

2022 年 7 月

金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」中間整理の概要

弁護士 戸塚 貴晴 / 弁護士 田中 智之 / 弁護士 村井 惠悟

2021 年 10 月に議論を再開した金融審議会・市場制度ワーキング・グループ(以下「市場制度 WG」という。)が、全 8 回の討議を経て、2022 年 6 月 22 日に、これまでの審議内容を中間的に整理した報告(以下「本中間整理」という。)を公表した。本中間整理の内容は多岐にわたっているが、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の 3 本柱で構成されている。本中間整理では結論に至らず、引き続き検討することとされた事項も多い。

本稿では、本中間整理のうち制度改正が見込まれる事項を中心に解説する。

なお、本稿中、意見にわたる部分は、筆者らの個人的見解であり、筆者らが現在所属する組織又は過去に所属した組織若しくは部署の見解を示すものではないことを申し添える。

1 本中間整理¹の概要

本中間整理は、制度整備が予定されている事項から、必ずしも制度整備を伴うものではなく関係者における取組が期待されているにとどまる事項まで、多岐にわたる内容だが、以下の 3 本柱で構成されている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³

これは、「スタートアップ、非上場企業、上場企業等への円滑な成長資金の供給を通じて持続的で力強い経済成長を実現するとともに、家計による適切な金融商品の選択やポートフォリオの構築を通じて経済成長の成果を家計に還元し、資産所得を増加させていく、すなわち、『成長と分配の好循環の実現』が必要」(本中間整理 1 頁～2 頁)との問題意識を踏まえたものであると考えられる。

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

² このほか、具体的な制度整備の提言はなされていないが、本中間整理 26 頁～27 頁では、社債市場の活性化についても言及されている。

³ 市場制度 WG で議論が再開される前の資料であるが、太田原和房前市場課長「金融・資本市場における金融庁の取組み(2020 年 7 月以降)」(日本取引所グループ金融商品取引法研究会研究記録、2021 年 4 月 23 日)において、「取引所と PTS(私設取引システム)」に関する記載があり、参考になる。

報告記録(https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000005ixty-att/20210423_1.pdf)
資料(https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000005ixty-att/20210423_2.pdf)

本中間整理のうち、「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る一方、「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る(本中間整理28頁)。本稿では、参考となる市場制度WGの事務局説明資料等に言及しつつ、本中間整理に基づき早期に制度整備が進められることが期待されている事項と、市場制度WGにおいて引き続き検討される事項に分けて解説する。

2 早期に制度整備が進められることが期待されている事項

(1) 成長・事業再生資金の円滑な供給

本中間整理の3本柱の1つ目である「成長・事業再生資金の円滑な供給」のうち、早期に制度整備が進められることが期待されている事項は、以下のとおりであると考えられる⁴。

(ア) 投資信託への非上場株式の組み入れ

米国では、上場前に大きく成長する企業の増加に伴い、ミューチュアルファンド等による上場前後を跨いだクロスオーバー投資が増加している。一方、日本では、現行法令上投資信託への非上場株式の組み入れは禁止されていないものの、市場制度WGでは以下の課題が指摘されていた⁵。

- 追加設定・解約が可能なオープン・エンド型の投資信託に非流動性資産である非上場株式を組み入れる場合、どのように流動性リスクを管理するか。
- 基準価額の算定において、市場価格のない非上場株式をどのように評価するか。

上記を踏まえ、本中間整理では、「投資信託協会において、非流動性資産であ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(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るべき」旨が提言された(本中間整理4頁)。

(イ) 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)

現行法令上、私設取引システム(PTS)において「特定投資家向け有価証券」を取り扱うことは原則として認められていないが(金商法第2条第8項第10号柱書括弧書・金商法施行令第1条の9の3)、取引所取引を前提としない非上場株式の特定投資家向けの適切な流通に向けて、日本証券業協会において特定証券情報の内容等を定める自主規制の制度整備⁶が行われていることも踏まえ、「非上場株式のセカンダリー取引の円滑化に向けて、PTSが協会と連携⁷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⁸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

⁴ このほか、本中間整理6頁では「事業成長担保権(仮称)」に言及されている。事業成長担保権については、事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会において議論されており、2021年11月30日に「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>)が公表されている。

⁵ 市場制度WG第15回(2022年2月17日)事務局説明資料14頁参照。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220217/01.pdf)

⁶ 日本証券業協会「『店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則』等の制定等について」(2022年4月1日)(https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/files/20220401_shinkyu_hijojo.pdf)

