

## 事務局説明資料(資本市場の環境整備)

---

2022年11月18日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

# 目次

---

|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| I. 市場インフラの機能向上                      | P 2 |
| II. 成長資金の円滑な供給                      | P 7 |
| III. 第2・3回顧客本位TFにおける主なご意見           | P15 |
| IV. その他経済社会のデジタル化への対応等に伴い制度整備が必要な論点 | P18 |

## I. 市場インフラの機能向上

### II. 成長資金の円滑な供給

### III. 第2・3回顧客本位TFにおける主なご意見

### IV. その他経済社会のデジタル化への対応等に伴い制度整備が必要な論点

## PTSの機能向上

(総論)

- PTSによる創意工夫を可能とし、事業としての魅力を見出すことのできる制度整備を行うべき。
- 公正な競争条件を検討するにあたっては、東証が果たしてきた機能へのフリーライドとならないよう、取引所とPTSとの競争に適する部分と、自主規制のように競争に馴染まない部分に分けて考えることが必要。

(各論)

- PTSの競売買方式に係る売買高上限を緩和し、市場間競争を促すべき。
- 取引の公正性や価格の透明性を確保するためのルールについては、取引所に近い形で適用すべき。

## ティック・サイズ

- 過度にティック・サイズが小さくなり、約定が難しくなるというような弊害が観察される場合には、規制を導入することも考えられる。

## TOB5%ルール

- 立会外取引がTOB5%ルールの対象外となっている趣旨を踏まえつつ、イコールフットイングを進めるべき。

## 上場企業株式の投資単位

- 様々な所得層や年齢層の投資家が投資しやすくなるよう、投資単位が高い上場企業の投資単位の引下げを促進するよう働きかけたり、また場合によっては新たな工夫を考えたりするべき。
- 株主総会手続の電子化など株主管理の合理化が進んでいるものの、株式分割等による株主数の増加は、発行会社の株主管理コストの増加につながる。
- 単元未満で株式投資ができる枠組みもあるが、議決権や株主優待などが制限されている場合がある。
- わかりやすさや、投資単位を100株に揃えてきた経緯等も踏まえて具体的な対応を検討すべき。

## 上場企業株式の投資単位引下げの要請

- 2022年10月27日、東証などの取引所は、投資単位が50万円以上である上場企業に対し、「投資単位の引下げに係るご検討のお願い」を通知し、投資単位が高い水準にある上場企業に対し、投資単位の引下げに向けて、株式分割の実施を検討するよう要請。

- ご高承のとおり、当取引所では、個人投資者が投資しやすい環境を整備すべく、上場会社の皆様に対して、投資単位として「5万円以上50万円未満」の水準が望まれる旨をお示しし、その水準への移行及び維持をお願いしてまいりました。多くの上場会社の皆様に投資単位の引下げにご尽力いただいた結果、現在では、当取引所の上場会社のうち約95%の企業が、50万円未満の水準を維持しています。
- 一方で、依然として投資単位が高い水準に留まっている上場会社も一定数見受けられ、本年10月14日の金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第21回会合においても、個人投資者の投資しやすい環境を整備するために、投資単位が高い水準のままにある上場会社に関して、投資単位の引下げが図られる必要があるとの指摘がなされております。
- 本年6月に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」において、個人金融資産を全世代的に貯蓄から投資にシフトさせるべく、総合的な「資産所得倍増プラン」を策定することが掲げられる中、当取引所といたしましても、個人投資者が投資しやすい環境の整備の一環として、投資単位の引下げは、一層重要な課題と認識しております。
- 投資単位が高い水準にある上場会社の皆様におかれましては、投資単位の引下げに向けて、株式分割の実施をご検討くださいますようお願い申し上げます。

## ご議論いただきたい事項(市場インフラの機能向上①)

### ○ 市場インフラの機能向上

#### (1) PTSの機能向上

私設取引システム(PTS)が上場株式等を取り扱う場合、制度上、売買高に上限が設定されている。足下で、PTS3社のシェア合計は1割超まで伸びてきている一方、競売買方式(オークション方式)は活用されていない。上場株式等に関する取引手法の工夫を可能とし、取引所との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を引き上げる場合、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ほか、PTSの性質が取引所に近づくため、取引のプラットフォームとして求められる取引の公正性や価格の透明性を確保する観点から、PTSの運営会社に対して、自主規制機関とも必要な連携を行いつつ、売買の公正を確保するための措置や気配情報・約定情報の通知・公表を法令で求めることについてどう考えるか。

また、PTS取引に係るTOB5%ルールについては、2012年の制度改革の際、取引所取引のうち「立会」取引との類似性に着目して規定が整備された。他方、取引所の「立会外」取引(例: ToSTNeT)はTOB5%ルールの適用対象外であるのに対して、PTSにおける類似する取引については、現在もTOB5%ルールの適用対象となっている。取引所の立会外取引がTOB5%ルールの対象外となっている趣旨を踏まえつつ、PTSについて取引所と同様の取扱いとなるよう制度整備を進めることについてどう考えるか。

## ご議論いただきたい事項(市場インフラの機能向上②)

### (2) ティック・サイズ

ティック・サイズ(呼値の刻み幅)については、これまでPTSが先行して縮小し、取引所が追随することにより、市場参加者の利便性向上が図られてきたとの指摘がある。他方、ティック・サイズについては、一般に、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。来年1月には、最良執行方針等の見直し(個人投資家につき、原則として、より価格を重視)に係る改正政府令等が施行されるほか、東証は、中流動性銘柄について、呼値の単位の見直しに取り組む旨、公表している。

東証における中流動性銘柄の呼値の単位の見直しも含め、各取引所やPTSにおけるティック・サイズの設定にあたっては、どのような点に留意すべきか。

### (3) 投資単位の大きい上場企業株式に係る投資単位の引下げ

東証などが、2001年10月に、上場企業は投資単位が50万円未満となるよう努めるとする努力義務を上場規程に規定した後、各上場企業が株式分割の実施等による投資単位を引き下げる取組みを進め、2022年3月時点で投資単位を50万円未満の上場企業が全体の約95%となっている。他方で、投資単位が100万円を超える上場企業が40社超存在するなど、投資単位が高い水準のままの企業も依然存在している。

