

論 点 メ モ (2)

項 目	論 点	備 考
1. 基本的考え方	<p>〔諸外国の状況等〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 諸外国においては、英国のAIMや米国のSEC規則 144Aに基づく市場等、プロ投資家を念頭に置いた自由度の高い市場が拡大。シンガポールにおいても、AIMをモデルとした市場の開設に向けた動きがあるなど、魅力ある市場の構築に向けて国際的な市場間競争が進展。 ● こうした中で、我が国においても、プロに限定した自由度の高い取引の場を設けることにより、我が国金融・資本市場の活性化、国際競争力の強化を図っていくことが望まれるのではないか。 ● なお、機関投資家中心の市場であり、近年、外国企業を含め、上場企業数が大きく増加している英国の AIM が参考となるのではないかと指摘がある。一方で、成熟した機関投資家、オンブズマン等 AIM を成立させている市場環境の相違や AIM においても規制強化の方向での市場制度の見直しの議論があること等に照らせば、そのままの形で我が国に持ち込むことは適当でないと考えられるが、どのように考えるか。 <p>〔我が国市場の課題とプロに限定した取引の場を創設する意義等〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 我が国においては、法定の情報開示等のコストが、海外企業や国内の初期段階の新興企業にとって大きな負担となり、我が国 	<ul style="list-style-type: none"> ● ロンドン証券取引所AIMの概要【資料3 p.3】 ● 米国のSEC規則 144Aに基づく市場の概要【資料3 p.6】 ● シンガポール新市場案について【資料3 p.8】 ● 各国主要市場の新規株式上場会社数・上場廃止会社数【資料3 p.9】 ● 各国主要市場 株式上場企業の国籍別構成比【資料3 p.10】

市場へのアクセスを遠ざける要因となっているとの指摘がある。

- 投資者保護の観点から、今後とも、ガバナンスや情報開示の重要性はより一層高まっていくものと考えられる。その一方で、情報収集能力・分析能力が十分に備わっているプロの投資家については、むしろ自己責任の下で自由度を拡大し、効率的な取引が行える環境を整備すべきと考え得るのではないか。こうした考え方の下で、一般投資家とプロの投資家を区別した上で、プロに限定した取引の場を創設する場合には、取引の効率性を重視する観点から情報開示等の規制によるコストを抑えることが可能となり、海外企業や国内の初期段階の新興企業に対し、より円滑な資金調達を行うことのできる場を提供できるのではないか。
- このような自由度の高い取引の場が整備されるならば、結果として、内外の企業やプロの投資家にとって、資金調達や投資運用先として我が国金融・資本市場の魅力が高まり、その厚みが増すとともに、企業の将来性を見極めるプロ投資家の能力が発揮されることにより、リスクマネーの効率的な資源配分にも寄与するのではないか。
- また、こうした自由度の高い取引の場の整備が、プロの投資家間の競争の促進につながれば、我が国における金融イノベーションの促進が期待されるのではないか。
- さらに、一般投資家も、企業の将来性を見極めるプロの投資家の専門的な資産運用を通じて、その利益を享受することが期待できるのではないか。〔市場型間接金融〕

