

## 事務局説明資料(成長資金の円滑な供給、市場インフラの機能向上等)

---

2022年10月14日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

# 目次

---

I. 諮問と今後の検討 .....	P2
II. 成長資金の円滑な供給 .....	P6
III. 市場インフラの機能向上 .....	P20
IV. ご議論いただきたい事項 .....	P42

## I. 諮問と今後の検討

II. 成長資金の円滑な供給

III. 市場インフラの機能向上

IV. ご議論いただきたい事項

## 資産所得倍増プランと金融審議会の諮問

- 政府は、本年末に「資産所得倍増プラン」を策定する予定。
- 2022年9月30日、金融審議会総会において、「安定的な資産形成に関する検討」についての諮問が行われたことを受け、今後、顧客本位タスクフォースで具体的な検討を進める。

### 経済財政運営と改革 の基本方針2022 (骨太の方針2022) (2022年6月7日)

我が国の個人金融資産2,000兆円のうち、その半分以上が預金・現金で保有されている。投資による資産所得倍増を目指して、NISA(少額投資非課税制度)の抜本的拡充や、高齢者に向けたiDeCo(個人型確定拠出年金)制度の改革、国民の預貯金を資産運用に誘導する新たな仕組みの創設など、政策を総動員し、貯蓄から投資へのシフトを大胆・抜本的に進める。これらを含めて、本年末に総合的な「資産所得倍増プラン」を策定する。

### 新しい資本主義の グランドデザイン及び 実行計画 (2022年6月7日)

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、NISA(少額投資非課税制度)の抜本的な拡充を図る。また、現預金の過半を保有している高齢者に向けて、就業機会確保の努力義務が70歳まで伸びていることに留意し、iDeCo(個人型確定拠出年金)制度の改革やその子供世代が資産形成を行いやすい環境整備等を図る。これらも含めて、新しい資本主義実現会議に検討の場を設け、本年末に総合的な「資産所得倍増プラン」を策定する。

### 金融審議会諮問 (2022年9月30日)

#### ○安定的な資産形成に関する検討

我が国の家計の安定的な資産形成を実現するため、顧客本位の業務運営、金融経済教育等について、幅広く検討を行うこと。

# 第1回顧客本位タスクフォースにおける委員の主なコメント①

## 顧客本位の業務運営全般

- 2017年、顧客本位の業務運営の原則を策定した際は、かなりの時間を割いて議論し、プリンシプルベースで行くことになった。今から2~3年前に改めてワーキング・グループの中で顧客本位を検証したところ、「道半ば」という評価だった。今も道半ばの状況を脱していないと感じる。
- 示された集計データからは顧客本位の業務運営の進捗が大きく改善しているとは言いづらい。原則の成果が見えないのであれば、規制のあり方としてルールベースとして確り方向性を示すことも必要。
- 顧客本位の業務運営の原則を法令上の義務として定めるべきではないか。現在も、法令上の義務として「適合性の原則」があるが、それだけでは限界があるのではないか。ルール化を進めるべき。
- 手数料等重要な開示は、電子化とあわせて進めるべき。

## 受託者責任

- 家計による直接的な資産形成の動きだけではなく、間接的な方法による還元について考えることも重要。例えば、年金基金の運用がどうあるべきなのか等も議論すべき。
- 企業年金を含めての横串、ルールの横断化を目指してはどうか。

## 助言・勧誘(利益相反の開示等)

- 顧客の最善の利益を追求するため、利益相反の適切な管理や手数料等の明確化は、各社任せとせず、ルール化する(単なる開示に留まらず)ことが底上げになる。
- 重要情報シートにおいて、利益相反やコストに関する情報を充実させる必要があると考える。
- 顧客にとって相談相手がどの程度信頼できるのかを分かるようにすることが重要。具体的には、忠実義務を負っているのか、販売先から手数料等の利益を得ることで顧客側に商品を案内している者なのかなどが明確になると良い。

## 第1回顧客本位タスクフォースにおける委員の主なコメント②

### 中立的なアドバイザー

- 販売会社と家計には利益相反の関係もあるため、両者の間に顧客ファーストの、独立した質の高いアドバイザーが入るべき。
- 現役世代には、良質なアドバイスを手軽に受けられることも重要であり、誰がアドバイザーとしてそのようなアドバイスを提供するかともあわせて考えるべき。例えば、FPも、つみたてNISAの対象商品に限っては踏み込んでアドバイスできるなどとすれば、役に立つ可能性もある。
- どのような者が「アドバイザー」と称して良いか、「独立」とは何か、日本では定義もはっきりしていない。これらの者の収益構造等も含めて全体を整理すべき。

### プロダクトガバナンス

- 運用会社の経営状況を適切にモニタリングすることができる社外取締役がないという点が問題。社外取締役の機能を強化し、経営高度化に資する質問等を通じたガバナンスの改善を進めていくべき。

### 金融経済教育

- 金融を勉強しないような人に勉強させる・興味を持たせることについても業界横断的な取り組みが必要。
- 金融リテラシーを推進する母体を常設化すべき。常設母体において具体的な数値目標を立て、PDCAを回していくことが重要。
- 職域を中心に継続的な金融経済教育を行うことが想定されてきたが、特に若年層で、離職者、兼職者、中小ベンチャー、フリーランスなど、大企業以外の層が取りこぼされないよう、力点を置くべき。

I. 諮問と今後の検討

II. 成長資金の円滑な供給

III. 市場インフラの機能向上

IV. ご議論いただきたい事項

1

市場制度ワーキング・グループ  
中間整理等に基づく  
施策の進捗状況等

2

成長資金供給の円滑化  
に向けた課題等



# 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 中間整理(概要)

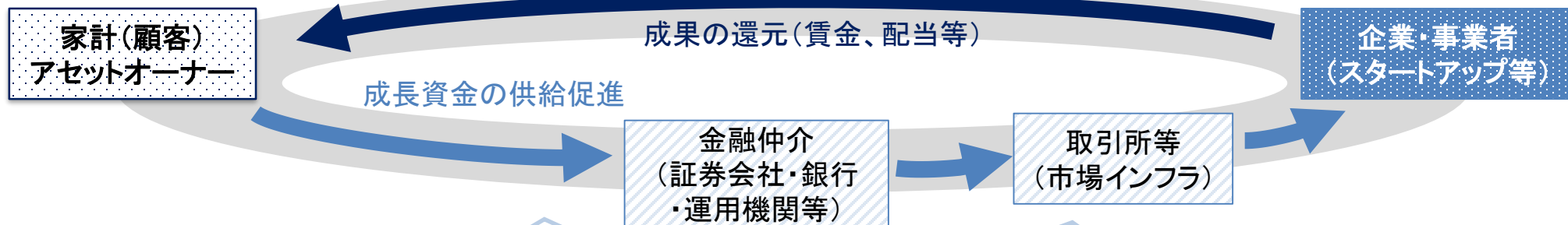
- 成長・事業再生資金の供給により持続的な経済成長を実現するとともに、家計の適切な金融商品の選択を通じて成長の成果を還元させる、「成長と分配の好循環」の実現のための施策について整理。
- 具体的な対応策を示した事項については、順次実施。その他の事項については、引き続き、市場制度ワーキング・グループにおいて検討。

## 成長・事業再生資金の円滑な供給

課題: 我が国スタートアップへの資金供給が、欧米と比べてなお小規模。

対応: ○機関投資家からの資金供給の拡大

○スタートアップ企業の上場プロセス等の見直し



## 経済成長の成果の家計への還元促進

課題: 我が国家計では「貯蓄から資産形成」の動きが限定的で、金融資産の伸びが欧米と比べ低い。

対応: ○金融事業者による顧客本位の業務運営の確保

○金融リテラシーの向上

## 市場インフラの機能向上

課題: 上場株式の取引の場が限定的。また、上場株式以外の金融商品の流通が不十分。

対応: ○非上場株式や証券トークンの適切な流通の確保

○上場株式等の市場間競争の促進

# 成長資金供給に係る制度整備の進捗状況①(全般)

項目	検討主体	検討状況等
特定投資家制度の整備	金融庁	<ul style="list-style-type: none"> <li>個人の特定投資家の要件を弾力化するため、内閣府令を改正(2022年7月1日施行)</li> </ul>
	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定投資家私募制度に関する自主規制規則を整備(2022年7月1日施行)</li> </ul>
非上場株取引の円滑化	日本証券業協会 日本STO協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>「非上場有価証券等のPTS取引に関する検討会」を設置(2022年9月29日)し、非上場有価証券等(特定投資家向け有価証券を含む)のPTS取引に係る自主規制規則等を検討中</li> </ul>
	金融庁	<ul style="list-style-type: none"> <li>PTSにおいて特定投資家向け有価証券の取扱いを可能とする制度整備を検討中</li> </ul>
ダイレクトリスティングの利用円滑化	東京証券取引所	<ul style="list-style-type: none"> <li>公募の実施を上場の要件としている東証グロース市場を含め、ダイレクトリスティングを利用しやすい環境の整備の実現に向けて検討中(2022年内に結論を得る)</li> </ul>
M&A目的の公募増資の円滑化	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>「引受けに関するワーキング・グループ」(6回開催)及び「引受審査に関するワーキング・グループ」(3回開催)において、原則1年以内とされている資金使途の充当期限等の見直しに向けて検討中(2023年3月までに結論を得る)</li> </ul>
企業特性に合わせた円滑な上場審査	東京証券取引所	<ul style="list-style-type: none"> <li>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業(いわゆるディープテック企業)が円滑に上場できるよう、相対的に企業価値評価が困難である特性も踏まえ、上場審査及びリスク情報等の開示について検討中(2023年3月までに結論を得る)</li> </ul>
投資信託への非上場株式組入れ	投資信託協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>「運用専門委員会」(4回開催)において、投資信託に非上場株式の組入れを行うための枠組みの整備(①非流動性資産の組入れ比率のあり方、②基準価額の算定における非上場株式の評価のあり方)に向けて検討中(2023年3月までに結論を得る)</li> </ul>
東証ベンチャーファンド市場の利用活性化	東京証券取引所	<ul style="list-style-type: none"> <li>デットによる資金調達解禁、特定の投資先への投資割合制限の緩和等に係る改正規則を施行(2022年3月1日施行)</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>対象となるベンチャーファンドにおける適切な資産運用体制の確保や、商品特性等を踏まえた投資者への情報提供の観点から、追加の規則改正に向けたパブコメを実施(2022年末頃を目処に施行)</li> </ul>

# 成長資金供給に係る制度整備の進捗状況②(IPOプロセスの見直し)

項目	検討主体	検討状況等
IPOプロセスの見直し	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>「引受けに関するワーキング・グループ」において検討中(12回開催)</li> </ul>
新規上場会社に対する公開価格等の納得感のある説明	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>主幹事証券会社が、想定発行価格、仮条件の価格又は公開価格の提案に際し、その根拠を新規上場会社に対して説明することを自主規制規則化(2022年7月1日施行)</li> <li>主幹事証券会社の引受割合を決定する場合、発行会社等と協議することを自主規制規則化(2022年7月1日施行)</li> </ul>
主幹事証券会社別の初期収益率等の公表	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>主幹事証券会社ごとに、発行規模別の平均初期収益率に加え、新規上場会社が主幹事証券会社を選定する際に参考となる情報(上場日、公開価格、上場日初値等)について、日本証券業協会がホームページで公表(2022年7月29日)</li> <li>原則として、3か月ごと(1月・4月・7月・10月)に、前月末までの新規上場会社の情報を更新</li> </ul>
実効性のあるロードショーの実施	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>ロードショーの結果について、主幹事証券会社が実名で新規上場会社に開示することを自主規制規則化(2022年12月を目処にパブコメ実施)</li> </ul>
上場日程の期間短縮	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>①上場承認前に有価証券届出書を提出、②目論見書に公開価格等の公表方法を記載し、訂正目論見書を交付しないこととする等の実務変更を含め、上場日程の期間短縮を実現する方法を検討し、会員証券会社に周知(2023年2月目途)</li> </ul>
仮条件の範囲を超える公開価格の設定	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>仮条件の範囲を超えて公開価格を設定する際の取扱いについて、自主規制規則で明確化(2022年12月を目処にパブコメ実施)</li> <li>仮条件の範囲を超えて公開価格を設定することについて制度上の制約はないことを、会員証券会社へ周知(2023年2月目途)</li> </ul>
	金融庁	<ul style="list-style-type: none"> <li>公開価格が仮条件の範囲外の一定の範囲で設定される場合の訂正届出書の効力発生日の取扱いについて、開示ガイドラインで明確化(2022年度中にパブコメ実施)</li> </ul>