⁷ 具体的にどのような連携を行うことを想定しているかは必ずしも明らかではない。

⁸ 現行法令上も、例外的にPTSにおいて特定投資家向け有価証券を取り扱うことが認められている場合において、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針IV-4-2-1②イ dにより、内部管理態勢整備として、金商法第40条の4において制限されている取引(一般投資家を相手方とする売買等)を禁止する方法及び態勢が確立していること等が求められている。

扱いを可能とするための具体的な制度改正について検討を進めるべき」旨が提言された(本中間整理 4 頁～5 頁)。

(ウ) 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

日本証券業協会「店頭有価証券に関する規則」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るが、例外として、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る(同規則第 3 条、第 3 条の 2)。当該取引は、非上場株式の買付者が発行会社の総株主の議決権の過半数を取得するとともに、買付者又は当該買付者が指名する者が発行会社の代表者に就任することが要件とされており、これまで取引実績はなかったことから、「地域企業の事業再生・事業承継の円滑化の観点から、投資家保護に配意しつつ、勧誘可能な非上場株式の取引の範囲を拡大するよう自主規制の見直しを行うべき」旨が提言された(本中間整理 5 頁～6 頁)。

(エ) 企業特性に合わせた上場審査のあり方

金融商品取引所において、「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、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うるような、より多様な企業が円滑に上場できるようにすべき」旨が提言された(本中間整理 7 頁～8 頁)。

(オ) ダイレクトリストティング

ダイレクトリストティングは、証券会社による引受けを伴わずに新規上場する方式であるが⁹、日本における利用は1例にとどまっており、東京証券取引所のグロース市場では、上場にあたり新株発行による資金調達が求められているため(有価証券上場規程(東京証券取引所)第 217 条(3))、ダイレクトリストティングを用いて上場することができない。そこで、「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、投資家保護に配意しつつ、グロース市場を含めて、ダイレクトリスト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」旨提言された(本中間整理 8 頁)。

(カ) 合併・買収(M&A)

日本証券業協会「有価証券の引受け等に関する規則」第 20 条第 2 項第 2 号により、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、実行されなかつた場合の代替使途を公表することが求められている。日本では欧米と比べ、上場企業との M&A によるエグジットは少ない¹⁰ことから、M&A を目的とする公募増資の円滑化に向けて、「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」旨が提言された(本中間整理 8 頁)。

⁹ 米国におけるダイレクトリストティングによる上場実績や、米国で指摘されているメリット・デメリット等については、市場制度 WG 第 15 回(2022 年 2 月 17 日)事務局説明資料 26 頁参照。
[\(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220217/01.pdf\)](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220217/01.pdf)

¹⁰ VC 出資先企業のエグジット状況の日米比較については、市場制度 WG 第 15 回(2022 年 2 月 17 日)事務局説明資料(前掲注 9)27 頁参照。

(2) 経済成長の成果の家計への還元促進

本中間整理の3本柱の2つ目である「経済成長の成果の家計への還元促進」のうち、早期に制度整備が進められることが期待されている事項は、以下のとおりであると考えられる。

(ア) 投資助言業の兼業に係る環境整備

証券会社等において、コンサルティングやアドバイスを重視する動きがある中で、今後、「有償」の助言ビジネスが進展し、このようなビジネスに関して投資助言業を兼業する場面が増えることも想定されることを踏まえ、「証券会社等が、提供する助言サービスの態様に応じ、投資助言業を兼業して、適切に『有償』の助言を行えるよう、業務の実態を点検し、これに応じた環境整備を行うことが適切である」として、以下の措置を講じるべき旨が提言された(本中間整理 11 頁～14 頁)。

