

2022年12月23日 全6頁

# 金融審議会市場制度WGの第二次中間整理

## 市場インフラの機能強化、スタートアップ企業等への円滑な資金供給等について提言

金融調査部 主任研究員 金本悠希

### [要約]

- 2022年12月21日、金融審議会市場制度ワーキング・グループは第二次中間整理を公表した。「成長と分配の好循環」の実現に向けた対応策と課題として、市場インフラの機能強化やスタートアップ企業等への円滑な資金供給などについて検討結果をとりまとめている。
- 市場インフラの機能強化に関しては、私設取引システム(PTS)の機能向上、ティック・サイズ(呼値の刻み幅)のあり方、投資単位の大きい上場株式に係る投資単位の引下げ等について提言を行っている。
- スタートアップ企業等への円滑な資金供給に関しては、機関投資家等による非上場株式の取引活性化、非上場株式の公正価値評価の促進、新規公開(IPO)プロセスのあり方、ダイレクタリスティングを利用しやすくすることについて提言を行っている。

## 1. 市場制度WG第二次中間整理の公表

2022年12月21日、金融審議会市場制度ワーキング・グループ(座長: 神田秀樹 学習院大学大学院法務研究科教授)(以下、市場制度WG)は、[第二次中間整理](#)を公表した。

市場制度WGは、2022年6月に第一次中間整理<sup>1</sup>を公表し、「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、残された課題について引き続き検討を進めていくこととした。第二次中間整理は、残された課題等についての検討結果をとりまとめ、下記について提言を行っている。

- ①市場インフラの機能強化
- ②スタートアップ企業等への円滑な資金供給
- ③その他の環境整備

なお、課題のうち、経済成長の成果の家計への還元促進については、市場制度WGの下に設置

<sup>1</sup> 拙稿「[市場制度ワーキング・グループ 中間整理](#)」(2022年7月5日付大和総研レポート)参照。

された「顧客本位タスクフォース」で審議され、同タスクフォースは2022年12月に中間報告<sup>2</sup>を公表している。

## 2. 市場インフラの機能強化

現在、我が国の上場株式等の取引市場では、私設取引システム（PTS）の売買高シェアが1割超に拡大しており、また、東京証券取引所は市場区分の見直しなど機能向上に向けた取り組みを進めている。そのような中、「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」観点から、第二次中間整理は下記の提言を行っている。

図表1 利用者の利便向上と保護に資する市場インフラの機能強化

項目	提言
①私設取引システム（PTS）の機能向上	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇競売方式（オークション方式）に課せられている売買高上限（※1）を緩和すべき</li> <li>◇PTS取引の中で取引所の立会外取引（例：ToSTNeT）に類似するものに適用されている「TOB5%ルール」（※2）を適用対象外とすべき</li> <li>◇取引所とPTSの役割分担のあり方や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</li> </ul>
②ティック・サイズ（呼値の刻み幅）のあり方	◇ティック・サイズは、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、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
④特別法人出資証券のデジタル化	◇電子的に管理されていない日本銀行の出資証券について、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

（※1）取扱銘柄全体で全取引所の売買高対比1%。

（※2）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によらなければならないという規制。

（出所）第二次中間整理より大和総研作成

上記のうち①と③について補足する。まず、①PTSの機能向上については、第二次中間整理は、売買高上限の緩和とTOB5%ルールの適用除外を提言している。一方、PTSのシェアが今後拡大すると、その性質が取引所に近づくことになるため、PTSに対する規制を取引所の規制にあわせて強化する必要があるか検討する必要が生じると考えられる<sup>3</sup>。ただし、第二次中間整理では、取引所とPTSの役割分担等については「更なる検討を進めていく必要がある」とするに留めて

<sup>2</sup> 横山淳・森駿介・斎藤航・矢田歌葉絵「顧客本位タスクフォースの中間報告」（2022年12月14日付大和総研レポート）、横山淳「顧客本位タスクフォース中間報告 最善利益義務の制定」（2022年12月20日付大和総研レポート）、森駿介・斎藤航「新たなアドバイザー認定制度と金融リテラシー向上を巡る議論」（2022年12月20日付大和総研レポート）参照。