# 特定投資家制度の普及①(個人の特定投資家の要件の弾力化)

- 特定投資家となりうる投資家の範囲を適切に拡大する観点から、従前の要件以外に同様の金融リテラシーを推定しうる要素を特定するための実証事業の結果を踏まえ、新たに年収・職業経験・保有資格・取引頻度を勘案する要件とする見直しを実施。

従前の要件

取引経験1年以上

and

投資性金融資産3億円以上

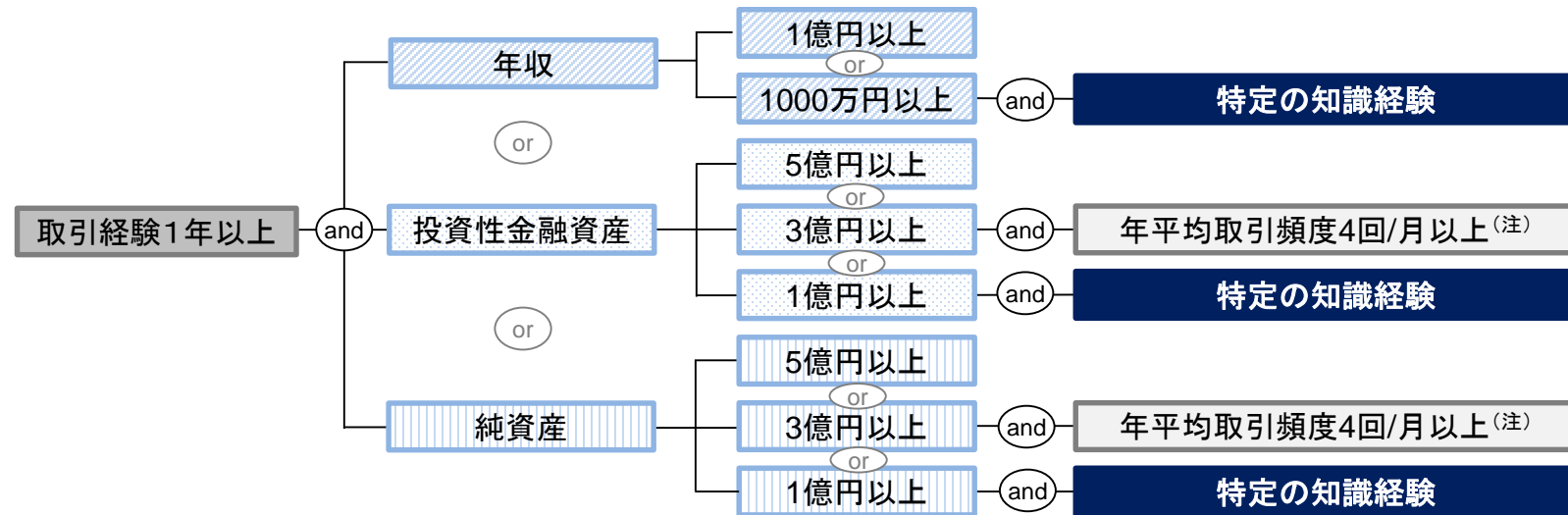
and

純資産3億円以上

以下の要件(8種類)のいずれかを満たせば、特定投資家への移行の申出を可能とする。

2022年7月1日 施行

新たに勘案する要件



## 特定の知識経験

金融業に係る業務に従事した期間が通算1年以上の者

経済学又は経営学の教授・准教授等の職にあった期間が通算1年以上の者

次の資格を有し、その実務に従事した期間が通算1年以上の者  
 ・証券アナリスト、証券外務員(1・2種)、FP技能士(1・2級)、中小企業診断士

経営コンサルタント業に従事した期間が通算して1年以上の者等で、左記と同等以上の知識・経験を有する者

(注) 既に取り扱要件の適用を受けて特定投資家となった者は、その後当該要件に該当しない場合であっても、その知識・経験に照らして適当であるときは、当該要件に該当するものとみなす。

# 特定投資家制度の普及②(特定投資家私募制度とPTSにおける取扱い)

- 特定投資家私募・私売出しを前提とした、日本証券業協会による特定投資家向け銘柄制度の整備を踏まえ、PTS(私設取引システム)において、特定投資家向け有価証券の取扱いを可能とする制度整備を行う予定。

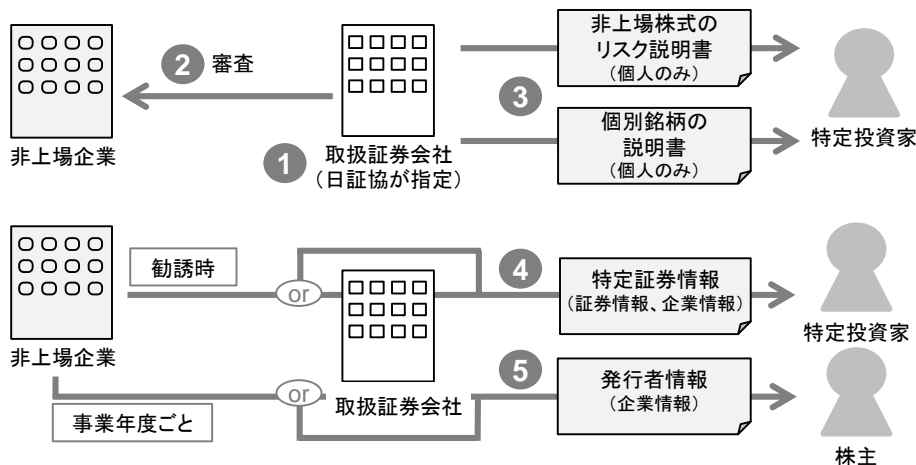
## 特定投資家向け銘柄制度(J-Ships ※)の整備

※ JSDA Shares and Investment trusts for Professionals

2022年7月  
施行

- ①日証協が制度の適切な運営が可能な証券会社を指定
- ②投資者保護上、問題のある有価証券の流通を抑制するため、証券会社が非上場企業等の法令遵守状況等を審査
- ③投資家が特定投資家向け有価証券のリスク等を理解できるよう、証券会社がリスクや重要事項等を記載した書面を交付・説明
- ④投資勧誘(注)に際して、特定証券情報を提供又は公表
- ⑤事業年度ごとに、発行情報を株主へ提供又は公表

### <非上場株式の場合>

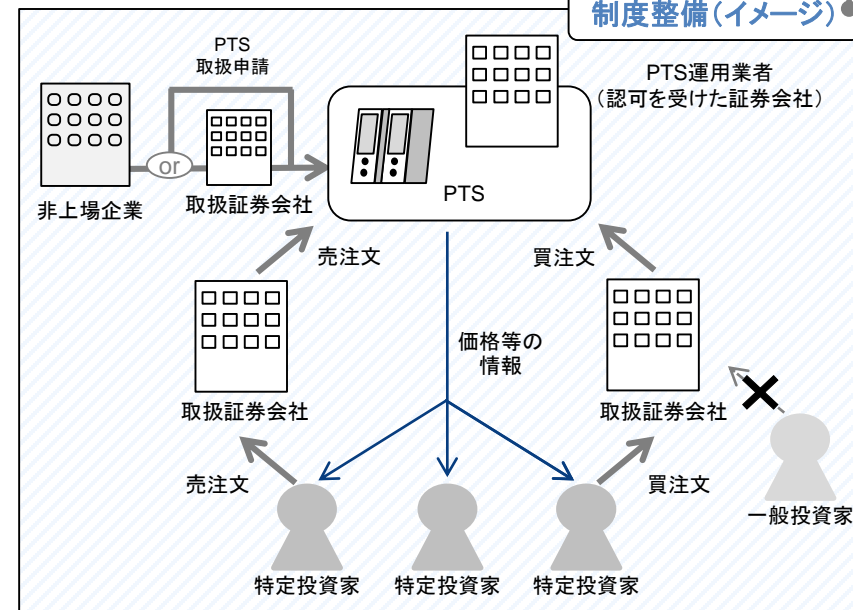


(注)一般投資家への投資勧誘は不可。

## PTSの特定投資家向け有価証券の取扱い

今後、制度  
整備予定

	上場株式	非上場株式
現在	○	× (特定投資家向け)
制度整備後	○	○ (特定投資家向け)



1

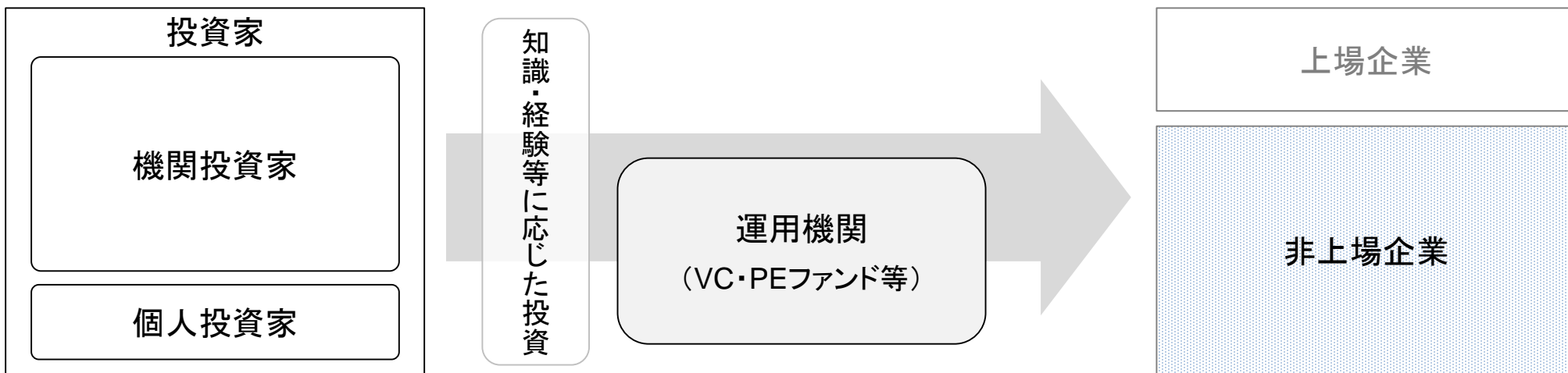
市場制度ワーキング・グループ  
中間整理等に基づく  
施策の進捗状況等

2

成長資金供給の円滑化  
に向けた課題等

## 成長資金供給の円滑化に向けた課題等

- 日本では諸外国と比較してベンチャー企業等への投資が低水準であり投資拡大が期待されるが、投資家は、それぞれの知識・経験等に応じた投資を行い、投資商品や投資先企業の状況を適切に把握し、その成果としてリターンを得ることが基本であり、ベンチャー企業等への投資を行う知識・経験を有する人材やノウハウが限られていることも課題。
- 関係者の非上場企業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を進める必要。



