

大証金融商品取引法研究会

公正で利便性の高い市場基盤の整備（2009年改正）

平成 22 年 12 月 24 日（金）15:00～17:00 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

- 石田 眞得 関西学院大学法学部教授
加藤 貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口 恭弘 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授
志谷 匡史 神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一 同志社大学法学部准教授
森田 章 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授

藤倉 基晴 株式会社大阪証券取引所副社長執行役員

○近藤 それでは、時間になりましたので、大証金融商品取引法研究会を始めます。

本日は、川口先生から、金商法2009年改正のうちの「公正で利便性の高い市場基盤の整備」についてご報告いただきます。

~~~~~

【報 告】

## 公正で利便性の高い市場基盤の整備（2009年改正）

同志社大学大学院司法研究科・法学部

教授 川口 恭弘

はじめに

サブプライム・ローン問題に端を発する国際的な金融・資本市場の混乱を教訓に、我が国においても、金融危機の再発防止、金融システム強化を進めることが緊急の課題となっています。さらに、金融商品や金融サービスが多様化・複雑化する中、利用者が安心して取引できる環境整備を図ることも重要視されています。このような事情を背景としまして、2009年に金融商品取引法が改正されました。

同年の改正は、3つの柱があると言われます。①市場の公正性・透明性の確保、②利用者保護の充実、③公正で利便性の高い市場基盤の整備です。①については、信用格付業者に対する公的規制が導入されています。この改正については、既に前回、近藤先生からご報告のあったところです。②については、いわゆる「金融ADR制度」の創設、特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の移行手続きの見直し及び有価証券店頭デリバティブへの分別管理義務が規定されています。そして、③については、金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れが可能となり、さらに開示制度等の見直しが行われています。

本日は、これらのうち、③の改正点について報告をさせていただきます。法律問題としては、開示制度の見直しのほうが重要だと思いますので、以下では、開示ルールの見直しを中心に報告をさせていただき、その後、取引所の相互乗入れについて制度の概要を述べさせていただきます。

## I. 開示ルールの見直し（「売出し」の定義を中心に）

### 1. 「均一の条件」の削除

金融商品取引法では、「募集」と「売出し」の定義を定め、これに該当する場合に、発行者に届出義務を課しています（金商法4条1項）。「募集」の定義は2条3項、「売出し」の定義は2条4項に規定があります。2009年の改正では、「売出し」の定義が改正されていることが重要です。

改正前の「売出し」の定義は、「既に発行された有価証券（以下、「既発行有価証券」という）の売付けの申込みまたは買付けの申込みの勧誘（以下、「売付け勧誘等」という）のうち、第1項有価証券については、「均一の条件」で「多数の者」を相手方として行う場合として政令で定める場合とされていました。政令では、「多数の者」を「50名以上」と規定しています（金商令1条の8）。このように、改正前は、第1項有価証券について、「多数の者」を相手方として、「均一の条件」で「売付け勧誘等」が行われれば「売出し」となり、届出が必要でありました。これに対して、「募集」は、「新たに発行される有価証券（以下、「新規発行有価証券」という）の取得の申込みの勧誘（以下、「取得勧誘」という）のうち、第1項有価証券については、「多数の者」を相手方として行う場合として政令で定める場合とされていたわけです。

2009年の「売出し」の定義の改正前までは、「募集」と「売出し」の定義の違いは、基本的に、「新規発行有価証券」であるか「既発行有価証券」であるか、そして「均一の条件」が付されているか否かにあったわけです。2009年の改正では、「売出し」の定義から「均一の条件」が削除されています。さらに、「私募」に相当する「私売出し」の概念が創設され、全体として「募集」に関連する規定にならう形で「売出し」に関連する規定が整備されているところです。

2009年の改正において、「売出し」の定義から「均一の条件」が削除された理由として、立案担当者は、「均一の条件」があることによって次のような弊害が実務から指摘されていると述べています（谷口義幸「『有価証券の売出し』定義の見直し等」商事1872号38頁）。

①「均一の条件」という形式的な要件を満たさなければ法定開示を免れることができるという解釈により、勧誘する相手方49名ごとに売出価格をわずかに変えて勧誘を行い、「有価証券の売出し」には該当しないものとして、法定開示を免れるという運用ができる。

②外国有価証券についての投資者の買い注文に応じるために、証券会社が、時差の関係

で、海外の市場から自己の勘定で一たん仕切った外国有価証券を、その後投資家に販売するような場合については、当該証券会社は単に取次ぎを行ったものと考えられる。しかしながら、その相手方の投資家が形式的に多数（50名以上）である場合、「有価証券の売出し」に該当することとなり、本来必要でない法定開示が要求されるということがあり得る。

「均一の条件」に関しましては、かつて本研究会で、日経225という刻々変動する指数に連動する価格でカバードワラントを売買することが、売出しの要件である「均一の条件」に該当するか否かが議論されたことがあります（証券取引法研究会「カバードワラントについて（その2）」インベストメント53巻6号）。これについては、当時、研究会メンバーの間でも見解が分かれていました。もっとも、このような市場価格連動型商品の売買は、その商品の性質から、日々の売買価格がわずかに変動することが予定されているというものであるのに対して、先ほど①で述べた49名ごとに意図的に価格を変えるという行為は、ある意味では「脱法行為」と位置付けることができるのではないかと考えられます。また、②については、証券会社によるこれらの行為が不可欠であるならば、それを適用除外とする立法もあり得たはずですが、これらの実務的課題のみをもって、改正が不可欠であったとすることは難しいようにも思います。

ところで、1992年の証券取引法改正前までは、「売出し」のみならず、募集の定義においても「均一の条件」が存在していました。この点について、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）は、「販売価格等の条件を小刻みに変更して販売していけば、短期間のうちに不特定且つ多数の者に販売しても公募に該当しないこととなるという問題がある」と指摘したわけです。これは先ほど言ったものと類似するものです。このことを主たる理由として、1992年の法改正で、「募集」の定義から「均一の条件」を削除しました。しかし、「売出し」の定義については、前述の報告書では、「『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義務が課せられ、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」と述べていました。このような見解を踏まえて、1992年の改正に当たっても、「売出し」の定義については、「均一の条件」は維持されていたわけです。

その後、2006年の法改正で「売出し」の定義が改正され、取引所金融商品市場における有価証券の売買及びこれに準ずる取引その他政令で定める有価証券の取引に係るもの

については、有価証券の売出しの定義には該当しない旨が規定されています（金商法2条4項柱書き）。政令では、取引所金融商品市場における有価証券の取引のほか、私設取引システム（PTS）（金商法2条8項10号）による取引が規定されているわけです（金商令1条の7の3）。このような改正がなされたのは、取引所取引などでは、投資者は基本的に十分な投資情報の入手が可能であり、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がないと判断されたためです（谷口義幸＝野村昭文「企業内容等開示制度の整備」商事法務1773号45頁）。

本改正で、取引所金融商品市場における有価証券の売買などが売出しの定義から除外されることが明確になった以上、1992年の改正で指摘された「証券会社が日常的に行う取得等の勧誘についても開示義務が課せられ、市場における証券の円滑な流通が阻害される」という理由によって、売出しの定義において「均一の条件」を維持する必要性は既になくなっていたわけです（証券取引法研究会「開示規制の適用範囲」金融商品取引法の検討〔I〕別冊商事法務308号74頁（加藤報告）参照）。なお、2007年の改正で、第2項有価証券についての売出しの定義が定められましたが、その際、実務上の弊害等から、その定義において「均一の条件」は要件とはされませんでした。

このように、「売出し」の定義において「均一の条件」を維持する必然性は、既に失われていたと言えます。さらに、2009年の改正では、開示が必要な場面を、次のように、実態に即した形で判断するという姿勢を打ち出している点に留意が必要かと思います。

「募集」と「売出し」の届出は、ともに発行開示に属するものです。そこでは、「多数」の者に対して勧誘がなされる点で、発行者から情報を入手する経済的な力を持ち得ない投資者のために、また、大量の有価証券が一斉に販売されることから生じる販売圧力のゆえに情報格差を是正するために、開示が強制されます。この点で、「募集」「売出し」に共通点が見られるかと思います。もっとも、「売出し」は既発行有価証券に関するものでありまして、この点で、流通市場での取引にも関連するものがあります。そこでは、情報不足や情報格差といった発行開示を要求する理由がそのまま該当しないものも存在するわけです。

2009年の改正では、法定開示を要求する場面を、「均一の条件」といった形式的な基準ではなく、経済実態に即して判断するという基準に改められています。すなわち、プライマリー的な販売形態には法定開示を求めるものの、セカンダリー的な販売勧誘、すなわち、市場において既に流通しており、その有価証券や発行体に関する情報が広く提供さ

れている有価証券について、流通市場と顧客との間を取り次いでいると見る実態に即していると考えられる販売勧誘の場合には、法定開示を求めないという規定に改正されることになったわけです（谷口・前掲38頁）。

なお、「売出し」の定義から「均一の条件」を外したことにより、従来よりも広範な取引が「売出し」に含まれることとなります。この点について、後ほど述べますように、開示規制を適用除外とする場合が細かく規定され、さらに、必要と考えられる場面で、中間的な開示として、簡素な情報開示を求める制度が整備されています。

## 2. 「売付け勧誘等」

「売出し」は、既発行有価証券の売付けの申込みまたは買付けの申込みの勧誘についての概念でありまして、かかる勧誘は「売付け勧誘等」とされています。2009年の改正では、「売付け勧誘等」には「取得勧誘類似行為に該当するものその他内閣府令で定めるもの」が除外される旨が規定されています（金商法2条4項柱書き）。

