

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 ワーキング・グループの目的
- 2 新規・成長企業へのリスクマネー供給策
- 3 新規上場の推進策
- 4 上場企業等の資金調達の円滑化
- 5 その他の検討事項

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議論の動向

弁護士 [吉井 一浩](#) | 弁護士 [早瀬 孝広](#)

平成 25 年 6 月、金融庁の金融審議会は、金融担当大臣からの諮問を受け、新規・成長企業へのリスクマネーの供給、新規上場の推進、上場企業等による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などについて検討する「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」(以下「ワーキング・グループ」という。)を設置した。現在ワーキング・グループでは、クラウド・ファンディングの活用、グリーンシート制度の見直し、新規上場時の企業情報開示の合理化や上場基準の緩和、発行登録制度の見直しなど、様々な規制改革について調査・審議が行われているところである。本ニュースレターでは、これらの規制改革に関するワーキング・グループにおける議論の動向について概説する。

1 ワーキング・グループの目的

平成 25 年 6 月 5 日、金融担当大臣は金融審議会に対し、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との観点から、(1) 新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方、(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ことを諮問した。

また、内閣総理大臣の諮問機関である規制改革会議が定めた規制改革実施計画(平成 25 年 6 月 14 日閣議決定)では、「我が国の閉塞感を打ち破る起爆剤として、企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」ことが重点事項の 1 つとして挙げられ、検討すべき規制改革の具体的内容についても示された。

これらの諮問及び規制改革実施計画を受けてワーキング・グループが設置され、平成 25 年 6 月 26 日を第 1 回として、これまで 6 回の会合が開かれている。ワーキング・グループで検討中ないし検討予定の具体的事項は主として以下のとおりである。

- (1) 新規・成長企業へのリスクマネー供給策
 - ①クラウド・ファンディングの活用
 - ②グリーンシート制度の見直し
- (2) 新規上場の推進策
 - ③新興市場の新規上場時における最低株主数基準等の緩和
 - ④新規上場に伴う事務負担の軽減
- (3) 上場企業等の資金調達の円滑化
 - ⑤上場企業の資金調達に係る期間の短縮
 - ⑥訂正発行登録書の提出義務の見直し
 - ⑦募集・売出しに係る勧誘規制
- (4) その他の検討事項
 - ⑧大量保有報告制度の見直し
 - ⑨流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償責任

2 新規・成長企業へのリスクマネー供給策

(1) クラウド・ファンディングの活用

クラウド・ファンディング(crowd funding)とは、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をいい、新規・成長企業による資金調達手段として、欧米を中心に活用されつつある。米国では、2012年4月に成立した Jumpstart Our Business Startups Act(以下「JOBS法」という。)のもと、募集総額要件(年間100万ドル以下)、各投資者の投資額要件、購入後一定期間の譲渡禁止、一定の要件を満たす仲介者を通じて取引が行われること、発行者の情報提供義務といった規制を遵守する場合には、米国証券取引委員会(SEC)への登録届出書の提出なしに証券を発行できるとされ(JOBS法のうちこの規制については、関連するSECの規則が未策定であり、未だ施行されていない。)、クラウド・ファンディングの活性化が期待されている。ワーキング・グループでも、新規・成長企業へのリスクマネー供給策の主要な柱として、インターネット等を通じた資金調達の枠組みの整備についての検討が行われている。

現存するクラウド・ファンディングの手法としては、主として(a)出資者に対するリターンのない「寄附型」、(b)出資者に対して、開発された製品など金銭以外のリターンが提供される「購入型」、(c)金銭によるリターンを伴う「投資型」の3つの手法がある。現在、日本における取扱いの中心は(a)「寄附型」及び(b)「購入型」であり、(c)「投資型」は限定的である。また、(c)「投資型」のスキームとしては、商法上の匿名組合契約を用いた手法が中心であり、株式投資の形態によるスキームについては実例がない。