### 課題

- 年金等のアセットオーナーから非上場企業への資金供給が限定的
- VCファンド業界の規模は拡大傾向であるものの、依然として小さい
- ベンチャー企業への投資額は諸外国と比較して低水準
- アセットオーナーやアセットマネージャーが非上場企業への投資を行う上で、専門人材や運用ノウハウが不足

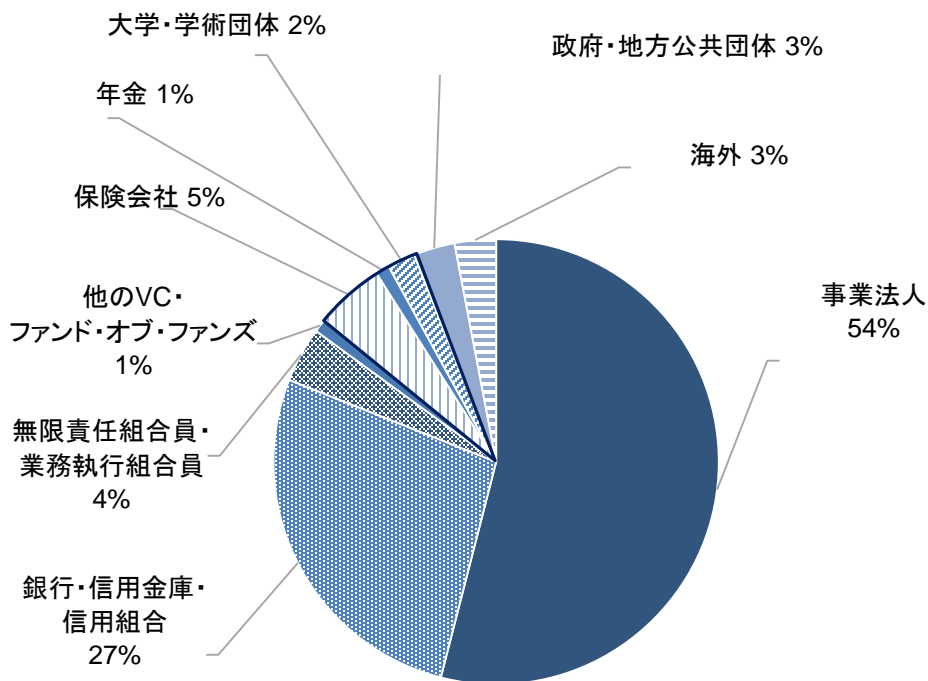
長期的に、非上場企業の投資やその価値評価に関する知見やノウハウの蓄積に繋がる取組を進める必要

## 非上場企業への投資の動向（機関投資家のVC投資）

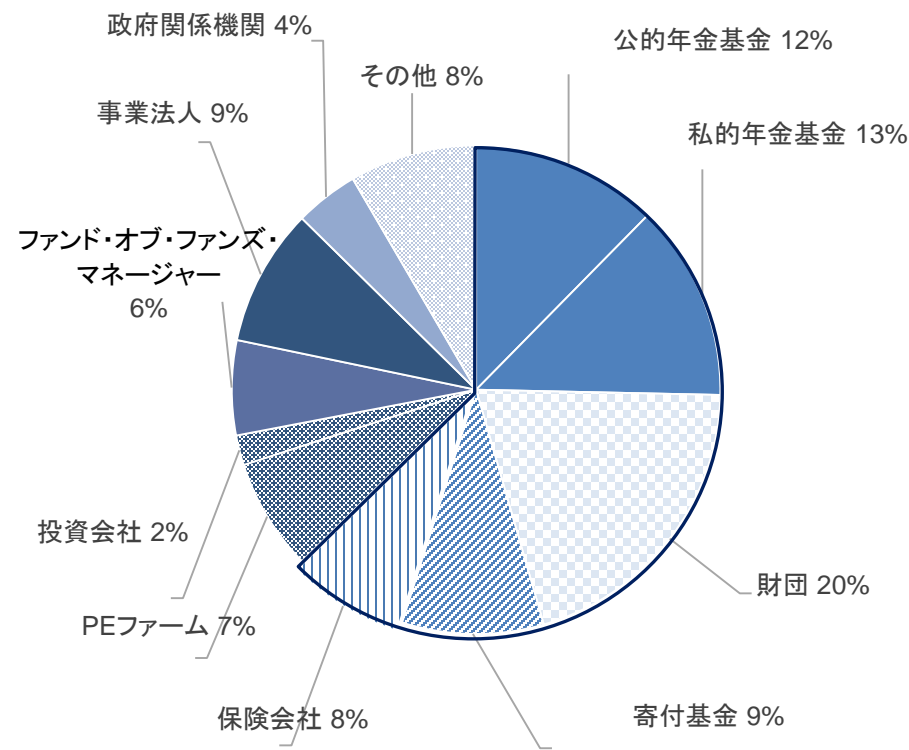
- VCファンドへの資金供給者を日米で比較すると、日本では年金等のアセットオーナーによる投資割合が少なく、事業法人や銀行等の金融機関が大宗を占めている。一方、米国では年金基金等が全体の運用利回りを向上させる目的で、専門人材を配置した上で、VCファンドへの資金供給を行っている。

### VCファンドへの資金供給主体

日本（2020年）



米国（2020年）



（出所）一般社団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書2021」

（注）非開示分を除く割合。

（出所）Preqin（2020）「Preqin and First Republic Update: US Venture Capital in Q1 2020」

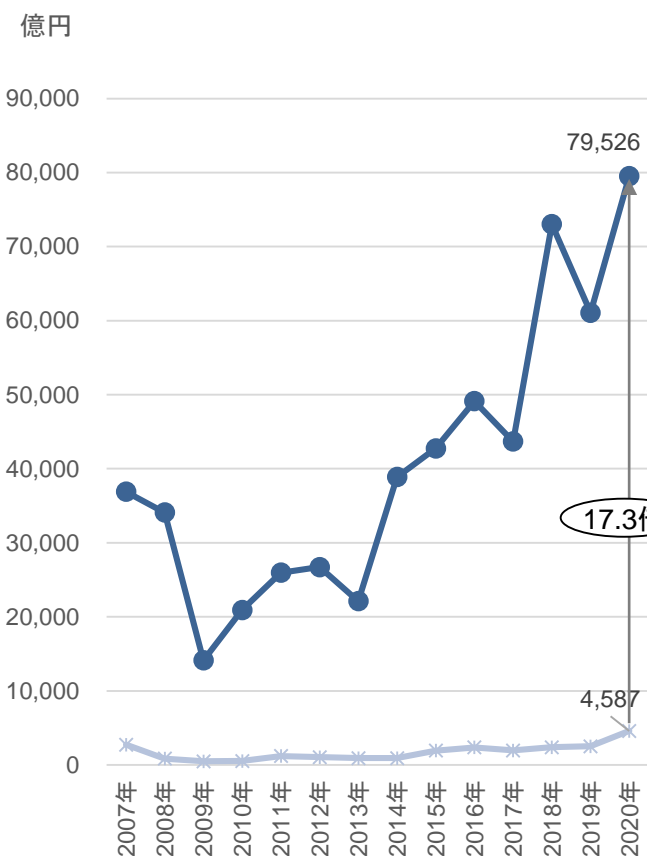
（注）集計対象は2010年～2020年ビンテージの米国VCファンド。



# VCファンドに関する動向①(VCファンドの日米比較)

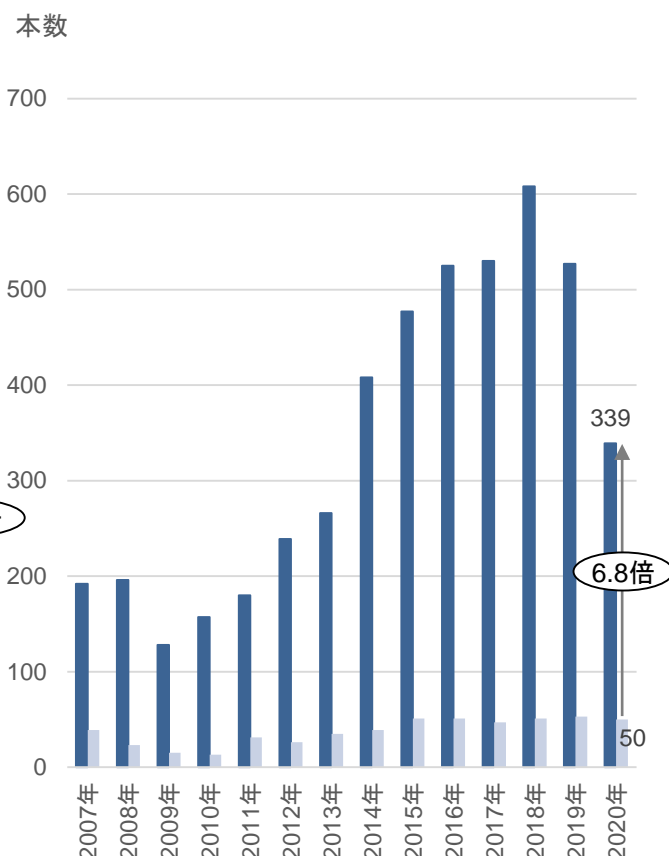
□ 日本のVCファンドの組成金額、組成数、平均サイズは、米国と比較すると低水準にとどまっている。