- 投資助言業に係る登録申請書・変更届出において「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断を行う者」の氏名の記載が求められていること(金商法第 29 条の 2 第 1 項第 4 号・金商法施行令第 15 条の 4 第 2 号・金商業等府令第 6 条第 2 項、金商法第 31 条第 1 項)に関し、「例えば、組織内部で助言業務に従事する者の状況が適切に管理されている場合には、重要な使用人と同等の適格性が確保されている者(当該事業者の外務員として登録されている者など)について、その氏名の記載を省略することを可能とすること」
- 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」及び「助言の業務を行う者」の氏名の記載が求められていること(金商法第 37 条の 3 第 1 項第 7 号・金商業等府令第 95 条第 1 項第 2 号及び第 4 号、第 37 条の 4 第 1 項・金商業等府令第 106 条第 1 項第 6 号及び第 7 号)に関し、「個々の助言に係る分析者等や助言者が事業者の記録上特定されており、かつ、顧客が必要とすればその情報が提供されることを前提に、分析等や助言を行う部署の名称等の記載で代替可能とすること」
- 帳簿書類として作成・保存することが求められている「投資顧問契約に基づく助言の内容を記載した書面」(金商業等府令第 157 条第 1 項第 16 号口)に関し、「(i)記載にあたっての留意点等を明確化することや、(ii)実務上用いられている記録方法を活用して負担を軽減できるよう、録音データ等の保存による代替を可能とすること」
- 投資助言業者は、その行う投資助言業務に関して、顧客への貸付け、貸付けの媒介・取次ぎ・代理が禁止されていること(金商法第 41 条の 5)に関し、「第一種金融商品取引業者等が現在行っている貸付け等の実態について十分に把握したうえで、必要に応じ、利益相反管理や内部管理体制の充実等を求め、これと同等の体制整備を前提に投資助言業務を行う場合についても、第一種金融商品取引業者等による貸付け等を認めること」

(イ) 資産運用会社等におけるプロダクトガバナンスの確保

金融庁が公表する「資産運用高度化プログレスレポート」¹¹において、国内の資産運用会社等における顧客の最善の利益を重視した取組及び課題について指摘されてきたところであるが、資産運用会社等の金

¹¹ 「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」
[\(https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/20200619.html\)](https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/20200619.html)
「資産運用業高度化プログレスレポート 2021」
[\(https://www.fsa.go.jp/news/r2/sonota/20210625_2/20210625_2.html\)](https://www.fsa.go.jp/news/r2/sonota/20210625_2/20210625_2.html)
「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」
[\(https://www.fsa.go.jp/news/r3/sonota/20220527/20220527.html\)](https://www.fsa.go.jp/news/r3/sonota/20220527/20220527.html)

融商品の組成者において、「諸外国の制度¹²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、『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」旨が提言された(本中間整理 17 頁～18 頁)。

(ウ) 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)の募集・運用の適切性の確保のためのルールの見直し

いわゆるソーシャルレンディングにおいて、ファンドの運用内容や運用財産の管理状況の確認、運用先に対するモニタリング等が不適切な事例が発生した¹³ことを踏まえ、以下のとおり「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、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」旨が提言された(本中間整理 18 頁～19 頁)。

- 「こうした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¹⁴を整備すること」
- 「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」¹⁵

(エ) 投資運用業者等の受託者責任の明確化

海外ファンドへの投資を通じたファンド・オブ・ファンズ形式の投資信託等において、投資先の海外ファンドにおける運用財産の運用・管理状況を適切に把握していない等の事案が発生したことを踏まえ、「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」旨が提言された(本中間整理 19 頁)。

この点に関し、投資信託協会において自主規制規則の改正が検討されており¹⁶、また信託協会においても再発防止に向けて検討が行われている¹⁷ため、両協会における検討の結果を注視する必要がある。

¹² 本中間整理 17 頁脚注 60 のほか、市場制度 WG 第 13 回(2021 年 12 月 6 日)事務局説明資料 28 頁
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20211206/01.pdf)
及び、市場制度 WG 第 16 回(2022 年 3 月 29 日)事務局説明資料 21～24 頁参照。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220329/02.pdf)

¹³ 市場制度 WG 第 13 回(2021 年 12 月 6 日)事務局説明資料 23 頁参照。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20211206/01.pdf)

¹⁴ 本中間整理 18 頁注 69 では、「善管注意義務・忠実義務等の運用行為に係る制度のほか、主要株主規制などの制度」が指摘されている。
なお、金融商品取引業者等が、買収等によりその株主構成に重要な変更等が生じた場合等に、金融商品取引業者等に対し、その事業の実態を踏まえたヒアリング等を実施し業務の適切性を把握するために、2022 年 6 月 22 日に金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針等の改正が行われている。
(<https://www.fsa.go.jp/news/r3/shouken/20220622/20220622.html>)

¹⁵ 加えて、ソーシャルレンディングについては、「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」旨が提言されている(本中間整理 19 頁)。

¹⁶ 市場制度 WG 第 18 回(2022 年 5 月 20 日)議事録・投資信託協会杉江オブザーバー発言参照。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20220520.html)

