」という要件⁵⁰に類似又は近接するように思われる。また、上記「転売のおそれが少ないこと」という要件は、少人数私募の要件のうち「多数の者に所有されるおそれが少ないこと」という要件⁵¹（政府令⁵²では有価証券の種類に応じて、転売制限等が付されている）とほぼ合致する。

このように、新開示ガイドライン2-11は、やや技巧的な構成であることは否定できないものの、少人数私募と類似又は近接する要件を満たす場合には、上場株式の第三者割当に関して行われる割当予定先の調査及び割当予定先との協議その他これに類似する行為は「勧誘」に該当しないことを確認した規定と理解できるように思われる。

何れにせよ、開示ガイドラインは「法令等の適用に当たり、留意すべき事項（制定・発出時点において最適と考えられる法令等の解釈・運用の基準）」（同ガイドライン冒頭）とされているため、新開示ガイドライン2-11の要件を満たす事前接触等については、行政取扱い上、勧誘非該当性が事実上確保されるものと思われる。

イ 新開示ガイドラインの背景

⁴⁸ 株式については、上記定義の中から、株主割当て、オーバーアロットメントでのグリーンシェーオプション行使に伴う割当てが除外されている（開示府令第19条2項1号ヲ、新開示ガイドライン24の5-28）。

⁴⁹ 法2条3項2号ハ

⁵⁰ 法2条3項2号柱書き「前号に掲げる場合のほか」、同項1号「多数の者を相手方として行う場合」、施行令1条の5

⁵¹ 法2条3項2号ハ

⁵² 施行令1条の7、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令13条、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎「金融商品取引法入門」（商事法務・116～118頁）

第三者割当が実施される場合の一般的な状況を想定すると、発行者において資金調達や提携の必要を生じ、割当予定先に接触し、何らかの打診や誘因的な行為を行い、その後第三者割当による資金調達の条件や提携の条件の協議を行うと共に相手方の調査を行うのが通常の事態の推移と思われ、これら一連の事態の推移を含む事前接触等には、一般的な意味合いにおける勧誘が含まれ得ることも事実と思われる。それにもかかわらず、新開示ガイドラインが、上記アの要件の下、事前接触等の勧誘非該当性についての規定を置いた理由として、以下のような事情・背景があったものと推察される。

第一に、届出書は、発行市場の投資家（第三者割当の割当予定先）の投資判断の基礎となる情報開示（発行開示）の機能を有すると共に、公衆縦覧を通じて誰でも届出書に記載された情報を参照することが可能であるため、流通市場の投資家の投資判断の基礎となる情報開示（継続開示）の機能をも有する⁵³。ここで、届出前に過度の事前接触等がなされた場合には発行市場の投資家の投資判断との関係で弊害が生じ得る一方で、仮に事前接触等が極端に制限され不十分或いは不確実な情報が届出書に記載された場合には、流通市場の投資家が不測の損害を被る虞がある。そして、届出書に記載された情報が不十分・不確実であるため、割当予定先の実態が不透明であったり、予期せぬ発行中止が生じるなどして、流通市場の投資家が不測の損害を被る弊害事例が近時無視し得なくなってきたため、取引所の規則改正及び開示府令の改正を通じて、第三者割当に係るより充実した確実な情報開示が義務づけられると共に、新開示ガイドライン2-11を設けることにより、充実した確実な開示情報取得のために必要かつ合理的な事前接触等に限定して、勧誘に該当しないことの確保を図ったものと推察される。

第二に、一般向け公募の場合には、主として発行者及び引受証券会社が主体となって発行条件を決定し、投資家は決定済の条件を受け入れるか否かのみを決定するに過ぎない場合が多く、伝統的な「勧誘」概念の解釈論も主としてこのような場面における一般的な投資家の投資判断に際しての保護を目的として議論がなされてきたものといえる。

