

日本取引所金融商品取引法 研究

第 25 号

2022年6月24日 開催

金融審議会市場制度ワーキング・グループ第一次報告及び第二次報告に基づく諸施策(1)
ー成長資金の供給のあり方に関するものを中心にー

大阪大学大学院高等司法研究科教授 松尾健一

1

2022年7月22日 開催

金融審議会市場制度ワーキング・グループ第一次報告及び第二次報告に基づく諸施策(2)
ー銀証ファイアーウォール規制の見直しー

同志社大学法学部教授 川口恭弘

67

2022年9月22日 開催

東京証券取引所における最近の取組み(市場区分の見直し等)

東京証券取引所上場部長 菊池教之

105

2023年9月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー（五十音順）

2023年4月1日現在

氏名	所属
飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田 眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木 晴彦	広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
北村 雅史	関西大学大学院法務研究科教授
久保 大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出 篤	早稲田大学法学部教授
齊藤 真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷 匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井 正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎 博史	同志社大学大学院司法研究科教授
高橋 陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀征	立教大学法学部教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下 徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤 一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

金融審議会市場制度ワーキング・グループ第一次報告及び第二次報告に基づく諸施策（1）
－成長資金の供給のあり方に関するものを中心に－

2022年6月24日（金）15:00～16:57

オンライン開催

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

【報 告】

金融審議会市場制度ワーキング・グループ第一次報告及び第二次報告に
基づく諸施策（１）ー成長資金の供給のあり方に関するものを中心にー

大阪大学大学院高等司法研究科教授

松 尾 健 一

目 次

1	市場制度ワーキング・グループの活動	4.1	現行の特定投資家制度(特に個人) の課題
2	市場制度 WG 第一次報告及び第二次報 告の概要	4.2	個人の特定投資家の要件の弾力化
2.1	第一次報告の項目	4.3	特定投資家への移行手続等の弾力 化
2.2	第二次報告の項目		◎取引経験要件の柔軟化
3	海外の投資運用業者等の受入れに係る 制度整備	4.4	特定投資家向けの枠組みの拡充
3.1	制度整備の目的	4.4.1	特定投資家私募制度の整備
3.2	海外投資家等特例業務		◎特定投資家私募の課題
3.2.1	制度の趣旨		◎日証協における検討
3.2.2	海外投資家等特例業務の内容	4.4.2	インターネット上の募集広告の 取扱い
	◎特例の対象となる業務	5	非上場株式のセカンダリー取引の環境整 備
	◎組合型集団投資スキームの自己運用に 限定した趣旨	5.1	現状と課題
	◎海外投資家等の範囲	5.2	セカンダリー取引における特定投 資家向け投資勧誘規則の整備
3.2.3	海外投資家等特例業務の欠格事 由	5.3	株主コミュニティ制度の見直し
3.2.4	海外投資家等特例業務に係る行 為規制	6	株式投資型クラウドファンディング
3.3	移行期間特例業務	6.1	現行の株式投資型CF
3.3.1	制度の趣旨	6.2	改正の内容
3.3.2	移行期間特例業務の主体	6.2.1	発行総額の算定方法の見直し
	◎欠格事由	6.2.2	投資家の投資上限額の見直し
3.3.3	特例の対象となる業務	7	少人数私募の人数通算期間の見直し
	◎海外投資家等の範囲	8	東証ベンチャーファンド市場
3.3.4	移行期間特例業務に係る行為規 制	8.1	現状と課題
4	特定投資家制度に係る改正	8.2	上場規程の改正の内容
		8.2.1	投資先企業が上場した場合の株

式継続保有に関するもの

8.2.2 投資先の分散に関するもの

○川口 それでは、今月の研究会を始めたいと思います。

本日は、「金融審議会市場制度ワーキング・グループ第一次報告及び第二次報告に基づく諸施策（1）－成長資金の供給のあり方に関するものを中心に－」と題しまして、大阪大学の松尾健一先生にご報告をいただきます。

よろしく申し上げます。

○松尾 松尾でございます。どうぞよろしくお願いいいたします。

1 市場制度ワーキング・グループの活動

まず、市場制度ワーキング・グループ（以下「市場制度 WG」）は、2020年9月に設置されました。

諮問事項としては、「成長資金の供給と海外金融機関等の受入れに係る制度整備、金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等について検討を行うこと」ということで示されまして、検討が始まりました。

まず、諮問事項で言いますと、海外金融機関等の受入れに係る制度整備と顧客情報の共有等についての部分が、かなり短い期間の検討で、第一次報告としてまとめられました。

（第1回～第5回会合）

2020年12月23日：「第一次報告－世界に開かれた国際金融センターの実現に向けて－」
公表

その後少しゆっくりしまして、昨年6月に第二次報告が公表されました。

（第6回～第11回会合）

2021年6月18日：「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」
公表

8.2.3 負債性資金調達に関するもの
討論

このレジュメには間に合わなかったのですが、一昨日の水曜日（6月22日）にワーキング・グループがありまして、中間整理という形で、第二次報告から後の検討についての成果が公表されています。

