

2009年1月28日 全7頁

「売出し」概念の見直し

—金融審第一部会報告—

制度調査部
横山 淳

[要約]

- 2008年12月17日、金融審議会金融分科会第一部会及びそのディスクロージャー・ワーキング・グループは報告書を発表した。
- この中で、「売出し」概念の見直しが盛り込まれている。
- 具体的には、法定開示が必要な「売出し」に該当するか否かの基準について、①「均一の条件」要件を削除する、②一定期間（例えば1ヶ月）通算して「50人以上」に勧誘した場合に原則売出し規制を適用する、③投資家が投資情報を必要とする程度に応じて個別に法定開示・情報提供の要不要を分類する、④「私募」に相当する「私売出し」を整備するなどが提言されている。

はじめに

○2008年12月17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～信頼と活力ある市場の構築に向けて～」（以下、第一部会報告）を発表した¹。

○同日、同部会に設置されたディスクロージャー・ワーキング・グループ（座長：岩原紳作東京大学大学院教授）も「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～」（以下、WG報告）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。

①格付会社に対する公的規制の導入 ～登録制の導入など

②金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ ～本体・子会社形態・持株会社形態での相互参入容認

③開示制度等の見直し

～発行登録制度の周知性要件、投信の交付目論見書の記載情報、「売出し」概念の見直し

¹ 金融庁のウェブサイト(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20081217-2.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/20081217-2.html)に掲載されている。

○これらの提言を踏まえ、2009 年にも金融商品取引法やその関連法令の改正が行われるものと思われる。本稿では、「③開示制度等の見直し」のうち「売出し」概念の見直しについて紹介する。

1. 「売出し」とは？

○発行市場における開示規制（いわゆる発行開示）は、新規発行される有価証券が多数の投資家に販売・勧誘される場合だけでなく、既に発行された有価証券が多数の投資家に販売・勧誘される場合についても課されることとされている。

○こうした発行開示の適用対象とすべき既発行の有価証券の販売・勧誘のことを金融商品取引法では「売出し」と呼んでいる（金融商品取引法 2 条 4 項、4 条など）。

○現行の金融商品取引法の下では、株式や社債などのいわゆる「第一項有価証券」の場合、「売出し」を次のように定義している（金融商品取引法 2 条 4 項 1 号、金融商品取引法施行令 1 条の 7 の 3、1 条の 8 など）。

◇既に発行された有価証券の売付け勧誘等のうち、均一の条件で、多数の者（50 名以上）を相手方として行う場合

◇上記のうち、次のものは除く（※1）

- いわゆる特定投資家私売出し（※2）に該当するもの
- 取引所金融商品市場における有価証券の売買取引
- 上場有価証券の PTS における売買取引

（※1）上記の定義により「売出し」に該当するものであっても、個別に開示義務が免除されているものがある。具体例としては、国債・地方債など適用除外有価証券の売出し（金融商品取引法 3 条）、既開示証券の売出し（同 4 条 1 項 3 号など。ただし、売価額の総額が 1 億円以上の場合、目論見書・通知書は必要）などがある。

（※2）いわゆるプロ向け市場の創設のため 2008 年改正で導入された概念で、特定投資家のみを相手方とする一定の売付け勧誘等のこと。

○つまり、既発行の有価証券についての法定発行開示規制である「売出し」は、「多数者（50 名以上）」と「均一の条件」という 2 つの要件によって規制されていることになる。

○ところがこうした規制のあり方について、次のような問題点が指摘されている（WG 報告）。

①実務の現状として、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。

②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ないものであるが、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

○①は、大量の有価証券がほぼ同じ条件で、本来必要とされる法定開示なしに販売されることで、投資者保護上、望ましくない状況が生じている可能性があるとの指摘であろう。

○②は、逆に、形式的な要件が適用されることによって、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の指摘であろう。