他方、第三者割当の場合には、発行スキームや総合的な条件についての相互の交渉やそれに伴う発行スキームの設定および条件の決定が行われる余地が大きい。このような類型の第三者割当については、事前接触を受ける側（被勧誘者）も、必要に応じて投資判断に必要な発行情報や会社情報を収集することが可能であり、高い販売圧力の下で投資家側が投資のために必要な情報を取得できないと行った弊害が生じる虞は小さいものと思われる。そこで、第三者割当が実行される一般的な状況の下における「勧誘」の解釈論として、少なくとも、第三者割当の発行スキームの大枠が固まるまでの間の事前接触等を、発行開示規制発動の契機としての法技術概念である「勧誘」と解釈する必然性には乏しいものと考えられる。

⁵³ その結果、届出書の重要な事項に虚偽の記載がある場合には、発行市場での取得者に対する責任が生じると共に（金商法18条1項、21条1項）、流通市場での取得者に対する責任も生じることになる（同法21条の2第1項（25条1項1号乃至3号）、22条1項）。

(3) 第三者割当を募集の定義から除外する選択肢について

ア 第三者割当と届出の効力発生前の取引禁止規制

届出書の提出時点または、その後届出の効力発生前の時点で、発行者及び割当予定先との間で第三者割当の引受に係る覚書や約定等の締結を行うことが届出の効力発生前の有価証券の取引禁止規制（金商法15条1項）に抵触するかどうかが従前から議論されてきた。同規制違反に対しては、課徴金の制裁（同法172条2項）及び刑事制裁（同法197条の2第3号）が適用される点で届出前勧誘禁止規制違反と同様の状況にあるほか、民事責任規定（同法16条）も法定されている。第三者割当に関係しては、上記の事前接触等の勧誘該当性の問題のほか、この点も以下の通り問題となり得る。

イ 第三者割当の割当予定先との間の一定の約定等締結の必要性

上場会社が、第三者割当に係る届出書を提出し、適時開示を行った後、割当予定先が引受の意向を撤回する事態が生じると、発行者の事業計画に影響が生じ得るほか、届出書の提出により第三者割当が実行されると考えて取引を行った流通市場の投資家に不測の損害が生じる可能性があることなどから、届出書の提出前（即ち届出の効力発生前）に、何らかの覚書等の締結により事実上の拘束力を生じさせる必要性が実務上存することが認められる。特に、上記2（5）ア記載の通り平成21年改正開示府例の下では、第三者割当に係る届出書において、割当予定先の保有期間や転売予定などの開示も求められているため、割当先が取得の意向を有すること及びその場合の保有期間や転売予定などについて、より確度の高い開示を行うことを可能とさせる観点からは、届出書の提出前（届出の効力の発生前）に割当予定先と一定の約定等を行うことが許されてしかるべきであると考えられる。この点については、待機期間中においても「届出が効力を発生すれば投資者が取得・買付けることになる」ことを約定できるとの立場⁵⁴がある一方で、「これでは投資者を待機期間中においてすでに取得・買付につき拘束する結果になるのではないかという疑問が持たれうる」と疑義を呈する見解もあり⁵⁵、同規制違反に対しては、実務における不安定要因の1つとなっている。

ウ 第三者割当を発行開示規制の対象から除外する選択肢と課題

新開示ガイドラインでは第三者割当における事前接触等の勧誘該当性についての手

⁵⁴ 神崎克郎「現代法律学全集 証券取引法〔新版〕」（青林書院・206頁）

⁵⁵ 鈴木竹雄＝河本一郎「法律学全集53-1 証券取引法〔新版〕」（有斐閣・154頁）

当ては行われたものの、効力発生前の約定等が届出の効力発生前の取引禁止規制（金商法第15条）に抵触しないことを保証する手当ては行われていないところ、上記イの観点から、上場株式の第三者割当について私募を認める（従って届出書の提出を不要とする）ことにより、届出前勧誘禁止規制のみならず届出の効力発生前の取引禁止規制の適用対象からも除外する（情報開示については平成21年改正開示府令により記載の充実が図られた臨時報告書による開示を行うことで足りることとする）という立法提言も行われている⁵⁶。

但し、上場株式の第三者割当に私募による届出免除を認めるべきかどうかについては、平成4年の証取法改正時の立法事実、近時の学説、実務及び立法動向を見据えたうえで、募集・売出し規制全体の合理性・整合性を考慮した制度設計を行うことが必要となるものと思われ、慎重な検討が必要となろう。この点は、本稿の対象範囲を超えるため、問題点の指摘に留めることとする。

