

金融審議会金融分科会第一部会  
ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告  
開示諸制度の見直しについて

平成20年12月17日

## ディスクロージャー・ワーキング・グループ メンバー

(平成20年12月17日現在)

座長	岩原 紳作	東京大学大学院法学政治学研究科教授
メンバー	阿部 泰久	社団法人日本経済団体連合会経済第二本部長
	天野 正人	メリルリンチ日本証券株式会社オフィス・オブ・ジェネラル カウンセル取締役・マネージング・ディレクター・ジェネラル カウンセル
	乾 文男	社団法人投資信託協会副会長
	大崎 貞和	株式会社野村総合研究所研究創発センター主席研究員
	岡野 進	株式会社大和総研執行役員兼常務理事
	小島 茂	日本労働組合総連合会総合政策局長
	鹿毛 雄二	企業年金連合会常務理事
	加藤 貴仁	神戸大学大学院法学研究科准教授
	菅 宏	三菱重工業株式会社代表取締役常務執行役員
	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	斎藤 静樹	明治学院大学経済学部教授
	静 正樹	株式会社東京証券取引所執行役員
	首藤 恵	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
	田島 優子	さわやか法律事務所弁護士
	田中 浩	野村証券株式会社常務執行役(内部管理統括責任者)
	土岐 大介	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社 代表取締役社長
	永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会
	原 早苗	埼玉大学経済学部非常勤講師
	平田 公一	日本証券業協会常務執行役
	藤井 孝二	株式会社みずほ銀行証券業務部部長
松島 憲之	日興シティグループ証券株式会社株式調査部MD	
丸山 雅彦	株式会社大阪証券取引所執行役員	
吉田 稔	旭化成株式会社理事グループフェロー業務監査室長	
吉原 康夫	野村アセットマネジメント株式会社常務執行役	
若園 智明	日本証券経済研究所主任研究員	

(50音順 敬称略)

# 金融審議会金融分科会第一部会 ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告 — 開示諸制度の見直しについて —

## I. 審議経過等

金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループでは、本年(平成20年)10月以降、有価証券取引の実務や投資家、発行者等のニーズを踏まえ、投資家にとって分かりやすく、真に必要な投資情報の開示を求める観点から、開示諸制度等の見直しについて審議を進めてきたところである。

具体的には、「発行登録制度」、「目論見書制度」及び「有価証券の売出し概念」の3つのテーマについて、それぞれ次のとおり審議を行った。

### (1) 「発行登録制度」について

格付への過度な依存が今般の金融市場の混乱の一要因となったことを背景に、格付の公的利用のあり方について検証を行うとの国際的な合意を踏まえ、発行登録制度の利用適格要件のうちの周知性要件としての格付を利用した要件の撤廃とそれに代わる要件の新設について検討を行った。また、発行登録制度の利便性向上の観点から、発行登録制度の対象有価証券の拡大等についても検討を行った。

### (2) 「目論見書制度」について

投資信託証券の販売時に必ず投資家に交付しなければならない「交付目論見書」を、投資家にとって読みやすく、利用しやすいものとするための検討を行った。加えて、投資信託証券に係る「交付目論見書」・「請求目論見書」のみならず投資信託証券以外の有価証券に係る「目論見書」、さらには、投資信託及び投資法人に関する法律の規定により投資信託の受益者に交付しなければならない「運用報告書」について、投資家への電子交付手続の簡素化等について検討を行った。

### (3) 「有価証券の売出し概念」について

本来情報開示が必要とされる場合に開示規制の対象とならず、その必要性が低い場合に開示規制の対象となるということがないよう、「有価証券の売出し」に係る情報開示を規制している「(その相手方が)50名以上」と「均一の条件」の2つの要件について見直しを行い、有価証券の種類、有価証券の販売形態ごとに開示規制の取扱いを明確化することについて検討を行った。