## VCファンド組成金額



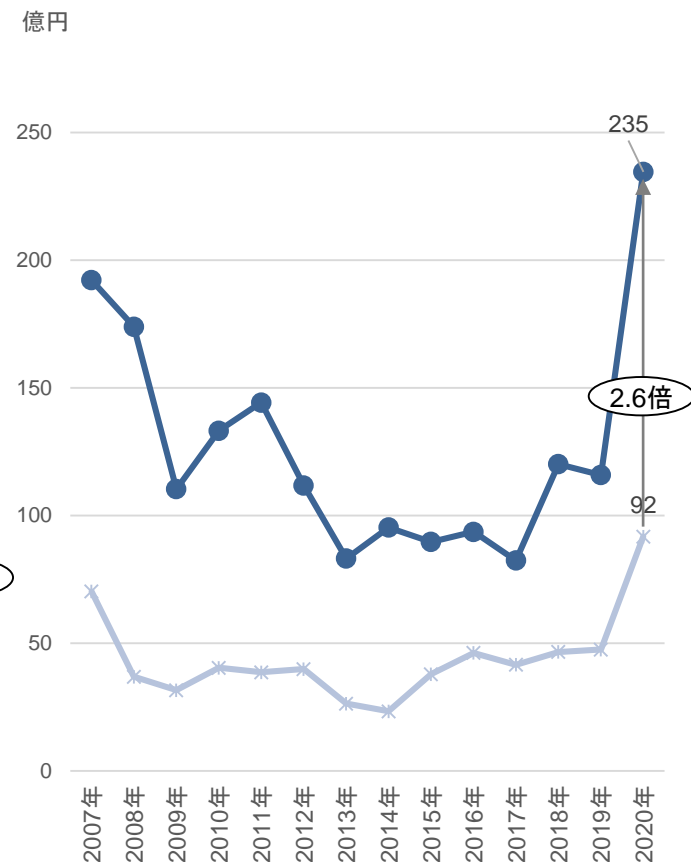
● 米国 \* 日本

## VCファンド組成数



■ 米国 ■ 日本

## VCファンド平均サイズ

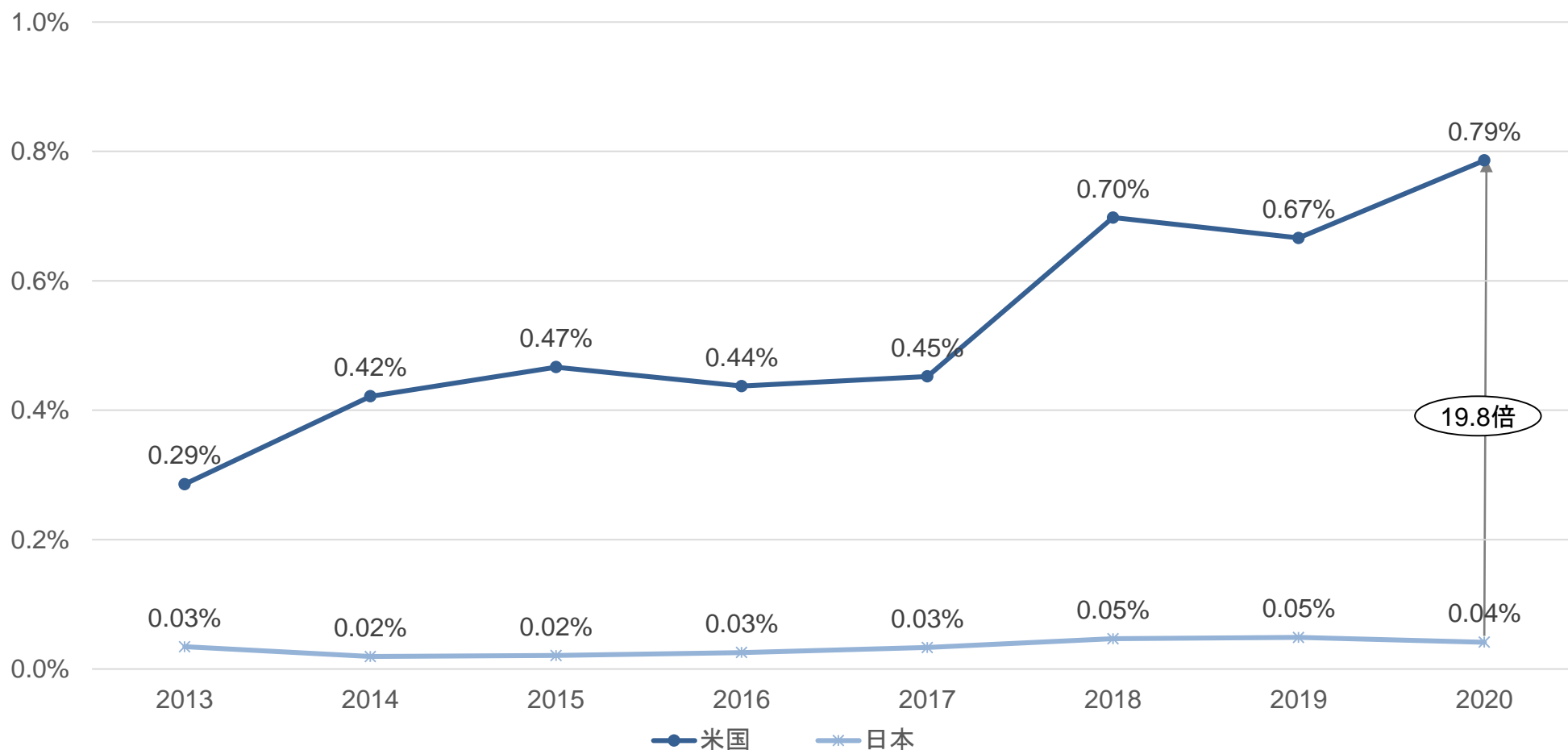


● 米国 \* 日本

## VCファンドに関する動向②(国内スタートアップ投資)

□ 国内のベンチャー企業への投資額は、米国と比較すると低水準にとどまっている。

対GDP比ベンチャー企業投資額



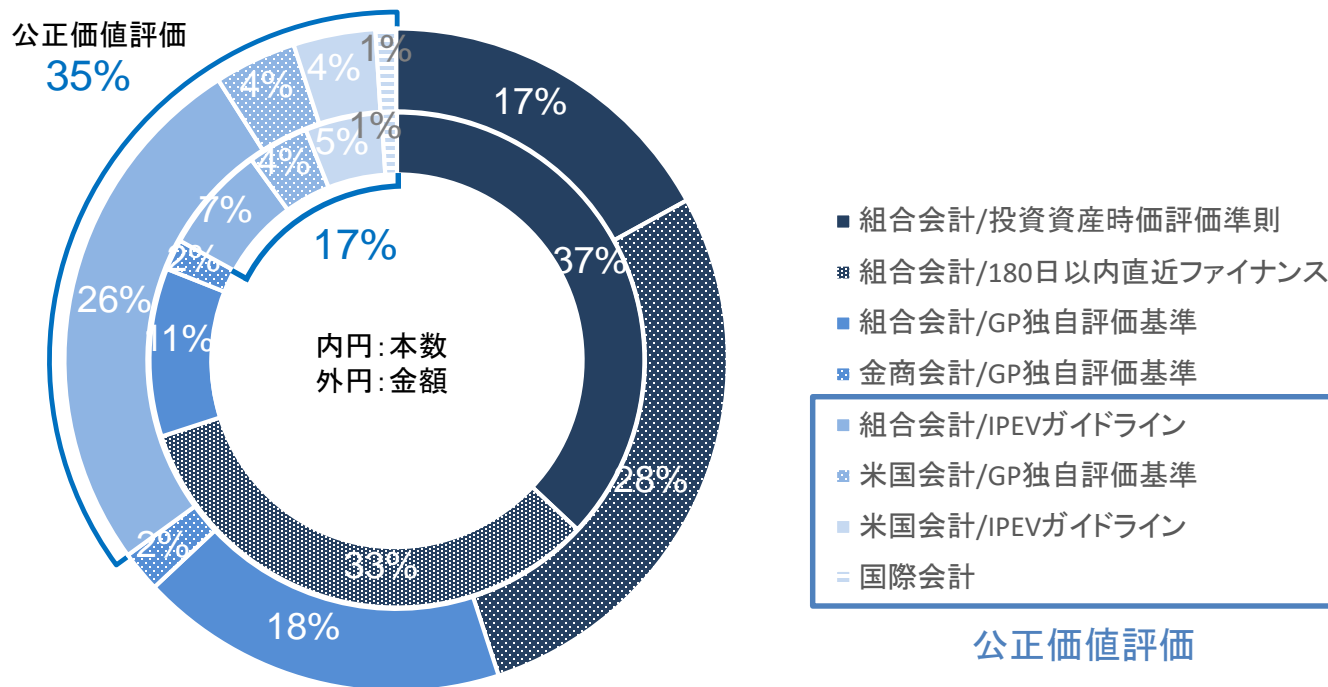
(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(日本)、National Venture Capital Association(米国)のデータを基に金融庁作成

(注) 日本の各年のデータは年度末時点。

## 非上場株式等の公正価値評価①(実態・意義)

- 国内のVCファンドでは、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が多くある。この点、内外の機関投資家からVCファンドへの資金供給拡大等に向けて、ベンチャーキャピタル協会(JVCA)は、国際標準である公正価値評価の普及のための取組みを実施している。
- また、LP出資者がVCファンドのパフォーマンス評価を行うとともに、VCファンドが投資先である非上場企業を適切に管理し、企業価値向上に向けた働きかけを行う上で、非上場株式等の公正価値評価は有用と考えられる。

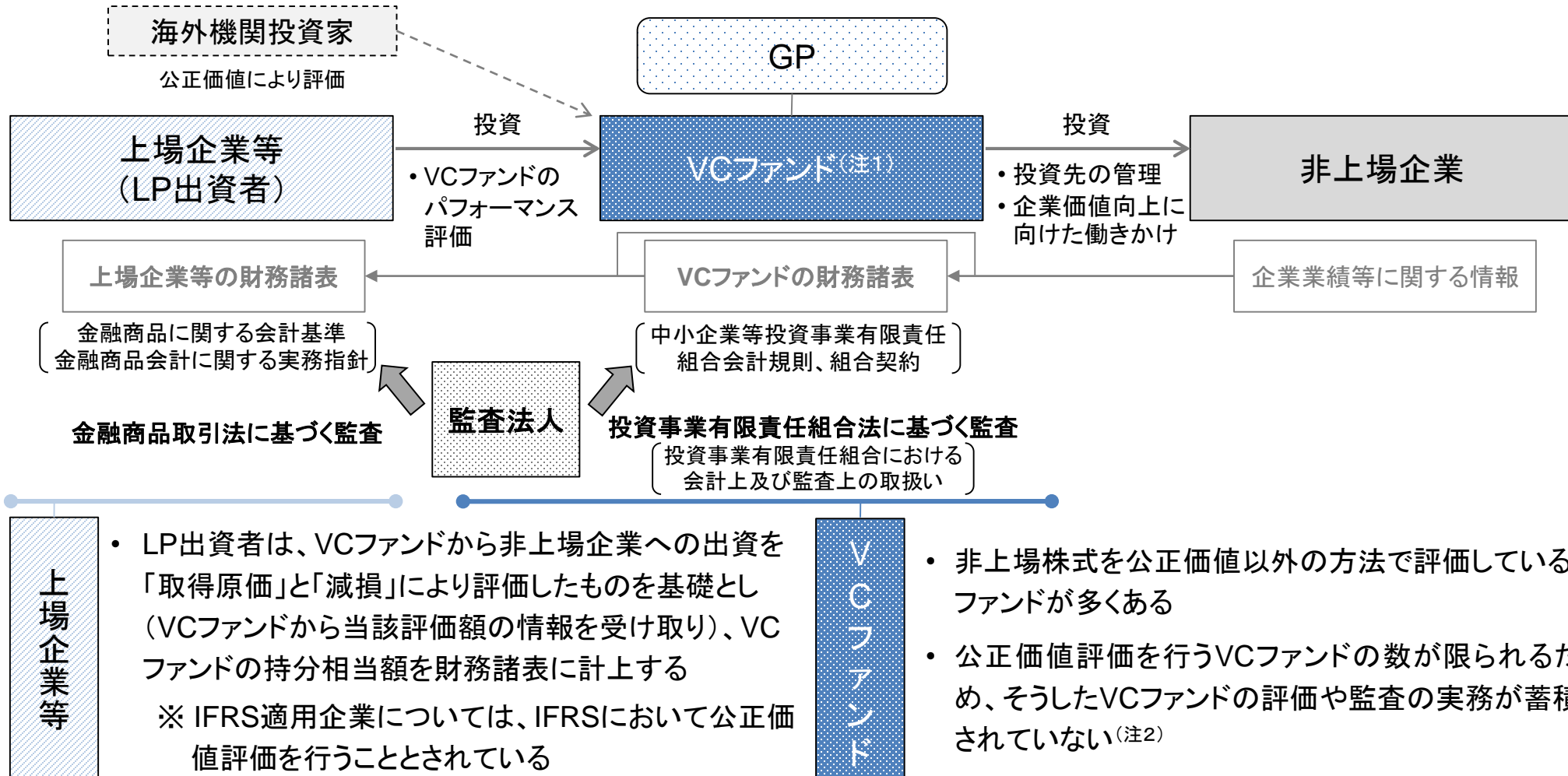
公正価値評価を実施する国内VCファンドの割合(2021年末時点)