エ 届出の効力発生前の取引禁止規制に関する手当てについて

届出書提出前の引受約定等の締結が、届出の効力発生前の有価証券の取引禁止規制に抵触するとの懸念との関係では、①発行者及び割当予定先の間で一定の要件（停止条件付き等）の下で引受約定等を締結することを認める（金商法第15条1項に抵触しないことを確認する）ガイドラインの設定を行うこと、または、②新たに第三者割当の記載事項とされた事項（割当予定先の保有方針等）について、割当予定先から一定の意向表明書等を取得することが金商法第15条1項に抵触しないことを確認するガイドラインの設定を行うと共に、取得した意向表明書等を届出書の添付書類として添付することを認める開示府令の改正を行い、届出書における割当先の保有方針等の記載の確実性を高めることなどの対処が行われることが考えられるであろう。

第六 結語

以上に述べたとおり、金商法の届出前勧誘禁止規制上の「勧誘」概念は、問題となる行為がなされる状況に応じて柔軟な解釈を許すものと解されるべきである。また、金商法の届出前勧誘禁止規制への抵触については、行政上及び刑事上の制裁が適用されうる以上、行為者の予見可能性を確保するためのガイドライン等の設定が行われることが望ましい。かかる観点からは、新開示ガイドラインの下で、第三者割当に係る2-11が制定されたことは実務上望ましい対応であるが、第三者割当についても更に課題（届出の効力発生前の取引禁止規制に関する手当て）が残されている。この点に併せて発行者の日常的情報発信及びプレ・ヒアリング等に係る勧誘の成否についてもガイドライン等

⁵⁶ 江島秀樹「第三者割当増資に関する開示規制と勧誘概念」（商事法務1891号・20頁）

の設定が行われることが望ましいと考える。

以 上

発行者の情報発信例について

近年の IR 充実の傾向に伴い、各種ステークホルダーに向けた発行者の情報発信は極めて充実しており、特に公開会社は常時情報発信の渦の中にあるといっても過言ではない。そして、黙示の勧誘が届出前勧誘禁止規制における「勧誘」にあたり得るとしても、有用な情報発信を過度に制約するような事態は回避すべきである。

他方、非公開会社の IPO との関係では、公開（IPO）前には法定開示情報の提供義務が無い上に事実としても提供してきた情報が少ないことなどから、届出前勧誘禁止規制との関係で、勧誘の認定がより厳しく解釈される傾向がある。より確実な投資家保護の観点からは、従前何ら情報開示をしてこなかった非公開会社が、IPO 前に突如として魅力的な情報を発信し始めるなどの場合には、かかる情報発信は届出前勧誘の効果を狙うものとの推認が働きやすい。

しかし、公開会社の投資家は、日々形成される株価情報等を参照できるのみならず、IPO 会社と比較にならないほど豊富な情報を受信でき、かかる情報が事実上投資判断の基礎として斟酌されていることも否定できない。従って、非公開会社の IPO において投資の是非を検討したいと考えている投資家と公開会社投資家との間に過度の情報格差が生じないように配慮すべきとの考え方もあり得ると思われる。

以下、かかる問題意識を踏まえ、開示会社が日々発信する情報が具体的にどのようなものであるかを概観する。

(1) 公開会社の、流通市場で流通する有価証券の投資家や潜在的投資家に対する情報発信

ア 法定開示（継続開示）

法定の継続開示情報としては、有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書、これらの訂正報告書などがある。このほかに、自己株券買付状況報告書、第三者の提出情報であるが大量保有報告書・公開買付け届出書等による開示情報が提供される。

これらは法律上の義務に基づき提出され、刑事・民事・行政上の制裁の下で詳細・正確な情報の提供が求められる。

イ 取引所の適時開示及び各種宣誓書、確認書、報告書等

取引所での適時開示、適時開示に係る宣誓書、有価証券報告書等の適正性に関する確

認書、コーポレートガバナンス報告書等は、発行者と取引所との間の契約である上場契約に基づき遵守が義務付けられる有価証券上場規程及び同施行規則等の諸規則に基づき実施される。

