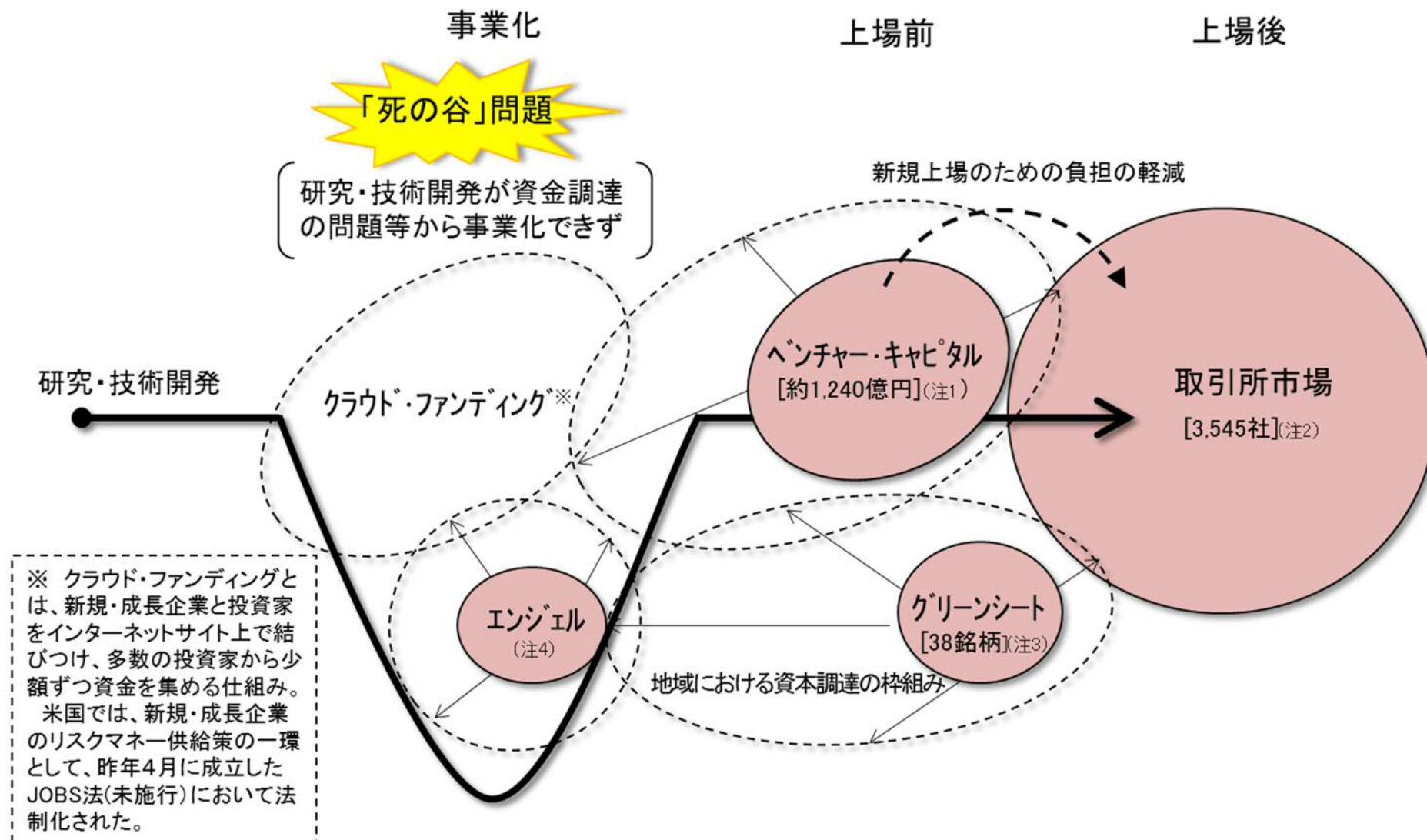


事務局説明資料

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



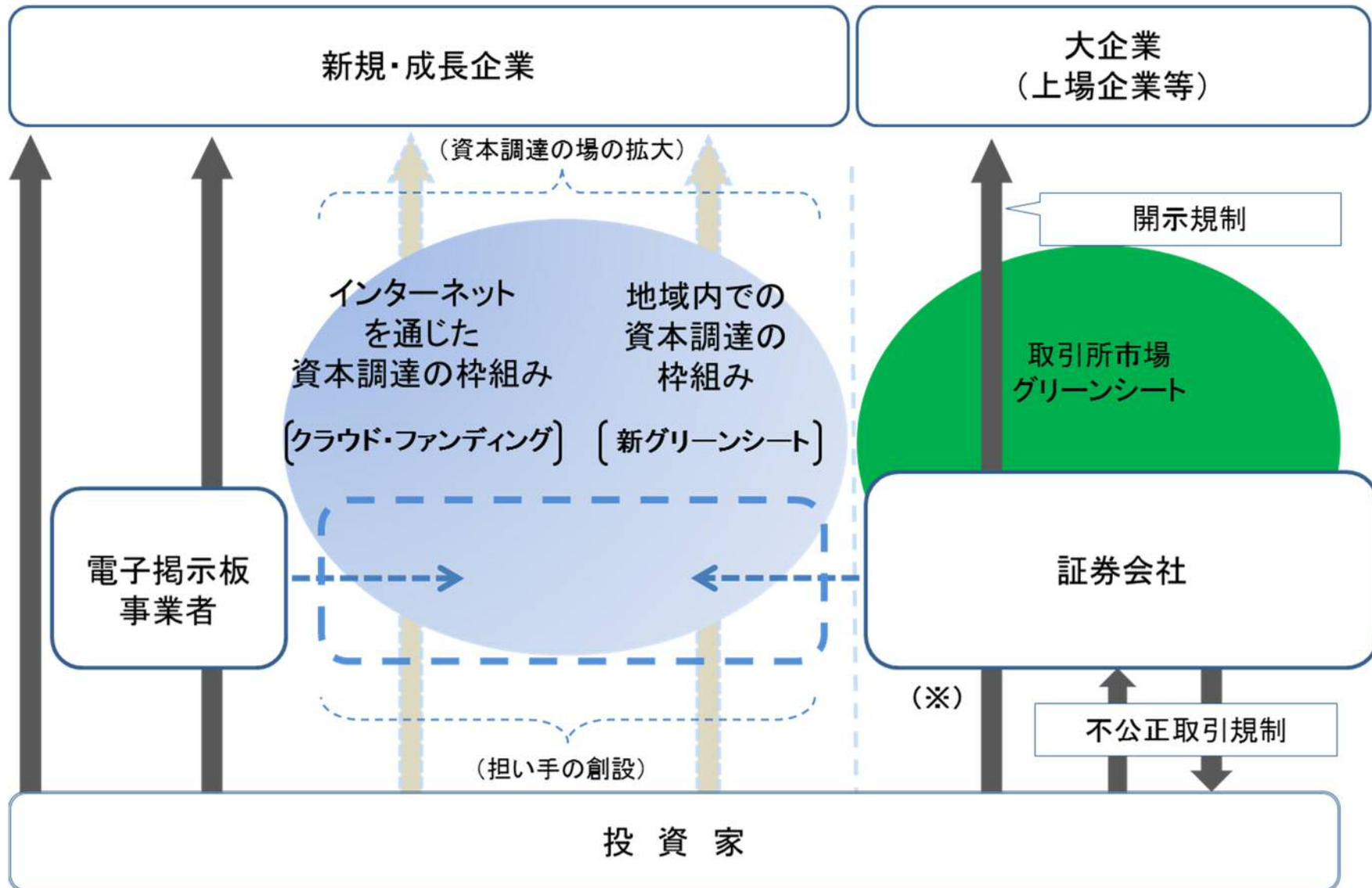
(注1)ベンチャー・キャピタル年間投融資額(2012年度)。米国は約2.3兆円(2011年)。

(注2)全国上場会社数(2012年末)。米国はNYSE(US)2,339社、NASDAQ2,577社(2012年末)。

(注3)グリーンシート銘柄数(2012年末)。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)。

(注4)エンジェル税制を利用した個人投資家の投資額は、約9.9億円(2011年度)。なお、米国におけるエンジェルの年間投資額は、1.5兆円程度といわれている。

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。

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。

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。

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。

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に、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