(出所) Preqin「PREQIN日本特集: 国内VCパフォーマンスベンチマーク第4回調査アップデート(2021年版)」(注)より金融庁作成  
 (注) 母集団はJVCA会員49社、計150本分のファンドデータであり、本数ベースで国内VC市場全体の33%、金額ベースで74%を占める。

## 非上場株式等の公正価値評価②(課題)

- 我が国では、公正価値評価を行うVCファンドの数が限られるため、そうしたVCファンドの評価や監査の実務が蓄積されていない、また、多くのLP出資者が適用する会計基準ではVCファンド持分の公正価値評価が求められていない、といった課題が指摘されている。



(注1) 上記のVCファンドは投資事業有限責任組合の場合を記載している。

(注2) 外国籍のVCファンドは公正価値評価を行っている場合が多く、それらのVCファンドの監査に対応している監査法人もある。

I. 諮問と今後の検討

II. 成長資金の円滑な供給

III. 市場インフラの機能向上

IV. ご議論いただきたい事項

1

これまでの議論と  
市場インフラの現状

2

市場制度ワーキング・  
グループ中間整理等  
を踏まえた更なる検討

3

市場インフラ機能向上に  
係るその他の論点

# 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 中間整理(概要)

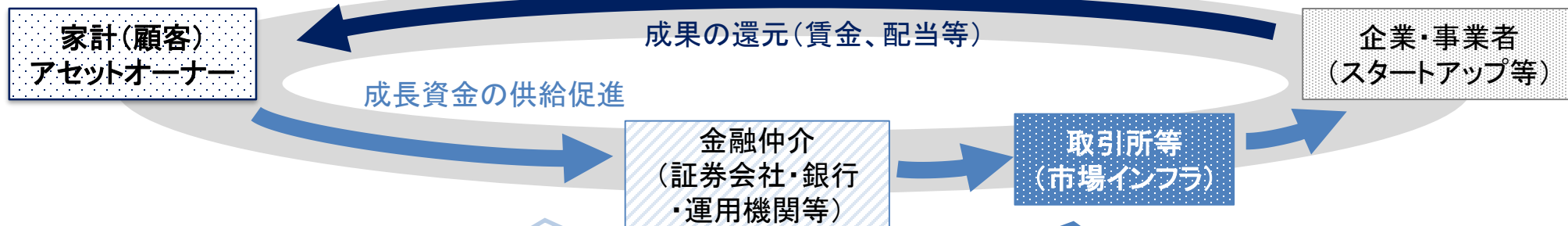
- 成長・事業再生資金の供給により持続的な経済成長を実現するとともに、家計の適切な金融商品の選択を通じて成長の成果を還元させる、「成長と分配の好循環」の実現のための施策について整理。
- 具体的な対応策を示した事項については、順次実施。その他の事項については、引き続き、市場制度ワーキング・グループにおいて検討。

## 成長・事業再生資金の円滑な供給

課題: 我が国スタートアップへの資金供給が、欧米と比べてなお小規模。

対応: ○機関投資家からの資金供給の拡大

○スタートアップ企業の上場プロセス等の見直し



## 経済成長の成果の家計への還元促進

課題: 我が国家計では「貯蓄から資産形成」の動きが限定的で、金融資産の伸びが欧米と比べ低い。

対応: ○金融事業者による顧客本位の業務運営の確保

○金融リテラシーの向上

## 市場インフラの機能向上

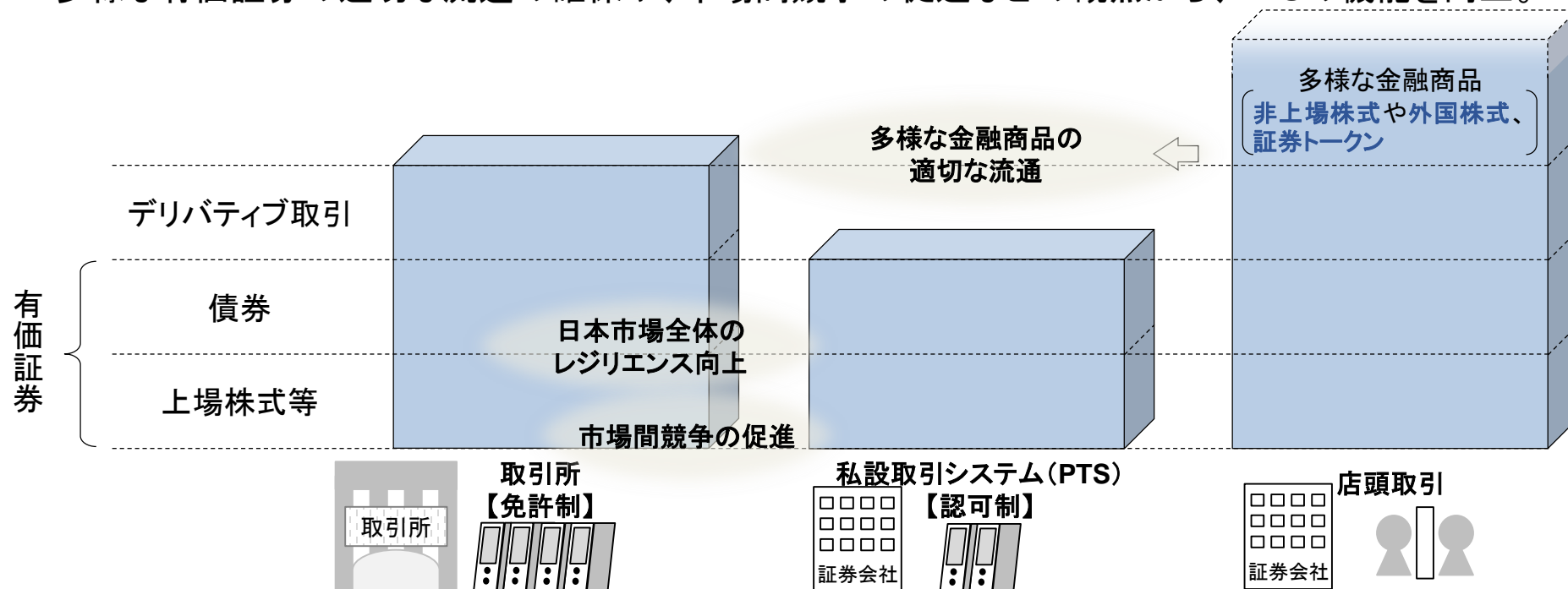
課題: 上場株式の取引の場が限定的。また、上場株式以外の金融商品の流通が不十分。

対応: ○非上場株式や証券トークンの適切な流通の確保

○上場株式等の市場間競争の促進

# 市場インフラの機能向上(市場制度ワーキング・グループ中間整理)

- ❑ 金融商品の「取引の場」としては、①東証などの取引所のほか、②証券会社が運営する私設取引システム(PTS)、③証券会社の店頭取引がある。
- ❑ 多様な有価証券の適切な流通の確保や、市場間競争の促進などの観点から、PTSの機能を向上。



上場株式等の  
取引プラットフォーム

- 不公正取引への対応を強化しつつ、PTSが上場株式等を取り扱う場合の売買高の上限緩和について検討

非上場有価証券等の  
取引プラットフォーム

- 非上場株式や証券トークン等の流通におけるPTSの積極的な活用に向け、認可審査について、以下を実施
  - ・審査内容・手続の明確化
  - ・取扱商品・取引高に応じた認可基準の適切な設定
  - ・認可手続の迅速化
- 投資家保護のため、取扱商品の適切性を確認する枠組みを構築



### Ⅲ. 市場インフラの機能向上

#### 1. 上場株式等の取引プラットフォーム

##### 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、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。

なお、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枠組みを検討していくことが考えられる。

##### 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。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。

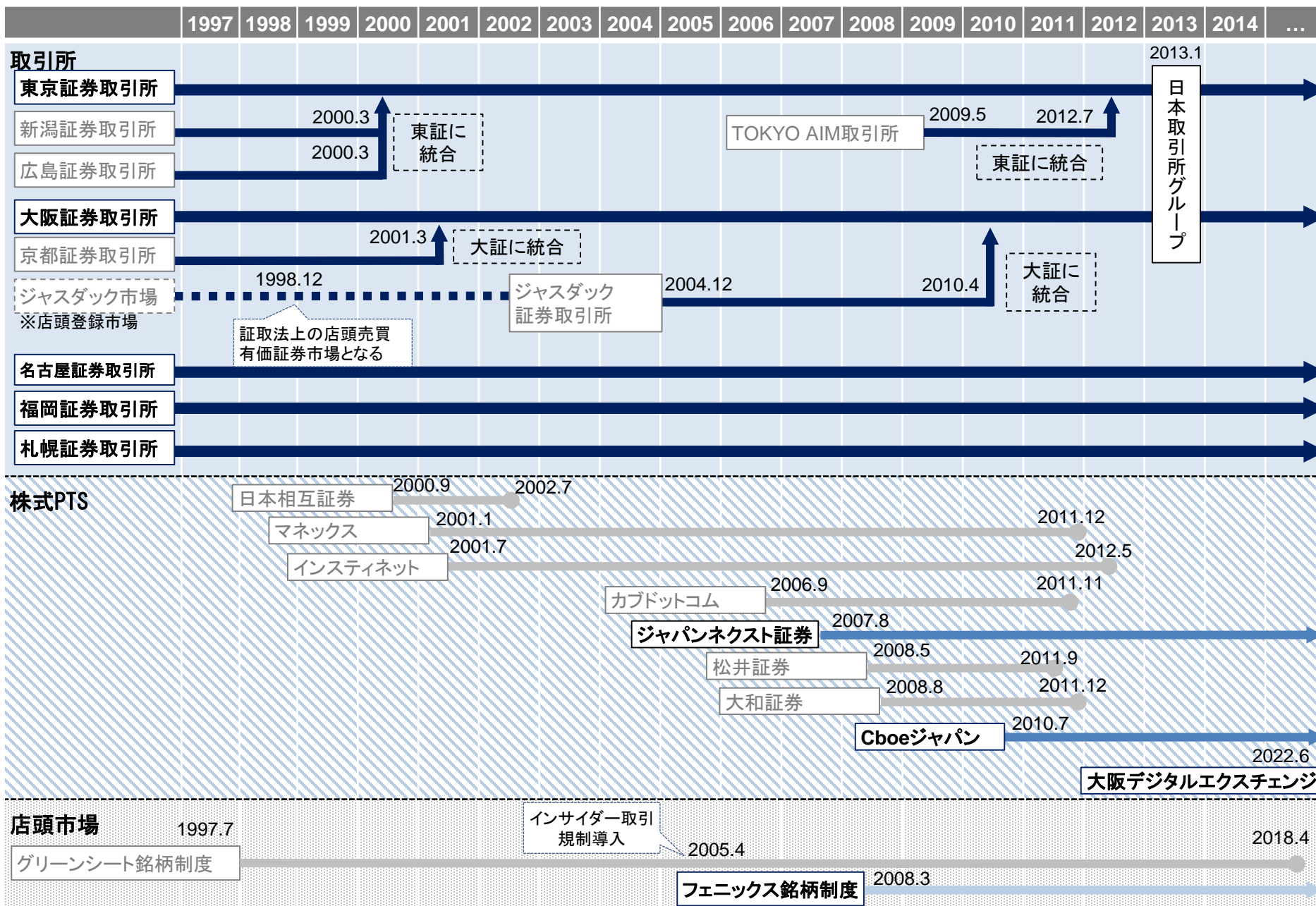
こうした指摘を踏まえ、法令上もPTSに対し、取引情報の公表を義務付けることについて引き続き検討すべきである。

