

## 本日討議いただきたい事項

1990年代以降、金融システム改革、証券市場の構造改革プログラム、金融商品取引法の施行、金融・資本市場競争力強化プラン等、継続的に、金融・資本市場の機能を強化し、成長資金を供給するとともに、家計が多様な金融商品・サービスを利用し、資産を形成していくための環境整備が進められてきた。この結果、例えば、ベンチャー企業の新規上場や上場企業の時価総額は増加してきており、金融商品販売の担い手や金融商品の多様化は進んできた。

他方、金融・資本市場が持続的でより力強い経済成長を後押しし、家計が経済成長のもたらす大きな果実を、ニーズに沿った金融商品を選択することを通じて享受するための環境整備に向けた取組は道半ばと考えられる。

例えば、今後の我が国の経済成長の原動力となる国内スタートアップへの資金供給は増加しているものの、欧米と比べてその規模は小さい。スタートアップに成長資金をしっかりと供給していくためには、機関投資家、特に非上場段階での成長を可能とする長期資金を提供できるアセットオーナーやエンジェル投資家による資金提供の拡大が必要であるとの指摘がある。

また、家計の金融資産を見ると、リスク資産の保有額はやや増加しているものの、資産構成の変化は小さく、現預金が引き続きほぼ半分を占めている。こうした資産構成を理由の一つとして、家計の金融資産の伸びは欧米諸国に比べ相対的に低いものとなっている。家計がそのライフプラン等に応じ、必要とする資金フローやリスク許容度に応じてニーズに沿った金融商品を選択し、経済成長の果実を享受するためには、金融機関による勧誘・助言や金融商品組成における顧客本位の業務運営の確保、家計自体のリテラシーの向上のための環境整備が必要であるとの指摘がある。

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を通じて経済成長の成果を家計に還元し、安定的な資産形成を促進していく、すなわち、「成長と分配の好循環の実現」が必要であり、その観点から、金融・資本市場に関する諸施策を進めることが求められている。

### I. 成長・事業再生資金の円滑な供給

今後の我が国の持続的な経済成長を牽引する新たなビジネス・産業を創出するとともに、既存のビジネスの更なる成長や事業再生・承継を円滑に進めていくためには、非上場・上場を問わず、企業の成長を支えながら、必要な資金を円滑に供給できる資

本市場を整備する必要がある。このうち、上場企業については、資本市場におけるより高度なガバナンス・透明性の確保等の重要性に鑑み、コーポレートガバナンス改革やディスクロージャーの充実等を通じた企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の取組が進められているが、スタートアップ・非上場企業についても、起業をより円滑に行えるようにするとともに、企業価値を高めていけるよう、成長資金供給の円滑化や投資家による経営支援の強化を進めていく必要がある。

このため、長年我が国の課題として指摘されている機関投資家による資金供給の拡大を促すとともに、レイターステージや上場前後を跨いだ資金供給の拡大や企業の成長に資するエグジットの多様化への取組を行っていくことが考えられる。

また、少子高齢化が進展し、新型コロナウイルス感染症の社会経済への影響が長期化する中、地域企業の事業再生や事業承継も課題となっている。こうした地域企業のニーズに応えるための金融サービス・支援の高度化も求められている。

## 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

### (1) 機関投資家による資金供給の拡大

#### ① アセットオーナー等による資金供給の拡大

一般的に、年金基金のような長期資金は、スタートアップ投資のような長期にわたるリスク性の資金供給を行い、リスクに応じた高いリターンを期待できるものと考えられ、海外ではスタートアップへの成長資金の供給主体であるベンチャー・キャピタル（VC）への資金供給は、年金基金や大学基金等の長期運用のアセットオーナーが中心である。他方、国内の年金基金等のアセットオーナー等による資金供給は限定的である。これが、国内スタートアップへの資金供給の規模が欧米に比べて小さい要因となっているとの指摘がある。

近年、運用資産規模の大きい国内のアセットオーナー等において、ポートフォリオの分散や長期のリスクプレミアム獲得等の観点から、ベンチャーキャピタルへの投資など、オルタナティブ投資を拡大する動きがあるが、専門人材の不足や運用ノウハウが課題として指摘されている。こうしたアセットオーナー等による国内 VC 等への投資の拡大に向け、専門人材の育成や運用ノウハウ・ベストプラクティスの共有などが有効と考えられるが、どのような取組を行っていくべきか。