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。

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

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

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。

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：運営業者を介して、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。

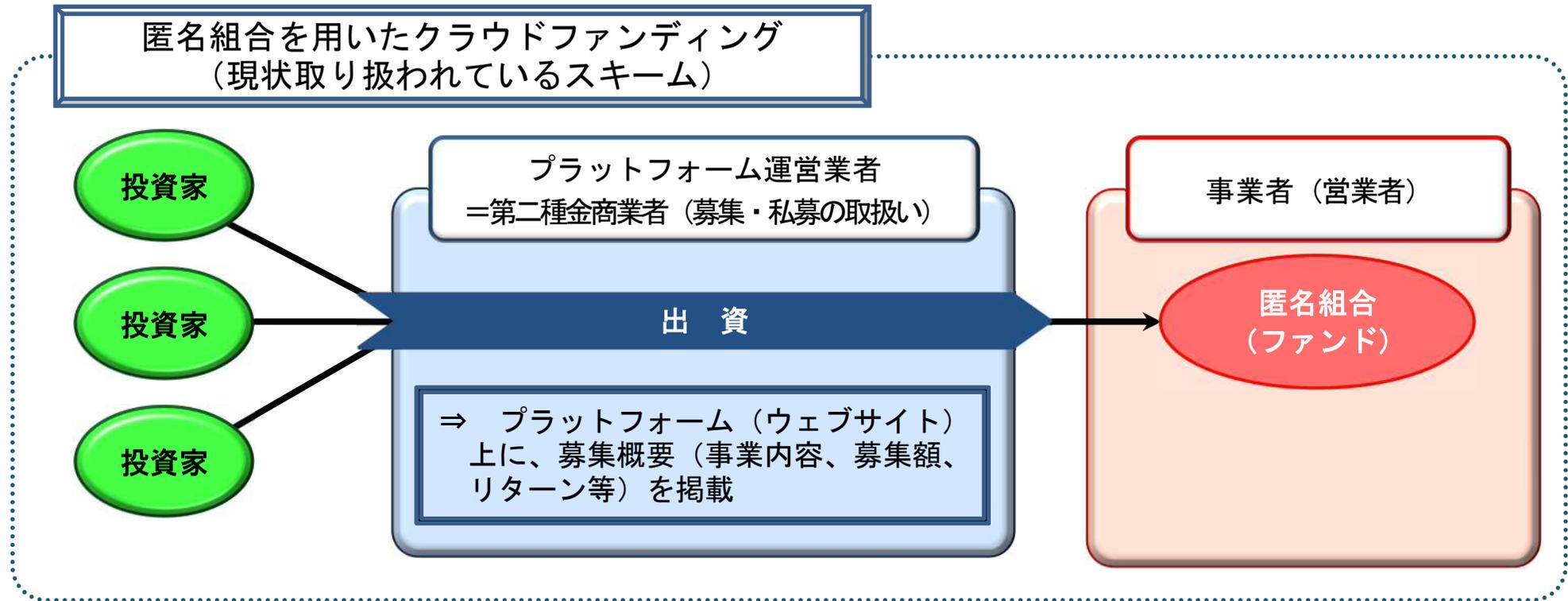
日本におけるクラウドファンディングの概況

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。

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)。