当該ワーキング・グループにおいては、これらの検討結果を踏まえ、今般、報告を

取りまとめたものである。

今後、本報告に示された考え方を踏まえて、関係者において細部の検討が進められ、適切な制度整備が図られるよう期待する。

## Ⅱ. 「発行登録制度」の見直し

### 1. 利用適格要件の見直し

#### (1) 周知性要件の要否

発行登録制度の利用適格要件のうち周知性の要件が要求されている趣旨は、電子開示システム(EDINET)が導入される前においては、開示書類の情報は、財務局、発行者の本店・主要な支店、金融商品取引所(有価証券がその金融商品取引所に上場されている場合)、書店等、限られた場所においてのみ入手可能であったことから、発行登録追補書類が提出された後、短期間で投資判断を行うためには、発行者に関する情報が流通市場等を通じて周知されていることが必要不可欠であったことにある。

一方、今日においてはインターネットが普及し、有価証券報告書等の開示書類についてEDINETを利用して提出することが義務付けられたことにより、EDINETを含め発行者の情報を取得することが飛躍的に容易となったことから、制度創設当初において周知性の要件を要求した趣旨は必ずしも妥当しなくなっており、もはや周知性の要件は不要となったのではないかと考えられる。

しかしながら、大量の証券が一時に発行・販売される局面において、流通市場を通じて発行者に関する情報が予め周知されているという「周知性」の要件は、短期間で投資判断を行う投資家に対してその投資判断を補強する材料を提供し、ひいては投資判断を得やすい環境を提供するのではないかと考えられ、このような補完的な投資情報の提供という意味において、今日的な有用性を見出すことができるとの意見が大勢であった。

#### (2) 格付要件の撤廃

企業内容等の開示に関する内閣府令(「開示府令」)においては、発行登録制度の利用適格要件のうち周知性の要件の1つとして、指定格付機関から一定内容の格付を取得していること(「格付要件」)が定められている。当該規定においては、格付の有無及び内容が簡易な法定開示を許容するための要件そのものとなっているが、格付情報を信用リスクに係る意見表明の一つとして発信し市場機能

の強化に資するという格付本来の位置付けに立ち戻る観点から、当該要件は撤廃されるべきである。また国際的にも、格付への過度な依存が今般の金融市場の混乱の一要因となったことから、かかる状況を是正するため、格付の公的利用のあり方について検証を行うとの方向で合意がなされたところであり、格付要件の撤廃は、このような国際的合意に沿ったものとなる。

格付要件に代わる要件としては、現状、格付要件に基づき発行登録制度を利用している者が引き続き当該制度を利用することを可能とすべきであることを踏まえた上で、上述の周知性の要件の意義、及び過去における発行登録制度の利用実績に鑑み、たとえば、過去5年間において、発行開示を行った募集又は売出しに係る社債券の券面総額が100億円以上であること、とすることが考えられる。

外国債等の発行者の内容等の開示に関する内閣府令及び特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令(「特定有価証券開示府令」)についても、上記と同様の見直しを行うことが適当である。

## **2. SPCによる発行登録制度の導入**

現在、特定有価証券開示府令が規定する証券のうち、内国投資証券及び外国投資証券についてのみ発行登録制度の利用が認められているところ、資産流動化法上の特定目的会社や外国の特定目的会社についても機動的な資金調達を可能とするため、同法上の特定社債券、優先出資証券及び新優先出資引受権並びに外国の特定目的会社が発行するこれらに類する有価証券について、新たに発行登録制度の利用を認めることが適当である。

## **3. プログラム・アマウント方式の採用**

発行登録制度を利用した機動的な資金調達をより利用しやすいものとするため、海外のMTNプログラムと同様、発行登録にあたりプログラム・アマウント方式(発行登録書に発行残高の上限を記載し、償還等により発行残高が減少した場合に発行可能額の増額を認める方式)の選択を認めることが適当である。

