



2021年
6月24日号

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 第二次報告の概要

執筆者: 有吉 尚哉、山本 俊之

1. 市場制度 WG 第二次報告の公表

2021年6月18日、「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 第二次報告—コロナ後を見据えた魅力ある資本市場の構築に向けて—」(以下「第二次報告」)が公表されました¹。第二次報告は、第一次報告(2020年12月23日公表)で積み残しとされていた成長資金の供給のあり方と国内顧客に関する銀証ファイアウォール規制の2項目に関して、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」)での検討結果を取りまとめたものです。本稿では、前回の第一次報告についてのニューズレター²に続き、第二次報告の概要とポイントについて解説します。

【第二次報告の構成】

I. 成長資金の供給のあり方	II. 国内顧客に関する銀証ファイアウォール規制
1. 検討の背景と目的 2. 成長資金供給に係る制度のあり方 (1) 特定投資家制度 (2) 非上場株式のセカンダリー取引の環境整備 (3) 株式投資型クラウドファンディング (4) 少数私募の人数通算期間の見直し (5) 東証ベンチャーファンド市場 3. ベンチャー・キャピタル(VC)・プライベート・エクイティ(PE)ファンドによる投資のあり方 (1) ベンチャー・キャピタル(VC)投資 (2) プライベート・エクイティ(PE)投資	1. 現行制度及び検討の視点 2. 現行制度の見直しの議論 3. 制度見直しのあり方 (1) 基本的な考え方 (2) 情報授受に関する規制等のあり方 (3) 弊害防止の実効性の確保に向けた方策 (4) 残された課題等

¹ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20210618.html

² https://www.nishimura.com/ja/newsletters/finance-law_201225.html

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (E-mail: newsletter@nishimura.com)

なお、筆者有吉は市場制度WGのメンバーを務めていますが、本稿の意見に亘る部分は筆者らの私見であり、市場制度WGやその他の組織の見解を示すものではないことを申し添えます。

2. 成長資金の供給のあり方

第二次報告では、スタートアップ企業等の支援や既存事業の再編・再構築のための非上場企業に対する成長資金の供給等について、

- ① 機関投資家等からの資金を投資するベンチャー・キャピタル(VC)やプライベート・エクイティ(PE)等のプロのファンドが主要な役割を果たしていること。
 - ② 株式投資型クラウドファンディング等の個人の一般投資家も利用可能な制度を通じた投資を行っていること。
 - ③ リスク管理能力およびリスク許容度の高い法人・個人のプロ投資家向けの制度が存在していること。
- という3つの視点を現状認識とした課題分析や提言がなされています。それらの概要をまとめたのが以下の表です³。

制度	課題や制度整備のあり方(概要)
特定投資家制度 (視点③関連)	<p>【課題】 とりわけプロ成りする個人投資家が限定的である。その背景として、(i)特定投資家に移行可能な個人の要件⁴が画一的かつ厳格、(ii)特定投資家への移行手続が煩雑、(iii)特定投資家向けの枠組みが限定的等の課題がある。</p> <p>【提言】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 特定投資家に移行可能な個人の要件について、年収・職業経験・保有資格・取引頻度といった要素も新たに勘案できるようにする。 ・ 個人投資家の特定投資家への移行(プロ成り)手続において、 <ol style="list-style-type: none"> (a) 取引経験の要件について他社での取引経験も勘案できるようにする。 (b) 財産要件について他社での保有資産も含めて総合的に評価できることを明確化する。 (c) プロ成りの更新手続を弾力化し、投資家の自己申告も金融商品取引業者等における合理的な判断に資することを明確化する。 ・ 特定投資家私募制度につき、プロ向け市場以外での利用を可能とするため、(a)金融商品取引業者等による非上場株式の投資勧誘を原則として禁止する日本証券業協会自主規制規則や(b)プロ向け市場を除き、整備されていない特定証券情報等の関連規定を整備する。 ・ インターネット上の勧誘・広告について、適格機関投資家・特定投資家のみが閲覧可能な場合、適切な運用が確保されることを前提に、有価証券の募集に該当しない旨を企業内容等開示ガイドラインで明確化する。
非上場株式のセカンダリー取引の環境整備 (視点③関連)	<p>【課題】 非上場株式のセカンダリー取引の機会は投資家間の相対取引や株主コミュニティ制度等に限られており、投資家の投資回収の機会が限定的である。</p> <p>【提言】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 日本証券業協会において特定投資家向けの投資勧誘の具体的なルールを