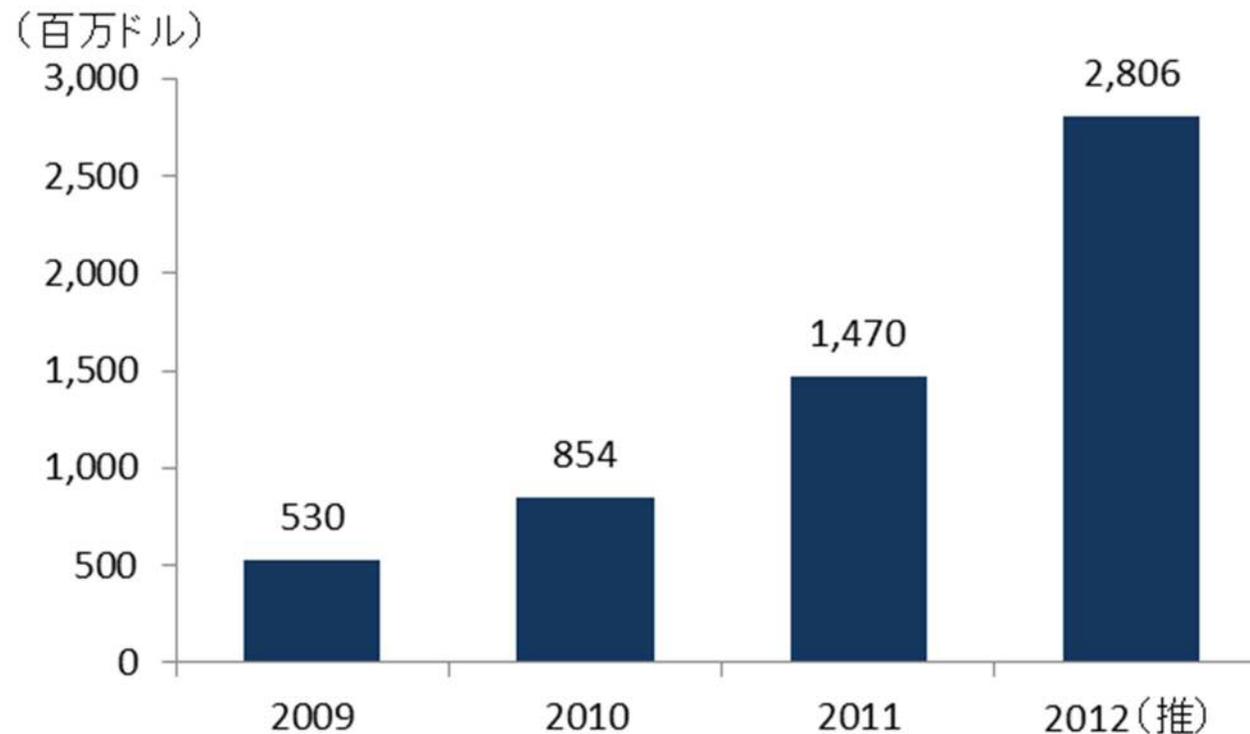
※ 株式募集の総額が1億円以上の場合には、事業者において、原則として**有価証券届出書**(公衆縦覧)の提出が必要(金商法4条、5条)。(募集総額が1億円未満の場合でも、1千万円を超える募集に際しては、財務局への**有価証券通知書**の提出が必要(金商法4条6項)。)

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)

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係る SEC 規則は策定されておらず、未施行。

(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)

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などが指摘されている。
- 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伝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。