なお、償還等により発行可能額が増加した際には、訂正発行登録書に代えて、一定の補足書類により開示を行うこととすることが考えられる。

## **4. その他**

発行登録制度における利用適格要件の見直し、対象有価証券の範囲拡大等に

ついでにの考え方は、前述のとおりである。今後、これらの考え方に基づき、具体的な制度整備を進めていく際は、グローバルな有価証券の発行・流通に関するニーズ、投資家の投資判断に必要な情報の周知状況等を踏まえ、実務的に更なる検討が行われることを期待するものである。

### **Ⅲ. 「目論見書制度」の見直し**

#### **1. 交付目論見書を見直すに当たっての視点**

目論見書は、投資家の有価証券についての投資判断に必要な情報を、適正に、正確に、かつ、分かりやすく提供する開示制度上の手段であり、投資家にとって読みやすく、利用しやすいものである必要がある。

特に、投資信託証券に係る目論見書については、これまで、投資信託証券が一般投資家にとって身近な商品であることに鑑み、投資家にとって分かりやすい目論見書とするよう、目論見書を投資家に必ず交付しなければならない交付目論見書と、投資家からの請求があった場合に交付しなければならない請求目論見書に分割するなどの制度改正が行われた。また、目論見書の作成者である投資信託証券の発行者等においても図や表を織り交ぜて作成するなどの工夫が見られる。

しかしながら、交付目論見書は、①分量が非常に多い、②全体的に専門用語が多く、表現が分かりづらい、③全体の構成が複雑で、どこに何が書かれているか分からない、④重複が多いなどから、投資を行う(ファンドを選ぶ)に当たって、的確に情報を見つけにくいとの不満が利用者たる投資家から多く寄せられている。

したがって、投資信託証券の目論見書について、投資家にとって投資情報として特に重要であると考えられる情報を読みやすく、利用しやすい形で提供する観点から、交付目論見書の記載項目、記載方法等の形式面についての標準化・統一化を図るとともに、その具体的な記載内容についての見直しを行うことが適当である。

また、目論見書の交付方法として電子交付の利用を促進することにより、特に請求目論見書について、投資家は必要とする情報を必要なときに、迅速に取得することができるなど、分かりやすく、利用しやすい目論見書の実現に資するものと考えられることから、目論見書の電子交付手続の見直し等を行うことが適当である。

#### **2. 新しい交付目論見書の記載事項**

(1) 特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令の改正

投資家にとって利用しやすい交付目論見書にするためには、例えば、複雑な仕組みの投資信託を除き、数ページ程度の分量に収めるなどの工夫を通じて、投資判断に必要なかつ簡潔な情報が、分かりやすい形で提供されるよう改善されることが相当である。

現行制度上、目論見書の記載内容については、特定有価証券開示府令において有価証券届出書の記載様式を引用する形式をとりつつ、多数の記載項目を定めるとともに、それに加えて、図表などを用いた分かりやすい記載も要求している。この記載項目数を維持したまま交付目論見書の分量を大きく減らすことは困難であると考えられる。

このため、特定有価証券開示府令を改正し、有価証券届出書記載事項を引用する形から目論見書独自の記載事項を定める形式に改めることとし、また、その記載内容についても、投資家の投資判断に必要な内容に記載項目を絞りこむ方向で見直すことが適当である。

## (2) 交付目論見書の記載内容

交付目論見書の記載内容を簡素化すべきとの論点について、我が国の投資環境が欧米とは異なるため、単に欧米と同様の制度とはせず、投資家保護の観点を重視し、十分な内容とすべきとの指摘がある。また、ファンド・オブ・ファンズや複雑な仕組みの投資信託については、投資先のファンドの組成や投資先の情報が必要であり、すべての投資信託について記載内容を簡素化・一律化することは妥当ではなく、ファンドの種類やリスクの大きさ等に応じた記載内容の階層化を求める多数の指摘があった。

他方、記載内容の階層化の議論に対しては、コンプライアンス上の問題が生じる、リスクを一義的に把握することは難しい、標準化にならずファンド間の比較可能性が失われるおそれがあるなどの理由から、記載項目をファンドの種類等に応じて変えるのは困難といった消極的な意見もあった。

