

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(平成25年12月25日)の概要

資料 1

起業・新規ビジネスの創出



経済の持続的な成長の実現

技術やアイデアの事業化に
必要な資金を供給

事業化段階等における リスクマネーの供給促進策

1. クラウドファンディング^(※)の利用促進

投資型クラウドファンディングを取り扱う業者について参入要件を緩和。一方で、投資者保護のためのルールを整備。

2. 非上場株式の取引・換金のための 枠組み

地域における資金調達を促進する等の観点から、非上場株式の一定の取引・換金ニーズに応えるため、新たな非上場株式の取引制度を整備。

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

保険子会社ベンチャーキャピタルによる投資を促進するため、追加出資時の出資先企業に係る中小企業要件を撤廃。

ベンチャー企業支援を巡る諸課題

ベンチャーキャピタル等によるベンチャー企業支援を巡る現状認識及び課題を整理。

飛躍・発展に向けて
必要な資金を供給

新規上場の推進策

1. 新規上場に伴う負担の軽減

- ① 新規上場時に開示が必要な財務諸表を過去5年分から過去2年分に軽減。
- ② 新規上場後3年間に限り、「内部統制報告書」に対する公認会計士監査を免除。

2. 新興市場の最低株主数基準の 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、最低株主数基準を引下げ。

その他の制度整備

1. 上場企業が自社株を取得・処分する場合には、「大量保有報告書」の提出義務を免除。
2. 虚偽の開示を行った上場企業が流通市場の投資家に負う損害賠償責任の見直し。
(「無過失責任」から「過失責任」(ただし、挙証責任は上場企業側)への変更等。)

成熟・グローバル化等に伴い
必要な資金を供給

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

市場でよく知られた企業の増資について、届出から有価証券の発行までの期間を短縮。
(「有価証券届出書」の提出から効力発生までの「待機期間」を撤廃。)

2. 「届出前勧誘」に該当しない行為 の明確化

法令上禁止されている「届出前勧誘」に該当しない行為を明確化することにより、増資予定企業の情報発信等を促進。

(※) 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。

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

平成 25 年 12 月 25 日

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 メンバー名簿

平成 25 年 12 月 25 日現在

座 長	※ 神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	メンバー 安達 俊久	日本ベンチャーキャピタル協会会長
	出雲 充	(株) ユーグレナ代表取締役社長
	上柳 敏郎	弁護士(東京駿河台法律事務所)
	※ 大崎 貞和	(株) 野村総合研究所主席研究員
	岡野 進	(株) 大和総研常務執行役員
	※ 神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	※ 黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	静 正樹	(株) 東京証券取引所常務取締役
	武井 一浩	弁護士(西村あさひ法律事務所)
	※ 田邊 栄一	三菱商事(株) 常務執行役員
	※ 永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長
	※ 原田 喜美枝	中央大学商学部教授
	平田 公一	日本証券業協会常務執行役
	※ 福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科教授
	前川 雅彦	野村證券(株) 執行役員
	山下 幹夫	モルガン・スタンレーMUFG 証券(株) 取締役
	吉野 和雄	東京ガス(株) 取締役常務執行役員
オブザーバー	坂本 三郎	法務省民事局参事官
	野村 充	日本銀行企画局審議役
	野田 幸男	(株) 三井住友銀行投資銀行統括部部長(全銀協)
	島村 昌征	第二種金融商品取引業協会事務局長

(敬称略)

(※印は金融審議会委員)

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るにもかかわらず、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、国際社会における我が国の経済的地位が相対的に低下し、持続的な経済成長をもたらす戦略的な構造改革が求められる今日の状況の下では、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 11 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。

なお、リスクマネーが円滑に供給されるためには、その前提として、投資者の金融資本市場に対する信頼感が確保されている必要がある。このため、リスクマネーの供給促進策の検討に当たっては、規制緩和の観点のみならず、投資者保護の観点にも十分配慮しつつ、検討を進めていくことが重要である。

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」のものとが想定される。

「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、仲介者が有価証券の売買や引受け等の業務を行わない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、第一種金融商品取引業のうち、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、第二種金融商品取引業のうち、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

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。

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、既存の第一種金融商品取引業者又は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段設けられていない。

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（既存の金融商品取引業者及び前記（1）で述べた特例業者）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

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。

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の登録を受けようとする者が自主規制機関に加入しない場合には、当該者に対して、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。

（４）その他

このほか、仲介者が投資者から金銭や有価証券の預託を受けられることとするかどうか、仮に預託を受けられないこととする場合において投資者保護基金への加入についてどのような取扱いとするかなどについて、検討の上、制度上必要な措置が講じられることが適当であると考えられる。

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

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ることが適当である。

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⁵。

（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⁶公衆縦覧型の開示

⁵ なお、当然のことながら、風説の流布や偽計の禁止といった、不公正取引の一般的禁止規定（現行の金融商品取引法第157条及び第158条）については、新たな非上場株式の取引制度に対しても適用されることとなる。

⁶ 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

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⁷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⁸。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

縦覧型の開示が求められる。

⁷ 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。

⁸ 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。

の要件を緩和⁹することが適当である¹⁰。

4. その他ベンチャー企業支援を巡る諸課題

本ワーキング・グループでは、ベンチャー企業支援を巡るその他の課題として、ベンチャーキャピタルが果たすべき役割、ベンチャー企業支援の出口の多様化、ベンチャー企業に対する人材面でのサポート等についても検討を行った。

(1) ベンチャーキャピタルが果たすべき役割

ベンチャーキャピタルは、今後とも新規・成長企業に対するリスクマネーの供給の主要な担い手であり続けると考えられるが、小口分散型が中心となっている我が国のベンチャーキャピタルは、米国に比して、シードの段階、あるいはそれよりも若干進んだ段階に入ってきた企業に対しては、十分なサポートができていない状況にある。

こうした点に加え、ベンチャーキャピタルの評価基準が定まっていないことや、これまで成功事例がそれほど出ていないことなどから、十分な資金がベンチャーキャピタルに集まらず、結果として、ベンチャーキャピタリストもなかなか育成されないという悪循環に陥っているのではないかと、との指摘もなされている。