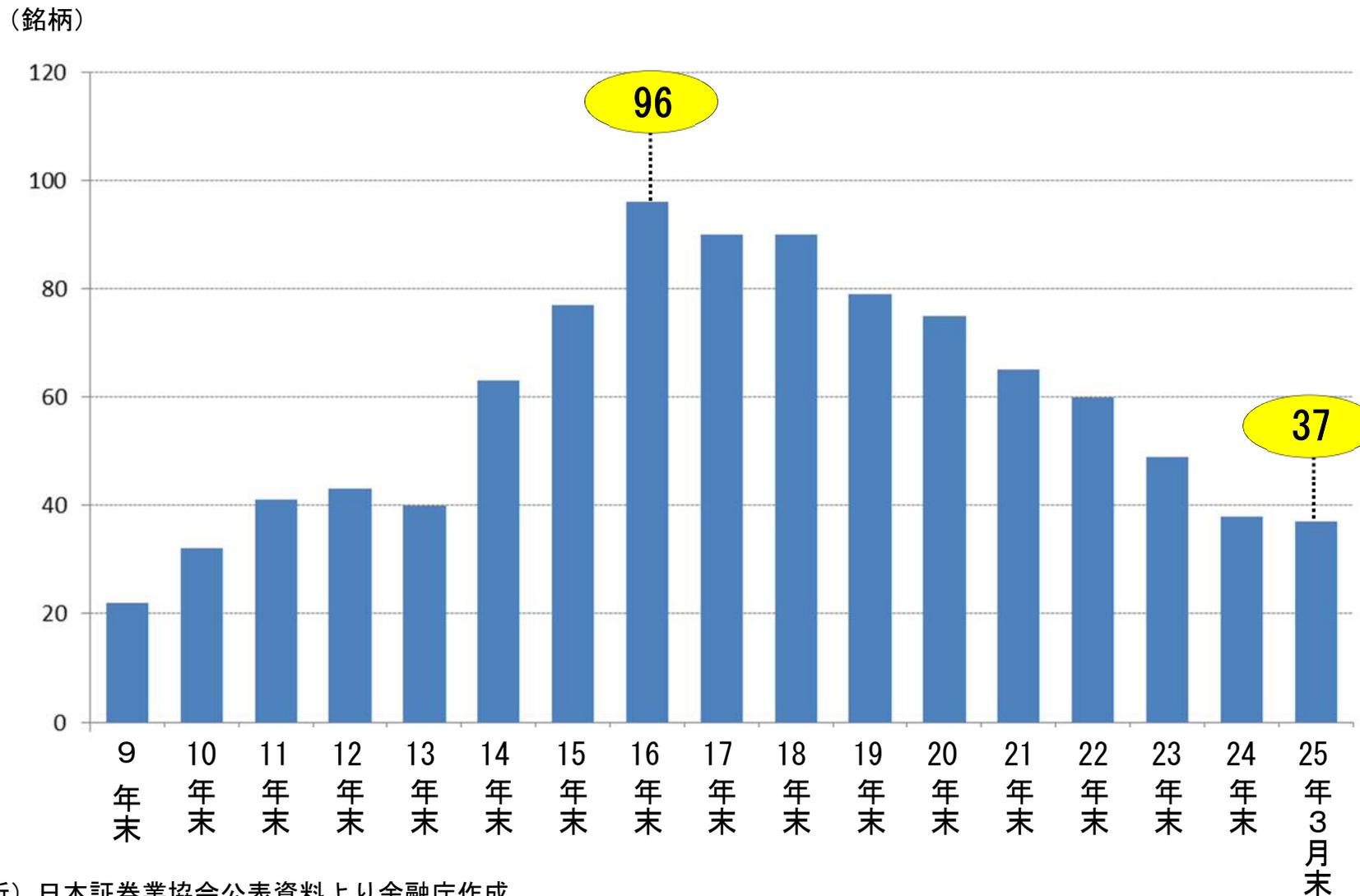
グリーンシート銘柄制度とは

- 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)

