

はじめに

2009年改正の柱

①市場の公正性・透明性の確保

ex.信用格付業者の規制

②利用者保護の充実

ex.金融 ADR 制度の創設、プロ・アマの移行手続きの見直し、有価証券店頭デリバティブでの分別管理義務

③公正で利便性の高い市場基盤の整備

ex.金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ、開示制度の見直し

I 開示ルールの見直し（「売出し」を中心に）

1 「均一の条件」の削除

・2009年改正前の定義

「売出し」の定義（金商法2条4項）

改正前（第1項有価証券について）

- ・「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（売付け勧誘等）
- ・「均一の条件」
- ・「多数の者」（50名以上）を相手方として行う

「募集」の定義（金商法2条3項）

改正前（第1項有価証券）

- ・「新規発行有価証券」の取得の申込みの勧誘（取得勧誘）
- ・「多数の者」（50名以上）を相手方として行う

・2009年の改正

「売出し」の定義から「均一の条件」を削除

「均一の条件」があることによる弊害

①売出しを行う証券化商品等の外国証券について、日本国内にも、その発行国内にも流通市場が存せず、また、一般投資者がその外国有価証券に関する投資リスク等の投資情報を入手することが困難な場合には、本来、法定開示により一般投資者に投資リスク等の投資情報が開示される必要がある。しかしながら、「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他方、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いっ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」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。

（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）

「均一の条件」に関する本研究会の議論

日経225に連動する価格でカバードワラントを売付ける行為が「売出し」になるか？

（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）

→商品の性質が市場価格に連動するもの

①の行為＝意図的に「均一の条件」を回避するためのもの⇒「脱法行為」？

②の行為＝適用除外とする立法で対処可能？

・1992年の改正

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」（1991年4月26日）

「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。」

→募集の定義から「均一の条件」を削除

『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。」

→「売出し」の定義で「均一の条件」を維持

・2006年の改正

取引所金融商品市場における有価証券の売買（PTS含む）

＝「売出し」の定義から除外（金商法2条4項柱書き）

→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

（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頁参照）

*売出しの定義で、「均一の条件」を維持する必要性は消滅？

・2007年の改正

第2項有価証券に関する「売出し」の定義
「均一の条件」は規定されず

・2009年の改正の趣旨

「募集」「売出し」共通点

大量の証券が一斉に販売・勧誘される→販売圧力＝開示の必要性

「募集」「売出し」相違点

「売出し」＝既発行証券に関する取引

→流通市場の存在

「均一の条件」といった形式基準ではなく、経済実態に即して開示の必要性を判断する

プライマリー的な販売勧誘＝法定開示を要求

セカンダリー的な販売勧誘＝法定開示を要求しない

「均一の条件」の削除

開示規制の適用除外が規定

簡易な情報開示制度の導入

2 「売付け勧誘等」

・2009年の改正

「取得勧誘類似行為」の創設

「売付け勧誘等」（「売出し」の定義）から「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（金商法2条4項柱書き）

「取得勧誘」（「募集」の定義）に「取得勧誘類似行為」が含まれる（金商法2条3項柱書き）

↓

「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」

株券＝「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」（定義府令9条1号）

自己株式の処分→「募集」の扱いを受けることに

*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（2-4）

「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」

その他の「取得勧誘類似行為」

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」（2008年12月17日）（以下、「開示WG報告」という）

「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す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。」

but

「取得勧誘類似行為」において内閣府令で規定されず

金融庁パブコメに対する回答

「発行後間もない有価証券の売買は、実態としてプライマリー的な性格が強いと考えられることから、既発行証券であっても、募集に係る開示規制を適用することが適切であると考えられます。こうした観点から、当初は、発行後3月以内の有価証券の売出しについては募集として開示規制を適用することとしていましたが、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ました。」

- ・自己株式の処分の場合との整合性？
- ・開示規制は、結果的に同様のものとなるのか？

3. 通算規定

- ・通算規定の意義

「49名以下」の者への勧誘を数回に分ける

→届出をすることなく、実質「50名以上」の者（多数の者）への勧誘可能

- ・「募集」の通算規定

6か月を通算（金商法2条3項2号ハ、金商令1条の6）

- ・2009年の改正

「売出し」にも通算規定を創設

1か月を通算（金商法2条4項2号ハ、金商令1条の8の3）

開示 WG 報告

「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処できるようにしておくことが適当である。」 「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。」