これらの指摘を踏まえ、交付目論見書の記載内容の検討については、まず、ファンド共通の記載項目を決め、比較可能性を維持しつつ、ファンドの種類、仕組み等に着目し、例えば、ファンド・オブ・ファンズについては投資対象に関する分かりやすい情報、複雑な仕組みのファンドについては具体的なファンドの構造等の情報を追加的に求めることにより、これらの視点の両立を図ることが適切であると考えられる。

この場合、追加的に求める記載事項については、交付目論見書全体の分量が大きくなり、かえって投資家が的確な情報を得にくくなることのないよう1～2ペー

ジ程度を限度として簡潔な記載を求めるとすべきである。

### (3) 具体的な記載項目

交付目論見書の具体的な記載項目については、以上のような考え方にに基づき、以下のとおりとすることが考えられる。

#### 共通記載項目

##### ① 形式的記載事項

ファンド名、運用会社・受託者名、交付目論見書作成日、詳細情報の入手方法など

##### ② 実質的記載事項として、

###### a ファンドの基本的性格に関する事項

- ・ ファンドの目的・特色
- ・ 主たる投資戦略等(投資対象及び投資地域、投資期間など)
- ・ 主要なファンド組入れ銘柄、業種別割合等

について、投資家が、どの様な内容の投資信託であるかを具体的にイメージできるように記載をすべきである。

###### b 手続に関する事項

- ・ 申込・解約(換金)手続の概要
- ・ 各種手数料、信託報酬、税金などの費用負担

###### c 主たる投資リスク

リスクを定型文言で書くだけでなく、リスクの内容、程度が分かるように工夫すべきである。

###### d 運用実績に関する事項

- ・ 分配・収益率の各推移
- ・ 基準価額の推移

比較可能性の観点からは、表、グラフを使う場合、縦軸や横軸の内容、折れ線か棒グラフかなどをできるだけ統一することが望ましい。

#### 追加的記載事項

追加的に投資家に開示すべき事項としては、①ファンド・オブ・ファンズの元ファンドの投資対象やその割合の情報、②証券化商品の裏付け資産の情報、③複雑な仕組みを持つファンドの構造、仕組みの情報などが考えられる。他方、リート投信については、投資対象のリートについて法定開示が行われている場合には、情



報の入手は容易であるため、追加的記載事項とはしなくても良いのではないか。また、①の元ファンドや②の裏付け資産に関する情報が日本で開示されている場合には、その開示情報の入手先及び入手方法を示すことも考えられる。

なお、ファンドには様々な種類、仕組みを有するものがあり、追加的記載事項として記載を求める事項を法令においてすべて規定することは困難である。一方、ファンドの種類、仕組みに応じた記載事項をある程度示さなければ、必要な情報が記載されないおそれもあり、また、新しい投資信託ができた場合でも機動的に対応する必要があると考えられる。このような観点に立って、法令において記載事項を定めるとともに、実際の記載方法等については、個別の商品内容に応じて投資家に分かりやすいものとするため、今後、投資家の意見を踏まえつつ、細目的・実務的に取扱いを検討していくこととするのが相当である。

### **3. 2以外の記載事項の扱い**

見直しにより、現在の交付目論見書記載事項の一部が新たな交付目論見書の記載事項から外れることとなる。

現行制度上においても、当該事項については有価証券届出書をEDINETで閲覧することが可能である。しかしながら、当該事項も投資信託証券に関する重要な情報といえることや、EDINETを利用できない人もいることを踏まえると、当該事項を請求目論見書の記載事項とすることが適当である。

