

金融審議会  
市場制度ワーキング・グループ  
第二次中間整理

2022年12月21日

## 目次

I 「成長と分配の好循環」に向けた金融・資本市場における利用者の利便向上と保護 .....	1
II 市場インフラの機能強化 .....	2
1. 私設取引システム（PTS）の機能向上.....	2
2. ティック・サイズのあり方.....	3
3. 投資単位の大きい上場株式に係る投資単位の引下げ.....	3
4. 特別法人出資証券のデジタル化.....	3
III スタートアップ企業等への円滑な資金供給 .....	4
1. 機関投資家等による非上場株式の取引活性化.....	4
2. 公正価値評価の促進.....	5
3. 新規公開（IPO）プロセスのあり方.....	6
4. ダイレクトリスティング.....	7
IV その他の環境整備 .....	7
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.....	7
2. 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.....	8
3. 投資法人における利益の取扱い.....	8
4. インターネットにおける利用者の保護.....	8
5. 銀証ファイアーウォール規制.....	9
V おわりに .....	9

「市場制度ワーキング・グループ」メンバー名簿

2022年12月21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)・フューチャリティ・ガバナンス・オフィサー 執行役員 統括部長
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	坂 勇一郎	弁護士（東京合同法律事務所）
	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 システム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)
	森下 哲朗	上智大学法学部教授

(敬称略・五十音順)

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	国土交通省	日本銀行

I 「成長と分配の好循環」に向けた金融・資本市場における利用者の利便向上と保護  
市場制度ワーキング・グループ（以下、「当ワーキング・グループ」という。）は、2022年6月に公表した「市場制度ワーキング・グループ中間整理」（以下、「第1次中間整理」という。）において、「成長と分配の好循環」の実現に向けた対応策を示すとともに、成長・事業再生資金の円滑な供給、経済成長の成果の家計への還元促進、市場インフラの機能向上について、引き続き残された課題の検討を進めていくこととした。

このうち、経済成長の成果の家計への還元促進については、その具体策を専門的に検討するため、2022年9月、当ワーキング・グループの下に「顧客本位タスクフォース」を設置した。顧客本位タスクフォースは、2022年9月以降、5回の審議を経て、2022年12月、中間報告をとりまとめた。

デジタル化の進展に代表されるように、日本の経済社会を取り巻く環境が変化する中、金融・資本市場には、より安定的・効率的で公正かつ利便性の高い上場株式等の取引の場の提供、新規産業創出に向けたスタートアップ企業への投資と非上場のスタートアップ企業の株式の流通の促進、投資に係る権利のデジタル化やデジタル化された金融商品の円滑な取引の実現、インターネットにおける金融・資本取引の機会の拡大等、利用者の多様で高度化するニーズに応えていくことが求められている。同時に、高速取引の台頭やダークプールの活用、情報量の少ない非上場株式の取引の拡大、金融取引のデジタル化・ネット化といった変化が進む中で、様々なリスクを勘案しながら、利用者に応じた金融リテラシー向上に向けた対応も含め、利用者保護を確保していく必要がある。このように利用者の利便向上が図られるとともに、利用者の保護が確保されてはじめて、金融・資本市場がしっかりと機能し、日本経済がダイナミックに、かつ持続的に成長していくものと考えられる。

このような取組みを通じた金融・資本市場の活性化により、日本経済全体の付加価値を引き上げ、持続可能で一段高い成長経路に乗せるとともに、家計の金融リテラシー向上や適切な金融商品の選択を通じて、その成長の成果を還元させる「成長と分配の好循環」を実現していくことが必要である。

以上のような課題と問題意識に基づき、当ワーキング・グループでは、2022年9月から4回にわたり、市場インフラの機能向上とスタートアップ企業等への円滑な資金供給を中心に検討を行い、取引所とPTSの機能強化や公正価値評価の促進等、利用者の利便向上と保護を図っていくための制度化を含めた施策について、掘り下げた審議を行ってきた。本整理は、その検討結果をとりまとめたものである。

