

## 「『有価証券の売出し』概念の見直し」についての論点

項 目	論 点	備 考
1. 売出し概念の見直しの必要性	<p>◇ 「有価証券の売出し」に係る実務の現状については、金融商品取引業者等による既発行外国有価証券の販売において、約定者数を基準として49人ごとに「均一の条件」の内容を僅かに変更しながら販売することが行われているとの指摘がある。これにより、大量の有価証券がほぼ同じ条件で、本来必要とも思われる法定開示なくして販売されている場合があり、有価証券の種類等によっては、投資家保護の観点等から望ましくない状況にある。他方、流通市場において流動性を付与するために行われるマーケットメイクは、本来必ずしも法定開示は必要とは思われぬものであるが、多数者(50人以上)に対して同時に同じ売り気配値を示していることから、売出しに該当する可能性があるとの指摘もある。これらの指摘を踏まえると、売出し概念の整理が必要ではないか。</p> <p>◇ 上記のような、本来必要とも思われる開示がされず、本来不要とも思われる開示が求められるという問題は、「売出し」に係る法定発行開示規制を「50人以上」と「均一の条件」という2つの要件によって規制していることに由来しているのではないか。有価証券のクロスボーダー取引や複雑な取引が日常的に行われている実務の現状に照らし、2つの要件を今日的な形に見直すべきではないか。その際、売出しに該当すると法定開示が必要となり、該当しなければ原則として情報提供は不要という、現在の二者択一的な情報開示のあり方についても、今日の取引実務に照らし、併せて見直されるべきではないか。</p>	

2. 売出し概念  
の見直しの方  
向性

◇ 上記のような現状認識・問題意識を踏まえ、以下の方向で見直すこととしてはどうか。

○ 「50人」要件については、基本的に維持する。ただし、「一定期間内に50人」とするべきではないか。

○ 「均一の条件」要件に関しては、開示が必要な場面について開示がされない、開示が不要な場面について開示が求められる、情報提供の有無が二者択一的であるという問題を孕んでいることから、投資者が投資情報を必要とする程度に応じて、開示・情報提供を要する場面を3つに分類すべきではないか。

① 国内において十分に投資情報が周知されている既発行の有価証券の取扱いについては、基本的には更なる情報の開示・提供は不要ではないか。

② 海外において投資情報が存在するが国内には投資情報が存在しない既発行の有価証券の取扱いについては、一定の情報提供がなされれば、法定開示は不要とされる類型があるのではないか。

③ 投資情報が乏しい既発行の有価証券の取扱いについては、基本的には法定開示が必要はないか。

○ さらに、④投資者の情報収集・分析能力の程度や取引の態様等に照らして法定開示は不要と考えるべき類型もあるのではないか（私売出し制度の拡充）。

—— 投資者が投資情報を必要とする程度は、投資者に情報収集・分析能力があるか、流通市場が国内に存在するか、販売者との間に情報の非対称性があるか、海外を含めた公開情報の有無・程度、

○ 「『均一の条件』をはずした場合、証券取引所を通じて行う取引等、証券会社が日常的に行う既発行証券の取得等の勧誘についても開示規制が課せられ、市場における証券の円滑な流通が阻害されることになる可能性がある」（証券取引審議会ディスクロージャー小委員会報告「ディスクロージャー制度の見直しについて」（平成3年4月26日）参照）。

○ 米国では、ディーラーによる取引が原則として発行開示の適用対象外とされている（ただし、一定の公募に近接して行われる取引や、自己が引き受けた有価証券の売れ残りに係る取引を除く。）。なお、「ディーラー」とは、有価証券の勧誘、売買その他の取引をすること

	<p>取引の態様、発行者の信用力、有価証券の種類等を考慮する必要があるのではないか。</p> <p>—— 「均一の条件」は、証券取引所を通じて行う取引等、証券会社が日常的に行う既発有価証券の取引を、発行開示規制の対象から除外することを念頭に置いて設けられた要件と考えられる。この点、米国においては、いわゆるディーラー特権と呼ばれる仕組みがとられ、日常的な取引が発行開示の適用から除外されている。わが国においても、「日常的に行う既発有価証券の取引」の範囲を画するに当たり、取引の主体が金融商品取引業者等であるか否かをも加味して考えることができるのではないか。</p>	<p>を業とする者をいい、引受人に該当するものは除かれる。「引受人」とは、おおむね、有価証券の売捌き(distribution)を目的として発行者・発行者の関係者から当該有価証券を取得する者をいう。</p>
<p>3. 発行開示を免除する売出し①</p> <p>— 気配の提示</p>	<p>以上のような基本的な考え方のもとに、例えば以下(3から6まで)のように考えられるのではないか。</p> <p>◇ 売り気配の公表等は、その目的・態様等によっては、有価証券の売出しに該当する可能性がある。一方で、かかる気配情報の公表の中には、有価証券に流通性を付与する、社会一般に対し財産評価の基準を提供する等の社会的有用性が認められるものも存在し、一律に禁ずるべきではないと考えられるが、どうか。</p> <p>◇ 法令上の義務の履行として行う気配の通知・公表(例えば、金商法67条の18及び67条の19による申込み価格の通知・公表)については、それ以上の積極的・能動的な行為を伴わない限り、「勧誘」行為に該当せず、売出しには当たらないと解釈される。</p>	