なお、一部の証券会社では、単元(100株単位)未満での取引を可能とする仕組みを導入しているが、リアルタイムでの取引ができない、手数料が高いといった欠点があるとの指摘がある。

こうした中、個人投資家が投資しやすい環境を整備するため、投資単位の大きい上場企業株式について、投資単位引下げに向けて更に取組みを促していくことについてどう考えるか。

I. 市場インフラの機能向上

II. 成長資金の円滑な供給

III. 第2・3回顧客本位TFにおける主なご意見

IV. その他経済社会のデジタル化への対応等に伴い制度整備が必要な論点



### 特定投資家に係る制度整備

- 特定投資家向け銘柄制度においては、各取扱協会員が、発行者の財務状況や投資に当たってのリスク等に係る審査を通じて、ゲートキーパーとしての役割を適切に果たし、発行者が、特定証券情報と発行者情報を適切に開示することによって、制度が順調に発展していくことを願う。
- 特定投資家私募制度が今後よく使われていくためには、証券会社や日本証券業協会による広報などの取組みが重要。

### 非上場株式等のセカンダリー取引

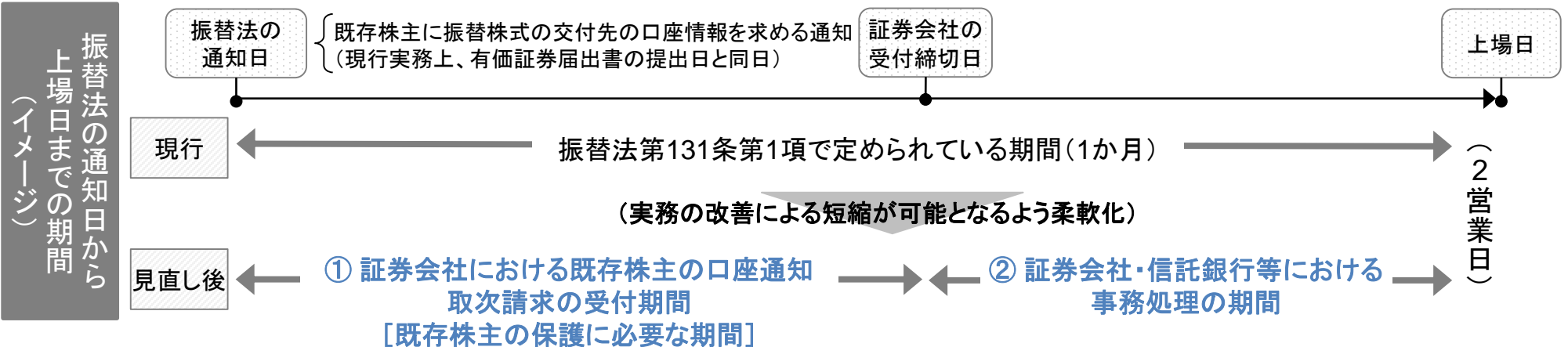
- セカンダリー市場の整備を進める際、証券会社にビジネス機会を探ってもらうとともに、既存株主や投資家のニーズも勘案された形でプラットフォームが構築されることを期待。

### 非上場株式等の公正価値評価

- 公正価値評価は、成長資金の供給のために非常に重要。公正価値評価は、企業の現状及び将来性について合理的な分析を行うための手段を提供するものであり、これを適切に使うことは企業成長に役立ち、経済全体の成長にも貢献することが期待されることから、積極的に取り組むべき。
- 公正価値評価を普及させるためには、事例の蓄積や経験が非常に重要。監査の実務の課題を解決するために、監査の指針を整備し、公正価値評価を徹底する仕組みを構築すべき。
- 公正価値評価を共通言語としていくことが大事であり、適切な形で会計基準を整備することによって公正価値評価の活用を促していくことが必要。

## 上場日程短縮に向けた既存株主保護のための期間規定の見直し

- 上場承認日から上場日までの期間について、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から、その短縮が望まれている。
- 新規上場企業は、取引所の上場承認などの手続とともに、株式を証券保管振替機構の取扱対象とする必要があり、振替法<sup>(注1)</sup>上、そのための手続として、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。
- この期間について、上場日程短縮の制約の1つになっているとの指摘があることから、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」(下図①)の下限日数のみ<sup>(注2)</sup>を振替法令に定め、事業者等の取組みによる事務処理期間(下図②)の短縮により、上場日程全体の短縮につなげることを可能とすることが考えられる。



