

執筆者:

E-mail  [有吉 尚哉](mailto:shigeaki@nishimura.com)

1. 市場制度 WG 中間整理の公表

2022年6月22日、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」)は、「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 中間整理」(以下「中間整理」)を取りまとめ、公表しました¹。中間整理は、第二次報告(2021年6月18日公表)の後、2021年10月以降に市場制度 WG において審議された内容を中間的に整理したものです。後述するとおり、中間整理は何らかの法制度を抜本的に見直すような提言を含むものではありませんが、金融・資本市場に関わる多様な制度について、数多くの検討課題を整理し、制度の見直しの提言などが行われています。本稿では中間整理について、金融分野の実務に影響を与えることが見込まれる事項を中心にその概要を解説をします²。

なお、筆者は市場制度 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. 中間整理の全体像

中間整理の構成は以下のとおりです。

【中間整理の構成】

<p>I. 成長・事業再生資金の円滑な供給</p> <p>1. スタートアップ・非上場企業への成長・事業再生資金の円滑な供給</p> <p>(1) 機関投資家による資金供給の拡大</p> <p>(2) 非上場株式のセカンダリー取引の円滑化(私設取引システム(PTS)による「特定投資家向け有価証券」の取扱い)</p> <p>(3) 金融サービスの高度化に向けた個別課題</p> <p>2. 企業の成長に資する上場等のあり方</p> <p>(1) 新規公開(IPO)プロセスの見直し</p> <p>(2) 企業特性に合わせた上場審査のあり方</p> <p>(3) 上場手法等の多様化</p> <p>II. 経済成長の成果の家計への還元促進</p> <p>1. 顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上</p> <p>(1) 販売・助言サービスの態様に応じた適切な制度の設計</p>	<p>(2) 金融機関によるデジタルツールも活用した顧客への情報提供の充実</p> <p>(3) プロダクトガバナンスと資産運用業の高度化</p> <p>(4) その他</p> <p>2. 家計の資産形成に向けた金融リテラシーの向上</p> <p>(1) 学校における取組の支援</p> <p>(2) 職域における取組の支援</p> <p>(3) 関係機関・団体の連携</p> <p>III. 市場インフラの機能向上</p> <p>1. 上場株式等の取引プラットフォーム</p> <p>(1) PTS の売買高上限等のあり方</p> <p>(2) その他</p> <p>2. 非上場有価証券等の取引プラットフォーム</p> <p>(1) 認可審査の柔軟化・迅速化等</p> <p>(2) 非上場有価証券等の取扱いに関する留意点</p> <p>IV. 社債市場の活性化</p>
---	---

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

² 過去に市場制度 WG が公表した第一次報告及び第二次報告については、それぞれ以下のニューズレターで解説を行っていますので、合わせてご参照ください。

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

https://www.nishimura.com/ja/newsletters/finance-law_210624.html

このように中間整理においては、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及び④社債市場の活性化の 4 つの領域に分けて、多様な制度的課題を整理するものです。取り上げられている項目の中には、(a)法令や自主規制の改正など具体的な制度整備の対応策が提言されている項目もありますが、(b)「中間整理」という表題のとおり課題を整理した上で市場制度 WG で引き続き検討すべきことが述べられている項目も多くあります。また、(c)制度の見直しには言及せずに市場関係者などによる実務的な取組みへの期待が述べられている項目もあります。

以下では、金融実務に影響を与えることが予想される(a)具体的な制度整備の提言と(b)継続検討とされている制度的課題について、それぞれその概要を紹介します。

3. 具体的な制度整備の提言

(1) 投資信託への非上場株式の組入れ

投資信託協会において、投資信託に関する非上場株式の組入れ比率のあり方や、基準価額の算定における非上場株式の評価のあり方非上場株式の評価のあり方(評価を更新すべき場合や頻度を含む評価方法のあり方、評価体制の整備・検証等)について、適切な枠組みを整備すべきとされています。

(2) PTS による特定投資家向け有価証券の取扱い

現行法では、私設取引システム(PTS)の対象から特定投資家向け有価証券が除外されているところ(金融商品取引法(以下「金商法」)2条8項10号、金融商品取引法施行令(以下「金商法施行令」)1条の9の3)、PTSが日本証券業協会(以下「日証協」)と連携し、一般投資家が取引に参加することのないよう参加証券会社を管理する枠組みなどを構築した上で、PTSにおける特定投資家向け有価証券の取扱いを可能とするための制度改正を検討すべきとされています。

