

2022年7月5日 全6頁

市場制度ワーキング・グループ 中間整理

持続的な経済成長を実現し、成果を家計へ還元する資本市場の諸施策

金融調査部 主任研究員 金本悠希

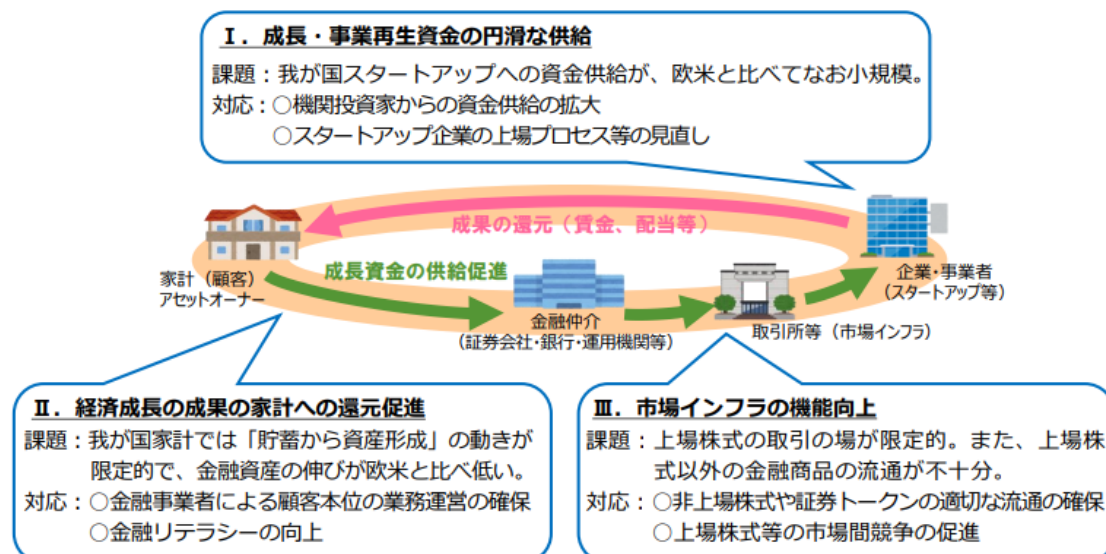
[要約]

- 2022年6月22日、金融審議会 市場制度ワーキング・グループ（市場制度WG）が「中間整理」を公表した。「成長と分配の好循環」の実現のための金融・資本市場に関する諸施策について、これまでの審議内容が中間的に整理されている。
- 中間整理では、①成長・事業再生資金の円滑な供給、②経済成長の成果の家計への還元促進、③市場インフラの機能向上、④社債市場の活性化に関して、様々な提言等が行われている。
- 上記②に含まれている、金融商品の勧誘・助言に関する制度的枠組みの検討に関しては、証券会社の営業戦略に影響を与える可能性がある。

1. はじめに

2022年6月22日、金融審議会 市場制度ワーキング・グループ（市場制度WG）が「[中間整理](#)」を公表した。

図表1 中間整理の概要



（出所）金融審議会 市場制度ワーキング・グループ中間整理 概要

中間整理は、「成長と分配の好循環」の実現のための金融・資本市場に関する諸施策として、①成長・事業再生資金の円滑な供給、②経済成長の成果の家計への還元促進、③市場インフラの機能向上、④社債市場の活性化に関して、これまでの市場制度 WG での審議内容を中間的に整理したものである（このうち、①～③の概要について、図表 1 参照）。

本稿では、中間整理の主な提言や指摘を紹介し、今後の動きについて触れる。

2. 成長・事業再生資金の円滑な供給

中間整理は、スタートアップ・非上場企業について、起業を円滑に行えるようにするとともに、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との問題意識の下、機関投資家による資金供給の拡大や、非上場株式のセカンダリー取引（流通市場における取引）の円滑化等について提言を行っている。

さらに、企業の成長に資する上場等のあり方に関し、企業特性に合わせた上場審査のあり方に関する提言や、上場手法等の多様化に関連して、ダイレクトリスティング（証券会社による引き受けを伴わずに新規上場する方式）や SPAC（特別買収目的会社）等も取り上げている。

