

日本取引所金融商品取引法 研究

第 5 号

2015 年 7 月 24 日 開催

平成 26 年金融商品取引法改正(1)－大量保有報告制度の改正等

同志社大学法学部教授 川口 恭弘

1

2015 年 9 月 25 日 開催

平成 26 年金融商品取引法改正(2)

－投資型クラウドファンディング・新たな非上場株式の取引制度

京都大学大学院法学研究科教授 洲崎 博史

53

2015 年 10 月 23 日 開催

平成 26 年金融商品取引法改正(3)

－上場企業の資金調達の円滑化に向けた施策に伴う開示ガイドライン等の改正、
内部統制報告書監査義務の免除、民事責任規定の見直しについて

神戸大学大学院法学研究科教授 行澤 一人

167

2016 年 10 月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー(五十音順)

2016年4月1日現在

氏名	所属
飯田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田 眞 得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖 史	同志社大学法学部教授
片木 晴 彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口 恭 弘	同志社大学法学部教授
岸田 雅 雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村 雅 史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
久保 大 作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
小 出 篤	学習院大学法学部教授
近藤 光 男	関西学院大学法学部教授
志谷 匡 史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博 史	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩 司	同志社大学法学部教授
前田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀 征	立教大学法学部教授
松尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森 田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友 信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一 人	神戸大学大学院法学研究科教授

特別会員

氏名	所属
河本 一 郎	神戸大学名誉教授・弁護士
龍 田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

平成 26 年金融商品取引法改正（1）－大量保有報告制度の改正等

2015 年 7 月 24 日（金）15:00～16:47

大阪取引所 5 階取締役会議室及び東京証券取引所 4 階 402 会議室

出席者（五十音順）

伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授

【報 告】

平成 26 年金融商品取引法改正（1）－大量保有報告制度の改正等

同志社大学法学部教授

川 口 恭 弘

目 次

- はじめに
 - I. 大量保有報告制度の改正
 - 1. 制度の概要と改正の趣旨
 - 2. 自己株式の取扱い
 - 3. 変更報告書に関する同時提出義務の廃止
 - 4. 短期大量譲渡報告に関する改正
 - 5. その他の改正
 - II. ファンド販売業者に対する規制の見直し
 - 1. 改正の背景
 - 2. 改正法
 - III. 金融商品取引業者の事業年度規制の見直し
 - 1. 規制の沿革
 - 2. 改正法
- 討論

○黒沼 それでは、時間になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日から 3 回にわたって、平成 26 年金融商品取引法改正を取り上げます。本日はその第 1 回として、同志社大学の川口先生に、大量保有報告制度の改正等についてお話しいただくことになっています。

それでは、川口先生、よろしくお願いします。

○川口

・はじめに

金融商品取引法は、平成 20 年以降、毎年改正が行われています。平成 26 年にも、引き続き、金融・資本市場をめぐる環境の変化等に対応するための改正が行われました。すなわち、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が平成 26 年 3 月 14 日に第 186 回通常国会に提出され、5 月 23 日に成立、同月 30 日に公布されました（平成 26 年 5 月 30 日法律 44 号）。改正法は公布後 1 年以内

に施行されることとされ、現時点で全ての規定が施行されています。改正法の概要は、資料〔1〕——金融庁がつくったものですが——をごらんください。

改正法の内容は多岐にわたります。まずは、「日本の金融・資本市場の総合的な魅力の向上策」を整備することで、安倍政権がアベノミクスとして掲げる成長戦略を金融面から加速・強化するための改正が行われました。金融審議会に「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」（以下、「WG」という）が設置され、平成 25 年 12 月 25 日に報告書が取りまとめられています（以下、「WG 報告」という）。資料では、〔2〕〔3〕と条文がありまして、〔4〕に報告書をつけています。報告書の章立てとこれに関する本研究会の報告分担の概要はレジュメ記載のとおりです。今回は、このうち大量保有報告制度の改正を中心に検討を行います。

さらに、WG で検討課題とされなかった改正項目

もあります。例えば、ファンド販売業者の規制の見直しなど、実際の問題事例の発生を受けまして、これを契機に行われた改正もあります。また、金融指標に係る規制の導入と申しますのは、国際的な規制の枠組みに対応するために行われたものです。また、金融商品取引業者の事業年度規制の見直しにつきましては、資本市場活性化有識者会合における提言をもとに行われたものです。本日は、時間の許す範囲でこれらの幾つかについてもご紹介をさせていただきたいと思っております。メインは大量保有報告制度の改正とさせていただきます。

I. 大量保有報告制度の改正

1. 制度の概要と改正の趣旨

大量保有報告制度は、特定の者による株券等の保有状況が、経営に対する影響力や市場における需給関係の観点から投資者にとって重要情報であることを踏まえ、その情報を投資者に提供することを目的としたもので、平成2年の証券取引法改正で導入されました。

この制度のもと、株券等の保有者は、株券等保有割合が5%を超えた場合、その日から5営業日以内に大量保有報告書を提出しなければなりません（金商法27条の23第1項）。さらに、大量保有者となった者は、その後、株券等保有割合が1%以上変動するなどの重要な事項の変更があった場合に、その変更があった日から5営業日以内に変更報告書を提出しなければなりません（金商法27条の25第1項）。平成18年の改正で、大量保有報告書及び変更報告書の開示はEDINETを通じて行われることになりました。

WG報告では、第4章「近年の金融資本市場の状況を踏まえたその他の制度整備」の中で（WG報告17頁以下）、企業の成熟ステージにおける課題としまして、上場会社や投資者が負う金融商品取引法上の義務が過大となっていないかについて検討がなされ、その一つとして大量保有報告制度が取り上げられたわけです。そこでは、制度趣旨に配慮しつつ、大量保有報告書の提出者の負担軽減を図る措置が提言されています。

2. 自己株式の取扱い

(1) WG報告

まず、第一のテーマは自己株式の取扱いです。

大量保有報告制度は、株券等の保有者に開示義務を負わせるものでして、これには株券等の発行者も含まれていました。そのため、株券等の発行会社は、自己株式を5%を超えて取得した場合に大量保有報告を行い、その後の変動について変更報告が義務付けられることになっていました。WG報告では、この点が資本政策の円滑な実施に支障を来しているとの指摘が紹介されています。

金融庁の資料によりますと、大量保有報告書の提出件数のうち、自己株式の保有に係るものの占める割合はレジюме記載のとおりです。これによれば、自己株式の保有に係る提出の件数と全体に占める割合は年々低下しています。もっとも、大量保有報告書の提出というのは、保有割合が5%を超えた時点でのみ要求されるということに留意が必要です。これらの積み重ねで、現時点において会社自身が大量保有者となっている数自体はかなりのものになっていると考えられます。

また、同じ資料によれば、変更報告書の提出件数のうち自己株式の保有に係るものの占める割合は、レジюме記載のとおりです。これによれば、大量保有者となった当該会社が自己株式の取得や処分の変更報告書を提出しなければならない件数とその割合は、ほぼ一定で推移していると言えるかと思えます。

WG報告では、「自己株式については、当該企業は議決権を有さず、経営に対する影響力を行使し得ないこと、また、市場における需給に影響を与えるような自己株式の取得や処分が行われる場合には、自己株券買付状況報告書等、他の制度により別途主要な情報が開示されること等に鑑みれば、大量保有報告制度の対象となる株券等から自己株式を除外することが適当であると考えられる」とされました。この問題につきましては、本研究会の前身の研究会でも若干の議論がなされていて、自己株式を除外することについて賛否両論に

分かれていました。今回、WG 報告の提言を受けまして、改正法では、27 条の 23 第4 項において、株券等保有割合の算出の分子である「保有株券等の数」から「自己株式」を除外することにしました。この規定については、また後ほど述べさせていただきます。

（2）大量保有報告制度の適用の適否

a. 資本政策の円滑な実施への弊害

実は、従来の規制が、自己株式の取得や処分に伴う資本政策の円滑な実施にどれほど支障を生じさせていたかということは、必ずしも明らかではありません。WG 報告でも「支障を来している」との指摘はあるものの、WG 自体で具体的な議論はなされていないようです。

資本政策の円滑な実施に支障が生じるという意味については、まず、報告書提出の頻度が多く、手間がかかるということが考えられます。もっとも、会社は自己株式の保有の割合が5%を超えた時点で大量保有報告書を出せばよいわけです。通常は、これは1回限りだと思います。この点で、円滑な資本政策の実施に支障が生じているとまでは考えにくいところです。大量保有者となった後の変更報告書の提出も、先の統計では、自己株式に関するものは全体の6～7%程度で推移しており、個々の会社が毎年頻繁に変更報告書を提出するような事態にはなっていないようです。もっとも、近年の ROE 重視の会社経営の要請から、自己株式を取得することが盛んに行われていると報道されていまして、それに伴う変更報告書の提出件数が増加するというところは考えられるところです。

次に、自己株式の取得・保有の把握にコストがかかるということも考えられます。しかし、会社が会社の行為として自己株式の取得や処分を決めた場合、それを把握することが困難といった事情は伺われにくいところです。ただし、会社が主体とならないような場合、例えば株主から株式の買取請求権が行使され、それに基づいて取得したような場合に、自己株式の保有割合が変動することも考えられます。しかし、このような請求が

なされる場合も通常は多くはなく、しかも会社はその事態を容易に把握できるはずですが、これは他の大量保有者と共通の問題として、自己株式の保有・処分特有のものではないと思われます。

また、自己株式の取得・処分については、WG 報告にもあるように、他の制度において開示が必要でありまして、大量保有報告制度の適用を除外したとしても、開示コストが不要になるというものではないわけです。

b. 規制の必要性（大量保有報告制度の趣旨との整合性）

もっとも、仮に自己株式の取得や処分について大量保有報告制度を適用することが実務に多大な悪影響を与えていないとしましても、自己株式の取得や処分についての大量保有報告制度の適用問題の検討を不要とするものではないと思います。無駄な規制であれば、実務への影響度にかかわらず見直すべきだと思われます。そこでは、自己株式の取得や処分の開示が大量保有報告制度の趣旨に適合したものであるかどうかという観点からの検討が必要となります。

・大量保有報告制度の趣旨

ここでまず、平成2年の立法におきまして大量保有報告制度が創設された趣旨を確認しておきたいと思います。同年の改正の基礎となりました証券取引審議会報告「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」（平成元年5月31日）は、レジュメ記載の趣旨が書かれています。3ページの下の①、そして4ページの②というところです。時間の関係で読み上げませんが、要するに、4ページに図で書きましたけれども、株券等の大量保有及び大量処分に関する情報というのは、会社の支配権変動や経営への影響の可能性を示すものとして重要な投資情報である、これが1つです。2つ目に、それは株券等の需給

関係に係るものとして重要な投資情報である。こうしたことから、市場の公正性と透明性を高め、投資者の保護を一層図るため、迅速な開示が要求されたということになるかと思えます。

・自己株式の取得・処分への当てはめ

大量保有報告制度が創設された平成2年の時点では、商法において自己株式の取得が原則として禁止されていました。したがって、この制度が創設された際には、発行会社が5%を超えて自社株を保有するといった事態は想定されていなかったと思われまふ。しかし、自己株式取得が原則禁止から原則容認されるに至って、事情は大きく変化しています。そこで、先の立法趣旨を前提としまして、発行会社による自己株式の取得や処分とこれらの立法趣旨との関係を再検討することが必要になるかと思えます。

会社が保有する自己株式については議決権がありません(会社法308条2項)。したがって、経営への影響力を行使する機会がなく、この点で大量保有報告を求める必要性はないというのがWG報告の立場です。

確かに、自己株式には議決権がありませんので、会社自身が支配権を有する事態などは想定する必要はないと思えます。他方で、自己株式の取得がその会社の支配構造に全く影響がないとも言い切れないところです。この点については以前から議論がありまして、本研究会でも議論があったのですけれども、例えば「自己株式については、発行会社は議決権を行使できないが、大量の自己株式の取得によって当該会社の総議決権数が減少する結果、経営者側の議決権比率が高まり、会社支配に影響を及ぼす」という見解などが主張されてきたわけです。これは、主として河本先生がずっとおっしゃってこられたことかと思えます(河本一郎、大武泰南・金融商品取引法読本〔第2版〕174頁。同様の趣旨は、証券取引法研究会編・金融商品取引法の検討〔2〕(別冊商事法務2310号)126頁(河本発言))。

そこでは具体的な例は示されていませんが、例

えば次のようなことが想定されているのかと思えます。発行済株式総数100で、1株1議決権とします。このA会社で、安定株主Bが30の株式を保有していたとします。保有割合は100分の30で30%ということになります。敵対的買収などに遭遇した場合に、Aが自己株式を市場等で15取得すれば、Bの持株比率は100分の30から85分の30、すなわち約35.3%に引き上げることが可能になります。この場合、Bの保有株式数に変化はありませんので、Bが変更報告書を提出する義務はありません(金商法27条の25第1項)。こういう状況において、A会社による自己株式の取得がA会社支配に全く無関係で、投資者の投資判断に影響がないということにはならないと思われまふ。

もっとも、このような場合に、発行会社Aに15の自己株式取得について開示を求めたとしましても、それによってBの持株比率が3分の1を超えたという情報まで明らかにされるわけではありまふ。そうすれば、会社支配の状況にどのような具体的な影響が発生したかを市場に伝える効果は、直接には期待できないというふうにも思われるわけだす。

次に、株式の需給関係の論点につきましては、自己株式の取得や処分状況は、その会社の株式の需給関係に変動をもたらすことは間違いないところかと思えます。この点については、WG報告では、自己株券買付状況報告書等、他の制度により別途主要な情報が開示されるとしています。他の制度には何があるかということですが、取引所の自主規制としての適時開示が考えられるところです。

大量保有報告制度と自己株券買付状況報告制度では、前者は取得・処分のあった日から5営業日以内に開示が必要であるのに対して、後者では月に1回の報告で足りるといった違いがあります。そのため、開示の迅速性という点で、自己株券買付状況報告制度は大量保有報告制度の代替としては十分ではないと言えるかもしれません。もっとも、大量保有報告制度は上場会社に求められるものでして、上場会社には適時開示によって自己株式の取得・処分についての情報開示が求められま

す。適時開示は、まさに適時に開示が求められるものですので、時間的な問題に関しては、大量保有報告制度に代わり得るものと言えます。

次に、開示内容の点で、これらの制度が大量保有報告制度の代替となるかが問題です。大量保有報告書には、株券等保有割合に関する事項、取得資金に関する事項、保有の目的その他の内閣府令で定める事項を記載しなければなりません（金商法27条の23第1項、大量報告府令2条）（大量保有開示府令に定める第1号様式による）。大量保有報告書は、名簿上の株主だけでなく、実質的保有者も提出義務があります。取得資金についての記載は、大量保有者の財政状況のみならず、その背後で実質的に株券等を保有する者を明らかにする点で意義を有するものと言われています。自己株券買付状況報告書では、取得状況、処理状況及び保有状況が開示されますが、取得資金についての開示は要請されません。さらに、適時開示でも開示の中心は取得状況でありまして、取得資金の開示は求められていないわけです。これらの点で、開示内容が異なるということになります。財政状況は、金融商品取引法上の重要な開示項目として大量保有報告以外でも開示が行われています。会社による自己株式の取得が危うくなるような財政悪化があったというような場合、何か事件があったという場合は、適時開示の対象にもなると考えられます。さらに、取得資金の開示に、その背後にいる実質的な保有者を特定する目的があるという点に関しましては、会社が保有する自己株式については、もともとそのような者を特定する必要性が乏しいように思われます。

以上のことから、今回の改正で自己株式の取得や処分について大量保有報告制度の適用を除外したことは妥当であったと考えて良いのではないかと思います。

なお、参考としまして、アメリカでも従来から、発行会社による自己株式の取得は5%ルール適用除外というふうに明記されています（1934年証券取引所法13条d項6号cが規定）。またEUでは、2004年の透明性指令で、発行者が自己株式を

取得し、議決権の付された証券の保有割合が5%または10%超となった場合、あるいはその数値を下回った場合に、その事実を4営業日以内に公表しなければならないものとしています。そこでは、自己株式の取得・処分について開示の対象とされているのですけれども、開示頻度が他の場合に比べて大幅に緩和されているところです。

（3）議決権を有さない他の株式との比較

さて、金融商品取引法上の大量保有報告制度では、対象となる株式は議決権のある株式に限られます。すなわち、対象有価証券の範囲として株券が規定されまして、そこでは、「議決権のない株式」として内閣府令で定めるものに係る株券を除くとされています（金商令14条の5の2第1号）。議決権のない株式として内閣府令で定めるものとしましては、「当該株式を発行する会社が当該株式の取得と引換えに議決権のある株式を交付する旨の定款の定めのない株式」と規定されています（大量保有府令3条の2第2号）。したがって、現在議決権がない株式であるものの、取得条項や取得請求権の行使により議決権がある株式が交付される予定があるものについては、当初から「議決権のある株式」として取り扱うこととなります。

また、対象有価証券の中には新株予約権証券が含まれます。そこでも、新株予約権として議決権のない株式のみを取得する権利のみを付与されているものを除くと——少しややこしい書き方になっているのですが——こういうことになっています（金商令14条の5の2第2号）。すなわち、潜在的に株式が発行される予定のあるものについては数に含むことになっています。こういう議決権のある株式が発行される前の段階から大量保有報告制度に組み込むという立法がなされているわけです。

以上の観点からは、明文の規定はないのですが、相互保有によって議決権が一時的に排除されている株式も同様の扱いを受けると考えられます。そのため、A会社がB会社の株式の25%を超えて保有しており、他方でB会社がA会社の株式の5%

を超えて保有しているときに、B会社はA会社の株式について議決権はないわけですが、大量保有報告書・変更報告書の提出が必要になるわけです。さらに、議決権制限株式で一定の要件を満たせば議決権が復活する種類株式（例えば優先配当ができない場合に議決権が復活するといった株式）も大量保有報告の対象になると解されます。

会社が保有する自己株式も、本来は議決権が付いていまして、会社が保有しているという段階でその議決権が排除されるにすぎません。社外に処分された時点で議決権が復活する株式です。そこで、一時的に議決権がない株式であるにもかかわらず、自己株式の取扱いとその他の議決権のない株式等との間で規制に違いを設けることになったことについての妥当性が問題になります。

この点につきましては、「金商法は、大量保有報告の対象として、潜在的な議決権を広く捕捉するという立場をとっていると解されます。したがって、自己株式も相互保有株式も、現在の状況の下ではたまたま議決権を行使できないというだけであり、当該株式が無議決権株式であるわけではありませんので、こういったものについて当然に大量保有報告の対象としてカウントされるというのが、制度の趣旨及び金商法の体系に適合的な解釈ではないかと思われます」という見解も述べられていたところです（日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会「大量保有報告制度」金融商品取引法研究会研究記録22号15頁（神作報告））。

もともと、潜在的に議決権があるといっても、自己株式と相互保有株式の間では違いが存在するようにも思います。すなわち、議決権制限株式や相互保有株式などは、その保有者の手元にある段階で議決権付きの株式となる可能性があるものです。議決権制限株式について、取得条項や取得請求権が付いている場合、これらの行使でその株主が議決権を有する株式の株主になります。相互保有株式については、先の例で言いますと、A会社がB株式についての持株比率を25%以下にすれば、その段階でBのA株式についての議決権が復活するわけです。これに対して自己株式については、

保有者である発行会社の手元にある間は議決権が復活することはありません。議決権が復活するのは、発行会社がそれを他人に処分した段階です。そのため、保有者の手元にある段階で議決権のある株式として広く捕捉する必要性は乏しいのではないのでしょうか。このようなことから、両者に異なる規律を適用することはあながち不合理なものではないように思われます。

（４）改正法の規定

次に、改正法の規定を見ていきたいと思います。以下では、共同保有者が存在しないシンプルな例を取り上げたいと思います。

まず、大量保有報告は、株券等保有割合が5%を超えた場合に必要となります。そこで株券等保有割合を計算しなければならないのですが、レジュームに記載のとおり、分子が「保有株券等の総数」、分母が「発行済株式総数」＋「保有者の保有する当該株券等の数」で、割り算で計算されます。分子の「保有株券等の総数」については、議決権が復活する株式や新株予約権などの潜在的株式を含まなければならないことになっています。また、分母では、「発行済株式総数」に「保有者の保有する当該株券等」の数が加算されます。この点が非常にわかりにくい規定なのですが、内閣府令を見ますと、「保有者の保有する当該株券等」から株券、外国株券、投資証券等、外国預託証券及び有価証券信託受益証券が除かれることになっていまして（大量保有府令5条の2）、結局どういことが言いたいかというと、株券等のうち、新株予約権証券など行使により株式が交付されるもの（将来的に株券の数が増えると想定されるもの）、すなわち潜在的株式というものが加算されることになっています。

今回の改正では、分子の①保有者の「保有株券等」の数から自己株式の数を除外するものとなっています（金商法27条の23第4項）。正確に言いますと、従来から、「保有者の保有する当該株券等」では「その保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く」とされていま

して、これに「自己株式」を追加する形で規定されたわけです。すなわち、自己株式については「議決権のない株式」ではないという従来の解釈を維持しつつ、したがって株券等には含まれるわけですが、株券等保有割合の計算において分子に算入しないものとされました。これにより、発行会社は自己株式をいくら取得しても、株券等保有割合の計算における分子が増えないため、それが5%を超えることはなく、大量保有報告書の提出も要求されないということになります。

なお、今回の改正では、分母において自己株式を除外する規定は定められていません。そのため、引き続き分母では自己株式の数は計算に含まれることになります。これは、もともと株券等保有割合の計算において、発行済株式総数という株式の数を基準とするものとされているため、自己株式の数は発行済株式総数に既に含まれていることから、特にそれを除外する必要性がないと判断されたのではないかと考えられます。

分子の計算で議決権のないことを理由に自己株式の数を除外して、他方で分母の計算でそれを考慮に入れないということは、統一感を欠く印象はぬぐえません。しかし、大量保有報告制度では、もともとそのような計算式を採用してしまっていて、これは自己株式に限ったことではありません。要するに、大量保有報告制度は、議決権比率を必ずしも正確に反映したものとはなっておらず、支配権の変動の可能性を正確に開示するものとはなっていないということかと思えます。

3. 変更報告書に関する同時提出義務の廃止

(1) 同時提出義務の内容

大量保有報告書を提出すべき者は、大量保有者となった日の後に、株券等保有割合が1%以上増加または減少した場合に、その日から5営業日以内に変更報告書を提出しなければなりません（金商法27条の25第1項）。これに加えて、大量保有報告書または変更報告書を提出する日の前日までに新たに変更報告書を提出しなければならない事由が生じた場合には、当該変更報告書は、

提出されていないこれらの書類の提出と同時に提出しなければならないとされてきました。これが改正前の27条の25第3項です。これを一般に「同時提出義務」と呼んでいました。

例えば、既に7%の大量保有者である者が、7月24日（金曜日）に株式を2%買い増した場合は、7月31日（金曜日）までに変更報告書を提出する義務があります（これを変更報告書Aという）。それまでの7月28日（火曜日）にさらに1%を買い増したことに伴う変更報告書（これを変更報告書Bという）は、本来ならそれから5営業日の8月4日（火曜日）でよいということでしょうが、先の規定から、変更報告書Aと同時に7月31日（金曜日）までに提出しなければならないというものです。

(2) 同時提出義務の趣旨

同時提出義務が規定されたのは、新たな変更報告書の提出事由が生じたにもかかわらず、その提出を原則どおり5営業日以内で足りるとすれば、先の例で言いますと、8月3日（月曜日）に実際の持株比率は10%になっていたわけですが、その時点では、変更報告書Aによって9%であるという情報が一時的に開示され、開示事実と実態との間に齟齬が生じるということが理由でした。

この点、WG報告では、「株券等の大量保有者は、提出日の前日に、共同保有者の分も含め株券等の保有状況を確認した上で変更報告書を提出する必要があるが、子会社等を多く抱え保有状況の確認に時間を要する投資者においては、実務上の対応が事実上不可能なケースが生じている。その結果、提出された変更報告書の内容が、同時提出義務を踏まえた直近の情報に基づくものなのか、5営業日前の情報に基づくものなのか明確でなく、かえって投資者に誤解を生じさせかねない状況になっていることに鑑みると、変更報告書の同時提出義務については、廃止することが適当であると考えられる」としていました。改正法では、この提言を受け入れまして、同時提出義務を規定する27条の25第3項を削除しています。

今回の改正趣旨は、共同保有者の分を含めた保有状況を迅速に確認することが困難な会社があることに配慮したものとと言えます。確かに、変更報告書の提出は5営業日以内でよいと元々されているのは、このような確認をする期間を考慮したものと考えられまして、それよりも短い期間での開示を求めるということは、この点とも矛盾しているように思われるところです。

他方で、変更報告書Bの提出を5営業日以内でよいとすれば、変更報告書Aの提出時点で実態と異なる情報であるということ、すなわち、10%の保有であるのに9%であるという情報ですけれども、これを保有者が十分に知りながら、一定期間とはいえ、開示することを認めることとなります。大量保有報告制度では、株券等の取得の事実があった日から変更報告書等の提出の時期まで5営業日の猶予があるところですが、この間、やはり実態が正確に開示されない期間が存在しているというふうにも言えるわけです。これに対しては、変更報告書Bの提出を通常のように5営業日以内としても問題が少ないという見解もあるかもしれませんが、しかし、変更報告書Aによって実態が正確に反映されていない「開示」がなされている可能性があるという点が、大きな違いであるように思われます。すなわち、直近でその情報が開示されているという点が大きな違いであるように思います。

このような開示事項と実態との乖離を重視するならば、変更報告書の提出があるまでは当該株券等の買増し等を禁止するという方法も考えられるところです。すなわち、先の例では、2%の買増しに関する変更報告書Aが提出されるまで、さらなる買増しを禁止することになります。現行法のもとでは、5営業日「以内」に変更報告書を提出すればよいので、保有者がその時期を早めることで、買増しが解禁される時期も早まることとなります。今回の立法は、変更報告書について、もしかするとすぐに変更があるかもしれないという状況下に投資家を置くことになって、開示制度の在り方としてはやや違和感があるところです。この

点で、買増し自体を規制する方法にも一理あるように思いますけれども、この点は、株式投資の自由を過度に制約するという批判を受けるかもしれません。ご意見を頂戴できればと思います。

4. 短期大量譲渡報告に関する改正

(1) 短期大量譲渡の場合の変更報告書

通常の変更報告書では、株券等の保有状態の変更の事実は明らかにされるものの、譲渡の相手方や対価は開示されません。しかし、大量の株式の肩代わりのように短期に多くの株券等が譲渡される場合、支配変動が生じ、また株券等の価格に大きな変動が生じる可能性があり、投資者保護のために特別の規制が定められているとされています。そこでは、変更報告書に記載すべき変更後の株券等の保有割合が、①最近60日間における最高の株券等保有割合の2分の1未満となり、かつ②当該最高の株券等保有割合から5%を超えて減少した場合、変更報告書での特別の開示が要請されるわけです。この場合、内閣府令の定めるところにより、譲渡の相手方及び対価についても変更報告書に記載しなければなりません(金商法27条の25第2項)。

(2) WG 報告

(イ) 現実に譲渡を行っていない場合

WG 報告では、「短期大量譲渡に該当するか否かの判断基準が、保有割合の変動のみに着目したものとされているため、現実には譲渡を行っていないにもかかわらず、形式的に当該基準に該当することにより提出義務が生じてしまうケースが発生している、との指摘がなされている」とした上で、「短期大量譲渡報告の趣旨が、いわゆる『肩代わり』が行われたか否かを投資者が判断できるようにすることにあることに鑑みれば、短期大量譲渡の基準となる保有割合の減少は、『譲渡により減少した場合』に限定することが適当であると考えられる」としていたわけです。

ここにいう「保有者が譲渡を行っていないにもかかわらず、短期大量譲渡となる場合」というの

は一体どういう場合を指すのかが問題になります。WGに提出された事務局説明資料（平成25年11月20日）によれば、その例として、「例えば、大規模な第三者割当増資により、自己の保有株式数に変動がないにもかかわらず、結果的に自己の保有割合が減少するような場合」が挙げられていました。この例を具体的に見てみますと、次のようになるかと思えます。発行済株式総数が100のA会社で、Bが22%を保有していました。A会社がCに120という大規模な第三者割当増資を行ったような場合（発行可能株式数の点で可能とした上で）、Bの持株比率は220分の22となって10%に減少します。そこでは、保有割合は2分の1未満に減少し、しかもその割合は5%を超えていることになるので、短期大量譲渡報告の要件に該当してしまうということです。

しかし、短期大量譲渡報告は変更報告書を提出する者に変更報告書の中で求められているところ、「保有株券等の総数の増加または減少を伴わない場合」は変更報告書自体の提出が不要とされていますので（金商法27条の25第2項・1項括弧書）、従来の規制でも、Bは、短期大量譲渡報告の義務は免除されていると思われます。

結局、このWG報告で示されたものだけでは、「譲渡以外に大幅に持株が減少した場合」の具体例がよくわからなかったのですが、いずれにせよ、改正法では、譲渡の場合にのみ短期大量譲渡報告を要求できるという趣旨の規定の改正がなされました。

規定内容を見ていきたいと思いますが、まず短期大量譲渡報告が求められるのは、政令で定める基準に該当する場合と規定されています（金商法27条の25第2項）。これを受けて政令ができていまして、「変更報告書に記載すべき変更後の株券等保有割合が、大量保有報告書・他の変更報告書に記載すべきであった株券等保有割合（60日前の日以降の日を計算の基礎とする……）のうち最も高いものの2分1未満となり、かつ最も高いものよりも100分の5を超えて減少したこととする」と定められています（金商令14条の8第1項本

文）。

改正法では、この政令の規定に以下の但書が追加されました。「ただし、株券等保有割合が減少したことにより変更報告書を提出する者またはその共同保有者が当該変更後の株券等保有割合の計算の基礎となった日前60日（短期大量譲渡報告対象期間）に株券等を譲渡したことにより減少した株券等保有割合の合計が、当該最も高いものの2分の1以下である場合または100分の5以下である場合は、この限りではない」というものです。立案担当者は、この規定が、短期大量保有報告対象期間に株券等を譲渡したことにより減少した株券等保有割合が最も高いものの2分の1を超え、かつ5%を超える場合に限定するものだというふうに述べています（田中智之他「金融商品取引法施行令等改正についての解説」（商事法務2071号12頁））。この規定をそのように読めるのか、後ほどの議論で検討できればと思っております。

（ロ）僅少な譲渡の場合

次に、短期大量譲渡報告の内容につきましては、レジュメ記載のとおりでありまして、WGでは次のような指摘が行われています。要するに、これは一定期間に複数または多数の譲渡先に譲渡をした結果、その譲渡の合計によっては、短期大量譲渡報告の対象となる場合があるわけですが、そのうちに僅少な譲渡先がいるといった場合に、従来は、譲渡の相手方についてはその譲渡の相手方ごとに氏名または名称を記載することが求められていまして、その僅少な相手方についてもそのような細かい開示が必要になってしまうわけです。WG報告では、このような開示は要らないのではないかと提言されているわけです。

これを受けて改正が行われました。すなわち、「譲渡の相手方及び対価に関する事項」の記載を変更報告書に記載することを求めている規定につきまして、「譲渡を受けた株券等が僅少である者として政令で定める者については、対価に関する事項に限る」という旨が追加されたわけです（金商法27条の25第2項）。その上で、政令では、

1%未満の株券等の譲渡を受けた者と規定しているわけですが（金商令14条の8第2項）。

「僅少の譲渡」の基準をどこに設定するかというのは、ある意味では決めの問題かもしれません。譲渡先が大量保有報告書を提出しなければならない5%というのも一つの考え方だと思います。他方で、大量保有者であっても、1%未満の増減については変更報告書の提出が不要ですので、保有割合の変動が軽微なものとして1%とすることにも十分に合理性があるように思われます。「僅少」の基準といたすのは、譲渡先を分散して肩代わり規制を脱法的に行うことができない範囲で定める必要があるかと思います。この点で、1%未満であれば、そのような懸念もないのではないかと思います。以上のことから、1%基準は選択肢としては妥当なものではないかと思えます。

5. その他の改正

時間の関係で、その他の改正については、概略だけお話しさせていただければと思います。

まず、大量保有報告書・変更報告書に係る訂正報告書の公衆縦覧の末日についての変更です。改正前は、訂正報告書について、それを受理した日から5年間（改正前金商法27条の28）と規定されていました。しかし、これでは、先行して出された大量保有報告書・変更報告書の公衆縦覧期間が終了した後も、それらの訂正報告書が公衆縦覧され続けることとなります。訂正報告書は、そのもとになった大量保有報告書・変更報告書があってこそ意味があることから、今回の改正では、その公衆縦覧時期は、そのもととなった大量保有報告書・変更報告書の公衆縦覧期間の末日に統一されました。

次に、細かい改正ですが、大量保有報告書・変更報告書の提出者が個人である場合の記載事項の簡素化が図られています。改正前は、氏名・住所（番地まで）・生年月日の記載が必要でしたが、プライバシーの問題などから、詳細な事項を省略することが可能とされました。もっとも、監督当局にとりましては、正確に誰が保有者であるかと

いうことを把握する必要がありますので、省略事項については添付書類で提出することを条件にしているわけですが。提出させるけれども、それは公衆縦覧書類にはしないよというふうな改正をしています。

最後に、大量保有報告書・変更報告書の発行会社への通知方法に変更がありました。改正前までは、大量保有者は遅滞なくその写しを発行者に送付しなければなりませんでしたが（改正前金商法27条の27）。しかし、現在では、発行者はEDINETで情報を容易に入手できる環境となっています。そこで、法改正では、大量保有報告書等がEDINETを通じて開示されている場合に限り、発行体への送付は不要ということにしました（金商法27条の27第3項新設）。大量保有報告書などはEDINETでの開示が義務付けられています。しかし、例外的に、EDINETの故障などのような場合には、紙媒体での提出が可能になっています（金商法27条の30の5、金商令14条の11の2）。そして、このような例外的な場面では、やはり発行体への書面の送付は免除されないことにならうかと思えます。

以上が、大量保有報告制度に関する改正についてのお話です。

II. ファンド販売業者に対する規制の見直し

次に、2つのテーマについて簡単に報告させていただこうかと思います。一つは、ファンド販売業者に対する規制の見直しです。

1. 改正の背景

この改正は、MRI事件ということで新聞紙上でも報道された巨額詐欺事件の発生を契機になされたものです。事案を簡単に紹介させていただきますと、MRI International, Inc.（以下、「MRI」という）というのは米国法人（ネバダ州ラスベガス本社）で、日本では第二種金融商品取引業者として登録されていまして、日本における支店登記もなされていました。

このMRIは、いわゆるファンド持分の販売業者でありました。このファンドは、アメリカにおけ

る診療報酬請求債権（Medical Account Receivables（MARS））の購入・回収事業から生じる利益を配当することを内容とするもので、MRIは、その権利（ファンド持分）を日本国内で勧誘・販売していたわけです。この投資物件は円建てで、元本も確保されており、高利回りをうたっていたこともあって、多くの国内の個人投資家から出資を集めました。この出資金は信託口座等で分別管理され、さらに、前述の事業の実施のみに充てられると説明されていたわけです。

しかし、実際には、出資金はファンドにおいて分別保管されておらず、その資金は、他の顧客への配当や償還金の支払い等に充てられていたわけです。その結果、1,800億円規模の詐欺事件となってしまいました。事件の概要は資料〔5〕の図表をごらんいただければと思います。

MRIに証券取引等監視委員会の調査が入りまして、レジュメ記載の調査報告が出されています。特に重要なものは、顧客からの出資金を他の顧客への配当金・償還金の支払いに流用する行為についてですが、これは金融商品取引法52条1項9号、すなわち、金融商品取引業に関し、不正または著しく不当な行為をした場合において、その情状が特に重いときに該当するとしている点です。本件では、証券取引等監視委員会は、レジュメ記載の違反事実を認定して行政処分の勧告を行い、平成25年4月26日、関東財務局が登録取消しを含む重い行政処分を下しているところです（詳細は資料〔6〕参照）。

2. 改正法

この事件を契機としまして、ファンド販売業者の規制についての改正が行われました。

（1）ファンド販売に関する規定の整備

幾つかあるのですが、重要な点は、分別保管が十分でないファンド持分の販売についての規制が置かれたということです。従来の規制のもとでも、ファンド規約等において分別管理が確保されていないファンド持分の販売等は禁止するという規定がありました（金商法40条の3）。しか

し、この規制のもとでは、販売業者は、ファンドにおける分別保管自体を確認する義務は定められていませんでした。そのため、分別保管されていない、いわゆるファンド契約等違反のファンド持分を販売しても法令違反に問えないという事態になっていたわけです。そこで、MRI事件では、「不正または著しく不当な行為をした場合において、その情状が特に重いとき」（金商法52条1項9号）という包括的、抽象的な規定の適用で対処せざるを得なかったということです。この規定は、具体的な法令違反に問えない場合でも監督当局が行政処分を行うことを可能にするものでありまして、幅広い適用には批判が強いものです。すなわち、この規定については慎重な運用が必要で、業務改善命令では足りないような場合、あるいは投資家に重大な損害を与えた場合に限り適用すべきという見解も出されていたわけです（岸田雅雄監修・注釈金融商品取引法（第2巻）629頁（吉川））。

MRI事件は、まさしく業務改善命令では足りずに、しかも投資家に重大な損害が発生しているというものでして、この包括的規定の適用は十分に可能であったと考えられます。しかし、この事件を契機としまして、MRI事件のような悪質なものを以外にも、分別保管が不十分で出資金等が流用される可能性のあるファンド持分の販売を規制する必要があると認識されるようになってきました（監督当局において）。そこで、平成26年に法改正がなされて、出資・拠出された金銭等が出資対象となる事業に充てられていない、すなわち流用が行われている場合の自己募集・募集の取扱いが禁止されることになりました（金商法40条の3の2）。

条文では、金融商品取引業者等が、ファンド持分等について出資・拠出された金銭が、「当該金銭を充てて行われる事業に充てられていないことを知りながら」、自己募集等をしてはならないと規定されています。そこで、「知りながら」ということを規制当局は立証しなければなりません。この点について、ファンドの自己募集であれば、流用事実の存在自体の立証で十分足りると考えら

れます。これに対して募集の取扱いであれば、販売業者が運用業者による流用の事実を知っていたという立証が必要で、この点を状況証拠などで固めていくことが必要になるかと思えます。

(2) 国内拠点設置等の義務付け

次に、国内拠点設置等の義務付けに関する改正がなされました。外国法人に関して、第一種金融商品取引業者・投資運用業者については国内に営業所・事業所が必要です(金商法 29 条の 4 第 1 項 5 号)。さらに、第一種金融商品取引業者については、国内における代表者の選定が必要となっています(金商法 29 条の 2)。しかし、第二種金融商品取引業者についてはこのような規制がなかったということです。実は、MRI 自体については日本に支店が置かれていたようですが、この事件を契機としまして、外国法人について、国内拠点がないと被害の把握等に大きな支障があるという認識が高まり、これを実現するための法改正が行われたわけです。これは、金融商品取引業の登録拒否要件に、国内に営業所・事業所を置かない者、代表者を定めていない者はだめだということが規定されたということです(金商法 29 条の 4 第 1 項 4 号ロ、ハ)。

(3) 金融商品取引業協会への加入促進

時間の関係で、これは説明を省略させていただきたいと思えます。

Ⅲ. 金融商品取引業者の事業年度規制の見直し

最後に、金融商品取引業者の事業年度規制の見直しについて簡単に報告させていただきたいと思えます。

1. 規制の沿革

この規制の沿革といいますのは、レジュメ記載のとおりです。改正前の規定では、第一種金融商品取引業者の事業年度は 4 月 1 日から翌年 3 月 31 日までと法定されていました。

2. 改正法

この点、平成 26 年の改正では、「各月の初日のうち当該金融商品取引業者の選択する日から当該日から起算して 1 年を経過する日まで」となりました(金商法 46 条)。すなわち、第一種金融商品取引業者は、任意の月を選択して、その初日を始期とする 1 年間を事業年度とすることが可能になったわけです。

改正の背景には、レジュメ記載の提言があったということです。すなわち、例えば 12 月期決算の海外の証券会社が日本で現地法人を持っているような場合、その現地法人は 3 月期決算であるわけですが、本国基準の 12 月期決算もしなければならなくて、2 種類の計算書類の作成が必要になるということでした。こういうコストを削減するための改正ということのようです。

もっとも改正法では、海外証券会社の日本法人のみならず、全ての金融商品取引業者(第一種金融商品取引業者)について事業年度規制の見直しが行われることになりました。

もともと事業年度を法定していた趣旨は何かということに関して、これは銀行についての話ですが、規制当局による財産状態についての年度比較を容易にするためというふうに言われてきました。「4 月 1 日から 3 月 31 日まで」とされた趣旨はよくわかりません。国の会計年度に合わせたという見解もありますが、そうすることの合理性は疑わしいところです。

ご存じのように、会社法では、株式会社は 1 年以内であれば事業年度を自由に決めることができます。他方で、規制産業と言われるものには、事業年度が法定されているものも少なくありません。例えば銀行、保険会社、信託会社の事業年度は、改正前金商法と同様のものが法定されており、今回の改正によっても、私が見落としていなければ、それは維持されていると思います。もっとも、金融商品取引法のもとでは、第一種金融商品取引業者のみについて事業年度規制がありまして、第二種金融商品取引業者、投資運用業者については規制は存在していませんでした。金融商品取引業者

と銀行や保険会社の間で事業年度規制に違いが生じることになったわけですが、それは銀行などについて規制を見直す積極的な意見がなかったということなのかもしれません。もっとも、金融商品取引法の世界では、第一種金融商品取引業者のみに非常に厳しい規制を存置する理由がどこにあるかということとはなかなか見当たりにくいところかと思えます。

なお、改正後も、各月の初日以外の日を事業年度の始期とすることは許されないこととなります。例えばですが、会社創業への思い入れが強い社長がいて、「会社の創立記念日」を事業年度の始期としたいと言ったところで、それが月の初日でない限りはできないということになります。もっとも、このような例を出したところではありますが（笑）、実際に、そのような事業年度をあえて選択する会社は通常は考えにくいところです。そういう意味では、改正法の内容は、規制緩和の内容としては十分ではないかと考えられます。

