

金融審議会
市場制度ワーキング・グループ
中間整理（案）

2022 年●月●日

目次

はじめに	1
I. 成長・事業再生資金の円滑な供給	3
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	3
(1) 機関投資家による資金供給の拡大	3
① アセットオーナー等による資金供給の拡大	3
② 投資信託への非上場株式の組み入れ	4
(2) 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）	4
(3) 金融サービスの高度化に向けた個別課題	5
① 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 ..	5
② デットファイナンスの拡充（事業全体に対する担保制度）	6
③ 銀証ファイアーウォール規制	6
2. 企業の成長に資する上場等のあり方	7
(1) 新規公開（IPO）プロセスの見直し	7
(2) 企業特性に合わせた上場審査のあり方	7
(3) 上場手法等の多様化	8
① ダイレクトリスティング	8
② 合併・買収（M&A）	8
③ SPAC（特別買収目的会社）	9
II. 経済成長の成果の家計への還元促進	10
1. 顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上	11
(1) 販売・助言サービスの態様に応じた適切な制度の設計	11
① 投資助言業の兼業に係る環境整備	11
② 勧誘・助言に関する制度的枠組みの検討	14
(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 ..	15
① 深度ある、より分かりやすい情報提供	15
② 情報提供のデジタル化	16
(3) プロダクトガバナンスと資産運用業の高度化	17
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	17
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 ..	18
③ 投資運用業者等の受託者責任の明確化	19
(4) その他	19
2. 家計の資産形成に向けた金融リテラシーの向上	19
(1) 学校における取組の支援	20

(2) 職域における取組の支援.....	21
(3) 関係機関・団体の連携.....	21
III. 市場インフラの機能向上.....	22
1. 上場株式等の取引プラットフォーム.....	22
(1) PTS の売買高上限等のあり方	23
(2) その他.....	23
2. 非上場有価証券等の取引プラットフォーム.....	23
(1) 認可審査の柔軟化・迅速化等.....	24
(2) 非上場有価証券等の取扱いに関する留意点.....	24
IV. 社債市場の活性化	26
おわりに	28

「市場制度ワーキング・グループ」 メンバー名簿

2022 年●月●日現在

座 長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
委 員	有吉 尚哉	弁護士（西村あさひ法律事務所）
	井口 譲二	ニッセイアセットマネジメント（株）チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー 執行役員 統括部長
	上柳 敏郎	弁護士（東京駿河台法律事務所）
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	佐々木百合	明治学院大学経済学部教授
	武田 洋子	三菱総合研究所 研究理事 シンクタンク部門副部門長兼政策・経済センター長
	野村亜紀子	野村資本市場研究所研究部長
	原田喜美枝	中央大学商学部教授
	福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科教授
	松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
	松岡 直美	ソニーグループ（株）執行役員 (日本経済団体連合会 金融・資本市場委員会 資本市場部会長)
	松本 勝	VISITS Technologies（株）代表取締役 (日本経済団体連合会 スタートアップ委員会 スタートアップ政策タスクフォース座長代理)
	森下 哲朗	上智大学法科大学院教授

オブザーバー	全国銀行協会	国際銀行協会	日本証券業協会
	投資信託協会	日本投資顧問業協会	第二種金融商品取引業協会
	日本 STO 協会	証券・金融商品あっせん相談センター	信託協会
	生命保険協会	日本プライベート・エクイティ協会	
	日本ベンチャーキャピタル協会	日本取引所グループ	
	財務省	経済産業省	日本銀行

（敬称略・五十音順）

はじめに

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¹、金融商品取引法の施行、金融・資本市場競争力強化プラン²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³。この結果、例えば、スタートアップ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⁴。

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、家計が経済成長をもたらす大きな果実を、ニーズに沿った金融商品を選択し、適切なポートフォリオを構築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⁵。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^{6,7}。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、適切なポートフォリオを構築することによって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

¹ 2001年8月8日金融庁『「証券市場の構造改革プログラム」～個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて～』<<https://www.fsa.go.jp/news/newsj/13/kinyu/f-20010808-2b.pdf>>

² 2007年12月21日金融庁『金融・資本市場競争力強化プラン』<<https://www.fsa.go.jp/policy/com petitiveness/index.html>>

³ 第12回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 3-4

⁴ 第12回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 15

⁵ 第12回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 17

⁶ 第12回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 7

⁷ 保険料控除、NISA、iDeCoに係る所得控除等の税制が家計の資産構成に与える影響が大きいのではないかとの意見があった。

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。

以上のような問題意識に基づき、当ワーキング・グループは、2021年6月の『第二次報告』⁸の公表後、2021年10月から●回にわたり、審議を行ってきた。本報告書は、当ワーキング・グループにおける2021年10月以降の審議の内容を中間的に整理したものである。

⁸ 2021年6月18日市場制度ワーキング・グループ『「市場制度ワーキング・グループ」第二次報告—コロナ後を見据えた魅力ある資本市場の構築に向けて』<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/to sin/20210618.html>

