

日本政策金融公庫・国際協力銀行（JBIC）よりの受託研究

アジア版 MTN（Medium Term Note）プログラムの実行可能性に関する
調査報告と提言

一般公表用改定新版

2009/11/28
(2009/12/10 公表)

早稲田大学大学院法学研究科
犬飼 重仁

XVI. 東証リスティングを前提とするプロ市場活性化提言（09/11/28 追加）

プロ向け債券市場（本邦及びアジアの社債市場）活性化への提言

— 東京証券取引所ないし AIM 取引所機能の MTN リスティングへの活用 —

「プログラム・アマウント方式での特定投資家向け発行登録制度の創設」提言

1. 提言の前提となる事項の説明：現状のプロ向け債券市場

（1）国内プロ私募市場（適格機関投資家向け）の現状

- ① 適格機関投資家向け勧誘等を行う者は、新規発行の段階における内閣総理大臣への届出がなされていないこと、及び当該有価証券に付されている**転売制限**等について、相手方に**告知**しなければならない。
- ② ①にかかる勧誘を行うものが、実際に当該有価証券を取得させ、または売りつける場合には、予め又は同時に①により告知すべき事項を記載した**書面**を相手方に**交付**しなければならない。

（2）特定投資家向け取得勧誘・特定投資家向け売りつけ（制度）の現状

特定投資家のみを相手方とする有価証券の取得勧誘・売付勧誘等であって、

- ① 金融商品取引業者等が、原則として売付を行おうとするものからの委託等により又は自己のために行おうとするものであること、
- ② 当該有価証券が特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合に該当すること。

告知、書面交付：

- ① 特定投資家向け有価証券の取得の勧誘を行う者は、その相手方に対して当該勧誘等に関して届出が行なわれていない旨その他の事項を**告知**しなければならない。
- ② さらに、金融商品取引業者等は、一般投資者を相手方として、又は一般投資家のために、投資勧誘その他の行為を行ってはならない。

適格機関投資家等を除く特定投資家から初めて特定投資家向け有価証券の取得の申込を受けた場合、

- ① 特定投資家向け有価証券に関する制度の重要な事項、及び
- ② 特定投資家向け有価証券の取引を行うことがその知識、経験及び財産の状況に照らして適当ではない者が特定投資家向け有価証券の取引を行う場合には、当該者の保護に欠けることとなる恐れが有る旨の、

告知及び書面交付が義務つけられている。

特定証券情報：

「特定投資家向け取得勧誘」等は、当該有価証券及びその発行者に関する一定の情報(特定証券情報)を、取得の相手方に提供し、または公表しているものでなければならない。

更に、特定投資家向け証券の発行者は、当該発行者に関する情報(「発行者情報」)を事業年度ごとに一回以上、有価証券の保有者に提供し、または公表しなければならない。

(3) 少人数私募集及び少人数向け勧誘（制度）の現状

- ① 新規発行の段階で、内閣総理大臣への届出がなされていないこと、及び当該有価証券に付されている転売制限等について、適格機関投資家以外の相手方に通知しなければならない。
- ② ①に係る勧誘を行う者が、実際に当該有価証券を取得させ、又は売り付ける場合には、予め又は同時に、①により告知すべき事項を記載した書面を、適格機関投資家以外の相手方に交付しなければならない。
- ③ なお、少人数私募集及び少人数向け勧誘のうち、適格機関投資家に取得させる場合には、届出が行われていないこと及び他の適格機関投資家以外への譲渡が禁止されること等を定めた譲渡契約が締結されねばならない。
- ④ 当該有価証券を取得した機関投資家が他の適格機関投資家に譲渡する場合には、当該譲渡契約に基づき、予め又は同時に届出がなされていないこと、他の適格機関投資家以外への譲渡が禁止される事等を記載した書面を譲渡の相手方に交付しなければならない。

イ なお、日本証券業協会会員は、私募社債の取扱い業務を行う場合には、発行体の作成する発行者情報・証券情報を記した資料を当該顧客の求めに応じて交付するものとする。

ロ 協会会員は、勧誘を行わず顧客に対して私募社債を売付又は売付の媒介(委託の媒介を含む)を行う時には、その注文が顧客の意向に基づくものである旨の記録を作成し保持・保存するものとする。

(4) 市場公募（機関投資家向け）ホール・セール債券市場の現状

市場公募ホール・セール債券市場とは：

一般投資者を含む不特定多数の投資家に新規発行時の取得の勧誘ならびに流通市場での売りつけが可能な**発行登録の制度**を利用し、券面1億円、社債管理会社不設置の社債を、新規発行時ならびに流通市場売買時に機関投資家に販売する市場を言う。