## II 市場インフラ<sup>1</sup>の機能強化

我が国の上場株式等の取引市場については、利用者保護を前提として、その多様なニーズに応えるべく市場間で競争が行われ、市場システム全体の機能強化が図られるよう、私設取引システム（PTS）について、売買価格決定方式の拡充、ティック・サイズ（呼値の刻み幅）の引下げ、信用取引の解禁等の取組みが順次進められてきた。その結果、PTSの上場株式等の売買高シェアは1割超<sup>2</sup>に拡大している。また、東京証券取引所をはじめとする金融商品取引所においても市場区分の見直しやレジリエンス向上等に向けたシステム更改など機能向上に向けた取組みが進められている。

このような中で、引き続き、市場インフラの各提供主体が、多様な利用者ニーズを踏まえ、創意工夫を凝らしつつ、安定的・効率的で公正かつ利便性の高い取引の場を提供し、価格発見機能を適切に発揮するよう、取組みを行っていくことが重要である。

### 1. 私設取引システム（PTS）の機能向上

#### ① 売買高上限のあり方

PTSについては、制度上、上場株式等の売買高に上限が設定されており、成行注文や板寄せが可能である競売買方式（オークション方式）については、取扱銘柄全体で全取引所の売買高対比1%とされている。この上限が、競売買方式が活用されていない原因となっているとの指摘がある。

PTSのシェアが拡大する中、上場株式等に関する取引手法<sup>3</sup>の工夫を可能とし、利用者利便を向上させるとともに、適切な利用者保護を図っていく観点から、取引の公正性や価格の透明性の確保を図る制度整備と合わせて、現在のPTSのシェアを踏まえながら、競売買方式に係る売買高上限を緩和すべきである。

#### ② 取引所の立会外取引に類似するPTS取引へのTOB5%ルール<sup>4</sup>の適用のあり方

PTS取引へのTOB5%ルール<sup>4</sup>の適用除外については、2012年の制度改正の際、取引所の「立会」取引との類似性に着目して規定が整備された<sup>5</sup>。他方、取引所の「立会外」取引（例：ToSTNeT）はTOB5%ルールの適用対象外<sup>6</sup>であるのに対して、これに類似するPTS取引はTOB5%ルールの適用対象となっている。

<sup>1</sup> 有価証券の取引の場（取引所、PTS等）とそれを支える清算機関・振替機関等を指す。

<sup>2</sup> 日本証券業協会PTS information network 金融商品取引所上場銘柄のPTSにおける月間売買状況等（売買代金）参照。  
<<http://pts.offexchange2.jp/ptsinfo/>>

<sup>3</sup> 例えば、海外の一部の取引プラットフォームにおいては、投資家のニーズを踏まえ、ピリオディック・オークション（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）のような特色ある売買方式を試行・導入し、一定のシェアを獲得している。

<sup>4</sup> 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、当該株券等の買付け等は公開買付けによらなければならない。（金融商品取引法第27条の2第1項1号）

<sup>5</sup> 立会取引が、①誰もが参加でき、②取引の数量や価格が公表され、③競売買方式によって価格形成が行われていることを理由として、（原則として）公開買付規制の適用対象外とされていることに鑑み、一定の要件を満たすPTS取引について、5%ルールの適用を除外することとされた。

<sup>6</sup> 取引所の立会外取引については、約定情報が直ちに公表され、また、取引価格が一定の範囲内に制限されているなど、一定の透明性・公正性が確保されていることからTOB5%ルールの適用対象外とされている。

PTS 取引の中で取引所の立会外取引に類似するものについても、取引所の立会外取引との類似性を踏まえ、TOB5%ルールの適用対象外とすべきである。

### ③ 取引所と PTS の役割分担等

PTS のシェアについては今後も拡大することも想定される中、取引所と PTS の役割のあり方や PTS のプラットフォームとして求められる体制整備について更なる検討を進めていく必要がある<sup>7</sup>。このような検討を含め、我が国の市場システム全体の機能強化をいかに図っていくかについて引き続き検討を行っていくべきである。

