

2009年4月16日 全8頁

# 「有価証券の売出し」

## 定義の見直し

制度調査部  
横山 淳

### 2009年金商法改正関連シリーズ

#### [要約]

- 2009年3月6日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が国会に提出された。この中には、「売出し」の見直しに関する改正も盛り込まれている。
- 具体的には、「売出し」の定義から「均一の条件」が削除される。その結果、既発行の有価証券を多数の者に販売・勧誘する場合は、原則、法定開示義務が課されることとなる。
- 同時に、法定開示義務が免除される「適格機関投資家私売出し」や「少数私売出し」の制度が整備される。その他、金融商品取引業者等が行う外国証券の一定の売出しについては、法定開示義務を免除する代わりに、「外国証券情報」の提供を求める制度が導入される。

#### はじめに

○2009年3月6日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」（以下、改正法案）が国会に提出された<sup>1</sup>。これは2008年12月17日に発表された金融審議会金融分科会第一部会報告書（以下、第一部会報告）<sup>2</sup>や同第一部会・第二部会合同会合報告<sup>3</sup>の提言を受けて、金融商品取引法などの改正を行うものである。

○その主な内容を挙げると次のようになる。

- ①格付会社に対する公的規制の導入
- ②金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ
- ③社債等の発行登録制度の見直し
- ④「有価証券の売出し」定義の見直し
- ⑤金融ADR制度の創設

○本稿では、このうち『④「有価証券の売出し」定義の見直し』を紹介する。

<sup>1</sup> 金融庁のウェブサイト(<http://www.fsa.go.jp/common/diet/index.html>)に掲載されている。

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

<sup>3</sup> 金融庁のウェブサイト([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20081217-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20081217-1.html))に掲載されている。

# 1. 「売出し」と法定開示義務

## (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（現行金融商品取引法2条4項、4条など）。
- 「売出し」に該当する既発行の有価証券の販売・勧誘に当たっては、原則として、有価証券届出書等による情報開示が求められている（現行金融商品取引法4条など）。

## (2) 「売出し」定義の変更 ～「均一の条件」の削除～

- 今回の改正法案では、「売出し」の定義を見直すこととしている。具体的には、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」の定義は次のように変更されている（現行及び改正法案による金融商品取引法2条4項1号、現行金融商品取引法施行令1条の7の3、1条の8など）。

現行	改正法案
◇既に発行された有価証券の売付け勧誘等のうち、 <u>均一の条件</u> 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（※4） ー取引所金融商品市場における有価証券の売買取引等（※5） （新設） ーいわゆる特定投資家私売出し（※6） （新設）	◇既に発行された有価証券の売付け勧誘等のうち、多数の者（※1）（※2）を相手方として行う場合（※3） ◇上記のほか、次に掲げる場合のいずれにも該当しない場合（※4） ー取引所金融商品市場における有価証券の売買取引等（※5） ーいわゆる <u>適格機関投資家私売出し</u> ーいわゆる特定投資家私売出し（※6） ーいわゆる <u>少人数私売出し</u>

- （※1）適格機関投資家が含まれる場合であって、その有価証券が取得者である適格機関投資家から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、その適格機関投資家を除く。
- （※2）具体的な人数は、政令に委任されており、現時点では明らかではない。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、基本的に現行の「50名」基準を維持しつつ、「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方向性が示されていた。
- （※3）特定投資家のみを相手方とする場合を除く。
- （※4）定義上、「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場合がある。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、売出価額の総額が1億円以上の場合、目論見書・通知書は必要）などがある。また、改正法案の下では、「外国証券売出し」について一定の要件の下で開示義務を免除することが予定されている（後述3.）。
- （※5）取引所金融商品市場における売買取引以外に現行の金融商品取引法施行令では、上場有価証券のPTSにおける売買取引が規定されている（現行金融商品取引法施行令1条の7の3）。なお、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・グループは、上場有価証券のほか店頭登録銘柄のPTSにおける売買も適用除外の対象とすることを提言している。
- （※6）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、現行の金融商品取引法の下では、「多数の者（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。それが改正法案では、「均一の条件」が削除され、「多数の者」という要件のみで規制されることとなる。

○これは「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）<sup>4</sup>の提言を踏まえた改正であり、次のような問題点が背景にあると指摘されている。