この市場では、発行者、引受人、機関投資家とも全く一般投資者(アマチュア投資家)への販売を想定しないホール・セール債という位置付けを認識しながら、一般投資者向け公募を前提とした詳細な開示が強制されていて、且つ法定参照書類(有報、半報、四半期報告、等)の提出の都度引受審査が行われ、しかも起債の都度コンフォートレターが必要な発行登録制度(発行届出書を含む)を使用した起債が慣行となっている。

但し、東証上場会社の起債は、東証上場管理規程第404条に定める決算短信(会社法決算発表)から金融商品取引法が定める有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書等開示書類の提出(金融商品取引法決算発表)までの期間及び金融商品取引法決算発表時に提出される発行登録にかかるこれら参照書類の内容にかかる引受審査が終了するまでの15日間から30日間程度は毎回事実上起債ができない**ブラックアウト期間**となる。

平成20年度からの四半期報告書が法定参照書となったことで、**ブラックアウト期間**が従来に比べ45日～90日程長くなっており、年度中の起債スロットが限られた中で起債が集中することで需給が悪化し条件も悪化するリスクが高くなった。

また、起債の都度に、事務幹事に提出が求められる、発行者・事務主幹事・監査人の3者合意のもとで作成されるコンフォートレターに関しても、発行者抜きで証券業協会と会計士協会とで制度設計されてしまっており、発行者の観点から、事務作業量と費やす時間まで考慮した費用対効果を充足する内容になっていないという批判も強く存在する。

他方、**起債可能期間(起債ウインドウ)**においては、包括決議を前提とすれば、タイミングを逃さず1日半程度でローンチし、ローンチ後4営業日で払い込みを完了する機動性があることから、上記(1)～(3)の制度を利用せず、機関投資家向け起債で一般投資者向け発行登録制度を利用するメリットが存在する。

実際、唯一このメリット故に、発行体企業にあつては、機関投資家向け社債を、発行登録制度を利用して発行しているのが現状といっても過言ではない。

2. 検討の前提となる事項の説明：国内私募債市場の現状

国内私募債の基本原則は、新規発行段階での投資家に対する取得の勧誘及び取得の段階、及び流通市場における投資家への売付及び販売の段階において、

(1) 「新規発行段階における内閣総理大臣への届出がされていないこと」、及び
(2) 「転売制限が附されていること」等を、
勧誘を行うものは、①相手方に告知するか、② 実際取得させ、又は、売りつける場合、
相手側に告知すべき事項を、その都度、事前にまたは同時に書面交付することとなっている。

しかし、この手続きの煩雑さゆえに、機動性が失われ、我国において発行者及び投資家
の間で「プロ向け債券市場」は活性化していない。

一方、国内社債市場では、新発時の買い手が機関投資家のみで、流通市場でも機関投資
家のみが買い手となる「券面 1 億円以上の社債」の場合であっても、一般投資者（アマチ
ュア）向け公募を前提とした開示が強制されていて、且つ法定参照書類の提出の都度引受
審査が行われ、ブラックアウト期間が年度を通して長く、且つ、起債の都度コンフォート
レターが必要な発行登録制度を使用した起債が慣行となっている。

このような制約の中で、年度中の起債スロットが限られるため、ある時期に起債集中す
ることによる需給悪化及びそれに伴う条件悪化リスクも高い。

(IV. 2. (2) 起債ウィンドウの説明の項参照)

他方、起債可能期間においては、前述のように、包括決議を前提とすれば、タイミング
を逃さず 1 日半程度でローンチし、ローンチ後 4 営業日で払い込みを完了するという、私
募にはない機動性があることから、機関投資家向け起債で発行登録制度を利用するメリッ
トが存在し、投資家も、譲渡制限無く売買可能な公募債を選好する慣行となっている。

3. 提言--特定投資家向け有価証券市場の活用

プロ向け債券市場（本邦及びアジアの社債市場）活性化への提言

-- 東京証券取引所ないし AIM 取引所機能の MTN リスティングへの活用 --

(1) 命題－機関投資家向け起債（プロ向け・ホールセール債）市場活性化

- ① 中小・中堅企業対象の私募債市場の活性化ではない
- ② ブラックアウト期間の短縮（例えば、年 1 回の引受審査及びコンフォートレター）
- ③ 特定投資家向け開示水準の設定(*)(**)
- ④ 新規発行時及び流通市場での告知・書面交付の省略(**)
- ⑤ 譲渡制限契約に代わる事実上の譲渡制限の考案(**)(***)