その特徴として、法定開示（特に臨時報告書）と対比して、開示すべき事項の種類がより豊富であること、情報開示の即時性がより強く意識される（求められる）こと、適時開示については取引所への事前相談等が求められる結果取引所が事実の端緒を得易いことなどの特徴がある。

ウ 任意開示（IR）

（ア） 純粋の任意開示

会社によるが、種類としては、経営方針説明会資料（中期経営計画、連結業績見直し修正のお知らせ、人事機構改革、パワーポイント等のプレゼンテーション資料）、業績発表文（連結業績のお知らせ、プレゼンテーション資料、補足資料）、アニュアルレポート、ファクトブック（4半期）、グループ報告書、ヒストリカルデータ（財務上の数値等をエクセルに落としたもの）、CSR レポート、環境報告書、知財報告書、グループ企業の決算発表文、資本金・発行済株式数・配当金推移、発行済の社債・新株予約権付社債・転換社債の明細、格付け関係の資料などがある。

（イ） 法定開示・適時開示・会社法公告等の義務開示資料の Web 掲載

有価証券報告書、(米国上場会社等の場合)米国 SEC 提出書類 (Form 20F、6K 他)、決算短信、国内取引所向け宣誓書・確認書、電子公告（決算公告その他）その他各種開示情報が Web Site に掲載されているのがごく普通になっている。

（ウ） 情報提供メディアの種類

記者会見、IR 発表会、マスメディア・アナリストへの情報提供、ウェブ・サイトへの掲載、ストーリーミング映像・音声の提供、電話による音声提供などがある。

（エ） 外部者による発行者に関する情報提供

アナリストレポート、新聞・雑誌記事、公開買付者による届出書、格付けなどがある。

（2） 株主や投資主等の組織法上の持分権者に対する株主総会・投資主総会の招集通知、

添付事業報告等の情報発信

(3) 発行者の商品やサービスの顧客や取引関係者に対する情報提供

(4) 一般社会、地域社会、従業員及び求職者に対する情報提供

以 上

米国 1933 年証券法における発行者の情報発信と届出前勧誘禁止規制

米国 1933 年証券法（以下「証券法」）は、以下のような、登録による募集プロセスと、発行者の区分に応じた報告義務の程度の組み合わせにより、異なる勧誘規制を設けている。

登録による募集プロセスは、登録届出書の提出前の期間、待機期間及び効力発生後の期間の 3 つに区分されている。

また、発行者の区分に応じて、報告義務は、その程度が、(1) 1934 年証券取引所法（以下「取引所法」）のセクション 13 又はセクション 15(d)における報告書の提出義務のない non-reporting issuers、(2) 同報告書の提出義務はあるが、Form S-3 又は Form F-3 の適格要件を充足していない unseasoned issuers、(3) Form S-3 や Form F-3 の適格要件を充足しているものの、次の WKSI の要件を充足しない seasoned issuers、(4) Form S-3 や Form F-3 の適格要件を充足し、かつ米国の資本市場において広く周知されている大規模な発行者である well known seasoned issuers (WKSI⁵⁷)、の 4 つに区分されている。

以下、登録届出書の提出前における、各区分の発行者に課される勧誘規制の概要及び発行者に関する情報発信との調整ルールについて概説する。

原則 証券法セクション 5(c)は、登録届出書が証券取引委員会（SEC）に提出される前に、募集の対象となる証券の売付け又は買付の申込みのために州際通商の手段を用いることを禁じている。SECは、証券の売付けの申込みには、資金調達に先立ってなされる情報や声明の公表及び広報活動であって、市場に影響を与える効果を持つ、又は発行者又は発行者の証券に対する公衆の興味を煽るような効果を持つものが含まれると広く解しているため⁵⁸、登録届出書提出前における発行者に関する情報発信は、ともすれば届出前の証券の売付けの申込みとして証券法違反を構成する可能性があることになる（いわゆる gun-jumping の問題）。