（第12回～第19回）

2 市場制度 WG 第一次報告及び第二次報告の概要

本日は、この第一次報告と第二次報告の内容につきまして、それらのうち法制度として整備されたものを取り上げて見ていきたいと思っております。

2.1 第一次報告の項目

- I. 海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備
- II. 外国法人顧客情報に関する銀証ファイアーウォール規制（情報授受規制）の緩和

2.2 第二次報告の項目

- I. 成長資金の供給のあり方
 - 1. 検討の背景と目的
 - 2. 成長資金供給に係る制度のあり方
 - (1) 特定投資家制度
 - (2) 非上場株式のセカンダリー取引の環境整備
 - (3) 株式投資型クラウドファンディング
 - (4) 少人数私募の人数通算期間の見直し
 - (5) 東証ベンチャーファンド市場
 - 3. ベンチャー・キャピタル（VC）・プライベート・エクイティ（PE）ファンドによる投資のあり方
- II. 国内顧客に関する銀証ファイアーウォール規制

銀証ファイアーウォール規制については、次回、

川口先生からご報告いただく予定になっていますので、私の報告では扱いません。

また、第二次報告の項目のうち、Iの3のベンチャー・キャピタル（VC）・プライベート・エクイティ（PE）ファンドによる投資のあり方については、現状の課題の認識といったことにとどまっています。制度の改正等に結び付いたものではありませんので、今日の報告からは除かせていただきます。

残る部分が本日取り扱う項目ということになりますが、ぱっと見ていただいただけでもお分かりのように、非常に多岐にわたっています。それぞれ関係する部分もありますが、関係しない部分もありまして、報告はこれらをざっと取り上げる形になってしまっていて、個々の項目について深い検討ができていません。今日、先生方からご指摘をいただけて検討するきっかけにしたいと考えておりますので、ぜひよろしくお願いいたします。

3 海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備

まず、第一次報告の項目のうち、「海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備」から見ていきたいと思えます。

3.1 制度整備の目的

制度整備の目的ははっきりしてしまっていて、コロナ禍や香港の政情の不安定化などの情勢の変化の中で、我が国が国際金融センターとしての機能を向上させることの重要性が増しているということで、海外の金融機関等、中でも投資運用業者の受入れのための環境整備を加速させることが課題になっています。

当初は、香港の政情の不安定化により、民主化デモなどが続いてしまっていて、それを受けて香港を脱出する金融商品取引業者、特に海外の投資運用業者が相当数あるのではないかとされていて、その受け皿として日本、特に東京・大阪あたりが名乗りを上げたわけです。そこに更にコロナが来まして、地政学的に考えても、あまり1か所

に集中しているのはよくないのではないかとということで、分散するとすれば、やはり東京・大阪など日本もその受入れ先の一つになるのではないかと、受け入れる側の日本にとっても望ましいということで、それを加速させるような環境整備をしようというのがこの目的です。

制度としては2つありまして、「海外投資家等特例業務」、それから「移行期間特例業務」という制度を整備しました。こちらは既に「新型コロナウイルス感染症等の影響による社会経済情勢の変化に対応して金融の機能の強化及び安定の確保を図るための銀行法等の一部を改正する法律（令和3年法律第46号）」（令和3年5月26日公布）によって金商法が改正されまして、施行されています。

3.2 海外投資家等特例業務

3.2.1 制度の趣旨

制度の趣旨というか目的としましては、主として海外の資金を運用するファンド運用業を届出のみで行うことができる新たな類型の創設ということを目指しています。投資運用業であれば、本来登録が必要ですがけれども、それが届出で足りるという簡素化された手続の類型をつくらうということです。

○新たな類型の必要性

届出のみでファンド運用業を行うことができる類型としましては、適格機関投資家等特例業務があります。しかし、この特例業務については、一律に1名以上の適格機関投資家の出資が必要とされていて、海外から受け入れようとするときに、外国法人等が「適格機関投資家」となるためには、一定の資産を保有し当局に届け出る必要があるところ、実際には、海外のファンドに投資している投資家が「適格機関投資家」の資格を持っていたとしても、届出をしてくれないというようなことがありまして、運用をする側としても、この適格機関投資家等特例業務を使えないというのが現状であると認識されています（第一次報告4

頁)。

○届出のみで足りるとする根拠

そこで、新たに類型をつくらうということですが、こちらは後ほど見ていただきますように、このファンドに投資する投資家というのは、基本的には海外の投資家であって、日本で言うところの特定投資家の要件を満たす者ということになっています。

海外の投資家のうち、外国法人は既に特定投資家とされていますし(法2条31項4号、定義府令23条10号)、海外居住の個人については、後ほど見ますように、一定の資産保有要件等を課しまして、これは個人の特定投資家と同じ要件ですけれども、投資に関する一定の知識・経験を有している人をピックアップして、その人たち向けに特例業務を認めようということになります。

こういった人々は、一般投資家を顧客とする投資運用業と同等の規制をする必要性は低いと考えられることから、届出のみで足りるという説明がされています(第一次報告4頁)。