## 2. ティック・サイズのあり方

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。全体としてティック・サイズがより小さく設定されている PTS のシェアが拡大し、来年 1 月には最良執行方針等の見直しに係る改正政府令等<sup>8</sup>の施行が予定される中、東京証券取引所は、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。

取引所や PTS におけるティック・サイズについては、市場システム全体の機能強化を図っていく観点を踏まえながら、取引参加者の状況や流動性等を勘案し、公正な価格形成や円滑な約定可能性を確保できるよう、適切に設定されることが求められる。

## 3. 投資単位の大きい上場株式に係る投資単位の引下げ

東京証券取引所等は、2001 年 10 月、投資単位を 50 万円未満とする上場企業の努力義務を上場規程に規定した。その後、多くの上場企業は、株式分割の実施等により、投資単位の引下げを進め、2022 年 9 月末時点で投資単位が 50 万円未満である上場企業が全体の約 95%となっている。他方で、同時期に、投資単位が 100 万円を超える上場企業が 39 社存在するなど、投資単位の大きい企業も依然存在している。

個人投資家が投資しやすい環境を整備するための取組みの一環として、東京証券取引所等は、投資単位の大きい上場株式を発行している企業に対して、投資単位引下げに向けた更なる取組みを促すべきである<sup>9</sup>。

## 4. 特別法人出資証券のデジタル化

社債券、株券等の金融機関が取り扱う多くの有価証券は、社債、株式等の振替に関する法律（以下、「振替法」という。）に基づき、電子的に管理されているが、日本銀行の出資証券など、特別の法律により設立された法人の発行する出資証券はその対象となっていない。

<sup>7</sup> PTS に対して災害時の代替市場の役割を求める場合には、投資信託の基準価額の算出のあり方など幅広い事項について引き続き検討が必要との指摘があった。

<sup>8</sup> 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こととした。

<sup>9</sup> 投資単位引下げに向けた更なる取組みを促す際には、企業の株主管理や株主総会事務に係る課題等にも留意が必要であるとの指摘があった。

日本銀行の出資証券は、東京証券取引所に上場されている有価証券の中で唯一電子的に管理されておらず、譲渡等の際に券面の名義書換が必要となるなど、投資家による追加的な事務手続が生じている。適切な投資家保護を図りつつ、投資家によるこうした事務手続が不要となるよう、デジタル化に向けた環境整備に取り組むことが望ましい。

### Ⅲ スタートアップ企業等への円滑な資金供給

日本においては、アメリカと比較して、ベンチャーキャピタル（VC）ファンドの組成やスタートアップ企業等への投資が低水準であることが指摘されている。

VC ファンドへの資金供給を行う機関投資家については、日本では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ポートフォリオを最適化し、全体のリスク・リターン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。日本においても、海外のベンチャー投資の実務等も踏まえつつ、機関投資家、VC ファンド等の関係者による非上場企業への投資やその価値評価に関する知見やノウハウの蓄積を促し、中長期的な視点で、我が国全体としてベンチャー投資に携わる者の能力向上を図っていくことが重要である。

また、日本においては、ベンチャー投資に知見を有すると考えられる機関投資家や、それにつぐ特定投資家の数が少ないことも指摘されている。リスク管理能力やリスク許容度の高い投資家による特定投資家制度の活用を促し、これらの投資家が投資先であるスタートアップ企業や VC ファンドの状況を適切に把握しつつ、投資を行い、その成果としてリターンを得ることができるよう、取組みを進めるべきである<sup>10</sup>。加えて、スタートアップ企業等の非上場株式や VC ファンドの公正価値評価、新規公開（IPO）プロセスの多様化・円滑化・短縮を進めることなどにより、金融・資本市場の利用者の利便を向上させるとともに利用者保護を確保し、スタートアップ企業に向けたプライマリー、セカンダリー双方での投資の活性化を促していくことが重要である。

