

# 関係資料

平成 19 年 10 月 26 日  
金融庁

## ○我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ中間論点整理

### II. 検討課題

#### 2. 制度を含むインフラ

##### (1) 規制環境

##### ③ 市場制度

##### ・ プロに限定した取引の活発化

- 一 海外企業や国内の非上場の新興企業等に対し、我が国市場における資金調達を拡大することは、これらの企業に成長資金を提供するとともに、資金を運用する投資家にとっても収益機会の拡大につながり、結果として、我が国金融・資本市場の「厚み」を増すこととなると考えられる。

また、我が国金融・資本市場の国際的な競争力を強化するためには、ホールセール市場での自由度を拡大し、機関投資家等の市場参加者間の競争を通じ、金融イノベーションを促進することが重要である。

他方、個人を中心とする我が国の一般投資家が直接参加するリテール市場においては、安心して市場で取引できる必要があることから、法定の情報開示等による投資家保護の枠組みが維持されるべきである。

今般の金融商品取引法制の本格的な施行により、投資家の属性に応じた規制体系の柔構造化が図られ、プロ投資家向けの販売・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ることとなる。また、併せて、適格機関投資家について、事業会社に係る有価証券の投資額基準を引き下げるとともに、その他の法人、個人についても適格機関投資家となる道を開くなど、その範囲が大幅に拡大されることとなる。

これらの制度整備をベースとして、ハイリスク商品等の取引を含め、ホールセール市場における、プロに限定した取引を一層活発化させていくための方策について検討を行っていくことが重要である。その際、市場関係者のニーズ等も踏まえつつ、講ずべき方策があれば、その実現に向けて適切に対応していくべきである。

○経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会  
金融・資本市場ワーキンググループ第一次報告

1. 一層の制度整備を進め、東京市場をオープンでアクセスしやすいアジアの  
共通プラットフォームにする。

(6) プロ向け市場の創設と規制の合理的分化

- ① 今後の我が国の資本市場は市場型間接金融の拡大を促す方向で制度整備を進めるべきである。すなわち、直接的な意味での市場参加者をプロに限定することで、イギリスの代替投資市場(AIM)やドイツの自由市場(Freiverkehr)のように、過剰な規制をうけることなく、自己責任原則の下で自由に活動できる市場を拡大していくことを目指すべきである。
- ② ただし、市場規制の観点からはプロの市場参加者であればあるほど要求される高度の倫理性、首尾一貫性(integrity)が、公正な価格形成確保の観点から求められる。プロとされる市場参加者は、しっかりとしたコンプライアンス(法令等遵守)と内部統制の体制を確立し、プロとしての責任(professional liability)を果たせる規律ある存在でなければならない。特に市場型間接金融の下では、関係者の利害関係が重層化することから、一般投資家の資産運用を受託する機関投資家の受託者責任に関するルールの明確化を図るべきである。

3. 規制監督の透明性・予見可能性を向上させ、自由と規律のバランスのとれた市場環境を提供する。

(1) プロ向け市場における規制緩和と一般投資家の保護の徹底

- ① 今後の我が国の金融・資本市場は市場型間接金融を前提にして制度整備を進めるべきである。その下では、直接的な意味での市場参加者をプロに限定し、業者の側におけるコンプライアンス・内部統制体制の確立を前提として規制を緩和することにより、投資家保護に関わる制度整備の負荷の軽減化を図ることが可能となる。一方、一般投資家向け市場においては、投資家に対する保護を徹底するべきである。
- ② 金融監督については、以上のような金融・資本市場の目指すべき方向を踏まえ、規制の透明性・予見可能性を向上させ、自由と規律のバランスのとれた市場環境を提供することに重点を置くべきである。