#### ② 投資信託による非上場企業への資金供給

レイターステージのスタートアップの大規模な資金需要を満たすとともに、上場前後の市場の分断を乗り越えて持続的な成長を支援する投資形態として、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。

我が国では現行法令上、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が、投資信託の健全な運用を確保する観点から必要な枠組みを整備する必要がある。具体的には、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に、適切な流動性リスク管理が求められる。また、追加設定・解約の際に用いられる基準価額の算定において、市場価格の存在しない非上場株式の評価が適切に行われる必要がある。

投資信託における適切な流動性リスク管理や基準価額の設定を確保するため、欧米の制度等を参考に、非上場株式の組み入れ比率のあり方や、基準価額算定における非上場株式の評価のあり方（評価の見直しを行うべき場合や頻度、評価方法のあり方、適切な評価が行われていることを確保する仕組み等）について、適切な枠組みを整備する必要があると考えられるが、どのように枠組み整備を進めていくことが適当か。

## （２）非上場株式のセカンダリー取引の円滑化（PTSによる「特定投資家向け有価証券」の取扱い）

非上場株式のセカンダリー取引の円滑化により、プライマリー取引も促進されるとともに、既存株主による早期上場への要請が弱まることにより上場前に時間をかけて大きく成長できるとの指摘がある。米国では非上場株式のセカンダリー取引のプラットフォームが存在し、投資家の取引ニーズに対応している。

我が国では現行制度上、有価証券のプラットフォームとして証券会社が運営する私設取引システム（PTS）があるが、「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ない。これは、プロ向け市場制度として、「特定投資家向け有価証券」に係る情報提供・勧誘・市場等の枠組みが一体的に整備された2008年当時、①取引所がその情報（特定証券情報）の内容及び公表方法を定め、②一般投資家が取引に参加することのないよう、取引所が取引参加証券会社を管理することが専ら想定されていたためと考えられる。

現在では、取引所取引を前提としない「特定投資家向け有価証券」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が行われている。こうした制度整備も踏まえ、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制度改正を行うことが考えられるが、このほかに留意すべき点はあるか。

## （３）金融サービス・支援の高度化

### ① デットファイナンスの拡充（事業全体に対する担保制度）

スタートアップ等の経営者が描く望ましい規模拡大の程度やスピードは様々であり、IPOの要否やタイミングを含め、経営者の意向に応じ、デットも含めて、成長資金を最適な方法で調達できる環境を整備することが重要である。

特に、産業構造の変化により、工場等の有形資産を持たない産業の重要性が一層拡大する中、無形資産も含む事業が生み出すキャッシュフローに着目し、担保

となる有形資産を持たないスタートアップ等が円滑にデットでも成長資金を調達できる担保制度「事業成長担保権（仮称）」の早期導入に向けた検討を進めるべきではないか。

こうした制度が、金融機関と企業双方に事業の継続や発展への動機づけをもたらす、創業・成長期のみならず、事業再生局面における活用など、資金供給・調達の可能性を拡大することも期待されるが、どう考えるか。

## ② 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

地域企業の事業再生・事業承継等のニーズに対し、地域の金融機関等が積極的に対応していくことが期待される。

日本証券業協会の自主規制では原則として、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。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い。

地域企業の事業再生・事業承継の円滑化に資するよう、非上場株式の取引に関する自主規制の見直しの検討を行うことについて、どう考えるか。

## ③ 銀証ファイアーウォール規制

第二次報告においては、銀証ファイアー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とされ、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、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、引き続き制度のあり方について検討を行っていくことが考えられるが、どうか。

## 2. 企業の成長に資するエグジットの多様化

### (1) 新規公開（IPO）プロセスのあり方

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、上場日程の短縮等の改善策が、順次実施される予定である。こ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。

一方、上場に当たって取引所及び主幹事証券会社が行う審査については、新たなビジネスモデルにも対応した審査の考え方やポイントを例示するなどの取組等が行われてきたが、IPO を目指す企業のビジネスモデルには、これまでの取組を超えた更なる多様化が見られる。

これまでの目線では評価が困難なビジネスモデルや技術を活用する企業について、よりイノベーション促進的な観点から上場審査を行うことが求められているが、取引所において、どのような対応を行っていくことが考えられるか。