- 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。

○前記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。

○前記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。

○ただ、改正法案が予定するように「均一の条件」が「売出し」の要件から削除された場合、そのままでは広範な有価証券の売買行為が法定開示義務の対象となってしまうおそれがある。そこで、改正法案では、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（後述2.）。

○また、一定の外国証券の売出しについては、特別な情報提供の法的枠組みの下で、法定開示は不要とする「外国証券売出し」の制度も整備されている（後述3.）。

○その他にも、有価証券の性質、投資者の属性などに応じて、簡易な情報提供や開示免除などの特例を設けるなど、いわゆる規制の「柔構造化」を図ることが予定されている。ただ、その詳細は、改正法の成立後に制定されるであろう政令・内閣府令などを待たなければならない。改正法案の可決・成立後に、WG報告の提言内容を踏まえて整備されることが予想される<sup>5</sup>。

## 2. 「私売出し」

### (1) 概要

○ここでいう「私売出し」とは、新規発行段階の「私募」に対応した、『既発行証券の開示免除取引』

<sup>4</sup> 金融庁のウェブサイト([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20081217-2.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20081217-2.html))に掲載されている。

<sup>5</sup> WG報告の提言報告については、拙稿『「売出し」概念の見直し—金融審第一部会報告—』（2009年1月27日付レポート）参照。例えば、上記②で問題となっているマーケット・メイカーの気配表示について、WG報告は次のような提言を行っている。

◇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。

◇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。

◇PTS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。

◇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。

のことである。改正法案では、こうした「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。なお、改正法案の文言上は「私売出し」という言葉は用いられていないが、本稿では、説明の便宜上、WG報告にならって、「私募」に相当する『既発行証券の開示免除取引』のことを「私売出し」と表記する。

○前述のように、改正法案は、「売出し」の要件から「均一の条件」を削除することに伴い、新規発行段階の「私募」に対応した、「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。

○現行法令の下でも、勧誘の相手方の属性や人数を基準とした既発行証券の開示免除取引の類型が定められている。具体的には、株式や社債などのいわゆる「第一項有価証券」の場合、次のものが規定されている（現行金融商品取引法2条4項、現行金融商品取引法施行令1条の8など）。

①50人未満に対する勧誘（適格機関投資家も人数に算入）

②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）

○改正法案は、こうした現行の制度を、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ことを予定している。

○具体的には、前記①については新規発行証券の「少人数私募」に準じたいわゆる「少人数私売出し」として整理し直すこととしている。

○前記②は、改正法案の下でも基本的な内容に大きな変更は加えられていない。

○前記①②に加えて、改正法案では、新規発行証券の「適格機関投資家私募」に準じたいわゆる「適格機関投資家私売出し」を新たに整備することとしている。

○以下、改正法案における「少人数私売出し」と「適格機関投資家私売出し」について説明する<sup>6</sup>。

## (2) 少人数私売出し

○改正法案の下で、勧誘の相手方が少数であることを理由として、『既発行証券の開示免除取引（いわゆる私売出し）』と認められるためには、次のa.～c.を全て充たす必要がある（改正法案による金融商品取引法2条4項3号など）。

a. 多数の者を相手方として勧誘等を行う場合に該当しない（相手方に適格機関投資家が含まれる場合）

<sup>6</sup> 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、既開示証券の取扱いについて所要の見直し（注9参照）を行えば、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。

で、その者から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、人数からその適格機関投資家を除く)

- b. 適格機関投資家私売出し（後述(3)）や特定投資家私売出しに該当しない
- c. 対象となる有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ない