¹⁷ 市場制度 WG 第 18 回(2022 年 5 月 20 日)議事録(前掲注 16)・信託協会高野オブザーバー発言参照。

(3) 市場インフラの機能向上

本中間整理の3本柱の最後である「市場インフラの機能向上」のうち、早期に制度整備が進められることが期待されている事項は、以下のとおりである¹⁸。

(ア) PTS の認可審査の柔軟化・迅速化等

PTS の認可審査にあたっての監督上の目線等を明らかにした金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針IV-4-2-1においては、現状、上場株式等の取扱いを念頭においた記載が中心であることから、「株主コミュニティ銘柄をはじめとする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」旨が提言された(本中間整理 24 頁)。

(イ) PTS において取り扱う非上場有価証券の適切性の確認

非上場有価証券の PTS における適切な流通を確保する観点から、「取引を行う投資家層に応じ、PTS や取引参加証券会社において、有価証券の適切性の確認や公正な取引の確保等、投資家保護のために必要な措置を講じることが求められる。このため、PTS 制度の活用に向けた認可審査の柔軟化・迅速化等と並行して、そ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¹⁹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」旨が提言された(本中間整理 24 頁)。

3 引き続き検討される事項

(1) 成長・事業再生資金の円滑な供給

本中間整理の3本柱の1つ目である「成長・事業再生資金の円滑な供給」のうち、引き続き検討される事項は、以下のとおりであると考えられる。

(ア) 銀証ファイアーウオール規制

現行法令上、金融商品取引業者等の外務員は1社専属制となっているが、この点については、市場制度 WG 第二次報告²⁰において、「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。」とされていた。また、中堅・中小企業や個人顧客に関するファイアーウオール規制の取扱いについても、「引き続き検討していく課題であると考えられる。」とされていた。再開後の市場制度 WG では、銀証ファイアーウオール

¹⁸ このほか、市場制度 WG 第 14 回(2022 年 1 月 21 日)事務局説明資料 8 頁、15 頁及び 18 頁並びに市場制度 WG 第 15 回(2022 年 2 月 17 日)事務局説明資料 16 頁において、電子的な取引のマッチングすべてが PTS に該当するものではないことを明確化することに関する記載があるが、この点について、本中間整理では 24 頁注 86 に記載されているにとどまる。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220121/01.pdf)
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220217/01.pdf)

¹⁹ 具体的にどのような関与を行うことを想定しているかは必ずしも明らかではない。

²⁰ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20210618/houkoku.pdf

規制について実質的な議論は再開されていないようであるが²¹、本中間整理では、「こうした課題等については、スタートアップを含む中堅・中小企業の資金調達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。」とされた(本中間整理 6 頁～7 頁)。

(イ) SPAC

SPAC とは、未上場企業を買収することのみを目的として上場される会社であり、米国等の諸外国において利用可能な法域があるが、「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。」旨が提言された²²。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²³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。」とされた(本中間整理 9 頁)。

(2) 経済成長の成果の家計への還元促進

本中間整理の 3 本柱の 2 つ目である「経済成長の成果の家計への還元促進」のうち、引き続き検討される事項は、以下のとおりであると考えられる。

(ア) 勧誘・助言に関する制度的枠組み

前述のとおり、証券会社等が投資助言業を兼業して適切に「有償」の助言を行えるよう、一定の環境整備が行われることとされたが、他方で、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ることに関し、「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」として、「諸外国の制度²⁴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」旨が提言されており(本中間整理 14 頁～15 頁)、勧誘や無償の助言についても検討対象とされているため、今後の検討内容を注視する必要があると考えられる。

(イ) 情報提供のデジタル化

金融商品取引に関する情報提供について、新規契約・既存契約のそれぞれに関して、以下について引き続き検討していくことが考えられる旨が提言されている(本中間整理 16 頁～17 頁)²⁵。

-
- ²¹ 社債市場の活性化等が議論された市場制度 WG 第 17 回(2022 年 4 月 25 日)において、オブザーバーである全国銀行協会及び国際銀行協会から銀証ファイアーウォール規制に関して資料が提出されている。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220425.html)
また、市場制度 WG 第 18 回(2022 年 5 月 20 日)において、オブザーバーである日本証券業協会から意見書が提出されている。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220520.html)
- ²² 東京証券取引所「SPAC 制度の在り方等に関する研究会」において検討が行われており、2022 年 2 月 16 日に「SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理」が公表されている。
(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/nlsgeu000005s68v-att/nlsgeu0000066ga8.pdf>)
- ²³ SPAC 制度の概要、海外の規制動向及び論点については、市場制度 WG 第 15 回(2022 年 2 月 17 日)事務局説明資料 28 頁～34 頁参照。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220217/01.pdf)
- ²⁴ 市場制度 WG 第 16 回(2022 年 3 月 29 日)事務局説明資料 10 頁～11 頁及び 13 頁～17 頁参照。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220329/02.pdf)
- ²⁵ 現行制度を巡る課題については、市場制度 WG 第 17 回(2022 年 4 月 25 日)事務局説明資料 9 頁参照。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220425/02.pdf)