#### 1. 機関投資家等による非上場株式の取引活性化

スタートアップ企業等への成長資金の供給を促進する上で、機関投資家について、プロ投資家として位置づけられる特定投資家の役割は重要である。このため、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の特定投資家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<sup>11</sup>が整備されたところである<sup>12</sup>。

非上場株式のセカンダリー市場の整備は、スタートアップ企業の創業者や従業員、投資家等による上場前の保有株式の換金ニーズを充足する観点から重要であり、セカンダリー

---

<sup>10</sup> スタートアップ企業への投資を進めるにあたっては、投資家にその特性（例えば、スタートアップ企業の中から大きく成長をする企業も登場し得るが、一般的に、上場企業への投資よりリスクがあると考えられること）の理解を広げることが重要との指摘があった。

<sup>11</sup> 日本証券業協会「特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）」<<https://market.jsda.or.jp/shijyo/j-ships/index.html>>

<sup>12</sup> 個人の一般投資家の特定投資家への移行に際して、金融商品取引業者等は、適合性の原則に基づき、形式要件の確認にとどまらず、当該投資家の知識、経験、財産の状況、投資目的に照らして特定投資家として扱うことがふさわしいかを考慮した上で判断する等、実質的な審査を行うことで、特定投資家としての資質を有さない投資家による投資がなされ、過度なリスクテイクによる不測の損失が発生するといったことが無いようにする必要があるとの指摘があった。また、特定投資家向け銘柄制度で求められる特定投資家に対する勧誘時・取引開始時の投資リスク等に関する説明書の交付や、特定証券情報や発行者情報の公表・提供が適切に行われることが重要であるとの指摘もあった。

市場の充実はプライマリー市場の利用活性化にも繋がるとの指摘がある。投資家保護を図りつつ、このような利用者のニーズに応じていくため、「特定投資家向け有価証券」をPTSで取扱い可能<sup>13</sup>とする制度整備や、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。こうした制度整備により、非上場株式のセカンダリー市場が機能するためには、より多くの機関投資家・特定投資家の市場への参加とともに、スタートアップ企業の株主の取引ニーズを踏まえた仲介が重要であり、広く経済界・金融界も参加しての特定投資家制度の普及、非上場株式取引促進への取組みとともに、新規参入も含めたより多くの証券会社の仲介事業への参入が期待される。また、このような観点から、例えば「特定投資家向け有価証券」の売買の媒介のみを行う証券会社やPTSの参入要件の緩和等について、引き続き検討を行っていくことが考えられる。

さらに、プライマリー市場についても、特定投資家私募制度を活用したスタートアップ企業の資金調達の円滑化について検討していくことが考えられる。例えば、電子募集取扱業務に当たる株式投資型クラウドファンディングでは、一定の企業情報の提供等を要件に、非上場企業がインターネットを用いて1億円を超えない範囲で資金調達を行うことを可能としているが、特定投資家私募制度を併用することで、1億円を超える資金調達を行うようにできることを検討することも考えられる<sup>14</sup>。

## 2. 公正価値評価の促進

日本においては、非上場株式を公正価値で評価しているVCファンドは一部に留まるが、国際的には、公正価値による評価が、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であるとして、広く利用されている。スタートアップ企業等への出資判断やセカンダリーでの非上場株式等の取引を行う場合を含め、適切な企業価値評価を通じて非上場株式等のパフォーマンスが評価され、投資先管理や投資先の企業価値向上に向けた取組みに活用されれば、経済全体の成長につながっていくものと考えられる。また、公正価値評価が普及すれば、国内外の機関投資家からより多くの成長資金がVCファンド等に供給されることも期待される。