以上、大量保有報告制度についての改正を中心に、いろいろな報告をしましたが、ご教授いただければ幸いです。

~~~~~

#### 【討 論】

○黒沼 川口先生、どうもありがとうございます。豊富な内容を要領よくご説明いただいたと思います。

それでは、討論に入りますけれども、本日の報告内容は大きく2つに分けられると思いますので、最初に、大量保有報告制度の改正について討論をしたいと思えます。

#### 【自己株式の取得の開示と支配権移動の可能性】

○前田 レジュメの5ページのところで、自己株式取得についての開示を求めても、支配状況への具体的な影響まではわからないことから、従前の規制にさほど大きな意味はなかったというお話がありました。しかし、既にされていた大量保有

報告とか有価証券報告書等で大株主の持株数がわかっているならば、確かにその後の変動がありますから正確な比率まではわからないにしても、おおよその影響はわかるはずですよ。そうすると、改正前に河本一郎先生がおっしゃっていたような、経営に対する影響力の変動という点で、改正前の規制に合理性があったようにも思うのですが、それについてはいかがでしょうか。

○川口 おっしゃるとおりだと思います。そのため、私も、自己株式の取得状況の開示は支配権の変動の可能性について、直接には影響しないのではないかという言い方をしました。間接的にはあり得るとするのはそのとおりだと思います。

○龍田 私もそこは同じように感じますね。資金が会社から出ていることは間違いない。それによって有利な影響を受ける者が誰かということも推測はつきます。その会社の株主構成がどうなっているかによって、議決権を行使できる株式の総数がこれだけ減れば、与党派株主の持っている議決権の割合がどれだけ高まるかということも推測できますよね。

○川口 はい。

○前田 確かに川口先生のおっしゃいましたように、経営に対する影響力の変動といっても、自己株式取得の場合は、会社以外の大株主の議決権比率がいわば間接的に変動するだけです。ですから、自己株式取得の場合に5%という基準を使っていたことは、ほとんど意味はなかったのではないかと。川口先生の挙げられました5ページの例で言いますと、たとえば会社が15%もの自己株式取得をしても、たとえばその会社に1%の大株主しかいないのであれば、その者の議決権は100の1から85分の1になるだけで、1%から1点何%かに増えるだけで微々たるものですね。ですから、自己株式取得の場合に5%の基準を使っていたことに、過剰規制の面があったことは否定できないように思います。

#### 【EUの透明性指令について】

○黒沼 今回の点に関連して、レジュメの5ペー



ジに参考として EU の透明性指令を掲げておられますが、ここで「発行者が自己株式を取得し、議決権の付された証券の保有割合が5%または10%超となった場合または下回った場合、その事実を4営業日以内に公表しなければならない」というのは、発行者が自己株式を取得した結果、他の株主の保有割合が増えた場合のことを指しているのでしょうか。もしそうだとすると、それをどうやって知ることができるのかというのがちょっと疑問だったのですが。

○川口 EUの規制は、発行者の保有割合が5%または10%を超えた場合、あるいはその数値を下回った場合にのみ、報告しなければならないというもののようです。したがって、他の株主の保有割合の変動ではなく、自己株式の取得や処分があったときに、発行会社に開示が要求されることとなります。もっとも、自己株式の取得や処分について発行会社に開示義務を負わせているものの、先の基準を満たす場合に限られます。この点で、自己株式の取得について、大量保有報告をした後、1%以上変動した場合に、その都度、変更報告が必要な日本に比べて、規制は緩和されていると思います。

○黒沼 そうですか。議決権の付された証券というのは、議決権付株式ということで、自己株式の取得によって、その議決は行使できなくなるけれどもという……。

○川口 そういう意味と私は理解していたのですが。

○黒沼 わかりました。

○北村 今の点ですが、自己株式についての取得保有あるいは処分についての報告制度と大量保有報告制度は、EUでは別の趣旨に基づく制度という位置付けになっているということでしょうか。

○川口 趣旨は同じなのでしょうけれども、自己株式の場合は規制が緩和されているということではないのでしょうか。すなわち、一般の保有者であれば、10%を超えて、その後15%、20%と増えていくと、この割合になったときに開示義務があります。しかし、自己株式についてはその部

分はないという理解なのですが。

○北村 先ほど前田先生がおっしゃったことですけれども、自己株式についての大量保有が支配権に与える影響は小さいということであれば、5%よりもっと大きい割合で規制するのであれば合理性があるように思われます。一方、紹介されたEUの規制では、自己株式取得の方が大量保有の割合よりも小さい割合で報告せよとなっております。その趣旨はどのように理解すればよいのでしょうか。

○川口 自己株式の取得・処分について、なぜ、5%や10%という少ない基準での開示のみが強制されているかということですね。

○北村 アメリカは完全に自己株式を除外という形になっているのですが、EUは報告義務が課される取得割合で違いを生じさせるということで、どうも趣旨がわかりにくいと思いましたので、質問させていただきました。

#### 【会社法の規律と金融商品取引法の規律】

○岸田 基本的に、金融商品取引法の規定と会社法の規定の規制の仕方が違うので、何か無理があるような気がするのです。自己株式は会社法上、155条で原則禁止なのですね。155条では、1項の1号から13号以外はだめだということで原則は禁止だけれども、実際には例外が非常に広く事実上は自己株式取得は広く認められている。今おっしゃったように自己株式を持った場合、直ちに議決権がなくなるのではなくて、株主名簿を登録してからですよ。そうすると、その間に時間の差異があると思います。会社法上はそういう差異があるので、ご報告のような計算の仕方からすると、分子と分母で少し計算が違うと思います。自己株式については議決権がないのは会社法の規定ですし、逆に、金融商品取引法は形式的にやっているもので、規制してもちょっと無理があるような気がするのですけれども、そうじゃないのでしょうか。ちょっと教えていただきたいと思います。

○川口 ご質問のご趣旨をよく理解できていないのですが、本日は、金融商品取引法の話として、

議決権のない株式の取扱いを検討しましたが、会社法の規制の趣旨を考えなければならないということでしょうか。

○岸田 株式名簿の名義を変えた場合に議決権がなくなるわけですね。持っているだけでは直ちにそうならないのに、5日以内、4日以内にしないといけないというところに、会社法の規制の仕方と金融商品取引法の規制の仕方に整合性がないのではないかという気がするのですが。そもそも目的というか、規制の趣旨が違うとか、そういうことはないのですか。

○川口 大量保有報告制度では、株主名簿に載っていようと載ってまいと、実質的保有者であれば開示義務があります。この点は、株主名簿上の株主を株主として扱えば良いという会社法とは異なるところです。しかし、そのような違いが、金融商品取引法上の規定の在り方にどのような影響があり得るのか……。

○岸田 7ページの分子と分母の計算の仕方が少し違うような……。

○川口 この分子と分母の計算の違いは、会社法の規定が理由ではないように思います。もともと、金融商品取引法の制度として、大量保有報告制度は合理的な説明は難しいと言われてきました。分子のほうで議決権を考慮しておきながら、分母のほうでは考慮しません。分母のほうを議決権ベースにすると、大量保有者は全体の議決権の数はわからないという問題があるわけです。例えば相互保有株式があり、一部の議決権が停止されている場合に、他人の間の相互保有株式の状況を別の大量保有者が把握することはできません。したがって、分母については、発行済株式数でいかに得ないという事情があります。分子は、自分のことですので把握は可能です。このようなことから、現在の大量保有報告制度は、正確に支配権の変動状況を反映していないと申し上げました。それと会社法との関係は、私にはよく分かりません。

○岸田 相互保有もやっぱり会社法の規制の仕方、ちょっと金融商品取引法の目的と違うと思うのですが。結構です、ありがとうございました。

【議決権の停止されている株式についての開示義務の在り方】

○加藤 改正法とは関係がないのかもしれませんが、レジュメの6ページから7ページにかけて、相互保有株式や議決権制限株式について株主が議決権を行使できない場合でも、その保有の段階で大量保有報告制度の対象とすべきという見解が述べられていたかと思います。これに対して、相互保有株式について相互保有の制限が解除された場合や、議決権制限株式で議決権が復活した場合のような、実際に株主が議決権を行使することができるようになった場合、大量保有報告制度において、変更報告書などの提出義務が発生するのでしょうか。

○川口 このような株式については、議決権はないのですが、議決権のある株式として、もともと開示義務があるのですね。すなわち、相互保有をしている場合、報告の例ではB社ですけれども、A社の株式について5%を超えて持っている部分について大量保有報告とか変更報告の義務があると解されてきたのではないのでしょうか。したがって、議決権が復活した場合には特に開示は要求されていないということかと思います。

○加藤 そのような取扱いが、本当に大量保有報告制度の制度趣旨にかなうのでしょうか。相互保有の制限が解除される場合や議決権制限株式の議決権が復活する場合こそ開示が必要なのではないかという気がするのですが、いかがでしょうか。

○川口 議決権が復活してこそ、投資者に影響があるということですね……。

○加藤 例えば新株予約権や新株予約権付社債については、新株予約権の行使は大量保有報告書における保有株式などの内訳の変更に該当すると思いますので、議決権を潜在的に行使できる段階から実際に議決権を行使できる段階に至った際に、変更報告書の提出義務が発生する場合があります。しかし、優先株式の議決権が復活した場合とか、相互保有の制限が解除された場合というのは、大量保有報告書の記載内容の変更とはいえ

ないので、変更報告書の提出義務は発生しないのではないのでしょうか。

しかし、支配権の構造を明らかにするという大量保有報告制度の趣旨からは、相互保有株式や議決権制限株式の議決権を行使できるようになったときも、大量保有報告制度の対象にしたほうが望ましいのではないかと思うのですが、いかがでしょうか。

○川口 なるほど、ご趣旨はよくわかりました。たとえば、A社とB社の株式の相互保有の場合に、加藤さんのご意見ですと、B会社は、常にA会社の処分状況を把握していなければならないということになりますね。つまり、A社のB社株式の保有割合が25%以下になったときに、B社の保有するA社株式の議決権が復活して、すぐに変更報告書を出す必要があるということになりそうです。常に相手方の株式の保有状況を把握するコストのことを考えると、本来、議決権のある株式（そして、議決権が停止されている株式）を5%持っていれば開示義務を負うという方法のほうがBにとってはやりやすいと思うのです。ただ、市場に対する影響力は議決権が復活したときにあるというのは、おっしゃるとおりであると思います。

○龍田 相手方の当方に対する持株が減ったために開示が必要になった。その場合、即座に報告書を出さなかったことは、違反といえば違反かもしれませんが、そういう場合も直ちに違法として扱うのでしょうか。他の事情から開示の必要性がわかっていながら、ほおかむりをしたというのであればいけないでしょうけれどもね。

○川口 確かに、そのような場面では違反があったと見なさないという方法もあり得るかもしれませんが。他方で、他人の保有状況を把握することが難しく、議決権が復活したときの開示が一般的に無理なのであれば、議決権の復活の可能性のあるものとして保有株式に開示義務を負わせるというのも政策判断としてあり得るような気がします。

○龍田 資本政策の観点から、あまり厳しい規制は望ましくないというのがWGの大義名分のようなですね。これは自己株式取得の禁止を次第に緩

和してきた当時から強く言われていたことです。けれども、その資本政策というのは一体どういうことで、それが妨げられるとどのような弊害が生じるのでしょうか。その資本政策を自由に貫くことによって、どのようなメリットが確保され、それがこの規制によってどのように妨げられるのかを、はっきりさせてもらいたいと思いますね。資本政策を貫徹することが重要で、その妨げになるようなことは排除すべきだと一律に議論するのは、乱暴過ぎる議論のような気がしますけれどもね。

○川口 私も、自己株式の取得の開示について、資本政策の点で、どれほど会社の重荷になっているのかという点は、いま一つわからないところもあります。もっとも、本日もご報告させていただいたように、大量保有報告制度導入の趣旨から考えても、これは外してもよいのではないかと思った次第です。

#### 【短期大量譲渡の規制】

○洲崎 10ページから11ページにかけての短期大量譲渡報告に関する改正のところで、新しい条文と改正の趣旨を問題とされていましたが、具体的にどの点が問題なのでしょう。

○川口 資料〔3〕が条文ですけれども、これは短期大量譲渡になる基準を定めているもので、持株割合が最高値の2分の1未満になり、かつその減少幅が5%を超える場合に該当するとしています。そこでは、確かに、譲渡の有無にかかわらず、基準に該当すれば、報告義務が発生することになります。改正法では、但書を追加し、株券等保有割合が減少したことにより変更報告書を提出する者等が、株券等を譲渡したことにより減少した保有割合が最も高いものの2分の1以下である場合または5%以下である場合はこの限りではないと定めています。

最高値の2分の1以下または5%以下の減少の場合、譲渡によるものであろうとなかろうと、短期大量譲渡には該当しないようにも思えるのですが……、この点で、改正法の規定が、短期大量譲渡報告が必要な場合は譲渡によるものに限ると読

めるかという点ですね。このような複雑な規定にしたのは、単に、但書を、本文の規制は譲渡により減少した場合に限る、とするのではだめであったということでしょうね。

○洲崎　ここで問題となるのは、持株比率を低下させる事由が両方起こる場合ですよ。つまり、譲渡したことによる持株比率の低下と、第三者割当で大量の新株発行をしたことによる持株比率の低下の両方が起こった場合をどうするかということですね。

○川口　そもそも第三者割当で持株比率は下がりますが、保有株数は変わっていないのです。この場合、そもそも変更報告書を出さなくてよいはずで、そうすると、短期大量譲渡報告も出さなくてよいはずですね。

○洲崎　しかし、この期間内に1株でも売れば、保有株数は減少しますから、規制がかかってくるのではないですか。10ページの例でいうと、120の第三者割当があり、かつこのときにBが自分でも売ったという場合ですね……。

○川口　確かに、60日間に1株でも売れば、規制の適用がありますね。

○洲崎　その場合に、Bが例えば22あったうちの10しか売らなかった場合、変更報告書は提出しなければいけないけれども、短期大量譲渡報告は本来は必要ないはずですよ。22持っていたのを10売っただけなら、2分の1未満にはなっていないから。

○川口　はい。

○洲崎　ところが、第三者割当が同時にあると、全体が220になっているので、220分の12になり、何も手当てがないと短期大量譲渡報告の要件を満たしてしまう。そこで規制をはずすためには、こういう条文の書き方にしなければいけなかったのかなあという気もするのです。自信があるわけではないのですが……。

○黒沼　私も恐らく洲崎先生の読み方でよいと思います。正確な解釈はできないのですけれども、但書の部分で、譲渡したことにより減少した保有割合の合計という言い方をされていて、さらに2分

の1以下である場合または100分の5以下である場合とありますね。その但書よりも前のところでは、2分の1未満となり、かつ100分の5を超えて減少したときと書いてあるので、表現はひっくり返っているけれど、譲渡した分だけが残るように読まれることになるのではないのでしょうか。

○洲崎　川口先生の代案は、本文と但書の構成にせずに、単に本文だけにして、譲渡によって2分の1未満かつ5%超の減少の要件を満たす場合に短期大量譲渡報告を出させるという書き方にすればよかったということでしたか。ただ、問題の60日の間に第三者割当があると分母が増えてしまいますから、それを除外するのに、本文だけで足りたのかどうかがよくわからないところです。

前にある条文をそのまま生かし、但書をつけることで適用を除外すべき場合を明確に除外できるということであれば、こういう規定振りでもよかったのかなという気がします。

#### 【自己株式の取得に関する開示方法】

○小出　自己株式についての大量保有報告の話についてちょっと考えてみたのですが、川口先生のご指摘のとおり、大量保有報告制度の趣旨が2つあって、1つ目が支配権に対する影響という話で、2つ目が需給に対する影響だということを前提としますと、まず1つ目の支配権に対する影響は、冒頭の議論にもありましてとおり、確かに間接的な影響はあるのだとは思いますが、例えば会社が新株発行した場合なども、既存の株主の持株比率は下がることあるわけですね。本来、大量保有報告書というのは、持株割合が下がった場合も出す必要があるのでしょうかけれども、しかし新株発行の場合には、既存株主の持っている株式の数は変わっていないから、出す必要はないことになっているのです。そうすると、自己株式の場合も同じことで、確かに既存の株主の支配権に間接的に影響はあるのかもしれませんが、大量保有報告制度というのは、そもそもそういうものは対象にしていなかったということではないかと思います。もう一つは、適時開示がありますので、

間接的な持分比率の変化に関する情報提供というのは、適時開示で実現できるのかなというふうに思いました。

2つ目の需給に対する影響についてですが、私の理解によると、もともと自己株券買付状況報告制度というものがあって、これは、そういう需給への影響があるからそれを開示するために求められているという理解をしていたのですけれども、ご説明を伺っていて、これまで自己株券買付状況報告制度は何のためにあったのかというのがわからなくなってきました。というのも、需給に対する影響の開示がもし適時開示によって実現されるとするならば、自己株券買付状況報告書はもともと要らなかったような気もするのですが、川口先生は、自己株券買付状況報告制度はいかなる趣旨のものだというふうに理解されているか、ちょっと教えていただければと思います。

○川口 確かに、自己株式の取得・処分について適時開示をさせるのであれば、その状況について自己株券買付状況報告で開示をさせる意義は少ないように思いますね。自己株券買付状況報告書で1カ月ごとに開示されるよりは、適時開示の頻度は高く、正確に情報を市場に伝えることができます。もっとも、適時開示では、現時点での自己株式の保有状況は開示されません。この点で、開示項目は異なるのですが、市場の需給関係を投資家に開示させるという点では、適時開示で足りるような気もしております。

#### 【変更報告書の同時提出義務の廃止】

○片木 確認したいのですけれども、今までですと、最初に大量保有したときから5日間のうちに大量保有報告書を出しますから、その5日間で買い占めた全ての株の合計を、5日目の最初の大量保有報告書というか……。

○川口 変更報告書ですかね。

○片木 変更報告書だって、最初の報告で5日間のうちに買い占めた株全部の合計額を大量保有報告で開示する必要があったわけですね。

○川口 はい。

○片木 今回は、その最初の日の買付額だけを出すということになりますから、例えば、最初に買って3日目、4日目ぐらいに新たに大量に買った部分については、最初の大量保有報告書ではわからないという話になると。

○川口 はい、そうです。それでよいのかという話になりますが。

○片木 そういうことでよいということですね。

○川口 だと思います。

○片木 昔であればそういう買い占めというのは割となされていたけれども、現在は大体公開買付でやるから、あまりそういうことは気にしないでいいというふうな考えなのでしょうか。それとも、それはもう仕方がないという考えなのでしょうか。

○川口 割り切ったのだと思います。特に共同保有者がいる場合には、共同保有者の分も合算して変更報告の有無を検討しなければなりません。買い増し分も、一緒に出さなければならぬということになると、事務的な手続きが追い付かないと言われていました。その反面、ご指摘のように、先の開示情報のみが開示されて、実際はもう少し買っているのにその情報が出ていないという問題があります。この点について、いずれ5日以内に変更報告書によって最新の情報が出る、と割り切ったということではないでしょうか。

○片木 すぐに変更報告書が出るから、それでいいだろうという。

○川口 それで割り切ったのではないかと思います。それでいいかということ、ちょっと何か気持ちが悪いく所はありますが……。

○北村 今の点について、改正前はどうか、改正によりどうなったのかを確認させてください。改正前の同時提出義務があったときに、川口先生のレジュメ8ページの図であれば、7月24日にまず2%買い増したという提出事由が発生していますね。そして、7月28日に同時提出の事由が発生していますね。改正前は、7月31日に両方の変更についての報告書を出さなければなりませんでしたが、その際、提出事由の発生日も開示すること

になっていたのでしょうか。あるいは、3%を買い増したとだけ書くことになっていたのでしょうか。

○川口 変更報告書を同時に出していたと思います。変更報告書Aに加えて変更報告書Bも同時に出さなければならないということでした。

○北村 その場合、提出事由発生日は関係なしに、3月31日現在3%増えましたということを報告していたわけですか。

○川口 何日に取得した、ということは出ると思います。

○北村 そうすると、今回の改正で変わったところは、結局、提出事由発生から提出まで5日間の猶予があるので、24日の分は31日までに出ます、28日の分は8月4日までに出ますというように、つまり提出事由発生日に対応して提出日が特定されたということでしょうか。

○川口 取得日という意味ですか。

○北村 取得日は、提出事由の発生日ですね。最初の取得日から5営業日以内に第2の取得がされても、提出日はそれぞれに考えるということですね。

○川口 それはそうなのではないでしょうか。

○北村 にもかかわらず、5営業日内の複数の取得を一緒に開示しなければならないとすれば、努力しても物理的に同時に両方を開示できない大量保有者がある場合に、かえって誤解を与えるので、むしろ原則どおり、報告したのは5日以内前の取得ですよ、ということにしたのではないかと思います。

○川口 後日明らかになればいいと。

○北村 そういう割り切り方ですね。

○黒沼 それから、大量保有報告書では、今後の買付予定が開示事由になっているのではないですか。ですから、5営業日を利用して突然たくさん買うといったときには、そのことを大量保有報告書に書かなければ虚偽記載に問われることになり、5営業日でたくさん買うことによる問題はないのかなという気もしますね。

○川口 現実にこの短期間で変更方向書Bを出

すは難しいという実務からの要請があったようなのです。特に、共同保有分を合算して判断しなければならず、複雑なケースもあり得るかもしれません。これを重視したということではないでしょうか。

#### 【MRI 事件】

○黒沼 MRI 事件について、証券取引等監視委員会は、主として金融商品取引法の52条1項9号、それから38条1号、これは虚偽告知ですね、これを使ったようですけども、改正法で金銭の流用——当該金銭を充てて行われる事業に出資・拠出された金銭が充てられていないことを知りながら募集を行うということは、13条5項の虚偽または誤解を生じる表示の使用の禁止に当たる気もするのです。もちろん虚偽告知でもいいのですけれども、13条5項では無理な理由というのは何かあったのでしょうか。当該金銭を充てて行われる事業に充てられていないというのは、過去に拠出された財産がそれに充てられていないということだから、これから出資をする財産について充てないということの意味しているわけではないので、虚偽にはならないと、そういうことなのですかね。

過去に充てられていないことを知っていれば、将来も充てられないということは十分予想できますよね。金融商品取引法40条の3の2のような手当てをするほどの必要があったのかなという感じが……。

○川口 なるほど（報告者注：MRIの行政処分にあたって、虚偽告知も理由の一つとされている（報告の段階では、すぐに気が付かなかった）。そこでは、「出資金はMARS購入及び回収事業のみ充てられる」という告知をしており、実際は、他の顧客への配当金や償還金の支払いに充てる取扱いをしていたことが問題とされている）。

○龍田 典型的には、新しく募集に応じてきた人が出資した資金を前の投資者への利払いや償還などに充てるという、マルチ商法まがいの、アメリカで最近Ponziと呼ばれている手口ではないでしょうか。SECのホームページなどにはその事例

がたくさん見られますね。

○川口 アメリカのファンドについて、日本人向けに詐欺をやったということですね。考えが甘く、多額の人がそれに応じてしまったようです。

○龍田 SEC は国内でかなり厳しく、主にあれは規則 10b-5 を使っているのですかね。

○川口 運用の途中で難しくなったというのではなく、高利回りをうたい、しかも、元本も確約するという、まさに、規則 10b-5 が対象とする詐欺の匂いが強かったもののようです。

#### 【国内の代表者の選定義務の拡大】

○小出 ファンド販売事業者のほうの、14 ページの外国事業者に対する国内拠点設置等の義務付けのところですが、これは、今でも投資運用業者に関しては、国内において営業所・事業所は必要だけれども、代表者の選定は不要であると。しかし、今回、第二種金融商品取引業者については、第一種金融商品取引業者と同様に、営業所・事業所も必要だし、代表者の選定も必要になったということではよろしいのでしょうか。

○川口 投資運用業者にまで規制が広がったかどうかという話でよろしいですか。

○小出 ええ、そうです。もしくは、投資運用業者よりも第一種金融商品取引業者は厳しくするという趣旨なのかということです。投資運用業者も、これまでよりも規制が強化されたということなのでしょう。つまり、これまでの投資運用業者は代表者選定は不要だったけれども、今回の改正で必要になったと。

○川口 改正前の 29 条の 4 第 1 項 5 号は、第一種金融商品取引業者および投資運用業者について、国内に営業所・事務所を有することを求めており、また、29 条の 2 で、第一種金融商品取引業者について、国内における代表者を定めることを求めてきました。他方で、第二種金融商品取引業者に関しては、国内の営業所・事務所の設置や国内における代表者については要求されてきませんでした。この点を第一種金融商品取引業者に合わせる改正が行われたわけです。その際、ご指摘のように、

投資運用業者にも規制が強化され、国内における代表者まで要求されています。改正法は 29 条の 4 第 1 項 4 号ですが、これは、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業または投資運用業を行う場合についての規制なので、そこは規制が統一されるということではないかと思います。

○小出 わかりました。ありがとうございます。

○黒沼 ほかにいかがでしょうか。

もしなければ、本日の金融商品取引法研究会はこれで終わりとさせていただきたいと思います。

「平成26年金融商品取引法の改正（1）－大量保有報告制度の改正等」  
JPIX 金融商品取引法研究会報告（2015年7月24日）

同志社大学 川口恭弘

はじめに

「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」  
平成26年3月14日第186回通常国会に提出

5月23日成立・同月30日に公布（平成26年5月30日法律44号）  
→公布後1年以内に施行

\*改正法の概要（資料〔1〕）

\*改正法の新旧対照表（資料〔2〕〔3〕）

・「日本の金融・資本市場の総合的な魅力の向上策」の整備

→安倍政権の成長戦略（アベノミクス）を金融面から加速・強化するための改正

金融審議会

「新規・成長企業へのリスコムマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」

（以下、「WG」という）の設置

報告書（平成25年12月25日）（以下、「WG報告」という）（資料〔4〕）

第1章 新規・成長企業に対するリスコムマネーの供給推進策（事業化段階におけるリス

コムマネーの供給推進策）

第2章 新規・成長企業に対するリスコムマネーの供給推進策（新規上場の推進策）

第3章 上場企業の資金調達円滑化

第4章 近年の金融資本市場の状況踏まえたその他の制度整備

・待機期間の取廃（行澤報告）

・大量保有報告制度の改正（川口報告）

・流通市場における虚偽記載等に係る民事責任の見直し（行澤報告）

・ファンド販売業者の規制の見直し

MRI（米国法人（第二種金融商品取引業者））事案（行政処分（登録取消し等））の発生

・金融指標に係る規制の導入

IOSCO「金融指標に関する原則の最終報告書」（平成25年7月）

「金融指標の規制のあり方に関する検討会」報告書（平成25年12月25日）

・金融商品取引業者の事業年度規制の見直し

資本市場活性化有識者会「金融・資本市場活性化に向けての提言」（平成25年12月13日）

I 大量保有報告制度の改正  
1 制度の概要と改正の趣旨

平成2年の証券取引法の改正で導入

- ・株券等保有割合が5%を超えた株券等保有者（大量保有者）
- 5営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない（金商法27条の23第1項）
- ・株券等所有割合が1%以上変動するなどの重要な事項の変更があった大量保有者
- 5営業日以内に変更報告書を提出しなければならない（金商法27条の25第1項）

WG報告

- ・成熟ステージにおける課題（上場企業や投資者が負う金融商品取引法上の義務が過大？）
- 大量保有報告書の提出者の負担軽減を図るための措置の検討

2 自己株式の取扱い  
(1) WG報告

株券等の発行会社は、自己株式について大量保有報告・変更報告の義務を負う

→資本政策の円滑な実施に支障

・自己株式の保有に係る大量保有報告書の提出件数

|                      | 平成21年          | 平成22年          | 平成23年          | 平成24年         | 平成25年<br>(1月-10月) |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|-------------------|
| 提出件数                 | 1,766          | 1,428          | 1,501          | 1,308         | 1,363             |
| 自己株式の保有<br>にかかっているもの | 226<br>(12.8%) | 147<br>(10.3%) | 152<br>(10.1%) | 120<br>(9.1%) | 80<br>(5.9%)      |

（金融庁・資料による）

- ・大量保有報告書の提出件数（割合）は減少傾向
- but 会社自身が大量保有者となっている数自体は相当数にのぼる（と考えられる）

・自己株式の保有に係る変更報告書の提出件数

|                      | 平成21年         | 平成22年         | 平成23年         | 平成24年         | 平成25年<br>(1月-10月) |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|
| 提出件数                 | 8,912         | 7,032         | 6,929         | 7,289         | 7,310             |
| 自己株式の保有<br>にかかっているもの | 561<br>(6.3%) | 541<br>(7.7%) | 546<br>(7.9%) | 556<br>(7.6%) | 456<br>(6.2%)     |

（金融庁・資料による）

- ・変更報告書の提出件数（割合）は横ばい傾向

WG報告

「自己株式については、当該企業は議決権を有さず、経営に対する影響力を行使し得ないこと、また、市場における需給に影響を与えるような自己株式の取得や処分が行われる場合には、自己



株券買付状況報告書等、他の制度により、別途主要な情報が開示されること等に鑑みれば、大量保有報告制度の対象となる株券等から自己株式を除外することが適当であると考えられる。」

研究会での若干の議論  
 証券取引法研究会編 平成17年・18年の証券取引法等の改正  
 (別冊商事法務299号) 166頁以下  
 証券取引法研究会編・金融商品取引法の検討〔2〕  
 (別冊商事法務320号) 126頁以下

\*改正法→「保有株券等」(株券等保有割合の算出式の分子)から「自己株式」を除外  
 (金商法27条の23第4項)

(2) 大量保有報告制度の適用の適否

a. 資本政策の円滑な実施への弊害(とは何か?)

WGでは具体的な議論なし?

(報告書提出の頻度)

- ・大量保有報告書の提出  
 →大量保有者になった段階で提出義務(多くの場合は1回?)
- ・変更報告書の提出  
 →毎年、頻繁に提出するような事態ではない?  
 but ROE 重短の傾向から、自己株式取得件数は増加する・・・?

(自己株式の取得・保有状況の把握)

- ・会社が主体となる場合  
 →把握は容易?
- ・他人が主体となる場合(株主からの株式買取請求権の行使等があった場合)  
 →件数は多くない?(把握も容易?)
- ・共同保有者の保有割合の把握の必要性  
 →自己株式特有の問題ではない?

(開示コスト)

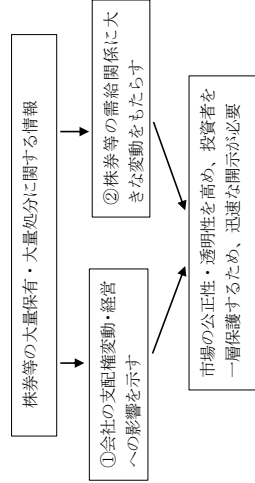
- ・大量保有報告制度の適用を除外した場合でも、他の開示が必要  
 →開示コストは不要にならない?

b. 規制の必要性(大量保有報告制度の趣旨との整合性)

・大量保有報告制度の趣旨  
 証券取引審議会報告「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」  
 (平成元年5月31日)

①「株式等に関する投資者の投資活動は、基本的に会社を評価して行われるものである。その会社に関する情報は、投資者に出来る限り開示される必要がある。この場合、経営に対する影響力も重要な投資情報であるので、株式等の大量保有状況に関する情報は、迅速に開示されるべきである。」

②「安定株主が多く浮動株が少ないと言われている我が国証券市場において、特定者による株式等の買集めは、株式等の需給関係に大きな変動をもたらす、価格の急激な高騰の要因になる。さらに、買集めに伴って価格が高騰している場合において、肩代わり等により買集めが終了し、その価格が急激に下落することになれば、こうした事情を知らない一般投資家は不当に不利益を被る恐れがある。この点から、株価変動の要因となる株式等の大量の取得・共有・放出に関する情報については、迅速に投資者に開示されることが必要である。」



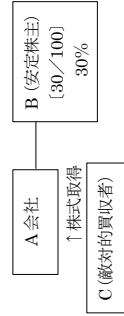
- ・自己株式の取得・処分への当てはめ
- ・大量保有報告制度が創設された当時は、自己株式の取得は原則禁止  
 →発行会社が5%を超えて自己株式を取得する事態は想定されていなかった?

・制度趣旨との整合性

- ①について  
 自己株式に議決権なし(会社法308条2項)  
 →支配権変動・経営への影響を考慮する必要はない→規制は不要(WG報告)

\*会社の支配構造にまったく影響がないのか?

「自己株式については、発行会社は議決権を行使できないが、大量の自己株式の取得によって当該会社の総議決権数が減少する結果、経営者側の議決権比率が高まり、会社支配に影響を及ぼす」(河本一郎=大武泰南・金融商品取引法誌本〔第2版〕174頁、証券取引法研究会編・金融商品取引法の検討〔2〕126頁(河本発言))。



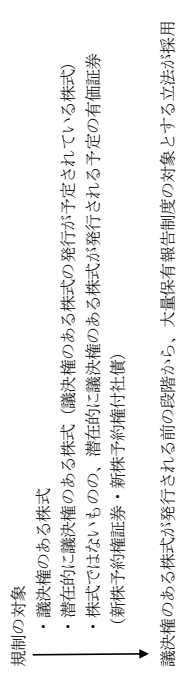
(3) 議決権を有さない他の株式との比較

大量保有報告制度の対象（対象有価証券）  
 「株券、新株予約権付社債券その他の有価証券のうち政令で定めるもの」  
 （金商法 27 条の 23 第 2 項）

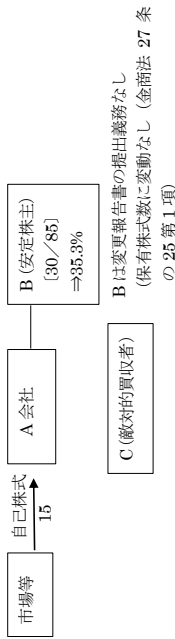
↓  
 金商令 14 条の 5 の 2  
 ↓

- ・株券（議決権のない株式として内閣府令で定めるものに係る株券を除く）
- ・新株予約権証券および新株予約権付社債券（新株予約権として議決権のない株式のみを取  
 得する権利のみを付与されているものを除く）

- ・議決権のない株式  
 「株主総会において決議をすることができる事項の全部につき議決権を行使するこ  
 とができない株式」（金商令 6 条・14 条の 5 の 2 第 1 号）
- ・議決権のない株式として内閣府令で定めるもの（大量保有府令 3 条の 2）  
 ・「議決権のない株式」  
 ・「当該株式を発行する会社が当該株式の取得と引換えに議決権のある株式を交  
 付する旨の定款の定めのない株式」  
 →取得条項・取得請求権の行使によって「議決権のある株式」が発行される  
 可能性のある株式は規制の対象？（金融庁・大量保有報告制度 Q&A 7 参照）



- \* 相互保有によって議決権が一時的に排除されている株式
- 
- \* 優先株式+議決権制限株式（優先配当ができない場合等、議決権が復活する）  
 →大量保有報告書・変更報告書の提出が必要？
  - \* 自己株式（一時的に議決権がなく、社外に処分された段階で議決権が復活）  
 →大量保有報告書・変更報告書の提出は不要！



\*A 会社に自己株式の取得について開示を求めた場合でも  
 →B の持株比率が 3 分の 1 を超えたという情報まで明らかにならない  
 →A 会社の支配状況にどのような具体的な影響が発生したかと市場に伝える効果  
 は期待できない？

②) について  
 流通株式数が増加 (需給関係が変動)  
 →規制は必要？  
 but 自己株券買付状況報告書制度、その他の制度で、別途開示される (WG 報告)  
 →適時開示

\* 自己株券買付状況報告制度・適時開示は代替手段となるか？  
 ・迅速性 大量保有報告・変更報告→6 営業日以内  
 自己株券買付状況報告→1 月に 1 度→代替手段として不十分？  
 適時開示→適時→代替手段となり得る？

・内容面 (取得資金の開示)  
 大量保有報告・変更報告→○  
 自己株券買付状況報告・適時開示→×  
 \* 取得資金を開示させる目的  
 保有者の財源状況の開示  
 →金商法上の他の開示項目 (有価証券報告書等) + 適時開示？  
 実質的な保有者を特定  
 →発行会社が保有する自己株式について、特定の必要性は低い？

(参考) ・アメリカ 1934 年証券取引法 13 条 d 項 6 号 c  
 発行会社による自己株式の取得について 5% ルールの適用除外  
 ・EU 透明性指令  
 発行者が自己株式を取得し、議決権の付された証券の保有割合が 5% また  
 は 10% 超となった場合または下回った場合、その事実を 4 営業日以内に  
 公表しなければならぬ (14 条 1 項)。  
 (大量保有報告制度 (発行者への通知義務) 10%、15%、20%、25%、30%、  
 50%、75% を基準に通知義務発生・議決権停止の株式もカウント (9 条))

- ・自己株式は「議決権のない株式」ではないという従来の解釈を維持  
→「株券等」に含める
- ・株券等保有割合の計算で、分子から控除する  
→自己株式をいくらか取得しても、分子は増えない=5%を超えることはない
- ・分母については修正なし（自己株式の数を控除しない）  
→自己株式の数は、発時簿式総数においてすでにカウント済み？

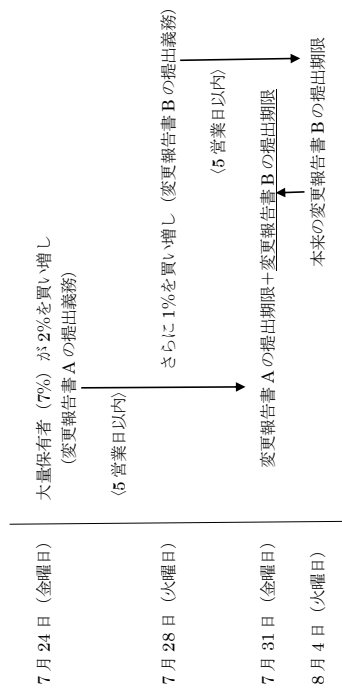
3 変更報告書に関する同時提出義務の廃止

(1) 同時提出義務の内容

大量保有報告書・変更報告書（これらを変更報告書Aという）の提出日の前日までに、新たに  
変更報告書（変更報告書Bという）を提出しなければならない事由が生じた場合

↓  
変更報告書Bは、変更報告書Aと同時に提出しなければならない

(改正前金商法27条の25第3項)



(2) 同時提出義務の趣旨

↓  
変更報告書Bの提出を5営業日後とした場合（通常のもの）

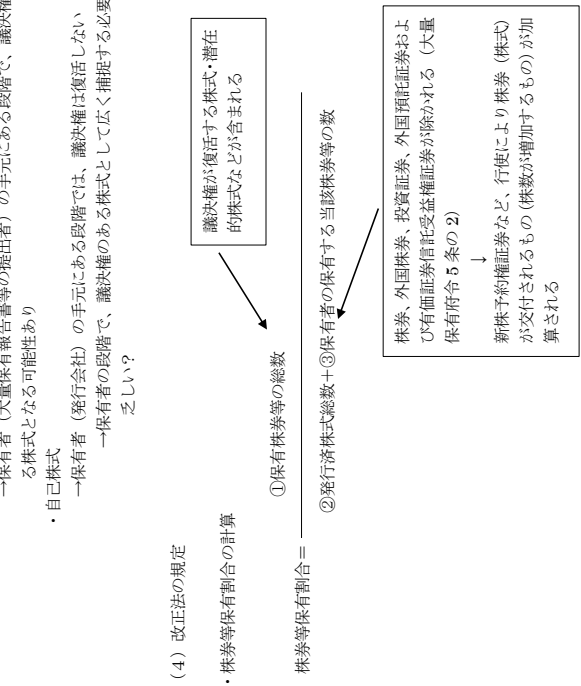
↓  
変更報告書Bによる開示がなされる間、変更報告書Aによる情報が一時的に開示される  
(たとえば、8月3日(月曜日)には、実際の持株比率は10%であるものの、9%であるとい  
う情報(変更報告書Aによる)が一時的に開示される=開示事実と実態との間に齟齬が生じる)

↓  
投資者保護に欠ける

- ・上記株式等の扱いとの整合性？  
「金商法は、大量保有報告の対象として、潜在的な議決権を広く補捉するという立  
場をとっていると解されます。したがって、自己株式も相互保有株式も、現在の状  
況の下ではたまたま議決権行使できないというだけであり、当該株式が無議決権  
株式であるわけではありませんので、こういったものについて当然に大量保有報告  
の対象としてカウントされるというのが、制度の趣旨および金商法の体系に適合的  
な解釈ではないかと思われまます。」(金融商品取引法研究会「大量保有報告制度」金  
融商品取引法研究会研究記録22号15頁(神作報告))
- ・自己株式の取得を別異に扱う(大量保有報告制度を適用除外することの合理性？  
・議決権制限株式・相互保有株式  
→保有者(大量保有報告書の提出者)の手元にある段階で、議決権のあ  
る株式となる可能性あり  
・自己株式  
→保有者(発行会社)の手元にある段階では、議決権は復活しない  
→保有者の段階で、議決権のある株式として広く補捉する必要は  
乏しい？

(4) 改正法の規定

- ・株券等保有割合の計算



- ・改正法の規定

- ①「保有する株券等」の数から自己株式の数を除外する(金商法27条の23第4項)  
改正前「その保有する態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く」  
↓  
改正後「自己株式(会社法113条4項に規定する自己株式をいう)その他当該株券等の保  
有の対応その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く」

(3) WG 報告と改正法

「株券等の大量保有者は、提出日の前日に、共同保有者の分も含め株券等の保有状況を確認した上で、変更報告書を提出する必要があるが、子会社等を多く抱え保有状況の確認に時間を要する投資者においては、実務上の対応が事実上不可能なケースが生じている。その結果、提出された変更報告書の内容が、同時提出義務を踏まえた直近の情報に基づくものなのか、5営業日前の情報に基づくものなのか明確でなく、かえって投資者に誤解を生じさせない状況になっていることに鑑みると、変更報告書の同時提出義務については、廃止することが適当であると考えられる。」

改正法⇒同時提出義務の廃止（金商法27条の25第3項を削除）

改正趣旨

共同保有を含めた保有状況を確認することが困難な会社の存在

（同時提出義務違反に制裁はない・・・）

→同時提出義務書Bの提出期限を早めるということ

→変更報告書の提出には本来5営業日の猶予がある点と矛盾？

but 変更報告書Bの提出を5営業日内で良いとすれば

→変更報告書Aの提出時点で、実態と異なる情報(10%であるのに9%であるという情報)であることを、保有者が十分に認識していながら、一定期間、開示することを認めることに

大量保有報告制度＝取得日から変更報告書の提出まで5営業日の猶予

→実態が正確に開示されない期間の存在

↓（したがって）

変更報告書Bの提出を通常のように5営業日内とすることも問題ない

（という見解もあり得る？）

→but 変更報告書Bの前に変更報告書Aで異なる情報が開示されている点異なる

改正法は、提出された変更報告書に、5営業日以内に「変更があり得る」（開示内容と実態と異なる）と、割り切った！？

(他の解決方法？)

・2%の取得後、変更報告書Aの提出があるまで、さらなる買い増し等を禁止する

→株式投資の自由を過度に制約するとの批判？

4 短期大量譲渡報告に関する改正

(1) 短期大量譲渡報告

株券等の譲渡により、株券等保有割合が

- ①最近 60日間の大量保有報告書・変更報告書に記載された保有割合の最高値の2分の1未満となる場合
- かつ
- ②当該最高値のからの減少割合が5%を超える場合

変更報告書において、譲渡の相手方および対価を記載（金商法27条の25第2項）

(2) WG 報告と改正法の規定

(イ) 現実に譲渡を行っていない場合

(問題提起) WG 報告

「短期大量譲渡に該当するか否かの判断基準が、保有割合の変動のみに着目したものとされているため、現実には譲渡を行っていないにもかかわらず、形式に当該基準に該当することにより、提出義務が生じてしまうケースが発生している、との指摘がなされている。」

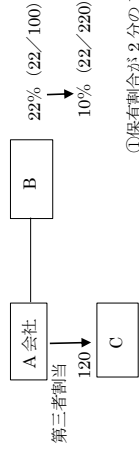
↓

「短期大量譲渡報告の趣旨が、いわゆる『肩代わり』が行われたか否かを投資者が判断できるようにすることに鑑みれば、短期大量譲渡の基準となる保有割合の減少は、『譲渡により減少した場合』に限定することが適当であると考えられる。」

\* 保有者が譲渡を行っていないにもかかわらず、短期大量譲渡となる場合は？

WGに提出された事務局説明資料（平成25年11月20日）

「例えば、大規模な第三者割当増資により、自己の保有株式数に変動が無いにも関わらず、結果的に自己の保有割合が減少するような場合。」



①保有割合が2分の1未満 (10/22)

②減少割合が5%を超える (12%)

短期大量譲渡報告は、変更報告書を提出する者について求められる  
(金商法27条の25第2項)

↓

「保有株券等の総数の増加または減少を伴わない場合」は短期報告書自体の提出は不要  
(同条1項括弧書き)？

(改正法) 譲渡以外の減少について短期大量譲渡報告を免除

短期大量譲渡報告一政令で定める基準に該当する場合 (金商法 27 条の 25 第 2 項)  
 ↓  
 変更報告書に記載すべき変更後の株券等保有割合が、大量保有報告書・他の変更報告書に記載すべきであった株券等保有割合 (60 日前の日以降の日を計算の基礎とする・・) のうち、最も高いものの 2 分 1 未満となり、かつ、当該最も高いものより 100 分の 5 を超えて減少したこと (金商令 14 条の 8 第 1 項本文)

ただし書きを追加  
 「ただし、株券等保有割合が減少したことにより変更報告書を提出する者またはその共同保有者が当該変更後の株券等保有割合の計算の基礎となった日 60 日 (短期大量譲渡報告対象期間) に株券等を譲渡したことにより減少した株券等保有割合の合計が、当該最も高いものの 2 分の 1 以下である場合または 100 分の 5 以下である場合は、この限りではない。」

\*上記の条文 (ただし書き) は、短期大量譲渡報告対象期間に株券等を譲渡したことにより減少した株券等保有割合が、当該最も高いものの 2 分の 1 超であり、かつ、5% 超である場合に限定するもの (田中智之他「金融商品取引法施行令等改正についての解説」商事法務 2017 号 12 頁) と読めるか?

(ロ) 僅少な譲渡の場合

(問題提起) WG 報告

「僅少な株券等を譲渡したに過ぎない場合であっても、すべての譲渡について、その相手方及び対価に関する事項」に至るまで詳細な情報を開示することは負担が過大である、その指摘もなされている。」  
 ↓

『僅少な株券等の譲渡先の開示』については、日付ごとかつ譲渡の相手方ごとこの記載を改め、通常の変更報告書と同様、日付ごとに『対価に関する事項』をまとめて記載すれば足りることとするのが適当であると考えられる。」

\*短期大量譲渡報告の内容 (第 2 号様式)

任女商事の変更報告書 (セブン工業株式会社株式について)

| 年月日              | 株券等の種類  | 数量        | 割合    | 市場内外取引の別 | 取得又は処分の別 | 譲渡の相手方   | 単価  |
|------------------|---------|-----------|-------|----------|----------|----------|-----|
| 平成 27 年 2 月 23 日 | 株券 (普通) | 2,363,680 | 15.17 | 市場外      | 処分       | 稲葉木材株式会社 | 170 |
| 平成 27 年 2 月 23 日 | 株券 (普通) | 2,068,220 | 13.28 | 市場外      | 処分       | 西垣林業株式会社 | 170 |

(記載上の注意)

f 「譲渡の相手方」欄には、譲渡の相手方ごとに氏名又は名称を記載すること。・・・

(改正法) 僅少な譲渡の場合の特例を定める

「譲渡の相手方および対価に関する事項」の記載を変更報告書に記載することを求める規定  
 ↓  
 「譲渡を受けた株券等が僅少である者として政令で定める者については、対価に関する事項に限る」旨が追加 (金商法 27 条の 25 第 2 項)。  
 ↓

政令改正=1%未満の株券等の譲渡を受けた者 (金商令 14 条の 8 第 2 項)

「僅少」の基準

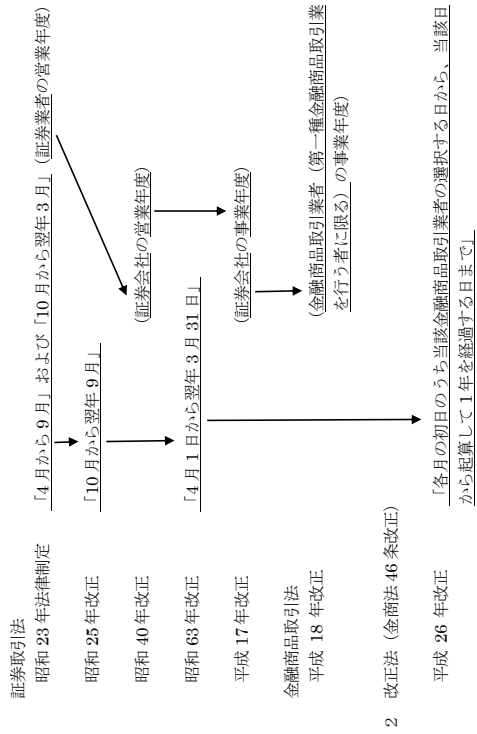
- ・ 5% = 譲渡先が大量保有報告書の提出義務発生
  - ・ 1% = 変更報告書の提出義務発生
- 譲渡先を分散して、肩代わりを脱法的に行うことを防止する基準として妥当?

5 その他の改正

- ・ 大量保有報告書・変更報告書に係る訂正報告書の公表総覧の末日 (改正前) 受理した日から 5 年間 (改正前金商法 27 条の 28) (改正後) 当該訂正の対象となった大量保有報告書・変更報告書を受理した日 (金商法 28 条の 28)
- ・ (改正理由) 訂正報告書は、大量保有報告書・変更報告書の内容を訂正するもの
  - それ自体、単独での情報としては意味が乏しい
  - 大量保有報告書・変更報告書の公表総覧期間の末日に統一
- ・ 大量保有報告書・変更報告書の提出者が個人である場合の記載事項 (改正前) 氏名・住所 (審地まで)・生年月日の記載が必要 (改正前大量保有符令第 1 号様式 (表紙・第二 1 (1)①②))
- ・ (改正後) 住所について、市町村より後の部分の記載を省略可能 (住所を記載した画面の添付が条件)
  - ・ 生年月日について、省略可能 (生年月日を記載した画面の添付が条件)
- ・ (改正理由) 個人のプライバシー保護の必要性
  - 添付書類として当局に情報は伝える (非公衆閲覧書類)
- ・ 大量保有報告書・変更報告書の発行企業への通知方法 (改正前) 遅滞なく、写しを発行者に送付しなければならぬ (改正前金商法 27 条の 27)
- ・ (改正後) 発行体への送付は不要に (金商法 27 条の 27 第 3 項新設)
  - 大量保有報告書等が EDINET を通じて開示されている場合に限る
- ・ (改正理由) 発行者は EDINET を通じて、大量保有報告書等を容易に入手することが可能

- 金融商品取引業者等はファンドにおける分別保管を確認する義務はない
- ↓
- 分別保管されていない（ファンド契約等違反の）ファンド特分を販売しても法令違反に問えない
- MRI International, Inc. (以下、「MRI」という) 事件 (巨額詐欺事件)
- ・事件の概要 (資料 [5] 参照)
- MRI＝米国法人 (ネバダ州ラスベガス本社) ・第二種金融商品取引業者 (日本で支店登記)
- 米国における診療報酬請求債権(Medical Account Receivables)の購入・回収事業から生じる利益を配当することを内容とする**権利 (ファンド特分)**を日本国内で勧誘・販売
- 円建て・元本確保・高利回りの出資証券
- \*出資金＝信託口座等で分別管理、MARs の購入・回収事業にのみ充てられる (と説明)
- 8700人の日本人が投資
- but 出資金を分別保管せず、他の顧客への配当、償還金の支払い等に充てられていた
- 1800億円規模の詐欺被害
- ・行政処分 (資料 [6] 参照)
- ・証券取引等監視委員会の調査
- ・顧客からの出資金を他の顧客への配当金・償還金の支払いに流用する行為等
  - 金商法 52 条 1 項 9 号 (金融商品取引業に関し、不正または著しく不当な行為をした場合において、その状況が特に重いと認められるとき)
  - ・金融商品取引契約の締結・勧誘に関して、顧客に対して虚偽のことを告げる行為
  - 金商法 38 条 1 号に該当
  - ・虚偽の内容の事業報告書の作成・提出
  - 金商法 47 条の 2 に違反
  - ・報告徴取命令に対する虚偽の報告
  - 金商法 52 条 1 項 6 号 (金融商品取引業に関し法令または法令に基づいてする行政官庁の処分違反したとき) に該当
- ・証券取引等監視委員会の勧告→関東財務局による行政処分 (平成 25 年 4 月 26 日)
- ・登録取消し
  - ・業務改善命令
- 2 改正法 (資料 [5] 参照)
- (1) ファンド販売に関する規定の整備
- (問題点)
- ファンド規約等において分別管理が確保されていないファンド特分の販売等の禁止 (金商法 40 条の 3)
- ↓
- 金融商品取引業者等はファンドにおける分別保管を確認する義務はない
- ↓
- 分別保管されていない (ファンド契約等違反の) ファンド特分を販売しても法令違反に問えない
- \*MRI 事件では、「不正または著しく不当な行為をした場合において、その状況が特に重いと認められるとき」(金商法 52 条 1 項 9 号) という抽象的規定の適用で対処
- ↓
- 法令違反に問えない場合でも、行政処分が可能
- but 慎重な運用が必要 (業務改善命令で足りない場合、投資家に重大な損害を与えた場合) (岸田雅雄監修・注釈金融商品取引法 (第 2 巻) 629 頁 (吉川))
- MRI 事件での適用は妥当 (業務改善命令では足りず、投資家に重大な損害が発生)
- MRI 事件のような悪質なものを以外にも、分別保管が不十分で、出資金等が流用される可能性のあるファンド特分の販売を規制する必要性
- 金商法 52 条 1 項 9 号の適用が困難なものについても規制を及ぼすべき
- ↓
- 法改正
- (改正法) 出資・拠出された金銭等が、出資対象となる事業に充てられていない場合 (流用が行われている場合) の自己募集・募集の取扱いを禁止 (金商法 40 条の 3 の 2)
- 金融商品取引業者等が、ファンド特分等について、出資・拠出された金銭が、「当該金銭を充てて行われる事業に充てられていないことを知りながら」、自己募集等をしてはならない。
- ↓
- 自己募集＝流用事実の存在の立証で足りる
- 募集の取扱い＝販売業者が運用業者による流用の事実を知っていたことの立証が必要
- (2) 国内拠点設置等の義務付け
- (問題点)
- 第一種金融商品取引業者・投資運用業者
  - 国内に営業所・事業所が必要 (金商法 29 条の 4 第 1 項 5 号)
  - 第一種金融商品取引業者
  - 国内における代表者の選定が必要 (金商法 29 条の 2)
- \*第二種金融商品取引業者については、上記の規制が存在しない
- 外国法人について、国内拠点がなく、被害の把握等に大きな支障
- ↓
- 法改正
- \*MIR 自体は日本国内に支店があった・・・
- (改正法) 登録拒否事由に、国内に営業所・事業所を有しない者、外国法人にあって国内における代表者を定めていない者を追加 (金商法 29 条の 4 第 1 項 4 号ロハ)

III 金融商品取引業者の事業年度規制の見直し  
1 規制の沿革



第一種金融商品取引業者は、任意の月を選択して、その初日を始期とする1年間を事業年度とすることが可能に

改正の背景

- 資本市場活性化有識者会合「金融・資本市場活性化に向けたの提言」(平成 25 年 12 月 13 日)  
「金融商品取引法上規定されている金融商品取引業者の事業年度の始期及び終期が、海外の機関投資家や証券会社の会計年度の始期及び終期とは異なることがあることを踏まえ、これらの業者の対応負担の軽減を図るよう、金融商品取引業者の事業年度規制を見直すべきである。」
- 海外の証券会社(たとえば、12 月決算)の日本の現地法人(3 月期決算)の負担軽減  
⇒ 本国基準(12 月期決算)と国内基準(3 月期決算)の2種類の計算書類の作成が必要
- 決算期の多様化(3 月期決算からの分散の傾向)

改正法では、海外証券会社の日本法人のみならず、すべての金融商品取引業者(第一種金融商品取引業者)について、事業年度規制の見直しを実施

\* 事業年度を法定した趣旨

- 規制当局による財産状況についての年度間比較を容易にするため
- 「4月1日から3月31日まで」としたの、国の会計年度に合わせた?

(3) 金融商品取引業協会への加入促進

(問題点)

- 第一種金融商品取引業者・投資運用業者  
監督官庁は、金融商品取引業協会に未加入の業者等について、協会等の自主規制規則を考慮した適切な監督を行う(金商法 56 条の 4 第 1 項)
- 監督官庁は、社内規則の改変命令権限あり(同 2 項)
- 第二種金融商品取引業者  
→ 上記の規制の適用がない

改正の方向  
・ 第二種金融商品取引業者についても、上記の規制を適用する  
・ 登録拒否要件の追加対応する

↓  
法改正

(改正法) 登録拒否要件として、金融商品取引業協会に加入していない者で、協会の定款その他の規則に準ずる内容のもとの認められる社内規則を作成・遵守するための体制を整備していない者を追加(金商法 29 条の 4 第 1 項 4 号二)

- 第二種金融商品取引業に限らず、第一種金融商品取引業、投資運用業を行うとする者(個人を除く)にも適用(登録金融機関についても同様の改正(金商法 33 条の 5 第 1 項 4 号))
- 金商法 56 条の 4 を削除
- 金融商品取引業の参入段階で、協会への加入方針が判断され、未加入の者については、協会の自主規制規則に準ずる社内規則の作成・遵守体制の整備が判断される  
⇒ 参入段階でのチャックが投資家保護の観点からも好ましい(という判断)

- 事業年度 会社法上自由に決定できる（1年以内）（計算規則59条2項）  
 事業年度の法定＝規制産業に見られる
- ↓
- 銀行（銀行法17条）、保険会社（保険業法109条）、信託会社（信託業法32条）  
 →法定事業年度を維持（改正は行われず）
- 金融商品取引法のもとでは、第一種金融商品取引業者のみ事業年度規制あり  
 第二種金融商品取引業者、投資運用業者（平成18年改正前の投信法では、投資信託委託業者について事業年度規制があったが、平成18年に削除された）には事業年度規制は存在しない  
 →第一種金融商品取引業者のみに規制を存置する合理的な理由はない？
- 改正後も、各月の初日以外の日を事業年度の始期とすることはできない  
 ↓
- 「会社の前課記念日」（たとえば、7月24日）を事業年度の始期とすることは不可  
 （立案担当者）・事業年度の属する時期により損益の振れ幅が生じる  
 ・業者間の比較が著しく困難になること  
 ⇒最低限の監督上の必要性を考慮した
- 資料〔1〕「金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要」  
 資料〔2〕平成26年金融商品取引法改正・新旧対照表  
 資料〔3〕金融商品取引法施行令改正・新旧対照表  
 資料〔4〕「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」  
 資料〔5〕MRI事業の概要等（逐条解説・2014年金融商品取引法改正）39頁  
 資料〔6〕MRIに対する行政処分について（関東財務局）



資料[1]

平成26年 5月23日成立  
5月30日公布

# 金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要

家計の金融資産を成長マネーに振り向けるための施策をはじめとする『日本の金融・資本市場の総合的な魅力の向上策』を整備

成長戦略を金融面から加速・強化

| 市場の活性化<br>(新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 市場の活性化<br>(新規上場の促進や資金調達達の円滑化等)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 市場の信頼性確保                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>投資型クラウドファンディング(注)の利用促進</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 少額(募集総額1億円未満、一人当たり投資額50万円以下)の投資型クラウドファンディングを取り扱う金業者の参入要件を緩和</li> <li>◆ インターネットを通じた投資勧誘において詐欺的行為等が行われることを排除するための行為規制を導入等</li> </ul> <p>(注) 新規・成長企業等と投資者をインターネット上で結び付け、多数の者から少額ずつ資金を集める仕組み。</p> <p><b>新たな非上場株式の取引制度</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 非上場株式の取引・換金ニーズに応える新たな取引制度を設けるに当たり、限定された投資家間での流通に留めることから、現行のグリーンシート銘柄制度(注)とは異なり、通常の非上場株式と同様の規制を適用</li> </ul> <p>(注) 現行の非上場株式の取引制度。上場株式に近い規制を適用。</p> <p><b>金業者の事業年度規制の見直し</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 「4月1日から3月31日まで」に限定されている現行の事業年度について、金業者ごとに異なる設定をすることを許容</li> </ul> <p>(注) この措置により、会計年度の異なる外国金融機関等の負担が軽減されるため、我が国への参入の促進が期待される。</p> | <p><b>新規上場に伴う負担の軽減</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 新規上場後一定期間に限り、「内部統制報告書」に対する公認会計士監査の免除を選択可能</li> </ul> <p>(注) 特に企業規模が大きく、社会・経済的影響力の大きな新規上場企業は対象外。</p> <p><b>上場企業の資金調達の円滑化等</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 上場企業が自社株を取得・処分する場合には、「大量保有報告書」の提出を不要(大量保有報告制度の対象となる株式から自社株を除外)</li> <li>◆ 虚偽の開示を行った上場企業が流通市場の投資家に負う損害賠償責任を見直し(「無過失責任」から「過失責任」への変更等)等</li> </ul> <p>(注) 上場企業が免責されるためには、企業側が「無過失」を立証した場合に限る仕組みとすることにより、投資者保護にも配慮。</p> | <p><b>ファンド販売業者に対する規制の見直し</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 第二種金業者が、ファンドに出資された金銭が目的外に流用されていることを知りながら、その募集の取扱いを行うこと等を禁止</li> <li>◆ 第二種金業者について、国内拠点の設置等を義務付け等</li> </ul> <p><b>金融指標に係る規制の導入</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 特定の金融指標の算出者に対して規制を導入等</li> </ul> <p><b>電子化された株券等の没収手続の整備</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 不正取引等により取得した財産の没収手続について、没収の対象が電子化された株券その他の無体財産である場合の規定を整備</li> </ul> |

資料[2]

改正法(抜粋)

書の提出を命じ、必要があると認めるときは、第四条第二項から第三項までの規定による届出の効力の停止」とあるのは「訂正報告書の提出」と、第二十二條第二項中「第二十二條第二項第一号及び第三号に掲げる者」とあるのは「当該自己株式買付状況報告書を提出した発行者のその提出の時における役員」と、「有価証券届出書の届出者が発行者である有価証券を譲渡若しくは売却しによらないで取得した者」とあるのは「自己株式買付状況報告書の提出者が発行者である有価証券を取得した者」と、同条第二項中「第二十二條第二項第一号及び第三号」とあるのは「第二十二條第三項第一号」と、「前項」とあるのは「第二十四條の六第三項において準用する前項」と読み替えるものとする。

3 (略)

(大量保有報告書の提出)

第二十七條の二十三 (略)

2・3 (略)

4 第一項の「株券等保有割合」とは、株券等の保有者(同項に規定する保有者をいう。以下この章において同じ。)の保有(前項各号に規定する権限を有する場合を含む。以下この章において同じ。)に係る当該株券等(自己株式(会社法第百十三條第四項に規定する自己株式をいう。))その他当該株券等の保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く。以下この項において同じ。)の数(株券については株式の数を、その他のものについては内閣

書の提出を命じ、必要があると認めるときは、第四条第二項から第三項までの規定による届出の効力の停止」とあるのは「訂正報告書の提出」と、第二十二條第二項中「第二十二條第二項第一号及び第三号に掲げる者」とあるのは「当該自己株式買付状況報告書を提出した発行者のその提出の時における役員」と、「有価証券届出書の届出者が発行者である有価証券を譲渡若しくは売却しによらないで取得した者」とあるのは「自己株式買付状況報告書の提出者が発行者である有価証券を取得した者」と、同条第二項中「第二十二條第二項第一号及び第三号」とあるのは「第二十二條第三項第二号」と、「前項」とあるのは「第二十四條の六第一項において準用する前項」と読み替えるものとする。

3 (略)

(大量保有報告書の提出)

第二十七條の二十三 (略)

2・3 (略)

4 第一項の「株券等保有割合」とは、株券等の保有者(同項に規定する保有者をいう。以下この章において同じ。)の保有(前項各号に規定する権限を有する場合を含む。以下この章において同じ。)に係る当該株券等(その保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く。以下この項において同じ。)の数(株券については株式の数を、その他のものについては内閣府令で定める数

府令で定める数をいう。以下この章において同じ。）の合計から当該株券等の発行者が発行する株券等のうち、第五十二条の第二項に規定する信用取引その他内閣府令で定める取引の方法により譲渡したことにより、引渡義務（共同保有者に対して負うものを除く。）を有するものの数を控除した数（以下この章において「保有株券等の数」という。）に当該発行者が発行する株券等に係る共同保有者の保有株券等（保有者及び共同保有者の間で引渡請求権その他の政令で定める権利が存在するものを除く。）の数を加算した数（以下この章において「保有株券等の総数」という。）を、当該発行者の発行済株式の総数又はこれに準ずるものとして内閣府令で定める数に当該保有者及び共同保有者の保有する当該株券等（株券その他の内閣府令で定める有価証券を除く。）の数を加算した数で除して得た割合をいう。

5・6 (略)

(大量保有報告書に係る変更報告書の提出)

第二十七条の二十五 (略)

2 株券等保有割合が減少したことにより変更報告書を提出する者は、短期間に大量の株券等を譲渡したもとして政令で定める基準に該当する場合には、内閣府令で定めるところにより、譲渡の相手方及び対価に関する事項（譲渡を受けた株券等が無効である者として政令で定める者については、対価に関する事項に限る。）についても当該変更報告書に記載しなければならない。

者が発行する株券等のうち、第六十一条の第二項に規定する信用取引その他内閣府令で定める取引の方法により譲渡したことにより、引渡義務（共同保有者に対して負うものを除く。）を有するものの数を控除した数（以下この章において「保有株券等の数」という。）に当該発行者が発行する株券等に係る共同保有者の保有株券等（保有者及び共同保有者の間で引渡請求権その他の政令で定める権利が存在するものを除く。）の数を加算した数（以下この章において「保有株券等の総数」という。）を、当該発行者の発行済株式の総数又はこれに準ずるものとして内閣府令で定める数に当該保有者及び共同保有者の保有する当該株券等（株券その他の内閣府令で定める有価証券を除く。）の数を加算した数で除して得た割合をいう。

5・6 (略)

(大量保有報告書に係る変更報告書の提出)

第二十七条の二十五 (略)

2 株券等保有割合が減少したことにより変更報告書を提出する者は、短期間に大量の株券等を譲渡したもとして政令で定める基準に該当する場合には、内閣府令で定めるところにより、譲渡の相手方及び対価に関する事項についても当該変更報告書に記載しなければならない。

(前号)

31 (略)

(特例対象株券等の大量保有者による報告の特例)

第二十七条の二十六 (略)

2 特例対象株券等に係る変更報告書（当該株券等が特例対象株券等以外の株券等になる場合の変更に係るものを除く。）は、前条第三項本文の規定にかかわらず、次の各号に掲げる場合の区分に応じ当該各号に定める日までに、内閣府令で定めるところにより、内閣総理大臣に提出しなければならない。

一 四 (略)

3 5 (略)

6 前条第三項の規定は、第二項若しくは第四項の大量保有報告書又は第三項若しくは前項の変更報告書について準用する。

(大量保有報告書等の公表経緯)

第二十七条の二十八 内閣総理大臣は、内閣府令で定めるところにより、大量保有報告書及び変更報告書並びにこれらの訂正報告書若しくはこれらの書類を受理した日（訂正報告書にあつては、当該訂正の効

31 当該変更報告書又は変更報告書を提出する日の前日までに、新たに当該変更報告書を提出しなければならない事由が生じた場合には、当該変更報告書は、第一項本文の規定にかかわらず、提出されていないこれらの書類の提出と同時に内閣総理大臣に提出しなければならない。

41 (略)

(特例対象株券等の大量保有者による報告の特例)

第二十七条の二十六 (略)

2 特例対象株券等に係る変更報告書（当該株券等が特例対象株券等以外の株券等になる場合の変更に係るものを除く。）は、前条第三項の二十五第一項本文の規定にかかわらず、次の各号に掲げる場合の区分に応じ当該各号に定める日までに、内閣府令で定めるところにより、内閣総理大臣に提出しなければならない。

一 四 (略)

3 5 (略)

6 前条第四項の規定は、第二項若しくは第四項の大量保有報告書又は第三項若しくは前項の変更報告書について準用する。

(大量保有報告書等の公表経緯)

第二十七条の二十八 内閣総理大臣は、内閣府令で定めるところにより、大量保有報告書及び変更報告書並びにこれらの訂正報告書若しくはこれらの書類を受理した日から五日間、公表の経緯に供しなければならない。

資料[2]

象となつた大蔵保有報告書又は変更報告書(受理した日)から五年間、公衆の縦覧に供しなければならない。

2 金融商品取引所及び政令で定める認可金融商品取引業協会は、前条の規定により送付された前項に規定する書類(以下この条において「縦覧書類」という。)の写しを、内閣府令で定めるところにより、その事務所に備え置き、当該縦覧書類の写しの送付を受けた日(訂正報告書の写しにあつては、当該訂正の対象となつた大蔵保有報告書又は変更報告書の写しの送付を受けた日)から五年間、公衆の縦覧に供しなければならない。

3 6 (略)

(開示用電子情報処理組織の定義)

第二十七条の三十の二 この章において「開示用電子情報処理組織」とは、内閣府の使用に係る電子計算機(入出力装置を含む。以下この章において同じ。)と、第五条第二項(同条第五項(第三十七條において準用する場合を含む。))及び第二十七条において準用する場合を含む。)、第七条第二項(第二十四条の二第二項、第二十四条の四の三第二項(第二十四条の四の八第二項及び第二十四条の五の二第二項において準用する場合を含む。))、第二十四条の四の五第二項、第二十四条の四の七第四項、第二十四条の五第五項及び第二十四条の七第三項(これらの規定を第二十七条において準用する場合を含む。)、第二十四条の六第二項並びに第二十七条において準用する場合を含む。)、第九条第二項(同項後段を除き、第二十

ならない。

2 金融商品取引所及び政令で定める認可金融商品取引業協会は、前条の規定により送付された前項に規定する書類(以下この条において「縦覧書類」という。)の写しを、内閣府令で定めるところにより、その事務所に備え置き、当該縦覧書類の写しの送付を受けた日から五年間、公衆の縦覧に供しなければならない。

3 6 (略)

(開示用電子情報処理組織の定義)

第二十七条の三十の二 この章において「開示用電子情報処理組織」とは、内閣府の使用に係る電子計算機(入出力装置を含む。以下この章において同じ。)と、第五条第二項(同条第五項(第三十七條において準用する場合を含む。))及び第二十七条において準用する場合を含む。)、第七条第二項(第二十四条の二第二項、第二十四条の四の三第二項(第二十四条の四の八第二項及び第二十四条の五の二第二項において準用する場合を含む。))、第二十四条の四の五第二項、第二十四条の四の七第四項、第二十四条の五第五項及び第二十四条の七第三項(これらの規定を第二十七条において準用する場合を含む。)、第二十四条の六第二項並びに第二十七条において準用する場合を含む。)、第九条第二項(同項後段を除き、第二十

資料[2]

において準用する場合を含む。)、第二十七条の十三第三項(第二十七條の二十二の二第二項において準用する場合を含む。)、第二十七條の二十三第一項、第二十七條の二十五第二項若しくは第三項、第二十七條の二十六各項若しくは第二十七條の二十九第二項において準用する第九条第二項(同項後段を除く。))若しくは第十條第二項(同項後段を除く。))の規定による手続(これらの手続により書類を提出する場合に添付しなければならないものの提出を含む。以下この章において「電子開示手続」という。))又は第四條第六項(第二十三條の八第四項(第二十七條において準用する場合を含む。))において準用する場合を含む。))若しくは第二十七條の五第三号の規定による手続その他政令で定める手続(これらの手続により書類を提出する場合に添付しなければならないものの提出を含む。以下この章において「任意電子開示手続」という。))を行う者の使用に係る入出力装置並びに金融商品取引所及び政令で定める認可金融商品取引業協会の使用に係る入出力装置とを電気通信回線で接続した電子情報処理組織をいう。

(金融商品取引所等に対する書類の写しの提出等に代わる通知等)

第二十七条の三十の六 (略)

2 前項の規定による通知は、ファイルへの記録がされた時に同項の電子開示手続又は任意電子開示手続を行った者から寄せられたものとみなし、当該記録がされた後通常その出力に要する時間が経過した時に当該通知の相手方に到達したものと推定する。

において準用する場合を含む。)、第二十七條の十三第三項(第二十七條の二十二の二第二項において準用する場合を含む。)、第二十七條の二十三第一項、第二十七條の二十五第一項、第三項若しくは第四項、第二十七條の二十六各項若しくは第二十七條の二十九第一項において準用する第九条第二項(同項後段を除く。))若しくは第十條第二項(同項後段を除く。))の規定による手続(これらの手続により書類を提出する場合に添付しなければならないものの提出を含む。以下この章において「電子開示手続」という。))又は第四條第六項(第二十三條の八第四項(第二十七條において準用する場合を含む。))において準用する場合を含む。))若しくは第二十七條の五第三号の規定による手続その他政令で定める手続(これらの手続により書類を提出する場合に添付しなければならないものの提出を含む。以下この章において「任意電子開示手続」という。))を行う者の使用に係る入出力装置並びに金融商品取引所及び政令で定める認可金融商品取引業協会の使用に係る入出力装置とを電気通信回線で接続した電子情報処理組織をいう。

(金融商品取引所等に対する書類の写しの提出等に代わる通知)

第二十七条の三十の六 (略)

2 前項の規定による通知は、ファイルへの記録がされた時に同項の電子開示手続又は任意電子開示手続を行った者から寄せられたものとみなし、当該記録がされた後通常その出力に要する時間が経過した時に当該通知の相手方に到達したものと推定する。

資料[2]

3) 第二十七条の二十七(第二十七条の二十九第二項において準用する場合を含む。以下この項において同じ。)に規定する証券等の発行者は(第二十七条の二十七に規定する書類(以下この項において「大量保有報告書等」という。)の提出の手続を開示用電子情報処理組織を使用して行った場合(磁気ディスクの提出により当該手続を行った場合を含む。))には、その大量保有報告書等については、同条の規定による発行者に対するその写しの送付をすることを要しない。

(虚偽の特定情報に係る賠償責任)  
 第二十七条の三十四 第二十二條の二から第二十二條までの規定は、特定情報(特定証券等情報又は発行者等情報(発行者情報又は訂正発行者情報をいう。以下同じ。))をいう。第二十七条の三十五第二項において同じ。)について準用する。この場合において、第二十一条の二第二項中「第二十五條第二項各号(第五号及び第九号を除く。)に掲げる書類(以下この条において「書類」という。)」とあるのは「特定情報(第二十七条の三十四に規定する特定情報をいう。以下同じ。))であつて第二十七條の三十二第三項、第四項若しくは第五項又は第二十七條の三十二の規定により公表されたもの(以下「公表情報」という。)」と、「虚偽の記載」とあるのは「虚偽の情報」と、「記載すべき」とあるのは「提供し、若しくは公表すべき」と、「事実の記載」とあるのは「事実に関する情報」と、「書類の提出者」とあるのは「公表情報を公表した発行者」と、「

(新設)

(虚偽の特定情報に係る賠償責任)  
 第二十七條の三十四 第二十二條の二から第二十二條までの規定は、特定情報(特定証券等情報又は発行者等情報(発行者情報又は訂正発行者情報をいう。以下同じ。))をいう。第二十七條の三十五第二項において同じ。)について準用する。この場合において、第二十一条の二第二項中「第二十五條第二項各号(第五号及び第九号を除く。)に掲げる書類(以下この条において「書類」という。)」とあるのは「特定情報(第二十七條の三十四に規定する特定情報をいう。以下同じ。))であつて第二十七條の三十二第三項、第四項若しくは第五項又は第二十七條の三十二の規定により公表されたもの(以下「公表情報」という。)」と、「虚偽の記載」とあるのは「虚偽の情報」と、「記載すべき」とあるのは「提供し、若しくは公表すべき」と、「事実の記載」とあるのは「事実に関する情報」と、「書類の提出者」とあるのは「公表情報を公表した発行者」と、「

資料[2]

(登録の拒否)  
 第二十九條の四 内閣総理大臣は、登録申請者が次の各号のいずれかに該当するとき、又は登録申請書若しくはこれに添付すべき書類若しくは電磁的記録のうち虚偽の記載若しくは記録があり、若しくは重要な事実の記載若しくは記録が欠けているときは、その登録を拒否しなければならない。

一 次のいずれかに該当する者

- イ (略)
- ロ 次のいずれかに該当する者
  - ① 第五十二條第一項、第五十三條第三項又は第五十七條の六第三項の規定による第二十九條の登録の取消しの処分に係る行政手続(第五十二條の規定による通知があつた日から当該処分をする日又は処分がなされた日から規定する日までの間に第五十條の二第一項第三号、第六号又は第七号に該当する旨の同項の規定による届出をした者(当該通知があつた日以前に金融商品取引業を廃止し、分限により金融商品取引業に係る事業の全部を承継し、又は金融商品取引業に係る事業の全部の譲渡をすることについての決定(当該決定がなされたときは、その業務執行を決定する機関の決定をいう。)をしていない者を除く。))で、当該届出の日から五年を経過しないもの
  - ② 第六十條の八第二項の規定による第六十條第一項の許可の

(登録の拒否)  
 第二十九條の四 内閣総理大臣は、登録申請者が次の各号のいずれかに該当するとき、又は登録申請書若しくはこれに添付すべき書類若しくは電磁的記録のうち虚偽の記載若しくは記録があり、若しくは重要な事実の記載若しくは記録が欠けているときは、その登録を拒否しなければならない。

一 次のいずれかに該当する者

- イ (略)
- (新設)

資料[2]

執行を決定する機関の決定をいう。)をしていない者を除く。  
 )の役員であつた者で、当該届出の日から五年を経過しないもの  
 ト 個人であつて、前号ロに該当する者  
 チ (略)  
 リ 前号ハに規定する法律の規定若しくは暴力団員による不当な行為の防止等に関する法律(平成三年法律第七十七号)の規定(同法第三十二条の三第七項及び第三十二条の十二第二項の規定を除く。)若しくはこれらに相当する外国の法令の規定に違反し、又は刑法(明治四十年法律第四十五号)若しくは暴力行為等処罰に関する法律(大正十五年法律第六十号)の罪を犯し、罰金の刑(これに相当する外国の法令による刑を含む。)に処せられ、その刑の執行を終わり、又はその刑の執行を受けることがなくなつた日から五年を経過しない者  
 三 個人である場合においては、前号イからチまで若しくはリ(第一号ハに規定する法律の規定に係る部分を除く。)のいずれかに該当する者又は政令で定める使用人のうち前号イからチまでのいずれかに該当する者のある者  
 四 第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業又は投資運用業を行おうとする場合(個人である場合を除く。)にあつては、次のいずれかに該当する者  
 イ 資本金の額又は出資の総額が、公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして政令で定める金額に満たない者

資料[2]

ロ 国内に営業所又は事務所を有しない者  
 ハ 外国法人であつて国内における代表者(当該外国法人が第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業又は投資運用業を行うため国内に設ける全ての営業所又は事務所の業務を担当するものに限る。)を定めていない者  
 ニ 協会(認可金融商品取引業協会又は第七十八条第三項に規定する認定金融商品取引業協会をい)、登録申請者が行おうとする業務を行う者を主要な協会員又は会員とするものに限る。以下二の号及び第三十三条の五第二項第四号において同じ。)に加入しない者であつて、協会の定章その他の規則(金融業務の売買その他の取引若しくは第三十三条第三項に規定するデリバティブ取引等を公正かつ円滑にすること又は投資者の保護に関するものに限る。)に準ずる内容の社内規則(当該協会の定章又はその役員若しくは使用人が遵守すべき規則をいう。)を作成していないもの又は当該社内規則を遵守するための体制を整備していないもの  
 五 第一種金融商品取引業又は投資運用業を行おうとする場合にあつては、次のいずれかに該当する者  
 イ 株式会社(取締役会及び監査役又は委員会(会社法第二十条第十二号に規定する委員会をいう。)を置くものに限る。)又は外国の法令に準拠して設立された取締役会設置会社と同種類の法人(第一種金融商品取引業を行おうとする場合にあつては、当該外国の法令に準拠し、当該外国において第二種金融商品取

(新設)  
 (新)  
 ト 前号ロに規定する法律の規定若しくは暴力団員による不当な行為の防止等に関する法律(平成三年法律第七十七号)の規定(同法第三十二条の三第七項及び第三十二条の十二第二項の規定を除く。)若しくはこれらに相当する外国の法令の規定に違反し、又は刑法(明治四十年法律第四十五号)若しくは暴力行為等処罰に関する法律(大正十五年法律第六十号)の罪を犯し、罰金の刑(これに相当する外国の法令による刑を含む。)に処せられ、その刑の執行を終わり、又はその刑の執行を受けることがなくなつた日から五年を経過しない者  
 三 個人である場合においては、前号イからチまで若しくはリ(第一号ハに規定する法律の規定に係る部分を除く。)のいずれかに該当する者又は政令で定める使用人のうち前号イからチまでのいずれかに該当する者のある者  
 四 第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業又は投資運用業を行おうとする場合(個人である場合を除く。)にあつては、資本金の額又は出資の総額が、公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして政令で定める金額に満たない者

五 第一種金融商品取引業又は投資運用業を行おうとする場合にあつては、次のいずれかに該当する者  
 イ 株式会社(取締役会及び監査役又は委員会(会社法第二十条第十二号に規定する委員会をいう。)を置くものに限る。)又は外国の法令に準拠して設立された取締役会設置会社と同種類の法人(第一種金融商品取引業を行おうとする場合にあつては、当該外国の法令に準拠し、当該外国において第一種金融商品取

資料[2]

|        |                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 一六 (略) | 七 自己又は第三者の利益を図る目的をもつて、特定金融指標算出者（第百五十六条の八十五第一項に規定する特定金融指標算出者をいう。以下この号において同じ。）に対し、特定金融指標の算出に際し、正当な報酬を有しないう算出基礎情報（特定金融指標の算出の基礎として特定金融指標算出者に対して提供される価格、指標、数値その他の情報をい。）を提供する行為                                                                                                  |
| 八 (略)  | （金融の運用を行わせない場合の募集等の禁止）<br>第四十条の二の二 金融商品取引業者等は、第一條第一項第五号若しくは第六号に掲げる権利又は同項第七号に掲げる権利（同項第五号又は第六号に掲げる権利と同様の経済的性質を有するものとして政令で定める権利に属する。）に代りて、これらの権利に同じ出賃をせ、又は拠出された金銭（これを担保するものとして政令で定めるものをい。）（以下この条において同じ。）が、当該金銭を充てて行われる事業に充てられしないうことを知りながら、第二條第八項第七号から第九号までに掲げる行為をしないこととはならない。 |
|        | 第五款 電子募集取扱業務に関する特別                                                                                                                                                                                                                                                         |
|        | 第四十三条の五 金融商品取引業者等は、第一條各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に掲げられしないう有価証券（第二十九条の                                                                                                                                                                                                              |

|        |      |
|--------|------|
| 一六 (略) | (新設) |
| 七 (略)  | (新設) |
|        | (新設) |
|        | (新設) |

資料[2]

|                                                                                                                                                                                                                                                       |                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|
| 二 第一項第六号に規定する政令で定めるものを除く。）について電子募集取扱業務を行うときは、内閣府令で定めるところにより、第三十七条の三第三項の規定により交付する書面に記載する事項のうち電子募集取扱業務の相手方の判断に重要な影響を与えるものとして内閣府令で定める事項について、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であつて内閣府令で定めるものにより、これらの有価証券について電子募集取扱業務を行う期間中、当該相手方が閲覧することができる状態に置かなければならない。 | 第六款・第七款 (略)                    |
| (事業年度)<br>第四十六条 金融商品取引業者（第二種金融商品取引業者を行う者に限る。以下この款において同じ。）の事業年度は、各月の初日のうち当該金融商品取引業者の選択する日から、当該日から起算して一年を経過する日までとする。ただし、事業年度の末日を変更する場合における変更後の最初の事業年度については、この限りでない。                                                                                     | 第五款・第六款 (略)                    |
| (自己資本規制比率)<br>第四十六条の六 (略)                                                                                                                                                                                                                             | (自己資本規制比率)<br>第四十六条の六 (略)      |
| 2 (略)                                                                                                                                                                                                                                                 | 2 (略)                          |
| 3 金融商品取引業者は、四半期（事業年度の期間を三月ごと区分                                                                                                                                                                                                                        | 3 金融商品取引業者は、毎三月、六月、九月及び十二月の末日に |

|                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                      |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 二 第一項第六号に規定する政令で定めるものを除く。）について電子募集取扱業務を行うときは、内閣府令で定めるところにより、第三十七条の三第三項の規定により交付する書面に記載する事項のうち電子募集取扱業務の相手方の判断に重要な影響を与えるものとして内閣府令で定める事項について、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であつて内閣府令で定めるものにより、これらの有価証券について電子募集取扱業務を行う期間中、当該相手方が閲覧することができる状態に置かなければならない。 | 第五款・第六款 (略)                                                                          |
| (事業年度)<br>第四十六条 金融商品取引業者（第一種金融商品取引業者を行う者に限る。以下この款において同じ。）の事業年度は、四月一日から翌年三月三十一日までとする。                                                                                                                                                                  | (事業年度)<br>第四十六条 金融商品取引業者（第一種金融商品取引業者を行う者に限る。以下この款において同じ。）の事業年度は、四月一日から翌年三月三十一日までとする。 |
| (自己資本規制比率)<br>第四十六条の六 (略)                                                                                                                                                                                                                             | (自己資本規制比率)<br>第四十六条の六 (略)                                                            |
| 2 (略)                                                                                                                                                                                                                                                 | 2 (略)                                                                                |
| 3 金融商品取引業者は、四半期（事業年度の期間を三月ごと区分                                                                                                                                                                                                                        | 3 金融商品取引業者は、毎三月、六月、九月及び十二月の末日に                                                       |

資料[3]

金融商品取引法施行令(昭和四十年政令第三百二十一号)

| 改正案                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 現行                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>目次</p> <p>第二章(第五章の四(略))</p> <p>第五章の五 指定紛争解決機関(第十九条の七、第十九条の九)</p> <p>第五章の六 特定金融指標算出者(第十九条の十、第十九条の十一)</p> <p>第六章(第九章(略))</p> <p>附則</p> <p>(短期大量譲渡の基準)</p> <p>第十四条の八 法第二十七条の二十五第三項に規定する政令で定める基準は、同項の変更報告書に記載すべき変更後の株券等保有割合(法第二十七条の二十三第四項に規定する株券等保有割合をいう。以下この条において同じ。)が、当該変更報告書に係る大量保有報告書(法第二十七条の二十三第二項又は第二十七条の二十六第二項に規定する大量保有報告書をいう。)又は当該大量保有報告書に係る他の変更報告書(法第二十七条の二十五第二項又は第二十七条の二十六第二項に規定する変更報告書をいう。)に記載された又は記載すべきであった株券等保有割合(当該変更後の株券等保有割合の計算の基礎となつた日の六十日前の日以後の日を計算の基礎とするも</p> | <p>目次</p> <p>第二章(第五章の四(略))</p> <p>第五章の五 指定紛争解決機関(第十九条の七、第十九条の九)</p> <p>第六章(第九章(略))</p> <p>附則</p> <p>(短期大量譲渡の基準)</p> <p>第十四条の八 法第二十七条の二十五第三項に規定する政令で定める基準は、同項の変更報告書に記載すべき変更後の株券等保有割合(法第二十七条の二十三第四項に規定する株券等保有割合をいう。以下この条において同じ。)が、当該変更報告書に係る大量保有報告書(法第二十七条の二十三第二項又は第二十七条の二十六第二項に規定する大量保有報告書をいう。)又は当該大量保有報告書に係る他の変更報告書(法第二十七条の二十五第二項又は第二十七条の二十六第二項に規定する変更報告書をいう。)に記載された又は記載すべきであった株券等保有割合(当該変更後の株券等保有割合の計算の基礎となつた日の六十日前の日以後の日を計算の基礎とするも</p> |

資料[3]

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>の及び当該六十日前の日の前日以前の日を計算の基礎とするもので当該六十日前の日に最も近い日を計算の基礎とするものに限る。)のうち最も高いものの二分の一未満となり、かつ、当該最も高いものより百分の五を超えて減少したことをする。ただし、株券等保有割合が減少したことにより変更報告書を提出する者又はその共同保有者が当該変更後の株券等保有割合の計算の基礎となつた日前六十日間(次項において「短期大量譲渡報告対象期間」という。)に株券等を譲渡したことにより減少した株券等保有割合の合計が、当該最も高いものの二分の一以下である場合又は百分の五以下である場合には、この限りでない。</p> <p>21 法第二十七条の二十五第三項に規定する政令で定める者は、株券等保有割合が減少したことにより変更報告書を提出する者又はその共同保有者から短期大量譲渡報告対象期間に譲渡を受けた株券等の数の合計を当該提出する者の保有株券等の総数(法第二十七条の二十三第四項に規定する保有株券等の総数をいう。)とみなした場合における当該提出する者の株券等保有割合が百分の一に満たない者とする。</p> <p>(登録申請書における電子募集取扱業務を行う旨の記載を要しない有価証券)</p> <p>第十五条の四の二 法第二十九条の二第一項第六号に規定する政令で定めるものは、次に掲げる有価証券とする。</p> <p>一 法第二条第一項第一号及び第二号に掲げる有価証券</p> | <p>の及び当該六十日前の日の前日以前の日を計算の基礎とするもので当該六十日前の日に最も近い日を計算の基礎とするものに限る。)のうち最も高いものの二分の一未満となり、かつ、当該最も高いものより百分の五を超えて減少したことをする。</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

## 金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給の あり方等に関するワーキング・グループ

### 報告

#### 新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関する

##### ワーキング・グループ メンバー名簿

平成25年12月25日現在

|        |         |                               |
|--------|---------|-------------------------------|
| 座長     | ※ 神田 秀樹 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授             |
| メンバー   | 安達 俊久   | 日本ベンチャーキャピタル協会会長              |
|        | 出雲 充    | (株)ユーグレナ代表取締役社長               |
|        | 上柳 敏郎   | 弁護士(東京駿河台法律事務所)               |
| ※      | 大崎 真和   | (株)野村総合研究所主席研究員               |
|        | 岡野 進    | (株)大和総研常務執行役員                 |
| ※      | 神作 裕之   | 東京大学大学院法学政治学研究科教授             |
| ※      | 黒沼 悦郎   | 早稲田大学大学院法学研究科教授               |
|        | 静 正樹    | (株)東京証券取引所常務取締役               |
|        | 武井 一浩   | 弁護士(西村あさひ法律事務所)               |
| ※      | 田邊 栄一   | 三菱商事(株)常務執行役員                 |
| ※      | 永沢 裕美子  | Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長 |
| ※      | 原田 喜美枝  | 中央大学商学部教授                     |
|        | 平田 公一   | 日本証券業協会常務執行役員                 |
| ※      | 福田 慎一   | 東京大学大学院経済学研究科教授               |
|        | 前川 雅彦   | 野村證券(株)執行役員                   |
|        | 山下 幹夫   | モルガン・スタンレーMUFJ証券(株)取締役        |
|        | 吉野 和雄   | 東京ガス(株)取締役常務執行役員              |
|        | 坂本 三郎   | 法務省民事局参事官                     |
| オブザーバー | 野村 充    | 日本銀行企画局審議役                    |
|        | 野田 幸男   | (株)三井住友銀行投資銀行統括部長(全銀協)        |
|        | 島村 昌征   | 第二種金融商品取引業協会事務局長              |

(敬称略)

(※印は金融審議会委員)

平成25年12月25日



## はじめに

これまで長く指摘されてきたとおり、我が国は、世界で通用する技術やアイデアがあると言われているにもかかわらず、起業や新規ビジネスの創出という側面から見ると、世界のトップレベルに伍する成功を遂げるとは言い難い状況にある。例えば、日本における開業率に着目してみると、平成22年において、米国が9.3%であるのに対して、我が国は4.5%に留まっており、約2倍の差が見られる<sup>1</sup>。

こうした起業や新規ビジネスの創出を巡る日米格差の要因の一つとして、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給不足という問題があるのではないかと指摘がある。事実、ベンチャーキャピタルによる年間投資額は、平成24年において、米国が約267億ドル（1ドル＝100円換算で約2.7兆円）であるのに対して、我が国は約1,026億円に過ぎず、日米の経済規模の差を勘案しても、新規・成長企業の資金ニーズに対して、金融面から十分に応えているとは言い難い状況にある。

この背景には、日米の文化的差異による要因もあるものと考えられるが、我が国における起業や新規ビジネスの創出を活性化させていく観点からは、国際社会における我が国の経済的地位が相対的に低下し、持続的な経済成長をもたらす戦略的な構造改革が求められる今日の状況の下では、政策面において、アーリーステージの新規・成長企業に対するリスクマネーの供給を促進するための取組みを、これまで以上に幅広く展開していくことが重要である。また、その際には、新規・成長企業の出口戦略を多様化する等の観点から、新規上場時や上場後の資金調達等の制度整備等にも引き続き努めていく必要がある。

こうした問題意識の下、本年6月、金融審議会に対して、①「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方」、②「事務負担の軽減など新規上場の推進策」、③「上場企業等の機動的な資金調達を可能にするための開示制度の見直し」、及び④「その他、近年の金融資本市場の状況に鑑み、必要となる制度の整備」について検討を行うよう、諮問がなされた。

この諮問を受けて、金融審議会は「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」を設置し、本年6月から11回にわたり審議を行い、アーリーステージの企業から上場を目前に控えた企業、更には上場後の企業まで、幅広いフェーズの企業における資金調達を巡る問題等について検討を行った。本報告書は、本ワーキング・グループにおける検討結果を取りまとめたものである。

<sup>1</sup> 日本の開業率は厚生労働省「雇用保険事業年報」、米国の開業率はU.S. Small Business Administration “Small Business Economy” による。

## 第1章 新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策（事業化段階等におけるリスクマネーの供給促進策）

現在、我が国においては、起業・新規ビジネスの創出が重要な課題とされており、このためには、事業者が技術やアイデアを事業化する段階において、必要とされるリスクマネーの供給を促進していくことが重要である。

こうした観点から、本ワーキング・グループでは、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策として、クラウドファンディング、非上場株式の取引・換金のための枠組み、保険子会社ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への投資促進等について検討を行った。

なお、リスクマネーが円滑に供給されるためには、その前提として、投資者の金融資本市場に対する信頼感が確保されている必要がある。このため、リスクマネーの供給促進策の検討に当たっては、規制緩和の観点のみならず、投資者保護の観点にも十分配慮しつつ、検討を進めていくことが重要である。

### 1. クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、必ずしも定まった定義があるものではないが、一般には「新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組み」を指すものとされている。クラウドファンディングは、資金提供者に対するリターンの形態により、「寄付型」、「購入型」又は「投資型」に大別される。このうち、金融商品取引法の規制対象となる投資型クラウドファンディングとしては、「ファンド形態」のものと「株式形態」のものとの想定される。

「ファンド形態」の投資型クラウドファンディングについては、現行の金融商品取引法の下において、第二種金融商品取引業者による募集又は私募の取扱いが可能であり、実際にもこの形態でのビジネスを担う業者が既に存在するところである。一方で、「株式形態」の投資型クラウドファンディングについては、非上場株式の募集又は私募の取扱いが日本証券業協会の自主規制規則により原則禁止されており、また、現行の金融商品取引法の下では、株式の募集又は私募の取扱いを行うことができず、第一種金融商品取引業者の参入要件が第二種金融商品取引業者のそれらに比してより厳格であることから、現在、基本的に取り扱われていない状況にある。

こうした中、米国においては、昨年4月に「Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS 法)」が成立し、「登録届出書の効力が発生していない限り、証券の発行者は募集を行ってばならない」とする1933年証券法第5条の適用除外規定等が設けられ、事実上困難であった投資型クラウドファンディングによる資金調達への道が開かれることとなった。その後、本年10月には、JOBS法を施行するための細則を定める規則案が米国SECにより公表されたところである。

本ワーキング・グループでは、こうした米国での制度改正の動きも参考しつつ、ファンド形態・株式形態の双方を含めた投資型クラウドファンディングに係る制度整備に向けた検討を行った。

なお、投資型クラウドファンディングに係る制度整備に当たっては、リスクマネーの供給促進という観点から、できるだけ仲介者にとつて参入が容易であり、かつ、発行者にとつて負担が少ない制度設計とすることが重要であると考えられる。一方で、投資型クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用され、ひいては投資型クラウドファンディング全体に対する信頼感が失墜することのないよう、海外当局による規制の動向も踏まえつつ、投資者保護のための必要な措置を講じることも重要な課題である。

### (1) 仲介者の参入要件の緩和

前述のとおり、リスクマネーの供給促進を図るためには、できるだけ仲介者にとつて参入が容易な制度とすることが重要であり、このような観点から、現行の第一種金融商品取引業及び第二種金融商品取引業について、登録の特例を設けることが望ましい。

その際、投資者保護の観点から、一人当たり投資額や発行総額の上限を設けるとともに、仲介者が有価証券の売買や引受け等の業務を行わないことを条件とするなど、限定的な範囲で特例を設けることが適当である。具体的には、第一種金融商品取引業のうち、非上場株式の募集又は私募の取扱いであつてインターネットを通じて行われる少額<sup>2</sup>のもののみを行う者を「特例第一種金融商品取引業者」と、また、第二種金融商品取引業のうち、ファンド持分の募集又は私募の取扱いであつてインターネットを通じて行われる少額<sup>2</sup>のもののみを行う者を「特例第二種金融商品取引業者」とそれぞれ位置付け、財産規制等を

<sup>2</sup> 少額の範囲としては、「発行総額1億円未満かつ一人当たり投資額50万円以下」とすることが考えられる。

緩和することが考えられる。

なお、こうした措置を講じる際には、併せて、非上場株式の募集又は私募の取扱いを原則として禁止している日本証券業協会の現行の自主規制規則を緩和し、非上場株式の募集又は私募の取扱いのうち、インターネットを通じて行われる少額のものについては、既存の第一種金融商品取引業者又は特例第一種金融商品取引業者が行えるように禁止措置を解除することが適当である。

### (2) 投資者保護のための必要な措置

クラウドファンディングがインターネットを通じて手軽に多数の者から資金を調達できる仕組みであることを踏まえ、一方で、詐欺的な行為に悪用されることのないよう、制度的な工夫が必要と考えられる。この点に関しては、現行の金融商品取引法の下では、株式やファンド持分の募集又は私募の取扱いに際し、インターネットを通じて行うことについて、その特質を踏まえた規制は特設されていない。

このため、インターネットを通じて非上場株式又はファンド持分の募集又は私募の取扱いを行う仲介者（既存の金融商品取引業者及び前記（1）で述べた特例業者）に対して、発行者に対するデューデリジエンス及びインターネットを通じて適切な情報提供等のための体制整備、並びにインターネットを通じて発行者や仲介者自身に関する情報の提供を義務付けるとともに、当該情報の提供を怠った場合等における罰則を整備することが適当である。なお、仲介者に対してインターネットを通じて発行者情報等の提供を義務付けることとする場合、インターネットを通じて行われるファンド持分の募集又は私募の取扱いについては、仲介者から投資者に対して提供される情報の重複を排除し、仲介者の負担軽減を図る観点から、契約締結前交付書面の簡素化を図る等の措置を併せて講じることが適当であると考えられる<sup>3</sup>。

### (3) 自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮

投資型クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用されることや反社会的勢力に利用されること等を防止し、投資者が安心して投資で

<sup>3</sup> 契約締結前交付書面のうち、株式の募集等に係るものについては、ファンド持分の募集等に係るものに比して既に相当程度簡素なものとなっており（金融商品取引契約の概要、手数料やリスク等の基本的な事項の記載のみが求められている）、仲介者から投資者に対して提供される情報との重複は基本的に生じないことから、更なる簡素化を図る必要はなく、また適当でもないものと考えられる。

資料[4]

認められている。

このグリーンシート銘柄制度については、近年、利用企業数が減少し、売買も大幅に低迷している状況にある。その要因としては、新興市場における上場基準の引下げにより、上場市場の補完的役割としての存在意義を見出しにくくなってきていることや、それにもかかわらず、発行者に対して上場企業と大差ない負担（インサイダー取引規制及びそれに伴う適時開示義務や、上場企業に準じた開示義務）が課されていることが指摘されている。

一方で、地域に根差した企業などの非上場株式については、一定の取引ニーズ・換金ニーズが存在しているものの、現状、日本証券業協会の自主規制規則において、非上場株式については、グリーンシート銘柄等でない場合には原則として第一種金融商品取引業者による投資勧誘が行えないこととされており、こうしたニーズに的確に答えられていない実情にある。

こうした点を踏まえると、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引ニーズ・換金ニーズに応える場としての、新たな取引制度を構築することが望まれる。その際、新たな非上場株式の取引制度においては、市場のような高度の流通性を持たせない仕組みを設けることにより、高度の流通性を付与することに伴って必要となる開示義務等の発行者に対する負担を、極力軽減することが適当である。

#### (1) 新たな非上場株式の取引制度

新たな非上場株式の取引制度については、グリーンシート銘柄制度と同様、自主規制機関である日本証券業協会の自主規制規則に基づく制度として創設し、第一種金融商品取引業者が投資勧誘を行える範囲を、第一種金融商品取引業者が銘柄毎に組成・管理する「投資グループ」のメンバーに限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留めることが適当である。

「投資グループ」のメンバーとして想定される投資者層としては、当該非上場企業の役員・従業員若しくはその親族、株主又は継続的な取引先のほか、当該非上場企業から財・サービスの提供を受けている（又は受けようとする）者などが考えられる。その際、「投資グループ」に加入できる者を特定の属性により限定することは困難であるため、一定程度の流通性に留めることを担保する観点からは、この銘柄毎に組成・管理される「投資グループ」への加入に当たって、当該銘柄に

資料[4]

きる環境を整備する上では、当局による規制・監督のみに依拠するのではなく、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮を組み合わせることが重要である。

こうした観点から、今後、自主規制機関（日本証券業協会及び第二種金融商品取引業協会）において、当局と連携しつつ、投資型クラウドファンディングの適切な普及に向けて自主規制規則の整備に関する検討が進められることが期待される。

こうした中、本年9月末時点において、第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入率は約2.6%に留まっており、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮のためには、第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入率を向上させることが必須である。

このため、第二種金融商品取引業の登録を受けようとする者が自主規制機関に加入しない場合には、当該者に対して、自主規制機関による自主規制を考慮した社内規則を整備することや、当該社内規則の遵守を確保するための体制を整備することを義務付けるなど、自主規制機関への加入促進を図るための規制の整備を行うことが適当である<sup>4</sup>。また、第二種金融商品取引業協会の体制強化等についても併せて図っていくことが必要である。

#### (4) その他

このほか、仲介者が投資者から金銭や有価証券の預託を受けられることとするかどうか、仮に預託を受けられないこととする場合には、投資者保護基金への加入についてどのような取扱いとするかなどについて、検討の上、制度上必要な措置が講じられることが適当であると考えられる。

### 2. 非上場株式の取引・換金のための枠組み

第一種金融商品取引業者を通じて非上場株式の売買を行う制度として、日本証券業協会が運営するグリーンシート銘柄制度がある。グリーンシート銘柄制度においては、発行者である非上場企業が上場企業に準じた開示（有価証券報告書に準じた会社内容説明書の作成・公表等）を行うことを前提に、第一種金融商品取引業者による非上場株式の投資勧誘が

<sup>4</sup> なお、第二種金融商品取引業者に対してこのような義務を課すこととする場合には、第一種金融商品取引業者及び投資運用業者に対しても同様の義務を課すことが適当である。

資料〔4〕

対して投資意向を有する投資者から第一種金融商品取引業者への自己申告を基本とし、また、新たな非上場株式の取引制度の特性やリスクについて、第一種金融商品取引業者が投資者の納得・了承を得るという仕組みを設けることが適当であると考えられる。

このほか、新たな非上場株式の取引制度の運営を担う第一種金融商品取引業者の役割など、制度設計の詳細については、引き続き、日本証券業協会において、必要な自主規制規則を整備する中で検討されることが期待される。

### （2）新たな非上場株式の取引制度へのインサイダー取引規制の適用関係

現行の金融商品取引法の下では、非上場株式については、一般の投資者が広く取引に参加するものではなく、また、取引が頻繁に行われるものでもないことから、原則としてインサイダー取引規制の適用対象外とされている。一方で、グリーンシート銘柄制度は、形式的には非上場株式の取引制度ではあるものの、株式の流通性の程度を勘案し、例外的にインサイダー取引規制の適用対象とされている。こうした点を踏まえ、新たな非上場株式の取引制度をインサイダー取引規制の適用対象とすべきか否かについては、同制度においてどの程度の流通性を想定するのかに依るものと考えられる。

この点に関しては、前述のとおり、新たな非上場株式の取引制度は、市場としてではなく、あくまでも非上場株式の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として設計されるものであって、一般の投資者が広く参加するものではなく、また、取引が頻繁に行われることも想定されない。したがって、新たな非上場株式の取引制度については、非上場株式の原則どおり、インサイダー取引規制の適用対象外とすることが適当であると考えられる<sup>5</sup>。

### （3）新たな非上場株式の取引制度における発行者の開示義務

現行の金融商品取引法の下では、上場企業に対しては、有価証券報告書（外部監査が必要）の作成・公表など公衆縦覧型の開示義務が課されているが、非上場企業に対しては、原則として<sup>6</sup>公衆縦覧型の開示

<sup>5</sup> なお、当然のことながら、風説の流布や偽評の禁止といった、不正取引の一般的禁止規定（現行の金融商品取引法第157条及び第158条）については、新たな非上場株式の取引制度に対しても適用されることとなる。

<sup>6</sup> ①有価証券届出書の提出を要するような株式等の発行を行った場合や、②株式等が多数の投資者（1,000人以上）に保有されることとなった場合には、非上場企業であっても、公衆

7

資料〔4〕

義務は課されていない。一方で、日本証券業協会が運営するグリーンシート銘柄制度は、形式的には非上場株式の取引制度ではあるものの、株式の流通性の程度を勘案し、発行者である非上場企業に対して、上場企業が作成・公表する有価証券報告書に準じた会社内容説明書（外部監査が必要）の作成・公表を義務付けるなど、上場企業に準じた開示義務を課している。

この点に関しては、前述のとおり、新たな非上場株式の取引制度が、市場としてではなく、あくまでも非上場株式の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として、流通性を限定した形で設計されたものであることを勘案すると、発行者に対して、グリーンシート銘柄制度におけるおけるほどの開示義務を課す必要はないと考えられる。今後、こうした点を踏まえつつ、新たな非上場株式の取引制度において発行者にどの程度の開示を求めるのかについて、日本証券業協会において更なる検討が進められることが期待される。

### 3. 保険子会社ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への投資促進

保険会社の議決権保有制限（いわゆる10%ルール）には、ベンチャーキャピタル子会社を通じて行うベンチャー企業への出資に係る特例が設けられているが、ベンチャー企業が成長し、中小企業の基準を超えると当該特例の対象外となり、そうした場合、新たに資金需要が生じても、追加出資に応じられないこととなる。とりわけ、そのベンチャーキャピタル子会社がリードベンチャーキャピタル<sup>7</sup>である場合には、自らが追加出資できないという点に留まらず、他の出資先からの追加出資にも悪影響が及び得ることとなる<sup>8</sup>。このため、リードベンチャーキャピタルとして出資を行っている場合には、出資先が中小企業であるか否かにかかわらず、上場までの間に限り、追加出資に応じることができよう、特例

<sup>7</sup> 縦覧型の開示が求められる。

<sup>8</sup> 筆頭出資者（創業者等を除く）であるベンチャーキャピタルは、リードベンチャーキャピタルと称される。リードベンチャーキャピタルは、通常、ベンチャー企業の成長段階に応じた増資戦略や上場支援などの資金調達、資本政策に関するものを中心に各種のハンズオン支援を行う。リードベンチャーキャピタルは複数存在することもあり（この場合「コー・リード」(co-lead)と呼ばれる）、また、当初はリードベンチャーキャピタルではなかった者が、出資先企業の成長等の状況の変化により、中途からリードベンチャーキャピタルとなることもある等、実態は多様である。

<sup>8</sup> リードベンチャーキャピタル以外の他のベンチャーキャピタルは、一般的に、リードベンチャーキャピタルのように追加出資に主導的に関わっているのではなく、出資先ベンチャー企業からの要請やリードベンチャーキャピタルの動向に応じて受動的に対応している。

8

資料[4]

の要件を緩和<sup>9</sup>することが適当である<sup>10</sup>。

#### 4. その他ベンチャー企業支援を巡る諸課題

本ワーキング・グループでは、ベンチャー企業支援を巡るその他の課題として、ベンチャー企業が果たすべき役割、ベンチャー企業支援の出口の多様化、ベンチャー企業に対する人材面でのサポート等についても検討を行った。

##### (1) ベンチャー企業が果たすべき役割

ベンチャー企業は、今後とも新規・成長企業に対するリスクマネーの供給の主要な担い手であり続けると考えられるが、小口分散型が中心となっている我が国のベンチャー企業は、米国に比して、シードの段階、あるいはそれよりも若干進んだ段階に入ってきた企業に対しては、十分なサポートができていない状況にある。

こうした点に加え、ベンチャー企業の評価基準が定まっていないことや、これまで成功事例がそれほど出ていないことなどから、十分な資金がベンチャー企業に集まらず、結果として、ベンチャー企業がリストもなかなか育成されないという悪循環に陥っているのではないかと、との指摘もなされている。

ベンチャー企業には、新規・成長企業を育てるという観点から、ベンチャー企業の有する技術に対する知識や目利き能力が必要であり、また、こうした技術を活かせる用途を探して駆けずり回るような泥臭い仕事が行われている。

こうした新規・成長企業を育てる機能を持ったベンチャー企業は、いわゆる「ハンズオン型」のベンチャー企業が米国においては主流になっているのに対し、我が国においては、こうした「ハンズオン型」のベンチャー企業は数が少ないのが実情である。

こうした中、まだ数は少ないものの、新興ベンチャー企業の中で「ハンズオン型」を志向するものが徐々に増えつつあり、また、既存のベンチャー企業の中にも、例えば製造業との連携等を行

<sup>9</sup> 具体的には、保険会社の子会社ベンチャー企業がリードベンチャー企業やそれと同様の役割を果たしている場合については、出資先が、中小企業であることを求める要件は撤廃（その他の要件は維持）することが考えられる。

<sup>10</sup> なお、銀行にも同様の規制が存在するため、併せて見直しを行うことが適当である。

9

資料[4]

うことで技術に対する目利き能力を向上させざるを得ないなどの工夫に取り組んでいるものが現れてきているところである。こうした動きがますます活発化し、我が国においても、ベンチャー企業が新規・成長企業へのリスクマネー供給の「仲介者」としての役割を果たすため、その能力を高めていくことが期待される<sup>11</sup>。

なお、前述のとおり、ベンチャー企業は、今後とも新規・成長企業に対するリスクマネーの供給の主要な担い手であり続けると考えられることから、その役割等に関する議論については、ベンチャー企業の業務の実態等を踏まえつつ、今後とも継続的に行われていくことが望まれる。

##### (2) ベンチャー企業支援の出口の多様化等

米国においては、ベンチャー企業支援の出口は、IPO（新規株式公開）だけでなく、大企業によるM&A（企業の合併や買収）なども含む、多様なものとなっている。一方で、我が国における出口は、IPOに偏重しているといわれており、ベンチャー企業の評価もIPOに偏った案件数でなされている、との指摘がある。また、こうしたベンチャー企業に対する評価のあり方が、買収案件<sup>12</sup>等の横行を生んでいるのではないかと、との指摘もなされている。

ベンチャー企業支援の出口については、M&Aも含め、多様な選択肢が確保されていることが望ましいものと考えられる。特に我が国においては、従来よりもM&Aが促進されるよう、売り手であるベンチャー企業側のビジネスモデルの設計がしつかりなされることにより買収価格に関する売り手と買い手との認識のズレをできるだけ小さくすることや、買い手である大企業側における「自前主義」、「Not Invented Here」といったM&Aに消極的な企業文化の改革を図っていくことが必要である。また、買収案件等に関しては、ベンチャー企業協会

<sup>11</sup> この点に関し、我が国においては、ベンチャー企業への投資に対する理解やそれを支援する環境を整っていないことから、新興のベンチャー企業は資金調達への段階から大きな困難を抱えている実態にあり、ベンチャー企業への投資に対する意識が変わっていくことが重要なのではないかと、との指摘があった。

<sup>12</sup> 買収案件とは、ベンチャー企業が投資先が一定の期限内に上場できない等の場合に、ベンチャー企業が投資先の企業経営者に対し、株式を買い戻すことを請求できる権利を規定した契約事項のこと。買収案件があることで、起業家が多大なリスクを背負わされ、起業の心理的な阻害要因となっている、との指摘がある一方で、もはやそうした慣行は基本的に存在していない、また仮に存在しているとしても実質的にリスクマネーの供給の阻害要因とはなっていない、との指摘もあった。

10

等の業界団体において、起業の阻害要因になっていないかどうかを精査し、その要否を含めた議論がなされることが望まれる。

### （3）ベンチャー企業に対する人材面でのサポート

我が国においては、技術やアイデアはあるものの、そうしたシーズの事業化をサポートできる人材が少ない、との指摘がある。こうした事業化をサポートする役割は、これまでベンチャーキャピタルの役割とされてきたが、事業化に当たっては、資金のみならず事業化に向けた各種のサポートが不足している、との指摘に鑑みると、必ずしもベンチャーキャピタルのみに期待するのではなく、他の主体も含めて、創業した早い段階から、トップクワラの専門家が支援する方式が採られることが望ましいものと考えられる<sup>13</sup>。

特に、新規・成長企業の中には、技術やアイデアを事業化・収益化するCF0（最高財務責任者）的な人材が不足していることが多い、との指摘があり、公認会計士、弁護士、弁理士といった専門的能力を有する者からのサポートを受けられる仕組みが構築されるべき、との指摘があった。この点に関しては、大手監査法人において起業家を支援するための仕組みができてつつあることは歓迎すべきことであり、こうした取組みの更なる進展が望まれる。

## 第2章 新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策（新規上場の推進策）

新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進を図る観点からは、新規上場が視野に入った新規・成長企業の上場に係る障壁をできるだけ低くする施策も重要と考えられる。本ワーキング・グループでは、新規上場を促進する観点から、新規上場に伴う負担の軽減、及び新興市場の新規上場時における最低株主数基準の引下げについて検討を行った。

### 1. 新規上場に伴う負担の軽減

企業が金融商品取引所に株式を上場し、当該株式が同取引所において取引されるに当たっては、投資者が不測の損害を被らないようにするため、当該企業に関する十分な情報を投資者に対して開示し、当該企業の

<sup>13</sup> なお、この点に関しては、専門家からの支援もさきることながら、若い起業家にとっては、起業して成功した者からのアドバイスが最も役立つのではないかと、この指摘があった。

状況を正しく理解してもらうことが重要である。

一方で、新規・成長企業が新規上場を躊躇する要因として、当該情報開示に要する負担が重いことがあげられる、との指摘がある。このため、投資者保護に支障をきたさない範囲内で、新規上場に伴う企業の負担の軽減を図ることが適当であると考えられる。

### （1）新規上場時の負担の軽減

企業が新規上場を行う場合には、当該企業の募集有価証券に係る有価証券届出書を提出した上で、投資者に対して募集行為を行うことが一般的であり、新規上場時に提出する有価証券届出書には、過去5事業年度分の財務諸表の記載が必要とされている。

しかしながら、当該記載については、①投資者に交付される目論見書には過去2事業年度分の財務諸表のみが記載されていること、②新規上場企業に投資する投資者は、当該企業の将来性を重視する場合も多いと考えられるところ、有価証券届出書において、将来情報の開示の充実が図られてきたこと、③新規上場企業の開示をめぐる国際的な状況にも変化が生じていることなどを踏まえ、過去2事業年度分の財務諸表のみの記載とするよう戻すことが適当であるとと考えられる<sup>14</sup>。

### （2）新規上場後の負担の軽減

現在、上場企業は、事業年度ごとに内部統制報告書の提出が求められており、当該内部統制報告書には、公認会計士の監査を受けることが必要とされている。当該内部統制報告書の提出義務は、上場企業全てに課されるものであるため、新規上場企業であっても、上場後、最初の事業年度終了後から、公認会計士による監査証明を受けた内部統制報告書の提出が必要となる。

新規・成長企業が新規上場を躊躇する要因として、この内部統制報告書の提出に係る負担が重いことがあげられる、との指摘もあることから、新規上場後において、内部統制報告書の提出義務に係る負担の軽減が出来ないかどうかの検討を行った。

<sup>14</sup> なお、新規上場企業が自主的に過去5事業年度分の財務諸表を記録することを妨げる必要はないため、こうした場合には、有価証券届出書の添付書類として提出することを認めることが適当である。

資料[4]

特に、新興市場における最低株主数基準は、上場後の市場における円滑な取引を確保する観点から設けられているものであり、各金融商品取引所の状況に応じ、円滑な取引に支障が生じない範囲において、より低い水準に下げ余地があると考えられる。

### 第3章 上場企業の資金調達の円滑化

我が国経済の持続的な成長を実現していくためには、新規・成長企業に対してリスクマナーを供給することだけでなく、上場後の企業についても、資本市場から円滑に資金調達ができるようにすることが重要である。

この点に関し、近年、上場企業が公募増資を行う際、当初の想定以上に株価が下落したため、予定していた資金が集まらず、一部の事業計画を見直さなくてはならぬという事態が見受けられ、その背景として、我が国においては、上場企業の資金調達に要する期間が長いことや、増資を予定している企業と投資者との間の相互理解が深まっていないことが、増資公表企業の株価を不安定にしている要因の一つになっている可能性が考えられる。

#### 1. 上場企業の資金調達に係る期間の短縮（待機期間の撤廃）

現行の金融商品取引法の下では、上場企業が有価証券を発行し投資者に取得させるには、有価証券届出書を提出した後7日間の待機期間が必要とされている。この待機期間は、投資者が、開示されている情報に基づき、当該有価証券の取得・買付けの是非を判断するための熟慮期間とされており、その際、投資者は、投資判断に当たり、増資企業の経営状態等に関する「企業情報」と、募集・売出しに係る有価証券自体の情報である「証券情報」の二つの情報について検討するものと考えられる。

このうち、「企業情報」に関しては、特に近年、情報通信技術の発達や、有価証券報告書の記載の充実、四半期報告書の導入など、より充実した情報を容易かつ迅速に入手できる環境が整ってきている状況にある。中でも、時価総額が大きい企業や、市場で頻繁に売買が行われている企業など、市場において「特に周知性の高い企業」については、専門的な能力を有する証券アナリストが企業情報を分析し、投資者向けに情報提供を行っているほか、メディアの経済ニュース等においても頻繁に取り上げられている。こうしたことを踏まえれば、企業情報の検討に要する時間のみに注目した場合、「特に周知性の高い企業」については、現行の金融商品取引法の待機期間を撤廃する特例措置を設けても、投資者保護上、

14

資料[4]

上場企業の場合、企業が作成する財務報告に基づき広く一般に株式等が売買されることを踏まえれば、上場企業である以上、経営者が当該財務報告の適正性を担保するために内部統制の有効性を評価し、その結果を報告することは必要であり、新規上場企業であっても、内部統制報告書の提出自体を免除することは適当ではないと考えられる。

一方で、内部統制報告書の監査義務について検討したところ、新規上場企業については、①上場審査において、金融商品取引所から、内部管理体制も含めた厳格な上場審査を受けており、主幹事証券会社や公認会計士も当該内部管理体制をチェックしていること、②新規上場企業は、既存の上場企業に比して、財務負担能力が相対的に低い場合が多いと考えられること、③最も厳格な内部統制報告制度で知られる米国においても、新規上場を促進する観点から、新興成長企業について、内部統制に係る監査を免除する措置が講じられたことなどの事情が存在する。

また、新規上場後の企業内容の変化について確認したところ、多くの企業において、新規上場後3年間程度は、売上や従業員などの企業規模等に大きな変化は見られなかった。

これらを踏まえれば、新規上場企業の内部統制報告書の提出義務に係る負担を軽減するため、新規上場後、例えば3年間については、内部統制報告書に係る監査義務を免除することが適当であると考えられる<sup>15</sup>。

ただし、新規上場企業であっても、その規模等に照らし、市場への影響や社会・経済的影響が大きいと考えられる企業については、内部統制が適切に機能していることを特に厳格にチェックする必要性が高いと考えられることから、こうした企業については、新規上場企業であっても、内部統制報告書に係る監査義務を免除することは適当ではないと考えられる。

#### 2. 新興市場の新規上場時における最低株主数基準の引下げ

新興市場における新規上場を推進していく観点から、各金融商品取引所においては、円滑な取引と市場の信頼が確保される範囲において、新規上場時の審査基準について必要な見直しを行っていくことが期待される。

<sup>15</sup> なお、新規上場企業が自主的に内部統制報告書に係る公認会計士の監査を受けることを妨げる必要はないと考えられることから、こうした場合には、内部統制報告書に係る監査報告書を添付することを認めることが適当である。

13

大きな問題は生じないものと考えられる。

一方で、「証券情報」については、投資者は、有価証券届出書が提出された後でなければ、その検討を行うことができないことにも留意が必要である。

こうした点を勘案すれば、「特に周知性の高い企業」が行う募集・売出しのうち、対象有価証券の取得・買付けの判断を比較的容易に行うことができるような場合に限定して、待機期間を撤廃する特例措置を設けることが適当であると考えられる。具体的には、募集・売出しの対象とされる有価証券が、普通株式や投資証券（REIT等）など、仕組みが単純かつ標準的であり、かつ、例えば増資による希薄化率が20%以下である場合など、投資判断に与える影響が限定的な場合に限り、待機期間を撤廃することが適当であると考えられる。

## 2. 「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化

有価証券届出書の届出前に有価証券の勧誘を開始すること（いわゆる「届出前勧誘」）は禁止されているが、法令上、勧誘の範囲が明確でないために、増資を予定している企業が、一般的な企業情報を発信することまでも届出前勧誘に該当するおそれがあるとして躊躇してしまう、との指摘がある。また、上場企業の資金調達を円滑化するために、有価証券届出書の提出後の待機期間を撤廃する場合には、有価証券届出書の届出前に、投資者が増資企業に関する企業情報を受け取る機会をできるだけ確保しておくことの重要性はより高まるものと考えられる。

一般的に届出前勧誘の禁止措置が講じられている趣旨は、勧誘による販売圧力によって、投資者が不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられる事態の防止にあるとされており、こうした趣旨に照らすと、次に掲げるような行為については、届出前勧誘の禁止措置の対象とする必要はないものと考えられる。このため、できるだけ速やかに、その旨を明確化することが適当である<sup>16</sup>。

- 企業及び引受証券会社が、適格機関投資家、特定投資家又は大株主を対象者とし、かつ、有価証券届出書の届出前に当該情報が対象者以外に伝達されたいための適切な措置を講じている場合において、有価証券の募集・売出しの是非を判断するために、当該有価証券に対する市場における需要見込みを届出前に調査すること（いわゆる「プレ・ヒ

<sup>16</sup> 「企業内容等の開示に関する留意事項について」（企業内容等開示ガイドライン）を改正。

アリング)。

- 有価証券届出書の提出の1ヶ月以上前までに、募集・売出しに言及せず企業情報を発信すること（有価証券届出書の提出日以前1ヶ月以内に再度発信されないための合理的な措置がとられる場合に限る。）
- 金融商品取引法令又は金融商品取引所規則に基づき開示すること
- 企業が通常の業務の過程で行う情報発信であって、従前からその通常の業務の過程において行っている企業情報の定期的な発信を行うこと
- 企業が通常の業務の過程で行う情報発信であって、新製品・新サービスの発表を行うこと
- 記者、アナリスト、投資者などによる自発的な問い合わせに対して、その事業・財務の状況や製品・サービスについての回答を行うこと
- 引受証券会社内で適切なチャイニーズ・ウォールが設置されている場合において、従来から継続的に行われている上場企業に関するアナリスト・レポートの公表を、従来どおりに行うこと

## 3. 訂正発行登録書の提出に係る見直し

現行の金融商品取引法の下では、発行登録書の効力が生じている間に、当該発行登録書に記載された事項につきその内容を訂正する必要がある事情が生じた場合のほか、有価証券報告書や四半期報告書などの継続開示書類が提出された場合にも、訂正発行登録書を提出する必要があるとされている。これは、発行登録書において参照している企業情報が更新されたことを投資者に知らせることで、投資者が古い企業情報に基づき投資判断をすることを防止するための措置である。

一方で、近年の情報通信技術の発展や、開示書類のEDINETによる提出の義務化、更には投資者にとって有価証券報告書等の提出は予測可能であることなどを踏まえると、有価証券報告書等の継続開示書類が提出される度に、訂正発行登録書を提出する必要性はそれほど高くはないものと考えられる。このため、一定の条件<sup>17</sup>の下で、継続開示書類が提出された

<sup>17</sup> 投資者を保護する観点から、当該訂正報告書の提出義務を免除するに当たっては、定期的に提出されることが明らかならぬ継続開示書類の提出時期を投資者が具体的に知ることができよう。新たに、発行登録書に当該継続開示書類の法定提出期限を記載させることとし、万一、当該期限を超過した場合には、訂正発行登録書を提出させざる義務を課すことが適当である。



資料[4]

響力行使し得ないこと、また、市場における需給に影響を与えような自己株式の取得や処分が行われる場合には、自己株券買付状況報告書等、他の制度により、別途主要な情報が開示されること等に鑑みれば、大量保有報告制度の対象となる株券等から自己株式を除外することが適当であると考えられる。

### (2) 大量保有報告書の提出者等が個人である場合の記載事項

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書の提出者や共同保有者（以下「提出者等」）が個人である場合には、その氏名・住所（番地まで）・生年月日等を当該報告書に記載しなければならないこととされている。

大量保有報告書は、数多くの主体から様々な銘柄について提出がなされるものであるため、その提出者等については、他の提出者等と混同することなく同一人と判別できることが不可欠ではあるものの、その一方で、個人のプライバシー保護やセキュリティ上の問題を犠牲にしてまで、詳細な個人情報や公衆縦覧に供する必要性は乏しいものと考えられる。こうした点に鑑みると、大量保有報告書の提出者等が個人である場合の記載事項については、住所における「番地」の記載、「生年月日」の記載を、公衆縦覧の対象から除外することが適当であると考えられる<sup>18</sup>。

### (3) 短期大量譲渡報告の適用範囲・記載事項

現行の金融商品取引法の下では、株券等の保有割合が減少したことにより、変更報告書を提出する者は、「短期間に大量の株券等を譲渡した」として定められた一定の基準（「短期大量譲渡」）に該当する場合においては、最近 60 日間の全ての譲渡について、その「相手方及び対価に関する事項」を当該変更報告書に記載しなければならないこととされている（「短期大量譲渡報告」）。

この点について、短期大量譲渡に該当するか否かの判断基準が、保有割合の変動のみに着目したものとされているため、現実には譲渡が行っていないにもかかわらず、形式的に当該基準に該当することによ

<sup>18</sup> 一方で、当局において、訂正報告書の提出命令等を通じてエンプロオースメントを行う場合、当局は当該命令等の対象者を確認し得るだけの情報を把握する必要があることから、公衆縦覧の対象から提出者等の住所における「番地」の記載、「生年月日」の記載を除外するとしても、当局に対しては、これらの情報についても提出を求めることが適当である。

18

資料[4]

ことに係る訂正発行登録書の提出義務を免除するよう制度を改正することが適当であると考えられる。

## 第4章 近年の金融資本市場の状況を踏まえたその他の制度整備

本ワーキング・グループでは、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進の観点から、企業のスタートアップ段階から、成長ステージ、成熟ステージまでの資金調達のプロセスを中心に議論を行ってきた。

その際、成熟ステージにおける課題として、上場企業や投資者が負う金融商品取引法上の義務が過大となっていないかについても検討を行うこととし、具体的には、大量保有報告制度、及び流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任に関し、見直すべき点がないかについて検討を行った。

### 1. 大量保有報告制度の見直し

大量保有報告制度は、株券等の保有状況が、経営に対する影響力や市場における需給の観点から投資者にとって重要な情報であることから、当該情報を投資者に提供することを目的として、平成 2 年に設けられた制度である。近年、同制度に関しては、制度導入以降の他の制度における開示の充実や個人のプライバシー保護に関する意識の高まり、EDINET の整備等の環境変化に必ずしも対処しきれない部分もあるのではないか、との指摘がある。また、現行の大量保有報告制度には、必ずしも遵守することが容易でない事項も含まれており、本来の制度の趣旨に照らして、過大な事務負担が生じている、との指摘もなされている。

本ワーキング・グループでは、これらの状況を踏まえ、大量保有報告制度の趣旨には十分配慮しつつ、大量保有報告書の提出者の負担軽減を図るための措置について検討を行った。

#### (1) 大量保有報告制度における自己株式の取扱い

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告制度の対象となる株券等の中には、自己株式も含まれている。この点について、上場企業からは、5%超の自己株式を保有する都度、大量保有報告書や、その後の変更報告書の提出が必要とされ、自己株式の取得や処分を伴う資本政策の円滑な実施に支障をきたしている、との指摘がなされている。

自己株式については、当該企業は議決権を有さず、経営に対する影

17

資料[4]

り、提出義務が生じてしまうケースが発生している、との指摘がなされている。また、僅少な株券等を譲渡したに過ぎない場合であっても、全ての譲渡について、その「相手方及び対価に関する事項」に至るまで詳細な情報を開示することは負担が過大である、との指摘もなされている。

短期大量譲渡報告の趣旨が、いわゆる「肩代わり」が行われたか否かを投資者が判断できるようにすることにあり、短期大量譲渡の基準となる保有割合の減少は、「譲渡により減少した場合」に限ることが適当であると考えられる。また、「僅少な株券等の譲渡先の開示」については、日付ごとかつ譲渡の相手方ごとの記載を改め、通常の変更報告書と同様、日付ごとに「対価に関する事項」をまとめて記載すれば足りることとすることが適当であると考えられる<sup>19</sup>。

#### (4) 変更報告書の同時提出義務

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書や変更報告書の提出日の前日までに、新たな提出事由が生じた場合（例えば、保有割合が更に1%以上増加した場合等）には、当該「新たな提出事由に係る変更報告書」の提出は、「当初の提出事由に係る大量保有報告書や変更報告書」の提出と、同時に行わなければならないこととされている（「同時提出義務」）。

このため、株券等の大量保有者は、提出日の前日に、共同保有者の分も含め株券等の保有状況を確認した上で、変更報告書を提出する必要があるが、子会社等を多く抱え保有状況の確認に時間を要する投資者においては、実務上の対応が事実上不可能なケースが生じている。その結果、提出された変更報告書の内容が、同時提出義務を踏まえた直近の情報に基づくものなのか、5営業日前の情報に基づくものなのか、かえって投資者に誤解を生じさせかねない状況となっていることに鑑みると、変更報告書の同時提出義務については廃止することが適当であると考えられる。

#### (5) 大量保有報告書の発行体企業への通知方法

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書や変更報告書を提

<sup>19</sup> その際、僅少な譲渡先を判断するための基準については、大量保有報告制度では、1%未満の水準を変更報告書の提出の必要性が乏しい株券等の保有割合の変動基準として用いていることに鑑み、例えば、1%未満を基準とすることが考えられる。

19

資料[4]

出した者は、遅滞なく、これらの書類の写しを発行体企業に対して送付しなければならないこととされている。しかしながら、制度導入当時とは異なり、インターネットが普及しEDINETも整備された今日では、発行体企業が大量保有報告書等に容易にアクセスし得る環境が整備されている状態に鑑みると、発行体企業に対する大量保有報告書等の写しの送付義務は不要とし、EDINET への掲載をもって代替することが適当であると考えられる。

#### (6) 訂正報告書の公衆縦覧期間

現行の金融商品取引法の下では、訂正報告書は、大量保有報告書や変更報告書と同様、当局がこれを受理した日から5年間の公衆縦覧に供しなければならないこととされている。しかしながら、訂正報告書は、あくまでも大量保有報告書や変更報告書の内容を訂正するものであり、それ自体単独では情報としての意味に乏しいことに鑑みると、訂正報告書の公衆縦覧期間の末日については、訂正の基礎である大量保有報告書や変更報告書の公衆縦覧期間の末日と同一にすることが適当であると考えられる。

#### 2. 流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

現行の金融商品取引法の下では、有価証券報告書等に虚偽記載等があった場合、当該有価証券報告書の提出会社は、当該有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、流通市場において、当該虚偽記載等の事実があることを知らずに有価証券を取得した者に対して、虚偽記載等により生じた損害を賠償する責任を負うこととされている。

本ワーキング・グループでは、この流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償責任に関するいくつかの論点について検討を行った。

##### (1) 提出会社の損害賠償責任の見直し

現行の金融商品取引法の下では、上記の提出会社の損害賠償責任については、無過失責任とされているが、このことが適切かどうか検討すべきである、との指摘がなされている。

民法上の一般不法行為責任では、加害者の「故意又は過失」が要件の一つとされており、通常、不法行為による損害賠償責任については過失責任が原則とされている。こうした中、無過失責任は、特に政策上の必要性が認められる例外的なケースに限られており、金融商品取

20

資料[4]

## (2) 損害賠償の請求権者の拡大

現行の金融商品取引法の下では、虚偽記載等のある有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、当該有価証券報告書等の提出会社が発行する有価証券を取得した投資者（「取得者」）のみが、虚偽記載等により生じた損害を請求することができることとされている。

しかしながら、例えば、有価証券報告書等の記載に当たって、経営成績が悪いように見せかける虚偽記載等が行われた場合には、当該有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、当該虚偽記載等を知らずに売却した投資者（「処分者」）は、経営成績が良いように見せかける虚偽記載等が行われた場合の「取得者」と同様に、虚偽記載等による損害を振り得るものと考えられる。また、近時、MBO（マネジメント・バイアウト。経営陣による企業買収）が増加しているが、MBOのよるケースでは、自社の経営成績が悪化したように見せることによつて、株価を不当に引き下げインセンティブが働き得ることも考えられる。こうした点に鑑みれば、金融商品取引法上、虚偽記載等による損害賠償を請求できる者として、「取得者」に加え、「処分者」を追加することが適当であると考えられる。

## (3) 損害賠償規定の拡大

現行の金融商品取引法の下では、「取得者」が、「提出会社」に対して損害賠償を請求する場合について、損害額の推定規定が設けられている。

このため、今般、損害賠償責任規定の見直しを行うに当たっては、当該損害額の推定規定を利用できる範囲を、「処分者」が損害賠償を請求する場合や、「提出会社以外の者」（役員等）に対して損害賠償を請求する場合にまで拡大することについて検討すべき、との指摘があった。

しかしながら、市場価格の平均額を基に損害額を推定できるとする当該規定は、極めて強力な効果を有する例外的な規定であり、その対象を拡大することによるメリットとデメリットとをなお慎重に見極めること等が必要であると考えられる。したがって、この点については、将来の課題として、引き続き検討を行うことが適当である。

22

資料[4]

引法において、提出会社の損害賠償責任を無過失責任としているのは、民事訴訟による責任追及を容易とすることで、違法行為の抑止を図り、証券市場の公正性・透明性を向上させることを目的としたものであると考えられている。

この点に関して、近年、課徴金制度の整備や内部統制体制構築の定着などによって違法行為の抑止効果が強化されていることを踏まえれば、損害賠償責任の一般原則を超えて提出会社に無過失責任を課すこととしている現行制度の意義は、当該制度の導入当時（平成16年改正）と比べて、相対的に低下してきているものと考えられる。本ワーキング・グループでは、当該無過失責任を過失責任に見直すことについては慎重な意見も出されたが、こうした点に鑑みれば、流通市場における提出会社の損害賠償責任については、現行制度の趣旨・目的を損なわない範囲において、一般原則どおり、過失責任とすることが適当であると考えられる。

その際、損害賠償責任については過失責任とするものの、提出会社の故意・過失の有無に係る立証責任については、投資者の訴訟負担が過大にならないよう、現行の制度における役員等の損害賠償責任に係る立証責任と同様に、立証責任を転換し、提出会社が自己の無過失の立証責任を負うこととすることが適当である。

なお、提出会社の無過失とは、当該提出会社の役員等に過失がない場合とすべきか、従業員を含めた提出会社の構成員全体に過失がない場合とすべきかについても議論がなされた。

この点については、過失の前提となる注意義務を負うべき者は、個々の事実ごとに相当程度異なり得ることや、他の法令においても、法人自身の不法行為責任における故意・過失の判断対象となるべき者を具体的に例示している規定は見当たらないことに鑑みると、現時点においては、立法政策上、法令において特段の明記は行わず、個別の事情に応じた妥当な解釈を委ねることとしておくことが適当であると考えられる。

なお、金融商品取引法上の損害賠償責任が発生するのは、そもそも、当該有価証券報告書等の「重要な」事項について虚偽の記載があった場合等に限定されており、そうしたケースは、通常、役員に何らかの注意義務違反がある場合が多いと考えられることから、両者いずれの立場に立っても、結果的には実際には大きな違いは生じないものと考えられる。

21

おわりに

本ワーキング・グループにおいては、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給等について検討を行ってきたが、そもそも、リスクマネーの供給先となる新規・成長企業が我が国において少ないという現実があることも、また事実である。この点について、起業家に対する人々の見方を変革することや、起業することに對するハードルを下げ、人々の起業しようという意識を削がない社会風土を醸成することが重要であると考えられる。

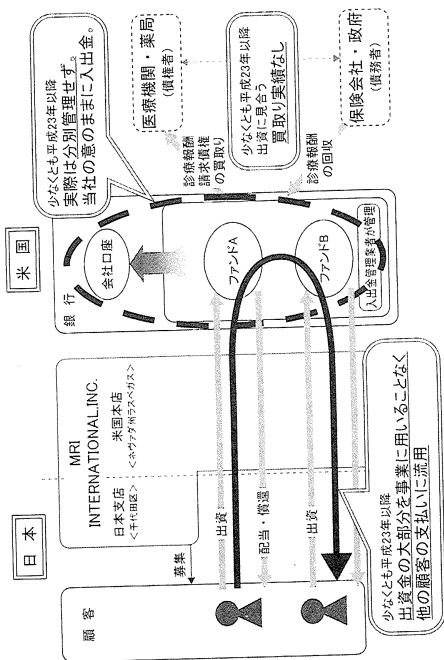
こうした中、起業を増やすためには、我が国においては、起業の種となる技術の多くが大企業の中に眠っていると考えられることから、これを切り出して行われる事業化（いわゆる「カーブアウト」）が重要な役割を果たすのではないかと、との指摘がある。その際、こうした動きを促進するためには、企業文化的なものも改革する必要があると考えられる。最近では、「カーブアウト」を促進するための施策が日本再興戦略に盛り込まれるなど、我が国においても新たな動きが見られつつあるが、こうした動きが本格化し、多くの人が起業家を目指すような社会となることを望まれる。

諸外国の成功例を見ると、事業化が持続的に生まれる基盤には、「生態系」とも呼べる研究・企業・人材の有機的な連携や集積がある（いわゆる「エコシステム」）。我が国においても、IT分野においては、こうした「エコシステム」が構築されつつあるが、IT以外の分野においても、「エコシステム」が構築されていくことが今後の課題である。本ワーキング・グループで議論を行った各種施策と関係省庁の取組みとが互いに連携し合い、エコシステムの構築が進展していくことが望まれる。

以上が、本ワーキング・グループにおける審議の結果である。今回審議を行った論点は、新規・成長企業へのリスクマネーの供給を促進し、経済の持続的な成長を実現していく等の観点から、いずれも早急に対応を行うことが必要なものばかりである。今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえ、適切な制度整備が早期に進められることを期待する。

(以上)

【図表2-V-1】MRI事業の概要（検査で判明した実態）



【図表2-V-2】ファンド販売者に対する規制の見直し（第40条の3の2、第29条の4関係）

ファンド販売業者における問題事案の発生を踏まえ、市場の信頼性を確保する観点から、下記のとおり、ファンド販売業者について、行為規制の強化等を実施。

**（改正後）**

- ファンド販売業者が、ファンドに出資された金額が目的外に使用されていることを知りながら、その募集の取扱いは行われること等を禁止事項に追加。募集の3の2、募集の3の3の各号の適用が行われていない場合の募集の禁止。
- 投資の処分、投資・金銭支出、別当管理

**（改正後）**

- 国内拠点を設置する義務付け
  - 海外取引が中心な事業は除外した場合、国内拠点がなく、報告の把握等が大きな支障。
- 協会（自主規制団体）への加入促進
  - 協会へ加入していないファンド販売業者には、協会規則（自主規制ルール）が適用されない。

**（改正後）**

- 協会へ加入していないファンド販売業者について、協会規則に基く内容の社内規則の整備と当該社内規則を遵守することの外部監査を義務付け。募集への加入促進を目的とした募集の取組が、募集の取組と見做されること。募集の取組と見做されること。募集の取組と見做されること。募集の取組と見做されること。

## MRI INTERNATIONAL,INC.に対する行政処分について

平成25年4月26日  
関 東 財 務 局

## MRI INTERNATIONAL,INC.に対する行政処分について

1. MRI INTERNATIONAL,INC. (以下「当社」という。)に対する検査の結果、以下の法令違反の事実が認められたことから、証券取引等監視委員会より行政処分を求める勧告が行われた。(平成25年4月26日付)

当社は、アメリカ合衆国において行う診療報酬請求債権 (Medical Account Receivables, 以下「MAR S」という。)の購入及び回収事業 (以下「本事業」という。)から生じる利益の一部を配当することを内容とする権利 (以下「本件ファンダ部分」という。)の販売勧誘を行っている。本件ファンダ部分は、配当金等に関する条件の異なるファンドAとファンドBの2種類が存在する。

当社は、多数の個人顧客に対し、出資金は、第三者機関の名義で開設された信託口座等で分別して管理していると説明している。しかしながら、顧客から本件ファンダ部分の取得のための出資金としてファンドA用の信託口座に入金された資金は、そのおおむね全額が、ファンドB用の信託口座に送金されている事実が認められた。また、ファンドB用の信託口座からは、当社名義の銀行口座への送金並びにファンドA及びファンドBの顧客への送金が行われており、少なくとも平成23年以降において、当社の固有財産並びにファンドAに係る財産及びファンドBに係る財産の分別管理が行われていない状況が認められた。

そのような中、当社の業務の運営状況等を検証したところ、以下の問題点が認められた。

(1) 顧客からの出資金を他の顧客に対する配当金及び償還金の支払いに流用する行為等  
上記の信託口座の入出金記録によれば、当社においては、上記のとおり、少なくとも平成23年以降、財産の分別管理が行われていない状況において、本件ファンダ部分を取得するために出資した顧客の資金は、本事業に用いられることなく、他の顧客に対する配当金及び償還金の支払いに充てられていた。

このような取扱いを継続する中、当社においては、顧客への配当金及び償還金の支払遅延が発生している。当社は、顧客による出資金の入出金を管理する信託口座に係るこのような状況にもかかわらず、本件ファンダ部分の取得勧誘を継続していた。

上記の行為等は、金融商品取引法 (以下「金商法」という。)第52条第1項第9号に掲げる「金融商品取引業」に関し、不正又は著しく不当な行為をした場合において、その状況が特に重いときに該当するものと認められる。

(2) 金融商品取引契約の締結又はその勧誘に関して、顧客に対し虚偽のことを告げる行為

当社は、多数の個人投資家に対し、本件ファンダ部分の取得を勧誘しているが、今回検査において、当社の平成24年における勧誘に関し、当社ウェブサイト、顧客向けパンフレット、契約締結前交付書面及び契約書の内容を検証したところ、以下の問題点等が認められた。

ア 出資金の使途

当社は、当社ウェブサイト、顧客向けパンフレット、契約締結前交付書面及び契約書の記載において、顧客に対して「出資金はMARS購入及び回収事業にのみ充てられる」旨を告知していたところ、上記(1)のとおり、少なくとも平成23年以降、当社は顧客からの出資金を他の顧客への配当金及び償還金の支払いに充てる取扱いをしていた。

## イ 配当金の支払い

当社は、契約締結前交付書面及び契約書の記載において、顧客に対して「配当金は出資対象事業によって得られた利益から支払う」旨を告知していたところ、上記(1)のとおり、少なくとも平成23年以降、当社は顧客からの出資金を他の顧客への配当金の支払いに充てる取扱いをしていた。

出資金の配当金及び償還金の支払いに係る上記A及びBの状況を踏まえれば、当社ウェブサイト、顧客向けパンフレット、契約締結前交付書面及び契約書の記載による告知は、虚偽のことを告げる行為であり、金商法第38条第1号に掲げる「金融商品取引契約の締結又はその勧誘に関して、顧客に対し虚偽のことを告げる行為」に該当するものと認められる。

(3) 虚偽の内容の事業報告書を作成し、関東財務局長に提出する行為

当社は、第12期事業報告書 (事業年度:平成22年1月1日から同年12月31日まで) 及び第13期事業報告書 (事業年度:平成23年1月1日から同年12月31日まで) において、各期末における資産合計及び負債・純資産合計について、実態とは異なる数値を記載するなどこれら事業報告書を関東財務局長に提出した。

上記の行為は、金商法第47条の2に違反するものと認められる。

(4) 報告徴取命令に対する虚偽の報告

当社は、証券取引等監視委員会が今回検査の過程において当社代表取締役社長等に対して発出した報告徴取命令に対し、第三者機関と共同して信託口座に対する内部査定を実施した旨回答している。しかしながら、当社と第三者機関が共同して内部査定を行った事実とは認められない。

上記の行為は、金商法第52条第1項第6号に掲げる「金融商品取引業」に関し法令又は法令に基づいてする行政官庁の処分を違反したときに該当するものと認められる。

さらに、今回検査において、当社は、平成25年版のパンフレット等の勧誘資料を作成済みであり、新たに多数の顧客に対する取得勧誘を行う計画を進めている状況が認められるなど、投資者保護上極めて不適切な状況が継続しており、緊急に是正を要するものと認められる。

2. 以上のことから、本日、当社に対し、下記(1)については金商法第52条第1項の規定に基づき、下記(2)については同法第51条の規定に基づき、行政処分を行った。

## 記

(1) 登録取消し  
関東財務局長 (金商) 第1881号の登録を取り消す。

(2) 業務改善命令

- 1) 本件行政処分の内容について、顧客に対し適切に説明を行うこと。
- 2) 顧客の状況、顧客が出資した財産の運用・管理の状況を早急に把握し、顧客に対し、顧客が出資した財産の運用・管理の状況その他必要な事項の説明を行うこと。
- 3) 顧客の意向も踏まえ、顧客が出資した財産の顧客への返還に関する方針を策定し、速やかに実施すること

- と。
- 4) 顧客間の公平に配慮しつつ、顧客保護に万全の措置を講ずること。
  - 5) 会社財産を不当に費消しないこと。
  - 6) 上記の対応、実施状況について、完了までの間、書面により随時報告すること。

本ページに関するお問い合わせ先

理財部証券監督第2課（電話048-600-1293ダイヤルイン）

○被害回復型の詐欺にご注意ください。

近年、投資により損失を被った人に、「被害を回復してあげる」などと電話をかけ、被害回復の条件として、別の投資商品の購入や手数料の支払い等を求めるケースが多く見受けられます。

被害回復を装い、金銭を要求する詐欺的な商法の可能性がありますので、そのような勧誘を受けた場合などには、消費者ホットライン、警察、金融サービス利用者相談室まで、速やかに情報をご提供ください。

|              |              |
|--------------|--------------|
| 消費者ホットライン    | 0570-064-370 |
| 警察相談専門電話     | #9110        |
| 関東財務局        | 048-613-3952 |
| 金融サービス利用者相談室 | 0570-016-811 |

（ご参考）MRI被害弁護団「弁護士ホットライン」

電話番号：03-5363-5667（平日の午前10時～午後4時まで）

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

平成26年金融商品取引法改正(2)

ー投資型クラウドファンディング・新たな非上場株式の取引制度

2015年9月25日(金) 15:01~16:52

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                     |
|----|----|---------------------|
| 石田 | 真得 | 関西学院大学法学部教授         |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授          |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院法務研究科教授      |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授  |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授          |
| 岸田 | 雅雄 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授   |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授     |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授          |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部准教授         |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 松井 | 秀征 | 立教大学法学部教授           |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院法学研究科准教授     |
| 森本 | 滋  | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 山下 | 友信 | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |

【報 告】

平成 26 年金融商品取引法の改正（2）

投資型クラウドファンディング・新たな非上場株式の取引制度

京都大学大学院法学研究科教授

洲 崎 博 史

目 次

- I. 改正までの経緯
- II. 「投資型クラウドファンディング・新たな非上場株式の取引制度」に関する改正の趣旨
- III. 投資型クラウドファンディングに関する本改正の概要
  - 1. 総説
  - 2. 改正前金融商品取引法のもとでのクラウドファンディング
  - 3. 本改正の要点
  - 4. 本改正の内容
- IV. 投資型クラウドファンディングに関する本改正の実務への影響
  - 1. 株式形態の投資型クラウドファンディングは普及するか？
  - 2. 電子募集取扱業務に係る規制の新設による実務への影響
- V. 新たな非上場株式の取引制度（株主コミュニティ制度）  
討論

○黒沼 それでは、時間ですので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、京都大学の洲崎先生に、平成 26 年金融商品取引法改正の第 2 回として、表記のテーマでご報告をお願いしています。

それでは、洲崎先生、よろしくお願いします。

○洲崎 京都大学の洲崎です。私に与えられたテーマは、「投資型クラウドファンディング・新たな非上場株式の取引制度」です。平成 26 年金融商品取引法改正の中でも、新規・成長企業へのリスクマネーの供給に関する部分です。

I. 改正までの経緯

今回の立法の出発点は、平成 25 年 6 月 5 日の麻生金融担当大臣から金融審議会に対してなされた

諮問です。大きく 4 つのテーマについて検討するように諮問がありました。すなわち、①新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方、②事務負担の軽減など新規上場の推進策、③上場企業等の機動的な資金調達を可能にするための開示制度の見直し、④その他、近年の金融資本市場の状況に鑑み、必要となる制度の整備、についてです。

この諮問を受けて、金融審議会に「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」（以下「WG」という）が設置され、11 回にわたる審議（平成 25 年 6 月 26 日～12 月 20 日）を経て、WG 設置から約半年後の 12 月 25 日付けで WG の報告書が公表されました。

この報告書が平成 26 年 2 月 24 日に、金融審議会総会・金融分科会合同会合において報告・承認され、この内容を盛り込んだ金融商品取引法（以



下「金商法」という)改正法案が平成26年の第186回国会(常会)に提出されて5月23日に法案が成立しました。そして、平成27年5月29日に、改正法のうち1年以内に施行することとされていた部分と関連政令・内閣府令等が施行されています。本日の報告対象である投資型クラウドファンディング・新たな非上場株式の取引制度に係る部分は、平成27年5月29日に施行されています。以下では、改正された金商法、金融商品取引法施行令(以下「金商法施行令」という)、内閣府令を総称して「本改正」と呼ばせていただきます。

## II. 「投資型クラウドファンディング・新たな非上場株式の取引制度」に関する改正の趣旨

現政権が掲げる成長戦略を推進するためには、家計の金融資産を新規・成長企業等にリスクマネーとして振り向けることが不可欠であるというのが出発点です。そのための施策として、投資型クラウドファンディングの利用促進、新たな非上場株式の取引制度が掲げられたというわけです。なお、WGの開始時には、投資型クラウドファンディングと並べて掲げられていたのは「地域等における資本調達の手組み(新たなグリーンシート制度のあり方)」というものでした。つまり、株式の流通よりも株式発行による資本調達についての検討が念頭に置かれていたようなのですが、その後「資本の調達」の話はクラウドファンディングのほうに収斂したようでありまして、グリーンシート制度の後継の話は「非上場株式の取引」の問題として検討されるようになったようです。

## III. 投資型クラウドファンディングに関する本改正の概要

### 1. 総説

まず、クラウドファンディングとは何かということですが、一般に、「新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組み」と定義されることが多いようです(WG報告書2頁)。また、この文脈で「新規・成長企業」という場合

には、非上場会社が念頭に置かれるようでありまして、例えばマザーズ市場に上場している新規上場会社は、クラウドファンディングの対象とは考えられていません。

ちなみに、「クラウド」というのは、「群衆」や「群れ」という意味の crowd でありまして、群衆による資金調達がクラウドファンディングということになります。どこからでもインターネット経由でデータにアクセスできるというクラウドサービスの「クラウド」は、雲の cloud ですから、語源的には違うということになります。

クラウドファンディング(以下「CF」という)には、大きく分けて3種類あるといわれています。「寄附型」「購入型」「投資型」の3つです。

寄附型とは、その名のとおりウェブサイトで寄附を募るというものでありまして、被災地や発展途上国を支援する非営利団体がこれを利用しているようです。購入型もその名のとおりで、集められる資金は、商品やサービスの対価として支払われます。その集めた資金を使って農作物、CD、ゲームなどを製作し、商品ができ上がれば、そのでき上がった商品が資金提供者に引き渡されることとなります。実質的には、代金前払いの形で通信販売を行うというのが購入型CFです。

以上に対して投資型は、資金が事業者の事業資金に充てられ、その事業から得られたリターンが資金提供者に支払われるというものです。そして、投資型CFは、さらに「ファンド形態」のものと「株式形態」のものに分けることができるとされています。

## 2. 改正前金融商品取引法のもとのクラウドファンディング

ファンド形態の投資型CF(以下「ファンド型CF」という)とは、運業者等を介して投資家と事業者の間で匿名組合契約を締結すること等を通じて出資を行うものをいいます。匿名組合契約に基づく権利は、集団的投資スキームの持分となっており、金商法上のみなし有価証券(2II⑤)となりますから、投資家と事業者を仲介する運業者がその

募集または私募の取扱いをするには第二種金融商品取引業者としての登録が必要ということになります。逆にいうと、改正前金商法のもとでも、第二種金融商品取引業者がファンド型CFによって資金を集めて、その集めた資金を事業者を提供することは可能です。これまでインターネットを通じて投資勧誘を行うことについての特別の規制はありませんでしたから、第二種金融商品取引業者として登録し、その第二種金融商品取引業の規制に従うならば、ファンド型CFの形で投資勧誘を行うこと、すなわち業者のウェブサイト上に募集概要（事業者の事業内容、募集額、リターン等）を掲載して投資勧誘を行うことは可能でしたし、現にそのような投資勧誘も行われてきているようです。

ただし、ファンド型CFが新規・成長企業への真摯な、ないしはまともな資金提供として現状どの程度行われているかはわかりません。そもそも集団投資スキームの持分、金商法上のみなし有価証券による投資勧誘は、投資詐欺として悪用されることもしばしばあるようですし、そういった投資詐欺がインターネットを通じて行われるということもあったのだろうと思われます。

以上に対して、株式形態の投資型CF（以下「株式投資型CF」という）とは、事業者が発行した株式を投資家が取得する場合の投資勧誘がインターネットを通じて行われるというものです。そもそもインターネットを通じた投資勧誘を行うことは、金商法上禁止されていませんし、従来は特段の規制もありませんでした。株式の投資勧誘ですから、第一種金融商品取引業者としての登録は必要になりますけれども、その登録さえすれば、インターネットを通じて株式の投資勧誘をすることは特に禁じられていないし、それについて特別の規制もないというのが改正前金商法の立場であったということが出来ます。

ただし、日本証券業協会の自主規制規則、具体的には「店頭有価証券に関する規則」の3条で、非上場株式の募集または私募の取扱いは禁止されてきました。したがって、同協会の会員である証

券会社は、非上場株式の投資勧誘をすることができなかったわけです。そして、そもそも株式投資型CFは非上場株式で資金調達をすることが前提ですから、日本証券業協会の自主規制規則のために、これまで証券会社が株式投資型CFを行うことはなかったわけです。

ちなみに、仮に証券会社を使った投資勧誘を行うことができないとしても、発行会社が自らインターネット上で新株発行のプランを宣伝して株主を募集することは可能です。この場合は、発行者自らが投資勧誘を行うことになって、いわゆる自己募集ということになります。発行者は、金融商品取引業者としての登録を受けなくても、自ら募集することができます。ただし、インターネットで広く株主を募集することとなりますと、少数者に対する勧誘ではなくなりますから、その行為は私募ではなく、募集に当たると考えられます。そうすると、当該募集行為には開示規制がかかってきて、有価証券届出書による開示が必要ということになりそうです。

ただ、発行総額が1億円未満であれば、有価証券届出書は必要なく、有価証券通知書の提出で足りることになりますから、その場合には開示義務の負担が重いということにはならないと思われます。発行総額1億円という数字は、後で見ますように、CF専門業者として登録するための要件として改正法で定められた数字でもありますけれども、この発行総額1億円未満という基準を満たせば、発行会社自らがインターネット上で投資勧誘して資金を集める場合にも有価証券届出書の提出は必要なく、有価証券通知書を提出するだけで足りることになります。

### 3. 本改正の要点

#### （1）投資型CFを仲介する業者の参入要件を緩和

本改正により、投資型CFに特化して投資勧誘を行う仲介者の類型（第一種少額電子募集取扱業者・第二種少額電子募集取扱業者）が新たに創設されました。このタイプの仲介者が参入しやすいように第一種、第二種の金融商品取引業者よりも

登録要件が緩和されており、仲介業者の面から投資型 CF を促進したいという立法者の意図を見てとることができます。

(2) インターネットを通じた投資勧誘を行う場合の業務管理体制整備義務・重要情報提供義務

インターネットを通じた投資詐欺が行われるのを予防するために、インターネットによる投資勧誘について一定のルール整備がされました。具体的には、業務管理体制整備義務と重要情報提供義務が新たな義務として課されることになりました。これらの義務は、第一種、第二種の少額電子募集取扱業者だけではなく、第一種、第二種の金融商品取引業者が非上場株式等の一定の有価証券についてインターネットによる投資勧誘を行う場合にも課されることとなります。こういった義務は従来なかったものですから、この点は規制が強化されたという評価をすることができるのだらうと思います。

#### 4. 本改正の内容

##### 1-1 新規制の基礎概念として「電子募集取扱業務」を定義

本改正では、「電子募集取扱業務」というものが新たに定義され、この概念を軸として規制が組み立てられることになりました。金商法 29 条の 2 第 6 号において、「電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であって内閣府令に定めるものにより第 2 条第 8 項第 9 号に掲げる行為を業として行うこと」と定義しています。

情報通信の技術を利用する方法として内閣府令では、「金融商品取引業者等のウェブサイトを開覧させる方法」と「ウェブサイトを開覧させる方法と併せ、電子メールやそれに類似するインターネット上でのメッセージ授受サービスを用いる方法」が挙げられています（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という）6 の 2①②）。

ある仲介業者が電子募集取扱業務を行う場合に、

大まかにどういう効果が生ずるかということを見てもおきますと、まず、(1)一定範囲の有価証券、具体的には開示規制適用除外証券または非上場の有価証券（以下「規制対象有価証券」という）について電子募集取扱業務を行うには、その旨の登録申請書の提出または変更登録が必要となります（金商法 29 の 2 I⑥・31 IV）。この登録をすることで、当該業者は電子募集取扱業務を行う者であるということが明らかになります。

次に、(2)規制対象有価証券について少額要件を満たす形で電子募集取扱業務のみを行うのであれば、投資型 CF に特化した業者、具体的には第一種少額電子募集取扱業者・第二種少額電子募集取扱業者（以下「特例業者」という）としての登録で足りることとなります。この特例業者の類型が新たに認められたということで、参入要件が緩和されることとなります。

最後に、(3)規制対象有価証券について電子募集取扱業務を行う場合には、特例業者であるか否かにかかわらず、特別の業務管理体制整備義務や特別の重要情報提供義務が及ぶこととなります。

以下、電子募集取扱業務について少し踏み込んでみていきたいと思います。先ほどみたように、本改正では、ウェブサイトを開覧させる方法をとることイコール電子募集取扱業務である、という定義というかメルクマールが採用されているわけですが、WG の報告書や昨年（2015）の金商法改正の時点では、このようなメルクマールを採用することは明記されていませんでした。金融庁担当者の解説書では、そういう定義をする予定であるということは書かれていたけれども、今回の内閣府令の改正でこのメルクマールが初めて明記されたこととなります。

それから、「電子募集取扱業務」の定義というところの金商法 2 条 8 項 9 号に掲げる行為とは、具体的には、有価証券の募集または私募の取扱い、有価証券の売出しの取扱いまたは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いを指すこととなります。これらをインターネットを通じて行う行為が電子募集取扱業務となります。

金商法29条の2第1項6号では、規制対象有価証券は、金商法3条各号に掲げる有価証券（開示規制適用除外証券）または非上場の有価証券で政令で定めるものを除いたものをいうとしています。政令除外されているのは、具体的には国債・地方債・政府保証債、非上場の有価証券でも有価証券届出書が提出されている場合等、出資・拠出を受けた金銭その他の財産のうち、100分の50を超える額を充てて金銭の貸付けを行う事業に係るもの、いわゆる「貸付型CF」と呼ばれているものです（金商法施行令15の4の2①～⑦）。

貸付型CFとは、投資家から集めた資金の50%超が貸付けの形で事業者提供されるものであって、集团的投資スキームの持分であることには変わりはありません。適用除外とされていることから、これを扱っても、電子募集取扱業務に係るルールが適用されるわけではありません。しかし、これを扱うためには第二種金融商品取引業者としての登録が必要になります。

金商法施行令と内閣府令が改正される際のパブコメへの金融庁側の回答によりますと、ウェブサイト閲覧させる方法とは、ウェブサイト等のサーバーに記録された情報を閲覧させる方法が想定されています（パブコメNo.25）。フェイスブック等のSNS、ツイッター等のマイクロブログによるものであっても、サーバーに記録された情報を閲覧させる方法によるといえる限りは、ここでいうウェブサイト閲覧させる方法に該当することになります。

投資商品の申込みはウェブサイトでは受け付けず、例えば電話や対面、あるいは文書で投資商品の申込みを受け付けて、ウェブサイトでは商品の概要・手数料・予想リターン等の掲載だけをしているという場合、このようなウェブサイト上での行為が電子募集取扱業務に当たるかという点、これも電子募集取扱業務に当たるというのが金融庁の立場です（パブコメNo.24）。条文を見る限りは、募集の取扱いをすれば、電子募集取扱業務になりますし、投資商品の宣伝をすれば、募集の取扱いに該当すると思われるので、こういう解釈

になるのだらうと思います。

次に、ウェブサイト上では投資勧誘は行わずにもっぱら電子メール等で投資勧誘を行うことや、音声の通話を伴うインターネットサービスを利用するもの、例えばスカイプなどのインターネット電話を利用するものは、電子募集取扱業務には該当しないということになります（田中智之ほか「金融商品取引法施行令等改正についての解説—平成26年金商法等改正（1年以内施行部分）関連—」（商事法務2071号）5頁）。これも先ほどの条文を普通に解釈するとそういうことになるのだらうと思います。ただ、これらの行為、すなわち電子メールで投資勧誘をすとか、インターネット電話で投資勧誘をするという行為は、通常の募集取扱業務に当たりますから、これを行うには、第一種または第二種の金融商品取引業者としての登録が必要ということになります。

それから、少し細かい話ですが、仲介業者がウェブサイト上の投資勧誘と電話や対面での投資勧誘を併用する場合でも、ウェブサイト上の投資勧誘は、電子募集取扱業務に該当することになります（パブコメNo.23）。したがって、電子募集取扱業務に関する部分については、取り扱う有価証券次第では、業務管理体制整備義務や重要情報提供義務が及ぶことになります。これに対して、電話や対面での投資勧誘は、通常の募集取扱業務ですから、前者と後者を併用して投資勧誘を行う場合には、第一種または第二種の金融商品取引業者としての登録が必要であることになります。

ただし、特例業者は、電話や対面での投資勧誘をすることはできないけれども、顧客から電話や対面での取得の申込みがあったときに、その申込みを受け付けることは禁じられていません。レジュメではこの点を落としていたのではないかと思います。金融庁もパブコメの中でこのことを明言しています（パブコメNo.30）。そこでも説明されていますが、例えばウェブサイトの投資勧誘を見て顧客が投資したくなっただけでも取得申込みまでインターネットですることには抵抗感がある、そこは電話で申込みをしたいという顧客もい

るでしょうし、また、投資をするという意思決定自体はウェブサイトの閲覧で行われていて、電話や対面での取得申込みのときには投資決定は既になされているとみることもできますから、金融庁のこのような扱いでも問題はないのだろうと思います。

さらにまた細かい話で恐縮ですが、例えば業者が自らのウェブサイト上に業者の問い合わせ先として電話番号を記載しておいて、顧客からの電話による質問等に対して電話で受け答えをするという場合にどう考えればよいかという問題があります。顧客が電話をかけてきて業者がウェブサイトで紹介している投資商品の内容について質問し、業者が電話でその質問に対して答える場合には、商品内容を電話で説明することになりますから、それは電話による投資勧誘ということになってしまっていて、電子募集取扱業務の範疇からは外れてしまうことになるのだろうと思います。したがって、特例業者は、顧客から電話で質問されても、電話で回答することは多分できないということになるのではないかと思います。電話で質問された場合でも、常に電子メール等で回答することになるのかなと思います。

ただし、質問の内容が、例えばウェブサイトの画面の操作方法等であるような場合には、電話で回答しても投資勧誘には当たらないということになるだろうと思います。

とにかく今回の改正では、ウェブサイト閲覧させることが電子募集取扱業務に当たるという立場がとられているわけですが、なぜこういう基準を採用したのかについては、金融庁側から特段の説明はありません。恐らくは、ウェブサイト閲覧させるという行為がインターネットによる投資勧誘というものを特徴付ける最も基本的な行為であり、規制をするに当たってもこれをメルクマールにするのが簡明であるということなのではないかと思われます。

1-2 一定範囲・一定規模以下で行われる電子募集取扱業務を第一種少額電子募集取扱業務また

は第二種少額電子募集取扱業務として位置付け

本改正では、電子募集取扱業務のうち、一定範囲の有価証券について一定規模以下で行われるものを第一種少額電子募集取扱業務または第二種少額電子募集取扱業務と位置づけています。これらを特例業務として参入要件を緩和し、仲介業者が増えることを期待したものです。具体的には、①非上場の株券または新株予約権の募集の取扱いまたは私募の取扱いであって、当該株券または新株予約権証券の発行総額や投資者1人当たりの投資額が少額要件（発行総額1億円未満、投資者1人当たり投資額50万円以下〔金商法施行令15の10の3〕）を満たすもの、または、②この業務に関して顧客から金銭の預託を受けること（金商法29の4の2 X）、これが第一種少額電子募集取扱業務になります。

細かい話で恐縮ですが、金商法29条の4の2第10項でいう「電子募集取扱業務」と金商法29条の2第6号で定義されている「電子募集取扱業務」は、同じ言葉ですが、中身が違っています。金商法29条の2第6号で定義される「電子募集取扱業務」に、規制対象有価証券の要件と少額要件を加えたものが、金商法29条の4の2第10項にいう「電子募集取扱業務」だということになっており、このような複雑な立法はやめてほしいなと思ったところです。

一方、第二種少額電子募集取扱業務のほうは、みなし有価証券について少額要件を満たす電子募集取扱業務が第二種少額電子募集取扱業務にあたると定義しています。少額のファンド持分をインターネット上で投資勧誘する場合はこれに当たるということになります。

少額要件の適用に関しては、通算規定が置かれていますけれども、詳細は省略させていただきます。なお、投資者1人当たりの投資件数や投資総額については、上限がありません。特定の投資者から30万円の投資を全部で10件とか20件とか受けるといった形で500万円とか1,000万円という投資を受ける場合でも、第一種少額電子募集取扱業務または第二種少額電子募集取扱業務であるこ

とは可能です。

1－3 第一種少額電子募集取扱業者・第二種少額電子募集取扱業者の参入要件を（第一種金融商品取引業者・第二種金融商品取引業者よりも）緩和

第一種少額電子募集取扱業者または第二種少額電子募集取扱業者の登録要件等がそれぞれ第一種金融商品取引業者、第二種金融商品取引業者よりも緩められています。第一種少額電子募集取扱業者の最低資本金は1,000万円（第一種金融商品取引業者だと5,000万円）で、兼業規制、標識掲示義務、自己資本規制比率の適用、投資者保護基金への加入義務といったものがありません。第二種少額電子募集取扱業者の最低資本金も500万円（第二種金融商品取引業者だと1,000万円）となっていて、標識掲示義務がありません。

#### 2－1 投資者保護のためのルール整備（総説）

CFはインターネットを通じて手軽に多数の者から資金を調達できる仕組みであることから、詐欺的な行為に悪用されないような制度的工夫が必要であるということが報告書でも指摘されていたところです（WG報告書4頁）。こういった観点から、幾つかの新規制が導入されています。

従来、金商法にはインターネットを通じた投資勧誘について特別の規制はありませんでしたし、体制整備義務について定めた一般的な規定もありませんでした。銀行法や保険業法では、銀行や保険会社の体制整備義務を定めた一般的な規定が置かれており、近年は、金融庁が銀行や保険会社に対して実体的監督をする場合の根拠規定としてしばしば使われていますが、これまで金商法にはそういう規定は置かれていませんでした。今回の改正では、金融商品取引業全般について業務管理体制整備義務を定める規定が新設されたということです。

そして、この一般的な体制整備義務の規定を基礎として電子募集取扱業務が行われる場合に求められる業務管理体制が内閣府令で列挙されるとこ

ろとなりました。これらは既存の第一種金融商品取引業者・第二種金融商品取引業者が電子募集取扱業務を行う場合にも適用されます。さらに、電子募集取扱業務が行われる場合のウェブサイトでの重要情報提供義務も定められるところとなりました。

#### 2－2 業務管理体制整備義務

金商業等府令70条の2第2項では、電子募集取扱業務を行う場合に義務付けられる業務管理体制整備を列挙しています。

ところで、ここでいう電子募集取扱業務とは、ウェブサイトによる投資勧誘全てを指すのではなく、規制対象有価証券の投資勧誘に限られます。金商業等府令8条10号で、内閣府令でいう電子募集取扱業務とは規制対象有価証券に関するものであると定義しているのです。こういうことになるわけですが、本体の金商法のほうでは、電子募集取扱業務を、非上場株式やみなし有価証券のような規制対象有価証券にかかる業務に限っていません。しかし、内閣府令では規制対象有価証券に関するものだと定義しているのです。業務管理体制整備義務も、そのような有価証券について電子募集取扱業務をする場合にかかってくるということになります。

こうして、上場株式をウェブサイトで投資勧誘する場合には、規制対象有価証券ではないことから、ここに挙げられている業務管理体制整備義務はかかってこないこととなります。ともかく、電子募集取扱業務に関する特別の業務管理体制整備義務がかかってくるのは、規制対象有価証券について電子募集取扱業務が行われる場合に限られるということです。

業務管理体制として具体的にどのような体制が求められるかについて、明文では定められていませんが、一般には、社内規則を整備してそれを遵守させるような措置がとられていること、例えば従業員研修をきちんと行うといったことが業務管理体制の整備だと理解されていると思われます。

業務管理体制の整備の具体的内容として、次の

ようなことが定められています。

①電子情報処理組織の管理を十分に行うための措置がとられていること

②標識に掲示されるべき事項に関し、ウェブサイトを通じて公衆の閲覧に供するための措置がとられていること

③「電子申込型電子募集取扱業務等」が行われる場合には以下のような特別の業務管理体制整備を要求

(1)取り扱う有価証券に関し、発行者の財務状況、事業計画の内容及び資金用途その他電子申込型電子募集取扱業務等の対象とすることの適否の判断に資する事項の適切な審査を行うための措置がとられていること

(2)顧客の応募額が申込期間内に目標募集額に到達しなかった場合及び超過した場合の当該応募額の取扱いの方法を定め、当該方法に関して顧客に誤解を生じさせないための措置がとられていること

(3)顧客の応募額が申込期間内に目標募集額に到達したときに限り当該有価証券が発行される場合（オールオアナッシング方式の場合）には、当該目標募集額に到達するまでの間、発行者が応募代金の払込みを受けることがないことを確保するための措置がとられていること

(4)電子申込型電子募集取扱業務等に係る顧客が電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券の取得の申込みをした日から起算して8日を下らない期間が経過するまでの間、当該顧客が当該申込みの撤回又は当該申込みに係る発行者との間の契約の解除を行うことができることを確認するための措置がとられていること

(5)発行者が電子申込型電子募集取扱業務等に係る顧客の応募代金の払込みを受けた後に、当該発行者が顧客に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供することを確保するための措置がとられていること

(6)第一種少額電子募集取扱業務または第二種少額電子募集取扱業務において、金商法施行令15条の10の3の少額要件を満たさなくなることを防

止するための必要かつ適切な措置がとられていること

以上のうち③の(1)から(6)は、電子申込型電子募集取扱業務等が行われる場合に求められる業務管理体制の整備ですが、電子申込型電子募集取扱業務等とは、一言でいうと、有価証券の取得申込みまでがウェブサイトで行われるような投資勧誘を指します。

電子申込型電子募集取扱業務等が行われる場合には、幾つかの特別のルールが課されるのですが、こういった特別ルールを課するような規制がなされた理由として、勧誘から申込みまでが一貫してインターネットで行われるような場合、投資者にとって意思決定の心理的障壁が低くなり、特に投資者保護のための措置が必要と考えられるということが挙げられています。

ちなみに、ウェブサイトでは取得の申込みは受け付けず、個別商品の概要・予想リターンなどをウェブサイトに掲載するにとどめている場合は、電子申込型電子募集取扱業務等には当たりません。しかし、ウェブサイトで投資勧誘する以上は、電子募集取扱業務には当たることとなりますので、③以下は適用されないけれども①と②は適用されるということになります。

電子申込型電子募集取扱業務等が行われる場合に課される特別の業務管理体制の整備についてみていきたいと思います。まず、③の(1)でいわゆるデューデリジェンス義務が定められています。すなわち、「取り扱う有価証券に関し、発行者の財務状況、事業計画の内容及び資金用途その他電子申込型電子募集取扱業務等の対象とすることの適否の判断に資する事項の適切な審査を行うための措置がとられていること」が求められるのですが、要するに、その証券を投資勧誘の対象とすべきかどうかの判断をするのに役立つ事項について適切に審査できるような体制にしておかなければならず、そういう体制がとれていないと、業務管理体制整備義務違反ということになってしまいます。発行体の財務状況なども見なければなりませんので、引受審査ほどではないにしろ、かなり厳しい

義務が仲介業者に課されることになるように思われます。

続いて、③の(4)がいわゆるクーリングオフです。レジュメでは「クーリングオフを法定」と書いてしまいましたが、これは正確ではありません。正しくは、個々の取得の申込みについてクーリングオフの権利が与えられているような投資契約になっていることを仲介業者が確認しなければならないということです。そもそも会社が株式を発行する場合にその引受けを申し込む行為や、集团的投資スキーム持分を取得する行為について、法律上当然にクーリングオフの権利が認められているわけではありません。それにもかかわらず、投資勧誘をするにはそういった権利があることを確認しなければならないというわけですから、発行者と投資家が株式の引受契約や匿名組合契約を締結する場合に、発行者が投資家に対して任意にクーリングオフの権利を与えるような契約内容になっていなければならないということになりそうです。すなわち、クーリングオフの権利が与えられていないような投資契約を仲介業者が投資勧誘することは業務管理体制整備義務違反になる。結果として、クーリングオフの権利が与えられていないような投資契約の投資勧誘が行われることが事実上排除されるということになるかと思われまます。逆にいうと、仲介業者が投資勧誘を行うような投資契約では、事実上クーリングオフの権利が与えられることになって、結果的にこのルールを通じて仲介業者が関与する場合にはクーリングオフの権利が法定されるのとよく似た形になるのかなと思います。

ところで、ここで気になりますのは、株式の引受契約について、会社が任意にクーリングオフの権利を与えるようなことが果たしてできるのかという点です。会社法のルールでは、引受人が払込みをすれば新株発行の効力が生じて、引受人が株主になるはずですが、一旦新株発行の効力が生じた後で引受人が8日以内にやめたいと言え、その払込みを御破算にするような特約を会社と引受人が自由に締結することができるのかとい

うと、出資の払戻しを契約で認めることになってしまいますので、それは恐らくできないだろうと思います。では、会社法のもとでどうすればこの8日間のクーリングオフの権利を与えることができるかという、取得の申込みやその申込みに対する割当ての日から、その払込期日や払込期間の開始まで8日以上あけておくような新株発行のスケジュールを立てて申し込みをさせる。そのようなスケジュールであれば、株式の引受契約の中でクーリングオフの権利を与えることも可能になるのかなという気がいたします。ただ、ここはちょっと自信がないところです。

一方、匿名組合契約のようなファンド型CFの場合であれば、その匿名組合契約の中でクーリングオフの権利を任意に与えるということは特に問題はないと思われまますから、仲介業者が関与する場合には、発行者との交渉の中で、そういう権利を与えてください、そうじゃない限りは投資勧誘をしませんよということになるのだらうと思います。

最後に、③(5)の義務ですが、顧客が投資をした後、発行者が顧客に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供することを確保しなければならないとされています。これも、株式投資型CFの場合については仲介業者が具体的に何かしなければいけないのかという、よくわかりません。というのは、会社は法律上、株主に対して事業報告等によって定期的に情報を提供することが求められており、株式投資型CFであれば仲介業者は何か特別なことをする必要はないように思われるからです。一方、匿名組合契約の場合であれば、そのような情報提供の措置を確保するということが必要になりますので、業者が適切な情報を提供する体制になるよう、匿名組合契約の中で情報提供について定めさせるといったことが考えられるでしょう。

以上みてきたように、③の「電子申込型電子募集取扱業務等」では、仲介業者がまじめに業務管理体制を整備しようとする、かなり負担が大きくなるようなことが定められているように思えます。あるいは、ファンド持分の販売に関してこれ



までも投資詐欺まがいのことが行われてきたことから、金融庁としてもこの機会に厳しいルールをつくらうとしたということかもしれません。

ただ、この③のルールは、ウェブサイトを通じて投資勧誘が行われ、ウェブサイト取得申込みが行われる場合に限って適用されますので、電話や対面で投資勧誘が行われる場合には適用されません。従来の投資詐欺が果たしてインターネットで行われてきたかという点、高齢者相手の投資詐欺は電話や対面が中心で、インターネットを通じた投資詐欺は多くはなかったのではないかとも思われますので、今回の電子申込型電子募集取扱業務等についての新たな規制がこれまで起こってきたような投資詐欺を減らすことにどこまで役立つかという点、よくわからないところがあります。インターネットでメールを送るなどすると証拠が残りますので、詐欺的業者も電話や対面でだますほうがむしろ多いのかなという気がします。

### 2-3 ウェブサイトでの重要情報提供義務

これは、規制対象有価証券について電子募集取扱業務を行う場合について、業者のウェブサイトにおいて投資の意思決定に影響を与える情報を投資者が閲覧できる状態に置くことを義務づけるものです(金商法 43 の 5)。この規定に違反した場合は罰則があります(金商法 205 ⑭)。

まず、情報提供方法について、顧客の使用にかかる電子計算機の映像面の見やすい箇所に明瞭かつ正確に表示することが求められています(金商業等府令 146 の 2 I)。また、信用・市場リスク、顧客の注意を喚起すべきリスク等については、当該事項以外の事項の文字・数字のうち最大のものと著しく異なる大きさで表示することも求められています(同 II)。ウェブサイトでの情報提供についても、虚偽の表示をすることや重要事項について誤導的表示をすることは当然のことながら禁じられます(金商業等府令 117 I ②)。

次に、提供が求められる情報ですが、契約締結前交付書面(金商法 37 の 3 I)に記載する事項のうち電子募集取扱業務の相手方の判断に重要な

影響を与えるものとして内閣府令で定める事項を提供しなさいということになっています。電子募集の場合でも契約締結前交付書面の交付が求められることには変わりありませんから、電子募集の場合には、契約締結前交付書面による情報提供と、ウェブサイトによる情報提供の2つが求められることになります。もっとも、電子募集が行われる場合には、契約締結前交付書面の交付については、顧客の同意を得て電子メールやウェブサイトを閲覧させる方法で行われることが多いのではないかと思いますし、そういったケースでは、契約締結前交付書面の交付とウェブサイトでの重要情報提供が事実上重なることになるのではないかと思います。

ウェブサイトで提供しなければならない情報の具体的内容については、レジュメ 8 ページの(i)から(vii)までに挙げています。

(i)「手数料、報酬その他の当該金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価に関する事項であって内閣府令で定めるもの」の概要

(ii)「顧客が行う金融商品取引行為について金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により損失が生ずることとなるおそれがあるときは、その旨」及び「当該指標、当該指標に係る変動により損失が生ずるおそれがある理由」

(iii)「顧客が行う金融商品取引行為について当該金融商品取引業者等その他の者の業務又は財産の状況の変化を直接の原因として損失が生ずることとなるおそれがある場合」における「当該者、当該者の業務又は財産の状況の変化により損失が生ずるおそれがある旨及びその理由」

(iv)「当該有価証券の発行者の商号、名称又は氏名及び住所」

(v)「当該有価証券の発行者が法人であるときは、代表者の氏名」

(vi)「当該有価証券の発行者の事業計画の内容及び資金使途」

(vii) 電子申込型電子募集取扱業務等の場合には、次に掲げる事項

イ．申込期間

ロ．目標募集額

ハ．応募額が目標募集額を下回る場合及び上回る場合における当該応募額の取扱いの方法

ニ．当該有価証券の取得に係る応募代金の管理方法

ホ．発行者の事業計画等の審査に係る措置の概要及び当該有価証券に関する当該措置の実施結果の概要

ヘ．顧客が当該有価証券の取得の申込みの撤回や契約の解除を行うために必要な事項

ト．有価証券の取得に関し、売買の機会に関する事項その他の顧客の注意を喚起すべき事項

このうち、(iv)から(vii)までは規制対象有価証券に係る電子募集取扱業務に限ってではあるのですが、今回新たに契約締結前交付書面の記載事項としても定められました。契約締結前交付書面の記載事項としても(iv)から(vii)までの事項が定められるということの意味ですが、例えば(iv)で発行者を書かなければいけない、(vi)で事業計画や資金使途を書かなければいけないということになっていますから、規制対象有価証券について電子募集が行われる場合、つまり非上場株式やみなし有価証券について電子募集が行われる場合には、結局、発行ごとに契約締結前交付書面も交付しなければならないのだろうと思われま

す。以上みてきたように、本改正によって業務管理体制整備義務とウェブサイトでの重要情報提供義務が新たに導入されました。ただ、これらの新規制が適用されるのは、何度もいうように、電子募集取扱業務一般についてではなく、規制対象有価証券について電子募集取扱業務が行われる場合です。定義規定だけを見ると、電子募集取扱業務はウェブサイトを開覧させる方法で投資勧誘することだと定義されたのですが、個々の条文を見ていくと、電子募集取扱業務を行うだけで特別のルールが課されるということにはなっていません。規制対象有価証券について電子募集取扱業務を行う場合に初めていろいろな規制がかかってくるという規制枠組みになっています。

したがって、例えば証券会社がインターネット上で特定の上場株式、トヨタ株とかソニー株を推奨して投資勧誘を行う場合には、インターネット上で投資勧誘をしているけれども、それに今回の新たな規制が適用されることにはなっていないということです。

### 3 経過措置

レジュメに書いておるとおり、6か月の猶予が設けられています。

### 4 自主規制機関における諸ルールの改正

日本証券業協会では、今般自主規制規則を改正して、少額要件を満たす株式投資型CFについて、証券会社による非上場株式の投資勧誘を解禁しました（「店頭有価証券に関する規則」3条、「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」2条2号・4条3項（会員が第一種少額電子募集取扱業務を行う場合に限定））。

つまり、非上場株式の投資勧誘一般について解禁したわけではなくて、総額1億円、投資者1人当たり50万円という少額要件を満たす投資勧誘のみ許容されることになったということです。

このほか、第二種金融商品取引業協会の自主規制規則として、新たに「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」、「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」に関する細則が定められました。

## IV. 投資型クラウドファンディングに関する本改正の実務への影響

### 1. 株式形態の投資型クラウドファンディングは普及するか？

改正法が施行されてから4か月近く経過しましたが、第一種少額電子募集取扱業者の登録はありません。第二種少額電子募集取扱業者の登録もありません。また、既存の第一種金融商品取引業者が、日本証券業協会の自主規制規則改正を受けて、株式投資型CFの取扱いを実際に開始したという話も聞きません。多分行われていないのだろうと

思います。

まず、事業者（発行会社）にとって株式投資型CFのニーズがあるのかということを考えてみますと、株式投資型CFは、非上場会社が全国の投資家に向けて株式を発行して自己資本を調達するというものです。会社法上の譲渡制限をつけたままCFで資金を調達することも可能だと思いますし、むしろそれがCFの原則形態になるのかなと思います。インターネットを通じて全国から株主を募集する以上は、いってみれば、それまで会社にはいなかった部外者が株主として入ってくることになります。そして、1人当たり50万円以下の資金しか提供しないような小規模株主に対しても、株主総会の招集通知を送付する、配当金を支払う、株券を発行する等の事務作業が新たに加わることとなります。もちろん株券発行は義務づけられませんが、株券を発行せずに、意思表示だけで株式譲渡をさせるというのは、会社側もかなりのリスクを負うことになると思いますので、恐らくは株券発行が推奨されることになるのではないかと思います。

このように、CFをした途端にそれまでなかったような煩瑣な手続きが生ずる。しかも、調達できる資金には限りがある。そんな資金調達手段をわざわざ使ってみたいと思うような閉鎖会社のオーナーはいないのではないのかというのが私の根本的な疑問です。また、仮に有望な新規・成長企業があったとしても、そういった有望な企業には既にベンチャーキャピタルが投融資を行っているのではないかとも思われるわけで、そういったベンチャー企業による資金調達に加えて、果たして株式投資型CFを利用するメリットがあるのだろうかという疑問もあります。

次に、仲介業者にとって株式投資型CFのニーズがあるのかということを考えてみますと、総額1億円、投資者1人当たり50万円に限られるような募集・私募の取扱いでは、手数料報酬も限られます。金商法上は第一種金融商品取引業者、つまり証券会社が株式投資型CFを行う場合に少額要件を満たす必要はありませんが、先ほど言いました

ように、日本証券業協会の自主規制規則では少額要件を満たす株式投資型CFしかできないことになっています。その一方で、デューデリジェンス義務やクーリングオフのルールが課されることとなりますと、仲介業者にとってもあまりうまみのあるビジネスには映らないのではないかと思います。

最後に、投資家にとって株式投資型CFのニーズがあるのかということを考えますと、株式投資型CFに対して投資家が期待しているのは投資リターンです。この点が寄附型や購入型のCFとは異なります。将来上場にまで至れば大きな利益が得られるかもしれませんが、上場されない限り換金可能性が極めて乏しい株式投資型CFに果たして投資商品としての魅力がどの程度あるのかという点もかなり疑問です。

ちなみに、金融審議会のWGでは、株式投資型CFの普及に向けたアメリカでの立法例が紹介されています（2012年4月に成立したJOBS法〔Jumpstart Our Business Startups Act〕）。WGでの事務局の説明資料の中でその話が出てきます（平成25年6月26日第1回WG事務局説明資料16頁）。ただ、この法律は、アメリカで成立はしましたが、これを実施するためには、CFに関係するSEC規則を策定することが必要になっているところ、どうもそのSEC規則が策定されていないために、JOBS法も施行されていないようです。したがって、JOBS法という器はつくったけれども、全米中から株式資金を集めるようなCFというのは、実際には動いていないのではないかと思います。

確かに、寄附型や購入型のCFは海外でも盛んに行われているようで、成功例はいろいろ紹介されているのですが、閉鎖会社のための株式投資型CFが海外で実際にどの程度普及しているのかはよくわからないというのが正直なところ。私もいろいろ調べようとしたのですが、信頼できる数字が出てこなくて、どのくらい行われているのかはよくわかりませんでした。

結論として、譲渡制限株式のまま株式投資型CFで資金を調達する、あるいは投資家からすると資

金を提供してリターンを期待するというのは、発行者にとっても、株主にとってもあまり合理的な行動とはいえないのではないかと。株式投資型CFがこの先利用されるとしても、非常に限られた形になるのではないかとこのように思われます。

## 2. 電子募集取扱業務に係る規制の新設による実務への影響

電子募集取扱業務にかかる新規制は、ファンド型CFにも適用されます。これまで第二種金融商品取引業者としての登録さえしておけば、インターネット上でファンド型CFの投資勧誘をする場合にも特段の規制がなかったわけですが、今後は業務管理体制整備義務とウェブサイトでの重要情報提供義務がかかってくることになります。

さらに、ファンド持分の取得の申込みがウェブサイトや電子メールで行われる場合、つまり電子申込型電子募集取扱業務が行われる場合には、デューデリジェンス義務やクーリングオフの規制までかかってくるようになりますので、従来にはなかった新たな規制が導入されたということで、実質的な規制強化になるといってよいと思います。

金融審議会での議論は、もともとは成長戦略のための規制緩和という側面が強かったようで、当初の議事録を読んでも、非常に明るい前向きの話が多かったように思うのですが、実際にでき上がった規制内容や株式投資型CFが実際に使われる見込みはあまりなさそうだということを考え合わせると、今回の改正は、実際上はもっぱらファンド持分の投資勧誘の規制強化として働くことになるのかなという気がしています。しかし、逆にいうと、これまでファンド持分のインターネット上の投資勧誘に何らの規制がなかったということにも問題があったとも思われますので、金融庁がこの機会をうまく利用して必要と思われる規制を導入したのだとみることもできるかなと思います。

## V. 新たな非上場株式の取引制度（株主コミュニティ制度）

最後に、新たな非上場株式の取引制度（株主コミュニティ制度）について少しだけみておきたいと思います。

従来認められてきた非上場株式の取引制度、すなわち日本証券業協会が例外的に証券会社による投資勧誘を認めているものとして、グリーンシート銘柄制度やフェニックス銘柄制度がありますが、近年これらの制度の利用企業数が減少して、売買状況も低迷していたといわれています。グリーンシート銘柄とは、店頭取保有価証券、優先出資証券または投資証券のうち、証券会社が日本証券業協会に対して届出を行った上で、その証券会社が継続的に売り気配・買い気配を提示している銘柄のことをいいます。ピーク時（平成16年末）には96銘柄あったようですが、平成25年3月末には37銘柄に減っており、これを取り扱う取扱証券会社も、平成25年4月時点では9社にまで減っているということがWGでの資料で説明されています（平成25年6月26日第1回WG事務局説明資料20頁）。証券会社が審査を行った結果、グリーンシート銘柄として適当と判断されたものがグリーンシート銘柄になるのですが、この制度のもとでは、発行者がかなりの負担を課されます。上場会社と大差ない負担（インサイダー取引規制とそれに伴う適時開示義務、上場会社に準じた開示義務）が課されますので、それを敬遠して、利用する会社が少なくなっていくようです。

一般の非上場株式については、日本証券業協会の自主規制規則によって証券会社による投資勧誘が禁じられています。証券会社による投資勧誘が禁じられ流通性が乏しいことから、一般の非上場株式についてはインサイダー取引規制や開示義務が適用されていないわけですが、グリーンシート銘柄はこれと裏腹に、証券会社が扱えるから流通性があるとされ、インサイダー取引規制や開示義務を課するという形になってきたわけです。

そこで、グリーンシート銘柄制度にかわるものとして新たに考案されたのが、株主コミュニティ制度と呼ばれるものです。どういうものかといいますと、証券会社が株主コミュニティ銘柄として

適当と判断したものについて「投資グループ」を組成します。グループのメンバーとして想定されているのは、当該企業の役員・従業員、当該企業の株主・取引先、当該企業から財・サービスの提供を受けている者などです。投資家には自己申告によってグループに参加してもらって、証券会社の店頭で取引をしてもらう。他方、グループのメンバーに限って証券会社が投資勧誘をすることを認めるといふものです。地方の証券会社が非上場の地場産業の株式を対象としてこの制度を利用することが想定されているようです。

グリーンシート銘柄制度の難点を解消するといふことがこの新たな制度の目的ですから、株主コミュニティ制度の対象となる株式は、高い流通性は持たないものとして位置づけられ、インサイダー取引規制等の適用対象から除外されることになっています。この制度がどの程度機能するかについてもよくわかりません。証券会社が一生懸命投資勧誘をして、株主コミュニティの中での株式売買が盛んに行われるようになったとしても、そこで得られる売買手数料はそれほど大したものではないと思われます。したがって、これが地方の証券会社の新たな有力収入源になるということは考えにくいかなと思います。ただ、この制度を運用する中で、証券会社が新たな顧客を開拓するきっかけになるということはあるだろうと思いますので、そういったことがこの制度の狙いとして考えられているのかなという気がしています。

報告は以上です。ご指導ご鞭撻をいただければ幸いです。