<p>2. 制度的枠組みについての基本的視点</p>	<p>～上記1の基本的考え方を踏まえ、プロに限定した自由度の高い取引の場についての制度の枠組みをどう考えていくべきか。～</p> <p>● 資金調達者の視点からは、取引の自由度が高ければ、規制コストが軽減され、資金調達の円滑化に資する一方、取引の場の厚みを増すため、プロの範囲を拡大すれば、投資者保護等の観点から求められる規制は、より広範なものとする必要があり、取引の自由度とプロの範囲はトレードオフの関係にあると考えられるのではないか。</p> <p>[参考: 金融商品取引法におけるプロの範囲と開示規制等]</p> <p>○ 適格機関投資家とプロ私募</p> <ul style="list-style-type: none"> ー 現在、金融商品取引法による開示規制は、取引の対象となる投資家によって投資家を2つに区分(適格機関投資家/それ以外)。 ー 適格機関投資家を対象とした発行段階における制度にプロ私募がある。プロ私募を行う場合には開示規制は適用されない。また、プロ私募により発行された有価証券の流通については、適格機関投資家以外への転売制限が課されている。 <p>○ 特定投資家制度</p> <ul style="list-style-type: none"> ー 一方、金融商品取引法の施行により、金融商品取引業者の行為規制に関し、プロ投資家として「特定投資家」制度が導入(適格機関投資家は特定投資家に含まれる)。 ー 特定投資家に対する販売・勧誘については、情報格差の是正を目的とする行為規制の適用が大幅に緩和されている。 ー 他方、特定投資家制度は、商品の種類毎、業者毎に別異の取扱いを認める柔軟な制度であるが、開示規制は、公衆縦覧を前提とする開示の枠組みであることから、特定投資家に着目した制度は採用されておらず、一般投資家向けと区別することなく適用されることとなっている。 	<p>ー 投資者保護等の観点から求められる主な規制として、開示規制や販売勧誘に当たっての行為規制、不公正取引規制がある。</p> <p>● わが国の開示制度の概要【資料3 p.11】</p> <p>● 金融商品取引法上のプロ概念【資料3 p.13】</p>
----------------------------	--	--

〔適格機関投資家を取引参加者とする場合〕

- 取引の自由度を最も高くする観点からは、プロの範囲を適格機関投資家とすることが考えられる。この場合、適格機関投資家に対して開示制度の適用を行わないプロ私募制度や PTS(私設取引システム)制度等の現行の制度的枠組みを活用して、取引の場の枠組みを考えることができないか。(具体的な枠組みのイメージ等は下記3参照)

〔特定投資家まで取引参加者を拡大する場合〕

- 他方で、取引参加者が適格機関投資家だけでは、取引の場を活発化させ、市場に厚みを持たせる観点から不十分であり、特定投資家も取引参加者として対象とすべきではないかとの指摘があり得る。

金融商品取引法上、特定投資家もプロとして位置付けられ、金融取引にかかる適切なリスク管理を行うことが可能と考えられる者と位置付けられている。このことに鑑みれば、取引参加者を特定投資家にまで拡大し、現行開示規制及び販売勧誘規制が適用されない、自己責任に立脚した新たな規律に基づく取引の場を取引所市場として制度整備していくことも考えられるが、どうか。(具体的な枠組みのイメージ等は下記4参照)

〔転売制限等について〕

- なお、いずれの場合においても、プロに限定した取引であることを前提として、現行開示規制の免除されるプロ私募制度の活用等を検討するものであり、その取扱銘柄が、プロ以外の一般投資家へ流通することについては、投資者保護上、適切に防止策が

●PTS の概要【資料3 p.14】

講じられる必要があるのではないか。

〔不公正取引規制について〕

- また、不公正取引規制については、取引の場の信頼性を確保するものであり、プロ投資家の自己責任に完全に委ねることは、必ずしも馴染まないと考えられるのではないか。したがって、プロの範囲のみに着目して、これを緩和すべきものではなく、取引の場の性質にも照らしながら、必要かつ適切な不公正取引規制を課すことが適当ではないか。

- 不公正取引規制の概要
【資料3 p.15】

<p>3. 適格機関投資家 を取引参加者とする 場合の枠組み</p>	<p>～現行のプロ私募制度を活用し、適格機関投資家を取引参加者とする枠組みのイメージ等は、以下のようなもので良いか。～</p> <p>〔開示規制〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ プロ私募により発行された有価証券であるため、開示規制の適用なし。 <p>〔転売制限等〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ プロ私募の有価証券については転売制限が課されるため、プロに限定した取引の場の取扱銘柄が、その場の外において、一般投資家に流通することは防止される。 ・ 他方、プロに限定した取引の場において取り扱われることとなった会社の株式等であって、その発行企業のオーナー等、一般投資家がプロ私募以外で既に保有するものについては、原則としてプロに限定した取引の対象とはならない。 <p>〔不公正取引規制〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 認可金融商品取引業協会において、プロに限定した取引の場の取引対象となる有価証券を、取扱有価証券(協会員による売買等の取引の勧誘を禁止しない有価証券)に指定することにより、不公正取引規制を適用することが適当ではないか。 － 現行制度上、プロ私募により発行された、いわゆる青空銘柄の有価証券は、相場操縦規制やインサイダー規制の対象ではない。 － 取扱有価証券については、取引誘引目的で行う相場を変動させるべき一連の売買の禁止等を除き、相場操縦規制やインサイダー規制等の不公正取引規制の対象となる。 	<p>●わが国の開示制度の概要 【資料3 p.11】</p> <p>●不公正取引規制の概要 【資料3 p.15】</p>
--	--	--