# 市場インフラに関する制度(沿革)

- 1998年、金融システム改革において、投資家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、という競争が市場間で行われることを期待して、上場株式の取引所集中義務が廃止された。以降、市場インフラについて様々な取り組みが進められてきている。

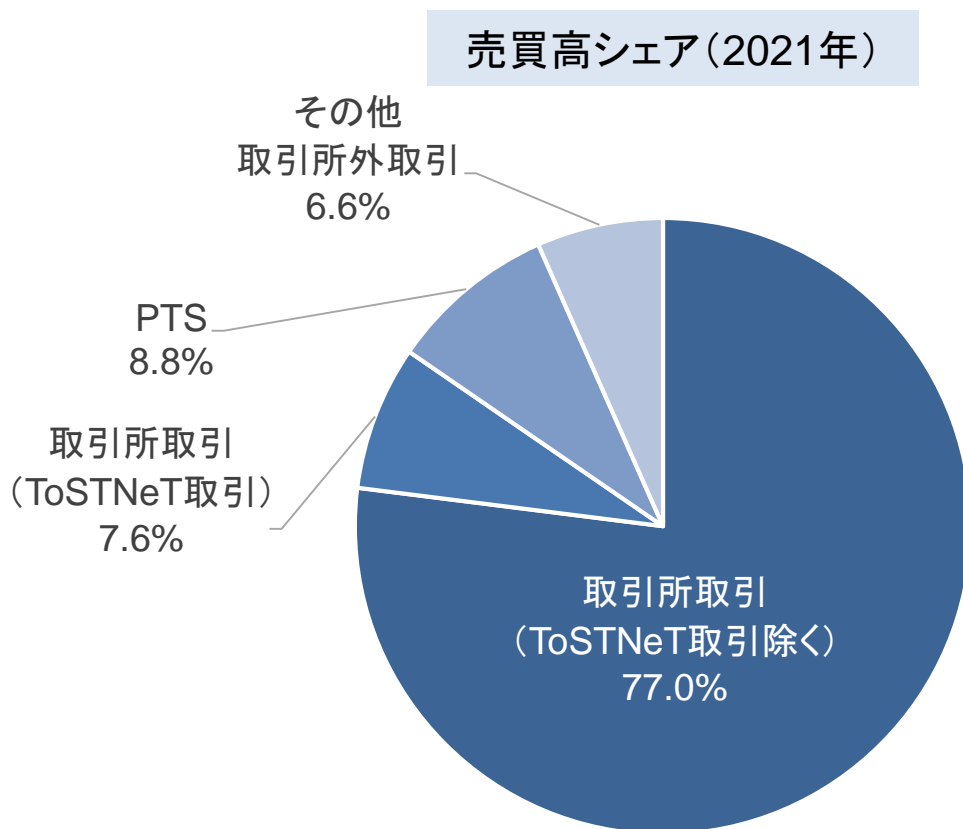
	取引のプラットフォーム		ポスト・トレードの枠組み (振替機関等)
	取引所制度・PTS制度	その他	
1997年		・グリーンシート銘柄制度導入	
1998年	・取引所集中義務の撤廃 ・私設取引システム(PTS)の認可制導入		
1999年	・立会場の廃止	・インターネット証券の参入	
2000年	・株式会社形態の取引所に関する制度整備 ・PTSにおける売買価格決定方式の拡充 (「顧客注文対当方式」「売買気配提示方式」の追加)		
2004年			・株式等の振替制度の開始 ・一般振替DVP決済の取扱い開始
2005年	・取引所取引原則の撤廃 ・PTSにおける売買価格決定方式の拡充 (「競売買方式(オークション方式)」の追加)	・最良執行方針等に関する規制の導入 ・グリーンシート銘柄制度改正 (インサイダー取引規制及び適時開示義務導入)	
2007年	・取引所による「自主規制法人」の設立等に関する制度整備		・投資信託振替制度の開始
2008年	・特定投資家向け有価証券に係る制度整備	・フェニックス銘柄制度導入	・ETF(上場投資信託)振替制度の開始
2009年			・上場株式等に係る券面の廃止
2012年	・取引所取引と類似するPTS取引について、いわゆるTOB 5%ルールの適用を除外		
2013年			・「清算・振替機関等向けの総合的な監督指針」公表
2014年			・貸株DVPの実現
2015年		・投資型クラウドファンディング制度導入 ・株主コミュニティ制度導入	
2017年		・仮想通貨(暗号資産)交換業の登録制導入	
2018年		・高速取引行為(いわゆるHFT)の登録制導入 ・グリーンシート銘柄制度廃止	
2019年	・PTS信用取引の解禁		・株式等の決済期間短縮化(T+2化)の実施
2020年		・暗号資産デリバティブ取引に係る制度整備 ・証券トークンに係る制度整備	
2023年		・最良執行方針等のあり方の見直し	

# 市場運営者の状況(沿革)



## 上場有価証券の取引全体に占めるPTSの売買高シェア

- 日本においては、上場有価証券の取引全体のうち、8割弱を取引所の立会市場が占めており、立会外市場も含めると、85%程度となっている。一方、PTSのシェアは1割弱程度となっている。

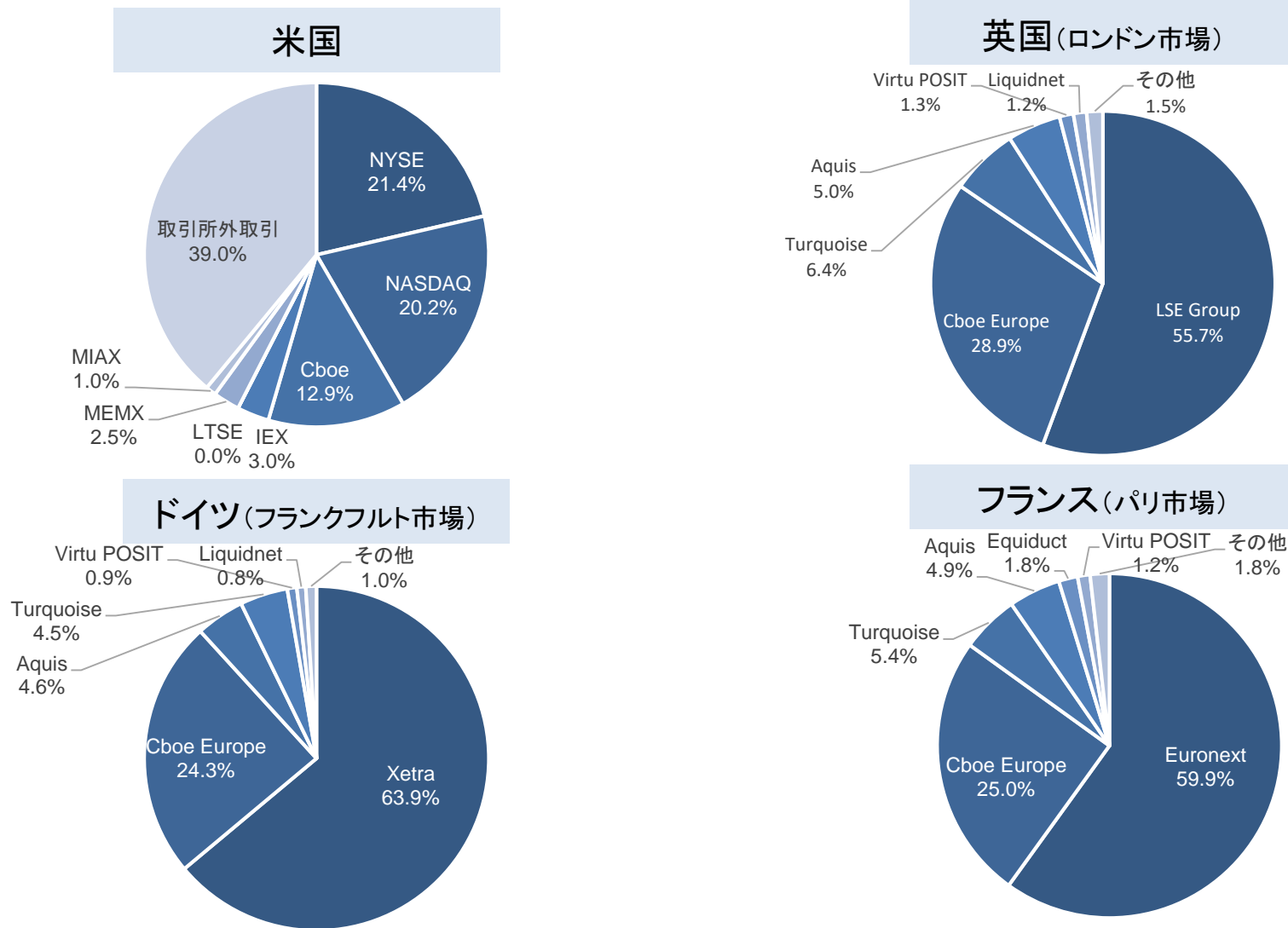


(出所) PTS Information Network「金融商品取引所上場銘柄のPTSにおける年間売買状況等(売買代金)」、東京証券取引所「統計月報」より金融庁作成

(注1) 売買代金ベース。「ToSTNeT取引」は、単一銘柄取引。

(注2) PTSにおける取引は、取引所の取引時間外にも行われている。こうした時間帯においては、上場株式等についても、主としてPTSにおいて取引が行われることとなる。

- 米国や欧州においては、取引所同士、取引所と代替的取引施設(ATS(Alternative Trading System)やMTF(Multilateral Trading Facility))、代替的取引施設同士において、活発な市場間競争が行われている。



(出所)Cboe Global Markets公表資料より金融庁作成。売買代金ベース(2022年9月)

# 上場株券等の取引におけるPTSのシェア上昇

- 日本証券クリアリング機構(JSCC)によるPTS取引に係る清算の開始(2010年7月)、信用取引の解禁(2019年8月)等を背景に、PTSは上場株式等の取引におけるシェアを伸ばしてきた。(2022年8月末時点で、3社合計13.2%)

取引所取引に対するPTS取引の割合(売買代金ベース)



(出所) PTS information network

(注) 2段階で実施。フェーズⅠ: 3,000円超の価格帯の呼値の単位を縮小、フェーズⅡ: 5,000円以下の価格帯について円未満の呼値の単位を導入。

1

これまでの議論と  
市場インフラの現状

2

市場制度ワーキング・  
グループ中間整理等  
を踏まえた更なる検討

3

市場インフラ機能向上に  
係るその他の論点

## PTSの上場株式等に関する売買高上限

- PTSの上場株式等に関する売買高について競売買方式とその他の方式では、上限に差が設けられている。
- 顧客注文対当方式においても、成行注文に近い取扱いをすることが可能(次頁参照)であり、実質的に競売買方式に近づいているとの指摘がある。
- 他方、ピリオディック・オークションなど、多様な取引手法を導入するためには、競売買方式に係る売買高上限を緩和すべきとの指摘もある。