○こうした現状を踏まえて、第一部会報告は、次のように「売出し」概念を見直し、規制を「柔構造

化」³することを求めている。

有価証券取引がクロスボーダー化、複雑化、多様化している中で、「売出し」に係る「均一の条件」と「50名以上」という要件により、「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二者択一的な情報開示のあり方について改善すべきである。

2. 「売出し」概念見直しの基本的な考え方

○「売出し」概念を見直すに当たって、WG報告は、その基本とすべき考え方を次のように整理している。

- (1) 「売出し」の要件から「均一の条件」を削除する。
- (2) 「多数者（50名以上）」要件は維持する。ただし、上記(1)との関係上、「一定期間内（例えば、1ヶ月）になされる勧誘の相手方の人数を通算して50人以上」という期間通算ルールを採用する。
- (3) 「柔構造化」に当たり、個々の場面における開示・情報提供の要否の基本方針は、次のように分類する。
 - 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
……基本的には法定開示・情報提供は不要
 - 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
……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
 - ③ 投資情報が乏しい既発行の有価証券
……原則として法定開示が必要
 - ④ 勧誘を行う金融商品取引業者等が引受けた有価証券
……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
- (4) 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。

3. 個別の取引・業務類型に対する対応

○上記2.の「基本的な考え方」を踏まえて、WG報告は個別の取引・業務類型についての法定開示の要否についても、その対応について提言している。

○具体的には、次の通りである。

³ 「柔構造化」は、旧証券取引法が金融商品取引法に改組される際のキーワードの一つとされ、「投資者の属性や業務類型に応じた規制の差異化」（松尾直彦・岡田大・尾崎輝宏「金融商品取引法制の概要」、『商事法務No.1771』（2006年7月5日号）p.4）、「各種の投資商品やその仕組みに応じて柔軟な規制構造」（神田秀樹「横断的な投資家保護と金融イノベーションを支援する基本インフラに」、『金融財政事情』（2006年1月30日号）p.14）などと説明されている。ここでも、硬直的・画一的な規制を課すのではなく、規制の趣旨・目的を達成するために、各種の商品・サービスなどの特性に応じて必要な対応をとることができる規制構造とすること、という趣旨で用いられているものと思われる。

(1) 気配の提示

○マーケット・メイカーなどによる売り気配の公表等について、WG 報告は、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が、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している。

○その上で、具体的に次のように整理している。

- 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。
- 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、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。
- ③PTS における有価証券の売買については、上場銘柄に加え、店頭登録銘柄の PTS における売買を適用除外にする。
- 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。

(2) 海外発行証券

○海外発行証券の売出しについて、WG 報告は、その流動性や情報提供などの状況により、発行開示の要否を次のように整理している。

- ①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、発行開示を免除する。
- 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。
 - 発行者が金融商品取引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（※1）を行っていること。
 - 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、情報提供制度の法的枠組みを設け（※2）、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、次のことを要件とする。
 - 売付け勧誘を行う者を金融商品取引業者等に限る、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
- ④発行に近接して販売が行われる場合、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。

（※1）いわゆるプロ向け銘柄についての情報提供制度のこと（金融商品取引法 27 条の 31、27 条の 32）。拙稿「プロ向け市場の情報提供・公表制度」（2008 年 12 月 10 日付レポート）など参照。

（※2）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としている。

（※3）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とされている。

(3) 「私売出し」

○WG報告は、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としている。

○即ち、現行法令の下では、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既発行証券の開示免除取引の類型としては、次のものが存在する。

◇50人未満に対する勧誘（適格機関投資家も人数に算入）

◇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）

○こうした現行の制度について、新規発行証券の「私募」制度との整合性や投資家の情報収集・分析能力等を踏まえて、『既発行証券の開示免除取引（いわゆる私売出し）』として、その範囲の見直しを行うということである⁴。

○具体的には、「適格機関投資家私募」に準じた「適格機関投資家私売出し」と、「少人数私募」に準じた「少人数私売出し」の制度を、次のように整備する方針が示されている。