⁵⁷ WKSI に該当するためには、①取引所法セクション 13(a)又はセクション 15(d)に基づく報告書を提出していること、②現在まで少なくとも 12 ヶ月間、Form S-3 又は Form F-3 の適格要件を充足していること、③一定の欠格事由に該当するもの（ineligible issuers）ではないこと、④7 億ドル以上の普通株式によるパブリックフロートがあるか、又は過去 3 年間に於いて現金を対価とする募集により 10 億ドル以上の普通株式以外の非転換証券を発行していること、の 4 要件を充足しなければならない。

⁵⁸ Securities Act Release No. 33-5180 36 F.R. 16506

セーフハーバー このような **gun-jumping** 規制に対し、SEC は、発行者の区分に応じ、以下の 4 つの重要なセーフハーバーを設けている。

第一に、WKSI に該当する発行者は、セクション 5(c) に定める登録届出書提出前の勧誘禁止規制に服しない (ルール 163)。従って、WKSI は、**gun-jumping** 規制を気にすることなく、いつでも必要な情報発信をすることができる⁵⁹。

第二に、WKSI に該当しない発行者であっても、登録届出書提出の 30 日より前になされた情報発信は、一定の要件を満たす限り、セクション 5(c) に定める登録届出書提出前の勧誘禁止規制に服しない (ルール 163A)。ここで満たすべき要件には、(1) 情報発信の内容が、将来登録の対象となる証券の発行に言及するものではないこと、(2) 情報発信が、発行者自身によってなされるか、又は発行者の代理人によってなされるものであること、(3) なされた情報発信が、登録届出書提出前 30 日の期間中に流布されないような合理的な措置をとること、が含まれる。従って、発行者は、WKSI の要件を満たさない場合であっても、登録届出書提出の 30 日より前であれば、それが提出前 30 日の期間中に流通しないよう必要な措置をとることにより、証券発行に言及しない限り、発行者に関する情報発信を自由に行うことができる。

第三に、上記の 4 区分の発行者のうち **non-reporting issuers** 以外の者 (すなわち、取引所法セクション 13 又はセクション 15(d) における報告書の提出義務が課されている発行者) は、定期的に公表される事業に関する事実情報 (**factual business information**) 及び将来情報 (**forward-looking information**) につき、一定の要件のもと、自由に情報発信することができる (ルール 168)。ルール 168 は、事業に関する事実情報や将来情報を定義しており、この定義の枠内の情報発信のみが同ルールの適用対象であり、また、同ルールが適用されるためには、情報発信の主体は、発行者自身又は発行者の代理人であることを要する。ルール 168 は、継続開示義務に服している発行者 (**reporting issuers**) が定期的に実施する情報提供を、外延が不明確な **gun-jumping** 規制によって中断しなくて済むようにすることにより、発行者の財務状況等が市場に正しく把握される状態を維持しようとする趣旨に出たものである。

上記第三のセーフハーバーが **reporting issuers** による情報発信に関するものであったのに対し、第四のセーフハーバーであるルール 169 は、新規株式公開 (IPO) 前の会社など **non-reporting issuers** による登録届出書提出前の情報発信をも視野に入れたものである。ルール 169 とルール 168 の大きな相違点として、ルール 169 においては、

⁵⁹ 但し WKSI の行う情報発信のうち、勧誘のため用いられる書面は、**free writing prospectus** (証券の売付の申込み又は買付の申込みの勧誘に際して使用される書面であって、セクション 10(a) に規定される目論見書の法定要件を満たさないもの) に該当し、当該書面の SEC への提出と、当該書面の中に登録届出書の入手方法に関する注意書きを設けることが要求されている。

ルール 168 において対象とされていた将来情報が対象外となっていることが挙げられる。

その他の適用除外 登録届出書提出前の勧誘禁止規制に関する、以上の重要な適用除外（セーフハーバー）のほか、ルール 135 は、発行者が発行を予定している証券の募集についてメディアを通じた一定の通知を行うことを許容している。この通知に記載が許容される内容は限定的であり、かつ、当該通知は勧誘のためのものではない旨の注意書きを添えることが必要とされている。

以 上