

2022年12月

金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第二次中間整理 及び「顧客本位タスクフォース」中間報告の概要

弁護士 戸塚 貴晴 / 弁護士 村井 恵悟

Contents

- I. 市場制度 WG 及び顧客本位 TF における審議経過
- II. 市場制度 WG 中間整理との比較
 - 1. 成長・事業再生資金の円滑な供給
 - 2. 経済成長の成果の家計への還元促進
 - 3. 市場インフラの機能向上
 - 4. その他の環境整備

I. 市場制度 WG 及び顧客本位 TF における審議経過

2022年6月22日に、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」(以下「市場制度 WG」という。)が、それまでの審議内容を中間的に整理した報告¹(以下「市場制度 WG 中間整理」という。)を公表したが、結論に至らず、引き続き検討することとされた事項も多かった。すなわち、市場制度 WG 中間整理は、以下の3本柱で構成され、「具体的な対応策を示した事項については、関係者において、制度整備も含め、早期に、かつ積極的な取組が進められる」ことが期待されていた一方、「その他の事項」については、引き続き市場制度 WG で検討を進めていくこととされていた(市場制度 WG 中間整理 28 頁)²。

- ① 成長・事業再生資金の円滑な供給
- ② 経済成長の成果の家計への還元促進
- ③ 市場インフラの機能向上

このうち、①及び③については、市場制度 WG で議論が再開されたが、②については、具体策を専門的に検討するために、市場制度 WG の下に「顧客本位タスクフォース」(以下「顧客本位 TF」という。)が設置され、集中的

¹ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220622.html

² 市場制度 WG 中間整理の概要については、前回ニュースレターを参照されたい。

に検討を進めることとされた³。その後、2022年12月9日には「顧客本位タスクフォース」中間報告⁴(以下「顧客本位TF中間報告」という。)が公表され、同年12月21日には第二次中間整理⁵(以下「市場制度WG第二次中間整理」という。)が公表された。

本稿では、市場制度WG第二次中間整理及び顧客本位TF中間報告の概要を、市場制度WG中間整理と比較しつつ、解説する。

II. 市場制度WG中間整理との比較⁶

1. 成長・事業再生資金の円滑な供給⁷

市場制度WG第二次中間整理では、市場制度WG中間整理でも言及されていた、公正価値評価の促進、新規公開(IPO)プロセスのあり方及びダイレクtrisティングといった各論点について、さらに具体化した方向性が打ち出されている。また、市場制度WG中間整理では言及されていなかった、機関投資家等による非上場株式の取引活性化という論点が追加されている。

他方で、市場制度WG中間整理で言及されていたSPACについては、市場制度WG第二次中間整理には記載がない。今後の動向に引き続き注視する必要があると考えられる。

【機関投資家等による非上場株式の取引活性化】

市場制度WG第二次中間整理	市場制度WG中間整理
<ul style="list-style-type: none"> ■ 例えば「特定投資家向け有価証券」の売買の媒介のみを行う証券会社やPTSの参入要件の緩和等について、引き続き検討を行っていくことが考えられる。【5頁】 ■ プライマリー市場についても、特定投資家私募制度を活用したスタートアップ企業の資金調達 の円滑化について検討していくことが考えられる。例えば、電子募集取扱業務に当たる株式投資型クラウドファンディングでは、一定の企業情報の提供等を要件に、非上場企業がインターネットを用いて1億円を超えない範囲で資金調達を行うことを可能としているが、特定投資家私募制度を併用することで、1億円を超える 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 記載なし

³ 市場制度WG第20回(2022年9月12日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220912/02.pdf)5頁

⁴ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221209.html

⁵ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221221.html

⁶ 本稿表中の下線は筆者らによるものであり、市場制度WG中間整理との対比において重要と思われる箇所を示している。頁数は、各報告書における該当箇所の頁数を指す。

⁷ 各論点の進捗については、市場制度WG第20回(2022年9月12日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220912/02.pdf)28頁及び市場制度WG第21回(2022年10月14日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221014/02.pdf)9~12頁にまとめられている。

<p>資金調達を行うようにできることを検討することも考えられる。【5 頁】</p> <p>クラウドファンディングの仲介者が、第一種金融商品取引業者である場合、第一種少額電子募集取扱業者である場合に分けて、それぞれの場合の論点を整理しつつ、引き続き検討を進めることが考えられる。なお、現在、日本証券業協会の Q&A において特定投資家制度を説明する際に、特定投資家が購入可能な個別の銘柄を示すことが可能であるとされている。今後、インターネットにおいて特定投資家私募を行う場合の取扱いについて、検討を進める必要がある。【5 頁脚注 14】</p>	
---	--