ベンチャーキャピタルには、新規・成長企業を育てるという観点から、ベンチャー企業の有する技術に対する知識や目利き能力が必要であり、また、こうした技術が活かせる用途を探して駆けずり回るような泥臭い仕事が求められている。

こうした新規・成長企業を育てる機能を持ったベンチャーキャピタル、いわゆる「ハンズオン型」のベンチャーキャピタルが米国においては主流になっているのに対し、我が国においては、こうした「ハンズオン型」のベンチャーキャピタルは数が少ないのが実情である。

こうした中、まだ数は少ないものの、新興ベンチャーキャピタルの中で「ハンズオン型」を志向するものが徐々に増えつつあり、また、既存のベンチャーキャピタルの中にも、例えば製造業との連携等を行

⁹ 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。

¹⁰ 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。

うことで技術に対する目利き能力を向上させるなどの工夫に取り組んでいるものが現れてきているところである。こうした動きがますます活発化し、我が国においても、ベンチャーキャピタルが新規・成長企業へのリスクマネー供給の「仲介者」としての役割を果たすため、その能力を高めていくことが期待される¹¹。

なお、前述のとおり、ベンチャーキャピタルは、今後とも新規・成長企業に対するリスクマネーの供給の主要な担い手であり続けると考えられることから、その役割等に関する議論については、ベンチャーキャピタルの業務の実態等を踏まえつつ、今後とも継続的に行われていくことが望まれる。

(2) ベンチャー企業支援の出口の多様化等

米国においては、ベンチャー企業支援の出口は、IPO（新規株式公開）だけでなく、大企業による M&A（企業の合併や買収）なども含む、多様なものとなっている。一方で、我が国における出口は IPO に偏重しているといわれており、ベンチャーキャピタルの評価も IPO につながった案件数でなされている、との指摘がある。また、こうしたベンチャーキャピタルに対する評価のあり方が、買戻条項¹²等の慣行を生んでいるのではないかと、との指摘もなされている。

ベンチャー企業支援の出口については、M&A も含め、多様な選択肢が確保されていることが望ましいものと考えられる。特に我が国においては、従来よりも M&A が促進されるよう、売り手であるベンチャー企業のビジネスモデルの設計がしっかりなされることにより買収価格に関する売り手と買い手との認識のズレをできるだけ小さいものとすることや、買い手である大企業側における「自前主義」、「Not Invented Here」といった M&A に消極的な企業文化の改革を図っていくことが必要である。また、買戻条項等に関しては、ベンチャーキャピタル協会

¹¹ この点に関し、我が国においては、ベンチャー企業への投資に対する理解やそれを支援する環境が整っていないことから、新興のベンチャーキャピタルは資金調達の入りの段階から大きな困難を抱えている実態にあり、ベンチャー企業への投資に対する意識が変わっていくことが重要なのではないかと、との指摘があった。

¹² 買戻条項とは、ベンチャーキャピタルの投資先が一定の期限内に上場できない等の場合に、ベンチャーキャピタルが投資先の企業経営者に対し、株式を買い戻すことを請求できる権利を規定した契約条項のこと。買戻条項があることで、起業家が多大なリスクを負わされており、起業の心理的な阻害要因となっている、との指摘がある一方で、もはやそうした慣行は基本的に存在していない、また仮に存在しているとしても実質的にリスクマネーの供給の阻害要因とはなっていない、との指摘もあった。

等の業界団体において、起業の阻害要因になっていないかどうかを精査し、その要否を含めた議論がなされることが望まれる。

(3) ベンチャー企業に対する人材面でのサポート

我が国においては、技術やアイデアはあるものの、そうした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が、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のサポートが不足している、との指摘に鑑みると、必ずしもベンチャーキャピタルのみに期待するのではなく、他の主体も含めて、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ものと考えられる¹³。

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、との指摘があった。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望まれる。

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

¹³ なお、この点に関しては、専門家からの支援もさることながら、若い起業家にとっては、起業して成功した者からのアドバイスが最も役立つのではないかと、との指摘があった。

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¹⁴。

(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。

¹⁴ 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。

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¹⁵。

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。

¹⁵ 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。

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余地があると考えられる。

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くなるといった事態が見受けられ、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（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。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、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。

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¹⁶。

- 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

¹⁶ 「企業内容等の開示に関する留意事項について」（企業内容等開示ガイドライン）を改正。

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、当該発行登録書に記載された事項につきその内容を訂正する必要がある事情が生じた場合のほか、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も、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¹⁷の下で、継続開示書類が提出された

¹⁷ 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、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投資者が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ることが適当である。

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。

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っ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、との指摘がある。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¹⁸。

(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（「短期大量譲渡報告」）。

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

¹⁸ 一方で、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。

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、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¹⁹。

（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

¹⁹ 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って、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、との指摘があった。

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の多くが大企業の中に眠っていると考えられることから、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、との指摘がある。その際、こうした動き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、事業化が持続的に生まれる基盤には、「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以外の分野においても、「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が望まれる。

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必要なものばかりである。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）

日証協(公)25 第 27 号

日証協(自)25 第 90 号

平成 25 年 11 月 19 日

会 員 代 表 者 殿
特 別 会 員 代 表 者 殿

日 本 証 券 業 協 会
会 長 稲 野 和 利
自 主 規 制 会 議
議 長 島 崎 憲 明

「バイナリーオプション取引に関する規則」の制定及び「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の一部改正について

本協会では、いわゆるバイナリーオプション取引について行われた「金融商品取引業等に関する内閣府令」及び「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」の改正(平成 25 年7月3日公布)を受け、本年7月に「バイナリー・オプション取引に関するワーキング・グループ」を設置し、有価証券関連の同取引に係る諸課題について検討を行ってまいりました。

今般、同ワーキング・グループにおける検討結果を踏まえ、協会が行う同取引の内容、投資勧誘及び顧客管理等について遵守すべき必要な措置を定めるため、「バイナリーオプション取引に関する規則」の制定及び「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の一部改正を行うことといたしましたので、御通知申し上げます。