売買価格決定方式	概要	上場株式等に関する売買高の上限
競売買方式 (金商法2条8項10号イ)	金融商品取引所と同様のオークション方式により売買を行う事が可能で、成行注文や板寄せを行うことも可能。	[政令] 過去6月間の競売買方式に係る取引高(1日平均額)が、取引所金融商品市場の取引高に対し、 - 取扱銘柄全体(合算)で <u>1%以下</u> であって、かつ、 - 銘柄ごとに <u>10%以下</u> であること
市場価格売買方式 (金商法2条8項10号ロ)	金融商品取引所上場銘柄を、その銘柄が上場されている金融商品取引所市場におけるその銘柄の売買価格を用いて売買する方式。	
顧客間交渉方式 (金商法2条8条10号ニ)	PTSにおいて顧客同士が価格や数量等の条件について交渉していき、双方が合意に達した条件のもとで売買する方式。	
顧客注文対当方式 (定義府令17条1号)	顧客が提示した指値が、取引の相手方となる他の顧客の提示した指値と一致する場合に、その指値を用いて売買する方式。 成行注文や板寄せといった手法が行われず、あくまでも顧客が提示した指値を突き合わせる場所が金融商品取引所での売買方式と大きく異なる。	[監督指針] 過去6月間の売買代金(1日平均)が、取引所金融商品市場の売買代金に対し、 - 取扱銘柄全体(合算)で <u>10%未満</u> であること、または、 - 銘柄ごとに <u>20%未満</u> であること
売買気配提示方式 (定義府令17号2号)	マーケットメイカーが一つの銘柄に対して複数の売り気配・買い気配を提示し、これらに基づく価格を用いて売買する方式。マーケットメイカーに対して恒常的な気配提示やそれに基づく約定義務は課せられていない。	



- PTSでは成行注文は扱われていないものの、SOR(Smart Order Routing)を通じて、成行注文を最良気配の指値注文に変更し、PTSに注文が回送されているケースがある。

1

成行注文

- 投資家が100株をSORを利用して買い注文を発注

2

最良価格を比較

- 取引所・PTSの最良売り気配を比較

3

成行注文を指値注文に変更

- 成行注文を指値注文に変換し、最良売り気配を表示するPTSに注文を回送し、100円で約定



## 諸外国における市場間競争：それぞれの市場の特色(売買方式)

- 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る。

(※) 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。

市場名称	特色
NASDAQ 【米国】	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 長期投資家のニーズに配慮し、M-ELO (Midpoint Extended Life Order) と呼ばれる注文方法を導入。 (注) M-ELO注文は、①10ミリ秒の待機時間経過後、②M-ELO注文同士で、③最良気配の仲値で約定される。</li> </ul>
Investors Exchange (IEX) 【米国】	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 「投資家のための市場」として、HFTなどの高速取引の優位性を低減する効果があるとされる枠組みを提供。 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ スピード・バンプ (Speed Bump) : IEXに対するすべての注文に対し、一律350マイクロ秒のレイテンシーを強制的に発生させる。</li> <li>✓ IEXシグナル: 価格が不安定 (unstable) である場合に発せられるシグナル。シグナルが発せられている最中において、注文を保護する枠組みが提供されている。</li> </ul> </li> </ul>
Members Exchange (MEMX) 【米国】	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 市場間競争を促進するとして、大手投資銀行やオンライン・ブローカーが自ら出資して設立。</li> <li>● 最新のテクノロジーによるシンプルな注文タイプや低コストのサービスを提供。</li> </ul>
Cboe Europe 【欧州】 Turquoise 【欧州】 ほか	<ul style="list-style-type: none"> <li>● HFTなどの高速取引の優位性を低減する効果があるとされるピリオディック・オークションを導入。 (注) ピリオディック・オークションとは、取引参加者からの注文をトリガーとして実施される板寄せ。注文受付時間を100ミリ秒以内のランダムとするものなど、様々な形態がある。</li> </ul>

## 取引所とPTSに関する現行規制等

- 金融商品取引所は、公正性・中立性の観点から各種規制が整備されている一方、PTSに対しては、金融商品取引業者の業務の一類型であるということを踏まえた態勢整備等が求められているに留まる。(PTSについては、不公正取引排除のための内部管理態勢整備やPTSによる気配情報等の公表が監督指針で定められている。)

### 金融商品取引所

- 免許制[第80条]
- 最低資本金10億円[第83条の2]
- 業務範囲[第87条の2]
  - － 固有業務:市場開設・附帯業務
  - － その他業務(認可制):取引識別番号指定等に限る
- 子会社業務範囲[第87条の3]
- 役員の兼職禁止[第87条の5]
- 役員の秘密保持義務[第87条の8]
- 差別的取扱いの禁止[第87条の9]
- 議決権被取得等制限(原則20%未満)[第103条の2]
  - － 主要株主に対する検査・監督[第106条の6・第106条の7]

#### 「上場」に関する規制

- 有価証券発行者が行う情報開示・提供に関する審査・処分等[第84条]
  - 上場・上場廃止に関する業務[第84条]
  - 上場・上場廃止時の届出義務[第121条、第126条]
  - 国による上場命令[第125条]
- ※自らが発行する有価証券等を上場する場合には要承認[第122条、第124条]

#### 「取引プラットフォーム」に関する規制

##### [売買審査]

- 会員等の資格審査・処分(過怠金等)等[第84条・第87条]
- 会員等の法令・信義則等の遵守状況調査[第84条]
- 売買・取引の内容審査[第84条]
- 高速取引行為者の法令等の遵守状況調査[第85条の5]

##### [気配情報・約定情報の通知・公表]

- 毎日の総取引高、価格等の通知・公表等[第130条・第131条]

### 私設取引システム(PTS)

- 認可制[第30条]
- 最低資本金3億円[第30条の4]
- 業務範囲[第35条]
  - － PTS運営業務のほか、付随業務・届出業務
  - － その他業務(承認制):制限なし

#### 「上場」に関する規制

なし

#### 「取引プラットフォーム」に関する規制

##### [内部管理態勢]

- 不公正取引排除のための内部管理態勢整備[監督指針]

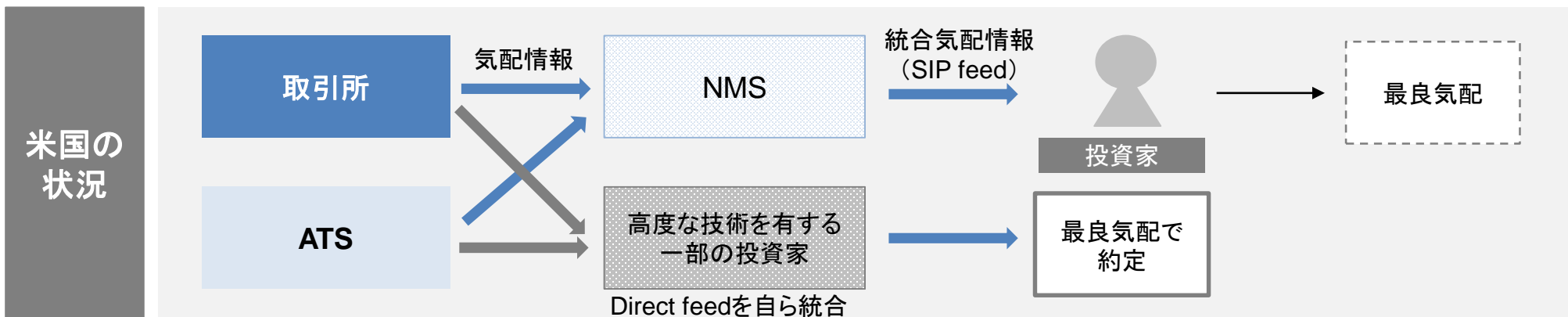
##### [気配情報・約定情報の通知・公表]

- 毎日の総取引高、価格等の通知・公表等[第67条の18等]

※法令上、PTS に対しては、取引所とは異なり自ら気配情報等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気配情報等を公表する枠組みがとられている。ただし、協会のシステムではリアルタイム性は必ずしも確保されていない。

## [参考]米国の統合気配情報システムについて

- 米国においては、証券取引所とATS(Alternative Trading System)との間で活発な市場間競争が行われており、合わせて48の執行市場が存在。
- 1975年に、NMS(National Market System)が構築され、各市場における気配情報及び約定情報が統合配信される制度が整備された。
- 1978年には、ITS(Intermarket Trading System)が構築され、NMSによる統合気配情報(SIP feed)に基づき、最良気配(NBBO: National Best Bid and Offer)のある市場に注文を回送する制度が整備された。
- 米国では、NMSの枠組みに基づいて注文執行する場合、原則としてブローカーの最良執行義務違反は問われない。
- なお、HFTなどの高度な技術を有する一部の投資家は、各市場から直接提供された気配情報(Direct feed)を自ら統合することにより、SIP feedに依拠するよりも、速く注文することが可能。
- HFTなどによるDirect feedに依拠した注文が執行され、既に最良気配がなくなっていたとしても、最良気配がなくなったことは、Direct feedよりも速度の遅いSIP feedには反映されていない状況が生じる。この間にSIP feedに依拠した投資家による注文を執行しようとする、SIP feedに表示されていた最良気配では執行できないという事態が生じる。



(注)ITSは、レギュレーションNMSの導入時に各取引施設がそれぞれの市場を個別に接続する形式に仕組みが変更されている。

1

これまでの議論と  
市場インフラの現状

2

市場制度ワーキング・  
グループ中間整理等  
を踏まえた更なる検討

3

市場インフラ機能向上に  
係るその他の論点

## 市場インフラ機能強化に係るその他の論点①（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、取引所やPTSにおいて取引の状況に応じそれぞれが判断して設定しているものの、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となる）一方、過度に小さいと、流動性が低下し約定しにくくなるとの指摘がある。
- PTSは、東京証券取引所より細かなティック・サイズを設定して、投資家を呼び込んでいる実態があり、東京証券取引所とPTSのティック・サイズの差が小さくなると、PTSの取引高に対する影響があり、そうした点も考慮しつつ、呼値の格差を縮めていくべきとの指摘がある。

（参考）東京証券取引所は、中流動性銘柄について、投資家の分かりやすさを重視するとともに、過度に細かい呼値にならないようにしつつ、呼値の単位の見直しに取り組む旨、公表している。

各執行市場におけるティック・サイズ

	東京証券取引所		Cboeジャパン	ジャパンネクスト証券	大阪デジタルエクスチェンジ	
	TOPIX100 構成銘柄、ETF等(円)	その他の銘柄(円)	Alpha	J-Market	TOPIX100 構成銘柄(円)	その他の銘柄(円)
現在の株価レンジ	呼値の水準(円)		全銘柄(円)	全銘柄(円)		
	~1,000	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	~3,000	0.5		0.1		
	~5,000	1		0.5		
	~10,000		1	1	1	1
	~30,000	5		1		
	~50,000	10		5		
	~100,000		10	10	10	10
	~300,000	50		10		
	~500,000	100		50		
	~1,000,000		100	100	100	100
~3,000,000	500	100				

（注）Cboeジャパンとジャパンネクスト証券については、顧客注文対当方式を採用するもののうち、取引主体について付加的な制限のないマーケットのティック・サイズを掲載。