「取得勧誘類似行為」は、2009年の改正で、「募集」の定義の中で定められたものです。すなわち、前述のように、「募集」は「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘」、すなわち「取得勧誘」についてのものでありますが、この「取得勧誘」に「取得勧誘類似行為」が含まれる旨が規定されたわけです（金商法2条3項柱書き）。これに関連しまして、「売出し」の定義では、「売付け勧誘等」から「取得勧誘類似行為」を除外するものとされています。

この「取得勧誘類似行為」は、「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘に類似するものとして内閣府令で定めるもの」です。内閣府令では、有価証券の種類ごとに、「取得勧誘類似行為」が規定されています。その内容は非常に細かいのですが、例えば株券については、「当該株券の発行者が会社法199条1項の規定に基づいて行う当該株券等の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘」が規定されています（定義府令9条1号）。会社法199条1項は、会社が自己株式を処分する際の手続を定めるものです。会社法では、株式の新規発行と自己株式の処分とを同一の規制に服せしめています。自己株式は既発行有価証券であるものの、金融商品取引法においても、その取得の勧誘について新規発行のものと同様の扱いをすることにしたわけです。

2009年改正前の金融庁・企業内容等の開示に関する留意事項（以下、「開示ガイドライン」という）2-4では、「会社が会社法第199条の規定により自己の株式を処分

する場合で、均一の条件で、50名以上の者を相手方として売付け勧誘等（法第2条第4項に規定する売付け勧誘等をいう。）を行うときは『有価証券の売出し』（同項に規定する有価証券の売出しをいう。2-10において同じ。）に該当することに留意する」としていました。しかし、自己株式の処分と新規発行とで実態が同じであるにもかかわらず、金商法上の位置付けを異にすることには批判もあったわけですから（神田秀樹他「座談会・会社法と金融商品取引法の交錯と今後の課題（中）」商事法務1822号7頁（黒沼・神田発言））。そのため、自己株式の処分を、新規株式発行と同様に、募集の概念に含める改正がなされたわけですから。これに伴いまして、前述のガイドラインは削除されています。なお、この改正の実務上の影響は少なくないと考えられますが、これは「私売出し」の箇所です。述べさせていただきます。

なお、2009年の改正に当たって、発行されて間もない有価証券についての売付けの勧誘等について、「取得勧誘類似行為」に含めて規制することが検討されていました。金融審議会金融分科会第一部会「ディクローチャー・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）では、「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、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うものと考えられる。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。」としていたわけですから。

このように発行後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、募集と同様の開示義務を求める方向性が示されていたわけですが、内閣府令の改正に当たって、かかる規定は設けられなかったわけですから。その理由として、金融庁のパブコメに対する回答（「有価証券の売出し」に係る開示規制の見直し関連（定義府令）4）では、「募集に係る開示規制と売出しに係る開示規制は、結果的に同様のものとなることから、これに関する規定を設けない」こととしたとされています。自己株式の処分について、既発行証券のものでありながら、取得勧誘類似行為として募集に含める改正がなされた点は、さきに述べたとおりです。仮に開示規制の内容が結果として同じであるというのであれば、自己株式の処分についても、特に、改正の必要性はなかったように思います。また、そもそも、募集と売出しで開示規制が同様のものではありません。「既に開示がなされている場合」には、売出しであれば、法定開示義務が免除されるわけですから。さらに外国証券については、

売出しであれば、簡素な開示義務が適用されることがありますが、募集になれば、かかる開示義務の簡素化が認められないこととなります。

### 3. 通算規定

「募集」「売出し」は「多数の者」に対する勧誘を行うことです。「多数の者」は「50名以上」を意味します（金商令1条の6・1条の7）。もっとも、この点について、「49名以下」の勧誘を数回に分けることで、実質的に「50名以上」への勧誘がなされているものの、これにより、開示義務を免れることが懸念されたわけです。そこで、金融商品取引法は、このような脱法的行為によって「募集」の規制が回避されることを防止するため、過去6カ月以内に発行された同種の新規発行証券について、勧誘の相手方を合算し、その合計が50名以上になれば「募集」になると定めています（金商法2条3項2号ハ、金商令1条の6）。

2009年の改正では、「売出し」について、「均一の条件」という要件を外しましたので、「募集」と同様に、勧誘対象を分散することで規制の潜脱がなされることが懸念されます。そこで、勧誘者の数について通算規定を置くこととされました。すなわち、そこでは、過去1カ月以内に発行された同種の既発行証券について勧誘の相手方を合算し、その合計が50名以上となれば、「売出し」になるとされました（金商法2条4項2号ハ、金商令1条の8の3）。

もっとも、「募集」の場合には、通算される期間は6カ月とされているのに対して、「売出し」の場合は、それは1カ月とされています。この点について、先ほどの開示ワーキンググループの報告では、「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名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が実務的に行われているとの指摘があり、このような取引に対応できるようにしておくことが適当である。」と述べています。この報告では、「既発行有価証券の販売局面における実務を踏まえ、売出し規制の潜脱防止の観点を考慮し、通算期間は1か月程度としてはどうか」としていまして、この提言を受けて、改正法では、通算期間は1カ月と規定されたわけです。

この1カ月ルールの意味ですが、例えば1日に30名の勧誘がなされて、同じ月の15日に19名の勧誘がなされたという場合、翌月の1日には、新たに30名の勧誘が可能となり、翌月の15日には、さらに19名の勧誘が可能になるという理解をしておりますが、



この点、確認をさせていただければと思います。

ところで、開示ガイドラインでは、50名の計算にあつては、延べ人数により計算するものとされています（開示ガイドライン2-9）。したがって、1カ月の間に、同一の有価証券につき、同一の者に対して3回の売付け勧誘等がなされた場合には、50名の計算においては、それは3名への勧誘がなされたこととなります。このような取扱いは、募集の通算規定における50名の計算においても同様です（開示ガイドライン2-2）。

この点について、Aに勧誘をしたのですが、Aがその時点で買付けに至らなかったため、再度勧誘に訪れたというような場合には、ある意味ではこれらは一連の勧誘と考えられ、人数計算で2名にカウントする必要性はないのかもしれませんが。他方で、Aに勧誘をして、Aがそれに応じて買付けを行ったので、後日、営業マンがさらに勧誘を行ったという場合は、人数計算で2名に勧誘がなされたものとなるのではないかと思います。そこでは、Aにつき1名と計算する場合と2名と計算する場合で、残りの勧誘者が同じ49名であるのに、届出義務の有無が違ふこととなります。同一人の複数カウントが増えれば増えるほど、他の勧誘者の数が少ない場合も届出義務が発生することとなります。このような取扱いの是非について、ご意見をいただきたいと思います。

#### 4. 「私売出し」の創設

新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘であつて、有価証券の「募集」に該当しないものは「私募」になります。「私募」には、多数の者に譲渡されるおそれが少ない場合（少人数私募）と適格機関投資家・特定投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合（プロ私募）とがあります。2009年の改正前まで、基本的に、「私募」に相当する「売出し」に関連する概念は存在しませんでした。しかし、既発行有価証券についても、その相手方となる投資家の情報収集能力、分析能力等は変わるものではないはずでして（谷口・前掲46頁）、同年の改正で、「売出し」についても「私募」に相当する制度が創設されたわけです。これを「私売出し」といいます。

新規発行有価証券に関しては、適格機関投資家のみを相手方とする場合、特定投資家のみを相手方とする場合、そして「多数の者」に所有されるおそれが少ない場合について、それぞれ適格機関投資家向け私募、特定投資家向け私募、少人数私募が認められているわけです（金商法2条3項）。2009年の改正で、既発行有価証券に関しても、同様に、適格機関投資家向け私売出し及び少人数私売出しが規定されることになりました。その趣

旨は、新規発行有価証券の場合と同様に、プロや少人数の場合の開示コストと便益を考慮したものと考えられます。

新規発行有価証券に関する特定投資家向け私募は、2008年の改正で創設されています（金商法2条3項2号ロ）。実は、同年の改正で、既発行有価証券について特定投資家向け私売出しも規定されていることが注目されます。この段階で、適格機関投資家向け私売出しや少人数私売出しも規定されなかった理由は定かではありませんが、2009年の改正でこれらが規定され、募集・私募制度と同様のものとして売出し・私売出し制度が整備されることになったわけです。

なお、特定投資家向け私募と同様に特定投資家向け私売出しが認められるのは、当該有価証券がその取得者から特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合のほか、勧誘の相手方が国、日本銀行、適格機関投資家以外の者である場合には、金融商品取引業者等が顧客からの委託により、または自己のために勧誘を行う場合に限られます。これは、特定投資家のうち適格機関投資家、国、日本銀行については、相手が特定投資家であることはどの取引参加者にとっても明らかであるのに対して、その他の特定投資家（上場会社や個人投資家等）については、金融商品取引業者等との契約によって、特定投資家に該当するか否かが決まるわけです。そのため、売出人にとって、勧誘の相手方が特定投資家であるか否かを確認することが困難な場合が想定されまして、これらの場合に、勧誘を金融商品取引業者等に委託して行わせることを特定投資家向け私売出しの要件とすることで、その相手方の範囲に関する実効性を確保するものとなっているわけです。このことは、特定投資家向け私募についても同様です。