なお、本協会では、「バイナリーオプション取引に関する規則」の制定及び「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の一部改正に当たり、本年 10 月 18 日から本年 10 月 31 日までの間、パブリック・コメントの募集を行いましたが、当該期間内に寄せられた御意見はございませんでしたので、その旨併せて御通知申し上げます。

以 上

○本通知に関するお問合せ先

バイナリーオプション取引に関する規則 : 公社債・金融商品部(金融商品担当) TEL 03-3667-8516

協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則 : 自主規制企画部 TEL 03-3667-8470

「バイナリーオプション取引に関する規則」の制定及び「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の一部改正について

平成 25 年 11 月 19 日
日 本 証 券 業 協 会

I. 規則の制定及び一部改正の趣旨

本協会では、いわゆるバイナリーオプション取引について行われた「金融商品取引業等に関する内閣府令」及び「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の改正を受け、本年 7 月に「バイナリー・オプション取引に関するワーキング・グループ」を設置し、有価証券関連の同取引に係る諸課題について検討を行ってきたところである。

今般、同ワーキング・グループにおける検討結果を踏まえ、協会が行う同取引の内容、投資勧誘及び顧客管理等について遵守すべき必要な措置を定めるため、「バイナリーオプション取引に関する規則」の制定及び「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の一部改正を行うこととする。

II. 「バイナリーオプション取引に関する規則」の骨子

1. 総則

(1) 定義

バイナリーオプション取引、オプション、銘柄、取引開始時刻、判定期限、取引期間及びバイナリーオプション取引等の意義を定める。(第 2 条)

(2) 通則

バイナリーオプション取引等を行うに当たっては、本規則、関係法令及び諸規則等を遵守しなければならないこととする。また、過度に投機的な取引を誘引することのないよう留意しなければならないこととする。(第 3 条)

2. 取引の内容等

(1) 取引期間

バイナリーオプション取引について、各銘柄の取引期間を 2 時間以上となるよう、また、各銘柄の判定期限を同時又は間隔が 2 時間以上となるよう設定しなければならないこととする。ただし、参照する金融指標が異なる銘柄を取り扱う場合において、各銘柄の判定期限に合理的な理由があるときはこの限りでないものとする。(第 4 条)

(2) 売買期限

協会員は、判定期限又はその直前に至るまで、顧客の買付け又は売付けに応じる態勢を整備しなければならないこととする。(第5条)

(3) 取引方法

同一のオプションについて、顧客の新規買付け及び新規売付けの機会を同時に提供する方法、又は、すべての顧客が一斉に損失となる条件設定が取り除かれている仕組みを用いる方法のいずれかによって、バイナリーオプション取引を行わなければならないこととする。(第6条)

(4) 取引価格の提示等

協会員は、バイナリーオプション取引を行うに当たって、顧客に提示するオプションの取引価格に係る仕組みを整備しなければならないこととする。(第7条)

(5) 権利行使価格の設定

協会員は、バイナリーオプション取引を行うに当たって、過度に投機的な取引を助長しないような権利行使価格を設定する態勢を整備しなければならないこととする。(第8条)

(6) 権利行使価格の提示等

バイナリーオプション取引を行うに当たって、取引開始時刻までに各銘柄の権利行使価格を提示しなければならないこととし、提示する権利行使価格は、すべての顧客に対し同一としなければならないものとする。また、権利行使価格を追加してはならない場合について定める。(第9条)

3. 投資勧誘及び顧客管理

(1) 過度に投機的な取引を誘引する表示の禁止

バイナリーオプション取引等について、過度に投機的な取引を誘引する又はそのおそれのある表示を行ってはならないこととする。(第10条)

(2) 取引概要の公表

協会員は、自社が取り扱うバイナリーオプション取引に関し顧客があらかじめ理解すべき事項について公表しなければならないこととする。

また、顧客があらかじめ理解すべき事項には、少なくとも、取引の概要、取引のリスク及びその他取引を行うに当たり顧客が合理的な投資判断を行うため

に必要と認める事項を含むものとする。(第 11 条)

(3) 取引説明書の交付及び確認書の徴求

バイナリーオプション取引等を行うに当たって、顧客との間で取り交わす取引説明書の交付及び確認書の徴求の取扱いについて定める。(第 12 条)

(4) 取引限度額及び損失限度額

バイナリーオプション取引等を行うに当たっての取引限度額又は損失限度額の設定及びその取扱いについて定める。(第 13 条)

(5) 取引停止等の場合の取扱い

取引停止等が発生した場合の対応について定める。また、取引停止等が発生した場合における発生原因等の検証の実施、当該検証に係るモニタリング態勢の整備について定める。(第 14 条)

(6) 取引結果の公表

協会員は、顧客とのバイナリーオプション取引全体の状況について公表しなければならないこととする。(第 15 条)

4. 社内規則の制定等

協会員は、本規則を遵守するために必要となる具体的な取扱いを規定した社内規則を制定しなければならないこととする。また、社内規則が適切に履行されているかについて、定期的に検査等のモニタリングを行わなければならないこととする。(第 17 条)

Ⅲ. 「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の一部改正の骨子

本規則における有価証券関連デリバティブ取引等に係る「顧客からの確認書の徴求」のうち、バイナリーオプション取引等に係る「顧客からの確認書の徴求」については、「バイナリーオプション取引に関する規則」に定めるところによるものとする。(第 8 条)

Ⅳ. 施行の時期

新設の「バイナリーオプション取引に関する規則」及び改正後の「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」は、平成 25 年 12 月 1 日から施行する。

以 上

バイナリーオプション取引に関する規則

第 1 章 総 則

(目 的)

第 1 条 この規則は、協会員が顧客との間で行うバイナリーオプション取引に関し、取引の内容、投資勧誘及び顧客管理等について遵守すべき事項を定め、もって投資者の保護に資することを目的とする。

(定 義)

第 2 条 この規則において次の各号に掲げる用語の意義は、当該各号に定めるところによる。

1 バイナリーオプション取引

金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という。）第 123 条第 6 項に定める特定店頭オプション取引のうち、次のイからハまでのすべてに該当する取引をいう。

