

プロ向け市場構想 金融審第一部会報告

制度調査部
横山 淳

【要約】

2007年12月18日、金融審議会金融分科会第一部会及びその法制ワーキング・グループは、報告書を発表した。この中で、プロ向け市場の整備が提言されている。

具体的には、取引参加者を適格機関投資家に限定して、現行のプロ私募やPTS制度の枠組みを活用する方法と、取引参加者を特定投資家まで拡大して、取引所市場制度や開示制度の大幅な見直しを行う方法の両論が併記されている。

いずれにせよ、発行者だけではなく、取引参加者(=プロ投資家)にとっても魅力的な市場となるかどうか、プロ向け市場の成否を決めるカギになるだろう。

はじめに

2007年12月18日、金融審議会金融分科会第一部会(部会長:池尾和人慶応義塾大学教授)は、「金融審議会金融分科会第一部会報告～我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて～」(以下、『第一部会報告書』)を発表した¹。

同日、同部会に設置された法制ワーキング・グループ(座長:黒沼悦郎早稲田大学大学院教授)も「金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告～課徴金制度のあり方について～」を発表した²。

これらの報告書の中で、次のような提言が行われている。

取引所の取扱商品の多様化

プロに限定した取引の活発化

銀行・証券間のファイヤーウォール規制の見直し

課徴金制度の見直し

これらの提言を踏まえ、来年(2008年)の通常国会に金融商品取引法等の改正法案が提出されるものと思われる³。

本稿では、これらのうち「プロに限定した取引の活発化」を紹介する。

¹ 金融庁のウェブサイト (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1.html) に掲載されている。

² 金融庁のウェブサイト (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1.html) に掲載されている。

³ 2007年12月18日付日本経済新聞(夕刊)、2007年12月8日付フジサンケイビジネスアイなど参照。

1. プロ向け市場構想とは？

いわゆる「プロ向け市場」という用語について、法令上の明確な定義が存在する訳ではない。一般的には、取引参加者をプロ投資家に限定した「自由度の高い効率的な取引の場」（『第一部会報告書』）あるいは「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」（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』）を意味すると考えられている。

具体的なモデルとしては、英国の AIM 市場や米国の SEC 規則 144A に基づく市場などが想定されることが多いようである。

プロ向け市場の整備がわが国の金融・資本市場にとって喫緊の課題となっている理由を、『第一部会報告書』は、次のように説明している。

一般投資家（＝アマ投資家）が直接参加する市場においては、情報開示等の厳格な投資者保護規制が設けられている。今後も投資者保護の観点からの「情報開示等の重要性はより一層高まっていくものと考えられる」（『第一部会報告書』）。言い換えれば、今後、情報開示等の投資者保護規制が強化されることはあっても、大きく緩和されることは考えにくい。

ところが、こうした厳しい投資者保護規制の下では、特に「海外企業や国内の初期段階の新興企業にとって法定の情報開示等のコストが負担となり、我が国市場へのアクセスを遠ざける要因となっている」（『第一部会報告書』）と指摘されている。つまり、プロ向け市場の整備された海外市場への取引の流出や、わが国の金融・資本市場の国際競争力の低下が懸念されるという訳である。

加えて、プロ向け市場の整備には次のようなメリットが期待できると『第一部会報告書』は指摘している。

海外企業や国内の初期段階の新興企業にとっては、情報開示等の規制によるコストを抑え、成長に必要な長期資金の調達をより円滑に行うことができることになる。

プロの投資家にとっても、投資運用先として新たな収益機会を得ることができることによって、わが国金融・資本市場の魅力が高まるとともに、プロの投資家間の競争が促進されることによって、わが国における金融イノベーションが促進されることが期待される。

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能力が発揮されることにより、その資産運用の利益を享受することができる。

こうした観点から『第一部会報告書』は、「プロに限定した自由度の高い効率的な取引の場を早急に整備すべき」と提言しているのである。ただ、『第一部会報告書』は、同時に、プロ向け市場の整備に当たって、その取引参加者でとなるプロ投資家に対し、次のようにプロとしての責任を自覚するようにクギを刺している。