### (参考)非上場株式の取扱い

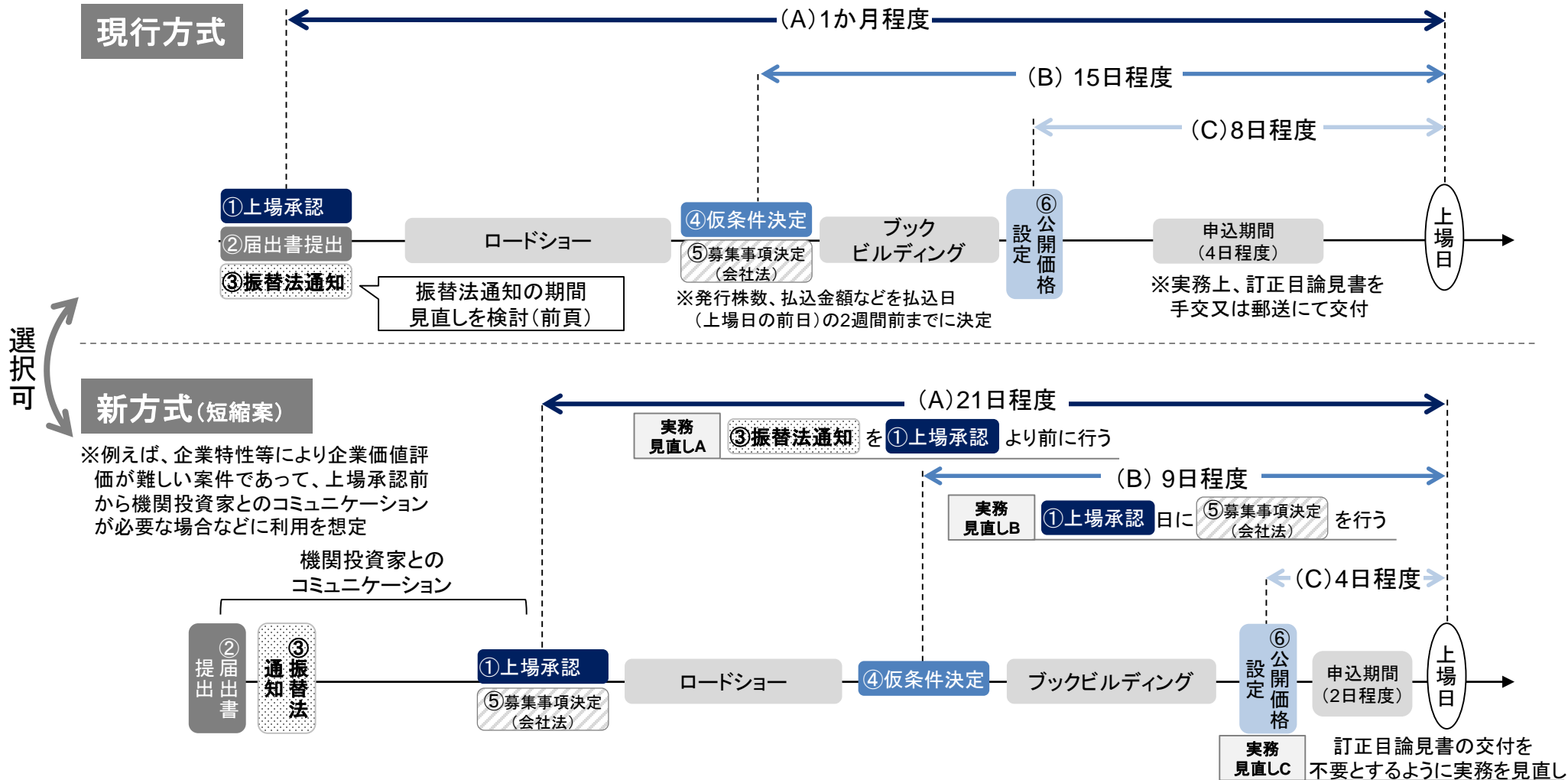
- 証券保管振替機構の振替制度は、株式、社債、投資信託受益権などが対象となっており、株式についてはこれまで原則として上場株式のみが対象となっていたが、非上場株式の取引活性化等の観点から、非上場株式(スタートアップの株式、PTS取扱銘柄など)にも取扱いを拡大する方向で、制度参加者も交えて対応を検討中。

(注1) 社債、株式等の振替に関する法律

(注2) 口座通知を行わなかった既存株主の振替株式は特別口座(発行会社が信託銀行等に開設した口座)に交付され、既存株主が自らの口座に移管するまで売却できないなどの制約が生じる。そうした不利益から既存株主を保護するため、上図①の期間は一定の日数を確保する必要がある。現在は実務上、上図①の期間は約2~3週間、上図②の期間は約1~2週間かかっている。見直し後の上図①の具体的な日数については、今後検討。

## [参考] 上場日程短縮に関する日本証券業協会における取組

- 日本証券業協会は、上場日程について、現行方式のほか、振替法の通知を上場承認日より前に行うなどの実務変更により、上場日程を短縮する方式を検討中(会員証券会社に2023年2月目途で周知予定)。



(注) 日本証券業協会「『公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ』報告書の概要」(2022年2月28日公表)などを基に金融庁一部加筆・修正

## ○ スタートアップ等への成長資金の円滑な供給

### (1) 特定投資家制度の普及

スタートアップ等への成長資金の供給を促進する上で、リスク管理能力やリスク許容度の高いプロ投資家である特定投資家の役割は重要である。そのため、特定投資家となり得る投資家の範囲を適切に拡大する観点から、個人が特定投資家となる場合の要件の弾力化を行い、日本証券業協会においては特定投資家向け銘柄制度が整備されたところである。

今後は、特定投資家制度の普及と積極的な活用により、特定投資家の運用の選択肢が拡大するとともに、証券発行者となるスタートアップにとっても資金調達の選択肢が広がり、成長性のある企業に対して円滑に資金の供給が行われることが期待される。そのため、発行体や投資家を繋ぐ役割を果たす証券会社や日本証券業協会等の業界の取組みが重要になってくると考えられるが、特定投資家制度の普及に向けて、どのような取組みを行っていくべきか。

(注)特定投資家制度の普及に向け、証券会社等がインターネットを利用する場合を含め特定投資家制度を周知する際、当該銘柄が特定投資家のみ購入できる仕組みとなっており、「募集勧誘」ではないことを明示した場合には、特定投資家が購入可能な銘柄等の表示が可能であることを明確化することも考えられる。

## (2) 非上場株式等のセカンダリー取引の円滑化

創業者やスタートアップへの投資家等による換金ニーズに対応するにあたり、セカンダリー市場を整備することが重要である。取引所取引を前提としない「特定投資家向け有価証券」を含む非上場株式等の適切な流通に向けて、金融庁において「特定投資家向け有価証券」をPTSで取扱い可能とする制度整備の検討を進めるとともに、日本証券業協会及び日本STO協会においてPTSに係る自主規制の制度整備に向けた検討が進められている。また、PTSにおける非上場株式のセカンダリー取引が円滑に行われるためには、ポスト・トレードの枠組みが整備されることも重要と考えられる。この点、証券保管振替機構の振替制度は、原則として上場株式のみが対象となっているが、非上場株式の取引活性化等の観点から、非上場株式にも取扱いを拡大する方向で検討が進められている。

非上場株式等のセカンダリー市場の整備を進める際には、既存株主や投資家のニーズを勘案することが期待されるとの指摘があるが、制度整備を行うにあたって留意すべき点はあるか。

また、PTSにおける非上場株式等のセカンダリー取引の活性化に向け、例えば、PTSにおいて特定投資家向けの有価証券の売買の媒介のみを行う者に関して、投資者保護を前提としつつ、多様なプレイヤーの参画を促す観点から、今後、PTSの認可要件の緩和等の検討を行うことについて、どのように考えるか。