イ 有価証券関連デリバティブ取引（定款第 3 条第 7 号ロに規定する有価証券関連デリバティブ取引をいう。）であること

ロ 多数の個人を相手方として行う取引として提供されるものであること

ハ 顧客が継続的かつ反復して取引を行うことができる仕組みのものであること

2 オプション

バイナリーオプション取引において、権利取得者（当該オプションを付与された者をいう。以下同じ。）の意思表示により、当事者間において当該意思表示を行う場合の金融指標（金融商品取引法（以下「金商法」という。）第 2 条第 25 項第 1 号又は第 4 号に掲げる金融指標をいう。以下同じ。）としてあらかじめ設定した金融指標の数値（以下「権利行使価格」という。）と現に当該意思表示を行った時期における現実の当該金融指標の数値（以下「判定価格」という。）が一定の条件を満たした場合には、権利付与者（当該オプションを付与した者をいう。以下同じ。）が権利取得者に対し、あらかじめ当事者間で定めた一定の金銭（以下「ペイアウト額」という。）を支払うこととなる取引を成立させることができる権利をいう。

3 銘柄

権利行使価格及び判定価格において参照する金融指標並びに判定期限が同一のオプションをいう。ただし、コールオプション又はプットオプションの別がある場合には、権利行使価格及び判定価格において参照する金融指標並びに判定期限が同一のコールオプション又はプットオプションをいう。

4 取引開始時刻

各銘柄において顧客が当該銘柄の売付け又は買付けを行うことができることとなる時刻をいう。

5 判定期限

各銘柄において、権利取得者の権利行使により、権利付与者が権利取得者に対しペイアウト額を支払うことを確定させることができる期間の最終時点（当該期間が一時点の場合には当該時点）をいう。

6 取引期間

各銘柄における取引開始時刻から判定期限までの期間をいう。

7 バイナリーオプション取引等

バイナリーオプション取引又はその媒介、取次ぎ若しくは代理をいう。

（通 則）

第 3 条 協会員は、バイナリーオプション取引等を行うに当たっては、この規則によるほか、金商法その他関係法令、諸規則等を遵守しなければならない。

2 協会員は、バイナリーオプション取引等を行うに当たっては、過度に投機的な取引を誘引することのないよう留意しなければならない。

第 2 章 取引の内容等

（取 引 期 間）

第 4 条 協会員は、バイナリーオプション取引における各銘柄の取引期間を 2 時間以上となるよう設定しなければならない。

2 協会員は、バイナリーオプション取引における各銘柄の判定期限を同時又は間隔が 2 時間以上となるよう設定しなければならない。ただし、参照する金融指標が異なる銘柄を取り扱う場合において、各銘柄の判定期限に合理的な理由があるときは、この限りでない。

（売 買 期 限）

第 5 条 協会員は、バイナリーオプション取引について、判定期限又はその直前に至るまで、顧客の買付け又は売付けに応じる態勢を整備しなければならない。

（取 引 方 法）

第 6 条 協会員は、バイナリーオプション取引について、次の各号に掲げるいずれかの方法によらなければならない。

1 同一のオプション（取引期間、参照する金融指標、権利行使価格及びペイアウト額

を確定させるための条件が同一のオプションをいう。) について、顧客の新規買付け及び新規売付けの機会を同時に提供する方法

- 2 すべての顧客が一斉に損失となる条件設定が取り除かれている仕組みを用いる方法
(前号に掲げる方法を除く。)

(取引価格の提示等)

第 7 条 協会員は、バイナリーオプション取引を行うに当たっては、顧客に提示するオプションの取引価格について、次の各号に掲げる仕組みを整備しなければならない。

- 1 オプションの権利行使価格、判定期限までの残存時間及び参照する金融指標の数値等に照らし、公正な方法により取引価格を算出し、当該取引価格を顧客に提示する仕組み
- 2 オプションの買付価格及び売付価格を同時に顧客に提示する仕組み
- 3 ペイアウト額を固定し、取引期間中のオプションの価値の変化を取引価格によって顧客に提示する仕組み

(権利行使価格の設定)

第 8 条 協会員は、バイナリーオプション取引を行うに当たっては、あらかじめ権利行使価格の設定に係る基準を定めるほか、過度に投機的な取引を助長しないような権利行使価格を設定する態勢を整備しなければならない。

(権利行使価格の提示等)

第 9 条 協会員は、バイナリーオプション取引を行うに当たっては、取引開始時刻までに各銘柄の権利行使価格を提示しなければならない。

- 2 前項の規定に基づき提示する権利行使価格は、すべての顧客に対し同一としなければならない。
- 3 協会員は、取引期間中である銘柄について、次の各号のいずれかに該当する場合は、権利行使価格を追加してはならない。
 - 1 既に設定した権利行使価格を用いて顧客が新規買付け及び新規売付けを円滑に行い得る状況にある場合
 - 2 権利行使価格を追加する時点において、判定期限までの時間が 2 時間未満の場合

第 3 章 投資勧誘及び顧客管理

(過度に投機的な取引を誘引する表示の禁止)

第 10 条 協会員は、バイナリーオプション取引等について、過度に投機的な取引を誘引する又はそのおそれのある表示を行ってはならない。

(取引概要の公表)

第 11 条 協会員は、顧客がバイナリーオプション取引を適切に行うことができるよう、自社が取り扱うバイナリーオプション取引に関し顧客があらかじめ理解すべき事項について自社のホームページ等において公表しなければならない。

2 前項に規定する顧客があらかじめ理解すべき事項には、少なくとも次の各号に掲げる事項を含むものとする。

1 当該協会員が取り扱うバイナリーオプション取引の概要

イ 取引価格の決定方法

ロ 権利行使価格の設定方法（追加設定を行うことがある場合は、その条件等を含む。）

ハ 参照する金融指標に係る留意点及び当該金融指標の提供元

2 当該協会員が取り扱うバイナリーオプション取引のリスク

イ 取引金額が少額であっても、多数回の取引を繰り返し行うことにより、多額の損失を被るおそれがあること

ロ 買建玉につき、判定期限までオプションを行使することができなかった場合には投資元本の全額が投資損失となること

ハ 売建玉につき、オプションが行使された場合には顧客がペイアウト額を支払うこととなること。また、この場合において、当該ペイアウト額は顧客が受け取った取引価格を上回り、その差額が投資損失となること