他方、日本においては、VCファンドの評価や監査の実務の蓄積が少なく、出資する上場企業等も会計基準に沿って取得原価に減損等を勘案した評価を求めるという実態があることから、まずは公正価値評価を推進するための環境整備を進めるべきであると考えられる。こうした中、より多くの監査法人・公認会計士が公正価値評価を行うVCファンドの監査を円滑に行えるよう、監査手続のポイント等を共有する観点から、日本公認会計士協会にお

---

<sup>13</sup> PTSにおいて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（清算、振替、カストディ）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。

<sup>14</sup> クラウドファンディングの仲介者が、第一種金融商品取引業者である場合、第一種少額電子募集取扱業者である場合に分けて、それぞれの場合の論点を整理しつつ、引き続き検討を進めることが考えられる。なお、現在、日本証券業協会のQ&Aにおいて特定投資家制度を説明する際に、特定投資家が購入可能な個別の銘柄を示すことが可能であるとされている。今後、インターネットにおいて特定投資家私募を行う場合の取扱いについて、検討を進める必要がある。

いて、VC ファンドの監査に関する実務指針を改正すべきである<sup>15</sup>。また、上場企業等が保有する VC ファンドの出資持分に関して、関係者が連携した上で公正価値評価を含む会計処理の実務上の取扱いのあり方を検討することが期待される<sup>16</sup>。

### 3. 新規公開（IPO）プロセスのあり方

IPO プロセスについては、投資家保護を図りつつ、多様な関係者のニーズに応える観点から、価格発見機能の発揮に向けた見直しが行われている。

IPO プロセスにおいては、企業価値を反映した公開価格が設定されることが望ましいが、上場に要する期間の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。新規上場企業は、その株式を証券保管振替機構の取扱対象とする必要があり、振替法上の手続として、「一定の日」<sup>17</sup>の1か月前までに、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行うこととされている。このような期間の設定方法が上場日程短縮の制約の1つになっているため、証券会社や信託銀行等の関係者の実務の改善により、上場日程の短縮が可能となるような環境整備を進めることが重要である<sup>18</sup>。

また、取引所が行う上場審査については、新たなビジネスモデルにも対応した上場審査の考え方やポイントの例示などの取組みが行われてきたが、近年、IPO を目指す企業のビジネスモデルは更に多様化している。このため、取引所には、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業（いわゆるディープテック企業）など、企業特性による企業価値評価が難しく、ビジネスモデルの評価に対する見解が分かれうる企業についても、円滑に上場できるようにしていくための取組みが求められている。

例えば、機関投資家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は、利益相反に留意して、当該機関投資家の投資判断にあたり得られた評価を第三者の機関投資家や専門家の評価とともに活用することで、より多様な視点から上場審査を行うことや、そうした企業のビジネスモデル、競争優位性、市場規模、リスク情報等の適切な開示を確

---

<sup>15</sup> 現在、日本公認会計士協会の業種別委員会実務指針第 38 号「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」において、VC ファンドの財務諸表に対する監査手続及び留意事項が示されているが、公正価値評価を行う VC ファンドの監査に関する記載を追加すべきとの指摘があった。

<sup>16</sup> 公正価値評価については、評価に必要なインプットの取得、評価技法の選択、測定された評価額の合理性や比較可能性の確保等が重要であるが、投資家の間で、これらに関して国際会計基準で求められている開示が不十分であるとの意見があることから、一層の情報開示が必要であるとの指摘があった。また、公正価値評価を普及させていくためには、実務面で事例や経験の蓄積を進めていくことが重要であり、監査が過度に厳格なものにならないようにすることや、ルールが硬直的となってしまうことにより、定量的な価値評価になじまないビジネスが評価されなくなり、本当に必要などころに資金が行き渡らなくなる事態が起きないようにすることに留意する必要があるとの指摘もあった。

<sup>17</sup> 「一定の日」は、証券保管振替機構の「株式等振替制度に係る業務処理要領」により、上場日の通常 2 営業日前とされている。

<sup>18</sup> 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は、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を可能にすることも有用であると考えられる。