【公正価値評価の促進】⁸

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<ul style="list-style-type: none"> ■ より多くの監査法人・公認会計士が公正価値評価を行う VC ファンドの監査を円滑に行えるよう、監査手続のポイント等を共有する観点から、<u>日本公認会計士協会において、VC ファンドの監査に関する実務指針を改正すべきである。</u>【5～6 頁】 ■ また、上場企業等が保有する VC ファンドの出資持分に関して、関係者が連携した上で<u>公正価値評価を含む会計処理の実務上の取扱いのあり方</u>を検討することが期待される。【6 頁】 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国内 VC では、国内外の機関投資家からの資金調達拡大に向け、国際標準である<u>公正価値で投資先のバリュエーションを行うことが推進</u>されており、こうした取組の進展が期待される。【4 頁】

【新規公開(IPO)プロセスのあり方】

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<ul style="list-style-type: none"> ■ 新規上場企業は、その株式を証券保管振替機構の取扱対象とする必要があり、振替法上の手続として、「一定の日」の1か月前までに、既存株主に振替株式の交付先の口座情報を求める通知を行うこととされている。このような期間の設定方法が上場日程短縮の制約の1つになっているため、証券会社や信託銀行等の関係者の実務の改善により、<u>上場日程の短縮</u>が 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 新規公開(IPO)の公開価格設定プロセス等については、日本証券業協会のワーキング・グループにおいて、公正な価格発見機能や新規上場企業及び投資家の納得感の向上に向けた改善策が取りまとめられた。今後、新規上場企業への説明や情報提供の充実、より実需を反映した柔軟な公開価格設定、<u>上場日程の短縮</u>等の改善策が、順次実施される予定である。こ

⁸ 非上場株式等の公正価値評価の実態及び課題については、市場制度 WG 第 21 回(2022 年 10 月 14 日)事務局説明資料 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryu/20221014/02.pdf) 18 頁及び 19 頁を参照。

<p>可能となるような環境整備を進めることが重要である⁹。【6 頁】</p> <p>■ 取引所には、宇宙、素材、ヘルスケアなど先端的な領域において新技術を活用して成長を目指す研究開発型企业(いわゆるディープテック企業)など、企業特性による企業価値評価が難しく、ビジネスモデルの評価に対する見解が分かれない企業についても、円滑に上場できるようにしていくための取組みが求められている。</p> <p>例えば、<u>機関投資家から相応の規模で中長期的な投資を受けている企業については、利益相反に留意して、当該機関投資家の投資判断にあたり得られた評価を第三者の機関投資家や専門家の評価とともに活用することで、より多様な視点から上場審査を行うことや、そうした企業のビジネスモデル、競争優位性、市場規模、リスク情報等の適切な開示を確保するなど、多様なスタートアップ企業が円滑に上場できる施策について、引き続き、取引所において検討を行うべきである。【6～7 頁】</u></p>	<p>の公開価格設定プロセス等の見直しを、必要な制度的対応を行いつつ、着実に進展させる必要がある。【7 頁】</p> <p>■ 取引所においては、先端的な領域で新技術を活用して事業を行う企業等の上場審査について、<u>第三者の企業価値評価の活用や投資家への企業特性に応じたリスク情報の開示を含め、企業特性に合わせた上場審査を実現し、先端的な領域で事業を行うため、ビジネスモデルの評価についての見解が分かれないような、より多様な企業が円滑に上場できるようにすべきである。【8 頁】</u></p>
---	---

【ダイレクトリスティング】

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<p>■ <u>ダイレクトリスティングを利用しやすい環境を整備するため、東京証券取引所は、グロース市場において公募の実施を一律の上場要件としていることを見直すべきである。【7 頁】</u></p> <p>■ <u>ダイレクトリスティングを利用する発行者は上場の際に資金調達を行わないため有価証券届出書の提出義務が課せられない。そのため、市場における取引開始までに有価証券報告書を提出することにより投資家に対する適切な情報開示を確保するなど、東京証券取引所において、投資家保護にも留意しつつ、発行者が円滑な上場を行えるよう制度整備を行うべきである。【7 頁】</u></p>	<p>■ <u>スタートアップによる上場手法の多様化に向け、投資家に対する適切な情報開示の確保など、投資家保護に配慮しつつ、グロース市場を含めて、ダイレクトリスティングを利用しやすい環境を取引所において整備する必要がある。【8 頁】</u></p>