3 その他当該協会員が取り扱うバイナリーオプション取引を行うに当たり、顧客が合理的な投資判断を行うために必要と認める事項

イ 顧客全体の支払金額と受取金額の差額が協会員の収益の源泉となっていること

ロ 当該取引について顧客が合理的な投資判断を行うためには、オプション取引についての専門知識が必要となること

ハ 参照する金融指標の配信停止及びシステム障害等の理由により、取引停止等（顧客との取引継続の停止、新規売買取引の停止又は遅延をいう。以下同じ。）が生じる可能性がある場合には、あらかじめ想定されるその発生事由

(取引説明書の交付及び確認書の徴求)

第 12 条 協会員は、顧客（特定投資家（金商法第 2 条第 31 項に規定する特定投資家（同法第 34 条の 2 第 5 項の規定により、金商業等府令第 53 条第 1 号又は第 2 号に掲げる契約の種類について特定投資家以外の顧客とみなされる者を除き、同法第 34 条の 3 第 4 項（同法第 34 条の 4 第 6 項において準用する場合を含む。）の規定により、金商業等府令第 53 条第 1 号及び第 2 号に掲げる契約の種類について特定投資家とみなされる者を含む。）をいう。）を除く。以下この条及び次条において同じ。）とバイナリーオプション取引等を行うに当たっては、前条第 1 項に規定する顧客があらかじめ理解すべき事項につ

いて記載した書面（以下「取引説明書」という。）を作成しなければならない。ただし、前条第1項に規定する顧客があらかじめ理解すべき事項の一部が金商法第37条の3に規定する書面（以下「契約締結前交付書面」という。）に記載されている場合には、当該事項については取引説明書への記載を省略することができる。

- 2 協会員は、顧客とバイナリーオプション取引等に係る契約を締結しようとするときは、当該顧客に、取引説明書（前条第1項に規定する顧客があらかじめ理解すべき事項の一部が契約締結前交付書面に記載されている場合には、当該契約締結前交付書面を含む。以下同じ。）を交付し、取引説明書の記載事項について説明しなければならない。
- 3 前条第1項に規定する顧客があらかじめ理解すべき事項のすべてが契約締結前交付書面に記載されている場合には、当該契約締結前交付書面の作成、交付及び説明を行うことをもって、前2項に規定する取引説明書の作成、交付及び説明を行ったものとみなす。
- 4 協会員は、顧客とバイナリーオプション取引等に係る契約を締結しようとするときは、当該顧客が取引説明書（前項に規定する契約締結前交付書面を含む。）に記載された内容を理解し、当該顧客の判断と責任において当該取引を行う旨の確認を得るため、当該顧客から当該バイナリーオプション取引等に係る確認書（以下「確認書」という。）を徴求しなければならない。
- 5 前項に規定する確認書において、前条第2項第2号及び第3号に掲げる事項については、当該各号において掲げられた事項ごとに顧客が理解したことを確認できる書式を用いなければならない。
- 6 前4項の規定は、協会員が、当該バイナリーオプション取引等に係る契約の締結前1年以内に当該契約につき第2項の規定に基づき交付すべき取引説明書（第3項に規定する契約締結前交付書面を含む。）を当該顧客に交付しており、かつ、当該顧客から確認書を徴求している場合は、この限りでない。

（取引限度額及び損失限度額）

- 第13条** 協会員は、顧客と初めてバイナリーオプション取引等に係る契約を締結しようとするときは、あらかじめ当該顧客から取引限度額又は損失限度額の申告を受けなければならない。
- 2 協会員は、バイナリーオプション取引等を行うに当たっては、顧客による過度に投機的な取引及び過大な損失の発生を防止することを目的として、顧客属性に応じた取引限度額又は損失限度額を適切に定めなければならない。
 - 3 協会員は、バイナリーオプション取引等における顧客の取引状況又は損益状況を把握し、第1項に基づき顧客から申告を受けた取引限度額若しくは損失限度額を超えた場合又は前項に基づき協会員が定めた取引限度額若しくは損失限度額を超えた場合における対応を定めるほか、顧客による過度に投機的な取引及び過大な損失の発生を防止するための態勢を整備しなければならない。

(取引停止等の場合の取扱い)

- 第 14 条** 協会員は、取引停止等が発生した場合には、取引停止等が発生した旨及びその理由を自社のホームページ等において公表しなければならない。
- 2** 協会員は、取引停止等が発生した場合には、その発生原因等について検証を行い、当該検証が適切であるかモニタリングを行う態勢を整備しなければならない。

(取引結果の公表)

- 第 15 条** 協会員は、バイナリーオプション取引について、一定の期間内に行われた顧客との取引全体の状況に関し、次に掲げる事項を自社のホームページ等において公表しなければならない。
- 1 顧客の支払総額に対する顧客の受取総額の割合
 - 2 取引を行った顧客数に対する損失が生じた顧客数の割合

(投資勧誘規則の適用)

- 第 16 条** バイナリーオプション取引等に係る取引開始基準及び注意喚起文書の交付その他の投資勧誘及び顧客管理については、この章の定めによるほか、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の定めによるものとする。

第 4 章 社内規則の制定等

(社内規則の制定等)

- 第 17 条** 協会員は、バイナリーオプション取引等を行うに当たっては、この規則を遵守するために必要となる具体的な取扱いを規定した社内規則を制定しなければならない。
- 2** 協会員は、前項に定める社内規則が適切に履行されているかについて、定期的に検査等のモニタリングを行わなければならない。

(電磁的方法による交付等)

- 第 18 条** 協会員は、第 12 条第 2 項に規定する取引説明書の交付に代えて、「書面の電磁的方法による提供等の取扱いに関する規則」（以下「書面電磁的提供等規則」という。）第 2 条及び第 3 条に定めるところにより、当該取引説明書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供をすることができる。この場合において、当該協会員は、当該取引説明書の交付を行ったものとみなす。
- 2** 協会員は第 12 条第 4 項に規定する確認書の徴求に代えて、書面電磁的提供等規則に定めるところにより、当該確認書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する