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。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、様々なステージの資金需要への対応力強化⁹、企業の持続的な成長に資する上場前後を跨いだ資金供給の拡大や上場等によるエグジット¹⁰に関する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。こうした課題に応え、地域企業の生産性を高めていく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

欧米ではスタートアップ投資を行うベンチャー・キャピタル（VC）への資金供給に、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的な役割を果たしている。これは、年金基金のような長期資金は、適切なポートフォリオ構成の下、スタートアップ投資のような長期にわたるリスク性の高い資産にも投資を行うことにより、リスクに応じた高いリターンを得ることで、全体としての運用利回りを向上させることができるとの考えに基づくものと指摘されている。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、

⁹ 製品・サービスの開発段階のシード・アーリーステージからレイターステージまでそれぞれの資金需要に切れ目なく対応していく必要があるが、特に最先端の研究開発や革新的な技術に基づくディープテック分野のシード・アーリーステージの資金需要や、レイターステージの大規模な資金需要への対応に課題があると指摘されている。

¹⁰ スタートアップの創業者やスタートアップに出資した投資家が、IPO や M&A を通じて保有株式を売却し、投資資金を回収すること。

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¹¹。

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、VC 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¹²。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¹³、専門人材の育成や運用ノウハウに関するベストプラクティスの共有などが有効と考えられる¹⁴。

また、国内 VC では、国内外の機関投資家からの資金調達拡大に向け、国際標準である公正価値で投資先のバリュエーションを行うことが推進されており、こうした取組の進展が期待される¹⁵。

② 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¹⁶が増加している¹⁷。こうした投資は、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、スタートアップが上場前後の市場の分断を乗り越えて持続的に成長することに資するものとされている。

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、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み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べきである。

（２）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

¹¹ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 10

¹² 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 11

¹³ 足元でインフレ率の上昇等によりスタートアップの資金調達環境が悪化する中で一刻も早く大手年金基金等による資金供給が強化されることが重要との意見もあった。

¹⁴ 運用者の受託者責任との関係で、長期資金運用における VC 投資の合理性を確認することが重要との意見や、国内のアセットオーナーの目標リターンやリスク選好等、投資性向のあり方の検討が必要との意見もあった。

¹⁵ 公正価値評価に対応できる監査法人の不足も課題であり、専門人材の育成等、具体的な解決策につなげていくことが重要との意見があった。

¹⁶ ここでは、上場前の段階から投資していた機関投資家が投資対象企業の上場後も投資を継続することをいう。

¹⁷ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 14

定投資家向け有価証券」の取扱い)¹⁸

レイターステージで更なる成長投資を計画するスタートアップ等には、上場前に思い切った投資を行い、企業価値を高めてから上場を目指す企業が存在する。しかし、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が存在するため、早期に上場せざるを得ないケースがあると指摘されている。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、このような早期上場の必要性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¹⁹。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、創業者やスタートアップへの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²⁰が行われている²¹。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²²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ための具体的な制度改正について検討を進めるべきである。

（３）金融サービスの高度化に向けた個別課題

① 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が高まる中、地域の金融機関等が積極的に対応し、地域企業の生産性の向上や地域経済の活性化につなげていくこと

¹⁸ PTS 規制の見直しに関する提言については、p. 22（「Ⅲ．市場インフラの機能向上」）も参照。

¹⁹ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 16

²⁰ 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（案）等について』〈https://www.jsda.or.jp/about/public/bosyu/files/220216_hi_jojo_sankou.pdf〉

²¹ 市場参加者の拡大の観点からは個人による特定投資家への移行が重要であり、個人の特定投資家の要件や移行手続等の弾力化に伴う移行の状況や、施策が実効的となっているかについてフォローアップが必要であるとの意見があった。

²² なお、枠組みの構築にあたっては、投資家保護の確保を前提としつつも、発行体企業の負担にも配慮すべきとの意見があった。

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。

このため、地域企業の事業再生・事業承継の円滑化の観点から、投資家保護に配慮しつつ、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である。

② 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ことが求められる。

このため、金融機関の実務慣行等を十分に踏まえつつ、「事業成長担保権（仮称）」について検討を行うべきである。

③ 銀証ファイアーウォール規制

第二次報告において、上場企業等に対する規制の抜本的な見直し及び弊害防止措置の実効性強化等が取りまとめられ、関係する内閣府令及び監督指針が改正されるなど、着実に制度整備が行われている²³。

その他、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り、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

²³ 第二次報告を踏まえた制度整備について、本年6月22日に改正内閣府令・監督指針が施行された【P】。<<https://www.fsa.go.jp/news/r3/shouken/20220422/20220422.html>>
同日、金融庁に「優越的地位の濫用防止に係る情報収集窓口」が設置された【P】。