・通算方法

開示ガイドライン（2-9）（募集の場合（2-2））

通算方法＝延べ人数により計算する→合理的か？

同一有価証券について、同一の者に 3 回の売付け勧誘等がなされた場合

→3 名に対する勧誘がなされたと計算

同一人の複数カウントが増えるほど、他の勧誘者の数が少ない場合も届出義務が発生

4 「私売出し」の創設

・私募と私売出し

・私募（金商法 2 条 3 項 2 号）

少人数向け私募

プロ向け私募

適格機関投資家向け私募

特定投資家向け私募（2008 年の改正で創設）

・私売出し（金商法 2 条 4 項 2 号）

少人数向け私売出し（2009 年の改正で創設）

プロ向け私売出し

適格機関投資家向け私売出し（2009 年の改正で創設）

特定投資家向け私売出し（2008 年の改正で創設）

売付け勧誘等の相手方＝国、日本銀行および適格機関投資家以外の者
（上場会社や個人投資家等）

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の判断は困難

→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）取得勧誘を行う場合に限る

・勧誘者数の把握

少人数私募と少人数私売出し＝勧誘者数が「49 名以下」の場合に認められる

↓

各証券会社が海外取引所市場で証券を買付け、国内で勧誘・販売

→ (各証券会社による勧誘が49名以下であっても)

結果として、情報開示なく外国発行証券が多くの国内投資者に勧誘される可能性

(対策) 国内に持ち込まれた証券の所有者数(1,000名)で判断

- ・私売出しが認められる要件 (金商令 1 条の 8 の 4 第 4 号)
 - 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 1000 を超えないものであること
- ・協会に報告すべき事項 (定義府令 13 条の 7 第 10 項)

所有者数+

 - (i) 発行者の名称および本店所在地
 - (ii) 当該譲渡制限のない海外発行証券が定義府令 10 条の 2 第 1 項各号に掲げる有価証券 (同一種類の有価証券等) に該当する場合の当該有価証券の区分に応じ、当該各号に定める事項
 - (iii) 当該譲渡制限のない海外発行証券を識別するために必要な事項として認可金融商品取引業協会が定める事項
- ・日本証券業協会「外国証券の取引に関する規則」32 条
 - 3 項 協会員は、金商法施行令第 1 条の 8 の 4 第 4 号に規定する取引を行った場合は、同号及び定義府令第 13 条の 7 第 10 項に規定する事項を所定の方法により本協会に報告しなければならない。なお、同項第 4 号に掲げる事項は、本協会が別に定めるところによる。
 - 4 項 本協会は、前項の報告に基づき、その結果を所定の方法により公表するものとする。

所有者の登録・公示制度→一種の外形基準の採用

1,000名の根拠?

継続開示義務における外形基準との相違

- ・自己株式の処分
 - 2009 年の改正 = 取得勧誘類似行為として「募集」として規制される影響

- ・勧誘対象者の期間通算
「1か月ルール」→「6か月ルール」
- ・少人数への勧誘
「私売出し」→「私募」
 - ・上場証券については「私募」は認められず→届出が必要
 - ・「開示が行われている」「売出し」→届出は不要（金商法4条1項3号）

5. 海外発行証券に関する開示義務の免除

・2009年改正前

法定開示の免除（改正前金商法23条の14）

- ・少人数（50名未満）＋一括転売条件
- ・少人数（50名未満）＋一括転売条件なし
 - ＋海外で開示、金融商品取引業者等による勧誘、保護預かり、説明資料の提供
- ・適格機関投資家（50名未満）＋一括転売条件なし
 - ＋海外で開示、金融商品取引業者等への転売

・2009年改正

海外証券売出し（金商法4条1項但書き4号）

金融商品取引業者等が行うものに限定

→簡易な情報（「外国証券情報」）の提供・公表義務（金商法27条の32の2）

国内に十分な流通市場がある外国国債→開示規制の免除

少人数私売出し→開示規制の免除

*改正前23条の14は削除

II 金融商品取引所と商品取引所の相互乗り入れ

1 改正前の規制

・取引所本体での業務範囲

・金融商品取引所（改正前金商法87条の2）

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（いわゆる排出量にかかる京都クレジット）にかかる取引を行う市場開設業務

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

↓

商品デリバティブ取引を指定できるか？

- ・商品取引所（改正前商取法 3 条）

- 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
- ③②に附帯する業務

- ・取引所・取引所持株会社の子会社の業務範囲

- ・金融商品取引所・金融商品取引所持株会社の子会社（金商法 87 条の 3、106 条の 24）

- ①取引所金融商品取引市場の開設業務
- ②①に附帯する業務
- ③) 取引所金融商品市場の開設に関連する業務



商品デリバティブ取引を含めることができるか？

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」

(2007 年 12 月 18 日)

「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。」

*商品取引所（株式会社）の総議決権の 5%超の取得・保有が禁止（改正前商取法 86 条 1 項）

→商品取引所の子会社化は不可能

- ・商品取引所・商品取引所持株会社の子会社

改正前に規定なし

解釈で可能か？

本体での業務規制の趣旨から、子会社の業務範囲を拡大することは困難

*金融商品取引所（株式会社）の総議決権の 20%以上の取得・保有が規制

(改正前金商法 103 条の 2)