方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供を受けることができる。この場合において、当該協会員は、当該確認書を徴求したものとみなす。

付 則

この規則は、平成 25 年12 月 1 日から施行する。

「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の一部改正について

平成 25 年 11 月 19 日

(下 線 部 分 変 更)

新	旧
(顧客からの確認書の徴求) 第 8 条 (現行どおり)	(顧客からの確認書の徴求) 第 8 条 協会員は、顧客と新株予約権証券若しくはカバードワラントの売買その他の取引(顧客の計算による信用取引以外の売付けを除く。)又は有価証券関連デリバティブ取引等若しくは特定店頭デリバティブ取引等の契約を初めて締結しようとするときは、当該顧客が当該契約に係る金商業等府令第 117 条第 1 項第 1 号イからニまでに掲げる書面(以下「契約締結前交付書面等」という。)に記載された金融商品取引行為についてのリスク、手数料等の内容を理解し、当該顧客の判断と責任において当該取引等を行う旨の確認を得るため、当該顧客から当該取引等に関する確認書を徴求するものとする。
2 (現行どおり)	2 協会員は、顧客と店頭デリバティブ取引等(定款第 3 条第 5 号に規定する店頭デリバティブ取引等をいい、有価証券関連デリバティブ取引等(「CFD取引に関する規則」第 3 条第 1 号イ、ハ及びニの要件すべてに該当する取引並びに金商業等府令第 116 条第 1 項第 3 号イ又はロに規定する取引を除く。)及び特定店頭デリバティブ取引等に限る。以下この条において同じ。)の販売に係る契約を締結しようとするときは、当該顧客が次に掲げる事項を理解し、当該顧客の判断と責任において当該店頭デリバティブ取引等を行う旨の確認を得るため、当該顧客から当該店頭デリバティブ取引等に関する確認書を徴求するものとする。
1 ↳ (現 行 ど お り) 5	1 ↳ (省 略) 5
3 (現 行 ど お り)	3 (省 略)

新	旧
4 <u>協会員は、有価証券関連デリバティブ取引等のうちバイナリーオプション取引等（「バイナリーオプション取引に関する規則」第2条第7号に規定するバイナリーオプション取引等をいう。）に係る契約を顧客と締結しようとするときは、第1項及び第2項に規定する確認書に代えて、同規則第12条に規定する確認書を徴求するものとする。</u> 付 則 この改正は、平成25年12月1日から施行する。	（ 新 設 ）

高齢顧客に対する勧誘による販売について

日本証券業協会

背景

- ・高齢化の進展
- ・高齢顧客(家族を含む)からの苦情、あっせん
- ・協会員における高齢顧客への対応、取組みにバラツキ

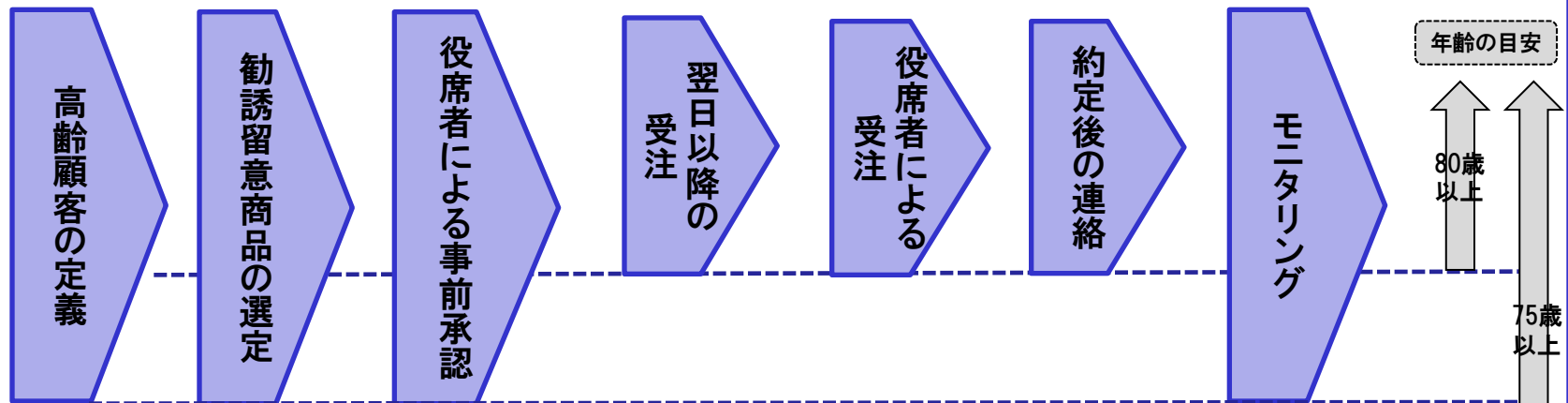
- ・業界として目線を合わせた勧誘による販売
- ・規則・ガイドラインの制定

規則

協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則
(高齢顧客に対する勧誘による販売)【新設】

第5条の3 協会員は、高齢顧客に有価証券等の勧誘による販売を行う場合には、当該協会員の業態、規模、顧客分布及び顧客属性並びに社会情勢その他の条件を勘案し、高齢顧客の定義、販売対象となる有価証券等、説明方法、受注方法等に関する社内規則を定め、適正な投資勧誘に努めなければならない。

ガイドライン概要



ガイドラインのポイント①

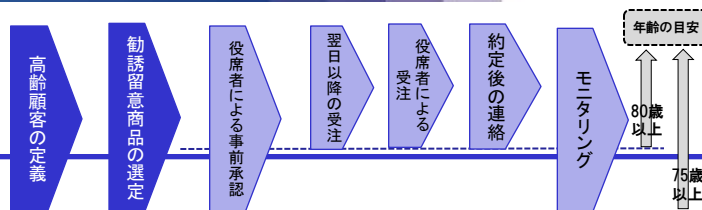
高齢顧客の定義

◆ 社内規則に高齢顧客の定義を規定(慎重な勧誘による販売を行う)