(*) 現状は、公募の基準はあっても、プロ向けは私募扱いで、開示の基準はない

(**) これらは、三位一体の解決が望ましい。

(***) 保振機構に特定投資家向け証券口を設定し、そこから玉が流出しないように工夫する等。

(2) 具体的アプローチ (提言)

「プログラム・アマウント方式での特定投資家向け発行登録制度の創設」提言

① 東京 AIM 取引所取引のメリット：

現在の我国の特定投資家向け有価証券市場の枠組は、私募の枠組みの中に位置づけられており、取得及び売付に関しては、従来の私募と類似の告知・書面の交付が必要となっている。

但し、昨 2008 年の法改正で、本 2009 年、新たに導入された東京 AIM 取引所取引では、流通段階での告知・書面交付に関しては、東京 AIM を通した売買(***)、つまり、取引所取引においては、受託契約準則により、それら (告知・書面の交付) が不要となっている。

(***) 東京 AIM を通した売買を直接行わなくても、OTC 売買を東京 AIM ないし東証にレポートし、その承認を受けることでクリアーすることも検討可能か。

② 特定投資家向け債券流通市場：

東京 AIM の現行のこの枠組みを利用して、特定投資家向け債券の流通市場取引に、東京 AIM 取引所 (ないし東証の) 取引インフラを利用することで、流通段階での事前告知・書面の事前ないしは同時交付が省略できることは、Dealer 及び投資家双方にメリットが大きく、発行者も同様のメリットが及ぶ可能性が高い。

③ 特定投資家向け債券の、新規発行段階での取得：

A. 告知、書面交付の省略

新規段階での取得においても、東京 AIM 市場 (ないし東証) 取引の使用に関して、工夫の余地はないか。さらに、『特定投資家向け債券発行プログラム*』という概念を導入できないか。

説明：

* 「目論見書」ではないが、「当該有価証券及びその発行者に関する一定の情報 (特定証券情報)」を、取得の相手方に提供しまたは公表するための「特定投資家向け債券発行プログラム概要書」または「プログラム・インフォメーション・メモランダム」ないし「発行プログラム・オフアリング・サーキュラー」として、取引所のシステムの中において、予め投資家に情報を交付できる形 (ファイリングないしリスティング) にしておき、その証券情報の中に、特定投資家のみを相手方とする有価証券の取得勧

誘・売付勧誘等であること、告知・書面の交付が必要であること等を書き込んでおく。

この「**特定投資家向け債券発行プログラム概要書**（以下、プログラム概要書）」の交付（ないし取得・入手?）をもって、あるいは、概要書が常に東京 AIM 市場・東証等で閲覧に付されていることで、告知、書面交付の代替とさせることはできないか。

（→これは、欧州の取引所で一般的となっている、いわゆる『**プログラム上場（リスティング）**』の考え方の採用であるといえる）

開示が無いために「私募」と認識され、それゆえに譲渡制限・告知・書面の交付が必要なのであれば、将来的には、「**特定投資家向けの募集の概念**」を作り、それに合わせた開示基準を作ることを検討すべきと考えられる。

B. 発行者情報

有価証券報告書またはアニュアルレポートを、プログラム概要書またはプログラム・インフォメーション・メモランダム「参照書類または組込み書類」とし、年1回アップデートするものとする。

なお、この年1回のアップデート時に、引受審査及びコンフォートレターの受領を行う。

4. 取引所ファイリング（リスティング）の、アジア債券市場への含意

本件の、アジア債券市場への発展性並びに東証の国際的地位の向上に関しては、以下の含意を有する。

（1）On Shore（日本国内）取引

On Shore（日本国内）取引については、プログラム・アマウント方式での特定投資家向け発行登録制度（=国内特定投資家向け MTN 制度）を創出し、東京 AIM・東証等に MTN プログラムをリストないしファイル（注 1）し、東京 AIM（・東証）基準での開示**を行う。

個々の債券の売買は、東京 AIM 市場取引システム（ないしそれと同様の機能をもつシステム）を通す***ことも可能とする。あるいは、取引は当該取引システムを通さない場合も、取引情報を東京 AIM（ないし東証）に集約する。

** この取り組みは、シンガポール、ロンドン、ルックス証取との競争、特にシンガポール証取（SGX リスティング）に対する東証の競争力の向上につながる期待を有する。

*** 課題としては、現状の東京 AIM 等の売買・取引システムが、株には対応するが債

券には対応しないこと。誰が誰のコストでどう対応させるかが、次の課題となる。

(2) Off Shore (国外債) 取引

Off Shore (国外債) 取引については、MTN プログラムを東京 AIM (ないし東証) にリストないしファイル (注 1) して、開示を東京 AIM (東証) 基準とする。