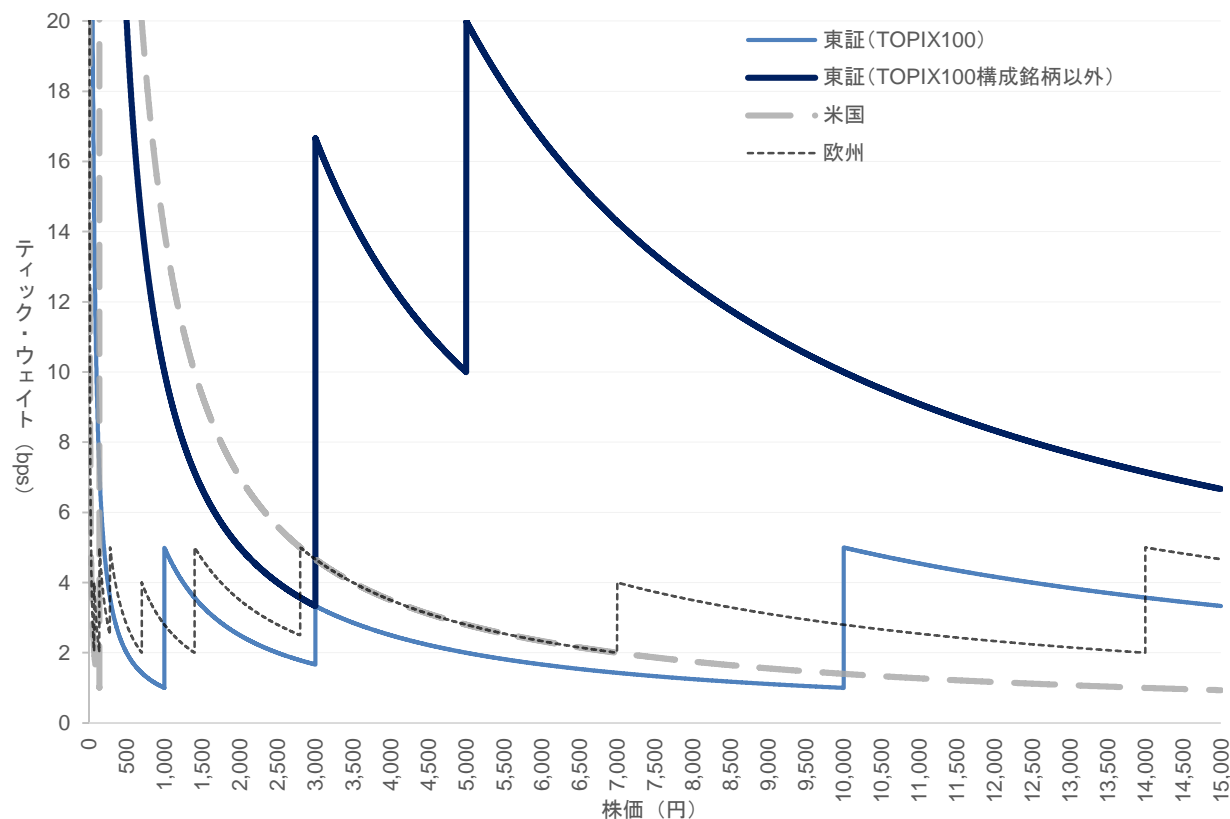
## ティック・ウェイトに関する国際的な比較

- 東証のTOPIX100構成銘柄以外のティック・ウェイト(呼値の刻み幅÷株価)は、株価が3000円以上の場合に特に大きくなる一方、そのうち、中流動性銘柄(TOPIX Mid400)の構成銘柄の株価は、500円～3000円の価格帯で約6割を占めている。

(参考)米国では、株価が1ドル以上の場合は0.01ドル刻み、株価が1ドル未満の場合は0.0001ドル刻みの呼値となっている。

欧州では、流動性指標(一日平均約定回数)に応じた刻み幅の呼値を使用することが定められている。

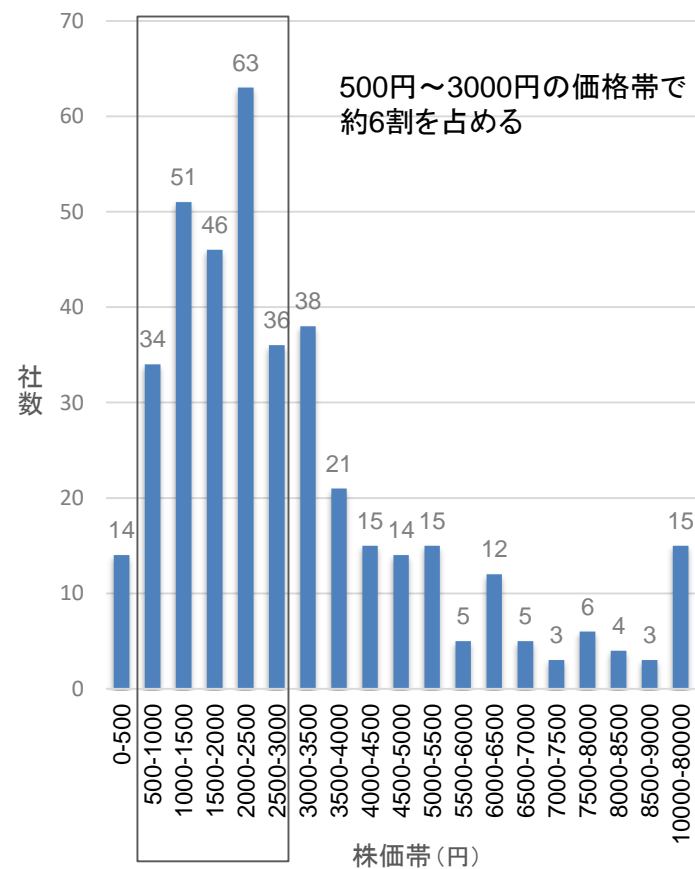
### 東証と米欧のティック・ウェイトの比較



(注1) 為替については、単純化のため1ドル=1ユーロ=140円で計算

(注2) 欧州については、一日平均約定回数2000-9000回ものを記載。(約定回数9000回超のものについては更に小さいティック・ウェイトとなる。)

### TOPIX Mid 400構成銘柄の株価分布



(出所) Bloomberg (10月4日東京証券取引所終値)

## 市場インフラ機能向上に係るその他の論点② (TOB5%ルール)

- PTSにおける取引に対するTOB5%ルール(※)の適用については、平成24年の制度改正の際、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、PTSの競売買方式及び顧客注文対当方式を採用するものについては、TOB5%ルールの適用除外が認められている。

(※)取引所金融商品市場外において60日間で10名超の者から株券等の買付け等を行った後における株券等所有割合(特別関係者の所有分も合算)が5%を超える場合における当該株券等の買付け等については、公開買付けによらなければならない。【金商法27条の2第1項1号】

- 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。
- 取引所とPTSの違いにも留意しつつ、取引所とPTSのイコールフットイングを進めるべきとの指摘がある。

東京証券取引所	立会外取引の主な類型	類型	取引方法	TOB 5%ルール
		ToSTNeT-1 (単一銘柄取引・ バスケット取引)	相手方取引参加者・銘柄・数量・決済日等を指定し、呼値が合致すると同時に約定。 ※ただし、 <u>単一銘柄取引の場合、直近値±7%以内、 バスケット取引は直近値±5%以内の価格制限あり</u>	適用 対象外
		ToSTNeT-2 (終値取引)	終値・VWAP(出来高加重平均価格)を参照した取引	

PTS

- 引値やVWAPを参照する取引や、クロス取引を行う場合には、取引所の立会外取引と異なり、**TOB5%ルールの適用対象**とされている。



## 市場インフラ機能向上に係るその他の論点③(値がさ株)

- 東証などの取引所は、個人投資家の投資しやすい環境を整備するために、望ましい投資単位として50万円未満との水準を示し、大多数の上場企業はこの範囲での投資が可能となっている。しかしながら、投資単位が高い水準のままの企業も依然存在しており(投資単位(株価×100)が100万円以上の企業が43社存在)、投資単位の引下げが図られる必要があるとの指摘がある。

### これまでの取組み・経緯

### 投資単位が高い上場企業 (2022年8月末)

東証などの取引所は上場規程の改正を実施

- 上場企業は投資単位が50万円未満となるよう努める(努力義務)
- (投資単位が50万円以上の場合)投資単位の引下げに関する考え方及び方針等について、事業年度毎の開示を義務化

[参考]投資単位が50万円未満の上場企業は全体の65.5%

⋮

(各上場企業が株式分割の実施等による投資単位の引下げに取組みの進展)

⋮

上場企業(3,763社)のうち、  
投資単位が50万円未満は3,565社(全体の94.7%)

- ✓ 投資単位が50万円以上→198社(全体の5.3%)
- ✓ 投資単位が100万円以上→43社(全体の1.1%)

### 投資単位

A社	8,195,000円
B社	6,660,000円
C社(※)	5,699,000円
D社	5,284,000円
E社	4,416,000円
F社(※)	4,150,000円
G社	3,680,000円
H社	3,420,000円
I社(※)	2,730,000円
J社	2,482,000円

(注)(※)は株式分割を予定しており、投資単位の引下げが見込まれる企業。

2001年  
10月

2022年  
3月

## [参考]その他の金融商品取引所(日本取引所グループ)に関する最近の動き

□ 日本取引所グループでは、市場インフラの機能向上に向けて以下のような取組みが進められている。

市場構造の見直し	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 新市場区分への移行(各市場区分のコンセプトを明確化)</li> <li>- 東証株価指数(TOPIX)の見直し</li> <li>- コーポレートガバナンス・コードの改訂 等</li> </ul>
システムの更なる改善、レジリエンス向上	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 立会時間の延伸(30分)</li> <li>- クロージング・オークションの導入</li> <li>- システム再立ち上げの短縮化</li> <li>- 次期現物売買システム(arrowhead4.0)の開発</li> <li>- 関西バックアップセンターの整備 等</li> </ul>
サステナビリティの推進、グリーン戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ESG情報開示を促進するサービスの提供 (ESG情報開示実践ハンドブック、JPX ESG Knowledge Hub、ESG債情報プラットフォーム等)</li> <li>- 「FTSE JPXネットゼロ・ジャパン インデックス シリーズ」を算出開始 (FTSE Russellと共同算出)</li> <li>- グリーン・デジタル・トラック・ボンド(国内初のデジタル環境債)を発行</li> <li>- カーボン・クレジット市場の実証取引を開始 等</li> </ul>
総合取引所の実現	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CME 原油等指数先物の上場</li> <li>- 新デリバティブ売買システム(J-GATE3.0)稼働</li> <li>- LNG(液化天然ガス)先物試験上場と電力先物本上場</li> <li>- デリバティブ祝日取引の開始 等</li> </ul>

- I. 諮問と今後の検討
- II. 成長資金の円滑な供給
- III. 市場インフラの機能向上
- IV. ご議論いただきたい事項

- 日本は、諸外国と比べ、ベンチャー企業等への投資が少ない中、成長資金の供給に関して、以下のポイントを含め、どのような取組みを進めるべきか。
  - 本年7月、特定投資家の要件弾力化や私募制度に関する制度整備が行われたところであるが、今後、特定投資家に関する制度が積極的に利用されるためには、関係者によるどのような取組みが必要か。
  - LP出資者がVCファンドのパフォーマンス評価を行うとともに、VCファンドが投資先である非上場企業を適切に管理し、企業価値向上に向けた働きかけを行う上で、非上場株式等の公正価値評価は有用と考えられるが、公正価値評価を促すためには、どのような取組みを進めるべきか。

## ご議論いただきたい事項②

- 市場インフラについては、市場全体としての機能向上の観点から、金融商品取引所、私設取引システム(PTS)それぞれの機能発揮に向けて、以下の点を含め、今後、どのような取組みを進めるべきか。
  - 競売買方式に係るPTSの売買高上限について、取引手法の工夫を可能とするため、上限を緩和することについてどう考えるか。また、その水準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、売買の内容のチェックや気配情報・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。
  - 金融商品取引所とPTSにおけるティック・サイズについて、それぞれの取引の状況や、そのような状況下での最良執行のあり方を踏まえどう考えるか。
  - 立会外取引(例: ToSTNeT)と類似するPTS取引のTOB5%ルールの適用について、立会外取引とのイコールフットイングの観点からどう考えるか。
  - 投資単位が高い上場企業の投資単位の引下げについてどう考えるか。
- さらに、PTSの売買高が増加し、シェアが大きくなった場合、取引所への移行のあり方や取引所とPTSの役割分担のあり方についてどう考えるか。