³ これらの提言に関連するものとして、日本証券業協会が2021年6月15日に「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」報告書を公表しており(https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gjigaiyou/files/hjojokon_houkokusho.pdf)、非上場株式取引に関する制度改正の動向については、当該報告書も第二次報告と併せてご参照ください。

⁴ 具体的には、①取引の状況等から合理的に判断して純資産が3億円以上になると見込まれること、②取引の状況等から合理的に判断して投資性金融資産が3億円以上になると見込まれること、③個人投資家の特定投資家への移行(プロ成り)の申出を行った金融商品取引業者等との間で申出を行った契約の種類に属する金融商品取引契約の取引経験が1年以上あることの全てを満たすことが要件とされています(金融商品取引業等に関する内閣府令62条)。

制度	課題や制度整備のあり方(概要)
	<p>整備する。</p> <ul style="list-style-type: none"> 株主コミュニティにつき、リスク管理能力およびリスク許容度の高い特定投資家を参加勧誘対象に加える。
<p>株式投資型クラウドファンディング(株式投資型 CF) (視点②関連)</p>	<p>【課題】 株式投資型 CF の特性を踏まえ、投資家保護にも十分配慮しつつ、スタートアップ企業への成長資金の供給の円滑化・多様化を図るとの観点から、株式投資型 CF の機能⁵がより一層発揮されるような制度の見直しを行うことが考えられる。</p> <p>【提言】</p> <ul style="list-style-type: none"> 第一種少額電子募集取扱業務の発行総額1億円未満という要件について、発行総額の算定に当たり、合算対象を株式投資型 CF での発行額のみに限定する。 第一種少額電子募集取扱業務の投資家 1 人当たりの投資額 50 万円以下(案件毎)という要件に関して、特定投資家については投資上限額を撤廃する。
<p>少人数私募の人数通算期間の見直し (視点②・③関連)</p>	<p>【課題】 少人数私募の人数通算(勧誘対象者数が過去 6 ヶ月間で通算して 50 名未満)に関し、インターネットで多数の者に勧誘を行う株式投資型 CF の実施後 6 ヶ月間は、少人数私募による資金調達を行うことができない。また、非上場企業を含めた企業の競争力の維持・強化のために、より機動的な資金調達の必要性がある。</p> <p>【提言】</p> <ul style="list-style-type: none"> 少人数私募の取得勧誘対象者数の通算期間を 6 ヶ月から 3 ヶ月に短縮する。
<p>東証ベンチャーファンド市場 (視点②関連)</p>	<p>【課題】 上場された投資法人を通じて、広く一般投資家が非上場のスタートアップ企業等へ投資を行うための市場であるが、現在、償還により上場銘柄が不在である。</p> <p>【提言】</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本取引所グループにおいて、各規則の趣旨等も踏まえつつ、その見直しについて検討する。

視点①の VC・PE ファンドについては、関係者からヒアリングを行いつつ、実務面の課題を含め幅広く検討が行われています。第二次報告において、この点に関して、制度改正の具体的な提言はなされていないものの、主にビジネス面からの分析・提案がなされています。

3. 国内顧客に関する銀証ファイアーウォール規制

ファイアーウォール規制は、優越的地位の濫用防止、利益相反取引の防止、顧客情報の適切な保護等を確保する観点から、主に銀行・証券会社間における顧客の非公開情報の共有禁止等からなる規制です。1993 年に銀行・証券の相互参入を解禁した際に、併せて措置されたものであり、2008 年の規制の見直しにおいては、銀行・証券会社間における顧客の非公開情報等の共有について、それまで顧客の事前同意を得る方法(オプトイン)のみであったところ、顧客情報の適切な保護の観点にも考慮しつつ、法人顧客に対してオプトアウトが導入されました。また、役職員の兼職規制の撤廃等の規制緩和が行われた一方、利益相反管理のための体制整備義務や優越的地位の濫用防止等に

⁵ 株式投資型 CF では、主にシード、アーリーステージのスタートアップ企業に対し、支援目的や投資目的の個人投資家によって、2017 年～2020 年末までに 231 件の取扱いがあり、うち 161 件が成約、累計 51 億円超の資金調達が行われたことが紹介されています。