## (2) エグジットの多様化

### ① ダイレクトリスティング

ダイレクトリス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り、米国では知名度の高い大型スタートアップ等により利用されている。一方、我が国では、ダイレクトリスティングは1例にとどまっている。また、東証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行われているため、ダイレクトリスティングを用いて上場することができない。

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、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と考えられるが、このほかに配慮すべき点はあるか。

### ② 合併・買収 (M&A)

我が国では欧米と比べ、上場企業との M&A によるエグジットは少なく、IPO に偏重している。

上場企業が M&A を目的として公募増資を行う場合、M&A は設備投資等と比べ実行の不確実性が高いことから、調達した資金が適切に活用され、公表内容を信頼した投資家が不測の損害を被ることのないよう、原則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日本証券業協会の自主規制において求められている。

他方、近時、この自主規制が、機動的な M&A を実行するための公募増資を制限することになってしまっているとの指摘があり、日本証券業協会において、M&A を目的とする公募増資の円滑化に向けた見直しの検討が行われている。見直しでは、投資家へ適切な情報が提供されるとともに、公表内容への投資家の信頼が裏切られることのないよう配慮しつつ、上場企業の実務やニーズを踏まえ、原則1年以内とされている資金の充当期限を見直すことなどが考えられるが、どのような点に留意すべきと考えるか。

### ③ SPAC（特別買収目的会社）

SPAC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、米国では2020年にSPACを通じた上場が急増した。米国以外でもSPACが利用可能な法域はあるが、米国における不正事例や訴訟の増加等を踏まえ、当局は、SPACに対する規制・監視を強化している。こうした中、近年公表された枠組みでは、SPACへの投資について一般の個人投資家の参加が制限・禁止される傾向にある。また、個人投資家の参加が認められている法域においても実態上、機関投資家中心に取引が行われており、プロ投資家を中心に取引を行うことがグローバル・スタンダードとなりつつある。

また、SPAC制度の設計については、SPAC運営者の資質・開示・報酬等のあり方や買収対象会社（未上場企業）に関する情報開示（買収価格の妥当性などの確保）、合併後の企業の上場適格性の確保といった投資家保護上の論点が指摘されている。

SPAC制度について、こうした海外での不正事例や訴訟の動向、規制・監視の動きなどについて継続して情報収集を行うとともに、目利きとしての役割を果たすべき機関投資家が少なく、米国とは民事・刑事制度等が異なり、救済が受けられる場面が異なるといった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必要があるのではないか。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と考えられるが、どう考えるか。

## II. 経済成長の成果の家計への還元促進

これまでの家計による資産形成を促進するための継続的な環境整備や関係者の努力にも関わらず、結果として、我が国の家計全体の資産構成の変化は小幅にとどまっております。結果として、米国の家計全体等と比較すると、この間の世界経済の成長の果実を享受できてこなかったのではないかと指摘されている。その要因の一つとして、母国の株式市場のパフォーマンスなどと並んで、例えば、いわゆる回転売買や、運用内容やコストが顧客ニーズに適合していないと指摘される投資信託等の販売、さらには運用実態やその内容の把握に問題があるような投資商品について指摘されているように、顧客と金融商品の販売者の目線が揃っていないことから、家計のニーズに合った金融商品の販売や、手数料やリスクに関する十分な情報提供が行われておらず、その結果、家計が投資による成功体験を得られなかったことがあげられるのではないかとといった意見もある。

経済成長の成果を家計に還元し、その安定的な資産形成につなげていくためには、Iに掲げた金融面での取組を含め、政府全体としての経済成長に向けた取組を通じて、経済成長の果実をより大きなものとしていくとともに、金融商品の組成・販売・管理

等の各段階における金融事業者が顧客の最善の利益のために行動するための顧客本位の業務運営の確保と、家計の金融リテラシーの向上に向けた取組を総合的に進めていくことが不可欠である。

具体的には、顧客がそれぞれのライフプランやリスク許容度に応じ、適切に資産形成を行うためには、投資判断に資する重要な情報が分かりやすく提供されることをはじめ、販売にあたる金融事業者から、顧客ニーズに沿った適切な勧誘、助言を受けることが重要である。商品の組成に携わる金融事業者においては、既に提供されている商品の検証・見直しを含め、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等を行うなど、プロダクトガバナンスの確保に注力すべきである。

