

プロ向け市場制度の構築に向けた検討について
—「取引所上場廃止銘柄等の流通に関する制度整備ワーキング・グループ」報告書—

平成 21 年 2 月 17 日
日 本 証 券 業 協 会

はじめに

平成 19 年 12 月 18 日付けで公表された金融審議会金融分科会第一部会の報告書「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」において、従来、厳格な開示義務及びガバナンスを求められる発行者のコストを極力低減させ、資金需要が旺盛な成長性の高い内外の企業が我が国の資本市場にアクセスしやすい環境を整えるために、プロ向けの市場が創設される必要があるとの提言が行われた。

当該報告書においては、プロ向け市場の形態として、現行のプロ私募（適格機関投資家を対象とする）を活用した枠組み¹と、取引参加者を特定投資家にまで拡大した場合の枠組みについて検討が行われ、このうち、後者については、取引所金融商品市場において一定の制度を構築するために、既存の法的規制の見直しが行われることとなり、平成 20 年 6 月 13 日に公布され、既に平成 20 年 12 月 12 日に施行された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」において、法定開示義務を緩和する一方で、取引に参加できる者を投資判断に自己責任を求めることができ、分析能力及びリスク管理能力が備わっている特定投資家に限定した、いわゆる「プロ向け市場」の創設に係る一連の施策が盛り込まれたところである。

一方、前者については、法的な枠組みを変更せずに、適格機関投資家に取引を限定するためにプロ私募を利用するとともに、取引の活発化を図るために P T S（金融商品取引所が設立する P T S 業務を専業とする子会社で活用することにも言及されている。）を活用する等、既存の規制体系の中で新たな制度の構築を求めている。さらに、不公正取引に関しては、「認可金融商品取引業協会において、プロに限定した取引の場の取引対象となる有価証券を、取扱有価証券（協会員による売買等の取引の勧誘を禁止しない有価証券）に指定することにより、不公正取引規制を適切に適用することが適当である。」²との提言が行われたところである。

¹ 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～（抜粋）

2. プロに限定した取引の活発化

現行のプロ私募（適格機関投資家が対象）を活用した枠組み

適格機関投資家に対して開示制度の適用を行わないプロ私募制度や P T S（私設取引システム）制度等の現行の制度を活用した取引の場について、以下のような形で整理するとともに、必要な手当て等を講じることが適当である。

取引の場

現行の P T S 制度を活用した取引の場を設けることが可能である。

不公正取引規制

認可金融商品取引業協会において、プロに限定した取引の場の取引対象となる有価証券を、取扱有価証券（協会員による売買等の取引の勧誘を禁止しない有価証券）に指定することにより、不公正取引規制を適切に適用することが適当である。

² 取扱有価証券は、金融商品取引法第 166 条に規定するインサイダー取引規制等が課せられている。

こうした状況を踏まえ、本協会では、「店頭有価証券に関する規則」(以下「店頭有価証券規則」という。) 及び「グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄に関する規則」(以下「グリーンシート銘柄等規則」という。) の改正を念頭に置き、適格機関投資家に限定したプロ私募が行われた有価証券を、行為規制の対象とするために「取扱有価証券」に指定し、適格機関投資家間での取引をPTSで行う新たな制度(以下「プロ向け市場制度」という。) のあり方について、エクイティ市場委員会(現エクイティ委員会)の下部機関として既に設置されている「取引所上場廃止銘柄等の流通に関する制度整備ワーキング・グループ」(以下「本ワーキング」という。) において検討を行ってきた。

1. 現状認識

議論の前提

現在、本協会の定める店頭有価証券規則第3条において、協会員は、原則として金融商品取引所(以下「取引所」という。) に上場されていない株券等である店頭有価証券について、顧客に対し、投資勧誘を行ってはならないこととしている。

一方、同規則第4条において、顧客が適格機関投資家である場合において、当該店頭有価証券に譲渡制限を付すことを条件に、投資勧誘を行えることとしている。その際の譲渡制限としては、投資勧誘がいわゆるプロ私募³である場合は、金融商品取引法施行令(以下「金商法施行令」という。) 第1条の4で規定される適格機関投資家以外の者へ譲渡を行わない旨を定めた契約を締結することを義務付けている。