- ◇ 店頭売買有価証券市場における有価証券の売買については、現在は売出し規制の適用除外に含まれていないが、取引所金融商品市場における売買と同様に考え、売出し規制の適用除外にすることが考えられるが、どうか。
- ◇ PTS における有価証券の売買については、投資者が基本的に十分な投資情報が入手可能であるか否かの観点から、現在は金融商品取引所に上場されている銘柄に係る取引のみを売出し規制の適用除外としている。これに加え、店頭登録銘柄の PTS における売買を適用除外にすることが考えられるが、どうか。
- ◇ 後記4から6の各取引について売出し規制の適用除外とする場合、これらの要件を満たす形態の PTS 取引に関しては、売出し規制の適用除外に含まれることになると考えられるが、どうか。
- ◇ その他の気配を表示する行為(情報提供メディア、ウェブサイト、新聞等への気配情報の掲載等を含む。)の売出し該当性については、各行為の態様に応じて個別具体的に考慮されるべきと考えられる。その際、当該表示の目的、表示の内容(売り気配のみならず買い気配も提示しているか等)、当該表示に関する法令・慣行の有無等を考慮すべきではないか。
- ◇ なお、後記4から6の各取引について売出し規制の適用除外としない場合、適格機関投資家限定の PTS における取引、国内で継続開示が行われている銘柄の PTS における取引、又は海外で上場・店頭

○ ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告「今後の開示制度のあり方について」(平成17年6月28日)(抜粋)

「WGにおいては、PTSにおける上場有価証券の売買に係る売出し概念の整理について検討を行った。証券会社が特に認可を受けて行うPTSにおける取引であり、かつ、取引の対象が上場されている有価証券であれば、投資者は基本的に十分な投資情報の入手が可能であると考えられ、売出しに該当しないとの取扱いをしても、投資者保護に欠けることはないものと考えられる。

また、PTS以外における売買や上場有価証券以外の売買についても、取引の実態を踏まえ、今後、必要に応じ、その取扱いの明確化が図られるべきである。」

	<p>登録されている銘柄の PTS における取引等については、投資者による投資情報の入手の可能性の程度等を考慮して、適用除外の可否を検討すべきではないか。</p>	
<p>4. 発行開示を免除する売出し② — 既開示証券の売出し</p>	<p>◇ 現行の売出し規制では、引受人等によるものか、一般の投資者によるものかを問わず、既開示証券について「均一の条件」で「50人以上」の者に対して行う売付け勧誘等は、法定開示規制の対象とされる。しかしながら、EDINET による開示等が普及した今日においては、国内において法定開示が行われている有価証券について、個々の投資者による法定開示情報へのアクセスも容易である。このような売出しを取り巻くインフラの変化等を踏まえ、引受人等以外の者が「50人以上」の者に既開示証券の売付けを行う場合には、売出しについて現在必要とされている目論見書の交付及び有価証券通知書の提出は、免除することとしてはどうか。</p> <p>◇ 他方、発行者、主要株主等発行者の関係者及び引受人による売出しについて、引き続き目論見書の交付と有価証券通知書の提出を求める必要があると考えられるが、どうか。</p> <p>—— 発行者、発行者の関係者及び引受人は、発行者に関する未公表の情報を保有し、又は容易に取得することが可能な立場にあるため、情報の非対称性の問題がありうるのではないか。この点、継続開示により発行者に関する情報は提供されており、情報の非対称性は比較的小さいとも考えられるが、現行制度において目論見書に記載することとされている「参照書類に含まれていない重要な事実の内容」等については、なお開示を求め</p>	<p>○ 有価証券通知書は公衆縦覧には供されない。有価証券通知書は情報開示のための制度ではなく、当局が売出し等の状況を把握するための制度である。なお、有価証券通知書の提出者は、売出人ではなく発行者である。</p> <p>○ 米国において発行開示義務が課される募集・売出しは、基本的には発行者又は引受人によるもののみであるが、発行者の関係者(大株主等)が証券業者を通じて有価証券を処分</p>