### **4. 目論見書の電子交付**

#### **(1) 目論見書一般**

現行制度上、目論見書の電子交付を利用する場合には、投資家から承認を得る必要があるが、その方法につき、「書面又は電磁的方法による」承諾に限定されている。

顧客の承諾について、顧客の意思を確実に確認することを確保しつつ、より機動的に、かつ顧客の利便性を高め、併せて、販売会社の管理上の負担を軽減し、電子交付を利用しやすくするため、承諾の方法として、電話により承諾を得ることを認めることが適当である。この場合、電話の内容を録音するなどの方法により、事後に承諾があったことを確認できることが必要であると考えられる。

#### **(2) 交付目論見書**

交付目論見書の分量が数ページに改善されれば、電子メールで送付しやすくなるため、電子交付の促進が期待できると考えられる。

### (3) 請求目論見書

EDINETにより有価証券届出書等の閲覧が可能であり、投資家の投資判断に必要な情報は容易に入手することができることから、請求目論見書はなくてもよいのではないかとの意見もあった。しかしながら、有価証券届出書が投資家にとって分かりやすいとはいえないこと、インターネット・アクセスに問題がある投資家に対しては、書面等により交付する必要があることから、請求目論見書は必要であるとの意見が大勢であった。

また、ヨーロッパではもともと目論見書の交付は義務付けられておらず、また、これまで日本同様、交付義務を課していたアメリカにおいても制度が見直され、要約目論見書の交付及び目論見書のホームページへの掲載により交付義務が履行したものとされる。こうした状況を踏まえ、前述した電子交付についての投資家の承諾を前提に、原則、発行者(運用会社)のホームページ掲載等の電子交付を義務付ける代わりに、書面での交付を要しないとするか否かについても議論が行われた。

この点については、前述のとおりインターネット・アクセスに問題がある投資家への対応から、書面による交付の必要性はあり、一律に電子交付を義務付けることは適切ではないと考えられる。しかしながら、インターネットの普及状況や情報検索機能の充実の便宜等を考慮すれば、顧客の利便性及び効率性向上の観点から、むしろ請求目論見書の電子交付を原則化することが望ましく、制度運用のあり方としても、できる限り電子的な方法を活用していくべきである。

したがって、投資信託を組成する運用会社、販売会社が中心となり、請求目論見書の電子交付の普及のため、具体的に努力すべきである。

### (4) 目論見書以外の開示書面の取扱い

投資信託の運用報告書については、複雑なものとなっており、投資家にとってわかりやすいものとするため簡素化等をすべきである、との指摘がある一方、投資家の投資判断に影響を与える重要な項目について、開示を充実していくことが必要、との指摘があったところである。また、運用報告書の交付方法については、インターネットを利用した交付を推進することが重要との指摘があった。

運用報告書の内容及びその交付方法等については、これらの指摘に留意しながら、投資判断に必要な情報が投資家に対してわかりやすい形で的確に提供されるよう工夫が行われていくべきである。

この関連でいえば、現行制度上、運用報告書の電磁的交付の方法には、目論見書の電子交付のような、書面交付後5年間投資家の請求に応じて電子メール

等により交付することができる態勢を整えれば、常にホームページに掲載することは不要である旨の規定がない。この点、運用報告書についても同様な方式を認めることが適当である。

## IV. 「有価証券の売出し」概念の見直し

### 1. 売出し概念見直しの必要性

「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。

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可能性があるという問題は、「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と考えられる。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、「売出し」に係る2つの要件を今日的な形に見直す必要があると考えられる。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、併せて見直すことが適当である。

### 2. 売出し概念の見直しの方向性

売出し概念を今日的な形に見直すに当たっては、投資家が投資判断に当たり必要とする情報を適正に開示とする法定開示制度の趣旨に照らし、投資家に情報収集・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、取引の態様、有価証券の種類等を考慮し、以下の方向で見直すことが適当である。

(注) 米国においては、いわゆるディーラー特権及びブローカ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。

#### (1) 「均一の条件」要件

「均一の条件」要件については、前述のとおり、この要件に依拠することにより、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があることを踏まえ、「売出し」の要件から「均一の条件」を削除した上で、投資家が投資情報を必要とする程度に応じて、以下のように開示・情報提供を要する場面を3つに分類し直すことが考えられる。