この規定により、現状においても、本協会の協会員においては、プロ私募を利用した、適格機関投資家の間に限定したいわゆるプロ向け市場的な取引を行うことが可能とされている。

しかし、金融審議会金融分科会第一部会の報告書において、PTSを活用したプロに限定した店頭有価証券を取扱有価証券に指定し、不公正取引規制を適用させることが提言されているが、現行の店頭有価証券規則においては店頭有価証券に対して不公正取引規制を適用させることは想定していない。

そのため、プロ向け市場制度の実現に向けた検討を行うに当たっては、法的な行為規制の対象とするために、プロ私募が行われる有価証券を「取扱有価証券」に指定し、適格機関投資家が当該有価証券を取引する場を現行のPTSを活用した取引の場として設けることが可能であることの検討も踏まえて新たな制度設計が必要である。

「取扱有価証券」について

「取扱有価証券」は、金融商品取引法(以下「金商法」という。) 第67条の18第4号(認可協会への報告)において、「認可協会がその規則において、売買その他の取引の勧誘を行うことを禁じていない株券、新株予約権付社債券その他内閣府令で定める有価証券(金融商品取引所に上場されている有価証券及び店頭売買有価証券を除く。) 」

³ 金融商品取引法第2条第3項第2号イに定める「適格機関投資家のみを相手方として行う場合であって、当該有価証券がその取得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ものとして政令(金融商品取引法施行令第1条の4に規定)で定める場合」に合致するよう、譲渡制限が付されたものである。

と規定されている。

これを受け、本協会ではグリーンシート銘柄等規則を制定し、「グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄」(以下「グリーンシート銘柄等」という。)の取扱いに係る一連の規定を置いている。

当該規則では、協会員が投資勧誘を行うことを原則として出来ない非上場の株式等について、一定の投資家保護上の措置を講じた上で、資金調達及び当該有価証券の流通の場を提供するための制度設計が行われている。すなわち、当該銘柄を取扱う協会員に対して、銘柄審査義務、投資家への説明義務、法定開示に代わる「会社内容説明書」の作成義務、会社情報の閲覧・報告義務、気配公表・報告義務、約定情報の報告義務及び売買管理義務等を課す制度となっている。

一方、今回の提言に基づく新たなプロ向け市場制度の導入については、投資勧誘の対象を適格機関投資家にのみ限定しつつ、従来の「取扱有価証券」で求めている行為規制(主にインサイダー取引の禁止)を課そうとするものであり、これを実現するためには、従来運用してきたグリーンシート銘柄等の制度とは大きく異なった新たな制度の導入を検討する必要がある。

外国証券の取扱い

現行においては、「取扱有価証券」の対象とされているグリーンシート銘柄等については、店頭有価証券規則第2条第1項第1号に「我が国の法人が国内において発行する取引所金融商品市場に上場されていない株券」等と規定されており、外国証券については対象とされていない。

外国証券の国内店頭取引に関しては、別途「外国証券の取引に関する規則」において規定されており、協会員が既に発行された外国証券を我が国において適格機関投資家に対して勧誘を行う場合は、取扱う銘柄及び開示に関する制限は特段課されていないが、適格機関投資家に対して少人数向け勧誘を行う場合には、当該顧客に対してあらかじめ又は同時に非居住者に譲渡するものを除き一括して他の一の者に譲渡する場合以外にその譲渡を行わないことを約する旨の条件を付さなければならないこととしている。

また、協会員が国内において海外企業の新たに発行される証券について適格機関投資家向けの私募の勧誘を行う際の規定は、本協会の自主規制規則に規定されておらず、もっぱら金商法施行令第1条の4において適格機関投資家以外の者へ譲渡を行わない旨を定めた契約を締結することが義務付けられている。

このように、国内発行証券と海外発行証券の取扱いが異なることから、海外発行証券も想定した新たな制度を導入する場合は、その規制の整合性を図らなければならないという問題も生ずることになる。