さて、少人数私募や少人数私売出しは、勧誘者の数が、「49名以下」の場合に認められます。新規発行証券の場合、発行者や証券会社が勧誘者数を主体的にコントロールできることから、勧誘者を49名に抑えることは比較的容易かもしれません。既発行証券についても、一括譲渡以外の譲渡を禁止する等の転売規制を付す場合には、「投資者が49名以下」という人数は守られると思われれます。しかし、海外発行証券について、そして譲渡制限が付されずに海外で上場され、広く流通している証券を国内に持ち込むことがあるわけで、そういう場合には問題が生じ得ます。すなわち、証券会社が市場で買い付けた海外証券を国内で別々に独立して販売するときには、各証券会社の側で全体の勧誘数を把握することができないため、仮に自社で49名以下の勧誘者枠を守ったとしても、全体として相当数の勧誘につき情報開示がなされないまま販売が行われるということが考えられます。

そこで、前述のワーキンググループ報告での提言を受け、次の場合に「私売出し」を認めるものとしています。

①金融商品取引業者等（認可金融商品取引業協会の会員に限る）が譲渡制限のない海外発行証券の売付け等勧誘等を行った場合には、当該海外発行証券の銘柄、当該売付け勧誘等により当該海外発行証券を取得し、かつ「現に所有する者の数として内閣府令で定めるところにより算出した数」（所有者数）その他内閣府令で定める事項を認可金融商品取引業協会の規則の定めるところにより当該認可金融商品取引業協会に報告することとされていること。

②①に規定する報告を受けた認可金融商品取引業協会は、当該認可金融商品取引業協会の規則の定めるところにより、譲渡制限のない海外発行証券の銘柄ごとの所有者数の総数を算出し、公表することとされていること。

③①の譲渡制限のない海外発行証券の銘柄ごとの所有者数の総数が1,000を超えないものであること。

これらの要件を満たせば、少人数私売出しに該当することになります（金商令1条の8の4第4号）。これを受けまして、日本証券業協会は、「外国証券の取引に関する規則」でその内容を規定しているところです（32条）。協会に報告すべき事項や協会の規則は、レジュメに記載しているとおりです。

かかる制度は、日本証券業協会に少人数私売出しに係る銘柄の登録・公示制度を設けて、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、当該銘柄の国内所有者の数が1,000名に達した時点で、私売出しを認めないとするものであります。1,000名という所有者数が決まった根拠ははっきりしないのですが、継続開示が必要な外形基準で、株主数が1,000名とされていることを参考にしたものかもしれません（金商令3条の6第4号）。しかし、継続開示義務における外形基準は、開示を必要とする投資者が一定数以上いる場合に、これらの投資者を保護するため開示を強制するものです。これに対して「私売出し」における外形基準は、既に所有者の数が一定数以上いる場合に、この所有者のためではなく、新たに取得の勧誘がなされる者のために開示を要求するものです。証券会社から勧誘を受ける投資者は、通常、1社の証券会社から勧誘を受けるものと思います。発行開示の必要性が販売圧力や情報の非対称性に求められるのであれば、当該証券会社における勧誘のみを問題にすれば足りるようにも思われます。開示がなされない

まま大量の外国証券が国内で販売されることを問題にするならば、一定数以上の所有者になった段階で継続開示義務を課するという方法で対処も可能なように思われます。「売出し」について、このような既に所有者となった者の数を基準に発行開示を要求することの是非についてご議論いただきたいと思います。

なお、各証券会社にとって、1,000名を超えると私売出しができなくなるのですが、いつ1,000名を超えるかという判断は難しいと考えられます。この点、実務の方に聞いてみますと、1,000に近づいた段階で、「警告」を発する制度が採用されているようです。しかし、警告後、1,000に至るまでは、依然として、はっきり判断できないことには変わりはありません。なお、実際には、今のところ1,000を超えるものは存在していないようです。

最後に、さきに述べたように、自己株式の処分は、2009年改正前まで、既発行証券の売付け勧誘等に分類されていました。これは、開示ガイドライン（改正前2-4）によるものであり、法律によるものではなかったわけです。改正後は、このガイドラインは削除され、前述のように、法律上は、自己株式の処分は、新規発行証券の取得勧誘に分類されることになりました。

これによる影響ですが、例えば勧誘対象者の通算についても、「売出し」についての「1カ月ルール」ではなく、「募集」についての「6カ月ルール」が適用されることになるかと思えます。さらに自己株式の処分については、それを少人数に対して行う場合も、これは「私売出し」ではなく、「私募」に該当することになります。上場有価証券を新規に発行する場合、「私募」は認められず、「募集」として法定開示義務を負います（金商令1条の4第1号イ・1条の7第2号イ(1)）。この点、上場有価証券を既に発行していれば、「私売出し」は認められず、すべて「売出し」にはなります（金商令1条の7の4第1号イ・1条の8の4第2号イ(1)）。しかし、この場合でも、その有価証券に関して「開示が行われている場合」であれば、売出しについては届出は要らなくなります（金商法4条1項3号）。しかも、2009年の改正で、引受人以外の者が行う売出しについては、目論見書や有価証券通知書の提出も不要になりました（開示府令11条の2）。

以上のことから、上場会社がその上場株式である自己株式を処分する場合、勧誘の相手方が1名であっても募集に該当し、原則として、有価証券届出書及び目論見書の交付が必要になるのではないかと思います（高山泰之「『有価証券の売出し』の改正と実務上の対応」金融法務事情1900号113頁）。株式の新規発行と自己株式の処分とで実態が変わ

らないことから、むしろ、こちらのほうが当然のルールと言えるのかもしれませんが、従来の実務に大きな変更をもたらすことになると考えられます。

## 5. 海外発行証券の開示義務の免除

有価証券の売出しは、発行者が、当該売出しについて届出を行っていないければ、これを行うことはできません（金商法4条1項柱書き）。かかる届出義務が免除される場合について限定列举されています（金商法4条1項但書き）。2009年の改正では、外国で既に発行された有価証券また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について、適用除外とする旨の改正がなされています（金商法4条1項但書き4号）。かかる売出しは、金融商品取引業者等が行うものに限られ、かつ、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必要があります。

この改正は、国内外において十分な投資情報が周知されている流通市場があり、その有価証券取引が流通市場との関係でセカンダリ的取引に該当する場合には、投資者は投資判断に必要な情報を入手することが可能であり、発行者に法定開示を要求する必要性は低いと考えられたことによります（谷口42頁）。ただし、全く情報の開示義務を免除することは投資者の保護の観点から問題であり、この場合でも、簡易な情報提供として「外国証券情報」の提供・公表が義務付けられます（金商法27条の32の2）。この点については、本日は時間がないので、これ以上は立ち入らないでおきたいと思います。

なお、既に流通市場で情報が周知されているという状況は、国内発行の有価証券の場合にも当てはまることです。2009年の改正は、海外発行証券についてのみなされているわけです。しかし、国内発行有価証券については、「既に開示が行われている有価証券」（金商法4条1項3号）として届出義務が免除されていることに留意が必要かと思います。その点で規制に整合性がとられているということかと思います。

最後に、2009年改正前まで、外国の既発行有価証券については、一括譲渡以外の譲渡を行わないことを約することを条件等として、かつ50名未満の者に対して売付けを行う場合に、法定開示が免除されていたわけです（改正前23条の14）。しかし、このような勧誘は、改正後、今まで述べてきた「少数私売出し」または「外国証券売出し」に該当することとなります。そのため、外国の既発行証券について定められていた規定（改正前23条の14）は2009年の改正で削除されています。

## II. 金融商品取引所と商品取引所の相互乗り入れ

つぎに、残りの時間で、取引所の相互乗り入れについて述べさせていただきます。この問題については、金融庁、農林水産省および経済産業省のほうで総合取引所の検討で議論がなされているようですが（2010年12月22日に総合的な取引所検討チームが中間整理を公表している）、本日は、2009年の改正ということですので、この点に絞らせていただきたいと思います。そうしますと、あまり法的な論点が見当たりませんが、制度の概要を報告させていただきます。

2009年に金融商品取引法と商品取引所法の改正が行われまして、金融商品取引法と商品取引所の相互乗り入れが可能になりました。これらによって、金融商品取引所が商品市場を開設することや、金融商品取引所と商品取引所が同一グループに属することが可能になりました。金融商品取引所は、株式等の有価証券の現物から金融デリバティブ、さらに商品デリバティブまで、幅広い投資機会を投資者に提供することが制度上可能になったわけです。

以下では、商品取引所と証券取引所（金融商品取引所）の規制の沿革を概観し、2009年の改正で実現した法規制の内容を見ていきたいと思います。

### 1. 改正前の規制

2009年の改正前までは、金融商品市場と商品市場を同一の取引所で開設することや、金融商品取引所と商品取引所がグループ化されることは、金融商品取引法及び商品取引所法の規制によって許されていませんでした。

まず、金融商品取引法においては、金融商品取引所が、金融商品市場の運営という公共性の高い業務を行うという点から、その安定的な運営を確保する視点で、取引所の業務範囲及び子会社の範囲、さらに親会社となることができる者の範囲を厳格に制限してきました。これらの規制は、取引所の競争力を強化する観点から順次改正が加えられてきたものの、2009年改正前の規制は以下のようなものになっていました。

#### (1) 取引所の業務範囲

金融商品取引所の業務は、①取引所金融商品市場の開設業務、②①に附帯する業務、③算定割当量（いわゆる排出量に係る京都クレジット）に係る取引を行う市場の開設業務、

④その他金融商品の取引に類似するものとして内閣府令で定める取引を行う市場の開設業務，⑤④に附帯する業務に限定されていたわけです（改正前金商法87条の2）。さらに，③から⑤の業務を行うには，内閣総理大臣の認可が必要でした。

この点について，④その他金融商品の取引に類似するものとして内閣府令で定める取引を行う市場の開設業務というものが認められていましたので，金融商品の取引に類似するものとして，商品デリバティブ取引を内閣府令で規定すれば，金融商品取引所がそれを取り扱うことは，一応可能な法制度になっていました。しかし，内閣府令は法の委任を受けて定められるものであり，金融商品以外の種類の商品をここで定めることは難しいと考えられていたためか，内閣府令で商品デリバティブ取引を指定することはありませんでした。

一方で，商品取引所の業務については，①商品・商品指数について先物取引をするために必要な市場の開設業務，②上場商品の品質の鑑定，刊行物の発行，③その他これに附帯する業務のみが認められていたわけです（改正前商品取引所法3条）。ここでは，金融商品取引所のように，「類似する」取引の市場開設が認められる規定はなく，証券取引など金融取引の市場を開設することができる余地は全くなかったと言えようかと思えます。