3.2.2 海外投資家等特例業務の内容

◎特例の対象となる業務

組合理型集団投資スキーム(金商法2条2項5号・6号)の自己運用(金商法63条の8第1項1号)及び自己募集・自己私募(同項2号)が特例業務の対象になります。かつ、出資者が海外投資家等のみであるもの(自己運用の場合)、そして勧誘をする場合(自己私募・自己募集の場合)も、その相手方が海外投資家等のみであるということが要件になっています。

ただ、注意を要しますのは、海外投資家等の中には国内居住の投資家も含まれるという定義になっていまして、若干その辺がややこしいのですが、こちらは後ほど説明したいと思います。

◎組合理型集団投資スキームの自己運用に限定した趣旨

今ご説明したとおり、特例業務の対象は、基本

的には、組合理型の集団投資スキームの自己運用に限定しています。それに伴う募集行為は含めていますが、組合理型集団投資スキームの持分に関するものに限定されています。

本来、投資運用業の形態は、

- (ア)組合理型集団投資スキーム持分の自己運用
- (イ)投資信託・外国投資信託に係る投資運用
- (ウ)投資法人・外国投資法人に係る投資運用
- (エ)投資一任契約に基づく投資運用

に分類されますが、このうち(ア)に限定されるということです。

その趣旨は、ファンドの内容の設計の自由度が比較的高い。更に、投資者が保有することとなる権利の流通性が高くない。これは(イ)とか(エ)に比べてという意味ですけれども、その結果、海外投資家以外の者がその権利・持分等を取得しないという前提、建付けになっていますので、それを確保しやすいということから、まずは(ア)の組合理型の集団投資スキーム持分についての自己運用のみを対象としたという説明がされています。

そういう意味では、(エ)についても、設計次第で流通性は必ずしも高くないとすることができますので、今後ニーズが確認されれば、特例業務の対象に追加してもよいのではないかという意見もあったということが報告書には記載されています(第一次報告5頁)。

◎海外投資家等の範囲

続きまして、海外投資家等の範囲は、次のようになっています。

- ①外国法人(金商法63条の8第2項1号)
- ②保有する純資産額3億円以上と投資性金融資産額(金商法62条2号イ～ト参照)が3億円以上、かつ金融商品取引業者等(外国の法令上これに相当するものを含む)に有価証券の取引またはデリバティブ取引を行うための口座を開設してから1年以上経過している外国に住所を有する個人(同項1号、金商業等府令246条の10第1項1号)

- ③外国の法令上特定投資家に相当する者（金商法 63 条の 8 第 2 項 1 号、金商業等府令 246 条の 10 第 1 項 2 号）。
- ④適格機関投資家（金商法 63 条の 8 第 2 項 2 号。特定投資家及び外国の法令に準拠して設立された厚生年金基金等を含む（金商業等府令 246 条の 10 第 2 項））。
- ⑤海外投資家等特例業務を行う者の役員・使用人・親会社・親族等（金商法 63 条の 8 第 2 項 3 号、金商法施行令 17 条の 13 の 5 第 3 項、金商業等府令 246 条の 10 第 3 項）。

②は、後ほど見ますけれども、特定投資家に移行できる国内の個人投資家と同等の要件になっています。ただ、後述しますように、国内の特定投資家への移行要件が弾力化されていまして、それに合わせてこちらも改正されることになっています。ですので、これは現行といたしますか、この当時の日本の個人投資家の特定投資家への移行要件を反映したものになっているということです。

④は国内の投資家ですし、⑤にも国内の居住者が含まれる可能性はあります。といたしますのも、運用業者自身は国内の者の可能性もありますので、⑤にも国内の投資家が含まれている可能性はあります。これを対象に含めた理由としましては、もちろん国内の投資家にも投資機会を提供するという意味と、そういった投資の運用に関するノウハウ等を国内の投資家にも吸収してほしいというようなことがあるようです。

ただ、投資家保護の観点から、国内のプロ投資家に限って出資を認めています。もっとも、運用資産の 50%超は非居住者から出資・拠出された財産でなければならない（金商法 63 条の 8 第 1 項 1 号柱書第 5 括弧書き「その出資又は拠出を受けた金銭が主として非居住者（……）から出資又は拠出を受けた金銭であるものに限」る。第一次報告 6 頁も参照）とされています。これはあくまで主として海外の投資家の資産を運用する者の特例という建前になっていますので、ここは外せないということです。ただし、資産の額ベースであっ

て、人数ベースでの制限はありません。

また、今述べた規制の実効性を確保するために、形式上は非居住の投資家、例えば海外にある特定目的会社だけれども、そこに出資しているのは実は国内居住の投資家というようなものについては海外投資家等に含まないとするので、潜脱を防止しようとしています。

また、これも先ほど流通性のところで述べたことですが、海外投資家等以外の者に集団投資スキーム持分が流通することがないように、海外投資家等以外の者への持分についての譲渡制限等の措置を講ずることが要求されています（金商法 63 条の 8 第 1 項 1 号・2 号、金商法施行令 17 条の 13 の 5 第 2 項、金商業等府令 246 条の 8）。