## ロンドン証券取引所 AIM (Alternative Investment Market) の概要

特 徴 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>ロンドン証券取引所が 1995 年に開設した新興企業向け市場。登録基準が緩やかで、アドバイザー制度を採用していることが特徴。</li> </ul>
登 録 会 社 数	<ul style="list-style-type: none"> <li>1682 社(国内 1353 社、外国 329 社)(2007 年 9 月末時点)</li> <li>新規上場が盛んな一方、企業の自主廃止や企業買収等に伴う登録廃止も多い(2007 年 1 月～9 月:新規登録 217 社、登録廃止 169 社)。</li> <li>AIM の時価総額の約 3 割は鉱物、石油、ガス等の資源株。</li> </ul>
投 資 者	<ul style="list-style-type: none"> <li>機関投資家が中心(約 57%)。但し、個人投資家も参加。</li> </ul>
登 録 制 度	<ul style="list-style-type: none"> <li>本則市場と異なり、UKFSA による上場審査・管理はない。取引所ではなく、取引所に承認された民間のアドバイザー(Nomad)が登録審査を行い、取引所への登録により、取引可能となる。</li> <li>Nomad なしでは、取引所への登録・売買不可。Nomad が不在になると売買停止、不在が 1ヶ月継続すると登録廃止。</li> </ul>
登 録 基 準	<ul style="list-style-type: none"> <li>利益額、時価総額、事業実績等の要件はない。Nomad がコーポレート・ガバナンス等につき実質審査を行う。</li> </ul>
開 示 規 制	<ul style="list-style-type: none"> <li>新規発行時に公募(一般投資家 100 人以上への勧誘)を行わない限り、法定開示義務はない。取引所規則により、AIM 登録時の発行開示、半期毎の継続開示、及び株価に影響する情報の適時開示の義務あり。</li> <li>AIM 企業に重大な開示義務違反があった場合、Nomad の辞任等により、登録廃止に至ることがある(取引所が AIM 企業に対して直接登録廃止処分を行うことはほとんどない)。</li> </ul>
Nomad の監督等	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nomad の資格要件や業務内容は取引所規則で定められており、取引所の監督に服する。取引所は、Nomad に対する処分権限あり。</li> <li>Nomad を務めているのは、証券会社、法律事務所、監査法人等(2007 年 8 月末時点で 90 社弱)。</li> </ul>

## ロンドン証券取引所 AIM における Nomad 制度の概要

### 1. Nomad (Nominated Adviser) とは

ロンドン証券取引所 AIM において、取引所の承認を受けて、AIM 登録会社に対する助言・指導、審査・監督等を行う民間業者。

Nomad なしでは取引所への登録・売買は不可。Nomad 不在になると売買停止、不在が1ヶ月継続すると登録廃止。

### 2. Nomad の資格要件

- (1) 会社形態であること。
- (2) 直近2年間において主な業務として、コーポレート・ファイナンス(公開市場での資金調達等)に係る助言業務を行っていること。
- (3) 直近2年間において公募・売出し等の案件を3件以上手がけていること。
- (4) 適格役員(注)を4名以上雇用していること。

(注) 適格役員・・・①常勤の従業者で、②少なくとも直近3年間コーポレート・ファイナンスにおける法規制等について助言業務を行っており、③当該3年間において3件以上の公募・売出し等の案件でコーポレート・ファイナンスを主導した者

### 3. Nomad の主な業務内容

- (1) (登録申請時)登録申請会社、及び(登録後)は登録会社の登録適格性の審査
- (2) 登録会社に対して、取引所規則に基づく登録会社の責任に関する随時の助言・指導(1社当たり担当者2名(うち1名は適格役員)を配置することが必要)
- (3) 登録会社が取引所へ提出する書類の事前審査
- (4) 取引所への随時の情報提供
- (5) 取引所と登録会社との間の連絡役

### 4. Nomad への処分

Nomad は取引所の監督に服しており、取引所規則に違反した場合、取引所は、警告通知、罰金、譴責、(Nomad の)ライセンス取消し、又はこれらの処分の公表を行うことが可能。

### 5. Nomad の現状

Nomad としてライセンスを受けているのは、証券会社、法律事務所、監査法人等(2007年8月末時点で90社弱)。このうち、常時業務を行っているのは30社程度。中小規模の案件については、地場証券会社が担当するケースが多い。