(3) 地域企業の事業再生・事業承継の円滑化に向けた非上場株式の取引

日証協の自主規制規則では、原則として証券会社等による非上場株式の投資勧誘は禁止されていますが、例外の一つとして、経営権の移転等を目的とした非上場株式の取引に係る投資勧誘が認められています。地域企業の事業再生・事業承継の円滑化の観点から、この例外の範囲を拡大するよう自主規制の見直しをすべきとされています。

(4) 事業成長担保権

金融庁は事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会を設置し、「事業成長担保権(仮称)」の検討・提案を行っていますが³、金融機関の実務慣行等を十分に踏まえつつ、事業成長担保権の検討を進めるべき⁴とされています。

(5) 企業特性に合わせた上場審査

取引所において、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、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、より多様な企業が円滑に上場できるようにすべきとされています。

³ 事業成長担保権の詳細については金融庁が2021年11月30日に公表した「事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会」論点整理2.0(<https://www.fsa.go.jp/singi/arikataken/rontenseiri2.pdf>)参照。

⁴ 検討の場は明らかにされていませんが、事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会や法制審議会担保法制部会で更に審議が進められるのではないかと考えられます。

(6) ダイレクトリスティング

取引所において、スタートアップによる上場手法の多様化に向け、投資家保護に配慮しつつ、ダイレクトリスティング⁵を利用しやすい環境を整備する必要があるとされています。

(7) M&Aを目的とする公募増資の円滑化

日証協の自主規制規則により、上場企業がM&Aを目的として公募増資を行う場合、原則として1年以内にM&Aを実行することや、実行されなかった場合の代替用途を公表することが求められています。M&Aを目的とする公募増資の円滑化の観点から、原則1年以内とされている資金の充当期限の緩和等を行うべきとされています。

(8) 証券会社等による投資助言業の兼業に係る環境整備

証券会社等が投資助言業を兼業して有償の「助言」を行う場合の環境を整備することが適切であるとされており、具体的には以下の4項目の法令改正が提言されています。

- ① 投資助言業に係る登録申請書・変更届出における登録申請書に「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断を行う者」の記載を省略できるようにすること
- ② 投資顧問契約等に係る契約締結前交付書面・契約締結時交付書面において「金融商品の価値等の分析又は当該分析に基づく投資判断を行う者」・「助言の業務を行う者」の氏名の記載を省略できるようにすること
- ③ 帳簿書類として作成・保存が求められる「投資顧問契約に基づく助言の内容を記載した書面」の負担を緩和すること
- ④ 第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者等について、投資助言業務に関する貸付け等の禁止規制(金商法41条の5)を適用しないようにすること

(9) 資産運用会社等におけるプロダクトガバナンスの確保

資産運用会社等の金融商品の組成者に対して、プロダクトガバナンス⁶の確保を促す観点から、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並びに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、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とされています。

(10) 二種ファンドの募集・運用の適切性の確保

いわゆる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事業者等に対して、同様の行為を行うファンドと同様のルールを適用するなど、第二種金融商品取引業者が運営するファンド(二種ファンド)の業務の適切性を確保するために必要な措置を講じるべきとされており、具体的には以下の2項目の法令改正が提言されています。

- ① こうした運用行為を行っているファンド⁷について、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
- ② 二種ファンドのうち、インターネットで完結する募集の取扱業務にのみ適用されている事前の適切な審査や投資家に対する

⁵ ダイレクトリスティングとは、証券会社による引受けを伴わずに新規上場する方式をいいます。

⁶ プロダクトガバナンスとは、「想定する顧客を明確にし、その利益に適う商品を組成するとともに、そうした商品が想定した顧客に必要な情報とともに提供されるよう、販売にあたる金融事業者に必要な情報提供や、これらの評価・検証等を行うこと」と定義されています。

⁷ 二種ファンドのうち、集めた資金を用いて貸付けを行ったり、金銭債権などを購入したりすることで投資を行うファンドが該当するものと考えられます。

事業の状況の定期的な情報提供等といった業務管理体制に関する制度⁸を、ソーシャルレンディングやインターネットで完結する自己募集についても整備すること

(11) 投資運用業者等による運用財産の運用・管理状況の把握

投資信託等に関して、運用財産の運用・管理状況について、投資先のファンドのリスクの高さに応じて、受託者責任を負う投資運用業者や信託銀行が必要な資料(例:残高証明書・約定記録)を入手・確認するよう、制度面を含め必要な見直しを行うべきとされています。