## （2）取引所・取引所持株会社の子会社の範囲

金融商品取引所の子会社や取引所持株会社の子会社（取引所の兄弟会社）についても，取引所に対する悪影響を懸念して，一定の者に資格が限定されていました。すなわち，①取引所金融商品取引市場の開設業務を行う会社，②①に附帯する業務を行う会社，③取引所金融商品市場の開設に関連する業務を行う会社に限定されていたわけです（改正前金商法87条の3，106条の24）。③の業務を行う会社を子会社とする場合には，内閣総理大臣の認可を要しました。

この点について，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」（平成19年12月18日）は，次のように述べていました。

「コモディティ・デリバティブ市場の開設業務は，その公共性や果たすべき機能，リスク管理等の面で，金融商品市場の開設と極めて類似している。また，取引所グループとして，コモディティ・デリバティブを含めた多様な品揃えを可能とすることは，金融商品市場，コモディティ・デリバティブ市場の双方に相乗効果をもたらし得る。このような点を踏まえると，コモディティ・デリバティブ市場の開設は，金融商品取引所の関連業務として整理することが適当であり，金融商品取引所の子会社等による開設を認めていくことが

適当である。」

コモディティ・デリバティブ市場の開設を、先の③取引所金融商品市場の開設に関連する業務と解することでできれば、内閣総理大臣の認可を受けて、金融商品取引所やその持株会社が子会社として保有することは可能でありました。前述の金融審議会の報告では、これは「金融商品市場の開設と極めて類似する」ということであつたため、特に法改正を行わなくても、この点においては、実現は可能な状況にあつたわけです。しかし、実際には、改正前の商品取引所法のもとで、株式会社商品取引所について総議決権の5%超の取得・保有が規制されていた（改正前86条1項）関係で、金融商品取引所や取引所持株会社が商品取引所を子会社化することはできませんでした。

一方で、商品取引所法においては、その子会社や持株会社に関する規定を欠いていました。この点で、解釈によって金融商品取引所を保有することができるかが問題となり得ますが、本体での業務規制の趣旨からして、子会社に親会社ができない業務を拡大するという解釈はやはり難しかったのだらうと思います。

なお、株式会社金融商品取引所の議決権を保有することについても、制限があります。これは、取引所の公正性・中立性を確保するために、特定の者による影響を排除するためのものです。そこでは、原則として20%以上の議決権を取得・保有することが禁止されていました（金商法103条の2）。もっとも、他の金融商品取引所、金融商品取引所持株会社は、それ自体に議決権を取得・保有する規制が及ぶために、規制の除外を受けていたわけです。しかし、商品取引所については、かかる適用除外の範囲には含まれず、したがって、金融商品取引法上も、商品取引所が金融商品取引所を子会社化することができなかったわけです。

## 2. 改正後の規制

### (1) 審議会での検討

金融庁は、さきに述べた金融審議会の報告を受けて、2008年12月21日の「市場強化プラン」で、「取引所の相互乗り入れのための枠組みの整備」を盛り込み、そこでは、「平成20年度中を目途に検討を進め、その後、すみやかな実現を図る」としていました。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」（平成20年12月17日）は、相互乗り入れの基本的な考え方として次のものを挙げています。

「取引所の相互乗り入れを可能とするにあたっては、適切なガバナンスを確保しつつ、



効率的かつ効果的な市場運営を可能とする観点から、その経営形態を柔軟に選択できるような制度整備を行っていくことが適当である。具体的には、同一の取引所において金融商品市場と商品市場の両市場を開設することを可能とすることに加えて、親会社の形態や、持株会社を通じた兄弟会社の形態によるものを可能とすることが適当である。」

2009年の改正は、これらの方針に従った形で法整備を行っています。

なお、経済産業省所管の産業構造審議会商品取引所分科会は、「原油・食品等の商品の価格が乱高下した場合における国民経済への影響の違いといった「商品」と「金融商品」の特性の異同、さらには、それを踏まえた商品取引所法と金融商品取引法の法目的・体系等の相違を踏まえる必要があるのではないか」という問題提起を行っていたわけです。こうした問題意識から、今回の改正に当たっては、取引所の完全統合といった形で相互乗り入れは実現していないということに留意が必要です。

## (2) 取引所本体での業務

まず、金融商品取引所の業務範囲を規定する条文が改正され、内閣総理大臣の認可を受けて、商品市場の開設業務及びこれに附帯する業務を行うことができるようになりました(金商法87条の2第1項)。さきに述べましたように、改正前の法律でも、内閣府令の規定で、商品市場の開設業務を金融商品取引所の業務とする余地はあったわけですが、改正法はこの点を明確にしたと言えます。

金融商品取引所が商品先物取引市場を開設するには、金融商品取引法上の認可が必要であるだけでなく、商品取引所法において、商品取引所としての許可及び兼業業務として金融商品市場開設の認可が必要になります。

他方で、商品取引所法の改正も行われまして、商品取引所は、主務大臣の認可を受けて、金融商品市場の開設業務及びこれに附帯する業務を行うことができるようになりました(商品先物取引法3条)。このほか、排出量取引の市場開設が認められるなど、金融商品取引所の業務と極めて類似する業務内容がそこで規定されています。

商品取引所が金融商品市場を開設する場合も、金融商品取引所が商品先物市場を開設する場合のと同様に、商品取引所法上の認可が必要であるだけでなく、金融商品取引法上における市場開設の免許及び商品市場開設業務に係る兼業業務の認可が必要になるわけです。

このように、金融商品取引所と商品取引所による本体での相互乗り入れについては、認

可を条件に、それが可能な制度になっています。認可が必要とされる理由は、それぞれの既存の市場に与える影響がないことを確認するためであると思われます。もっとも、さきの報告書にあったように、両業務の性質が類似するという点で相互参入が認められたことを考えると、業務の性質から認可が拒否されることは考えにくいと思います。ただ、その財務内容や内部統制の整備状況などによっては、新しい市場開設の認可が下りない可能性はあるかと思えます。

なお、金融商品取引所による商品市場開設業務への参入が認められるのは、株式会社組織の金融商品取引所に限られます（金商法87条の2）。商品取引所による金融商品市場開設業務への参入が認められるのも、株式会社組織の商品取引所に限定されるわけです（商取法3条）。したがって、相互参入は、会員組織の取引所には認められないことになります。この点の理由が問題になるのですが、会員組織の取引所では、取引の専門家である会員の自治による相互監視によって健全かつ適切な市場運営を確保しようとするものであり、会員取引所が他市場を運営することは、こうした機能を適切に発揮することが期待できないため、相互参入ができる取引所は株式会社組織に限定されるというふうに言われています（池田唯一他・逐条解説2009年金融商品取引法改正65頁注6）。しかし、この趣旨が本当に合理的かどうかは検討の余地があるように思います。少なくとも、証券会社と商品取引所の会員の融合が進むようなことになれば、会員組織であっても、両市場運営は可能になるのではないかと思えます。

### （3）取引所・取引所持株会社の子会社の業務範囲

金融商品取引法では、金融商品取引所が子会社とすることができる対象として、「商品先物取引をするために必要な市場の開設業務」（商品市場開設業務）、「商品先物取引をするために必要な市場の開設に関連する業務」が追加されています（金商法87条の3第1項）。子会社化するには内閣総理大臣の認可が必要です。

このような改正で、取引所は、商品先物市場を開設する会社を子会社として保有することができるようになりました。また、金融商品取引所持株会社も同様の会社を子会社として保有することができることから、金融商品取引所と商品取引所は持株会社を親会社として、それぞれ兄弟会社としてグループの一翼を担うことが可能になったわけです。

既に内閣総理大臣の認可を受けて商品市場を開設する金融商品取引所があれば、他に商品取引所や商品市場の開設に附帯する業務を行う会社を子会社とする場合は、改めて内閣

総理大臣の認可は不要とされています（金商法 87 条の 3 第 2 項）。これは、本体で商品市場を適切に運営することができるとして認可を得ている以上、当該業務を行う子会社の保有につき、さらに認可を必要とするまでもないという判断があったのかと思われます。

なお、前述のように、改正前は、商品取引所の議決権の 5% 超の取得・保有が一律に禁止されていました。この点、商品取引所法の改正がなされまして、その例外として、金融商品取引所、金融商品取引所持株会社が取得・保有する場合を加えられています（商取法 86 条）。

商品取引所が子会社または持株会社の子会社として金融商品取引所を保有するための法整備もなされています。すなわち、改正前の商品取引所法では、子会社の業務範囲に関する規定がありませんでしたが、2009 年の改正で、金融商品取引所を子会社化することを可能にするための手当てがなされています（商取法 3 条の 2）。さらに、商品取引所持株会社の制度が創設されていまして、その子会社の業務について取引所本体の子会社と同様の業務が規定されています（商取法 96 条の 37）。

以上の改正によりまして、取引所持株会社を通じた金融商品取引所と商品取引所のグループ化が可能なものになっています。

#### （４）今後の課題

2009 年の改正で、本体のみならず、持株会社形態で金融商品取引所と商品取引所の相互乗り入れが可能になったことで、商品と金融商品の融合化が一層進展するものと考えられます。同一取引所において、商品と金融商品が融合した投資物件が上場されることも期待できます。

しかし、改正後も、金融商品取引法と商品取引所法（商品先物取引法）による規制は存置されます。その理由は、産業構造審議会商品取引所分科会が述べているように、「商品先物取引が有する産業基盤としての機能等を踏まえ、商品取引所法と金融商品取引法は、異なる法目的・規制体系を有しているから」と説明されるものと思われます。

これまでも、両者の規制体系については、かたくなに分離主義がとられてきました。例えば、2006 年の証券取引法の改正（金融商品取引法への改組等）で行為規制の横断化が実現しました。銀行法・保険業法・信託業法では、金商法の行為規制を一部準用する立法という形で、規制の横断化が実現したわけです。けれども、商品取引所法については、準用はあえて回避され、別にわざわざ金融商品取引法の行為規制と同様の規制が定められ

ているわけです。

結局のところ、監督官庁の管轄の問題に帰着するのかもしれませんが。しかし、商品の融合が進む中、規制の重複は重要な課題になるのではないかと思います。また、自主規制の整備にも相当の違いがあります。金融商品取引所は自主規制が充実していますが、商品取引所についてはあまりそれが進んでいないように見受けられます。この自主規制のあり方も、統合後における課題になると考えられます。これらの検討は、改めて行うものとして、本日はこれにとどめさせていただきたいと思います。報告は以上でございます。