また、家計の金融リテラシーの向上については、金融経済教育が広く国民に行き届くよう、関係団体が連携して、学校や職域における金融経済教育の取組の支援を進めていくことが重要である。

## 1. 顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上

「顧客本位の業務運営に関する原則」が策定され、金融事業者において顧客本位の商品・サービスを提供する取組が広がりつつあり、顧客の資産形成に向けたコンサルティングやアドバイスを重視する動きも出てきている。他方、デリバティブ商品を組み合わせた複雑でコストの高い仕組債の販売等について、顧客の資産形成ニーズに適さない商品の組成や販売が行われているのではないかと懸念が未だに指摘されている。

家計の資産構成が変わってこなかった要因や、金融商品の販売者・組成者による「顧客本位の業務運営の確保」に向けた取組の現状についてどのように考えるか。家計によるライフプランに応じた適切な資産構成の実現を後押しし、貯蓄から資産形成への動きを確実なものとしていくため、どのように取り組んでいくべきか。

### (1) 販売・助言サービスの態様に応じた制度の柔構造化

顧客の資産形成に向けたコンサルティングやアドバイスを重視する動きの一つとして、証券会社等が、株式・投資信託の売買等に関し、取引の都度徴収する従来型の手数料方式に代えて、顧客の預かり資産残高に連動した包括的な手数料（残高連動手数料）方式を導入する動きがある。

第一種金融商品取引業者である証券会社等が、顧客に対するコンサルティングやアドバイスとして、金融商品の価値等に関する助言を有償で提供しようとする場合（残高連動手数料を助言の報酬として收受し、助言を有償のものとして提供する場合を含む）、投資助言業の兼業が必要となるが、投資助言業の担い手の変化等に伴

い<sup>1</sup>、投資助言業務に係る現行制度の一部がビジネスの実態に合っておらず、兼業にあたって不都合が生じる<sup>2</sup>との指摘がある。

多様な主体が投資助言業者として適切に助言サービスを提供できるよう、業務の実態を点検しつつ、これに応じた環境整備を行うことが適切と考えられるが、例えば、以下のような制度の見直しを行うことについて、どう考えるか。

ア 重要な使用人の適格性審査のため、登録申請書において「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断を行う者」の氏名を記載し、変更があった場合には都度届出を行うことが求められているが、規模が大きい第一種金融商品取引業者の場合等では、重要な使用人として多数の職員の登録及び変更の届出を行うことを、外務員登録や助言業務に従事する者の組織内部での管理等と併せて求めることが、事務上負担となるとの意見が金融事業者から寄せられている。このため、例えば、組織内部で助言業務への従事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を確保されている者（当該事業者の外務員として登録されている者など）については、その氏名の記載を省略することを可能とすることについてどう考えるか。

イ 顧客に対する情報提供の観点から、投資顧問契約やその代理・媒介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」の氏名を記載することが求められているが、特定の顧客に組織的な助言サービスを行う場合を含め、書面を交付する時点で個別の者の名称を都度これらの書面に記載することが困難な場合があるとの意見が金融事業者から寄せられている。このような場合においては、事業者の記録において個々の助言に係る分析者や助言者が特定されており、顧客が必要とする際にはその分析者・助言者の氏名を提供できることを前提に、書面上は分析等や助言を行う部署の名称及び当該部署を統括する者の氏名の記載で代替することを可能とすることについてどう考えるか。

ウ 投資助言業務を行う場合に作成・保存すべき帳簿書類のうち、「投資顧問契約に基づく助言の内容を記載した書面」につき、実務上用いられている様々な記録方法を活用し、作成・保存の負担を軽減できるよう、録音データその他の方法による作成・保存を可能とすることについてどう考えるか。

なお、上記ア～ウのほか、以下のような点も課題であるとの意見がある。これら

<sup>1</sup> 現行の投資助言業に係る制度は、投資助言業務のみを行う事業者は比較的小規模の事業者が多いと想定される中で運用されてきた。一方、現状、大手金融機関や事業会社も多数参入しており、さらに、規模の大きい第一種金融商品取引業者が投資助言業を兼業し、残高連動手数料を収受して助言サービスを提供しようとする動きもある。