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、引き続き検討を行っていくことが考えられる²⁴。

2. 企業の成長に資する上場等のあり方

スタートアップの創業者や出資者がより初期投資を行いやすい環境を整備する観点から、これらの者が投資資金を回収するに当たり、多様な選択肢が利用できることが重要である。また、上場等によるエグジットはスタートアップにとって成長のための一つの通過点であり、企業価値の向上に資する形で行うことにより、更なる成長につなげていくことが重要である。

(1) 新規公開（IPO）プロセスの見直し

新規公開（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²⁵。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²⁶。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。

(2) 企業特性に合わせた上場審査のあり方

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

²⁴ 課題等の検討に当たっては、上場会社等の非公開情報に関する取扱いや弊害防止措置に係る制度改正を踏まえた状況や、その効果・影響について、まずはフォローアップを行うべきとの意見があったほか、規制（顧客の同意が必要）がどのように障壁となっているのかの内容、情報の保護の考え方における国内外の動向、外務員二重登録禁止規制において責任の所在が曖昧になりかねない懸念に留意した議論が必要との意見があった。

一方、コロナ後の経済社会を見据えた社会課題の解決や顧客へのサービスの充実に向け、グループ一体での個人・法人顧客に対するソリューションの提供の促進を図る観点や、スタートアップを含む中堅・中小企業に対する円滑な資金供給等の促進の観点から検討を進める必要があるとの意見もあった。

²⁵ 2022年2月28日日本証券業協会「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『「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』」https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/koukaikakaku_houkokusho.pdf

²⁶ 新規上場企業への説明や情報提供の充実等の一部の改善策については、2022年7月1日施行予定。https://www.jsda.or.jp/about/public/kekka/files/20220610_PCsankou_hikiuke.pdf

る多様化が見られる。

取引所においては、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である。

(3) 上場手法等の多様化

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の利用は1例にとどまっている²⁷。また、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、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、グロース市場を含めて、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。

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い。

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²⁸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。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の緩和等を行うべきである。

²⁷ 創業から数十年経った非上場企業による利用。

²⁸ 第15回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 27

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²⁹。その後、米国では、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³⁰・監視を強化している。また、米国以外の諸外国においても SPAC が利用可能な法域があるが、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³¹。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³²。

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^{33, 34}。

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³⁵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³⁶を引き続き検証することが適当と考えられる。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³⁷。

²⁹ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 29

³⁰ 2022 年 3 月 30 日、米国証券取引委員会（SEC）は SPAC について、情報開示や開示責任の強化等に関する規制改正案を公表。

³¹ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 31

³² 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 33

³³ 2022 年 2 月 16 日東京証券取引所 SPAC 制度の在り方等に関する研究会『SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理』<<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/nlsgeu000005s68v-att/nlsgeu0000066ga8.pdf>>

³⁴ 第 15 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 32-33

³⁵ 我が国の市場の特性として、目利きとしての役割を果たすべき機関投資家が少ない点や、米国とは民事・刑事制度等が異なり、投資家が救済が受けられる場面が異なるといった点が指摘されている。

³⁶ スタートアップにとってエグジットの選択肢が増えることはプラスであるほか、SPAC は従来の IPO プロセスよりも価格について透明性が高い仕組みであり、SPAC 制度の導入により従来の IPO の公開価格設定に対する一定の牽制効果を期待できるとの意見があった。一方、日本において既に多くの企業の上場が可能である中、投資家保護上の課題等があることを踏まえ、SPAC 制度の導入の意義について明確化する必要があるとの意見があった。

³⁷ SPAC は従来の金融商品と比較してリスクの性質が異なり複雑な評価が必要であり、SPAC 運営者と SPAC 株主の間の利益相反や買収対象会社（未上場企業）に関する情報開示など様々な投資家保護上の懸念があるため、SPAC を導入する場合も、対象投資家層はプロ投資家（特定投資家）に限定すべきとの意見があった。

Ⅱ. 経済成長の成果の家計への還元促進

「はじめに」において述べたとおり、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かかわらず、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いる。このため、我が国の家計は、米国の家計等と比較すると、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。

その要因として、母国の株式市場のパフォーマンスなどと並んで、金融商品の販売者・組成者の目線が顧客と揃っておらず、家計が投資による成功体験をあまり得られなかったためではないかとの意見もある。具体的には、いわゆる回転売買や、運用内容やコストが家計の資産形成ニーズに適合しない金融商品の組成・販売、手数料やリスクに関する不十分な情報提供、金融商品の運用実態やその内容の把握に問題がある事例、等が指摘されている^{38, 39}。

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、適切なポートフォリオを構築し、資産所得を増加させるためには、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、「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や、これらの評価・検証等を行うこと」（以下、「プロダクトガバナンス」という。）が重要であり、既に提供されている商品の検証・見直しを含め、プロダクトガバナンスの十分な確保が求められる。

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。

³⁸ 2020年8月5日市場ワーキング・グループ『市場ワーキング・グループ報告書－顧客本位の業務運営の進展に向けて－』<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20200805/houkoku.pdf> p. 3, 10

³⁹ 2022年5月27日金融庁『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_1.pdf> p. 10-12, 37-45