	<p>る意義があると考えべきか。</p> <p>—— 目論見書は有価証券通知書の添付書類として財務局に提出されている。目論見書の交付を必要とする場合については、引き続き有価証券通知書の提出も求めるべきか。</p>	<p>する場合、当該証券業者は引受人に該当し、発行開示義務を負う可能性がある。上記「引受人」の定義参照。</p>
<p>5. 発行開示を免除する売出し③</p> <p>— 海外発行証券</p>	<p>◇ 海外発行証券のうち、主要国の外国国債など、有価証券の種類等に照らし国内において投資者の投資判断に必要な情報が十分に周知されているものなどは、一般投資家に販売しても投資者保護上問題が少ないと認められ、発行開示を免除することが考えられないか。</p> <p>◇ 上記のほか、発行者に関する情報の国内における入手可能性の観点から、以下のいずれかを要件として法定開示を免除してはどうか。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 発行者が金商法に基づき特定証券情報及び発行者情報の提供又は公表を行っていること(金商法27条の31、27条の32)。</li> <li>○ 海外において開示(特定証券情報・発行者情報と同程度の内容を有するものに限る。)がなされている有価証券について、日本証券業協会の規則に基づく「外国証券内容説明書」の記載内容を参考としつつ、情報提供制度の法的枠組みを設け、金融商品取引業者等が、この制度に基づく情報を提供していること(勧誘時及びその後継続して行うこと)。</li> </ul> <p>◇ 国内における流通性及び価格情報の入手可能性を確保するため、売付け勧誘を行う者を金融商品取引業者等に限り、かつ、当該金融商品取引業者等が、対象銘柄についてマーケットメイクを行うか、又は継続的に売買若しくは売買の媒介、取次ぎ若しくは代理を行うこと</p>	

	<p>等を要件とすべきではないか。</p> <p>◇ 発行に近接して販売が行われる場合には、流通価格や発行者等に関する情報が十分にあるとは限らず、情報の非対称性が存在する可能性がある。また、そもそも発行に近接して行われる勧誘については、発行開示又は私募手続に服すべきと考えられる。このことから、発行に近接して行われる売出しについては、法定開示の対象とすべきではないか。発行に近接しているか否かの基準としては、例えば、発行から6か月程度を目安にすることでどうか。</p> <p>◇ 勧誘をする金融商品取引業者等が引受けた有価証券についても、情報の非対称性の問題等を考慮すれば、法定開示の対象とすべきではないか。</p> <p>【注】 上記制度を整備するに伴い、現在の金商法23条の14(海外発行証券の少人数向け勧誘の条件の明示等に関する規定)は廃止することとなる。</p>	<p>○ 米国のディーラー取引の開示免除においても、ディーラーが引受人に該当する場合や、引き受けた有価証券の売れ残りの販売については、開示免除はなされない。</p>
<p>6. 発行開示を免除する売出し④ —私売出し</p>	<p>◇ 現在、勧誘の相手方の属性や人数を基準として設けられているセカンダリーの開示免除取引の類型としては、50人未満に対する勧誘(適格機関投資家も人数に算入)及び特定投資家向け売付け勧誘等(いわゆる特定投資家私売出し)が存在する。プライマリーにおける私募制度との整合性及び投資者の情報収集・分析能力等を踏まえ、セカンダリーの開示免除取引(いわゆる私売出し)の範囲を見直すことが考えられるのではないか。</p>	<p>○ プライマリーにおける発行開示の免除(私募)の類型は、以下の3つ</p> <p>(1) 少人数私募(人数算定時に適格機関投資家の数を控除可能。ただし、控除分に対応する有価証券</p>

◇ 私売出しの対象となる有価証券の範囲については、以下のように考えられることから、基本的には海外発行証券に限られると考えられるのではないか。

- 国内で募集により発行された有価証券については、既に開示が行われているため、原則として売出しについての発行開示は不要と考えられる(前記4参照)。
- 国内で私募により発行された有価証券については、発行時に既に転売制限が付されていることから、原則として、当該私募に係る転売制限の範囲内で転売できるとすべきと考えられる。

◇ 適格機関投資家私売出し

- 相手方が適格機関投資家に限定されたセカンダリーの勧誘についても、投資者の情報収集・分析能力に照らし、発行開示を免除することとしてよいか。
- 勧誘の相手方に適格機関投資家が含まれている場合に、適格機関投資家を控除した相手方の数が50名未満であれば、発行開示を免除することとしてよいか。
- これらについて発行開示を免除する場合、対象とする有価証券は、海外発行有価証券に加え、少数私募により国内で発行された有価証券(適格機関投資家以外の者が保有しているもの)も含めることができるのではないか。この場合、当初付された転売制限は消滅させ、新たに適格機関投資家以外の者への譲渡を防止するための転売制限を付すべきではないか。ただし、既存の権利者に不測の不利益を与えることを防止するため、既存の権