⁹ 上場日程短縮に関する論点については、市場制度 WG 第 22 回(2022 年 11 月 18 日)事務局説明資料 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221118/02.pdf)9 頁及び 10 頁を参照。

【SPAC】

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<ul style="list-style-type: none"> ■ 記載なし 	<ul style="list-style-type: none"> ■ SPAC 制度について、こうした海外の動向などについて継続して情報収集を行うとともに、我が国の市場の特性や投資家保護上の論点を踏まえながら、我が国における導入の意義や必要性を引き続き検証することが適当と考えられる。また、導入する場合の制度整備については、グローバル・スタンダードを踏まえ、参加可能な投資家を限定する等、投資家保護に十分に配慮しつつ検討を行う必要がある。【9 頁】

2. 経済成長の成果の家計への還元促進

市場制度 WG 第二次中間整理では、市場制度 WG 中間整理でも言及されていた、顧客への情報提供・アドバイス／資産運用業及びデジタル技術の情報提供への活用といった論点について、さらに具体化した方向性が打ち出されている。また、市場制度 WG 中間整理では明示的には言及されていなかった、インベストメント・チェーン全体における顧客・最終受益者の最善の利益を考えた業務運営の確保及び顧客の立場に立ったアドバイザーといった論点が追加されている。

他方、市場制度 WG 中間整理で言及されていた、その他の二種ファンドの情報提供のあり方及び投資信託委託会社以外の金融商品取引業者の顧客に対する義務違反に関する民事法上の責任の明確化といった論点については言及がない。今後の動向に引き続き注視する必要があると考えられる。

【インベストメント・チェーン全体における顧客・最終受益者の最善の利益を考えた業務運営の確保】

顧客本位 TF 中間報告	市場制度 WG 中間整理
<ul style="list-style-type: none"> ■ 「原則」に定められている金融事業者は顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきであることを広く金融事業者一般に共通する義務として定める¹⁰ことなどにより、「原則」が対象とする金融事業者全体による、「原則」に沿った顧客・最終受益者の最善の利益を図る取組みを一步踏み込んだものとするを促すべきである。【2 頁】 ■ 金融事業者のほか、企業年金制度等の運営に携わる者等もこのような規定の対象に加えることにより、広くインベストメント・チェーンに関わる者を対象として、顧客・最終受益者の最善の利 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 制度的枠組みの見直しも含めて、金融商品取引業者等による「顧客本位の業務運営の確保」に向けた取組をより一層進めていく必要がある。【11 頁】

¹⁰ 金融サービスの提供に関する法律や金融商品取引法に定めることが検討されている(顧客本位 TF 第 3 回(2022 年 11 月 7 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kokyakuhoni_tf/siryou/20221107/01.pdf)17 頁)。

益を考えた業務運営に向けた取組みの一層の横断化を図るべきである ¹¹ 。【2～3 頁】	
--	--

【利益相反の可能性と手数料等についての情報提供のルール化／資産運用業】

顧客本位 TF 中間報告	市場制度 WG 中間整理
<p>■ <u>利益相反の可能性の顧客への情報提供についてはルール化を行うべきである¹²</u>。その際、少なくとも、重要情報シート¹³の記載事項とされている</p> <p>ア 顧客が支払う費用のうち販売会社が組成会社から受け取る手数料の割合及びその対価として顧客に提供するサービスの内容(第三者から受け取る報酬等も含む)</p> <p>イ 組成会社や販売委託元との関係(資本関係、人的関係又は重大な業務上の関係を有する者の商品(グループ商品)を販売する場合)</p> <p>ウ 他の商品と比較して当該商品を販売した場合の営業職員の業績評価上の取扱いを対象とし、その内容も顧客が容易に理解できるよう、明確に分かりやすくする工夫が必要である。【3～4 頁】</p> <p>■ <u>仕組債の組成コストが顧客の購入判断に与える影響の重要性に鑑みれば、販売会社が組成会社に対して組成コストを開示するよう働きかけるとともに、組成会社においては開示に対応できる体制を整備すべきであり、こうした取組みを担保するための制度面での対応が求められる¹⁴</u>。【4 頁】</p> <p>■ 投資信託についても、かねて「信託報酬」に分類される費用がファンドによって異なり、費用の比較を行いきにくいとの指摘があり、<u>投資信託協</u></p>	<p>■ 国内の資産運用会社等においては、顧客の最善の利益を重視した取組を始める動きがみられるところであるが、</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 一部の投資信託やファンドラップ等において、顧客への付加価値に見合った手数料等の設定がなされておらず、顧客が高い費用を負担している ● 重要情報シートにおいて、金融商品の想定顧客属性が定型的な記載にとどまり十分に特定されていない。また、商品の選択に必要な、公正価値との差額などの商品価格に内包されている費用に関する情報が提供されていない ● <u>投資信託の費用のうち、「信託報酬」に分類される費用がファンドによって異なり、費用の比較を行いきにくい</u> ● コストを踏まえたパフォーマンスの評価が徹底されていない <p>など、引き続き様々な課題が指摘されている。こうした課題に関し、<u>資産運用会社等に対して、プロダクトガバナンスの確保を促す観点から、諸外国の制度を踏まえつつ、顧客の最善の利益に適った金融商品組成や手数料等の設定、適切な商品選択に資する想定顧客属性や費用といった商品性の情報提供、独立社外取締役等によるこれらの評価及び検証のほか、こうした枠組みを確保するための資産運用会社等自身のガバナンスの強化を図っていくため、</u></p>