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。

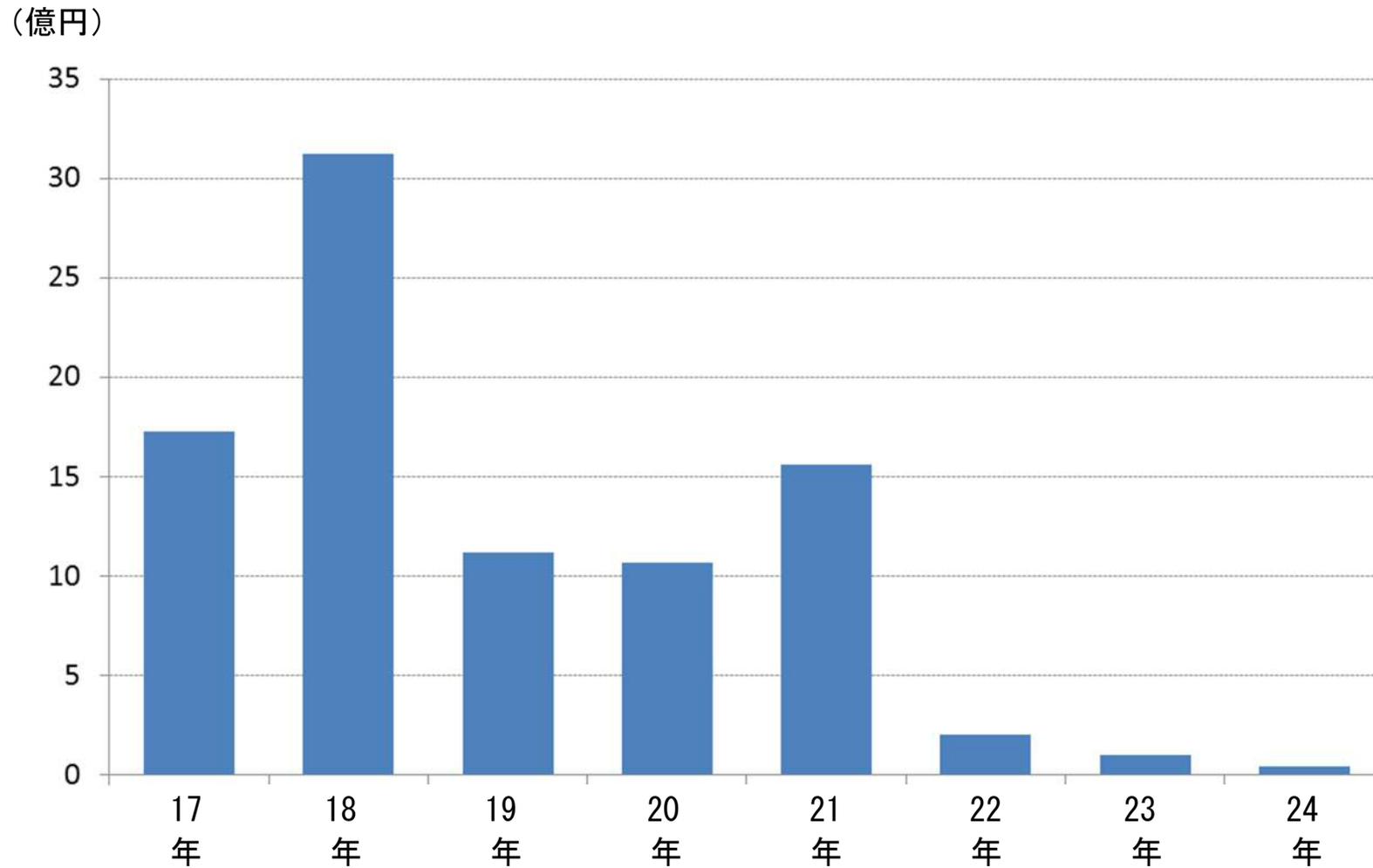


(出所) 日本証券業協会公表資料より金融庁作成

※ 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)