~~~~~

【討 論】

○黒沼 洲崎先生、どうもありがとうございます。

それでは、討論に入りたいと思います。本日のご報告は、大きく2つに分けることもできますが、新たな非上場株式の取引制度については、それほど長い報告時間は充てられていませんので、全体

を通してどの点からでもご質問やご意見をいただければと思います。

【本改正の狙い】

○岸田 この特別の規制が設けられた理由として、有価証券の取得の勧誘から申込みまでが一貫してインターネットで行われる場合は、投資者にとって意思決定の心理的障壁が低くなると書いてありますが、逆だと思ふのです。最初から最後まで一切紙媒体なしにインターネットでやるということは、ハッカー、なりすまし、書類の偽造、最近のインターネット上の情報漏れなど、色々なことがあると思うので、私はかえって心理的な障壁が高くなるのではないかなと思うのですが、これについて先生はどう考えられるのか、ちょっと教えていただきたいと思ふます。

○洲崎 これは立法者がそのような説明をしているということです。デューデリジェンス義務、業務管理体制整備義務、クーリングオフ規制などこれまでなかった規制を新たに導入するには、やはり相応の理由が必要だろうということで、このような理由が述べられたということかなと思っております。

しかし、私自身がどう考えるのかと問われると、取得勧誘から取得申込みでずっとインターネットで行われる場合に投資者の意思決定の心理的障壁が低くなる、だから投資者保護のための特別の措置が必要になるのだという説明に説得力があるかどうか、よくわからないところがあります。むしろ電話や対面でいろいろなセールストークをされるほうがだまされやすいのかなという気もします。

ただ、高齢者等とは違って、若い人、インターネットを普段から使っている人にとっては高い家電をインターネット通販で普通に買うという世の中になっていることを考えると、勧誘を受けて申込みをし、払込みもインターネットで銀行の金を払い込むということが、以前よりもはるかにやりやすくなっていて、意思決定が従来よりも簡単にできるような世の中になってきているということはあるように思ふます。したがって、インターネ

ットで投資勧誘を受けて、投資決定をして、申込みもその画面を見ながら全部できてしまうというものについて強い規制をかけるということには、それなりに理由はあるのかなという気がしております。

○岸田 先生のご報告で実務への影響というところでは、何か否定的なご意見もお持ちのように思いましたが、先生のご意見は、あまり実務に使われないのではないかとということでしょうか。

○洲崎 私が否定的な評価を申し上げたのは、CFは当初新規・成長企業のための資金提供手段を積極的に導入しましょうということを出発したけれども、発行体も、仲介業者も、投資家もそのようなものを望んでいたかという望んでいなかったかもしれない、制度として導入はしたけれども、うまくいかないかもしれないと考えたからです。ただ、導入された規制自体は、それほどおかしなものではない。これまで規制が全くなかったところに必要と思われる規制が入れられたとみることもできますから、今回の金融庁のお仕事については、よいお仕事をされたのではないかと考えているところです。（笑）

WGで当初考えられていたところとはちょっと違った形になるかもしれませんが、新規制の中身がよくなかったと考えているわけではありません。

○岸田 ありがとうございます。

【デューデリジェンス義務】

○行澤 レジユメの6ページで、電子募集取扱いを行う場合の業務管理体制、特に電子申込型の場合の③の(1)で、事実上、デューデリジェンス義務が課せられたということですがけれども、業務管理体制整備はあくまで業法的な義務でしょうか、それとも、それは結果的に投資家に損害が生じる場合に民事責任を追及できるような私法上の義務でもあるのでしょうか。

○洲崎 直接的に民事責任につながることはないと思います。業務管理体制整備義務違反に対しては行政処分ということになると思います。しかし、行政処分を受けるようなことをしていれば、

不法行為責任を問われることはあり得ると思いますので、民事責任の観点からも意味がないことではないと思います。

○船津 今のところですがけれども、電子申込型についてのみデューデリジェンス義務があるというような形で、たしかそれに対するパブコメも何かよくわからないような説明になっていたのですけれども、それでは、電子申込型でない場合については、デューデリジェンス義務は私法的にはどのように考えたらいいのでしょうか。

○洲崎 規定の上では、業務管理体制整備義務はかかっていないということになります。投資勧誘はウェブサイトですけれども、取得の申込みは電話や対面で受けるという場合は、デューデリジェンス義務はないということですね。果たしてそれでいいのかということ、非上場株式やみなし有価証券は、どのような証券なのか、どのような会社なのか投資家にはよくわからないのだから、電子申込型でない場合にもこういう義務を負わせるべきだという意見はもちろんあると思います。実際、パブコメの中でもそういう意見がありました。ただ、結論としてはそこまでは踏み込まなかった。従来そこまでの義務は課されていないところで、いきなりこの義務を入れるというのは、なかなかハードルが高かったのかなという気がします。

申込みが電話や対面になればなぜこの義務が必要なのかを説明するのは確かなかなか難しいかもしれません。

【クーリングオフ】

○伊藤 実質的なクーリングオフという話ですがけれども、金商業等府令の文言は「契約の解除を行うことができることを確認するための措置」になっていまして、確認するための措置とは何なのかというのがまず気になります。確保ではなくて、確認なのですね。

それから、もしこれに違反して募集の取扱いが行われて、実際にその募集を受けて取得の申込みが行われたときに、その申込みの私法上の効力は

どうなるのでしょうか。私法上の効力は特に無効にはならないというふうに考えざるを得ないのでしょうか。そういうふうに考えていきますと、投資顧問契約の場合と同じようなルールにしなかった理由は何なのかということが気になるのですね。あるいは、報告で洲崎先生がおっしゃったように、特に株式引受契約の場合などに、ルールを書くのが難しくなるから、ということなのでしょうか。

○洲崎 投資顧問契約の場合は、業者と投資家の契約なので、ストレートに法律で定めることができるわけですが、ここのクーリングオフは、仲介業者と投資家ではなくて、発行者と投資家の契約の中でクーリングオフの権利を与えるかどうかというものなので、法律で直接定めることは難しい。しかし、そのような権利が与えられていないものを投資勧誘させるべきではないという立法者の判断があって、したがって、仲介業者が投資勧誘をするときには、そのような権利が与えられているものしか売ってはいけない、与えられていないのに売ると業務管理体制整備義務違反になりますよという構造の法規制をした。かなり頭がいい人が考えたかなと思うのですが（笑）、要するに直接的にクーリングオフの権利を与えることなく、権利がないものについては投資勧誘をさせないというルールを入れることで実質的にクーリングオフの権利を与えるようにしたということなのかなと。

そして、投資家と発行体の契約について業者が直接口を出すのは難しかろうということで、「確保」という語ではなく「確認」という語になった。ただ、仲介業者が投資勧誘をしたいと思えば、発行体に対してこの権利を入れてください、入れない限りは我々は投資勧誘できませんよという形の交渉をすることになるかと思しますので、実質は確保になるのかもしれませんが、法文上の表現としてはやはり「確認」になったのかなと思います。

違反した場合の効力については、伊藤先生が言われたとおり、私法上の効果が直接生ずるとするのはちょっと難しいのかなという気がします。

このルールがあることからクーリングオフの権利があると信じて投資家がきちんと契約を読まずに出資してしまったところ、実際にはクーリングオフの権利がなかったという場合、仲介業者に対して損害賠償責任を追及できるということはあり得るかもしれません。業務管理体制整備義務違反という行政処分を受けるような業者の行動が投資家に対する関係では不法行為に該当するならば、それによる民事責任はあるかもしれませんが、出資契約が有効になるかどうかという点については、やっぱり有効とせざるを得ないのかなという気がします。

○行澤 その点に関連した質問ですが、レジュメ8ページの内閣府令の重要情報提供義務の中に、(vii)の「へ」として「顧客が当該有価証券の取得の申込みの撤回や契約の解除を行うために必要な事項」とありますが、もし今伊藤先生がおっしゃったように、よく確認もしないでクーリングオフが確保されていないものを投資勧誘して取得させた場合に、重要情報提供義務違反ということは問題にならないのでしょうか。業者はきちんと説明しなかった、顧客もそこがよくわからずに、支払ってしまったと。

○洲崎 解除ができるというふうの間違って開示してしまったという場合ですか。

○行澤 業者は、クーリングオフについては何も書かず、よく説明もせず、投資家もそこをよく読まないで買ってしまったというケースはどうでしょうか。

○洲崎 (vii)のへについては全く記載がなかったという場合ですね。この場合には、本来あるべき情報がウェブサイトを書いていなかったということですから、重要情報提供義務違反になると思います。罰則の適用もあるし、それが不法行為にあたりと評価されれば民事責任も生じるのでしょうか。

【電子情報処理組織の管理】

○前田 先ほどの船津先生のご質問とも関連するのですが、株式投資型CFにおいて、今回

の改正では非上場会社が念頭に置かれていますが、ご報告の中でも何度か言及がございましたように、上場株式の取得勧誘についてもインターネットの方法が使われることは十分にあり得るところだと思うのです。そして、上場株式について取得勧誘をするのであれば、普通の第一種金融商品取引業者でないとならないことになると思いますけれども、上場株式であれば、先程来お話に出ています特別な業務管理体制の整備は要求されないこととなります。

しかし、今回、業務管理体制整備がなぜ求められたかという点、冒頭にもお話がありましたように、インターネットという方法を使うことで、心理的障壁が低くなるのかどうかは議論の余地があるにせよ、何らかの投資者保護のための措置が必要だと考えられたからであって、このような特別な体制の整備が求められた趣旨からしますと、上場株式の取得勧誘についても、ある程度の体制整備は要求しておくべきではなかったかと思うのです。

確かに、上場株式については、電子申込型の場合の、発行者の財務状況を審査する体制などはさほど必要ないのかもしれませんが、一般にコンピューターの管理を十分に行うための措置をとっておくことなどは、上場株式についても共通して当てはまるように思うのです。今回は相当限られた範囲でしか業務管理体制整備を求めなかったように見えるのですが、この規制枠組みで果たして十分なのか、洲崎先生のお考えをお聞かせいただけますでしょうか。

○洲崎 前田先生のご指摘のとおりだと思います。レジュメの6ページに①から③の(6)までありますが、たとえば、①の電子情報処理組織の管理を十分に行うための措置がとられていることについては、例えばウェブサイトに乗っ取られて書き換えられないようにセキュリティーを講ずる必要については、あらゆるインターネットを使った投資勧誘について妥当なことだと思いますから、非上場有価証券に限らず、あらゆるインターネット投資勧誘について適用してもよかったですのではな

いか、とも思われます。②についてもウェブサイトでの投資勧誘をする場合に一般的に適用していいことだと思います。

当初の改正案では、①や②は電子募集取扱業務に限らず、一般的に適用することが予定されていたようなのですが、なぜ最終的にこの規制を遠慮されたのか、よくわからないところです。①や②については普通の証券会社であればみなさんきちんとされているはずなので、こういう規制が入ったからといって困ることはないように思います。この規制を遠慮されたのは、規制手法としては少し物足りなかったというか、適切ではなかったのかもしれないという気がします。

(注：金融庁がパブリックコメントに付した金商業等府令の改正案の段階においては、電子情報処理組織の管理を十分に行うための措置に係る規定は第70条の2第1項第5号で定められており、電子募集取扱業務を行う場合のみならず、金融商品取引業者等に一律義務付けられることとなっていた。しかし、元々予定されていた金商業等府令第123条第1項各号の一部の規定内容の第70条の2への移行が、改正案公表後の当局における検討を経て実施されないこととなったため、これに伴い、電子情報処理組織の管理を十分に行うための措置に係る規定は第70条の2第2項第1号で定められ、電子募集取扱業務を行う場合のみに義務付けられることとなった。

なお、金商法第40条第2号において、金融商品取引業者等は、「業務の運営の状況が公益に反し、又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定める状況」に該当することのないように、その業務を行わなければならないと規定されているところ、当該条項に規定する内閣府令で定める状況として、現行の金商業等府令第123条第1項第14号に「金融商品取引業等に係る電子情報処理組織の管理が十分でない認められる状況」が掲げられている。)

【発行者情報の開示】

○黒沼 発行者情報の開示については、WGの報

告書では、インターネットを通じた情報開示を義務付けることが適当であるとされていましたが、でき上がったものを見ると、発行開示に当たるものについては確かにウェブサイトを提供するようになっているわけですが、継続開示に相当するものについては、金商業等府令70条の2で定期的に適切な情報を提供することを確保するための措置がとられていることというふうにはしか規定されていません。洲崎先生がご報告されたように、これだと、会社法上の情報提供手段が確保されていればよいように読めるのですけれども、これは立法趣旨とやや違うのではないかと私は感じています。

つまり、募集または私募の取扱いを行った後に発行者情報を継続的に仲介業者がウェブサイト上で公表していく、あるいは株式の保有者に提供していくことが望ましいと思うのですが、金商業等府令では、そこまで要求していないということなのででしょうか。

○洲崎 そうですね。まず、確認させていただきますと、WGの報告書でいうと4ページ、「投資者保護のための必要な措置」の第2段落に、「インターネットを通じて非上場株式又はファンド持分の募集又は私募の取扱いを行う仲介者に対して、発行者に対するデューデリジェンス及びインターネットを通じた適切な情報提供等のための体制整備、並びにインターネットを通じた発行者や仲介者自身に関する情報の提供を義務付けるとともに、当該情報の提供を怠った場合等における罰則を整備することが適当である」とありますので、最終的な報告書を見る限りは、継続開示まで仲介者がしなさいということにはなっていないように思われます。

ひょっとするとWGの途中までは黒沼先生が言われたような方向で議論が進んでいたのかもしれませんが、最終の報告書では、そこまでは要求されていない感じです。

株式の場合は、株主に対して会社法に基づく情報提供はされると思いますし、それ以上に何か詳しい情報提供をさせるような措置を確保するとい

うのはちょっと難しいのかなという気がします。しかし、ファンド持分については、従来それに関するルールが明確ではないというか、特にそれを確保するためのルールというのはなかったように思いますので、③の(5)が入ったというのは意味があることではないかと思います。

【CFと株主コミュニティ】

○黒沼 また別の点ですけれども、日本証券業協会の方が来られているので一つお伺いしたいのですが、新たな非上場株式の取引制度というのは、私はCFで発行された株式の流通の場を提供するものとしても考えられていたと思っていたのですが、どうもこの株主コミュニティ制度というのを見ると、そうはなっていないようです。その点は、日本証券業協会では検討されたことはあるのでしょうか。

○山本（日本証券業協会エクイティ市場部次長）

※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

日本証券業協会の自主規制規則で、その利用目的として明示的に規定しているわけではありませんけれども、今お話がありましたように、株式投資型CFについては、いわゆるプライマリーでの資金調達手段であり、その後のセカンダリーでの流通取引機能はありませんので、株主コミュニティで利用することも想定しております。

○黒沼 想定しているということですか。

○山本 そのほかにも、資料にもありますように、もともと地域における非上場株式の取引・換金ニーズもございますので、そういったものに対応していこうという仕組みにしております。株式投資型CFで取り扱われたものを株主コミュニティで取り扱ってはならないとはルール上しておりませんので、そういったものも想定しております。

○黒沼 わかりました。ありがとうございます。

○洲崎 CFで募集をした業者がその後株主コミュニティ制度の株主グループを組成する業者として同じ銘柄を扱ってはいけないというようなルールがどこかになかったですかね。見たような気がするのですが……。

○山本 同一の銘柄について株式投資型 CF を行っている間に、株主コミュニティで募集等の取扱い等を行ってはならないというルールになっております。

株式投資型 CF については、投資勧誘の手法として、インターネット上のウェブサイトを利用した投資勧誘か、又はウェブサイトを用いたうえで電子メールを利用した投資勧誘に限定されています。そして、投資勧誘の対象も、広く不特定多数の者に対して投資勧誘できるという仕組みになっています。

それに対して、株主コミュニティについては、投資勧誘の手法としては、インターネットや電話等も含めて、株主コミュニティの参加者であれば勧誘手法は制限されていません。また、投資勧誘の対象にあつては、あくまで自発的に株主コミュニティに参加した投資家のみ勧誘が可能となっていますので、勧誘の対象が不特定多数の者ではなくて、特定の者に限定されております。

このため、両者を同時に併用することになりますと、投資家の方々が混乱する可能性もありますので、同一の期間内に同一の銘柄について株式投資型 CF と株主コミュニティでの募集等の取扱い等を併用するのは禁止するというルールにしております。

株式投資型 CF が終了した後、例えば一定期間が経過した後、株主コミュニティで募集等の取扱い等を行うことについては、当然禁止はされております。

○洲崎 どうもありがとうございました。

【株主コミュニティと発行会社】

○片木 洲崎先生が先ほどおっしゃったことで、株式投資型 CF を通じて株を発行するときに、別に譲渡制限を外す必要はないわけですね。

○洲崎 はい。

○片木 だから、発行した後に流通市場をつくるか、つくらないかは、むしろ発行会社のほうの選択に委ねられるという理解でよろしいですか。

○洲崎 はい。株主コミュニティというのは、

恐らくは譲渡制限をつけたまま売主や買主を紹介するようなものとして考えられているのではないかと。譲渡制限があるということが当然の前提ではありませんけれども、譲渡制限がついたままそのようなコミュニティをつくって、売買の場や機会を提供するものだとして理解しています。譲渡制限がついていても、擬似流通市場のようなものがある、それが株主コミュニティだと見てよいのではないかと思います。

○片木 株主コミュニティで譲渡制限がついたままで流通することについては、会社側は全く関知できないというか、勝手にいつの間にか行ってしまうという形になるのですかね。それとも、会社が承認して初めて流通するということになるのですか。

○洲崎 そこは日本証券業協会の方に教えていただいたほうがいいかと思いますが（笑）、株主コミュニティに参加するには、株主は自発的に申告しなければならないけれども、その際会社が関与することになっていましたかね。

○山本 直接的には規定はありませんけれども、証券会社が銘柄を選定する際に、発行者との間で、反社会的勢力の排除について契約を結んでいただくことになっておりますので、何らかの形で証券会社は会社と関与していただくことになろうかと思っております。そのほか、銘柄の審査義務や、先ほどもちょっとお話がありましたけれども、事後の情報提供義務もありますので、証券会社は何らかの形で発行者とコンタクトをとるようになると思います。

先ほどの譲渡制限については、日本証券業協会のルール上は、譲渡制限が付されているからその銘柄を選定できないとはしていませんけれども、譲渡制限が付されていることについては、投資家にとっては必ずしも譲渡による取得について会社の承認を得られないという可能性もありますので、そういった内容については契約締結前交付書面に記載して、投資家に注意喚起やリスク説明をしていただくというルールを設けております。

○洲崎 どうもありがとうございます。

【特例業者と投資者保護基金】

○川口 CFに戻るのですけれども、本日のご報告にはなかったのですが、業者が金銭を受け入れた後に分別管理義務はあるのですね。他方で、投資者保護基金に入らなくてよいということになっていますね。

○洲崎 特例業者についてはそうですね。

○川口 それはそれでいいのでしょうか。業者の参入規制を引き下げる、最低資本金も引き下げる、このような規制緩和の一環なのかなという気はします。しかし、これはあくまで参入をしやすくするための方策です。投資者保護の点では別なのではないのでしょうか。クーリングオフまで認めて、投資者保護を厚くしていながら、業者が逃げたときにその保護をしないというやり方でよいのでしょうかね。

○洲崎 投資者保護基金の加入義務がないということについても、それはおかしいのではないかなという意見はもちろんあり得ると思います。最大1億円まではあり得るわけですから、集めた金を持って逃げってしまうということだってあり得ますし、分別せずにそれが流用されてしまうということもあり得ます。成長戦略のためにリスクマネーを提供する、それには仲介業者を参入しやすくすべきだという強い要請がやっぱりあったのかなという気がいたしますね。

○川口 もちろん、投資者保護基金自体、極めて政策的なものですから、政策で判断するというのはあり得ることなのかもしれません。

○石田 投資額の上限をつけるというような規制のやり方は珍しいと思うのですけれども、1人当たり50万円までというようなルールをつくったことの意味は何なのでしょう。これは要するに、リスクを負担する層をもっと増やしましょうということなのでしょう。そういう意味では素人投資家が増えていくけれども、投資家の損失が大きくなり過ぎないように、50万円という額を設定したのか、それとも、まさにクラウドだから、大勢の人から資金調達ができるように、そして企業

が成長していけるようにというスタートアップをバックアップする土壌作りのような趣旨、つまり1人当たりの投資額に上限を付けることで投資家の数を増やしようと考えているのか、いかがなのでしょう。

○洲崎 金商法の建付けとしては、特例業者でなければ、つまり、第一種金融商品取引業者であれば、別に少額要件はかかってこない。結果的に日本証券業協会の自主規制規則で少額要件はかかってしまったのですが、金商法としては、証券会社は自由にCFをやったださっていいですよということです。ですから、少額で大勢の人からリスクマネーを供給してもらうようにするために50万円という制限を設けたかという、そこは直接的にはつながってはいないように思えます。

ただ、多くの仲介業者が参入すればリスクマネーもどんどん供給できるようになるだろうということからすると、多くの仲介業者に参入してもらいたいし、そのためには参入要件を緩やかにしたい。しかし、参入要件を緩める以上は、あまり大きな資金調達はやってほしくない。それで50万円という制限を設けたという関係なのかなと思います。

○川口 たしか、アメリカでは、所得によって出資額が区分されているのではないですか。今回の改正は、アメリカの制度を参考にしたといえます。そこでも、やはり被害の額、リスクに耐えられる額を限定するというのが主な趣旨なのではないのでしょうか。

○洲崎 特例業者だと投資者保護基金にも加入していないし、資本金も低いから被害が出る可能性もあり、だから50万円ということですかね。

○川口 50万円なら良いのかという話は別にあるかもしれませんが、そのように割り切ったような気がします。

○山下 今までの議論を聞いていると、保険の分野では少額短期保険業者という制度をつくりましたが、これは、仮に詐欺的な業者がいても、どうせ少額・短期の被害だから自己責任に相当委ねていだろうという発想でつくられたと思います。

これと思想的には似たような面があるのか、やはり何か違うのかという点についてはいかがでしょうか。

○洲崎 さあ、どうなのでしょうね。（笑）先ほど川口先生が言われたように、確かにアメリカに多少似た制度があり、投資金額を制限しているというのがあって、それを参考にしたというのはあるのかもしれませんが。しかし、インターネットで勧誘を受けて、インターネットで取引をするような人については、50万円まではもう自己責任でやってもらっていいという、ある意味割り切った考え方もあるのかもしれませんが。今お話を伺って、そういう説明もできるのかなと考えた次第です。

○山下 そう考えれば、先ほどからの業務管理体制整備義務も、これは規制が弱いのではないかという発想では考えなくてよいという気もするのですね。

○黒沼 ほかにいかがでしょうか。

もしなければ、本日の研究会はこれで終了とさせていただきます。

洲崎先生、どうもありがとうございました。

J P X 金商法研究会 第19回「平成26年金商法改正(2) 投資型クラウドファンディング・新たな非上場株式の取引制度」 2015/09/25 京都大学 洲崎博史

参考文献:

- 「金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告(平成26年12月25日)以下「報告」と引用
- 齋藤通雄ほか監修・斎藤時彦ほか編著『逐条解説 2014年金融商品取引法改正』(商事法務、2015年)以下「逐条解説」と引用
- 田中聖之ほか「金融商品取引法施行令等改正についての解説—平成26年金商法等改正(1年以内施行部分) 関連一」商事法務2071号4頁以下(解説)と引用
- 金融庁「平成26年金商品取引法改正(1年以内施行)等に係る政令・内閣府令等に対するパブリックコメントの結果等について」中の「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(金融庁 <http://www.fsa.go.jp/news/26/syouten/20150512-101.pdf>)以下「パブコメ」と引用

I 改正までの経緯

平成25年6月5日、麻生金融担当大臣が金融審議会に対し、①「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方」、②「事務負担の軽減など新規上場の推進策」、③「上場企業等の機動的な資金調達を可能にするための開示制度の見直し」、④「その他、近年の金融資本市場の状況に鑑み、必要となる制度の整備」について検討するよう諮問。

「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」(以下WG)を設置し、11回にわたり審議(平成25年6月26日～12月20日)。

12月25日付けでWGの報告を公表。

平成26年2月24日に、金融審議会・金融分科会合同会合において報告・承認。

報告の提言内容を盛り込んだ金商法改正法案が平成26年3月14日に第186回国会(常会)に提出され、5月23日に成立、同30日に公布(平成26年法律第44号)。

平成27年5月29日、改正法のうち1年以内に施行することとされていた部分と関連政令・内閣府令等が施行された(以下、改正法と関連政令・府令を総称して「本改正」という)。

II 「投資型クラウドファンディング・新たな非上場株式の取引制度」に関する改正の趣旨

現政権が掲げる成長戦略を推進するためには、家計の金融資産を新規・成長企業等に對するリスクマネーとしてに振り向けることが不可欠。そのための施策として、投資型クラウドファンディングの利用促進、新たな非上場株式の取引制度が掲げられた(なお、WG開始時には、投資型クラウド・ファンディングと並べて掲げられていたのは「地域等における資本調達の枠組み(新たなグリーンシート制度のあり方)」であったが、その後「資本の調達」から「非上場株式の取引」へと議論の軸足が移った)。

III 投資型クラウドファンディングに関する本改正の概要

1. 総説

クラウドファンディングとは、一般に、「新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組み」と定義される(報告2頁)。なお、ここでの新規・成長企業等とは、非上場会社が念頭に置かれている。

クラウドファンディング(以下「CF」)には、「寄付型」「購入型」「投資型」があることとされるが、本改正が対象とするのは「投資型」。投資型CFはさらに「ファンド形態」のものとして「株式形態」のものに分類される。

2. 改正前金商法のもとでのCF

ファンド形態の投資型CFとは、運営業者等を介して、投資家と事業者の間で匿名組合契約を締結すること等を通じて出資を行うものをいう。匿名組合契約に基づく権利は、みなし有価証券(2 II ⑤)となり、その募集または私募の取扱いをするには第二種金融商品取引業の登録が必要。…逆にいうと、改正前金商法のもとでも、第二種金融商品取引業者がファンド形態のCFにより資金を集め、事業者に提供することは可能。インターネットを通じて投資勧誘を行うことについての特別の規制はなかったため、第二種金融商品取引業者として登録し、第二種金融商品取引業の規制に従うなら、ファンド型CFでの形で投資勧誘を行うこと(ウェブサイトに、募集概要(事業者の事業内容、募集額、リターン等)を掲載して投資勧誘を行うこと)は可能だったし、現にそのような投資勧誘が行われてきた。

ただし、ファンド型CFが新規・成長企業への「真摯な資金提供」として現状どの程度行われているかは不明(みなし有価証券による投資勧誘が、投資詐欺として行われることは少なからず有り、それがインターネットを通じて行われることもあったと思われる)。

株式形態の投資型CFとは、事業者が発行した株式を投資家が取得する場合の投資勧誘がインターネットを通じて行われるものをいう。インターネットを通じて投資勧誘は金融法上禁止されていないし、特段の規制もない。第一種金融商品取引業者として登録すれば、インターネットを通じて株式の投資勧誘も可能。

ただし、日本証券業協会の自主ルールにより、非上場株式の募集または私募の取り扱い禁止されてきた → 投資型CFは非上場株式の募集等であることが前提であるため、インターネットを通じて投資勧誘であると否とにかかわらず、自主ルールに抵触 → これまで証券会社が株式投資型CFを行うことはなかった。

3. 本改正の要点

- (1) 投資型CFを仲介する業者の参入要件を緩和
- 投資型CFに特化して投資勧誘を行う仲介者の類型(第一種少額電子募集取扱業者・第二種少額電子募集取扱業者)を新たに創設(このタイプの仲介者が参入しやすいうように第一種金融商品取引業者・第二種金融商品取引業者よりも登録要件を緩和)

は第2種金融商品取引業者としての登録が必要。

- ・ウェブサイトを閲覧させる方法とは、ウェブサイト等のサーバーに記録された情報を閲覧させる方法が想定されている（パブコム No.25）。フェイスブック等の SNS、ツイッター等のマイクログログによるものでも、サーバーに記録された情報を閲覧させる方法によるといえる限りは、ウェブサイトを開覧させる方法に該当する。

- ・商品の申込みはウェブサイトでは受け付けず、ウェブサイトでは商品の概要、手数料、予想リターン等の掲載だけをしている場合も電子募集取扱業務に該当（パブコム No.24）。

- ・ウェブサイト上で投資勧誘を行わず電子メール等のみによる投資勧誘を行うことや、音声の通話を伴うインターネットサービスを利用するものは電子募集取扱業務には該当しない（解説・5頁）→ 通常の募集取扱業務にあたるため、これを行うには、第1種金融商品取引業者・第2種金融商品取引業者としての登録が必要。

- ・仲介業者がウェブサイト上の投資勧誘と電話・対面での投資勧誘を併用する場合でも、前者は電子募集取扱業務に該当する（パブコム No.23）。よって、前者には電子募集取扱業務に業務管理体制整備義務、重要情報提供義務が及ぶ。ただし、後者は通常の募集取扱業務であるから、前者と後者を併用するには、第1種金融商品取引業者・第2種金融商品取引業者としての登録が必要。

- ・ウェブサイト上に業者の電話番号を記載し、電話による質問等を受け付ける場合はどうか？ …取り扱う有価証券やその発行者についての質問に対して電話で答えることは、電話による投資勧誘となり、電子募集取扱業務ではないから、第1種少額電子募集取扱業者・第2種少額電子募集取扱業者はこれを行えない。しかし、ウェブサイトの画面の操作等について電話で質問に回答することは投資勧誘にはあたらないから許容されるよう。

＊ウェブサイトを開覧させることを電子募集取扱業務概念の柱とした理由…解説やパブコムでも触れられていない。規則の適用範囲を画するにあたり、「ウェブサイトの閲覧」というメルクマールは比較的明確であったからか？

1-2 一定範囲・一定規模以下で行われる電子募集取扱業務を第1種少額電子募集取扱業務または第2種少額電子募集取扱業務として位置付け

第1種少額電子募集取扱業務…① 非上場の株券又は新株予約権の募集の取扱い又は私募の取扱いであって、当該株券又は新株予約権証券の発行総額や投資者1人あたり投資額が少額要件（発行総額1億円未満、投資者1人あたり投資額50万円以下〔施行令15の10の31〕を満たすもの、または② ①の業務に関して顧客から金銭の預託を受けること（法29の4の2 X）。

（※ 法29条の4の2第10項では、上記①を「電子募集取扱業務」と呼んでおり、法29条の2第6号で定義される「電子募集取扱業務」のうち一部のもの（少額要件を満たすもの）が、法29条の4の2

(2) インターネットを通じて投資勧誘を行う場合の業務管理体制整備義務・重要情報提供義務

インターネットを通じて投資詐欺が行われるのを予防するためのルール整備。第1種少額電子募集取扱業者・第2種少額電子募集取扱業者のみならず、第1種金融商品取引業者・第2種金融商品取引業者が非上場株式等の一定の有価証券についてインターネットによる投資勧誘を行う場合について、規制を強化。

4. 本改正の内容

1-1 新規制の基礎概念として「電子募集取扱業務」を定義

電子募集取扱業務…「電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であって内閣府令に定めるものにより第2条第8項第9号に掲げる行為を業として行うこと」という（法29の2⑥）。情報通信の技術を利用する方法として内閣府令では、「金融商品取引業者等のウェブサイトを開覧させる方法」と「ウェブサイトを開覧させる方法と併せ、電子メールやそれに類似するインターネット上のメッセージ授受サービスを用いる方法」が挙げられている（金商業等府令6の2①②）。

電子募集取扱業務を行うことにより生ずる効果：

- (1) 一定範囲の有価証券（開示規制適用除外証券または非上場の有価証券。以下「規制対象有価証券」）について電子募集取扱業務を行うにはその旨の登録申請書の提出または変更登録が必要（法29の2 I ⑥・31 IV）
- (2) 規制対象有価証券について少額要件を満たす形で電子募集取扱業務のみを行うのであれば、投資型CFに特化した業者（第1種少額電子募集取扱業者・第2種少額電子募集取扱業者）としての登録で足りる（→参入要件の緩和）
- (3) 規制対象有価証券について電子募集取扱業務を行う場合には、特別の業務管理体制整備義務や特別の重要情報提供義務が及ぶ。

・報告や改正金商法は、ウェブサイトを開覧させる方法をとること＝電子募集取扱業務であることを明記せず。改正金商業等府令で初めて明記された。

・法2条8項9号に掲げる行為…有価証券の募集または私募の取扱い、有価証券の売出しの取扱いまたは特定投資家向け売却勧誘等の取扱い。これらをインターネットを通じて行う行為が電子募集取扱業務となる。

・規制対象有価証券は、法3条各号に掲げる有価証券（開示規制適用除外証券）又は非上場の有価証券だが、政令で定めるものは除かれる。政令除外されているのは、具体的には国庫・地方債・政府保証債、非上場の有価証券でも有価証券届出書が提出されている場合等、出資・拠出を受けた金銭その他の財産のうち、100分の50を超える額を充てて金銭の貸付を行う事業にかかるとの（貸付型CF）（令15の4の2①～⑦）。

＊貸付型CFは、投資家から集めた資金の50%超が貸付の形で事業者に提供されるものであって、集团的投資スキームの持分であることには変わりない。よってこれを行うに

第10項にいう「電子募集取扱業務」にあたるという関係になっている。非常にわかりづらい
 第1種少額電子募集取扱業者…第1種金融商品取引業者のうち第1種少額電子募集取扱業務のみを行うとして登録を受けた者(法29の4の2IX)

第2種少額電子募集取扱業務…(法29の2第6号にいう)電子募集取扱業務のうち、有価証券(法2条2項の規定により有価証券とみなされる同項5号又は6号に掲げる権利であつて、法3条3号に掲げるもの又は非上場のものに限る)の募集の取扱い又は私募の取扱いであつて、当該有価証券の発行総額や投資者1人あたり投資額が前記少額要件を満たすもの(法29の4の3IV)。

第2種少額電子募集取扱業者…第2種金融商品取引業者のうち第2種少額電子募集取扱業務のみを行うとして登録を受けた者(法29の4の3II)

少額要件の適用に関し、通算規定有り。
 投資者1人あたりの投資件数や投資総額については上限無し。

1-3 第1種少額電子募集取扱業者・第2種少額電子募集取扱業者の参入要件を(第1種金融商品取引業者・第2種金融商品取引業者よりも)緩和

第1種少額電子募集取扱業者…最低資本金 1000万円(⇒第1種金融商品取引業者だと5000万円)。兼業規制、標識掲示義務、自己資本規制比率の適用、投資者保護基金への加入義務無し。

第2種少額電子募集取扱業者…最低資本金 500万円(⇒第2種金融商品取引業者だと1000万円)。標識掲示義務無し。

・参入要件が緩和されたのは、投資型C/Fを促進するためには仲介業者の参入が容易であるべきである一方、限定的な範囲での投資勧誘しか行わないものであることが考慮されたことによる。

2-1 投資家保護のためのルール整備(総説)

C/Fはインターネットを通じて手帳に多数の者から資金を調達できる仕組みであることから、詐欺的な行為に悪用されないような制度的工夫が必要(報告4頁)。

従来、インターネットを通じて投資勧誘について特別の規制はなかったが、この機会に、金融商品取引業全般について業務管理体制整備義務を導入するとともに、電子募集取扱業務が行われる場合に求められる業務管理体制を列挙(既存の第1種金融商品取引業者・第2種金融商品取引業者が電子募集取扱業務を行う場合にも適用される)。また、ウェブサイトによる重要情報提供義務を法定。

2-2 業務管理体制整備義務

「インターネットを通じて非上場株式又はファンド枠分の募集又は私募の取扱いを行う仲介者(…)」に対して、発行者に対するデューデリジェンス及びインターネットを通じた適切な情報提供等のための体制整備…を義務付ける…ことが適当(報告4頁)

金商法で業務管理体制整備義務を明記：「金融商品取引業者等は、その行う金融商品取引業又は登録金融機関業務を適確に遂行するため、内閣府令で定めるところにより、業務管理体制を整備しなければならない。」(法35の3)

必要な体制が整備されていない者は登録拒否の対象(法29の4I①へ・33の5I⑤)

電子募集取扱業務を行う場合に義務づけられる業務管理体制整備を金商法等府令70条の2第2項で列挙

① 電子情報処理組織の管理を十分に行うための措置がとられていること

② 標識に掲示されるべき事項に関し、ウェブサイトを通じて公衆の閲覧に供するための措置がとられていること

③ 「電子申込型電子募集取扱業務等」が行われる場合には以下のような特別の業務管理体制整備を要求

(1) 取り扱う有価証券に関し、発行者の財務状況、事業計画の内容及び資金使途その他電子申込型電子募集取扱業務等の対象とすることの適否の判断に資する事項の適切な審査を行うための措置がとられていること

(2) 顧客の応募額が申込期間内に目標募集額に到達しなかった場合及び超過した場合の当該応募額の取扱いの方法を定め、当該方法に関し顧客に誤解を生じさせないための措置がとられていること

(3) 顧客の応募額が申込期間内に目標募集額に到達したときに限り当該有価証券が発行される場合(オールオアナッシング方式の場合)には、当該目標募集額に到達するまでの間、発行者が応募代金の払込みを受けなければならないことを確保するための措置がとられていること

(4) 電子申込型電子募集取扱業務等に係る顧客が電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券の取得の申込みをした日から起算して8日を下らない期間が経過するまでの間、当該顧客が当該申込みの撤回又は当該申込みに係る発行者との間の契約の解除を行うことができず、これを確認するための措置がとられていること

(5) 発行者が電子申込型電子募集取扱業務等に係る顧客の応募代金の払込みを受けた後に、当該発行者が顧客に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供することを確保するための措置がとられていること

(6) 第1種少額電子募集取扱業務又は第2種少額電子募集取扱業務において、令15条の10の3の少額要件を満たさなくなすることを防止するための必要かつ適切な措置がとられていること

・業務管理体制としては、社内規則等を整備し、当該社内規則等を遵守するための措置をとることが求められる(パブコメ No.55)。社内規則等を遵守するための措置としてはたとえ従業員の研修などが考えられよう。

・ここで電子募集取扱業務とは、規制対象有価証券について法29の2I⑥の電子募集取扱業務を行う場合を指す(金商法等府令8⑩)。すなわち、非上場証券についてインターネットで投資勧誘する場合には、金商法等府令70条の2第2項の業務管理体制整備義務

務が適用される（少額要件を満たさなくても適用される）。

・「電子申込型電子募集取扱業務等」…金融業等府令 70 の 2 Ⅲ で具体的に定義。電子募集取扱業務のうちウェブサイトや電子メールで顧客が有価証券の取得の申込みを行うもの、第 1 種少額電子募集取扱業者・第 2 種少額電子募集取扱業者が行う電子募集取扱業務など、有価証券の取得の勧誘から申込みまでが一貫してインターネットで行われるような場合を「電子申込型電子募集取扱業務等」として規律。

・ウェブ申込型電子募集取扱業務等につき特別の規制が設けられた理由…有価証券の取得の勧誘から申込みまでが一貫してインターネットで行われるような場合、投資者にとって意思決定の心理的障壁が低くなり、特に投資者保護のための措置が必要と考えられるため(解説・7頁)

・ウェブサイトでは取得の申込みは受け付けず、個別商品の概要・予想リターンなどを掲載することとめている場合でも電子募集取扱業務にはあたりうる（パブリコメ No.24）。

・上記③(1)の義務…いむゆるぶさぶさ引受審査ほどではないにしろ、発行者の財務内容等を審査する義務が課されることになる。なお、この義務が電子申込型電子募集取扱業務等が行われる場合に限られている（ファンド特分の投資勧誘一般に適用される義務ではない）点につき、インターネットを通じて手軽に多数の者から資金を調達できる仕組みであって投資詐欺に悪用されやすいことが理由とされている（パブリコメ No.62）

・上記③(1)の義務…いわゆるクーリングオフを法定。従来金商法上認められてきたのは、投資顧問契約の解除のみ（法 37 の 6、令 16 の 3）。個々の取得の申込の撤回、申込にかかるとの契約の解除を認めたという点でかなり強力な規制といえる。

・上記③(5)の義務…発行される有価証券が株式であれば会社法上の情報提供手段（事業報告等）によればよいが、ファンド特分の場合には匿名組合契約等において事業者から投資者への情報が適切に提供される旨が定められていることを仲介業者が確認すべきことが想定されている模様（第二種金融商品取引業協会「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」36条参照）。

2-3 ウェブサイトでの重要情報提供義務

「インターネットを通じて非上場株式又はファンド特分の募集又は私募の取扱いを行う仲介者（…）に対して、…インターネットを通じて発行者や仲介者自身に関する情報の提供を義務付ける…ことが適当」（報告 4 頁）

規制対象有価証券について電子募集取扱業務を行う場合について、業者のウェブサイトにおいて、投資の意思決定に影響を与える情報を投資者が閲覧できる状態におくことを義務付け（法 43 の 5）。同規定違反には罰則有り（法 205 ④）。

情報提供方法…顧客の使用にかかると電子計算機の映像面の、見やすい箇所に明瞭かつ正確に表示（金商業等府令 146 の 2 I）。信用・市場リスク、顧客の注意を喚起すべきリスク等については、当該事項以外の事項の文字・数字のうち最大のものと著しく異ならぬ大きさで表示（同Ⅱ）。

提供が求められる情報…契約締結前交付書面（法 37 の 3 I）に記載する事項のうち電子募集取扱業務の相手方の判断に重要な影響を与えるものとして内閣府令で定める事項。

具体的には、
(i) 「手数料、報酬その他の当該金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価に関する事項であつて内閣府令で定めるもの」の概要

(ii) 「顧客が行う金融商品取引行為について金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により損失が生ずることとなるおそれがあるときは、その旨」及び「当該指標、当該指標に係る変動により損失が生ずるおそれがある理由」

(iii) 「顧客が行う金融商品取引行為について当該金融商品取引業者等その他の者の業務又は財産の状況の変化を直接の原因として損失が生ずることとなるおそれがある場合」における「当該者、当該者の業務又は財産の状況の変化により損失が生ずるおそれがある旨及びその理由」

(iv) 「当該有価証券の発行者の商号、名称又は氏名及び住所」

(v) 「当該有価証券の発行者が法人であるときは、代表者の氏名」

(vi) 「当該有価証券の発行者の事業計画の内容及び資金使途」

(vii) 電子申込型電子募集取扱業務等の場合には、次に掲げる事項

「イ 申込期間」、「ロ 目標募集額」、「ハ 応募額が目標募集額を下回る場合及び上回る場合における当該応募額の取扱いの方法」、「ニ 当該有価証券の取得に係る応募代金の管理方法」、「ホ 発行者の事業計画等の審査に係る措置の概要及び当該有価証券に関する当該措置の実施結果の概要」、「ヘ 顧客が当該有価証券の取得の申込みの撤回や契約の解除を行うために必要な事項」、「ト 有価証券の取得に關し、売買の機会に關する事項その他の顧客の注意を喚起すべき事項」

・ウェブサイト上での情報提供においても虚偽の表示や重要事項につき誤導的表示をすることが禁じられる（同Ⅱ②）。

・契約締結前交付書面の記載事項とウェブサイトでの情報提供が求められる事項はかなり異なるが、電子募集取扱業務では投資決定の心理的障壁が低くなりがちであることを考慮して、重層的な情報提供が求められる。

・上記(iv)～(vii)は、規制対象有価証券にかかる電子募集取扱業務に限り、今回新たに、契約締結前交付書面の記載事項として定められた。発行者や資金使途が記載されるため、発行ごとに新たな契約締結前交付書面を交付することになる。

・投資家にとって、株式投資型C Fのニーズはあるのか？
株式投資型C Fへ投資家が期待するのは、投資リターン（ここが寄付型・購入型C Fとは異なる）。将来市場にまで至ればともかく、そうでない限りは税金可能性がきわめて乏しい株式投資型C Fに投資商品としての魅力がどの程度あるのか、かなり疑問。

・海外での株式投資型C F
WGでは、株式投資型C Fの普及に向けたアメリカでの立法例（2012年4月に成立したJOBS法 [Jumpstart Our Business Startups Act]）も紹介されているが、クラウドファンディングに關係するSEC規程は算定されておらず、未施行だとされている（平成25年6月26日第1回WGで配布された事務局説明資料16頁）。寄付型・購入型C Fはともかくとして、閉鎖会社のための株式投資型C Fが海外で実際にどの程度普及しているのかは不明。

・結論として、譲渡制限会社のまま株式投資型C Fで資金を調達する（or 資金を提供してリターンを期待する）というのは、発行者にとっても株主にとっても合理的な行動とは思えない。株式投資型C Fがかりに利用されるとしても、かなり限られた形になるのではないか？

(2) 電子募集取扱業務にかかるとの規制の新設による実務への影響
新規制は、ファンド型C Fにも適用される。これまで第2種金融商品取引業者としての登録をさせずれば、インターネット上でファンド型C Fの投資勧誘をする場合にも特段の規制がなかったが、今後は業務管理体制整備義務とウェブサイトで重要情報提供義務が及ぶことになる。

上述のように、ファンド特分の取得の申込みがウェブサイトで電子メールで行われる場合（電子申込型電子募集取扱業務が行われる場合）にはデューデリジェンスやクーリングオフ規制までかかってくるため、実質的な規制強化になると思われる。

V. 新たな非上場株式の取引制度（株主コミュニティ制度）

非上場株式の取引制度（日証協が例外的に証券会社による投資勧誘を認めているもの）として、これまでグリーンシート銘柄制度やフエニックス銘柄制度があったが、近年、これら制度の利用企業数が減少し、売買状況も低迷。発行者に対して、上場企業と大差ない負担（インサイダー取引規制とそれに伴う適時開示義務、上場企業に準じた開示義務）が課されていることがその理由として指摘されていた（逐条解説24頁）。一般の非上場株式については、日証協自主規制により証券会社による投資勧誘が禁じられ、流通性が乏しいことから、インサイダー取引規制や開示義務が適用されていないのとちょうど裏腹の関係にあった。

*グリーンシート銘柄：店頭取扱有価証券、優先出資証券又は投資証券のうち、証券会社が日本証券業協会に対して届出を行った上で、その証券会社が継続的に売り気配・買い気配を提示している銘柄のこと。ピーク時（平成16年末）には96銘柄→25年3月末には37銘柄、取扱証券会社も平成25年4月

3 経過措置
改正法施行前から電子募集取扱業務を行っている者は、改正法の施行の日（平成27年5月29日）から6か月間は電子募集取扱業務の変更登録を受けることなく、同業務を行うことができ、法43条の5に基づく重要情報提供義務も6か月間は猶予される（政令附則2条・3条）。

金商法等附令70条の2第2項に基づく業務管理体制整備義務についても6か月間の猶予あり（内閣府令附則2条・3条）。

4 自主規制機関における諸ルールの改正

日本証券業協会が自主規制規則を改正し、少額要件を満たす株式投資型C Fについて、証券会社による非上場株式の投資勧誘を解禁（「店頭有価証券に関する規則」3条、「株式投資型クラウドファンディング取扱業務に関する規則」2条2号・4条3項（会員が第1種少額電子募集取扱業務を行う場合に限定））。

また、第2種金融商品取引業協会が、「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」、「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」に関する細則」を定めた。

IV. 投資型クラウドファンディングに関する本改正の実務への影響

(1) 株式形態の投資型C Fは普及するか？

・改正法が施行されてから4か月近く経過したが、第1種少額電子募集取扱業者の登録はない（第2種少額電子募集取扱業者の登録もない）。また、既存の第1種金融商品取引業者が、日証協の自主規制規則改正を受けて、株式形態の投資型C F（以下「株式投資型C F」）の取扱いを開始したという話も聞かない。

・事業者（発行会社）にとって、株式投資型C Fのニーズはあるか？

株式投資型C Fは、非上場会社が全国の投資家に向けて株式を発行し、自己資本を調達するというもの。

譲渡制限を付けたままC Fで資金を調達することも可能だが、部外者が株主として入ってくることで、50万円以下の資金しか提供しない小規模株主に対して、株主総会の招集通知を送付する、配当金を支払う、株券を発行する等の事務作業が新たに加わることを覚悟して、あるいは株式を発行したいと思う閉鎖会社オーナーはいないのでは？

・あり得る新規・成長企業があったとしても、ベンチャーキャピタルが既に投資を行っているのでは？（これに加えて株式投資型C Fを利用するメリットがあるのか？）

・仲介業者にとって、株式投資型C Fのニーズはあるか？

総額1億円、投資者1人あたり50万円に限られるような募集・私募の取扱いでは手数料報酬に限られる（金商法上は第1種金融商品取引業者が株式投資型C Fを行う場合に付き少額要件を満たす必要はないが、日証協の自主ルールでは少額要件を満たす株式投資型C Fしか行えない）。その一方で、デューデリジェンスやクーリングオフ規制が課されるのと、うまみのあるビジネスには映らないのでは？

時点で9社（第1回WG事務局説明資料20頁）。証券会社が審査を行った結果、グリーンシート銘柄として適当と判断されたものがグリーンシート銘柄になる。

* * フェニックス銘柄：取引所上場廃止銘柄で、証券会社が流動性を確保する必要があると判断したものの。

⇒ グリーンシート銘柄制度に代わるものとして、地域に根ざした企業などの非上場株式についての取引・換金ニーズに応えるための新たな取引制度を日証協が整備…「株主コミュニティ制度」

株主コミュニティ制度：証券会社が株主コミュニティ銘柄として適当と判断したのについて、「投資グループ」を組成（グループのメンバーとして、当該企業の役員・従業員、当該企業の株主・取引先、当該企業から財・サービスの提供を受けている者などを想定）。投資家は自己申告によってグループに参加し、証券会社の店頭で取引。グループのメンバーに限り、証券会社による投資勧誘を認める。地方の証券会社が非上場の地場産業を対象にこの制度を利用することが想定されている模様。

同制度の対象となる株式は高い流動性を持たないものとして位置付けられ（法67の18④）の証券として告示指定）、インサイダー取引規制等の適用対象から除外される。

金融商品取引法改正(抜粋)

	(登録の申請) 第二十九条の二 前条の登録を受けようとする者は、次に掲げる事項を記載した登録申請書を内閣総理大臣に提出しなければならない。
一五 (略)	
六	第三十条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に掲載されていない有価証券(仮令で定めるものを除く。)について、電機送集取扱業務(電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であつて内閣府令で定めるもの)により第二十八条第五号に掲げることを行つたとき(以下「 <u>電子送付</u> 」)を行つた場合にあつては、その旨
七九 (略)	
2	前項の登録申請書には、次に掲げる書類を添付しなければならない。 一 第二十九条の四第二項各号(第五号から第五号まで、第五号及び第五号ハを除く。)のいずれにも該当しないことを誓約する書面
二三 (略)	
3・4 (略)	

	(登録の申請) 第二十九条の二 前条の登録を受けようとする者は、次に掲げる事項を記載した登録申請書を内閣総理大臣に提出しなければならない。 この場合において、第一種金融商品取引業を行おうとする外国法人は、国内における代表者(当該外国法人が第一種金融商品取引業を行つたため国内に設ける全ての営業所又は事務所の業務を担当するものに限る。)を定めて当該登録申請書を提出しなければならない。
一五 (略)	
(新設)	
六八 (略)	
2	前項の登録申請書には、次に掲げる書類を添付しなければならない。 一 第二十九条の四第二項各号(第一号ハ及び二並びに第五号ハを除く。)のいずれにも該当しないことを誓約する書面
二三 (略)	
3・4 (略)	

	(登録の拒否) 第二十九条の四 内閣総理大臣は、登録申請者が次の各号のいずれかに該当するときは、又は登録申請書若しくはこれに添付すべき書類若しくは電機的記録のうち虚偽の記載若しくは記録があり、若しくは重要な事実の記載若しくは記録が欠けているときは、その登録を拒否しなければならない。 一 次のいずれかに該当する者 イ (略) ロ 次のいずれかに該当する者 ① 第五十一條第一項、第五十二條第一項又は第五十七條の六第一項の規定による第二十九条の登録の取消しの処分に係る付随手続法第十五条の規定による通知があつた日から当該処分をする日又は処分をしないとの決定をする日までの間に第五十条の二第一項第一号、第六号又は第七号に該当する旨の同項の規定による提出をした者(当該通知があつた日から前金融商品取引業を廃止し、分別により金融商品取引業に係る事業の全部を承継せず、又は金融商品取引業に係る事業の全部の譲渡をするにことごとし決定(当該者が法人であるときは、その業務執行を決定する機関の決定をいう。)をし、その事業を廃止し)で、当該提出の日から五年を経過しないもの ② 第六十条の八第一項の規定による第六十條第一項の計上の
--	--

	(登録の拒否) 第二十九条の四 内閣総理大臣は、登録申請者が次の各号のいずれかに該当するときは、又は登録申請書若しくはこれに添付すべき書類若しくは電機的記録のうち虚偽の記載若しくは記録があり、若しくは重要な事実の記載若しくは記録が欠けているときは、その登録を拒否しなければならない。 一 次のいずれかに該当する者 イ (略) (新設)
--	---

取消しの処分に係る行政手続法第十五条の規定による通知があつた日から当該処分をする日又は処分をしないことの決定をする日までの間に取引所取引業務（同項に規定する取引所取引業務をいう。以下この号及び次号において同じ。）を廃止したことが第百六十二条の規定する場合には、当該通知に係る取引所取引許可業者（第百六十二条の四第一項に規定する取引所取引許可業者をいう。以下この号及び次号において同じ。）（当該通知があつた日以前に取引所取引業務を廃止することについての決定（当該取引所取引許可業者の業務執行を決定する機関の決定をいう。）をしようとした者を除く。）で、当該届出の日から五年を経過しないもの

93 第六十六条の二十第二項の規定による第六十六条の登録の取消しの処分に係る行政手続法第十五条の規定による通知があつた日から当該処分をする日又は処分をしないことの決定をする日までの間に第六十六条の十九第一項第一号に該当する旨の同項の規定による届出をした者（当該通知があつた日以前に金融商品取引業を廃止し、分割により金融商品取引業に係る事業の全部を承継させ、又は金融商品取引業に係る事業の全部の譲渡をするにことについての決定（当該者が法人であるときは、その業務執行を決定する機関の決定をいう。）をしようとした者を除く。）で、当該届出の日から五年を経過しないもの

94 第六十六条の四十三第二項の規定による第六十六条の十七の登録の取消しの処分に係る行政手続法第十五条の規定による通知があつた日から当該処分をする日又は処分をしないことの決定をする日までの間に第六十六条の四十三第二項第一号に該当する旨の同項の規定による届出をした者（当該通知があつた日以前に信用付付業を廃止し、分割により信用付付業に係る事業の全部を承継させ、又は信用付付業に係る事業の全部の譲渡をするにことについての決定（当該者の業務執行を決定する機関の決定をいう。）をしようとした者を除く。）で、当該届出の日から五年を経過しないもの

イ（略）

イ（略）

二 法人である場合においては、役員（相談役、顧問その他いかなる名称を有する者であるかを問わず、当該法人に対し取締役、執行役員又はこれらに準ずる者と同等以上の支配力を有するものと認められる者を含む。以下この号、第五十二条第三項、第五十二条の二第二項並びに第五十七条の二十第二項第二号及び第三項において同じ。）又は政令で定める使用人のうちに次のいずれかに該当する者のある者

イ（略）

二 金融商品取引業者であつた法人が第五十二条第二項、第五十二条第三項若しくは第五十七条の六第三項の規定により第二十

ロ（略）

（新設）

一 法人である場合においては、役員（相談役、顧問その他いかなる名称を有する者であるかを問わず、当該法人に対し取締役、執行役員又はこれらに準ずる者と同等以上の支配力を有するものと認められる者を含む。以下この号、第五十二条第三項、第五十二条の二第二項並びに第五十七条の二十第二項第二号及び第三項において同じ。）又は政令で定める使用人のうちに次のいずれかに該当する者のある者

イ（略）

二 金融商品取引業者であつた法人が第五十二条第二項、第五十二条第三項若しくは第五十七条の六第三項の規定により第二十

(3) 法人を代表する役員のうち第二号イからイまでのいずれかに該当する者のある者

く (略)

六 (略)

2 5 (略)

(第一種少額電子募集取扱業者についての登録等の特例)

第二十九条の四の二 第二十九条の登録を受けようとする者が第一種金融商品取引業のうち第一種少額電子募集取扱業務のみを行おうとする場合には第二種少額電子募集取扱業務についての第二十九条の二第三項第六号及び第四項第五号の規定の適用については同条第二項第六号中「その旨」とあるのは「その旨(第一種金融商品取引業のうち第二十九条の四の二第十項に規定する第一種少額電子募集取扱業務のみを行おうとする旨を指す。)」と、同条第三項第五号中「及び第四号」とあるのは「第五号及び第六号」とする。

2) 前条第二項第五号及び第六号の規定(これらの規定を第三十一條第五項において準用する場合は含む。)は、前項の場合又は第三十一條第四項の募集業務を営もうとする者が第一種金融商品取引業のうち第一種少額電子募集取扱業務のみを行おうとする場合に於ける第一種少額電子募集取扱業務については、適用しない。

3) 第一種少額電子募集取扱業者(投資運用業を行う者を除く。次項において同じ。)は、第三十三條第三項の規定にかかわらず、同条

(3) 法人を代表する役員のうち第二号イからイまでのいずれかに該当する者のある者

く (略)

六 (略)

2 5 (略)

(新設)

第二項各号に掲げる業務を行うこととなつた旨を内閣総理大臣に届け出ることとする。

4) 第一種少額電子募集取扱業者は、金融商品取引法並びに第三十五條第三項及び第二項の規定により行う業務以外の業務を行う場合には、同条第四項の規定にかかわらず、内閣総理大臣の承認を受けることを要しない。

5) 第三十六條の二第一項の規定は、第一種少額電子募集取扱業者が第一種少額電子募集取扱業務を行う場合については、適用しない。

6) 第四十六條の五及び第四十七條の六の規定は、第一種少額電子募集取扱業者に於ては、適用しない。

7) 第一種少額電子募集取扱業者が第一種少額電子募集取扱業務を行う場合に於ける第三十條第二項、第三十七條の二第四項(第三十七條の二二の二第一項において準用する場合は含む。)、第三十七條の二六第一項及び第三十八條の二第一項第四号の規定の適用については、これらの規定中「第一種金融商品取引業」とあるのは「第一種金融商品取引業(第二十九条の四の二第十項に規定する第一種少額電子募集取扱業務を除く。)」と、第三十條第二項及び第三十七條の二六第一項中「同条第四項」とあるのは「第三十八條第四項」とする。

8) 第一種少額電子募集取扱業者は、内閣府令で定めるところにより、商品、証券等若しくは他の内閣府令で定める事項を、電子情報処理組織を使用する若しくは他の記録媒体若しくは若しくは利用する方法若しくは内閣府令で定めるところにより公表しなければならない。

第二項各号に掲げる業務を行うこととなつた旨を内閣総理大臣に届け出ることとする。

4) 第一種少額電子募集取扱業者は、金融商品取引法並びに第三十五條第三項及び第二項の規定により行う業務以外の業務を行う場合には、同条第四項の規定にかかわらず、内閣総理大臣の承認を受けることを要しない。

5) 第三十六條の二第一項の規定は、第一種少額電子募集取扱業者が第一種少額電子募集取扱業務を行う場合については、適用しない。

6) 第四十六條の五及び第四十七條の六の規定は、第一種少額電子募集取扱業者に於ては、適用しない。

7) 第一種少額電子募集取扱業者が第一種少額電子募集取扱業務を行う場合に於ける第三十條第二項、第三十七條の二第四項(第三十七條の二二の二第一項において準用する場合は含む。)、第三十七條の二六第一項及び第三十八條の二第一項第四号の規定の適用については、これらの規定中「第一種金融商品取引業」とあるのは「第一種金融商品取引業(第二十九条の四の二第十項に規定する第一種少額電子募集取扱業務を除く。)」と、第三十條第二項及び第三十七條の二六第一項中「同条第四項」とあるのは「第三十八條第四項」とする。

8) 第一種少額電子募集取扱業者は、内閣府令で定めるところにより、商品、証券等若しくは他の内閣府令で定める事項を、電子情報処理組織を使用する若しくは他の記録媒体若しくは若しくは利用する方法若しくは内閣府令で定めるところにより公表しなければならない。

9) 第三項乃至前項までの「第一種少額電子募集取扱業者」とは、登録申請書に第一種金融商品取引業のうち第一種少額電子募集取扱業務のみを行う旨を記載して第二十九条の登録又は第三十一条第四項の発更登録を受けた者をいう。

10) 第一項、第二項、第五項、第七項及び前項の「第一種少額電子募集取扱業者」とは、電子募集取扱業務（第三十一条第九号に掲げる有価証券（金融商品取引所に上場されていないものに限る。政令で定めるものを除く。以下この項において同じ。）の募集の取扱い又は払戻の取扱いであつて、当該有価証券の発行価額の総額及び当該有価証券を取得する者が払い込む額が少額であるものとして政令で定める要件を満たすものに限る。以下この項において同じ。）又は電子募集取扱業務に関して顧客から金銭の預託を受けることをいう。

（第二種少額電子募集取扱業者についての登録等の特例）

第二十九条の四の二、第二十九条の登録を受けようとする者が第二種金融商品取引業のうち第二種少額電子募集取扱業務のみを行おうとする場合には、第二種少額電子募集取扱業務についての第二十九条の第一号第三号の規定の適用については、同号中「その旨」とあるのは、「その旨（第一種金融商品取引業のうち第二十九条の四の二第四項に規定する第二種少額電子募集取扱業務のみを行う場合にあつては、その旨を含む。）とする。」とする。

2) 第三十一条の二第二項の規定は、第二種少額電子募集取扱業者（

（新設）

登録申請書に第二種金融商品取引業のうち第二種少額電子募集取扱業務のみを行う旨を記載して第二十九条の登録又は第三十一条第四項の発更登録を受けた者をいう。次項において同じ。）が第二種少額電子募集取扱業務を行う場合については、適用しない。

3) 第二種少額電子募集取扱業者は、内閣府令で定めるところにより、尚書若しくは名称又は氏名、登録番号その他内閣府令で定める事項を、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であつて内閣府令で定めるものにより公表しなければならない。

4) 第一項及び第二項の「第一種少額電子募集取扱業務」とは、電子募集取扱業務のうち、有価証券（第三十一条第一項の規定により有価証券とみなされる同項第五号又は第六号に掲げる権利であつて、第三十一条第三号に掲げるもの又は金融商品取引所に上場されていないものに限る。政令で定めるものを除く。以下この項において同じ。）の募集の取扱い又は払戻の取扱いであつて、当該有価証券の発行価額の総額及び当該有価証券を取得する者が払い込む額が少額であるものとして政令で定める要件を満たすものをいう。

（適格投資家に関する業務についての登録等の特例）

第二十九条の五、第二十九条の登録を受けようとする者が投資運用業を受けようとする者が投資運用業のうち次に掲げる全ての要件を満たすもの（以下この条において「適格投資家向け投資運用業」という。）を行おうとする場合における適格投資家向け投資運用業につ

（適格投資家に関する業務についての登録等の特例）

第二十九条の五、第二十九条の登録を受けようとする者が投資運用業のうち次に掲げる全ての要件を満たすもの（以下この条において「適格投資家向け投資運用業」という。）を行おうとする場合における当該適格投資家向け投資運用業についての第二十九条の二第一項

いての第二十九条の二第二項第五号及び第二十九条の四第一項第五号(第三十一条第四項において引用する場合は含む。以下この項において同じ。)の規定の適用については、第二十九条の二第二項第五号中「投資運用業の種別」とあるのは「投資運用業の種別(第二十九条の五第二項に規定する適格投資家向け投資運用業にあつては、これに該当する旨を含む。)」と、前条第一項第五号イ中「取締役会及び監査役」とあるのは「監査役」と、「取締役会設置会社」とあるのは「監査役設置会社若しくは委員会設置会社」とする。

一・二 (略)

2 適格投資家向け投資運用業を行うことにつき第二十九条の登録又は第三十一條第四項の変更登録を受けた金融商品取引業者が第二條第八項第十二号ロに掲げる契約に基づき次に掲げる有価証券に表示される権利を有する者から出資又は拠出を受けた金銭その他の財産の運用を行う権限の全部の委託を受けた者である場合におけるこの法律その他の法令の規定の適用については、当該金融商品取引業者が適格投資家を相手方として行う当該有価証券の私募の取扱い(当該有価証券がその取得者から適格投資家以外の者に譲渡されるおそれがないものとして政令で定めるものに限る。)を行う業務は、第二種金融商品取引業とみなす。

一・五 (略)

3・4 (略)

51 適格投資家向け投資運用業を行うことにつき第二十九条の登録又は

第五号及び前条第一項第五号イの規定の適用については、第二十九条の二第二項第五号中「投資運用業の種別」とあるのは「投資運用業の種別(第二十九条の五第二項に規定する適格投資家向け投資運用業にあつては、これに該当する旨を含む。)」と、前条第一項第五号イ中「取締役会及び監査役」とあるのは「監査役」と、「取締役会設置会社」とあるのは「監査役設置会社若しくは委員会設置会社」とする。

一・二 (略)

2 適格投資家向け投資運用業を行うことにつき第二十九条の登録を受けた金融商品取引業者が第二條第八項第十二号ロに掲げる契約に基づき次に掲げる有価証券に表示される権利を有する者から出資又は拠出を受けた金銭その他の財産の運用を行う権限の全部の委託を受けた者である場合におけるこの法律その他の法令の規定の適用については、当該金融商品取引業者が適格投資家を相手方として行う当該有価証券の私募の取扱い(当該有価証券がその取得者から適格投資家以外の者に譲渡されるおそれがないものとして政令で定めるものに限る。)を行う業務は、第二種金融商品取引業とみなす。

一・五 (略)

3・4 (略)

51 適格投資家向け投資運用業を行うことにつき第二十九条の登録又は

は第三十一条第四項の変更登録を受けた金融商品取引業者が適格投資家向け投資運用業を行う場合における第二條第十一項及び第六十六條の二第二項第四号の規定の適用については、第二條第十一項中「同条第四項に規定する投資運用業」とあるのは「同条第四項に規定する投資運用業(第二十九条の五第二項に規定する適格投資家向け投資運用業を除く。)」と、「同項」とあるのは「第二十八條第四項」と、同項中「規定する投資運用業」とあるのは「規定する投資運用業(第二十九条の五第二項に規定する適格投資家向け投資運用業を除く。)」とする。

(後発登録等)

第三十一條 金融商品取引業者は、第二十九条の二第二項各号(第五号及び第六号を除く。)に掲げる事項について変更があつたときは、その日から二週間以内に、その旨を内閣総理大臣に届け出なければならない。

2・3 (略)

4 金融商品取引業者は、第二十九条の二第二項第五号又は第六号に掲げる事項について変更をしようとするときは、内閣府令で定めるところにより、内閣総理大臣の行う変更登録を受けなければならない。

5 第二十九条の三及び第二十九条の四の規定は、前項の変更登録に

を受けた金融商品取引業者が当該適格投資家向け投資運用業を行う場合における第二條第十一項、第六十六條の二第二項第四号及び第六十六條の十四第一号への規定の適用については、第二條第十一項中「第一種金融商品取引業又は同条第四項に規定する投資運用業」とあるのは「第一種金融商品取引業」と、「同項」とあるのは「第二十八條第四項」と、第六十六條の二第二項第四号中「第一種金融商品取引業又は投資運用業(第二十八條第四項に規定する投資運用業をいう。第六十六條の十四第一号へにおいて同じ。)」とあるのは「第一種金融商品取引業」と、第六十六條の十四第一号イ中「又は投資運用業」とあるのは「又は投資運用業(同条第四項に規定する投資運用業をいう。へにおいて同じ。)」とする。

(変更登録等)

第三十一條 金融商品取引業者は、第二十九条の二第二項各号(第五号を除く。)に掲げる事項について変更があつたときは、その日から二週間以内に、その旨を内閣総理大臣に届け出なければならない。

2・3 (略)

4 金融商品取引業者は、第二十九条の二第二項第五号に掲げる事項について変更をしようとするときは、内閣府令で定めるところにより、内閣総理大臣の行う変更登録を受けなければならない。

5 第二十九条の三及び第二十九条の四の規定は、前項の変更登録に

ついで運用する。この場合において、第二十九条の三第二項中「次に掲げる事項」とあるのは「裏面に係る事項」と、第二十九条の四第二項中「次の各号」とあるのは「次の各号（第一号イからロまで、第二号及び第三号を除く。）」と読み替えるものとするほか、必要な技術的読替えは、政令で定める。

6 (略)

(金融機関の登録申請)

第三十二条の三 前条の登録を受けようとする者は、次に掲げる事項を記載した登録申請書を内閣総理大臣に提出しなければならない。

一 四 (略)

五 第三十条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券(第二十九条の三第一項第六号に規定する政令で定めるものを除く。)について、電子募集取扱業務を行う場合にあっては、その旨

六 八 (略)

2・3 (略)

(金融機関の登録の拒否等)

第三十二条の五 内閣総理大臣は、登録申請書が次の各号のいずれかに該当するとき、又は登録申請書若しくはこれに添付すべき書類若しくは電磁的記録のうち虚偽の記載若しくは記録があり、若しくは重要な事実の記載若しくは記録が欠けているときは、その登録を

ついで運用する。この場合において、第二十九条の三第二項中「次に掲げる事項」とあるのは「裏面に係る事項」と、第二十九条の四第二項中「次の各号」とあるのは「次の各号（第一号イからロまで、第二号及び第三号を除く。）」と読み替えるものとするほか、必要な技術的読替えは、政令で定める。

6 (略)

(金融機関の登録申請)

第三十三条の三 前条の登録を受けようとする者は、次に掲げる事項を記載した登録申請書を内閣総理大臣に提出しなければならない。

一 四 (略)

(新設)

五 七 (略)

2・3 (略)

(金融機関の登録の拒否等)

第三十三条の五 内閣総理大臣は、登録申請書が次の各号のいずれかに該当するとき、又は登録申請書若しくはこれに添付すべき書類若しくは電磁的記録のうち虚偽の記載若しくは記録があり、若しくは重要な事実の記載若しくは記録が欠けているときは、その登録を

拒否しなければならない。

一 三 (略)

四 協会に加入しない者であつて、協会の定款その他の規則(有価証券の売買その他の取引若しくはデリバティブ取引等を公正かつ円滑にすることを又は投資者の保護に關するものに限る。)に準ずる内容の社内規則(当該者又はその役員若しくは使用人が遵守すべき規則をいう。)を作成していないもの又は当該社内規則を遵守するための体制を整備していないもの

五 登録金融機関業務を適確に遂行するための必要な体制が整備されていないと認められない者

2 (略)

(業務管理体制の整備)

第三十五条の三 金融商品取引業者等は、その行う金融商品取引業又は登録金融機関業務を適確に遂行するため、内閣府令(で定める)により、業務管理体制を整備しなければならない。

(禁止行為)

第三十八条 金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人は、次に掲げる行為をしてはならない。ただし、第四号から第六号までに掲げる行為にあつては、投資者の保護に次は、取引の公正を重し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるおそれのないものとして内閣府令で定めるものを除く。

拒否しなければならない。

一 三 (略)

(新設)

(新設)

2 (略)

(新設)

(禁止行為)

第三十八条 金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人は、次に掲げる行為をしてはならない。ただし、第四号から第六号までに掲げる行為にあつては、投資者の保護に次は、取引の公正を重し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるおそれのないものとして内閣府令で定めるものを除く。

二六 (略)

七 (新設)

自己又は第三者の利益を図る目的をもって、特定金融指標算出者(第四十六条の八十五第一項に規定する特定金融指標算出者(以下この号において同じ。))に対し、特定金融指標の算出に關し、正当な根拠を有しなし算出基礎情報(特定金融指標の算出に關し、特定金融指標算出者に対し提供される価格情報、報價その他の情報をいふ。)を提供する行為

八 (略)

(金融の流通を行われている場合の除算等の禁止)

