

**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（案）**

平成 25 年 12 月●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たにもかかわらず、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、日米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、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●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。

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。

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」のものとは想定される。

「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る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って参入が容易であり、かつ、発行者にとっ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っ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「クラウドファンディング業務」を専業とする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、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、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

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。

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²のものについては、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ると、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。なお、仲介者に対してインターネットを通じた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

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。

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者が自主規制機関に加入していない場合には、当該業者に対して、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。

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

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。

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、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。

(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⁵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

⁵ 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、公衆縦覧型の開示が求められる。

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⁶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、特例の要件を緩和⁸することが適当である⁹。

4. ベンチャー企業に対する人材面からのサポート

我が国においては、技術やアイデアがあっても、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。しかしながら、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

⁶ 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。

⁷ 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 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。

⁹ 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。

のサポートが不足しているとの指摘に鑑みると、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。

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 CFO（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意見があった。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期待される。

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ると、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¹⁰。

(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

¹⁰ 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。

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¹¹。

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。

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ると考えられる。

¹¹ 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。

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

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状況にある。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、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、株価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が望ましいと考えられる。

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、不確実・不十分な情報に基づく投資判断を投資者が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、速やかに、その旨をセーフ・ハーバー・ルールとして、明確化することが適当である。

- 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、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は、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ないものと考えられる。このため、一定の条件¹²の下で、継続開示書類が提出された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。

¹² 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、投資者が定期的に提出されることが明らかな継続開示書類の提出時期を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、当該期限を徒過した場合には、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。

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円滑化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りすぎ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ていない部分もあるのではないかと指摘がある。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。

(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¹³。

(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」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、

¹³ 他方、当局において、訂正報告書の提出命令等を通じた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。

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¹⁴。

(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

¹⁴ 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。

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等の提出会社は、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、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。

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については、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、法令上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る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、との意見があった。

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が大企業の中に眠っていることから、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意見もあるが、これ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、多くの人々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、持続的な事業化が生まれる基盤には、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分野以外においても、「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を期待する。

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望まれる。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）