実際の起債は、アジア・オフショア市場 (Asian Inter-Regional Professional Securities Market: AIR-PSM) で行い、売買・決済も、我国の国内法適用圏外 (外貨建て) で行う。

個々の債券は、オフショア OTC 売買であるため、東京 AIM 取引所 (ないし東証) に上場して取引所取引を行う必要がない****。

Asian Inter-Regional Professional Securities Market: AIR-PSM については、アジア資本市場協議会 (CMAA) のサイト参照。

<http://www.cmaa-group.org/>

<http://www.nira.or.jp/pdf/airpsm.pdf>

**** 東京 AIM (ないし東証) はプログラムのファイリング Fee を取る。

課題は、実際の発行・利払・償還・売買をアジア・オフショア市場で行う場合に、決済機関 (ICSD) を日本の国外に置く必要があること。(「X. アジア MTN 証券決済制度への展望」の項参照)

(例・ロンドン証取のケースは、ロンドン証取に発行登録枠をファイルして、社債の発行・利払・償還・売買の決済は、ベルギーないしはルクセンブルクに所在する国際決済機関 (ICSD) を使用)

(3) 将来への含意

将来的には、上記の (1) と (2) の 2 つの分類を、一つにすること (オンショア・オフショア一体型の市場創設) を目指す。

(4) 起債ルール等

起債ルール等は、アジア資本市場協議会 (CMAA) が、ICMA ルール等を参考に起案したものを、投資家・発行体・業者 (日本証券業協会等) の 3 者で検討・修正のうえ合意することが期待される。

なお、この枠組みについては、排他性の伴わないオープンなものであり、国内企業のみならず、アジア域内の企業グループ、日系企業の海外法人、海外企業がこの制度を利用することを同時に想定することが可能。

5. 今回追加提言の EU 及び米国の制度との対比からみた意義

東証 AIM をアジア MTN に活用する追加提言に関して、下記のような対比を行うと、概念的にわかりやすいのではないかと思われる。

想定される投資家	日本	EU	米国
リテイルまで含む不特定投資家	現行の発行登録制度 準拠の方式	EU 各国の国内の Regulated Market	US の国内の Regulated Market
多数のプロ投資家	今回ここに提言の、 東証AIMリスティング（上場）MTN	EU の Exchange Regulated Market [V.5 参照]	US の 144A Market [II.3. (5) 参照]
特定（少数）のプロ投資家	私募債（プロ私募、 特定投資家私募、少 人数私募）	EU / US の完全な私募	

我国の私募は、EU や US における完全私募と同様に、特定のプロの投資家（機関投資家）と発行体が、コベナントや開示内容を法律等に基づく開示基準によらず、相対またはアレレンジャーを通して決めるものである。それゆえ、例えば、A というプロ投資家と B というプロの機関投資家の求めるレベルが異なれば、流通は不可能である。これが、私募債の流通性の欠如の要因の一つと考えられる。

これに対して、EU の Exchange Regulated Market は、多数のプロの投資家（機関投資家）の最大公約数としての開示水準を取引所が定めたものと解することができる。

それゆえ、プライマリー（発行）市場及びセカンダリー（流通）市場においても、多数のプロ投資家への販売と流通を可能ならしめていると分析できよう。

つまり、日本（とアジア）に欠けるインフラは、EU の Exchange Regulated Market ではないかという指摘である。

-----以下注-----

（注 1） MTN プログラムの開示を、例えば、ロンドン証取基準で行う事を、通常はロンドン証取にファイルするとは言わず、「ロンドン証取にプログラムを上場（リスト）する」という。しかし、日本国内の金融取引所に上場するという場合、金商法 2 条に定められる「有価証券」であることが必要なので、あえて「リスティング」及び「ファイルする」という言葉も併せて用いた。

今回、「プログラム・アマウント方式での特定投資家向け発行登録制度の創設」を提言しているが、具体的には、特定投資家向け社債発行登録書を AIM（ないし東証）にファイル

する形にして、表紙に「新規発行段階における内閣総理大臣への届出がされないこと」及び「転売制限が附されること」等を明記することで、発行段階での告知・確認を省略できることとする。

発行者に関する開示情報は、年 1 回の有価証券報告書とする現行の参照方式と同様の方式（公募ではないので、四半期開示は対象にしない）を想定する。

それにより、現行、国内の公募債ベースで 100 日程度にすぎない我国発行体の起債可能期間（起債ウインドウ）の拡大も、おのずと達成されることとなる。

なお、発行の都度の追保書類としては、通常の MTN と同様、プライシング・サプリメントに相当する「特定証券情報」のみを発出することとする。

以上