現状、日本において株式投資の形態による投資型クラウド・ファンディングを行うにあたっては、ファンディング・ポータル(ウェブサイト)の運営者が第一種金融商品取引業者である必要があること、有価証券届出書(少額募集の場合には有価証券通知書)の提出や目論見書の交付が必要となること、日本証券業協会(以下「日証協」という。)の規則上一般投資家に対する非上場株式の投資勧誘が禁止されていることなど、様々な法規制上の制約がある。ワーキング・グループでは、上記JOBS法上の規制等も参考にしつつ、一定の基準を満たす小規模な資金調達について例外的に上記の法規制を緩和する余地がないか、ファンディング・ポータルに対してどのような規制を課

すべきか、投資者への情報開示をどのように確保するか等について検討が行われており、今後の議論が注目される点である。

(2) グリーンシート制度の見直し

グリーンシート制度とは、証券会社による非上場会社の株式等の公平・円滑な売買を推進するために、日証協が平成9年7月から開始した制度である。しかし、グリーンシート銘柄の数は平成16年末の96銘柄をピークに減少の一途を辿り、平成25年3月末時点では37銘柄に留まっており、十分に活用されているとは言い難い状況である。その要因として、ワーキング・グループでは、東京証券取引所マザーズ、名古屋証券取引所セントレックスといった各新興市場の創設やかかる新興市場における上場基準の引下げ(マザーズにおける流動性基準の改正、セントレックスにおける成長性基準の緩和等)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たことや、グリーンシート銘柄の発行者に対しても情報開示義務やインサイダー取引規制など上場企業と大差ない負担が課せられていることが指摘されている。

上記の点を踏まえ、ワーキング・グループでは、新規・成長企業や地域に根ざした企業を念頭に、株式の流通範囲に制限を課し、これらの企業をよく知る限られた範囲の投資家の間で株式が流通することを前提に、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その他の不公正取引規制の面で発行者の負担を軽減する枠組みについて検討が行われている。

3 新規上場の推進策

(1) 新興市場の新規上場時における最低株主数基準等の緩和

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引下げが検討されている。例えば、最低株主数基準等の流動性基準については、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ることから、円滑な取引に支障が生じない範囲で柔軟に基準を見直すことが検討されている。

(2) 新規上場に伴う事務負担の軽減

現行の金融商品取引法のもと、新規上場を行おうとする企業には、有価証券届出書において直近5事業年度分の財務諸表の掲載が求められ、直近2事業年度分については公認会計士等の監査証明が必要となる。また、上場後も、有価証券報告書、四半期報告書、臨時報告書等の提出義務のほか、事業年度ごとに公認会計士等の監査証明を受けた内部統制報告書の提出を求められる。

JOBs法では、新規上場時における有価証券届出書の財務諸表掲載年数の短縮や、新興成長企業における内部統制報告に関する監査の免除等について定めている。これを参考に、ワーキング・グループでは、新規上場に伴う事務負担の軽減の観点から、新規上場時の有価証券届出書において掲載が求められる財務諸表の年数の短縮や、内部統制報告書の提出に係る負担を一定期間内は軽減することなど、企業情報開示の合理化のための施策について検討されている。

4 上場企業等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

現行の金融商品取引法上、企業が募集により有価証券を発行して資金調達を行おうとする場合には、あらかじめ有価証券届出書を提出する必要があるが、参照方式を利用することができる企業

の場合であっても、有価証券届出書を提出した日から 7 日間が経過する日までは、投資家に有価証券を取得させることができない。また、発行登録制度を用いる場合であっても、発行登録書には、あらかじめ、発行登録の対象とした有価証券の種類、発行予定額等を記載することが必要となる。

これに対して、上場企業の資金調達を円滑化する観点から、一定の周知性の高い企業については、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がないかという議論や、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という議論がある。米国の 1933 年証券法では、発行会社が所定の Well-Known Seasoned Issuer(いわゆる WKSII)の要件を充足する場合、届出前の勧誘規制の不適用、発行登録制度における登録届出書の効力の即時発生、発行登録書提出の際の記載の簡略化、発行登録により募集する有価証券の種類的事後的な追加などが認められており、日本でも投資家に周知されている上場企業について同様の簡略な取扱いができないか、検討の対象とされている。しかしながら、これについては、事前勧誘禁止の原則の例外を認めることの適否や、発行登録書において有価証券の種類や発行予定金額の記載まで不要とすることが情報開示の観点から十分と言えるかなど、制度の導入に向けた要検討事項は多く、今後の議論の見通しは明らかではない。