3.2.3 海外投資家等特例業務の欠格事由

- ①国内に営業所または事務所を有しない法人（金商法 63 条の 9 第 6 項 2 号ロ）、外国に住所を有する個人（同項 3 号ロ）

これは、運用業者自体は国内に営業の拠点を設けること、個人の場合は住所を設けることを要求すべきであるということが第一次報告で書かれていまして（第一次報告 4 頁注 9）、それを反映したものとになっています。

なお、海外投資家等特例業務を業とする主体は、国内にのみ拠点を有する者であってもよいです。主たる目的は、海外の投資家で海外に本拠があって、その一つの拠点を日本に設けるというようなケースを想定しているようですけれども、日本にだけ拠点があるというケースでも全く問題はないということです。

更に、既存の国内の金融商品取引業者が海外投資家等特例業務を行うという場合には、その旨の届出をすれば足りるということになっています（金商法 63 条の 11）。ですので、この特例業務を行う主体は、国内の業者も想定はされているということになります。

それから、基本的にこの欠格事由等は、適格機関投資家等特例業務の規制に倣って、それとほぼ

パラレルにできているのですけれども、それに比べて若干厳格になっているのが、次の2点です。

②法人の主要株主に関する欠格事由（金商法 63 条の9第6項2号ホ・ヘ）

これは、金融商品取引業の登録拒否事由におけるものと同等になっています。

③海外投資家等特例業務を適確に遂行するために必要な人的構成が欠けている者（金商法 63 条の9第6項1号ロ、金商業等府令 246 条の18）、及び海外投資家等特例業務を適確に遂行するために必要な社内体制が整備されていない者（金商法 63 条の9第6項1号ハ、金商業等府令 246 条の19）

3.2.4 海外投資家等特例業務に係る行為規制
行為規制に関しましては、基本的には、適格機関投資家等特例業務に係る行為規制（金商法 63 条 11 項）と同等のものが課されていますが、前述のとおり、人的構成、社内体制の整備ということがありますので、そういった業務管理体制の整備義務（同 35 条の3、金商業等府令 70 条の2）が追加的に課されていることとなります（同 63 条の9第8項）。

3.3 移行期間特例業務

3.3.1 制度の趣旨

「海外の資金のみを運用する事業者が、海外で一定の業務実績（トラック・レコード）があり、一定の海外当局による許認可等を受けていることを勘案した上で、日本で「登録」等を得るまでの一定の期間に関し、海外で既に行っている投資運用業等について、「届出」により、引き続き日本国内で業務を行えるよう」にしたものです（第一次報告7頁）。

例えば、香港で投資運用業をやっている人が既に香港で何年も実績があり、かつ香港当局の監督

を受けているというときに、日本に拠点を移したい、しかし登録が認められるまでにはなかなか手続が重たいということであれば、まずは届出だけで日本に来てもらって、一定期間の猶予を与えるので、その間に正式な登録をしてくださいといった制度です。

移行期間特例業務に係る届出は、改正法施行日から5年以内に行う必要があります（金商法附則3条の3第2項）、かつ、届出がなされてから5年間の経過するまでの期間のみ業務が特例の対象となる（同条1項）ということで、5年以内に限った時限措置であり、かつ、届出をしてから5年間に金融商品取引業者としての正式な登録等の手続を経てくださいという建付けになっています。

この話を聞いたときに私がふと疑問に思ったのは、投資運用業に該当する行為を行う者が、非居住者である投資家から拠出された資金のみを運用財産としており、かつ投資対象としても、国内で取引される金融商品・デリバティブ取引を投資対象としておらず、非居住者に対してのみ持分の取得勧誘、自己募集等を行う際の相手方は非居住者のみであるという場合で、ただ日本の国内から運用の指図だけを行うという場合に、そもそも日本の金商法の適用があるのか、この場合も投資運用業としての登録が必要（定義府令 16 条1項9号の2参照）なのかということです。

現在の解釈では、運用の指図を国内から行っていれば、投資運用業を日本で行っていることになるから、国内での投資運用業の登録が必要だと解釈しているようです。今回の規制は、この理解を前提にしているということになるかと思えます。

3.3.2 移行期間特例業務の主体

こちらの主体は「外国投資運用業者」、すなわち「外国の法令に準拠し、外国において投資運用業を行う者」（金融商品取引業者、登録金融機関、適格機関投資家等特例業務届出者及び海外投資家等特例業務届出者を除く。金商法附則3条の3第1項柱書）となっていて、先ほどの特例業務よりは広がっています。

◎欠格事由

- ・外国（投資者の保護を図る上で我が国と同等の水準にあると認められる投資運用業を行う者に関する制度を有している国又は地域に限る）の法令の規定により当該外国において投資運用業を行うことにつき金商法 29 条の登録と同種類の登録を受けていない者（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 1 号イ、金商業等府令附則 34 条）

基本的には、金商法 29 条の登録と同種の登録を受けて同等の監督を受けているということが前提になっています。また、外国であればどこでもいいというわけではなくて、我が国と同等の水準にあると認められる投資運用業を行う者に関する制度を有している国又は地域に限るということになっています。