### (3)非上場株式等の公正価値評価

日本において、ベンチャー企業等への投資を適切に促進していくためには、投資家や運用機関において非上場株式の投資やその価値評価に関する知見やノウハウの蓄積に繋がる取組みが重要である。

日本のVCファンド等では非上場株式を公正価値以外の方法で評価しているファンドも多くあるが、公正価値評価は、企業の現状及び将来性について合理的な分析を行うための手段を提供するものであり、公正価値評価を非上場株式等のパフォーマンス評価を行う上での基礎とし、投資先管理や投資先の企業価値向上に向けた取組みに適切に活用されることで経済全体の成長にも貢献することが期待されるとの指摘もある。また、国際標準となっている公正価値評価を推進することは、国内外の機関投資家からVCファンド等への成長資金供給の活性化にも資すると考えられる。

他方、VCファンドの評価や監査の実務が蓄積されておらず、上場企業等のLP出資者も会計基準の関係から取得原価に減損等を勘案した評価を求めるといった実態があるとされており、公正価値評価を推進するための環境整備を進めるべきとの指摘がある。公正価値評価の推進のため、公正価値評価を行うVCファンドの監査上の留意事項などを明確化することについて、どのように考えるか。また、上場企業等のVC出資持分に関して、公正価値評価を含む会計処理の実務上の取扱いについて、どのように考えるか。

## ご議論いただきたい事項(成長資金の円滑な供給④)

### ○ 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

近年、IPOを目指す企業のビジネスモデルには、宇宙、素材、ヘルスケアなど先端的な領域において新技術を活用して成長を目指す研究開発型企业(いわゆるディープテック企業)など、企業特性により企業価値評価が難しく、その評価についての見解が分かれうる企業も存在する中、より多様な企業が円滑に上場できるようにすべきという指摘がある。

企業特性により企業価値評価が困難な企業についても円滑に上場できるようにするため、機関投資家等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、利益相反にも留意しつつ、機関投資家等の投資判断にあたり得られた評価を上場審査において活用することについて、どのように考えるか。

公開価格の設定は企業の更なる成長に資する形で行われることが望ましいが、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。そのため、振替法の通知について既存株主の保護に必要な期間のみを規定し、事業者等の実務の改善による短縮を可能とすることや、企業特性により企業価値評価が難しく、上場承認前から機関投資家とのコミュニケーションが必要な企業等について、有価証券届出書の提出や振替法の通知を上場承認日より前に行うなどの実務変更により、上場日程を短縮することについてどう考えるか。

#### (2) エグジットの多様化(ダイレクトリスティング)

スタートアップによる上場手法の多様化に向け、東京証券取引所において、公募の実施を要件としているグロース市場における制度のあり方を含め、適切な情報開示の確保をはじめとする投資家保護にも配慮しつつ、ダイレクトリスティングを利用しやすい環境の整備に向けた検討を進めている。取引所が制度整備を進めるにあたって、留意すべき点はあるか。

I. 市場インフラの機能向上

II. 成長資金の円滑な供給

III. 第2・3回顧客本位TFにおける主なご意見

IV. その他経済社会のデジタル化への対応等に伴い制度整備が必要な論点



## 顧客の最善の利益

- 「原則2」(顧客の最善の利益の追求)を法制化しても、「原則」を踏まえて既に事業者が実践していることなので、デメリットは生じないはず。年金関係者も含め横断的な責任規定を整備するのであれば、あわせて金商法で同様に規定しても問題はない。
- 「原則2」の法制化に際して、事業者に求められる内容が不明確となることを懸念。また、金商法に上記義務を規定する場合、忠実義務や誠実公正義務との概念整理が課題。
- 「原則2」の法制化は、誠実公正義務を一步進めることとなり、顧客本位の業務運営の前進と考える。

## 顧客への情報提供・アドバイス等

- 重要情報シートにおける利益相反事項の開示は、単なる顧客への情報提供を超えて、販売会社・現場の営業職員への規律付けとして機能することが期待できるので、義務化する意義はある。
- デリバティブを組み込んだ仕組債は、顧客がリスク状況を適切に理解することが必要であり、組成コストを含めた情報開示が重要。
- 顧客が支払う費用とサービスの対価関係を明確化して、開示を義務付けるべき。そうすることで、多様なサービスによって金融商品が組成されていることへの理解、費用への納得感が得られる。
- 顧客属性に応じた情報提供が必要。デジタル化においては、それぞれの顧客の立場に留意する必要があり、例えばスマホしか持たない者への配慮も必要。
- デジタル化した場合、アクセスのしやすさ、わかりやすさ、十分な情報量が重要であり、他の商品との比較可能性を担保することが必要。
- 書面交付の費用については、顧客が情報を得る際の歯止めとなりかねないため、事業者負担とすべき。
- 日本の助言ビジネスは(諸外国に比べて)遅れているという認識。顧客のみからフィーを得る形でのアドバイザーを育成し、それがビジネスとして成り立つよう、投資助言業、より広くはアドバイザーとなる者を育成するという方向感で施策を進めていくべき。

## 第2・3回顧客本位タスクフォースにおける委員の主なご意見②

### 顧客への情報提供・アドバイス等

- つみたてNISA等に商品を限定し、要件を緩和した個人向けのアドバイザー制度を創設すべき。その際、アドバイザーは一定水準以上の知識・資格を有していること、金融商品仲介を行わない者に限定することが望ましい。
- アメリカの規制では、金融商品の推奨に合理的な根拠を持つことが注意義務として規定されている。こうした規制を参考に、「原則6」(顧客にふさわしいサービスの提供)を適切な形で法制化を検討すべきではないか。

### 資産運用業

- 資産運用業の高度化は、インベストメント・チェーン全体の高度化(機能の底上げ)に向けて不可欠。具体的には資産運用会社のガバナンスの強化、経営力の強化が必要であり、そのためには親会社のグループガバナンスにおける運用会社の位置付けをどう考えるかが重要であり、金融庁においては、こうした観点からモニタリングして頂きたい。
- プロダクトガバナンスにおいては、想定顧客属性が最も重要。販売できる投資先(顧客)という認識ではなく、運用会社等が投資してほしい投資家を書くべき。
- EU・英における組成会社及び販売会社の主な義務、両者の相互連携による金融商品の適合性の検証を踏まえた上で、「原則」を見直すことが、顧客本位の業務運営に資するのではないか。