図表 2 中間整理における主な指摘（成長・事業再生資金の円滑な供給関連）

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	<ul style="list-style-type: none"> ・（年金基金等の）アセットオーナー等による国内ベンチャー・キャピタル（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に関するベストプラクティスの共有などが有効 ・投資信託協会において、投資信託への非上場株式の組み入れなどに関して必要な枠組みを整備する必要がある
(2) 非上場株式のセカンダリー取引の円滑化	<ul style="list-style-type: none"> ・証券会社が運営する私設取引システム（PTS）において「特定投資家向け有価証券」（※1）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
(3) 金融サービスの高度化に向けた個別課題	<ul style="list-style-type: none"> ・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、日本証券業協会の自主規制の見直しを行うべき ・デットファイナンスの拡充に関して、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）」（※2）について検討を行うべき ・銀証ファイアーウォール規制（顧客の非公開情報の共有規制）に関連する課題等について、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、引き続き検討を行う
2. 企業の成長に資する上場等のあり方	
(1) 新規公開（IPO）プロセスの見直し	<ul style="list-style-type: none"> ・日本証券業協会の改善策を受けた、IPO 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	<ul style="list-style-type: none"> ・取引所において、先端的な領域で新技術を活用して事業を行う企業等

た上場審査のあり方	について、企業特性に合わせた上場審査（※3）を実現すべき
（3）上場手法等の多様化	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・日本証券業協会の自主規制において、上場企業が M&A を目的として公募増資を行う場合に、原則 1 年以内に M&A を実行することが求められていることについて、緩和等を行うべき ・SPAC 制度について、導入の意義や必要性を引き続き検証することが適当。導入する場合、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

（※1）特定投資家のみに対して取得の勧誘等が行われる一定の有価証券。現行制度上、PTS において取り扱うことは認められていない。

（※2）無形資産を含めた事業全体に対する担保制度。法務省 法制審議会担保法制部会で議論されている（金融庁も議論に参画）。

（※3）具体的な方法として、「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」（p. 8）が例示されている。

（出所）中間整理を基に大和総研作成

3. 経済成長の成果の家計への還元促進

中間整理は、経済成長の成果を家計に還元し、安定的な資産形成につなげていくためには、金融事業者による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り組みを総合的に進めていくことが不可欠としている。

さらに、顧客本位の業務運営の確保に関して、顧客に対する適切な勧誘・助言や、顧客ニーズに沿った金融商品組成等が行われるような制度的枠組み等について検討すること、デジタルツールも活用した顧客への情報提供の充実など¹の提言等を行っている。

図表 3 中間整理における主な指摘（経済成長の成果の家計への還元促進関連）

1. 顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上	
（1）販売・助言サービスの態様に応じた適切な制度の設計	<ul style="list-style-type: none"> ・現行制度上、証券会社等が金融商品に関して「有償」の助言を提供する場合、投資助言業の兼業が必要となることに関して、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、環境整備（※1）を行うことが適切 ・証券会社等が金融商品に関する助言を「有償」で提供する場合と「無償」で提供する場合に適用されるルールが異なることに関して、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
（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	<ul style="list-style-type: none"> ・金融事業者が作成する「重要情報シート」について、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、さらなる改善が期待される。また、デジタルツールを効果的に活用し、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ことが重要 ・情報提供のデジタル化に関して、顧客同意の可否や意思確認の方法等

¹ 矢田歌葉絵「書面交付の原則デジタル化に向けて」（2022年6月27日付大和総研レポート）参照。

	について引き続き検討していく
(3) プロダクトガバナンスと資産運用業の高度化	<ul style="list-style-type: none"> ・資産運用会社等に対してプロダクトガバナンス(※2)の確保を促す観点から、「顧客本位の業務運営に関する原則」の見直し(※3)を検討すべき ・第二種金融商品取引業者が運営するファンドの業務の適切性を確保するために必要な措置(※4)を講じるべき ・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・確認するよう見直しを行うべき
(4) その他	<ul style="list-style-type: none"> ・(投資信託委託会社(既に確認的な規定が置かれている)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	
(1) 学校における取組の支援	<ul style="list-style-type: none"> ・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べき
(2) 職域における取組の支援	<ul style="list-style-type: none"> ・社会人層に対して、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	<ul style="list-style-type: none"> ・金融リテラシーの向上に向けて、関係団体の連携を進めていくべき

(※1) 具体的には、現行制度上、投資助言業に係る登録申請の際に分析者等の氏名を記載し、変更の際には都度届出が求められていること等について、氏名の記載を省略し負担を軽減すること等が挙げられている。

(※2) 中間整理で、「想定する顧客を明確にし、その利益に合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」(p. 10)と定義されている。

(※3) 具体的には、「(前略)顧客の最善の利益に適った金融商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、独立社外取締役等に依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」(pp. 17-18)を図ることが挙げられている。