- ・外国の法令に準拠し、当該外国において投資運用業を開始してから 3 年を経過するまでの者（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 1 号ロ）
- ・移行期間特例業務を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 1 号ニ、金商業等府令附則 36 条）
- ・移行期間特例業務を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 1 号ニ、金商業等府令附則 36 条）
- ・移行期間特例業務を適確に遂行するための必要な体制が整備されていると認められない者（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 1 号ホ、金商業等府令附則 37 条）
- ・国内に営業所または事務所を有しない法人（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 2 号ロ）
- ・法人の主要株主にかかる欠格事由（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 2 号ホ・ヘ）
- ・外国に住所を有する個人（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 3 号ロ）

3 年以上の業務履歴が必要であること、更に、

海外投資家等特例業務と同様に、人的構成ですとか社内体制の整備が求められています。あと、事務所については国内に拠点を設けなさい、個人については住所を国内に設けなさいという意味の欠格事由が設けられています。

3.3.3 特例の対象となる業務

次のそれぞれの業務と、その業務に係る勧誘行為、募集、私募に当たるような行為も、移行期間特例業務の対象になるということです。

(1) 外国の法令に準拠し、当該外国において行う投資運用業に係る行為

(i) 投資一任業務（金商法附則 3 条の 3 第 5 項 1 号イ）

海外投資家等を相手方として投資一任契約に基づき行う投資一任業務

(ii) 外国投資信託委託業務（同号ロ）

海外投資家等のみが投資家である外国投資信託の運用業務

(iii) 外国ファンド自己運用業務（同号ハ）

海外投資家等のみが投資家である外国籍の組合型集団投資スキームの自己運用業務

(2) 上記(1)の行為に関する投資勧誘行為

(i) 投資一任業務に関する投資勧誘行為（金商法附則 3 条の 3 第 5 項 2 号イ）

(1)(i)の行為に関して海外投資家等を相手方として行う外国投資信託の受益証券、外国投資証券又は外国籍の組合型集団投資スキームに係る権利の募集の取扱い、又は私募の取扱い。

(ii) 外国投資信託委託業務に関する投資勧誘行為（同号ロ）

(1)(ii)の行為に関して海外投資家等を相手方として行う外国投資信託の受益証券の募集又は私募。

(iii) 外国ファンド自己運用業務に関する投資

勧誘行為（同号ハ）

（1）(iii)の行為に関して海外投資家等を相手方として行う外国籍の組合型集団投資スキームに係る権利の募集又は私募。

◎海外投資家等の範囲

- （i） 外国法人又は外国に住所を有する個人（保有資産要件なし。金商法附則3条の3第6項1号）
- （ii） 移行期間特例業務を行う外国投資運用業者の役員・使用人・親会社、外国投資運用業者の投資判断について有償で助言する契約を締結している者、外国投資運用業者（の役員等）の親族等（同項2号、金商法施行令附則12項、金商業等府令64条1項）
- （iii） 登録を受けた国内の投資運用業者（金商法附則3条の3第6項3号、金商業等府令附則64条2項）

こちらの海外投資家等の範囲は、先ほどの海外投資家等特例業務と文言は同じですけれども、内容は違っています。外国法人又は外国に住所を有する個人については、特定投資家に相当するような保有資産の要件は課されていません。現在既にお客さんになっている人、外国での登録が認められている範囲でどんな人が入ってきても構わないということかと思えます。

更に、基本的には海外の投資家、国内非居住の投資家を対象にした業務ということになっていますので、前述のように、形式上は海外にある特定目的会社であっても、中の出資している人が国内の投資家であるというような場合には、ここで言う海外投資家等には含まれないということで手当てがされています。

更には、受益証券・集団投資スキーム持分等が海外投資家等以外の者に流通しないように譲渡制限等の措置を講じることが要求されている（金商法附則3条の3第5項2号イ～ハ、金商法施行令附則第9項～11項、金商業等府令附則62条・63条）点も、海外投資家等特例業務の場合と同じで

す。

3.3.4 移行期間特例業務に係る行為規制

海外投資家等特例業務に係る行為規制と同等の規制が課されています（金商法附則3条の3第4項）。

ここまでの海外の投資家の受入れを促進するための制度整備ということになりまして、これ以降が「成長資金の供給のあり方」ということになります。

4 特定投資家制度に係る改正

第二次報告の「I 成長資金の供給のあり方」では、「検討の背景と目的」として、スタートアップ企業等の支援、既存事業の再編・再構築のための非上場企業に関する成長資金供給等については、ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティファンドが主要な役割を果たしている、という認識が示されています。

更に、株式投資型クラウドファンディング等の個人の一般投資家も利用可能な制度を通じた投資も行われているほか、リスク管理能力及びリスク許容度の高い法人・個人等のプロ投資家向けの制度が存在しており、それぞれがその特性に応じた十分な機能を発揮できるよう制度の見直し等を行うことで、資本性資金の流れの円滑化・多様化を進めていくことが必要とされているとして、課題が示されています。