2. ワーキンググループにおける論点整理

本ワーキングにおいては、上記の現状認識を基に、プロ向け市場制度の導入について検討を行う場合の論点を以下のとおり整理した。

対象有価証券

プロ向け市場制度の創設に当たって、当該制度の対象であるべきと考えられる有価証券については、金商法上の「取扱有価証券」の範囲に限定される。

金商法第 67 条の 18 第 4 号では、「認可協会がその規則において、売買その他の取引の勧誘を行うことを禁じていない株券、新株予約権付社債券その他内閣府令で定める有価証券(金融商品取引所に上場されている有価証券及び店頭売買有価証券を除く。)」と規定されており、株券、新株予約権付社債券に加え、新株予約権証券、出資証券、資産の流動化に関する法律に規定する優先出資証券及び投資証券が取扱有価証券の対象とされている。

現行のグリーンシート銘柄等については、国内発行会社が国内で発行した有価証券に限定しているものの、ほぼ同じ範囲の有価証券を指定できることとされている。

金融審議会金融分科会第一部会の報告書の趣旨を勘案すると、プロ向け市場制度の創設に当たっては、「海外企業及び国内の初期段階の新興企業」の発行する有価証券を想定した制度設計が必要であるが、現行のグリーンシート銘柄等の制度のコピーでは、海外企業への対応が困難であることから、必要に応じて「外国証券の取引に関する規則」との整合性を図りながら、制度設計を行う必要がある。

「取扱有価証券」としての指定

プロ向け市場制度の対象有価証券を「取扱有価証券」に指定する場合は、当該有価証券の取扱いを行おうとする取扱会員が、本協会に対して投資勧誘を行う旨の届出を行い、本協会は、当該対象有価証券を「取扱有価証券」として指定するという、現行のグリーンシート銘柄等の制度と同様の指定方法を定めることが必要である。

その場合、プロ私募の取扱いを行おうとする会員を取扱会員として指定するとともに、プロに限定した取引の場として P T S を利用する場合には、当該銘柄の取引を行う P T S 運用業者にも継続的に気配提示を行うことが必要になることから取扱会員としての指定を必要とする等の措置が必要である。

当該銘柄の取扱いを行おうとする他の会員については、準取扱会員⁴として指定する等の整理が必要であり、さらに P T S を通じた取引以外の取引(例えば取扱会員等による適格機関投資家を相手にした自己売買等)については、更なる検討が必要である。

指定基準及び審査等

プロ向け市場制度の創設に当たっては、プロ私募が行われた銘柄を取扱うこととな

⁴ 取 扱 会 員：店頭取扱有価証券等をグリーンシート銘柄等として本協会に届け出、かつ、本協会が当該店頭取扱有価証券等をグリーンシート銘柄等として指定した後において、当該会員が金融商品仲介業務の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者とともに当該グリーンシート銘柄等の投資勧誘を行うことができると同時に本協会の規則の定めるところにより発行会社に対する開示指導等の義務を負うものとして本協会が指定した会員

準取扱会員：当該会員が金融商品仲介業務の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者とともにグリーンシート銘柄等の投資勧誘を行うことができると同時に本協会の規則の定めるところにより気配の継続的な提示及び報告等の義務を負うものとして本協会が指定した会員

ることから、本協会の定める「有価証券の引受け等に関する規則」の適用を受けず、プロ私募の取扱いを行う協会員は特段審査を行うことは義務付けられていない。

プロ向け市場制度においては、情報収集能力・分析能力が十分に備わっている適格機関投資家を対象に取引が行われることから、自由度の高い効率的な取引の場の必要性を鑑み、取扱会員が当該銘柄を指定するに際し、反社会的勢力の排除、法令順守態勢の確保といった最低限の指定基準を設定するだけで事足り、それ以上の事項について審査を必要とする意味は薄いと考えられる。

ただし、後述するとおり、「取扱有価証券」として行為規制を課す必要があることから、適時開示態勢の確保は重要であり、その態勢が備わっているか否か等の一定の適格性審査は必要であると考えられる。

また、株券等の流通性を考慮すると、株券の様式及び株主名簿管理人の設置等、株式事務に関する要件を発行会社に具備させる必要があるかどうかについて、慎重に検討する必要がある。