①適格機関投資家私売出し

- a. 相手方が適格機関投資家に限定された既発行証券の勧誘についても、発行開示を免除する。
- b. 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。
- c. 具体的な転売制限の方法としては、次のものが考えられる（現行の適格機関投資家私募と同様）。
 - ―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
 - ―譲渡制限契約の締結を条件とした勧誘
 - ―商品説明書等に転売制限が付されている旨の記載 など
- d. 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）を、既発行証券として二次的に売却する場合についても、「適格機関投資家私売出し」による開示規制の免除を受けることができるものとする。この場合、当初付された（少人数私募のための）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。

（※1）転売制限の及ぶ範囲について、WG報告は次のように整理している。現行のプロ向け市場を想定した「特定投資家私売出し」の場合、その対象有価証券は金融商品取引所が開設す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、新たに導入が予定される「適格機関投資家私売出し」の場合、その対象有価証券の売買は基本的に相対取引である。仮に、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。従って、転売制限はその有価証券と同一種

⁴ なお、WG報告は、次の理由から、「私売出し」の対象となる有価証券の範囲は、基本的には海外発行証券となるとの見解を示している。

○ 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「(4)その他 ～既開示証券の売出し」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。

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、とされている。

(※2) 海外発行証券の取扱いについてWG報告は、前記「(2) 海外発行証券」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「(2) 海外発行証券」の条件か、いずれか一方の制限を遵守すれば足りるとの見解を示している。

② 少人数私売出し (※1)

- a. 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「(2) 海外発行証券」参照）。
- b. 国内で情報提供（法定開示又は前記「(2) 海外発行証券」の情報提供を含む。）が何もしなされていない海外発行証券については、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。
- c. これらの制限に加え、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 1,000 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（※2）を含め、適切な措置を講ずる。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。

(※1) 現在の金融商品取引法 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。

(※2) 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。

○「①適格機関投資家私売出し」も「②少人数私売出し」も、基本的には新規発行証券についての「適格機関投資家私募」・「少人数私募」制度を踏まえた人数要件や転売制限などが盛り込まれている。

○なお、①d. は、新規発行時には「少人数私募」の適用を受けた有価証券が、その後、売出しに際して「適格機関投資家私売出し」の適用を受ける場合の転売制限の取扱いを示したものであろう。

○②c. は、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既発行有価証券を国内に持ち込んで販売する可能性があることなどを踏まえたものと説明されている。つまり、個別の金融商品取引業者が 49 名で販売・勧誘を打止めにしたとしても、100 社が同一銘柄について一斉に国内に持ち込んで販売・販売を行えば、結果として 4,900 名（＝49 名×100 社）に販売・勧誘されることになってしまう⁵。

○こうした場合に、法定開示がされないまま大量の有価証券が国内に持ち込まれ、一般投資家への転売がされることを防ぐために、一種の外形基準を導入する方針を示したものであろう。

(4) その他 ～既開示証券の売出し

○WG報告は、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としている。

⁵ もっとも、多数の金融商品取引業者が、相互に示し合わせることなく、同一の海外発行証券を一斉に国内に持ち込むような事態が、現実にはどの程度起こり得ることなのかは疑問が残るだろう。

- ①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。
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・有価証券通知書の提出は免除する。
- ②発行者、発行者の関係者及び引受人による売出しについては、引き続き目論見書の交付・有価証券通知書の提出を求めることが適当である。

○上記②で、「発行者、発行者の関係者及び引受人」について、引き続き目論見書の交付・有価証券通知書の提出を求める趣旨について、WG 報告書は『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。……中略……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』と説明している。

4. 私募商品に係る情報提供

- 現行法令の下では、いわゆるプロ向け市場を想定した「特定投資家私募」や「特定投資家私売出し」について、私募商品に関する一定の情報提供を担保するため、特定証券情報及び発行者情報の提供制度が設けられている。
- また、前述 3. (2) 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枠組みを設けることも提言されている。
- WG 報告は、これらに加えて、『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』として、私募商品に関する情報提供のあり方の検討を進めることを求めている。