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」⁴⁰が2017年に策定されて以降、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る。また、オンライン取引等が拡大するなか、顧客サービスの充実を通じた差別化を図る観点から、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、資産形成目的の顧客に対して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⁴¹を販売するなど、顧客の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。

家計のニーズに沿ったコンサルティングやアドバイスの提供を促進するとともに、勧誘の適切性や情報提供の充実、プロダクトガバナンスを確保することにより、家計によるライフプランに応じた適切なポートフォリオの実現を後押しし、貯蓄から資産形成への動きを確実なものとしていくことが重要である。こうした観点から制度的枠組みの見直しも含めて、金融商品取引業者等による「顧客本位の業務運営の確保」に向けた取組を進めていく必要がある。

(1) 販売・助言サービスの態様に応じた適切な制度の設計

① 投資助言業の兼業に係る環境整備

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。

現行制度上、第一種金融商品取引業者である証券会社等の付随業務には「無償」の助言が含まれているが、証券会社等が金融商品に関して「有償」の助言を提供

⁴⁰ 2017年3月に策定され、その後、2021年1月に改訂された。<<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210115-1/02.pdf>>

⁴¹ 『資産運用業高度化プログレスレポート 2022』（注 39 参照）仕組債のうち一定の販売規模を占める他社株転換可能債について、「株式の値上がり益を放棄する代わり、クーポンは高い」との営業話法が用いられることが多いが、放棄した値上がり益の価値に見合うほどの高いクーポンが設定されているとは言えない、「実質コスト（元本と公正価値の差）を年率換算すると8～10%程度に達すると考えられる」、「短期間で収益を上げやすいため、償還済み顧客に繰り返し販売する回転売買類似の行動に対する誘因が働きやすい商品性となっている」との指摘がなされている。

する場合には投資助言業の兼業が必要となる⁴²。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⁴³。

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、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。こうした中で、証券会社等からは、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⁴⁴との指摘がある。

こうした指摘等を踏まえ、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⁴⁵。具体的には、以下のア～エについて検討を進め、適切な措置を講じるべきである。

ア 投資助言業に係る登録申請・届出

重要な使用人の適格性審査のため、投資助言業に係る登録申請書に「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断を行う者」（分析者等）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。

事業者からは、規模が大きい第一種金融商品取引業者の場合等では、多数の職員が分析者等に該当し、重要な使用人としての登録及び変更の届出を求められることが、事務上負担となるとの意見が寄せられている。

そこで、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

⁴² 当事者の一方が相手方に対して有価証券の価値等又は金融商品の価値等の分析に基づく投資判断について助言を行うことを約し、相手方がそれに対し報酬を支払うことを約する投資顧問契約を締結し、これに基づき助言を行う行為（金融商品取引法第2条第8項第11号）が、投資助言業務に該当し、投資助言業の兼業が必要となる。助言に対する報酬の有無（助言が「有償」、「無償」のいずれにあたるか）は、顧客から収受する手数料等の名目によらず、その実質で判断される。

⁴³ 現在でも、例えば、第一種金融商品取引業者が、顧客が支払う残高連動手数料を、助言に対する報酬として受領し、投資助言業を兼業して「有償」の助言を提供するビジネスの例がある。

⁴⁴ 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に必要な措置が講じられている。

⁴⁵ このような環境整備にあたっては、例えば、第一種金融商品取引業に係る既存の制度との間の調整を行うことは合理的としつつも、過去の問題事例を踏まえて、制度の柔軟化にはならないよう留意すべきとの意見があった。

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が考えられる。

イ 投資顧問契約等の契約締結前交付書面・契約締結時交付書面

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」（分析者等）及び「助言の業務を行う者」（助言者）の氏名を記載することが求められている。

事業者からは、顧客に対して組織的に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々の助言に係る分析者等や助言者を特定し、その氏名を記載することが困難な場合があるとの意見が寄せられている。

そこで、このような場合、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が考えられる。

ウ 投資顧問契約に基づく助言の内容を記載した書面

投資助言業者は、「投資顧問契約に基づく助言の内容を記載した書面」を、帳簿書類として作成・保存することが求められている。

事業者からは、（i）記載すべき事項やその内容等が明確でない、（ii）幅広い顧客に「有償」の助言を提供することを想定すると、個々の助言の内容を記録することは事務的な負担が大きく、かえって顧客とのコミュニケーションが不十分になるとの意見が寄せられている。

そこで、（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が考えられる。

エ 投資助言業務に関する貸付け等の禁止

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、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。

事業者からは、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（証券担保ローンや、その媒介など）が、投資助言業を兼業した場合に提供できなくなるとの意見が寄せられている。

そこで、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が考えられる⁴⁶。

② 勧誘・助言に関する制度的枠組みの検討

ア 現状の課題

金融商品取引法上、例えば、第一種金融商品取引業者である証券会社等が金融商品に関する助言を「有償」で提供する場合は、投資助言業務に該当し、投資助言業務に関する特則として忠実義務・善管注意義務等⁴⁷が適用される。