なお、指定取消しに関する基準の必要性については、様々な議論があるところであるが、法令違反、法律の規定に基づく会社の破産手続きの開始等、適時開示態勢の不備等を設定する必要があるのではないかと考えられる。

継続開示等ディスクロージャーについて

グリーンシート銘柄等の制度導入に当たって、協会員が幅広い投資家に対し非上場有価証券の投資勧誘を行えるようにするために、法的に課されていない企業内容情報をどのように適時・適切に開示すべきかについて検討を行った結果、取扱有価証券の勧誘を行うに当たって、協会員は本協会が有価証券報告書の様式を参考に定めた開示様式である「会社内容説明書」を用いて投資勧誘を行うことを義務付けたところである。

また、グリーンシート銘柄等に指定された有価証券の発行会社に対しては、継続的に会社内容説明書等の作成及び本協会への提出を義務付け、当該開示資料については、広く公衆の縦覧に供してきたところである。

一方、適格機関投資家のみを対象としたプロ向け市場制度の場合は、情報収集能力・分析能力が十分に備わっている適格機関投資家に限定した取引が行われること、及び情報開示等の規制によるコストを極力抑える観点から、このような継続開示義務を課すことは不要であり、グリーンシート銘柄等の発行会社に課されている会社内容説明書による継続開示の義務は免除されるべきである。

適時開示義務

プロ向け市場制度の対象有価証券が「取扱有価証券」として指定を受けると、当該有価証券の発行会社は金商法第 166 条の定めに基づき、インサイダー取引規制の適用を受けることとなり、重要事実の公表を行わなければならない。

そのため、プロ向け市場制度においても、取引所金融商品市場上場銘柄及びグリーンシート銘柄等と同様に適時開示義務を課することが求められる。

発行会社の基本情報である継続開示義務は課さないとしても、刻々変化する会社情報は適格機関投資家にも重要であるだけでなく、不公正取引防止の観点からも、すみやかな適時開示が求められるのは言うまでもない。

ただし、現行の適時開示制度は、法定開示を補完する役割も担っており、継続開示が行われない中で、適時開示義務だけ課されるのはやや違和感もある。

そのため、現行のグリーンシート銘柄等の発行会社に求められている適時開示事項と重要事実として法的に規定される事項を慎重に比較検討し、必要な事項のみを開示する規定の整備が必要である。

さらに、このような適時開示を行える発行会社の管理体制の整備は不可欠である。したがって、プロ向け市場制度の構築に当たっては、当該発行会社の了解のもとで「取扱有価証券」に指定する制度の枠組みが必要である。

また、「取扱有価証券」の指定を受ける有価証券の発行会社が外国企業である場合、当該外国企業に対し、国内の会社と同様にインサイダー取引規制の解除要件となる適時開示を求めることとなるが、既に国内の取引所に上場している外国株券と同様に適時開示を行う体制を確立することが求められることとなる。さらに、具体的な開示に当たり、英文での適時開示は認めるとしても、それ以外の言語の取扱いについては、慎重な検討が必要であると考ええる。

投資勧誘について

グリーンシート銘柄等に関する投資勧誘は、本協会に対してグリーンシート銘柄等の投資勧誘を行う旨の届出を行った取扱会員及び準取扱会員のみが行えることとされており、他の協会員は、顧客に対する投資勧誘が禁止されている。

他方、現行の店頭有価証券規則第4条に規定する投資勧誘規制において適用除外となる適格機関投資家に対しては、同規則が定める一定の転売制限⁵を付すことによりグリーンシート銘柄等の取扱会員等以外の協会員であっても投資勧誘を行うことができ

⁵ 「店頭有価証券に関する規則」第4条2項に定める譲渡制限については、次に掲げる者については、それぞれ次のとおりとする。

1 投資勧誘が金商法第2条第3項第2号イに掲げる場合に該当するものである場合（発行の際の投資勧誘がこれに該当するものであった店頭有価証券の投資勧誘を行う場合を含む。）の当該投資勧誘の相手方である適格機関投資家

金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という。）第1条の4に定める要件に合致すること。

2 取得勧誘の相手方である適格機関投資家が金商法施行令第1条の4に定める条件に合致することにより、金商法施行令第1条の5の人数の計算から当該適格機関投資家を除いた結果、当該取得勧誘が金商法第2条第3項第2号ロに掲げる場合に該当するものである場合の当該適格機関投資家及び発行の際の投資勧誘がこれに該当するものであった店頭有価証券の投資勧誘の相手方である適格機関投資家