◆ 75歳以上を目安として高齢顧客を定義

◆ 80歳以上を目安としてより慎重な勧誘による販売を行う必要がある顧客を定義

※例えば、会社経営者、役員等である高齢顧客について、支店長等の役席者が頻繁に接し、顧客属性や投資意向を十分に把握している場合においては、担当役員等の承認を得て、本ガイドラインの対象外とすることも可能



勧誘留意商品の選定

◆ 高齢顧客への勧誘に際し、「勧誘可能な商品」と「勧誘留意商品」※の範囲を選定

※「勧誘可能な商品」⇒役席者による事前承認なしに勧誘可能な商品

「勧誘留意商品」⇒『勧誘可能な商品』以外の商品

◆ 勧誘可能な商品

◇ 比較的価格変動が小さく、仕組みが複雑でなく、換金性が高い商品

① 国債、地方債、政府保証債等

② 普通社債

③ 「公社債を中心に投資し、比較的安定的な運用を指向する」投資信託

④ 上記①～③に相当する「米ドル、ユーロ、豪ドル建(平成25年9月現在)」の債券・投資信託

◇ 周知性の高い商品、時々刻々価格が変動する商品

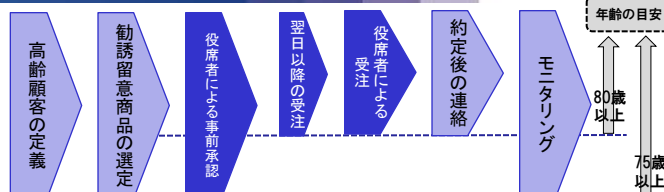
① 取引所金融商品市場、外国金融商品市場に上場されている(上場される)株式、ETF・ETN(レバレッジ型・インバース型指数を含む)、REIT、新株予約権証券及び有価証券関連市場デリバティブ取引等

なお、信用取引、新株予約権証券及び有価証券関連市場デリバティブ取引等については、投資勧誘規則第6条に規定する取引開始基準に従う必要がある

② 日経225やTOPIXの変動率に一致するように設計された投資信託

◆ 「勧誘留意商品」の勧誘による販売には、役席者による事前承認が必要であることを社内規則で規定

ガイドラインのポイント②



役席者による事前承認

- ◆ 75歳以上(目安)の高年齢顧客への勧誘留意商品の勧誘にあたっては、役席者による事前承認が必要
 - ◇ 事前承認にあたっては役席者自らが高年齢顧客との面談(電話を含む)により、勧誘の適正性を判断
 - ◇ 面談時における確認事項
 - ・健康状態に問題はないか ・会話がかみ合うか ・理解力に問題はないか ・投資意向はどうか 等
- ◆ 面談の内容を録音・記録・保存→モニタリングに活用

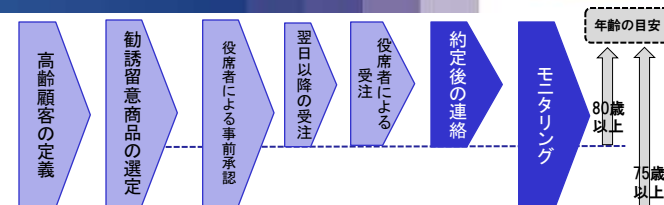
翌日以降の受注

- ◆ 担当営業員が、80歳以上(目安)の高年齢顧客へ勧誘留意商品を勧誘する場合、原則として勧誘の翌日以降の受注とする
- ◆ 会話内容を録音・記録・保存→モニタリングに活用
- ◆ 以下の場合等には即日受注が可能
 - ◇ 外交での勧誘時に家族が同席し、同席した家族が高年齢顧客の商品の理解度、買付意向を確認している場合
 - ◇ 店頭での勧誘時に家族の同伴のうえ理解が得られた、または、役席者が同席し、理解度等を確認した場合
 - ※ 上記2つの場合、「買付指示書」の受入れ、家族の同席・同伴の場合、当該指示書に家族の署名
 - ◇ 顧客が商品内容を十分理解し、当日買付けを要請するやむを得ない事情がある場合
 - (例) ・ 翌日から旅行等で不在 ・ 保有している商品と同一の商品の追加買付け
 - ・ 保有商品の償還に伴うロールオーバー 等

役席者による受注

- ◆ 80歳以上(目安)の高年齢顧客からの受注は担当営業員とは別の役席者が行う
- ◆ 受注時における会話内容を録音・記録・保存→モニタリングに活用

ガイドラインのポイント③



約定後の連絡

- ◆ 80歳以上(目安)の高齢顧客には約定後に約定結果を連絡
- ◆ 約定後の連絡は、担当営業員とは別の者が行う
- ◆ 約定後の連絡は、受注から時間をおいて行う
- ◆ 約定後の連絡における会話内容を録音・記録・保存→モニタリングに活用

モニタリング

- ◆ 75歳以上(目安)の高齢顧客に対する社内規則の遵守状況についてモニタリングを行う
(主な点検項目)
 - ・取引が所定の承認・取引プロセスに則って行われているか
 - ・適合性や合理性の観点から不適切な取引はないか

本件のお問い合わせ先

日本証券業協会 自主規制企画部
TEL : 03-3667-8470
Mail : jisukisei@wan.jsda.or.jp

高齢顧客への勧誘による販売に係る「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等の一部改正及び「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条の3の考え方」（高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン）の制定に関するパブリック・コメントの結果について

