

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 新規・成長企業へのリスクマネーの供給促進策
- 2 新規上場の推進策
- 3 上場企業等の資金調達の円滑化
- 4 その他の提言事項
- 5 施行時期

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(2)～報告書の公表を受けて～

弁護士 [吉井 一浩](#) | 弁護士 [白川 もえぎ](#)

金融庁の金融審議会の「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」(以下「ワーキング・グループ」という。)は、金融担当大臣からの諮問を受け、平成 25 年 6 月以降 11 回にわたり、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等について調査・審議を行い、昨年 12 月 25 日、報告書(以下「報告書」という。)を公表した。昨年 10 月の当事務所のニュースレターでは、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等を中心にワーキング・グループにおける議論の動向について概説したが、本稿では、ワーキング・グループにおける議論の総括として公表された報告書の提言を紹介する。

1 新規・成長企業へのリスクマネーの供給促進策

(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: 新規・成長企業と投資家をインターネットサイト経由で結び付け、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組み)のうち、出資者に対する金銭によるリターンを伴う「投資型」の日本での取り扱いはまだ低位にとどまるが、報告書ではこれを取り扱うための制度の整備が以下のとおり提言されている。

(a) 仲介者の参入要件の緩和

現状、日本において投資型クラウド・ファンディングを行うにあたっては、ファンディング・ポータルと呼ばれるウェブサイトの運営者(仲介者)は、ファンディングの形態に応じて、株式投資型であれば第一種金融商品取引業の登録、ファンド投資型であれば第二種金融商品取引業の登録が必要であり、かかる要件は、仲介者にとって相当の参入障壁となっている。リスクマネーの供給促進という観点からは、仲介者にとってできるだけ参入が容易な制度とすることが重要であることから、非上場株式及びファンド持分の募集・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のもののみを行う者を、それぞれ「特例第一種金融商品取引業者」及び「特例第二種金融商品取引

業者」と位置付けて、登録時の財産規制等を緩和する。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 万円以下が例示されている。

なお、日本証券業協会(以下「日証協」という。)の現行の規則上、会員である金融商品取引業者が一般投資家に対して非上場株式の投資勧誘を行うことは原則として禁止されているが、上記の措置を講じる際には、その範囲で行われる非上場株式の募集・私募の取扱いを第一種金融商品取引業者及び特例第一種金融商品取引業者が行えるように、禁止措置を併せて緩和する。

(b) 投資家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、詐欺的な行為に悪用されることのないよう、一定の措置を講じる必要があることは言うまでもない。報告書では、仲介者に、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こと、並びにインターネットを通じて発行者情報が有効に提供される場合、仲介者の負担軽減と情報の重複排除の観点から、仲介者から投資家に対して交付される契約締結前交付書面について簡素化を図ることが提言されている。

(2) グリーンシート制度の見直し

グリーンシート制度については、近年利用する企業が減少し売買も大幅に低迷している状況にあるが、地域に根ざした企業等の非上場株式による資金調達のニーズ、並びにかかる資金調達を支える取引ニーズ及び換金ニーズは存在するとされている。そこで、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及びインサイダー取引規制の面で発行者の負担を軽減する新たな非上場株式の取引制度を、日証協の自主規制規則に基づく制度として新たに創設することが提言されている。その骨子は以下のとおりである。

(a) 流通性の制限

非上場株式について第一種金融商品取引業者が投資勧誘を行える対象者の範囲は、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。「投資グループ」のメンバーとして想定されるのは、当該非上場企業の役職員及びその親族のほか、株主や継続的な取引先、さらには当該非上場企業から財・サービスの提供を受けている者等である。

(b) インサイダー取引規制の不適用及び発行者の開示義務

現行のグリーンシート制度は、対象となる非上場株式のある程度の流通性を勘案して、インサイダー取引規制と発行者の開示義務を一定限度で適用しているため、発行者の負担になっている側面がある。これに対して、新たな非上場株式の取引制度は、一般の投資家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。また、発行者の開示義務についても、現行のグリーンシート制度ほどの開示義務を課す必要はなく、開示の程度については今後日証協において検討される。

(3) 上記以外にも、報告書では、ベンチャー企業支援を巡って、ベンチャー・キャピタルの果たすべき役割、現状日本では IPO に偏っているとされるエグジット戦略の多様化等についても、議論の進展が期待されている。

2 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た。報告書では以下の 2 点が提言されている。

(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推進していく観点から、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方針が示された。特に、最低株主数基準については、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より低い水準に下げの余地があると指摘された。上場基準は金融商品取引所が設定するものであることから、今後、各金融商品取引所において具体的な検討がされることになろう。

(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。

報告書では、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を 2 事業年度分とすることが提言された。これは、①目論見書に掲載されるのは直近 2 事業年度分の財務諸表のみであること、②新規上場企業への投資に際しては投資家が将来情報を重視する場合も多いと想定されるところ、有価証券届出書において将来情報の開示の充実も図られてきたこと、③米国の JOBS 法では新規上場時における登録届出書の財務諸表掲載年数の短縮について定めている等、新規上場企業の開示をめぐる国際的状況にも変化が生じていること等を踏まえてのものである。

さらに、内部統制報告書の提出についても、新規上場企業の負担を踏まえて、軽減の余地がないかが検討された。この点、新規上場企業は、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内部管理体制をチェックしていること、また、米国の JOBS 法でも新興成長企業における内部統制報告に関する監査を一定期間内は免除する措置が取られたこと等に照らして、例えば上場後の 3 年間について内部統制報告書に係る監査報告義務を免除することが適当であるとされた。