- 前記 a. は、勧誘等の相手方が少数（「多数の者」ではない）ことを求めるものである。具体的な人数は、政令に委任されており、現時点では明らかではない。WG 報告では、「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の採用を提言しており、基本的には、その方向性に従ったルールが整備されることが予想される。
- また、人数の算定に当って、適格機関投資家については、適格機関投資家以外の者への転売が防止されることを条件に、人数から控除できることが明らかにされている。
- 前記 b. は、「適格機関投資家私売出し」や「特定投資家私売出し」に該当しないことを挙げている。これらの場合は、そもそも「私売出し」として法定開示義務が免除されることから、重複して「少人数私売出し」として認める必要性がないためと考えられる。
- 前記 c. は、原則として、いわゆる転売制限などを想定したものと考えられる。仮に勧誘等の相手方が少数であったとしても、法定開示がなされていない証券が転売等によって多数の投資家に販売されることは起こり得る。そうした事態を防止するために、一定の制限を課すものであろう。
- 詳細な制限の内容については、政令に委任されており、現時点では明らかではない。WG 報告では、「少人数私募と同様の制約」を想定しており、現行の新規発行証券の少人数私募に準じたルールが整備されることが予想される<sup>7</sup>。
- その他、「少人数私売出し」を行う場合、既開示証券の場合や譲渡価額総額が 1 億円未満の場合など一定の場合を除き、法定開示が行われていない旨等の告知・書面交付が義務付けられている<sup>8</sup>（改正法案による金融商品取引法 23 条の 13 第 4、5 項）。これも現行の新規発行証券の少人数私募と同様の規制である（現行金融商品取引法 23 条の 13 第 4、5 項参照）。

### (3) 適格機関投資家私売出し

- 改正法案の下で、勧誘の相手方が適格機関投資家のみであることを理由として、『既発行証券の開示免除取引（いわゆる私売出し）』と認められるためには、次の①②をいずれも充たす必要がある（改正法案による金融商品取引法 2 条 4 項 1 号）。

<sup>7</sup> WG 報告は、現行の「少人数私募と同様の制約」に加えて、「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」に対する工夫も必要だとしている。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を含め、適切な措置を講じることを提言している。

<sup>8</sup> それに伴い現行の「海外発行証券の少人数向け勧誘の条件の明示」に関する規定（現行金融商品取引法 23 条の 14）は、改正法案の下では削除されることとなる。

- ①適格機関投資家のみを（勧誘等の）相手方として行う
- ②対象となる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

- 前記①は、勧誘等の相手方が適格機関投資家のみであることを求めるものである。
- 前記②は、原則として、いわゆる転売制限などを想定したものと考えられる。仮に勧誘等の相手方が適格機関投資家であったとしても、法定開示がなされていない証券が転売等によって一般投資家に販売されることは起こり得る。そうした事態を防止するために、一定の制限を課すものであろう。
- 詳細な制限の内容については、政令に委任されており、現時点では明らかではない。WG報告では、「譲渡制限契約の締結を条件とした勧誘」など現行の新規発行証券の適格機関投資家私募に準じた規定の整備が提言しており、その方向性に従ったルールが整備されることが予想される。
- その他、「適格機関投資家私売出し」を行う場合、既開示証券の場合や譲渡価額総額が1億円未満の場合など一定の場合を除き、法定開示が行われていない旨等の告知・書面交付が義務付けられている（改正法案による金融商品取引法23条の13第1、2項）。これも現行の新規発行証券の適格機関投資家私募と同様の規制である（現行金融商品取引法23条の13第1、2項参照）。

### 3. 「外国証券売出し」

#### (1) 「外国証券売出し」とは

- 改正法案では、「売出し」のうち、海外において開示がなされている一定の有価証券について、所要の情報が投資者に提供等されていることなどを要件に、有価証券届出書などによる法定開示を免除することとしている<sup>9</sup>。この法定開示を免除される「売出し」のことを、改正法案では「外国証券売出し」と呼んでいる。「外国証券売出し」の具体的な定義は、次の通りである（改正法案による金融商品取引法4条1項4号）。

外国で既に発行された有価証券又はこれに準ずるものとして政令で定める有価証券の売出し（金融商品取引業者等が行うものに限る。）のうち、国内における当該有価証券に係る売買価格に関する情報を容易に取得することができることその他の政令で定める要件を満たすもの

- 所要の情報提供等（「国内における当該有価証券に係る売買価格に関する情報を容易に取得することができること」）に加えて、「売出し」に伴う勧誘等を金融商品取引業者等が行うことが要件とされている。これは、WG報告によれば、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趣旨だと説明されている。
- 「外国証券売出し」として法定開示の免除が認められるための要件の詳細は政令に委任されており、現時点では明らかではない。WG報告では、例えば、次のような要件を求めることを提言しており、基本的には、その方向性に従ったルールが整備されることが予想される。