保するなど、多様なスタートアップ企業が円滑に上場できる施策について、引き続き、取引所において検討を行うべきである<sup>19</sup>。

#### 4. ダイレクトリスティング<sup>20</sup>

スタートアップ企業によるエグジットの多様化に向け、ダイレクトリスティングは有効な選択肢であると考えられる。ダイレクトリスティングを利用しやすい環境を整備するため、東京証券取引所は、グロース市場において公募の実施を一律の上場要件としていることを見直すべきである。また、ダイレクトリスティングを利用する発行者は上場の際に資金調達を行わないため有価証券届出書の提出義務が課せられない。そのため、市場における取引開始までに有価証券報告書を提出することにより投資家に対する適切な情報開示を確保するなど、東京証券取引所において、投資家保護にも留意しつつ、発行者が円滑な上場を行えるよう制度整備を行うべきである。

### IV その他の環境整備

デジタル化の進展等により、社会経済情勢が大きく変化する中、金融・資本市場においても、ブロックチェーン上で発行する電子記録移転権利（有価証券上の権利を表象するトークン）の利用やスーパーアプリによる多様な金融サービスの一元的提供等のインターネットを活用した新しい金融サービスの拡大など、既存のビジネスの垣根を超えた変化が生じてきている。このため、金融・資本市場に関連する制度についても、金融サービスの利用者の利便向上や保護が図られるよう見直しを進めていく必要がある。

#### 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

我が国では、2019年の金融商品取引法の改正により、電子記録移転権利に係る販売・勧誘規制等の整備が行われた。

一方、不動産特定共同事業契約<sup>21</sup>に基づく権利は、集団投資スキーム持分としての特徴を有するものの、不動産特定共同事業法による事業監督が及んでいること等に鑑み、有価証券の一つである集団投資スキーム持分の定義から除かれており<sup>22</sup>、当該権利をトークン化したものを含めて、金融商品取引法上の販売・勧誘規制等が適用されない。

このような中、不動産特定共同事業契約に関連した権利のトークン化の動きや、ブロックチェーンを用いてそうしたトークンを流通させる動きがある。こうした動きを踏まえ、投資家保護の観点からより実効的な監督体制の整備を図っていくため、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金融商品取引法上の電子記録移転権利として規定し、不動産特定共同事業法に基づく監督を受けている不動産特定共同事業の特性も踏まえ

<sup>19</sup> 家計の安定的な資産形成の実現に向けた施策が進められる中、上場審査にあたっては、単に非上場企業の更なる上場を促進することよりも、将来にわたり持続的に成長可能な企業を上場させることの方が重要との指摘があった。

<sup>20</sup> 発行者が、証券会社による引受けを伴わずに直接取引所に新規上場する方式。

<sup>21</sup> 不動産特定共同事業法に基づき、出資を募って不動産を売買・賃貸等を行い、その収益を分配する契約。

<sup>22</sup> なお、不動産特定共同事業法の特例事業は、倒産隔離型スキームの下で特別目的会社（特例事業者）が実施する不動産特定共同事業であるが、特別目的会社は事業者としての実態を持たず、また、特別目的会社自身の信用力に依存した資金調達という性格に乏しいことに鑑みて、特例事業に係る権利は集団投資スキーム持分の定義に含めている。

つつ、金融商品取引法に基づく販売・勧誘規制等を適用するよう、制度整備を行うべきである。

## 2. 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

現行制度においては、登録金融機関は「電子記録移転権利」の預託<sup>23</sup>を受けることができる一方、権利移転に発行者の承諾が必要になるなど、流通性等が限定されたいわゆる「適用除外電子記録移転権利」については預託を受けることはできない。これは、制度制定当時、登録金融機関が詐欺等のリスクが低い「適用除外電子記録移転権利」の預託を受けることが想定され難かったことによる。