- 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日常的な売買取引の取扱いについては、基本的には法定開示・情報提供は不要とすることが考えられる。
- ② 海外において投資情報が十分に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、一定の情報提供の法的枠組みの下で、法定開示は不要とされる類型があると考えられる。
- 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、原則として法定開示が必要である。

また、勧誘を行う金融商品取引業者等が引受けた有価証券については、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ある。

#### (2) 「50人以上」要件

「50人以上」要件については、基本的に維持する。その際、「均一の条件」を削除することとの関係で、「50人」の算定方法について定める必要があり、具体的には、一定期間内になされる勧誘の相手方の人数を通算して50人以上と定めることが考えられる。

この「一定期間」として、具体的にどの程度の期間を定めるべきかについては、以下のように1か月とすることが考えられる。

いわゆるワンデイシーズニングの事例にも表れているとおり、募集と売出しの区別は紙一重であることを踏まえると、新規発行有価証券の募集において定められている人数通算の期間(6か月)を考慮する必要がある。

他方、既発行有価証券の取引実務において、例えば、既発行有価証券を49人に勧誘して販売した後、ほどなくして購入のキャンセルが発生したために当該キャ

ンセル分を別の投資家に勧誘して販売することなどは実務的には行われているとの指摘があり、このような取引にも対応できるようにしておくことが適当である。

募集又は売出しにおける期間通算の考え方は、新規発行有価証券の場合は、発行の態様は基本的には私募か募集かのいずれかしかなく、私募を装って募集規制を潜脱することを防止する観点からの通算規定の必要性が高い。これに対し、既発行有価証券の場合は、取引の態様は様々であり、通算規定は売出し規制の潜脱防止のみならず、売出し規制が適用される取引の範囲を画する意義がある。

以上のとおり、既発行有価証券の販売局面における実務を踏まえ、売出し規制潜脱防止の観点をも考慮し、1か月程度としてはどうか。

なお、1か月に49人ずつ勧誘した場合、6か月間の勧誘の相手方の合計数は294人となり、継続開示義務の免除を受ける場合等の人数基準である300人を下回る数となる。

### (3) いわゆる「私売出し」の整備

これらに加えて、④投資家の情報収集・分析能力の程度や取引の態様等に照らして法定開示は必ずしも必要ない類型もあると考えられる。すなわち、新規発行段階の私募に対応した、いわば「私売出し」を、流通段階の開示免除制度として整備することが考えられる。

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。

## **3. 発行開示を免除する売出し① —— 気配の提示**

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、一律に発行開示規制の対象とすることは適当ではないと考えられる。

(1) 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。

- (2) 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。
- (3) PTS における有価証券の売買については、投資家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。
- (4) 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判断される必要がある。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る必要がある。

#### **4. 発行開示を免除する売出し② —— 海外発行証券**

- (1) 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十分な流通市場があり、投資家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家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る。
- (2) 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することが考えられる。
- 発行者が金商法に基づき特定証券情報又は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)。
  - 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。)
- (3) 上述(1)及び(2)について、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等を要件とすることが適当である。

- (4) 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れず、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、法定発行開示を行い、又は私募手続に則って行うことが開示規制の趣旨に適るものと考えられる。したがって、例えば発行後3か月以内といった発行に近接して行われる売出しについては、法定発行開示の対象とすることが適当である。

(注) PTS における海外発行証券の取引についても、上記の要件を満たす限りは、法定開示を免除することが考えられる。

## **5. 発行開示を免除する売付け勧誘 —— 私売出し**

- (1) 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家の情報収集・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。

(注) 私売出しの対象となる有価証券の範囲は、以下のような理由から、基本的には海外発行証券となると考えられる。

- 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、後述6の見直しにより原則として売出しについての発行開示は不要となる。
- 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。

- (2) 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、投資家の情報収集・分析能力に照らし、発行開示を免除することができると考えられる。また、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ができると考えられる。