なお、自由度の高い取引の場において、プロ投資家が適正な規律なく運用を行えば、マーケット価格の変動等により、取引参加するプロ投資家自身やその背後の一般投資家等に想定外の損失が生じる可能性がある。プロ投資家は、デュープロセスとリスク管理の下、プロとして責任をもった行動が求められることを忘れてはならない。

2 . プロ向け市場の具体策

『第一部会報告書』は、プロ向け市場を整備するための具体策として、次のA、Bの両論を併記している。

A . 現行のプロ私募やP T Sを活用した枠組み（取引参加者は適格機関投資家）。

B . 取引参加者を特定投資家にまで拡大した場合の枠組み。

以下、それぞれの方法を採用した場合における具体的な制度対応の内容を紹介する。

A . 現行のプロ私募やP T Sを活用した枠組み（取引参加者は適格機関投資家）。

(1)取引の場、開示規制、転売制限など

Aのアプローチを採用する場合、取引の場、開示規制、転売制限などについては、現行法の枠組みで基本的に対応可能であると考えられている。

即ち、適格機関投資家のみを相手方として行う有価証券の取得勧誘であって、その有価証券が適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合は、いわゆるプロ私募に該当し、有価証券届出書などの開示義務が免除されている（金融商品取引法2条3項2号イ）。

また、上記のようにプロ私募が認定されるためには一定の転売制限が課されていることが条件となる（金融商品取引法施行令1条の4など）。そのため、プロ私募で発行された有価証券を適格機関投資家以外の投資家が入手してしまうことを防止する措置も講じられている。

加えて、こうして発行された有価証券の取引の場についても、いわゆるP T S業務の認可を受けた金融商品取引業者が、参加者を適格機関投資家に限定した上で提供することが、理論上、可能である⁴（金融商品取引法2条8項10号、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（以下、定義府令）17条）。

(2)不公正取引規制の適用

金融商品取引法が定める各種の不公正取引規制のうち、一般的不正行為の禁止（157条）や風説の流布・偽計・暴行・脅迫の禁止（158条）などは、全ての有価証券の取引に対して適用される。

他方、相場操縦等の禁止（159条）、インサイダー取引規制（166条）などは、上場有価証券など一定の有価証券の取引に限定して適用することとされている。

そこで、Aのアプローチを採用する場合、プロ向け市場の対象有価証券に対して、どのような不公正取引規制を課すのかが問題となる。この点について『第一部会報告書』は、プロ向け市場の対象有価証券を「取扱有価証券」⁵（1）に（認可金融商品取引業協会が）指定することにより（現行法の枠組みの下でも）適切な不公正取引規制が適用できるとしている。

⁴ 当然、取引対象となるのは非上場有価証券であるため、価格をどのように決定するかという問題はあるだろう。しかし、現行のP T S規制の下でも、参加者（適格機関投資家）同士がネットワークを介して価格交渉をする（金融商品取引法2条8項10号二）、参加者（適格機関投資家）の指値注文同士をシステム上で対させる（定義府令17条1号）、金融商品取引業者がオファー・ビッドを提示する（定義府令17条2号）などの方法は可能である。

⁵ 認可金融商品取引業協会が協会会員による売買等の取引の勧誘を禁止しないものとして指定した有価証券のこと（金融商品取引法67条の18第1項4号）。現在は、日本証券業協会により、いわゆるグリーンシート市場銘柄が指定されている。

なお、各種の不正取引規制の適用関係をまとめると次のようになる。

項目		上場有価証券	店頭売買有価証券	取扱有価証券	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1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)				×	×