関する措置も併せて講じられています。

第一次報告では、外国法人顧客情報に関する銀証ファイアーウォール規制(情報授受規制)の緩和について提案がなされましたが、第二次報告では第一次報告で持ち越しとなった国内顧客との関係に対する提言がなされています。

第二次報告は、まず、

- ① オプトアウトについては、監督指針において手続の詳細が定められているが、顧客に対する説明事項が多い等、負担や利便性の観点からオプトインと大差がない等の理由から、銀行・証券会社双方において必ずしも積極的に活用されていない。
- ② 欧米にはない情報共有の禁止規定が過剰な規制と認識され、日本の国際金融センターとしての魅力向上にとって阻害要因の1つとなっている。
- ③ 顧客に対する総合的な金融サービスの提案・提供を阻害しているほか、顧客・金融機関の双方にとって、手続・管理面の負担が大きい。

といった課題が指摘されていることを紹介しています。

その上で、市場制度 WG における報告・議論を踏まえ、「まずは、資金調達において資本市場を活用し、金融機関の優越的地位による弊害を受けにくいと考えられる上場会社等に対して金融サービスの提供を行う、いわゆる投資銀行業務や大企業向け商業銀行業務について、本規制の見直しに着手することが重要」としています。

そして、国内金融機関のみならず欧米金融機関の実務を調査し、ユーザー側の事業法人に対するヒアリングも踏まえた上で、「ファイアーウォール規制の趣旨(顧客情報の適切な保護、利益相反管理、優越的地位の濫用防止)の実効的な確保を図る観点から、主に投資銀行業務や大企業向け商業銀行業務に相当する部分において、情報授受に関する規制については大胆な見直しを行うことが適当」としています。

以下の表では、提言された制度見直しのあり方の概要をまとめました。

論点	制度見直しのあり方(概要)
情報共有に関する新たな規律と対象とする法人の範囲	<ol style="list-style-type: none"> ① 対象とする法人(下記②)に係る非公開情報等を共有するに当たり、当該法人の同意を不要とする。ただし、当該法人からの停止の求めには応じる必要があるものとする。そのため、現行のオプトアウトの規定(みなし同意)は廃止し、新たなオプトアウトのあり方としては、極力手続を簡素化する(例えば、オプトアウトの方針を自社のウェブサイトに掲載するだけで良いとすること等)。 ② ①の法人の範囲については、上場企業(グループ)等⁶を対象とする。
オプトインの簡素化	<ol style="list-style-type: none"> ③ 中堅・中小企業や個人も含め、現行制度において電子メールを含む電磁的方法による同意取得が未整備となっている部分について対応を行うほか、電磁的方法による同意取得時に必要となる事前承諾を撤廃する。
その他の関連する規制	<ol style="list-style-type: none"> ④ ホームベースルール(銀行・証券会社間で非公開情報を用いて業務を行う部門を兼職している役職員には、いずれか一方の管理する非公開情報にしかアクセスできない等の規制⁷)の撤廃を行う。 ⑤ 外務員の二重登録禁止規制⁸については、責任の所在が不明確になることの問題点や、ど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り、その見直しの必要性を含め、今後さらに議論を行う必要がある。 ⑥ 発行体クロスマーケティング規制、主幹事引受規制および引受証券の売却

⁶ 上場企業(グループ)等には、金融商品取引法 163 条 1 項に規定する上場会社等のほか、有価証券報告書を提出している会社および IPO 予定会社や、上場会社等を含むそれらの会社のグループ会社を含めることが提案されています。

⁷ 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 IV-3-1-4(2)⑥、VIII-1。

⁸ 金融商品取引法 64 条の 2 第 1 項 3 号・4 号。

論点	制度見直しのあり方(概要)
	制限規制については、利益相反や有価証券の発行条件等が歪められる等の懸念が指摘されていることから、適切な引受審査を通じたプロセスの透明性を確保することが重要であり、慎重に検討する必要がある。

上記のようにファイアウォール規制の緩和が提言されると同時に、「国内外の金融機関の実務や顧客である事業法人からの指摘等を踏まえると、併せて、①顧客情報管理、②利益相反管理、③優越的地位の濫用防止の実効的な確保を図る措置をしっかりと講じる必要がある」ことから、弊害防止の実効性の確保に向けた方策として、法令における規制整備に加えて、監督指針等を見直すことにより、金融機関自身による内部管理の強化を促していくことが適当とされています。また、その具体的な対象としては大手銀行および大手証券会社が想定されています。さらに、当局によるモニタリングの実効性強化の必要性にも言及されています。そして、具体的には、弊害防止の実効性の確保に向けた方策として、以下の提言がなされています。