(2) 訂正発行登録書の提出義務の見直し

平成 25 年 10 月 15 日に開催されたワーキング・グループでは、発行登録制度を利用した資金調達の円滑化の観点から、訂正発行登録書の提出義務の見直しが議題となった。現行の金融商品取引法上、発行登録制度を利用する発行体は、継続開示書類の提出の度に訂正発行登録書の提出が求められているが、提出期限が法令で明確に規定されている有価証券報告書、半期報告書又は四半期報告書については、あらかじめ法定提出期限を発行登録書に記載することにより、訂正発行登録書の提出義務を免除することについて検討されている。

(3) 募集・売出しに係る勧誘規制

現行の金融商品取引法上、有価証券の募集又は売出しに係る勧誘行為は、当該有価証券の発行者が有価証券届出書を提出する前には行うことができない。しかし、ここでいう勧誘行為の範囲は現行法上明らかではなく、米国の 1933 年証券法が定めるようなセーフハーバールールも存在しないため、有価証券の募集又は売出しを検討している企業や証券会社が行う投資家への接触や情報発信が、届出前の事前勧誘に該当するか否かについて、線引きが難しいとの指摘が従来からあった。また、有価証券届出書の提出前における市場の動向調査(プレ・マーケティング)についても、明確なルールを定め、一定の範囲で認められるようにしてほしいとの指摘もあった。

これらの指摘を踏まえ、ワーキング・グループでは、募集・売出しに係る勧誘規制のあり方について、米国 1933 年証券法等諸外国における規制の状況を踏まえつつ、検討がなされる予定である。

5 その他の検討事項

(1) 大量保有報告制度の見直し

現行の金融商品取引法では、金融商品取引所に上場されている株券等の保有割合が 100 分の 5 を超える者(大量保有者)は、大量保有者となった日から 5 営業日以内に大量保有報告書を提出することが要求され、大量保有者となった日の後に株券等の保有割合が 100 分の 1 以上増減した場合その他の重要な事項の変更があった場合には、その日から 5 営業日以内に大量保有報告書に係る変更報告書を提出することが求められる。

しかし、現行の大量保有報告制度については、他の開示制度で報告が求められている自己株式の取得・処分まで大量保有報告義務の対象に含まれている点、提出者が個人である場合において詳細な個人情報の記載が求められている点、短期間に大量の株券等を譲渡した場合において売却先全てについて名称や対価等の情報を変更報告書に記載することが求められている点など、過剰な規制であるという指摘がある。これを受けてワーキング・グループでは、大量保有報告制度における提出者の負担軽減を図る方策について検討を行うことが予定されている。

(2) 流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償責任

現行の金融商品取引法では、有価証券報告書、四半期報告書などの公衆の縦覧に供されている継続開示書類のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、当該書類の提出者は、当該書類が公衆の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、記載が虚偽であり、又は欠けていることにより生じた損害を賠償する責めに任ずるものとされている。かかる提出者の損害賠償責任は、無過失責任とされている。

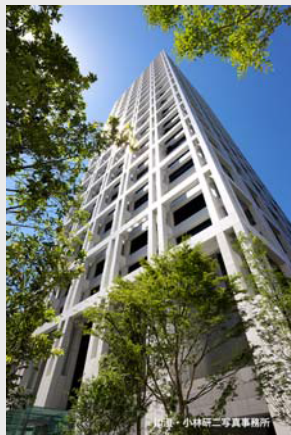
しかし、この点については、新興・成長企業等が新規上場を躊躇することがないように、提出者の損害賠償責任を一律に無過失責任とすることの適切性について、ワーキング・グループで検討される予定である。

本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の吉井一浩(kazuhiro.yoshii@amt-law.com)又は早瀬孝広(takahiro.hayase@amt-law.com)までご遠慮なくご連絡下さいませよう、お願いいたします。

Capital Markets Legal Update
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩

本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.comまでご連絡下さいませようお願い申し上げます。

本ニュースレターのバックナンバーは、
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html>
にてご覧いただけます。



CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒107-0051
東京都港区元赤坂一丁目2番7号
赤坂Kタワー

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

URL: <http://www.amt-law.com/>