## 米国の SEC 規則 144A に基づく市場の概要

### 1. 規則 144A 市場とは

米国の SEC 規則 230-144A に基づいて行われる適格機関購入者(注1)間の売買の場として開設された、参加者を適格機関購入者に限定した市場をいう。

### 2. SEC 規則 230-144A の概要

米国 1933 年証券法上、あらゆる証券について、SEC への登録なしに売付けを行うことは原則禁止。規則 230-144A は、以下のすべての要件を満たす販売勧誘行為につき、1933 年証券法上の登録規制の適用除外とするもの。

- (1) 適格機関購入者のみへの勧誘・販売であること
- (2) 売主が、規則 230-144A に基づき証券法上の登録規制の適用を受けないことにつき、合理的方法で買主に告知すること
- (3) 対象となる証券が、取引所に上場されておらず、店頭登録されておらず、かつ、投資会社法上の登録を要する一定のファンドのものではないこと
- (4) 発行者が 1934 年証券取引所法上の開示義務を負う報告会社等ではない場合においては、証券保有者又は購入予定者が、その請求により、発行者又は売主から、発行者の事業等の概要情報及び直近 3 会計年度に係る貸借対照表、損益計算書及び留保利益計算書の提供を受ける権利を有していること

(注1) 適格機関購入者には、以下のような機関が含まれる。

- ・ 1 億ドル以上の証券投資を行う保険会社、投資会社、投資顧問業者等
- ・ 1000 万ドル以上の証券投資を行う登録ディーラー
- ・ 1 億ドル以上の証券投資を行う投資グループに属する投資会社
- ・ 1 億ドル以上の証券投資を行い、かつ純資産が 2500 万ドル以上である銀行、貯蓄貸付金融機関等

### **3. 発行者の義務(開示規制)**

規則 230-144A は、上記(4)のとおり、一定の場合に発行者による情報開示を予定しているが、発行者に直接の開示義務を課すものではない。

但し、規則 144A 市場で流通する証券の保有者数が 500 人以上、かつ、当該証券の発行体の総資産が 1000 万ドル超となる場合には、1934 年証券取引所法に基づき、原則として、当該証券を SEC に登録することが必要。登録を行った場合、発行者には、法律上、年次報告書、四半期報告書、臨時報告書、内部統制報告書等の提出義務あり。

### **4. 取引規制**

相場操縦、インサイダー取引等の不公正取引を規制する SEC 規則 10b-5 は、上場の有無を問わず全ての証券を対象としており、規則 144A 市場で流通する証券についても適用あり。

### **5. 米国内の規則 144A 市場**

米国では、規則 230-144A 制定当時(1990 年)から、NASDAQ が同規則を利用した適格機関購入者間の取引のための市場(NASDAQ Portal Market)を開設していたが、近時、投資銀行を中心に、規則 144A 市場を開設する動きが活発化(代表例は以下のとおり)。これらの市場は、いずれも電子取引システムを利用したプラットフォーム。

