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(2022 年 12 月 21 日公表)の概要

金融ニューズレター　2022 年 12 月 22 日号

執筆者:
E-mail✉ 有吉　尚哉

1.　市場制度 WG 第二次中間整理の公表

2022 年 12 月 21 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　第二次中間整理」(以下「第二次中間整理」)を取りまとめ、公表しました [1]。第二次中間整理は、2022 年 6 月 22 日に公表された中間整理(以下「第一次中間整理」)に次ぐ報告書として、2022 年 9 月以降に市場制度 WG において審議された内容の検討結果をまとめたものです。第二次中間整理では、第一次中間整理で継続検討することとされていた課題を中心に [2]、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等が行われています。本稿では第二次中間整理について、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。

なお、第一次中間整理で継続検討することとされていた項目を含むいくつかの課題については市場制度 WG の下に設置された顧客本位タスクフォースで検討が行われており、同タスクフォースでの検討結果は、2022 年 12 月 9 日に「金融審議会　市場制度ワーキング・グループ　顧客本位タスクフォース　中間報告」として取りまとめられ、公表されています [3]。また、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.　第二次中間整理の全体像

第二次中間整理の構成は以下のとおりです。

【第二次中間整理の構成】

Ⅰ　「成長と分配の好循環」に向けた金融・資本市場における利用者の利便向上と保護 **Ⅱ　市場インフラの機能強化** 1.　私設取引システム(PTS)の機能向上 2.　ティック・サイズのあり方 3.　投資単位の大きい上場株式に係る投資単位の引下げ 4.　特別法人出資証券のデジタル化 **Ⅲ　スタートアップ企業等への円滑な資金供給** 1.　機関投資家等による非上場株式の取引活性化 2.　公正価値評価の促進	**Ⅳ　その他の環境整備** 1.　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 2.　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 3.　投資法人における利益の取扱い 4.　インターネットにおける利用者の保護 5.　銀証ファイアーウォール規制 **Ⅴ　おわりに**

[1] https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221221.html

[2] 第一次中間整理については、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_220624.html

[3] 顧客本位タスクフォースの中間報告については、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_221212.html

© Nishimura & Asahi 2022

3. 新規公開(IPO)プロセスのあり方 4. ダイレクトリスティング	

「Ⅰ『成長と分配の好循環』に向けた金融・資本市場における利用者の利便向上と保護」は総論的な記述であり、第二次中間整理においては、①市場インフラの機能強化、②スタートアップ企業等への円滑な資金供給及び③その他の環境整備に分けて、多様な制度的課題が整理されています。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等の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)制度の見直しには言及せずに市場関係者等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、また、(c)第一次中間整理と同様、「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 等で引き続き検討すべきことが述べられている項目も残っています。

以下では、第二次中間整理の内容について、(a)具体的な制度整備の提言、(b)市場関係者による取組みの提言、(c)継続検討とされている制度的課題に分けて、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) PTS の競売買方式における売買高上限の緩和

PTS(私設取引システム：金融商品取引法(以下「金商法」)2 条 8 項 10 号)については、成行注文や板寄せが可能である競売買方式(オークション方式)による場合、取扱銘柄全体で全取引所の売買高対比 1%が上限とされています。第二次中間整理では、取引の公正性や価格の透明性の確保を図る制度整備を合わせて行った上で、この競売買方式に係る売買高上限を緩和することが提言されています。

(2) 取引所の立会外取引に類似する PTS 取引への TOB5%ルールの適用の見直し

PTS 取引の中で取引所の立会外取引(ToSTNeT 等)に類似するものについて、公開買付規制のうち金商法 27 条の 2 第 1 項 1 号(TOB5%ルール)の適用対象外とすることが提言されています。

(3) 日本銀行の出資証券のデジタル化

日本銀行の出資証券等、特別の法律により設立された法人の発行する出資証券は社債、株式等の振替に関する法律(以下「振替法」)に基づく振替制度の対象となっていませんが、日本銀行の出資証券についてデジタル化に向けた環境整備に取り組むことが提言されています。

(4) 公正価値評価に関する監査上の留意事項の明確化

非上場株式の公正価値評価を促進するため、日本公認会計士協会において、公正価値評価を行う VC(ベンチャーキャピタル)ファンドの監査上の留意事項を明確化することが提言されています。

(5) 上場日程の短縮のための振替法の見直し

新規株式公開(IPO)に際して、上場に要する期間のマーケット変動リスクが公開価格に織り込まれることで、公開価格のディスカウントが大きくなっているという指摘があることを紹介した上で、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ために、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おり、このような期間の設定方法が上場日程短縮の制約の一つになっているため、上場日程の短縮が可能となるよう