### 金融経済教育、国・地公体の取組み

- 金融経済教育を推進する常設の組織は必要。金融経済教育を推進する取組みが様々になされてきたのに、金融経済教育を受けたと認識している割合が7%前後で横ばいのままであることは問題。今後、施策ごとにKPIを設定する、ターゲットを絞るなどの改善を進めて行くべき。
- 金融リテラシーとアドバイス(顧客本位のアドバイザーの認定・育成)は車の両輪の関係であり、統合的に取組みを進めるべき。
- 職域でカバーできない部分も、自治体を通じたeラーニングなどでカバーできるようにすればよい。自治体の健康診断のように、お金の健康診断を行うのがよいのではないか。

I. 市場インフラの機能向上

II. 成長資金の円滑な供給

III. 第2・3回顧客本位TFにおける主なご意見

IV. その他経済社会のデジタル化への対応等に伴い制度整備が必要な論点

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. 掲示規制や審判手続のデジタル化
3. 特別法人出資証券のデジタル化
4. 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
5. 投資法人における利益の取扱い
6. 上記以外で制度整備が必要な論点

## 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

- 現状、不動産特定共同事業契約に基づく権利をトークン化したもの（電子記録移転権利）は集団投資スキーム持分には含まれていないが、今後流通が見込まれることから、実効的な規制が必要との指摘がある。

### 金融商品取引法における不動産特定共同事業契約に基づく権利の扱い

- 現物不動産に投資する不動産特定共同事業契約に基づく権利（不特持分）は、集団投資スキーム持分としての特徴を有するものの、法令上、集団投資スキーム持分の定義から除外されている。
- これは、個別の法令で行政の監督を受けている特定の事業分野において、事業者自らの信用力に依存した資金調達手法として行われている事業に係る権利のうち、有価証券とみなさなくても投資者保護のため支障が生じないと認められるものについては、集団投資スキーム持分から除外することとしているためである。（その他除外されている例：保険契約）

### 課題

- 不動産投資に係る権利をトークン化した事例があるほか、事業者団体が不動産特定共同事業における分散台帳技術の活用について検討を進めているなど、不動産特定共同事業に関連したトークン化に関する動きがある。
- 一方で、不動産特定共同事業法は、不動産事業に関する規制を規定するものであることから、現時点で分散台帳技術やトークン化に伴うセカンダリー取引の円滑化を想定した以下の規制が置かれていない。
  - ・ 分散台帳技術に関する技術的安全管理措置、販売・勧誘規制
  - ・ 取引所（PTS）規制、開示規制、不公正取引規制などの市場関連規制

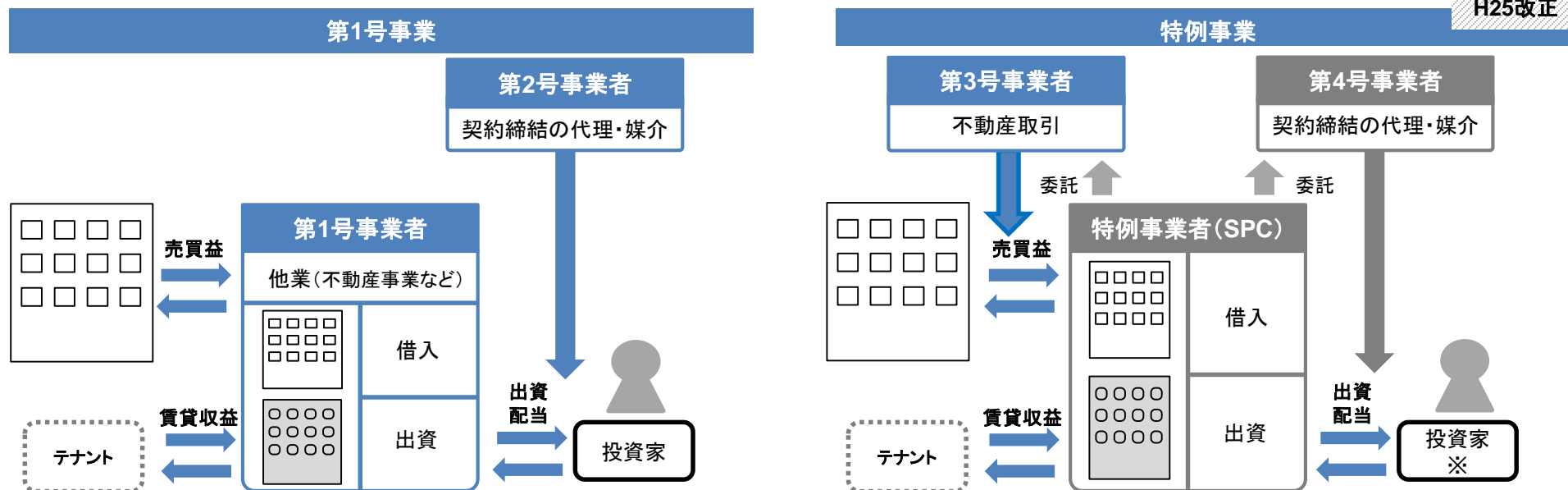
### 対応の必要性

- 今後、トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利の発行と流通が見込まれる中、分散台帳技術の活用やセカンダリー取引量の増加を見越して、より実効的な監督体制の整備が必要となる。
- ※ 平成25年不動産特定共同事業法改正により新設された倒産隔離型（特例事業）の不動産特定共同事業契約に基づく権利については、事業者の信用力に依存しているとは認められないことから、同改正において当該権利を集団投資スキーム持分に含めることとする改正を行っている。

## [参考]不動産特定共同事業法の概要

- 不動産特定共同事業法は、出資を募って不動産を売買・賃貸等し、その収益を分配する事業を行う事業者について、許可等の制度を実施し、業務の適正な運営の確保と投資家の利益の保護を図ることを目的として、平成6年に制定。
- 不動産特定共同事業者が行う他の事業リスクから切り離された特別目的会社（SPC）が、不動産特定共同事業を行うことができる仕組みとして、平成25年法改正により倒産隔離型スキーム（特例事業）を導入。