金商法施行令第1条の4に定める要件に合致すること。

3 前2号に掲げる者以外の適格機関投資家

当該店頭有価証券の取引所金融商品市場への上場又はその取得の日以後2年間を経過する日のいずれか早い日の前日まで、適格機関投資家以外に譲渡してはならない。ただし、次のいずれかに該当する場合であって、かつ、譲渡することが適当であると当該譲渡の前に協会員が認めるときはこの限りでない。

イ 取得者がその経営の著しい不振により取得した店頭有価証券を譲渡する場合

ロ その他社会通念上やむを得ないと認められる場合

ることとされている。

したがって、プロ向け市場制度の創設に当たっては、投資勧誘を行うことができる協会の範囲を抜本的に見直し、準取扱会員の義務のうち、例えば日々気配提示・報告を行う義務を軽減する等により、多数の協会が幅広く機関投資家の取引の仲介を行えるような措置を講じる必要がある。

P T Sを活用した取扱いについて

現在、グリーンシート銘柄等の取引は、準取扱会員である㈱日本証券代行為運営するP T Sにおいて取扱会員が仲介を行う形で取引が行われているが、このP T S取引が実質的に取引の場の中心を占めることとなり、その結果、いわゆる取引所と同様の機能を果たしている。

この場合、取引所と同様、㈱日本証券代行為のP T Sには投資家が直接参加できないため、P T Sと顧客の間には、さらにグリーンシート銘柄等を取扱う「取扱会員」及び「準取扱会員」が存在している。㈱日本証券代行為のP T Sは、本協会の一の会員であることから、制度上、当該P T Sへの取扱いの集中を規則上規定しているわけではなく、実質的に取引が集中している状況である。もちろん、制度上は取扱会員同士が相対で取引を行うことも可能である。

一方で、金融審議会金融分科会第一部会報告によれば、取引の場を「P T S制度を活用した取引の場を設けることが可能である」との考えが示されている。

プロ向け市場制度の創設に当たり、適格機関投資家間における取引をP T Sを利用して行う場合であっても、本協会の規則上、特定のP T Sを指定して取引を集中的に行わせるのは、市場間競争の原理からも、本協会の会員制度の観点からも問題が発生する可能性があるため、複数のP T Sの利用を想定した制度構築をせざるを得ないと考える。

ただし、既に述べたように、取扱有価証券への指定に際し、P T Sを運営する金融商品取引業者を必ず取扱会員として指定しなければならないような工夫は行えるため、P T Sを通じた取引の場の確保は可能であると思われる。

気配の提示について

現在、グリーンシート銘柄等を取扱う取扱会員に対しては、顧客の取引の参考に資するため、継続的に売り気配又は買い気配の提示を義務付けている。

一方で、プロ向け市場制度においては、取引の場の中心をP T Sとすることから、個別の取扱会員又は準取扱会員の気配の提示を義務付ける必要はなく、P T Sが取引状況の定期的な公表を行うことで事足りると考える。

なお、P T S以外の取引を認める場合においては、投資対象範囲がプロであることに鑑みるとP T S以外の取引を行う取扱会員及び準取扱会員に対しては、継続的な気配の提示を義務付けることまでは求めず、自社での取扱価格及びP T Sで取り扱われている事実を相手方に告知する義務を課すことについて検討することが必要である。

売買報告及び公表について

プロ向け市場制度においても、会員が当該「取扱有価証券」の取引を行うに当たって、金商法第 67 条の 18 第 1 項第 6 号の規定に基づき、取扱有価証券の売買の受託をした場合には、当該受託に係る有価証券の種類、銘柄、価格、数量等を本協会に対し報告しなければならないとされている。さらに、同法第 67 条の 19 の規定に基づき、本協会は取扱有価証券の売買について、銘柄別に毎日の売買高、最高、最低及び最終の売買価格等を協会員に通知し、公表することが求められている。したがって、プロ向け市場制度の創設に当たっては、取扱会員のみならず、取引を行った会員に対して、売買状況等を報告させるグリーンシート制度等と同様の規則を設ける必要がある。