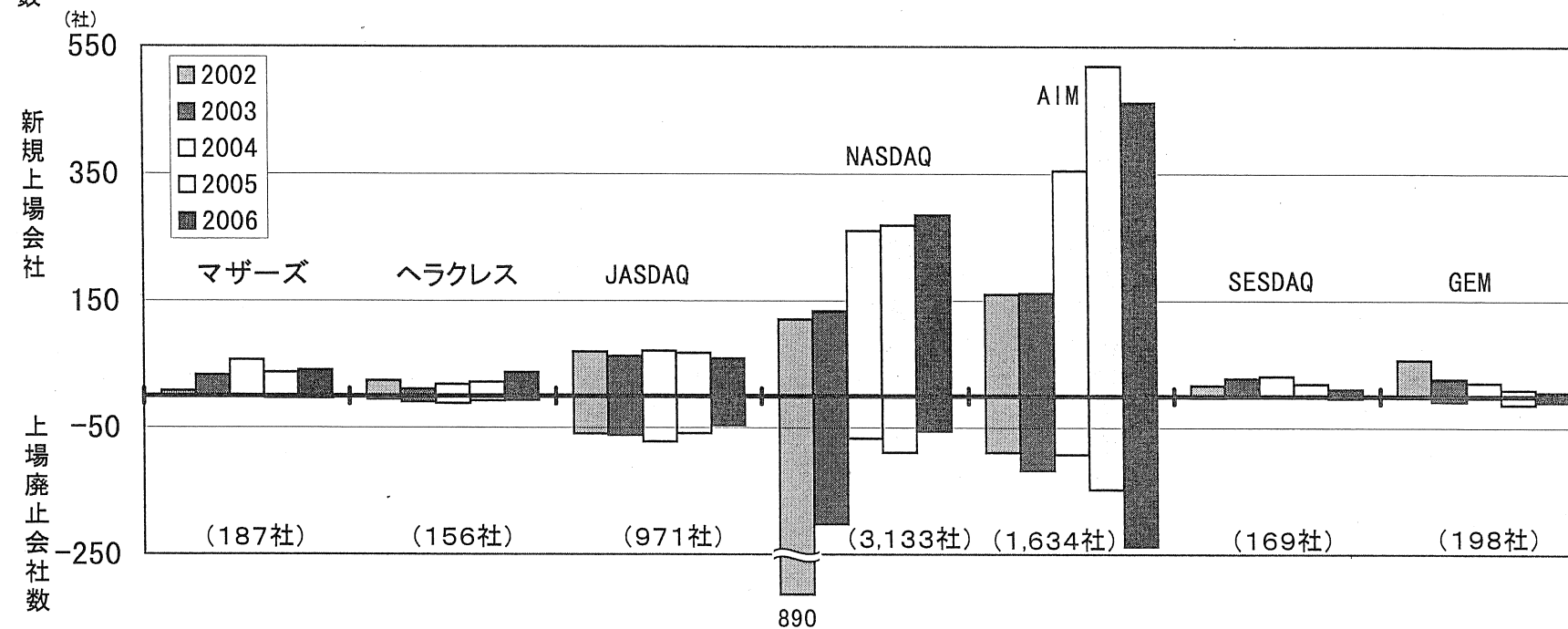
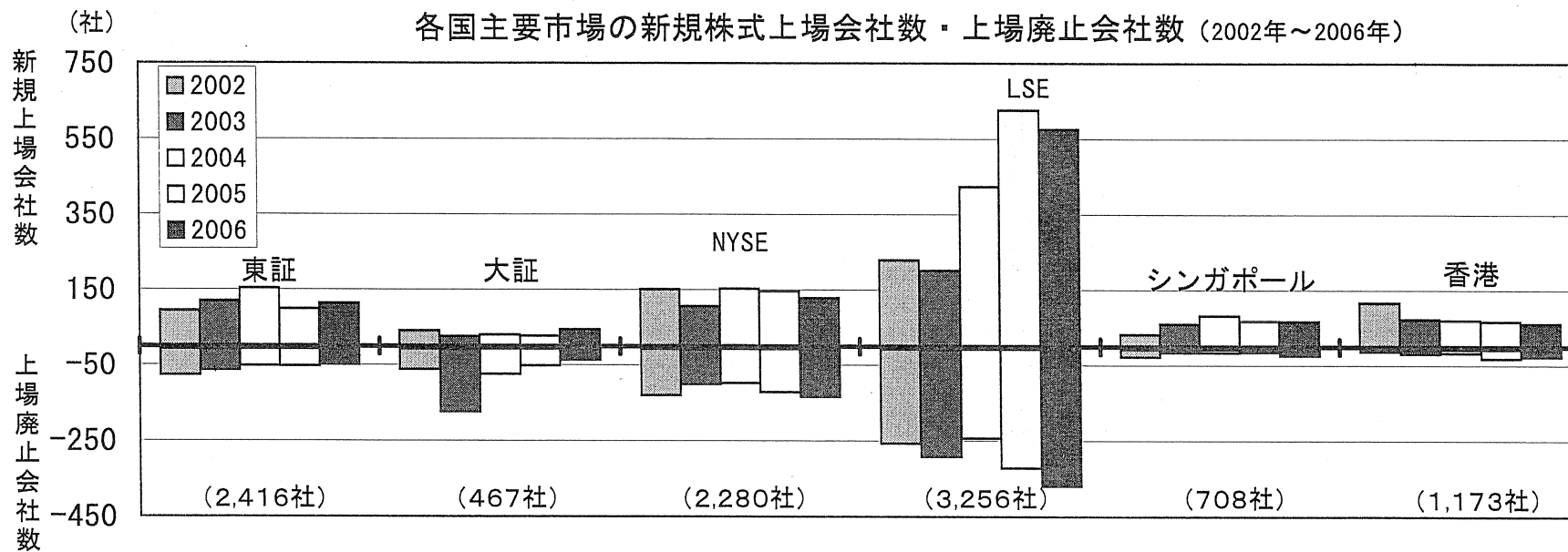
- ・ 「GS-TrUE」 (開設者:ゴールドマン・サックス、2007 年～)
- ・ 「Best Markets」 (開設者:ベアー・スターンズ、2007 年～)
- ・ 「OPUS-5」 (開設者:シティグループ、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチ、モルガン・スタンレー及びバンク・オブ・ニューヨーク・メロン、2007 年 9 月～)