3 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

近年、上場企業が公募増資を行う際に、当初の想定以上に株価が下落することがあると言われるが、報告書は、その要因の一つの可能性として、日本において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家との間の相互理解が深まっていないのではないかと指摘している。

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り、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最短 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。

これに対して、近年のインターネットの発達等による情報化の進展、有価証券報告書の記載の充実や四半期報告書の導入等のもとでは、投資家が上場企業に関する充実した情報を容易かつ迅速に入手できることから、「特に周知性の高い企業」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、(短縮ではなく)撤廃しても大きな問題は生じないと考えられた。もっとも、有価証券届出書の証券情報については、有価証券届出書が提出されて初めて内容の検討が可能となるものであることから、対象有価証券への投資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提言された。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 REIT 等、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%以下である場合等、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された。

(2) 届出前勧誘に該当しない行為の明確化

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、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・ヒアリング)についても、現状では、勧誘に該当する側面が否定できないことから国内では日証協の規則により実施できないこととされているが、明確なルールを定めた上で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・グループにおいて、募集・売出しに係る勧誘規制のあり方について、米国の 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、報告書においては、いくつかの類型が届出前勧誘に該当しないことを明確化することが提言されている。

- (a) 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(プレ・ヒアリング)
- (b) 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。)
- (c) 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
- (d) 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
- (e) 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
- (f) 記者、アナリスト、投資家等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
- (g) 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

これらの見直しを実施された場合には、従前より特に実務上の必要性が高かったライツオフアリングの実現の是非を判断するために事前に大株主によるライツの行使意向を調査することも、上記(a)の類型として可能になると考えられる。また、公募増資を検討する企業は、今後の成長戦略として中期経営計画をあらかじめ策定することが多いところ、公募増資で取得する資金をもって成長戦略の原資とする場合には中期経営計画を公表することが募集の事前勧誘に該当するのではないかという不安ゆえに公表内容に制約が生じることもあったが、今後は上記(b)や(d)の類型として中期経営計画を公表することで、その不安を払拭できるようになることが期待される。

(3) 訂正発行登録書の提出義務の見直し

現行の金融商品取引法上、発行登録制度を利用する発行者は、有価証券報告書その他の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、報告書では、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が提言されている。

4 その他の提言事項

(1) 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、四半期報告書等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おり、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。

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、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場合に法定されるものである。金融商品取引法では、有価証券報告書等の虚偽記載等に係る提出者の損害賠償責任を無過失責任とすることで違法行為の抑止と証券市場の公正性・透明性の向上を図っていると考えられている。もっとも、近年は課徴金の整備や内部統制体制構築の定着等によって違法行為の抑止効果は既に強化されていることから、無過失責任とするべき政策上の必要性は低下していると指摘され、また、英米等の主要国でも流通市場における提出者の損害賠償責任は過失責任とされていることをも参考にして、流通市場における虚偽記載等に係る提出者の損害賠償責任については、不法行為の原則に立ち戻って過失責任とすることが提言された。ただし、投資家の負担が過大にならないように、役員等の損害賠償責任に係る立証責任と同様に、提出者側が自己の無過失の立証責任を負うべきとされている。なお、「無過失」とは提出者の役員等に過失がないことを指すのか、従業員を含めた提出者の構成員全体に過失がないことを指すのかについては、あえて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された。

上記の議論は、流通市場における提出者の損害賠償責任についてのものであり、同じく無過失責任とされている発行市場における(すなわち有価証券届出書の虚偽記載等に係る)提出者の損害賠償責任については、特段の議論はされていない。これは、発行市場においては、投資家から提出者に対して払込みが行われるため、たとえ提出者に過失がなかったとしても、虚偽記載の結果、提出者に対して過大に払い込まれた利得部分を損害賠償という形で返還させ、実質的な原状回復を図るのが公平と考えられる側面があることが考慮されたことによると考えられる。

上記のほか、流通市場において提出者が負担する損害賠償責任に係る請求権者を、有価証券を取得した投資家のみならず有価証券を処分した投資家に拡大することも提言されている。

(2) 大量保有報告制度の見直し

報告書では、現行の大量保有報告制度について、提出者の負担軽減を図るいくつかの見直しが提言されている。その主なものとしては、①自己株式の取得・処分を大量保有報告義務の対象から除外すること、②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を公衆縦覧の対象から除外すること、③短期大量譲渡に該当する場合の報告書において開示される売却先、対価等の情報は譲渡による減少についてのものに限るものとし、1%未満等僅少な譲渡については日付ごとの一括記載で足りるとすること、④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に、当初の大量保有報告書や変更報告書の提出日に新たな提出事由についての変更報告書も同時に提出しなければならないという、いわゆる「同時提出義務」を廃止すること、等が挙げられる。

5 施行時期

報告書で提言された見直しについては、平成 26 年の通常国会に金融商品取引法改正案として提出され、平成 27 年度中に施行される見込みである。ただし、届出前勧誘に該当しない行為の明確化については企業内容等の開示に関する留意事項(企業内容等開示ガイドライン)の改正で足りることから、それ以外の箇所先立って早い時期での施行が見込まれている。

□ 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)又は白川もえぎ(moegi.shirakawa@amt-law.com)までご遠慮なくご連絡下さいますよう、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、福田直邦

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す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/>