第四十条の二(三) 金融商品取引業者は、第三十条第二項第五号若しくは第六号に掲げる権利又は同項第七号に掲げる権利(同項第五号又は第六号に掲げる権利と同様の経済的性質を有するものとして政令で定める権利は除く。)に對しは、これらの権利に關し出資され、又は算出された金融(これに算入するものとして政令で定めるものをいふ。以下この条において同じ。))が、当該金融を充てて行われる事業に充てられていないことを知りながら、第二十条第八項第七号から第九号までに掲げる行為をしないものとする。

第五款 電子募集取扱業務に關する特別

第四十二条の五 金融商品取引業者は、第三十条第一項に掲げる有価証券又は金融商品取引所に掲載されている有価証券(第二十九条の

二六 (略)

(新設)

七 (略)

(新設)

第五款 (新設)

(新設)

一(第四項第一号に規定する政令で定めるものを除く。)について電子募集取扱業務を行うときは、内閣府令で定めるところにより、第三十七条第二項の規定により交付する書面に記載する事項のうち電子募集取扱業務の相手方の判断に重要な影響を与えるものとして内閣府令で定める事項について、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であつて内閣府令で定めるところにより、これらの有価証券について電子募集取扱業務を行う期間中、当該相手方が假令することができるときに置かなくてはならない。

第六款 第七款 (略)

(事業年度)

第四十六条 金融商品取引業者(第一種金融商品取引業を行う者に限る。以下この款において同じ。)の事業年度は、各月の初日のうち、当該金融商品取引業者の選定する日から、当該日から起算して一年を経過する日までとする。ただし、事業年度の末日を後述する場合には、この限りでない。

(自己資本規制比率)

第四十六条の六 (略)

2 (略)

3 金融商品取引業者は、四半期(事業年度の期間を三月ごとに区分

第五款・第六款 (略)

(事業年度)

第四十六条 金融商品取引業者(第一種金融商品取引業を行う者に限る。以下この款において同じ。)の事業年度は、四月一日から翌年三月三十一日までとする。

(自己資本規制比率)

第四十六条の六 (略)

2 (略)

3 金融商品取引業者は、毎年三月、六月、九月及び十二月の末日に

○ 金融商品取引法施行令（昭和四十年政令第二百二十二号）

金融商品取引法改正（証券）

改正案	現行
<p>目次</p> <p>第一章 第五章の四（略）</p> <p>第五章の五 指定紛争解決機関（第十九条の七、第十九条の九）</p> <p>第五章の六 特定金融標識発行者（第十九条の十、第十九条の十一）</p> <p>第六章 第九章（略）</p> <p>附則</p> <p>（短期大量譲渡の基準）</p> <p>第十四条の八 法第二十七条の二十五第二項に規定する政令で定める基準は、同項の変更報告書に記載すべき変更後の株券等保有割合（法第二十七条の二十三第四項に規定する株券等保有割合をいう。以下この条において同じ。）が、当該変更報告書に係る大量保有報告書（法第二十七条の二十三第二項又は第二十七条の二十六第二項に規定する大量保有報告書をいう。）又は当該大量保有報告書に係る他の変更報告書（法第二十七条の二十五第一項又は第二十七条の二十六第三項に規定する変更報告書をいう。）に記載された又は記載すべきであつた株券等保有割合（当該変更後の株券等保有割合の計算の基礎となつた日の六十日前の日以後の日を計算の基礎とするも</p>	<p>目次</p> <p>第一章 第五章の四（略）</p> <p>第五章の五 指定紛争解決機関（第十九条の七、第十九条の九）</p> <p>第六章 第九章（略）</p> <p>附則</p> <p>（短期大量譲渡の基準）</p> <p>第十四条の八 法第二十七条の二十五第二項に規定する政令で定める基準は、同項の変更報告書に記載すべき変更後の株券等保有割合（法第二十七条の二十三第四項に規定する株券等保有割合をいう。以下この条において同じ。）が、当該変更報告書に係る大量保有報告書（法第二十七条の二十三第二項又は第二十七条の二十六第二項に規定する大量保有報告書をいう。）又は当該大量保有報告書に係る他の変更報告書（法第二十七条の二十五第一項又は第二十七条の二十六第二項に規定する変更報告書をいう。）に記載された又は記載すべきであつた株券等保有割合（当該変更後の株券等保有割合の計算の基礎となつた日の六十日前の日以後の日を計算の基礎とするも</p>
<p>の及び当該六十日前の日の前日以前の日を計算の基礎とするもので当該六十日前の日に最も近い日を計算の基礎とするものに限る。）のうち最も高いものの二分の一未満となり、かつ、当該最も高いものより百分の五を超えて減少したことをする。ただし、株券等保有割合が減少したことにより変更報告書を提出する者又はその共同保有者が当該変更後の株券等保有割合の計算の基礎となつた日前六十日間（次項において「短期大量譲渡報告対象期間」という。）に株券等を譲渡したことにより減少した株券等保有割合の合計が、当該最も高いものの二分の一以上である場合又は百分の五以上である場合には、この限りでない。</p> <p>2 法第二十七条の二十五第二項に規定する政令で定める者は、株券等保有割合が減少したことにより変更報告書を提出する者又はその共同保有者から短期大量譲渡報告対象期間に譲渡を受けた株券等の数の合計を当該提出する者の保有株券等の総数（法第二十七条の二十三第四項に規定する保有株券等の総数をいう。）とみなした場合には、百分の五を超えて減少した株券等保有割合が百分の一に満たない者とする。</p> <p>（添付書類における電子募集取扱業務を行う旨の記載を要しない有価証券）</p> <p>第十五条の四の二 法第二十七条の二第一項第六号に規定する政令で定めるものは、次に掲げる有価証券とする。</p> <p>一 法第二十一条第一号及び第二号に掲げる有価証券</p>	<p>の及び当該六十日前の日の前日以前の日を計算の基礎とするもので当該六十日前の日に最も近い日を計算の基礎とするものに限る。）のうち最も高いものの二分の一未満となり、かつ、当該最も高いものより百分の五を超えて減少したことをする。</p> <p>（新設）</p> <p>（新設）</p>

二 政府が元本の償還及び利息の支払について保証している有価証券

三 第三条の十二に規定する有価証券

四 法第二十九条第二項から第四項までの規定による届出又は発行登録(法第二十一条の三第三項に規定する発行登録をいう。)が行われている有価証券

五 有価証券に関して法第四条第七項に規定する開示が行われている場合(同項第一号に掲げる場合に限る。)における当該有価証券

六 法第四条第一項第四号に該当する売出しに係る有価証券

七 法第二十九条第二項の規定により有価証券とみなされる同項第五号又は第六号に掲げる権利のうち、当該権利を有する者が出資又は拠出をした金額その他の財産の価額の合計額の百分の五十を超えたる額を充てて金銭の交付をその事業に係るもの

(登録の基準となる法律の範囲)

第十五条の六 法第二十九条第四項第一号へ及び第三十三条の五第二項第二号に規定する政令で定める法律は、次のとおりとする。

一 十五 (略)

(金融商品取引業者の最低資本金の額等)

第十五条の七 法第二十九条の四第一項第四号イ(法第三十一条第五項において準用する場合を含む。)に規定する政令で定める金額は、

二 政府が元本の償還及び利息の支払について保証している有価証券

三 第三条の十二に規定する有価証券

四 法第二十九条第二項から第四項までの規定による届出又は発行登録(法第二十一条の三第三項に規定する発行登録をいう。)が行われている有価証券

五 有価証券に関して法第四条第七項に規定する開示が行われている場合(同項第一号に掲げる場合に限る。)における当該有価証券

六 法第四条第一項第四号に該当する売出しに係る有価証券

七 法第二十九条第二項の規定により有価証券とみなされる同項第五号又は第六号に掲げる権利のうち、当該権利を有する者が出資又は拠出をした金額その他の財産の価額の合計額の百分の五十を超えたる額を充てて金銭の交付をその事業に係るもの

(登録の基準となる法律の範囲)

第十五条の六 法第二十九条の四第一項第一号及び第三十三条の五第二項第二号に規定する政令で定める法律は、次のとおりとする。

一 十五 (略)

(金融商品取引業者の最低資本金の額等)

第十五条の七 法第二十九条の四第一項第四号イ(法第三十一条第五項において準用する場合を含む。)に規定する政令で定める金額は、

、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める金額とする。

一・二 (略)

三 第一種金融商品取引業(第一種少額電子券買取取扱業務(法第二十九条の四の第二項に規定する第一種少額電子券買取取扱業務をいう。以下同じ。)を除く。)を行おうとする場合(前二号に掲げる場合を除く。) 五十万円

四 投資運用業(適格投資家向け投資運用業(法第二十九条の五第一項に規定する適格投資家向け投資運用業をいう。以下同じ。)を除く。)を行おうとする場合(第一号及び第二号に掲げる場合を除く。) 五十万円

五 第三種金融商品取引業(法第二十八条第二項に規定する第二種金融商品取引業をいう。第一種少額電子券買取取扱業務(法第二十九条の四の三第四項に規定する第一種少額電子券買取取扱業務をいう。以下同じ。)を除く。)を行おうとする場合(前各号に掲げる場合を除く。) 五十万円

六 第一種少額電子券買取取扱業務を行おうとする場合(第一号から第四号までに掲げる場合を除く。) 千万円

七 適格投資家向け投資運用業を行おうとする場合(第一号から第四号までに掲げる場合を除く。) 千万円

八 第二種少額電子券買取取扱業務を行おうとする場合(前各号に掲げる場合を除く。) 五百万円

2 申請者が外国法人である場合において、法第二十九条の四第一項

、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める金額とする。

一・二 (略)

三 第二種金融商品取引業又は投資運用業(適格投資家向け投資運用業(法第二十九条の五第二項に規定する適格投資家向け投資運用業をいう。以下同じ。)を除く。)を行おうとする場合(前二号に掲げる場合を除く。) 五十万円

(新設)

四 第二種金融商品取引業(法第二十八条第三項に規定する第一種金融商品取引業をいう。以下同じ。)を行おうとする場合(前三号に掲げる場合を除く。) 千万円

(新設)

五 適格投資家向け投資運用業を行おうとする場合(第一号から第三号までに掲げる場合を除く。) 千万円

(新設)

2 申請者が外国法人である場合において、法第二十九条の四第一項

第四号イの資本金の額又は出資の総額を本邦通貨に換算するときは、法第二十九条の登録又は法第三十一条第四項の変更登録の申請の際における外国為替相場によるものとする。

(金融商品取引業者の最低純財産額)

第十五条の九 法第二十九条の四第二項第五号ロ(法第三十一条第五項において準用する場合を含む。)に規定する政令で定める金額は、第十五条の七第二項各号(第五号及び第八号を除く。)に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める金額とする。

2 (略)

(第一種少額電子募集取扱業務及び第二種少額電子募集取扱業務において募集の取扱い等ができない有価証券)

第十五条の十一 法第二十九条の四の第十項に規定する政令で定めるものは、第十五条の四の二第四号及び第五号に掲げる有価証券とする。

2 法第二十九条の四の三第四項に規定する政令で定めるものは、第二十一条の九第一項に規定する権利、第三条の十第二項第五号に掲げる権利及び第十五条の四の二第七号に掲げる権利とする。

(発行価額の総額及び有価証券を取得する者が払い込む額が少額である有価証券の募集の取扱い等)

第十五条の十三 法第二十九条の四の第十項及び第二十九条の四

第四号の資本金の額又は出資の総額を本邦通貨に換算するときは、法第二十九条の登録又は法第三十一条第四項の登録変更の申請の際における外国為替相場によるものとする。

(金融商品取引業者の最低純財産額)

第十五条の九 法第二十九条の四第二項第五号ロ(法第三十一条第五項において準用する場合を含む。)に規定する政令で定める金額は、第十五条の七第二項各号(第四号を除く。)に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める金額とする。

2 (略)

(新設)

(新設)

(新設)

の三第四項に規定する政令で定める要件は、次に掲げるものとする。

1

一 発行価額の総額として内閣府令で定める方法により算定される額が一億円未満であること。

二 取得する者が払い込む額として内閣府令で定める方法により算定される額が五十万円以下であること。

第十五条の十四 第十五条の十八 (略)

(営業保証金の額)

第十五条の十二 法第三十二条の二第二項に規定する政令で定める額は、次の各号に掲げる者の区分に応じ、当該各号に定める額とする。

一 第二種金融商品取引業(法第二十八条第二項に規定する第三種金融商品取引業をい、第二種少額電子募集取扱業務を除く。)を行う個人 千五百円

二 (略)

三 第二種少額電子募集取扱業務を行う個人(第一号に掲げる者を除く。) 五百円

(営業保証金を代わる契約の要件)

第十五条の十三 金融商品取引業者(第二種金融商品取引業(法第二十八条第二項に規定する第三種金融商品取引業をい、以下同じ。)

第十五条の十一 第十五条の十六 (略)

(営業保証金の額)

第十五条の十二 法第三十二条の二第二項に規定する政令で定める額は、次の各号に掲げる者の区分に応じ、当該各号に定める額とする。

一 第二種金融商品取引業を行う個人 千五百円

二 (略)

(新設)

(営業保証金を代わる契約の要件)

第十五条の十三 金融商品取引業者(第二種金融商品取引業を行う個人及び投資助言・代理業のみを行う者に限る。以下この条から第十

附 則

(施行期日)

第一条 この政令は、金融商品取引法等の一部を改正する法律（以下「改正法」という。）の施行の日（平成二十七年 月 日）から施行する。

(経過措置)

第二条 改正法の施行の際現に改正法第一条の規定による改正後の金融商品取引法（以下「新金融商品取引法」という。）第二十九条の二第二項第六号に規定する有価証券について電子募集取扱業務（同号に規定する電子募集取扱業務をいう。次条第一項において同じ。）を行つている金融商品取引業者（新金融商品取引法第二条第九項に規定する金融商品取引業者をいう。次項及び附則第四条において同じ。）は、改正法の施行の日において同号に掲げる事項について変更をしようとするものとみなして、新金融商品取引法第三十一条第四項の規定を適用する。この場合において、当該金融商品取引業者は、改正法の施行の日から起算して六月を経過する日までの間（当該金融商品取引業者が当該期間内に同号に掲げる事項について同項の変更登録の申請をした場合には、当該変更登録又はその拒否の処分までの間。次項において同じ。

）は、同号に掲げる事項について、同条第四項の変更登録を受けなくても、引き続き、当該電子募集取扱業務を行うことができる。

2 前項に規定する金融商品取引業者については、新金融商品取引法第四十三条の五の規定は、改正法の施行の日から起算して六月を経過する日までの間は、適用しない。

第三条 改正法の施行の際現に新金融商品取引法第三十三条の二第二項第五号に規定する有価証券について電子募集取扱業務を行つている登録金融機関（新金融商品取引法第二条第十一項に規定する登録金融機関をいう。次項において同じ。）は、改正法の施行の日において同号に掲げる事項について変更があつたものとみなして、新金融商品取引法第三十三条の六第一項の規定を適用する。この場合において、当該登録金融機関は、改正法の施行の日から起算して六月を経過する日までの間は、同項の規定による届出をしないでも、引き続き、当該電子募集取扱業務を行うことができる。

2 前項に規定する登録金融機関については、新金融商品取引法第四十三条の五の規定は、改正法の施行の日から起算して六月を経過する日までの間（当該期間内に新金融商品取引法第三十三条の六第一項の規定による届出を行つたときは、当該届出を行つた日までの間）は、適用しない。

第四条 外国法人である金融商品取引業者（新金融商品取引法第二十八条第二項に規定する第二種金融商品取引業を行う者であつて、国内において取引所取引業務（新金融商品取引法第六十条第一項に規定する取引所取引業務をいい、国内にある者を相手方として行うものを除く。）以外のものを行わない者に限る。）については、改正法の施行の日から起算して三年を経過する日までの間は、新金融商品取引法第二十九条の四第一項第四号ロ及びハの規定は、適用しない。

一 金融商品取引業者に関する内閣府令(平成十九年内閣府令第五十二号)

改正案	現行
<p>目次</p> <p>第一章 (略)</p> <p>第二章 金融商品取引業者等</p> <p>第二節 (略)</p> <p>第二節 業務</p> <p>第一款〜第三款 (略)</p> <p>第四款 電子募集取扱業務に関する特則(第四百六条の二)</p> <p>第五款 弊害防止措置等(第四百七条―第四百五十五条)</p> <p>第六款 雑則(第四百五十六条)</p> <p>第三節〜第七節 (略)</p> <p>第三章〜第五章 (略)</p> <p>附則</p> <p>(定義)</p> <p>第一条 (略)</p> <p>2 (略)</p> <p>3 この府令(第十六号に掲げる用語にあつては、第九十九条第十三号、第二百一十二条第二十四号、第二百二条第十八号、次章第四節の</p>	<p>目次</p> <p>第一章 (略)</p> <p>第二章 金融商品取引業者等</p> <p>第二節 (略)</p> <p>第二節 業務</p> <p>第一款〜第三款 (略)</p> <p>第四款 弊害防止措置等(第四百七条―第四百五十五条)</p> <p>第五款 雑則(第四百五十六条)</p> <p>第三節〜第七節 (略)</p> <p>第三章〜第五章 (略)</p> <p>附則</p> <p>(定義)</p> <p>第一条 (略)</p> <p>2 (略)</p> <p>3 この府令(第十六号に掲げる用語にあつては、第九十九条第十三号、第二百一十二条第二十四号、第二百二条第十八号、次章第四節の</p>
<p>二及び別紙様式第十七号の二から別紙様式第十七号の六までを除く。)において、次の各号に掲げる用語の意義は、当該各号に定めるところによる。</p> <p>一〜十二 (略)</p> <p>十二の二 第一種少額電子募集取扱業者 法第二十九条の四の二第九項に規定する第一種少額電子募集取扱業者をいう。</p> <p>十二の三 第一種少額電子募集取扱業務 法第二十九条の四の二第十項に規定する第一種少額電子募集取扱業務をいう。</p> <p>十二の四 第二種少額電子募集取扱業者 法第二十九条の四の三第二項に規定する第二種少額電子募集取扱業者をいう。</p> <p>十二の五 第二種少額電子募集取扱業務 法第二十九条の四の三第四項に規定する第二種少額電子募集取扱業務をいう。</p> <p>十二の六・十二の七 (略)</p> <p>十三〜五十 (略)</p> <p>4 (略)</p> <p>(情報通信の技術を利用する募集の取扱い等の方法)</p> <p>第六条の二 法第二十九条の二第三項第六号に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。</p> <p>一 金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたコンピュータに記録された情報の内容を電文通信回線を通じて相手方の閲覧に供する方法</p> <p>二 前号に掲げる方法による場合において、金融商品取引業者等の</p>	<p>二及び別紙様式第十七号の二から別紙様式第十七号の六までを除く。)において、次の各号に掲げる用語の意義は、当該各号に定めるところによる。</p> <p>一〜十二 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p> <p>十二の二・十二の三 (略)</p> <p>十三〜五十 (略)</p> <p>4 (略)</p> <p>(新設)</p>

使用に係る電子計算機と相手方の使用に係る電子計算機とを接続する電気通信回線を通じて又はこれに類する方法により通電その他の情報を送信する手法（音声の送受信による通話を伴う場合を除く。）

（登録申請書の記載事項）

第七条 法第二十九条の二第二項第九号に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。

一・二（略）

三 有価証券関連業を行う場合には、次に掲げる事項

イ（略）

ロ 第一種金融商品取引業を行う場合（第一種少額電子募集取扱業務のみを行う場合であつて、投資者保護基金にその会員として加入しないときを除く。）には、加入する投資者保護基金（法第七十九条の四十九第四項の規定による定款の定めがあるものを除く。）の名称

三の二～八（略）

九 特定有価証券等管理行為（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第十六条第一項第十四号及び第十四号の二に掲げる行為をいう。第百八十二条第一項第二号ロにおいて同じ。）を行う場合には、その旨

十（略）

（登録申請書の記載事項）

第七条 法第二十九条の二第二項第九号に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。

一・二（略）

三 有価証券関連業を行う場合には、次に掲げる事項

イ（略）

ロ 第一種金融商品取引業を行う場合には、加入する投資者保護基金（法第七十九条の四十九第四項の規定による定款の定めがあるものを除く。）の名称

三の二～八（略）

九 特定有価証券等管理行為（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第十六条第一項第十四号に掲げる行為をいう。第百八十二条第二項第二号ロにおいて同じ。）を行う場合には、その旨

十（略）

-3-

（業務の内容及び方法）

第八条 法第二十九条の二第二項第二号に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一～五（略）

六 第一種金融商品取引業を行う場合には、次に掲げる事項（第一種少額電子募集取扱業務のみを行う場合には、ロからニまでに掲げる事項を除く。）

イ～ホ（略）

ハ 有価証券関連業を行う場合には、第七十条の四第一項各号に掲げる措置に関する次に掲げる事項

(1)・(2)（略）

ト（略）

七～九（略）

十 電子募集取扱業務（法第二十九条の二第二項第六号に規定する電子募集取扱業務をいい、法第三条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券（令第十五条の四の二各号に掲げるものを除く。）について行うものに限る。以下同じ。）を行う場合には、次に掲げる事項

イ 取り扱う有価証券の種類

ロ 第一種金融商品取引業のうち第一種少額電子募集取扱業務のみを行う場合には、その旨（その業務に関して顧客から金銭の預託を受ける場合にあつては、その旨を含む。）

ハ 第二種金融商品取引業のうち第一種少額電子募集取扱業務の

（業務の内容及び方法）

第八条 法第二十九条の二第二項第二号に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一～五（略）

六 第一種金融商品取引業を行う場合には、次に掲げる事項

イ～ホ（略）

ハ 有価証券関連業を行う場合には、第七十条の三第一項各号に掲げる措置に関する次に掲げる事項

(1)・(2)（略）

ト（略）

七～九（略）

（新設）

-4-

みを行う場合には、その旨

二 第七十条の二第三項に規定する電子申込型電子募集取扱業務を行う場合には、その旨

(登録申請書の添付書類)

第九条 法第二十九条の二第二項第二号に規定する内閣府令で定める書類は、次に掲げる書類とする。

一 (略)

二 法人であるときは、次に掲げる書類

イ 役員及び重要な使用人が法第二十九条の四第一項第二号ハからトまでのいずれにも該当しない者であることを当該役員及び重要な使用人が誓約する書面

三 個人であるときは、次に掲げる書類

イ 重要な使用人が法第二十九条の四第一項第二号ハからトまでのいずれにも該当しない者であることを当該重要な使用人が誓約する書面

四 七 (略)

第十条 法第二十九条の二第二項第三号に規定する内閣府令で定める書類は、次に掲げる書類とする。

一 (略)

(登録申請書の添付書類)

第九条 法第二十九条の二第二項第二号に規定する内閣府令で定める書類は、次に掲げる書類とする。

一 (略)

二 法人であるときは、次に掲げる書類

イ 役員及び重要な使用人が法第二十九条の四第一項第二号ハからトまでのいずれにも該当しない者であることを当該役員及び重要な使用人が誓約する書面

三 個人であるときは、次に掲げる書類

イ 重要な使用人が法第二十九条の四第一項第二号ハからトまでのいずれにも該当しない者であることを当該重要な使用人が誓約する書面

四 七 (略)

第十条 法第二十九条の二第二項第三号に規定する内閣府令で定める書類は、次に掲げる書類とする。

一 (略)

二 第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業又は投資運用業を行う場合であつて、金融商品取引業協会(登録申請者が行う業務を行う者を主要な協会員又は会員とするものに限る。)に加入しないときは、当該業務に関する社内規則

三 (略)

四 第一種金融商品取引業を行う場合には、次に掲げる書類(第一種少額電子募集取扱業務のみを行う場合には、ロ及びハに掲げる書類を除く。)

イ 五 (略)

2 (略)

(人的構成の審査基準)

第十三条 法第二十九条の四第二項第二号ホ(法第三十一条第五項において準用する場合を含む。)に規定する金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者であるかどうかの審査をするときは、登録申請者が次に掲げるいずれかの基準に該当するかどうかを審査するものとする。

一 五 (略)

(第一種少額電子募集取扱業者による同号等の公表)

第十六条の二 第一種少額電子募集取扱業者は、法第二十九条の四の二第八項の規定による公表をするときは、同項に規定する事項を当該事項を閲覧しようとする者の使用に係る電子計算機の映像面に

(新設)

二 (略)

三 第一種金融商品取引業を行う場合には、次に掲げる書類

イ 五 (略)

2 (略)

(人的構成の審査基準)

第十三条 法第二十九条の四第二項第二号ニ(法第三十一条第五項において準用する場合を含む。)に規定する金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者であるかどうかの審査をするときは、登録申請者が次に掲げるいずれかの基準に該当するかどうかを審査するものとする。

一 五 (略)

(新設)

において、当該者によつて見やすい箇所に明瞭かつ正確に表示されるようにしなければならない。

2 法第二十九条の四の二第八項に規定する内閣府令で定める事項は次に掲げる事項とする。

一 第一種少額電子募集取扱業者である旨

二 加入している金融商品取引業協会の名称（第一種金融商品取引業（有価証券関連業に該当するものに限る。）を行う者を当該な協会員又は会員とするものに加入していない場合にあつては、その旨）

三 投資者保護基金にその会員として加入しているか否かの別（会員として加入していない場合にあつては、顧客が当該第一種少額電子募集取扱業者に対して有する債権が法第七十九条の五十六第一項に規定する権利対象債権に該当しない旨を含む。）

3 法第二十九条の四の二第八項に規定する内閣府令で定めらるるは、第一種少額電子募集取扱業者の取用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された情報の内容を電気通信回線を通じて公衆の閲覧に供する方法とする。

（発行価額の総額及び有価証券を取得する者が払い込む額の算定の方法）

第十六条の三 令第十五条の十の三第二号に規定する内閣府令で定める方法は、募集又は私募に係る有価証券の発行価額の総額（当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該新株予約権証券の発

（新設）

行価額の総額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額。以下この項において同じ。）に、当該有価証券の募集又は私募を開始する日前一年以内に同一の発行者により行われた募集及び当該有価証券の募集又は私募と申込期間（第七十条の二第二項第四号に規定する申込期間をいう。）の重複する同一の発行者により行われる募集又は私募に係る当該有価証券と同一の種類（法第二条第一項第九号に掲げる有価証券であるか同条第三項の規定により有価証券とみなされる同項第五号又は第六号に掲げる権利であるかの別をいう。次項において同じ。）の有価証券の発行価額の総額を合算する方法とする。

2 令第十五条の十の三第二号に規定する内閣府令で定める方法は、募集又は私募に係る有価証券に対する個別払込額（有価証券を取得する者がそれぞれ払い込む額をいい、当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額を合算した金額とする。以下この項において同じ。）に、当該有価証券の募集又は私募に係る払込みが行われた日前一年以内に当該募集又は払込みを行った同一の発行者による当該有価証券と同一の種類の有価証券の募集又は私募に係る個別払込額を合算する方法とする。

（第一種少額電子募集取扱業者による商号等の公表）

第十六条の四 第二種少額電子募集取扱業者は、法第二十九条の四の三第三項の規定による公表をするときは、同項に規定する事項を

（新設）

	当該事項を閲覧しようとする者の使用に係る電子計算機の映像面に おいて、当該者にとって見やすい箇所に明瞭かつ正確に表示される ようにしなければならない。
2	法第二十九条の四の三第三項に規定する内閣府令で定める事項は 次に掲げる事項とする。 一 第二種少額電子募集投資業者である旨 二 加入している金融商品取引業協会の名称（第二種金融商品取引 業（有価証券関連業に該当するものに限る。）を行う者を主要な 協会員又は会員とするものに加入していない場合にあつては、そ の旨）
3	法第二十九条の四の三第三項に規定する内閣府令で定めるものは 第二種少額電子募集投資業者の使用に係る電子計算機に備えられ たファイルに記録された情報の内容を電気通信回線を通じて公衆の 閲覧に供する方法とする。 （適格投資家向け投資運用業を行う金融商品取引業者が行う取得勸 誘に係る有価証券の譲渡に係る契約の内容及）
	第十六条の五 令第十五条の十の六に規定する内閣府令で定める事項 は、次に掲げる事項とする。 一・二 (略)
	第十六条の六・第十六条の七 (略)

	（適格投資家向け投資運用業を行う金融商品取引業者が行う取得勸 誘に係る有価証券の譲渡に係る契約の内容及）
	第十六条の一 令第十五条の十の四に規定する内閣府令で定める事項 は、次に掲げる事項とする。 一・二 (略)
	第十六条の三・第十六条の四 (略)

	（登録申請書記載事項の変更の届出）
	第二十条 法第三十一条第一項の規定により届出を行う金融商品取引 業者は、変更の内容、変更年月日及び変更の理由を記載した届出書 に、別紙様式第一号により作成した変更後の内容を記載した書面及 び当該書面の写し並びに次の各号に掲げる場合の区分に応じ当該各 号に定める書類を添付して、所管金融庁長官等に提出しなければな らない。ただし、やむを得ない事由があるときは、当該各号に定め る書類は、当該届出書の提出後遅滞なく提出すれば足りる。 一・二 (略) 三 法第二十九条の二第二項第三号又は第四号に掲げる事項につ いて変更があつた場合 次に掲げる書類 イ・ロ (略) ハ 新たに役員又は重要な使用人となつた者に係る次に掲げる書 類 (1) (3) (略) (4) 法第二十九条の四第一項第二号ハからトまでのいずれにも 該当しない者であることを当該役員又は重要な使用人が誓約 する書面 四 法第二十九条の二第二項第六号に掲げる事項について変更があ つた場合（営業所又は事務所の廃止をした場合に限る。）当該 変更に伴う顧客勘定の処理の内容を記載した書面 五・七 (略) 2・3 (略)

	（登録申請書記載事項の変更の届出）
	第二十条 法第三十一条第一項の規定により届出を行う金融商品取引 業者は、変更の内容、変更年月日及び変更の理由を記載した届出書 に、別紙様式第一号により作成した変更後の内容を記載した書面及 び当該書面の写し並びに次の各号に掲げる場合の区分に応じ当該各 号に定める書類を添付して、所管金融庁長官等に提出しなければな らない。ただし、やむを得ない事由があるときは、当該各号に定め る書類は、当該届出書の提出後遅滞なく提出すれば足りる。 一・二 (略) 三 法第二十九条の二第二項第三号又は第四号に掲げる事項につ いて変更があつた場合 次に掲げる書類 イ・ロ (略) ハ 新たに役員又は重要な使用人となつた者に係る次に掲げる書 類 (1) (3) (略) (4) 法第二十九条の四第一項第二号ハからトまでのいずれにも 該当しない者であることを当該役員又は重要な使用人が誓約 する書面 四 法第二十九条の二第二項第六号に掲げる事項について変更があ つた場合（営業所又は事務所の廃止をした場合に限る。）当該 変更に伴う顧客勘定の処理の内容を記載した書面 五・七 (略) 2・3 (略)

<p>(変更登録の申請)</p> <p>第二十二条 (略)</p> <p>2 前項の変更登録申請書には、変更の内容及び理由を記載した書面並びに次に掲げる書類（新たに行おうとする業務（電子募集取扱業務を含む。）に係るものに限る。）を添付しなければならない。</p> <p>一〇三 (略)</p> <p>3 (略)</p> <p>(営業保証金の追加供託の起算日)</p> <p>第二十八条 法第三十一条の二第八項に規定する内閣府令で定める日は、営業保証金の額が不足した理由につき、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める日とする。</p> <p>一〇四 (略)</p> <p>五 金融商品取引業者（投資助言・代理業のみを行う個人及び第一種金融商品取引業のうち第一種少額電子募集取扱業務のみを行う個人に限る。）が第二種金融商品取引業を行う者として法第三十一条第四項の変更登録を受けた場合 当該変更登録を受けた日</p> <p>(登録申請書の記載事項)</p> <p>第四十四条 法第三十三条の三第二項第八号に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。</p> <p>一〇十一 (略)</p>	<p>(変更登録の申請)</p> <p>第二十二条 (略)</p> <p>2 前項の変更登録申請書には、変更の内容及び理由を記載した書面並びに次に掲げる書類（新たに行おうとする業務に係るものに限る。）を添付しなければならない。</p> <p>一〇三 (略)</p> <p>3 (略)</p> <p>(営業保証金の追加供託の起算日)</p> <p>第二十八条 法第三十一条の二第八項に規定する内閣府令で定める日は、営業保証金の額が不足した理由につき、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める日とする。</p> <p>一〇四 (略)</p> <p>五 金融商品取引業者（投資助言・代理業のみを行う個人に限る。）が第二種金融商品取引業を行う者として法第三十一条第四項の変更登録を受けた場合 当該変更登録を受けた日</p> <p>(登録申請書の記載事項)</p> <p>第四十四条 法第三十三条の三第二項第七号に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。</p> <p>一〇十一 (略)</p>
---	--

<p>(業務の内容及び方法)</p> <p>第四十五条 法第三十三条の三第二項第二号に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。</p> <p>一〇九 (略)</p> <p>十 電子募集取扱業務を行う場合には、第八条第十号イ及びロに掲げる事項</p> <p>十一 第七十条の四第三項各号に掲げる措置に関する次に掲げる事項</p> <p>イ・ロ (略)</p> <p>十二・十三 (略)</p> <p>第四十七条 法第三十三条の三第二項第四号に規定する内閣府令で定める書類は、次に掲げる書類とする。</p> <p>一・二 (略)</p> <p>三 金融商品取引業協会（登録申請者が行う業務を行う者を主要な協会員又は会員とするものに限る。）に加入しないときは、当該業務に関する社内規則</p> <p>四〇八 (略)</p> <p>九 金融商品仲介業務を行う場合には、委託金融商品取引業者との間の金融商品仲介業務の委託契約に係る契約書の写し</p> <p>(前条)</p>	<p>(業務の内容及び方法)</p> <p>第四十五条 法第三十三条の三第二項第二号に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。</p> <p>一〇九 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>十 第七十条の三第二項各号に掲げる措置に関する次に掲げる事項</p> <p>イ・ロ (略)</p> <p>十一・十二 (略)</p> <p>第四十七条 法第三十三条の三第二項第四号に規定する内閣府令で定める書類は、次に掲げる書類とする。</p> <p>一・二 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>三〇七 (略)</p> <p>八 金融商品仲介業務を行う場合には、次に掲げる書類</p> <p>イ 委託金融商品取引業者との間の金融商品仲介業務の委託契約に係る契約書の写し</p>
---	--

(削る)

2 前項第七号に掲げる書類を添付する場合において、貸借対照表に
 関連する注記又は損益計算書に関連する注記が電磁的記録で作成さ
 れているときは、書類に代えて電磁的記録(第十一条に定めるもの
 に限る。)を添付することができる。

(登録申請書記載事項の変更の届出)

第五十一条 法第三十三条の六第一項の規定により届出を行う登録金
 融機関は、変更の内容、変更年月日及び変更の理由を記載した届出
 書に、別紙様式第九号により作成した変更後の内容を記載した書面
 及び当該書面の写し並びに次の各号に掲げる場合の区分に応じ当該
 各号に定める書類を添付して、所管金融庁長官等に提出しなければ
 ならない。ただし、やむを得ない事由があるときは、当該各号に定
 める書類は、当該届出書の提出後遅滞なく提出すれば足りる。

一・一 (略)

三 法第三十三条の三第一項第五号に掲げる事項について変更があ
 った場合(営業所又は事務所の廃止をした場合に限る。)当該
 変更に伴う顧客勘定の処理の内容を記載した書面

四 (略)

五 第四十四条第四号から第十号までに掲げる事項について変更があ
 った場合(新たにこれらの号に掲げる業務を行うこととなった
 場合に限る。) 金融商品取引業協会(当該登録金融機関が新た

に行うこととなった業務を行う者を主要な協会員又は会員とする
 ものに限る。)に加入していないときは、当該業務に関する社内
 規則

六 第四十四条第六号に掲げる事項について変更があった場合(新
 たに金融商品仲介業務の委託を受けることとなった場合に限る。
) 委託金融商品取引業者との間の金融商品仲介業務の委託契約
 に係る契約書の写し

(削る)

(削る)

七 九 (略)

2・3 (略)

(業務管理体制の整備)

第七十条の二 法第三十五条の三の規定により金融商品取引業者等が
 整備しなければならない業務管理体制は、金融商品取引業者等が適確
 に遂行するための社内規則等(社内規則その他これに準ずるものを
 いう。)を整備し、当該社内規則等を遵守するための従業員に対す
 る研修その他の措置がとられていることとする。

2 法第三十五条の三の規定により金融商品取引業者等(電子募集取
 扱業務を行う者又は第六条の二各号に掲げる方法により法第二十条第
 八項第七号に掲げる行為(法第三十条各号に掲げる有価証券又は金融
 商品取引所に上場されていない有価証券(令第十五条の四の二各号

ロ 金融商品取引業協会に加入していないときは、金融商品仲介
 業務に関する社内規則

2 前項第六号に掲げる書類を添付する場合において、貸借対照表に
 関連する注記又は損益計算書に関連する注記が電磁的記録で作成さ
 れているときは、書類に代えて電磁的記録(第十一条に定めるもの
 に限る。)を添付することができる。

(登録申請書記載事項の変更の届出)

第五十一条 法第三十三条の六第一項の規定により届出を行う登録金
 融機関は、変更の内容、変更年月日及び変更の理由を記載した届出
 書に、別紙様式第九号により作成した変更後の内容を記載した書面
 及び当該書面の写し並びに次の各号に掲げる場合の区分に応じ当該
 各号に定める書類を添付して、所管金融庁長官等に提出しなければ
 ならない。ただし、やむを得ない事由があるときは、当該各号に定
 める書類は、当該届出書の提出後遅滞なく提出すれば足りる。

一・一 (略)

三 法第三十三条の三第一項第五号に掲げる事項について変更があ
 った場合(営業所又は事務所の廃止をした場合に限る。)当該
 変更に伴う顧客勘定の処理の内容を記載した書面

四 (略)

(新設)

五 第四十四条第六号に掲げる事項について変更があった場合(新
 たに金融商品仲介業務の委託を受けることとなった場合に限る。
) 次に掲げる書類

イ 当該金融商品仲介業務の委託契約に係る契約書の写し

ロ 金融商品取引業協会に加入していないときは、金融商品仲介
 業務に関する社内規則

六 八 (略)

2・3 (略)

(新設)

に掲げるものを除く。）について行う場合に限る。）を業として行う者に限る。第三号において「同じ。」が整備しなければならない業務管理体制は、前項の要件のほか、次に掲げる要件を満たさなければならない。

一 金融商品取引業等に係る電子情報処理組織の管理を十分に行うための措置がとられていること。

二 法第三十六条の二第三項の規定により同項の標識に表示されるべき事項（金融商品取引業者等が電子申込型電子募集取扱業務等を行う場合であつて、金融商品取引業協会（当該金融商品取引業者等が行う業務（当該電子申込型電子募集取扱業務等に係るものに限る。）を行う者を主要な協会員又は会員とするものに限る。）に加入していない場合にあつては、その旨を含め。）に関し、金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたシステムに記録された情報の内容を電気通信回線を通じて公衆の閲覧に供するための措置がとられていること。

三 電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱うとする有価証券に関し、その発行者の財務状況、事業計画の内容及び資金使途その他電子申込型電子募集取扱業務等の対象とするものの適合性の判断に資する事項の適切な審査（電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券の募集又は私募に係る顧客の応募額の目標として設定した金額（次号及び第五号並びに第八十三条第一項第六号ロ及びハにおいて「目標募集額」という。）が発行者の事業計画に照らして適当なものであることを確認することを含む）を行うための措置がとられていること。

四 電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券の募集又は私募に係る顧客の応募額が顧客が当該有価証券の取得の申込みを行うことができる期間（次号及び第八十三条第一項第六号イにおいて「申込期間」という。）内に目標募集額に到達しなかった場合及び目標募集額を超過した場合の当該応募額の取扱いの方法を定め、当該方法に関して顧客に誤解を生じさせないための措置がとられていること。

五 電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券の募集又は私募に関して、顧客の応募額が申込期間内に目標募集額に到達したときに限り当該有価証券が発行される方法を用いている場合には、当該目標募集額に到達するまでの間、発行者が応募代金の払込みを受けないことを確保するための措置がとられていること。

六 電子申込型電子募集取扱業務等に係る顧客が電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券の取得の申込みをした日から起算して八日を下らない期間が経過するまでの間、当該顧客が当該申込みの撤回又は当該申込みに係る発行者との間の契約の解除を行うことができることを確保するための措置がとられていること。

七 発行者が電子申込型電子募集取扱業務等に係る顧客の応募代金の払込みを受けた後、当該発行者が顧客に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供することを確保するための措置

がとられていること。

八 第一種少額電子募集取扱業務又は第二種少額電子募集取扱業務において取り扱う募集又は私募に係る有価証券の発行価額の総額及び当該有価証券を取得する者が払い込む額が令第十五条の十の三各号に掲げる要件を満たさなくなることを防止するための必要かつ適切な措置（第十六条の三各項に規定する算定方法に基づいて当該有価証券の発行価額の総額及び当該有価証券を取得する者が払い込む額を適切に算定するための措置を含む。）がとられていること。

31 前項第二号から第七号までの「電子申込型電子募集取扱業務等」とは、電子申込型電子募集取扱業務（電子募集取扱業務のうち次に掲げる方法により当該電子募集取扱業務の相手方（以下この項において「顧客」という。）に有価証券の取得の申込みをさせるものをいう。以下この項において同じ。）又は第一種少額電子募集取扱業務若しくは第二種少額電子募集取扱業務が行う電子募集取扱業務（電子申込型電子募集取扱業務に該当するものを除く。以下この項において同じ。）及びこれらの業務において取り扱う募集又は私募に係る有価証券についての法第二条第九号に掲げる行為（電子申込型電子募集取扱業務又は第一種少額電子募集取扱業務若しくは第二種少額電子募集取扱業務が行う電子募集取扱業務に該当するものを除く。）をいう。

一 金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された顧客が申し込むとする有価証券に関する事項

を電気通信回線を通じて顧客の閲覧に供し、当該金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに当該顧客の申込みに関する事項を記録する方法

二 金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機と有価証券の取得の申込みをしようとする顧客の使用に係る電子計算機とを接続する電気通信回線を通じて又はこれに類する方法により顧客が申し込むとする有価証券に関する事項を送信し（音声の送信信による通話を伴う場合を除く。）、当該金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに当該顧客の申込みに関する事項を記録する方法

第七十条の三・第七十条の四 (略)

(契約締結前交付書面の記載方法)

第七十九条 (略)

2 前項の規定にかかわらず、契約締結前交付書面には、次に掲げる事項を枠の中に日本工業規格JIS C 5035に規定する十二ポイント以上の大きさの文字及び数字を用いて明瞭かつ正確に記載し、かつ、次項に規定する事項の次に記載するものとする。

一・一 (略)

三 金融商品取引契約が電子申込型電子募集取扱業務等（第七十条の一第三項に規定する電子申込型電子募集取扱業務等をいう。以下同じ。）に係る取引に係るものであるときは、第八十三条第一

第七十条の二・第七十条の三 (略)

(契約締結前交付書面の記載方法)

第七十九条 (略)

2 前項の規定にかかわらず、契約締結前交付書面には、次に掲げる事項を枠の中に日本工業規格JIS C 5035に規定する十二ポイント以上の大きさの文字及び数字を用いて明瞭かつ正確に記載し、かつ、次項に規定する事項の次に記載するものとする。

一・一 (略)

(新設)

<p>項第六号へ及びトに掲げる事項</p> <p>四 (略)</p> <p>3 (略)</p> <p>(契約締結前交付書面の共通記載事項)</p> <p>第八十二条 法第三十七条の三第二項第七号に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。</p> <p>一十三 (略)</p> <p>十四 当該金融商品取引業者等が加入している金融商品取引業協会 の有無及び加入している場合にあつては、その名称（当該金融商品 取引業者等が金融商品取引業協会（当該金融商品取引契約に係 る業務を行う者を主要な会員又は会員とするものに限る。）に 加入していない場合にあつては、その旨を含む。）並びに対象事 業者となつている認定投資者保護団体（当該金融商品取引契約が 当該認定投資者保護団体の認定業務（法第七十九条の十第一項に 規定する認定業務をいう。）の対象となるものである場合におけ る当該認定投資者保護団体に限る。）の有無及び対象事業者とな つている場合にあつては、その名称</p> <p>十五 (略)</p> <p>(有価証券の売買その他の取引に係る契約締結前交付書面の共通記 載事項)</p> <p>第八十三条 その締結しようとする金融商品取引契約が有価証券の売</p>	<p>三 (略)</p> <p>3 (略)</p> <p>(契約締結前交付書面の共通記載事項)</p> <p>第八十二条 法第三十七条の三第二項第七号に規定する内閣府令で定 める事項は、次に掲げる事項とする。</p> <p>一十三 (略)</p> <p>十四 当該金融商品取引業者等が加入している金融商品取引業協会 及び対象事業者となつている認定投資者保護団体（当該金融商品 取引契約が当該認定投資者保護団体の認定業務（法第七十九条の 十第一項に規定する認定業務をいう。）の対象となるものである 場合における当該認定投資者保護団体に限る。）の有無（加入し 又は対象事業者となつている場合にあつては、その名称）</p> <p>十五 (略)</p> <p>(有価証券の売買その他の取引に係る契約締結前交付書面の共通記 載事項)</p> <p>第八十三条 その締結しようとする金融商品取引契約が有価証券の売</p>
--	--

<p>買その他の取引に係るものである場合における法第三十七条の三第 一項第七号に規定する内閣府令で定める事項は、前条各号に掲げる 事項のほか、次に掲げる事項とする。ただし、その締結しようとし る金融商品取引契約が電子募集取扱業務に係る取引に係るものであ る場合以外の場合にあつては、第三号から第六号までに掲げる事項 を除く。</p> <p>一・二 (略)</p> <p>三 当該有価証券の発行者の商号、名称又は氏名及び住所</p> <p>四 当該有価証券の発行者が法人であるときは、代表者の氏名</p> <p>五 当該有価証券の発行者の事業計画の内容及び資金使途</p> <p>六 電子申込型電子募集取扱業務等の場合にあつては、次に掲げる 事項</p> <p>イ 申込期間</p> <p>ロ 目標募集額</p> <p>ハ 当該有価証券の取得に係る応募額が目標募集額を下回る場合 及び上回る場合における当該応募額の取扱いの方法</p> <p>ニ 当該有価証券の取得に係る応募代金の管理方法</p> <p>ホ 第七十条の二第三項第三号に規定する措置の概要及び当該有 価証券に関する当該措置の実施結果の概要</p> <p>ヘ 電子申込型電子募集取扱業務等に係る顧客が当該有価証券の 取得の申込みをした後、当該顧客が当該申込みの撤回又は当該 申込みに係る発行者との間の契約の解除を行うために必要な事 項</p>	<p>買その他の取引に係るものである場合における法第三十七条の三第 一項第七号に規定する内閣府令で定める事項は、前条各号に掲げる 事項のほか、次に掲げる事項とする。</p> <p>一・二 (略)</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p> <p>(新設)</p>
---	---

<p>ト 当該有価証券の取得に関し、売買の機会に関する事項その他の顧客の注意を喚起すべき事項</p> <p>2・3 (略)</p> <p>(投資顧問契約等に係る契約締結前交付書面の記載事項)</p> <p>第九十五条 (略)</p> <p>2 次の各号に掲げる規定は、当該各号に定める場合には、適用しない。</p> <p>い。</p> <p>一 前項第七号の規定 金融商品取引業者等が次に掲げる者である場合</p> <p>イ 第一種金融商品取引業者(第一種少額電子募集取扱業者を除く。)</p> <p>ロ 第二種金融商品取引業者(第二種少額電子募集取扱業者を除く。)</p> <p>ハ・ニ (略)</p> <p>二・三 (略)</p> <p>3 (略)</p> <p>(投資顧問契約等に係る契約締結時交付書面の記載事項等)</p> <p>第六十六条 (略)</p> <p>2 次の各号に掲げる規定は、当該各号に定める場合には、適用しない。</p> <p>い。</p> <p>一 前項第九号の規定 金融商品取引業者等が次に掲げる者である</p>	<p>ト 当該有価証券の取得に関し、売買の機会に関する事項その他の顧客の注意を喚起すべき事項</p> <p>2・3 (略)</p> <p>(投資顧問契約等に係る契約締結前交付書面の記載事項)</p> <p>第九十五条 (略)</p> <p>2 次の各号に掲げる規定は、当該各号に定める場合には、適用しない。</p> <p>い。</p> <p>一 前項第七号の規定 金融商品取引業者等が次に掲げる者である場合</p> <p>イ 第一種金融商品取引業者</p> <p>ロ 第二種金融商品取引業者</p> <p>ハ・ニ (略)</p> <p>二・三 (略)</p> <p>3 (略)</p> <p>(投資顧問契約等に係る契約締結時交付書面の記載事項等)</p> <p>第六十六条 (略)</p> <p>2 次の各号に掲げる規定は、当該各号に定める場合には、適用しない。</p> <p>い。</p> <p>一 前項第九号の規定 金融商品取引業者等が次に掲げる者である</p>
---	---

附 則

(施行期日)

第一条 この府令は、金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行の日(平成二十七年五月二十九日)から施行する。ただし、第九条(株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第十一条第三号の改正規定に限る。)及び第十三条の規定並びに附則第十条の規定は、公布の日から施行する。

(金融商品取引業者等に関する内閣府令の一部改正に伴う経過措置)

第二条 この府令の施行の際現に電子募集取扱業務(金融商品取引法等の一部を改正する法律第一条の規定による改正後の金融商品取引法(昭和三十二年法律第二十五号。以下「新金融商品取引法」という。)第二十九条の二第一項第六号に規定する電子募集取扱業務をいい、新金融商品取引法第三条各号に掲げる有価証券(新金融商品取引法第二条第一項各号に掲げる有価証券及び同条第二項の規定により有価証券とみなされる権利をいう。以下この項及び第三項において同じ。)又は金融商品取引所(新金融商品取引法第二条第十六項に規定する金融商品取引所をいう。第三項において同じ。)に上場されていない有価証券(金融商品取引法施行令等の一部を改正する政令第一条の規定による改正後の金融商品取引法施行令(昭和

四十年政令第三百二十一号。第三項において「新金融商品取引法施行令」という。）第十五条の四の二各号に掲げるものを除く。）について行いものに限る。）を行っている金融商品取引業者（新金融商品取引法第二条第九項に規定する金融商品取引業者をいう。附則第五条及び第六条第二項において同じ。）については、この府令の施行の日（以下「施行日」という。）から起算して六月を経過する日までの間（当該金融商品取引業者が当該期間内に新金融商品取引法第二十九条の二第二項第六号に掲げる事項について新金融商品取引法第三十一条第四項の変更登録の申請をした場合には、当該変更登録又はその拒否の処分までの間）は、第一条の規定による改正後の金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「新金融商品取引業等に関する内閣府令」という。）第七十条の二第二項、第七十九条第二項第三号、第八十三条第一項第三号から第六号まで、第五百五十三条第一項第十四号、第五百五十七条第一項第十八号及び第八十一条第一項第五号の規定は、適用しない。

- 2 この府令の施行の際現に前項に規定する電子募集取扱業務を行っている登録金融機関（新金融商品取引法第二条第十項に規定する登録金融機関をいう。）については、施行日から起算して六月を経過する日までの間（当該登録金融機関が当該期間内に新金融商品取引法第三十三条の五第一項第五号に掲げる事項

について新金融商品取引法第三十三条の六第一項の規定による届出を行ったときは、当該届出を行った日までの間）は、新金融商品取引業等に関する内閣府令第七十条の二第二項、第七十九条第二項第三号、第八十三条第一項第三号から第六号まで、第五百五十四条第八号及び第八十四条第一項第六号の規定は、適用しない。

- 3 この府令の施行の際現に新金融商品取引業等に関する内閣府令第六条の二各号に掲げる方法により新金融商品取引法第二条第八項第七号に掲げる行為（新金融商品取引法第三条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券（新金融商品取引法施行令第十五条の四の二各号に掲げるものを除く。）について行う場合に限る。）を業として行っている金融商品取引業者等（新金融商品取引法第三十四条に規定する金融商品取引業者等をいう。）については、施行日から起算して六月を経過する日までの間は、新金融商品取引業等に関する内閣府令第七十条の二第二項の規定は、適用しない。

第三条 新金融商品取引業等に関する内閣府令第八十二条の規定の適用については、施行日から起算して六月を経過する日までの間は、なお従前の例によることができる。

第四条 新金融商品取引業等に関する内閣府令別紙様式第十二号1（10）①注意事項2、(11)注意事項1並びに

(23) ②及び③を除く。)及び別紙様式第十五号の二(19)②及び③を除く。)は、施行日から起算して六月を経過する日以後に開始する事業年度に係る事業報告書及び公衆の縦覧に供する説明書類について適用し、同日前に開始した事業年度に係る事業報告書及び公衆の縦覧に供する説明書類については、なお従前の例による。

2 新金融商品取引業等に関する内閣府令別紙様式第十六号9(1)注意事項2及び(10)②を除く。)及び別紙様式第十七号(4)②を除く。)から7までに限る。)は、施行日から起算して六月を経過する日以後に開始する事業年度に係る事業報告書及び業務又は財産の状況に関する報告書について適用し、同日前に開始した事業年度に係る事業報告書及び業務又は財産の状況に関する報告書については、なお従前の例による。

第五条 外国の法令に準拠して設立された法人である金融商品取引業者(新金融商品取引法第二十八条第二項に規定する第二種金融商品取引業を行う者であつて、国内において取引所取引業務(新金融商品取引法第六十条第一項に規定する取引所取引業務をいい、国内にある者を相手方として行うものを除く。)以外のもを行わない者に限る。)については、施行日から起算して三年を経過する日までの間は、新金融商

コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方

凡 例

本「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」においては、以下の略称を用いています。

正式名称	略 称
金融商品取引法	金商法
金融商品取引法施行令	金商法施行令
金融商品取引法等に関する内閣府令	金商業等府令
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	二条定義府令
企業内容等の発行者の内容等の開示に関する内閣府令	企業開示府令
外国債等の発行者の内容等の開示に関する内閣府令	外国債開示府令
特定有価証券の開示に関する内閣府令	特定有価証券開示府令
株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令	大量保有府令
特定金融指標算出者に関する内閣府令	金融指標府令
金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針	監督指針
企業内容等の開示に関する留意事項について	企業開示ガイドライン

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
<p>●金商法施行令</p> <p>▼短期大量譲渡報告</p>		
1	改正金商法施行令第8第1項ただし書の読み方は、短期大量譲渡報告対象期間に、提出者又は共同保有者の譲渡による合計数量（譲渡以外の事由による減少は含まれない）が、「当該最も高いものの二分の一超である場合、かつ、百分の五を超える場合」の要件を満たした場合にのみ、短期大量譲渡報告としての開示が求められるという理解でよいか。	貴見のとおりです。
2	改正金商法施行令第14条の8第1項ただし書の「譲渡したこと」とは、売買や贈与により株券等を譲り渡した場合のみを指すと考えよいか。次に掲げる事由による株券等保有割合の減少は、「譲渡したこと」には含まれないと考えるか。 ・新株予約権付社債の償還（いわゆる「転換権」の消滅） ・借株の返済	最終的には個別事情に基づき判断することとなりますが、一般に「譲渡」とは、一定の権利等を他者に移転することを意味するものと考えられますので、新株予約権付社債を発行者に移転させずに消滅させる効果を有する償還や、買貸借契約に基づき借株の返済は、本来的には改正金商法施行令第14条の8第1項ただし書にいう「譲渡」には該当しないものと考えられます。 これに対して、新株予約権付社債を発行者に移転させる効果を有する償還（いわゆる買入消却等）や、消費貸借契約に基づく借株の返済は、同項ただし書にいう「譲渡」に該当するものと考えられます。
3	短期大量譲渡に該当するかの判断に際し、当該譲渡の60日前の日より後（例えば30日前）に提出された変更報告書に記載された株券等保有割合を基準とした場合、60日前の日から当該変更報告書の提出日（30日前）までに譲渡した株券等も、改正金商法施行令第14条の8第1項ただし書の「60日間…」に株券等を譲渡したことにより減少した株券等保有割合の合計」の計算に含めるとの理解でよいか。	貴見のとおりです。
4	短期大量譲渡に該当するかの判断に際し、当該譲渡の60日前の日より前（例えば90日前）に提出された変更報告書に記載された株券等保有割合を基準とした場合、当該変更報告書の提出日（90日前）から60日前の日までに譲渡した株券等は、改正金商法施行令第14条の8第1項ただし書の「60日間…」に株券等を譲渡したことにより減少した株券等保有割合の合計」の計算に含めないと理解でよいか。	貴見のとおりです。
5	短期大量譲渡報告対象期間中に第三者割当増資等により発行済株式総数の変動があった場合、変動前の	「株券等を譲渡したことにより減少した株券等保有割合の合計」の算出に当たっては、短期大量譲

<p>株式総数と変動後の株式総数のどちらを使っても改正金商法施行令第14条の第8項ただし書の「株券等を譲渡した」として減少した株券等保有割合の合計を算出するべきか。</p>	<p>譲渡報告対象期間における各譲渡について、その譲渡した株券等の数を当該譲渡の日における発行済株式等総数で除して得た割合をそれぞれ算出した上で、これらを合算して算出する必要があると考 えられます。 ただし、譲渡の日における発行済株式等総数が 分らない場合には、その直近の有価証券報告 書等に記載された発行済株式等総数を用いること も可能と考えられます。</p>	<p>9 「譲渡の相手方」が誰であるかについては、個別事案に応じ実質的に判断する必要があると考えられますが、ファンドへの譲渡については、基本的に貴見のとおりと考えられます。</p>
<p>株式総数と変動後の株式総数のどちらを使っても改正金商法施行令第14条の第8項ただし書の「株券等を譲渡した」として減少した株券等保有割合の合計を算出するべきか。</p>	<p>譲渡の相手方が投資信託等の信託財産の場合、個々のファンドの資産は信託に帰属しているが、一般的に運用指図者(投資運用会社)が投資決定権限を有しているため、投資運用会社を相手方と見なして譲渡数量の合計数量を算出すればよいのか。</p>	<p>10 改正金商法第27条の2第2項の様式に記載する必要があると考 えられます。 ・市場内外取引の別…「市場外取引」と記載 ・譲渡の相手方…譲渡の相手方(改正金商法第27条の25第2項に規定する「譲渡を受けた株券等が僅少である者」を除く)の氏名又は名称を記載 ・数量及び単価…「譲渡を受けた株券等が僅少である者」以外の者に対する譲渡については、譲渡の相手方ごとに区分してその数量と単価を記載し、「譲渡を受けた株券等が僅少である者」に対する譲渡については、譲渡の相手方ごとに区分せずその合計数量と平均単価を記載</p>
<p>株式総数と変動後の株式総数のどちらを使っても改正金商法施行令第14条の第8項ただし書の「株券等を譲渡した」として減少した株券等保有割合の合計を算出するべきか。</p>	<p>譲渡報告対象期間における各譲渡について、その譲渡した株券等の数を当該譲渡の日における発行済株式等総数で除して得た割合をそれぞれ算出した上で、これらを合算して算出する必要があると考 えられます。 ただし、譲渡の日における発行済株式等総数が 分らない場合には、その直近の有価証券報告 書等に記載された発行済株式等総数を用いること も可能と考えられます。</p>	<p>11 株券等の保有者が短期大量譲渡報告対象期間中に株券等を譲渡した者から同期間中に株券等を取 得した場合、その取得分を改正金商法施行令第14条の第8項の「当該提出する者の保有株券等の総数」から差し引いて、僅少な株券等の譲渡先を判断するための基準となる同項の「当該提出する者の株券等保有割合」をネット・ベースで算出してよいのか。</p>
<p>株式総数と変動後の株式総数のどちらを使っても改正金商法施行令第14条の第8項ただし書の「株券等を譲渡した」として減少した株券等保有割合の合計を算出するべきか。</p>	<p>譲渡報告対象期間における各譲渡について、その譲渡した株券等の数を当該譲渡の日における発行済株式等総数で除して得た割合をそれぞれ算出した上で、これらを合算して算出する必要があると考 えられます。 ただし、譲渡の日における発行済株式等総数が 分らない場合には、その直近の有価証券報告 書等に記載された発行済株式等総数を用いること も可能と考えられます。</p>	<p>12 貴見のとおり、改正金商法第27条の23第4項の 施行により、自己株式を保有する者の株券等保有 割合や単体株券等保有割合が、当該施行の前 後で1%以上異なることとなった場合には、これによ って変更報告書を提出する必要があると考 えられます。</p>
<p>株式総数と変動後の株式総数のどちらを使っても改正金商法施行令第14条の第8項ただし書の「株券等を譲渡した」として減少した株券等保有割合の合計を算出するべきか。</p>	<p>譲渡報告対象期間における各譲渡について、その譲渡した株券等の数を当該譲渡の日における発行済株式等総数で除して得た割合をそれぞれ算出した上で、これらを合算して算出する必要があると考 えられます。 ただし、譲渡の日における発行済株式等総数が 分らない場合には、その直近の有価証券報告 書等に記載された発行済株式等総数を用いること も可能と考えられます。</p>	<p>13 貴見のとおり、改正金商法第27条の23第4項の 施行により、自己株式を保有する者の株券等保有 割合や単体株券等保有割合が、当該施行の前 後で1%以上異なることとなった場合には、これによ って変更報告書を提出する必要があると考 えられます。</p>

<p>株式総数と変動後の株式総数のどちらを使っても改正金商法施行令第14条の第8項ただし書の「株券等を譲渡した」として減少した株券等保有割合の合計を算出するべきか。</p>	<p>譲渡報告対象期間における各譲渡について、その譲渡した株券等の数を当該譲渡の日における発行済株式等総数で除して得た割合をそれぞれ算出した上で、これらを合算して算出する必要があると考 えられます。 ただし、譲渡の日における発行済株式等総数が 分らない場合には、その直近の有価証券報告 書等に記載された発行済株式等総数を用いること も可能と考えられます。</p>	<p>6 株券等の保有者が短期大量譲渡報告対象期間中に株券等を取 得した場合、その取得分を保有者が譲渡した株券等の数から差し引いて、改正金商法施行令第14条の第8項ただし書の「株券等を譲渡した」として減少した株券等保有割合の合計をネット・ベースで算出してよいのか。</p>
<p>株式総数と変動後の株式総数のどちらを使っても改正金商法施行令第14条の第8項ただし書の「株券等を譲渡した」として減少した株券等保有割合の合計を算出するべきか。</p>	<p>譲渡報告対象期間における各譲渡について、その譲渡した株券等の数を当該譲渡の日における発行済株式等総数で除して得た割合をそれぞれ算出した上で、これらを合算して算出する必要があると考 えられます。 ただし、譲渡の日における発行済株式等総数が 分らない場合には、その直近の有価証券報告 書等に記載された発行済株式等総数を用いること も可能と考えられます。</p>	<p>7 「譲渡を受けた株券等が僅少である者」を判断するに当たり、短期大量譲渡報告対象期間に変更報告書の提出者及びその共同保有者が譲渡を受けた株券等の数を合算して、株券等保有割合が100分の1に満たない者に該当するか否かを検証する必要がある。 提出者が金融機関の場合、かつ、複数の金融商品取引業者が存在する場合は、株券等保有割合が100分の1に満たない者に該当するか否かを拳証(同一の相手方か否かの検証を含む)するため、一旦変更報告書の提出者及び共同保有者間で短期大量譲渡報告対象期間の売買データ(売買当事者の名称や住所等のデータが含まれる)を共有し、同一の相手方に譲渡しているか及びその合計数量を検証することが必要になると考えられる。 今般の改正は軽微な譲渡の相手方を全て開示することの事務負担の軽減と理解するが、逆に変更報告書の提出者及び共同保有者間で合算して一人の相手方に対して1%以上の譲渡があったか否かを検証する作業が新たに加わることとなり、この検証には相応のシステム開発が必要になると考えられる。 このため、例えば、「譲渡を受けた株券等が僅少である者」の範囲を、変更報告書の提出者及びその共同保有者が各々単体で1%未満の譲渡をした場合に限定することはできないか。</p>
<p>株式総数と変動後の株式総数のどちらを使っても改正金商法施行令第14条の第8項ただし書の「株券等を譲渡した」として減少した株券等保有割合の合計を算出するべきか。</p>	<p>譲渡報告対象期間における各譲渡について、その譲渡した株券等の数を当該譲渡の日における発行済株式等総数で除して得た割合をそれぞれ算出した上で、これらを合算して算出する必要があると考 えられます。 ただし、譲渡の日における発行済株式等総数が 分らない場合には、その直近の有価証券報告 書等に記載された発行済株式等総数を用いること も可能と考えられます。</p>	<p>8 仮にX日に提出者がA社に対し0.7%譲渡し、Y日(X日とY日は短期大量譲渡報告対象期間とする。)に提出者の共同保有者が0.4%をA社に譲渡した場合は、A社</p>

<p>株式を保有しないかのような大量保有報告書が施行日直後に多数提出されることとなり、提出を求めることで投資者にとって誤解の生じやすい状況を生む可能性も考えられる。</p>	<p>13 Aは、上場会社であるBの株式を保有しているが、Bとみなし共同保有者の関係にあるため、Bが保有している自己株式についても、保有株券等の総数に含めた上で、Bと連名で大量保有報告書を提出している。この場合において、Aに、本年5月の施行以降に初めて当該大量保有報告書に係る変更報告書を提出する義務が生じるのはどのタイミングか。</p> <p>Aにおいて、大量保有報告書に記載すべき重大な事項の変更があった場合に、変更報告書を提出する義務が生じますが、改正金商法第27条の23第4項の施行により、自己株式を保有する者(B)の株券等保有割合や単体株券等保有割合が、当該施行の前後で1%以上異なることとなったことを理由として、変更報告書を提出する必要はありません。</p> <p>ただし、上記施行後に、AがB株式の売買等を行った場合、施行前の株券等保有割合(直前の大量保有報告書に記載された株券等保有割合)を基準にして1%以上の株券等保有割合の増減の有無を判断する必要があるが、当該増減があった時点で変更報告書を提出する義務が生じるものと考えられます。</p>
<p>▼電子募集取扱業務</p>	<p>14 改正金商法施行令第15条の7第1項第6号に掲げる「第一種少額電子募集取扱業務を行うおとする場合(第1号から第4号までに掲げる場合を除く。) 千円」とは、例えば、投資運用業と第一種少額電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者にあつては、最低資本金額は5千万円となる理解でよいか。</p>
<p>15 改正金商法施行令第15条の7第1項第8号に掲げる「第二種少額電子募集取扱業務を行うおとする場合(前各号に掲げる場合を除く。) 五百万円」とは、例えば、投資運用業と第二種少額電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者にあつては、最低資本金額は5千万円となる理解でよいか。</p>	<p>貴見のとおりです。</p>
<p>16 第一種・第二種少額電子募集取扱業者に対しては、自己資本規制比率維持義務及び金融商品取引責任準備金の積立義務が免除され(改正金商法第29条の4の2第6項)、業も自由とされた(同法第29条の4の2第4項)。このように、既に法改正によって極めて脆弱な経済的基盤しか有しない新規業者の参入が可能であるのに、更に資本金額についてまで低額化することは、さらに投資家保護に欠けることとなるものであるため、それぞれ第一種・第二種金融商品取引業者と同額か、あるいはそれに近似する</p>	<p>金融審議会の「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」を踏まえ、リスクマネーの供給促進を図るために、仲介者の参入要件の見直しを行っている。同時に、第一種・第二種少額電子募集取扱業者に対しては、第一種・第二種少額電子募集取扱業者に対しては、第一種・第二種少額電子募集取扱業者の総額や個別の投資家の申込額を少額に限定するといった投資家保護のための措置をとっています。</p>

<p>17 水準に維持するべきである。</p> <p>改正金商法施行令第15条の4の2各号に掲げる有価証券の募集・私募の取扱いは(改正金商法第6条の2各号に掲げる方法)を利用して行うことは、改正金商法第29条の2第1項第6号に規定する「電子募集取扱業務」には該当しない、との理解でよいか。</p>	<p>改正金商法施行令第15条の4の2第7号に掲げる「法第2条第2項の規定により有価証券とみなされる同項第5号又は第6号に掲げる権利のうち、当該権利を有する者が出資又は拠出をした金銭その他の財産の価額の合計額の100分の50を超える額を充てて金銭の貸付けを行う事業に係るもの」とは、出資総額のうち50%超を第三者への金銭の貸付事業に充てる集団投資スキームの持分(ファンド持分)を指すということではないか。</p>
<p>18 改正金商法施行令第15条の4の2第7号に掲げる「法第2条第2項の規定により有価証券とみなされる同項第5号又は第6号に掲げる権利のうち、当該権利を有する者が出資又は拠出をした金銭その他の財産の価額の合計額の100分の50を超える額を充てて金銭の貸付けを行う事業に係るもの」とは、出資総額のうち50%超を第三者への金銭の貸付事業に充てる集団投資スキームの持分(ファンド持分)を指すということではないか。</p>	<p>個別の事案に応じて判断されるものですが、投資者と発行者の間の契約書等に主な事業目的が金銭の貸付けを行う事業である旨が明記されており、それに従って適切に事業が行われているものであるれば、貸付金の返却時などに一時的に(例えば数日間)貸付額が50%を下回る場合があつても、改正金商法施行令第15条の4の2第7号に該当しうると考えられます。</p>
<p>19 「100分の50を超える額を充てて金銭の貸し付けを行う事業に係るもの」について、その主な事業目的が金銭の貸付けを行う事業と明記されていれば、一時的に貸付けの額が50%を下回った場合であっても、当該事業に該当すると判断されるか。</p>	<p>改正金商法等令第8条第10号において、いわゆる貸付型クラウドファンディング(改正金商法施行令第15条の4の2第7号)が電子募集取扱業務より除外されている。第二種少額電子募集取扱業者は貸付型クラウドファンディング業務を行うことができないので、貸付型クラウドファンディングを行う場合は第二種金商業者の登録が必要という理解でよいか。また、既存の第二種金商業者が貸付型クラウドファンディングを新たに始める場合に、変更登録は不要という理解でよいか。</p>
<p>20 改正金商法等令第8条第10号において、いわゆる貸付型クラウドファンディング(改正金商法施行令第15条の4の2第7号)が電子募集取扱業務より除外されている。第二種少額電子募集取扱業者は貸付型クラウドファンディング業務を行うことができないので、貸付型クラウドファンディングを行う場合は第二種金商業者の登録が必要という理解でよいか。また、既存の第二種金商業者が貸付型クラウドファンディングを新たに始める場合に、変更登録は不要という理解でよいか。</p>	<p>第一種少額電子募集取扱業者が投資者保護基金に加入していない場合、当該業者のウェブサイトに加入している投資家保護基金に加入していない旨に加えて顧客が当該第一種少額電子募集取扱業者に対して有する債権が補償対象債権に該当しないことを表示する必要があり(改正金商法等令第16条の2第2項第3号)。また、第一種少額電子募集取扱業者にお</p>

27	方法のみで勧誘を行う場合は、同条第2号の要件を満たさなさいという趣旨か。 改正金商業等府令第6条の2第2号に掲げられた方法は、例えば、電子メールの送信（当該電子メールに勧誘資料等の電子ファイルを添付して送信する場合を含む。）による方法は、これに含まれるとの理解でよいか。	貴見のとおりです。
28	改正金商業等府令第6条の2第2号において、音声の送受信による通話を伴う場合とは、例示の方法か。	改正金商業等府令第6条の2第2号における音声の送受信による通話を伴う場合とは、例えば、インターネットを介して通話できるサービスを想定しております。
29	クラウドファンディング業者が投資家に対して送信する電子メールの内容についても、記載すべき内容あるいは記載してはならない内容について、法令に適切かつ具体的な規定を設けるべきではないか。	電子募集取扱業務における投資勧誘の手段として送信される電子メールにおいて、虚偽の表示や重要な事項について誤解を生ぜしめるべき表示を行うことは禁止されています（金商業等府令第117条第1項第2号）。
▼電話・訪問勧誘の禁止		
30	第一種・第二種少額電子募集取扱業者には電話や対面により取得の申込みを受け、及び電話や対面により取得の申込みを受けられないことにより金商業等府令第117条第1項の禁止行為として定められていることにより、明確化すべきである。	第一種・第二種少額電子募集取扱業者は、電子募集取扱業務に該当しない金商法第2条第8項第9号に掲げる行為を行うことはできないため、法律上、電話や対面による勧誘を行うことはできません。 なお、投資者が申込みを電話や対面で行うことを希望される可能性もあることから、電話や対面による取得の申込みは禁止しておりません。 金融商品取引業協会の自主規制規則案においては、電子申込み型電子募集取扱業務について、電話・訪問勧誘等の禁止に関する規定が設けられます。
31	第一種・第二種金融商品取引業者についても、改正金商法第29条の2第1項第6号に該当する電子募集取扱業務については、金商業等府令第6条の2第2号に掲げる勧誘を禁止すべきであるか、少額かつとも監督指針において、自主規制や社内規定に電話や対面による勧誘の禁止について適切な定めを置くことを求めるべきである。	改正金商法第29条の2第1項第6号に該当する電子募集取扱業務については、金商業等府令第6条の2第2号に掲げる勧誘を禁止すべきであるか、少額かつとも監督指針において、自主規制や社内規定に電話や対面による勧誘の禁止について適切な定めを置くことを求めるべきである。
▼電子募集取扱業務における情報提供義務		
32	投資者に見やすい重要な事項の表示等を求める改正金商業等府令第146条の2第4項から第4項までの規定に賛成する。ただし、同条第2項において「最も大きなものと著しく異なる大ささで表示するものとする」との定めを、「最も大きなものと著しく異なる大ささで、映像面において特に見やすい箇所に表示するものとする」とすべきである。	手数料等（金商法第37条の3第1項第4号）の概要、信用・市場リスク及び顧客の注意喚起すべきリスク等については、電子募集取扱業務の相手方の使用に係る電子計算機の映像面にあって、当該者にとって見やすい箇所には明瞭かつ正確に表示されるようにする必要がある（改正金商業等府令第146条の2第1項）。また、これらのうち市場・信用リスク等について
33	電子募集取扱業務を行う者に対してウェブサイ	電子募集取扱業務を行う者に対してウェブサイ

22	金商法施行令第2条第2項の経過措置について、改正法の施行の際に電子募集取扱業務を行っている金融商品取引業者が、同条第1項に基づいて、改正法の施行の日から6ヶ月を経過する日までの間に変更登録の申請を行い、仮に改正法の施行の日から起算して6ヶ月を経過する日以後に変更登録を受けるに至った場合でも、この金融商品取引業者に対し、この経過措置は「変更登録（を受ける）までの間」は適用されるとの理解でよいか。	貴見のとおりです。
●金商業等府令		
▼電子募集取扱業務における投資勧誘の方法		
23	電子募集取扱業務は、特定の有価証券に関して募集又は私募の取扱いをインターネット上のみで行う場合を想定しているのか、それともインターネット上だけでなく電話や訪問を行う場合であっても、当該インターネット上の募集又は私募の取扱いは電子募集取扱業務となるのか。	改正金商業等府令第6条の2に規定する方法により金商法第8項第9号に掲げる行為を業として行う場合には、その他の手法を併用して当該行為を行う場合であっても、電子募集取扱業務に該当します。
24	金商業者のホームページにおいて、個別商品の概要や手数料、予想リターン、申込期間などを掲載したページを設けている場合、当該ホームページにおいて、商品の申込みを受け付けていなくても募集又は私募の取扱いに該当するかの。	個別の事例に応じて判断すべきですが、基本的には貴見のとおりです。
25	改正金商業等府令第1号に掲げる「金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたソフトウェアに記録された情報の内容を電気通信回線を通じて相手方の閲覧に供する方法」とは、具体的にウェブサイトをj利用する方法のほかに、例えば、フェイスブック、ミクシィ、LINE等のSNS（ソーシャル・ネットワーク・サービス）、ツイッター等のマイクロブログ、YouTube等の動画・写真共有サイト及びブログといった各種のソーシャルメディアによるものも含められると理解してよいか。	改正金商業等府令第6条の2第1号において「金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたソフトウェアに記録された情報の内容を電気通信回線を通じて相手方の閲覧に供する方法」とは、具体的にウェブサイトをj利用する方法のほかに、例えば、フェイスブック、ミクシィ、LINE等のSNS（ソーシャル・ネットワーク・サービス）、ツイッター等のマイクロブログ、YouTube等の動画・写真共有サイト及びブログといった各種のソーシャルメディアによるものも含められると理解してよいか。
26	改正金商業等府令第6条の2第2号における「前号に掲げる方法による場合において」という要件は、ウェブサイトに於ける取得勧誘（同条第1号に掲げる行為）を行わずにメール等の同条第2号に掲げる	貴見のとおりです。

<p>ト等により情報提供義務が課されたことは評価するが、リスクや手数料に関する情報については、分かりやすい方法で記載することを義務づけるべきである。具体的には、ウェブサイトのトップに近いうちに掲載すること（スクロールせずに見える位置に配置すること）、文字の大きさや文字重、使用するべき文言についてもルールを定めるべきである。</p>	<p>34 消費者が理解できる方法での情報提供の方法を具体的にマニュアル化するべき。リスクの高い、分かりにくい、新しい投資商品を広く一般大衆を対象に導入するのだから、これまでとは全く異なる、ウェブサイトで一見してわかる、心にとどまる情報提供の方法を行政・自主規制機関が提示することが必要。</p>	<p>35 「見やすい箇所」について、例えば、①第二種少額電子募集取扱業者のHPのトップページであれば、画面をスクロールして下部に表示されていたとしても問題ないか、②閲覧したことの承認クリックを押さないと次の画面に進めないような作り込みをしておけば、トップページになくても問題ないか。</p>	<p>▼第一種・第二種少額電子募集取扱業務における発行価額の総額及び投資者の払込額の計算方法 同一の発行者が発行する金商法第2条第2項第5号及び第6号に掲げる権利については、「同一の種類の有価証券」となります（改正金商業等府令第16条の3第1項及び第2項）。</p>	<p>36 同一の発行者が発行する金商法第2条第2項第5号及び第6号に掲げる権利については、「同一の種類の有価証券」となります（改正金商業等府令第16条の3第1項及び第2項）。</p>	<p>37 「同一の種類」について、例えば、民法上の任意組合と、商法上の匿名組合であっても、同一の種類とみなされるのか。</p>	<p>38 「同一の種類」とは、例えば、ファンドの分配の内容や運用期間が異なるものであっても、同一の種類とみなされるのか。 39 募集総額及び個々の投資家の払込額の計算に当たっては、1年以内に同一の発行者により行われた同一の種類の有価証券について合算することになるが、これは、第二種金商業者が行う電子募集取扱業務についても同様合算の対象にされると理解してよい。</p>	<p>は、当該事項以外の事項の文字又は数字のうち最も大きなものと著しく異ならない大きさで表示することを求めています（同条第2項）。かかる表示については、投資者保護の観点から、適切かつ分かりやすい表示がなされている必要があり、投資者の判断に影響を及ぼす重要な事項を先に表示するなど、投資者が理解を促す意欲を失わないよう努める必要があり（改正監督指針IV-3-4-2-2(2)）。</p> <p>なお、表示する箇所等を特定することについては、各金融商品取引業者等のウェブサイトの構成等が様々であり、また、顧客の注意喚起などに創意工夫を促す観点からも、一律の基準を規定することは適当ではないと考えますが、各金融商品取引業者等において、以上の規定を遵守した情報提供を行う必要があり。</p>	<p>は、当該事項以外の事項の文字又は数字のうち最も大きなものと著しく異ならない大きさで表示することを求めています（同条第2項）。かかる表示については、投資者保護の観点から、適切かつ分かりやすい表示がなされている必要があり、投資者の判断に影響を及ぼす重要な事項を先に表示するなど、投資者が理解を促す意欲を失わないよう努める必要があり（改正監督指針IV-3-4-2-2(2)）。</p> <p>なお、表示する箇所等を特定することについては、各金融商品取引業者等のウェブサイトの構成等が様々であり、また、顧客の注意喚起などに創意工夫を促す観点からも、一律の基準を規定することは適当ではないと考えますが、各金融商品取引業者等において、以上の規定を遵守した情報提供を行う必要があり。</p>	<p>は、当該事項以外の事項の文字又は数字のうち最も大きなものと著しく異ならない大きさで表示することを求めています（同条第2項）。かかる表示については、投資者保護の観点から、適切かつ分かりやすい表示がなされている必要があり、投資者の判断に影響を及ぼす重要な事項を先に表示するなど、投資者が理解を促す意欲を失わないよう努める必要があり（改正監督指針IV-3-4-2-2(2)）。</p> <p>なお、表示する箇所等を特定することについては、各金融商品取引業者等のウェブサイトの構成等が様々であり、また、顧客の注意喚起などに創意工夫を促す観点からも、一律の基準を規定することは適当ではないと考えますが、各金融商品取引業者等において、以上の規定を遵守した情報提供を行う必要があり。</p>	<p>は、当該事項以外の事項の文字又は数字のうち最も大きなものと著しく異ならない大きさで表示することを求めています（同条第2項）。かかる表示については、投資者保護の観点から、適切かつ分かりやすい表示がなされている必要があり、投資者の判断に影響を及ぼす重要な事項を先に表示するなど、投資者が理解を促す意欲を失わないよう努める必要があり（改正監督指針IV-3-4-2-2(2)）。</p> <p>なお、表示する箇所等を特定することについては、各金融商品取引業者等のウェブサイトの構成等が様々であり、また、顧客の注意喚起などに創意工夫を促す観点からも、一律の基準を規定することは適当ではないと考えますが、各金融商品取引業者等において、以上の規定を遵守した情報提供を行う必要があり。</p>	<p>は、当該事項以外の事項の文字又は数字のうち最も大きなものと著しく異ならない大きさで表示することを求めています（同条第2項）。かかる表示については、投資者保護の観点から、適切かつ分かりやすい表示がなされている必要があり、投資者の判断に影響を及ぼす重要な事項を先に表示するなど、投資者が理解を促す意欲を失わないよう努める必要があり（改正監督指針IV-3-4-2-2(2)）。</p> <p>なお、表示する箇所等を特定することについては、各金融商品取引業者等のウェブサイトの構成等が様々であり、また、顧客の注意喚起などに創意工夫を促す観点からも、一律の基準を規定することは適当ではないと考えますが、各金融商品取引業者等において、以上の規定を遵守した情報提供を行う必要があり。</p>	<p>は、当該事項以外の事項の文字又は数字のうち最も大きなものと著しく異ならない大きさで表示することを求めています（同条第2項）。かかる表示については、投資者保護の観点から、適切かつ分かりやすい表示がなされている必要があり、投資者の判断に影響を及ぼす重要な事項を先に表示するなど、投資者が理解を促す意欲を失わないよう努める必要があり（改正監督指針IV-3-4-2-2(2)）。</p> <p>なお、表示する箇所等を特定することについては、各金融商品取引業者等のウェブサイトの構成等が様々であり、また、顧客の注意喚起などに創意工夫を促す観点からも、一律の基準を規定することは適当ではないと考えますが、各金融商品取引業者等において、以上の規定を遵守した情報提供を行う必要があり。</p>	<p>「並行して行われた場合」とは、第一種・第二種少額電子募集取扱業者において取り扱う</p>
--	--	--	---	--	--	--	---	---	---	---	---	---	---

<p>41 「並行して」とは、募集又は私募の取扱期間（申込期間）が重なっている場合と考えればよい。あるいは、重なっていない場合、一定期間以内に行われていれば、『並行して』と判定されると考えてよい。</p>	<p>改正金商業等府令第16条の3第1項の考え方に従って、同一発行者が甲ファンド（払込金額5,000万円）と乙ファンド（4,000万円）を並行して募集するにあたり、過去1年以内のファンドにおいて5,000万円の出資を集めていた場合、甲ファンドの募集又は私募の取扱いは同項第2号において通算発行価額が1億円となるため、第二種少額電子募集取扱業務に該当しない一方、乙ファンドは同号における通算発行価額が9,000万円、同項第3号における通算発行価額も9,000万円となり、改正金商法施行令第15条の10の3の要件を満たすので、第二種少額電子募集取扱業務に該当するとの理解でよい。</p>	<p>43 「同一の種類」の発行者が同一の種類の有価証券として募集が同一の発行者により並行して行われ、かつ当該有価証券の募集又は私募が同一の種類の有価証券として募集が同一の発行者により当該有価証券と同一の種類の有価証券の募集又は私募が行われた場合において、これら二種類の有価証券の係る有価証券に対する個別払込額を合算する方法を付加すべきである。</p>	<p>44 「募集又は私募を開始する日（前1年以内）」とは、前の募集又は私募の取扱期間（申込期間）が、1年以内の日にならざることを考慮すればよい。</p>	<p>45 個別払込額の合算については、実際の顧客の払込日で判定すればよい。</p>	<p>46 発行総額1億円未満及び取得する者の払い込み額が50万円以下とされているが、例えば、匿名組合契約において、払込金額から手数料等を差し引くことが明記されているような場合には、実際にファンドに支払われる金額で判定すればよい。</p>	<p>47 顧客の払込があった後、8日以内に改正金商業等府令第70条の2第2項第6号（パブコメ案同項第5号）に規定される申込の撤回又は申込みに係る発行者との間の契約の解除が行われた場合には、個別払込</p>	<p>募集又は私募と申込期間が一部でも重なって募集又は私募が行われた場合をいいます。なお、貴見を踏まえ、趣旨の明確化のため、改正金商業等府令第16条の3第1項の規定を修正しております。</p>	<p>発行価額の総額に関する「募集又は私募を開始する日（前1年以内）」とは、募集又は私募を開始する日の前日を起算日とし、過去1年以内に前の募集又は私募の払込期日又は受渡期日に来たもの及び過去1年以内に前の募集又は私募を開始したものをいいます。</p> <p>募集又は私募に係る有価証券の発行価額の総額に、当該有価証券の募集又は私募を開始する日（前1年以内）に同一の発行者により行われた募集又は私募及び当該有価証券の募集又は私募と申込期間の重複する同一の発行者により行われた募集又は私募に係る当該有価証券を同一の種類の有価証券の発行価額の総額を合算した額が一億円以上となる場合には、第一種・第二種少額電子募集取扱業務の要件を満たさないものと考えます。貴見を踏まえ、改正金商業等府令第16条の3第1項の規定を修正しております。</p> <p>なお、個別払込額については、過去1年以内の顧客の個別払込額（払込期日の到来していない場合の払込額を含む。）を通算することとなります。通算の方法を明確化するため、改正金商業等府令第16条の3第2項の規定を修正しております。</p>	<p>実際に発行体に支払われる金額とは別に金融商品取引業者が投資家から手数料等を受領する場合、発行価額の総額についても、取得者の払込額についても、手数料等は含めず、実際に発行体に支払われる金額で判定することとなります。</p>	<p>貴見のとおりです。</p>
--	---	--	---	--	---	---	--	---	---	------------------

55	改正金商法35条の3の規定は「金融商品取引業・・・を適確に遂行するため」「金融商品取引業・・・を適確に遂行」することは目的と位置づけられていて、その目的達成の手段として「社内規則」及び「研修」が必要になるものと理解している。一方で、改正金商法等府令第70条の2第1項第1号（パブコメ案）では、「金融商品取引業等を適確に遂行するための社内規則等を整備し」とあるが、「遂行するための社内規則」を策定する必要があるように読める。上述の目的の達成のために社内規則や研修が必要であるなら、「金融商品取引業等を適確に遂行するために、社内規則等を整備し」とすべきと考える。	改正金商法等府令第70条の2第1項の規定は、金融商品取引業者等が金融商品取引業等を適確に遂行するための手段として、社内規則等を整備し、当該社内規則等を遵守するための措置をとることを求めています。
56	ホームページ又は電子メールの方法により、みなし有価証券（例えば競走馬ファンド）の自己募集を行う場合は、改正金商法等府令第70条の2第2項第1号及び第2号（パブコメ案）同条第1項第5号及び第2項第1号の規定の適用を受けるものの、同項第3号から第8号まで（パブコメ案）同項第2号から第7号までの規定の適用は受けないと考えてよいか。	組合型ファンドや信託受益権などのみなし有価証券の自己募集を行う場合は、改正金商法等府令第70条の2第2項第1号及び第2号の規定が適用されますが、同項第3号から第8号までの規定は適用されません。
57	改正金商法施行令第15条の4の2第7号に掲げる出資総額のうち50%超を第三者への金銭の貸付事業に充てる集団投資スキームの持分（ファンド持分）の自己募集・自己私募をウェブサイトを利用して業として行う者は、改正金商法等府令第70条の2第2項の適用はないとの理解でよいか。	真見のとおりです。
▼改正金商法等府令第70条の2第2項第2号（パブコメ案）同項第1号		
58	改正金商法等府令第70条の2第2項第2号（パブコメ案）同項第1号の対象が第一種・第二種少額電子募集取扱業者に限られていないため、第一種・第二種少額電子募集取扱業者以外の者についても、同項に基づきウェブサイトを介して情報公開の閲覧に供するための措置を講じる体制が必要という理解でよいか。	電子募集取扱業務を行う者及び電子的な方法で組合型ファンドや信託受益権などのみなし有価証券の自己募集を行う者については、改正金商法等府令第70条の2第2項第2号に基づきウェブサイトを介して情報公開の閲覧に供するための措置を講じる必要があります。
▼改正金商法等府令第70条の2第2項第3号（パブコメ案）同項第2号		
59	電子募集取扱業務を行う者等の体制整備を求め、改正金商法等府令第70条の2第2項の定めに関する。特に、同項第3号（パブコメ案）同項第2号において、発行者の審査を求める定めは、政府案が維持されるべきである。	ご意見ありがとうございます。ご意見も踏まえ、原案を維持することとしたしました。

48	額の合算の算定からは除外してよいか。 一人の投資者に募集又は私募の取扱いができる件数や金額に、上限を設けることを検討すべきである。	投資者一人当たりの投資件数や投資金額については上限は設けられていませんが、有価証券の募集等ごとにその個別払込額が制限されている（改正金商法等府令第16条の3第2項）ほか、適合性の原則に照らし投資者一人当たり投資となる。例えば、契約金額の上限は施行令第49条の1第1項第1号に定められており、更に金融商品取引業協会が求めることと一致することとなります。また、第一種・第二種少額電子募集取扱業者は契約締結前交付書面及びウェブサイトで情報提供においてリスク事項を説明することと求められており、更に金融商品取引業協会の自主規制規則案においては、顧客が取得する有価証券の価値が消失する等、その価値が大きく失われるリスクがあることなどのリスク事項を契約締結前交付書面及びウェブサイトで情報提供の対象とすることとされています。
▼金融商品取引業者等の業務管理体制整備義務		
▼改正金商法等府令第70条の2全条		
51	登録申請時には、審査項目の一つとして、業務管理体制の整備義務（改正金商法第35条の3及び改正金商法等府令第70条の2第1項及び第2項各号）が充足されているかを審査されるとの理解でよいか。	改正金商法等府令第70条の2に規定する要件を具備した業務管理体制を整備していないことは、登録拒否要件となります（改正金商法第29条の4第1項第1号へ、第33条の5第1項第5号）。上記の業務管理体制の内容については、監督指針において留意点等を規定しており、業務管理体制が整備されていない場合には、その態様に応じて、登録取消しも含めた行政処分を通じて金融商品取引業者等の業務の適正化を図られることとなります。
52	登録後、業者の業務運営において、業務管理体制の整備義務（改正金商法第35条の3並びに改正金商法等府令第70条の2第1項及び第2項各号）の一部に不備が認められたとしても、一律に登録拒否要件（同法第29条の4第1項第1号へ）に該当するものではなく、当該不備の軽重等によって同号へに該当するか否かが判断されるとの理解でよいか。	なお、改正金商法等府令第70条の2第1項及び第2項の規定については修正を行っておりません。
53	改正金商法等府令第70条の2第1項及び第2項各号に規定する業務管理体制の整備に関する事項について、その内容をより具体的に規定するとともに、これらの事項について業務管理体制の整備が実際に行われていることをチェックする仕組みを構築するべきである。	
54	改正金商法等府令第70条の2第1項第6号（パブコメ案）を維持する場合には、具体的な適用場面をパブリックコメントに対する回答や検査マニュアル等で明らかにしてほしい。	ご指摘の規定については、改正しないことといたしました。

	も含まれると考えるとよい。		
		▼改正金商法等府令第70条の2第2項第6号（パブコメ案同項第5号）	
66	改正金商法等府令第70条の2第2項第6号（パブコメ案同項第5号）の規定は、発行者と顧客との出資契約や約款等において、契約の解除が出来る旨の条件が付されていることが想定されており、金商業者は、当該条件が付されていることを確認することが求められているとの理解でよい。	金融商品取引業者等は、電子申込型電子募集取扱業務等に係る有価証券の取得の申込みについて、投資者が申込みの撤回や契約の解除を行うことができることとなっていることを確認する必要があります。	
67	改正金商法等府令第70条の2第2項第6号（パブコメ案同項第5号）の規定は、発行者と顧客との出資契約や約款等において、契約の解除が出来る旨の条件が付されていることが想定されており、金商業者は、当該条件が付されていることを確認することが求められているとの理解でよい。	金商法第37条の6を受けた金商法施行令第16条の3は「金融商品取引契約」について投資顧問契約のみを対象としており、改正金商法等府令第70条の2第2項第6号（パブコメ案同項第5号）の有価証券の取得の申込みは「金融商品取引契約」に該当しないと考えられるが、同号は電子申込型電子募集取扱業務に係る有価証券の取得の申込みについては特別に申込みの撤回又は契約の解除が認められるという趣旨と理解してよい。	
68	改正金商法等府令第70条の2第2項第6号（パブコメ案同項第5号）の規定は電子申込型電子募集取扱業務等に係る申込みについてのみ適用されるもので、それ以外の業務については適用がないという理解でよい。	改正金商法等府令第70条の2第2項第6号（パブコメ案同項第5号）の規定は電子申込型電子募集取扱業務等に係る申込みについてのみ適用されるもので、それ以外の業務については適用がないという理解でよい。	
69	クーリングオフ制度が実質的に導入されたことは高く評価します。	クーリングオフ制度が実質的に導入されたことは高く評価します。	ご意見を踏まえ、原案を維持することといたします。
70	改正金商法等府令第70条の2第2項第6号（パブコメ案同項第5号）に掲げる「有価証券の取得の申込みをした日」とは、顧客（投資者）が、電子募集取扱業務を行う第二種金融商品取引業者が運営するウェブサイト上の申込み画面にて、集団投資スキーム持分の取得に係る意思表示を行った日が「有価証券の取得の申込みをした日」に当たるとの理解でよい。	改正金商法等府令第70条の2第2項第6号（パブコメ案同項第5号）に掲げる「有価証券の取得の申込みをした日」とは、顧客（投資者）が、電子募集取扱業務を行う第二種金融商品取引業者が運営するウェブサイト上の申込み画面にて、集団投資スキーム持分の取得に係る意思表示を行った日が「有価証券の取得の申込みをした日」に当たるとの理解でよい。	基本的に貴見のとおりとなると考えられますが、各金融商品取引業者等の定める一連の契約の手續に依りて、個別具体的に判断することとなります。
		▼改正金商法等府令第70条の2第2項第7号（パブコメ案同項第6号）	
71	改正金商法等府令第70条の2第2項第7号（パブコメ案同項第6号）において、電子申込型電子募集取扱業務等が株式を取り扱う場合又は第一種少額電子募集取扱業務の場合、電子申込型電子募集取扱業務等を行う者が発行者に対し「発行者が顧客に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供する」とを確保するとはどのようなことを想定しているか。	改正金商法等府令第70条の2第2項第7号（パブコメ案同項第6号）において、電子申込型電子募集取扱業務等が株式を取り扱う場合又は第一種少額電子募集取扱業務の場合、電子申込型電子募集取扱業務等を行う者が発行者に対し「発行者が顧客に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供する」とを確保するとはどのようなことを想定しているか。	電子申込型電子募集取扱業務等を取り扱う株式について、発行者が顧客に対して行う情報提供とは、発行者の事業状況・財務状況を記載した書面（例えば会社法上の事業報告や計算書類）の送付、発行者のホームページでの開示、発行者自身が株主に対して説明会を開くなど、発行者が株主である顧客に対して直接的に、又は金融商品取引業者等を介して間接的に情報提供することを想定しています。

60	発行者の財務状況、事業計画等の審査については、ガイドラインを定めるなどの方法により、その内容を具体化するべきである。	審査内容は発行者の財務状況や事業内容などに応じて多様なものとなることが想定されることから、法令やガイドラインにおいて規定することとはしていませんが、各金融商品取引業者等において、金融商品取引協会の自主規制規則なども踏まえつつ、取り扱う有価証券の内容に応じて、適切な審査が行われる必要があります。	
61	デューデリジェンスの実施について具体的な内容を規定し、その実施を金商業者に対して義務づけることは、単に協会の自主規制規則に委ねるのではなく直接に法令によって規定されるべきである。	改正金商法等府令第70条の2第2項第3号は、電子申込型電子募集取扱業務が、インターネットを通じて手軽に多数の者から資金調達できる仕組みであることから、詐欺的な行為に悪用されることがないよう、金融商品取引業者等に対して、ファンドの発行者に対して審査を行うための業務管理体制の整備を求めるものである。	
62	改正金商法等府令第70条の2第2項第3号（パブコメ案同項第2号）に関して、電子申込型電子募集取扱業務を行う者以外のファンドの募集等の取扱いを行う業者に対しては、いわゆるデューデリジェンスを履行する責任を負わないのはアンバランスではないか。電子申込型電子募集取扱業務を行う者以外に対してもデューデリジェンス義務を負う旨規定を改正すべきである。	改正金商法等府令第70条の2第2項第3号は、電子申込型電子募集取扱業務が、インターネットを通じて手軽に多数の者から資金調達できる仕組みであることから、詐欺的な行為に悪用されることがないよう、金融商品取引業者等に対して、ファンドの発行者に対して審査を行うための業務管理体制の整備を求めるものである。	
63	「事業計画」と「資金使途」について、例えば以下のような場合、電子申込型電子募集取扱業務等として取り扱ってもよい（改正金商法等府令第70条の2第2項第3号（パブコメ案同項第2号）の内容は、同令第83条第1項第6号ホに基づき契約締結前交付書面において記載されることから、募集又は私募の取扱いを行う金商業者として本号の規定に基づく手續を経たうえで記載されているということであれば問題ないと考えてよい。） イ）当該事業が赤字事業であって、当該出資に よっても事業の黒字化の可能性が低いとみられる場合 ロ）当該募集に係る資金の全部または一部が当該事業の既存の債務の返済に充てられる見込みである場合	金融商品取引業者等において、発行者の事業計画や資金使途等に照らして、電子申込型電子募集取扱業務等の対象とすることが適当であるか否かの審査を行う必要があります（改正金商法等府令第70条の2第2項第3号）。審査の結果、どのような場合に電子申込型電子募集取扱業務等の対象とすることが適切であるかという点は、個別具体的に判断すべきものであり、契約締結前交付書面において審査内容を記載していれば問題ないというものではありません。	
64	金商法第40条の3を維持しつつ、有価証券の発行者及びその事業の実在性等の審査を行うための態勢が要求されている点からすると、審査の内容として、事業計画の実在性、妥当性等の審査は行うものの、ファンド規約どおりに分別管理がなされているかどうかまでの審査は行う必要がないという理解でよい。	ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、発行される有価証券に関し、改正金商法等府令第70条の2第2項第3号に基づき、金商法第40条の3及び第40条の3の2の規定の趣旨を踏まえて、ファンドの分別管理が行われているかどうかも含め適切な審査を行う必要があると考えます。	
		▼改正金商法等府令第70条の2第2項第4号（パブコメ案同項第3号）	
65	「申込期間」について、匿名組合契約などで、あらかじめ申込期間の延長があり得ることが記載されている場合には、期間が延長された後の申込期間	「申込期間」について、匿名組合契約などで、あらかじめ申込期間の延長があり得ることが記載されている場合には、期間が延長された後の申込期間	貴見のとおりです。

<p>務」において取扱う有価証券に関しては、電子募集取扱業務以外に「法第二条第八項第九号に掲げる行為」としてどのような行為を想定しているのか。</p>	<p>改正金商業等府令第70条の2第3項第2号（ハプロコメ案同条第7項第2号）に掲げる申込みの方法には、例えば、顧客が申し込みとする集団投資スキーム持分（ファンド持分）に関する事項（ファンドの申込内容）を記載した電子メールを、電子募集取扱業務を行う第二種金融商品取引業者宛に送信（当該電子メールに申込書類等の電子ファイルを添付して送信する場合を含む。）する方法はこれに含まれるとの理解でよいか。</p>	<p>貴見のとおりです。</p>
<p>77</p>	<p>募集・私募の取扱いに ilişkin ファンドの情報はホームページ又はEメールを通じて入手し、購入申込は電子情報処理組織ではなく書面又は電話で行う場合には、電子申込型電子募集取扱業務に該当しないという理解でよいか。また、書面の場合だが、書面を郵送するのではなくPDF化してEメールで行う場合、書面による購入申込にはあたらず電子申込型電子募集取扱業務に該当するとの理解でよいか。</p>	<p>貴見のとおりです。</p>
<p>78</p>	<p>改正金商業等府令第70条の2第3項（ハプロコメ案第7項）の「これらの業務において取り扱う有価証券に係る法第二条第八項第九号に掲げる行為」について、「これらの業務」とは、「電子申込型電子募集取扱業務」と「第一種少額電子募集取扱業者若しくは第二種少額電子募集取扱業者が行う電子募集取扱業務」の両方を指しているとの理解でよいか。</p>	<p>貴見のとおりです。</p>
<p>▼契約締結前交付書面の記載事項等</p>		
<p>80</p>	<p>改正金商業等府令第83条第1項第6号ロの「目標募集額」は、特に目標募集額が定められず、募集期間中に申し込みのあった金額全額が出資に充てられる場合には、記載しなくても良いのか。</p>	<p>目標募集額に達しなくとも出資が実行される場合であっても、電子申込型電子募集取扱業務等を行う場合には、金融商品取引業者等において事業計画に照らして適当な目標募集額であることを確認する必要がある、目標募集額を設定する必要がある。</p>
<p>81</p>	<p>改正金商業等府令第83条第1項第6号トで定める「当該有価証券の取得に關し、売買の機会に關する事項」とは、具体的にどのような記載を想定しているのか。例えば、未公開株については流動性が乏しいため、取得後の売買の機会が少くない旨を記載する</p>	<p>有価証券の流動性が乏しく、取得後の売買の機会が少ない場合にはその内容を記載することを想定しています。</p>