他方、証券会社等が金融商品の販売・勧誘に伴って「無償」で提供する助言は、第一種金融商品取引業の付随業務とされ、投資助言業務に関する特則は適用されない。この場合は、金融商品取引業者全般に係る誠実公正義務や、勧誘に係る適合性原則等が適用される。また、販売・勧誘に関しては、顧客本位の業務運営の確保に向けたプリンシプル・ベースでの取組が進められている。

このように、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。このため、証券会社等が残高連動手数料を収受して助言を行う場合、同様の助言行為であっても、当該残高連動手数料が助言の報酬と解されるか否かによって、証券会社等にかかる義務が異なりうる。

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。しかしながら、証券会社等のビジネスモデルや取引慣行、業界の構造が大きく変化しつつある中で、このような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

⁴⁶ 投資助言業務に関する貸付け等の禁止については、兼業していない場合に特に問題なく行われていた貸付け等のサービスが、兼業した場合に当然に行えなくなるのは望ましくないとの意見があった。また、例えば、第一種金融商品取引業者が投資助言業務を行う場合において、適切なリスク管理や利益相反管理が行われていることを前提に、貸付け等を一律に禁止する必要まではないとの意見もあった。

⁴⁷ 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、利益相反行為等に係る行為規制や、その他の投資助言業務に関する個別規定を遵守する必要がある。

計を妨げている可能性が指摘されている⁴⁸。また、投資者保護の観点からも、同様の助言行為について、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⁴⁹。

イ 勧誘・助言に関する制度的枠組みの今後の検討

国民の安定的な資産形成を進める上では、コンサルティング・アドバイスに係るビジネスを健全に発展させるとともに、助言の対価の有無にかかわらず顧客本位の適切な助言⁵⁰が提供されることが重要である。諸外国では、勧誘・助言に適用されるルールに大きな違いが生じないように、その内容や態様に応じた制度設計がなされている⁵¹。

諸外国の制度も参考にしつつ、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である^{52, 53}。

(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

適切なポートフォリオ形成を通じて、家計が資産所得を安定的に増加させていくためには、金融商品取引において、顧客にとって必要な情報が分かりやすく提供される必要がある。

⁴⁸ 証券会社のサービスや手数料体系が多様化し、サービスと手数料の対価関係が不明確となる場合が増えている中で、「無償」の助言と整理されていたものが「有償」の助言にあたると評価された際に規制の適用関係が大きく変わることは適当でないとの意見があった。

⁴⁹ 「無償」の助言にも、利益相反管理や注意義務といった規律は課すべきとの意見があった。

⁵⁰ 個人投資家の資産運用においては、個人投資家が適切な助言やコンサルティングを受けられることが、リテラシーの向上と同様に非常に重要だが、助言に見せかけた投資詐欺のような例もあるため、個人投資家にとって安心して利用できる助言サービスが必要であるとの意見があった。

⁵¹ 第16回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 10-11

⁵² 消費者、国民の信頼を確保するため、「無償」も含めた助言について、プリンシプル・ベースでの取組に加えて、制度の見直しを進めることが期待されているとの意見があった。また、制度の見直しにあたっては、第一種金融商品取引業者、第二種金融商品取引業者等の主体ごとに、これらの者が行う助言をどのように規律することが適切か整理することがよいとの意見や、販売と一体的に・連動して行われる助言については、その特殊性や、販売・勧誘に係る制度に配慮すべき、販売と助言について同一の自主規制機関が規律すべき、との意見があった。

⁵³ 検討にあたっては、民事法と結びつきうる業者の対顧客関係に係る行為規範が重要であり、取締的な観点の規制はこれを補充するものと考えべきとの意見があった。また、助言サービスの担い手の裾野が広がっていることも踏まえ、投資家保護の観点から、誰がサービスを提供するかにかかわらず、同じサービスには等しい規律を課す方向での見直しが望ましいとの意見があった。さらに、金融商品取引における助言・推奨の重要性に鑑み、将来的には、助言・推奨を行う事業者について助言の対価の有無を問わず投資家保護の観点から望ましい規律を課し、さらに、顧客からのみ報酬を収受するタイプの投資助言業者について上乗せ規制を課すといった規制が望ましいとの意見があった。

2021年に改訂された「顧客本位の業務運営に関する原則」⁵⁴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⁵⁵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。また、社会経済全体のデジタル化が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、書面や、書面を単に電子化した電子ドキュメントよりも、充実した情報が分かりやすく提供されるように工夫していく⁵⁶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と考えられる。

② 情報提供のデジタル化

情報提供のデジタル化を、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の実現などを通じ、金融サービスへの信頼確保に繋げていくことが重要である。加えてデジタル化は、金融事業者のコスト削減に止まらず、紙資源の節減等も含め、社会全体の利益に繋がるよう行われることが重要である。