具体的な転売制限の方法としては、現行の適格機関投資家私募と同様、適格機関投資家私売出しにより売付けようとする、又は取得した有価証券について売付け勧誘を行う際に、その有価証券に転売制限が付されている旨をその勧誘の相手方である適格機関投資家に告知しなければならないこととすること、譲渡制限契約の締結を条件とした勧誘を行うこと、商品説明書等に転売制限が付されている旨の記載をすること等が考えられる。

なお、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、少人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と考えられる。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必要がある。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ことが適当である。

(注1) 特定投資家私売出しに係る有価証券については、金融商品取引所が開設するいわゆるプロ向け市場に上場されると考えられることから、この有価証券と同一種類（同一銘柄）の有価証券全体にその転売制限が及ぶこととなる。他方、適格機関投資家私売出しに係る有価証券については、基本的に相対取引であり、この有価証券と同一種類（同一銘柄）の有価証券全体にその転売制限が及ぶこととなると、例えば、他の金融商品取引業者等がその同一種類の有価証券について少人数私売出し（後述）等の売買を行うことができなくなるなど、その同一種類の有価証券を巡る取引に混乱が生ずることが考えられることから、転売制限はその有価証券と同一種類の有価証券全体には及ばないこととすることが適当である。

(注2) 前記4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4の条件か、いずれか一方の制限を遵守すれば足りると考えられる。

### (3) 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できる。）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条件を付すことで開示を免除すべきである（ただし、海外で開示が行われている銘柄については、前記4参照）。

一方、国内で情報提供（法定開示又は前記4の情報提供を含む。）が何もなされていない海外発行証券については、多数の投資家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ある。このため、少なくとも、勧誘の相手方の数の計算について通算規定を設け、かつ一括転売条件を付すといった、少人数私募と同様の制約は不可欠である。

更に、これらの制限に加え、発行段階における転売制限とは異なり、例えば、複数の金融商品取引業者等が別々に独立して同一の有価証券を販売する可能性があることなどを踏まえると、法定開示がされないまま一般投資家への転売がされることを防ぐための工夫が必要である。

具体的には、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、海外で発行され、海外で上場され広く流通している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についての通知義務を課し、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(注3)を含め、投資情報の適切な提供の観点及び実務を踏まえ、適切な措置を講ずることが適当である。

(注1) 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)については、上記制度の整備に伴い、廃止する。

(注2) PTS における取引についても、上記(2)(3)の要件を満たす限りは、法定開示を免除することになる。

(注3) ただし、証券の種類や性質等に鑑み、国内における一般投資家の数が多数にのぼる可能性が低いものについては、適用除外とする。

## **6. その他 ― 既開示証券の売出し**

既発行有価証券の販売局面における法定開示規制について、以上のような柔構造化をすることに併せて、既に法定開示がなされている既発行有価証券についても、以下のような規制の柔構造化を図ることが考えられる。

(1) EDINETによる開示等が普及した今日において、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家による法定開示情報へのアクセスは容易である。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売出しを行う場合は、目論見書の交付及び有価証券通知書の提出は、免除することが考えられる。

なお、PTS における既開示証券の取引についても、これにより目論見書の交付・通知書の提出は免除することが考えられる。

(2) 一方、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。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、情報の非対称性は相対的には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、なお開示を求める意義があると考えられ、引き続き目論見書の交付を求めることが適当である。

また、現在、既開示有価証券の売出しに使用する目論見書は、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必要があると考えられる。

## **7. 私募商品に係る情報提供**

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べきである。

## **V. 今後の検討課題**

以上のとおり、「発行登録制度」、「目論見書制度」及び「有価証券の売出し概念」の見直しについて検討を行い、報告を取りまとめたところである。当ワーキング・グループとしては、法令に基づき開示され、又は提供される投資情報が、投資家にとって、より分かりやすく、より充実したものとなるよう、今後とも、関係者による不断の検討・整備が行われることを期待するものである。

(以 上)