○は適用、×は不適用、△は一部適用
(出所)金融審議会金融分科会第一部会資料。なお、網掛けは筆者による。

(3)公開買付制度・大量保有報告制度

Aのアプローチを採用する場合、プロ向け市場の対象有価証券に公開買付制度や大量保有報告制度を適用するか否かについては、『第一部会報告書』は特にコメントしていない。

現行の「取扱有価証券」と同様の規制になると仮定すれば、次のように取り扱われることになるものと思われる。

公開買付制度は、株券等について有価証券報告書の提出義務がある会社のみ適用あり。それ以外の会社は適用なし(金融商品取引法27条の2第1項参照)。

大量保有報告制度は適用なし(金融商品取引法27条の23参照)。

(4)金融商品取引所によるプロ向け市場運営

既存の金融商品取引所が、PTS業務としてプロ向け市場を運営することについては、次の規制が障害になるとの指摘がある。

金融商品取引法87条の2(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。

同 87 条の 3 第 1 項 (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。

この点について『第一部会報告書』は、「PTS業務は取引所の関連業務と整理することが可能であり、また、一般に、取引所の財務の健全性や業務運営の公正性等に支障が生じるおそれは低い」ことから、**金融商品取引所が、子会社等として(プロ向け市場運営の)PTS業務を行う金融商品取引業者を設立することを認めることとしている**⁶。

ただし、次のような態勢整備が行われることが要件とされている。

PTS業務の専業体制の維持が担保される。

親会社が開設する取引所金融商品市場との中立性を確保する。

以上の提言内容を踏まえれば、『第一部会報告書』は、Aのアプローチを採用する場合、金融商品取引所によるプロ向け市場の運営は、本体ではなく子会社等を通じて行うことを想定しているようである。

B . 取引参加者を特定投資家にまで拡大した場合の枠組み。

プロ向け市場の取引参加者の範囲を適格機関投資家のみ限定せず、特定投資家⁷まで拡大するというのがBのアプローチである。この場合、Aのアプローチよりも大規模な法令の見直しが必要となる。

(1)取引の場

Bのアプローチを採用する場合、「開示規制等について自己責任に立脚した新たな新たな規律に基づく取引所市場を整備する」(『第一部会報告書』)としている。

その意味では、『第一部会報告書』は、(Bのアプローチを採用する場合)プロ向け市場を「取引所金融商品市場」の一種として位置づける、即ち、金融商品取引所が運営することを想定しているものと考えられる。

(2)開示規制

特定投資家は、適格機関投資家よりも広い範囲の投資家が含まれている。従って、Bのアプローチを採用する場合、現行法の下では、適格機関投資家のみを相手方とするプロ私募と位置づけることはできず、有価証券届出書などの開示規制を免除することは難しい。

そこで『第一部会報告書』は、プロ向け市場の対象有価証券については公衆縦覧を前提とした現行の法定開示⁸を免除する制度改正を行うことを提言している。

⁶ 『第一部会報告書』は、同様に、「取引所がPTS業務(専業)を行う金融商品取引業者に50%以下の出資を行うことも、通常、特段の問題はない」としている。

⁷ 特定投資家の詳細については、拙稿「特定投資家(プロ・アマ区分)の細則」(2007年8月17日付DIR制度調査部情報)など参照。

⁸ 有価証券届出書・有価証券報告書・四半期報告書などによる開示のこと

ただ、「特定投資家の中には、発行体に対し情報提供を要求し、又は直接情報収集しうる立場には必ずしもない者が含まれる」（『第一部会報告書』）。そこで、『第一部会報告書』は、虚偽・不適正な説明等の防止や投資家への的確な情報提供を確保するために次のような法的枠組みを設けることを提言している。

発行体は、取引参加者に対し、少なくとも年1回以上、企業・発行体の内容やリスクに関する的確な情報提供をしなければならない。

提供すべき情報の具体的な内容について、その様式・基準等は法定しない。情報提供の言語・様式・会計基準・監査証明の有無といった詳細は、市場開設者の自主ルール等で定める。

市場開設者において必要な情報をタイムリーに集約して投資家に提供する仕組みを設けることが考えられる。

上記の場合、発行体による取引参加者への情報提供の方法としても、同様の仕組みを活用することが考えられる。

虚偽情報に対する民事上の賠償責任・虚偽情報の提供を防止する仕組み等を検討する。

前記の対応に加えて、『第一部会報告書』は現行の有価証券報告書の提出義務についての見直しも必要であるとしている。

即ち、現行法令の下では、株主数が500人以上の会社の場合、（非上場会社であっても）有価証券報告書の提出が義務付けられている（金融商品取引法24条1項4号、金融商品取引法施行令3条の6第3項）。