金融商品取引に関する情報提供について、デジタル・リテラシー等の顧客属性に応じた保護を図りつつ、デジタルによる情報提供を原則とする枠組みへ移行していくことについての検討が求められている⁵⁷中、新規契約・既存契約のそれぞれに関して、①顧客同意の可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⁵⁸、④その他顧客保護措置

⁵⁴ 注 40 参照。

⁵⁵ 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。

⁵⁶ 今後、金融事業者と金融庁との間の対話において、現行制度上の制約により、より分かりやすい情報提供を行おうとする事業者の取組が行いにくくなっているといった事例が確認された場合には、対応を柔軟に検討すべきとの意見があった。

⁵⁷ デジタル化のあり方について、金融商品取引に関する情報提供は「デジタルが原則（書面は例外）」である旨を明確に示すべきという意見があった一方、事業者のビジネスモデルの差異や顧客層ごとの差異などにも配慮し、書面での情報提供の余地を十分に残す観点から、見直しは「書面原則の撤廃」（デジタルでの情報提供に必要な顧客同意の不要化）に止めるべきという意見もあった。

⁵⁸ 書面での情報提供に要するコストは、書面での提供を希望する顧客自身が負担すべき、という意見もあった。

⁵⁹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、などについて引き続き検討していくことが考えられる。

（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提供を確保するための枠組みであるプロダクトガバナンスを実践していくことが重要である⁶⁰。

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、

- ・一部の投資信託やファンドラップ等において、顧客への付加価値に見合った手数料等の設定がなされておらず、顧客が高い費用を負担している⁶¹
- ・重要情報シートにおいて、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。また、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⁶²
- ・投資信託の費用のうち、「信託報酬」に分類される費用がファンドによって異なり、費用の比較を行いにくい^{63, 64}
- ・コストを踏まえたパフォーマンスの評価が徹底されていない⁶⁵

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

⁵⁹ 金融事業者においては、デジタル化のメリットを活かし、例えば、提供した情報を顧客が実際に確認した頻度を細かく把握し、必要な場合には注意喚起を行うなど、より高度なサービスを提供していくことが求められるという意見もあった。

⁶⁰ EU では、プロダクトガバナンスに関する取組として、2014 年に第二次金融商品市場指令（MiFID II : Markets in Financial Instruments Directive II）において、顧客に適合した金融商品の提供を確保する観点から、資産運用会社と販売会社の相互連携を通じて金融商品の適合性を検証する仕組みを導入した。また、2014 年にパッケージ型投資金融商品規制（PRIIPs (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products) Regulation）において、パッケージ型商品の比較可能性及び透明性を確保する観点から、投資信託、仕組商品、投資性保険等のパッケージ商品について、組成会社が商品特性（想定顧客属性も含む）、リスク・リターンや顧客が負担するコスト等を簡易な資料で開示する仕組みを導入した。

⁶¹ 『資産運用業高度化プロセスレポート 2022』（注 39 参照）p. 36-38, p. 40-43

⁶² 仕組債のようなリスクや仕組みが分かりにくい商品においては、特に、重要情報シートを活用し、組成に係るコストと販売に係るコストも含めて顧客に情報提供することが望ましい、との意見があった。

⁶³ 第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 16

⁶⁴ これについて、投資信託協会において、投資信託の交付目論見書に、原則として、直近に作成された運用報告書に記載されているファンドの総経費率に係るデータを記載するものとする規則改正を行っており、2024 年 4 月施行予定。

⁶⁵ 『資産運用業高度化プロセスレポート 2022』（注 39 参照）p. 9-11

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⁶⁶、独立社外取締役等によるこれらの評価及び検証⁶⁷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である。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、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。

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である⁶⁸。

ア 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⁶⁹を整備することが適当である。また、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

⁶⁶ 販売会社から組成会社に対し、組成した金融商品が想定する顧客のニーズに合っているかや、投資家のニーズなどの情報を上手く還元されることで、より顧客のニーズに沿った商品設計がなされるといった好循環が期待されるとの意見があった。

⁶⁷ 米英の制度のように、きめ細かく独立社外取締役の責任を設定するということは日本では時期尚早だが、資産運用会社においても今後独立社外取締役の活用は重要であるとの意見があった。

⁶⁸ 二種ファンドに関し、フィンテックの活用により新たな問題やリスクが発生する可能性があるため、監督やモニタリングの在り方などの検討が重要との意見があった。

⁶⁹ 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。なお、主要株主規制とは、第一種金融商品取引業者または投資運用業者を対象として定められている規制。具体的には、当該金融商品取引業者の議決権の20%以上を保有する株主（主要株主）に対して、欠格要件に該当した場合に主要株主でなくなるための措置を、議決権の50%超を保有する株主（特定主要株主）に対して、当該金融商品取引業者の業務の運営または財産の状況の改善に必要な措置をとることを命ずることができるほか、それらの株主に対する報告の徴取及び立入検査を行うことができる等の規定が定められている。