¹¹ 確定給付企業年金(DB)及び確定拠出企業年金(DC)に関する課題については、顧客本位 TF 第 2 回(2022 年 10 月 24 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kokyakuhoni_tf/siryou/20221024/02.pdf)21 頁及び 22 頁を参照。

¹² 各国における販売会社に関する利益相反防止措置等の概要については、顧客本位 TF 第 2 回(2022 年 10 月 24 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kokyakuhoni_tf/siryou/20221024/02.pdf)11 頁を参照。

¹³ 重要情報シートの導入・活用状況については、顧客本位 TF 第 3 回(2022 年 11 月 7 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kokyakuhoni_tf/siryou/20221107/01.pdf)6 頁及び 7 頁を参照。

¹⁴ 仕組債に関する論点については、顧客本位 TF 第 1 回(2022 年 9 月 26 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kokyakuhoni_tf/siryou/20220926/02.pdf)14 頁を参照。

<p>会による対応の途上にあるが¹⁵、各事業者においては、可能な限り早期に、交付目論見書における総経費率の記載について対応を進めることが必要である。【4 頁】</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ <u>引き続き、資産運用会社等の金融商品の組成者・管理者について、金融グループ内における位置づけを明確化した上でのガバナンスや独立性の確保、顧客の最善の利益に適った商品組成・提供・管理を確保する枠組みであるプロダクトガバナンスの実践、組成会社・販売会社それぞれについて求められるべき機能及び役割の明確化を実現していくために必要な、「原則」の見直しやルール化に向けて、検討を深めていくべきである¹⁶。【8 頁】</u> 	<p><u>「顧客本位の業務運営に関する原則」の見直しを検討すべきである。また、取組によっては制度化を検討していくことが適当なものもあると考えられることから、引き続き制度化についても検討を進めていく必要がある。【17～18 頁】</u></p>
--	--

【デジタル技術の情報提供への活用】¹⁷

顧客本位 TF 中間報告	市場制度 WG 中間整理
<ul style="list-style-type: none"> ■ 顧客属性に応じ、それぞれの顧客により適した媒体で、充実した情報の分かりやすい提供を実現するため、契約締結前や契約締結時などの情報提供については、<u>金融事業者において書面とデジタル手段を顧客本位の観点から自由に選択できるようにすることが考えられる。【4～5 頁】</u> ■ デジタル・リテラシーは人によって様々であることから、実質的な説明が顧客に理解されるために必要な方法と程度により提供されることが重要であり、金融商品取引業等に関する内閣府令で規定されている、いわゆる<u>実質的説明義務を法律上規定すべきである。【5 頁】</u> ■ デジタル手段による提供に際しては、金融事業者のコスト削減を目的として単に現行の書面を 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 金融商品取引に関する情報提供について、デジタル・リテラシー等の顧客属性に応じた保護を図りつつ、デジタルによる情報提供を原則とする枠組みへ移行していくことについての検討が求められている中、新規契約・既存契約のそれぞれに関して、①顧客同意の要否や意思確認の方法、②書面が選択可能であることの周知方法、③書面交付に要するコスト負担のあり方、④その他顧客保護措置の必要性、⑤（個々の事業者に加え）業界全体としての情報提供のデジタル化に関する周知のあり方、などについて引き続き検討していくことが考えられる。【16～17 頁】

¹⁵ 投資信託協会において、投資信託の交付目論見書に、原則として、直近に作成された運用報告書に記載されているファンドの総経費率に係るデータを記載するものとする規則改正を行っており、2024 年 4 月施行予定である（顧客本位 TF 中間報告 4 頁脚注 12）。