<sup>2</sup> なお、現行制度においても、投資助言業務に関する有価証券の売買等の禁止が、第一種金融商品取引業として行う場合には適用されない等、第一種金融商品取引業者による投資助言業の兼業を可能にするための措置が講じられている。



を含め、多様な主体が投資助言業務として適切に助言サービスを提供できるような環境整備のあり方について、どう考えるか。

- (i) 「投資顧問契約に基づく助言の内容を記載した書面」に関して、記載すべき事項やその内容等が明確でない。
- (ii) 投資助言業者においては、悪質な事業者等による無断売買や資金流用の防止、貸付け等による被害額拡大の防止といった投資者保護の観点から、その行う投資助言業務に関する顧客への貸付け、貸付けの媒介・取次ぎ・代理が禁止されている。他方、かかる規定により、第一種金融商品取引業者が届出業務として行っている貸付け等も、投資助言業を兼業した場合は禁止されることとなる。

金融商品取引法上、例えば第一種金融商品取引業者が助言を有償で提供する場合には投資助言業務に関する特則<sup>3</sup>が適用されるが、無償で提供される場合には第一種金融商品取引業の付随業務とされ、特則は適用されない。ただし、無償で提供される助言が、例えば販売・勧誘に該当し、第一種金融商品取引業者の行う業務にあたる場合には、誠実公正義務や適合性原則を遵守した業務運営等のルールが適用されることとなる。このような販売・勧誘ルールについては、顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）の確保の観点から、プリンシプル・ベースでの取組が進められてきているところである。しかしながら、例えば、証券会社等が残高連動手数を収受して助言を行う場合、同様の助言行為であっても、当該残高連動手数が助言の報酬と解されるか否かによって、兼業の要否や金商法上の義務が異なってしまうこととなっている。

このような制度は、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律の導入時に、その内容と当時の証券会社のビジネスモデルや取引慣行に配慮しつつ設計されたものと考えられる。その後、証券会社等のビジネスモデルや取引慣行、業界の構造は大きく変化してきている。こうした中で、既存の制度が証券会社等によるコンサルティングやアドバイスに係る柔軟なビジネスや手数料の設計を妨げている可能性が指摘されているほか、投資者保護の観点からも、同様の助言行為について金商法上事業者に求められるルールが異なりうることは好ましくないとの指摘がある。

諸外国では、同様の販売・助言サービスに適用されるルールに大きな違いが生じないよう、その内容や態様に応じた制度設計（柔構造化）がなされている<sup>4</sup>ことを踏まえ、諸外国の制度を参考にしつつ、ビジネスの実態を踏まえながら、販売・勧誘

<sup>3</sup> 投資助言業務を行う場合は、顧客に対する忠実義務・善管注意義務がかかるほか、投資助言業務に関する個別規定を遵守する必要がある。

<sup>4</sup> 米国では、有償の助言を行う場合、投資助言業者としてフィデューシャリー・デューティーを負う。また、リテール顧客に対する投資商品の推奨（無償の助言を含むと解される）を行う場合は、投資助言業者とブローカー・ディーラーの間で同等の義務を設けることを目的に制定されたベストインタレスト規則における個別規定を遵守する必要がある。ドイツをはじめEUでは、有償・無償にかかわらず、投資助言を行う場合（金融商品の販売・勧誘は、通常投資助言を伴うと考えられている）、投資会社は投資助言に係る適合性原則のほか、開示・利益相反管理等の個別規定を遵守する必要がある。

に伴う助言・推奨に関する制度的枠組みについて、その柔構造化の可能性も含めて検討していくことについてどう考えるか。

## (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

### ① 深度ある、より分かりやすい情報提供

家計による資産形成を実現していくためには、金融商品取引において、顧客にとって、①必要な情報が、②分かりやすく、提供される必要がある。

2021年に改訂された「顧客本位の業務運営に関する原則」においては、分かりやすく簡潔に重要な情報を提供し、多様な商品の比較を行いやすくするという趣旨の下、「重要情報シート」が導入された。その際、重要情報シート等を用いて契約締結前交付書面の主な内容を顧客に説明した場合には、デジタル化の進展を考慮し、必要な措置<sup>5</sup>を講じつつ、法定書類を紙で交付することを要しないこととされた。現在、販売にあたる金融事業者において重要情報シートの導入が進みつつあるが、定型的な記載が多く比較しにくい、文字ばかりで分かりにくい等の指摘もあり、重要な情報を簡潔に分かりやすく提供するという趣旨に照らし、更なる改善が期待される。社会経済全体のデジタル化が更に進展する中であって、こうした趣旨を引き続き徹底し、デジタルツールを効果的に活用して充実した情報が分かりやすく提供されるようにしていくことが、「顧客本位の業務運営」の実現、ひいては経済成長の成果の家計への還元の観点から重要である。