## シンガポール新市場案について

特 徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>シンガポール取引所(SGX)の第二部市場(SESDAQ)にスポンサー制度を導入し、国内外の新興企業向けの AIM 型の市場に改組することを予定。</li> </ul>
開 設 時 期	<ul style="list-style-type: none"> <li>2007 年末までに取引所規則の最終改正案を提示し、2008 年の第一四半期を目途に開設予定。</li> </ul>
投 資 家	<ul style="list-style-type: none"> <li>特段の限定なし(個人投資家も投資可能)。</li> </ul>
上 場 基 準	<ul style="list-style-type: none"> <li>利益額や取引実績の要件はない。中小規模の会社の上場が念頭に置かれており、時価総額 1 億 5000 万 S\$ 以下であることが必要(10 月 16 日現在:1S\$=79.89 円)。</li> </ul>
上 場 審 査	<ul style="list-style-type: none"> <li>スポンサーが審査を行い、取引所は原則として独自の審査は行わない。スポンサーの任命が上場の要件であり、スポンサーを欠く状態が3ヶ月間続くと上場廃止。</li> </ul>
ス ポ ン サ ー	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場審査等の「上場業務」や、上場会社のコンプライアンスやガバナンスに関する監督等の「継続業務」を行う。「上場業務」を行うための資格要件は「継続業務」のみを行う場合よりも厳格。「上場業務」も行うスポンサーには投資銀行等、「継続業務」のみを行うスポンサーには法律事務所や監査法人等が就任することを想定。</li> <li>ある会社の「上場業務」を担当したスポンサーは、当該会社のスポンサー業務を最低3年間継続することが必要。</li> <li>スポンサーは取引所の監督に服する。スポンサーに対する処分内容としては、①譴責、②罰金、③登録停止、④登録取消がありうる。</li> </ul>
市場関係者の評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>海外企業や新興企業の上場誘致につながるとして概ね好意的な反応。一方で、スポンサー制度の問題点として、①スポンサーの資格要件を厳格にするとスポンサー手数料が高騰すること、②金融機関等は、ガバナンス等の調査コストとの関係上、既存の取引先以外の者のスポンサーを務めることに消極的になること等が懸念されている。</li> </ul>