¹⁶ 資産運用会社に関する課題については、顧客本位 TF 第 2 回（2022 年 10 月 24 日）事務局説明資料（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kokyakuhoni_tf/siryou/20221024/02.pdf）25 頁以下を参照。

¹⁷ 見直しのイメージについては、顧客本位 TF 第 3 回（2022 年 11 月 7 日）事務局説明資料（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kokyakuhoni_tf/siryou/20221107/01.pdf）22 頁及び 23 頁を参照。

<p>電子化したものを交付するのではなく、<u>閲覧する機器に最適化し、容易にアクセス可能な方法、かつ、顧客等による比較分析などの外部データを含む多様な活用・連携が可能な方法で行われるようにすべきである。【5 頁】</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ■ <u>書面により情報提供を受ける選択肢を確保した上で、顧客属性に応じた方法で書面交付が可能であることを告知することを義務付けるべきである。【5 頁】</u> ■ <u>顧客の認識なく書面交付が電子交付に変更されるといった事態が起こらないようにするため、必要な期間を確保した上で、既存契約を有する顧客に対して確実に伝達を行うといった顧客保護のための配慮が、個々の金融事業者に加え、行政や業界全体としても必要である。【5 頁】</u> ■ <u>当面、書面交付に関して、当該顧客に追加的な手数料は求めず、これまでどおりの金融事業者の負担とすることが求められる。【5 頁】</u> 	
---	--

【顧客の立場に立ったアドバイザー】

顧客本位 TF 中間報告	市場制度 WG 中間整理
<ul style="list-style-type: none"> ■ 様々な形で良質なアドバイスがより広く提供されるよう、環境整備を検討していく必要があるが、その方策の一つとして、一定の中立性を有するアドバイザーの見える化に取り組むことが考えられる。具体的には、諸外国では、アドバイザーが提供できる商品・サービスの範囲や、顧客からのみ報酬を得ているかどうか等に注目している点を踏まえ¹⁸、我が国においても、(i)アドバイザーが金融商品の販売を行う金融事業を兼業しておらず、家計の全体最適とポートフォリオの最適化の観点から、幅広い金融商品を対象としたアドバイスが可能かどうか、(ii) <u>金融商品の組</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国民の安定的な資産形成を進める上では、コンサルティング・アドバイスに係るビジネスを健全に発展させるとともに、<u>助言の対価の有無にかかわらず顧客本位の適切な助言が提供されることが重要である¹⁹</u>。諸外国では、勧誘・助言に適用されるルールに大きな違いが生じないように、その内容や態様に応じた制度設計がなされている。 諸外国の制度も参考にしつつ、我が国におけるビジネスの実態や、金融商品の販売・勧誘に係るこれまでの実務の積み重ねにも十分配慮した上で、勧誘・助言に関する制度的枠組みについて更に検討を深めるべきである。【15 頁】

¹⁸ 各国における投資アドバイスに関する利益相反防止措置等の概要については、顧客本位 TF 第 2 回(2022 年 10 月 24 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kokyakuhoni_tf/siryou/20221024/02.pdf)16 頁を参照。

¹⁹ 市場制度 WG 中間整理では、助言の「有償」「無償」によって適用されるルールが異なる(対価を得ずに行われる助言について忠実義務・善管注意義務等が規定されていない)点に議論の焦点が当たっていたようにも思われるが、顧客本位 TF 中間報告では、このような切り口での議論は見受けられないように思われる。

<p>成・販売会社からの手数料等を受け取らず、報酬は顧客からのみ得ているかどうか、等の基準を、例えば・(中略)・金融経済教育を推進する中立的な常設組織が設定し、基準に該当するアドバイザー・(中略)・をリスト化・公表することが考えられる。【6 頁】</p> <p>アドバイザーをリスト化するに当たっては、投資助言業の登録の有無は問わないこととするのが適当であると考えられる。【6 頁脚注 20】</p> <p>■ 助言対象を例えばつみたて NISA や iDeCo に絞った投資助言業について、投資家保護の観点に十分配慮するとともに、監督のあり方や体制も検討しつつ、登録要件の緩和を検討していくべきである。【6～7 頁】</p>	
---	--

【その他の二種ファンドの情報提供のあり方】²⁰

顧客本位 TF 中間報告	市場制度 WG 中間整理
<p>■ 記載なし</p>	<p>■ その他の二種ファンドについても、投資家の属性に応じた情報提供のあり方について引き続き検討すべきである。【18～19 頁】</p>