(※4) 具体的には、「(前略)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」(p. 18)こと等が挙げられている。

(出所) 中間整理を基に大和総研作成

4. 市場インフラの機能向上

金融商品の取引の場としては、取引所のほか、証券会社が運営するPTS、証券会社の店頭取引などがあるが、中間整理では、上場株式等に関する市場間競争を促す観点から、上場株式等をPTSが取り扱う場合について売買高の上限を設けている規制²の緩和を検討することを提言している。

さらに、中間整理では、非上場株式や証券トークン³等の流通におけるPTSの積極的な活用に向けて、非上場有価証券を取り扱うPTSの認可審査の柔軟化・迅速化等を提言している。

² 競売買方式の場合、過去6カ月間の取引高(1日平均)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1%以下であって、かつ、銘柄ごとに10%以下でなければならない。

³ 一般に、ブロックチェーン等の電子的技術を使用してデジタル化し発行される法令上の有価証券を指す。

図表4 中間整理における主な指摘（市場インフラの機能向上関連）

1. 上場株式等の取引プラットフォーム	
(1) PTSの売買高上限等のあり方	<ul style="list-style-type: none"> ・PTSが上場株式等を取り扱う場合に課されている売買高の上限に関して、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引き続き検討する ・不公正取引への対応の実効性強化のため、例えば、PTSが自主規制機関と連携して売買審査等に当たる枠組みを検討していく
(2) その他	<ul style="list-style-type: none"> ・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引き続き検討すべき
2. 非上場有価証券等の取引プラットフォーム	
(1) 認可審査の柔軟化・迅速化等	<ul style="list-style-type: none"> ・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
(2) 非上場有価証券等の取扱いに関する留意点	<ul style="list-style-type: none"> ・PTSの取扱いの対象となる、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 ・投資家保護を確保しつつ、デリバティブ取引のマッチング・プラットフォーム（PTS）の運営の実現に向けた対応を引き続き検討すべき

（出所）中間整理を基に大和総研作成

5. 社債市場の活性化

中間整理では、社債市場の活性化に関して、引き続き、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指摘している。そのような観点から、今後も、以下の事項等に向けた、関係者による適切な対応が行われるべきと指摘している。

- 他債務のコバナンツ（※）等に関する情報開示⁴や必要なコバナンツの付与
- 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
- レポ市場の育成

（※）一般に、社債やローンによる資金調達の際に、その社債要項又はローン契約の内容として、債務者の債務履行能力の維持を図るため当該債務者に一定の誓約事項を課す特約条項を指す。

6. 今後の動き

中間整理では、様々な施策に関する提言がなされており、「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、かつ積極的な取り組みが進められることを期待する」（p.28）とされている。そのため、金融庁、取引所、日本証券業協

⁴ 藤野大輝「ディスクロージャーワーキング・グループ報告（「重要な契約」の開示拡充）」（2022年6月27日付大和総研レポート）参照。

会、投資信託協会、金融事業者、社債市場関係者などの関係者が、中間整理の提言を受け、それぞれ取り組みを進めることが期待される。

一方、以下の事項等については、引き続き市場制度 WG で議論される予定である。

- ◇銀証ファイアーウォール規制（顧客の非公開情報の共有規制）
- ◇SPAC 制度
- ◇勧誘・助言に関する制度的枠組み
- ◇情報提供のデジタル化
- ◇PTS の売買高上限の緩和

これらのうち、銀証ファイアーウォール規制に関しては、顧客が上場会社等である場合の制度改正⁵が 2022 年 6 月 22 日に施行されたばかりであり、市場制度 WG の議論では「(前略) 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」(p. 7 脚注 24) ことが中間整理に記載されている。

勧誘・助言に関する制度的枠組みの検討では、現行制度上、証券会社等が金融商品の販売・勧誘に伴って「無償」で助言を提供（第一種金融商品取引業の付随業務）する場合と「有償」で提供（投資助言業の兼業が必要）する場合に適用されるルールが異なることなどが課題として提示されている。中間整理は、こうした課題を踏まえ「(前略) 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」(p. 15) と提言している。金融商品の販売・勧誘に係る実務への配慮も求められているが、検討結果次第では、証券会社等の営業戦略に大きな影響を与える可能性がある。

(以上)

⁵ 拙稿「[ファイアーウォール規制に関する内閣府令等の改正](#)」（2022 年 5 月 19 日付大和総研レポート）、「[銀証ファイアーウォール規制の見直しで上場企業等に求められる対応](#)」（2022 年 6 月 7 日付大和総研コラム）参照。