~~~~~

【討 論】

○近藤 ありがとうございます。それでは、ただいまのご報告についてご質問・ご意見をお願いいたします。

大きく分けて、開示と取引所の相互乗り入れの2つの論点がありますので、前半は開示についてご議論いただいたほうがよいのかもしれませんが。

1 取得勧誘類似行為について

○河本 今度の改正で不思議に思ったのは、最初法律ができたときの担当官の解説やその前提になっている審議会の報告もそうだけれども、それらと実際に制定された府令とは、ずいぶん違っているのですね。谷口さんがまず法律の段階で解説していますね。『商事法務』の1872号の41ページでは、全く審議会報告と同じことを書いていましたね。つまり、「ワーキンググループ報告において提言された、『発行後3カ月以内といたって発行に近接して行われる売出し』を一つの目安としつつ、有価証券の性質、流通量、取引形態等を勘案して、実質的にプライマリー取引といえるものを『取得勧誘類似取引』の一形態として内閣府令において規定することになる。」と、明確に書いているわけです。そこで、この法律の解説のとおり規則がどこかにあるのだろうと思って府令を探してみたけれども、どこにもないですね。同じ人が、府令についてしている解説では、それとの関連はなにも説明していない。ということは、どうも法律をつくったときの解釈と府令作成時の解釈が全然変わったのか。今後も、3カ月云々という、こんな形での規則は出てきませんね、恐らくは。