このような認識を受けて、具体的に幾つかの施策が実施されていまして、一つが特定投資家制度に関わるものになっています。

4.1 現行の特定投資家制度（特に個人）の課題

特定投資家に移行する個人が限定的であるとされています。特定投資家に移行可能な個人の要件の一つである投資性金融資産3億円以上を保有する個人は約2万人と推計される一方で、個人の特定投資家は2020年末時点で延べ92名となっています（第二次報告3頁注7）。

このように移行が進まない理由としては、

- (i) 特定投資家に移行可能な個人の要件が画一的かつ厳格
- (ii) 特定投資家への移行手続が煩雑
- (iii) 特定投資家向けの枠組み、つまり特定投資家に移行することで受けることができるメリットが限定的

等の課題が指摘されています（第二次報告4頁）。

4.2 個人の特定期間投資家の要件の弾力化（第二次報告4・5頁）

前述の課題を改善していこうということですが、現行の特定期間投資家に移行可能な個人の要件（金商業等府令62条（改正金商業等府令62条1項1号））は、純資産3億円以上、かつ投資性金融資産3億円以上で、金融商品取引業者との取引歴が1年以上ということになっています。

このように保有資産に着目した現行の要件に加えて、新たに次の3つの類型を追加しました。

(1) 年収を要素とした類型（改正金商業等府令62条1項2号）で、純資産5億円以上、投資性金融資産5億円以上、又は前年の年収1億円以上のいずれかに該当すること。

(2) 取引頻度を要素とした類型（改正金商業等府令62条1項3号）とし、純資産3億以上、又は投資性金融資産3億円以上であって、直近1年間の1か月当たりの平均取引（有価証券の売買等、デリバティブ取引、その他一定の範囲の取引に限る）件数が4回以上ということになっています。

(3) 職業経験・実務経験・保有資格を要素とした類型（改正金商業等府令62条1項4号）とし、特定の知識経験を有する者である場合であって、純資産1億円以上、投資性金融資産1億円以上、又は前年の年収1,000万円以上のいずれかに該当すること。

「特定の知識経験を有する者」（同条3項）

- ①金融商品取引業、銀行業、保険業、信託業その他の金融業にかかる業務に従事した期間が

通算して1年以上になる者

- ②大学の学部等における経済学または経営学に属する科目の教授、准教授その他の教員の職にあった期間が通算して1年以上になる者
- ③証券アナリスト、一種・二種外務員、一級・二級ファイナンシャルプランニング試験に合格した者、中小企業診断士の登録を受けた者であって、その実務に従事した期間が通算して1年以上である者
- ④経営コンサルタント業務に従事した期間が通算して1年以上になる者その他の者であって、①～③の者と同等以上の知識及び経験を有する者

単に保有資産の額だけに着目するのではなく、もう少し別の要素も考慮要素に入れてほしいということが従来言われてきていたと思います。それを反映した改正ということになると思いますが、果たしてこれが、特定投資家になることによって得られる効果、例えば特定投資家向け私募の対象になる、あるいは投資勧誘ルールのところでも緩和されるということが、特定投資家に移行するための要件とうまく見合っているのかということ今後検討しなければならない課題かなというふうに考えています。

4.3 特定投資家への移行手続等の弾力化

◎取引経験要件の柔軟化（第二次報告5頁）

4.2で見たいずれの類型についても、特定投資家に移行するという申し出までの金融商品取引業者との取引の期間が1年以上であることが要件とされています（改正金商業等府令62条1項1号ハ）。金融商品取引業者を通じて移行の申し出をすることになりますが、改正前は、その申し出をした金融商品取引業者との取引期間が1年以上であることが要求されていました。改正後は、別の金融商品取引業者との間で取引歴があれば、それを通算してよいということになり、やや緩和されたこととなります。

このほか、法令上には特に表れてはいませんが、

財産要件の確認方法の多様化及び特定投資家としての更新手続の弾力化が提言されていまして（第二次報告5・6頁）、この点については、アメリカの自衛力認定投資家（accredited investor）の制度では、発行体が取引の都度、投資家の属性を確認しなければならないとなっているところ、一般的な勧誘を伴わないプロ私募の場合、発行体は個人投資家の申し出が明らかに疑わしい場合でない限り、認定要件等に係る個人投資家の申し出の内容を信じてよいとされていること（SEC 規則230.506(b)(2)(ii)）が紹介されています。それを参考にする形で、日本でもその確認方法等について整備されていくのではないかと推測されます。

4.4 特定投資家向けの枠組みの拡充

4.4.1 特定投資家私募制度の整備

特定投資家になればどのようないいことがあるのかということをもう少しアピールしていこうということですが、一つは特定投資家私募制度があります。

◎特定投資家私募の課題

特定投資家私募制度というのは、資金調達企業が①特定証券情報等（金商法27条の31第1項、証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令2条）を提供または公表し、②金商業者等を介して特定投資家のみを相手方として有価証券の取得勧誘を行う場合に、有価証券届出書の提出を免除する（金商法2条3項2号ロ）というものです。

まず、プロ向け市場を除いて、非上場株式等に係る特定証券情報が、どういう形で何を記載して、どのように提供するかということが整備されていません。また、そもそも金商業者等による非上場株式の投資勧誘は、日証協規則において原則として禁止されています。そのため特定投資家私募制度は、事実上、プロ向け市場を除いて利用できないという状況が続いていました。