各国主要市場の新規株式上場会社数・上場廃止会社数（2002年～2006年）

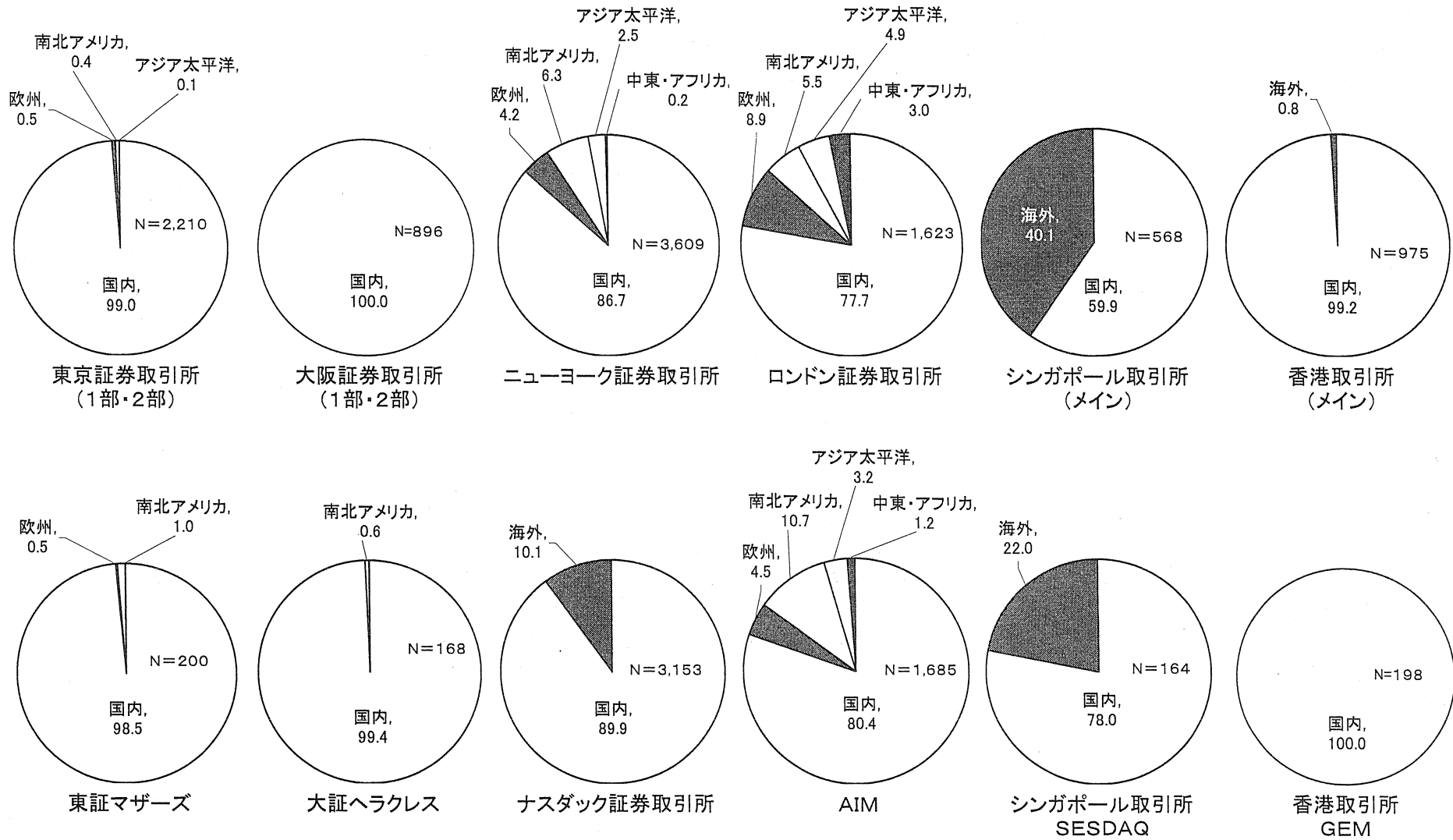


(出所) World Federation of Exchanges、各国取引所公表資料及び「図説 アメリカの証券市場2005年版」((財)日本証券経済研究所)より作成。

(注)・カッコ内は、06年末現在の上場会社数。

・各取引所の主要市場における年間の新規上場会社数、上場廃止会社数をそれぞれ示したものの。

# 各国主要市場 株式上場企業の国籍別構成比



(出所)各取引所公表資料より作成。

(注)・ナスダック証券取引所、東京証券取引所第2部及び大阪証券取引所第1部・第2部には、現時点において外国企業は上場されていない。

・ナスダック証券取引所、シンガポール取引所及び香港取引所については、国籍別計数不明のため、国内と海外の区分とした。

・ナスダック証券取引所及びロンドン証券取引所の計数は07年8月末現在、シンガポール取引所の計数は07年7月末現在、香港取引所の計数は06年12月末現在、その他の取引所の計数は07年9月末現在。

