

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

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 . WKSI 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、よろしくお願ひいたしま
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「WKSI」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 WKSI 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、WKSI 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、WKSI 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が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、WKS1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WKS1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. WKS1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理した日の翌日に、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認められる場合は、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 Wksi 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 Wksi 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 Wksi 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、WKS 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ます。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として、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、よく分からぬ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よらしめられていた基準を参考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には、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められることが、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はず、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、WKS1 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は、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）と言われるものとして、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は、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す（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になります。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、売出入自身や、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、特に調査対象者等に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に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。当然のことあります。

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 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る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、チャイニーズ・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います（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ついて（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當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當である。」

(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當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當であるとされて、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、賠償の責めに任すべき者は、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のが、出来レースのような気もします。

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、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ウンスメント効果はあるのかもしれませんのが、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ないでしょうか。

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、会社自身の過失ということを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と思われます。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、まるで今日を見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もいい、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つたらそもそも当該有価証券を処分しなかつたであろう、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」を考えることもできます。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つていれば、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になります。もっとも、逆粉飾がなかつたら本当はずつ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當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。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、企業のレビューとともに株価も低下するだらうこと、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実例も乏しい」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ひ申し上

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した。

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条の改正に当たるのでは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、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けれども、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けれども、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、それが法律の授権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か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ろうと思うのですけれども、先ほど申し上げましたように、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ら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こと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けれども、レジュメ2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が、これらの要件を眺めていますと、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、証券情報といつても、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した。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るつてるので、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いでも、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。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けれども、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。希薄化が例えれば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いて、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、資金調達の個性とか資金調達の使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ろうと、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、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す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れ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まり気にしなくていい、というよ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、やはり資金調達の使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いうように思いました。それと、もう一点は、先生がおっしゃったように、事前に資金調達の使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つ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つ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 WKSI に係る規制緩和の真のねらい 一増資後空売回避か、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けれども、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と。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ような説明をしてきたと思うのですけれども、今回の WKSI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ですか。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ね。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つたのだろうと思います。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と。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ません。

○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います。

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して（笑）、WG では、同じことが起ころのならば資金調達後に株価が下がるのではないかという発言はしたのですけれども、そ

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くあると思っています。

○行澤 貴重な情報を提供していただきて、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こと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・オファ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こと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。ここでの要件は、形式的には参考方式を基準に決めたということですけれども、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 價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 價格の問題ももちろん問題になってくると思います。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WKS1に係る規制緩和の政策目的とWKS1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はあると思うのですけれども、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つたほうがよかつ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まりますか。

○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、す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ときにも、それが申込み自体になっているようですね。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で、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ります。

○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そこに含めると、やはり途端におかしなことになると思いませんね。

○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か。

○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。それは恐らく裁判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、かけられないでしょうね。難しいでしょうね。

#### 【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つもらったら、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るのであれば、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らないです。

○行澤 私も事務局資料以上のこととはよくわからないのですが、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と。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や当たるという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ね。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、効率性的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ね。

○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らどう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けれども、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にやっていても、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れど、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けどね。

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、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と、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、そうはなっていませんね。

○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 今申し上げましたように、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ということですね。

○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ところですよね。

○行澤 でも、処分者には推定規定を認めないとしました。

#### 【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ぬですね。

○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ね。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なと思うのです。

○行澤　　おっしゃるように、真っ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言っていた。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・運用をしっかりとやつていれば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けれども、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。あのときの議論は、私も不勉強であまり覚えていないのですけれども、それほど悪い立法だとい

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ので、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ません。

#### 【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言っています。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 のほうもそう容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ね。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、会社に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と、その点も難しくて、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ね。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うのです。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までは言い切れないのではないかでしょうか。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つたのですけれども、内部統制報告書は作成しなければならないですね。

○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ばわかるのですが、内部統制報告書は作成しないといけないけれども、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が、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に間違いがあれば、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らないといけない。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ば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、上場のときに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ぬのですけれども。

○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は言えるわけですね。

○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けれども、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で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。

○行澤 そうですね、事務局はそう考えたということです。

#### 【民事責任を過失責任とするとの意義 — 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ない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きには、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ないはずなので、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と。そこまでが会社の責任で、それ以外の考え方さ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は思います。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つた会社法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のではないかと、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從

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ない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うのですね（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、前田太朗「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 例えば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かね。

○行澤 しかし、内部統制システムを稼動させ、従業員教育をきちんとして、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、というとどうでしょうか。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ことは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セ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細かく見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うのですが、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、社内規定等がなくとも、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に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つた場合には、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、抑止的な意味を持ってくるのではないでしょうか。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、取締役に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に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くという方向に働くのではないかでしょうか。つまり、法人自体の過失という考え方の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方に与えるのではないかでしょうか（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つたら、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。