その後、登録金融機関が「適用除外電子記録移転権利」の取扱いに向けた動きが見られる中、このような金融商品を購入した利用者は、その登録金融機関に権利を預託できないために、自身で秘密鍵の管理を行わなければならないといった負担やリスクが生じる懸念がある。一方、これらの権利の預託を受ける登録金融機関に求められる技術的安全措置や分別管理体制は、電子記録移転権利と適用除外電子記録移転権利との間で本質的に異なることはないと考えられる。

利用者の利便向上と保護の観点から、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るよう、制度を見直すべきである。

## 3. 投資法人における利益の取扱い

投資法人制度においては、その他有価証券評価差額金や繰延ヘッジ損益といった「評価・換算差額等」を当期末処分利益と同様に「利益<sup>24</sup>」として扱ってきた。投資法人は、減損損失がある場合等に「評価・換算差額等」に相当する金額を配当することとなり、当該金額は繰越損失として扱われる。この繰越損失分、翌期において当期末処分利益が少なく計上されることが投資家にとってわかりづらいとの指摘がある。

投資家が投資判断をする上で必要な投資法人の状況に関する情報をわかりやすく提供するため、会社法上の剰余金における取扱いと同様、投資信託及び投資法人に関する法律（以下、「投信法」という。）上、「評価・換算差額等」については「利益」として取り扱わないようにすべきである<sup>25</sup>。

## 4. インターネットにおける利用者の保護

「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>26</sup>」（以下、「プラン」という。）に基

---

<sup>23</sup> 電子記録移転権利の預託を受ける行為として、顧客に代わり、当該電子記録移転権利の秘密鍵の管理を行うことが想定される。

<sup>24</sup> 投信法第136条第1項に規定される、純資産額から出資総額等を控除して得た額を指す。

<sup>25</sup> 見直しにより、例えば、投資法人が評価・換算差額等に相当する額を配当する場合、見直し後は利益項目の繰越損失を計上するのではなく（出資総額等が減少する処理を行うこととなる）、業績の悪化との混同を避けることができると考えられる。また、投資法人は、利益（損失）を出資総額へ組入れ（控除）ができるが、投資法人の利益から評価・換算差額等を除くこととすると、この評価・換算差額等を含まないベースで組入れや控除が行われ、実現利益ベースでの処理となり、より実態が把握しやすくなると考えられる。

<sup>26</sup> 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。

づき、アナログ規制の見直しに取り組むこととされている。金融商品取引法により利用者保護の観点から求められている営業所における標識や業の廃止等の掲示について、インターネットで確認できるようにすべきである<sup>27</sup>。

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、金融商品取引法においても、課徴金納付命令に係る審判手続の迅速化や効率化等のため、電子的方法による申立てや送達に係る手続を明確化するなどの規定の整備に取り組むことが望ましい。

## 5. 銀証ファイアーウォール規制

顧客情報管理や利益相反管理、優越的地位の濫用防止の実効的な確保等の利用者保護の状況を適切に確認しながら、外務員の二重登録禁止規制や、中堅・中小企業や個人顧客の情報取扱い等に関するファイアーウォール規制のあり方について、利用者利便の具体的な向上にどのようにつながりうるのかといった観点から、引き続き検討を行うことが考えられる。

## V おわりに

以上が、2022年9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。今後、関係者において、本整理の内容を踏まえて制度見直し等の必要な対応が進められることが期待される。また、当ワーキング・グループにおいて、継続して検討すべきとされた課題等について、顧客本位タスクフォースと適切に役割分担・連携しながら、引き続き検討を行っていく。

---

<sup>27</sup> 「プラン」に基づき、閲覧・縦覧に際して公的機関等への訪問が必要とされるもの（投資法人等の登録簿、利益関係書類の縦覧等）についても、インターネットで情報を入手可能とするよう、政府全体の方針に沿って検討・対応することが考えられる。