<p>例えば発行者の事業状況・財務状況を記載した書面を送付、発行者のホームページで開示したり、発行者自身が株主に対して説明会を開くなど、発行者が直接株主である顧客に対して情報提供するという理解でよいか。</p> <p>また、電子申込型電子募集取扱業務を行う者は一度「発行者が顧客に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供すること」を確保すればよいか。</p>	<p>なお、日本証券業協会の自主規制制規則案においては、発行者との間で契約を締結するともに、当該契約に基づいて当該発行者により情報提供がなされていることを確認することが義務づけられることとされています。</p> <p>発行者の顧客に対する情報提供の方法としては、金融商品取引業者等のウェブサイト上において情報を掲載するという方法のほか、電子メールや郵送などの方法も考えられることか、このように規定しています。</p>	<p>発行価額の総額の確認のための措置として、第一種少額電子募集取扱業者が事業者に対して、当該要件を満たしていることを確認するかどうか。個別申込額の確認のための措置としては、当該第二種少額電子募集取扱業者が事業者から顧客情報を取得するなどの方法で直接確認をすることが必要か。</p>
<p>72</p>	<p>▼改正金商業等府令第70条の2第2項第8号（ハプロコメ案同項第7号）</p> <p>発行価額の総額の確認のための措置として、第一種少額電子募集取扱業者が事業者に対して、当該要件を満たしていることを確認するかどうか。個別申込額の確認のための措置としては、当該第二種少額電子募集取扱業者が事業者から顧客情報を取得するなどの方法で直接確認をすることが必要か。</p>	<p>発行価額の総額の確認のための措置として、第一種少額電子募集取扱業者が事業者に対して、当該要件を満たしていることを確認するかどうか。個別申込額の確認のための措置としては、当該第二種少額電子募集取扱業者が事業者から顧客情報を取得するなどの方法で直接確認をすることが必要か。</p>
<p>73</p>	<p>▼改正金商業等府令第70条の2第3項（ハプロコメ案同条第7項）</p> <p>電子募集取扱業務において取り扱う有価証券と同じ有価証券について、第二種業者が開催する説明会（顧客が当該会場に向くもの）において、勸誘を行う行為や、他の金商業者や登録金融機関に委託して勸誘を行う行為は電子申込型電子募集取扱業務等に含まれると解してよいか。</p>	<p>同一のファンドの募集・私募の取扱いに對し、一部を電子申込型電子募集取扱業務で行う場合、あわせて対面販売を行う場合など）についても、「電子申込型電子募集取扱業務等」に該当します。</p> <p>なお、第一種・第二種少額電子募集取扱業者は、電子募集取扱業務以外に金商法第2条第8項第9号に掲げる行為を行うことはできません。</p>
<p>74</p>	<p>同一のファンドの募集・私募の取扱を行う中で、あらかじめ、契約締結前交付書面等において表示を行ったうえで、一部は電子申込型電子募集取扱業務等で行い、残りの部分は通常の第二種業者の業務（訪問、電話営業など）として行うことは可能か。</p>	<p>改正金商業等府令第70条の2第3項（ハプロコメ案同条第7項）の「これらの業務において取り扱う有価証券に係る法第二条第八項第九号に掲げる行為」について、「第一種少額電子募集取扱業者若しくは第二種少額電子募集取扱業者が行う電子募集取扱業務</p>

<p>業者等は、未加入協会が対象としている業務（即ち、一般社団法人第二種金融商品取引業協会であれば、第一種金融商品取引業協会及び契約締結前交付書面についてのみ、一般社団法人第二種金融商品取引業協会に未加入である旨記載すれば良いとの理解でよいか。即ち、例えば、投資信託に係る広告等及び契約締結前交付書面について、一般社団法人第二種金融商品取引業協会に未加入である旨の記載は求められないとの理解でよいか。</p>	<p>引業を行う金融商品取引業者等が、日本証券業協会の会員であるものの第二種金融商品取引業協会の会員でない場合、当該金融商品取引業者等は、第二種金融商品取引業に係る契約締結前交付書面においてのみ、第二種金融商品取引業協会に非加入である旨を記載する必要がある。また、広告及び標識において協会に非加入である旨の表示をすることについて改正しないこととしたしました。</p>
<p>87</p>	<p>改正金商業等府令第76条第3号、第82条第15号及び別紙様式第10号注意事項3後段（パブコメ案）は削除すべし。</p>
<p>88</p>	<p>平成26年の金商法の改正では協会への加入促進として登録拒否要件が追加され、金融商品取引業協会に加入していない場合には、協会規則に準ずる社内規則の作成等が求められることになっているが、この改正は投資助言代理業には適用されていない。改正金商業等府令においては、金商業等全般を対象として、広告、契約締結前交付書面及び標識に協会非加入である旨の表示を義務付けているが、協会非加入の場合に体制整備が求められていない投資助言代理業者にまで、これらの義務を求める必要はないのではないか。</p>
<p>89</p>	<p>改正金商業等府令第76条及び第82条（パブコメ案）において「当該金融商品取引業者等が金融商品取引業協会に加入していない場合（パブコメ案）を記載することや別紙様式第11号（パブコメ案）において標識に金融商品取引業協会「非加入」を表示することが追加されたが、法令を遵守して業務を運営する登録金融機関にも一律に適用する必要があるのではないか。</p>
<p>90</p>	<p>広告等に関して、2以上の金融商品取引業を営んでいる場合、1の金融商品取引業協会にのみ加入している場合は、当該金融商品取引業協会に加入していることのみを表示することもよい。</p>
<p>91</p>	<p>国土交通大臣もしくは都道府県知事の免許を有する宅地建物取引業者である第二種金融商品取引業者は、第二種金融商品取引業協会非加入との表示を強制されない等の措置を講じてほしい。</p>
<p>92</p>	<p>改正金商業等府令第76条第3項、第82条第15号及び別紙様式第10号（パブコメ案）の規定については、宅地建物取引業免許を有する者は宅地建物取引業</p>

<p>82</p>	<p>電子募集取業務の対象となる有価証券の内容により、金融商品のリスクが異なることが想定されることから、現時点で「顧客の注意喚起すべき事項」の具体的な内容を定めることと喚起すべき事項の具体的な内容を定めることとはしませんが、「顧客の注意喚起すべき事項」に該当するようならリスク事項については、具体的に、契約締結前交付書面の記載事項とし、ウェブサイトに上において情報提供を行う必要があり。</p>	<p>電子募集取業務の対象となる有価証券の内容により、金融商品のリスクが異なることが想定されることから、現時点で「顧客の注意喚起すべき事項」の具体的な内容を定めることと喚起すべき事項の具体的な内容を定めることとはしませんが、「顧客の注意喚起すべき事項」に該当するようならリスク事項については、具体的に、契約締結前交付書面の記載事項とし、ウェブサイトに上において情報提供を行う必要があり。</p>
<p>83</p>	<p>金融商品取引業者は、電子募集取業務において有価証券の取得の申込みを受け、投資者が金商法第37条の3第1項第5号、金商業等府令第82条第3号及び第5号並びに第83条第1項第6号に定める事項について理解していることを確認すべき旨の定めを、金商業等府令第146条の2の第5項として置くべきである。</p>	<p>監督指針Ⅲ-2-3-4(1)④は、金融商品取引をインターネットを通じて行う場合においては、顧客がその操作する電子計算機の画面上に表示される説明事項を読み、その内容を理解した上で画面上のボタンをクリックする等の方法で、顧客が理解した旨を確認することにより、金商業等府令第117条第1項第1号に規定する「当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明」を行なったものと考えられるとしています。</p>
<p>84</p>	<p>今般の改正は、協会に加入していない旨（非加入である旨）の表示をすべきとの条項は、(1)金商法の明文規定に沿って、協会に加入しない旨があることを前提とするものであること、(2)加入していない旨（非加入である旨）の表示を求めることにより協会への加入を事実上義務付けようとの意図に基づくものでないことを確認したい。</p>	<p>今般の改正は、協会への加入を義務づけるものではありません。なお、広告及び標識において協会に非加入である旨の表示をすることについて改正しないことといたしました。</p>
<p>85</p>	<p>第一種金融商品取引業と投資助言・代理業の登録を受けている業者であって、日本証券業協会には加入しているが、日本投資顧問業協会には加入していない業者の場合、第一種金融商品取引業に係る金融商品取引契約についての広告や契約締結前交付書面には日本投資顧問業協会に加入していない旨の記載は不要で、投資助言・代理業に係る金融商品取引契約についての広告や契約締結前交付書面にのみ、日本投資顧問業協会に加入していない旨の記載をすればよいとの考えでよいか。</p>	<p>契約締結前交付書面については、これまでも協会への加入の有無及び加入している協会の名称の記載が義務づけられていた（金商業等府令第82条第14号）ところ、複数の業種を行って品取引業の場合に、契約締結前交付書面に係る金融商品取引業者等が義務づけられることと加入していない旨の表示が義務づけられることとしたものです。なお、金商業等府令が義務づけられることとしたものから、これを義務づけられることとしたものとする協会に加入していない場合のみ当該協会に非加入の旨を契約締結前交付書面に記載すればよい旨を明確にするため、改正金商業等府令第82条第14号を修正しております。例えば、第一種金融商品取引業と第二種金融商品取</p>
<p>86</p>	<p>第一種金融商品取引業と第二種金融商品取引業を営む金融商品取引業者等が日本証券業協会の会員である場合であって、一般社団法人第二種金融商品取引業協会の会員でないとき、当該金融商品取</p>	<p>第一種金融商品取引業と第二種金融商品取引業を営む金融商品取引業者等が日本証券業協会の会員である場合であって、一般社団法人第二種金融商品取引業協会の会員でないとき、当該金融商品取</p>

98	帳簿書類の国内での保存等を求める改正金商業等府令第157条第3項及び第181条第4項に賛成する。	帳簿書類について、発行者の財務状況等の審査に關する記録及び電子募集取扱業務において投資者に表示される事項を記載した書面の作成・保存を求め、改正金商業等府令第181条第5号及び第181条第1項第5号に賛成する。ただし、各「口」の定めにおいて「…事項を記載した書面」との定めは、「…事項が記載されたもの」として電子募集取扱業務の相手方に表示された映像面の記録」とすべきである。	ご意見ありがとうございました。 貴見を踏まえ、改正金商業等府令第157条1項18号口及び第181条第1項第5号口の規定を修正しております。
99	帳簿書類について、発行者の財務状況等の審査に關する記録及び電子募集取扱業務において投資者に表示される事項を記載した書面の作成・保存を求め、改正金商業等府令第181条第5号及び第181条第1項第5号に賛成する。ただし、各「口」の定めにおいて「…事項を記載した書面」との定めは、「…事項が記載されたもの」として電子募集取扱業務の相手方に表示された映像面の記録」とすべきである。	有価証券の発行者に対する審査に係る記録については、保存期間を10年とするよう、改正金商業等府令第157条第2項、第181条第3項及び第184条第2項の規定を修正しております。なお、ウェブサイトででの情報提供の記録については、契約締結前交付書面の写しの保存期間を参考としてしております。	
100	帳簿書類について、発行者の財務状況等の審査に關する記録及び電子募集取扱業務において投資者に表示される事項を記載した書面の作成・保存を求め、改正金商業等府令第181条第5号及び第181条第1項第5号に賛成する。ただし、各「口」の定めにおいて「…事項を記載した書面」との定めは、「…事項が記載されたもの」として電子募集取扱業務の相手方に表示された映像面の記録」とすべきである。	有価証券の発行者に対する審査に係る記録については、発行者の営業秘密や個人情報等が含まれることが想定されるため、投資者による閲覧権限を認めることについては、慎重に検討する必要があると考えます。また、ウェブサイトででの情報提供の記録についても、契約締結前交付書面により投資者に交付される情報であるため、改めて投資者による閲覧権限を認めることについては、慎重に検討する必要があると考えます。	
101	帳簿書類について、発行者の財務状況等の審査に關する記録及び電子募集取扱業務において投資者に表示される事項を記載した書面の作成・保存を求め、改正金商業等府令第181条第5号及び第181条第1項第5号に賛成する。ただし、各「口」の定めにおいて「…事項を記載した書面」との定めは、「…事項が記載されたもの」として電子募集取扱業務の相手方に表示された映像面の記録」とすべきである。	帳簿書類として保存すべきものは、実際にウェブサイトで情報提供したものです。なお、帳簿書類としてウェブサイトででの情報提供に係る電子計算機の映像面に表示されたものの記録を保存することとするよう規定を修正しております。	
102	帳簿書類について、発行者の財務状況等の審査に關する記録及び電子募集取扱業務において投資者に表示される事項を記載した書面の作成・保存を求め、改正金商業等府令第181条第5号及び第181条第1項第5号に賛成する。ただし、各「口」の定めにおいて「…事項を記載した書面」との定めは、「…事項が記載されたもの」として電子募集取扱業務の相手方に表示された映像面の記録」とすべきである。	帳簿書類として保存すべきものは、実際にウェブサイトで情報提供したものです。なお、帳簿書類としてウェブサイトででの情報提供に係る電子計算機の映像面に表示されたものの記録を保存することとするよう規定を修正しております。	
103	帳簿書類について、発行者の財務状況等の審査に關する記録及び電子募集取扱業務において投資者に表示される事項を記載した書面の作成・保存を求め、改正金商業等府令第181条第5号及び第181条第1項第5号に賛成する。ただし、各「口」の定めにおいて「…事項を記載した書面」との定めは、「…事項が記載されたもの」として電子募集取扱業務の相手方に表示された映像面の記録」とすべきである。	帳簿書類として保存すべきものは、実際にウェブサイトで情報提供したものです。なお、帳簿書類としてウェブサイトででの情報提供に係る電子計算機の映像面に表示されたものの記録を保存することとするよう規定を修正しております。	

93	法の規制を受け業務を行っていることから、宅地建物取引業者については、上記規定の適用を除外してほしい。	第一種少額電子募集取扱業務と第二種金融商品取引業者を行う者として登録を受けた者の場合は「第一種少額電子募集取扱業務、第二種金融商品取引業」と表示することとなり、また、「第一種少額電子募集取扱業務、第二種金融商品取引業」と記載するの、それとも「第二種金融商品取引業」と記載するの、どちらかを記載するの、また、第一種少額電子募集取扱業務のために日本証券業協会に加入した場合、標識に記載する加入協会として日本証券業協会も記載するという理解でよいのか。	
94	第二種金融商品取引業協会においては、賛助会員を設けているが、当該会員は金融商品取引法上の認定金融商品取引業協会の会員に該当しないことから、賛助会員においては、社内規則において協会規則に準ずる社内規則の整備を行う必要があるのか。	貴見のとおりです。	
95	投資運用業として金商法第2条第8項第14号に掲げる行為を行う投資信託委託会社が、自社設立の投資信託の受益証券の自己募集又は自己私算（第二種金融商品取引業として行う金商法第2条第8項第7号に掲げる行為）のほかに第二種金融商品取引業として金商法第2条第8項第7号に掲げる行為を行う場合、投資信託協会に加入していただければ、第二種金融商品取引業協会に加入しなくても、社内規則を登録申請書の添付書類とする必要はないという理解で良いか。	貴見のとおりです。	
96	新たに金融商品取引業の登録を受けようとする者が協会に加入しない場合に整備すべき社内規則とは何かを具体的に明らかにすべきである。	協会に加入しない場合制作する社内規則は、協会の定款その他の規則に準ずる内容のものである必要がある。	
97	新たに登録申請の際に追加された提出書類については、既に登録を受けている金融商品取引業者については適用がないという理解でよいのか。	既に金融商品取引業者としての登録を受け、当該業務を行っている場合には、登録申請時に必要な書類として提出することとなる登録申請者が行う業務に関する社内規則の提出は改めては求められませんが、社内規則等の整備及び遵守するための措置がとられる必要がある（改正金商業等府令第70条の2第1項）。なお、社内規則の整備状況等については、今後の検査・監督において検証していくことといたします。	
▼帳簿書類			

<p>電磁的記録をもって作成」とあるのは、監督指針Ⅲ-3-3-(6)①の「手書きにより作成された帳簿書類については、画像データとして保存する」ことも含まれる」と理解してよいか。</p>	<p>▼その他</p>	<p>貴見のとおりです。</p>
<p>104 電子募集取扱業務を行う場合には変更登録の申請が必要であるが、改正金商法等府令第8条第10号において、「電子募集取扱業務（法第3条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券（改正金商法施行令第15条の4の2に規定するものを除く。））について行うものに限る。以下同じ。）」と規定されていることから、上記の商品について電子募集取扱業務を行う場合のみに変更登録が必要ということではよいか。また、同令第79条第2項第3号の「電子申込型電子募集取扱業務等」も同じと考えるとよいか。</p>	<p>105 現在は協会に入会すると、加入する金融商品取引協会の名称を記載した変更登録申請書を提出することとなっているが、これに加えて、改正金商法等府令第11号（パブコメ案）の規定に基づき、届出を行う必要があるという理解でよいか。</p>	<p>106 クラウドファンディング業者に関する業務管理体制に不備があり、その改善を求められている間は、当該業者はクラウドファンディング業務を行うことができないうものとするべきである。</p>
<p>107 金商法等府令第4条において経過措置が設けられているが、この経過措置は改正府令の施行の日から起算して6ヶ月を経過する日までの間における改正金商法等府令第82条（契約締結前交付書面の共通記載事項）の規定の適用に関する経過措置であって、改正金商法の施行の時点で金融商品取引業協会に加入していない金融商品取引業者のための金融商品取引業協会の加入に係る経過措置（移行期間）を設けた（又は含めた）ものではないという理解でよいか。</p>	<p>●二条定義府令</p>	<p>▼電子申込型電子募集取扱業務等を行う場合の金銭の預託 改正二条定義府令第16条第1項第14号の2の「当該金銭であることがその名義により明らかなものに限る。」の考え方として、個々のファンド名義を記した口座でなければならぬのか、それとも「ファ</p>

<p>109 金商法等府令第7条第9号に規定する「特定有価証券等管理行為」として、新たに改正二条定義府令第16条第1項第14号の2に掲げる行為が追加されているが、当該行為については、信託銀行の選定、業務内容・契約条件等の交渉、契約の締結等に要する相当の期間を考慮して、経過措置を設けてほしい。</p>	<p>110 改正二条定義府令第16条第1項第14号の2の新設は、電子申込型電子募集取扱業務の場合に限り、有価証券の私募の取扱いに限り、顧客から金銭の預託を受ける行為が金融商品取引業から除外されるための条件に限定を加えたものと思うが、このような限定を加えた理由はなにか。また、改正二条定義府令第16条第1項第14号の2が定める信託は投資家を受益者にすることが求められず、法的には倒産隔離がなされていない専用預金口座と同様であり、分別管理の方法を信託に限定する必要はないように思われる。</p>	<p>111 第二種少額電子募集取扱業者が出資金の預り行為を行うには、資本金が5,000万円以上の法人に限られる。しかし、第一種少額電子募集取扱業者が1,000万円の資本金で預り行為が出来ることとアンパランスであると考えられること、預り行為をするために5,000万円以上の資本金を要請すると、規制緩和の観点から第二種少額電子募集取扱業者の登録要件として資本金（ないし営業保証金）を1,000万円から500万円に引き下げた意義が薄れてしまう懸念があること、改正二条定義府令第16条第1項第14号の2では信託の利用が義務付けられていることなどからすると、同号の対象となる金融商品取引業者の資本金の要件について同項第14号よりも緩和しても良いのではないかと。</p>	<p>112 投資型クラウドファンディングにおいて勧誘を行う金融商品取引業者が投資家の払込金を受領する場合、当該払込金を一旦自らの銀行口座（専用預金口座に限られない）において保管したうえで、改正二条定義府令第16条第1項第14号の2に定める元</p>	<p>「顧客口」のように業者の固有口座との区別がつく表示であれば足りるのか教えてほしい。また、預託を受けるにあたり、個々のファンド毎に信託口座を設ける必要があるのか、「ファンドロ」顧客口」などの口座で複数のファンドの金銭の預託を受けることも可能なか教えてほしい。</p> <p>貴見を踏まえ、信託を利用した分別管理義務について、3ヶ月の経過措置を設けることとしております。</p> <p>電子申込型電子募集取扱業務がインターネットを通じて手軽に多数の者から資金を集めることのできる仕組みであることに鑑み、第二種金融商品取引業者が電子申込型電子募集取扱業務を行う場合は、顧客から金銭の預託を受ける場合においてはより確実に顧客が預託した資産を管理することが求められるとの観点から、顧客が預託した金銭について倒産隔離等の顧客保護を図るため、預託を受ける場合の方針として信託を利用する方法としております。</p> <p>指摘を踏まえ、改正二条定義府令第16条第1項第14号の2の規定を修正し、金融商品取引業者からの倒産隔離が求められることを明確化しました。</p> <p>加えて、顧客からの金銭受領後の信託口座への入金を取扱いを明確化するため、第一種金融商品取引業における顧客分別金信託と同様に、少なくとも週に一日定める基準日から営業日以内に当該払込金を改正二条定義府令第16条第1項第14号の2に定める信託口座に移すこととすよう、改正二条定義府令第16条第1項第14号の2の規定を修正しております。</p> <p>なお、投資家保護の観点から、顧客の金銭の預託を受けるにあたっての資本金要件（5,000万円）は緩和しておりません。</p>
--	--	--	---	---

120	インターネット取引において抽選による配分を行う場合、投資家への通知は、以下のとおり行うこととしてよいか。 ①当選者に対しては、注文画面上に「発行価格、利率又は売出価格及び払込金額」を表示する。 ②当選者の購入辞退に伴う再抽選申込者に対しては、注文画面上に「発行価格、利率又は売出価格及び払込金額の最大額(発行価格×再抽選申込み数量又は売出価格×再抽選申込み数量)」を表示する。	相手方が最終的な注文の意思表示をする前にご意見のような表示がなされるのであれば、そのような方法による通知も許容されると考えられます。
121	「その相手方に対し、発行価格、利率又は売出価格及び払込金額を電話その他の方法により直接に通知」とは、相手方が個人であり通知の方法が電話である場合、相手方の家族への通知は要件を満たさないと理解でよいか。相手方の家族に通知することについて相手方の了解を得ている場合はどうか。	家族への通知では要件を満たさないことについては、ご理解のとおりです。ただし、家族の了解を得ている場合については、民事上の代理の要件を満たさず場合、すなわち、通知を受領することにつき、相手方から家族への授権がなされ、かつ、当該家族が相手方のために通知を受領する旨を表示した場合には、当該家族への通知をもって改正企業開示府令第14条の2第1項第3号等の要件を満たすものと考えられます。
122	「電話その他の方法」とは、電話による通知以外に、例えば、電子メールによる送信、ファクシミリ装置による送信、対面での口頭による通知、及び書面の交付等を指すとの理解でよいか。	貴見のとおりです。
123	何らかの事情で相手方に対し直接に通知できなかつた場合、当該相手方に対する目論見書の訂正事項分の交付を行っていないこととなるため、有価証券を取得させる又は売り付けることができなかつたとの理解でよいか。	貴見のとおりです。
124	金商法第15条第2項により、適格機関投資家に対しては、当該適格機関投資家から交付請求があつた場合を除き、目論見書の交付は不要であるので、改正企業開示府令第14条の2第1項第3号に基づく通知も不要という理解でよいか。	貴見のとおりです。
125	「(その有価証券を募集又は売出しにより取得させ、又は売り付けようとする際に、その相手方に対し、発行価格、利率又は売出価格及び払込金額を電話その他の方法により直接に通知する場合に限る。)」を削除してはどうか。改正企業開示府令第14条の2第1項第1号及び第2号に掲げる内容に鑑みると、該部分を除いても、投資者が必要な情報を取得する機会や利便性に劣ることなどは考えにくい。	発行価格等の情報の提供方法は、投資者がこれらの情報を確実に取得することが可能な方法である必要がありますが、ホームページにこれらの情報を掲載するのみでは投資者の確実な情報取得が担保されているとはいえないため、発行価格、利率又は売出価格及び払込金額については、相手方に対して直接通知することを要求したものです。
126	「～発行者及びその有価証券を募集又は売出しにより取得させ、又は売り付けようとする者～」とあるが、	発行価格等の情報は、基本的には、主幹証券会社のホームページに掲載することです。

113	本補てん付信託の受託者の信託口座へ入金することが想定される。このような取扱いが許容され、投資家に直接信託口座への入金を求める必要がないことを確認したい。	
114	改正二条定義府令第16条第1項第14号の2が定める信託で保全がなされるまでに専用預金口座で一時的に出資金を保存した場合、同号に定める分別管理がなされていないこととなるのか。	改正二条定義府令第10条第1項第14号及び第14号の2に掲げる行為は、金融商品取引業から除外されるものであるため、金商法第43条の2の適用を受けるものではありません。
115	改正二条定義府令第16条第1項第14号の2の要件を充たす必要があるか。	第一種少額電子募集取扱業務と第二種少額電子募集取扱業務を行う者が、電子募集取扱業務を受けた者が、第一種少額電子募集取扱業務として集団投資スキーム特分の募集・私募の取扱いを行う場合には、第一種少額電子募集取扱業務として金銭の預託を受けることが可能という理解でよいか。それとも第二種少額電子募集取扱業務については顧客から金銭の預託を受ける場合にあっては、別途、改正二条定義府令第16条第1項第14号の2の要件を充たす必要があるか。
●企業開示府令、外国債開示府令、特定有価証券開示府令		
▼訂正目論見書の交付要件		
116	改正企業開示府令第14条の2第1項第3号で規定する投資家に通知する項目のうち、「払込金額」とは「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」を示しているという理解でよいか。	「払込金額」とは、通知の相手方が払い込む金額、すなわち、有価証券の発行価格又は売出価格に当該相手方が買収する有価証券の数量を乗じた金額を意味しています。
117	発行者及びその有価証券を募集又は売出しにより取得させ、又は売り付けようとする者が、その相手方に対し通知する「払込金額」とは、投資家が証券会社に対し払い込む金額(発行価格×数量又は売出価格×数量)という理解でよいか。	
118	「払込金額」とは、引受証券会社を通じて発行者に支払われる金額の総額ではなく、相手方が募集又は売出しに応じて支払うべき金額との理解でよいか。	
119	投資家への説明は複数回に及ぶこともあると考えている。投資家への発行価格、利率又は売出価格及び払込金額の通知は、要注を行うまでの複数回にわたり説明が実施されたいればよいか。	発行価格、利率又は売出価格及び払込金額は、有価証券の募集又は売出しによる取得又は売付けまでの間に相手方に通知されたいれば足りると考えられます。

<p>この点、このような変更は、改正大量保有報告書等令第9条の第2項第2号に規定する「第一号様式及び第三号様式に記載すべき事項」の変更ではなくなることから、特に手続をする必要がなくなると考えられる。</p> <p>しかし、このような変更であっても、当局としては、変更後の地番を把握する必要があると思われる。</p> <p>また、公衆に対し、特定の地番まで知らせる必要がなくとも、同一市区町村内で住所が変更されたという事実も、同一市区町村内で住所が変更されたという事実も、知らせておきたいと思われる。</p> <p>したがって、このような場合は、変更後の住所を記載した書面を添付した上、同一市区町村内で住所が変更された旨を記載した変更報告書を提出しなければならぬこととするべきだと思われる。</p>	<p>全部を記載した書面を大量保有報告書等に添付の上、報告書本体においては地番の記載を省略する方法を選択した場合においても、当該提出者が同一市区町村内で住所を変更したときには、当該住所の変更に係る変更報告書を新たに提出する必要はあるものと考えられます。</p> <p>なお、新たに提出する変更報告書においても、変更後の住所を記載した書面を添付する方法を選択する場合は、当該変更報告書には、引き継ぎ市区町村名までを記載すれば足りることから、報告書本体の住所の記載欄には変更が生じないこととなります。</p> <p>そもそも、大量保有報告書の提出者は、大量保有報告書等に記載すべき重要な事項に変更があった場合、変更報告書を提出する必要はありませんが、本改正は、住所を記載した書面の添付を条件に、提出者の住所のうち市区町村より後の部分の記載の省略を認めるといった新たな選択肢を提供するものに過ぎず、本改正後も、当該部分を含めた住所全体が、大量保有報告書等に記載すべき重要な事項に当たることには変更がありません。</p> <p>したがって、上記のとおり、たとえ同一市区町村内であっても、住所の変更があった場合には、変更報告書を提出する義務が生じるものと考えられます。</p>
<p>●金融指標庁令</p> <p>143 金融指標庁令第9条第1項においては、業務規程に記載すべき事項が規定されているが、同項第16号の「行動規範」で定める部分と、同号以外で定められた部分の関係について、以下の認識でよいか確認したい。</p> <p>第9条第1項第16号：情報提供者が遵守すべき事項（行動規範）</p> <p>第9条第1項第16号以外：特定金融指標算出者が遵守すべき事項（業務規程）</p>	<p>貴見のとおりです。</p> <p>ご指摘の「専門家の判断」には、特定金融指標算出者自身の判断のほか、特定金融指標算出者が情報提供者以外の第三者に判断を委託し、それを利用する場合も含まれます。後段のコメントについては、貴見のとおりです。</p>
<p>の手当は不要との理解でよいか。</p>	<p>による訂正発行登録書又は発行登録追補書類に記載すべき内容及び内閣府令で定める内容」とされているため、第11号様式の変更部分については、発行登録目録書においても同様の変更が必要。</p> <p>発行予定期間の中で決算期変更等により法定提出期限が変わったケースにおいては、訂正発行登録書の提出による提出期限の修正を行うか（改正金商法23条の4）、あるいは、既存の発行登録書を取り下げ、新規に発行登録書を提出することが必要であると考えられます。</p> <p>施行日より前に提出済みの発行登録書について、訂正発行登録で提出期限を追記することにより、本改正の適用を受けることはできません。なお、施行日より前に提出済みの発行登録書を取り下げ、新規に、有価証券報告書の提出期限を記載した発行登録書を提出することにより、本改正の適用を受けることは可能です。</p> <p>本改正は、有価証券報告書や四半期報告書など法定の提出期限が明確な継続開示書類が提出された場合に、訂正発行登録書の提出義務を免除するものであり、臨時報告書の提出については具体的な提出期限の記載が困難であるため本改正の対象ではありません。このため、株主総会の決議事項に係る臨時報告書が提出された場合には、訂正発行登録書の提出が必要になります。</p>
<p>139 改正金商法の施行後、発行登録書に有価証券報告書の提出予定日を記載することで、訂正発行登録書の提出を免除し、提出者負担を削減するという趣旨は理解できたが、有報提出の時期には、定時株主総会の決議事項に係る臨時報告書（企業開示府令第19条第2項第9号の2）を提出する必要がある。当該臨時報告書の提出は、訂正発行登録書の提出は免除にならず、提出が必要になるという理解でよいか。</p> <p>140 株主総会の決議事項に係る臨時報告書（企業開示府令第19条第2項第9号の2）は総会決議後遅滞なく提出することになっており、投資家も有価証券報告書等と同様にあらかじめ承知している内容と考える。従って、改正金商法の趣旨から当該臨時報告書も適用の対象としていただきたい。</p>	<p>発行登録書に有価証券報告書等の提出期限を記載することで訂正発行登録書を提出しない場合、有価証券報告書の【その他の参考情報】欄に、訂正発行登録書を提出しないことについて特に記載しないという理解でよいか。</p> <p>●大量保有府令</p> <p>142 大量保有報告書等について、個人が同一市区町村内で住所を変更した場合は、どうなるのか。</p>

	を想定しているのではなく、IOSCO 原則 5 (Internal Oversight : 内部監督機能) を意図しているという理解でよいか。 (参考) IOSCO 原則 5 は、金融指標の算出者の機関内部に設置すべき監督機能について、IOSCO 原則 17 は、内部又は外部の監査人による監査 (Audit) について、それぞれ規定するもの。	とすよう、規定を修正致します。
151	金融指標府令第9条第1項第13号における、不服処理を行う「特定金融指標算出業務から独立した立場にある者」とは、一般的には日々の算出・公表のオペレーションに関与しない部署の職員は当該立場に該当すると理解してよいか。	貴見のとおりです。
152	金融指標府令第9条第1項第16号イ(2)は、特定金融指標算出者が情報提供者の脱退や合理的な経営判断による算出基礎情報の提供の休止又は廃止自体を禁止しなければならない趣旨でないという理解でよいか。 なお、実態として、情報提供者が自発的に特定金融指標の算出・公表に協力している金融指標においては、情報提供者の脱退を防止するための措置に限りがあがるが、特定金融指標算出者として可能な限りの措置を記載することで足りることを確認したい。	貴見のとおりです。
153	金融指標府令第9条第1項第16号イ(3)における「促す措置」というのは、特定金融指標算出者が情報提供者に対して、特定金融指標算出者からの情報提供要請に対して応じる義務を課すことで足り、必ずしも情報提供者に対して日次でレポート提示に関する証拠を提出することを義務付けることまでを求めるとはならないと理解してよいか確認したい。	貴見のとおりです。
154	金融指標府令第9条第1項第16号イ(4)iii)における「専門家の判断の管理」とは、IOSCO 原則14において、行動規範で、「専門家判断の利用方法について案内し、詳細を示す方針(文書化の要件を含む)」を定めること等が求められていることを踏まえ、これに対応する事項について、行動規範への記載を求めるとはならないと理解してよいか確認したい。	貴見のとおりです。
155	金融指標府令第9条第1項第16号ロにおける「行動規範に係る契約の情報提供者との間の契約の締結」とは、形式的に「契約書」である必要はなく、情報提供者が特定金融指標算出者の策定する行動規範を遵守したうえでレポート提示を行う旨の「承諾書」を特定金融指標算出者宛てに提出する方法で	貴見のとおりです。

	規程の記載は必要がないことを確認したい。 金融指標府令第9条第1項第2号イに掲げる「協議」および「事前の通知」は、一般的なものとして、ホームページに公表して広く一般に意見を募集する(検討結果も公表する)というパブリック・コメント方式が排除されないと理解してよいか。	貴見のとおりです。
146	金融指標府令第9条第1項第2号イ(2)における「監査の方法」とは、指標の算出公表方針等の変更が適切に行われたことについて内部監査部門による事後的な確認が適切に行われることを確保することを求めているという理解でよいか。必ずしも手続の詳細を定める趣旨ではないことを確認したい。	貴見のとおりです。
147	金融指標府令第9条第1項第2号ハは、IOSCO が2013年7月に公表した「金融指標に関する原則」(以下「IOSCO 原則」)の12において、金融指標の算出者は、金融指標の算出方針の変更を行うに当たり、その手続や、変更の概要等について明確に示すべきことが定められていることを踏まえ、これに対応する事項について、業務規程への記載を求める趣旨であるという理解でよいか。	貴見のとおりです。
148	金融指標府令第9条第1項第4号は価格等情報が十分なものであることの基準について、必ずしも定量的な基準を記載する必要はないと理解してよいか。 また、本号は、あくまで特定金融指標算出者の「価格等情報」全体について「十分なものであること」を求める趣旨であり、個々の情報提供者の「算出基礎情報」について「十分なものであること」まで求めている趣旨でないという理解でよいか確認したい。	貴見のとおりです。
149	金融指標府令第9条第1項第8号の「口 検証の結果の公表」および「ハ 当該見直しの概要の公表」は、IOSCO 原則10において、金融指標の算出者は、金融指標によって計測される対象の状況を見直すとともに、見直しによって金融指標に重要な修正が加えられた場合に、その概要を公表すべきこと等が定められていることを踏まえ、これに対応する事項について、業務規程に記載を求めると理解してよいか。	貴見のとおりです。
150	金融指標府令第9条第1項第10号における「内部監査部門」は、組織内の内部監査 (IOSCO 原則17)における Internal Audit) を実施する内部監査部等	貴見のとおりです。なお、その趣旨を明確にするため、金融指標府令第9条第1項第2号イ(2)及び同項第10号における「監査」を「監督」

<p>く算定に関して、第二種少額電子募集取扱業者による確認に資するためには、あらかじめ、事業者は募集・私募を行う際には、顧客との間の匿名組合契約等において、顧客情報を第三者（今後1年以内に、募集・私募の取扱いを行う（又は取扱いを行う可能性がある）第二種少額電子募集取扱業者）に提供する旨、あらかじめ規定する必要があるという理解でよいか。</p>	<p>件算定方法として、発行者から顧客情報の提供を受けることは必ずしも必要ではないと考へますが、そのような方法で少額要件を確認する場合には、あらかじめ匿名組合契約等に規定するとともに、顧客への説明を行うなど、個人情報の適切な取扱いが必要と考えられます。</p>
<p>162</p> <p>改正監督指針の「電子申込型電子募集取扱業務等の適切性」の「業務管理体制」の「発行者の事業計画等に係る適切な審査（IV-3-4-3-1(1)）」について、「実質的な審査が的確に行われているか。」とあるが、どのような審査を実施した場合に当該要件を満たすのか具体的な方法を例示してほしい。同様に、「適切な審査」についても具体的な方法を例示してほしい。</p>	<p>発行者やその発行する有価証券について一律にお示しすることは困難です。</p>
<p>163</p> <p>申込者による申込の撤回等の方法は、電子メール又は書面などの方法に限ることとしてもよいか。（電話は認めないとする）</p>	<p>ご指摘の方法も認められるものと考えますが、顧客の利便を踏まえた適切な対応（電話による申込が認められている場合には、電話による申込の撤回を認めるなど）が望まれます。</p>
<p>164</p> <p>申込の撤回等に際して、すでに払込が行われている金銭を返還する際は、金融機関への払込手数料を控除した残額を返還することとしてよいか。</p>	<p>契約の申込みの撤回や解除の際の返金の費用（払込手数料を含む。）は、原則として、債務者（金融商品取引業者）が負担すべきものと考えます。</p>
<p>●企業開示ガイドライン</p>	
<p>▼企業結合に係る暫定的な会計処理の確定</p>	
<p>165</p> <p>改正企業開示ガイドライン6-12-2では、遡及適用等の内容を反映した場合には、その旨を注記しなければならぬとある。</p>	<p>貴見のとおりです。</p>

<p>156</p> <p>も問題ないことを確認したい。</p> <p>金融指針附令第11条本文における「特定金融指標算出業務の休止」には、災害発生時等で事前予測が困難な事情が生じ、突発的に特定指標算出業務を継続できなくなった場合には、事前の届出ができなくとも本条の違反にならないという理解でよいか。</p>	<p>ご指摘のような場合においても、特定金融指標算出業務を適正に継続できるよう、措置を講じておく必要がある。なお、事前予測が困難な事情が生じ、特定金融指標算出業務の休止又は廃止について、事前の届出ができなかった場合に、金商法第156条の88の違反を問われかどうかについては、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられます。</p>
<p>157</p> <p>金融指針附令第13条第2号における「専門家の判断」は、特定金融指標算出者自身が行う専門家の判断という理解でよいか。また、特定金融指標算出者側で、個々の情報提供者が使用した専門家判断の記録を保存することを求める趣旨でないか確認したい。</p>	<p>ご指摘の「専門家の判断」には、特定金融指標算出者自身の判断のほか、特定金融指標算出者が情報提供者以外の第三者に判断を委託し、それを利用する場合も含まれます。後段のコメントについては、貴見のとおりです。</p>
<p>●監督指針</p>	
<p>158</p> <p>改正監督指針V-2-6(1)「主な着眼点」では、「協会未加入業者は、協会規則に準ずる内容の社内規則を適用している」という項目が新設されている。この点につき、金融商品取引業協会が、広告等の表示及び景品の提供に関する規則を定めている場合であっても、協会未加入業者が、現在広告その他金商法第37条第1項、金商法等府令第72条に定める行為を行っておらず、今後も行う予定はない場合には、同規則に準ずる社内規則を定める必要はないという理解でよいか。</p>	<p>広告その他これに類似する行為（金商法第37条第1項、金商法等府令第72条）に該当するかは個別具体的に判断する必要がありますが、当該行為に該当する行為を行っておらず、将来的にも行わないのであれば、金融商品取引業協会が定める広告に関する規則に準ずる社内規則を定める必要はないものと考えられます。なお、業務方法書において行うとしている業務に関しては、適切な社内規則を定める必要があると考えます。</p>
<p>159</p> <p>改正監督指針V-3-1(1)体制審査の項目において、電子募集取扱業務を行う第二種金融商品取引業者（第二種少額電子募集取扱業者を含む。）の人的構成の確認点については特に明示されていないが、これは現行の第二種金融商品取引業者に係る確認点と同じ基準で人的構成を有しない者であるか否かの審査が行われるというところか。</p>	<p>貴見のとおりです。</p>
<p>160</p> <p>改正監督指針の「有価証券の発行価額の総額等に関する留意点（IV-3-4-4-2(1)）」に記載している改正金商法等府令第16条の3第2項の規定に基づく算定方法の確認方法について、申込顧客へのヒアリングや申込フォームでの確認では不足せず、発行者から顧客リストを取得するなどによって確認を行うことまで必要となるのか。</p>	<p>必ずしも発行者から顧客リストを取得する必要はないと考えますが、有効な確認手段の一つと考えられます。ただし、そのような方法で少額要件を確認する場合には、あらかじめ匿名組合契約等に規定するとともに、顧客への説明を行うなど、個人情報の適切な取扱いが必要と考えられます。</p>
<p>161</p> <p>改正金商法等府令第16条の3第2項の規定に基づ</p>	<p>第二種少額電子募集取扱業者による少額要</p>

	<p>て会計処理を行っており、溯及適用を行ってはいないと考えられることから、改正企業開示ガイドライン5-12-2に定める「その旨」の記載は不要であることを確認させていただきたい。</p>	
166	<p>改正企業開示ガイドライン5-12-2の文中に「財務諸表等規則第8条第27項に規定する企業結合に係る暫定的な会計処理の確定」とあるが、改正企業開示ガイドライン5-21-2との整合性から、「連結財務諸表規則第2条第23号及び財務諸表等規則第8条第27項に規定する・・・」とする必要がないか確認いただきたい。</p>	<p>「連結財務諸表規則第2条第23号」は、「企業結合」の定義として、「財務諸表等規則第8条第27項」の「企業結合」の定義を直接参照するものであり、簡潔で分かりやすい規定とする観点から、「連結財務諸表規則第2条第23号・・・」に規定する・・・とはせず、原案のとおりとしています。</p>

新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関する
ワーキング・グループ メンバー名簿

平成25年12月25日現在

金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給の
あり方等に関するワーキング・グループ
報告

座長	※ 神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
メンバー	安達 俊久	日本ベンチャーキャピタル協会会長
	出雲 充	(株)ユーグレナ代表取締役社長
	上柳 敏郎	弁護士(東京駿河台法律事務所)
※	大崎 貞和	(株)野村総合研究所 主席研究員
	岡野 進	(株)大和総研 常務執行役員
※	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
※	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	静 正樹	(株)東京証券取引所 常務取締役
	武井 一浩	弁護士(西村あさひ法律事務所)
※	田邊 栄一	三菱商事(株) 常務執行役員
※	永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会 事務局長
※	原田 喜美枝	中央大学商学部教授
	平田 公一	日本証券業協会 常務執行役員
※	福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科教授
	前川 雅彦	野村證券(株) 執行役員
	山下 幹夫	モルガン・スタンレーMFG証券(株) 取締役
	吉野 和雄	東京ガス(株) 取締役 常務執行役員
	坂本 三郎	法務省民事局 参事官
オブザーバー	野村 充	日本銀行企画局 審議役
	野田 幸男	(株)三井住友銀行 投資銀行統括部長(全銀協)
	鳥村 昌征	第二種金融商品取引業協会 事務局長

(敬称略)
(※印は金融審議会委員)

平成25年12月25日

はじめに

これまでも長く指摘されてきたとおり、我が国は、世界で通用する技術やアイデアがあると言われているにもかかわらず、起業や新規ビジネスの創出という側面から見ると、世界のトップレベルに伍する成功を遂げているとは言い難い状況にある。例えば、日本における開業率に着目してみると、平成22年において、米国が9.3%であるのに対して、我が国は4.5%に留まっており、約2倍の差が見られる¹。

こうした起業や新規ビジネスの創出を巡る日米格差の要因の一つとして、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給不足という問題があるのではないかと指摘がある。事実、ベンチャーキャピタルによる年間投資額は、平成24年において、米国が約267億ドル（1ドル＝100円換算で約2.7兆円）であるのに対して、我が国は約1,026億円に過ぎず、日米の経済規模の差を勘案しても、新規・成長企業の資金ニーズに対して、金融面から十分に応えているとは言い難い状況にある。

この背景には、日米の文化的差異による要因もあるものと考えられるが、我が国における起業や新規ビジネスの創出を活性化させていく観点からは、国際社会における我が国の経済的地位が相対的に低下し、持続的な経済成長をもたらす戦略的な構造改革が求められる今日の状況の下では、政策面において、アーリーステージの新規・成長企業に対するリスクマネーの供給を促進するための取組みを、これまで以上に幅広く展開していくことが重要である。また、その際には、新規・成長企業の出口戦略を多様化する等の観点から、新規上場時や上場後の資金調達制度整備等にも引き続き努めていく必要がある。

こうした問題意識の下、本年6月、金融審議会に対して、①「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方」、②「事務負担の軽減など新規上場の推進策」、③「上場企業等の機動的な資金調達を可能にするための開示制度の見直し」、及び④「その他、近年の金融資本市場の状況に鑑み、必要となる制度の整備」について検討を行うよう、諮問がなされた。

この諮問を受けて、金融審議会は「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」を設置し、本年6月から11回にわたる審議を行い、アーリーステージの企業から上場を目前に控えた企業、更には上場後の企業まで、幅広いフェーズの企業における資金調達を巡る問題等について検討を行った。本報告書は、本ワーキング・グループにおける検討結果を取りまとめたものである。

¹ 日本の開業率は厚生労働省「雇用保険事業年報」、米国の開業率はU. S. Small Business Administration “Small Business Economy” による。

第1章 新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策（事業化段階等におけるリスクマネーの供給促進策）

現在、我が国においては、起業・新規ビジネスの創出が重要な課題とされており、このためには、事業者が技術やアイデアを事業化する段階において、必要とされるリスクマネーの供給を促進していくことが重要である。

こうした観点から、本ワーキング・グループでは、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策として、クラウドファンディング、非上場株式の取引・換金のための枠組み、保険子会社ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への投資促進等について検討を行った。

なお、リスクマネーが円滑に供給されるためには、その前提として、投資者の金融資本市場に対する信頼感が確保されている必要がある。このため、リスクマネーの供給促進策の検討に当たっては、規制緩和の観点のみならず、投資者保護の観点にも十分配慮しつつ、検討を進めていくことが重要である。

1. クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、必ずしも定まった定義があるものではないが、一般には「新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組み」を指すものとされている。クラウドファンディングは、資金提供者に対するリターンの形態により、「寄付型」、「購入型」又は「投資型」に大別される。このうち、金融商品取引法の規制対象となる投資型クラウドファンディングとしては、「ファンド形態」のものと「株式形態」のものとして想定される。

「ファンド形態」の投資型クラウドファンディングについては、現行の金融商品取引法の下において、第二種金融商品取引業者による募集又は私募の取扱いが可能であり、実際にもこの形態でのビジネスを担う業者が既に存在するところである。一方で、「株式形態」の投資型クラウドファンディングについては、非上場株式の募集又は私募の取扱いが日本証券業協会の自主規制規則により原則禁止されており、また、現行の金融商品取引法の下では、株式の募集又は私募の取扱いを行うことができず、第一種金融商品取引業者の参入要件が第二種金融商品取引業者のそれに比してより厳格であることなどから、現在、基本的に取扱いされていない状況にある。

緩和することが考えられる。

なお、こうした措置を講じる際には、併せて、非上場株式の募集又は私募の取扱いを原則として禁止している日本証券業協会の現行の自主規制規則を緩和し、非上場株式の募集又は私募の取扱いのうち、インターネットを通じて行われる少額³のものについては、既存の第一種金融商品取引業者又は特例第一種金融商品取引業者が行えるように禁止措置を解除することが適当である。

(2) 投資者保護のための必要な措置

クラウドファンディングがインターネットを通じて手軽に多数の者から資金を調達できる仕組みであることを踏まえ、一方で、詐欺的な行為に悪用されることのないよう、制度的な工夫が必要と考えられる。この点に関しては、現行の金融商品取引法の下では、株式やファンド持分の募集又は私募の取扱いに際し、インターネットを通じて行うことについて、その特質を踏まえた規制は特段設けられていない。

このため、インターネットを通じて非上場株式又はファンド持分の募集又は私募の取扱いを行う仲介者（既存の金融商品取引業者及び前記(1)で述べた特例業者）に対して、発行者に対するデューデリジエンス及びインターネットを通じて適切な情報提供等のための体制整備、並びにインターネットを通じて発行者や仲介者自身に関する情報の提供を義務付けるとともに、当該情報の提供を怠った場合等における罰則を整備することが適当である。なお、仲介者に対してインターネットを通じて発行者情報の提供を義務付けることとする場合、インターネットを通じて行われるファンド持分の募集又は私募の取扱いについては、仲介者から投資者に対して提供される情報の重複を排除し、仲介者の負担軽減を図る観点から、契約締結前交付書面の簡素化を図る等の措置を併せて講じることが適当であると考えられる³。

(3) 自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮

投資型クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用されることや反社会的勢力に利用されること等を防止し、投資者が安心して投資で

³ 契約締結前交付書面のうち、株式の募集等に係るものについては、ファンド持分の募集等に係るものに比して既に相当程度簡素なものとなっており（金融商品取引契約の概要、手数料やリスク等の基本的な事項の記載のみが求められている）、仲介者から投資者に対して提供される情報との重複は基本的に生じないことから、更なる簡素化を図る必要はなく、また適当でもないものと考えられる。

こうした中、米国においては、昨年4月に「Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS 法)」が成立し、「登録届出書の効力が発生していない限り、証券の発行者は募集を行ってはならない」とする1933年証券法第5条の適用除外規定等が設けられ、事実上困難であった投資型クラウドファンディングによる資金調達の道が開かれることとなった。その後、本年10月には、JOBS法を施行するための細則を定める規則案が米国SECにより公表されたところである。

本ワーキング・グループでは、こうした米国での制度改正の動きも参考にしつつ、ファンド形態・株式形態の双方を含めた投資型クラウドファンディングに係る制度整備に向けた検討を行った。

なお、投資型クラウドファンディングに係る制度整備に当たっては、リスクマネーの供給促進という観点から、できるだけ仲介者にとつて参入が容易であり、かつ、発行者にとつて負担が少ない制度設計とすることが重要であると考えられる。一方で、投資型クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用され、ひいては投資型クラウドファンディング全体に対する信頼感が失墜することのないよう、海外当局による規制の動向も踏まえつつ、投資者保護のための必要な措置を講じること重要な課題である。

(1) 仲介者の参入要件の緩和

前述のとおり、リスクマネーの供給促進を図るためには、できるだけ仲介者にとつて参入が容易な制度とすることが重要であり、このような観点から、現行の第一種金融商品取引業及び第二種金融商品取引業について、登録の特例を設けることが望ましい。

その際、投資者保護の観点から、一人当たり投資額や発行総額の上限を設けるとともに、仲介者が有価証券の売買や引受け等の業務を行わないことを条件とするなど、限定的な範囲で特例を設けることが適当である。具体的には、第一種金融商品取引業のうち、非上場株式の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額²のもののみを行う者を「特例第一種金融商品取引業者」と、また、第二種金融商品取引業のうち、ファンド持分の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額²のもののみを行う者を「特例第二種金融商品取引業者」とそれぞれ位置付け、財産規制等を

² 少額の範囲としては、「発行総額1億円未満かつ一人当たり投資額50万円以下」とすることが考えられる。

きる環境を整備する上では、当局による規制・監督のみに依拠するのではなく、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮を組み合わせることが重要である。

こうした観点から、今後、自主規制機関（日本証券業協会及び第二種金融商品取引業協会）において、当局と連携しつつ、投資型クラウドファンディングの適切な普及に向けて自主規制規則の整備に関する検討が進められることが期待される。

こうした中、本年9月末時点において、第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入率は約2.6%に留まっており、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮のためには、第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入率を向上させることが必須である。

このため、第二種金融商品取引業の登録を受けようとする者が自主規制機関に加入しない場合には、当該者に対して、自主規制機関による自主規制を考慮した社内規則を整備することや、当該社内規則の遵守を確保するための体制を整備することを義務付けるなど、自主規制機関への加入促進を図るための規制の整備を行うことが適当である⁴。また、第二種金融商品取引業協会の体制強化等についても併せて図っていくことが必要である。

（4）その他

このほか、仲介者が投資者から金銭や有価証券の預託を受けられることとするかどうか、仮に預託を受けられないこととする場合において投資者保護基金への加入についてどのような取扱いとするかなどについて、検討の上、制度上必要な措置が講じられることが適当であると考えられる。

2. 非上場株式の取引・換金のための枠組み

第一種金融商品取引業者を通じて非上場株式の売買を行う制度として、日本証券業協会が運営するグリーンシート銘柄制度がある。グリーンシート銘柄制度においては、発行者である非上場企業が上場企業に準じた開示（有価証券報告書に準じた会社内容説明書の作成・公表等）を行うことを前提に、第一種金融商品取引業者による非上場株式の投資勧誘が

認められている。

このグリーンシート銘柄制度については、近年、利用企業数が減少し、売買も大幅に低迷している状況にある。その要因としては、新興市場における上場基準の引下げにより、上場市場の補完的役割としての存在意義を見出しにくくなってきていることや、それにもかかわらず、発行者に対して上場企業と大差ない負担（インサイダー取引規制及びそれに伴う適時開示義務や、上場企業に準じた開示義務）が課されていることが指摘されている。

一方で、地域に根差した企業などの非上場株式については、一定の取引ニーズ・換金ニーズが存在しているものの、現状、日本証券業協会の自主規制規則において、非上場株式については、グリーンシート銘柄等でない場合には原則として第一種金融商品取引業者による投資勧誘が行えないこととされており、こうしたニーズに的確に応えられていない実情にある。

こうした点を踏まえると、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引ニーズ・換金ニーズに応える場としての、新たな取引制度を構築することが望まれる。その際、新たな非上場株式の取引制度においては、市場のような高度の流通性を持たせない仕組みを設けることにより、高度の流通性を付与することに伴って必要となる開示義務等の発行者に対する負担を、極力軽減することが適当である。

（1）新たな非上場株式の取引制度

新たな非上場株式の取引制度については、グリーンシート銘柄制度と同様、自主規制機関である日本証券業協会の自主規制規則に基づく制度として創設し、第一種金融商品取引業者が投資勧誘を行使する範囲を、第一種金融商品取引業者が銘柄毎に組成・管理する「投資グループ」のメンバーに限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留めることが適当である。

「投資グループ」のメンバーとして想定される投資者層としては、当該非上場企業の役員・従業員若しくはその親族、株主又は継続的な取引先のほか、当該非上場企業から財・サービスの提供を受けている（又は受けようとする）者などが考えられる。その際、「投資グループ」に加入できる者を特定の属性により限定することは困難であるため、一定程度の流通性に留めることを担保する観点からは、この銘柄毎に組成・管理される「投資グループ」への加入に当たって、当該銘柄に

⁴ なお、第二種金融商品取引業者に対してこのような義務を課すこととする場合には、第一種金融商品取引業者及び投資運用業者に対しても同様の義務を課すことが適当である。

対して投資意向を有する投資者から第一種金融商品取引業者への自己申告を基本とし、また、新たな非上場株式の取引制度の特性やリスクについて、第一種金融商品取引業者が投資者の納得・了承を得るといった仕組みを設けることが適当であると考えられる。

このほか、新たな非上場株式の取引制度の運営を担う第一種金融商品取引業者の役割など、制度設計の詳細については、引き続き、日本証券業協会において、必要な自主規制規則を整備する中で検討されることが期待される。

(2) 新たな非上場株式の取引制度へのインサイダー取引規制の適用関係

現行の金融商品取引法の下では、非上場株式については、一般の投資者が広く取引に参加するものではなく、取引が頻繁に行われるものでもないことから、原則としてインサイダー取引規制の適用対象外とされている。一方で、グリーンシート銘柄制度は、形式的には非上場株式の取引制度ではあるものの、株式の流通性の程度を勘案し、例外的にインサイダー取引規制の適用対象とされている。こうした点を踏まえ、新たな非上場株式の取引制度をインサイダー取引規制の適用対象とすべきか否かについては、同制度においてどの程度の流通性を想定するのかに依るものと考えられる。

この点に関しては、前述のとおり、新たな非上場株式の取引制度は、市場としてではなく、あくまでも非上場株式の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として設計されるものであって、一般の投資者が広く参加するものではなく、また、取引が頻繁に行われることも想定されない。したがって、新たな非上場株式の取引制度については、非上場株式の原則どおり、インサイダー取引規制の適用対象外とすることが適当であると考えられる⁵⁾。

(3) 新たな非上場株式の取引制度における発行者の開示義務

現行の金融商品取引法の下では、上場企業に対しては、有価証券報告書(外部監査が必要)の作成・公表など公衆縦覧型の開示義務が課されているが、非上場企業に対しては、原則として⁶⁾公衆縦覧型の開示

義務は課されていない。一方で、日本証券業協会が運営するグリーンシート銘柄制度は、形式的には非上場株式の取引制度ではあるものの、株式の流通性の程度を勘案し、発行者である非上場企業に対して、上場企業が作成・公表する有価証券報告書に準じた会社内容説明書(外部監査が必要)の作成・公表を義務付けるなど、上場企業に準じた開示義務を課している。

この点に関しては、前述のとおり、新たな非上場株式の取引制度が、市場としてではなく、あくまでも非上場株式の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として、流通性を限定した形で設計されるものであることを勘案すると、発行者に対して、グリーンシート銘柄制度におけるほどの開示義務を課す必要はないと考えられる。今後、こうした点を踏まえ、新たな非上場株式の取引制度において発行者にどの程度の開示を求めるのかについて、日本証券業協会において更なる検討が進められることが期待される。

3. 保険会社ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への投資促進

保険会社の議決権保有制限(いわゆる10%ルール)には、ベンチャーキャピタル子会社がベンチャー企業へ出資に係る特例が設けられているが、ベンチャー企業が成長し、中小企業の基準を超えると当該特例の対象外となり、そうした場合、新たに資金需要が生じても追加出資に応じられないこととなる。とりわけ、そのベンチャーキャピタル子会社がリードベンチャーキャピタルである場合には、自らが追加出資できないという点に留まらず、他の出資先からの追加出資にも悪影響が及び得ることとなる⁷⁾。このため、リードベンチャーキャピタルとして出資を行っている場合には、出資先が中小企業であるか否かにかかわらず、上場までの間に限り、追加出資に応じることができるよう、特例

⁷⁾ 縦覧型の開示が求められる。

筆頭出資者(創業者等を除く)であるベンチャーキャピタルは、リードベンチャーキャピタルと称される。リードベンチャーキャピタルは、通常、ベンチャー企業の成長段階に応じた増資戦略や上場支援などの資金調達・資本政策に関するものを中心に各種のハンズオン支援を行う。リードベンチャーキャピタルは複数存在することもあり(この場合「コ・リード」(co-lead)と呼ばれる)、また、当初はリードベンチャーキャピタルではなかった者が、出資先企業の成長等の状況の変化により、中途からリードベンチャーキャピタルとなることもある等、実態は多様である。

⁸⁾ リードベンチャーキャピタル以外の他のベンチャーキャピタルは、一般的に、リードベンチャーキャピタルのように追加出資に主導的に関わっているのではなく、出資先ベンチャー企業からの要請やリードベンチャーキャピタルの動向に応じて受動的に対応している。

うことで技術に対する目利き能力を向上させさせるなどの工夫に取り組み
ているものが現れてきているところである。こうした動きがますます
活発化し、我が国においても、ベンチャーキャピタルが新規・成長企
業へのリスクマネー供給の「仲介者」としての役割を果たすため、そ
の能力を高めていくことが期待される¹¹。

なお、前述のとおり、ベンチャーキャピタルは、今後とも新規・成
長企業に対するリスクマネーの供給の主要な担い手であり続けると考
えられることから、その役割等に関する議論については、ベンチャー
キャピタルの業務の実態等を踏まえつつ、今後とも継続的に行われ
ていくことが望まれる。

（2）ベンチャー企業支援の出口の多様化等

米国においては、ベンチャー企業支援の出口は、IPO（新規株式公開）
だけでなく、大企業によるM&A（企業の合併や買収）なども含む、多
様なものとなっている。一方で、我が国における出口はIPOに偏重し
ているといわれており、ベンチャーキャピタルの評価もIPOに偏重し
た案件数でなされている、との指摘がある。また、こうしたベンチ
ャーキャピタルに対する評価のあり方が、買戻条項¹²等の履行を生んで
いるのではないかと、との指摘もなされている。

ベンチャー企業支援の出口については、M&Aも含め、多様な選択肢
が確保されていることが望ましいものと考えられる。特に我が国にお
いては、従来よりもM&Aが促進されるよう、売り手であるベンチャー
企業のビジネスモデルの設計がしつかりなされることにより買戻価格
に関する売り手と買い手との認識のズレをできるだけ小さいものとす
ることや、買い手である大企業側における「自前主義」、「Not Invented
Here」といったM&Aに消極的な企業文化の改革を図っていくことが必
要である。また、買戻条項等に関しては、ベンチャーキャピタル協会

¹¹ この点に関し、我が国においては、ベンチャー企業への投資に対する理解やそれを支援
する環境が整っていないことから、新興のベンチャーキャピタルは資金調達の入力の段階
から大きな困難を抱えている実態にあり、ベンチャー企業への投資に対する意識が変わっ
ていくことが重要なのではないかと、との指摘があった。

¹² 買戻条項とは、ベンチャーキャピタルの投資先が一定の期限内に上場できない等の場合
に、ベンチャーキャピタルが投資先の企業経営者に対し、株式を買い戻すことを請求でき
る権利を規定した契約条項のこと。買戻条項があることで、起業家が多大なリスクを背負
わされており、起業家の心理的な阻害要因となっている、との指摘がある一方で、もはやそ
うした慣行は基本的に存在していない、また仮に存在しているとしても実質的にリスクマ
ネーの供給の阻害要因とはなっていない、との指摘もあった。

の要件を緩和⁹することが適当である¹⁰。

4. その他ベンチャー企業支援を巡る諸課題

本ワーキング・グループでは、ベンチャー企業支援を巡るその他の課
題として、ベンチャーキャピタルが果たすべき役割、ベンチャー企業支
援の出口の多様化、ベンチャー企業に対する人材面でのサポート等につ
いても検討を行った。

（1）ベンチャーキャピタルが果たすべき役割

ベンチャーキャピタルは、今後とも新規・成長企業に対するリスク
マネーの供給の主要な担い手であり続けると考えられるが、小口分散
型が中心となっている我が国のベンチャーキャピタルは、米国に比し
て、シードの段階、あるいはそれよりも若干進んだ段階に入ってきた
企業に対しては、十分なサポートができていない状況にある。

こうした点に加え、ベンチャーキャピタルの評価基準が定まってい
ないことや、これまで成功事例がそれほど出ていないことなどから、
十分な資金がベンチャーキャピタルに集まらず、結果として、ベンチ
ャーキャピタリストもなかなか育成されなれないという悪循環に陥ってい
るのではないかと、との指摘もなされている。

ベンチャーキャピタルには、新規・成長企業を育てるという観点か
ら、ベンチャー企業の有する技術に対する知識や目利き能力が必要で
あり、また、こうした技術を活かせる用途を探して駆けずり回るよう
な泥臭い仕事求められる。

こうした新規・成長企業を育てる機能を持ったベンチャーキャピタ
ル、いわゆる「ハンズオン型」のベンチャーキャピタルが米国におい
ては主流になっているのに対し、我が国においては、こうした「ハン
ズオン型」のベンチャーキャピタルは数が少ないのが実情である。

こうした中、まだ数は少ないものの、新興ベンチャーキャピタルの
中で「ハンズオン型」を志向するものが徐々に増えつつあり、また、
既存のベンチャーキャピタルの中にも、例えばは製造業との連携等を行

⁹ 具体的には、保険会社の子会社ベンチャーキャピタルがリードベンチャーキャピタルやそ
れと同様の役割を果たしている場合については、出資先が、中小企業であることを求める
要件は撤廃（その他の要件は維持）することが考えられる。

¹⁰ なお、銀行にも同様の規制が存在するため、併せて見直しを行うことが適当である。

等の業界団体において、起業の阻害要因になっていないかどうかを精査し、その要否を含めた議論がなされることが望まれる。

(3)ベンチャー企業に対する人材面でのサポート

我が国においては、技術やアイデアはあるものの、そうしたシーズの事業化をサポートできる人材が少ない、との指摘がある。こうした事業化をサポートする役割は、これまでベンチャーキャピタルの役割とされてきたが、事業化に当たっては、資金のみならず事業化に向けた各種のサポートが不足している、との指摘に鑑みると、必ずしもベンチャーキャピタルのみに期待するのではなく、他の主体も含めて、創業した早い段階から、トップクラスの専門家が支援する方式が採られることが望ましいものと考えられる¹³。

特に、新規・成長企業の中には、技術やアイデアを事業化・収益化するOF0(最高財務責任者)的な人材が不足していることが多い、との指摘があり、公認会計士、弁護士、弁理士といった専門的能力を有する者からのサポートを受けられる仕組みが構築されるべき、との指摘があった。この点に関しては、大手監査法人において起業家を支援するための仕組みができつつあることは歓迎すべきことであり、こうした取組みの更なる進展が望まれる。

第2章 新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策(新規上場の推進策)

新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進を図る観点からは、新規上場が視野に入った新規・成長企業の上場に係る障壁をできるだけ低くする施策も重要と考えられる。本ワーキング・グループでは、新規上場を促進する観点から、新規上場に伴う負担の軽減、及び新興市場の新規上場時における最低株主数基準の引下げについて検討を行った。

1. 新規上場に伴う負担の軽減

企業が金融商品取引所に株式を上場し、当該株式が同取引所において取引されるに当たっては、投資者が不測の損害を被らないようにするため、当該企業に関する十分な情報を投資者に対して開示し、当該企業の

¹³ なお、この点に関しては、専門家からの支援もさきることながら、若い起業家にとっては、起業して成功した者からのアドバイスが最も役立つのではないかと、この指摘があった。

状況を正しく理解してもらうことが重要である。

一方で、新規・成長企業が新規上場を躊躇する要因として、当該情報開示に要する負担が重いことがあげられる、との指摘がある。このため、投資者保護に支障をきたさない範囲内で、新規上場に伴う企業の負担の軽減を図ることが適当であると考えられる。

(1) 新規上場時の負担の軽減

企業が新規上場を行う場合には、当該企業の募集有価証券に係る有価証券届出書を提出した上で、投資者に対して募集行為を行うことが一般的であり、新規上場時に提出する有価証券届出書には、過去5事業年度分の財務諸表の記載が必要とされている。

しかしながら、当該記載については、①投資者に交付される目論見書には過去2事業年度分の財務諸表のみが記載されていること、②新規上場企業に投資する投資者は、当該企業の将来性を重視する場合も多いと考えられるところ、有価証券届出書において、将来情報の開示の充実が図られてきたこと、③新規上場企業の開示をめぐる国際的な状況にも変化が生じていることなどを踏まえ、過去2事業年度分の財務諸表のみの記載とするよう見直すことが適当であると考えられる¹⁴。

(2) 新規上場後の負担の軽減

現在、上場企業は、事業年度ごとに内部統制報告書の提出が求められており、当該内部統制報告書には、公認会計士の監査を受けることが必要とされている。当該内部統制報告書の提出義務は、上場企業全てに課されるものであるため、新規上場企業であっても、上場後、最初の事業年度終了後から、公認会計士による監査証明を受けた内部統制報告書の提出が必要となる。

新規・成長企業が新規上場を躊躇する要因として、この内部統制報告書の提出に係る負担が重いことがあげられる、との指摘もあることから、新規上場後において、内部統制報告書の提出義務に係る負担の軽減が出来ないかどうかの検討を行った。

¹⁴ なお、新規上場企業が自主的に過去5事業年度分の財務諸表を記載することを妨げる必要はないため、こうした場合には、有価証券届出書の添付書類として提出することを認めることが適当である。

特に、新興市場における最低株主数基準は、上場後の市場における円滑な取引を確保する観点から設けられているものであり、各金融商品取引所の状況に応じ、円滑な取引に支障が生じない範囲において、より低い水準に下げ余地があると考えられる。

第3章 上場企業の資金調達への円滑化

我が国経済の特長的な成長を実現していくためには、新規・成長企業に対してリスクマネーを供給することだけでなく、上場後の企業についても、資本市場から円滑に資金調達ができるようにすることが重要である。

この点に関し、近年、上場企業が公募増資を行う際、当初の想定以上に株価が下落したため、予定していた資金が集まらず、一部の事業計画を見直さなくてはならなくなるといった事態が見受けられ、その背景として、我が国においては、上場企業の資金調達に要する期間が長いことや、増資を予定している企業と投資者との間の相互理解が深まっていないことが、増資公表企業の株価を不安定にしている要因の一つになっていると考えられる。

1. 上場企業の資金調達に係る期間の短縮（待機期間の短縮）

現行の金融商品取引法の下では、上場企業が有価証券を発行し投資者に取得させるには、有価証券届出書を提出した後7日間の待機期間が必要とされている。この待機期間は、投資者が、開示されている情報に基づき、当該有価証券の取得・買付けの是非を判断するための熟慮期間とされており、その際、投資者は、投資判断に当たり、増資企業の経営状態等に関する「企業情報」と、募集・売出しに係る有価証券自体の情報である「証券情報」の二つの情報について検討するものと考えられる。

このうち、「企業情報」に関しては、特に近年、情報通信技術の発達や、有価証券報告書の記載の充実、四半期報告書の導入など、より充実した情報を容易かつ迅速に入手できる環境が整ってきている状況にある。中でも、時価総額が大きい企業や、市場で頻繁に売買が行われている企業など、市場において「特に周知性の高い企業」については、専門的な能力を有する証券アナリストが企業情報を分析し、投資者向けに情報提供を行っているほか、メディアの経済ニュース等においても頻繁に取り上げられている。こうしたことを踏まえれば、企業情報の検討に要する時間のみに注目した場合、「特に周知性の高い企業」については、現行の金融商品取引法の待機期間を撤廃する特例措置を設けても、投資者保護上、

上場企業の場合、企業が作成する財務報告に基づき広く一般に株式等が売買されることを踏まえれば、上場企業である以上、経営者が当該財務報告の適正性を担保するために内部統制の有効性を評価し、その結果を報告することは必要であり、新規上場企業であっても、内部統制報告書の提出自体を免除することは適当ではないと考えられる。

一方で、内部統制報告書の監査義務について検討したところ、新規上場企業については、①上場審査において、金融商品取引所から、内部管理体制も含めた厳格な上場審査を受けており、主幹事証券会社や公認会計士も当該内部管理体制をチェックしていること、②新規上場企業は、既存の上場企業に比して、財務負担能力が相対的に低い場合が多いと考えられること、③最も厳格な内部統制報告制度で知られる米国においても、新規上場を促進する観点から、新興成長企業について、内部統制に係る監査を免除する措置が講じられたことなどの事情が存在する。

また、新規上場後の企業内容の変化について確認したところ、多くの企業において、新規上場後3年間程度は、売上や従業員などの企業規模等に大きな変化は見られなかった。

これらを踏まえれば、新規上場企業の内部統制報告書の提出義務に係る負担を軽減するため、新規上場後、例えば3年間については、内部統制報告書に係る監査義務を免除することが適当であると考えられる¹⁵。

ただし、新規上場企業であっても、その規模等に照らし、市場への影響や社会・経済的影響が大きいと考えられる企業については、内部統制が適切に機能していることを特に厳格にチェックする必要性が高いと考えられることから、こうした企業については、新規上場企業であっても、内部統制報告書に係る監査義務を免除することは適当ではないと考えられる。

2. 新興市場の新規上場時における最低株主数基準の引下げ

新興市場における新規上場を推進していく観点から、各金融商品取引所においては、円滑な取引と市場の信頼が確保される範囲において、新規上場時の審査基準について必要の見直しを行うことが期待される。

¹⁵ なお、新規上場企業が自主的に内部統制報告書に係る公認会計士の監査を受けることを妨げる必要はないと考えられることから、こうした場合には、内部統制報告書に係る監査報告書を添付することを認めることが適当である。

大きな問題は生じないものと考えられる。

一方で、「証券情報」については、投資者は、有価証券届出書が提出された後でなければ、その検討を行うことができないことにも留意が必要である。

こうした点を勘案すれば、「特に周知性の高い企業」が行う募集・売出しのうち、対象有価証券の取得・買付けの判断を比較的容易に行うことができるというような場合に限定して、待機期間を撤廃する特別措置を設けることが適当であると考えられる。具体的には、募集・売出しの対象とされる有価証券が、普通株式や投資証券(REIT等)など、仕組みが単純かつ標準的であり、かつ、例えば増資による希薄化率が20%以下である場合など、投資判断に与える影響が限定的な場合に限り、待機期間を撤廃することが適当であると考えられる。

2. 「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化

有価証券届出書の届出前に有価証券の勧誘を開始すること(いわゆる「届出前勧誘」)は禁止されているが、法令上、勧誘の範囲が明確でないために、増資を予定している企業が、一般的な企業情報を発信することまでも届出前勧誘に該当するおそれがあるとして躊躇してしまう、との指摘がある。また、上場企業の資金調達を円滑化するために、有価証券届出書の提出後の待機期間を撤廃する場合には、有価証券届出書の提出前に、投資者が増資企業に関する企業情報を受け取る機会をできるだけ確保しておくことの重要性はより高まるものと考えられる。

一般的に届出前勧誘の禁止措置が講じられている趣旨は、勧誘による販売圧力によって、投資者が不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられる事態の防止にあるとされており、こうした趣旨に照らすと、次に掲げるような行為については、届出前勧誘の禁止措置の対象とする必要はないものと考えられる。このため、できるだけ速やかに、その旨を明確化することが適当である¹⁶。

- 企業及び引受証券会社が、適格機関投資家、特定投資家又は大株主を対象とし、かつ、有価証券届出書の提出前に当該情報が対象者以外に伝達されないための適切な措置を講じている場合にあって、有価証券の募集・売出しの是非を判断するために、当該有価証券に対する市場における需要見込みを届出前に調査すること(いわゆる「プレ・ヒ

¹⁶ 「企業内容等の開示に関する留意事項について」(企業内容等開示ガイドライン)を改正。

アリング)」。

- 有価証券届出書の提出の1ヶ月前までに、募集・売出しに言及せずに企業情報を発信すること(有価証券届出書の提出日以前1ヶ月以内に再度発信されないうための合理的な措置がとられる場合に限る。)
- 金融商品取引法令又は金融商品取引所規則に基づき開示すること
- 企業が通常の業務の過程で行う情報発信であって、従前からその通常の業務の過程において行っている企業情報の定期的な発信を行うこと
- 企業が通常の業務の過程で行う情報発信であって、新製品・新サービスの発表を行うこと
- 記者、アナリスト、投資者などによる自発的な問い合わせに対して、その事業・財務の状況や製品・サービスについての回答を行うこと
- 引受証券会社内で適切なチャイニーズ・ウォールが設置されている場合において、従来から継続的に行われている上場企業に関するアナリスト・レポートの公表を、従来どおりに行うこと

3. 訂正発行登録書の提出に係る見直し

現行の金融商品取引法の下では、発行登録書の効力が生じている間に、当該発行登録書に記載された事項につきその内容を訂正する必要がある事情が生じた場合のほか、有価証券報告書や四半期報告書などの継続開示書類が提出された場合にも、訂正発行登録書を提出する必要があるとされている。これは、発行登録書において参照している企業情報が更新されたことを投資者に知らせることで、投資者が古い企業情報に基づき投資判断をすることを防止するための措置である。

一方で、近年の情報通信技術の発展や、開示書類のEDINETによる提出の義務化、更には投資者にとって有価証券報告書等の提出は予測可能であることなどを踏まえ、有価証券報告書等の継続開示書類が提出される度に、訂正発行登録書を提出する必要性はそれほど高くないものと考えられる。このため、一定の条件¹⁷の下で、継続開示書類が提出された

¹⁷ 投資者を保護する観点から、当該訂正報告書の提出義務を免除するに当たっては、定期的に提出されることが明らかでない継続開示書類の提出時期を投資者が具体的に知ることができるよう、新たに、発行登録書に当該継続開示書類の法定提出期限を記載させることとし、万一、当該期限を超過した場合には、訂正発行登録書を提出させる義務を課すことが適当である。

ことに係る訂正発行登録書の提出義務を免除するよう制度を改正することが適当であると考えられる。

第4章 近年の金融資本市場の状況を踏まえたその他の制度整備

本ワーキング・グループでは、新規・成長企業に対するリスコムナーの供給促進の観点から、企業のスタートアップ段階から、成長ステージ、成熟ステージまでの資金調達のプロセスを中心に議論を行ってきた。

その際、成熟ステージにおける課題として、上場企業や投資者が負う金融商品取引法上の義務が過大となっていないかについても検討を行うこととし、具体的には、大量保有報告制度、及び流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任に関し、見直すべき点がないかについて検討を行った。

1. 大量保有報告制度の見直し

大量保有報告制度は、株券等の保有状況が、経営に対する影響力や市場における需給の観点から投資者にとって重要な情報であることから、当該情報を投資者に提供することを目的として、平成2年に設けられた制度である。近年、同制度に関しては、制度導入以降の他の他の制度における開示の充実や個人のプライバシー保護に関する意識の高まり、EDINETの整備等の環境変化に必ずしも対応しきれない部分もあるのではないか、との指摘がある。また、現行の大量保有報告制度には、必ずしも遵守することが容易でない事項も含まれており、本来の制度の趣旨に照らして、過大な事務負担が生じている、との指摘もなされている。

本ワーキング・グループでは、これらの状況を踏まえ、大量保有報告制度の趣旨には十分配慮しつつ、大量保有報告書の提出者の負担軽減を図るための措置について検討を行った。

(1) 大量保有報告制度における自己株式の取扱い

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告制度の対象となる株券等の中には、自己株式も含まれている。この点について、上場企業からは、5%超の自己株式を保有する都度、大量保有報告書や、その後の変更報告書の提出が必要とされ、自己株式の取得や処分を伴う資本政策の円滑な実施に支障をきたしている、との指摘がなされている。

自己株式については、当該企業は議決権を有さず、経営に対する影

響力を行行使し得ないこと、また、市場における需給に影響を与えないよう自己株式の取得や処分が行われる場合には、自己株券買付状況報告書等、他の制度により、別途主要な情報が開示されること等に鑑みれば、大量保有報告制度の対象となる株券等から自己株式を除外することが適当であると考えられる。

(2) 大量保有報告書の提出者等が個人である場合の記載事項

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書の提出者や共同保有者（以下「提出者等」）が個人である場合には、その氏名・住所（番地まで）・生年月日等を当該報告書に記載しなければならないこととされている。

大量保有報告書は、数多くの主体から様々な銘柄について提出がなされるものであるため、その提出者等については、他の提出者等と混同することなく同一人と判別できることが不可欠ではあるものの、その一方で、個人のプライバシー保護やセキュリティ上の問題を犠牲にしてまで、詳細な個人情報や公衆縦覧に供する必要性は乏しいものと考えられる。こうした点に鑑みると、大量保有報告書の提出者等が個人である場合の記載事項については、住所における「番地」の記載、「生年月日」の記載を、公衆縦覧の対象から除外することが適当であると考えられる¹⁸。

(3) 短期大量譲渡報告の適用範囲・記載事項

現行の金融商品取引法の下では、株券等の保有割合が減少したことにより、変更報告書を提出する者は、「短期間に大量の株券等を譲渡したのもの」として定められた一定の基準（「短期大量譲渡」）に該当する場合には、最近60日間の全ての譲渡について、その「相手方及び対価に関する事項」を当該変更報告書に記載しなければならないこととされている（「短期大量譲渡報告」）。

この点について、短期大量譲渡に該当するか否かの判断基準が、保有割合の変動のみに着目したものとされているため、現実には譲渡を行っていないにもかかわらず、形式的に当該基準に該当することによ

¹⁸ 一方で、当局において、訂正報告書の提出命令等を通じてエンフォースメントを行う場合、当局は当該命令等の対象者を確定し得るだけの情報を把握する必要があることから、公衆縦覧の対象から提出者等の住所における「番地」の記載、「生年月日」の記載を除外するとしても、当局に対しては、これらの情報についても提出を求めることが適当である。

出した者は、遅滞なく、これらの書類の写しを発行体企業に対して送付しなければならぬこととされている。しかしながら、制度導入当時とは異なり、インターネットが普及しEDINETも整備された今日では、発行体企業が大量保有報告書等に容易にアクセスし得る環境が整備されている状況にあることに鑑みると、発行体企業に対する大量保有報告書の写しの送付義務は不要とし、EDINET への掲載をもって代替することが適当であると考えられる。

(6) 訂正報告書の公衆縦覧期間

現行の金融商品取引法の下では、訂正報告書は、大量保有報告書や変更報告書と同様、当局がこれを受理した日から5年間の公衆縦覧に供しなければならないこととされている。しかしながら、訂正報告書は、あくまでも大量保有報告書や変更報告書の内容を訂正するものであり、それ自体単独では情報としての意味に乏しいことに鑑みると、訂正報告書の公衆縦覧期間の末日については、訂正の基礎である大量保有報告書や変更報告書の公衆縦覧期間の末日と同一にすることが適当であると考えられる。

2. 流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

現行の金融商品取引法の下では、有価証券報告書等に虚偽記載等があった場合、当該有価証券報告書の提出会社は、当該有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、流通市場において、当該虚偽記載等の事実があることを知らずに有価証券を取得した者に対して、虚偽記載等により生じた損害を賠償する責任を負うこととされている。

本ワーキング・グループでは、この流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償責任に関するいくつかの論点について検討を行った。

(1) 提出会社の損害賠償責任の見直し

現行の金融商品取引法の下では、上記の提出会社の損害賠償責任については、無過失責任とされているが、このことが適切かどうか検討すべきである、との指摘がなされている。

民法上の一般不法行為責任では、加害者の「故意又は過失」が要件の一つとされており、通常、不法行為による損害賠償責任については過失責任が原則とされている。こうした中、無過失責任は、特に政策上の必要性が認められる例外的なケースに限られており、金融商品取

り、提出義務が生じてしまうケースが発生している、との指摘がなされている。また、僅少な株券等を譲渡したに過ぎない場合であっても、全ての譲渡について、その「相手方及び対価に関する事項」に至るまで詳細な情報を開示することは負担が過大である、との指摘もなされている。

短期大量譲渡報告の趣旨が、いわゆる「肩代わり」が行われたか否かを投資者が判断できるようにすることにあることに鑑みれば、短期大量譲渡の基準となる保有割合の減少は、「譲渡により減少した場合」に限定することが適当であると考えられる。また、「僅少な株券等の譲渡先の開示」については、日付ごとかつ譲渡の相手方ごとの記載を改め、通常の変更報告書と同様、日付ごとに「対価に関する事項」をまとめて記載すれば足りることとすることが適当であると考えられる¹⁹。

(4) 変更報告書の同時提出義務

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書や変更報告書の提出日の前日までに、新たな提出事由が生じた場合（例えば、保有割合が更に1%以上増加した場合等）には、当該「新たな提出事由に係る変更報告書」の提出は、「当初の提出事由に係る大量保有報告書や変更報告書」の提出と、同時に行わなければならないこととされている（「同時提出義務」）。

このため、株券等の大量保有者は、提出日の前日に、共同保有者の分も含め株券等の保有状況を確認した上で、変更報告書を提出する必要があるが、子会社等を多く抱え保有状況の確認に時間を要する投資者においては、実務上の対応が事実上不可能なケースが生じている。その結果、提出された変更報告書の内容が、同時提出義務を踏まえた直近の情報に基づくものなのか、5営業日前の情報に基づくものなのか、かえって投資者に誤解を生じさせかねない状況となっていることに鑑みると、変更報告書の同時提出義務については廃止することが適当であると考えられる。

(5) 大量保有報告書の発行体企業への通知方法

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書や変更報告書を提

¹⁹ その際、僅少な譲渡を判断するための基準については、大量保有報告制度では、1%未満の水準を変更報告書の提出の必要性が乏しい株券等の保有割合の変動基準として用いていることに鑑み、例えば、1%未満を基準とすることが考えられる。

（2）損害賠償の請求権者の拡大

現行の金融商品取引法の下では、虚偽記載等のある有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、当該有価証券報告書等の提出会社が発行する有価証券を取得した投資者（「取得者」）のみが、虚偽記載等により生じた損害を請求することができることとされている。

しかしながら、例えば、有価証券報告書の記載に当たって、経営成績が悪いように見せかける虚偽記載等が行われた場合には、当該有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、当該虚偽記載等を知らずに売却した投資者（「処分者」）は、経営成績が良いように見せかける虚偽記載等が行われた場合の「取得者」と同様に、虚偽記載等による損害を被り得るものと考えられる。また、近時、MBO（マネジメント・バイアウト。経営陣による企業買収）が増加しているが、MBOのようなケースでは、自社の経営成績が悪化したように見せることによつて、株価を不当に引き下げインセンティブが働き得ることも考えられる。こうした点に鑑みれば、金融商品取引法上、虚偽記載等による損害賠償を請求できる者として、「取得者」に加え、「処分者」を追加することが適当であると考えられる。

（3）損害額推定規定の拡大

現行の金融商品取引法の下では、「取得者」が、「提出会社」に対して損害賠償を請求する場合について、損害額の推定規定が設けられている。

このため、今般、損害賠償責任規定の見直しを行うに当たっては、当該損害額の推定規定を利用できる範囲を、「処分者」が損害賠償を請求する場合や、「提出会社以外の者」（役員等）に対して損害賠償を請求する場合にまで拡大することについて検討すべき、との指摘があった。

しかしながら、市場価格の平均額を基に損害額を推定できるとする当該規定は、極めて強力な効果を有する例外的な規定であり、その対象を拡大することによるメリットとデメリットとをなお慎重に見極めること等が必要であると考えられる。したがって、この点については、将来の課題として、引き続き検討を行うことが適当である。

引法において、提出会社の損害賠償責任を無過失責任としているのは、民事訴訟による責任追及を容易とすることで、違法行為の抑止を図り、証券市場の公正性・透明性を向上させることを目的としたものであると考えられている。

この点に関し、近年、課徴金制度の整備や内部統制体制構築の定着などによって違法行為の抑止効果が強化されていることを踏まえれば、損害賠償責任の一般原則を超えて提出会社に無過失責任を課すこととされている現行制度の意義は、当該制度の導入当時（平成16年改正）と比べて、相対的に低下してきているものと考えられる。本ワーキング・グループでは、当該無過失責任を過失責任に見直すことについては慎重な意見も出されたが、こうした点に鑑みれば、流通市場における提出会社の損害賠償責任については、現行制度の趣旨・目的を損なわない範囲において、一般原則どおり、過失責任とすることが適当であると考えられる。

その際、損害賠償責任については過失責任とするもの、提出会社の故意・過失の有無に係る立証責任については、投資者の訴訟負担が過大にならないよう、現行の制度における役員等の損害賠償責任に係る立証責任と同様に、立証責任を転換し、提出会社が自己の無過失の立証責任を負うこととすることが適当である。

なお、提出会社の無過失とは、当該提出会社の役員等に過失がない場合とすべきか、従業員を含めた提出会社の構成員全体に過失がない場合とすべきかについても議論がなされた。

この点については、過失の前提となる注意義務を負うべき者は、個々の事実ごとに相当程度異なり得ることや、他の法令においても、法人自身の不法行為責任における故意・過失の判断対象となるべき者を具体的に例示している規定は見当たらないことに鑑みると、現時点においては、立法政策上、法令において特段の明記は行わず、個別の事情に応じた妥当な解釈を委ねることとしておくことが適当であると考える。

なお、金融商品取引法上の損害賠償責任が発生するのは、そもそも、当該有価証券報告書等の「重要な」事項について虚偽の記載があった場合等に限定されており、そうしたケースは、通常、役員に何らかの注意義務違反がある場合が多いと考えられることから、両者いずれの立場に立つても、結果的には実際には大きな違いは生じないものと考えられる。

おわりに

本ワーキング・グループにおいては、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給等について検討を行ってきたが、そもそも、リスクマネーの供給先となる新規・成長企業が我が国において少ないという現実があることも、また事実である。この点について、起業家に対する人々の見方を変革することや、起業することに対するハードルを下げ、人々の起業しようという意識を削がない社会風土を醸成することが重要であると考えられる。

こうした中、起業を増やすためには、我が国においては、起業の種となる技術の多くが大企業の中に眠っていると考えられることから、これを切り出して行われる事業化（いわゆる「カーブアウト」）が重要な役割を果たすのではないかと、との指摘がある。その際、こうした動きを促進するためには、企業文化的なものを改革する必要があると考えられる。最近では、「カーブアウト」を促進するための施策が日本再興戦略に盛り込まれるなど、我が国においても新たな動きが見られつつあるが、こうした動きが本格化し、多くの人が起業家を目指すような社会となることが望まれる。

諸外国の成功例を見ると、事業化が持続的に生まれる基盤には、「生態系」とも呼べる研究・企業・人材の有機的な連携や集積がある（いわゆる「エコシステム」）。我が国においても、IT分野においては、こうした「エコシステム」が構築されつつあるが、IT以外の分野においても、「エコシステム」が構築されていくことが今後の課題である。本ワーキング・グループで議論を行った各種施策と関係省庁の取組みとが互いに連携し合い、エコシステムの構築が進展していくことが望まれる。

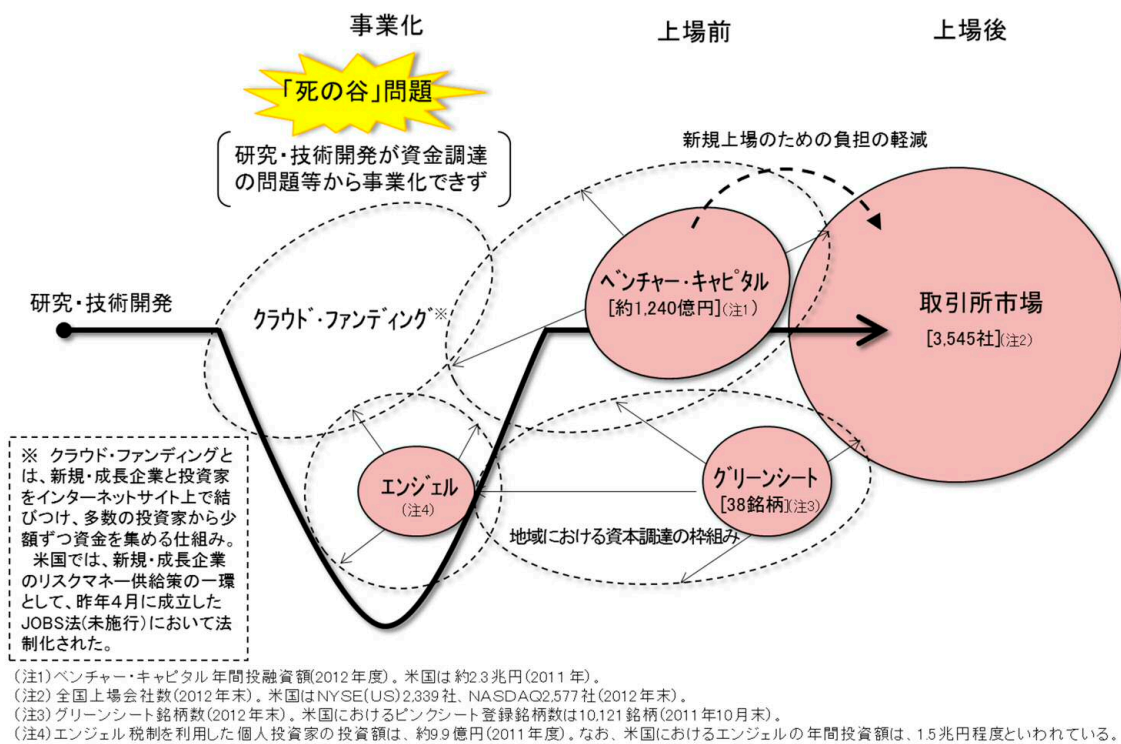
以上が、本ワーキング・グループにおける審議の結果である。今回審議を行った論点は、新規・成長企業へのリスクマネーの供給を促進し、経済の持続的な成長を実現していく等の観点から、いずれも早急に対応を行うことが必要なものばかりである。今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえ、適切な制度整備が早期に進められることを期待する。

(以上)

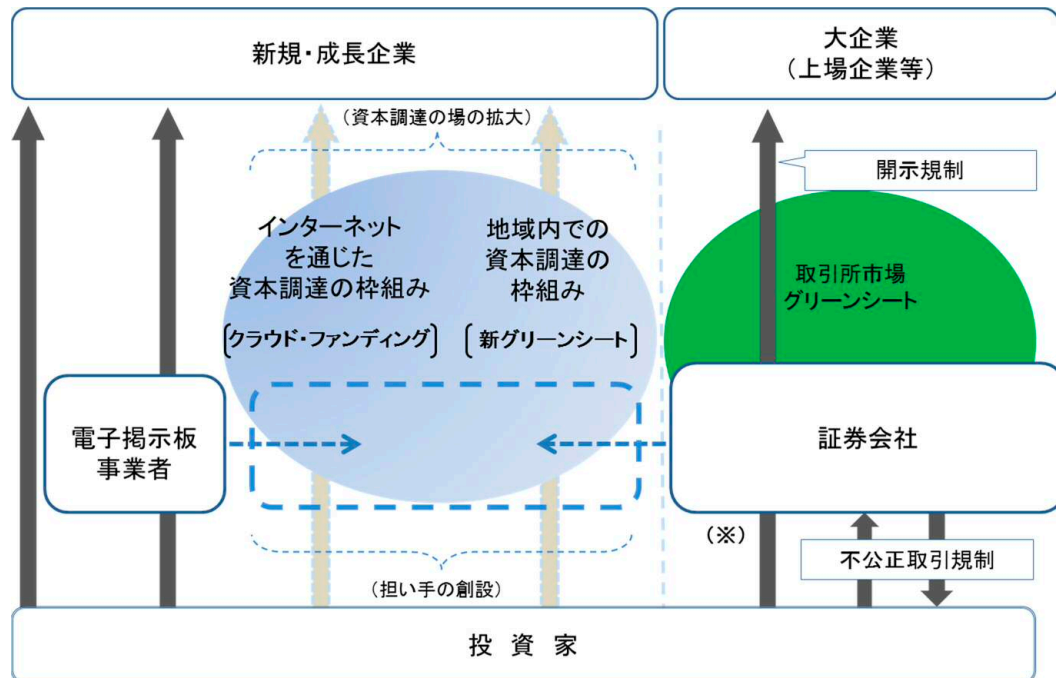
事務局説明資料

平成25年6月26日
金融庁総務企画局

新規・成長企業へのリスクマネーの供給について



新規・成長企業へのリスクマネーの供給促進策



(※)証券業協会の自主規制において、グリーンシート銘柄を除く非上場株式の取扱い(勧誘等)は、禁止されている。

2

これまでの議論の状況

3月15日 産業競争力会議

- 麻生金融担当大臣より、「規制改革会議とも連携しながら、クラウド・ファンディングや地域における資本調達等を促す仕組み、新規上場のための負担の軽減等について、検討を進めていきたい」旨の表明

4月11日 規制改革会議 創業等WG

- 金融庁事務方より、具体的検討課題等について説明。

6月5日 規制改革に関する答申

6月5日 金融審議会総会における諮問 (詳細は4頁)

6月14日 規制改革実施計画閣議決定 (詳細は5、6頁)

6月14日 日本再興戦略閣議決定 (詳細は7頁)

[参考] 日本証券業協会「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」

- 6月末までを目途に、市場関係者等によるニーズ等の把握、課題の洗出し。

3

金融審議会総会における諮問

平成25年6月5日

金融審議会
会長 吉野 直行 殿

金融担当大臣 麻生 太郎

金融庁設置法第7条第1項第1号により、下記のとおり諮問する。

記

経済の持続的な成長を実現していくためには、投資者保護に配慮しつつ、金融仲介機能を活用し、新規・成長企業等に対するリスクマネーの供給の促進を図っていくことが不可欠である。

このような観点から、

- 一 新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方
- 二 事務負担の軽減など新規上場の推進策
- 三 上場企業等の機動的な資金調達を可能にするための開示制度の見直し
- 四 その他、近年の金融資本市場の状況に鑑み、必要となる制度の整備について検討すること。

4

規制改革実施計画（6月14日閣議決定）（抄）①

5 創業等分野

II 分野別措置事項

（1）規制改革の観点と重点事項

起業・新規ビジネスの創出、ビジネスチャンスの創出・拡大及び最適なビジネス環境の整備を通じて、我が国の経済活性化につなげるため、①リスクマネー供給、②インフラの整備・開発、③国民の利便性の確保や事業の効率化・低コスト化の観点から、以下に重点的に取り組む。

① リスクマネー供給による起業・新規ビジネスの創出

我が国の閉塞感を打ち破る起爆剤として、起業や新規ビジネスの創出を促すため、事業者が技術やアイデアを事業化する段階において必要とされるリスクマネーの供給を促進するとともに、総合取引所の創設を通じて市場における取引を活性化するための環境整備を行う。

5

規制改革実施計画（6月14日閣議決定）（抄）②

5 創業等分野

II 分野別措置事項

(2) 個別措置事項

① リスクマネー供給による起業・新規ビジネスの創出

事項名	規制改革の内容	実施時期
クラウド・ファンディングの活用	新興・成長企業へのリスクマネー供給を促進する観点から、金融仲介機能の充実を図る取組として、株式形態を含め、インターネット等を通じた資本調達（クラウド・ファンディング）の枠組みについての検討を行い、結論を得る。	平成25年度 検討・結論
新規上場時の企業情報開示の合理化	新規上場のコストを低減させる観点から、有価証券届出書において提供が求められる財務諸表の年数限定や、内部統制報告書の提出に係る負担を一定期間軽減するなど企業情報開示の合理化について検討を行い、結論を得る。	平成25年度 検討・結論
グリーンシート制度の見直し	グリーンシート制度の在り方を見直し、地域に根ざした企業等について、企業の会社情報の定期的な開示義務や適時開示義務、インサイダー取引規制の面で上場企業等に比べてより簡易な手続きでの資本調達・換金を可能とする枠組みについて検討を行い、結論を得る。	平成25年度 検討・結論
プレ・マーケティング等の概念の整理	諸外国における規制の状況を踏まえつつ、有価証券届出書の提出前の市場ニーズ調査等のための投資家への接触に係る規制の在り方について検討を行い、結論を得る。	平成25年度 検討・結論
新規上場時における最低株主数基準などの緩和	新興市場における新規上場を容易にする観点から、上場時に取引所が要求する株主数などの形式基準の見直しの方向性について、取引所において、一定の流動性の確保に留意しつつ検討を行い、結論を得るよう要請する。	平成25年度 検討・結論
有価証券発行までの期間の短縮等	上場企業の資金調達を円滑化する観点から、発行登録書の記載事項を整理するなどの検討を行うとともに、周知性の高い企業については、開示関係書類の効力発生期間を短縮する等の検討を行い、結論を得る。	平成25年度 検討・結論
虚偽記載等に係る賠償責任の見直し	新興・成長企業等が新規上場を躊躇することがないよう、重要な事項について虚偽の記載のある有価証券報告書等を提出した会社が負担する、流通市場で有価証券を取得した者に対する賠償責任について、無過失責任となっていることが適切か検討を行い、結論を得る。	平成25年度 検討・結論
大量保有報告制度の見直し	大量保有報告制度について、証券市場の公正性や透明性に留意しつつ、例えば、自己株式を大量保有報告書の対象有価証券から除外する、提出者が個人である場合における記載事項を見直すなど大量保有報告書の提出者の負担軽減を図る方策について検討を行い、結論を得る。	平成25年度 検討・結論

6

日本再興戦略 - JAPAN is BACK - （6月14日閣議決定）（抄）

第II. 3つのアクションプラン

一. 日本産業再興プラン ～ヒト、モノ、カネを活性化する～

1. 緊急構造改革プログラム（産業の新陳代謝の促進）

③ 内外の資源を最大限に活用したベンチャー投資・再チャレンジ投資の促進

○ 資金調達の多様化（クラウド・ファンディング等）

- ・ 技術やアイデアを事業化する段階でのリスクマネーの供給を強化するとともに地域のリソースを活用するための方策の一つとして、クラウド・ファンディング（※）等を通じた資金調達の枠組みについて検討する。市場関係者等のニーズや投資者保護に配意しつつ、制度改革が必要な事項について、金融審議会で検討を行い、本年中に結論を得る。

※ 新規・成長企業と投資家をインターネットサイト上で結び付け、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組み。

7

具体的検討課題のイメージ

1. 新規・成長企業へのリスクマネー供給策

- (1) クラウドファンディング
- (2) 地域等における資本調達の枠組み
- (3) その他の課題

2. 新規上場（IPO）の推進策

- (1) 新興市場の新規上場時における最低株主数基準
- (2) 新規上場に伴う事務負担の軽減

3. 上場企業の資金調達の円滑化

- (1) 上場企業の資金調達に係る期間の短縮
- (2) 募集・売出しに係る勧誘規制

4. その他

- (1) 大量保有報告制度の見直し
- (2) 流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

8

1. 新規・成長企業へのリスクマネー供給策

9

(1) クラウドファンディング

10

問題意識

- 新規・成長企業へのリスクマネー供給を促進する観点から、金融仲介機能の充実の取組みとして、株式形態を含め、インターネット等を通じた資本調達（クラウドファンディング）の枠組みが整備できないか。

11

クラウドファンディングとは

- クラウドファンディングとは、一般に、「新規・成長企業と投資家をインターネットサイト上で結びつけ、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組み」と言われている。
- 出資者に対するリターンの形態により、主に「寄付型」、「購入型」、「投資型」が存在
 - ◆ 「寄付型」：リターンなし
（例：ウェブサイト上で寄付を募り、寄付者向けにニュースレターを送付する 等）
 - ◆ 「購入型」：金銭以外のリターン
（例：購入者から前払いで集めた代金を元手に製品を開発し、購入者に完成した製品等を提供する 等）
 - ◆ 「投資型」：金銭によるリターン
（例：運営者を介して、投資家と事業者との間で匿名組合契約を締結し、出資を行う 等）
- 現状、日本においては、金銭によるリターンを伴わない形態での取扱いが中心であり、投資型は限定的。また、出資の形態としては、商法上の匿名組合契約によるものが中心であり、株式形態での資本調達は取り扱われていない。