- 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 等

(ウ) 資産運用会社等におけるプロダクトガバナンスの確保

前述のとおり、「顧客本位の業務運営に関する原則」の見直しが提言されているが、「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。」とされている(本中間整理 18 頁)。「制度化を検討していくことが適当なもの」の範囲は明確化されていないが、今後の検討内容を注視する必要があると考えられる。

(エ) 二種ファンドの情報提供のあり方

前述のとおり、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二種ファンドについて、募集・運用の適切性の確保のためのルールの見直しが提言されたが、「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である。」とされており(本中間整理 18 頁～19 頁)、今後の検討内容を注視する必要があると考えられる。

(オ) 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

投資信託については、投資信託及び投資法人に関する法律において、善管注意義務・忠実義務を負う投資信託委託会社が、受益者に対して任務懈怠により損害を生じさせた際に、その損害を賠償する責任を負う旨を明確化する確認的な規定(同法第 21 条)が置かれているが、「投資信託委託会社以外の金融商品取引業者に関するも、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。」とされている(本中間整理 19 頁)。

(3) 市場インフラの機能向上²⁶

本中間整理の 3 本柱の最後である「市場インフラの機能向上」のうち、引き続き検討される事項は、以下のとおりであると考えられる。

²⁶ このほか、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)6 頁に、金融商品取引所の子会社として「PTS 運営会社」が挙げられていることに関し、「金融審議会金融分科会第一部会報告」(2007 年 12 月 18 日)(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1/01.pdf)との関係について、事務局から「2007 年の審議会報告では、例えばプロに限定した取引を行うものを念頭に、市場開設業務と PTS 業務の共通点などから、PTS 業務は取引所の関連業務に含まれますとされております。すなわち、取引所が PTS 専業の金商業者を子会社として設立することを認めていくことが適当であると結論付けられています。こうした考え方は、プロに限定した取引を行う PTS に限られるものではなく、一般に PTS 業務は取引所の関連業務に含まれると考えております。」と言及されている(市場制度 WG 第 14 回(2022 年 1 月 21 日)議事録(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20220121.html)島崎市場課長発言)。

(ア) PTS の売買高上限等のあり方

現行法令上、PTS には価格決定方式ごとに売買高等の上限が設けられている²⁷が、このうち競売買方式に係る売買高上限に関し、「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。」とされている(本中間整理 23 頁)。

また、「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²⁸を強化する必要がある。このため、例えば、PTS が、自主規制機関と連携²⁹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。」とされている(本中間整理 23 頁)。

(イ) PTS の取引情報の公表義務

現行法令上、PTS に対しては、金融商品取引所とは異なり(金商法第 130 条)、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(金商法第 67 条の 18 第 8 号及び第 67 条の 19)³⁰。この点に関し、「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。」とされている(本中間整理 23 頁)。

(ウ) 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ことに関し、認可を要する PTS に相当する規定は置かれていない³¹。この点に関し、「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。」とされているが(本中間整理 24 頁～25 頁)、今後の検討内容に注視する必要があると考えられる。

以上

²⁷ 市場制度 WG 第 14 回(2022 年 1 月 21 日)事務局説明資料 10 頁参照。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220121/01.pdf)

²⁸ 現行の金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅳ－4－2－1②イ c においても、PTS は内部管理態勢の一環として、取引の公正を害する売買等を排除する方法及び態勢を確立することが求められている。

²⁹ 具体的にどのような連携を行うことを想定しているかは必ずしも明らかではない。

³⁰ ただし、現行の金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅳ－4－2－1③イにおいても、認可条件として PTS は価格情報等の外部公表が求められている。

³¹ 現状では、PTS 運営業務の定義を定める金商法第 2 条第 8 項第 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>)

-
-
- 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、お願ひいたします。
 - 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 田中 智之 (tomoyuki.tanaka@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