【投資信託委託会社以外の金融商品取引業者の顧客に対する義務違反に関する民事法上の責任の明確化】

顧客本位 TF 中間報告	市場制度 WG 中間整理
<p>■ 記載なし</p>	<p>■ 投資信託委託会社以外の金融商品取引業者に関しても、顧客に対する義務違反に対して民事法上の責任を負う旨を明確化する規定を整備する必要性について、引き続き検討する必要がある。【19 頁】</p>

3. 市場インフラの機能向上

市場制度 WG 中間整理と比較すると、市場制度 WG 第二次中間整理では、PTS の競売買方式に係る売買高上限を緩和する方向性が打ち出されたが、取引の公正性や価格の透明性の確保を図る制度整備の内容については具体化されておらず、また、デリバティブ取引に関するマッチング・プラットフォームについても、言及がない。

他方、TOB の 5%ルール、ティック・サイズ(呼び値の刻み幅)、投資単位引下げ及び特別法人出資証券のデ

²⁰ 市場制度 WG 中間整理では、ソーシャルレンディングを含む投資・運用行為を行っているファンドについて、「有価証券投資型ファンドと同様に、善管注意義務や忠実義務、投資家に対する追加的な情報提供を含めた運用行為に係る制度等を整備することが適当である」とされていた一方、その他の二種ファンドについては、「引き続き検討すべき」とされていた(市場制度 WG 中間整理 18～19 頁)。

デジタル化といった論点が追加されている。

【PTS の売買高上限等のあり方】

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<ul style="list-style-type: none"> ■ PTS のシェアが拡大する中、上場株式等に関する取引手法の工夫を可能とし、利用者利便を向上させるとともに、適切な利用者保護を図っていく観点から、<u>取引の公正性や価格の透明性の確保を図る制度整備と合わせて、現在のPTS のシェアを踏まえながら、競売買方式に係る売買高上限を緩和すべきである。【2 頁】</u> ■ PTS のシェアについては今後も拡大することも想定される中、<u>取引所とPTS の役割のあり方やPTS のプラットフォームとして求められる体制整備について更なる検討を進めていく必要がある。</u>このような検討を含め、我が国の市場システム全体の機能強化をいかに図っていくかについて引き続き検討を行っていくべきである。【3 頁】 	<ul style="list-style-type: none"> ■ <u>上場株式等に関する市場間競争を促す観点から、日本市場の構造のあり方についても議論しつつ、競売買方式に係る売買高上限の緩和を引き続き検討することが考えられる。</u> なお、売買高上限の緩和の検討にあたっては、PTS における取引が現在よりも増加することが想定されることから、不公正取引への対応の実効性を強化する必要がある。このため、<u>例えば、PTS が、自主規制機関と連携して売買審査等にあたる枠組みを検討していくことが考えられる。【23 頁】</u> ■ 現行法令上、PTS に対しては、取引所とは異なり自ら取引情報を公表することは義務付けられておらず、PTS から報告を受けた日本証券業協会が取引情報を公表する枠組みがとられている。しかしながら、協会のシステムではリアルタイム性が十分に確保されておらず、PTS が自ら公表する取引情報を市場参加者が参照する方が、より価格の透明性が高いとの指摘がある。こうした指摘を踏まえ、<u>法令上もPTS に対し、取引情報の公表を義務付けることについて引き続き検討すべきである。【23 頁】</u>

【TOB 5%ルール】²¹

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<ul style="list-style-type: none"> ■ PTS 取引の中で取引所の立会外取引に類似するものについても、取引所の立会外取引との類似性を踏まえ、TOB 5%ルールの適用対象外とすべきである。【3 頁】 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 記載なし²²

²¹ TOB 5%ルールに関する論点については、市場制度 WG 第 21 回(2022 年 10 月 14 日)事務局説明資料 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221014/02.pdf) 39 頁を参照。

²² 市場制度 WG 第 14 回(2022 年 1 月 21 日)事務局説明資料 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220121/01.pdf) 4 頁で言及されていたにとどまる。

【ティック・サイズ】²³

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<p>■ 取引所や PTS におけるティック・サイズについては、市場システム全体の機能強化を図っていく観点を踏まえながら、取引参加者の状況や流動性等を勘案し、公正な価格形成や円滑な約定可能性を確保できるよう、適切に設定されることが求められる。【3 頁】</p>	<p>■ 記載なし</p>