12

日本におけるクラウドファンディングの概況

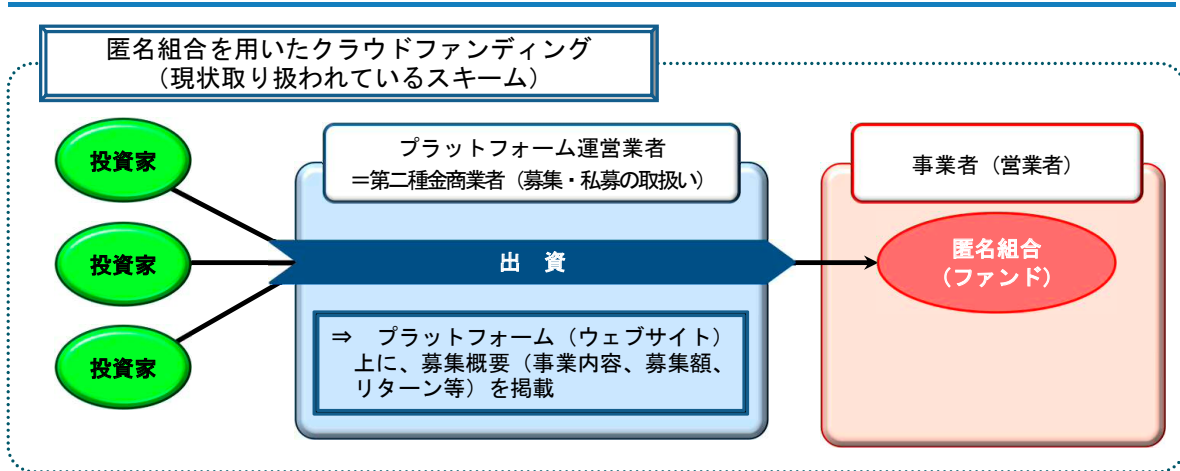
類型	寄付型	購入型	投資型
概要	ウェブサイト上で寄付を募り、寄付者向けにニュースレターを送付する等	購入者から前払いで集めた代金を元手に製品を開発し、購入者に完成した製品等を提供する等	運営者を介して、投資家と事業者との間で匿名組合契約を締結し、出資を行う等
対価	なし	商品・サービス	事業の収益
業登録の要否	—	—	第二種金商業
主な資金提供先	被災地・途上国等の個人・小規模事業 等	被災地支援事業、障害者支援事業、音楽・ゲーム制作事業等を行う事業者・個人 等	音楽関連事業、被災地支援事業、食品、酒造、衣料品 等
資金調達規模	数万円程度	数万円 ～ 数百万円程度	数百万円 ～ 数千万円程度
一人あたり投資額	一口1円 ～ (任意)	一口1,000円程度 ～	一口1万円程度 ～

(出所) 各種ウェブサイト

※ 上記のほか、匿名組合契約に基づき投資家から出資を募り、集めた資金の貸付けを行うといった形態も存在。

13

投資型クラウドファンディングの金商法上の位置付け



《現行制度の下で、株式形態のクラウドファンディングを取り扱う場合 (実例なし)》

- プラットフォーム運営業者の行為は、1項有価証券の募集・私募の取扱いに該当し、**第一種金商業登録**が必要となる(金商法2条8項9号、28条1項)。なお、**非上場株式**については、グリーンシート銘柄を除き、原則として、一般投資家に対する**投資勧誘は禁止**されている(日本証券業協会・店頭有価証券に関する規則3条)。

※ 株式募集の総額が1億円以上の場合には、事業者において、原則として**有価証券届出書**(公衆縦覧)の提出が必要(金商法4条、5条)。(募集総額が1億円未満の場合でも、1千万円を超える募集に際しては、財務局への**有価証券通知書**の提出が必要(金商法4条6項)。

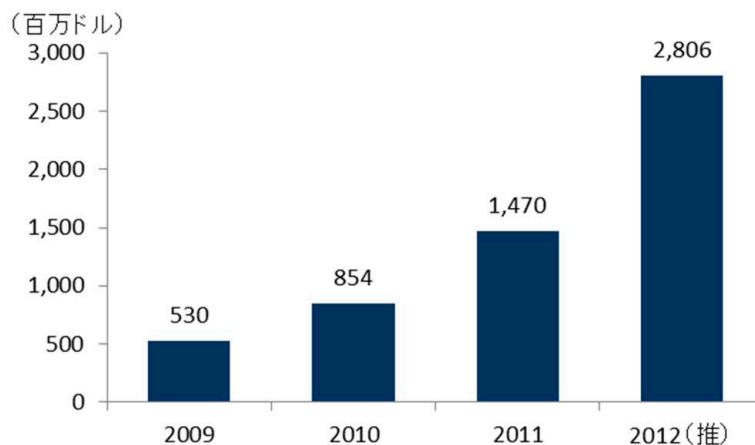
14

世界のクラウドファンディングの現状

- 世界では、クラウドファンディングを用いた資金調達額は2011年で約14.7億ドル、2012年(推計)で約28.1億ドル。

※ 調査対象の452のプラットフォームのうち、北米に191、欧州に182(うち英国44)が所在。

クラウドファンディング世界市場



(出所) Crowdfunding industry report (Crowdsourcing.org)

15

米国 JOBS 法におけるクラウドファンディング規制の概要

○ 投資額規制

- ・ 募集総額要件（年間100万ドルが上限）
- ・ 各投資家の投資総額要件
（例：年収10万ドル未満であれば、2,000ドル又は年収の5%のいずれか大きい方を超えないこと等）
- ・ 購入後1年間、譲渡禁止

○ ファンディング・ポータルに係る規制

- ・ SECへの登録義務、SECによる調査・監督
- ・ 自主規制機関への登録義務
- ・ 投資家への説明、リスク等の開示義務
- ・ 詐欺のリスクへの対応を講じる義務
- ・ 投資アドバイス、推奨、ファンド・証券の保管・運用等の禁止

○ 発行者に係る規制

- ・ SEC、投資家、ファンディング・ポータルへの情報提供義務（財務状況、事業計画、資金用途等）
- ・ 事業報告書及び会計書類のSECへの提出義務
- ・ 重要な事実の虚偽表示等についての責任 等

※ JOBS 法は2012年4月に成立したが、クラウドファンディングに関するSEC規則は策定されておらず、未施行。

16

（2）地域等における資本調達の枠組み （新たなグリーンシート制度のあり方）

17

問題意識

- グリーンシート制度は近年、制度利用企業が減少し、売買も低迷する等、その目的・役割を果たしていると言い難い状況。
- その要因としては、新興市場等における取引所の上場基準の引下げなどの環境変化などを背景に、グリーンシート制度の流通市場としての役割が低下し、制度利用のインセンティブが低下したことが指摘されている。
- 他方、地域等の新規・成長企業の資本調達ニーズには的確に応えていく必要がある。また、上場市場ほどの高度な流通機能は必要としないまでも、引続き株式換金のニーズは存在。
- こうした現状やニーズ等を踏まえれば、現在のグリーンシート制度について抜本的に見直しを行い、制度を再構築していく必要があるのではないか。
- その際の切り口として、例えば、地域に根ざした企業等について、その地域の株主や当該企業を良く知る株主による保有を念頭とした資本調達や換金の場の提供ができないか。
 - ー 新たな枠組みにおいては、地域に根ざした企業等の株主は、当該企業等に馴染みがあること、また、上場企業の株式ほど高度な流通機能が求められないこと等に鑑み、信頼できる仲介業者の関与を前提に、現在のグリーンシート制度で求められている会社情報の定期的な開示や適時開示義務等については、より簡易な手続での資本調達を可能とすることができないか。

18

グリーンシート銘柄制度とは

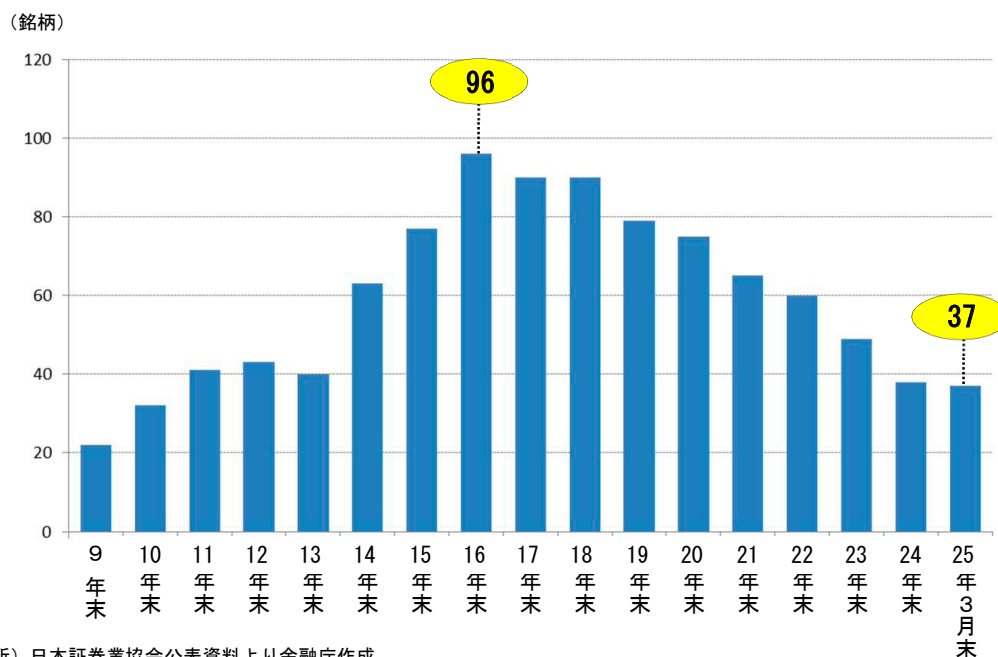
- 平成9年7月、日本証券業協会（以下、「日証協」）により創設された、非上場株式等の投資勧誘及び売買の制度
 - 証券会社による非上場株式等の投資勧誘を条件付で解禁。
- グリーンシート銘柄は、その発行会社等の特徴により区分。

銘柄・区分名		特徴
グリーンシート銘柄		証券会社が審査し、適当性を判断したもの
区分	エマージング	成長性を有する等の発行会社の株券等が対象
	オーディナリー	エマージング以外の発行会社の株券等が対象
	投信・SPC	優先出資証券（特定目的会社法）、投資証券が対象
（参考） フェニックス銘柄		取引所上場廃止銘柄が対象 （証券会社が流動性を確保する必要があると判断したもの）

19

グリーンシート銘柄数

- 平成16年をピークに銘柄数は減少(96→37)。取扱証券会社も平成25年4月時点で9社のみ。



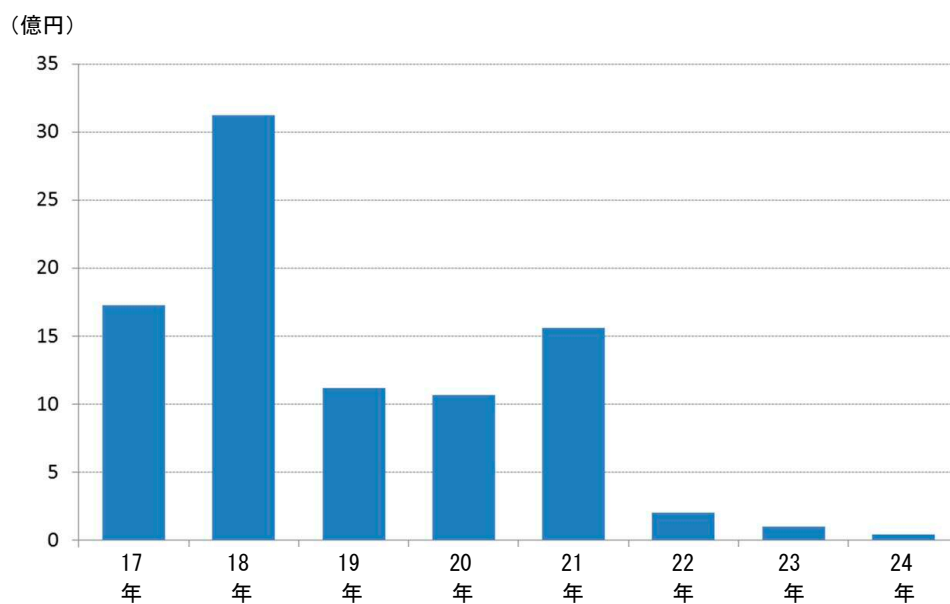
(出所) 日本証券業協会公表資料より金融庁作成

※ 米国におけるピンクシート登録銘柄数は10,121銘柄(2011年10月末)

20

グリーンシート銘柄の売買代金

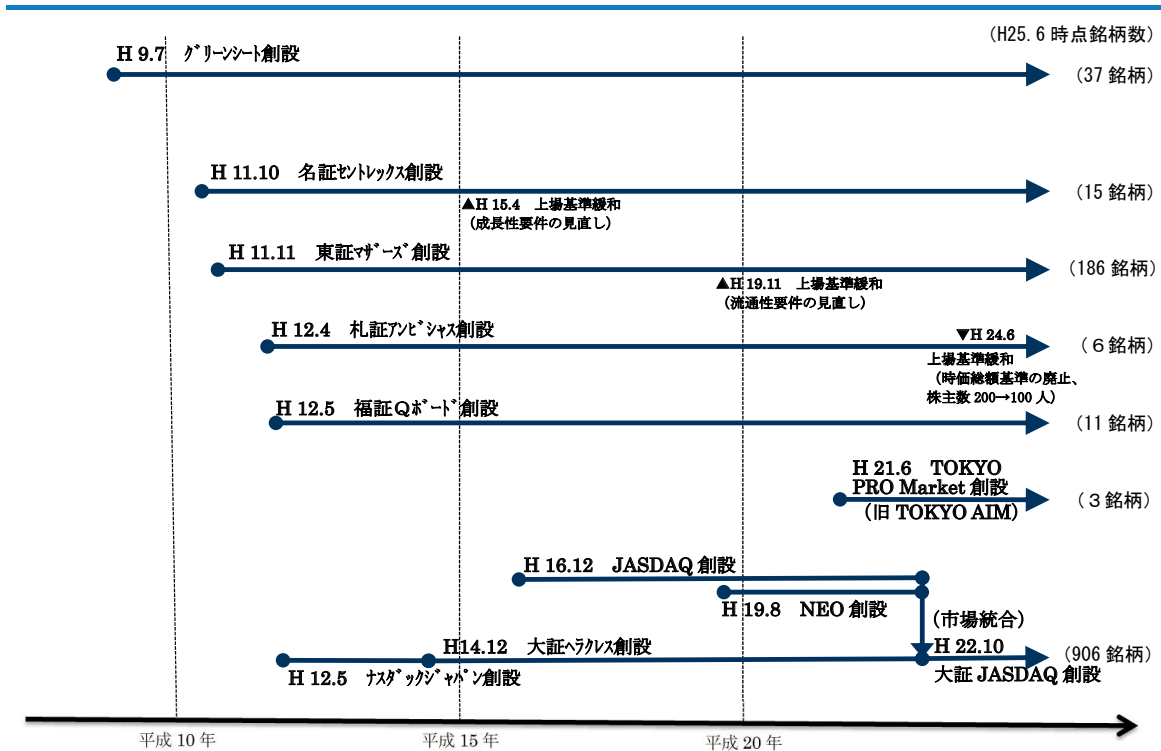
- 年間売買代金は平成18年には約31.2億円であったが、平成24年には約0.4億円まで減少。



(出所) 日本証券業協会公表資料より金融庁作成

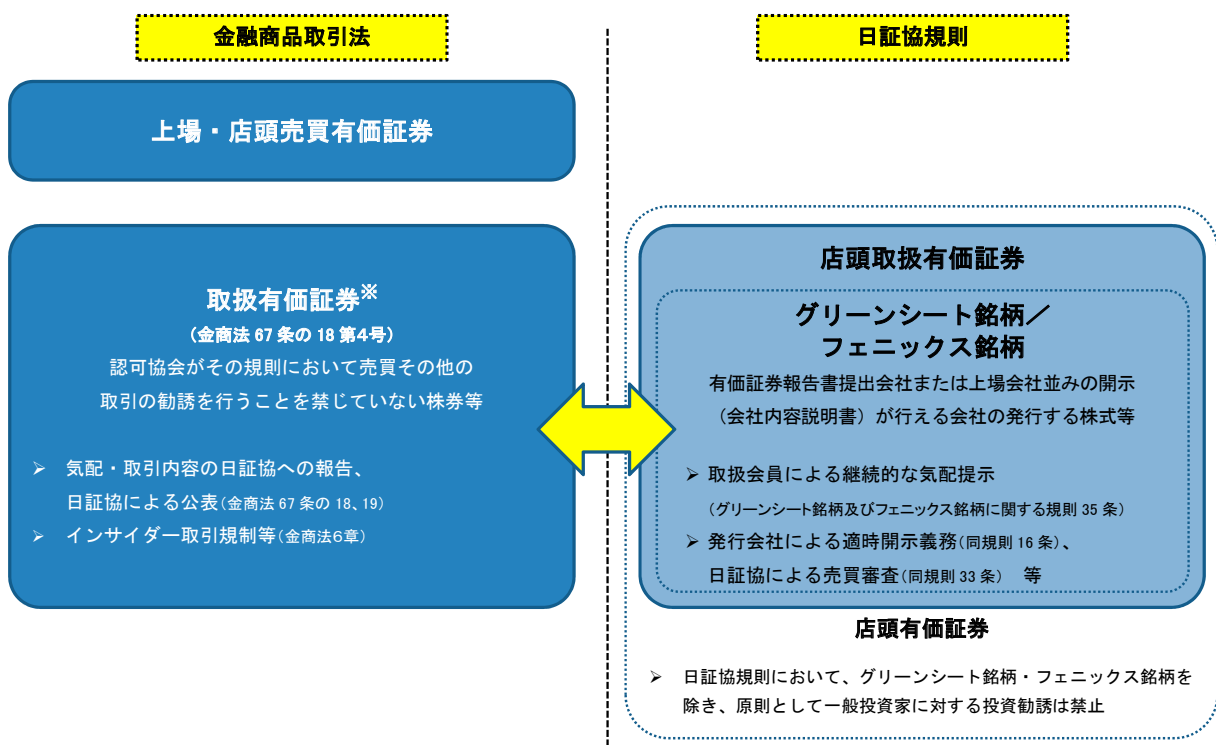
21

新興市場等の主な変遷



22

非上場株式等に係る法令・自主規制



23

（3）その他の課題

24

問題意識

- 日本においては、事業の初期・中期段階において、リスクを覚悟して中長期的にコミットしたリスクマネー供給が不十分であるとの指摘。
- 新規・成長企業においても、ベンチャー・キャピタル等からの支援が確保されるよう、人材面も含めた経営基盤の確立が必要であるとの指摘。
- ベンチャー投資やエンジェル投資の拡大や、事業について経験の浅い起業者に対する適切な助言・ノウハウ等の提供など、新規・成長企業へのリスクマネーの供給促進に関し、どのような取組みを行なっていくべきか。

25

日本再興戦略 - JAPAN is BACK - (6月14日閣議決定) (抄)

第Ⅱ. 3つのアクションプラン

一. 日本産業再興プラン ～ヒト、モノ、カネを活性化する～

1. 緊急構造改革プログラム (産業の新陳代謝の促進)

③ 内外の資源を最大限に活用したベンチャー投資・再チャレンジ投資の促進

○ ベンチャーや新事業創出の担い手及び目利き・支援人材の育成

- ・ 一流のベンチャー経営者やキャピタリスト等のプロフェッショナルによるビジネスモデル形成支援により、新事業に挑み成長企業を生み出す人材の育成を進めるとともに、これを通じて得られたハンズオン支援のノウハウの共有などによる支援人材の育成やその連携を強化する取組を発展させ、事業化後の資金供給を担う投資家、政府系金融機関、民間企業等を含めた総合的な支援の枠組みへと拡大する。

○ 個人によるベンチャー投資の促進 (エンジェル税制の運用改善等)

- ・ エンジェル税制について、本年夏までに、ベンチャー企業やその支援者である税理士等にとっての分かりやすさを向上させ、手続負担を軽減する観点から運用改善を行うとともに、制度の利用促進に向け周知徹底を図る。

○ 民間企業等によるベンチャー投資の促進

- ・ 個人投資家のみならず民間企業等の資金を活用したベンチャー企業への投資を促すための方策を早急に検討し、本年8月末までに検討を進め結論を得た上で、必要な措置を講ずる。

○ 既存企業の経営資源の活用 (スピンオフ・カーブアウト支援、オープンイノベーション推進)

- ・ スピンオフ・カーブアウト支援専門チーム(知財、労務、社会保障等の権利処理まで含めたビジネス形成支援)を直ちに本格稼働させる。
- ・ この支援専門チームや日本政策投資銀行等による、事業の目利きの協働を通じた既存の経営資源の活用・組合せから新たなビジネスを形成する取組及び民間資金の呼び水となるリスクマネー供給を一体的に行うことにより、オープンイノベーションを推進する。これにより、「緊急構造改革期間」中に、民間において自立的にベンチャーや新事業が生み出される環境の整備を目指す。

26

2. 新規上場 (IPO) の推進策

27

（1）新興市場の新規上場時における最低株主数基準

28

問題意識

- 株式市場では、一定の流動性を確保する観点から、取引所の定める上場審査基準において、株主数、流通株式数、流通株式時価総額等の基準を定めている。
- このうち、例えば、東証マザーズ市場等における株主数基準は、「上場の時までに300名以上となる見込みのあること」とされているが、新興市場における新規上場を容易にするため、これを引き下げるべきではないかとの指摘。
- 新興市場における新規上場時に取引所が要求する株主数などの形式基準について、見直していくことが考えられないか。

29

国内外の新興市場における新規上場時の株主数基準

国内新興市場の株主数基準比較

市場	東証マザーズ	大証 JASDAQ	名証セントレックス	福証 Q-Board	札証アビシヤス
株主数	300人以上	300人以上	300人以上	200人以上	100人以上

(参考) 海外新興市場の株主数基準比較

市場	NASDAQ (capital)	NYSE (MKT)	香港 (GEM)	シンガポール (Catalist)
株主数	300人以上	400人以上	100人以上	200人以上

(出所) 国内新興市場については各証券取引所の規則より、海外新興市場については東京証券取引所の調査に基づき、金融庁作成。

30

(2) 新規上場に伴う事務負担の軽減

31

問題意識

- 新規上場しようとする企業は、有価証券届出書において直近5年間分の財務諸表の記載（うち直近2年分は公認会計士等の監査証明が必要）が求められている。また、上場後は、事業年度ごとに内部統制報告書の提出が求められている。この内部統制報告書には、公認会計士等の監査証明を受けなければならない。
- 新規上場のコストを低減させる観点から、内部統制報告書の提出に係る負担を一定期間軽減することや、有価証券届出書において提供が求められる財務諸表の年数を限定するなど、企業内容等の開示を合理化することができないか。

32

新規上場時に必要となる開示

- 新規上場に当たっては、市場における流動性を確保する観点から募集又は売出しを伴うのが一般的であり、新規上場しようとする企業は有価証券届出書の提出が必要となる。（金商法4条）
- 新規上場時に提出する有価証券届出書の記載内容は内閣府令で定められている。（企業内容等の開示に関する内閣府令（以下「開示府令」） 第2号の4様式）
- 有価証券届出書（第2号の4様式）の主な記載内容は以下のとおり。
 - ◆ 第一部「証券情報」
（募集（売出）の額、募集（売出）の方法・条件、引受人の名称、手取金の使途 等）
 - ◆ 第二部「企業情報」
（企業の概要、事業の状況、設備の状況、提出会社の状況、経理の状況^{（※）} 等）
（※）最近2事業年度の連結及び単体財務諸表（公認会計士等の監査証明が必要）
 - ◆ 第三部「特別情報」
（最近5事業年度の財務諸表（単体）のうち、第二部に掲げたもの以外のもの（監査証明不要））
 - ◆ 第四部「株式公開情報」
（特別利害関係者等の株式等の移動状況、第三者割当等の概況、株主の状況 等）

33

内部統制報告書制度について

- 金融商品取引所に上場した会社には、有価証券報告書や四半期報告書、臨時報告書などのほか、内部統制報告書の提出義務が課されることとなる。(金商法 24 条・24 条の 4 の 4・24 条の 4 の 7・24 条の 5)
- 内部統制報告書は、会社の属する企業集団及び当該会社に係る財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するために必要な体制について、経営者が評価した報告書であり、事業年度ごとに有価証券報告書と併せて提出することを義務付けている。(金商法 24 条の 4 の 4)
 - (記載事項)
 - ◆ 財務報告に係る内部統制の基本的枠組みに関する事項
 - ◆ 評価の範囲、基準日及び評価手続に関する事項
 - ◆ 評価結果に関する事項
 - ◆ 付記事項
 - ◆ 特記事項
- 内部統制報告書には、提出者と利害関係のない公認会計士又は監査法人の監査証明を受けなければならない。(金商法 193 条の 2 第 2 項)

34

(参考) 米国 JOBS 法による新興成長企業に対する規制緩和

項 目	概 要
IPO 届出書の財務諸表記載年数の緩和	募集の際の届出書には、監査済財務諸表 3 年 + 財務データ 2 年が必要であるが、新興成長企業が新規上場時に募集を行う際は、監査済財務諸表 2 年のみの記載でよいこととされた。
内部統制報告に係る監査の免除	新興成長企業については、上場後、最長 5 年間は、内部統制に関する監査法人等の証明を提出しないことができることとされた。

※ 1 新興成長企業とは、直近の会計年度における年間総収益が 10 億ドル未満である発行者。

※ 2 新興成長企業は、下記のいずれかに該当するまでの間は新興成長企業とみなされ続ける。

- ① 年間総収益が 10 億ドル以上となった会計年度の最終日
- ② 届出書に基づく普通持分証券の最初の売付けの日から 5 年後の応当日の後に終了する会計年度の最終日
- ③ 当該発行者が直前 3 年間に於いて累計 10 億ドル以上の非転換社債を発行したこととなった日
- ④ 当該発行者の浮動株である普通持分の時価総額が 7 億ドルを超えるなどの大規模早期提出者としての要件を備える者となった日

35

3. 上場企業の資金調達の円滑化

36

(1) 上場企業の資金調達に係る期間の短縮

37

問題意識

- 上場企業が公募により有価証券を発行して資金調達を行う場合、有価証券届出書を提出した日から7日を経過する日までは、投資家に当該有価証券を取得させること（発行すること）ができない。また、予め発行内容を登録し、発行決定後に即時に有価証券を発行できる発行登録制度を利用する場合、今後発行する予定の有価証券の種類、発行予定額などの記載が必要となる。
- 周知性の高い企業については、
 - ・ 有価証券の発行決議（有価証券届出書の提出）から、実際の有価証券の発行までの期間を短縮する余地はないか。
 - ・ 有価証券の種類、発行予定金額等の記載を行うことなく、発行登録を行えるようにすることが考えられないか。

38

募集・売出しの際の効力発生について

- 募集により資金調達をしようとする場合、まず有価証券届出書の提出が必要とされており、提出した有価証券届出書の効力が生じなければ、投資家に有価証券を取得させてはならないとされている（売出しの場合もほぼ同様）。（金商法 15 条 1 項）
- 有価証券届出書は、原則として、提出した日から 15 日を経過した日に効力を生じることとされているが、届出書類の内容が公衆に容易に理解されると認める場合等は 15 日に満たない期間を指定できるとされており、1 年以上継続して適正に開示している上場会社等は、提出した日から 7 日を経過した日に効力を生じることとされている。（金商法 8 条 1 項・3 項、企業内容等の開示に関する留意事項について）
- 発行者に係る企業情報が既に広範に提供されていると認められる場合には、発行予定期間、当該有価証券の種類及び発行予定額又は発行残高の上限、引受けを予定する金融商品取引業者等の名称その他の事項を記載した、発行登録書を提出して、当該有価証券の募集又は売出しの登録をすることができる（金商法 23 条の 3）。
- 発行登録書も 1 年以上継続して適正に開示している上場会社等が提出する有価証券届出書と同様、原則として提出した日から 7 日を経過した日に効力を発生する。（金商法 23 条の 5）

39

発行登録制度について

- 発行登録書を提出した者は、当該発行登録書の効力が発生しており（最長2年間）、かつ、当該募集又は売出しごとにその発行価額、発行条件その他の事項を記載した発行登録追補書類を提出することで、直ちに投資者に有価証券を取得させることができる。（金商法23条の3・23条の6・23条の8）
- 発行登録書を提出できる者は、以下のいずれをも満たす者とされている。（金商法23条の3・5条4項、開示府令9条の4第2項・5項）
- ① 1年間継続して適正に開示をしている者
 - ② 次のいずれかの条件を満たす者
 - ・ 年間平均売買金額が100億円以上で、平均時価総額が100億円以上
 - ・ 平均時価総額が250億円以上
 - ・ 5年内の募集・売出しによる社債券の券面総額／振替社債の総額が100億円以上
 - ・ 法令により優先弁債を受ける権利を保証されている社債券を発行
 - ・ 指定外国金融商品取引市場における時価総額が1000億円以上
- 発行登録書の証券情報は、引受けを予定している金融商品取引業者のうち主たるものの名称を除き、一部又は全部の記載を省略して提出することが可能であるが、発行登録の対象とした有価証券の種類、募集又は売出しの別、発行予定額又は発行残高の上限等を記載することとされている。（開示府令 第11号様式）

40

機動的な資金調達のための発行開示制度（発行登録制度等）の各国比較

	日本	米国	欧州（目論見書指令）
制度	発行登録制度	一括登録制度 (Shelf Registration)	基本目論見書 (Base Prospectus)
対象有価証券	株券、新株予約権証券、社債券等（外国の証券も可）	限定なし	募集プログラムに基づく非エクイティ性証券
利用可能者	参照方式の利用適格者	参照方式の利用適格者	特に限定なし
効力発生期間 (待機期間)	発行登録書の提出から15日間 (実際の運用上は7日間)	登録届出書の提出から20日間(ただし短縮可能) WKSI ^(※) は即時効力発生	原則、10営業日以内
有効期間	1年又は2年(発行者の選択)	3年	12ヶ月 更新可能
当初提出時点の 対象有価証券の 特定の要否	各有価証券の種類毎、募集・売出し毎に発行登録書の提出が必要 (事後的な変更は不可)	有価証券の種類の特定が必要 (WKSIは事後的追加が可能) 同一の登録届出書に複数の種類の有価証券を登録できる	有価証券の種類の特定が必要 同一の基本目論見書に複数の種類の有価証券を登録できる
発行枠の 記載の要否	確定金額の発行枠の記載が必要 (発行予定額 or 発行残高の上限)	複数有価証券の共通枠の設定 WKSI ^(※) は発行枠の記載不要	明文の要求なし(実務上はプログラム・アマウントを記載)

(※) WKSIの要件・効果については次頁参照。

41

米国における WKSI (Well-Known Seasoned Issuer) 制度

○ WKSI の要件*の概要

- ・ 参照方式の届出書 (Form S-3) の利用資格があること (12ヶ月以上の継続開示義務等)
- ・ 浮動株である普通株式の (全世界ベースの) 時価総額が7億ドル以上であること (普通株式に転換できない社債その他の証券の場合、過去3年間に総額10億ドル以上の募集実績)
- ・ 非適格発行者でないこと (直近12ヶ月内の継続開示義務に違反した者、直近3年以内に詐欺防止条項に違反した者等は非適格発行者)

※ 投資会社、事業開発会社、資産担保発行者、外国民間発行者又は他の WKSI の子法人でないことを前提とする。

○ WKSI の効果

- ・ 届出前の勧誘規制の不適用 (ただし、勧誘に用いる自由書面目論見書 (Free Writing Prospectus) については一定の注意文言の記載と SEC への提出が必要。)
- ・ 発行登録の即時効力発生 (Automatic Shelf Registration) 利用可能
- ・ (当初の) 発行登録の際に募集総額の記載が不要
- ・ 発行登録により募集する有価証券の種類を事後的に追加した場合の効果も即時発生
- ・ (当初の) 登録届出書の記載事項を簡素化可能 (募集予定の有価証券の概要等の省略が可能)

- 制度導入直前の2004年当時、WKSI に該当する発行者の割合は、会社数ベースで全上場企業の約30%、時価総額ベースで約95%を占める。

42

(2) 募集・売出しに係る勧誘規制

43

問題意識

- 有価証券の募集又は売出しに係る取得勧誘を行う場合、有価証券届出書の提出が必要。当該届出書の提出前に募集又は売出しに係る取得勧誘を行うことは認められていない。
- 勧誘の範囲が不明確であり、市場のニーズの調査等を行いきいと指摘。
- 有価証券の募集又は売出しを検討している企業及び証券会社が、届出前に行うことができる行為を具体的に明らかにすることができないか。

44

募集又は売出しに係る勧誘規制について

- 金融商品取引法において「有価証券の募集」、「有価証券の売出し」とはそれぞれ次のように定義されている。（金商法2条3項・4項）
 - ・ **募集** … 新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘のうち、多数の者（50名以上）を相手方として行うもの等
 - ・ **売出し** … 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のうち、多数の者（50名以上）を相手方として行うもの等
- 有価証券の募集又は売出しは、発行者が有価証券届出書を提出しているものでなければならず（提出免除の場合を除く。）、無届で募集・売出しをした者に対しては罰則（5年以下の懲役又は500万円以下の罰金若しくはこれを併科）が適用される。（金商法4条1項・197条の2第1号）
- 日本証券業協会の自主規制において、増資の引受証券会社による国内におけるプレ・ヒアリングは原則禁止されている。（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）

45

米国連邦法（1933年証券法）における届出前勧誘規制の例外（概要）

- 米国の1933年証券法は、日本と同様、届出書を提出することなく、投資家に対して有価証券の売付け勧誘又は買付けの勧誘を行ってはならないとしているが、発行者の区分ごとに届出前に許容される情報発信に関して複数のセーフハーバー等が規定されている。

米国連邦証券法上の届出前勧誘に係るセーフハーバー等の概要

	有価証券を特定しない広告	事実的事業情報の定期公表	事業計画等の将来指向情報の定期公表	届出30日前までの情報発信	公募予定の発表	引受けに係る予備的な交渉・合意	勧誘	ブローカー又はディーラーによるリサーチレポート	
								発行者の届出勧誘に不参加	発行者の届出勧誘に参加
非報告発行者 JOBS法 (新興成長企業)			—				○ (需要調査に限る)		— ○ (普通持分証券に限る)
参照方式を利用できない発行者	○	○		○	○	○	—	○	○ (勧誘対象と全く別種類の証券又は業界に係るレポート)
参照方式を利用できる発行者			○						○ (勧誘対象と全く別種類の証券、業界又は発行者に係るレポート)
WKS I							○		

※1 代表的と想定される場合を前提とするもの

※2 投資会社、事業開発会社、資産担保発行者又は外国民間会社の発行する証券の勧誘及び事業結合取引に係る勧誘を除く。

46

EU法（目論見書指令）における公募に係る規制（概要）

- EUの目論見書指令も目論見書の公表前の証券の公募は禁止すべきとしているが、証券の公募は「投資者が当該証券を買い付け又は引き受けることを決定することが可能となるような、当該募集の条件及び募集の対象である証券についての十分な情報を、方式及び手段を問わず、人に対して提供するコミュニケーション」と日米より狭く定義している。
- 広告に係る規制として、以下の原則が規定されており、目論見書の公表前に投資家に対して一定の働きかけを行うことを許容している。
 - ◆ 広告は、目論見書が公表済みであること又は将来公表されることを記載し、かつ、投資者が目論見書を現在又は将来入手しうる場所を表示しなければならない。
 - ◆ 広告は、そうであるものと明確に認識可能なものでなければならない。広告に掲載される情報は、不正確な又は誤解を招く内容であってはならない。またこの情報は、目論見書が公表済みの場合は当該目論見書に記載されている情報と、将来目論見書が公表される場合には当該目論見書に記載すべき情報と整合していなければならない。
 - ◆ いかなる場合であれ、口頭又は書面の方式において開示された証券の公募に関わる全ての情報は、たとえ広告目的でなくとも、目論見書において記載される情報と整合していなければならない。

47

4. その他

48

（1）大量保有報告制度の見直し

49

問題意識

- 大量保有報告制度に関しては、報告書において求められる記載内容などの点において提出者の事務負担が重いといった指摘がされている。
- 証券市場の公正性や透明性に留意しつつ、提出者の負担軽減を図ることが考えられないか。

50

大量保有報告制度とは

○ 制度の趣旨

- ・ 経営に対する影響力等の観点から重要な投資情報である上場株券等に係る大量保有の状況を、投資者に迅速に開示するための制度

○ 提出義務の概要（一般報告の場合）

- ・ 上場株券等の保有割合が5%超となった者は、その日から5営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない（金商法 27 条の 23 第1項）
- ・ その後、保有割合が1%以上増減したなどの重要な変更があった場合には、5営業日以内に変更報告書を提出しなければならない（金商法 27 条の 25 第1項）

○ 報告書の記載内容

- ・ 発行者に関する事項（発行者の名称、上場金融商品取引所など）
- ・ 提出者に関する事項（氏名・名称、住所・本店所在地、保有目的、保有割合、最近 60 日間の取得・処分の状況、保有株券に関する重要な契約、取得資金など）
- ・ 共同保有者に関する事項（氏名・名称、住所・本店所在地、保有割合など）

51

大量保有報告制度における特例報告とは

○ 特例報告の趣旨

- ・ 日常業務において反復継続的に株券等を取得・処分する金商業者等の事務負担の軽減を図る必要

このような考えの下、大量保有報告書／変更報告書の提出頻度・期限等について一定の軽減措置（金商法27条の26）

○ 特例報告の概要

- ・ 利用要件
 - ①保有割合が10%を超えないこと
 - ②重要提案行為等（注）を行うことを保有の目的としないこと

- ・ 軽減措置

事前に届け出た月2回の基準日において大量保有報告書／変更報告書の提出義務の有無を判断し、下記のいずれかの場合に該当するときは、当該基準日から5日以内に報告書を提出すれば足りる。

- （イ）基準日における保有割合が初めて5%を超えた場合
- （ロ）当該基準日における保有割合が直前の基準日における保有割合から1%以上増減したなどの重要な変更があった場合

（注）株主総会等において、役員構成の重要な変更や、配当方針の重要な変更等を提案すること

52

大量保有報告制度に係る論点

自己株式の取り扱い

- 自己株式は、大量保有報告制度の適用対象に含まれている。このため、上場会社が5%超の自己株式を保有することとなった場合には、大量保有報告書やその後の変更報告書を提出することが求められる。
- 他方、上場会社が行う自己株式の取得・処分については、他制度による情報開示の対象にもなっているため、大量保有報告書の提出まで求めることは過剰ではないかとの指摘がある。

個人情報に関する記載事項

- 現行法の下では、提出者が個人である場合には、その「氏名」「住所（番地まで）」「生年月日」等を記載することが必要。また、取得資金の借入先が個人である場合についても、その「氏名及び住所（番地まで）」等を記載することが必要。
- 他方、有価証券報告書においては、「大株主が個人である場合の個人株主の住所については、市町村（政令指定都市にあっては区）程度の記載で差し支えない」とされているため、大量保有報告書における記載は過剰ではないかとの指摘がある。

53

短期大量譲渡報告の適用範囲・記載事項

- 現行法の下では、保有割合の大幅な減少に伴い変更報告書を提出する場合には、**過去 60 日間の譲渡の相手方及び対価等についても変更報告書に記載**することが義務付けられている(金商法 27 条の 25 第 2 項)。この短期大量譲渡報告は、いわゆる「肩代わり」が行われたかどうかを投資家が判断できるようにすることを企図したもの。
- 業務において日常的に株式売買を行う金融機関も本報告の適用対象となり得るため、金融機関からは、「(売却した株式が僅少である顧客も含め) **売却先の顧客全ての名称・対価等を開示させる現行制度は過剰**である」といった指摘がある。
- また、**大規模な第三者割当増資に伴い既存株主の保有割合が大幅に減少し、その直後に既存株主がごく少数の保有株式を売却した場合など、譲渡した株式数が少ないケースまで本報告の適用対象となってしまう過剰**である、といった問題点も指摘されている。

その他

- 発行者に対して大量保有報告書・変更報告書の写しを送付する義務の適否(金商法 27 条の 27)
- 訂正報告書の公衆縦覧期間(受理した日から 5 年間)の適否(金商法 27 条の 28 第 1 項) など

54

一般報告に関する海外比較

	日本	米国	英国
大量保有報告書	5%超保有することとなった場合、その日から5営業日以内に、当局に届出。	5%超保有することとなった場合、その日から10日以内に、当局に届出。	3%を下限として、3%、4%、5%、・・・と1%ごとに閾値が設定されている。保有割合が当該閾値に到達し、超過し、又は下回る場合、その日から2営業日以内に、発行者に通知(同時に、写しを当局に電子送付)。
変更報告書	重要な変更(1%以上の増減を含む)があった場合、5営業日以内に当局に届出。	重要な変更(1%以上の増減を含む)があった場合、速やかに当局に届出。	

(注) 日本・米国では、大量保有報告書の提出後1%以上の増減があった場合に報告を求められるのに対し、英国では、1%ごとに設定された閾値を跨ぐたびに報告を求められるため、増減の幅が1%に満たない場合であっても報告が必要になる場面が生じうる(例: 3.9%から4.1%への買い増し)。

55

主な問題点に関する海外制度との比較

	日本	米国	英国
自己株式の取り扱い (大量保有報告制度の適用の有無)	適用あり	適用なし	適用あり ただし、以下の点が緩和される ○ 閾値（通常は3%以上1%ごと→自己株式の場合は5%と10%のみ） ○ 提出期限（通常は2営業日以内→自己株式の場合は4営業日以内）
個人情報に関する記載事項 (住所、生年月日の記載の要否)	○ 提出者 ▪ <u>住所(番地まで)及び生年月日が必要</u> ○ 取得資金の借入先 ▪ <u>住所(番地まで)のみ必要</u>	○ 提出者 ▪ <u>住所又は事務所等の所在地(番地まで)は必要</u> ▪ <u>生年月日は不要</u> ○ 取得資金の借入先 ▪ <u>いずれも不要</u>	○ 提出者 ▪ <u>いずれも不要</u> ○ 取得資金の借入先 ▪ <u>いずれも不要</u>
短期大量譲渡報告の適用範囲・記載事項 (譲渡の相手方及び対価等に関する記載の要否)	保有割合の大幅な減少に伴い変更報告書を提出する場合には、 <u>過去60日間の譲渡の相手方及び対価等についても記載が必要</u>	左記場合に限らず、 <u>過去60日間の譲渡の相手方及び対価等についても記載が必要</u> ただし、 <u>支配目的等を有しない者は当該記載を不要とする様式を使用することができる</u>	不要

56

(2) 流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

57

問題意識

- 有価証券報告書等の重要な事項について虚偽の記載があった場合等において、当該書類を提出した会社は、募集又は売出しによらずに有価証券を取得した者に対して、過失の有無に関係なく損害賠償責任を負う（無過失責任）。
- 上場会社は虚偽記載等を防止するため、コストをかけて内部統制を構築するなどしている。このため、流通市場で有価証券を取得した者に対する賠償責任については、無過失責任となっていることが適切か検討が必要ではないか。

58

流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

○ 虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任（無過失責任）

公衆縦覧に供されている開示書類の重要な事項につき虚偽の記載があった場合等には、当該書類の提出者は、当該書類が公衆縦覧に供されている間に当該書類の提出者等が発行者である有価証券を募集又は売出しによらないで取得した者に対し、記載が虚偽であること等により生じた損害を賠償する責めに任ずる。（金商法 21 条の 2 第 1 項）

○ 一年以内に有価証券を取得した者の損害額の推定

開示書類の虚偽記載等の事実が公表された日前一年以内に当該有価証券を取得し、当該公表日において引き続き当該有価証券を所有する者は、当該公表日前一月間の当該有価証券の市場価額の平均額から当該公表日後一月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額を、当該書類の虚偽記載等により生じた損害の額とすることができる。（金商法 21 条の 2 第 2 項）

○ 上記の者以外の者の損害額の上限

損害賠償額は、請求者が当該有価証券の取得について支払った額から、次のいずれかの額を控除した額を超えない額とする。（金商法 21 条の 2 第 1 項・19 条 1 項）

- ① 損害賠償を請求する時における市場価額
- ② 請求前に当該有価証券を処分した場合には、その処分価額

59

各国における虚偽記載の賠償責任

	日本	米国	EU
	有価証券報告書等の虚偽記載	年次報告書等の虚偽記載	年次報告書等の虚偽記載
継続開示	<p>無過失責任</p> <p>✓ 発行会社は、募集または売出しによらないで証券を取得した者に対し、損害賠償責任を負う。</p>	<p>欺罔の意図が必要</p> <p>✓ 取引所法規則 10b-5 に基づく損害賠償請求では、発行会社に「欺罔の意図」(scienter) が存在することが必要。 なお、取引所法 18 条に基づく損害賠償請求も可能であり、発行会社が誠実に行動し、かつ虚偽記載等を知らなかったことを立証すれば免責される。しかし、投資家の立証の負担が大きいことなどから、救済手段としてはほとんど利用されていない。</p>	<p>過失責任</p> <p>(例)</p> <p>✓ イギリス…発行会社の経営責任を負う者が、虚偽記載について故意もしくは無謀(reckless)である場合、または不記載が不正の隠蔽であることを知っていた場合に限られる。</p> <p>✓ ドイツ…発行会社が虚偽であることを知らず、かつ、係る不知が重過失に基づかないことを立証する場合、責任を負わない。</p> <p>✓ フランス…民法等に基づく損害賠償請求となり、無過失責任ではない。</p>
	<p>【参考】 発行開示</p>	<p>有価証券届出書と目論見書の虚偽記載</p> <p>無過失責任</p>	<p>登録届出書と目論見書の虚偽記載</p> <p>無過失責任</p>

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

平成26年金融商品取引法改正(3)

—上場企業の資金調達の円滑化に向けた施策に伴う開示ガイドライン等の改正、内部統制報告書監査義務の免除、民事責任規定の見直しについて

2015年10月23日(金) 15:00~17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

平成 26 年金融商品取引法改正（3）

－上場企業の資金調達の円滑化に向けた施策に伴う開示ガイドライン等の改正、内部統制報告書監査義務の免除、民事責任規定の見直しについて

神戸大学大学院法学研究科教授

行 澤 一 人

目 次

- | | |
|--|---|
| I. 上場企業の資金調達の円滑化に向けた
施策に伴う開示ガイドライン等の改正
1. WCSI に対する待機期間の原則撤廃につ
いて | 2. ガン・ジャンピング禁止規定の緩和に
ついて
II. 新規上場企業の負担軽減
III. 民事責任規定の見直し
討論 |
|--|---|

○黒沼 時間になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、神戸大学の行澤先生に、平成 26 年金融商品取引法改正の第 3 回として、表記のようなテーマのご報告をお願いしています。

それでは、行澤先生、よろしくお願いいたします。

○行澤 神戸大学の行澤でございます。本日はよろしくお願ひします。

本日は、お手元の配付資料に沿ってお話をさせていただきます。

お手元の資料としましては、「金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」（以下「WG 報告」という）に加えまして、そのもとになりました事務局説明資料の「上場企業の資金調達に係る期間の短縮」と「新規上場に伴う負担の軽減」という 2 点をつけております。それに、「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」という）の改正に関するパブリックコメント（以下「パブコメ」という）とそれに対する回答も資料としてつけましたので、適宜ご参照いただけましたら幸いです。

以下では、平成 26 年金融商品取引法改正のうち、上場企業の資金調達の円滑化に向けた施策に伴う開示ガイドライン等の改正、内部統制報告書監査義務の免除、さらに民事責任規定の見直しという 3 点について、主として今回の金融商品取引法（以下「金商法」という）の改正の元となった WG 報告及び立案担当者の解説に即して報告させていただきます。

なお、引用文献の略称については、レジュメの最初に示したとおりです。

- I. 上場企業の資金調達の円滑化に向けた施策に伴う開示ガイドライン等の改正
WG 報告の 14 ページ以下では、以下のように指

摘して、(1) 有価証券届出書を提出後、当該有価証券を発行し投資者に取得させるために必要な待機期間を、「特に周知性の高い企業 (Well Known Seasoned Issuer)」(以下「WКСI」という)については原則として撤廃すること、(2) 有価証券の募集または売出しにおける有価証券届出書を提出する以前の募集(取得勧誘)または売出し(売付け勧誘)(ガン・ジャンピング)の禁止(金商法(以下、条文参照時には「法」と記す)4条1項)を緩和することを提案していました。

【上場企業の資金調達に係る期間の短縮(待機期間の撤廃)】

「現行の金融商品取引法の下では、上場企業が有価証券を発行し投資者に取得させるには、有価証券届出書を提出した後7日間の待機期間が必要とされている。この待機期間は、投資者が、開示されている情報に基づき、当該有価証券の取得・買付けの是非を判断するための熟慮期間とされており、その際、投資者は、投資判断に当たり、増資企業の経営状態等に関する「企業情報」と、募集・売出しに係る有価証券自体の情報である「証券情報」の二つの情報について検討するものと考えられる。このうち、「企業情報」に関しては、特に近年、情報通信技術の発達や、有価証券報告書の記載の充実、四半期報告書の導入など、より充実した情報を容易かつ迅速に入手できる環境が整ってきている状況にある。中でも、時価総額が大きい企業や、市場で頻繁に売買が行われている企業など、市場においてWКСIについては、専門的な能力を有する証券アナリストが企業情報を分析し、投資者向けに情報提供を行っているほか、メディアの経済ニュース等においても頻繁に取り上げられている。こうしたことを踏まえれば、企業情報の検討に要する時間のみに注目した場合、WКСIについては、現行の金融商品取引法の待機期間を撤廃する特例措置を設けても、投資者保護上、大きな問題は生じないものと考えられる。

一方で、「証券情報」については、投資者は、有価証券届出書が提出された後でなければ、その

検討を行うことができないことにも留意が必要である。

こうした点を勘案すれば、WКСIが行う募集・売出しのうち、対象有価証券の取得・買付けの判断を比較的容易に行うことができるといえるような場合に限定して、待機期間を撤廃する特例措置を設けることが適当であると考えられる。具体的には、募集・売出しの対象とされる有価証券が、普通株式や投資証券(REIT等)など、仕組みが単純かつ標準的であり、かつ、例えば増資による希薄化率が20%以下である場合など、投資判断に与える影響が限定的な場合に限り、待機期間を撤廃することが適当であると考えられる。」

【「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化】

「有価証券届出書の提出前に有価証券の勧誘を開始すること(いわゆる「届出前勧誘」)は禁止されているが、法令上、勧誘の範囲が明確でないために、増資を予定している企業が、一般的な企業情報を発信することまでも届出前勧誘に該当するおそれがあるとして躊躇してしまう、との指摘がある。また、上場企業の資金調達を円滑化するために、有価証券届出書の提出後の待機期間を撤廃する場合には、有価証券届出書の提出前に、投資者が増資企業に関する企業情報を受け取る機会をできるだけ確保しておくことの重要性はより高まるものと考えられる。一般的に届出前勧誘の禁止措置が講じられている趣旨は、勧誘による販売圧力によって、投資者が不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられる事態の防止にあるとされており、こうした趣旨に照らすと、次に掲げるような行為については、届出前勧誘の禁止措置の対象とする必要はないものと考えられる。このため、できるだけ速やかに、その旨を明確化することが適当である。(以下、省略)」

このように、WКСIに対する待機期間の撤廃といわゆるガン・ジャンピングの際の規制緩和は一体的なもの、連動したものとして理解されていることが注目されます。そこで、まずWКСIに対する待

機期間の原則撤廃についてやや詳細に見てみたいと思います。

1. WSKI に対する待機期間の原則撤廃について

法4条1項から3項の規定による届出は、管轄財務局長が法5条1項に規定する有価証券届出書を受領した日から原則として15日を経過した日にその効力を生じるのですが（法8条1項）、当該届出の効力発生までは当該有価証券を募集または売出しによって取得させまたは売り付けてはならず、従って申込みに対して割当を行うことや、取得・売付けの約定を行うことが禁止される（法15条1項）。もっとも、法8条3項は、「内閣総理大臣は、……届出書類の内容が公衆に容易に理解されると認める場合又は当該届出書類の届出者に係る第5条第1項第2号に掲げる事項に関する情報（企業情報・筆者注）が既に公衆に広範に提供されていると認める場合においては、第1項に規定する期間に満たない期間を指定し、又は第4条第1項から第3項までの規定による届出が、直ちに若しくは第1項に規定する届出書を受領した日の翌日に、その効力を生ずる旨を通知することができる」と定めており、これを受けて、法5条3項（組込方式）もしくは同条4項（参照方式）が認められている発行者については、開示ガイドラインB（基本ガイドライン）8-2③により、「おおむね7日間」を経過した日に、その効力が発生するように取り扱うことができると定めています。それは、待機期間を設けるのは投資者のための熟慮期間を確保することであるところ、組込方式や参照方式による有価証券届出書の届出が認められている発行者については、その企業情報が周知されていることに鑑みて、熟慮期間をある程度短縮することも不当ではないと考えられたからです。

そこで、上記WG報告の趣旨に則り、平成26年8月27日の開示ガイドライン改正により、下記の通り、参照方式の利用適格要件を満たす者のうち、特に周知性の高い者の場合には、直ちに届出の効力を生じさせることができると規定されたわけで

す（注：なお、これに併せて「特定有価証券開示ガイドライン」も改正され、同ガイドライン8-5において企業内容等開示ガイドライン8-3を準用する形で、投資法人債券を除く「投資証券」にも、同様の措置を講じている）。

（特に周知性の高い者による届出の効力発生日の取扱い）

8-3 法第4条第1項の規定による届出に関し、次に掲げる全ての要件を満たす場合における当該届出の効力発生日については、法第8条第3項の規定により、直ちにその届出の効力を生じさせることができるものとする。ただし、当該取扱いが適当でないと思われる場合は、この限りではない。

(1) 有価証券届出書の届出者が次に掲げる全ての要件を満たすこと。

① 当該有価証券届出書提出日前1年の応当日において有価証券報告書を提出している者であって、当該応当日以後当該有価証券届出書提出日までの間において適正に継続開示義務を履行しているものであること。

② 上場株券（開示府令第9条の4第5項第1号に規定する上場株券をいう。(2)において同じ。)又は店頭登録株券（開示府令第9条の4第5項第1号に規定する店頭登録株券をいう。(2)において同じ。)に該当する株券を発行していること。

③ 上場日等（開示府令第9条の4第5項第1号イに規定する上場日等をいう。）が当該有価証券届出書提出日の3年6月前の日以前の日であり、かつ、当該届出者の発行済株券について、算定基準日（同号イに規定する算定基準日をいう。）以前3年間の売買金額（同号イに規定する売買金額をいう。）の合計を3で除して得た額が1,000億円以上であり、かつ、3年平均時価総額（同号イに規定する3年平均時価総額をいう。）が1,000億円以上であること。

(2) 次のいずれかに係る届出であること。

① 上場株券又は店頭登録株券に該当する株券の募集

② 新株予約権無償割当て(外国会社がその設立に当たって準拠した外国の法令に基づいて行うこれに相当するものを含む。)に係る新株予約権証券(本邦の取引所に上場され(特定上場有価証券として上場される場合を除く。以下②において同じ。)、若しくはその発行後、遅滞なく上場されることが予定されている新株予約権証券又は認可金融商品取引業協会に店頭売買有価証券として登録され(特定店頭売買有価証券として登録される場合を除く。以下②において同じ。)、若しくはその発行後、遅滞なく登録されることが予定されている新株予約権証券に限る。)であって、上場株券又は店頭登録株券に該当する株券に係る株式を目的とする新株予約権を表示するものの募集

(3) 募集に係る届出にあっては、次の①又は②に掲げる有価証券の区分に応じ当該①又は②に掲げる割合が20%以下であること。

① (2)①に規定する株券当該届出に係る募集により発行し、又は移転する予定の株券の総数(当該募集と同時に、当該募集に係る株券と同一種類の株券又は当該募集に係る株券と同一種類の株券に係る株式を目的とする新株予約権を表示する新株予約権証券若しくは新株予約権付社債券が発行される場合には、当該発行される株券の総数又は当該新株予約権証券若しくは新株予約権付社債券に係る新株予約権が全て行使された場合に当該行使により発行し、若しくは移転する予定の株券の総数を含む。)を、当該募集前の当該株券(発行者が所有するものを除く。)の総数で除して得た割合

② (2)②に規定する新株予約権証券当該届出に係る募集により発行し、又は移転する予定の新株予約権証券に係る新株予約権が全て行使された場合に当該行使により発行し、又は移転する予定の株券の総数を、当該募集前の当該株券(発行者が所有するものを除く。)の総数で除して得た割合

以下では、これらの要件を少し詳しく見たいと思います。

・要件(1) 「特に周知性の高い者」の該当要件
 いわゆる WSKI に当たる基準ですが、①の要件については、適切な「企業情報」を開示している企業であることが期待されての規定であるとされま
 す。②については、「上場店頭登録株券の発行者であれば、投資者において、当該発行者に関する開示書類、ニュース、アナリスト・レポート等の情報入手することは容易であると考えられるため、届出書の提出前に投資者が当該者に関する「企業情報」について検討することが可能であると考えられるため」と立案担当者は説明しています(立案担当者解説・商事法務 2046 号 37 頁)。

③の要件については、参照方式の利用適格要件を満たすことを求めるとともに、企業内容等の開示に関する内閣府令 9 条の 4 第 5 項 1 号イが「100 億円以上」と規定するところ、開示ガイドラインでは「1,000 億円以上」としており、つまり参照方式の利用適格要件の 10 倍であり、さらに上場日が 3 年 6 月前の日以後のケースを除き、そこに絞って WSKI を定義したわけです。これは、市場における売買金額及び時価総額が大きいこと、上場してから一定以上の期間が経過していることを「特に周知性の高い」という要件に係らしめたということです。この金額の根拠は、米国における WSKI の基準である浮動株時価総額 7 億ドルが、米国における参照方式の基準である浮動株時価総額 0.75 億ドルの約 10 倍であることに鑑みてのことと説明されています(立案担当者解説・商事法務 2046 号 37 頁)。この 1,000 億円という数字ですが、我が国の上場会社約 3,600 社のうち 500 社程度をカバーする基準であり、3 社以上の証券会社のアナリストが企業情報をカバーしている上場会社約 600 社とほぼ重なる数字であることも当該数値基準の妥当性根拠とされています(立案担当者解説・商事法務 2046 号 37 頁)。

これにつきましては、お手元の事務局説明資料「上場企業の資金調達に係る期間の短縮」の 10 ページに、「日本と米国における発行開示制度の違い」ということで表にまとめられています。今ご説明申し上げた以上のことは別に書いていないの

ですけれども、参照方式を利用できる発行体として、米国の場合にはアフィリエイツによって保有されているものを除いた時価総額が0.75億ドル以上であるということに対して、WKSIの定義については、これはSECの規則ですが、発行体の浮動株の時価総額が7億ドル以上であることとなっていますので、ここから約10倍という数字を持ってきたということなのです。

・要件(2) 対象となる有価証券

これについては、証券情報に係る基準として、比較的容易に取得の判断ができる有価証券に限定することとされ、そのようなものとして「仕組みが単純かつ標準的な有価証券」という判断基準が採用されたことに対応しています。すなわち、まず①で上場株券または店頭登録株券に該当する株券の募集であるとします。それから②については、上場・店頭登録株券に係る、上場・店頭登録され、もしくはこれを予定している新株予約権証券を対象としています。これは特定投資家向けのものを除き、新株予約権無償割当を行う場合に限るということに絞っていき、立案担当者の説明によりますと、これはほぼライツ・オファリングを想定しているのだと理解されているようです（立案担当者解説・商事法務2046号38頁（注53））。

・要件(3) 募集による希薄化率が一定割合以下であること

希薄化率20%以内ということが要件とされているわけですが、この点が要件とされるのは、「きわめて多数の有価証券が発行される場合には、当該有価証券の発行価格等が適切かどうかについて慎重な検討を要するため、その取得の判断を容易に行うことができるとはいえないものと考えられる」からと説明されています（立案担当者解説・商事法務2046号38頁（注53））。すなわち、希薄化率20%を超えるような大量の増資が行われる場合には、やはりその取得の判断が容易にできるとは言いがたいという趣旨です。

この希薄化率20%という数字をどこから出して

きたかということについては、前述の事務局説明資料の16ページに記載があります。すなわち、10%という数字も考えられたということです。この10%というのは、既に撤廃されているのですが、かつて米国において一括登録制度が導入された際に上限とされていた基準です。また、15%の希薄化率ということも可能性としてはあり得て、それは平成4年まで日本証券業協会の「公正慣習規則」により、証券会社が株式による公募増資の引受けを行う際、市場に悪影響を与えない上限として採用されていた基準であり、現在は撤廃されています。さらに20%という基準ですが、「上記の「公正慣習規則」において、証券会社が、新株引受権の引受けを行う場合の上限として採用されていた基準」であって、これも現在は撤廃されているということです。

このうち20%を採用したということにして、この点については、私自身、いいのかどうかを判断する能力がありません。なぜ既に撤廃されたルールをここに持ってきたのかということについては、よく分からないところがあるのですが、希薄化率という要件を問題にする以上は、何らかの数字を持ってこないといけないということで、従来の立法史の中から市場に重大な影響を与えるかどうかという考え方に係らしめられていた基準を参照したと言うほかないのかというふうに思われます。

この希薄化基準はライツ・オファリングにも適用されますので、例えば1株に対して1の新株予約権を割り当てて行うライツ・オファリングの場合は、希薄化率の点でアウトとなり待機期間が縮減されないことになる、という説明もされています。

なお、希薄化率の算式には、国内外にて株券の募集が行われる場合の海外における募集分、株券の募集と同時に新株予約権付社債の募集が実施される場合の当該新株予約権の行使により移転する株式、本改正の適用がある公募増資の届出書と、第三者割当増資による有価証券届出書が同時に提出される場合の第三者割当増資に係る発行予定数も含まれることが、パブコメ回答によって金融

庁から示されています（パブコメ回答 15 頁（50～52 番））（立案担当者解説・商事法務 2046 号 41 頁（注 58））。

2. ガン・ジャンピング禁止規定の緩和について

有価証券届出書の届出前の当該有価証券の募集に係る取得勧誘もしくは売出しに係る売付け勧誘は禁止されています（法 4 条 1 項）。その趣旨は、投資者が勧誘による販売圧力によって不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられる事態を防止する趣旨であると説明されます。

なお、「勧誘」概念は、金商法において定義規定が設けられていません。一般には、特定の有価証券についての投資者の関心を高め、その取得または買付けを促進することとなる行為と説明されており、勧誘であるためには、発行・売出しの条件を表示するものである必要はなく、募集または売出しであることに言及する必要もないと解されています。そして、勧誘に該当するかどうかは、当該行為の目的、内容、情報発信の主体、相手方、方法、時期、従来の開示実務との関係等を総合的に勘案して判定されると説明されています（金商法・開示編 131 頁）。

この点、開示ガイドライン B 2-3 及び 4-1 は届出前勧誘に該当するケースを、同 B 2-4、2-11 及び 2-12 はこれに該当しないケースをそれぞれ列挙していましたが、「必ずしも十分とはいえず、実務上さまざまな萎縮効果が生じているとの指摘がなされていた」ところです（立案担当者解説・商事法務 2046 号 34 頁）。また、1. に示したとおり、WCSI に対して発行する有価証券の募集について待機期間の撤廃を検討する以上、有価証券届出書の届出前に投資者が企業情報を受け取る機会をできるだけ確保することが望ましい、ともされていました（WG 報告）。

そこで、上記 WG 報告の趣旨に則り、平成 26 年 8 月 27 日の開示ガイドライン改正により、届出前勧誘に該当しない類型が明確化されました。これが改正後の開示ガイドライン B 2-12②から⑧です。もっとも、これらの各類型は例示列挙であり

まして、これに当てはまらないからといって直ちに勧誘に該当するというものではないということ、立案担当者も述べているところです（商事法務 2046 号 34 頁）。

以下、開示ガイドライン B 2-12②から⑧までを少し詳しく検討して参ります（規定内容はレジュメ 6、7 ページに列挙していますので、適宜ご参照ください）。

・②プレ・ヒアリング

従来から、①は、第三者割当増資が行われる場合に、一定の範囲における届出前の調査については、ガン・ジャンピングではないと規定していたのですが、そこに②項が新設されたということになります。それは、有価証券の募集（第三者割当増資を除く）又は売出しにおける「プレ・ヒアリング」（需要の見込みの調査）と言われるものでして、従来、届出前勧誘に該当するおそれがあるとして、国内においてはこれを差し控えるのが実務であったと説明されています（立案担当者解説・商事法務 2046 号 34 頁）。例えば、改正前の日本証券業協会「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」9 条は、国内でのプレ・ヒアリングを禁止していたということです。

（需要の見込みの調査）

解禁されたプレ・ヒアリングには、かかる調査を行う上で合理的に必要とされる発行会社の情報の提供も含まれると解されています（金商法・開示編 137 頁）。あるいはライツ・オファリングにつきましても、新株予約権の行使価額等に関する調査については「需要の見込みに関する調査」として、勧誘には該当しないと解されているところでありまして（金商法・開示編 140 頁）、また大株主等に対する行使意向調査は、行使を積極的に促さない限り勧誘には該当しないと解すべきであるとされています（金商法・開示編 140 頁（注 57））。

（調査対象）

これは特定投資家（法2条31項）、及び大量保有報告書制度（法27条の23第4項）による5%以上保有株主（大株主）がプレ・ヒアリングの対象として届出前勧誘の規制が除外されることとなります。理由としては、このような者は、不当な販売圧力によって投資判断を強いられることのない交渉力を有していると解されるからです（立案担当者解説・商事法務2046号34頁）。

なお、調査対象者の株券保有割合については、各調査実施時点における直近の大量保有報告書により確認していれば足りると説明されています。しかし、調査実施者について、調査時点において5%未満であることに悪意であれば、開示ガイドラインの同規定には該当しないと解されています（立案担当者解説・商事法務2046号39頁（注26））。

（調査主体）

特に制限を設けていないため、発行者、売出人自身や、彼らから依頼を受けた引受証券会社において行う場合に限られないのですが、特定投資家のうち、国、日本銀行及び適格機関投資家以外の、すなわちアマ成り可能もしくはプロ成りによる特定投資家に対しては、金融商品取引業者等自らが募集または売出しを行おうとする当該顧客からの委託により、または自己のために調査を行う必要があるとされています。

（情報管理措置）

プレ・ヒアリングは、調査主体が金融商品取引業等に関する内閣府令117条1項15号に規定する措置、またはこれに準ずる措置を講じなければならないと定められています（金商法・開示編139頁）。すなわち、①法令遵守管理に関する業務を行う部門から当該調査を行うこと等について予め承認を得ること、②法人関係情報等の公表前等に特定有価証券等の売買等を行わないこと及び法人関係情報を調査対象者以外の者に提供しないことについて、予め調査対象者に約させていること、③当該調査に係る担当者及び調査対象者の氏名等、調査対象者に提供した法人関係情報内容を記載し

た書面の作成・保管（5年間）措置を講じていること、です。

法人関係情報以外の情報についても、以上に「準じる」情報管理措置を講じることが要求されるべきであると説明されています（金商法・開示編139頁）。なお、IPOの場合には、その性質上、特に調査対象者等取引制限を約束させるまでの必要はないとも解されています。

かかる条件の趣旨は、対象者以外の者に対する勧誘を抑止すること、及びインサイダー取引を予防するためであると説明されています（立案担当者解説・商事法務2046号35頁）。インサイダー取引規制との関係では、公募増資のプレ・ヒアリングを実施した時点で、決定事実として、同規制上の重要事実と該当すると考えられます（法166条2項1号）。したがって調査対象者は、公募増資という決定事実については、情報受領者として同規制に服するものと解されます（法166条1項4号、3項）（立案担当者解説・商事法務2046号39頁（注27））。

なお、本規定に関しては、米国1933年証券法5条(c)に対するWKSIに係る例外（SEC規則163）及びJOBS法（2012年）を受けた1933年証券法5条(d)による新興成長企業に係る例外が参照されました。基本的にアメリカでは、WKSIというのは、待機期間だけではなくて、ガン・ジャンピングの規制緩和のための中心概念でもあるわけです。

・③届出の1か月以上前に行われる情報発信

趣旨としては、「当該情報発信から届出書・発行登録書の提出までに一定の期間が経過する場合には当該情報発信により高められた投資者の当該企業への関心も沈静化するものと考えられるからである」と説明されています（立案担当者解説・商事法務2046号35頁）。

当然のことですが、「有価証券の募集または売出しに係る情報」は除かれており、例えば増資を前提とした中期経営計画の発表等がこれに当たる場合もあり得るとの説明がなされています（金商法・開示編142頁）。単に上場を準備している旨の

情報発信はこれに該当しないとされます(パブコメ回答7頁(22番))が、疑問視する見解もあります(金商法・開示編142頁(注61))。

情報の再発信が想定される場合というのは、一定程度具体的に想定される場合を言うとしています(パブコメ回答5頁(18番))。これを防止すべき合理的な措置に関して、例えばウェブサイトに掲載されたファイルであれば、募集または売出しの1か月前の応当日前に掲載されたことが分かる日付を付しておけば、当該応当日以後に当該ファイルを消去すること等までは求められていないと説明されています(パブコメ回答5頁(18番))。プレIPOのロードショーなどの場合は、資料をスクリーンに表示するのみで配布しない、もしくは配布資料を後ほど回収する等すれば、情報再発信に対する合理的な措置をとったことになると考えられます(パブコメ回答9頁(26番))。

なお、本規定に関しては、米国においても同様にセーフハーバーとして機能するSEC規則163A(いわゆる30日ルール)が参照されたということです。

・④法令または取引所規則に基づく開示

従来から原則として勧誘には該当しないと考えられてきたものを、開示ガイドラインにおいて明確に規定した類型であると理解されます。もっとも、法令による継続開示や取引所規則による適時開示もこのカテゴリーに含まれるのですが、ことさらに合理的な範囲を超えた開示を行うことは、なお勧誘に該当し得ると説明されています(立案担当者解説・商事法務2046号35頁)。

・⑤定期的な発行者情報の発信

従来から原則として勧誘には該当しないと考えられてきたものを、開示ガイドラインにおいて明確に規定した類型です。「当該発行者より、従前から、その通常の業務の過程において発表されてきた情報の発信であって、かつ、当該情報が発表される時期、方法及び形成期が、類似する過去の発表と重要な点において整合することが必要」で

あると考えられています(立案担当者解説・商事法務2046号36頁)。すなわち、今までやってきたような方法や形態、時期とそんなに変わらないことを、いつものようにやっているということが大切だということです。当該有価証券の募集または売出し自体の情報は、これに含まれない。当然のことです。

なお、本規定に関しても、米国においても同様にセーフハーバーとして機能するSEC規則168、169が参照されました。

・⑥新製品または新サービスの発表

従来から原則として勧誘には該当しないと考えられてきたものを、開示ガイドラインにおいて明確に規定した類型です。もっとも、「従前行っていなかった内容又は方法で意図的にオファリングのローンチの直前において発表する場合や、企業イメージや成長戦略・成長性を過度に強調した発表は、通常の業務の過程において行われる発表ではない」と解される可能性があることが指摘されています(金商法・開示編146頁)。当該有価証券の募集または売出し自体の情報は、ここに含まれないのは当然であります。

・⑦自発的な問い合わせに対する回答

これも従来から登録前勧誘には当たらないと言われていたものですが、当該問い合わせを行った者に対する回答として合理的な方法であることが必要であるということであり(金商法・開示編146頁)、当該有価証券の募集または売出し自体の情報はここに含まれないのは当然であります。

・⑧アナリスト・レポートの配布または公表

上場会社である発行者に係るアナリスト・レポートの配布または公表であって、カバレッジの開始または中断後の再開でない場合には、チェーンズ・ウォールが整備された金融商品取引業者等により行われるものは勧誘に該当しないことが明確化されました。

従前は、有価証券届出書の提出の直前に増資予

定企業のアナリスト・レポートを公表することは勧誘に該当し得るという懸念も指摘されていましたが、今般、ローンチが近づいたことを理由にそれまで継続的に公表していたアナリスト・レポートの公表を打ち切る必要はないことが明らかにされたと言われております（金商法・開示編 147 頁）。逆に言うと、突然の打ち切りがかえって近々の増資を疑わせる兆表にもなり得たわけです。

非上場会社に関するアナリスト・レポートやインダストリー・レポートの配布または公表も、本規定が想定するのと実質的に同等の状況で行われている場合には、同様に勧誘には該当しないと解されるというのが立案担当者の説明です（商事法務 2046 号 40 頁（注 38））。

なお、日本証券業協会は、本改正を受けまして、平成 27 年 2 月 17 日付で「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」を改正しています。

なお、本規定に関しても、米国においても同様にセーフハーバーとして機能する 1933 年証券法 2 条(a)(3)第 9 文及び SEC 規則 137、138、139 が参照されています。

II. 新規上場企業の負担軽減

上場会社に対して事業年度ごとの提出が求められる内部統制報告書に内部統制監査が義務付けられていることに関して（法 193 条の 2 第 2 項）、WG 報告 11 ページ以下では（第 2 章の 1.）、下記のように、新規上場企業の内部統制報告書に係る監査義務を上場後 3 年間は免除することが提案されていました。

【（2）新規上場後の負担の軽減】

「……上場企業の場合、企業が作成する財務報告に基づき広く一般に株式等が売買されることを踏まえれば、上場企業である以上、経営者が当該財務報告の適正性を担保するために内部統制の有効性を評価し、その結果を報告することは必要であり、新規上場企業であっても、内部統制報告書の提出自体を免除することは適当ではないと考えられる。

一方で、内部統制報告書の監査義務について検討したところ、新規上場企業については、①上場審査において、金融商品取引所から、内部管理体制も含めた厳格な上場審査を受けており、主幹事証券会社や公認会計士も当該内部管理体制をチェックしていること、②新規上場企業は、既存の上場企業に比して、財務負担能力が相対的に低い場合が多いと考えられること、③最も厳格な内部統制報告制度で知られる米国においても、新規上場を促進する観点から、新興成長企業について、内部統制に係る監査を免除する措置が講じられたことなどの事情が存在する。

また、新規上場後の企業内容の変化について確認したところ、多くの企業において、新規上場後 3 年間程度は、売上や従業員などの企業規模等に大きな変化は見られなかった。

これらを踏まえると、新規上場企業の内部統制報告書の提出義務に係る負担を軽減するため、新規上場後、例えば 3 年間について、内部統制報告書に係る監査義務を免除することが適当であると考えられる。

ただし、新規上場企業であっても、その規模等に照らし、市場への影響や社会・経済的影響が大きいと考えられる企業については、内部統制が適切に機能していることを特に厳格にチェックする必要性が高いと考えられることから、こうした企業については、新規上場企業であっても、内部統制報告書に係る監査義務を免除することは適当ではないと考えられる。」

上場会社等は、事業年度ごとに内部統制報告書を有価証券報告書と併せて提出しなければならず（法 24 条の 4 の 4 第 1 項及び「財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令」）、さらに内部統制報告書について有価証券報告書に記載される財務諸表・連結財務諸表を監査する監査法人・公認会計士の監査を受けることが必要です（法 193 条の 2 第 2 項）が、本改正では、法 193 条の 2 第 2 項に列挙する例外事由に新たに 4 号「上場会社等（資本の額その他の経営の規模が内閣府令で定める基準に達し

ない上場会社等に限る)が、第24条第1項第1号に掲げる有価証券の発行者に初めて該当することになった日その他の政令で定める日以後三年を経過する日までの間に内部統制報告書を提出する者が追加されました。

同号に規定する「資本の額その他の経営の規模が内閣府令で定める基準に達しない上場会社等」における「基準」とは、上場日の「直前事業年度に係る連結貸借対照表若しくは貸借対照表に資本金として計上した額が百億円以上であり、又は当該連結貸借対照表若しくは貸借対照表の負債の部に計上した額の合計額が千億円以上である」と規定されています(「財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令」10条の2)。この基準は、公認会計士法24条の2・同法施行令8条に定義する「大会社等」と同じです。その趣旨は、公認会計士または監査法人には、有価証券報告書提出会社でなくても、「大会社等」に該当する会社に対しては、有価証券報告書提出会社と同程度の厳格な監査規律が求められており、この趣旨を「その規模等に照らし、市場への影響や社会・経済的影響が大きいと考えられる企業」の判断基準として援用したものであると解されています(立案担当者解説・商事法務2040号69頁)。

なお、ここでも、アメリカにおけるJOBS法において、新興成長企業は上場後においてもサーベンス・オクスレー法404条(b)項により上場会社一般に求められる監査人による内部統制報告認証が最大で5会計年度免除されることが参照されています。

Ⅲ. 民事責任規定の見直し

民事責任規定については、下記のように、WG報告17ページ以下(第4章の2.)で、法21条の2につき、①無過失責任を立証責任の転換された過失責任とし、②損害賠償請求権者を有価証券の「取得者」に限定されていたものを「処分者」も含めべく、改正することを提案していました。

第4章「近年の金融資本市場の状況を踏まえたその他の制度整備」2. 流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

「(1) 提出会社の損害賠償責任の見直し

無過失責任は、特に政策上の必要性が認められる例外的なケースに限られており、金融商品取引法において、提出会社の損害賠償責任を無過失責任としているのは、民事訴訟による責任追及を容易とすることで、違法行為の抑止を図り、証券市場の公正性・透明性を向上させることを目的としたものであると考えられている。

この点に関し、近年、課徴金制度の整備や内部統制体制構築の定着などによって違法行為の抑止効果が強化されていることを踏まえれば、損害賠償責任の一般原則を超えて提出会社に無過失責任を課すこととしている現行制度の意義は、当該制度の導入当時(平成16年改正)と比べて、相対的に低下してきているものと考えられる。本ワーキング・グループでは、当該無過失責任を過失責任に見直すことについては慎重な意見も出されたが、こうした点に鑑みれば、流通市場における提出会社の損害賠償責任については、現行制度の趣旨・目的を損なわない範囲において、一般原則どおり、過失責任とすることが適当であると考えられる。

その際、損害賠償責任については過失責任とするものの、提出会社の故意・過失の有無に係る立証責任については、投資者の訴訟負担が過大にならないよう、現行の制度における役員等の損害賠償責任に係る立証責任と同様に、立証責任を転換し、提出会社が自己の無過失の立証責任を負うこととすることが適当である。」

(2) 損害賠償の請求権者の拡大

従来は取得者のみが対象であったけれども、今般、処分者を追加することが適当であるとされています。MBOにおいてみられる、いわゆる逆粉飾のようなケースに対する意識が高まってきたからであるということが説明されています。

（3）損害額推定規定の拡大

この推定規定については、しかし、処分者に対してまで拡大することはしないということを提言していました。つまり、将来の課題として引き続き検討を行うことが適当であるとされて、今般の改正には反映されませんでした。

流通市場における虚偽の開示書類を提出した者に対する民事責任を、立証責任の転換された過失責任とすることについては、改正後の法 21 条の 2 第 2 項が「前項の場合において、賠償の責めに任ずべき者は、当該書類の虚偽記載等について故意又は過失がなかったことを証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない」と規定しておりです。

その根拠は、当初同条が立法化された際に無過失責任原則によって期待された違法行為の抑止効果がある程度達成せられたと評価されることに求められているようです（立案担当者解説・商事法務 2040 号 72 頁）。その他、流通市場においては、発行市場における場合（有価証券届出書の虚偽記載による損害賠償責任は無過失責任・法 18 条 1 項）と違って発行者に利得が生じていないこと、株主間の財産移転を生じさせるだけであること、米英等主要国においては流通市場における虚偽開示書類の提出者に無過失責任を負わせていないこと、などが指摘されていますが、これらは皆、法 21 条の 2 が導入される過程において既に慎重論の論拠として指摘されていたことでありまして、今さら感がなきにしもあらずです。

無過失責任が新興・成長企業の新規上場を躊躇する原因になっているとの指摘は、既に平成 25 年 6 月 14 日閣議決定「規制改革実施計画」30 ページにおいて「新興・成長企業等が新規上場を躊躇することがないよう、重要な事項について虚偽の記載のある有価証券報告書等を提出した会社が負担する、流通市場で有価証券を取得した者に対する賠償責任について、無過失責任となっていることが適切か検討を行い、結論を得る」と示されていたのであり、ちょっと不適切な言い方かもしれ

ませんが、出来レースのような気がします。

しかし、有価証券報告書の「重要な事項」に虚偽記載が認められる場合であって、提出者（発行会社）に過失がないことを立証できる場合というのは一般的にはあまり考えにくく、無過失責任を過失責任に転換したからといっても、立証責任が発行会社にある以上、どれほどの規制緩和効果があるのかは疑問なしとしません。抽象的なレベルにおけるアナウンスメント効果はあるのかもしれませんが、結局、今まで流通市場における民事責任に対してどちらかといえば積極的な態度を示していた判例の態度——これはあくまで私の感覚ですが——これが今後どのように変化するのか、あるいはしないのかを見極めていく必要があるのではないのでしょうか。

なお、今般の改正によって発行者が無過失免責を得られる機会が広がったと見るべきなのか否かの評価に関連する議論としましては、発行会社の過失を役員等のレベルにおいて判断するのか、会社自体の過失ということの問題とすべきなのかという論点があり、この点は WG においても議論がなされたようです。

もし役員等の過失のみを問題とすべきであると解すると、従業員等の不正が当該有価証券報告書の虚偽記載の主たる与因であり、役員等に会社法上の内部統制構築義務違反など監視義務違反が認められない場合、例えば最判平成 21 年 7 月 9 日の日本システム技術事件のような場合には、会社が無過失免責を得ることも十分可能であると考えられます。日本システム技術事件の最高裁判例は、法 21 条の 2 適用以前の事案であることを前提に、会社法 350 条との関係で、虚偽の有価証券報告書を提出したこと自体についての過失の内容として、代表取締役の内部統制構築義務違反の有無、特に予見可能性の有無が審査されたのですが、もし同事件が現在改めて法 21 条の 2 との関係で問題となるなら、あるいは虚偽の有価証券報告書を提出したことについて結果回避義務違反がないゆえに役員等に過失がないという判断も十分なされ得るように思われます。この点、松井秀征「本件判批」

(私法判例リマークス 41 号 86 頁) は「とりあえず無過失責任だから問題にはしないが、やがて過失責任に転換された場合に改めて問題となろう」と、まるで今日を予見したかのような指摘をしており炯眼の至りであります。

このような見解に対しては、もし法 21 条の 2 の適用が認められないとしても、民法 715 条に基づく使用者責任による場合には発行者の責任が認められる蓋然性が高くなる(なぜなら、同条但書の免責はほとんど認められないから) こととの権衡上、そのような結論は回避すべきであるとして、法 21 条の 2 の適用においては「会社自体の過失」を問題とすべきである、という見解もあります(立案担当者解説・商事法務 2040 号 73 頁)。そして、立案担当者は、どうもこちらの見解に立とうとしているのではないかとも思われます。もっとも、実際には、有価証券報告書等の重要な事項について虚偽記載があった場合に、役員等に何らの注意義務違反も認められないということは通常は考えにくいいため、両説に実質的な相違はあまりないという指摘もあります(立案担当者解説・商事法務 2040 号 73 頁)。これはあくまでも立案担当者の認識です。

以上の議論とは別に、MBO の普及とともに問題意識が高まってきた「逆粉飾」ケースを法 21 条の 2 のカテゴリーに含ませる趣旨で、本改正では、損害賠償請求権者として、流通市場における虚偽開示書類が公衆の縦覧に供されている間に有価証券を「処分した者」を含めました。「処分」の意義としては、有価証券を任意かつ有償で処分したものをいい、贈与等無償での処分者はここに含まれないと解されています(立案担当者解説・商事法務 2040 号 75 頁(注 16))。また、法 19 条 1 項 2 号により、当該有価証券を取得した価格から、当該有価証券を処分した価格を差し引いた差額が損害賠償額の上限となるという規定が維持されました。それは、「虚偽記載がなかった場合の処分価格を正確に算定することが困難であることから、賠償責任額の上限を設ける政策的必要性が高い」からだと説明されています(立案担当者解説・商

事法務 2040 号 75 頁(注 16))。

この点について考えますに、処分者が被り得る損害の内容として、まずは処分時差額が考えられると思います。すなわち、逆粉飾がなければ有していたであろう当該有価証券の価格を想定し、それと実際の処分価格との差額を損害とする考え方です。しかし、この想定価格を算出することが、実際、非常に困難であることは言うまでもありません。

さらに、通説・判例のように法 21 条の 2 の損害の内容として「取得自体損害」を含めるのなら、その反対のケースとして、そのような逆粉飾がなされていなかったらそもそも当該有価証券を処分しなかったであろう、あるいは今も保有しているであろうと主張して「処分自体損害」をすることもできます。その場合には、損害賠償請求に係る事実審の口頭弁論終結時における当該有価証券の市場価格(あるいは MBO 等によって上場廃止になっていれば、当該有価証券の価値を合理的に算定した価格)から処分価格を差し引くという作業が求められることとなります。もっとも、逆粉飾がなかったら本当はずっと有価証券を保有しつづけていただろうという想定は、しかし、当該処分者は市場価格が相当高い値をつけたと思われるそれ以前の任意の時点で有価証券を処分していたかもしれないから、損害賠償請求に係る事実審の口頭弁論終結時における当該有価証券の市場価格を損害額の算定基礎とすることはできないという理屈を完全には排除できないと思われます。とはいえ、処分者が、逆粉飾がなければ、実際に市場価格が最高値を付けた当該時点において有価証券を処分したということを立証することも相当に困難なことであろうと推察されます。結局、逆粉飾の場合に、「処分自体損害」における損害の内容を特定することは極めて困難なことであるということになります。立案担当者が処分者損害の賠償請求に取得価格という上限を課したのは、以上のような困難な問題を回避する狙いがあったといえるのかもしれませんが、もっとも、このような損害論上の難問は、処分者が民法上の不法行為に基づ

く損害賠償請求を提起するときには顕在化するものと思われま

す。
なお、処分損害については、法21条の2第3項の推定規定は適用されません。それは、逆粉飾が発覚すれば、企業のレピュテーションとともに株価も低下するだろうこと、及び課徴金や重加算税等の行政的制裁も加わり得ることからすると、「企業の真実の経営成績を反映して株価が上昇するという経験則が認められるかどうかは不明であり、これを検証するための事例も乏しい」からだとされています(立案担当者解説・商事法務2040号75頁(注18))。この点は妥当な判断だと思われ