例外＝他の金融商品取引所・金融商品取引所持株会社

商品取引所は例外に含まれず

→金融商品取引所の子会社化は不可能

2 改正後の規制

・審議会での議論

・金融審議会金融分科会報告等

・「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」（2007年12月18日）

・「市場強化プラン」（2008年2月21日）

「平成20年中を目途に検討を進め、その後、すみやかな実現を図ること」

・「信頼と活力ある市場の構築に向けて」（2008年12月17日）

「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。」

・産業構造審議会商品取引所分科会報告書（2009年2月23日）

「商品取引所と金融商品取引所の相互乗り入れに関しては、・・・取引所の経営基盤の強化に資する可能性があり、また、当業者以外の流動性供給者（金融機関、ヘッジファンド等）にとっては、一定の利便性も想定されるものとして評価することができる。このため、取引所の兼業規制の緩和等により、商品取引所に対して、子会社方式、グループ会社方式など多様な形態による相互乗り入れを認めることが適切である。」

・同分科会報告（2008年7月30日）

「原油・食品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に違いといった「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。」

・取引所本体での業務範囲

・本体での業務範囲の規定

・金融商品取引所

「商品先物取引をするために必要な市場の開設の業務」「これらに附帯する業務」が追加（金商法87条の2第1項）

金融商品取引所が商品市場開設業務を行う場合の手続き

- ・金融商品取引法上の認可が必要
- ・商品取引所法上の許可・認可が必要

商品取引所の許可

兼業業務として金融商品市場開設のための認可

- ・商品取引所

以下の業務が追加（商取法3条1項但書き）

- ・商品市場開設業務に関連する業務およびこれに附帯する業務
- ・算定割当量に係る取引を行う市場の開設の業務およびこれに附帯する業務
- ・金融商品市場の開設の業務およびこれに附帯する業務
- ・金融商品債務引受業等およびこれに附帯する業務

商品取引所が金融商品市場開設業務を行う場合の手続き

- ・商品取引所法上の認可
- ・金融商品取引法上の免許・認可が必要
金融商品市場開設の免許
兼業業務として商品市場開設業務のための認可

*相互参入が認められる取引所は株式会社組織に限定

- ・取引所・取引所持株会社の子会社の業務範囲

- ・金融商品取引所・金融商品取引所持株会社の子会社（金商法87条の3、106条の24）
追加
 - ・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

すでに内閣総理大臣の認可を受けて商品先物市場を開設する金融商品取引所

→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
＝認可不要（金商法87条の3第2項）

- *商品取引所法上の規制

主務大臣の認可を受けた商品取引所が、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には認可は不要

商品取引所の持株比率規制（総議決権の5%超の取得・保有を禁止）の緩和（商取法86条）
5%→20%

例外に、金融商品取引所・金融商品取引所持株会社による取得・保有を追加

- ・商品取引所・商品取引所持株会社の子会社

子会社の業務を新設（商取法3条の2第1項）

商品市場開設業務およびこれに附帯する業務以外を子会社とすることができない
例外

- ・商品市場開設業務に関連する業務およびこれに附帯する業務
- ・算定割当量にかかる取引を行う市場の開設業務およびこれに附帯する業務

- ・取引所金融商品市場の開設業務およびこれに附帯する業務
- ・取引所金融商品市場の開設業務に関連する業務およびこれに附帯する業務

商品取引所持株会社に関する規定を新設（商取法 96 条の 25 以下）

持株会社の子会社の業務範囲（商取法 96 条の 37）

上記の「子会社の業務」（商取法 3 条の 2 第 1 項）と同様の規定

3 今後の課題

商品取引所と金融商品取引所の相互乗り入れ

→商品と金融の融合化が一段と進展

商品取引所法（商品先物取引法）と金融商品取引法による規制は存置

「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。（産業構造審議会商品取引所分科会「商品先物市場のあり方について（中間整理）（2007年12月7日）」）

*2007年の証券取引法の改正（金融商品取引法への改組等）

規制の横断化

銀行法・保険業法・信託業法で、金商法の行為規制を一部準用

商品取引所法については、準用を回避（別に、商品取引所法で定める）

規制の重複問題

- ・監督の合理化の必要性
 - 規制当局の連携強化の必要性
- ・自主規制のあり方

*金融審議会金融分科会第一部会報告「信頼と活力のある市場の構築に向けて」

「同一の取引所又はそのグループが、複数の行政当局から、現行法に規定される許認可等の監督をそのまま重複して受けることとすれば、取引所等にとって過度な負担となりかねない。このため、各法の立法趣旨を実施的に確保し得る範囲において、行政当局内で密接な連携を図ること等により、機能別監督を適切に実施しつつ、取引所等に対する規制・監督の合理化を図るべきである。」

「両市場の監督当局においては、取引所の相互乗り入れを可能とすることと同時に、両市場にまたがる不正な取引等が行われることによって投資者保護に欠ける事態が生じることのないよう、密接な連携を図っていく必要がある。」

* 産業構造審議会商品取引所分科会報告

「商品取引所法と金融商品取引法が異なる法目的・規制体系を有していることを踏まえ、相互乗り入れを行う取引所等については、両法の監督が及ぶことが必要であるが、それぞれの法の目的が達成される限りにおいて、監督関係が簡素化されることが望ましい。」

以上