デジタルツールやウェブ・アプリを活用し、書面や、書面を単に電子化したPDFよりも、より深度ある、分かりやすい情報提供を実現し、家計の資産形成を実現していくことが求められているが、どのような情報提供を促していくべきか。

### ② 情報提供のデジタル化

情報提供のデジタル化については、幅広い顧客に対するより分かりやすく深度ある情報提供を実現するとともに、紙資源の節減や金融事業者のコスト削減にもつながるよう、取り組んでいくことが求められる。

その際、新規契約・既存契約のそれぞれについて、顧客の同意の要否や意思の確認方法や書面が選択可能であることの周知方法とそのコスト負担のあり方、その他の顧客保護措置の必要性、個々の事業者に加えて業界全体としての情報提供のデジタル化に関する顧客周知への取組のあり方等について検討していくことについて、どう考えるか。

## (3) プロダクトガバナンスと資産運用業の高度化

### ① 資産運用会社等におけるプロダクトガバナンスの確保

家計の安定的な資産形成の実現のため、資産運用会社等の金融商品の組成者において、顧客の最善の利益に適った商品組成を確保するための枠組みであるプロ

<sup>5</sup> 法定書類をインターネット上で掲載し、そのURL・QRコードを明示することや、顧客の求めがある場合には紙での交付を行うことが必要とされた。

ダクトガバナンスを実践していくことが重要である。

こうした中、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、

- ・顧客の付加価値に見合った手数料の設定がなされておらず、顧客が必要以上の費用を負担している
- ・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
- ・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
- ・コストを含めたパフォーマンスの評価が徹底されていない

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、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、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ことが必要であると考えられるが、具体的にどのように実践を促していくべきか。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、継続的に制度化についても検討を進めていくことについてどう考えるか。

## ② 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

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）に関し、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。

主として有価証券に投資する有価証券投資型ファンドに対しては、投資運用業に関するルールが整備されているが、実態として同様の投資・運用行為を行っているソーシャルレンディングを含むいわゆる事業型ファンドにはこうしたルールは適用されていない。また、顧客への勧誘及び顧客からの申込みがインターネットで完結する募集の取扱業務にのみ、業務管理体制に関するルールが適用されているが、ソーシャルレンディングや自己募集業務には適用されていない。

投資家被害を抑止するため、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<sup>6</sup>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ことについて、どう考えるか。

ア こうしたファンドについて、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

<sup>6</sup> 投資運用業には、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適用されている。

を整備する。

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。

### ③ 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。

こうした事案の再発を防ぐため、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（残高証明書や約定記録等）を入手・確認するよう、制度面を含め必要な見直しを検討していくことについて、どう考えるか。

### (4) その他

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が置かれている。当該規定の役割についてどう考えるか。

## 2. 家計の資産形成に向けた金融リテラシーの向上

個々人がそれぞれのライフプランにあった金融商品・サービスをより適切に選択し、安定的な資産形成を行っていくうえで、金融リテラシーを向上させていくことが重要である。2000年以降、金融審議会等において、継続的に金融経済教育の重要性について指摘がなされてきており、現在は、金融経済教育研究会が2013年にとりまとめた報告書を踏まえて設置された金融経済教育推進会議が2014年に策定した金融リテラシー・マップに基づき、政府、金融関係団体、金融広報中央委員会において、セミナーや教材作成等の取組が進められている。

しかしながら、依然として金融に関する教育を受けた経験のある者は一部にとどまっており<sup>7</sup>、国際的にみても我が国の金融リテラシーの水準は高い水準とは言えず<sup>8</sup>、金融経済教育が広く国民に行き届いているとはいえない。また、金融経済教育におい