ます。
以上、大変雑駁な報告で恐縮でございますが、先生方のご教示、ご指摘をよろしくお願い申し上げます。

~~~~~

#### 【討 論】

○黒沼 行澤先生、ご報告いただきありがとうございます。

本日のご報告は、大きく分けて3つのパートから成っていると思いますので、順番に質疑応答をしていきたいと思

います。  
まず、第1点の開示ガイドライン等の改正の部分について、ご質問、ご意見をいただければと思

います。  
【開示ガイドライン改正は法8条3項の委任による範囲を超えているか】

○岸田 開示ガイドラインの改正ですけれども、実質上は、法4条や法5条の改正に当たらないかと思いますが、法律の内容をかなり変えようとしているのに、政令でも、省令でも、府令でもなくて、ガイドラインでやるということはあまり適当ではないような気がするのですが、その点についてどのように考えられていますか。

○行澤 岸田先生のご質問の趣旨については、十分了解しているつもりでございます。しかし、

普通の人にはガイドラインなんか読まないだろうというご指摘について、非常に哲学的な問題になるかもしれませんが、今日において法律だけで全て書き切るということはやはり不可能でありまして、それが法律の授權の範囲内であるかどうかという憲法問題を論じるのであれば別ですけれども、ここまで技術的な要件を整備して一定の法的効果を与えるという場合、その情報の受け手はやはり専門的な人々であることがほとんどであり、証券市場を構成している専門家コミュニティの中でこれが運用されていくということだと思います。ですので、例えばガイドラインまで読まないような一般投資家に対しても、専門家がそれについてしっかりと情報提供すること、そして市場運用に関わる専門家コミュニティにおいて、その専門家に対するディシプリンを通じて、何とかそういった点は担保できるのではないかと、私は考えております。

○岸田 ただし、法4条とか法5条とか、そういう大きな規定に違反すると、罰則とか制裁もあり得るわけですね。業界の人たちしか読まないからいいという、それはそれで構わないのですけれども、やはり普通の人が見ても何のこともさっぱりわからない。一般の人は巻き込まれることはまずないと思うからいいのか、こういうやり方が望ましいのか、それについてはどうですか。罰則があっても、それは構わないわけですか。

○行澤 それは、罪刑法定主義の問題ということになるのだと思うのですけれども、先ほど申しあげましたように、これらの規定に罰則を設けた趣旨は、証券市場のような高度で複雑なシステムにおいては市場を運営していく専門家たちの責任を強化することによってこそ一般市場参加者の利益を図ることができるという点にあるのでしょうから、彼らに対する関係において当該法律規定が実質的に罪刑法定主義の精神に反するかどうか(構成要件が曖昧で漠然としているかどうか)を見ていくべきなのだろうと思います。そうだとすれば、これらの法律規定が直ちに罪刑法定主義に反するというにはならないと私は考えます。

○黒沼 今の問題点について、私から発言させていただいてよろしいでしょうか。

WKSI に対する待機期間の撤廃について言いますと、法8条3項が内閣総理大臣の裁量に委ねており、それに基づいてガイドラインを定めているわけです。しかし、ガイドラインというのは、もともとは法律の解釈を行政機関内で示すものはずなのです。法律の解釈として、例えば時価総額が1,000億円とか売買金額が1,000億円以上の場合にはこうなるというような解釈が果たして金商法の条文から出てくるかということ、出てくるはずはないわけです。これは本来はルールで定めるべきものだったと、私は思っております。

ただ、この議論をあまり長くしても生産的ではないと思いますけれど。

○岸田 私が言いたいのは、法律がなくても、政令とか省令とか府令であれば公開されていて見られるのですが、ガイドラインというのは、特別な者でないとまず見ることがないということです。証券会社の方はごらんになっていきますけれども。

【WKSIに係る証券情報開示に資金調達目的等が含まれていないことの問題点】

○伊藤 待機期間の撤廃の基本的なポリシーを確認させていただきたいのですが、レジюме2ページで紹介されているWG報告によれば、投資家というのは、企業情報と証券情報を検討するものである。ところが、WKSIによる株券の発行を考えると、企業情報は既に広く知られているし、証券情報というのも、株券など証券の仕組みが単純で標準的ならば、これもなくてもよい。このような理屈だと思うのですが、金商法の有価証券届出書の、特に証券情報として開示されているものは、有価証券自体の情報とともに、その資金調達の情報を含んでいます。手取り金の使途などはまさにそうなのですが、そのような資金調達の情報についての熟慮期間は要らないのでしょうか。あるいは、3ページ以下に具体的な要件を書かれています。これらの要件を眺めてみると、WKSIによる株券の発行というものは、もうこれはそれ

ぞれ個性がある資金調達というよりは、画一化された投資商品を投資者に売るというイメージのようにも感じられます。そのような考慮から今回の改正がされたということなのでしょうか。

そもそも、証券情報といっても、私からすると、これは証券自体の情報というよりは、資金調達の情報だと思うのですが、なぜWGはそういうことは言わないのでしょうか。

○行澤 この点に関する私のイメージは、まさに伊藤先生のご指摘のように、大量公募増資ということが予定されているのではないかと思います。そのような場合、企業情報については周知されていることだし、証券情報等についても、20%の希薄化率という歯止めの中であれば、つまり発行数についての情報はここで縛りがかかっているので、これであれば、特に事前に15%の希薄化率なのか、5%の希薄化率なのかということを知らなくても、こういった株券であれば十分待機期間なく募集・売出しをさせてもいいのではないかと、いうポリシーなのだと思います。

○伊藤 いえいえ、私が確認したいのは、今回の改正は、そもそも発行開示を見る投資家というのは、その資金調達についてはもう評価しなくてもよいというポリシーに基づくものなのですか、ということです。もうこれは資金調達なのではなくて、株券を売ってくれるのだと、それだけを考えるという話なのですかね。

○行澤 立法担当者がそこまで考えていたかどうか、私はちょっと分かりません。

○森田 今伊藤先生が言われたような情報は、事前にタイムリー・ディスクロージャーでどんどん出ているから、アナリストも予想できるというような状況を想定しているのではないかと。仕組みはそうなっていると思います。

ただ、それはそうなのですが、私も気になる点がありまして、セリング・プレッシャーはやはりあるのではないかとということです。皆が皆待ち望んで株券を待っているというふうにはなかなか考えにくくて、やはり新株を発行すると株価が下がったりもしますね。希薄化が例えば5%と

かだったらわかりますけれども、20%でしょう。ですから、それほどまでに出して、セリング・プレッシャーがないというような言い方でいいのかという点が、私としてはむしろひっかかりますね。

○行澤　まず伊藤先生のご質問の趣旨は、金融当局は、今回の規制改革については、資金調達の個性がもうなくなっているような場合というイメージを前提としているのかどうかということですね。私のイメージとしては、第三者割当増資と違って、これだけの大きな上場会社がこれだけ大量の公募増資をするという場合には、それこそこれから予定されている日本郵政もそうかもしれませんが、資金調達の個性とか資金調達の用途を見なければ判断できないというようなものではないと判断されているのだらうと、そう考えるしかないのかなあ、と思います。

森田先生のセリング・プレッシャーはあるのではないかということに対しては、あると言えばあるのかもしれませんが、立案担当者はないと言っているわけではありません。むしろ周知された著名な銘柄の場合は、ある意味でみんなが欲しいと思う株は、売り圧力がなくても、直ちに完売ということもあるでしょうし……。

○森田　いやいや、昔のように引受基準でずっと増益基調であってみんなが欲しがっているというのが前提であればオーケーです。セリング・プレッシャーだけで言った場合、20%というのは、大きいですね……。

○行澤　先生のおっしゃるとおり、私も待機期間の撤廃というのは、やはりそれ以前の情報開示の充実ということとセットになっていると思うのですね。そういう意味で、登録前ガン・ジャンピングを緩めるというのは合理性があると思いますし、恐らく公募増資の場合には、やはりある程度その会社の長期とか中期の計画というのが発表されており、その企業の方向性とかポリシー、そういうものがある程度分かっているということを前提にしているので、売り圧力ということはありません、というふうなことがあるので

はないかと思うのですけれども。

○志谷　伊藤先生のおっしゃったことは私も基本的に賛成で、やはり資金調達の用途というのを教えてもらわないことには、投資家としては適切な投資判断ができないし、そもそも魅力を感じないのではないかとこのように思いました。それと、もう一点は、先生がおっしゃったように、事前に資金調達の用途を明らかにするわけではないけれども、何かこういう資金の需要があってというようなことを具体的に情報提供することになると、先ほどのガン・ジャンピングとの関連で何か矛盾してこないのかなと、懸念いたしますが、どうでしょうか。

○行澤　確かに、ガン・ジャンピングでこういう増資を予定していますとか、そんな話は論外で、しかも増資を前提とすれば、長期計画等の発表も危険だよという話を実務家の方はされていて、そしたらどこまで言ったらいいのかということが確かにあります。情報開示は充実させなければいけないけれども、ガン・ジャンピングで手足は縛られますよという、非常に厳しいところではあると思いますけどね。

【日本の WCSI に係る規制緩和の真のねらい — 増資後空売回避か、熟慮期間短縮か】

○石田　先ほどの話の繰り返しになるのですが、待機期間の位置付けというか捉え方をもう一度確認したいのです。待機期間というのは、WG 報告によると熟慮期間だというふうに書いてあります。熟慮期間については、発行登録の導入の際に、追補書類が出たらすぐに発行できるようになったから、その考え方は少し変わってきているのかもしれませんが、それと同時に、待機期間は行政機関が提出書類の審査をする期間でもある。つまり、先ほど森田先生がおっしゃったように、情報に基づいて投資家が冷静に判断するために届出制度の行為規制がかかっているのだ、そしてその間に開示書類の行政審査も行われるのだというふうな説明をしてきたと思うのですけれども、今回の WCSI においては、そのあたりについて、例外



を設けているという見方でよろしいのですか。

○行澤 例外という理解で良いのではないのでしょうか。特にこの点の規制改革はアメリカの JOBS 法のインパクトが非常に大きかったように拝察しますので、とにかく増資期間を短縮させようということですよ。それと、事務局説明資料の「上場企業の資金調達に係る期間の短縮」の4ページを見ていただきますと、「以上を踏まえれば、増資を行おうとする企業が「届出書の提出」行うと（すなわち、増資が公表されると）、これをきっかけとして投機的な空売りを含む「売り」が活発化し、必要以上に当該企業の株価を下落させる場合も少なくない、と考えられるのではないかとあって、このことに対する問題意識がやはりあったのだらうと思います。だから、WKSI の場合には、とにかく思ったとおりの資金調達が得られないということを防ぐために迅速にやらせてやりたい。では、迅速にやらせてもいい発行者はどのような発行者か、という基準で金融当局は考えたのかもしれない。

○黒沼 WG のときに反対しておかないで、研究会でこういうことを述べるのはどうかとも思うのですけれども、私は、伊藤先生、森田先生の懸念はそのとおりだと思います。

アメリカと比較するとわかるのですけれども、アメリカでは、WKSI については届出前勧誘を解禁しているのですね。届出前勧誘を認めている。そのときに勧誘に用いた資料を全て SEC に提出させて、SEC はその資料と届出書の内容に齟齬がないかをチェックすることが予定されています。そうしますと、届出前から勧誘は行われていますので、そこでは資金使途も開示されているでしょうし、十分な熟慮期間も確保されているのです。

ところが日本では、全ての資料を提出させてそれをチェックするというのは人的にも不可能で、そこについては SEC と同じようにはできないので、届出前勧誘は、通常の情報発信とか企業情報についてはオーケーだけれども、募集・売出しに関しては情報発信は認めずに、それで待機期間を撤廃してしまったということなので、ご懸念はもっと

もだと思えます。

なぜそうしたかという理由についても、これも行澤先生がご説明されたとおりに、公募を公表すると株価が下がる、だから株価が下がらないうちに資金調達をしたいという、いわば不純な動機から出ているわけですね（笑）、WG では、同じことが起こるならば資金調達後に株価が下がるとはならないかという発言はしたのですけれども、そういう要請があるので一定の限度で認めることになったという次第で、理論的には批判される点が多々あると思っています。

○行澤 貴重な情報を提供していただいて、ありがとうございます。

準備していて、おっしゃるようにちょっと首をかしげたのが、アメリカでは WKSI を軸としたガン・ジャンピングの解禁と待機期間の撤廃とは一連のものになっているのですね。それは、今黒沼先生にご説明いただいてよりよく私も理解できたのですが、いわば発行登録前に増資情報を提供するというのを認めるシステムなのです。ところが、なぜ日本で両者が別々の規定になってしまったのかということをお私なりに考えますと、恐らく待機期間のほうは、今ご説明があったように、早く増資の効力を生じさせたいという問題意識があり、ガン・ジャンピングのほうは、多分、例えばプレ・ヒアリングとかアナリストの問題、それからライツ・オフリングのときにやはり事前にきちんとヒアリングしておかないとうまくいかないという問題意識があると。つまり、別々の問題意識にドリブンされた結果がこうなったのかというふうな印象を持っています。もし間違っていればご訂正いただきたいのですが。

【取引量・時価総額基準・希薄化率が WKSI に係る規制緩和において有する意義】

○前田 WKSI に当たるかどうかの判断基準として、一定期間は継続開示義務を履行しているとか、あるいは上場会社であるということはよくわかるのです。まさに企業情報が周知されていると。しかし判断基準の中で、取引量とか時価総額は、周

知性とどう結びつくのでしょうか。取引量とか時価総額が大きければ、市場に厚みがあって、市場価格の信頼性が高いということになるのか。この要件は、形式的には参照方式を基準に決めたということですがけれども、実質的にどう結びついているのでしょうか。

○行澤 立案担当者が言っている以上のことは私もよくわかりません。しかし、取引量が多いということは、先生がおっしゃるように、比較的企業情報に対する分析も進んでいるだろうという認識なのではないかと思うのですけれども。

○森田 そうです。昔、効率的資本市場仮説が当てはまるというようなことを言っていました。おっしゃるように、それだけプライスに全部の情報が反映されているという考え方でしたね。

○前田 発行価格の適正さについて投資者が判断しやすくなっていると。

○森田 価格自体に全て反映されていると。

○北村 周知性が高い者の要件の3つ目にある希薄化率についてお伺いします。20%の希薄化率というのは、行澤先生もおっしゃっていたように、参照されるべき実例がほかの国にはないということでした。この制度が、有価証券届出書を出した後、株価が下がらない間に資金調達をしたいという要望が強いことを配慮したのであれば、この20%というのは、そういう要望というか、今までの実績というものも考慮されたと考えていいのでしょうか。

○行澤 そうだと思います。その点については、事務局説明資料「上場企業の資金調達に係る期間の短縮」17ページに、希薄化率のデータが出ています。時価総額1,000億円以上の企業による公募増資の件数というのも出ていまして、これを見ますと、一番のピークが何と25~50%の希薄化率のところに来ているので、本当はもっと下げたかったのかなという気もするのですが、20%以下の中に1,000億円以上の企業の公募増資が25件入っており、それ以上の希薄化率のものが29件ですね。だから、このあたりがほぼ半分ですので、このあたりで待機期間をなくして迅速にさせてくれたら

いいという感じが垣間見えたと思ったのですが。

○北村 そうすると、20%という基準を出した理由は、それが発行価格が適切かどうかの分かれ目だということでしょうかね。

○行澤 20%を超えるようなものだと、やはり慎重な熟慮期間が要るのではないかという話ですね。

○北村 慎重な熟慮期間と20%はやはり関係があるのですか。

○行澤 価格の問題もちろん問題になると思います。要するに、支配権にも影響を及ぼしかねないような大量の株券の発行に対しては、やはりちょっと考えさせてあげたほうがいいという発想だと思うのです。

○飯田 希薄化率が高いと株価が下がりやすいという関係にあるということかしらと思ったのですが。

○行澤 なるほど、希薄化率が高いと株価が下がりやすい、そうですね。

#### 【日本のWKSIに係る規制緩和の政策目的とWKSI該当性要件との整合性】

○松尾 逆になりませんか。もし、今飯田先生がおっしゃったとおりだとすると、待機期間を撤廃した理由がそういう投機的な空売りを防ぎたいということであれば、希薄化率が高いときのほうが株価が下落する可能性が高いから、そういうときこそ、待機期間なしに直ちに価格決定を認めてあげないといけないと思います。さらにもう一つ言うと、先ほど前田先生が指摘された取引高ですか時価総額、そういうものが小さいほど投機的な空売りの影響を受けやすいので、そういうところこそ待機期間なしに価格決定を認める必要があるように思います。ですので、やはり熟慮期間が必要ないという説明と真の目的とが違うので、規制がうまくマッチしていないように思いました。

○行澤 恐らくその辺の齟齬というのはあると思うのですが、私の印象ですが、希薄化率が25~50%のような公募増資において、待機期間を撤廃するというのはやはり気が引けたのだと思

うのです。ちょっとそれはなかなか正面切って言えないという遠慮のようなものが感じられるのですね。また、おっしゃるように、取引量が少なければ少ないほど価格の信頼性が落ちて投機的な対象になりやすいということなのですけれども、しかし、そういう取引量の少ない上場株券について待機期間を撤廃するというのは、やはりこれも気が引けるという、そういうところが垣間見えるのですけどね。

○松尾 投資家の熟慮期間の要否ということからすると説明はつくのですけれども、そうではなくて、真の目的、つまり投機的な売りの抑止ということからすると、やはりちょっとおかしいなという気はいたしますね。

○行澤 はい。そうすると、松尾先生は、やはり額面どおり熟慮期間の問題なのだとご理解されるわけですか。

○松尾 そうであれば、先ほど伊藤先生や森田先生、黒沼先生が指摘されたような措置があったほうがよかったのだろうというふうに思います。

○行澤 なるほど。

○森田 しかし、何か社会問題というか経済問題で、大量に発行しますと言った途端に空売りを沢山やられるとすると、これに対しては、どのような案があるのでしょうか。

○松尾 空売りのほうを……。

○森田 ああ、空売りを規制するのか。そのようなことでおさめますか。

○松尾 わかりません。(笑)

○伊藤 そもそもそれは何とかしなければいけない問題なのかということを、やはり私は疑問に思っています。

○森田 しかし、ずっと発行できたらいいわけですよ。アメリカでは、ブックビルディングをやる時にも、それが申込み自体になっているのですね。日本では別に買わなくてもよいので、それはもう情報が流れるばかりでたたき売られるわけでしょうね。

○伊藤 でも、現実には株価が下がっているのだから、調達額が減るのは自然なこと、それを何

か下がらないようにしてやらなければいけないというのが、ただちには理解できない。

○森田 ただね、規制される期間が長過ぎるのではないかというのも確かにあると思います。

○伊藤 それならそれでいいのですよ。それはもう純粹に待機期間の問題として考えればいいだけの話で、空売りが来るということを含めると、やはり途端におかしなことになると思いますね。

○森田 そう思いますけどね。ただ、現実社会としてはそういうことでもめているというか、あまりいい現象ではないと思いますから。

○行澤 発行企業としては、予定の調達額に達しないということに非常に問題意識を持っていらっしゃるようで、それについてはどうなのでしょう。

○森田 だから、なお一層の発行開示制度の検討をしていただきたいということではないですか。(笑)

○行澤 でも、空売りの問題に関しては、情報開示を充実してもやはり起こってくるのですよね。

○森田 それはそうでしょうね。

○松尾 事務局資料では、よくない増資だということを反映した株価の下落以上に下落が起きているとされています。それは恐らく裁定的なものを狙った空売りのせいだろうというふうに分析されているようなので、その部分は……。

○森田 空売り規制ですか。

○松尾 いや、かけられないのでしょうか。難しいのでしょうか。

#### 【内部統制報告監査義務の免除のねらいと実益】

○黒沼 次の論点に移りたいと思います。ⅡとⅢをあわせまして、内部統制監査義務の免除と民事責任の見直しの両方を含めてご質問、ご意見をいただければと思います。

○伊藤 内部統制報告書の監査の免除ですが、なぜこのような改正をしなければならないのかが、私は疑問です。内部統制報告書の監査をやってもらったら、どれだけ余分にお金がかかるのか。そ

れほど余分にお金がかからないのであれば、なぜこれを免除しなければならないのでしょうか。

財務負担能力が相対的に低い場合が多いといった根拠も挙がっていますが、これが何の根拠になるのかもわかりません。

○行澤 私も事務局資料以上のことはよくわかりませんが、JOBS法では5年間免除されているということにひっかけたのかなど。だから、できることは何でもやるという、下手な鉄砲も数撃ちゃ当たるといふ発想をしたのかなという印象です。

実証的に、これを免除することがどれほど新規上場を促進させるか、あるいは逆にどれほどこれが新規上場の弊害になっているかということについての研究データは見当たりませんでした。

○森田 哲学的に言うと、内部統制報告書というのはアメリカから来たのです。ところが日本は、昭和56年改正で、自主的監視機構を厳しくしたのですよ。ということは、COSO報告書の目的としている財務諸表の信頼性、法令の遵守、効率性の監査というか効率性の問題で、そのうちの前者の2つは昭和56年改正でかなり厳しくガバナンスできていると思うのですよ。ですから、それができていないアメリカの内部統制報告書の問題を右から左にまねをして入れただけの規制であって、あまり実質がないような気がしています。日本は会社法規制で財務諸表の信頼性については厳しくやっているわけです。

○伊藤 実際に、新興企業の中には、おかしなことをして投資家からお金を巻き上げて潰れるところもありますよね。(笑)

○森田 いやいや、おっしゃるとおりです。だから、それをこれで止められるかという話ですよ。

○伊藤 ないよりは止められると思います。

○森田 まあ、そうですね。その程度には言えるかもしれません。

○川口 年間監査報酬額の20%前後を占めているというのが金融庁の意見のようですね。これをどう評価するかが問題なのですが。(笑)

○行澤 どう評価するかは全く……。

○久保 でも、何かちょっとしり馬に乗るような議論ですけど、理由付けの中で、証券会社や公認会計士も当該内部監査体制をチェックしていることというふうに言っていて、公認会計士が内部管理体制をチェックすること自体は予定しているのですよね。予定しつつ監査報告書は書かないことで、報酬額はどれぐらい下がるのですかね。

○森田 それは弁護士と同じで、書面に書いてもらったとしても高くなりますよ。(笑)

○行澤 上場するための手数料と、上場後の事業年度ごとの手数料はやはり違うのではないのでしょうか。

○久保 書類1枚でやはり相当変わるのでしょうか。

○行澤 専門家の先生、実務家の方にお聞きしたいのですが、どれぐらいのものなのか、ちょっと想像できないのですが。

○伊藤 いや、いくら上場するときやっても、その後3年間何もしなくていいのかという話ですね。

○森田 日本は会社法でやっていると思うのですよ。

○行澤 その点は、3年間は売上げとか従業員とかはそんなに変わっていないのだから、初期状態が維持されているのではないかというのが金融当局の考え方です。

○志谷 売上げが変わっていないということは、全然成長していないということではないですか。

(笑)

○行澤 いや、全然ということはないですけど、事務局説明資料「新規上場に伴う負担の軽減」の12ページに、上場直前期からの売上高、従業員数、取締役の数の中央値のグラフがあって、取締役の数などがなぜ出ているのかよくわかりませんが、確かに大体3年目ぐらいから、売上高は少し上がっています。しかし、この統計数字が立法根拠になるかというのは、(笑)いかにもアバウトで論理性に欠けた議論だとは思いますがね。

というのは、売上高や従業員数がそれほど変わ

っていないからといっても、それは内部統制報告書が求めるクレデンシャルな情報とあまり関係がないのではないかと思うのですね。

【民事責任規定の見直しについて】

○黒沼 民事責任規定の見直しについて、何かご質問、ご意見等はございませんか。

○森田 これは改正していても、今回の東芝の事件のように、知っていて虚偽決算をしていたことになる、救いようがないですね。

○行澤 東芝事件は、役員等にも会社にも過失はあると思います。

○森田 あと、因果関係か何かで救えるとか、そのようなことは全然改正されていないですね。

○行澤 本当はもっと規制緩和したいのかもしれませんが、そうはなっていないですね。

○森田 救うと言うと変ですが、一応議論ができる余地というか、そういう規制緩和は……。

○行澤 東芝事件については、その点についての議論の余地はほぼないのではないかと思います。

○森田 無理ですね。そうすると、損害額のところで推定規定はあるわけでしょう。その辺の改正はなかったのですね。

○行澤 今申しあげましたように、今回の改正は、過失責任にすることと、逆粉飾事件における処分者にも法 21 条の 2 を使えるようにしたことですね。

○森田 だから、あの規定の特異性というか、無過失責任もさることながら、因果関係のところで推定規定が入っているということですよ。

○行澤 でも、処分者には推定規定を認めないしました。

【今般の改正のねらいは何か — 無過失責任とした従来の規制は実効性があったのか】

○川口 今回の改正で、発行者の責任を無過失責任から過失責任に戻した理由は、課徴金が整備されたり内部統制が定着したりしたので、違法行為の抑止効果が強化されているからということでした。これは、今までの無過失責任はそれはそれ

で違法行為を抑止するには効いていたけれども、ほかの制度が充実したのでそれを改めても良いというように読めます。他方で、立案担当者は、過失責任にしても実態は変わらないと言っているのですね。規制の緩和をしておきながら、しかしその実質は変わらないということの関係がよく分からないですね。

○行澤 おっしゃるとおりです。

○川口 無過失責任としたのは、早まった判断であったということでしょうか。そのため、何か理由を付けて、元に戻した。

○行澤 そうとしか読めないと言うと、言い過ぎでしょうか。

○森田 間違っていたとしたら、ほかにも間違いがあったので、直すのだったら全部直してもらいたいと思うのです。

○行澤 おっしゃるように、真つ当な規制緩和というよりも、異常事態を正常に戻そうという趣旨だと思います。民事責任を導入したときの理由付けとして、違法行為の抑止ということがあったと思います。それに対しては強い反対もありましたけれども、一応通説は違法行為の抑止ということをやっていた。つまり無過失責任もいわば脅しだったのですが、民事責任という脅威がかなり浸透してきたし、ほかの制度でもサンクションが整ってきたようなので、本来の正常なあり方（過失責任）に戻そうということであって、それによって何か規制が実質緩和されたということではないと思います。例えば内部統制構築・運用をしっかりやっていたら代表取締役等役員の過失はないから、無過失立証に成功する余地があるというようになるのだったら、規制緩和だと思うのですが、どうも立案担当者は、必ずしもそういうことを狙っているのではないように思います。

○志谷 その点を教えていただきたいのですが、法 21 条の 2 の評価について、それほど異様でおかしな規定として導入されたのでしょうか。あのかの議論は、私も不勉強あまり覚えていないのですが、それほど悪い立法だということを感じもしなかったように思うのですが。

○行澤 いや、やはり立法経過から非常に根強い批判がありました。一つは、発行市場と流通市場で構造が全然違うのに、不当利得的な構成ができる発行市場における無過失責任を、全然法律関係のない発行者と流通市場の取得者との間に類比するのはやはりおかしいという議論がありました。さらには、法21条の2自体が、結局、株主間に利益の移転をもたらすだけではないかという議論も根強くありました。

一部の見解では、取締役にと求償すればいいのだというように説いたけれども、現実には今見ているような多額の損害賠償を取締役に求償できるわけでもない、結局、株主間の利益移転という批判は十分に説得的であったのかもしれない。

【民法715条適用論－不正を行った従業員の投資家に対する不法行為責任は成立するか】

○松尾 今の点に関連するのですけれども、確かに立案担当者は、過失責任化しても、重要な虚偽記載があるにもかかわらず過失がないとされる場合はないというふうに考えているのですが、その際に、事務局資料なんかでは特にそうだったのですが、民法715条の使用者責任との権衡ということを行っています。それは例えば営業部門のある従業員が営業成績をよく見せかけるために架空の売上げを計上する、日本システム技術みたいな事件ですけれども、そういうことをやっていたとします。そうすると、その従業員に過失が認められる以上、会社は民法715条の責任を負うはずだとされます。そのようにして会社が責任を負うルートがあるのだから、法21条の2のほうもそう安易に過失がないということを認めるべきでないというようなことを言っています。

別の研究会でも少し疑問に思って質問したのですが、今のような事例で本当に営業部門の従業員に投資家との関係で民法709条の故意過失があると言えるのかどうかというのは、必ずしも自明ではないように思うのです。会社との関係では何か義務違反的なものがあるのは確かですけれども、架空の売上げを自分の成績をよく見せるために計

上した、改ざんしたことが直ちに投資家との間で不法行為と評価されることはないのではないかと。そうすると、当然民法715条も民法709条を前提にするという理解に立てば、使用者としての会社の責任は成立しないので、案外解釈の余地はまだあって、会社は無過失の立証が認められる余地というのも出てくるのではないのかなというふうに感じているのですけれども、いかがでしょうか。

○行澤 そこは評価が分かれるところで、松尾先生のおっしゃる見解も成り立つと思います。しかし、逆に、上場会社の従業員が自らの地位をよくするために、あるいは成績を向上させるために粉飾決算につながるような不正行為を行った場合に、それが投資家の損害につながることにについて予見可能性もしくは結果回避可能性がなかったと果たして言えるかということ、その点も難しく、損害との因果関係論になってくると思うのですけれども、上場会社の従業員である以上は、少なくとも過失はあるだろうと思うのです。そうだとすると、あとは因果関係がどこまで認められるかだと思えます。そして、上場会社であれば、当然有価証券報告書を提出しなければならず、そしてそれが投資家の重要な情報源であるということを知っていれば、従業員の行為だからといって相当因果関係を否定するとは言い切れないのではないのでしょうか。結局、いずれの見解が妥当であるかということについては私見を留保させていただきます(注：この点につき、民法715条の対外的責任を課す前提として、「被用者に高い注意義務を課しその過失を認定することは社会的な反発を引き起こす。」内田貴・大村敦志編「民法の争点」(有斐閣、2007年)276頁【瀬川信久解説】との指摘がある)。

【内部統制報告書監査義務免除は論理的整合性を欠いているか】

○岸田 やや前後しますが、先ほどの内部統制報告書の監査は要らないというのがよくわからなかったのですけれども、内部統制報告書は作成しなければならぬですね。

○行澤 はい、そうです。

○岸田 作成しなければならないけれども、監査は要らないという意味ですね。会社法上の内部統制と少し違いますけれども、会社法上の内部統制は、監査役が事業報告として監査するわけですね。しかし、金商法上は有価証券報告書と一緒にするから、しなくてもよいのですけれども、3年たって監査するときに、3年さかのぼって間違いがあればおかしいと言えるわけですね。すると、会社法との関係もおかしい。それから内部統制報告書を作成しなくていいというのならわかるのですが、内部統制報告書は作成しないといけませんけれども、監査は要らないというのは、ちょっと論理的におかしいのではないかと思います、それについてはいかがでしょうか。

○行澤 論理的におかしいというのはどういうことですか。

○岸田 内部統制報告書は作成しなければならないけれども、その監査は要らないというのですが、3年後に監査して事実間違いがあれば、当然責任があるわけですね。会社法上は内部統制について事業報告を作成するわけですね。会社法上は事業報告できちんとつくりなさいといけません。金商法上は、内部統制報告書は作成しなければならないけれども監査は要らないというのは、ちょっと筋が通っていないのではないかと思います。報告書を作成するのなら監査しないとおかしいからです。そもそも内部統制報告書は要らないというのであればわかるのですけれども。

○行澤 事務局の説明では、上場するとき内部統制については十分な審査を受けているから、3年間ぐらいは審査の有効性を信頼してよいだろうという話なので、認識としてそれがおかしいということはよくわかるのですが、論理的におかしいということに必ずなるかどうかは、ちょっとよく分からないのですけれども。

○岸田 内部統制報告書は作成する義務があるわけですね。

○行澤 作成する義務はあります。

○岸田 でも、監査は要らないわけですね。監

査は要らないけれども、3年ぶりに監査して、さかのぼって3年前の内部統制報告書はおかしいということと言えるわけですね。

○行澤 必ずしもさかのぼらなくていいと思います。

○岸田 さかのぼって、3年前のおかしいことは問題になるし、やはり指摘できるわけですから、なぜ内部統制報告書の監査が要らないのかわかりません。

○行澤 さかのぼらなければいけないという規定はありません。

○岸田 いや、そうではなくて、それは当然続いているわけですから、監査しますよね。4年後に問題があれば、さかのぼって、これもおかしかったということは当然言えますよね。

○行澤 はい。4年目に、3年間を通じて作成された内部統制報告書がずいぶん杜撰であったということが監査でわかれば、それは4年目に作成する内部統制報告書に係る監査の中で指摘しなければいけないことですが、それは別に常にさかのぼれということではないし、3年間は監査を受けないのだから内部統制報告書を作成することが無意味だということに必ずしもならないと思いますが。

○岸田 いや、内部統制報告書は作成しなければならないけれども、監査だけを免除するという意味がわからないのですよ。内部統制報告書を作成しなくてもいいというのなら、それはそれで筋は通っているのですけれども。

○行澤 先生のお考えはよくわかりました。

○森田 昔から、上場するときや会計監査人が初めて入るときは、やはりとことん内部統制を確認しますよね。それならばしばらくは大丈夫ではないか、といった意味合いだと思います。

○行澤 そうです。

○森田 内部統制報告書というのは後からできた制度で、念のためにというか、それをより厳しくしましょうということですから、最初にきちんと確認しているから大丈夫だろう、というところが非常に大きいと思いますね。

○行澤　そうですね、事務局はそう考えたということですか。

【民事責任を過失責任とすることの意義 — 発行会社はどのような行為規範を負うのか】

○黒沼　民事責任規定について一言話をさせてください。

WG 報告でも、また平成 16 年の改正の際の立法理由でも、立証責任の負担ということから無過失責任にしたり、あるいはそれを過失責任に戻したりしたのですが、理論的には、立証責任の負担の問題ではなくて、無過失責任にした場合の効果、過失責任にした場合の効果からどうあるべきかを考えていくべきだろうと思います。そして、その場合に過失責任にするということの意味は、過失というのは何らかの注意義務の違反だと現在では捉えられているわけですから、有価証券報告書等を提出するときにどれだけのことをしなければならぬのかを確定しなければ、過失責任とか無過失責任とか言っても意味がないわけですね。ところが、それが法律学において非常に難しい問題であることは承知していますけれども、そこを詰めることができていないという点に問題が残っていると思います。

金融審議会でも、事務局のほうは、従業員の過失も過失に含まれるというようなことを金融審議会の報告書の中に盛り込みたかったようですが、それについては、裁判所による解釈に委ねればよいという反対論が強くて盛り込めなかったという事情があります。しかし、今言ったように、本当ならば、どれだけのことをすべきかということを経営者側と議論しなければならないのが筋だろうと思います。

そしてその際には、情報の任意開示の場合の責任を考えると、責任を課すことの情報生産に対する影響を考慮する必要があるのですが、法定開示の場合は、開示すべき情報は基本的に決まっていますので、無過失責任にすると情報開示が抑制されるということは考える必要がないのです。上場して一般投資家に有価証券を販売する以上は、有価証券報告書に虚偽記載がないということは前

提でなければならぬはずなので、そういう出発点からその義務の内容を考えていくべきではないかと個人的には思っています。ただ、だから従業員の過失も全て会社の過失と考えるべきだと単純に言えるかどうかというのは難しい問題だと思います。

○行澤　ありがとうございました。

○森田　それで、最高裁まで争われた例の日本技術システム事件のときは、例えば内部統制については、営業部門と管理部門との2つに分けているということが会社のトップとしての責任である。そこまでが会社の責任で、それ以外の考え抜かれた偽装のようなものは会社としても防ぎようがないということであれば、会社の過失ではないという考え方ですよね。ですから、さっきおっしゃったように、従業員が悪いことをしたから、それで直接的に会社の過失になるかということ、ちょっとまた違う考え方かなと思いますね。ですから、最高裁判決も出たから、そういうことも解釈に反映していかないと仕方がないと思います。それにしても、まだこれでは会社にとっては大変な状況が続いているなと思います。

【「会社の過失」をどのように捉えるか — 代表取締役や役員等の過失との関係】

○行澤　日本システム技術事件の場合に問題となった会社法 350 条は、基本的には代表取締役の過失がそのまま会社の不法行為ですよという規定なのですね。だけど、法 21 条の 2 はそのような規定ではないではないかと、事務局資料にも指摘されているのですね。法 21 条の 2 の過失というのは会社の過失ではないかと。もとより会社の過失というのは代表者の過失と考えてよいというのが従来の通説でありますから、両者の間に相違はないとも言えるのですが、しかし、黒沼先生がおっしゃったように、システムチェックに一定のルーチンを経て会社が特に法律上義務として出すようなものについては、必ずしも代表取締役だけの個人の過失ではなくて、会社全体の過失と考えるといけないのではないかという議論もやはりあると思



うのです。それは民法で言う法人自体の過失ということだと思えるのです（注：この論点に関する民法の議論状況を良く整理する論稿として、前田太郎「法人の不法行為責任論に関する一考察～『新たな不法行為上の義務』の確立を目指して」（早稲田法学 59 卷 1 号）455 頁以下参照）。

法人自体の過失論も、結局、公害や製造物責任問題などを中心に展開されてきたのですが、果たしてこういう有価証券報告書の提出、法定開示書類の提出といった場合にも、法人自体の過失論を持ち出して、法 21 条の 2 の解釈としてやっていいのかというのは、やはりまだちょっと疑問があります。

○森田 例え証券会社の従業員が違法販売をしたというようなときに、責任を負わないということはないですけどね。

○行澤 しかし、内部統制システムを稼働させ、従業員教育をきちんとし、コンプライアンスを遵守させる体制を整えて、それでも不可避の従業員の不正行為にまで、会社自体の過失を認めることができるのか、というところでしょうか。黒沼先生がおっしゃったように、本来、虚偽がないことを前提に有価証券報告書を発行するということがその通りなのですが、しかし、だからといって、虚偽がないことを常にギャランティーせよという結果責任を、発行会社は法的義務として負うのかということはあると思うのですね。

○森田 そうですね。

【従業員の過失行為によって会社が民事責任を負うとすることの効果】

○船津 民法を理解していないのでとんちんかんなことを言うかもしれないのですが、この規定の目的がそもそも抑止なのか、補償なのかという問題があると思うのです。

○行澤 そうですね。

○船津 黒沼先生がおっしゃっていたのは、恐らく抑止の観点から誰が何をすべきかということを見つめていかなければ無過失というのはわからないという話だったと思うのですけれども、役

員や従業員も含むかという話に関して、最大の差異は、役員には過失がないけれども従業員には過失がある場合ということになると思います。その場合に、意図的に従業員がやったときはともかくとして、従業員の単なるミスだったというときに、役員には過失がないという前提だとして、抑止の立場でこの規定を読むと、要するに、損害賠償を会社にかけますと、その会社がかかった損害賠償を従業員に課さなければ抑止にはならないような気がするのです。しかし、果たしてそういうことが可能なルートがあるのか、という点がいま一つわからないなど。

虚偽記載自体に対する行政上のペナルティーなどに関しては、恐らく人事上の話ということでまた別途考えられるとは思いますが、例えば会社に対して、言ってみれば純粋に過失で損害を与えたことに対して、社内規定等がなくても、民法上の理論として従業員に対して求償ができるのだという前提に立たないと、従業員に過失があつて取締役が過失がない場合について、会社に損害賠償を課すということには意味がないような気がするのですけれども。

○行澤 よくわかるのですけれども、まず、民法上、従業員に対する求償はそれほど簡単に認められないというふうには私は理解しています（注：最判昭和 51 年 7 月 8 日民集 30 卷 7 号 689 頁は、次のように述べて、求償の制限を認めた。「使用者が、その事業の執行につきなされた被用者の加害行為により、直接損害を被り又は使用者としての損害賠償責任を負担したことに基づき損害を被った場合には、使用者は、その事業の性格、規模、施設の状況、被用者の業務の内容、労働条件、勤務態度、加害行為の態様、加害行為の予防若しくは損失の分散についての使用者の配慮の程度その他諸般の事情に照らし、損害の公平な分担という見地から信義則上相当と認められる限度において、被用者に対し右損害の賠償又は求償の請求をすることができるものと解すべきである。」）。

それと、従業員に求償できないから抑止効果にならないと言われるのですが、会社が損害賠償を

負ってしまうことになるから、いよいよ内部のコンプライアンスを強化するとか、いよいよ社員教育を強化するという形になれば、それはそれで予防的、抑止的な意味を持つてくるのではないのでしょうか。つまり、従業員の過失だけでも会社に帰責されるのだから、従業員に対してコンプライアンス教育をもっとやろうという動機付けが形成されるわけです。

○船津 その場合、取締役が過失はないと言えるのですか。

○行澤 内部統制構築義務・運用義務との関係で言えば取締役が過失はないと考えられるような場合であっても、従業員の過失により会社に損害賠償が課せられるかもしれないという脅威は、いよいよコンプライアンスを積極的に強化していこうという方向に働くのではないのでしょうか。つまり、法人自体の過失という考え方をもたらす脅威というのはまさにそこで、ほとんど無過失責任と同じような威嚇効果を発行会社の取締役らに与えるのではないのでしょうか（注：前田太朗・前掲文献 481 頁はこのことを指摘する）。

○森田 それは脅迫の論理でしょう。

○行澤 だから、脅迫の論理としての無過失責任はやはり正常ではなかったから、本来の過失責任主義に戻そうという発想が良いのではないかと思うのです。そして、適切な帰責原理によって、企業としての責任範囲を合理的に限界付けることを考えるべきだと思います。

○森田 だから、保護法益は何ですかと言わなければなりませんね。

○行澤 保護法益は、やはり開示書類の適正ですよ。

○森田 それ自体は抽象的で、その利益は誰に帰属するのですか。

○行澤 それによって、多くの人が利益を得るのではないですか。

○森田 従来の株主もいるし、売った人も、買った人も皆影響を受けているわけですね。だから、そのような中である特定の人だけが何か得するような気になっているというのでね。会社がおかし

なことを言ったら、影響を受ける人はたくさんいます。いますけれども、ここの分だけなぜそんなに厳しくするのはですかね。それは脅迫の論理で、内部統制をきちんとしなさいという規制ですかね。こんなおかしなことはありませんよ。

○行澤 ありがとうございます。

○黒沼 ほかによろしいでしょうか。

なければ、そろそろ時間ですので、本日の研究会は終わりにいたします。

金融商品取引法研究会 (平成 27 年 10 月 28 日) 報告レジュメ

「平成 26 年金融商品取引法改正: 上場企業の資金調達円滑化に向けた施策に伴う開示ガイドライン等の改正、内部統制報告書監査義務の免除、民事責任規定の見直しについて」

報告者 行澤一人

\*引用文献 (略語)

- ・大谷潤・笠原基和・西澤恵理・佐藤光伸・谷口達哉「新規上場企業の負担軽減及び上場企業の資金調達円滑化に向けた施策」商事法務 2040 号 (2014.8.5)
- 立案担当者解説・商事法務 2040 号
- ・大谷潤・芝章浩・佐藤光伸・永瀬敏志・高田洋輔・中野常道「上場企業の資金調達の円滑化に向けた施策に伴う開示ガイドライン等の改正—「勧誘」に該当しない行為の明確化及び周知性の高い者による届出の待機期間の撤廃—」商事法務 2046 号 (2014.10.25)
- 立案担当者解説・商事法務 2046 号
- ・中村聡・鈴木克昌・峯岸健太郎・根本敏光・齊藤尚雄「金融商品取引法 資本市場と開示編 (第三版)」(商事法務、平成 27 年 6 月)
- 金商法・開示編

I 上場企業の資金調達の円滑化に向けた施策に伴う開示ガイドライン等の改正

「金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」(以下、WG報告と記す) 14 頁以下は、次のように指摘して、(1) 有価証券届出書を提出後、当該有価証券を発行し投資者に取得させるために必要な待機期間を「特に周知性の高い企業 (Well Known Seasoned Issuer)」(以下、WKS I と記す) について原則として撤廃すること、(2) 有価証券の募集または売り出しにおける有価証券届出書を提出する以前の募集 (取得勧誘) または売出し (売り付け勧誘) の禁止 (ガン・ジャンピング。金商法 (以下、法と記す) 4 条 1 項) を緩和すること、を提案していた。

「第 3 章 上場企業の資金調達の円滑化

我が国経済の持続的な成長を実現していくためには、新規・成長企業に対してリスクマネーを供給することだけでなく、上場後の企業についても、資本市場から円滑に資金調達ができるようにすることが重要である。この点に關し、近年、上場企業が公募増資を行う際、当初の想定以上に株価が下落したため、予定していた資金が集まらず、一部の事業計画を見直しなくてはならなくなるという事態が見受けられ、その背景として、我が国においては、上場企業の資金調達に要する期間が長いことや、増資を予定している企業と投資者との間の相互理解が深まっていないことが、増資公表企業の株価を不安定にしている要因の一つになっている可能性があると考えられる。

1. 上場企業の資金調達に係る期間の短縮 (待機期間の撤廃)

現行の金融商品取引法の下では、上場企業が有価証券を発行し投資者に取得させるには、有価証券届出書を提出した後 7 日間の待機期間が必要とされている。この待機期間は、投資者が、開示されている情報に基づき、当該有価証券の取得・買付けの是非を判断するための熟慮期間とされており、その際、投資者は、投資判断に当たり、増資企業の経営状態等に関する「証券情報」、募集・売出しに係る有価証券自体の情報である「証券情報」の二つの情報について検討するものと考えられる。このうち、「企業情報」に関しては、特に近年、情報通信技術の発達や、有価証券報告書の記載の充実、四半期報告書の導入など、より充実した情報を容易かつ迅速に入手できる環境が整ってきている状況にある。中でも、時価総額が大きい企業や、市場で頻繁に売買が行われている企業など、市場において「特に周知性の高い企業」については、専門的な能力を有する証券アナリストが企業情報を分析し、投資者向けに情報提供を行っているほか、メディアの経済ニュース等においても頻繁に取り上げられている。こうしたことを踏まえれば、企業情報の検討に要する時間のみを注目した場合、「特に周知性の高い企業」については、現行の金融商品取引法の待機期間を撤廃する特例措置を設けても、投資者保護上、大きな問題は生じないものと考えられる。

一方で、「証券情報」については、投資者は、有価証券届出書が提出された後でなければ、その検討を行うことができないことにも留意が必要である。

こうした点を勘案すれば、「特に周知性の高い企業」が行う募集・売出しのうち、対象有価証券の取得・買付けの判断を比較的容易に行うことができるといえるような場合に限定して、待機期間を撤廃する特例措置を設けることが適当であると考えられる。具体的には、募集・売出しの対象とされる有価証券が、普通株式や投資証券 (REIT 等) など、仕組みが単純かつ標準的であり、かつ、例えば増資による希薄化率が 20%以下である場合など、投資判断に与える影響が限定的な場合に限り、待機期間を撤廃することが適当であると考えられる。」

2. 「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化

有価証券届出書の提出前に有価証券の勧誘を開始すること (いわゆる「届出前勧誘」) は禁止されているが、法令上、勧誘の範囲が明確でないために、増資を予定している企業が、一般的な企業情報を発信することまでも届出前勧誘に該当するおそれがあるとして躊躇してしまふ、との指摘がある。また、上場企業の資金調達を円滑化するために、有価証券届出書の提出後の待機期間を撤廃する場合には、有価証券届出書の提出前に、投資者が増資企業に関する企業情報を受け取る機会をできるだけ確保しておくことの重要性はより高まるものと考えられる。一般的に届出前勧誘の禁止措置が講じられている趣旨は、勧誘による販売圧力によって、投資者が不確実・不十分な情報に基づき投資判断を強いられる事態の防止にあるとされており、こうした趣旨に照らすと、次に掲げるような行為については、届出前勧誘の禁止措置の対象とする必要はないものと考えられる。このため、できるだけ速やかに、その旨を明確化することが適当である。(以下、省略)

③ 上場日等(開示府令第9条の4第5項第1号に規定する上場日等をいう。)が当該有価証券届出書提出日の3年6月前の日以前の日であり、かつ、当該届出書の発行済株式について、算定基準日(同号イに規定する算定基準日をいう。)以前3年間の売買金額(同号イに規定する売買金額をいう。)の合計を3で除して得た額が1,000億円以上であり、かつ、3年平均時価総額(同号イに規定する3年平均時価総額をいう。)が1,000億円以上であること。

② 次のいずれかに係る届出であること。

- ① 上場株式又は店頭登録株式に該当する株式の募集
- ② 新株予約権無償割当て(外国会社とその設立に当たって准拠した外国の法令に基づいて行うこれに相当するものを含む。)に係る新株予約権証券(本邦の取引所に上場され、(特定上場有価証券として上場される場合を除く。以下②において同じ。))若しくはその発行後、遅滞なく上場されることが予定されている新株予約権証券又は認可金融商品取引業協会に店頭売買有価証券として登録され(特定店頭売買有価証券として登録される場合を除く。以下②において同じ。))若しくはその発行後、遅滞なく登録されることを予定されている新株予約権証券に限る。)であつて、上場株式又は店頭登録株式に該当する株式に係る株式新株予約権証券を表示するものの募集

③ 募集に係る届出にあつては、次の①又は②に掲げる有価証券の区分に応じ当該①又は②に掲げる割合が20%以下であること。

- ① ②①に規定する株式当該届出に係る募集により発行し、又は移転する予定の株式の総数(当該募集と同時に、当該募集に係る株式と同一種類の株式又は当該募集に係る株式と同一種類の株式に係る株式を目的とする新株予約権を表示する新株予約権証券若しくは新株予約権付社債券が発行される場合には、当該発行される株式の総数又は当該新株予約権証券若しくは新株予約権付社債券に係る新株予約権が全て行使された場合に当該行使により発行し、若しくは移転する予定の株式の総数を含む。)を、当該募集前の当該株式(発行者が所有するものを除く。)の総数で除して得た割合
- ② ②②に規定する新株予約権証券当該届出に係る募集により発行し、又は移転する予定の新株予約権証券に係る新株予約権が全て行使された場合に当該行使により発行し、又は移転する予定の株式の総数を、当該募集前の当該株式(発行者が所有するものを除く。)の総数で除して得た割合

- ・要件(1)「特に周知性の高い者」の該当要件
- ① について適切に「企業情報」を開示している企業であることが期待できる。
- ② について、「上場・店頭登録株式の発行者であれば、投資者において、当該発行者に関する開示書類、ニュース、アナリスト・レポート等の情報を入手することは容易であると考えられるため、届出書の提出前に投資者が当該者に課する「企業情報」について検討することが可能であると考えられるため」(立案担当者解説・商書法務2046号-37頁)ため。

1. W K S I に対する待機期間の原則厳格について

法4条1項から3項の規定による届出は、管轄財務局長が法5条1項に規定する有価証券届出書を受理した日から原則として15日を経過した日に、その効力を生じるのであるが(法8条1項)、当該届出の効力発生までは当該有価証券を募集または売出しによって取得させまたは売付けはならず、従って申込みに対して割当を行うことや、取得・売り付けの約定を行うことが禁止される(法15条1項)。もともと、金融法8条3項は、「内閣総理大臣は、…届出書類の内容が公衆に容易に理解されると認める場合又は当該届出書類の届出者に係る第5条1項2号に掲げる事項(注・企業情報)が既に公衆に広範に提供されていると認める場合においては、第1項に規定する期間に満たない期間を指定し、又は4条1項から3項までの規定による届出が、直ちに若しくは第1項に規定する届出書を受理した日の翌日に、その効力を生ずることができると定める。」と定めており、これを受けて、法5条3項(組込方式)もしくは同条4項(参照ガイドライン)と記されている発行者については、「企業内容の開示に関する留意事項(以下、「開示ガイドライン」と記す)B(基本ガイドライン)8-2③により、「おおむね7日間」を経過した日に、その効力が発生するように取り扱うことができると定めている(待機期間の短縮)。それは、待機期間を設けるのは、投資者のための熟慮期間を確保することであるところ、組込方式や参照方式による有価証券届出書の届出が認められている発行者については、その企業情報が周知されていることに鑑みて、熟慮期間がある程度短縮することをもってはならないと考えられたからである。

そこで、上記WG報告の趣旨に則り、平成26年8月27日の開示ガイドライン改正により、参照方式の利用適格要件を満たす者のうち、特に周知性の高い者の場合には、直ちに届出の効力を生じさせることができると規定されたのである。

- ① について、特に周知性の高い者による届出の効力発生日の取扱いは、(特に周知性の高い者)による届出の効力発生日の取扱いは、8-3 法第4条第1項の規定による届出に關し、次に掲げる全ての要件を満たす場合における当該届出の効力発生日については、法第8条第3項の規定により、直ちにその届出の効力を生じさせることができるものとする。ただし、当該取扱いが適当でないと思われる場合は、この限りではない。

(1) 有価証券届出書の届出者が次に掲げる全ての要件を満たすこと。

- ① 当該有価証券届出書提出日より1年前の応当日において有価証券報告書を提出している者であつて、当該応当日以後当該有価証券届出書提出日までの間に適切に継続開示義務を履行しているものであること。
- ② 上場株式(開示府令第9条の4第5項第1号に規定する上場株式をいう。)(2)において同じ。)又は店頭登録株式(開示府令第9条の4第5項第1号に規定する店頭登録株式をいう。)(2)において同じ。)に該当する株式を発行していること。

分、株券の募集と同時に新株予約権付社債の募集が実施される場合の当該新株予約権の行使により転換する株式、本改正の適用がある公募増資の届出書と、第三者割当による有価証券届出書が同時に提出される場合の第三者割当増資に係る発行予定数も、含められることが示されている(パブリック回答 15 頁(50 番)～(52 番)。立案担当者解説・商公司法務 2046 号 41 頁(注 58))。

2. ガン・ジャンピング禁止規定の緩和について

有価証券届出書の届出前の当該有価証券の募集に係る取得勧誘若しくは売出しに係る売り付け勧誘を禁止している(法 4 条 1 項)。その趣旨は、投資者が勧誘による販売圧力によって不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられる事態を防止する趣旨であると説明される。なお、勧誘概念は、金商法において定義規定が設けられていない。一般には、特定の有価証券についての投資者の関心を高め、その取得または買付けを促進することとなる行為、と説明されており、勧誘であるためには、発行・売出しの条件を表示するものである必要はなく、募集又は売出しであることを言及する必要もないと解されている。そして、勧誘に該当するかどうかは、当該行為の目的、内容、情報発信の主体、相手方、方法、時期、従来の開示実務との関係等を総合的に勘案して判定される(金商法・開示編 131 頁)。

この点、開示ガイドライン B 2-3 及び B 4-1 は届出前勧誘に該当するケースを、同 B 2-4、2-1 及び 2-2 はこれに該当しないケースをそれぞれ列挙していたが、「必ずしも十分とはいえず、実務上さまざまな萎縮効果が生じているとの指摘がなされていた。」(立案担当者解説・商公司法務 2046 号 34 頁)。また、上記 1. に示したとおり、WKS I に対して発行する有価証券の募集について待機期間の撤廃を検討する以上、有価証券届出書の届出前に投資者が企業情報を受け取る機会をできるだけ確保することが望ましいとされた(WG 報告)。

そこで、上記 WG 報告の趣旨に則り、平成 26 年 8 月 27 日の開示ガイドライン改正により、届出前勧誘に該当しない類型が明確化された(開示ガイドライン B 2-12 ②から⑧)。もっとも、これらの各類型は例示列挙であって、これに当てはまらないからといって直ちに勧誘に該当するというものではない(立案担当者解説・商公司法務 2046 号 34 頁)。

(取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しない行為)

2-1 2 例えば次に掲げ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。

- ① 第三者割当(開示府令第 19 条第 2 項第 1 号ラに規定する第三者割当をいう。②において同じ。)を行う場合であって、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)に該当するときにおける、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、

③ について、参照方式の利用適格要件を満たすことを求めると共に、企業内容等の開示に関する内閣府令 9 条の 4 第 5 項 1 号イが「100 億円以上」と規定するところを、開示ガイドラインでは「1000 億円以上」としており、また上場日が 3 年 6 月前の日以後のケースを除いている。これは、市場における取引金額及び時価総額が大ききこと、上場してから一定以上の期間が経過していることを「特に周知性の高い」ということ要件に係らしめたという点である。金額の根拠は、米国における WKS I の基準である浮動株時価総額 7 億ドルが、米国における参照方式の基準である浮動株時価総額 0.75 億ドルの 10 倍であることに鑑みることと説明されている(立案担当者解説・商公司法務 2046 号 37 頁)。これは、わが国の上場企業約 3600 社のうち 500 社程度をカバーする基準であり、3 社以上の証券会社のアナリストが企業情報をカバーしている上場会社(約 600 社強)とほぼ重なる数字であることも当該基準の妥当性根拠とされている(立案担当者解説・商公司法務 2046 号 37 頁)。

・要件 (2) 対象となる有価証券

① については、証券情報に係る基準として、比較的容易に取得の判断ができる有価証券に限定することとされ、そのようなものとして「仕組みが単純かつ標準的な有価証券」という判断基準が採用されたことによる。②は、上場・店頭登録株式に係る、上場・店頭登録され若しくはこれを予定している、新株予約権証券(特定投資家向けのものを除き、新株予約権無償割当を行う場合に限る)を対象とすることを規定しており、これはライツ・オファリングを想定している(立案担当者解説・商公司法務 2046 号 38 頁(注 53))。

・要件 (3) 募集による希薄化率が一定割合以下であること

この点が要件とされるのは、「きわめて多数の有価証券が発行される場合には、当該有価証券の発行価格等が適切かどうかについて慎重な検討を要するため、その取得の判断を容易に行うことができるとはいえないもの」と考えられる」からと説明される(立案担当者解説・商公司法務 2046 号 38 頁(注 53))。

希薄化率 20% という数字について、「上場企業の資金調達に係る期間の短縮【事務局説明資料】平成 25 年 10 月 25 日」16 頁では、下記のような点が考慮されていた。

- ・ 10% : 米国において一括登録制度が導入された際に上限とされていた基準(現在は撤廃)
- ・ 15% : 平成 4 年まで証券業協会の「公正慣習規則」により、証券会社が、株式による公募増資の引受けを行う際、市場に悪影響を与えない上限として採用されていた基準(現在は撤廃)
- ・ 20% : 上記の「公正慣習規則」において、証券会社が、新株引受権の引受けを行う場合の上限として採用されていた基準(現在は撤廃)

この希薄化基準は、ライツ・オファリングにも適用される。

なお、希薄化率の算式には、国内外にて株券の募集が行われる場合の海外における募集

・②プレ・ヒアリング  
従来、届出前勧誘に該当するおそれがあるとして、国内においてはこれを差し控えるのが実務であった(立案担当者解説・商事法務2046号34頁)。例えば、改正前の日本証券業協会「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」9条は、国内でのプレ・ヒアリングを禁止していた。

(需要の見込みの調査)  
かかる調査を行う上で合理的に必要なとされる発行会社の情報の提供も含まれると解される(金商法・開示編137頁)。ライツ・オフアリアリングにおける新株予約権の行使価額等に関する調査については「需要の見込みに関する調査」として、勧誘には該当しないと解され(金商法・開示編140頁)。大株主等に対する行使意向調査は、行使を積極的に促さない限り、勧誘には該当しないと解すべきである(金商法・開示編140頁(注57))。

特定投資家(法2条31項)及び大量保有報告書制度(法27条の23第4項)による5%以上保有株主(大株主)。このような者は、不当な販売圧力によって投資判断を強いられることのない交渉力を有していると解されるからである(立案担当者解説・商事法務2046号34頁)。なお、調査対象者の株券保有割合については、各調査実施時点における直近の大量保有報告書により確認していけば足りるとされる。しかし、調査実施者について、5%未満であることに悪意があれば、開示ガイドラインの同規定には該当しないと解される(立案担当者解説・商事法務2046号39頁(注26))。

(調査主体)  
特に制限を設けていないため、発行者、売出人自身や、彼らから依頼を受けた引受証券会社において行う場合に限られないが、特定投資家のうち、国、日本銀行及び適格機関投資家以外のアマチアマ成り可能若しくはプロ成りによる特定投資家に対しては、金商業者等自身が募集又は売却を行うおととする当該顧客からの委託により、又は自己のために調査を行う必要がある。

(情報管理措置)  
プレ・ヒアリングは、調査主体が業等府令117条1項15号に規定する措置又はこれに準ずる措置を講じなければならない。すなわち、①法令遵守管理に関する措置を行う部門から当該調査を行うこと等について予め承認を得ること、②法人関係情報等の公表前等に特定有価証券等の売買等を行わないこと及び法人関係情報を調査対象者以外の者に提供しないことについて、予め調査対象者に約せていること、③当該調査に係る担当者及び調査対象者の氏名等、調査対象者に提供した法人関係情報内容を記載した書面の作成・保管(5年間)措置を講じていること、である(金商法・開示編139頁)。法人関係情報以外の情報についても、以上に「準じて」措置を講じることが要求されるべきである(金商法・開示編139頁)。なお、IPOの場合には、その性質上、特に調査対象者等に取り制限を約束させるまでの必要はないと解される。

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

② 募集(第三者割当に係るものを除く。)又は売却しを行う有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査であって、特定投資家(当該調査を行う金融商品取引業者等において、金融商品取引業等に関する内閣府令(平成19年内閣府令第52号)第63条第1号に掲げる契約の種類に属する金融商品取引契約)に法第34条の2第5項の規定により特定投資家以外の顧客として取り扱う者を除き、法第34条の3第4項(法第34条の4第6項において準用する場合を含む。)の規定により特定投資家として取り扱う者を含む。)国、日本銀行及び適格機関投資家以外の特定投資家については、金融商品取引業者等が当該募集又は売却しを行うおとする顧客からの委託により又は自己のために当該調査を行う場合に限る。)又は法第27条の23第4項に規定する株券等保有割合が5%以上である者を当該調査の対象者とし、かつ、同令第117条第1項第15号に規定する措置又はこれに準ずる措置を講じて行われるもの

③ 有価証券届出書又は発行登録書の提出日の1月前の応当日以前において行われる当該有価証券届出書又は発行登録書に係る有価証券の発行者に関する情報(当該発行者の発行する有価証券の募集又は売却しに係る情報を除く。)の発信(当該発信に係る媒体が継続的に提示される場合にあつては当該情報の発信が行われる時点は当該提示が開始される時点とする。以下③において同じ。)であつて、他の者によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合にあつては、当該応当日の翌日から有価証券届出書又は発行登録書の提出までの間に当該発信が行われることを防止するための合理的な措置を講じて行われるもの

④ 法若しくは法に基づく命令又は取引所の定款その他の規則に基づく情報の開示  
⑤ 発行者により通常の業務の過程において行われる定期的な当該発行者に関する情報(当該発行者の発行する有価証券の募集又は売却しに係る情報を除く。)の発信  
⑥ 発行者により通常の業務の過程において行われる新製品又は新サービスの発表  
⑦ 発行者に対する自発的な問合せに対して当該発行者により行われる、その製品・サービスその他の事業・財務の状況に関する回答  
⑧ 金融商品取引業者等により通常の業務の過程において行われる上場会社である発行者に係るアナリスト・レポート(個別の企業の分析及び評価に関する資料であつて、多数の者に対する情報の提供を目的とするものをいう。以下⑧において同じ。)の配布又は公表(当該金融商品取引業者等において、執筆を担当する者をアナリスト・レポートの対象となる企業の発行する有価証券の募集又は売却しに係る取得勧誘又は売却しに係る勧誘等に関する未公表の情報の伝達から遮断するための適切な措置を講じている場合に限り、当該発行者に係るアナリスト・レポートの配布若しくは公表を開始する場合又はその配布若しくは公表を中断した後再び開始する場合を除く。)

かかる条件の趣旨は、対象者以外の者に対する勧誘を抑制すること、及びインサイダー取引を予防するためであると説明される(立案担当者解説・商事法務2046号35頁)。インサイダー取引規制との関係では、公募増資のプレ・ヒアリングを実施した時点で、決定事実として、同規制上の重要事実と該当すると考えられる(法166条2項1号)。従って調査対象者は、公募増資という決定事実については、情報受領者として同規制に服するものと解される(法166条1項4号、3項)(立案担当者解説・商事法務2046号39頁(注27))。なお、本規定に関しては、米国33年証券法5条(c)に対するWKSJに対する例外(SEC規則163)及びJOBS法(2012年)を受けた33年証券法5条(d)による新興成長企業に対する例外が参照された。

・③届出の一ヶ月以上前に行われる情報発信  
趣旨としては、「当該情報発信から届出書・発行登録書の提出までに一定の期間が経過する場合には当該情報発信により高められた投資者の当該企業への関心も沈静化するものと考えられるからである。」と説明される(立案担当者解説・商事法務2046号35頁)。「有価証券の募集又は売却に係る情報」は除かれており、例えば増資を前提とした中期経営計画の発表等がこれに当たる場合もあり得る(金商法・開示編142頁)。単に上場を準備している旨の情報発信はこれに該当しないとされる(パブコム解答7頁(22番))が、疑問視する見解もある(金商法・開示編142頁(注61))。情報の再発信が想定される場合というのは、一定程度具体的に想定される場合を言う(パブコム解答5頁(18番))。これを防止すべき合理的な措置に関して、ウェブサイトに掲載されたファイルであれば、募集又は売却の1ヶ月前の応当日前に掲載されたことが分かる日付を付しておけば、当該応当日以後に当該ファイルを消去すること等までは求められていない(パブコム回答5頁(18番))。プレIPOのロードショーなどの場合は、資料をスクリーンに表示するのみで配布しない、若しくは配布資料を回収する等すれば、合理的な措置を取ったことになると考えられる(パブコム回答9頁(26番))。なお、本規定に関しては、米国においても同様にセーフハーバーとして機能するSEC規則163A(いわゆる30日ルール)が参照された。

・④法令又は取引所規則に基づく開示  
従来から原則として勧誘には該当しないと考えられてきたものを開示ガイドラインにおいて明確に規定した類型である。法令による継続開示や取引所規則による適時開示もこのカテゴリーに含まれると解されるが、ことさらに合理的な範囲を超えた開示を行うことは、なお勧誘に該当し得るとされる(立案担当者解説・商事法務2046号35頁)。

・⑤定期的な発行者情報の発信  
従来から原則として勧誘には該当しないと考えられてきたものを開示ガイドラインにお

いて明確に規定した類型である。「当該発行者より、従前から、その通常の業務の過程において発表されてきた情報の発信であって、かつ、当該情報が発表される時期、方法及び形成期が、類似する過去の発表と重要な点において整合することが必要と考えられる。」(立案担当者解説・商事法務2046号36頁)。当該有価証券の募集又は売却し自体的情報は、ここに含まれない。

なお、本規定に関しては、米国においても同様にセーフハーバーとして機能するSEC規則168、169が参照された。

・⑥新製品又は新サービスの発表  
従来から原則として勧誘には該当しないと考えられてきたものを開示ガイドラインにおいて明確に規定した類型である。もっとも、「従前行っていなかった内容又は方法で意図的にオフアラインのローンチの直前において発表する場合や、企業イメージや成長戦略・成長性を過度に強調した発表は、通常の業務の過程において行われる発表ではない」と解される可能性がある(金商法・開示編146頁)。当該有価証券の募集又は売却し自体的情報は、ここに含まれない。

・⑦自発的な問い合わせに対する回答  
当該問い合わせを行った者に対する回答として合理的な方法であることが必要である(金商法・開示編146頁)。当該有価証券の募集又は売却し自体的情報は、ここに含まれない。

・⑧アナリスト・レポートの配布又は公表  
上場会社である発行者に係るアナリスト・レポートの配布または公表であって、カバレッジの開始又は中断後の再開でない場合には、チャイニーズ・ウォールが整備された金融業者等により行われるものは勧誘に該当しないことが明確化された。

従前は、有価証券届出書の提出の直前に増資予定企業のアナリスト・レポートを公表することは勧誘に該当し得るという懸念も指摘されていたが、今般、ローンチが近づいたことを理由にそれまで継続的に公表していたアナリスト・レポートの公表を打ち切る必要はないことが明らかになった(金商法・開示編147頁)(突然の打ち切りがかえって近々の増資を疑わせる兆表になり得た)。

非上場会社に関するアナリスト・レポートやインダストリー・レポートの配布又は公表も、本規定が想定するのと実質的に同等の状況で行われている場合には、同様に勧誘には該当しないと解される(立案担当者解説・商事法務2046号40頁(注38))。

なお、日本証券業協会は、本改正を受けて、平成27年2月17日付で「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」を改正した。

なお、本規定に関しては、米国においても同様にセーフハーバーとして機能する33年証

券法2条(a)(3)第9文及びSEC規則137、138、139が参照された。

## II 新規上場企業の負担軽減

上場企業に対して事業年度ごとの提出が求められる内部統制報告書に対して内部統制監査が義務付けられていることに関し(法193条の2第2項)、WG報告書11頁以下は、次のように指摘して、新規上場企業の内部統制報告書に係る監査義務を、上場後3年間は免除することを提案していた。

.....

### 1. 新規上場に伴う負担の軽減

企業が金融商品取引所に株式を上場し、当該株式が同取引所において取引されるに当たっては、投資者が不測の損害を被らないようにするため、当該企業に関する十分な情報を投資者に対して開示し、当該企業の状況を正しく理解してもらうことが重要である。

一方で、新規・成長企業が新規上場を躊躇する要因として、当該情報開示に要する負担が重いことがあげられる、との指摘がある。このため、投資者保護に支障をきたさない範囲内で、新規上場に伴う企業の負担の軽減を図ることが適当であると考えられる。

- (1) 新規上場時の負担の軽減 (略)
- (2) 新規上場後の負担の軽減

現在、上場企業は、事業年度ごとに内部統制報告書の提出が求められており、当該内部統制報告書には、公認会計士の監査を受けることが必要とされている。当該内部統制報告書の提出義務は、上場企業の全てに課されるものであるため、新規上場企業であっても、上場後、最初の事業年度終了後から、公認会計士による監査証明を受けた内部統制報告書の提出が必要となる。

新規・成長企業が新規上場を躊躇する要因として、この内部統制報告書の提出に係る負担が重いことがあげられる、との指摘もあることから、新規上場後において、内部統制報告書の提出義務に係る負担の軽減が出来ないかどうかの検討を行った。

**上場企業の場合、企業が作成する財務報告に基づき広く一般に株式等が売買されることを踏まえれば、上場企業である以上、経営者が当該財務報告の適正性を担保するために内部統制の有効性を評価し、その結果を報告することは必要であり、新規上場企業であっても、内部統制報告書の提出自体を免除することは適当ではないと考えられる。**

一方で、内部統制報告書の監査義務について検討したところ、新規上場企業については、①上場審査において、金融商品取引所から、内部管理体制も含めた厳格な上場審査を受けており、主幹事証券会社や公認会計士も当該内部管理体制をチェックしていること、②新規上場企業は、既存の上場企業に比して、財務負担能力が相対的に低い場合が多いと考えられること、③最も厳格な内部統制報告制度で知られる米国においても、新規上場を促進

する観点から、新興成長企業について、内部統制に係る監査を免除する措置が講じられたことなどの事情が存在する。

また、新規上場後の企業内容の変化について確認したところ、多くの企業において、新規上場後3年間程度は、売上や従業員などの企業規模等に大きな変化は見られなかった。

これらを踏まえると、**新規上場企業の内部統制報告書の提出義務に係る負担を軽減すること**が、**新規上場後、例えば8年間について、内部統制報告書に係る監査義務を免除すること**が適当であると考えられる。ただし、**新規上場企業であっても、その規模等に照らし、市場への影響や社会・経済的影響が大きいと考えられる企業については、内部統制が適切に機能していることを特に厳格にチェックする必要性が高いと考えられることから、こうした企業については、新規上場企業であっても、内部統制報告書に係る監査義務を免除することは適当ではないと考えられる。**」

.....

上場企業等は、事業年度ごとに内部統制報告書を有価証券報告書と併せて提出しなければならず(法24条の4の4第1項及び「財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令」、さらに内部統制報告書について有価証券報告書に記載される財務諸表・連結財務諸表を監査する監査法人・公認会計士の監査を受けることが必要である(法193条の2第2項)が、本改正では、法193条の2第2項に列挙する例外事由に新たに4号「上場会社等(資本の額その他の経営の規模が内閣府令で定める基準に達しない上場会社等に限る)が、第24条1項1号に掲げる有価証券の発行者に初めて該報告書を提出する者」が追加された。

同号に規定する「資本の額その他の経営の規模が内閣府令で定める基準に達しない上場会社等」とは、上場日の「直前事業年度に係る連結貸借対照表若しくは貸借対照表に資本金として計上した額が百億円以上であり、又は当該連結貸借対照表若しくは貸借対照表の負債の部に計上した額の合計額が千億円以上である」と規定される(「財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令」10条の2)。この基準は、公認会計士法24条の2・同法施行令8条に定義する「大会社等」と同じである。その趣旨は、公認会計士又は監査法人には、有価証券報告書提出会社でなくとも、「大会社等」に該当する会社に対しては、有価証券報告書提出会社と同程度の厳格な監査規律が求められており、この趣旨を「その規模等に照らし、市場への影響や社会・経済的影響が大きいと考えられる企業」の判断基準に援用したものである(立案担当者解説・商事法務2040号69頁)。

なお、アメリカにおけるJOBS法において、新興成長企業は、上場後においても、サード・オクスレー法404条(b)項により上場会社一般に求められている監査人による内部統制報告書認証が最大で5会計年度免除されることが参照された。



うした点に鑑みれば、流通市場における提出会社の損害賠償責任については、現行制度の趣旨・目的を損なわない範囲において、一般原則どおり、過失責任とすることが適当であると考えられる。

その際、損害賠償責任については過失責任とするもの、提出会社の故意・過失の有無に係る立証責任については、投資者の訴訟負担が過大にならないよう、現行の制度における役員等の損害賠償責任に係る立証責任と同様に、立証責任を転換し、提出会社が自己の無過失の立証責任を負うこととすることが適当である。

なお、提出会社の無過失とは、当該提出会社の役員等に過失がない場合とすべきか、従業員を含めた提出会社の構成員全体に過失がない場合とすべきかについても議論がなされた。

この点については、過失の前提となる注意義務を負うべき者は、個々の事案ごとに相当程度異なり得ることや、他の法令においても、法人自身の不法行為責任における故意・過失の判断対象となるべき者を具体的に例示している規定は見当たらないことに鑑みると、現時点においては、立法政策上、法令において特段の明記は行わず、個別の事情に応じた妥当な解釈に委ねることとしておくことが適当であると考えられる。

なお、金融商品取引法上の損害賠償責任が発生するのは、そもそも、当該有価証券報告書等の「重要な」事項について虚偽の記載があった場合等に限定されており、そうしたケースは、通常、役員に何らかの注意義務違反がある場合が多いと考えられることから、両者いずれの立場に立っても、結果的には実際には大きな違いは生じないものと考えられる。

#### (2) 損害賠償の請求権者の拡大

現行の金融商品取引法の下では、虚偽記載等のある有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、当該有価証券報告書の提出会社が発行する有価証券を取得した投資者(「取得者」)のみが、虚偽記載等により生じた損害を請求することができることとされている。

しかしながら、例えば、有価証券報告書の記載に当たって、経営成績が悪いように見せかける虚偽記載等が行われた場合には、当該有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、当該虚偽記載等を知らずに売却した投資者(「処分者」)は、経営成績が良いように見せかける虚偽記載等が行われた場合の「取得者」と同様に、虚偽記載等による損害を被り得るものと考えられる。また、近時、MBO(マネジメント・バイアウト)経営陣による企業買収)が増加しているが、MBOのようなケースでは、自社の経営成績が悪化したように見せることにより、株価を不当に引き下げインセンティブが働き得ることも考えられる。こうした点に鑑みれば、金融商品取引法上、虚偽記載等による損害賠償を請求できる者として、「取得者」に加え、「処分者」を追加することが適当であると考えられる。

#### (3) 損害額推定規定の拡大

現行の金融商品取引法の下では、「取得者」が、「提出会社」に対して損害賠償を請求する場合について、損害額の推定規定が設けられている。

### Ⅲ 民事責任規定の見直し

民事責任規定 WG 報告書 17 頁以下は、次のように指摘して、法 21 条の 2 につき、①無過失責任を立証責任の転換された過失責任とし、②損害賠償請求権者を有価証券の「取得者」に限定されていたものを「処分者」も含め、改正することを提案していた。

.....

#### 第 4 章 近年の金融資本市場の状況を踏まえたその他の制度整備

本ワーキング・グループでは、新規・成長企業に対するリスコムマナーの供給促進の観点から、企業のスタートアップ段階から、成長ステージ、成熟ステージまでの資金調達のプロセスを中心に議論を行ってきた。その際、成熟ステージにおける課題として、上場企業や投資者が負う金融商品取引法上の義務が過大となっていないかについても検討を行うこととし、具体的には、大量保有報告制度、及び流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任に関し、見直すべき点がないかについて検討を行った。

##### 1. 大量保有報告制度の見直し(略)

##### 2. 流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

現行の金融商品取引法の下では、有価証券報告書等に虚偽記載等があった場合、当該有価証券報告書の提出会社は、当該有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、流通市場において、当該虚偽記載等の事実があることを知らずに有価証券を取得した者に対して、虚偽記載等により生じた損害を賠償する責任を負うこととされている。本ワーキング・グループでは、この流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償責任に関するいくつかの論点について検討を行った。

##### (1) 提出会社の損害賠償責任の見直し

現行の金融商品取引法の下では、上記の提出会社の損害賠償責任については、無過失責任とされているが、このことが適切かどうか検討すべきである、との指摘がなされている。

民法上の一般不法行為責任では、加害者の「故意又は過失」が要件の一つとされており、通常、不法行為による損害賠償責任については過失責任が原則とされている。こうした中、**無過失責任は、特に政策上の必要性が認められる例外的なケースに限られており、金融商品取引法においては、提出会社の損害賠償責任を無過失責任としているのは、民事訴訟による責任追及を容易とすることで、違法行為の抑止を図り、証券市場の公正性・透明性を向上させることを目的としたものである**と考えられている。

この点に関し、近年、課徴金制度の整備や内部統制体制構築の定着などによって違法行為の抑止効果が強化されていることを踏まえれば、損害賠償責任の一般原則を超えて提出会社に無過失責任を課すこととしている現行制度の意義は、当該制度の導入当時(平成 16 年改正)と比べて、相対的に低下してきているものと考えられる。本ワーキング・グループでは、当該無過失責任を過失責任に見直すことについては慎重な意見も出されたが、こ

WGにおいても議論がなされたようである。もし、役員等の過失のみを問題とすべきであると解すると、従業員等の不正が当該有価証券報告書の虚偽記載に主たる原因であり、役員等に会社法上の内部統制構築義務違反など監視義務違反が認められない場合（例えば、最判平成21年7月9日（日本システム技術事件））が考えられる。日本システム技術事件の最判は、法21条の2適用以前の事案であることを前提に、会社法350条との関係で、虚偽の有価証券報告書を提出したこと自体についての過失の内容として、代表取締役の内部統制構築義務違反の有無（特に予見可能性の有無）が審査されたのであるが、もし同事件が現在改めて法21条の2との関係で問題となるなら、あるいは虚偽の有価証券報告書を提出したことについて結果回避義務違反がないゆえに役員等に過失がないという判断も十分なされ得るように思われる（この点を指摘するものとして、松井秀征・本件判批・私法判例リマックス41号86頁）。しかし、もし法21条の2の適用が認められないとしても、民法715条に基づく使用者責任による場合には発行者の責任が認められる蓋然性が高くなる（同条但書の免責はほとんど認められない）こととの権衡上、そのような結論を回避し、法21条の2の適用においては「会社自体の過失」を問題とすべきであるとの見解もある（立案担当者解説・商事法務2040号73頁）。もっとも、実際には、有価証券報告書等の重要な事項について虚偽記載があった場合に、役員等に何らの注意義務違反も認められないというところは通常は考えにくいため、両説に実質的な相違は余りないという指摘もある（立案担当者解説・商事法務2040号73頁）。

他方、MBOの普及と共に問題意識が高まってきた「逆粉飾」ケースを法21条の2のカテゴリーに含ませる趣旨で、本改正では、損害賠償請求権者として、流通市場における虚偽開示書類が公衆の総覧に供されている間に有価証券を「処分した者」を含めた。「処分」の意義としては、有価証券を任意かつ有償で処分したものをいい、贈与等無償での処分者はここに含まれないと解される（立案担当者解説・商事法務2040号75頁（注16））。また、法19条1項2号により、当該有価証券を取得した価格から、当該有価証券を処分した価格を差し引いた差額が損害賠償額の上限となる。それは、「虚偽記載がなかった場合の処分価格を正価に算定することが困難であることから、賠償責任額の上限を設ける政策的必要性が高い」からだと説明される（立案担当者解説・商事法務2040号75頁（注16））。

この点、処分者が被り得る損害の内容として、まずは処分時差額が考えられる。すなわち、逆粉飾がなければ有していたであろう当該有価証券の価格を想定し、それと実際の処分価格との差額を損害とするという考え方である。さらに、通説判例のように法21条の2の損害の内容として「取得自体損害」を含めるなら、その反対のケースとして、そのような逆粉飾がなされていなかったらそもそも当該有価証券を処分しなかったであろう（今も保有しているであろう）と主張して「処分自体損害」を考えることもできる。その場合には、損害賠償請求に係る事実審の口頭弁論終結時における当該有価証券の市場価格（あるいは、損害賠償請求についていけば、当該有価証券の価値を合理的に算定した価格）から処分価格を差し引くという作業が求められることになろう。もっとも、逆粉飾がなかったら、

このため、今般、損害賠償責任規定の見直しを行うに当たっては、当該損害額の推定規定を利用できる範囲を、「処分者」が損害賠償を請求する場合や、「提出会社以外の者」（役員等）に対して損害賠償を請求する場合にまで拡大することについて検討すべき、との指摘があった。

しかしながら、市場価格の平均額を基に損害額を推定できるとする当該規定は、極めて強力な効果を有する例外的な規定であり、その対象を拡大することによるメリットとデメリットとをなお慎重に見極めること等が必要であると考えられる。したがって、この点については、将来の課題として、引き続き検討を行うことが適当である。

流通市場における虚偽の開示書類を提出した者に対する民事責任を、立証責任の転換された過失責任とすることについては、改正後の法21条の2第2項が「前項の場合において、賠償の責めに任ずべき者は、当該書類の虚偽記載等について故意又は過失がなかったことを証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない」と規定するところである。その根拠は、当初同条が立法化された際に無過失責任原則によって期待された違法行為の抑止効果がある程度達成せられたと評価されることに求められている（立案担当者解説・商事法務2040号72頁）。その他、流通市場においては、発行市場における場合（有価証券届出書の虚偽記載による損害賠償責任は無過失責任・法18条1項）と違って発行者に利得が生じていないこと、株主間の財産移転を生じさせるだけであること、米英等主要国においては流通市場における虚偽開示書類の提出者に無過失責任を負わせていないこと、などが指摘されているが、これらはみな法21条の2が導入される過程において既に慎重論の論拠として指摘されていたことであり、今更感がなきにしもあらずである。あるいは無過失責任が新興・成長企業の新規上場を躊躇する原因になっているとの指摘がある（平成25年6月14日閣議決定「規制改革実施計画」30頁では、「新興・成長企業等が新規上場を躊躇することがないよう、重要な事項について虚偽の記載のある有価証券報告書を提出した会社が負担する、流通市場で有価証券を取得した者に対する賠償責任について、無過失責任となることが適切か検討を行い、結論を得る。」とされていた）。しかし、有価証券報告書の「重要な事項」に虚偽記載が認められる場合であっても、提出者（発行会社）に過失がないことを立証できる場合とというのは一般的にはあまり考えにくく、無過失責任を過失責任に転換したからといって、立証責任が発行会社にあるとされる以上、どれほどの規制緩和効果があるのかは疑問なしとしない。抽象的なレベルにおけるアナウンスメント効果はあるのかもしれないが、結局、今まで流通市場における民事責任に対してどちらか（あるいは両方の）を見極めていく必要があるのではないが、

なお、今般の改正によって発行者が無過失責任を得られる機会が広がったと見るべきなのか否かの評価に関連する議論として、発行会社の過失を、役員等のレベルにおいて判断するのか、会社自体の過失ということとを問題とすべきなのかという論点があり、この点は

実際に当該時点において有価証券を処分しなかったであろうという想定は、その後、当該有価証券の市場価格が相応しい値を付けたと思われれば、処分した時点での処分したはずであるから、その想定される処分利益から実際の処分価格を差し引いた額が損害賠償額であるという理屈を完全には排除できないであろう。もちろん実際にはそのようなことを立証することは困難であると思われるので、現実性には乏しい議論であり、立案担当者は、ここまで視野に含めて、処分者損害の賠償請求にも上限を課したのだというように読むことができるのではないか。

なお、処分損害については、法21条の2第3項の推定規定は適用されない。それは、逆粉砕が発覚すれば、企業のレピュテーションと共に株価も低下するだろうこと、及び徴収金や重加算税等の行政的政策も加わり得ることからすると、「企業の真実の経営成績を反映して株価が上昇するという経験則が認められるかどうかは不明であり、これを検証するための実例も乏しい」からとされる（立案担当者解説・商事法務2040号75頁（注18））。妥当な判断だと思われる。

新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関する

ワーキング・グループ メンバー名簿

平成25年12月25日現在

金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給の  
あり方等に関するワーキング・グループ  
報告

|        |         |                                |
|--------|---------|--------------------------------|
| 座長     | ※ 神田 秀樹 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授              |
| メンバー   | 安達 俊久   | 日本ベンチャーキャピタル協会会長               |
|        | 出雲 充    | (株)ユーグレナ代表取締役社長                |
|        | 上柳 敏郎   | 弁護士(東京駿河台法律事務所)                |
| ※      | 大崎 貞和   | (株)野村総合研究所 主席研究員               |
|        | 岡野 進    | (株)大和総研 常務執行役員                 |
| ※      | 神作 裕之   | 東京大学大学院法学政治学研究科教授              |
| ※      | 黒沼 悦郎   | 早稲田大学大学院法学研究科教授                |
|        | 静 正樹    | (株)東京証券取引所 常務取締役               |
|        | 武井 一浩   | 弁護士(西村あさひ法律事務所)                |
| ※      | 田邊 栄一   | 三菱商事(株) 常務執行役員                 |
| ※      | 永沢 裕美子  | Foster Forum 良質な金融商品を育てる会 事務局長 |
| ※      | 原田 喜美枝  | 中央大学商学部教授                      |
|        | 平田 公一   | 日本証券業協会 常務執行役員                 |
| ※      | 福田 慎一   | 東京大学大学院経済学研究科教授                |
|        | 前川 雅彦   | 野村證券(株) 執行役員                   |
|        | 山下 幹夫   | モルガン・スタンレーM&A証券(株) 取締役         |
|        | 吉野 和雄   | 東京ガス(株) 取締役常務執行役員              |
|        | 坂本 三郎   | 法務省民事局 参事官                     |
| オブザーバー | 野村 充    | 日本銀行企画局 審議役                    |
|        | 野田 幸男   | (株)三井住友銀行 投資銀行統括部長(全銀協)        |
|        | 島村 昌征   | 第二種金融商品取引業協会 事務局長              |

(敬称略)  
(※印は金融審議会委員)

平成25年12月25日

## はじめに

これまで長く指摘されてきたとおり、我が国は、世界で通用する技術やアイデアがあると言われるにもかかわらず、起業や新規ビジネスの創出という側面から見ると、世界のトップレベルに伍する成功を遂げるとは言い難い状況にある。例えば、日本における開業率に着目してみると、平成22年において、米国が9.3%であるのに対して、我が国は4.5%に留まっており、約2倍の差が見られる<sup>1</sup>。

こうした起業や新規ビジネスの創出を巡る日米格差の要因の一つとして、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給不足という問題があるのではないかと指摘がある。事実、ベンチャーキャピタルによる年間投資額は、平成24年において、米国が約267億ドル（1ドル＝100円換算で約2.7兆円）であるのに対して、我が国は約1.026億円に過ぎず、日米の経済規模の差を勘案しても、新規・成長企業の資金ニーズに対して、金融面から十分に応えているとは言い難い状況にある。

この背景には、日米の文化的差異による要因もあるものと考えられるが、我が国における起業や新規ビジネスの創出を活性化させていく観点からは、国際社会における我が国の経済的地位が相対的に低下し、持続的な経済成長をもたらす戦略的な構造改革が求められる今日の状況の下では、政策面において、アーリーステージの新規・成長企業に対するリスクマネーの供給を促進するための取組みを、これまで以上に幅広く展開していくことが重要である。また、その際には、新規・成長企業の出口戦略を多様化する等の観点から、新規上場時や上場後の資金調達等の制度整備等にも引き続き努めていく必要がある。

こうした問題意識の下、本年6月、金融審議会に対して、①「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方」、②「事務負担の軽減など新規上場の推進策」、③「上場企業等の機動的な資金調達を可能にするための開示制度の見直し」、及び④「その他、近年の金融資本市場の状況に鑑み、必要となる制度の整備」について検討を行うよう、諮問がなされた。

この諮問を受けて、金融審議会は「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」を設置し、本年6月から11回にわたり審議を行い、アーリーステージの企業から上場を目前に控えた企業、更には上場後の企業まで、幅広いフェーズの企業における資金調達を巡る問題等について検討を行った。本報告書は、本ワーキング・グループにおける検討結果を取りまとめたものである。

<sup>1</sup> 日本開業率は厚生労働省「雇用保険事業年報」、米国の開業率はU.S. Small Business Administration “Small Business Economy” による。

## 第1章 新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策（事業化段階等におけるリスクマネーの供給促進策）

現在、我が国においては、起業・新規ビジネスの創出が重要な課題とされており、このためには、事業者が技術やアイデアを事業化する段階において、必要とされるリスクマネーの供給を促進していくことが重要である。

こうした観点から、本ワーキング・グループでは、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策として、クラウドファンディング、非上場株式の取引・換金のための枠組み、保険子会社ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への投資促進等について検討を行った。

なお、リスクマネーが円滑に供給されるためには、その前提として、投資者の金融資本市場に対する信頼感が確保されている必要がある。このため、リスクマネーの供給促進策の検討に当たっては、規制緩和の観点のみならず、投資者保護の観点にも十分配慮しつつ、検討を進めていくことが重要である。

### 1. クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、必ずしも定まった定義があるものではないが、一般には「新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組み」を指すものとされている。クラウドファンディングは、資金提供者に対するリターンの形態により、「寄付型」、「購入型」又は「投資型」に大別される。このうち、金融商品取引法の規制対象となる投資型クラウドファンディングとしては、「ファンド形態」のものと「株式形態」のものとして想定される。

「ファンド形態」の投資型クラウドファンディングについては、現行の金融商品取引法の下において、第二種金融商品取引業者による募集又は私募の取扱いが可能であり、実際にもこの形態でのビジネスを担う業者が既に存在するところである。一方で、「株式形態」の投資型クラウドファンディングについては、非上場株式の募集又は私募の取扱いが日本証券業協会の自主規制規則により原則禁止されており、また、現行の金融商品取引法の下では、株式の募集又は私募の取扱いを行うことができず、第一種金融商品取引業者の参入要件が第二種金融商品取引業者のそれらに比してより厳格であることから、現在、基本的に取り扱われていない状況にある。

緩和することが考えられる。

なお、こうした措置を講じる際には、併せて、非上場株式の募集又は私募の取扱いを原則として禁止している日本証券業協会の現行の自主規制規則を緩和し、非上場株式の募集又は私募の取扱いのうち、インターネットを通じて行われる少額のものについては、既存の第一種金融商品取引業者又は特例第一種金融商品取引業者が行えるように禁止措置を解除することが適当である。

## （2）投資者保護のための必要な措置

クラウドファンディングがインターネットを通じて手軽に多数の者から資金を調達できる仕組みであることを踏まえ、一方で、詐欺的な行為に悪用されることのないよう、制度的な工夫が必要と考えられる。この点に関しては、現行の金融商品取引法の下では、株式やファンド持分の募集又は私募の取扱いに際し、インターネットを通じて行うことについて、その特質を踏まえた規制は特設設けられていない。

このため、インターネットを通じて非上場株式又はファンド持分の募集又は私募の取扱いを行う仲介者（既存の金融商品取引業者及び前記（1）で述べた特例業者）に対して、発行者に対するデューデリジエンス及びインターネットを通じて適切な情報提供等のための体制整備、並びにインターネットを通じて発行者や仲介者自身に関する情報の提供を義務付けるとともに、当該情報の提供を怠った場合等における罰則を整備することが適当である。なお、仲介者に対してインターネットを通じて発行者情報等の提供を義務付けることとする場合、インターネットを通じて行われるファンド持分の募集又は私募の取扱いについては、仲介者から投資者に対して提供される情報の重複を排除し、仲介者の負担軽減を図る観点から、契約締結前交付書面の簡素化を図る等の措置を併せて講じることが適当であると考えられる<sup>3</sup>。

## （3）自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮

投資型クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用されることや反社会的勢力に利用されること等を防止し、投資者が安心して投資で

<sup>3</sup> 契約締結前交付書面のうち、株式の募集等に係るものについては、ファンド持分の募集等に係るものに比して既に相当程度簡素なものとなっており（金融商品取引契約の概要、手数料やリスク等の基本的な事項の記載のみが求められている）、仲介者から投資者に対して提供される情報との重複は基本的に生じないことから、更なる簡素化を図る必要はなく、また適当でもないものと考えられる。

こうした中、米国においては、昨年4月に「Jumpstart Our Business Startups Act（JOBS法）」が成立し、「登録届出書の効力が発生していない限り、証券の発行者は募集を行ってばならない」とする1933年証券法第5条の適用除外規定等が設けられ、事実上困難であった投資型クラウドファンディングによる資金調達への道が開かれることとなった。その後、本年10月には、JOBS法を施行するための細則を定める規則案が米国SECにより公表されたところである。

本ワーキング・グループでは、こうした米国での制度改正の動きも参考にしつつ、ファンド形態・株式形態の双方を含めた投資型クラウドファンディングに係る制度整備に向けた検討を行った。

なお、投資型クラウドファンディングに係る制度整備に当たっては、リスクマネーの供給促進という観点から、できるだけ仲介者にとつて参入が容易であり、かつ、発行者にとつて負担が少ない制度設計とすることが重要であると考えられる。一方で、投資型クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用され、ひいては投資型クラウドファンディング全体に対する信頼感が失墜することのないよう、海外当局による規制の動向も踏まえつつ、投資者保護のための必要な措置を講じることも重要な課題である。

## （1）仲介者の参入要件の緩和

前述のとおり、リスクマネーの供給促進を図るためには、できるだけ仲介者にとつて参入が容易な制度とすることが重要であり、このような観点から、現行の第一種金融商品取引業及び第二種金融商品取引業について、登録の特例を設けることが望ましい。

その際、投資者保護の観点から、一人当たり投資額や発行総額の上限を設けるとともに、仲介者が有価証券の売買や引受け等の業務を行わないことを条件とするなど、限定的な範囲で特例を設けることが適当である。具体的には、第一種金融商品取引業のうち、非上場株式の募集又は私募の取扱いであつてインターネットを通じて行われる少額<sup>2</sup>のもののみを行う者を「特例第一種金融商品取引業者」と、また、第二種金融商品取引業のうち、ファンド持分の募集又は私募の取扱いであつてインターネットを通じて行われる少額<sup>2</sup>のもののみを行う者を「特例第二種金融商品取引業者」とそれぞれ位置付け、財産規制等を

<sup>2</sup> 少額の範囲としては、「発行総額1億円未満かつ一人当たり投資額50万円以下」とすることが考えられる。

認められている。

このグリーンシート銘柄制度については、近年、利用企業数が減少し、売買も大幅に低迷している状況にある。その要因としては、新興市場における上場基準の引下げにより、上場市場の補完的役割としての存在意義を見出しにくくなってきていることや、それにもかかわらず、発行者に対して上場企業と大差ない負担（インサイダー取引規制及びそれに伴う適時開示義務や、上場企業に準じた開示義務）が課されていることが指摘されている。

一方で、地域に根差した企業などの非上場株式会社については、一定の取引ニーズ・換金ニーズが存在しているものの、現状、日本証券業協会の自主規制規則において、非上場株式会社については、グリーンシート銘柄等でない場合には原則として第一種金融商品取引業者による投資勧誘が行えないこととされており、こうしたニーズに的確に答えられない実情にある。

こうした点を踏まえると、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引ニーズ・換金ニーズに応える場としての、新たな取引制度を構築することが望まれる。その際、新たな非上場株式の取引制度においては、市場のような高度の流通性を持たせない仕組みを設けることにより、高度の流通性を付与することに伴って必要となる開示義務等の発行者に対する負担を、極力軽減することが適当である。

#### (1) 新たな非上場株式の取引制度

新たな非上場株式の取引制度については、グリーンシート銘柄制度と同様、自主規制機関である日本証券業協会の自主規制規則に基づく制度として創設し、第一種金融商品取引業者が投資勧誘を行える範囲を、第一種金融商品取引業者が銘柄毎に組成・管理する「投資グループ」のメンバーに限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留めることが適当である。

「投資グループ」のメンバーとして想定される投資者層としては、当該非上場企業の役員・従業員若しくはその親族、株主又は継続的な取引先のほか、当該非上場企業から財・サービスの提供を受けている（又は受けようとする）者などが考えられる。その際、「投資グループ」に加入できる者を特定の属性により限定することは困難であるため、一定程度の流通性に留めることを担保する観点からは、この銘柄毎に組成・管理される「投資グループ」への加入に当たって、当該銘柄に

きる環境を整備する上では、当局による規制・監督のみに依拠するのではなく、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮を組み合わせることが重要である。

こうした観点から、今後、自主規制機関（日本証券業協会及び第二種金融商品取引業協会）において、当局と連携しつつ、投資型クラウドファンディングの適切な普及に向けて自主規制規則の整備に関する検討が進められることが期待される。

こうした中、本年9月末時点において、第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入率は約2.6%に留まっており、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮のためには、第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入率を向上させることが必須である。

このため、第二種金融商品取引業の登録を受けようとする者が自主規制機関に加入しない場合には、当該者に対して、自主規制機関による自主規制を考慮した社内規則を整備することや、当該社内規則の遵守を確保するための体制を整備することを義務付けるなど、自主規制機関への加入促進を図るための規制の整備を行うことが適当である<sup>4</sup>。また、第二種金融商品取引業協会の体制強化等についても併せて図っていくことが必要である。

#### (4) その他

このほか、仲介者が投資者から金銭や有価証券の預託を受けられることとするかどうか、仮に預託を受けられないこととする場合には、投資者保護基金への加入についてどのような取扱いとするかなどについて、検討の上、制度上必要な措置が講じられることが適当であると考えられる。

### 2. 非上場株式の取引・換金のための枠組み

第一種金融商品取引業者を通じて非上場株式の売買を行う制度として、日本証券業協会が運営するグリーンシート銘柄制度がある。グリーンシート銘柄制度においては、発行者である非上場企業が上場企業に準じた開示（有価証券報告書に準じた会社内容説明書の作成・公表等）を行うことを前提に、第一種金融商品取引業者による非上場株式の投資勧誘が

<sup>4</sup> なお、第二種金融商品取引業者に対してこのような義務を課すこととする場合には、第一種金融商品取引業者及び投資運用業者に対しても同様の義務を課すことが適当である。

義務は課されていない。一方で、日本証券業協会が運営するグリーンシート銘柄制度は、形式的には非上場株式の取引制度ではあるものの、株式の流通性の程度を勘案し、発行者である非上場企業に対して、上場企業が作成・公表する有価証券報告書に準じた会社内容説明書（外部監査が必要）の作成・公表を義務付けるなど、上場企業に準じた開示義務を課している。

この点に関しては、前述のとおり、新たな非上場株式の取引制度が、市場としてではなく、あくまでも非上場株式の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として、流通性を限定した形で設計されたものであることを勘案すると、発行者に対して、グリーンシート銘柄制度におけるおけるほどの開示義務を課す必要はないと考えられる。今後、こうした点を踏まえつつ、新たな非上場株式の取引制度において発行者にどの程度の開示を求めるのかについて、日本証券業協会において更なる検討が進められることが期待される。

### 3. 保険子会社ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への投資促進

保険会社の議決権保有制限（いわゆる10%ルール）には、ベンチャーキャピタル子会社を通じて行うベンチャー企業への出資に係る特例が設けられているが、ベンチャー企業が成長し、中小企業の基準を超えると当該特例の対象外となり、そうした場合、新たに資金需要が生じても、追加出資に応じられないこととなる。とりわけ、そのベンチャーキャピタル子会社がリードベンチャーキャピタル<sup>7</sup>である場合には、自らが追加出資できないという点に留まらず、他の出資先からの追加出資にも悪影響が及び得ることとなる<sup>8</sup>。このため、リードベンチャーキャピタルとして出資を行っている場合には、出資先が中小企業であるか否かにかかわらず、上場までの間に限り、追加出資に応じることができよう、特例

<sup>7</sup> 縦覧型の開示が求められる。

<sup>7</sup> 筆頭出資者（創業者等を除く）であるベンチャーキャピタルは、リードベンチャーキャピタルと称される。リードベンチャーキャピタルは、通常、ベンチャー企業の成長段階に応じた増資戦略や上場支援などの資金調達、資本政策に関するものを中心に各種のハンズオン支援を行う。リードベンチャーキャピタルは複数存在することもあり（この場合「コー・リード」(co-lead)と呼ばれる）、また、当初はリードベンチャーキャピタルではなかった者が、出資先企業の成長等の状況の変化により、中途からリードベンチャーキャピタルとなることもある等、実態は多様である。

<sup>8</sup> リードベンチャーキャピタル以外の他のベンチャーキャピタルは、一般的に、リードベンチャーキャピタルのように追加出資に主導的に関わっているのではなく、出資先ベンチャー企業からの要請やリードベンチャーキャピタルの動向に応じて受動的に対応している。

対して投資意向を有する投資者から第一種金融商品取引業者への自己申告を基本とし、また、新たな非上場株式の取引制度の特性やリスクについて、第一種金融商品取引業者が投資者の納得・了承を得るという仕組みを設けることが適当であると考えられる。

このほか、新たな非上場株式の取引制度の運営を担う第一種金融商品取引業者の役割など、制度設計の詳細については、引き続き、日本証券業協会において、必要な自主規制規則を整備する中で検討されることが期待される。

### (2) 新たな非上場株式の取引制度へのインサイダー取引規制の適用関係

現行の金融商品取引法の下では、非上場株式については、一般の投資者が広く取引に参加するものではなく、また、取引が頻繁に行われるものでもないことから、原則としてインサイダー取引規制の適用対象外とされている。一方で、グリーンシート銘柄制度は、形式的には非上場株式の取引制度ではあるものの、株式の流通性の程度を勘案し、例外的にインサイダー取引規制の適用対象とされている。こうした点を踏まえると、新たな非上場株式の取引制度をインサイダー取引規制の適用対象とすべきか否かについては、同制度においてどの程度の流通性を想定するのかに依るものと考えられる。

この点に関しては、前述のとおり、新たな非上場株式の取引制度は、市場としてではなく、あくまでも非上場株式の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として設計されるものであって、一般の投資者が広く参加するものではなく、また、取引が頻繁に行われることも想定されない。したがって、新たな非上場株式の取引制度については、非上場株式の原則どおり、インサイダー取引規制の適用対象外とすることが適当であると考えられる<sup>5</sup>。

### (3) 新たな非上場株式の取引制度における発行者の開示義務

現行の金融商品取引法の下では、上場企業に対しては、有価証券報告書（外部監査が必要）の作成・公表など公衆縦覧型の開示義務が課されているが、非上場企業に対しては、原則として<sup>6</sup>公衆縦覧型の開示

<sup>5</sup> なお、当然のことながら、風説の流布や偽評の禁止といった、不正取引の一般的禁止規定（現行の金融商品取引法第157条及び第158条）については、新たな非上場株式の取引制度に対しても適用されることとなる。

<sup>6</sup> ①有価証券届出書の提出を要するような株式等の発行を行った場合や、②株式等が多数の投資者（1,000人以上）に保有されることとなった場合には、非上場企業であっても、公衆



の要件を緩和<sup>9)</sup>することが適当である<sup>10)</sup>。

#### 4. その他ベンチャー企業支援を巡る諸課題

本ワーキング・グループでは、ベンチャー企業支援を巡るその他の課題として、ベンチャー企業が果たすべき役割、ベンチャー企業支援の出口の多様化、ベンチャー企業に対する人材面でのサポート等についても検討を行った。

##### (1) ベンチャー企業が果たすべき役割

ベンチャー企業は、今後とも新規・成長企業に対するリスクマネーの供給の主要な担い手であり続けると考えられるが、小口分散型が中心となっている我が国のベンチャー企業は、米国に比して、シードの段階、あるいはそれよりも若干進んだ段階に入ってきた企業に対しては、十分なサポートができていない状況にある。

こうした点に加え、ベンチャー企業の評価基準が定まっていないことや、これまで成功事例がそれほど出ていないことなどから、十分な資金がベンチャー企業に集まらず、結果として、ベンチャー企業がリストもなかなか育成されないという悪循環に陥っているのではないかと、との指摘もなされている。

ベンチャー企業には、新規・成長企業を育てるという観点から、ベンチャー企業の有する技術に対する知識や目利き能力が必要であり、また、こうした技術を活かせる用途を探して駆けずり回るような泥臭い仕事が行われている。

こうした新規・成長企業を育てる機能を持ったベンチャー企業は、いわゆる「ハンズオン型」のベンチャー企業が米国においては主流になっているのに対し、我が国においては、こうした「ハンズオン型」のベンチャー企業は数が少ないのが実情である。

こうした中、まだ数は少ないものの、新興ベンチャー企業の中で「ハンズオン型」を志向するものが徐々に増えつつあり、また、既存のベンチャー企業の中にも、例えば製造業との連携等を行

<sup>9)</sup> 具体的には、保険会社の子会社ベンチャー企業がリードベンチャー企業やそれと同様の役割を果たしている場合については、出資先が、中小企業であることを求める要件は撤廃（その他の要件は維持）することが考えられる。

<sup>10)</sup> なお、銀行にも同様の規制が存在するため、併せて見直しを行うことが適当である。

うことで技術に対する目利き能力を向上させさせるなどの工夫に取り組んでいるものが現れてきているところである。こうした動きがますます活発化し、我が国においても、ベンチャー企業が新規・成長企業へのリスクマネー供給の「仲介者」としての役割を果たすため、その能力を高めていくことが期待される<sup>11)</sup>。

なお、前述のとおり、ベンチャー企業は、今後とも新規・成長企業に対するリスクマネーの供給の主要な担い手であり続けると考えられることから、その役割等に関する議論については、ベンチャー企業の業務の実態等を踏まえつつ、今後とも継続的に行われていくことが望まれる。

##### (2) ベンチャー企業支援の出口の多様化等

米国においては、ベンチャー企業支援の出口は、IPO（新規株式公開）だけでなく、大企業によるM&A（企業の合併や買収）なども含む、多様なものとなっている。一方で、我が国における出口は、IPOに偏重しているといわれており、ベンチャー企業の評価もIPOに偏重した案件数でなされている、との指摘がある。また、こうしたベンチャー企業に対する評価のあり方が、買収案件<sup>12)</sup>等の横行を生んでいるのではないかと、との指摘もなされている。

ベンチャー企業支援の出口については、M&Aも含め、多様な選択肢が確保されていることが望ましいものと考えられる。特に我が国においては、従来よりもM&Aが促進されるよう、売り手であるベンチャー企業のビジネスモデルの設計がしつかりなされることにより買収価格に関する売り手と買い手との認識のズレをできるだけ小さくすることや、買い手である大企業側における「自前主義」、「Not Invented Here」といったM&Aに消極的な企業文化の改革を図っていくことが必要である。また、買収案件等に関しては、ベンチャー企業協会

<sup>11)</sup> この点に関し、我が国においては、ベンチャー企業への投資に対する理解やそれを支援する環境を整っていないことから、新興のベンチャー企業は資金調達への段階から大きな困難を抱えている実態にあり、ベンチャー企業への投資に対する意識が変わっていくことが重要なのではないかと、との指摘があった。

<sup>12)</sup> 買収案件とは、ベンチャー企業が投資先が一定の期限内に上場できない等の場合に、ベンチャー企業が投資先の企業経営者に対し、株式を買い戻すことを請求できる権利を規定した契約案件のこと。買収案件があることで、起業家が多大なリスクを背負わされ、起業の心理的な阻害要因となっている、との指摘がある一方で、もはやそうした慣行は基本的に存在していない、また仮に存在しているとしても実質的にリスクマネーの供給の阻害要因とはなっていない、との指摘もあった。

状況を正しく理解してもらうことが重要である。

一方で、新規・成長企業が新規上場を躊躇する要因として、当該情報開示に要する負担が重いことがあげられる、との指摘がある。このため、投資者保護に支障をきたさない範囲内で、新規上場に伴う企業の負担の軽減を図ることが適当であると考えられる。

### （1）新規上場時の負担の軽減

企業が新規上場を行う場合には、当該企業の募集有価証券に係る有価証券届出書を提出した上で、投資者に対して募集行為を行うことが一般的であり、新規上場時に提出する有価証券届出書には、過去5事業年度分の財務諸表の記載が必要とされている。

しかしながら、当該記載については、①投資者に交付される目論見書には過去2事業年度分の財務諸表のみが記載されていること、②新規上場企業に投資する投資者は、当該企業の将来性を重視する場合も多いと考えられるところ、有価証券届出書において、将来情報の開示の充実が図られてきたこと、③新規上場企業の開示をめぐる国際的な状況にも変化が生じていることなどを踏まえ、過去2事業年度分の財務諸表のみの記載とすることが適当であると考えられる<sup>14</sup>。

### （2）新規上場後の負担の軽減

現在、上場企業は、事業年度ごとに内部統制報告書の提出が求められており、当該内部統制報告書には、公認会計士の監査を受けることが必要とされている。当該内部統制報告書の提出義務は、上場企業のために課されるものであるため、新規上場企業であっても、上場後、最初の事業年度終了後から、公認会計士による監査証明を受けた内部統制報告書の提出が必要となる。

新規・成長企業が新規上場を躊躇する要因として、この内部統制報告書の提出に係る負担が重いことがあげられる、との指摘もあることから、新規上場後において、内部統制報告書の提出義務に係る負担の軽減が出来ないかどうかの検討を行った。

<sup>14</sup> なお、新規上場企業が自主的に過去5事業年度分の財務諸表を記録することを妨げる必要はないため、こうした場合には、有価証券届出書の添付書類として提出することを認めることが適当である。

等の業界団体において、起業の阻害要因になっていないかどうかを精査し、その要否を含めた議論がなされることが望まれる。

### （3）ベンチャー企業に対する人材面でのサポート

我が国においては、技術やアイデアはあるものの、そうしたシーズの事業化をサポートできる人材が少ない、との指摘がある。こうした事業化をサポートする役割は、これまでベンチャーキャピタルの役割とされてきたが、事業化に当たっては、資金のみならず事業化に向けた各種のサポートが不足している、との指摘に鑑みると、必ずしもベンチャーキャピタルのみに期待するのではなく、他の主体も含めて、創業した早い段階から、トップクワラの専門家が支援する方式が採られることが望ましいものと考えられる<sup>13</sup>。

特に、新規・成長企業の中には、技術やアイデアを事業化・収益化するOF0（最高財務責任者）的な人材が不足していることが多い、との指摘があり、公認会計士、弁護士、弁理士といった専門的能力を有する者からのサポートを受けられる仕組みが構築されるべき、との指摘があった。この点に関しては、大手監査法人において起業家を支援するための仕組みができてつつあることは歓迎すべきことであり、こうした取組みの更なる進展が望まれる。

## 第2章 新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策（新規上場の推進策）

新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進を図る観点からは、新規上場が視野に入った新規・成長企業の上場に係る障壁をできるだけ低くする施策も重要と考えられる。本ワーキング・グループでは、新規上場を促進する観点から、新規上場に伴う負担の軽減、及び新興市場の新規上場時における最低株主数基準の引下げについて検討を行った。

### 1. 新規上場に伴う負担の軽減

企業が金融商品取引所に株式を上場し、当該株式が同取引所において取引されるに当たっては、投資者が不測の損害を被らないようにするため、当該企業に関する十分な情報を投資者に対して開示し、当該企業の

<sup>13</sup> なお、この点に関しては、専門家からの支援もさきることながら、若い起業家にとっては、起業して成功した者からのアドバイスが最も役立つのではないかと、この指摘があった。

特に、新興市場における最低株主数基準は、上場後の市場における円滑な取引を確保する観点から設けられているものであり、各金融商品取引所の状況に依り、円滑な取引に支障が生じない範囲において、より低い水準に下げ余地があると考えられる。

### 第3章 上場企業の資金調達の見直し

我が国経済の持続的な成長を実現していくためには、新規・成長企業に対してリスクマネーを供給することだけでなく、上場後の企業についても、資本市場から円滑に資金調達ができるようにすることが重要である。

この点に関し、近年、上場企業が公募増資を行う際、当初の想定以上に株価が下落したため、予定していた資金が集まらず、一部の事業計画を見直さなくてはならぬという事態が見受けられ、その背景として、我が国においては、上場企業の資金調達に要する期間が長いことや、増資を予定している企業と投資者との間の相互理解が深まっていないことが、増資公表企業の株価を不安定にしている要因の一つになっている可能性が考えられる。

#### 1. 上場企業の資金調達に係る期間の短縮（待機期間の撤廃）

現行の金融商品取引法の下では、上場企業が有価証券を発行し投資者に取得させるには、有価証券届出書を提出した後7日間の待機期間が必要とされている。この待機期間は、投資者が、開示されている情報に基づき、当該有価証券の取得・買付けの是非を判断するための熟慮期間とされており、その際、投資者は、投資判断に当たり、増資企業の経営状態等に関する「企業情報」と、募集・売出しに係る有価証券自体の情報である「証券情報」の二つの情報について検討するものと考えられる。

このうち、「企業情報」に関しては、特に近年、情報通信技術の発達や、有価証券報告書の記載の充実、四半期報告書の導入など、より充実した情報を容易かつ迅速に入手できる環境が整ってきている状況にある。中でも、時価総額が大きい企業や、市場で頻繁に売買が行われている企業など、市場において「特に周知性の高い企業」については、専門的な能力を有する証券アナリストが企業情報を分析し、投資者向けに情報提供を行っているほか、メディアの経済ニュース等においても頻繁に取り上げられている。こうしたことを踏まえれば、企業情報の検討に要する時間のみに注目した場合、「特に周知性の高い企業」については、現行の金融商品取引法の待機期間を撤廃する特例措置を設けても、投資者保護上、

上場企業の場合、企業が作成する財務報告に基づき広く一般に株式等が売買されることを踏まえれば、上場企業である以上、経営者が当該財務報告の適正性を担保するために内部統制の有効性を評価し、その結果を報告することは必要であり、新規上場企業であっても、内部統制報告書の提出自体を免除することは適当ではないと考えられる。

一方で、内部統制報告書の監査義務について検討したところ、新規上場企業については、①上場審査において、金融商品取引所から、内部管理体制も含めた厳格な上場審査を受けており、主幹事証券会社や公認会計士も当該内部管理体制をチェックしていること、②新規上場企業は、既存の上場企業に比して、財務負担能力が相対的に低い場合が多いと考えられること、③最も厳格な内部統制報告制度で知られる米国においても、新規上場を促進する観点から、新興成長企業について、内部統制に係る監査を免除する措置が講じられたことなどの事情が存在する。

また、新規上場後の企業内容の変化について確認したところ、多くの企業において、新規上場後3年間程度は、売上や従業員などの企業規模等に大きな変化は見られなかった。

これらを踏まえると、新規上場企業の内部統制報告書の提出義務に係る負担を軽減するため、新規上場後、例えば3年間については、内部統制報告書に係る監査義務を免除することが適当であると考えられる<sup>15</sup>。

ただし、新規上場企業であっても、その規模等に照らし、市場への影響や社会・経済的影響が大きいと考えられる企業については、内部統制が適切に機能していることを特に厳格にチェックする必要性が高いと考えられることから、こうした企業については、新規上場企業であっても、内部統制報告書に係る監査義務を免除することは適当ではないと考えられる。

#### 2. 新興市場の新規上場時における最低株主数基準の引下げ

新興市場における新規上場を推進していく観点から、各金融商品取引所においては、円滑な取引と市場の信頼が確保される範囲において、新規上場時の審査基準について必要な見直しを行っていくことが期待される。

<sup>15</sup> なお、新規上場企業が自主的に内部統制報告書に係る公認会計士の監査を受けることを妨げる必要はないと考えられることから、こうした場合には、内部統制報告書に係る監査報告書を添付することを認めることが適当である。

大きな問題は生じないものと考えられる。

一方で、「証券情報」については、投資者は、有価証券届出書が提出された後でなければ、その検討を行うことができないことにも留意が必要である。

こうした点を勘案すれば、「特に周知性の高い企業」が行う募集・売出しのうち、対象有価証券の取得・買付けの判断を比較的容易に行うことができるような場合に限定して、待機期間を撤廃する特例措置を設けることが適当であると考えられる。具体的には、募集・売出しの対象とされる有価証券が、普通株式や投資証券（REIT等）など、仕組みが単純かつ標準的であり、かつ、例えば増資による希薄化率が20%以下である場合など、投資判断に与える影響が限定的な場合に限り、待機期間を撤廃することが適当であると考えられる。

## 2. 「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化

有価証券届出書の届出前に有価証券の勧誘を開始すること（いわゆる「届出前勧誘」）は禁止されているが、法令上、勧誘の範囲が明確でないために、増資を予定している企業が、一般的な企業情報を発信することまでも届出前勧誘に該当するおそれがあるとして躊躇してしまう、との指摘がある。また、上場企業の資金調達を円滑化するために、有価証券届出書の提出後の待機期間を撤廃する場合には、有価証券届出書の届出前に、投資者が増資企業に関する企業情報を受け取る機会をできるだけ確保しておくことの重要性はより高まるものと考えられる。

一般的に届出前勧誘の禁止措置が講じられている趣旨は、勧誘による販売圧力によって、投資者が不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられる事態の防止にあるとされており、こうした趣旨に照らすと、次に掲げるような行為については、届出前勧誘の禁止措置の対象とする必要はないものと考えられる。このため、できるだけ速やかに、その旨を明確化することが適当である<sup>16</sup>。

- 企業及び引受証券会社が、適格機関投資家、特定投資家又は大株主を対象者とし、かつ、有価証券届出書の届出前に当該情報が対象者以外に伝達されたいための適切な措置を講じている場合において、有価証券の募集・売出しの是非を判断するために、当該有価証券に対する市場における需要見込みを届出前に調査すること（いわゆる「プレ・ヒ

<sup>16</sup> 「企業内容等の開示に関する留意事項について」（企業内容等開示ガイドライン）を改正。

アリング」)。

- 有価証券届出書の提出の1ヶ月以上前までに、募集・売出しに言及せずに企業情報を発信すること（有価証券届出書の提出日以前1ヶ月以内に再度発信されないための合理的な措置がとられる場合に限る。）
- 金融商品取引法令又は金融商品取引所規則に基づき開示すること
- 企業が通常の業務の過程で行う情報発信であって、従前からその通常の業務の過程において行っている企業情報の定期的な発信を行うこと
- 企業が通常の業務の過程で行う情報発信であって、新製品・新サービスの発表を行うこと
- 記者、アナリスト、投資者などによる自発的な問い合わせに対して、その事業・財務の状況や製品・サービスについての回答を行うこと
- 引受証券会社内で適切なチャイニーズ・ウォールが設置されている場合において、従来から継続的に行われている上場企業に関するアナリスト・レポートの公表を、従来どおりに行うこと

## 3. 訂正発行登録書の提出に係る見直し

現行の金融商品取引法の下では、発行登録書の効力が生じている間に、当該発行登録書に記載された事項につきその内容を訂正する必要がある事情が生じた場合のほか、有価証券報告書や四半期報告書などの継続開示書類が提出された場合にも、訂正発行登録書を提出する必要があるとされている。これは、発行登録書において参照している企業情報が更新されたことを投資者に知らせること、投資者が古い企業情報に基づき投資判断をすることを防止するための措置である。

一方で、近年の情報通信技術の発展や、開示書類のEDINETによる提出の義務化、更には投資者にとって有価証券報告書等の提出は予測可能であることなどを踏まえると、有価証券報告書等の継続開示書類が提出される度に、訂正発行登録書を提出する必要性はそれほど高くないものと考えられる。このため、一定の条件<sup>17</sup>の下で、継続開示書類が提出された

<sup>17</sup> 投資者を保護する観点から、当該訂正報告書の提出義務を免除するに当たっては、定期的に提出されることが明らかならぬ継続開示書類の提出時期を投資者が具体的に知ることができ、新たに、発行登録書に当該継続開示書類の法定提出期限を記載させることとし、万一、当該期限を超過した場合には、訂正発行登録書を提出させざる義務を課すことが適当である。

ことに係る訂正発行登録書の提出義務を免除するよう制度を改正することが適当であると考えられる。

#### 第4章 近年の金融資本市場の状況を踏まえたその他の制度整備

本ワーキング・グループでは、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進の観点から、企業のスタートアップ段階から、成長ステージ、成熟ステージまでの資金調達のプロセスを中心に議論を行ってきた。

その際、成熟ステージにおける課題として、上場企業や投資者が負う金融商品取引法上の義務が過大となっていないかについても検討を行うこととし、具体的には、大量保有報告制度、及び流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任に関し、見直すべき点がないかについて検討を行った。

##### 1. 大量保有報告制度の見直し

大量保有報告制度は、株券等の保有状況が、経営に対する影響力や市場における需給の観点から投資者にとって重要な情報であることから、当該情報を投資者に提供することを目的として、平成2年に設けられた制度である。近年、同制度に関しては、制度導入以降の他の他の制度における開示の充実や個人のプライバシー保護に関する意識の高まり、EDINETの整備等の環境変化に必ずしも対応しきれない部分もあるのではないか、との指摘がある。また、現行の大量保有報告制度には、必ずしも遵守することが容易でない事項も含まれており、本来の制度の趣旨に照らして、過大な事務負担が生じている、との指摘もなされている。

本ワーキング・グループでは、これらの状況を踏まえ、大量保有報告制度の趣旨には十分配慮しつつ、大量保有報告書の提出者の負担軽減を図るための措置について検討を行った。

##### (1) 大量保有報告制度における自己株式の取扱い

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告制度の対象となる株券等の中には、自己株式も含まれている。この点について、上場企業からは、5%超の自己株式を保有する都度、大量保有報告書や、その後の変更報告書の提出が必要とされ、自己株式の取得や処分を伴う資本政策の円滑な実施に支障をきたしている、との指摘がなされている。

自己株式については、当該企業は議決権を有さず、経営に対する影

響力行使し得ないこと、また、市場における需給に影響を与えないような自己株式の取得や処分が行われる場合には、自己株券買付状況報告書等、他の制度により、別途主要な情報が開示されること等に鑑みれば、大量保有報告制度の対象となる株券等から自己株式を除外することが適当であると考えられる。

##### (2) 大量保有報告書の提出者等が個人である場合の記載事項

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書の提出者や共同保有者（以下「提出者等」）が個人である場合には、その氏名・住所（番地まで）・生年月日等を当該報告書に記載しなければならないこととされている。

大量保有報告書は、数多くの主体から様々な銘柄について提出がなされるものであるため、その提出者等については、他の提出者等と混同することなく同一人と判別できることが不可欠ではあるものの、その一方で、個人のプライバシー保護やセキュリティ上の問題を犠牲にしてまで、詳細な個人情報等を公衆縦覧に供する必要性は乏しいものと考えられる。こうした点に鑑みると、大量保有報告書の提出者等が個人である場合の記載事項については、住所における「番地」の記載、「生年月日」の記載を、公衆縦覧の対象から除外することが適当であると考えられる<sup>18</sup>。

##### (3) 短期大量譲渡報告の適用範囲・記載事項

現行の金融商品取引法の下では、株券等の保有割合が減少したことにより、変更報告書を提出する者は、「短期間に大量の株券等を譲渡したものの」として定められた一定の基準（短期大量譲渡）に該当する場合には、最近60日間の全ての譲渡について、その「相手方及び対価に関する事項」を当該変更報告書に記載しなければならないこととされている（「短期大量譲渡報告」）。

この点について、短期大量譲渡に該当するか否かの判断基準が、保有割合の変動のみに着目したものとされているため、現実には譲渡が行っていないにもかかわらず、形式的に当該基準に該当することによ

<sup>18</sup> 一方で、当局において、訂正報告書の提出命令等を通じてエンプロオースメントを行う場合、当局は当該命令等の対象者を確認し得るだけの情報を把握する必要が、公衆縦覧の対象から提出者等の住所における「番地」の記載、「生年月日」の記載を除外するとしても、当局に対しては、これらの情報についても提出を求めることが適当である。