<sup>9</sup> なお、改正法案では明記されていないが、WG報告では、国内公募などを通じて既に国内で法定開示が行われている既発行有価証券についても「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」と提言していた。今後、政令・内閣府令を通じたルールの整備が行われることが予想される。

- 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
- 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ではないこと

## (2) 外国証券情報の提供・公表

- 「外国証券売出し」について、法定開示義務の免除を受けるためには、金融商品取引業者等が、勧誘時及びその後継続して、所要の情報を投資者に対して提供又は公表することが求められる。
- 具体的には、「外国証券売出し」を行う（行った）金融商品取引業者等は、「当該有価証券及び当該有価証券の発行者に関する情報として内閣府令で定める情報」<sup>10</sup>（「外国証券情報」）を次のタイミングで提供、又は公表しなければならない（改正法案による金融商品取引法27条の32の2）。

- ①「外国証券売出し」により有価証券を売り付ける場合（あらかじめ又は同時に）（※1）
- ②「外国証券売出し」により有価証券を取得し、かつ、その金融商品取引業者等にその有価証券の保管を委託している者その他これに準ずる者として内閣府令で定める者から請求があった場合（※2）
- ③投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実が発生した場合（※2）

（※1）発行者が既にその有価証券について特定証券情報（いわゆるプロ向け銘柄について求められる情報提供制度のこと。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）を公表している場合その他の内閣府令で定める場合を除く。

（※2）その有価証券に関する情報の取得の容易性、その有価証券の保有の状況等に照らして公益又は投資者保護に欠けることがないものと認められる場合として内閣府令で定める場合を除く。

## (3) 虚偽の「外国証券情報」の提供などの防止

- 改正法案では、虚偽の「外国証券情報」が提供・公表されることなどを防止するため、次のような制度が設けられている。

### 【刑事罰】（改正法案による金融商品取引法205条6号の2～4）

- ◇「外国証券情報」について次のような行為を金融商品取引法に基づく刑事罰の対象とする（※1）。
  - 「外国証券情報」の虚偽提供・虚偽公表
  - 「外国証券情報」の不提供・不公表

### 【民事上の損害賠償責任】（改正法案による金融商品取引法27条の34の2）

- ◇「外国証券情報」の提供・公表義務に違反して有価証券を売り付けた金融商品取引業者等の賠償責任（※2）
- ◇虚偽記載のある「外国証券情報」を使用して有価証券を売り付けた金融商品取引業者等の賠償責任（※3）
- ◇虚偽記載のある「外国証券情報」を公表した金融商品取引業者等の賠償責任（※4）

<sup>10</sup> 具体的な内容は内閣府令に委ねられており、現時点では明らかではない。なお、WG報告では、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するとされていた。

- (※1) 両罰規定（違反者の所属法人等も処罰対象となること）も適用される（改正法案による金融商品取引法 207 条 1 項 6 号）。
- (※2) 損害賠償の範囲は「（その有価証券を）買い付けた者に対し当該違反行為により生じた損害」と定められている。
- (※3) 損害賠償の範囲は「（その有価証券を）買い付けた者が受けた損害」と定められている。ただし、「金融商品取引業者等が、情報が虚偽であり、又は欠けていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明したとき」は免責される。
- (※4) 損害賠償の範囲は「（虚偽記載のある情報が）公表されている間に情報が虚偽であり、又は欠けていることを知らないで当該金融商品取引業者等から当該公表情報に係る有価証券を募集若しくは売出し又は特定勧誘等によらないで取得した者に対し、情報が虚偽であり、又は欠けていることにより生じた損害」と定められている。ただし、「金融商品取引業者等が、情報が虚偽であり、又は欠けていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明したとき」は免責される。

#### (4) その他の外国証券についての取扱い（WG報告）

○改正法案では明記されていないが、外国証券の法定開示義務について、WG報告は次のような整理を行っている。今後、政令・内閣府令の改正などを通じて、ルールの整備が進められることが予想される。

◇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。

◇PTS における海外発行証券の取引についても、前記(1)(2)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。

## 4. 予定される施行日

○改正法案に基づく「売出し」に関する金融商品取引法等の改正は、**公布日から1年以内の政令指定日**から施行することが予定されている（改正法案附則1条）。