<sup>7</sup> 「個人投資家の証券投資に関する意識調査」（日本証券業協会、令和3年10月20日公表）によれば、金融に関する教育を受けた経験について、「受けたことがある」との回答が9.5%、「受けたと思うが、あまり覚えていない」との回答が5.4%、「受けていない」との回答が85.1%となっている。

<sup>8</sup> 「金融リテラシー調査2019」（金融広報中央委員会、令和元年7月3日公表）によれば、金融知識に関する設問（金利、複利、インフレの定義、リスクリターン、分散投資）に関する正答率は、日本は60%、英国は63%、ドイツは67%、フランスは72%となっている。

ても、限られたリソースを、お金の役割や家計管理・金融トラブルの防止についての啓発といった基礎的な内容に優先的に配分していくことから、投資や資産形成といった内容については十分に対応しきれていない状況にある。最近では、中学や高校の新学習指導要領が実施されるなど、取組は着実に進展しているが、家計の安定的な資産形成を後押しするために、金融経済教育を一層推進していく必要がある。

#### (1) 学校における取組の支援

本年4月から、成年年齢の引下げが実施されるなど、特に若年層の金融経済教育の重要性が高まっている。このため、金融庁や関係団体において、引き続き、学校現場における資産形成を含めた金融経済教育の定着・質の向上に向けて支援を行っていく必要があると考えられるが、どう考えるか。

#### (2) 職域における取組の支援

資産形成を本格的に行う者が多い社会人層に対して金融経済教育の機会を提供することは、家計の安定的な資産形成を後押しするうえで重要である。こうした社会人層に対して、金融経済教育を受けたことのない者や資産形成について関心が低い者も含めて機会を提供していく観点から、職域において社員向けの教育を継続的に行うための支援を進めていく必要があると考えられるが、どう考えるか。

#### (3) 関係機関・団体の連携

金融経済教育は幅広い年齢層を対象としたものであるため、効率的・効果的に進めていくことが重要である。金融リテラシーの向上に向けて、関係団体が一体となって取り組んでいくため、関係団体の連携を進めていく必要があると考えられるが、制度上の手当を行うことも含め、どう考えるか。

こうした取組を行うにあたり、家計による資産形成を促進していく観点からは、

① 詐欺的な投資商品や購入時に注意を要する投資商品への注意喚起

② つみたてNISA等、資産形成に向けた優遇措置等についての紹介

③ 安定的な資産形成の重要性や、投資のリスク、リターンといった基本的事項の理解促進

に重点を置いていくことが有効と考えられるが、どう考えるか。

### Ⅲ. 市場インフラ機能の向上

1998年の金融システム改革においては、国内各市場間において、利用者の多様なニーズに応え、魅力あるサービスをいかに効率的に提供し得るか、という競争が行われることを企図して、上場株式の取引所集中義務が廃止された。その後も、市場間競争の重要性については繰り返し議論が行われ、制度が整備され、市場全体としての機能向上が図られてきた。本年5月にも、金融審議会「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」での議論を受けて、個人投資家の注文に係る最良執行方針等について、

価格重視の方向に見直す関係政令等の整備が行われたところである。

また、この間、決済リスクを低減するため、紙媒体（券面）であった有価証券をデジタル化し、口座振替とするとともに決済を短期化するための証券決済制度の整備も進められてきた。さらに、近年では、我が国においても「証券トークン」の発行がはじまっている。

利用者ニーズに応えるとともに、我が国市場の国際金融センターとしての機能を向上させていくため、取引所・PTS・証券会社（店頭）が、取扱商品の特性に応じて安定的・効率的で公正な取引手段を提供し、価格発見機能を適切に発揮するよう、必要な取組を行うことが重要である。

## 1. 上場株式等

現行制度上、有価証券の取引市場として、大きく、取引所が開設する「取引所金融商品市場」と、証券会社が運営するPTSの枠組みがある。市場インフラ機能を向上させていく上で、上場株式等に関する取引所とPTS、PTS同士による適切な市場間競争は、引き続き重要であると考えられる。

諸外国では、取引プラットフォームそれぞれが一般投資家・バイサイド投資家のニーズを踏まえて多様な売買方式を試行・導入し、一定のシェアを獲得している例があり、我が国においても投資家ニーズ主導の下、多様性のある取組が行われていくことが期待される。