### 【不動産特定共同事業者（許可制）】



※一定額以上の宅地造成や建物の新築等を行う場合はプロ投資家（特例投資家）のみ

### 主な 許可要件

- 資本金（第1号事業者：1億円、第2号事業者：1000万円、第3号事業者：5000万円、第4号事業者：1000万円）
- 宅建業の免許
- 良好な財産的基礎、構成かつ適確に事業を遂行できる人的構成
- 基準を満たす契約約款（一般投資家を対象とする場合のみ）
- 事務所ごとの業務管理者配置（不特事業3年以上、実務講習、登録証明事業（ARESマスター、ビル経営管理士、不動産コンサルティングマスター））



## 揭示規制や審判手続のデジタル化

- 「デジタル社会の実現に向けた重点計画(2022年6月閣議決定)」においては、政府全体で、「デジタル原則に照らした規制の一括見直しプラン<sup>(注)</sup>」に基づき、揭示等のアナログ規制の見直しに取り組むこととされており、金商法等もその対象となっている。
- また、民事訴訟手続のデジタル化を含む民事訴訟法の改正を踏まえ、審判手続を所管する各省庁においてもデジタル化に向けた取組みが進められている。

### 揭示規制 に関する規定 の整備

- 政府横断的に、アナログ規制に関する規制の見直し方法等の検討を実施。検討結果を踏まえ以下の書面揭示規制については、原則として、営業所等における揭示に加えてインターネットでの公表を義務付ける規定を整備する。
    - 金融商品取引業者等及び金融商品仲介業者に関する標識の揭示義務
    - 金融商品取引業者等が廃業等をする場合における廃業等の旨の揭示義務
- ※ 一括見直しプランにおいては、往訪閲覧・縦覧規制(公的情報の閲覧・縦覧規制のうち公的機関等への訪問が必要とされるもの)のデジタル化についても検討されており、公的情報に含まれる個人情報への取扱いに係る論点も存在するところ、政府全体の方針に沿って検討・対応する。

### 審判手続 に関する規定 の整備

- 金融商品取引法の課徴金納付命令に係る審判手続の迅速化及び効率化等のため、以下の規定を整備する(公認会計士法における審判手続の規定についても同様の整備を行う)。
    - 電子的方法による申立てや送達に係る手続を明確化(弁護士等による申立て等は、原則電子的方法の利用を義務付け)
    - 事件記録等の電磁的記録による作成を義務付けるとともに、事件記録等のうち電磁的記録に係る部分についての閲覧に関する手続を明確化
    - 映像と音声の送受信による通話の方法により審判期日手続を行うことを可能とする
- ※ 審判手続が参考としている民事訴訟においても、2022年5月に成立した民事訴訟法等の一部を改正する法律により、訴訟記録の電子化、訴状等の提出や口頭弁論期日の参加等のオンライン化を含む民事訴訟手続のデジタル化が行われた。

(注) デジタル改革等を計画的かつ効率的に進めるため、アナログ規制の見直しの方針を示すもの。

## 特別法人出資証券のデジタル化

- 株券、社債券、投資信託受益証券など金融機関が取り扱う多くの有価証券は、振替法<sup>(注1)</sup>によって、電子的に管理(ペーパーレス化)されているが、日本銀行の出資証券(日銀出資証券)など、特別の法律により設立された法人の発行する出資証券(特別法人出資証券)はその対象となっていない。
- 日銀出資証券は、東京証券取引所に上場されている有価証券の中で唯一ペーパーレス化されておらず、券面の授受による決済が証券会社や清算機関の事務負担となっており、デジタル原則に基づく法令の見直しの一環として、特別法人出資証券を振替法の対象に加え、ペーパーレス化を図るべきとの指摘がある。

### 日銀出資証券

- 日銀出資証券は、日本銀行に対する出資の持分を表章する有価証券
- 日本銀行の資本金1億円のうち、政府出資約55%、民間出資約45%  
(うち個人投資家約40%(2021年度末))

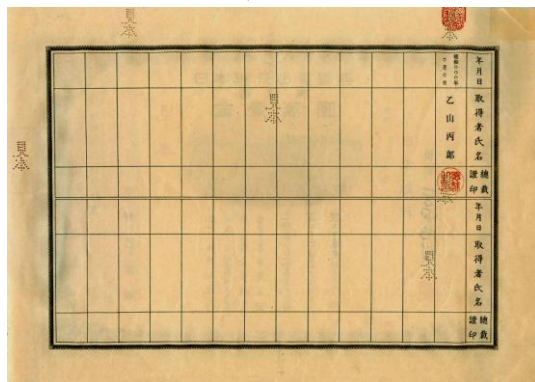
(参考)東京証券取引所年間売買高:2019年28,000口、2020年43,100口、2021年134,500口

【日銀出資証券の券面(見本)】

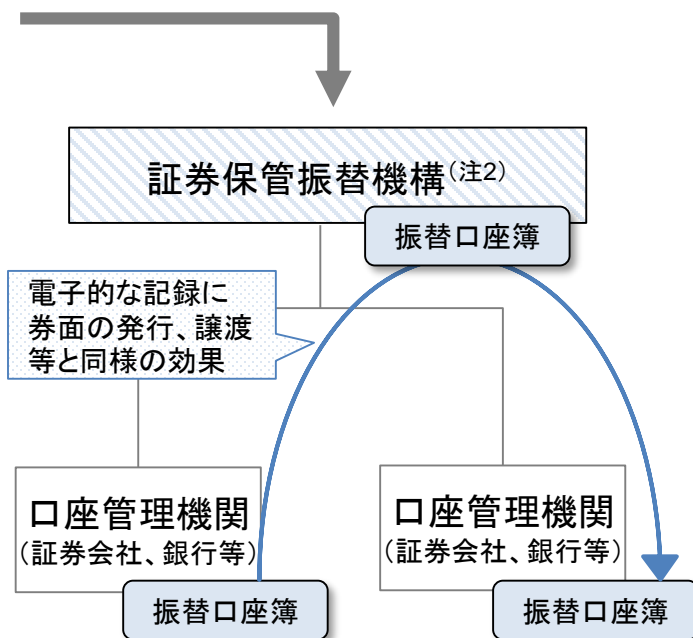
[表]



[裏]