【デリバティブ取引に関するマッチング・プラットフォーム】

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<p>■ 記載なし</p>	<p>■ 現行制度上、証券会社が有価証券取引についてマッチング・プラットフォーム(PTS)を運営する場合には認可取得が求められるが、デリバティブ取引については相当する規定は置かれていない²⁴。これに関し、今後、投資家保護を確保しつつ、その実現に向けた対応を引き続き検討すべきである。【24～25 頁】</p>

【投資単位引下げ】²⁵

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<p>■ 個人投資家が投資しやすい環境を整備するための取組みの一環として、東京証券取引所等は、投資単位の大きい上場株式を発行している企業に対して、投資単位引下げに向けた更なる取組みを促すべきである。【3 頁】</p>	<p>■ 記載なし</p>

²³ ティック・サイズに関する論点については、市場制度 WG 第 21 回(2022 年 10 月 14 日)事務局説明資料 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221014/02.pdf)37 頁及び 38 頁を参照。

²⁴ 現状では、PTS 運営業務の定義を定める金商法 2 条 8 項 10 号柱書において「有価証券の売買」等と規定されており、デリバティブ取引は含まれていない。このため、有価証券については、取引所金融商品市場・PTS・店頭取引の 3 階建ての規制構造となっているが、デリバティブ取引については市場デリバティブ取引と店頭デリバティブ取引の 2 階建ての規制構造となっている。たとえば、暗号資産関連デリバティブ取引も、店頭デリバティブ取引であると整理されている(「令和元年資金決済法等改正に係る政令・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について」(2020 年 4 月 3 日)別紙 1・33 頁～35 頁 126 番～128 番回答) (<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200403/01.pdf>)。

²⁵ 投資単位の引下げに関する論点については、市場制度 WG 第 21 回(2022 年 10 月 14 日)事務局説明資料 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221014/02.pdf)40 頁及び市場制度 WG 第 22 回(2022 年 11 月 18 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221118/02.pdf)4 頁を参照。

【特別法人出資証券のデジタル化】²⁶

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<p>■ 日本銀行の出資証券は、東京証券取引所に上場されている有価証券の中で唯一電子的に管理されておらず、譲渡等の際に券面の名義書換が必要となるなど、投資家による追加的な事務手続が生じている。適切な投資家保護を図りつつ、投資家によるこうした事務手続が不要となるよう、デジタル化に向けた環境整備に取り組むことが望ましい。【4 頁】</p>	<p>■ 記載なし</p>

4. その他の環境整備

市場制度 WG 第二次中間整理では、市場制度 WG 中間整理では言及されていなかった以下のいくつかの論点が追加され、その方向性が打ち出されている。

他方、銀証ファイアーウォール規制については、引き続き検討を行うこととされている。銀証ファイアーウォール規制は、市場制度 WG 中間整理では、「成長・事業再生資金の円滑な供給」の論点の一つとして位置付けられていたが、市場制度 WG 第二次中間整理では、「その他の環境整備」に位置付けられている。再開後の市場制度 WG では、討議事項として議論はされていないようであるが、事務局から最近の処分事例の紹介がなされている²⁷。

【不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークン化への対応】²⁸

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<p>■ 不動産特定共同事業契約に基づく権利は、集団投資スキーム持分としての特徴を有するものの、不動産特定共同事業法による事業監督が及んでいること等に鑑み、有価証券の一つである集団投資スキーム持分の定義から除外されており、当該権利をトークン化したものを含めて、</p>	<p>■ 記載なし</p>

²⁶ 特別法人出資証券のデジタル化に関する論点については、市場制度 WG 第 22 回(2022 年 11 月 18 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221118/02.pdf)23 頁を参照。

²⁷ 市場制度 WG 第 22 回(2022 年 11 月 18 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221118/06.pdf)及び参考資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221118/09.pdf)

²⁸ 不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークン化の課題については、市場制度 WG 第 22 回(2022 年 11 月 18 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221118/02.pdf)20 頁を参照。

なお、「ESG投資を踏まえた不動産特定共同事業等検討会中間とりまとめ」(2020 年 4 月) (<https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/content/001341584.pdf>)13 頁において、「不動産特定共同事業においても、今後、トークンを活用した事業が展開される可能性があることから、金商法の改正を踏まえ、投資家保護の観点からどのような規制が必要かを検討する必要がある。」、「当面は、各国の最新動向を把握する一方で、その技術の検証段階にあるトークン発行による資金調達に必ずしも限定せず、不動産に係る新技術の動向について、投資家保護や適切な投資促進のために必要な制度的措置を整理した上で、対応が可能なものから順次実施することを検討することとする。」とされていた。