○川口 取得勧誘類似行為の内容は内閣府令で定めるということになっていますが、先生のご指摘のものは、結局、内閣府令で規定されないこととなりました。その理由についても、どこかの解説で明確に書かれているものは見つからず、かろうじて、本日、ご紹介したパブコメの回答が公表されているのみです。その内容自体も、本日の報告のとおり、疑問のあるところです。

○河本 それなら、ワーキンググループの考え方、それに基づく法律段階での担当官の解説というのは一体どういう意味を持っているのか。とにかく、法律と行政の段階でつくる規則との間に段差があり過ぎて、非常に疑問に思うのですけれどね。このパブコメだって、もうひとつその趣旨がよくわからんでしょう。

それとついでに、自己株処分の問題ですけれども、従来、これが一体募集か売出しかという議論を随分して、黒沼さんはわざわざ報告の機会を求めて、これは募集だという意見を開陳しておられたし（証券取引法研究会「金庫株解禁に伴う商法・証券取引法」別冊商事法務NO. 251 55頁）、これに対し、川口君は、募集は新規に発行したものと規定されているので、既発行の自己株式を募集とするのは条文上は難しいのではないかと言っていましたよね（同書57頁）。そこのところをこういう形でけりをつけたと。結局、募集だと。

○川口 はい。ただし、そのまま募集とするのではなく、取得勧誘類似行為というものを定め、それを募集に含める形にしました。

○河本 類似行為だけれども、実質的には募集だと。従来議論で、自己株式の譲渡を募集と見ることから出てくる実際上の効果で重要なものは、上場株であれば、1人に1株自己株式を譲渡しても募集になる、そういうことになりますよということだったけれども、結局そうなったわけですね。

○川口 そうですね。新規発行の場合は、従来からそうになっていたわけですし、自己株式の処分についてもそれに合わせたといえば、それはそれで整合性はとれているのですね。ただ、従来の実務は大きく変わるようになりますが。

○前田 自己株式の処分と新規発行とは、取得者から見れば実態は同じですので、2009年改正で取得勧誘類似行為という概念を立てて、自己株式処分を新規発行と同じに扱うことにした改正は合理的だったと思うのですけれども、金融商品取引法上、ほかにも公開買付規制ですとか、あるいはインサイダー取引規制ですとか、自己株式処分と新規発行とを区別することの合理性は疑わしいと言われているところはあるわけですね。

ですから、金融商品取引法全体について、この売出しのところだけではなくて、自己株式処分についてどういう規制をするのかということについて統一的な対応をするのが本来の姿ではなかったかと思います。この問題は、今日のご報告の範囲を超える問題ではあるのですけれども、なお手当てを要する事項は残っていると思います。

○川口 私もおっしゃるとおりだと思います。今回は、開示のところだけを改正したのみで、インサイダーのところはまったく改正されていません。今後、金融商品取引法の規定を総合的に検討すべきかと思います。

2 通算規定について

○川口 通算規定についてはいかがでしょうか。売出しの場合は1カ月ですが、募集の場合は6カ月になっています。もともと、募集について、規制の潜脱を防止するために6カ月という期間を設けているわけで、同じような理由は売出しにも当然該当すると思われる。ただ、6カ月を通算するのでは、実務上困る事態が発生するので、期間を1カ月に短くしているわけです。この点、やや釈然としない感じがします。

○黒沼 今の問題は、2つぐらい根拠付けができるのかなと思います。一つは、川口先生のご報告の中にもありましたように、募集と売出しの違いを一つとして、売出しは既発行証券に関する取引なので、流通市場が存在している場合があると。そこで、そういう場合には販売圧力が弱まるのではないかということから、通算期間を短くするということですね。

もう一つは、売出しというのは、発行市場と流通市場の中間的な特色がありまして、そこを考慮して1カ月通算にしたという説明です。1カ月に50人未満に売り出すのであれば、6カ月通算で300人未満になる。300人というのは、発行開示後に継続開示を免れるための要件にもなっているし、外形基準で開示義務を課せられたときにも継続開示義務が免除される要件にもなっているから、300人を超えて流通していないようなものについては開示は要らないのではないかと、そういう説明ができるのではないかと、思います。

○川口 販売圧力というのは、新規発行と既発行とは違うのでしょうか。既発行のものであっても、同様の圧力がかかるようにも思いますが・・・。

○黒沼 そこは段階的だと思うのですけれども、既に開示が行われている有価証券の募集とか売出しの規制をどうするかということにも関係してきますよね。

- 近藤 5ページで紹介されました通算方法の延べ人数ですけれども、これには合理性があるのでしょうか。本来の趣旨からして、同じ人に何回も勧誘することによって義務が発生するという発想は、何かちょっと変な感じがするのですけれど。
- 川口 開示ガイドラインでこのように定めているのですね。従来、募集についてこのようなルールは規定されていなかったのですが、売出しについてのルールを定める際、同様のものが規定されることとなりました。
- 黒沼 延べ人数は、理論的には勧誘の対象者の数ですけれども、実際には、取得した者の数を実務上は考えているのではないのでしょうか。つまり、同じ人が時期を異にして2回購入した場合には、それは2人分と数えるのではないかと感じたのですが。
- 松尾 一方で、均一の条件というのが外れたために、条件を違えて同じ人に2回勧誘するということもあり得るので、その場合それぞれを拾うという趣旨もあるのかなと考えたのですけれども。
- 志谷 目論見書は、同じご家庭で持っていたら、あるいは既に渡していたら、渡さなくてもいいという規制がありましたかね。整合性がとれているのですかね。
- 川口 確かに、目論見書交付規制では、同一人等には1回の交付が許され、これは情報がすでに行きわたっているからと説明されるのでしょうか。そこでは同じ条件で勧誘がなされるのですね。これに対して、松尾さんが言われたのは、条件が異なる場合には、別々の勧誘がなされたとみるべきということですね。
- 志谷 でも、そこまでこのガイドラインは、条件を違えて云々ということは書いていらっしゃらないですね。
- 川口 黒沼さんが指摘された、勧誘の人数ではなく、取得者の人数ではないかという点ですが、私自身も、本当に勧誘の人数が分かるのか疑問に思っておりました。この点、野村証券の方にお聞きしたところ、私募の場合はすごく厳格にやっているようです。勧誘段階で対象者の人数を厳密に報告させ、それで、49名以内に抑えるというようなことをやっているようです。

3 国内に持ち込まれる海外発行証券の報告義務

- 志谷 それほど厳格にやっておられるのだから、6ページのところでご報告があったように、外国証券でも800とかという警告が出れば、かなり効くということなのでしょうか。ちゃんと守られると。

○黒沼 国内に持ち込まれた証券の所有者数の報告義務に関してですが、これは一度販売した後に、例えば投資家の間で、1名の投資家が2名の者に売却するといった場合にも、証券会社はそれを把握して報告する義務があるということなのでしょうか。また、それは可能なのですか。

○川口 確か、取扱い証券については、証券会社が保護預かりにしているのではないのでしょうか。従来のルールはそうだったんですよね、それであれば、把握は一応できるということかなと思いますね。