© Nishimura & Asahi 2022

な環境整備を進めることが提言されています[4]。

(6) ダイレクトリスティング

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ため、東京証券取引所は、①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こと及び②ダイレクトリスティングに際して、発行者が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こと等の制度整備を行うことが提言されています。

(7) 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

現行法では金商法上の「有価証券」の対象となっていない不動産特定共同事業契約に基づく権利[6]のうちトークン化したものについて、金商法上の電子記録移転権利として規定し、同法に基づく販売・勧誘規制等を適用するよう、制度整備を行うことが提言されています。

(8) 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

現行法上、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認められる一方で、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ができないとされています[7]。第二次中間整理では、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にすることが提言されています。

(9) 投資法人における利益の取扱い

投資法人制度において、その他有価証券評価差額金や繰延ヘッジ損金といった「評価・換算差額等」は「利益」として取り扱われていますが、投資家に分かりづらいとの指摘があることを踏まえて、投資信託及び投資法人に関する法律上、「評価・換算差額等」を「利益」として取り扱わないようにすることが提言されています。

(10) インターネットの利用拡大

金商法により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ることが提言されています。

(11) 審判手続のデジタル化

民事訴訟法の改正により民事訴訟手続のデジタル化が進められたことを踏まえ、金商法上の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等の整備を行うことが提言されています。

---

4 具体的には、2022 年 11 月 18 日開催の市場制度 WG 第 22 回会合資料 2 事務局説明資料 9 頁において、現行法では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上場(の通常 2 営業日前)の「1 か月」前までに行うことが規定されているところ、手続に要する期間のうち、「証券会社における既存株主の口座通知取次請求の受付期間」の下限日数のみを振替法に定めるように改めることが示されています。

5 発行者が、証券会社による引受けを伴わずに直接取引所に新規上場する方式のことをいいます。

6 なお、不動産特定共同事業法 2 条 9 項に規定する特例事業者と締結した不動産特定共同事業契約に基づく権利については、金商法上の「有価証券」として取り扱われています(金商法 2 条 2 項 5 号ハ参照)。

7 金商法 33 条 3 項、33 条の 2 参照。

© Nishimura & Asahi 2022

4. 市場関係者による取組みの提言

(1) ティック・サイズのあり方

一般に、ティック・サイズが過度に大きいと公正な価格形成が阻害される(投資家にとって執行コストが割高)一方、過度に小さいとスムーズな約定が困難になるとの指摘があることを紹介した上で、取引所や PTS におけるティック・サイズについては、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と述べられています。

(2) 投資単位の大きい上場株式に係る投資単位の引下げ

東京証券取引所等により、上場株式の投資単位の引下げの取組みが進められていますが、2022 年 9 月末時点で投資単位が 100 万円を超える上場企業が 39 社存在しています。このような状況の下、第二次中間整理では、個人投資家が投資しやすい環境を整備するため、東京証券取引所等が、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ことを求めています。

(3) 公正価値評価を含む会計処理の取扱い

非上場株式の公正価値評価の促進の観点については、上記 3(4)のとおり監査上の留意事項の明確化が提言されていることに加えて、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を検討することが期待されると述べられています。

(4) 多様なスタートアップ企業が円滑に上場できる施策

取引所が上場審査を行うに際して、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うる企業についても、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とし、多様なスタートアップ企業が円滑に上場できる施策 [8]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と述べられています。

5. 継続検討とされている制度的課題

(1) 取引所と PTS の役割のあり方

取引所と PTS の役割のあり方やプラットフォームとして求められる体制整備についての検討を含め、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とされています。

(2) 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 等の参入要件の緩和

非上場株式のセカンダリー市場を機能させる観点から、「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とされています。

(3) 株式投資型クラウドファンディングと特定投資家私募制度の併用

株式投資型クラウドファンディングについて、特定投資家私募制度を併用することで、1 億円を超える資金調達を行うようにでき

[8] そのような施策の例として、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ことがあげられています。

© Nishimura & Asahi 2022

ることを検討することも考えられるとされています。

(4)　銀証ファイアーウォール規制

第一次中間整理でも言及されていましたが、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ーウォール規制のあり方について、引き続き検討を行うことが考えられるとされています[9]。

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かなったトピックを解説したニューズレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニューズレター購読をご希望の方は N&A ニューズレター　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。

本ニューズ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

[9] 直近でファイアーウォール規制違反や顧客情報管理の不備による金融機関の処分事例が見られたこと(2022 年 11 月 18 日開催の市場制度 WG 第 22 回会合資料 6 事務局説明資料(銀証ファイアーウォール・顧客情報管理にかかる最近の処分事例)参照)を踏まえて、情報管理体制の強化の状況を確認した後に、改めてファイアーウォール規制の見直しを検討することに先送りされたものと考えられます。

© Nishimura & Asahi 2022