	<p>〔その他〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ プロに限定した取引の場が PTS であれば、その開設者は金融商品取引業者となるが、取引所が子会社等を設立し、PTS 業務を行うことも考えられる。このような場合、取引所の子会社等の業務範囲の取扱いについてはどのように考えていくべきか。 ・ その他、プロに限定した取引の活発化を図る観点から留意すべき事項はあるか。 	<p>●金融商品取引所及びその子会社の業務範囲【資料3 p.16】</p>
<p>4. 取引参加者を特定投資家にまで拡大した場合の枠組み</p>	<p>～取引参加者を特定投資家にまで拡大し、現行開示規制や販売勧誘規制等が適用されない、自己責任に立脚した新たな規律に基づく取引の場を取引所市場として制度整備していく場合の枠組みのイメージ等は、以下のようなもので良いか。～</p> <p>〔開示規制〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 新たな市場は情報収集・分析能力が十分備わっているプロ投資家(適格機関投資家及び特定投資家)が参加する市場であることを踏まえると、必ずしも現行開示制度に依拠することはない。当事者間の自主的な情報提供・収集・分析を基本とし、自己責任を貫徹することで効率的で高度な市場を実現できるのではないか。 ・ 但し、企業内容の虚偽又は不適正な説明・提示を防ぐ等の観点から、最低限の開示の法的枠組みは必要なのではないか。 <p>〔転売制限等〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 現行開示規制の適用されないプロ投資家に取引が限定された銘柄を、一般投資家に自由に勧誘・売却できることとなれば、投 	<p>●わが国の開示制度の概要【資料3 p.11】</p>

	<p>投資者保護上不適当と考えられるため、(海外企業については海外で発行した有価証券を含め、)一般投資家への流通を防止するための方策を講じることが必要ではないか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 他方、プロに限定した市場において取り扱われることとなった株式等について、その発行企業のオーナー等、一般投資家が既に保有するものについては、適切な転売の機会を設けることについて検討する必要があるが、こうした対応は可能と考えるか。 <p>〔不公正取引規制〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 特定投資家が取引参加する場合には、相当程度の流動性が生じる可能性もあること等から、現行の上場有価証券に適用される規制と同様の規制を適用する必要があるのではないか。 <p>〔その他〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 現行制度上、国内会社に対しては、プロ私募や非上場の場合であっても株主数が 500 人以上になった国内会社に対しては開示義務が課せられている。プロに限定した市場の整備により、相当程度の流動性が生じることとの関係で留意すべき点はあるか。 ・ 特定投資家間で広く株式等の取得・保有が生じ得るため、投資者保護等の観点から公開買付制度及び大量保有報告制度について、プロに限定した市場での取扱銘柄にも適用する必要があるか。 ・ その他、プロに限定した取引の活発化を図る観点から留意す 	<p>● 不公正取引規制の概要 【資料3 P.15】</p>
--	---	------------------------------------

	<p>べき事項はあるか。</p> <p>✓ 取引所市場に上場する際の審査や上場後における資金調達者の管理については、我が国においては、AIM のようなアドバイザー制度が成立していない現状等を踏まえれば、市場開設者が行うとの制度的枠組みを前提とすることになると考えられるが、どうか。</p>	<p>●ロンドン証券取引所AIMにおけるアドバイザー制度の概要【資料3 p.4】</p> <p>●我が国においても、大証の「新市場」(平成10年から15年まで開設)や店頭登録制度において、幹事証券会社が上場/登録後も指導を行う制度が設けられていたが、現在では同制度は廃止されている。</p>
--	--	---