<sup>3</sup> 取引所には、公正性・中立性の観点から各種規制が課される一方、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踏まえた体制整備等が求められているに留まる。

いる。

次に、③投資単位の大きい上場株式に係る投資単位の引下げについて、投資単位を引き下げれば個人投資家が投資しやすくなる。第二次中間整理によれば、2022年9月末時点で投資単位が50万円未満の上場企業が全体の約95%である一方、100万円超の上場企業が39社存在する。

しかし、投資単位を引き下げるために株式分割等を実施した場合、株主数が増加するため、市場制度WGでも委員から「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」<sup>4</sup>との指摘がなされた。このような事情を踏まえ、第二次中間整理は、「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」とするに留まっていると考えられる。

### 3. スタートアップ企業等への円滑な資金供給

日本では、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。第二次中間整理は、「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、（中略）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」であるとして、下記の提言を行っている<sup>5</sup>。

図表2 スタートアップ企業等への円滑な資金供給と資本市場における利用者の利便向上

項目	提言
①機関投資家等による非上場株式の取引活性化	<p>◇非上場株式のセカンダリー市場が機能するよう、「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</p> <p>◇株式投資型クラウドファンディング（1億円以下の範囲で資金調達が可能）と特定投資家私募制度（※1）を併用することで、スタートアップ企業が1億円を超える資金調達を行うことができることを検討する</p>
②公正価値評価の促進	<p>◇非上場株式の公正価値評価を推進するための環境整備を進めるべき</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・日本公認会計士協会において、VCファンドの監査に関する実務指針を改正すべき</li> <li>・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</li> </ul>
③新規公開（IPO）プロセスのあり方	<p>◇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を踏</p>

<sup>4</sup> 第二次中間整理 p.3 の脚注9 参照。

<sup>5</sup> 2022年11月28日に、新しい資本主義実現会議が公表した「[スタートアップ育成5か年計画](#)」では、市場制度WGでの検討項目に関連して、株式投資型クラウドファンディングの活用に向けた環境整備、IPOプロセスの整備（ダイレクタリスティングの活用を含む）、未上場株のセカンダリーマーケットの整備、特定投資家私募制度の見直し、海外の投資家やベンチャーキャピタルを呼び込むための環境整備、公募増資ルールの見直しに関する提言が行われている。

	<p>まえ、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</p> <p>◇多様なスタートアップ企業が円滑に上場できる施策（※2）について、引き続き、取引所において検討を行うべき</p>
④ダイレクタリスティング（※3）	<p>◇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</p> <p>◇投資家に対する適切な情報開示を確保する（※4）など、東京証券取引所において、発行者が円滑な上場を行えるよう制度整備を行うべき</p>

（※1）一定の要件の下、特定投資家のみを相手方として、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘を行うこと。

（※2）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、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等。

（※3）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。

（※4）ダイレクタ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を想定している。

（出所）第二次中間整理より大和総研作成

上記のうち③、④について補足する。③IPOプロセスのあり方のうち、価格設定プロセスの見直しは、成長戦略実行計画（2021年6月）において、「上場後初めて市場で成立する株価（初値）が上場時に起業家が株を売り出す価格（公開価格）を大幅に上回っている」ことなどの課題を踏まえ、IPO時の公開価格設定プロセスのあり方の見直しが提言されたことを受けて検討が進められている。

主に日本証券業協会が具体的な課題について検討を行い、2022年2月に報告書<sup>6</sup>をとりまとめ、一部はすでに見直しが実施されている<sup>7</sup>。ただし、上場日程の短縮については法令改正が必要な事項があるため<sup>8</sup>、第二次中間整理では「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」と指摘されていると考えられる。

④ダイレクタリスティングは、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を指す。ダイレクタリスティングは、発行体等にとって、引受手数料を削減できる、上場時の価格が流通市場で決まる、IPOと異なり一定期間大株主に対して株式の売却を禁止する「ロックアップ期間」が設けられないなどのメリットがある一方、証券会社による引受けがなされないため安定した資金調達が難しいというデメリットがあると指摘されている<sup>9</sup>。