## わが国の開示制度の概要

	上 場	店頭登録	公 募 (前提:非上場・非店頭登録)	グリーンシート (前提:公募しない場合)	適格機関投資家私募
①対象株券	無制限 (但、審査基準等を満たすもの)	無制限 (但、審査基準等を満たすもの)	無制限	非上場・非店頭登録の内国株券のみ (但、証券業協会が規則で定めるもの)(注1)	無制限 (但、継続開示を行っている発行者の発行にかかる株券でないこと)
②対象投資家	無制限	無制限	無制限	無制限	適格機関投資家
③開示規制					
(1)発行開示	法定開示	法定開示	法定開示	自主規制開示	なし
(2)継続開示	法定開示 ●有価証券報告書 ●四半期報告書 ●内部統制報告書 ●臨時報告書	法定開示 ●有価証券報告書 ●四半期報告書 ●内部統制報告書 ●臨時報告書	法定開示 ●有価証券報告書 ●半期報告書 ●臨時報告書	自主規制開示(注2)	なし(注2)
(3)英文開示	平成21年3月31日までに実施(注3)	同左	同左	—	—
(4)外国企業に許容される会計基準	金融庁長官が認めるもの(注4)	金融庁長官が認めるもの(注4)	金融庁長官が認めるもの(注4)	—	無制限
(5)その他の開示規制	適時開示 (証券取引所規則)	適時開示 (証券業協会規則)	なし	適時開示 (証券業協会規則)	なし

	上 場	店頭登録	公 募 (前提:非上場・非店頭登録)	グリーン・シート (前提:公募しない場合)	適格機関投資家私募
④転売規制	なし	なし	なし	なし	適格機関投資家のみ に転売可
⑤公開買付け規制の適用					
(1)第三者による公開買付け	あり	あり	あり	なし(注2)	なし(注2)
(2)発行者による公開買付け	あり	あり	なし	なし	なし
⑥大量保有報告 規制の適用	あり	あり	なし	なし	なし

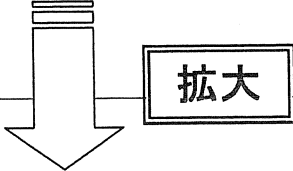
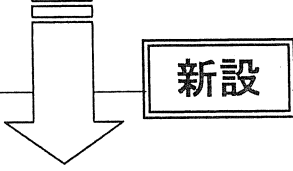
(注1) 当該グリーンシート銘柄の取扱会員等以外の会員が、譲渡制限を付して適格機関投資家のみに対して投資勧誘を行うときには、当該会員には自主規制の適用はない(日証協「グリーンシート銘柄に関する規則」38条)。

(注2) 内国株券等の所有者の数が、当該事業年度又は前4事業年度の末日において500名以上の場合には、当該内国株券等の発行者は継続開示義務を負う(金商法24条1項4号)(ただし、四半期報告書及び内部統制報告書の提出義務はない)。また、第三者による公開買付け規制の対象となる。

(注3) 外国会社等を対象に、日本語による要約等の添付を条件に、英文の有価証券報告書等に類する書類の提出が可能(有価証券届出書等は対象外)。外国ETFについては施行済。

(注4) 財務諸表規則127条に基づき、金融庁長官が公益又は投資者保護に欠けることがないものとして認めた用語・様式・作成方法による財務書類の提出が可能。米国会計基準等に認められた事例が多い。