このような状況でしたが、金商業者等を介して機関投資家や地元の富裕層等から、幅広く資金調

達したいという非上場企業のニーズがあるということ、あるいは機関投資家の側からも、新たな投資先候補を金商業者等に紹介してほしいとの要望、あるいは富裕層の個人の私募商品への関心の高まりというものがあることがあって、もう少し柔軟に見直してもいいのではないかということが言われまして、こちらは主に日証協の規則の改正で対応する部分がほとんどですので、日証協の方に懇談会が設置され、懇談会報告が公表され、それに基づいてワーキング・グループができて、規則ができたということでした。

◎日証協における検討

2020年11月 日証協「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」設置

2021年6月 日証協「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」報告書～新規・成長企業へのリスクマネー供給の拡大に向けて～」公表

日証協「非上場株式等の取引及び私募制度等に関するワーキング・グループにおける検討」

2022年4月 日証協「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」（以下「新規則」）制定

私の探し方が足らなかったのか、まだ規則そのものを見ることはできていませんで、先生方にお配りしたのは、その規則の公表についてという資料です〔報告者注：飯田先生から改正規則が公表されていることをご教示いただき、報告後に確認しましたが、以下の記述について特段の修正・補足をすべき点はありませんでした。規則改正に関する参考文献として、呉竹真帆「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等について」資本市場442号（2022年）60頁を追加します〕。ただ、公表されている懇談会の報告書の14ページでは、非上場株式の投資勧誘禁止の例外として、

特定投資家向けの売付けの勧誘及び既存株主による売付けに係る勧誘を認める、証券会社等による特定投資家私募の取扱い等を可能にすることが適当ということが結論として出されていますので、基本的には、この路線の規則の改正がなされたということになるかと思えます。

○顧客（投資家）に対する情報提供

特定証券情報・発行者情報を提供又は公表しなければならないことにしています。発行者情報というのは有価証券報告書に相当するものと考えていただければいいかと思えますけれども、特定証券情報・発行者情報の具体的な記載内容を定めたこと（新規則6条3項、7条3項）、そしてそれを投資家等に情報提供・公表する方法（投資勧誘の相手方に対して書面・電磁的方法により提供、発行者または取扱証券会社のウェブサイトに掲載）を定めています（新規則6条2項、7条2項）。

更に、リスクや重要事項の説明を充実させていまして、特に換金方法等について記載した説明書の交付が求められています（新規則9条～11条）。

○協会員に対する規制

協会員というのは金商業者、証券会社ですけれども、協会員に対する規制としまして、まず、誰でも取り扱うことができる、誰でも特定投資家向けの私募、あるいはそれに係る取得勧誘等ができるということではなくて、特定投資家私募に係る投資勧誘をするためには、取扱協会員の指定受けなければならないとされています（新規則13条）。指定を受けるためには、社内規則の制定や規則の適切な遂行のための体制整備等が求められることになっています。

更に、非上場の株式なら何でもいいということではなくて、協会員の側で新たに顧客に対して投資勧誘を行おうとする非上場の有価証券等について、当該非上場の有価証券の特性やリスクの内容を把握し、投資勧誘を行うことがふさわしいか否か、あるいは投資勧誘を行う顧客の範囲について検証しなければならないとしていまして（新規則

3条1項・2項）、かなり厳格なところからスタートしていこうという姿勢が見てとれるかと思えます。

以上が特定投資家私募に関する制度改正でありまして、次は、重なる部分もなくはないのですが、インターネット上の募集広告の取扱いについてです。

4.4.2 インターネット上の募集広告の取扱い

現在は、インターネットで募集に係る広告をすることになりますと、これは必然的に有価証券の募集に該当するという扱いになっています（企業内容等開示ガイドライン4-1）。つまり、インターネット上で募集広告をした瞬間に、もうそれは私募にはなり得ないという扱いがされていました。

これについて適格機関投資家や特定投資家のみを閲覧可能にしておく、例えば金商業者等のインターネット上の専用サイトで、金商業者が特定投資家であることを確認した人だけがそこに入れるというようなところで勧誘とか広告を行う場合は、その適切な運用が確保されることを前提に、有価証券の募集に該当しない旨を企業内容等開示ガイドラインで明確化することが考えられるという記載が第二次報告にありまして（7頁）、この提言をそのまま採用する形で開示ガイドラインが改正されました。これによりまして、前述のような方法であれば、Web サイトを通じて勧誘をする場合であっても、例えば特定投資家私募、あるいは適格機関投資家向け私募に当たると解することは可能になったということです。

5 非上場株式のセカンダリー取引の環境整備

5.1 現状と課題

現状としては、非上場株式の発行後の取引（セカンダリー取引）の機会は投資家間の相対取引や株主コミュニティ制度等に限られまして、投資家の投資回収の機会は非常に限られている。そこで、セカンダリー取引における投資家の投資回収の機会を充実させれば、発行時のプライマリー投資を