論点	弊害防止の実効性の確保に向けた方策の概要
顧客情報管理	<p>① 証券会社にのみ適用されている法人関係情報に関する一部の規制(金融機関およびその役職員における法人関係情報に基づく有価証券の自己売買等の禁止規定)について、登録金融機関としての銀行に対しても証券会社と同様の規制を課す。</p> <p>② 監督指針等において、顧客情報管理の実効性を確保する観点から、欧米の規制・実務も踏まえながら、法人関係情報管理におけるチャイニーズウォール構築やその具体的な方法、ウォールクロス(部門間での情報共有)を行う際の体制整備のあり方、法人関係情報以外の顧客情報も含めた“Need to know”⁹ 原則⁹に基づく情報管理の徹底の必要性等を具体的に示していく。</p>
利益相反管理	<p>③ 監督指針において、利益相反のリスクが高いと指摘される典型的なケースを具体的に例示した上で、主に以下の内容を新たに規定し、モニタリングの強化を通じて、利益相反管理の実効性の確保を促していく。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 特に利益相反のリスクが高いとして例示した典型的なケースについて、その解消が図られるよう適切な管理を行うことの必要性 ・ 特にグローバルに金融サービスの提供を行う金融機関においては、グローバルでの組織的・一元的なシステムによる管理等のグローバルベースでの適切な管理の重要性 ・ 利益相反管理の実効性の確保を図る観点から、グローバルスタンダードの実務慣行も踏まえつつ、利益相反の確認やそれに伴う対応の判断時における経営幹部やコンプライアンス部門による適切な関与の重要性
優越的地位の濫用防止	<p>④ 監督指針において、金融機関の優越的地位の濫用防止態勢に関する一定の考え方・着眼点を明確化するとともに、モニタリングの強化を図る観点から、当局において端緒をつかむための窓口設置や重点的なモニタリング、公正取引委員会との連携を強化していく。</p>

さらに、顧客毎のニーズに応じて適切な管理を行う観点から、金融機関と顧客の間で、守秘義務契約を締結してその管理を強化する等、欧米と同様に、金融機関と顧客の間で、民・民間の契約に基づく管理を行っていくことも有益な実務であると考えられるとの指摘がなされています。

⁹ 顧客情報に関し、必要性のない役職員への共有・利用・アクセスを禁止する考え方。

4. 今後の見通し

第一次報告における海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備については、「新型コロナウイルス感染症等の影響による社会経済情勢の変化に対応して金融の機能の強化及び安定の確保を図るための銀行法等の一部を改正する法律」が2021年5月19日に成立していますが¹⁰、今回の第二次報告において提言された内容についても、今後、政令・内閣府令や監督指針、さらには自主規制団体や取引所による規則改正等による見直しが進められるものと見込まれますので、今後の改正動向に注目する必要があります。

特に「国内顧客に関する銀証ファイアーウォール規制」は、第二次報告の中で制度の見直しの具体的な詳細が明らかになっていない部分も多く、内閣府令や監督指針により、どのような規制緩和(あるいは体制整備等の規制強化)がなされるのかが注目されます。

なお、中堅・中小企業や個人顧客に関するファイアーウォール規制の取扱いについては、今後も市場制度WGにおいて引き続き検討していく課題であるとされています。そのため、銀証ファイアーウォール規制については、継続的に制度のあり方が検討されていくものと予想されます。



ありよし なお や
有吉 尚哉

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

n.ariyoshi@nishimura.com

金融取引、信託取引、金融規制対応等の金融分野を中心に多様な分野の企業法務を手掛けている。2010年から2011年まで金融庁総務企画局企業開示課に出向し、金商法の改正等の企画立案に携わった経験も有する。



やまもと としゆき
山本 俊之

西村あさひ法律事務所 カウンセル弁護士

to.yamamoto@nishimura.com

2009年弁護士登録。アセットマネジメントやデリバティブを中心に、各種の金融取引、金融業規制・コンプライアンス、当局対応や海外紛争案件に関与。弁護士登録前は、2000-2005年まで株式会社格付投資情報センター(R&I)、2007-2008年までメリルリンチ日本証券株式会社にてそれぞれアナリスト業務に従事。

¹⁰ <https://www.fsa.go.jp/common/diet/index.html>