現行制度の下でも、ダイレクタリスティングそのものは禁止されておらず、実際、1999年に杏林製薬（現：キョーリン製薬ホールディングス）が実施した例がある。ただし、東京証券取引所のグロース市場では、新規上場の際、公募を実施することが求められているため<sup>10</sup>、ダイレク

<sup>6</sup> 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」（2022年2月28日）。

<sup>7</sup> 検討の進捗状況について、第21回市場制度WG（2022年10月14日）の「資料2 事務局説明資料」p.10参照。石川清香・金本悠希「新規株式公開（IPO）における価格設定プロセスの見直し」（2022年10月21日付大和総研レポート）参照。

<sup>8</sup> 第22回市場制度WG（2022年11月18日）の「資料2 事務局説明資料（資本市場の環境整備）」p.9参照。

<sup>9</sup> 太田珠美「米国ユニコーン企業が選択しているDirect Listing（直接上場）とは」（2021年5月11日付大和総研コラム参照）。

<sup>10</sup> 有価証券上場規程217条3号。東京証券取引所「2022 新規上場ガイドブック（グロース市場編）」は、公募の実施が求められる理由として「グロース市場が一定量以上の流通株式を確保するとともに、上場に際して行う公募増資で得た調達資金を基に、その企業がさらなる発展を遂げることを期待しているから」と説明している。

トリスティングは実施できない。この点について、第二次中間整理では、「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」と指摘し、「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」と提言している。

#### 4. その他の環境整備

デジタル化の進展等により、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が生じてきていることを踏まえ、第二次中間整理では下記の提言を行っている。

図表 3 その他の環境整備

項目	提言
①不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークン化(※1)への対応	◇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に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
②登録金融機関における適用除外電子記録移転権利(※2)の預託	◇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
③投資法人における利益の取扱い	◇投信法上、現行制度で「利益」(※3)と扱われている「評価・換算差額等」を「利益」として取り扱わないようにすべき
④インターネットによる利用者の保護	◇金商法で求められている、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 ◇金商法において、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し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銀証ファイアウォール規制	◇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の取扱等に関するファイアウォール規制のあり方について、引き続き検討を行うことが考えられる

(※1) 一般に、物理的な資産や仮想的な資産を、売買可能なデジタル単位に変換することを指す。

(※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など、流通性が限定的なもの。

(※3) 投信法 136 条 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。

(出所) 第二次中間整理より大和総研作成

上記のうち⑤について補足する。銀証ファイアウォール規制は、2022年6月に公表された中間整理では、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、引き続き検討していくとされた。しかし、2022年10月には、大手銀行グループに属する証券会社によるファイアウォール規制違反事案に対して行政処分がなされた<sup>11</sup>。これを受け、第22回市場制度WG(2022

<sup>11</sup> 金融庁プレスリリース「SMBC日興証券株式会社及び株式会社三井住友フィナンシャルグループに対する行政処分等について」(2022年10月7日)。



年 11 月 18 日) において「外務員の二重登録禁止規制を含めたファイアウォール規制の見直しについてですけれども、顧客としての企業の視点で申し上げれば、実態として、顧客情報管理に不安のある現段階で議論するというのは難しいかと思えます。今後、改善状況などを確認できたところでまた改めて検討するというのが適切」<sup>12</sup>との意見が出された。

これらの事情を踏まえ、第二次中間整理では、「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の取扱い等に関するファイア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」(強調は引用者による)とされている。

## 5. 今後の予定

今後、これらの提言を踏まえて、関係者において制度見直し等の必要な対応が進められるものと思われる。また、市場制度 WG において継続して検討すべきとされた課題等については、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、更なる審議が続けられる予定である。

(以上)

<sup>12</sup> [第 22 回市場制度 WG \(2022 年 11 月 18 日\) 議事録 松岡直美委員 \(ソニーグループ \(株\) 執行役員\(日本経済団体連合会 金融・資本市場委員会 資本市場部会長\)\) 発言。](#)