て引き続き検討すべきである。

イ 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が適当である。なお、ソーシャルレンディングにおいては、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。

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（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である。

（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（金融商品取引業者）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。

投資信託委託会社以外の金融商品取引業者に関しても、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⁷⁰について、引き続き検討する必要がある。

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

⁷⁰ 民事法上の効力を持つ行為規範のあり方が重要かつ中心となるものであって、行政法上の取締規定は、あくまでそれを補充するものとして位置づけるべき、との意見があった。

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た。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⁷¹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⁷²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⁷³。

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⁷⁴、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⁷⁵、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⁷⁶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⁷⁷。

（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る

⁷¹ 2013 年 4 月金融経済教育研究会『金融経済教育研究会報告書』<<https://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20130430.html>>

なお、本報告書は、「金融教育プログラム」（金融広報中央委員会）と共に、我が国金融経済教育の国家戦略として位置づけられている。Russia's G20 Presidency - OECD (2013), Advancing national strategies for financial education p.173<https://www.oecd.org/finance/financial-education/G20_OECD_NSFinancialEducation.pdf>

⁷² 2014 年 6 月の策定後、2015 年 6 月に改訂がなされており、金融広報中央委員会のウェブサイト（<https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy/>）において公表されている。

⁷³ 第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 32・p. 34

⁷⁴ 「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。これについて、金融経済教育に関心のない層の金融リテラシーを高めていくことが重要であるとの意見があった。

⁷⁵ 「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。特に、「複利」、「インフレ」、「分散投資」について、他国と比べ、低い正答率となっている（第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 31）。

⁷⁶ 第 13 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 33。新学習指導要領（中学校：2021 年度から実施、高校：2022 年度から実施）では、社会科・公民科と家庭科において、金融教育に関する記載が拡充されている。

⁷⁷ 金融経済教育は、国家的な課題と位置付けて取り組むべき重要な課題であるとの意見があった。また、学校や職域における取組の支援に加えて、学校や職域のいずれにも含まれない層の金融リテラシー向上に向けた取組も重要であるとの意見があった。

くべきである⁷⁸。

（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。

（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、制度上の手当を行うことの可否も検討しつつ、関係団体の連携を進めていくべきである。

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 安定的な資産形成の重要性、投資のリスク、リターンといった基本的事項の理解の促進や、つみたて NISA 等の優遇措置等の紹介
 - ③ ポートフォリオを考えた投資の重要性
- に重点を置いていくことが有効と考えられる。

⁷⁸ 若年層に対しては、投資詐欺等に対する注意喚起のみならず、資産形成の重要性をはじめとした投資の意義について教育していくことが重要であるとの意見があった。

Ⅲ. 市場インフラ⁷⁹の機能向上

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」⁸⁰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おり、こうした非上場有価証券等についても、PTS の機能を活用した流通の円滑化が期待される。

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. 上場株式等の取引プラットフォーム

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。市場インフラの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。

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⁸¹。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。

⁷⁹ 有価証券の取引の場（取引所、PTS、店頭）やそれを支える清算機関・振替機関等を指す。

⁸⁰ 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」報告書 <https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20210602/01.pdf>

⁸¹ 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、日本市場の構造のあり方についても議論しつつ⁸²、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。

（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⁸³。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。

2. 非上場有価証券等の取引プラットフォーム

現行法令上、PTS は「特定投資家向け有価証券」を除く⁸⁴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、非上場株式、証券トークン、外国株式といったより多様な有価証券の流通に PTS を活用するため、

⁸² 中長期的に、レジリエンス向上の観点も踏まえて、日本市場全体としてどのような構造を目指すのかについての議論も必要との意見があった。具体的には、例えば、①PTS の位置付けについて、取引所を「補完」する存在と位置付けるのか、取引所と「並び立つ」存在と位置付けるのか、②上場審査や市場監視の機能はどのような主体が担うのが適切か、といった論点がある。

⁸³ 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。

⁸⁴ 非上場有価証券のうち「特定投資家向け有価証券」の取扱いに関する提言については、p. 4（Ⅰ．１．（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）」参照。

投資家保護に配慮しつつ、取扱商品に応じた PTS 認可審査の柔軟化・迅速化等の環境整備を進めていくべきとの指摘がある。

（１）認可審査の柔軟化・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。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っており、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⁸⁵と考えられる。

近年、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が見られる一方、PTS に該当することを避けるため、プロセスのデジタル化を避けざるを得ないとの指摘がある。

今後、こうした点も踏まえて、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⁸⁶である。

（２）非上場有価証券等の取扱いに関する留意点

非上場有価証券等の PTS における適切な流通を確保する観点からは、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。

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（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、今後、投資家保護を確保しつつ、

⁸⁵ 非上場有価証券のうち特に非上場株式について、取引の流動性欠如による適正価格の不透明性が課題であり、この点、例えばマーケットメーカーが基準価格を算定して提供するなど、価格透明性の向上に向けた取組が重要との意見もあった。