(12) PTS の認可審査の明確化・認可手続の迅速化

非上場株式や証券トークン等の流通における PTS 制度の積極的な活用に向けて、非上場有価証券を取り扱う PTS の認可審査について、審査内容・手続の明確化、取扱商品や取扱高に応じて認可基準を適切に設定していくことや、それに伴う認可手続の迅速化に取り組むべきとされています。

(13) PTS の取扱い対象となる有価証券の適切性の確保

PTS の取扱いの対象となる、広く一般利用者の投資対象となり得る非上場株式や証券トークン、外国株式等について、自主規制機関が関与するかたちで適切性を確認するなどの枠組みを構築することが考えられるとされています。

4. 継続検討とされた制度的課題

(1) 外務員の二重登録禁止規制

現行法では金融商品取引業者等の外務員は複数の金融商品取引業者等に所属することはできず、1 社専属制となっています。第二次報告において、ファイアーウォール規制(以下「FW 規制」)との関連で外務員の二重登録禁止規制の見直しについて更に議論を行う必要があるとされていましたが、中間整理でも引き続き検討を行っていくことが考えられるとされています⁹。

(2) 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上の取扱い

第二次報告の提言を受けて上場企業等である顧客との関係で FW 規制の緩和が図られていますが、中堅・中小企業や個人顧客に関する FW 規制上の取扱いについて、引き続き検討を行っていくことが考えられるとされています。

(3) SPAC

米国その他の諸外国で利用可能となっている SPAC(Special Purpose Acquisition Company: 特別買収目的会社)¹⁰制度について、わ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されています。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

⁸ ソーシャルレンディングにおいては、実質的な貸付先に対する審査や、審査結果等の投資判断に必要な情報の投資家への提供が確保されるよう制度の検討を行う必要があることが付言されています。

⁹ 責任の所在や誤認防止措置等の論点について検討を行う必要があるとされています。

¹⁰ SPAC とは、それ自体は特定の事業を持たずに、非上場会社を買収することのみを目的として上場される会社のことをいいます。

あるとされています¹¹。

(4) 金融商品の勧誘・助言に関する制度的枠組み

現行の制度的枠組みでは、助言の「有償」、「無償」によって適用されるルールが異なりますが、このことによる問題点を整理した上で、諸外国の制度も参考しつつ、わ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とされています。

(5) デジタルによる情報提供を原則とする枠組みへの移行

金融商品取引に関する情報提供について、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とした上で、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とされています。

(6) 資産運用会社等におけるプロダクトガバナンスの確保

上記 3(9)のとおり、資産運用会社等におけるプロダクトガバナンスの確保のための提言がなされていますが、取組み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と付言されています。

(7) 二種ファンドに関する情報提供のあり方

上記 3(10)①のとおり、投資・運用行為を行っている二種ファンドについて運用行為に係る制度等の整備が提言されていますが、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とされています。

(8) 金融商品取引業者による顧客に対する義務違反に対する民事法上の責任の明確化

投資信託及び投資法人に関する法律に定めのある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とされています。

(9) PTS の競売買方式に係る売買高上限の緩和

上場株式等に関する市場間競争を促す観点から、PTS に関する競売買方式に係る売買高上限(金商法施行令 1 条の 10)の緩和を引き続き検討することが考えられるとされています。

(10) PTS による売買審査の枠組み

上記(9)の売買高上限の緩和の検討にあたっては、不公正取引への対応の実効性を強化するため、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とされています。

¹¹ SPAC については、東京証券取引所が、SPAC の上場制度をわが国でも導入することの意義及び必要性を整理するとともに、制度構築を行う場合の課題について議論を行うため、SPAC 制度の在り方等に関する研究会を設置して検討を行っており、同研究会は 2022 年 2 月 16 日に「SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理」(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/nlsgeu000005s68v-att/nlsgeu0000066ga8.pdf>)を取りまとめ、公表しています。

(11) PTS による取引情報の公表

現行制度上、PTS から報告を受けた日証協が取引情報を公表する枠組みがとられていますが、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とされています。

(12) 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

現行制度上、証券会社がデリバティブ取引についてマッチング・プラットフォームを運営する場合に PTS に相当する規定は置かれていませんが、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とされています。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイス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アドバイスを求めていただく必要があります。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。

西村あさひ法律事務所 広報室 [E-mail](#) 