【インターネット取引に関する意見抜粋】

平成 25 年 10 月 29 日

日 本 証 券 業 協 会

項番	該当箇所	意見・質問	考え方
○規則・ガイドライン全般に関する意見・質問等			
14	全般	今回の「ガイドライン」の意義は、どこにあるのか。日本証券業協会の指導・指針を基に、適正な本人確認及び顧客の属性等調査・確認を行い、顧客本人から受注している。また、昨年度より、投資目的を記載した書面を通知することなどによる、投資方針の共有、乗換え勧誘の際の確認書の受入れなど、「乗換えに係る経済合理性」等を踏まえた営業姿勢を確保するため、顧客の「投資確認書」を顧客より徴求していることなど、「適合性の原則」に沿った顧客対応をしてきたが、さらに、このような「ガイドライン」を出すということは、今までの協会の指導・指針に大きな不備があるということか。 また、クリックひとつで、重要事項等に対する顧客の理解・確認が済まされ新たな取引が可能となっているインターネット取引との間に格差があり過ぎるのではないか。	高齢者は身体的な衰えに加え、記憶力や理解力が低下してくることもあるとされており、特に投資勧誘を行う場合には、適合性の原則に基づいて、慎重に対応すべきであることから、一定年齢以上の顧客については本ガイドラインに基づく対応を求めることとしたものです。 インターネット取引は顧客自身がIDとパスワードを入力してログインするとともに「銘柄」及び「数量又は金額」を入力して行うものであり、本ガイドラインの対象とはなりません。 なお、本協会としては、引き続き投資者の保護や金融商品取引及び市場の公正性・健全性の確保等を図る観点から適切に自主規制業務を行ってまいります。

項番	該当箇所	意見・質問	考え方
ガイドライン 3. 高齢顧客への勧誘による販売商品			
165	3. Q 3	役席者による事前承認の項で「高齢顧客との面談」などのことから、本ガイドラインで想定されているのは対面による勧誘であり店頭での販売が想定されているようである。今後、ネット証券の営業も活発になり、75 歳以上の高齢者もネット証券に馴染んでくることを思う時、ネット証券も同様な扱いとするような文言が記載されていることが望まれる。	インターネット取引は顧客自身が I D とパスワードを入力してログインするとともに、「銘柄」及び「数量又は金額」を入力して行うものであり、本ガイドラインの対象とはなりません。ただし、その前提として勧誘が行われる場合には、当該勧誘行為について、本ガイドラインに則り役席者が事前承認を行うことが必要になると考えられます。

項番	該当箇所	意見・質問	考え方
ガイドライン 4. 勧誘を行う場所、方法			
251	4. Q 4	インターネット取引は「勧誘による販売」に該当する行為がなされない限り適用除外との考え方は、インターネット取引の証券会社を優遇しているとの解釈になると思う。	本ガイドラインにおいて「勧誘による販売」とは、個別商品の買付けに関する説明に伴う販売を指します。インターネット取引は顧客自身がIDとパスワードを入力してログインするとともに、「銘柄」及び「数量又は金額」を入力して行うものであり、本ガイドラインの対象とはなりません。 ただし、インターネット取引による取引であっても、当該取引に至る過程において、高齢顧客に対して、勧誘留意商品について、個別商品の買付けに関する説明（勧誘）が行われる場合には、本ガイドラインに規定する役席者が事前承認を行うことが必要になると考えられます。
253	4. Q 4	ガイドラインでは、高齢者である投資家自身が「IDやパスワードを入力してログインするとともに、銘柄、数量及び金額を入力して行う」（つまり、対面型の勧誘をしない）ことを理由に5条の3の対象としないことになっている。 しかしながら、そもそも高齢顧客への勧誘による販売で主な問題となっているのは、高齢者のリスク判断能力が不十分であること（特に痴呆症等）に起因するトラブルである。これは、対面による勧誘だけではなく、ネット取引にも共通する問題であるはずで、販売方法（対面かネットかという）は二次的な問題である。投資家自身がネットで約定した場合、金融商品取引業者の説明責任は幾分軽減されるかもしれないが、これでは高齢の投資家を保護することにならないと思われる。 また、サイト上にリスクの高い商品を並べ、それを誰でもパソコン操作だけで購入できる仕組み（クリックひとつで購入者が商品内容を理解したと見做す）こそが、高齢投資家の保護の観点から問題とも言える。 パソコンの使用が一般的となり、高齢者でもインターネット取引は珍しくない。消費者庁も「インターネット取引に係る消費者の安全・安心に向けた取組について」（平成23年3月）で、今後取り組むべき事項の一つに高齢者への対応を挙げている。リスクの高い金融商品については、ネット取引であっても、リスクに対する理解がなされていることの確認など対面による勧誘に準じた措置、および本人確認の厳格化（指紋認証や、虹彩認証を必要とするなど）が求められるべきと思料する。	
254	4. Q 4	インターネット取引については対象外となっているが、高齢者のインターネット利用が進展し、インターネット	

項番	該当箇所	意見・質問	考え方
		取引を画面等による「勧誘による販売」ととることも可能ではないかと考える。インターネット取引についての規制の見直しが必要だと思う。	
255	4. Q 4	厚労省の薬のネット販売への対応と比較して、金融庁のネット取引の対応は驚くほど寛容である。逆に言えば対面取引に対して厳しいと言える。 ネット取引の場合自己の判断に基づいて行われる故に問題ないという見解であるが、対面取引においても同様の取引は多く存在する。ただ情報や人の意見は聞きたいという事から対面取引を選ぶ高齢者も多い。この人の意見＝営業員が意見を言った場合、勧誘となるわけであるが、ネット取引もHP上にアナリストレポートなど掲載している。人の口からではなくネット経由というだけで両者に大きな違いはない。 対面取引は信用取引の開設においても適合性の原則にのっとり、ある程度のハードルを設けてきた。対してネット証券ではほとんどハードルを設けないまま開設に至っている。ネット取引であれば全て適合性の原則はクリアされるのだろうか。 個人投資家の日本株式の取引においてはネット取引が主流である。信用取引に関してもネット取引が大半を占めるにも関わらず、今回の規制において、ネットが除外されるというものは問題である。金融行政が基本的に投資はネットで行うべきと考えているように見える。	
256	4. Q 4	単に勧誘を行わなければ、その売買は規制の対象にならないというようなことは、証券会社の職業倫理上許し難い発想である。顧客年齢に関係なく、当該口座における売買取引が不審に思われた場合、売買を一時停止してでも取引実態等を調べるのが我々の善管注意義務ではないのか。従ってインターネット取引については、適用の対象とならないことに疑問を感じる。	本ガイドラインにおいては「勧誘」を「個別商品の買付けに関する説明」と定義しています。 よって、勧誘を伴わないインターネット取引は、本ガイドラインの対象外と考えます。

以 上