## 金融商品取引法上のプロ概念

	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; display: inline-block;">適格機関投資家</div> <証券発行時の開示規制を免除(プロ私募)>	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; display: inline-block;">特定投資家</div> <契約締結時の書面交付義務等を適用除外>
証券 取引法	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 金融機関</li> <li>○ 有価証券報告書提出会社 (有価証券残高 100 億円以上) 等</li> </ul>	制度なし
金融商品 取引法	<div style="text-align: center;">  </div> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 金融機関</li> <li>○ 法人 (有価証券残高 10 億円以上)</li> <li>○ 個人 (有価証券残高 10 億円以上、かつ 1年以上の取引経験)</li> </ul> <p style="text-align: right;">等</p>	<div style="text-align: center;">  </div> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 適格機関投資家</li> <li>○ 上場会社</li> <li>○ 資本金5億円以上の株式会社 等</li> </ul> <p style="text-align: center;">(⇒ 一般投資家へ移行可能)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 上記以外の法人</li> <li>○ 一定要件(※)を満たす個人</li> </ul> <p style="text-align: center;">(⇒ 一般投資家から移行可能)</p> <p style="text-align: right;">等</p>

(※)純資産額及び金融資産3億円以上、かつ、1年以上の取引経験のある者。

## PTS(私設取引システム)について

PTS(Proprietary Trading System)とは、電子情報処理組織を利用して、同時に多数の者を相手に、有価証券の売買等を集団的・組織的に行うもので、金融商品取引法における金融商品取引業として位置付け(同法第2条第8項第10号)、これを認可制とすることで投資者保護を図っている。

### PTS

(第2条第8項第10号)

有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの

- イ 競売買の方法(有価証券の売買高が政令で定める基準を超えない場合に限る。)
- ロ 金融商品取引所に上場されている有価証券について、当該金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場における当該有価証券の売買価格を用いる方法
- ハ 第六十七条の十一第一項の規定により登録を受けた有価証券(以下「店頭売買有価証券」という。)について、当該登録を行う認可金融商品取引業協会が公表する当該有価証券の売買価格を用いる方法
- ニ 顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法
- ホ イからニまでに掲げるもののほか、内閣府令で定める方法(顧客注文対当方式、売買気配提示方式)

## 不公正取引規制の適用について

項 目		①上場有価証 券	②店頭売買有 価証券	③取扱有価証 券※	④青空銘柄 (左記以外)	
不正行為の禁止(157条)		○	○	○	○	
風説の流布、偽計、暴行又は脅迫の禁止(158条)		○	○	○	○	
相場操縦行 為等の禁止 (159条)	仮装売買等の禁止(1項)	○	○	○	×	
	取引誘因目的 による右記行 為の禁止(2 項)	繁盛を誤解させるべき一連の売買等(1号前半)	○	○	○	×
		市場相場を変動させるべき一連の売買等(1号後半)	○	○	×	×
		市場相場変動情報の流布(2号)	○	○	×	×
		虚偽等の表示(3号)	○	○	○	×
	安定操作目的の一連の売買等の禁止(3項)	○	○	×	×	
空売り禁止(162条1項1号)		○	○	○	○	
逆指値注文禁止(162条1項2号)		○	○	○	○	
インサイダー規制(166条)		○	○	○	×	
第三者による TOB 時のインサイダー規制(167条)		○	○	△ (有報提出会社のみ)	×	
発行者による TOB 時のインサイダー規制(167条)		○	○	×	×	

※ 取扱有価証券とは、認可金融商品取引業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、新株予約権付社債券、投資証券等（上場有価証券及び店頭売買有価証券を除く。）を意味する（現状はグリーンシート銘柄のみ）。



## 金融商品取引所及びその子会社の業務範囲

### 金融商品取引所の業務の範囲

金融商品取引所は、取引所金融商品市場の開設及びこれに附帯する業務のほか、他の業務を行うことができない(金商法第 87 条の 2)。

### 金融商品取引所の子会社※の範囲

金融商品取引所は、取引所金融商品市場の開設及びこれに附帯する業務を行う会社以外の会社を子会社としてはならない。ただし、内閣総理大臣の認可を受けた場合は、取引所金融商品市場の開設に関連する業務を行う会社を子会社とすることができる(金商法第 87 条の 3 第 1 項)。

※ 「子会社」とは、金融商品取引所がその総株主等の議決権の過半数を保有する会社をいう(金商法第 87 条の 3 第 2 項)。