○黒沼 わかりました。私も何かで読んだ記憶があります。

○川口 ただ、本来的に、持ち込み数を基礎としてルールでいいのかどうか・・・。

○黒沼 ここにも、先ほど言ったような発行市場か流通市場かというあいまいなところがあらわれているように私には思えるのです。外形基準は、本来ならば、株式だけじゃなく、株式に相当するような外国株式についても、あるいは外国の他の有価証券についても適用すべきだと思うのですが、現行法上、株式とみなし有価証券にしか適用されないことになっていますね。これは、もし他の有価証券についても適用するように規定を設けたとしても、実効性を確保することが難しいということから来ているのではないかと思うのですね。そこで、そのかわりにこのような報告制度を設けているのではないかというのが私の感触なのですが。

4 取引所の相互参入一会員組織と株式会社組織との違い

○近藤 いかがでしょうか。あるいはⅡの取引所の相互乗り入れも含めてご議論いただければと思います。

Ⅱのところでは質問させていただきますと、やはり気になったのが、会員組織ではだめだという点がどうもよくわからないところなのですが、株式会社組織であれば十分なコントロールが及ぶという趣旨でしたか。

○川口 会員組織の株式会社の場合、歴史的経緯においても、現場に精通した会員証券会社が、自らが会員となっている取引所の市場の規制を行ってきました。この意味で、まさしく「自主規制」と言えるかと思います。しかし、株式会社の取引所の場合、自主規制と言いながら、実は、証券会社が規制を行っているものではなくてなっていますよね。会員組織の取引所で、専門家である会員がその専門分野において市場を監視するということを強調すると、証券会社が専門分野でない商品市場を監視できるのか、ということ

になるかと思えます。しかし、会員組織でも、自主規制の実質は、株式会社組織のものと変わらないように思えます。また、先の理屈を採用したとしても、証券と商品の取引が融合すれば、証券会社でも監視が可能ということになります。

○森本 特に何も詳しい説明はなかったわけですか。

○川口 立案担当者の書いた本、それも注意書きしか見つかりませんでした。

○森本 同じようなことは、保険会社の場合でも問題となっています。相互会社組織はある意味で会員組織ですね。保険会社の場合には、それこそ1,000万人を超える会員というかメンバーがいる関係で、総代会が設けられており、その機能との関連において、株式会社の方がガバナンスがしっかりしているのではないかという議論もあったけれども、洲崎先生、今のところどちらが決定的によいというわけではなく、イーブンなものとして理解されているのですね。実態はともかく、理念的には。

○洲崎 はい、理念的には。

○森本 保険会社の場合には、業務範囲は一切変わりませんね、相互会社組織と株式会社組織の間で。取引所の場合には、現在の会員組織の取引所と株式会社組織の取引所の実態に配慮しているのかなという気がするのですが、理論的に当然そうなるのかなという気はしないではありません。もっとも、株式会社組織の場合とは異なり、会員組織の場合は、会員資格の問題との関連において整理を要する点もないわけではないように思われます。株式会社組織における取引参加者制度の方が弾力的であり、結論的には、株式会社組織に限定することに特に問題はないということができのでしょうか。

5 売出しとして許容される業務

○河本 開示制度に戻りますが、この新しい売出しの規定で具体的に売出しからはずれるものについてお聞きしたいのです。例えば、解説（谷口義幸『有価証券の売出し』に係る開示規制の見直しの概要（上）」商事法務1902号39頁）の中にも、ブロックトレードが、「有価証券の売出し」に当たらない例として挙げられているのですね。

解説者の言葉によると、ブロックトレードは、「上場有価証券を取引所金融市場において売買することにより、その市場価格に大きな影響を及ぼすと懸念される場合において、市場価格に影響を及ぼさず、流通が円滑に行われるように行う取引所金融商品市場外での上場有価証券の売買であって、市場価格を基礎とした適正な価格で行うものである。」。したがって、ブロックトレードは、施行令1条の7の3第4号に該当するから、

「売り出し」に当たらないと、こう言われているわけです。

これに関連してお聞きしたいのは、平成12年に市場集中義務がなくなってから、上場証券を証券会社が店頭で、取引所の1日の最終VWAPを使って、それに上下1%のスプレッドをとって顧客と相対で取引するということが考えられたのです。その注文は、前日の午後3時半から当日の午前8時10分の間に受け付けるというものです。この買注文を50件以上受注すれば、売出しになるかという問題でした。

その頃、米国のナスダック市場が活況になったことに伴って、客からの注文が増加してきました。そこで、証券会社は、前日に客の買い意向を確認し、それを踏まえてナスダックで自己で買い付け、その買い付けた株式を、当日、客に勧誘して販売するのですが、問題は、客の買い意向が50件以上あった場合です。大証券では全国に多数の店舗がありますから、1店舗で、2、3人でも、全体では、数百件になります。そこでこれを49人づつグループに分けて、グループⅠの客にはXドルで、グループⅡの客には、 $X + 0.01$ ドルというように、グループごとに僅かに差を付けるようなことが考えられました。

しかし、これはどうも脱法だということにならないかと思ったことがありました。

平成4年の証取法の改正で、公募概念を見直したときは、流通市場といたら、取引所及び店頭しかなかったのです。それで、あのときの我々の「ディスクロージャー小委員会」の報告書では、「公募」と言う言葉を使って、広く売出しも募集も一緒にして、均一の条件を除くという提案をしたのです。ところが、でき上がった法律では、募集からだけ均一の条件を削って、売出しにはそれが残ったのです。というのは、均一の条件ということによって考えられるのは、現実には市場取引だけだから、小委員会の報告と矛盾しませんということだったのです。

ところが、その後、取引所の中ですら、相対売買みたいなものがどんどん出てくるし、それから、さっきも言ったように、平成12年以後は、取引所の立会外で上場株式の取引ができるようになって、その結果、先に述べたような問題がでてきたわけですね。

○黒沼 今の河本先生の事例は、現在だと、4条1項3号で開示の行われている有価証券の売出しに当たりますので、届け出は要らないですし、それから、特定の場合以外、発行者から取得してきたような場合以外は、目論見書の交付も不要になったと思います。ですから、売出しの概念には当たるのですが、届出書も目論見書も要らないというのが現在の規制ではないかと思えます。

- 森田 売出し規制の保護法益は何かと考えたときに、今言っておられることが何か保護法益を侵害しているというふうには考えにくいですね。そうすると、今、手当てが黒沼先生が言われたようなことであれば、別に保護法益という観点からすれば……
- 河本 黒沼さんがおっしゃったのは、施行令の1条7の……
- 黒沼 施行令のほうは一応除外取引なのですけども、それには該当するものはないと思います。
- 森田 むしろ4条のほうですね。
- 川口 4条1項3号ですか。
- 黒沼 ええ。
- 川口 開示が行われている場合における有価証券の売出しですね。
- 森本 あまりに複雑過ぎてよくわからないのですけれども、立法をする人、あるいはガイドラインを作成する人は、ある程度実務家から実務状況を聞いて、それを念頭に置きながらこういう法律ないしは規則、ガイドラインを作っているように思います。したがって、手元には、様々な場合を想定した一覧表を持っているはずなのですが、そういうたぐいのものはオープンにはなっていないのですか。先ほど河本先生がおっしゃったように、実務上問題になっていることを合理的に処理するためにこういう規制をつくる、脱法を抑えるために、あるいはグレーゾーンの取扱いを明確化するためにこのような複雑にルールを設定しているはずですよ。そうでないと、改正をしたりガイドラインを作成する意味がありません。実務を困らせるだけの細かなルール設定というのでは困ります。伝統的には、そうしてきたと思うのですが、そういうものはあまりオープンにはなっていないわけですね。
- 川口 少なくとも私のほうでは見つけることはできませんでした。
- 森本 大手の事務所なんかは、そういうのを一生懸命つくっているということを知っていますが、いよいよ大手弁護士事務所の天下ということになるのでしょうか。