出した者は、遅滞なく、これらの書類の写しを発行体企業に対して送付しなければならないこととされている。しかしながら、制度導入当時とは異なり、インターネットが普及しEDINETも整備された今日では、発行体企業が大量保有報告書等に容易にアクセスし得る環境が整備されている状況にあることに鑑みると、発行体企業に対する大量保有報告書等の写しの送付義務は不要とし、EDINET への掲載をもって代替することが適当であると考えられる。

#### （6）訂正報告書の公衆縦覧期間

現行の金融商品取引法の下では、訂正報告書は、大量保有報告書や変更報告書と同様、当局がこれを受理した日から5年間の公衆縦覧に供しなければならないこととされている。しかしながら、訂正報告書は、あくまでも大量保有報告書や変更報告書の内容を訂正するものであり、それ自体単独では情報としての意味に乏しいことに鑑みると、訂正報告書の公衆縦覧期間の末日については、訂正の基礎である大量保有報告書や変更報告書の公衆縦覧期間の末日と同一にすることが適当であると考えられる。

## 2. 流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

現行の金融商品取引法の下では、有価証券報告書等に虚偽記載等があった場合、当該有価証券報告書の提出会社は、当該有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、流通市場において、当該虚偽記載等の事実があることを知らずに有価証券を取得した者に対して、虚偽記載等により生じた損害を賠償する責任を負うこととされている。

本ワーキング・グループでは、この流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償責任に関するいくつかの論点について検討を行った。

### （1）提出会社の損害賠償責任の見直し

現行の金融商品取引法の下では、上記の提出会社の損害賠償責任については、無過失責任とされているが、このことが適切かどうか検討すべきである、との指摘がなされている。

民法上の一般不法行為責任では、加害者の「故意又は過失」が要件の一つとされており、通常、不法行為による損害賠償責任については過失責任が原則とされている。こうした中、無過失責任は、特に政策上の必要性が認められる例外的なケースに限られており、金融商品取

り、提出義務が生じてしまうケースが発生している、との指摘がなされている。また、僅少な株券等を譲渡したに過ぎない場合であっても、全ての譲渡について、その「相手方及び対価に関する事項」に至るまで詳細な情報を開示することは負担が過大である、との指摘もなされている。

短期大量譲渡報告書の趣旨が、いわゆる「肩代わり」が行われたか否かを投資者が判断できるようにすることにあり、短期大量譲渡は、短期大量譲渡の基準となる保有割合の減少は、「譲渡により減少した場合」に限ることが適当であると考慮される。また、「僅少な株券等の譲渡先の開示」については、日付ごとかつ譲渡の相手方ごとの記載を改め、通常の変更報告書と同様、日付ごとに「対価に関する事項」をまとめて記載すれば足りることとすることが適当であると考えられる<sup>19</sup>。

### （4）変更報告書の同時提出義務

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書や変更報告書の提出日の前日までに、新たな提出事由が生じた場合（例えば、保有割合が更に1%以上増加した場合等）には、当該「新たな提出事由に係る変更報告書」の提出は、「当初の提出事由に係る大量保有報告書や変更報告書」の提出と、同時に行わなければならないこととされている（「同時提出義務」）。

このため、株券等の大量保有者は、提出日の前日に、共同保有者の分も含め株券等の保有状況を確認した上で、変更報告書を提出する必要があるが、子会社等を多く抱え保有状況の確認に時間を要する投資者においては、実務上の対応が事実上不可能なケースが生じている。その結果、提出された変更報告書の内容が、同時提出義務を踏まえた直近の情報に基づくものなのか、5営業日前の情報に基づくものなのか、かえって投資者に誤解を生じさせかねない状況となっていることに鑑みると、変更報告書の同時提出義務については廃止することが適当であると考えられる。

### （5）大量保有報告書の発行体企業への通知方法

現行の金融商品取引法の下では、大量保有報告書や変更報告書を提

<sup>19</sup> その際、僅少な譲渡先を判断するための基準については、大量保有報告書制度では、1%未満の水準を変更報告書の提出の必要性が乏しい株券等の保有割合の変動基準として用いていることに鑑み、例えば、1%未満を基準とすることが考えられる。

引法において、提出会社の損害賠償責任を無過失責任としているのは、民事訴訟による責任追及を容易とすることで、違法行為の抑止を図り、証券市場の公正性・透明性を向上させることを目的としたものであると考えられている。

この点に関して、近年、課徴金制度の整備や内部統制体制構築の定着などによって違法行為の抑止効果が強化されていることを踏まえれば、損害賠償責任の一般原則を超えて提出会社に無過失責任を課すこととしている現行制度の意義は、当該制度の導入当時(平成16年改正)と比較して、相対的に低下してきているものと考えられる。本ワーキング・グループでは、当該無過失責任を過失責任に見直すことについては慎重な意見も出されたが、こうした点に鑑みれば、流通市場における提出会社の損害賠償責任については、現行制度の趣旨・目的を損なわない範囲において、一般原則どおり、過失責任とすることが適当であると考えられる。

その際、損害賠償責任については過失責任とするものの、提出会社の故意・過失の有無に係る立証責任については、投資者の訴訟負担が過大にならないよう、現行の制度における役員等の損害賠償責任に係る立証責任と同様に、立証責任を転換し、提出会社が自己の無過失の立証責任を負うこととすることが適当である。

なお、提出会社の無過失とは、当該提出会社の役員等に過失がない場合とすべきか、従業員を含めた提出会社の構成員全体に過失がない場合とすべきかについても議論がなされた。

この点については、過失の前提となる注意義務を負うべき者は、個々の事実ごとに相当程度異なり得ることや、他の法令においても、法人自身の不法行為責任における故意・過失の判断対象となるべき者を具体的に例示している規定は見当たらないことに鑑みると、現時点においては、立法政策上、法令において特段の明記は行わず、個別の事情に応じた妥当な解釈を委ねることとしておくことが適当であると考える。

なお、金融商品取引法上の損害賠償責任が発生するのは、そもそも、当該有価証券報告書等の「重要な」事項について虚偽の記載があった場合等に限定されており、そうしたケースは、通常、役員に何らかの注意義務違反がある場合が多いと考えられることから、両者いずれの立場に立っても、結果的には実際には大きな違いは生じないものと考えられる。

## (2) 損害賠償の請求権者の拡大

現行の金融商品取引法の下では、虚偽記載等のある有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、当該有価証券報告書等の提出会社が発行する有価証券を取得した投資者(「取得者」)のみが、虚偽記載等により生じた損害を請求することができることとされている。

しかしながら、例えば、有価証券報告書等の記載に当たって、経営成績が悪いように見せかける虚偽記載等が行われた場合には、当該有価証券報告書等が公衆縦覧に供されている間に、当該虚偽記載等を知らずに売却した投資者(「処分者」)は、経営成績が良いように見せかける虚偽記載等が行われた場合の「取得者」と同様に、虚偽記載等による損害を振り得るものと考えられる。また、近時、MBO(マネジメント・バイアウト。経営陣による企業買収)が増加しているが、MBOのようなケースでは、自社の経営成績が悪化したように見せることによつて、株価を不当に引き下げインセンティブが働き得ることも考えられる。こうした点に鑑みれば、金融商品取引法上、虚偽記載等による損害賠償を請求できる者として、「取得者」に加え、「処分者」を追加することが適当であると考えられる。

## (3) 損害賠償規定の拡大

現行の金融商品取引法の下では、「取得者」が、「提出会社」に対して損害賠償を請求する場合について、損害額の推定規定が設けられている。

このため、今般、損害賠償責任規定の見直しを行うに当たっては、当該損害額の推定規定を利用できる範囲を、「処分者」が損害賠償を請求する場合や、「提出会社以外の者」(役員等)に対して損害賠償を請求する場合にまで拡大することについて検討すべき、との指摘があった。

しかしながら、市場価格の平均額を基に損害額を推定できるとする当該規定は、極めて強力な効果を有する例外的な規定であり、その対象を拡大することによるメリットとデメリットとをなお慎重に見極めること等が必要であると考えられる。したがって、この点については、将来の課題として、引き続き検討を行うことが適当である。

## おわりに

本ワーキング・グループにおいては、新規・成長企業に対するリスクマナーの供給等について検討を行ってきたが、そもそも、リスクマナーの供給先となる新規・成長企業が我が国において少ないという現状があることも、また事実である。この点について、起業家に対する人々の見方を変革することや、起業することに対するハードルを下げ、人々の起業しようという意識を削がない社風土を醸成することが重要であると考えられる。

こうした中、起業を増やすためには、我が国においては、起業の種となる技術の多くが大企業の中に眠っていると考えられることから、これを切り出して行われる事業化（いわゆる「カーブアウト」）が重要な役割を果たすのではないかと、との指摘がある。その際、こうした動きを促進するためには、企業文化的なものを改革する必要があると考えられる。最近では、「カーブアウト」を促進するための施策が日本再興戦略に盛り込まれるなど、我が国においても新たな動きが見られつつあるが、こうした動きが本格化し、多くの人が起業家を目指すような社会となることが望まれる。

諸外国の成功例を見ると、事業化が持続的に生まれる基盤には、「生態系」とも呼べる研究・企業・人材の有機的な連携や集積がある（いわゆる「エコシステム」）。我が国においても、IT分野においては、こうした「エコシステム」が構築されつつあるが、IT以外の分野においても、「エコシステム」が構築されていくことが今後の課題である。本ワーキング・グループで議論を行った各種施策と関係省庁の取組みとが互いに連携し合い、エコシステムの構築が進展していくことが望まれる。

以上が、本ワーキング・グループにおける審議の結果である。今回審議を行った論点は、新規・成長企業へのリスクマナーの供給を促進し、経済の持続的な成長を実現していく等の観点から、いずれも早急に対応を行うことが必要なものばかりである。今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえ、適切な制度整備が早期に進められることを期待する。

（以上）



## 【事務局説明資料】

# 上場企業の資金調達に係る期間の短縮

平成25年10月25日(金)  
金融庁総務企画局

### 有価証券の募集・売出しの際の問題点

#### 【問題意識】

- 我が国では、有価証券の募集・売出しを行う場合、有価証券届出書(以下「届出書」)の「提出」から「効力発生」まで、一定の「待機期間」<sup>(注)</sup>を義務付けている。

(注) 具体的な「待機期間」

- ・ 金商法上の本則規定は「中15日間」。
  - ・ ただし、同法により、既に「有価証券報告書」を提出している企業(すなわち、大半の上場企業)の場合、金融庁が「15日間より短い期間を指定できる」とされている。  
⇒ 財務局宛のガイドラインで「中7日間」と指定。
- 「待機期間」が義務付けられているのは、投資者が、開示されている情報に基づき、取得・買付けの是非を検討する「熟慮期間」を確保するため。
- 一方で、上場企業が、エクイティ性の証券(株式、新株予約権、新株予約権付社債等)を発行しようとする場合、「届出書の提出」(すなわち、公表)から「価格決定」までの間に、当該企業の株価が下落することにより、
- ・ 当該企業は、十分な額の資金を調達できず、
  - ・ (不十分な資金調達と株価下落により)当該企業の既存株主も不利益を受ける、
- という事例が少なくない、との指摘あり。

（参考）募集・売出しの標準的な手続

※ 下記の①から⑥までに中7日の「待機期間」が必要。

《届出書の提出》

① 「**届出書の提出**」(この時点では、価格は「未定」と記入され、注記で仮条件[条件決定日の終値の0.9倍～1倍等]を記載)。

⇒ これにより、募集・売出しが「公表」され、また、法律上、勧誘が解禁。

《待機期間》

② 発行企業が、機関投資家を対象に「ロード・ショー」(\*)を実施

(\*) 機関投資家の需要喚起を目的として行われる、発行企業の状況・経営方針等に関する説明会。

③ 引受証券会社が、「ブック・ビルディング」(\*)を実施

(\*) 複数の価格案を投資家に提示して行われる、具体的な需要調査。

《効力発生日》

④ 当該「ブック・ビルディング」の結果を踏まえ、発行企業が、引受証券会社と相談のうえ、「**価格決定**」。

⑤ 当該価格の決定後、速やかに(同日中)、価格を記入した「訂正届出書」を提出。

⑥ 「待機期間」が終了しているため、当該「訂正届出書」の提出により、当該「訂正届出書」が、ただちに「**効力発生**」。

⇒ これにより、法律上、投資者に有価証券を取得させる行為(取得契約の締結)が解禁。

2

上場企業の増資に伴う株価下落①

○ 上場企業の増資に伴う株価の推移を調査(サンプル調査)したところ、下記のとおり、全ての銘柄について株価が下落。

- ・ 上場企業が本年中に増資(新株発行又は自社株売出し)を行った事例40銘柄から無作為に15銘柄を選択し、TOPIXを用いて市場全体の変動要因を除去した上で、当該15銘柄の株価の変動を調査。
- ・ 15銘柄全てにおいて、「届出書の提出」から「価格決定」までの間に株価が下落(平均▲12.1%)。

○ 一方で、増資企業の株価に一定の下落圧力がかかることは、必ずしも不合理ではなく、上記の事例のみをもって、何らかの問題があるとまでは言い切れないと考えられる。

- ・ 現実の増資においては、「追加で獲得した資本が、本当に利益を生み出すことができるのか、当該資本が毀損するおそれはないのか」について、誰にも断言できない。

3

## 上場企業の増資に伴う株価下落②

○ 当該15銘柄について、それぞれの銘柄の希薄化率（[新たに発行される株式数]／[当該企業の発行済株式総数]）をもとに、「仮に、追加資本が全く利益を生みださないまま全て毀損すると仮定して、株式数の増加だけを織り込んだ試算株価」（増資分全額毀損シナリオ株価）を算出し、実際の株価（価格決定日の終値）と比較したところ、

多くのケース（15銘柄中11銘柄）で、「増資分全額毀損シナリオ株価」よりも更に株価が下落しているとの結果。

- ・ 当該11銘柄の平均で、「増資分全額毀損シナリオ株価」より▲5.9%下落（市場全体の変動要因除去後）。
- ・ 15銘柄全体の平均で見ても、「増資分全額毀損シナリオ株価」より▲2.6%下落（同上）。

○ 証券業協会の調査においても、「届出書の提出」後に「空売りが急増」との結果。

（注）「株券貸借取引」が、「届出書の提出」前に比べ、14.7倍（総額50億円以上の増資を行った5銘柄の平均値）に増加。

⇒ 以上を踏まえれば、増資を行おうとする企業が「届出書の提出」を行うと（すなわち、増資が公表されると）、これをきっかけとして投機的な空売りを含む「売り」が活発化し、必要以上に当該企業の株価を下落させている場合も少なくない、と考えられるのではないか。

◎ この問題に対応するため、「待機期間」を短縮又は撤廃することが考えられないか。

4

（参考）公募における株価の推移の例（平成25年）

銘柄欄の（ ）内は希薄化率

| 銘柄             | 決議日            |              | 条件決定日           |                 |                 | 銘柄                       | 決議日           |              | 条件決定日         |                 |                 |
|----------------|----------------|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------------|---------------|--------------|---------------|-----------------|-----------------|
|                | (A) 終値         | (B) 毀損シナリオ株価 | (C) 終値          | (D) (A)⇒(C)の騰落率 | (E) (B)⇒(C)の騰落率 |                          | (A) 終値        | (B) 毀損シナリオ株価 | (C) 終値        | (D) (A)⇒(C)の騰落率 | (E) (B)⇒(C)の騰落率 |
| A社<br>(9.82%)  | 1/15<br>2,377  | 2,164        | 1/23<br>2,070   | -12.92%         | -4.36%          | I社<br>(15.81%)           | 6/4<br>610    | 527          | 6/12<br>490   | -19.67%         | -6.97%          |
| TOPIX          | 906            |              | 888             | -2.03%          |                 | TOPIX                    | 1,125         |              | 1,097         | -2.57%          |                 |
| TOPIX調整後       | 2,329          | 2,120        |                 | -11.11%         | -2.38%          | TOPIX調整後                 | 594           | 513          |               | -17.55%         | -4.52%          |
| B社<br>(21.69%) | 2/14<br>1,893  | 1,556        | 2/25<br>1,786   | -5.65%          | 14.81%          | J社<br>(2.16%)            | 7/3<br>3,475  | 3,402        | 7/22<br>3,290 | -5.32%          | -3.28%          |
| TOPIX          | 955            |              | 981             | 2.70%           |                 | TOPIX                    | 1,174         |              | 1,217         | 3.64%           |                 |
| TOPIX調整後       | 1,944          | 1,598        |                 | -8.14%          | 11.79%          | TOPIX調整後                 | 3,601         | 3,525        |               | -8.65%          | -6.68%          |
| C社<br>(4.33%)  | 2/19<br>406    | 389          | 3/5<br>380      | -6.40%          | -2.36%          | K社<br>(4.83%)            | 7/5<br>1,965  | 1,874        | 7/23<br>1,847 | -6.01%          | -1.46%          |
| TOPIX          | 964            |              | 989             | 2.60%           |                 | TOPIX                    | 1,189         |              | 1,223         | 2.87%           |                 |
| TOPIX調整後       | 417            | 399          |                 | -8.77%          | -4.83%          | TOPIX調整後                 | 2,021         | 1,928        |               | -8.63%          | -4.21%          |
| D社<br>(14.46%) | 2/26<br>938    | 820          | 3/6<br>886      | -5.54%          | 8.11%           | L社<br>(14.41%)           | 7/5<br>279    | 244          | 7/16<br>259   | -7.17%          | 6.21%           |
| TOPIX          | 967            |              | 1,003           | 3.77%           |                 | TOPIX                    | 1,189         |              | 1,211         | 1.85%           |                 |
| TOPIX調整後       | 973            | 850          |                 | -8.98%          | 4.18%           | TOPIX調整後                 | 284           | 248          |               | -8.85%          | 4.28%           |
| E社<br>(13.19%) | 3/1<br>114,600 | 101,248      | 3/11<br>112,700 | -1.66%          | 11.31%          | M社<br>(5.73%)            | 7/30<br>1,175 | 1,111        | 8/7<br>1,088  | -7.40%          | -2.10%          |
| TOPIX          | 984            |              | 1,040           | 5.65%           |                 | TOPIX                    | 1,149         |              | 1,155         | 0.59%           |                 |
| TOPIX調整後       | 121,079        | 106,972      |                 | -6.92%          | 5.35%           | TOPIX調整後                 | 1,182         | 1,118        |               | -7.94%          | -2.67%          |
| F社<br>(21.73%) | 5/31<br>732    | 601          | 6/10<br>565     | -22.81%         | -6.05%          | N社<br>(9.85%)            | 8/6<br>779    | 709          | 8/14<br>669   | -14.12%         | -5.67%          |
| TOPIX          | 1,136          |              | 1,112           | -2.10%          |                 | TOPIX                    | 1,194         |              | 1,171         | -1.87%          |                 |
| TOPIX調整後       | 717            | 589          |                 | -21.16%         | -4.03%          | TOPIX調整後                 | 764           | 696          |               | -12.48%         | -3.87%          |
| G社<br>(7.17%)  | 6/3<br>1,046   | 976          | 6/11<br>838     | -19.89%         | -14.14%         | O社<br>(10.35%)           | 8/19<br>1,116 | 1,011        | 8/28<br>889   | -20.34%         | -12.09%         |
| TOPIX          | 1,097          |              | 1,101           | 0.38%           |                 | TOPIX                    | 1,149         |              | 1,114         | -3.05%          |                 |
| TOPIX調整後       | 1,050          | 980          |                 | -20.19%         | -14.47%         | TOPIX調整後                 | 1,082         | 980          |               | -17.83%         | -9.32%          |
| H社<br>(7.27%)  | 6/3<br>630     | 587          | 6/12<br>536     | -14.92%         | -8.73%          | 平均値（TOPIX調整後）            |               |              |               |                 |                 |
| TOPIX          | 1,097          |              | 1,097           | -0.04%          |                 | 全15銘柄（10.85%）            |               |              |               | -12.14%         | -2.67%          |
| TOPIX調整後       | 630            | 587          |                 | -14.89%         | -8.70%          | 毀損シナリオ株価を下回った11銘柄（9.00%） |               |              |               | -13.56%         | -5.97%          |

（注）本年中に増資（新株発行又は自社株売出し）を行った事例40銘柄から15銘柄を無作為抽出。

5

## 「待機期間」の短縮又は撤廃①

---

- 増資銘柄の株価が必要以上に下落する可能性を小さくするために、「届出書の提出」から「価格決定」までの期間(待機期間)を短縮又は撤廃する、ことについてどのように考えるか。

### 【募集・売出し規制の概要】

- 前述のとおり、「待機期間」が義務付けられているのは、投資者が、「開示されている情報」に基づき、取得・買付けの是非を検討する「熟慮期間」を確保するため。
- この場合、当該情報としては、次の2種類があると考えられる。
  - ・ 増資企業の経営状態等に関する「企業情報」
  - ・ 募集・売出しに係る有価証券自体の情報である「証券情報」

(注)具体的な「証券情報」としては、発行される有価証券の種類・発行数・発行価格等が考えられる。

6

## 「待機期間」の短縮又は撤廃②－「企業情報」についての検討(1)

---

### 【検討(企業情報)】

- 「企業情報」については、一般的に、以下の点に鑑みると、特に近年、より充実した情報を容易かつ迅速に入手できる環境が整ってきていると考えられるのではないか。
  - ・ インターネットの普及や、これを背景としたEDINET及びTDnetの稼動により、「企業情報」の入手自体が容易となってきたこと
  - ・ 「有価証券報告書」記載事項の充実や、「四半期報告書」の導入などにより、入手できる「企業情報」の質・量が改善されてきていること
  - ・ 「臨時報告書」の提出事由の拡大や、取引所による「適時開示制度」の整備などにより、「企業情報」の変化についても、迅速な情報入手が可能となってきたこと

7

### 「待機期間」の短縮又は撤廃③－「企業情報」についての検討(2)

○ 特に、時価総額が大きい企業や、市場で頻繁に売買が行われている企業等については、一般に市場において周知性が高いと認められるため、以下の点に鑑みると、投資者が、その「企業情報」を検討するための時間は、それほど必要ないと考えられるのではないか。

一 市場において特に周知性の高い企業(以下「特に周知性の高い企業」)に関する「企業情報」については、

- ・ 専門的な能力を有する証券アナリストが、膨大かつ頻繁に更新される定量的・定性的な情報を総合的に分析したうえで、判り易く簡潔な形で、投資者向けに情報提供(アナリスト・レポート等)を行っていること
- ・ メディアの経済ニュース等においても頻繁に取り上げられていること

⇒ 以上を踏まえれば、「企業情報」だけを念頭において考えた場合、「特に周知性の高い企業」については、届出書提出後の「待機期間」を短縮又は撤廃することが考えられるのではないか。

8

### 「待機期間」の短縮又は撤廃④－「企業情報」についての検討(3)

○ その場合、「特に周知性の高い企業」の要件としては、どのようなものが考えられるか。

#### 【検討】

○ 米国では、以下の要件を満たす「著名適格発行者(Well-Known Seasoned Issuer:WKSI)」に限り、有価証券発行のための届出を行った後の「待機期間」が撤廃されている。

- ・ 発行体が継続開示義務を負い、12か月以上の継続開示を行っていること
  - ・ 浮動株の時価総額が7億ドル以上であること
- (注)その他、「発行者が取引所法13条(a)又は15条(d)に基づく報告書を提出すること」、「非適格発行者でないこと(直近12ヶ月内の継続開示義務に違反した者等)」等がある。

○ なお、米国では、WKSIの要件とは異なるものの、企業の周知性に着目した特例として、発行開示書類において継続開示書類を参照させるだけで足りる特例(参照方式)が設けられている。

- 一 米国の「参照方式」の対象企業の要件は、以下のとおり。
- ・ 発行体が継続開示義務を負い、12か月以上の継続開示を行っていること
  - ・ 浮動株の時価総額が0.75億ドル以上であること

○ 我が国においては、

- ・ 「参照方式」の特例については、米国同様の制度が設けられている一方で、
  - 一 我が国の「参照方式」の対象企業の要件は、以下のとおり。
    - ・ 1年間継続して有価証券報告書を提出していること
    - ・ 「売買代金の年間合計額」と「時価総額」とが、ともに100億円以上であること
- ・ 「米国WKSIに相当する制度」は設けられていない。

9

（参考）日本と米国における発行開示制度の違い

|    | 参照方式を利用できる発行体                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                            | WKSI                                                                                                               |                                                                                               |
|----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
|    | 要件                                                                                                                                                                                                  | 効果                                                                                                                         | 要件                                                                                                                 | 効果                                                                                            |
| 米国 | <ul style="list-style-type: none"> <li>発行体が継続開示義務を負い、12か月以上の継続開示を行っていること</li> <li>浮動株の時価総額が0.75億ドル以上であること等</li> </ul>                                                                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>届出書の企業情報について、有価証券報告書を参照する旨の記載が可能</li> <li>一括登録制度が利用可能（複数種類の有価証券の一括登録が可能）</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>発行体が継続開示義務を負い、12か月以上の継続開示を行っていること</li> <li>浮動株の時価総額が7億ドル以上であること等</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>即日効力発生が生じる自動一括登録が利用可能</li> <li>届出前の勧誘規制の不適用</li> </ul> |
| 日本 | <ul style="list-style-type: none"> <li>1年間継続して有価証券報告書を提出していること</li> <li>上場株券について、「<u>売買代金の年間合計額</u>」と「<u>時価総額</u>」が100億円以上であること</li> <li>外国市場に上場している企業については、「<u>時価総額</u>」が1,000億円以上であること</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>届出書の企業情報について、有価証券報告書を参照する旨の記載が可能</li> <li>発行登録制度が利用可能（有価証券の種類ごとに登録）</li> </ul>      | 制度なし                                                                                                               |                                                                                               |

10

「待機期間」の短縮又は撤廃⑤－「企業情報」についての検討(4)

○ 以上を総合的に勘案すると、「待機期間」の短縮又は撤廃の対象となり得る「特に周知性の高い企業」の具体的な要件としては、以下のようなものが考えられるのではないかと。

① 1年間継続して有価証券報告書を提出していること

－ 継続的に「有価証券報告書」等の開示書類を提出している企業であれば、適切な「企業情報」を開示している企業であると期待することができ、投資者保護が図られるのではないかと。

② 上場企業であること

－ 我が国金融商品取引市場に上場している企業であれば、投資者が、関連する開示書類、ニュース、アナリスト・レポート等の理解・入手を容易に行うことができると考えられるのではないかと。

③ 「売買代金の年間合計額」と「時価総額」とが、ともに1,000億円以上であること

－ 「周知性の高い企業」のみに利用が認められる「参照方式」の要件については、我が国の場合、「売買代金の年間合計額」と「時価総額」との双方を基準としていることから、「特に周知性の高い企業」の要件についても、「売買代金の年間合計額」と「時価総額」との双方を基準とすることが考えられるのではないかと。

11

## 「待機期間」の短縮又は撤廃⑥－「企業情報」についての検討(5)

- － その際の具体的な金額水準については、明確な決め手はないものの、
  - ・ 米国「WKSII」の金額水準(浮動株時価総額7億ドル)が、米国の「参照方式」の金額水準(浮動株時価総額0.75億ドル)の約10倍とされていることに鑑みると、
  - ・ 日本においても、「参照方式」の金額水準(「売買代金の年間合計額」と「時価総額」が、ともに100億円以上)の10倍とすることが一つの目安と考えられるのではないかと。

(参考) 仮に上記の基準を使用した場合、我が国の上場企業約3,600社のうち、約500社程度が該当する見込み(時価総額ベースでは90%強)。

なお、我が国では、複数の証券会社のアナリストがカバーしている上場企業数は900社弱、3社以上の証券会社のアナリストがカバーしている上場企業数は600社強とされる。

12

## 「待機期間」の短縮又は撤廃⑦－「証券情報」についての検討(1)

### 【検討(証券情報)】

- 「証券情報」(発行される有価証券の種類、発行数、価格等)については、予め入手することが可能な「企業情報」とは異なり、「特に周知性の高い企業」であったとしても、必ずしも短期間での判断が可能となる訳ではないと考えられるのではないかと。
- こうした点を勘案すると、仮に「待機期間」を短縮又は撤廃する場合においても、そもそも「証券情報」の検討に時間を要しないような「取得・買付けの是非の判断が比較的容易と考えられるケース」だけに限定することが適当ではないかと。

(注1) 米国では、WKSIIに限り、「届出前勧誘の禁止」が特例的に解除され、「届出書の提出」より前であっても、あらかじめ投資者に対して、未確定段階の「証券情報」を提供することが可能。

(注2) この米国の制度と同様に、我が国でも、「特に周知性の高い企業」に限り、あらかじめ投資者に対して未確定段階の「証券情報」を提供することを認め、「届出書の提出」がなされた後には、「証券情報」についても、投資者が迅速に取得の判断ができる(「待機期間」が不要となる)よう、措置することも考えられるが、以下の点を考慮すると適切ではないのではないかと。

- ・ 募集に応じる投資者層を比較すると、米国では公募増資の70%以上を機関投資家が取得しているのに対して、我が国では70%以上を個人投資家が取得していること
- ・ 制度上は禁止が特例的に解除されている米国においても、インサイダー取引につながるリスク等を勘案し、実際には、具体的な「証券情報」の提供はほとんど行われていないこと

13

(参考) 日米の大型増資案件における投資者層の違いについて

① 国内公募増資案件

| 投資家属性  | 配分割合   |
|--------|--------|
| 個人投資家  | 70～80% |
| 非個人投資家 | 20～30% |

- ・ 外国証券会社及びホールセール專業業者分を除く。

② グローバル・オファリング案件

| 投資家属性   | 配分割合   |
|---------|--------|
| 国内個人投資家 | 30～50% |
| 国内機関投資家 | 5～10%  |
| 海外機関投資家 | 45～60% |
| うち北米    | 10～30% |
| 欧州      | 10～20% |
| アジア     | 10～30% |

③ 米国公募増資案件

| 投資家属性 | 配分割合    |
|-------|---------|
| 個人投資家 | 0～30%   |
| 機関投資家 | 70～100% |
| うち北米  | 60～90%  |
| その他   | 10～20%  |

出所：「株券等の配分状況」日本証券業協会、その他開示資料等より作成

「待機期間」の短縮又は撤廃⑧－「証券情報」についての検討(2)

○ 「取得・買付けの是非の判断が比較的容易と考えられるケース」としては、

- ・ 対象とする有価証券については、仕組みが簡単で標準的なものに限定することとしてはどうか。
  - － 我が国では公募増資の70%以上を個人投資家が取得していることも踏まえると、具体的には、個人投資家にとっても判断が容易な「普通株式」だけを対象とすることとしてはどうか。

(注)「新株予約権」、「新株予約権付社債」等については、取得の是非の判断が容易であるとは必ずしも言えないと考えられるため、「待機期間」の短縮又は撤廃の対象外としてはどうか。
- ・ 更に、対象とする増資の規模については、「一定の希薄化率」以下の増資を行う場合に限定することとしてはどうか。
  - － 増資を行う場合、希薄化率が小さければ、株価に与える影響も限定的であるため、当該直近の株価を基準として、当該株式を取得するかどうかの判断を比較的容易に行うことができると考えられるのではないか。
  - － 逆に、希薄化率が大きければ、株価に与える影響が大きいため、「熟慮期間」がより必要になると考えられるのではないか。



「待機期間」の短縮又は撤廃⑨－「証券情報」についての検討(3)

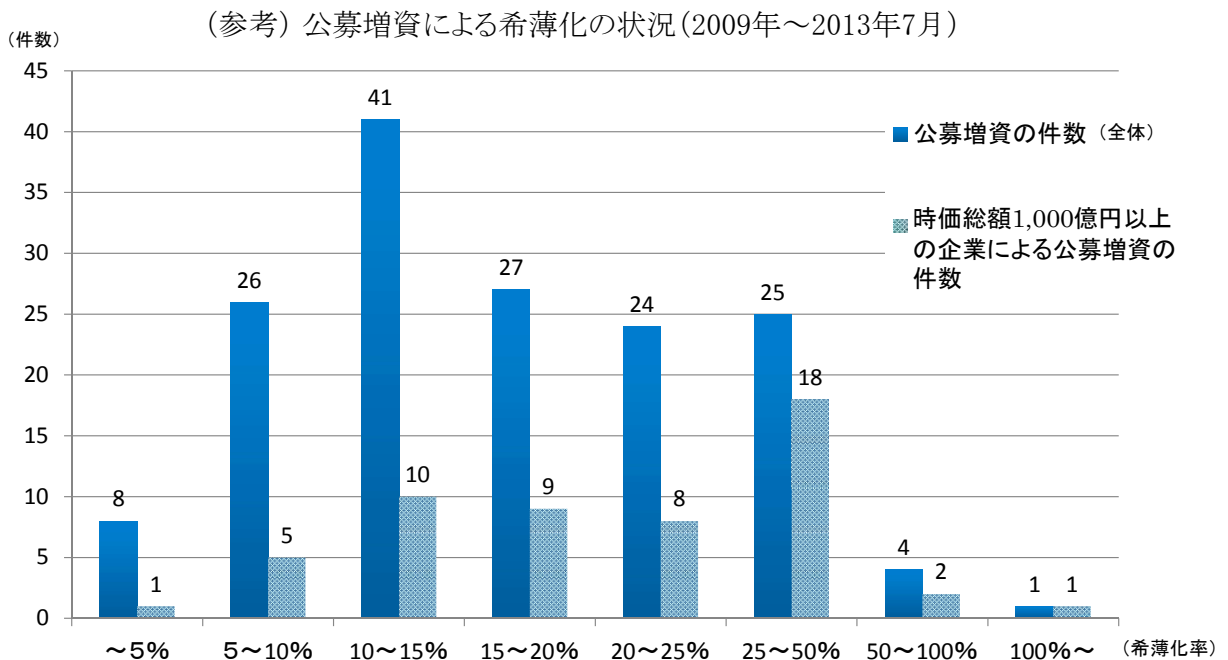
○ その場合の「一定の希薄化率」の基準としては、以下のような水準が考えられるが、どう考えるか。

- 10% : 米国において一括登録制度が導入された際に上限とされていた基準(現在は撤廃)
- 15% : 平成4年まで証券業協会の「公正慣習規則」により、証券会社が、  
株式による公募増資の引受けを行う際、市場に悪影響を与えない上限  
として採用されていた基準(現在は撤廃)
- 20% : 上記の「公正慣習規則」において、証券会社が、新株引受権の引受けを  
行う場合の上限として採用されていた基準(現在は撤廃)

⇒ 以上を総合的に勘案すると、大枠としては、以下のような要件を満たす場合に限り、「待機期間」を短縮  
又は撤廃することが考えられるのではないか。

- ① 「特に周知性の高い企業」である場合
- ② 普通株式の発行である場合
- ③ 希薄化率が低い増資である場合

16



《各年の公募増資の状況》

|                      | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年<br>(7月まで) | 合計   |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|------|
| 全体                   | 43件   | 39件   | 25件   | 24件   | 25件             | 156件 |
| 時価総額1,000億円<br>以上の企業 | 24件   | 15件   | 5件    | 4件    | 6件              | 54件  |

17

## 「待機期間」の短縮又は撤廃⑩

---

○ 「待機期間」を「短縮」するのか「撤廃」するのかについては、以下の点を勘案すると、「撤廃」することとしてはどうか。

- 仮に前述のような見直し措置を前提とすると、当該特例措置については、①「特に周知性の高い企業」が、②普通株式の発行により、③希薄化率が低い増資を行う場合、という、相当限定された場合にのみ認められるものであること
- 仮に「待機期間」を設ける場合には、たとえ短期間であっても、投機的な空売りを含む「売り」が発生することは避け難いと考えられること
- 「待機期間」を撤廃する場合には、増資に対する市場の反応を見ずに「発行価格」が決められることとなるが、仮に発行価格が高すぎれば、引受証券会社は「募集残」を抱え込むこととなるため、適切な引受審査を行う一定のインセンティブが働くことが期待できると考えられること
- 米国のWKSIIにおいても、「待機期間」については、「短縮」ではなく、「撤廃」されていること

（注） 仮に法令上「待機期間」の設置義務を撤廃したとしても、増資企業と引受証券会社との判断により、増資企業の状況や市場環境等を踏まえつつ、個々の増資に最も相応しい期間を選んで「待機期間」を任意に設置することは可能。

18

## 「待機期間」の短縮又は撤廃⑪

---

○ 仮にこうした措置を講じる場合には、

禁止されている「届出前勧誘」に該当しない行為、すなわち許容される企業情報の発信に係る行為を明確化する措置を併せて講じることにより、

投資者が、「届出書の提出」前においても、増資予定企業の「企業情報」を受け取ることができる機会を拡大することが適当なのではないか（別途「事務局説明資料3」参照）。

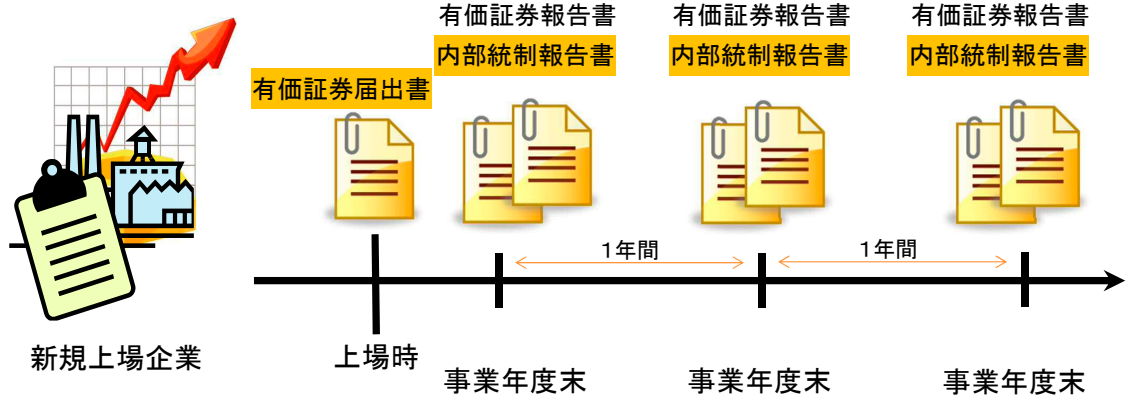
19

資料2-1

## 【事務局説明資料】 新規上場に伴う負担の軽減

平成25年10月15日(火)  
金融庁総務企画局

### 新規上場に伴う開示義務



## 新規上場時の負担の軽減（有価証券届出書）①

### 問題意識

- 新規上場しようとする企業は、上場時に行う募集・売出しのために必要となる「有価証券届出書」において、過去5年間分<sup>(※)</sup>の財務諸表の記載が求められている。

(※) 過去5年間のうち、過去2年間分は公認会計士の監査が必要。

(注) 昭和46年の証券取引法改正で導入。

- 新規上場のコストを低減させる観点から、「有価証券届出書」において記載が求められている財務諸表の年数を限定することができないか。

2

### (参考) 有価証券届出書

- 新規上場時に提出する「有価証券届出書」の記載内容等は内閣府令で定められている。  
(企業内容等の開示に関する内閣府令 第2号の4様式)

- 有価証券届出書（第2号の4様式）の主な記載内容は以下のとおり。

#### 第一部「証券情報」

(募集(売出)の額、募集(売出)の方法・条件、引受人の名称、手取金の用途等)

#### 第二部「企業情報」

(企業の概要、事業の状況、設備の状況、提出会社の状況、経理の状況(※)等)

(※) 過去2事業年度の連結及び単体財務諸表(公認会計士の監査証明が必要)

#### 第三部「特別情報」

過去5事業年度の単体財務諸表のうち、第二部に掲げたもの以外のもの(監査証明不要)

#### 第四部「株式公開情報」

(特別利害関係者等の株式等の移動状況、第三者割当等の概況、株主の状況等)

- 「有価証券届出書」には、「添付書類」として、定款や、発行決議を行った取締役会の議事録の写し等を添付することとされている。

3

## 新規上場時の負担の軽減（有価証券届出書）②

### 検討

- 新規上場時に提出される「有価証券届出書」に記載する財務諸表については、以下の状況がみられる。
- ① 新規上場以外の上場企業が募集・売出しに当たり「有価証券届出書」を提出する場合には、直近の「有価証券報告書」を活用することが認められているところ、当該直近の「有価証券報告書」では、**過去2年間分**の監査済み財務諸表の記載で足りることとされている。  
（注）このほか、設立後5年未満の企業が上場する場合にも、過去の財務諸表が5年間分に満たない形で有価証券届出書を提出することを認めている。
  - ② 新規上場に伴う募集の際に、投資者に交付される「目論見書」には**過去2年間分**の財務諸表のみが記載されている。
  - ③ 新規上場企業に投資する投資者は、当該企業の過去の業績（上場前の業績）ばかりではなく、特に将来性を重視する場合も多いと考えられるが、この点については、平成15年以降、いわゆる「リスク情報」や「経営者による財政状態及び経営成績の分析（MD&A）」の開示の充実が図られ、広く定着していると考えられる。
  - ④ 主要国で過去5年間分の財務諸表の記載を求めている例はない（6頁参照）。
  - ⑤ 今般、米国において、新興成長企業に限定した措置として、**過去2年間分**の財務諸表の記載で足りるとする開示簡素化が図られ、国際的な状況にも変化が生じている。

4

## 新規上場時の負担の軽減（有価証券届出書）③

- 以上を勘案し、「有価証券届出書」に記載する財務諸表については、過去2年間分の財務諸表の記載のみ（監査証明が必要）を求めることとしてはどうか。
- ー もっとも、新規上場企業が自主的に過去5年間分の財務諸表を記載することまで妨げる必要はないことから、こうした場合には、「有価証券届出書」の「添付資料」として提出することを認めることが適当ではないか。

5

## （参考）新規上場時に求められる財務情報の主要国との比較

| 国・地域   | 記載事項                                                                                                                   | 特例等                                                                                           |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 米国     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 過去2事業年度分の監査済み連結貸借対照表</li> <li>・ 過去3事業年度分の監査済み連結損益計算書、連結キャッシュフロー計算書</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ （JOBS法）新興成長企業については、過去2事業年度分の監査済み連結財務諸表を記載</li> </ul> |
| EU     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ （株式）過去3事業年度分の監査済み連結財務諸表</li> <li>・ （債券）過去2事業年度分の監査済み連結財務諸表</li> </ul>         |                                                                                               |
| 香港     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 過去3事業年度分の監査済み連結財務諸表</li> </ul>                                                |                                                                                               |
| シンガポール | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 過去3事業年度分の監査済み連結財務諸表</li> </ul>                                                |                                                                                               |
| 日本     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 過去2事業年度分の監査済み連結財務諸表及び財務諸表</li> <li>・ 過去5事業年度分の財務諸表（上記2事業年度分は記載不要）</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 外国会社については、過去3事業年度分の監査済み連結財務諸表のみの記載も可能</li> </ul>     |

6

## 新規上場後の負担の軽減（内部統制報告書関連）①

### 問題意識

- 上場企業は、各事業年度ごとに「内部統制報告書」の提出が求められており、当該「内部統制報告書」には、公認会計士による監査を受けることが必要となっている。
- 当該義務は、上場企業全てに課されるものであるため、新規上場企業も、上場後各事業年度ごとに、公認会計士による監査を受けた「内部統制報告書」の提出が必要となる。
- 新規上場のコストを低減させる観点から、「内部統制報告書」の提出に係る負担を一定期間軽減することができないか。

7

## (参考) 内部統制報告書

- 「内部統制報告書」は、当該会社の属する企業集団及び当該会社に係る財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するために必要な体制について、経営者が評価し、その結果を記載した報告書。

(注1) 投資者等に適正な財務情報が開示されることを確保することを目的とし、平成20年4月1日以降開始される事業年度より導入された制度。

(注2) 事業年度ごとに提出することが求められ、投資者等に対して開示されている。

○具体的には、

- ・ 内部統制を整備・運用する責任を負う経営者が、
  - ① 財務報告に係る内部統制について、期末時点において全社/業務プロセスレベルで内部統制の有効性に関する評価を行い、
  - ② 当該有効性の評価結果を記載した報告書（「内部統制報告書」）を作成・開示することが求められている。
- ・ 加えて、当該「内部統制報告書」については、公認会計士が
  - ③ 内部統制の有効性の評価結果を適正に表示しているかどうかについて、監査を行うこととされている。

8

## 新規上場後の負担の軽減(内部統制報告書関連)②

### 検 討

- 経営者による内部統制の有効性の評価と「内部統制報告書」の作成・開示については、

- ① 上場会社の場合、企業が作成する財務報告に基づき広く一般に株式等が売買されることを踏まえれば、上場会社である以上、経営者が当該財務報告の適正性を担保するために内部統制の有効性を評価し、その結果を報告することは必要と考えられること
- ② 米国において新興成長企業に対して講じられた緩和策も、内部統制に係る監査の免除のみであり、「内部統制報告書」の提出義務自体は維持されていること

を踏まえると、経営者による内部統制の有効性の評価や「内部統制報告書」の作成・開示を免除することは、必ずしも適当ではないのではないか。

9

### 新規上場後の負担の軽減(内部統制報告書関連)③

---

- 一方で、「内部統制報告書」に係る公認会計士の監査については、
- ① 新規上場企業については、上場時に金融商品取引所から内部管理体制も含めた厳格な上場審査を受けていること、
  - ② 内部統制に係る監査報酬は、一般的に、年間監査報酬額の20%前後を占めていると言われているが、新規上場企業は、既存の上場企業に比して、財務負担能力が相対的に低い場合が多いと考えられること、
  - ③ 今般、最も厳格な内部統制報告制度で知られる米国においても、上場促進のため、新興成長企業を対象に、内部統制に係る監査を免除する措置が講じられたこと、
- を勘案すると、新規上場後一定期間に限り「内部統制報告書」に係る公認会計士の監査を免除することが考えられるのではないか。
- (注) 当該監査を免除しても、企業は財務諸表監査の前提条件の確認のため、公認会計士から内部統制の整備・運用状況の確認を受けることから、一定のチェックはかかるものと考えられる。
- － もっとも、新規上場企業が自主的に「内部統制報告書」に係る公認会計士の監査を受けることまで妨げる必要はないのではないか。

10

### 新規上場後の負担の軽減(内部統制報告書関連)④

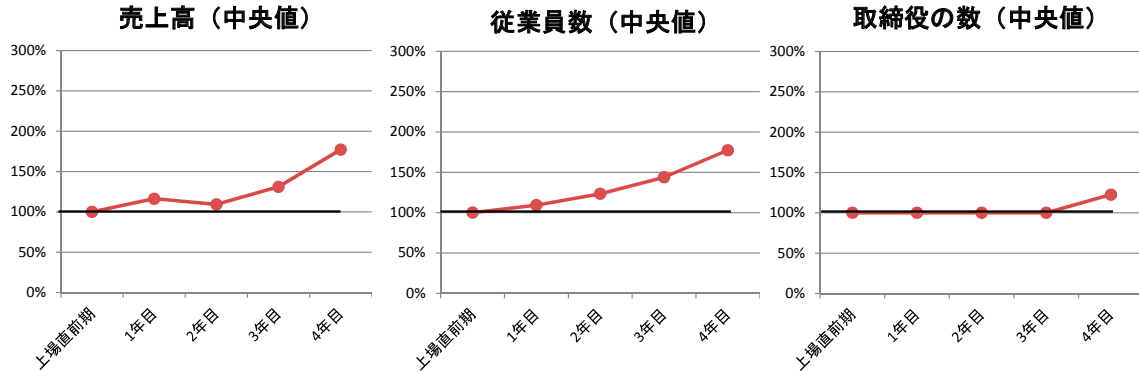
---

- 仮に以上のような負担軽減措置を講じる場合、当該「一定期間」をどの程度とすることが適当か。
- － 新規上場を行った企業について、内部統制環境と関わりが深い売上高、従業員数、役員数を確認したところ（中央値ベース）、上場後3年間は、いずれの指標も上場時からの変化率が50%を下回っており（12頁参照）、この間は、多くの新規上場企業において、企業状態にそれほど大きな変化はないと考えられることから、「3年間」（3回免除）としてはどうか。
- (注) 米国では「5年間」免除とされているが、一方で、免除対象企業が成長し、免除基準（売上高10億ドル未満等）を満たさなくなった場合には、監査義務を復活させる仕組みとなっている。

11



## (参考) 平成20年東証上場企業の売上高等の変化



12

### 新規上場後の負担の軽減(内部統制報告書関連)⑤

○ ただし、新規上場企業であっても、その規模に照らし、市場への影響や社会・経済的影響が大きいと考えられる企業については、内部統制が適切に機能していることを特に厳格にチェックする必要性が高いと考えられることから、こうした企業は対象外とすることが適当ではないか。

一 その場合の基準としては、

- ・ 公認会計士法においては、大規模な会社（大会社等）については、監査人の独立性等を強化し監査人としての責務を厳格に果たす必要があるとの観点から、有価証券報告書提出会社でない会社の監査（会社法監査）であっても、有価証券報告書提出会社の監査（金商法監査）と同様の厳しい規律が求められていること

を勘案すれば、例えば、この「大会社等」の基準（資本金100億円以上又は負債総額1,000億円以上）を適用することが考えられるのではないか。

13

## 新規上場後の負担の軽減(内部統制報告書関連)⑥

---

○ なお、免除期間内に上記の基準を超えることとなった企業については、その翌期から、「内部統制報告書」に係る公認会計士の監査を義務付けることも考えられるが、

- ① 基準値到達が視野に入った新規上場企業が、監査負担を避けるため資本金・負債を抑制するおそれがあり、企業の経済活動を歪める懸念があること（新規・成長企業へのリスクマネー供給のための施策でありながら、こうした企業の増資や資金調達を抑制するインセンティブとなりかねないこと）、
- ② 軽減措置は一定期間（3年間）に限った措置であること（いずれにせよ4年目からは「内部統制報告書」に係る公認会計士の監査が必要となること）、  
を勧告すれば、あえてこうした措置まで講じる必要性は乏しいのではないか。  
（新規上場後3年間は、仮に途中で「大会社等」の基準に該当することになったとしても、「内部統制報告書」に係る公認会計士の監査を免除することとしてはどうか）

コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方

凡例

本「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」においては、以下の略称を用いています。

| 正式名称                 | 略称         |
|----------------------|------------|
| 金融商品取引法              | 金商法        |
| 金融商品取引業等に関する内閣府令     | 金商業等附令     |
| 企業内容等の開示に関する留意事項について | 企業開示ガイドライン |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1   | ●企業開示ガイドライン2-12(取得勧誘又は売付け勧誘等に関する規定)について、有価証券届出書の提出を要しない募集又は売出しについては、今回の2-12の改正によって取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しない行為について新たな義務が課されるものではないという理解で差し支えないか。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | ご理解のとおりです。                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 2   | 2-12は「例えば次に掲げ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」としている。本改正案は、元々「届出前勧誘に該当しない行為の明確化」を主眼としており、募集や売出しの場面を想定されていることは承知しているが、金商法第2条第3項で「取得勧誘」は「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘」、金商法第2条第4項で「売付け勧誘等」は、「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」をいうと定義されており、特に募集や売出しに限定されていないことから、上記「例えば次に掲げ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」という文言は募集及び私売の場合にも妥当な、2-12で列挙されている行為については、募集又は売出しの場合と同様、私募及び私売出しの場合にも取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しない行為と考えられるようにも思われる。2-12冒頭で「例えば」とわざわざ明記していることから、このような解釈の余地があると思うが、このよう理解で正しいか。 | 2-12④から⑥までの規定については、有価証券の募集又は売出しに係る取得勧誘又は売付け勧誘等には募集又は売出しに限定されず、募集や売出しの場面を想定されていること、2-12④から⑥までの規定は、有価証券の私募やいわゆる私売出しを指すものであるため、有価証券の私募やいわゆる私売出しを指す行為については、2-12①から③までの規定に該当しないものと考えられます。もともと、2-12は、取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しない行為の典型例を示すものであるため、有価証券の私募やいわゆる私売出しを行う行為が取得勧誘又は売付け勧誘等に該当するかの判断は、2-12の各規定を参考にして行われることになると考えられます。 |
| 3   | そもそも、2-12の改正は発行登録後の情報発信とは無関係であり、発行登録後に行われる当該登録者に関する情報の発信について、本                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 発行登録後においては、当該発行登録に係る有価証券について勧誘を行うことが可能であるため、本改正により新たな義務が課されることは                                                                                                                                                                                                                                                |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4   | 改正案により新たな義務が課されることではないとの理解でよいか。<br>2-12の勧誘に該当しない例として、第三者割当に加え、プレ・ヒアリングや一定期間前の発行会社の情報発信、通常の製品の広告、アナリストレポート等が盛り込まれたのは、実務を良く踏まえた適正な改正案であり、当該案を作成に関わった方々の実務センスを評価する。                                                                                                                                                                                         | 4-1では有価証券の募集又は売出しに係る情報を不特定多数の者に発信するような行為が対象とされているところ、そのような行為は2-12①の第三者割当を行う場合の調査や2-12②の需要の見込みに関する調査、及び2-12③から⑥までに掲げる行為には該当しないこととなります。                                                                                                                                                                                       |
| 5   | 4-1がそもそも立看板、ラジオといった表現等、携帯メールやネット社会の時代に適合的でないこととなり、この機会又は近い将来に4-1の趣旨の再確認、2-12との関係や規制の表現等について再考することも考えられる。                                                                                                                                                                                                                                                 | 貴重なご意見として承ります。                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 6   | 2-12の技術面について、③、⑤、⑥、⑦は典型的に重複感があり、もう少し整理できないか。                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 貴重なご意見として承ります。                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 7   | 2-12②により、有価証券の募集又は売出しを行うおとす者が、当該募集又は売出しに先立ち、株券等保有割合が5%以上である大株主と当該募集又は売出しについて協議するような場合が、直ちに有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等に該当するとされることとなつたものと理解しているが、この場合、金商業等附令第117条第15号に規定する措置又はこれに準ずる措置を講ずることが必要とされている。金融商品取引業者等に該当しない募集又は売出しを行うおとす者が、当該行為を行うおとす場合、金商業等附令第117条第15号に規定する措置の全てを講ずることは実務上困難であることから、通常、「これに準ずる措置」を講ずることになるものと思われるが、この準ずる措置の内容が不明確である。これを明らかにするため、「準ずる措置」の | 2-12②で規定している事項は、あくまで「募集又は売出しを行うおとす有価証券に対する投資者の需要見込みに関する調査」であり、大株主に対して、募集又は売出しの実施の可否を相談するような行為は、「勧誘」に該当するものと考えられます。<br>また、金商業等附令第117条第15号で規定している事項は、①調査の実施方法の適正性についてダブルチェックすること、②公表前に上場株券等の売買等を行わないこと及び情報を他の者に漏らさない義務を負うことについて、調査対象者の氏名等並びに調査実施日及びその方法を記載した書面を5年間保存することなどが規定されており、これらについて、それぞれ規定に「準ずる措置」を講ずる必要があると考えられますので、修 |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 11  | 2-12②について、証券会社が売出人と引受契約を締結して行う有価証券通知書の提出義務(同時に目論見書の作成義務)を伴う国内上場会社の株式売出し、又は(有価証券通知書の提出義務のない(同時に目論見書の作成義務のない)国内上場会社の株式売出し(いわゆるブロスなし)売出し、発行会社の通時開示のみが行われる。)に際し、金商法等府令第117条第1項第15号に定める手続きに準ずる措置を講じて行うプレ・ヒアリングは、売付け勧誘等に該当しないか、可能と理解してよいか。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | マネージャーは、発行者でも引受証券会社でもなく、発行者と同様、当該有価証券の需要の見込みにつき、強い利害関係を有する者といえる。上記の(国、日本銀行及び適格機関投資家以外)に限るの記載によれば、適格機関投資家のみを対象顧客として需要の見込みを調査する場合は、引受証券会社や発行者自身による調査に限定されないで、ファンドを運用するアセット・マネージャーも必要の見込み調査を行うように思うが、このような理解で正しいか。また、投資者の需要の見込みに関する調査は、第一種金融商品取引業にも第二種金融商品取引業にも当たらないため、適格機関投資家のみを対象顧客として必要の見込みを調査する場合、投資助言・代理業者として登録している金融商品取引業者も、投資者の需要の見込みに関する調査を行うことができると考えられるが、このような理解でよいか。 |
| 12  | 2-12②は、「募集又は売出しを行おうとす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であつて、特定投資家…(国、日本銀行及び適格機関投資家以外の特定投資家については、商品取引業者等が当該募集又は売出しを行おうとする顧客からの委託により又は自己のために当該調査を行う場合に限る)…」を当該調査の対象とする措置又はこれに準ずる措置を講じて行われるもの」と規定している。特定有価証券に当たるとするアセット・マネージャーは、発行者でも引受証券会社でもなく、発行者と同様、当該有価証券の需要の見込みにつき、強い利害関係を有する者といえる。上記の(国、日本銀行及び適格機関投資家以外)に限るの記載によれば、適格機関投資家のみを対象顧客として需要の見込みを調査する場合は、引受証券会社や発行者自身による調査に限定されないで、ファンドを運用するアセット・マネージャーも必要の見込み調査を行うように思うが、このような理解で正しいか。また、投資者の需要の見込みに関する調査は、第一種金融商品取引業にも第二種金融商品取引業にも当たらないため、適格機関投資家のみを対象顧客として必要の見込みを調査する場合、投資助言・代理業者として登録している金融商品取引業者も、投資者の需要の見込みに関する調査を行うことができると考えられるが、このような理解でよいか。 | 調査の対象者の株券等保有割合については、原則として各調査実施時点における直近の大量保有報告書又は変更報告書などにより5%以上であることを確認すれば足り、調査実施後に当該調査実施時点において5%未満であったことが判明したとしても、そのことにより当該調査が取得勧誘又は売付け勧誘等に該当することにはならないと考えられます。ただし、調査の実施者が、当該調査実施の時点で当該対象者の株券等保有割合が5%未満であることを知っているような場合には、当該調査は2-12②の調査に該当せず、取得勧誘又は売付け勧誘等に該当し得るものと考えられます。                                                                                                    |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                                                 |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 8   | 2-12②について、法人関係情報に該当する、(a)証券会社が売出人と引受契約を締結して行う有価証券通知書の提出義務(同時に目論見書の作成義務)を伴う国内上場会社の株式売出し、又は(有価証券通知書の提出義務のない(同時に目論見書の作成義務のない)国内上場会社の株式売出し(いわゆるブロスなし)売出し、発行会社の通時開示のみが行われる。)に際し、金商法等府令第117条第1項第15号に定める手続きに準ずる措置を講じて行うプレ・ヒアリングは、売付け勧誘等に該当しないか、可能と理解してよいか。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | ご理解のとおりです。なお、(b)については、売付け勧誘等により金商法上の開示義務等が生じない場合であれば、いわゆるプレ・ヒアリングの可否が問題となる場面ではないように思われます。                                                                                                                                               |
| 9   | 2-12②について、証券会社が売出人と引受契約を締結して行う有価証券通知書の提出義務(同時に目論見書の作成義務)を伴う国内上場会社の株式売出し、又は(有価証券通知書の提出義務のない(同時に目論見書の作成義務のない)国内上場会社の株式売出し(いわゆるブロスなし)売出し、発行会社の通時開示のみが行われる。)に際し、金商法等府令第117条第1項第15号に定める手続きに準ずる措置を講じて行うプレ・ヒアリングは、売付け勧誘等に該当しないか、可能と理解してよいか。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | ご理解のとおりです。                                                                                                                                                                                                                              |
| 10  | 2-12②は、「募集又は売出しを行おうとす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であつて、特定投資家…(国、日本銀行及び適格機関投資家以外の特定投資家については、商品取引業者等が当該募集又は売出しを行おうとする顧客からの委託により又は自己のために当該調査を行う場合に限る)…」を当該調査の対象とする措置又はこれに準ずる措置を講じて行われるもの」と規定している。特定有価証券に当たるとするアセット・マネージャーは、発行者でも引受証券会社でもなく、発行者と同様、当該有価証券の需要の見込みにつき、強い利害関係を有する者といえる。上記の(国、日本銀行及び適格機関投資家以外)に限るの記載によれば、適格機関投資家のみを対象顧客として需要の見込みを調査する場合は、引受証券会社や発行者自身による調査に限定されないで、ファンドを運用するアセット・マネージャーも必要の見込み調査を行うように思うが、このような理解で正しいか。また、投資者の需要の見込みに関する調査は、第一種金融商品取引業にも第二種金融商品取引業にも当たらないため、適格機関投資家のみを対象顧客として必要の見込みを調査する場合、投資助言・代理業者として登録している金融商品取引業者も、投資者の需要の見込みに関する調査を行うことができると考えられるが、このような理解でよいか。 | 2-12②は、有価証券の募集又は売出しを行おうとする際に実施される需要の見込みに関する調査を対象としているため、原則として、発行者、売出人及び引受証券会社が調査主体になることが想定されています。もっとも、適格機関投資家のみを調査対象とするものであれば、アセット・マネージャー等の第三者による需要の見込みに関する調査であっても、有価証券の募集又は売出しを行おうとするに際し、発行者等から依頼を受けて実施されるものである限り、2-12②に該当するものと考えられます。 |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                        |
|-----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 13  | ライセンス・オフアリングにおける新株予約権の行使価額等に関する調査については、2-12②の調査に該当すると理解してよいか。                                                                                                                                                                                                                                          | 「他の者が再び当該情報の発信が行われることが想定される場合」とは、典型的には、情報の発行者が他の者に当該情報の再発信を依頼するような場合を指し、他の者による再発信が一定程度具体的に想定される場合をいうものと考えられます。                                                                                                 |
| 14  | 売出しにおける2-12②に従い行われる需要調査については、適格機関投資家又は株券等保有割合5%以上の大株主に対するヒアリングは、発行会社又は売出し人が行うことも想定していると理解してよいか。                                                                                                                                                                                                        | ウェブサイトに於ける情報の発信については「他の者によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合」には、通常、募集又は売出しの1月前の応当日以前にウェブサイトにアップロードされたファイルであることが明確となっていれば、当該応当日後に当該ファイルを消去することや、情報の発行者が意図しない転載等が行われた場合に消去を依頼することまでは不要と考えます。                             |
| 15  | 国内新発市場(IPO案件)による募集又は売出し、又は国内上場しない海外上場外国株式等の国内募集又は売出し(いわゆるPOWL案件)のうち法人関係情報に該当しない案件については、金商法等府令第117条第15号に定める手続きに準ずる措置を講じて行うことにより、2-12②で規定する行為に該当すると理解してよいか。                                                                                                                                              | したがって、当該発信をウェブサイトで行う場合は、「当該応当日から有価証券届出書の提出までの間に当該発信が行われることを防止するため合理的な措置」として、当該応当日から有価証券届出書の提出までの間は、当該発信をウェブサイトから削除しなければならぬこととするべきである。                                                                          |
| 16  | 売出しの場合においては、売出しの実施に向けた準備に係る協議を発行会社と行うことが多く、売出しを行おうとす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実施について、売出し人からではなく発行会社から希望が寄せられることも想定される。<br>また、売出しに係る引受契約は、売出し人と引受証券会社のみが当事者となる2者契約ではなく、発行会社を含む3社契約とすることが一般的である。<br>このような場合には、発行会社からの希望に基づいて需要の見込みの調査を行うことが2-12②の「金融商品取引業者等が売出しを行おうとする顧客からの委託により当該調査を行う場合」に該当すると理解してよいか。 | また、当該発信をウェブサイトで行う場合における「当該応当日から有価証券届出書の提出までの間に当該発信が行われることを防止するための合理的な措置」の具体的内容としては、前記のような当該応当日から有価証券届出書の提出までの間に有価証券届出書提出までの間の転載等を禁止する旨付記することとし、これに反して転載等が行われてしまった場合に於ける削除依頼等については、過度の負担となることを避けるため、不要とするべきである。 |
| 17  | 法人関係情報に該当しない募集又は売出しに関する需要の見込みの調査を行う場合において、2-12②の「金商法等府令第117条第1項第15号に規定する措置を講じるためには、同第15号イ(2)の調査対象者に約せざる事項は、当該募集又は売出しが公表されるまでの間、当該募集又は売出しに係る情報を調査対象者以外の者に提供しないこと」としてよいと理解してよいか。                                                                                                                         | 「他の者によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合」とは、典型的には、情報の発行者が他の者に当該情報の再発信を依頼するような場合を指し、他の者による再発信が一定程度具体的に想定される場合をいうものと考えられます。                                                                                              |
| 18  | 2-12③は、「当該発信に係る媒体が継続的に                                                                                                                                                                                                                                                                                 | ウェブサイトに於ける情報の発信については「他の者によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合」には、通常、募集又は売出しの1月前の応当日以前にウェブサイトにアップロードされたファイルであることが明確となっていれば、当該応当日後に当該ファイルを消去することや、情報の発行者が意図しない転載等が行われた場合に消去を依頼することまでは不要                                   |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 金融庁の考え方                                                                                                           |
|-----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 19  | 有価証券届出書の提出日の1月前の応当日以前に会社に關する一定の資料(オフアリングに言及するものではない)を会社のウェブサイトに掲載し、1月前の応当日より後かかる資料をウェブサイトに掲載し続ける場合、当該資料に日付を付すなどして過去の資料であることを明らかにすれば2-12③の「当該応当日から有価証券届出書の提出までの間に当該発信が行われることを防止するための合理的な措置」として足りるという理解でよいか。なお、米国SECルール163Aにおいては、当該資料が適切に日付が付けられるなど過去の資料であることが特定でき、オフアリングにおいて当該資料に言及しない限りにおいて、ウェブサイトに資料を掲載し続けることは可能とされている。 | 「他の者によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合」とは、典型的には、情報の発行者が他の者に当該情報の再発信を依頼するような場合を指し、他の者による再発信が一定程度具体的に想定される場合をいうものと考えられます。 |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 金融庁の考え方                             |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| 23  | 2-12③は新規上場（IPO）に係る有価証券届出書にも適用されると理解してよいか。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | ご理解のとおりです。                          |
| 24  | 2-12③の改正事項は日本のキャピタルマーケットがより魅力的になるように行われるものである。機関投資家、発行者及び引受会社の意見は、リターン募集と海外募集を組み合わせたことが日本では難しいということである。本改正案は限られた問題しか扱っていないように思う。リターン募集と海外募集の制度を抜本改革する必要がある。また、目論見書において想定価格が公表される前の勧誘は大きな問題点である。しかしながら本改正案は上場企業のPOとIPOの場合の違いについて定義していない。この2つのケースは全く異なる。上場企業のPOの場合は、重要な非公開情報が常に問題となる。しかし、IPOの場合は、ほとんど問題とならない。しかし、この改訂においても、また金商法、日本証券業協会ルール、証券会社のコンプライアンスルールにおいても、この2つのケースの区別があまりされていない。海外の慣習では、上場会社の場において、届出前に勧誘できる人数に厳しい制限があり、機関投資家に対するIPOの場合はこのような制限はない。また、IPOにおいて、現在、日本では、届出前勧誘はほとんどできない。日本の上場承認日においては、勧誘なしに想定価格が公表される。香港、シンガポール、ロンドン、ニューヨーク等では、目論見書に想定価格が記載されており、勧誘ができる市場である。法律とルールが明確にならない限り、東京は魅力的な市場にならない。 | 貴重なご意見として承ります。                      |
| 25  | 例えば、発行者による届出の一定期間前の情報発信が行われた後に、金融商品取引業者によって当該発行者が発行する有価証券の募集に係る需要の見込みの調査が行われ、当該需要の見込みの調査に際して発行者によって発信された情報と同じ情報（例えば社名や会社概要等）が金融商品取引業者から調査対象者に提供されることをもって、2-12③の「他の者によって～防止するための合理的な措置を講じて行われるもの」に抵触するものではないと理解してよいか。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 2-12②に該当する調査における情報提供であれば、ご理解のとおりです。 |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 金融庁の考え方                                                                    |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| 20  | 2-12③はインターネット等の電子的媒体による情報の発信も含まれるものと理解している。そのように、インターネット上に情報を掲載する場合には、閲覧者が当該情報又はそのリンクを別のウェブサイトにその他の媒体に再掲載することは一般的に可能であり、発信者もそのような再掲載の可能性を予測可能ではある。一方、そのような自己と無関係の他者による再掲載を防ぐことは不可能であるし、既発信の情報を取り下げさせることはいかなる場合も難しい問題がある。これらに鑑み、一般的な・抽象的な再掲載の可能性を単に認識又は予測しているのみでは、2-12③の「再び当該情報の発信が行われることが想定される場合に」該当するものではなく、取下げその他の特別な措置をとる必要はないという理解でよいか。 | と承ります。                                                                     |
| 21  | 2-12③における「当該有価証券届出書に係る有価証券の発行に関する情報（当該発行者の発行する有価証券の募集又は売出しに係る情報（当該発行者の募集又は売出しに係る情報を除く。））」と2-12⑤における「企業情報」の内容及び属性に差異はないため、2-12⑤における「企業情報」を「当該発行者に関する情報（当該発行者の発行する有価証券の募集又は売出しに係る情報を除く。）」に修正します。なお、2-12③に該当する情報の発信が、同時に2-12④から⑥までのいずれかの行為に該当する場合には、「合理的な措置」を講じなくとも取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しないこととなります。                                                  |                                                                            |
| 22  | 2-12③について、有価証券の発行に関する情報から当該発行者の発行する有価証券の募集又は売出しに係る情報は除外されているが、発行者が上場準備をしていること、証券取引所に上場申請したこと等は直接的に有価証券の募集又は売出しに係る情報ではないため、有価証券届出書の提出日の1月前の応当日以前であれば発信可能という理解でよいか。                                                                                                                                                                           | 単に上場準備をしている旨や上場申請を行った旨などの事実に係る情報の発信であれば、「有価証券の募集又は売出しに係る情報」には該当しないと考えられます。 |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                    | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|     |                                                                                                                                                                            | <p>届出書の提出の予定を知り、他の者との理解でよい場合、例えばマスコミが含まれる場合、合理的措置を講ずることは困難である。また、有価証券届出書の提出の予定を知らない証券会社の場合、当該証券会社によるアナリスト・レポートの発行を差し止めることはできないと見做す。</p> <p>そのため、報道機関が独自の取材により、企業の募集等の予定を報道した場合など、情報の発行者が他の者へ当該情報の再発信を依頼したとは言いえないような場合には、「他の者によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合」には該当しないものと考えられます。</p> <p>また、「合理的な措置」としては、実務上合理的に可能な範囲で、想定可能な再発信を防止するための措置がとられていなければよいものと考えられます。</p> |
| 30  | 2-12③で「有価証券届出書の提出日の1月前の応当日以前において・・・」とあるが、発行登録書の提出の場合も加えていただきたい。                                                                                                            | ご指摘を踏まえ、発行登録書の提出も加えることとします。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 31  | 2-12③について、プレ・ディーラー・リサー等の届出の一定期間前の情報発信において、発行者のプレ・ディーラー・リサー時点の企業価値(時価総額)について言及されている場合であっても、当該発行者の発行する有価証券の募集又は売出しに言及するものでなければ、当該情報発信が有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等に該当するものではないという理解でよいか。 | ご理解のとおりです。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 32  | 2-12③について、有価証券届出書提出前の1月前の応当日以前において行われる情報発信について、当該情報の再度の発信が応当日に行われた場合であっても、取得勧誘又は売付け勧誘に該当しないという理解でよいか。                                                                      | ご指摘を踏まえ、「有価証券届出書の提出日の1月前の応当日以前」に「応当日」当日が含まれることを明確にすべく、「当該応当日の翌日から有価証券届出書の提出までの間に当該情報発信が行われることを防止するための合理的な措置を講じて行われるもの」に修正します。                                                                                                                                                                                                                                |
| 33  | 2-12③から⑦までの規定は、有価証券の募集又は売出しに言及しない情報発信であることを前提としており、その限りにおいて2-12③から⑦までに該当する場合には、取得勧誘又は売付け勧誘等に該当しないとの理解でよいか。                                                                 | ご理解のとおりです。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 34  | 有価証券の募集又は売出しに言及しない情報発信で、かつ届出書提出日の1ヶ月以内に行われても勧誘に該当しないものの典型例が、2-12⑤又は⑦であるとの理解でよいか。                                                                                           | ご理解のとおりです。<br>なお、2-12①、②及び④から⑥までの行為は、届出書の提出日に係わりなく勧誘に該当しない行為とされています。                                                                                                                                                                                                                                                                                         |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 26  | 例えば、以下のような事例は、2-12③の「他の者によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合」に該当しないという理解でよいのか。<br>-機関投資家を対象としたミーティングを開催し、日付を付した資料を配布した場合<br>-機関投資家を対象としない又は配布した資料をミーティング終了後に回収する場合<br>-上記の事例が「他の者」によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合」に該当する場合、参加者に対し、ミーティングに参加することによりその内容(及び配布資料)を他に開示しない旨に同意したとみなす旨を通知すれば、2-12③の「当該応当日から有価証券届出書の提出までの間に当該情報が行われることを防止するための合理的な措置」に該当するか。 | 最終的には事案に応じて個別具体的に判断することとなりますが、一般的には、左記のような事例であれば、当該情報の再発信を依頼する等の特段の事情がない限り「他の者」によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合」には該当しないものと考えられます。<br>なお、仮に「他の者」によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合」に該当するときは、実務上合理的に可能な範囲で、想定可能な再発信を防止するための措置がとられていなければよく、左記のような措置が「合理的な措置」に該当する場合もあるものと考えられます。 |
| 27  | 証券会社が、有価証券届出書の提出日の1月前の応当日以前に、プレ・ディーラー・リサー・ポート(会社)の分析であり、オフアリングには言及しないを国内の投資家に配布する場合、配布方法を限定すれば、2-12③の「他の者」によって再び当該情報の発信が行われることが想定される場合」に該当しないという理解でよいか。<br>仮に該当する場合、転送禁止の旨を明記するなどの措置を講じれば、2-12③の「当該応当日から有価証券届出書の提出までの間に当該情報が行われることを防止するための合理的な措置」に該当するかどうか。                                                                                | ご理解のとおりです。<br>なお、発行者又は売出人が他の者によって当該情報の再発信を依頼した場合などにおいて、有価証券届出書の提出日の1月前の応当日の翌日から、有価証券届出書の提出までの間に、当該他の者により当該情報の再発信が行われたことを当該発行者又は当該売出人が知った場合には、有価証券届出書の提出日を当該再発信の日から1ヶ月後にするなどの対応を行うことが考えられます。                                                                         |
| 28  | 有価証券届出書の提出日の1月前の応当日以前に発行者に関する情報(当該発行者の発行する有価証券の募集又は売出しに係る情報)は含まれないを発信し、2-12③の「当該応当日から有価証券届出書の提出までの間に当該情報が行われることを防止するための合理的な措置」が実態としても講じられているという前提の下であれば、他の者によって再び当該情報の発信が行われたという結果のみをもって有価証券の取得勧誘又は売付け勧誘等に該当するものではないとの理解でよいか。                                                                                                              | 「他の者」には、有価証券届出書提出の予定を知らない者も含まれるものと考えられます。                                                                                                                                                                                                                           |
| 29  | 2-12③の「他の者によって」とは、主幹証券会社等の募集に關与する証券会社等、「有価証券                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                     |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 39  | 2-12⑧の「執筆を担当する者をアナリスト・レポートの対象とする有価証券の取<br>得動議又は売却動議等に関する未公表の情報を、2-12⑧と実質的に同等の状況で行われている限り、有価証券の取得動議又は売却動議等に該当しないものと考えられます。」                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 非上場企業に係るレポートもアナリスト・レポートと<br>している。これらのアナリスト・レポートの配布又は<br>公表についても、通常の業務の過程において行<br>われる限り、有価証券の取得動議又は売却動<br>議等に該当しないとの理解でよい。<br>2-12⑧は、アナリスト・レポートについて「発行<br>者に係るアナリスト・レポート」であり「個別の企業<br>の分析及び評価に関する資料」としているが、い<br>わゆるインダストリー・レポート（同一業界の複数<br>の企業の分析、評価等が記載されたもの）につい<br>ても、2-12⑧のアナリスト・レポートに含まれると<br>いう理解でよい。 |
| 40  | 2-12⑧において、「当該金融商品取引業者等<br>において、執筆を担当する者をアナリスト・レポ<br>ートの対象となる企業の発行する有価証券の取<br>得動議又は売却動議等に関する未公表の情報を<br>の伝達から遮断するための適切な措置を講じてい<br>る場合に限り、当該金融商品取引業者等が定め<br>られている旨が定められている。ここでは情報<br>遮断措置は、投資銀行部門とリサーチ部門との間<br>における情報遮断措置を求めていると思われる<br>が、「売却動議等」は、有価証券の募集又は売<br>出しに限らず、いわゆるセカンダリ・ビジネスにお<br>ける有価証券の動議行為をも広く含む概念でもあ<br>り、文言上、情報遮断措置が必要となる範囲が投<br>資銀行部門との間のみならず、セールス&トレー<br>ディング部門との間にも要求されるようにも読め<br>るおそれがある。そこで、当該文言を、「当該金融<br>商品取引業者等において、執筆を担当する者をア<br>ナリスト・レポートの対象となる企業の発行する有<br>価証券の募集又は売却しに係る取得動議又は売却<br>動議等に関する未公表の情報の伝達から遮断す<br>るための適切な措置を講じている場合に限り」と<br>変更していただきたい。<br>また、かかる変更が行われない場合であっても、<br>上記の「有価証券の取得動議又は売却動議等<br>等に関する未公表の情報は、有価証券の募集<br>又は売却しに係る動議行為に関する未公表の情<br>報を意味している」という理解でよい。 | ご指摘を踏まえ、「当該金融商品取引業者等<br>において、執筆を担当する者をアナリスト・レポ<br>ートの対象となる企業の発行する有価証券の募<br>集又は売却しに係る取得動議又は売却動議等<br>等に関する未公表の情報の伝達から遮断する<br>ための適切な措置を講じている場合に限り」に修<br>正します。                                                                                                                                                |
| 41  | ●企業開示ガイドライン8-3（特に周知性の高い者による届出の効力発生日の取扱い）<br>第三者割当に係る有価証券届出書が、C個別ガイ<br>ドラインIII「株券等発行に係る第三者割当」の記載に<br>関する取扱いガイドラインの審査対象に該当しない                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 8-3は、第三者割当の場合にも適用されま<br>す。ただし、8-2④に該当する第三者割当につ<br>いては、8-3柱書のただし書における当該取                                                                                                                                                                                                                                   |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                          |
|-----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 35  | 2-12⑦の「回答」の方法は、電話、電子メー<br>ル、面談等、その方法は問わないとの理解でよ<br>い。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 回答の方法は問いませんが、当該問合せを<br>行った者に対する回答として合理的な方法であ<br>ることが必要と考えられます。                                                                                                                                                   |
| 36  | 2-12⑧の「執筆を担当する者をアナリスト・レ<br>ポートの対象とする有価証券の取<br>得動議又は売却動議等に関する未公表の情報を<br>の伝達から遮断するための適切な措置を講じてい<br>る」とことは、その配布又は公表が有価証券の取得<br>動議又は売却動議等に該当しないための前提<br>条件であるが、「金融商品取引業者等（当該金融<br>商品取引業者等において、執筆を担当する者をア<br>ナリスト・レポート（個別の企業の分析及び評価に<br>関する資料）であって、多数の者に対する情報の提<br>供を目的とするものをいう。以下⑧において同<br>じ。）の対象となる企業の発行する有価証券の取<br>得動議又は売却動議等に関する未公表の情報を<br>の伝達から遮断するための適切な措置を講じてい<br>る場合に限り。」により通常の業務の過程にお<br>いて行われる上場企業である発行者に係るアナリス<br>ト・レポートの配布又は公表（当該発行者に係るア<br>ナリスト・レポートの配布若しくは公表を開始する<br>場合又はその配布若しくは公表を中断した後、再<br>び開始する場合を除く。）とした方が読みやすい<br>のではないかと。 | 真重なご意見として承ります。                                                                                                                                                                                                   |
| 37  | 2-12⑧について、アナリスト・レポートの配布<br>又は公表のうち、(1)アナリスト・レポートの配布若<br>しくは公表を開始する場合、及び(2)中断後再開<br>する場合が、有価証券の取得動議又は売却動<br>議等に該当しないものから除かれている。これ<br>は、(1)及び(2)はいずれも開始・再開がいつの時<br>点であるかわからず、常に取得動議又は売却<br>動議等に該当すると読めるが、(1)又は(2)<br>の場合であっても取得動議又は売却動議等に<br>該当しない枠組みを設けるべきではないかと。                                                                                                                                                                                                                                                                           | 企業開示ガイドライン改正の趣旨は、有価証<br>券の取得動議又は売却動議等に該当しない<br>行為を明確化することにあります。<br>したがって、有価証券届出書等の提出前の行<br>為が2-12のいずれにも該当しないことをもって<br>動議に該当するということ意味ではなく、そのよう<br>な場合であっても、有価証券の取得動議又は売却<br>動議等に該当しない場合があり得ることを否<br>定するものではありません。 |
| 38  | 2-12⑧は、アナリスト・レポートの対象を「上場<br>企業である発行者」としているが、日本証券業協<br>会「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」<br>では、上場企業に限らず、「個別企業の分析、<br>評価等が記載された資料」としており、過去に社債<br>の募集に係る有価証券届出書を提出し継続開示<br>企業となつての発行者、又は同様に継続開示を<br>行っているいわゆる財務機関債の発行者である                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 左記のような上場企業である発行者以外のア<br>ナリスト・レポートやインダストリー・レポートの配<br>布又は公表は、2-12⑧には該当しないものと<br>考えられます。<br>もっとも、2-12⑧は動議に該当しない典型的<br>なケースを例示して記載したものであり、上記<br>のとおり、2-12のいずれにも該当しない行為で<br>あっても、有価証券の取得動議又は売却動議                      |



| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 金融庁の考え方                                                                                                                             |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|     | <p>場合、8-3の適用対象であるという理解でよい。</p> <p>特に関知性の高い者による届出の効力発生日の取扱いに関する要件を充足する株券の募集又は売出しに際して実施される、引受証券会社によるグリーンシュエーションのための株券の第三者割当の効力発生日についても、8-3の適用要件を充足する株券又は売出しと同様に直ちに効力が発生するという理解でよい。</p>                                                                                                                                            | <p>その場合、適用要件を充足する株券の募集又は売出しについては、①直ちに効力が発生することも可能であり、かつ、②特に周知性の高い者による届出の効力発生日の取扱いを受けず原則通り7日あるいは15日経過後の効力発生とすることも可能である、という理解でよい。</p> |
| 45  | <p>特に関知性の高い者による届出の効力発生日の取扱いに関する8-3の要件を充足する株券の募集又は売出しに際して、ブックビルディングを経て条件決定するプロセスを踏むことも想定される。その場合、当初届出書提出日をX日とすると、X日から実施したブックビルディングを経てX+1日に条件決定に係る訂正届出書の受理が行われると、最短でX+1日即日に効力が発生し、X+1日より届出の効力発生により投資者に有価証券を取得させ又は売り付けることが可能(すなわち募集期間に入る事ができる)という理解でよい。</p>                                                                        | <p>ご理解のとおりです。8-3の要件を満たしていても、届出書記載事項の一部が記載されていない場合には、届出書の効力は発生しません。その場合、金商法第8条第2項が適用されると考えられます。</p>                                  |
| 46  | <p>現行の23の5-1の改正が予定されておらず、23の5-1が8-3を準用していないことから、発行登録の効力発生には8-3が準用されないものと理解している。</p> <p>しかしながら、発行登録を利用する場合であっても、「特に周知性の高い企業」に関する十分な情報提供が行われているという状況は有価証券届出書による届出を行った場合と変わらないものであり、また、近時発行登録を利用した株式の公募案件も出てきていることから、発行登録を利用する「特に周知性の高い企業」が8-3(1)~(3)の要件を満たす場合にも待機期間を撤廃することに合理性があると考ええる。従って、現行の23の5-1について、8-3も準用する内容に改めるべきである。</p> | <p>貴重なご意見として承ります。</p>                                                                                                               |
| 47  | <p>8-3(2)①では、株券の募集・売出しの場合に限って要件を満たすものとされており、振替債や金融商品取引所に上場される新株予約権付社債(CB)については、8-3の対象とはされていない。</p> <p>この点、8-3の対象は「普通株式や投資証券(REIT等)など、仕組みが単純かつ標準的」な有価証券に限ることが想定されていると理解しているが、振替債や(上場株券を目的とする)金融商品取引所に上場される新株予約権付社債について</p>                                                                                                       | <p>貴重なご意見として承ります。</p>                                                                                                               |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 金融庁の考え方                                                                        |
|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 42  | <p>特に関知性の高い者による届出の効力発生日の取扱いに関する要件を充足する株券の募集又は売出しに際して実施される、引受証券会社によるグリーンシュエーションのための株券の第三者割当の効力発生日についても、8-3の適用要件を充足する株券又は売出しと同様に直ちに効力が発生するという理解でよい。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                 | <p>扱いが適当でないと思われる場合」に該当すると考えられるため、当該第三者割当に係る届出につき直ちに効力を発生させることはできないと考えられます。</p> |
| 43  | <p>特に関知性の高い者による届出の効力発生日の取扱いに関する8-3の要件を充足する株券の募集又は売出しに際して、同時に発行される引受証券会社によるグリーンシュエーションのための株券の第三者割当</p> <p>・日証協の「募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」第2条第3項の適用を受け実施される、引受証券会社による引受けが行われる株券の募集又は売出しと並行して行われる株券の第三者割当</p> <p>・日証協の「募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」第2条第3項の運用(同規則第14条にて運用を規定)を受け実施される、海外における引受証券会社による引受けが行われ臨時報告書が提出される株券の募集又は売出しと並行して行われる株券の国内における第三者割当</p> <p>の効力発生日についても、8-3の適用要件を充足する株券の募集又は売出しと同様に直ちに効力が発生するという理解でよい。</p> | <p>ご理解のとおりです。</p>                                                              |
| 44  | <p>特に関知性の高い者による届出の効力発生日の取扱いに関する8-3の要件を充足する株券の募集又は売出しに際して、日証協の「募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」第2条第3項の適用を受け、国内外にて実施される引受証券会社による引受けが行われる株券の募集又は売出しと並行して国内にて行われる新株予約権あるいは新株予約権付社債の第三者割当の効力発生日については、無償割当以外の新株予約権あるいは新株予約権付社債には特に周知性の高い者による届出の効力発生日の取扱いが適用されないため、原則通り7日あるいは15日経過後の効力発生になるという理解でよい。</p>                                                                                                                             | <p>ご理解のとおりです。</p>                                                              |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 52  | も仕組みが単純かつ標準的であることについては、株券や(8-3(2)②に記載されている)ライツ・オフアリングにおける新株予約権と大きく異なる点がないと考える。従って、振替債(投資法人債券を含む。)や金融商品取引所に上場される新株予約権付社債についても8-3(2)①の要件を満たすことが可能となるよう規定を見直すべきである。                                                                                                                                                                                                          | 同日に一般募集に係る有価証券届出書とその他の者に対する割当に係る有価証券届出書が提出される場合、8-3(3)①の計算は個々の届出に基づいて算出するのか、合算して算出するのか、確認したい。                                                                                                                                                             |
| 48  | 8-3(2)は「次のいずれかに係る届出であること」と(中略)①上場株券又は店頭登録株券に該当する株券の募集又は売出しと規定しているが、8-3(1)が規定する3年6月以上前の上場し、1年間の継続開示義務を果たしている上場会社が売出しにおいて提出する書類は「届出」ではなく通知書であるので、上記8-3(2)①の文言から「売出し」を削除すべきではないか。                                                                                                                                                                                            | ご指摘の場合においては、それぞれの有価証券の発行が条件決定の場面等において相互に影響することが考えられるため、8-3の要件を充足する募集又は売出しが単独で実施される場合と比べて、一般的に投資家において投資判断をすることが困難になると考えられます。したがって、8-3(3)①の計算においては、想定されている2つの募集における発行予定数を合算して算出すべきと考えられます。                                                                  |
| 49  | 8-3(3)①及び②では、算定式の分母として「当該募集前の当該株券(発行者が所有するものを除く。)」の総数が基準とされているが、この「総数」にいわゆる潜在株券が含まれるか否かが明確ではなく、規定の趣旨が明らかになるよう文言を見直すべきである。                                                                                                                                                                                                                                                 | 8-3(3)①の「移転」する予定の株券には募集される自己株券が含まれ、売出しを実施する株券は含まれないという理解でよいのか。<br>例えば、<br>A募集による新株式発行+B募集による自己株式処分+C引受人の買取り受けによる売出し+Dオーバークロケットメントによる売出し+Eグリーンシユューアオプションのための第三者割当による新株式発行<br>が行われる場合の算式は次のとおりと理解してよいのか。                                                    |
| 50  | 国内外にて株券の募集又は売出しが行われる場合には、海外における株券の募集又は売出しも含めて8-3(3)の算式を適用するという理解でよいのか。                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | (A+B+E)÷(募集前の募集株券と同種の株券の発行済総数-募集前の募集株券と同種の株券のうち発行者が所有する株券の数)                                                                                                                                                                                              |
| 51  | 特に周知性の高い者による届出の効力発生日の取扱いに関する8-3の要件を充足する株券の募集又は売出しと同時に新株予約権付社債を募集する場合には、新株予約権付社債には特扱いが適用されないため原則通り7日あるいは15日経過後の効力発生日となる一方、株券については直ちに効力発生日となる場合には、新株予約権付社債に係る新株予約権の行使により移転する予定の株券の総数については算式に含める必要はないという理解でよいのか。                                                                                                                                                             | 8-3(3)②の「移転」する予定の株券には新株予約権の行使に際して自己株券の交付が予定されている場合には、自己株券も含むという理解でよいのか。                                                                                                                                                                                   |
| 55  | 8-3(3)において希薄化に関する要件を規定したのは、希薄化による影響の少ない募集又は売出しであれば、待機期間を設けずとも投資家において直前株面等を参考に容易に投資判断が可能であると考えたためです。この点、ご指摘の場合においては、8-3の要件を充足する募集又は売出しと同時に新株予約権付社債が発行されることから、前者の募集又は売出しが単独で実施される場合に比べて、新株予約権の行使状況によっては希薄化の影響が大きくなる可能性があります。したがって、一般的に投資家において投資判断をすることが困難になると考えられます。したがって、新株予約権付社債に係る新株予約権の行使により移転する株券についても、8-3(3)①の算式に含める必要があると考えられます。この点が明確になるよう、原案を修正します。                | 8-3(3)について、待機期間の撤廃の対象となる一定の希薄化率以下の増資について、権利行使後の株式の流通性等を考慮し、ライツ・オフアリングの場合は割当比率を1:0.2以下とするのではなく、1:1以下としていただきたい。<br>株主割当であるライツ・オフアリングについては、必ずしも公募増資等と同じ基準とする必要はなく、また、1:0.2以下という基準を設けることにより、権利行使により端数や単元未満が生じる割当比率でのライツ・オフアリングが一般化されることにつながり、好ましいものではないと考えます。 |
| 54  | 国内外にて株券の募集又は売出しが行われる場合には、海外における株券の募集又は売出しも含めて8-3(3)の算式を適用するという理解でよいのか。                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | ご理解のとおりです。                                                                                                                                                                                                                                                |
| 55  | 特に周知性の高い者による届出の効力発生日の取扱いに関する8-3の要件を規定したのは、希薄化による影響の少ない募集又は売出しであれば、待機期間を設けずとも投資家において直前株面等を参考に容易に投資判断が可能であると考えたためです。この点、ご指摘の場合においては、8-3の要件を充足する募集又は売出しと同時に新株予約権付社債が発行されることから、前者の募集又は売出しが単独で実施される場合に比べて、新株予約権の行使状況によっては希薄化の影響が大きくなる可能性があります。したがって、一般的に投資家において投資判断をすることが困難になると考えられます。したがって、新株予約権付社債に係る新株予約権の行使により移転する株券についても、8-3(3)①の算式に含める必要があると考えられます。この点が明確になるよう、原案を修正します。 | 本改正の適用があるのは時価総額が1,000億円以上の会社であるところ、そのような規模の会社において、割当比率が1:1のライツ・オフアリングを実施した場合、相当多額の資金調達となることから、一般的に、投資家は慎重な投資判断を要するものと考えられます。したがって、原案を維持させていただきます。                                                                                                         |
| 56  | 有価証券届出書の記載事項は、企業情報と証券情報からなるが、本改正案において、「特に周知性の高い者」の要件の1つを、有価証券報告書提出会社としていることから、企業情報(参照情報)についても、好ましいものではないと考えます。                                                                                                                                                                                                                                                            | 貴重なご意見として承ります。                                                                                                                                                                                                                                            |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 48  | 8-3(2)は「次のいずれかに係る届出であること」と(中略)①上場株券又は店頭登録株券に該当する株券の募集又は売出しと規定しているが、8-3(1)が規定する3年6月以上前の上場し、1年間の継続開示義務を果たしている上場会社が売出しにおいて提出する書類は「届出」ではなく通知書であるので、上記8-3(2)①の文言から「売出し」を削除すべきではないか。                                                                                                                                                                                            | ご指摘を踏まえ、原案を修正します。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 49  | 8-3(3)①及び②では、算定式の分母として「当該募集前の当該株券(発行者が所有するものを除く。)」の総数が基準とされているが、この「総数」にいわゆる潜在株券が含まれるか否かが明確ではなく、規定の趣旨が明らかになるよう文言を見直すべきである。                                                                                                                                                                                                                                                 | 8-3(3)①及び②の「当該募集前の当該株券(発行者が所有するものを除く。)」の総数には潜在株券は含まれません。<br>なお、文言の明確性に関するご指摘については、原案の記載でも上記の趣旨は理解が可能であると考えます。                                                                                                                                                                                                                                              |
| 50  | 国内外にて株券の募集又は売出しが行われる場合には、海外における株券の募集又は売出しも含めて8-3(3)の算式を適用するという理解でよいのか。                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | ご理解のとおりです。ご指摘の点が明確になるよう、原案を修正します。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 51  | 特に周知性の高い者による届出の効力発生日の取扱いに関する8-3の要件を規定したのは、希薄化による影響の少ない募集又は売出しであれば、待機期間を設けずとも投資家において直前株面等を参考に容易に投資判断が可能であると考えたためです。この点、ご指摘の場合においては、8-3の要件を充足する募集又は売出しと同時に新株予約権付社債が発行されることから、前者の募集又は売出しが単独で実施される場合に比べて、新株予約権の行使状況によっては希薄化の影響が大きくなる可能性があります。したがって、一般的に投資家において投資判断をすることが困難になると考えられます。したがって、新株予約権付社債に係る新株予約権の行使により移転する株券についても、8-3(3)①の算式に含める必要があると考えられます。この点が明確になるよう、原案を修正します。 | 8-3(3)において希薄化に関する要件を規定したのは、希薄化による影響の少ない募集又は売出しであれば、待機期間を設けずとも投資家において直前株面等を参考に容易に投資判断が可能であると考えたためです。この点、ご指摘の場合においては、8-3の要件を充足する募集又は売出しと同時に新株予約権付社債が発行されることから、前者の募集又は売出しが単独で実施される場合に比べて、新株予約権の行使状況によっては希薄化の影響が大きくなる可能性があります。したがって、一般的に投資家において投資判断をすることが困難になると考えられます。したがって、新株予約権付社債に係る新株予約権の行使により移転する株券についても、8-3(3)①の算式に含める必要があると考えられます。この点が明確になるよう、原案を修正します。 |

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                 | 金融庁の考え方 |
|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|
|     | <p>報)は既知・既公開であり、待機期間が撤廃されても分析や投資判断に重大な影響は出ないと整理できる。一方、証券情報、中でも重要性の高い資金使途は届出書の中で初めて明らかになるため、希薄化20%以下という要件が課されていたとしても、その分析や投資判断には相応の時間を要するケースもあり得る。こうした点を踏まえ、今後、「特に周知性の高い者」以外の発行体も含め、資金使途や資金調達の結果等をより詳細に開示させるような制度面での手当てをご検討していただきたい。</p> |         |

日本取引所金融商品取引法研究 第5号 2016年10月

ISSN 2188-2150

---



株式会社日本取引所グループ

<http://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

---

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。