<p>金融商品取引法上の販売・勧誘規制等が適用されない。…(中略)…</p> <p>トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利を金融商品取引法上の電子記録移転権利として規定し、不動産特定共同事業法に基づく監督を受けている不動産特定共同事業の特性も踏まえつつ、金融商品取引法に基づく販売・勧誘規制等を適用するよう、制度整備を行うべきである。【7～8 頁】</p>	
--	--

【登録金融機関における適用除外電子記録移転権利の預託】²⁹

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<p>■ 現行制度においては、登録金融機関は「電子記録移転権利」の預託を受けることができる一方、権利移転に発行者の承諾が必要になるなど、流通性等が限定されたいわゆる「適用除外電子記録移転権利」については預託を受けることはできない。…(中略)…</p> <p>利用者の利便向上と保護の観点から、登録金融機関が「適用除外電子記録移転権利」の預託を受けることができるよう、制度を見直すべきである。【8 頁】</p>	<p>■ 記載なし</p>

【投資法人における利益の取扱い】³⁰

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<p>■ 投資法人制度においては、その他有価証券評価差額金や繰延ヘッジ損益といった「評価・換算差額等」を当期末処分利益と同様に「利益」として扱ってきた。…(中略)…</p> <p>投資家が投資判断をする上で必要な投資法人の状況に関する情報をわかりやすく提供するため、会社法上の剰余金における取扱いと同様、投資信託及び投資法人に関する法律…(中略)…上、「評価・換算差額等」については「利益」として取り扱わないようにすべきである。【8 頁】</p>	<p>■ 記載なし</p>

²⁹ 登録金融機関における適用除外電子記録移転権利の預託の現状については、市場制度 WG 第 22 回(2022 年 11 月 18 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221118/02.pdf)24 頁を参照。

³⁰ 投資法人における利益の取扱いに関する事業者等の要望について、市場制度 WG 第 22 回(2022 年 11 月 18 日)事務局説明資料(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221118/02.pdf)25 頁を参照。

【インターネットにおける利用者の保護】³¹

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<ul style="list-style-type: none"> ■ 金融商品取引法により利用者保護の観点から求められている営業所における標識や業の廃止等の掲示について、インターネットで確認できるようにすべきである。【9 頁】 ■ 民事訴訟手続のデジタル化を含む民事訴訟法の改正を踏まえ、金融商品取引法においても、課徴金納付命令に係る審判手続の迅速化や効率化等のため、電子的方法による申立てや送達に係る手続を明確化するなどの規定の整備に取り組むことが望ましい。【9 頁】 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 記載なし

【銀証ファイアウォール規制】

市場制度 WG 第二次中間整理	市場制度 WG 中間整理
<ul style="list-style-type: none"> ■ 顧客情報管理や利益相反管理、優越的地位の濫用防止の実効的な確保等の利用者保護の状況を適切に確認しながら、外務員の二重登録禁止規制や、中堅・中小企業や個人顧客の情報の取扱い等に関するファイアウォール規制のあり方について、<u>利用者利便の具体的な向上にどのようにつながりうるのかといった観点から、引き続き検討を行うことが考えられる。</u>【9 頁】 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 第二次報告において、<u>…(中略)…銀証ファイアウォール規制に関連し、外務員の二重登録禁止規制について見直しの検討を行う場合には、責任の所在が不明確になることの問題点や、そのような誤認防止措置が考えられるか等の論点について検討を行う必要がある</u>、その見直しの必要性を含め、今後更に議論を行う必要があるとされた。また、中堅・中小企業や個人顧客に関する規制の取扱いについては、仮に見直した場合における銀行の優越的地位の濫用等に係る懸念が指摘された一方、コロナ後の経済社会を見据え、重要な課題となることが見込まれる事業承継の円滑化の観点から取扱いを検討すべきとの指摘もあり、引き続き検討していく課題であると考えられるとされた。こうした課題等については、<u>スタートアップを含む中堅・中小企業の資金調達</u>の円滑化等に資するかといった観点も踏まえつつ、引き続き検討を行っていくことが考えられる。【6～7 頁】

以上

³¹ 掲示規制や審判手続のデジタル化については、市場制度 WG 第 22 回(2022 年 11 月 18 日)事務局説明資料 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20221118/02.pdf)22 頁を参照。

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下の通りです。
弁護士 戸塚 貴晴 (takaharu.totsuka@amt-law.com)
弁護士 村井 恵悟 (keigo.murai@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

www.amt-law.com