この場合、PTS のみで取引が行われる場合は、PTS を運用する会員がまとめて売買状況を報告することが望ましく、そのための仕組みを新たに構築する必要がある。

なお、本協会における価格等の公表に当たっては、現行のグリーンシート銘柄等の公表システム又は PTS システムを利用した公表スキームの中で運用するべきか、若しくは別のスキームにより運用することになるのかどうかは、本制度の実施に当たって、具体的に取り決めるを行うべきこととなる内容であると考えられる。

受渡決済

プロ向け市場制度で取扱う銘柄は、上場有価証券又はフェニックス銘柄ではないことから、現行の株証券保管振替機構で行われる株式等振替制度に対応していない。

また、PTS は清算機関を持たないため、PTS で集中的な売買が行われたとしても、それらの取引について、効率的なネッティングをした上での決済を行うことが困難であり、流通性を阻害し、決済不履行のリスクを回避できない可能性がある。

そこで、決済リスク低減のための具体的な方法について、今後検討をすることが重要となる。

一方で、継続開示が行われない銘柄について、株式等振替制度及び一般振替 DVP 決済を実現することが可能であるかどうかは、慎重な検討が必要であり、短期間では解決しない問題である。

売買管理について

プロ向け市場制度における売買管理については、グリーンシート銘柄等を取扱う場合と同様に、本協会が行うことが考えられるが、その際インサイダー取引の売買審査を適切に行える制度整備が必要であり、また、発行会社からの情報提供が行える仕組みの構築も必要であり、グリーンシート銘柄等の制度と同様、発行会社から情報提供に係る同意書を徴求する等の制度整備が必要である。

3. 今後の対応について

本ワーキンググループにおいては、上記のとおり論点整理を行ったが、論点整理の各項目で示したとおり、プロ向け市場制度の創設については、解決しなければならない様々な問題が山積している。

そのため、制度が構築された場合のベネフィットとそれに対応する規制コストについては重要な要素となり得ること、また、取引に参加する協会員における取扱いコストによっては制度の利用の有無に影響すること、プロに限定した当該プロ向け市場制度への各プレイヤーの参加ニーズが予測できないこと、今後取引所において創設される特定投資家向け市場の動向を勘案すべきであること、さらに、当該プロ向け市場制度の創設を行うべきであるとの要請が協会員から寄せられないこと等から、これらの問題についてすみやかに解決し、制度創設に着手する必要性までには至っていない。

なお、現行の店頭有価証券規則に規定される適格機関投資家への投資勧誘の仕組みを利用すれば、プロ向け市場制度が求める国内の初期段階の新興企業の資金調達ニーズにも一定程度は対応可能であることから、当面は当該仕組みの活用を促進することが望ましいとの意見が大勢を占めた。

そこで、今後、これら論点を踏まえた上で、プロ向け市場制度の創設へのニーズが各方面から具体的に生じた場合には、上記の各論点において指摘した問題点を早急に検討し、所管規則の改正作業を行うとともに、プロ向け市場制度の創設に尽力することとする。

おわりに

諸外国におけるプロ投資家を念頭に置いた自由度の高い金融商品市場の拡大は、我が国の証券市場の活性化及び競争力の強化の観点で重要である。特に、明日の日本経済を担う新興市場への資金調達の場の活性化は喫緊の課題であり、情報収集能力・分析能力が高い適格機関投資家に限定したプロ向け市場制度の創設により、発行会社が低コストで資金調達できる環境は理想的であるともいえる。

米国では1990年より、NASDAQがSEC規則144A（プロ私募）銘柄を機関投資家間で取引するための仕組みであるPORTALを提供しており、一定の成果を挙げている。しかしながら、このような制度の構築は、市場参加者全員のニーズがマッチして初めて効率的に機能するものである。

今後とも金融審議会金融分科会第一部会で示された課題解決に向けて、証券界のみならず、適格機関投資家及び諸段階にある新興企業等、より多くの関係者が具体的なニーズに基づいて、更に検討を進めていくことが望まれる。

以 上