⁸⁶ 今後、現行制度が PTS に対し、認可制の下で上乗せ規制を課している趣旨等を改めて整理した上で、PTS に該当しないとしても問題がない類型については、認可取得を不要とする方向で取り組むべきという意見もあった。

その実現に向けた対応を引き続き検討すべきである。

IV. 社債市場の活性化

我が国社債市場では、2009 年 7 月、日本証券業協会に「社債市場の活性化に関する懇談会」が設置されて以降、市場関係者等において市場の活性化に向けて様々な課題について検討・取組が進められてきている⁸⁷。こうした取組等もあり、我が国社債市場の発行額は増加しており、また、近年では SDGs 債⁸⁸と呼ばれる債券の発行等も大きく増加が見られるが⁸⁹、諸外国との比較において我が国社債市場の活性化という点ではまだ道半ばという状況である。

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。例えば、社債権者保護については、2019 年の会社法改正により社債管理者不設置債を対象に「社債管理補助者制度」が創設されており、今後、同制度の利用例が広がっていくことが期待される⁹⁰。

⁸⁷ 第 17 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 14

⁸⁸ 日本証券業協会は、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド及びトランジションボンド等の債券を「SDGs 債」と定義。<<https://www.jsda.or.jp/sdgs/sdgbonds.html>>

⁸⁹ 第 17 回市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料 p. 16 及び参考資料 p. 3

カーボンニュートラルの実現に向けた取組が進む中、SDGs 債の発行も大きく増加しており、社債による資金調達の重要性は増しているとの意見があった。

⁹⁰ 「社債管理補助者制度」の普及や市場関係者における円滑な導入に資する観点から、日本証券業協会は、2021 年 6 月、『社債管理補助者制度に係る実務上の対応について』を公表している。<https://www.jsda.or.jp/about/content/ho.josha_honbun.pdf>

このような観点から、今後も、他債務のコベナント等に関する情報開示⁹¹や必要なコベナントの付与⁹²、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⁹³やレポ市場の育成⁹⁴等に向けた、関係者による適切な対応⁹⁵が行われるべきである。

⁹¹ 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループではローンと社債に付される財務上の特約の開示について検討が行われている。2022年6月に公表した『金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告』では、財務上の特約の開示について、例えば、ローンの契約額や社債の発行額が、自社の純資産額の一定比率以上である場合に臨時報告書において開示、また、ローンの残高や社債の残高が、自社の純資産額の一定比率以上である場合に有価証券報告書において開示することとし、この「一定比率」等については、投資家の声を反映しながら、実務を踏まえた具体的な検討を行うことが求められるとされている。<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220613.html>

⁹² 2012年、日本証券業協会は、米国の事例等を参考に、企業の資本・財政政策及び投資家のニーズに応じてコベナントが柔軟・適切に設定されるよう、「コベナントモデル（参考モデル）」を策定。<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/covenant120918.pdf>

一方、現在、我が国の社債に付される担保提供制限条項の範囲は「社債間限定同順位」とすることが一般的で、ローンを含む債務間同順位の担保提供制限条項を付しているケースは極めて少ない。また、米国では多くの低格付債にチェンジ・オブ・コントロール条項が付されているが、我が国の社債には同条項は付されていない。チェンジ・オブ・コントロール条項については、多くの社債でこの条項が付されるべきとの意見とともに、発行会社のM&Aへの影響にも留意すべきとの意見があった。

⁹³ 日本証券業協会は、より透明性の高い発行条件の決定手続きに向け、2020年11月、発行者への「需要情報」、「販売先情報」の提供に係る自主規制規則を制定（トランスペアレンシー方式を導入）（2021年1月施行）。<https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/files/201117_shasaihakkokisoku.pdf>

また、流通市場における価格の透明性については、2015年11月、社債の取引情報の報告発表制度を開始。現在、発表対象がA格相当で発行額500億円以上の銘柄（A-相当、劣後特約付きのもの及び残存年数20年以上のものを除く）まで拡大。発表の範囲については、定期的に（少なくとも1年に一度）検証を行い、見直しの検討が行われている。

⁹⁴ 日本証券業協会は、2021年11月以降、社債の流動性向上に向けた施策の一つとして社債レポ市場の整備に向けた具体的な検討を進めている。2022年4月、検討経緯及びマイルストーンの各工程における課題対応方針等を取りまとめた、『社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程（マイルストーン）』を公表している。<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/milestonel.pdf>

⁹⁵ 投資家、発行会社、市場仲介者等の様々なステークホルダーが意見交換し、コンセンサスを得ることのできる場を設け、実務的な検討・対応を更に進めるとともに、金融庁においてもその後押しをしてほしいとの意見があった。

おわりに

以上が、2021 年 10 月以降、当ワーキング・グループにおいて行ってきた審議の内容を中間的に整理したものである。本報告において、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を期待する。

その他の事項については、本報告の内容を踏まえ、引き続き、当ワーキング・グループにおいて、検討を進めていく。

以上