6 開示規制のあり方

- 河本 私ね、一度皆さんのご意見を聞きたいと思うのだけれども、上場してあれば、たとえ1人に対して1株を割り当ててるのでも、募集になるというのですが、しかし、一体ああいう考え方がいいのかどうなのか。一方、その証券の情報が十分世の中に行き渡っているというものについては、開示規制は外したり緩めてもいいとも言うわけだし

よう。一体そこらのところが、どこがどう違うのか、何か納得がいかんのですがね。

○森田 目論見書も壮大な無駄であるというのは、確かにそういう面もありますよね。どうしたらいいのかね、これ。難しい。

今はそんなことよりも、公募増資の場合に、情報が漏れて時価がかなり下がるとか、むしろディスクロージャーとかでないところで問題になっていますね。そういう意味では、この規制は大事かもしれんけれども、投資者保護としてはあまり有益ではないという感じもしますね。

しかし、売出しもみんな同じと言われるけれども、やっぱり手取金の使途という意味では、自己株式を取得させるときでも、手取金の使途はやはり書かないといけませんね、どうしても。

○川口 だから、募集にするのは正しいということですね。

○森田 そうですね、手取金の使途という意味ではね。そこが違うかなと思うのですがね。しかもこれ、例の2項証券なんかでは関係のない話でしょう。で、2項証券なんかのときだったら、こういう議論が物すごく大事になってくると思うのですが、そのところがぼこっと抜けていると。それで、1項証券のおっしゃるような上場をしているようなときに、事細かにここを厳密に、厳密にとらえていって、どれだけの社会的機能があるのかという点については、私もかなり疑問に思っていますね。

ただ、それこそ神崎先生がおられたら、セリング・プレッシャーとか言われるのだろうけれどね。だから、それがあるからというようなことはわかるけれども、ディスクロージャーとしてはもうやっていますよね。ただ、新規の売出しについては、手取金の使途という部分はあって、その部分のディスクロージャーは大事だと思いますけれどね。

そういう意味で、僕らはアメリカ法で勉強してきましたけれども、アメリカ法では2項証券とかいう概念はありませんから、そういうところでは物すごく大事な概念でしたけれども、日本で1項証券だけの話としたら、どんな場合に役立つのか。さっき川口先生の言われた49人に絞っているというのは、社債の私募か何かですか。

○川口 一般的な私募・私売出しですね。

○森田 社債か何かね。外国株式をディスクロージャーしないで買うというものですか。

○川口 証券の種類にかかわらず、海外市場で流通している証券を仕入れてきて、国内で投資者に販売するようなものが問題とされているようですね。

○志谷 昔問題になったワラントがそうだったじゃないですか。

- 森田 開示書類はみんな英語で書いてあるんですよ。あんなもの、読めるはずがないでしょう。
- 志谷 でも、日本企業がユーロで発行して、ワラントだけを分離して国内で販売して、大きな問題になりましたね。
- 森田 それは、今は実態面としては、特定投資家だけに販売しているんですか、一般の人にも売っているんですか。
- 川口 少人数私募も可能ではあると思いますけれども。そういう意味では、プロに限らない。
- 森田 とにかく、普通の上場会社の私募というか、要するに募集とか売出しとかという規制の貫徹ということは大事かもしれんけれども、何かちょっと場面が、本来予想していたのはそんなものでないところであったのではないかと思いますけれどもね。それこそ、河本先生じゃないけれども、どこの条文のどんな話をしているのかと。
- ただ、河本先生のおっしゃるさっきの話は、目論見書は交付義務はありませんとか届け出義務はありませんと言ったら、別に形式的に該当していてもいいわけでしょう。
- 河本 そうです。
- 川口 でも、たしかあのかきは、販売圧力がかかるから、やっぱり規制をかけなければならぬというような議論があったようにも思いますけれども。
- 森田 僕はね、この前、ある上場会社の株の売り買いをちょうど募集のあった前後でやったんですよ。もちろん3カ月以内だけれども、目論見書は関係ありませんわ。要するに、大量に発行していても、流通市場では、まあ言えば普通の株と一緒にしよう。そういう意味で、3カ月間も目論見書交付義務とか何とか言っている意味が、何でそんなことを言っているのかいなという気もするし。
- 川口 投資判断のときには参考にされなかったということですか。(笑)
- 森田 それはもう意味ないでしょう(笑)、十分に情報が行き渡ってるから。
- 松尾 勧誘を受けられたわけじゃないのでしょうか。
- 森田 勧誘は受けませんよね。
- 松尾 自己判断でおやりになったのだから、もともと目論見書は要らない。
- 森田 もともとね。でも、新規は要りますよ。
- 松尾 でも、勧誘のときだけでしょ。

7 取引所の統合の意義

- 岸田 11 ページの一番最後に、「両市場にまたがる不公正な取引」と書いてありますね。金融商品取引所と商品先物取引所の違いがよくわからないのですけれども、ここに書いてある「両市場にまたがるような不公正な取引」というのは、例えばどんなものを想定されているのですか。
- 松尾 例えば金のETFが金融商品取引所に上場されていますね。金の先物市場で相場操縦をしました、それで連動してETFの価格が変動してそちらでもうけました。こういう場合、現在は、金商法の相場操縦罪の対象にはならないという理解になるのでしょうか。操縦行為自体は商品先物市場でやった場合です。
- 川口 なるほど。
- 森田 金商法は外れるのですか。
- 松尾 商品取引所法の相場操縦規制はかかるのでしょうか。
- 森田 だけど、例の157条はあらゆる計画等が入っているから、詐欺的方法のどれかに当たるかもしれないよ。
- 松尾 かもしれません。ここには、今後密接な連携を図るべきであると書いてありますが、現行法の解釈でどこまでいけるのかというのを、ちょっとお聞きしたいなど。
- 川口 それはやっぱり当たらないのではないのでしょうかね。金商法の相場操縦の場合は、有価証券の売買等をするということで相場操縦をするという話ですから。
- 河本 きょうもらった新聞のコピー（日本経済新聞2010年12月23日付「総合取引所 省益の壁」）を見ると、何かもううんざりするような話ですね。相変わらず両監督庁の争いみたいな……。
- 森田 しかし、一緒になったら、どんないいことがあるのですかね。
- 河本 取引所には、いいことはあまりない。(笑)
- 森田 新しい商品とかをつくれますか。
- 藤倉 これは商品の話と組織の話とがあると思うのですけれども、商品の話という意味では、今できない商品先物あるいは商品先物の指数というものが上場できるということで、ニーズがあればそれをやっていきたい。それに伴って、組織をどうするか。自分でスクエアでやるのか、既存の取引所さんと一緒にやるのかというのはその次の問題になってくると思いますが、商品の場合には、現物の取引というものが必ずあって、指数は別ですけれども、コーヒーの受け渡しとか、そこがノウハウ、あるいはある一定の設

備というものが必要になる。

で、余談ですけれども、先ほど規制の話があったCMEにいくと、この生きた家畜の運送契約はちゃんとできているかとか、そういう実態の物に付随した不公正取引の検査も出てくる。やはりそこは、株の現物と株の先物との関係と似たような部分があって、その辺がこの規制の議論をややこしくしています。

○川口 デリバティブである以上は、その原資産は何であれ変わらないので、同じだということですね。

○河本 これは、単純に両方足したら取引高が上がるという、そんな話ではないのでしょうかね。(笑)

○森本 この新聞を見ると、今と大きく変わらないような形で総合取引所が構想されているように思われます。現在でもできるものが相当あるのではないのでしょうか。幾つかの認可が必要だとしても、比較的緩やかに認めてもらえばそれでいいわけですから。もっとも、こういう制度設計をしないと運用が改まらないということなのではないでしょうか……。

○川口 商品指数に連動するETFの上場ができるようになったというのはやっぱり大きいのではないのでしょうか。

○藤倉 大きいと思います。これは大証が最初に金のETFを上場しました。ただ、これはまだ法律がしっかりしていなかったので、リンク債、金の価格に連動する債券を組み入れるという従来型のものなのですが、その後、法改正により現物と交換可能な形のものも上場できるようになっています。

○近藤 どうもありがとうございました。それでは、本日の研究会はこれで終わらせていただきます。