は、適格機関投資家以外の者に転売されないとの条件を付すこと)

(2) 適格機関投資家私募(適格機関投資家以外の者に転売されないとの条件を付すこと)

(3) 特定投資家私募(特定投資家以外の者に転売されないこと等の条件を付すこと)

- EUにおいては、適格投資家限定の勧誘は開示規制が免除される。また、少数向け勧誘の人数算定に当たっては、適格投資家を除外して計算することとされている。
- 米国においては、Rule 144Aに基づき、適格機関購入者限定の勧誘について開示規制が免除される。
- EUにおいては、適格投資家向け勧誘や少数向け勧誘について、目論見書指令上は「転売制限」の定めはない。



利者については、変更前の転売制限に従った転売の機会も認めるべきではないか。

- 私売出しがなされた旨及び転売制限の変更等に関する事項を周知するため、例えば、日本証券業協会に適格機関投資家私売出しに係る銘柄の登録・公示制度を設け、適格機関投資家私売出しに關与する金融商品取引業者等に報告を求めることとはどうか。

—— 当該銘柄の所有者のうちの一部の者が、発行者及び他の所有者の関知しないところで適格機関投資家私売出しを行った場合、そのことを公示しないまま転売制限の内容を変更すると取引に混乱が生じる可能性がある。この点、私募においては券面への記載等を通じて転売制限が公示されるが、セカンダリー取引において事後的に券面への記載等を変更することは困難である。

—— 勧誘行為は金融商品取引業者等によりなされることが多いと考えられることから、金融商品取引業者等に日本証券業協会への通知義務を課すこととはどうか。

- 前記5による法定開示の免除を受けた有価証券については、適格機関投資家のみへの転売か、前記5の条件か、いずれか一方の制限を遵守すれば足りるのではないか。

#### ◇ 少人数私売出し

- 勧誘の相手方が一定期間内に50名未満(適格機関投資家の数は控除)の海外発行証券については、基本的には、現行制度と同様に一括転売制限を付すことで開示を免除すべきではないか

○ 米国においては、少人数私募に類する制度(Regulation D)により発行された有価証券は、基本的には取得から2年間保有しないと転売には制約があるが(Rule 144)、転売先の人数制限はない。取得から2年以内であっても、Rule 144Aを利用すれば、適格機関購入者に転売することが可能である。

○ 少人数私募等で発行された銘柄について特定投資家私売出しをすると、発行時の転売制限は消滅し、新たに特定投資家以外の者への譲渡を制限する転売制限が付される(金商法4条3項3号)。この前提として、特定投資家向け私売出しに際しては、特定証券情報が提供又は公表されることにより私売出しが周知される。また、既存の権利者は、私売出しがなされてから一定期間は、届け出なくして従前の転売制限

	<p>(ただし、海外で開示が行われている銘柄については、前記5参照)。</p> <p>○ 一方、国内で情報提供(法定開示又は前記5の情報提供を含む。)が何もなされていない海外発行証券が多数の投資者に販売されることを防止するための方策を講じることが必要ではないか。例えば、日本証券業協会に少人数私売出しに係る銘柄の登録・公示制度を設け、海外発行証券を国内に持ち込む金融商品取引業者等に当該銘柄に係る国内の所有者数の報告を求め、当該銘柄の国内の所有者数が、例えば1000人に達した時点で、当該銘柄の更なる国内への持込みを禁じること(一種の外形基準)等を検討すべきではないか。</p>	<p>に従った譲渡をできることとされている(企業内容開示府令改正案2条の5第1項3号)。</p>
<p>7. 私募商品に係る情報提供</p>	<p>◇ 前述のとおり、海外発行証券について、特定証券情報及び発行者情報の提供を要件の1つとし、発行開示規制を免除することが考えられるが、将来的に、「有価証券の私募」又は「有価証券の私売出し」に係る有価証券についても、これらを利用して一定の情報提供を求めることを引き続き検討していくことが考えられるが、どうか。</p>	<p>○ 金融・世界経済に関する首脳会合 宣言(2008年11月18日)(抄)</p> <p>・ アクションプラン</p> <p>透明性及び説明責任の強化</p> <p>規制当局及び会計基準設定主体は、複雑な金融商品についての(金融機関による(by firms))市場参加者に対する義務的な開示を強化すべきである。</p>