ところが、整備されたプロ向け市場において「相当程度の流動性」が生じた場合、この基準に抵触して有価証券報告書の提出義務が発生してしまう可能性がある。

そこで『第一部会報告書』は、「例えば、人数基準を（プロに限定した市場での取扱銘柄か否かを問わず）500人から1000人に引き上げること」を提言している。

(3) 転売制限等

Bのアプローチを採用する場合、プロ向け市場の対象有価証券が、一般投資家に取得されてしまうことを防止するため、現行の適格機関投資家私募を参考した（一般投資家への）転売制限を設けることとされている。

具体的には、次のような内容が提言されている。

誰であれ、プロ向け市場の対象有価証券（以下、「プロ向け銘柄」）について、原則、法定開示がなされない限り、一般投資家に対して取得勧誘・譲渡を行ってはならない。

金融商品取引業者は、「プロ向け銘柄」について、一般投資家に対して販売（売買、売買の媒介・取次ぎ・代理等）・勧誘を行ってはならない。

金融商品取引業者が、「プロ向け銘柄」について、プロ投資家に対し販売・勧誘を行う場合は、一般投資家への転売禁止の告知等を行わなければならない。

オーナー株主などの一般投資家が、プロ向け銘柄を保有する場合に、プロ向け市場やプロ投資

家に対して売却することは認める。

上記 のための金融商品取引業者による（勧誘なしの）売買、売買の媒介・取次ぎ・代理等は認める。

(4) 不公正取引規制

Bのアプローチを採用する場合、プロ向け市場の対象有価証券に対しても、現行の上場有価証券に対するのと同様の不公正取引規制を適用することとしている。

つまり、（Bのアプローチを採用する場合）プロ向け市場を「取引所金融商品市場」の一種として位置づけることから、4頁図表の に準じた取扱いにすることであろう。

(5) 公開買付制度・大量保有報告制度

Bのアプローチを採用する場合、会社支配権等に影響を及ぼすような取引についての透明性・公正性を確保する観点から、プロ向け市場の対象有価証券に対しても、公開買付制度を適用することとされている。

同様に、大量保有報告制度についても、プロ向け市場の対象有価証券に対して適用することとされている。

ただし、プロ向け市場における大量保有報告書の提出義務の基準⁹については、市場の特性を踏まえて、今後適切な水準を検討することとしている。

(6) 海外取引所による出資

Bのアプローチを採用する場合、前記(1)のように取引所金融商品市場として位置づけることが想定されているものと考えられる。その意味では、わが国の金融商品取引所がプロ向け市場を運営する上での障害は、特にないものと思われる。

問題は、わが国の金融商品取引所が、海外の取引所と合併でプロ向け市場を開設する取引所を設立・運営するようなケースである¹⁰。

この点について『第一部会報告書』は、公益・投資者保護上問題がないと認められれば、海外取引所がプロ向け市場を開設する取引所の50%未満の議決権を取得・保有することを認めるとしている。

3 . 今後の予定

前述の通り、これらの提言を踏まえ、来年（2008年）の通常国会に金融商品取引法等の改正法案が提出されるものと思われる。

現時点では、AとBのどちらのアプローチを採用する（あるいは両方のアプローチを併用する）のかは明らかではない。ただ、Aのアプローチを採用するのであれば、基本的には現行法

⁹ 現行の上場会社に関する大量保有報告制度では、原則として、株券等保有割合が5%を超えた場合に大量保有報告書の提出義務が発生し、その後、1%以上変動した場合に変更報告書の提出義務が発生する（金融商品取引法27条の23、27条の25）。

¹⁰ 実際、東京証券取引所は、英国のロンドン証券取引所との合併で、プロ投資家を取引参加者とする新興企業向け市場を創設することに合意したと発表している（2007年10月30日付リリース）。

の枠組みの下でも実現可能である。言い換えれば、それほど大規模な法令の改正は必要ないということになる。

また、金融庁のウェブサイトで公開されている審議会の議事録等を見ても、主としてBのアプローチを前提に議論が進められているように見受けられる¹¹。

その意味では、金融商品取引法等の改正法案を巡る議論も、主としてBのアプローチを中心に進められることになるものと予想される。

¹¹ http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base_gijiroku.html#ichibukai