振替法の対象に加えること  
でペーパーレス化



(注1)社債、株式等の振替に関する法律

(注2)国債については、日本銀行が振替機関となっている。

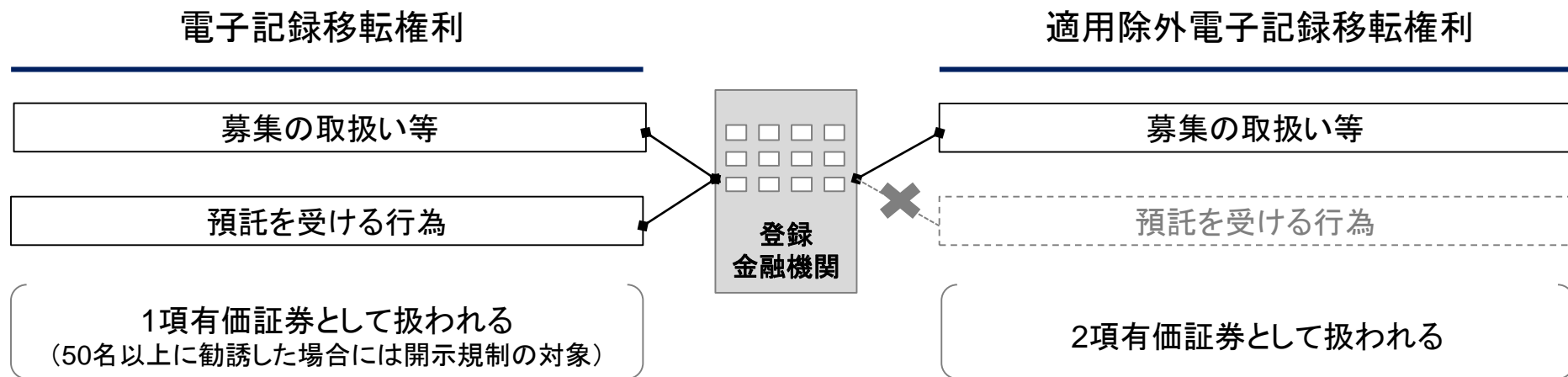


## 登録金融機関における適用除外電子記録移転権利の預託

- 現状、登録金融機関は「電子記録移転権利」<sup>(注1)</sup>の預託を受けることができる一方、流通性等が限定的な「適用除外電子記録移転権利」<sup>(注2)</sup>の預託を受けることはできない。
- 両者について、預託を受ける登録金融機関に求められる技術的安全管理措置や分別管理体制は、本質的に異なることはないと考えられる中、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ないことで、金融機関の円滑なスキーム組成が妨げられる懸念があり、イノベーションを促進する観点から、見直すべきとの指摘がある。

- 登録金融機関は、「電子記録移転権利」については、募集の取扱い等に加えて、顧客から当該電子記録移転権利の預託を受けることもできる。
- 一方で、「適用除外電子記録移転権利」については、募集の取扱い等はできるものの、顧客から適用除外電子記録移転権利の預託を受けることができない。

現状



(注1) トークンに表示されたみなし有価証券(組合契約、合同会社の社員権等)

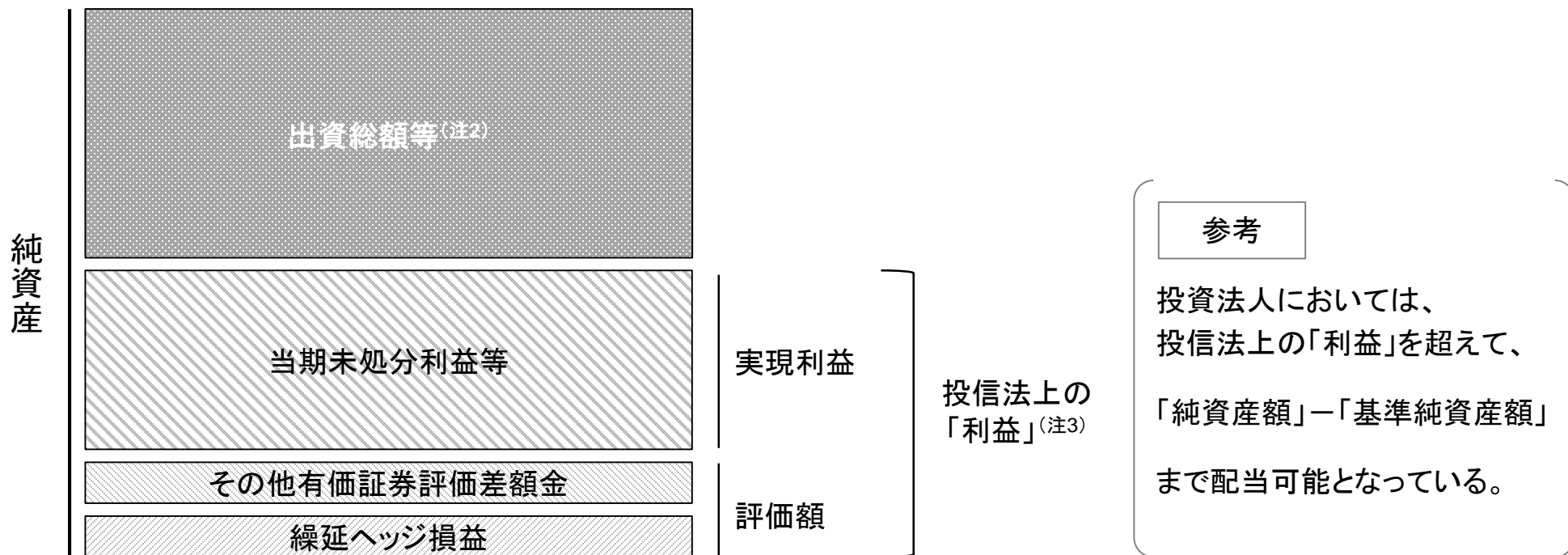
(注2) トークンに表示されたみなし有価証券のうち、権利の移転について発行者の承諾が必要となる等、流通性が限定的なもの