（注）例えば、HFTなどの高速取引については、市場に流動性を供給するものであると指摘する声がある一方、バイサイド投資家の中には、HFTによる注文の狙い撃ち（Pick off）を警戒する声もある。諸外国では、こうした投資家の意向にも配慮し、HFTなどの高速取引の優位性を低減する枠組みを導入している市場がある。

### （1）PTSの売買高上限等のあり方

上場株式等については、（上場株式等にとっての主市場ではない）PTSが取り扱う場合に関して、制度上、売買高に上限が設けられている。近年、PTSのシェアは1割弱に達しつつある一方、PTSを運営する事業者数は少数に止まるほか、競売買方式（オークション方式）の活用が進んでいない。

これについて、上場株式等に関する市場間競争を促す観点から、**競売買方式に係る売買高上限の緩和を検討することについてどう考えるか。**

競売買方式の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、**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こととする具体的な枠組みを検討していく必要があると考えられるが、どう考えるか。**

### （2）その他

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<sup>9</sup>。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、**法令上 PTS に対し、取引情報の公表を義務付けることについて、どう考えるか。**

## 2. 非上場有価証券等

現行法令上、PTS は「特定投資家向け有価証券」を除く有価証券を取扱可能とされており、非上場有価証券も幅広く取扱い対象に含まれる。他方、実態として PTS が取り扱っている有価証券は、上場株式等以外は一部の債券に止まっており、より多様な有価証券の流通に PTS を活用していくべきであるとの指摘がある。

### (1) 認可審査の明確化・柔軟化・迅速化等

PTS の枠組みは認可制だが、認可審査にあたっての監督上の目線等を明らかにした監督指針においては、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。

本来、非上場有価証券の流動性等は上場有価証券と大きく異なり、また、公正な市場運営や投資家保護の観点から PTS 運営主体に求められる対応も異なると考えられる。

また、デジタル技術を用いて、新しい形態の取引マッチング・サービスを提供しようとする動きも見られる。

今後、こうした点も踏まえて、**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た認可基準の柔軟化、認可手続の迅速化に取り組んでいくことについてどう考えるか。**

### (2) 非上場有価証券等の取扱いに関する留意点

非上場有価証券が PTS で流通する場合、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 が取り扱い、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。具体的な措置の内容や枠組みのあり方についてどのように考えるか。**

また、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

<sup>9</sup> なお、監督指針では別途、PTS に対し、(自ら) 取引情報を公表することを求めている。

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。これに関し、PTS でデリバティブ取引を取り扱えるようにするニーズもありうるとの指摘もあるが、どう考えるか。

#### IV. 社債市場の活性化

社債市場が有効にその機能を更に発揮するためには、以下のような点から総合的 (holistic) に進められることが重要である。

- ・ 「社債発行」から「信用モニタリング」、さらには「償還、あるいは破綻時の対応」に至る一連のプロセス全体における適切な社債権者保護
- ・ 社債の現物市場のみならず、社債レポ市場やデリバティブ市場 (CDS) 全体としての機能発揮
- ・ 社債市場のみならず、銀行融資やシンジケート・ローンを含む、クレジット市場全体としての機能発揮
- ・ 国債をはじめとする金利市場、さらには海外クレジット市場、為替市場などとの円滑な裁定機能の発揮

この点、我が国社債市場の発行額は増加しており、近年は SDGs 債と呼ばれる債券の発行等も大きく増加が見られる。また、特に 2009 年以降は、市場関係者において、我が国社債市場の活性化に向けて様々な検討・取組が進められてきている。

こうしたなか、低格付債市場の拡大も含め更なる社債市場の活性化を図るためには、引き続き、他の債務との優先劣後関係を踏まえつつ、社債評価にあたって必要な情報の提供、十分な社債権者保護、発行流通市場インフラの整備を図っていくことが重要と考えられる。

このような観点から、今後も、他債務のコベナンツ等に関する情報開示や必要なコベナンツの付与、社債管理者や社債管理補助者による社債権者保護や利益相反管理の高度化、発行・流通市場におけるより透明性の高い仕組みの定着やレポ市場の育成等に向けて、関係者による適切な対応が期待されるが、これらの課題や関係者による取組のあり方についてどう考えるか。

(以 上)