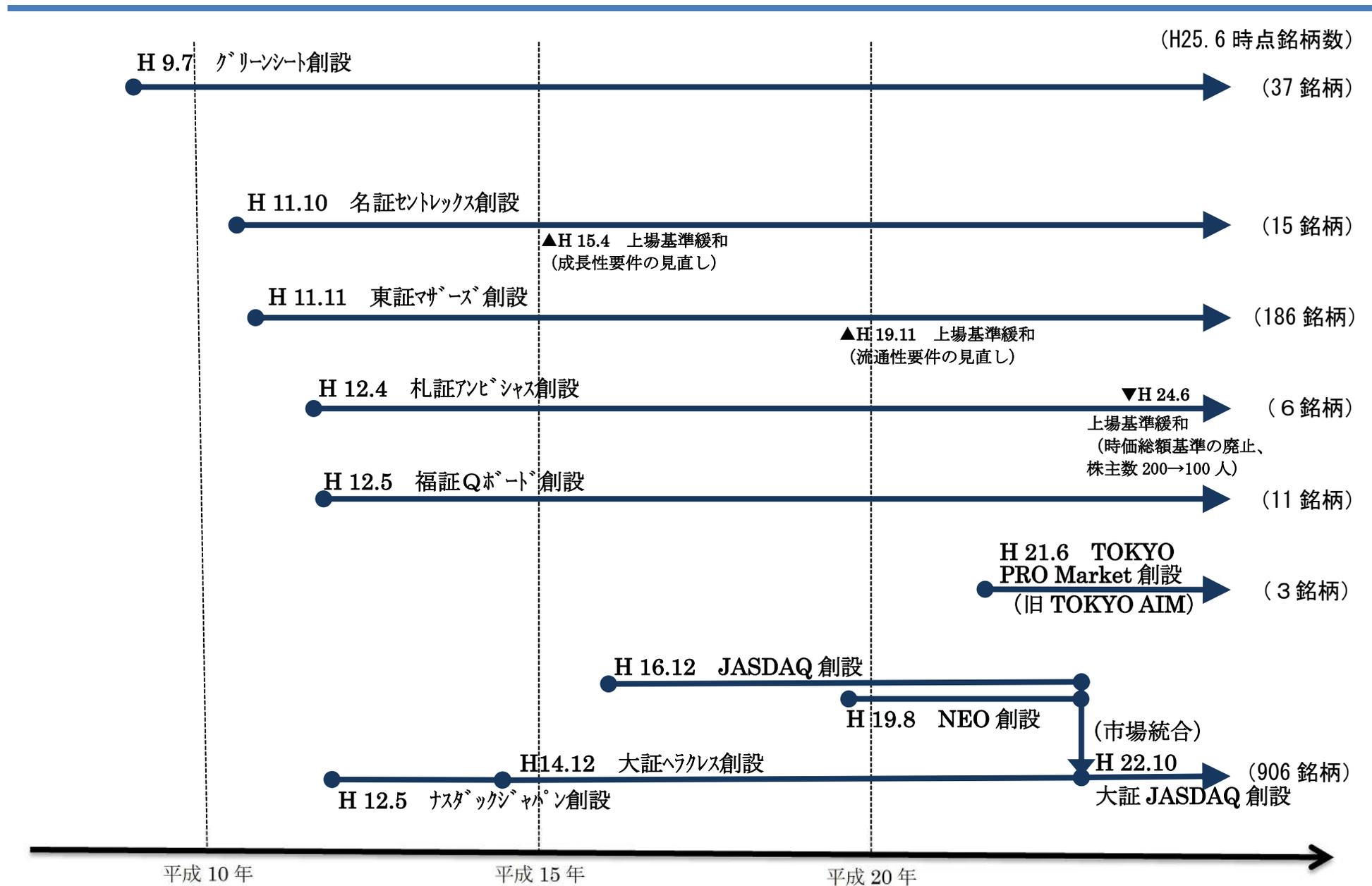
グリーンシート銘柄の売買代金

- 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

新興市場等の主な変遷



非上場株式等に係る法令・自主規制

金融商品取引法

上場・店頭売買有価証券

取扱有価証券※

(金商法 67 条の 18 第4号)

認可協会がその規則において売買その他の取引の勧誘を行うことを禁じていない株券等

- 気配・取引内容の日証協への報告、日証協による公表(金商法 67 条の 18、19)
- インサイダー取引規制等(金商法6章)

日証協規則

店頭取扱有価証券

グリーンシート銘柄／ フェニックス銘柄

有価証券報告書提出会社または上場会社並みの開示(会社内容説明書)が行える会社の発行する株式等

- 取扱会員による継続的な気配提示(グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄に関する規則 35 条)
- 発行会社による適時開示義務(同規則 16 条)、日証協による売買審査(同規則 33 条) 等

店頭有価証券

- 日証協規則において、グリーンシート銘柄・フェニックス銘柄を除き、原則として一般投資家に対する投資勧誘は禁止

(3) その他の課題

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。

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 (スピノフ・カーブアウト支援、オープンイノベーション推進)

- ・ スピノフ・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。

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

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。

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	札証アンビシャス
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。

(2) 新規上場に伴う事務負担の軽減

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。

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)

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)

(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年間において累計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

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

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。

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）

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）

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。

米国における WCSI (Well-Known Seasoned Issuer) 制度

○ WCSI 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 WCSI の子法人でないことを前提とする。

○ WCSI 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、WCSI 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。

(2) 募集・売出しに係る勧誘規制

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にくいとの指摘。
- 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。

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することができず（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)

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			—				○ (需要調査に限る)		—
JOB法 (新興成長企業)									○ (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。

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。

4. その他

(1) 大量保有報告制度の見直し

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。

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）

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

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。

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

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)。

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>	<u>不要</u>

(2) 流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

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。

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

各国における虚偽記載の賠償責任

	日本	米国	EU
継続開示	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
	<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>
【参考】 発行開示	有価証券届出書と目論見書の虚偽記載	登録届出書と目論見書の虚偽記載	目論見書の虚偽記載
	無過失責任	無過失責任	過失責任