## 投資法人における利益の取扱い

- これまで、投資法人制度上、投資法人の利益については、その他有価証券の評価額等を他の利益(実現利益)と同様に扱ってきたところ。例えば、評価額に相当する部分も利益として取り扱われ、これを配当した場合、繰越損失と扱われてきた(実現利益の減少があったように見られる)。
- ステークホルダーの理解の向上のため、今後は、会社法を参考に、評価額については実現利益と区別し、利益として取り扱わないことが望ましい、との要望が事業者等から寄せられている。

(参考)当該見直しにより、税務上の問題の解消にもつながる。

### 投信法<sup>(注1)</sup>における投資法人の「利益」(イメージ)



(注1) 投資信託及び投資法人に関する法律

(注2) 出資総額等は、出資総額及び出資剰余金の額の合計額をいう。

(注3) 投信法上の「利益」は、純資産額から出資総額等を控除した額とされている(投信法第136条第1項)。

## 二種ファンドの募集・運用の適切性を確保する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)を巡っては、いわゆる「ソーシャルレンディング(注1)」において、投資家保護上不適切な問題事例が発生。
- 行政処分に至った事例(注2)では、投資家への適切な情報提供、貸付先に対する適切な審査やモニタリング等に関する問題が認められたところ、中間整理の内容を踏まえ、投資家保護の観点からルールを見直し。

### (1) 二種ファンドの運用に関する主な金商法上のルールの比較

| 規制項目     | 主として有価証券に対する投資を行うファンド<br>(投資運用業) | 左記以外(貸付等)のファンド<br>(二種業のみ) |
|----------|----------------------------------|---------------------------|
| 忠実義務     | ○                                | ×                         |
| 善管注意義務   | ○                                | ×                         |
| 主要株主規制   | ○                                | ×                         |
| 運用報告書の交付 | ○                                | △(注3)                     |

### (2) 二種ファンドの募集等に関する主な金商法上のルールの比較

| 規制項目                 | 第二種金融商品取引業        |   |
|----------------------|-------------------|---|
|                      | 電子申込型電子募集取扱業務(注4) |   |
| 取扱有価証券に関する事前の適切な審査   | ×                 | ○ |
| 上記審査結果の契約締結前交付書面への記載 | ×                 | ○ |
| 投資判断を行う上で重要な事項の明確な表示 | ×                 | ○ |
| 発行者による事業の状況の定期的な情報提供 | ×                 | ○ |

現行規制上のソーシャルレンディングの位置づけ

(注1) インターネットを用いてファンドの募集を行い、投資家からの出資を企業等に貸し付ける仕組み。

(注2) 再エネ施設や不動産の開発を目的に、案件ごとに設立されたSPCに対する貸付事業(実質的には当該SPCが業務委託を行う者への貸付)を行う匿名組合への出資持分の取得勧誘等に係る事例。

(注3) 自主規制規則でファンド報告書の作成・交付等を規定。

(注4) 電子申込型電子募集取扱業務: 電子募集取扱業務(インターネットを利用した募集・私募の取扱い等)のうち、インターネット上で申込みが完結するもの。

- 足下で、海外ファンドに投資する投資一任やファンド・オブ・ファンズ形式の投資信託において、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複数発生。
- 投資運用業者及び受託者(信託銀行等)には、投資家(受益者)に対する善管注意義務及び忠実義務等様々な行為規制が課せられているが、運用財産の運用・管理状況を把握できる資料の入手・確認体制の確保等、運用財産の適切な運用・管理のあり方の見直しが必要。

#### 【事案①】(2022年1月に投資運用業者に対し業務改善命令を发出)

- 海外の未公開企業や外国金融先物等を投資対象とする外国投資法人が発行する外国投資証券に投資する投資一任のほか、国内運用会社が設定・運用する投資信託への投資を通じたファンド・オブ・ファンズ形式により、国内外の複合資産を実質的な対象とする投資信託(公募)の設定・運用等に係る事例。
- 投資運用業者は、投資一任契約締結前後において、商品特性に応じた調査を十分に行っておらず、運用財産の運用・管理を適切に行っていなかったほか、投資信託の受益者のために善良な管理者の注意をもって投資運用業を行っておらず、忠実に投資運用業を行っていなかった。

#### 【事案②】(2021年2月及び4月に投資運用業者に対し業務停止命令等を发出、2021年12月に登録取消し等)

- 主として外国投資法人が発行する外国投資証券への投資を通じたファンド・オブ・ファンズ形式により、外国為替証拠金取引を実質的な投資対象とする投資信託(公募及び私募)の設定・運用等に係る事例。
- 投資運用業者は、当該投資信託の設定前後において、受益者のために善良な管理者の注意をもって適切な投資判断や運用財産の管理を行うための十分な調査をしておらず、運用財産がどのように運用・管理されているのか客観的に裏付ける資料を確認できていなかったほか、あたかも安定的な収益が確保できるかのような資料を用いて販売会社や受益者に説明していた。

#### 投資運用業者及び受託者(信託銀行)の主な法的義務

##### ● 投資運用業者

- ✓ 権利者(受益者)に対する善管注意義務(金商法42条2項)
- ✓ 権利者(受益者)に対する忠実義務(金商法42条1項1号)
- ✓ 顧客に対する誠実公正義務(金商法36条1項)

##### ● 受託者(信託銀行)

- ✓ 善管注意義務(信託の本旨に従った信託事務の処理)(信託法29条、信託業法28条2項)
- ✓ 忠実義務(信託法30条、信託業法28条1項)
- ✓ 分別管理義務(信託法34条、信託業法28条3項)

※信託業法を金融機関の信託業務の兼営等に関する法律により準用

- トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利を集団投資スキーム持分に含めることについて、投資者保護の観点からどのように考えるか。
- 社会経済全体のデジタル化が進展する中、金融商品取引法等における揭示規制や審判手続、特別法人出資証券(日銀出資証券)に係るデジタルツールの利用を促進するための制度整備を進める上で、留意することはあるか。
- 預託を受ける登録金融機関に求められる技術的安全管理措置や分別管理体制を踏まえ、登録金融機関が「適用除外電子記録移転権利」の預託を受ける行為を行うことを認めることについて、どのように考えるか。
- 現状、投資法人の利益に評価額が含まれているところ、ステークホルダーの理解の向上等の観点から見直しを行うことについて、どのように考えるか。
- 上記以外で制度整備が必要な論点について、どのように考えるか。