含め、更なる投資の促進が期待できるのではないかと示されています。

これを受けて、セカンダリー取引における特定投資家向け投資勧誘規則の整備がなされました。

5.2 セカンダリー取引における特定投資家向け投資勧誘規則の整備

こちらも前述のとおり、現状は、日証協の規則によって金融商品取引業者等による非上場株式の投資勧誘は原則として禁止されています。セカンダリー取引についても、日証協において、特定投資家向けの投資勧誘の具体的なルールを整備することが適当とされています（第二次報告8頁）。

これについても、日証協の先ほどと同じ規則の中で、私募の場面の投資勧誘に限らず、セカンダリーの取引としての投資勧誘も可能にしたということになります。

5.3 株主コミュニティ制度の見直し

現状は、株主コミュニティへの参加を勧誘できる対象となり得るのは、発行者の役員等に限定されています。これを改善して株主コミュニティの参加者を増やし、株式の発行や流通を活性化するため、リスク管理能力及びリスク許容度の高い特定投資家を新たに参加勧誘対象に加えることが適当ということが第二次報告（8頁）で言われています。それで、日証協の「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」報告書14ページでは、株主コミュニティの利活用を図る観点から、新たにリスク許容度の高いと考えられる特定投資家に対して投資勧誘を認めることが適当とされていまして、そのことが規則の改正に結び付いたということになっています。

6 株式投資型クラウドファンディング（CF）

6.1 現行の株式投資型CF

Web上で勧誘から申込みまでが完結するというのがCFの要件ですけれども、少額要件（発行総額1億円未満、投資家1人当たりの案件ごとの投資額50万円以下）を満たすCFによる非上場株式

の投資勧誘のみを行う業者については、金融商品取引業者に通常求められる登録要件等を緩和することになっています（金商法29条の4の2等）。

他方で、Webサイトで手軽に多数の者に対する投資勧誘が可能であること等を踏まえて、CF業者には発行者の審査や発行者に係る適切な情報提供が義務付けられているところです（金商業等府令70条の2、83条）。

この株式投資型CFですけれども、2017年に制度の利用が開始されて、それ以降は順調に推移していました。2020年末までに231件の取扱いがあり、うち161件が目標調達額を達成して成功ということでした。累計51億円超の資金調達が行われたとされていまして、主にシードステージあるいはアーリーステージのスタートアップ企業に対して、支援目的や投資目的の個人投資家が投資しているというのが現状であるということが紹介されています（第二次報告9頁）。

6.2 改正の内容

6.2.1 発行総額の算定方法の見直し

発行総額1億円未満というのは、1年間の発行額を合算することになっています（金商業等府令16条の3）。これまで合算の対象はCFによる発行額に限られないとされていまして、例えば、ベンチャーキャピタル（VC）等に対して株式を発行した場合も合算されてしまうことになっていました。

このような現状において1億円以上の資金調達のニーズがありまして、つまりVC等に対する部分を含めて1億円以上は調達したいというのがありまして、CFによる発行総額規制の潜脱防止のためには、そもそもCFによる発行額のみを合算しておけば足りるということで、そのような形で改正がなされたということです（改正金商業等府令16条の3第1項第一括弧書き追加）。

6.2.2 投資家の投資上限額の見直し

投資家の投資上限額の見直しについては、比較的意见が分かれたところです。

これまでの CF を見ますと、全体の 70%弱が 1 人当たりの投資額が 10 万円台となっている一方、上限額である 50 万円を投資している投資家も一定数存在しているということです。また、一部の投資家には 50 万円を超える投資ニーズがあるということも指摘されていまして、主に CF を実施している発行者、あるいはそのプラットフォームを提供している業者から投資上限額の引上げが要望されていました。

これについて、特定投資家については、成長資金の供給の円滑化の観点から、投資上限額を撤廃してもいいのではないかとということで（第二次報告 10 頁）、特定投資家については投資上限額を撤廃するという改正がなされました（改正金商法施行令 15 条の 10 の 3 第 2 号）。特定投資家以外の一般の投資家についても、投資上限額の引上げをしてはどうかという意見もありましたが、この点は今回は見送られました。

この点について、パブリックコメントの中で気になった記述がありました。特定投資家 1 人当たりの投資上限撤廃に関し、「例えば、株式投資型クラウドファンディングの発行者の業態や希望により、応募者を特定投資家の方に限定する」とか、一般個人投資家と特定個人投資家の枠を別々に設けることは可能かという質問に対して、金融庁からは、「ご指摘のような方法も特段否定されないものと考えられます」と回答されていました。

特に、特定投資家のみ限定して Web で完結する投資勧誘というのは、アメリカで CF に関する法整備ができる前から、いわゆるエンジェル投資家と言われるような人、これはアメリカで言うところの自衛力認定投資家に該当するという前提ですけれども、その人たちを対象にして Web で勧誘する仕組みができていたようです。それを日本でも実現できるかもしれないというふうに考えられるわけです。

ただ、CF の方の特例を使いますと、年間発行総額の上限 1 億円という規制は、なおかかってきます。どういった人が移行するか分かりませんが、特定投資家のみを対象とした CF はやや窮屈では

ないかと思います。この点は、前述のとおり、インターネットを通じた勧誘であっても、特定投資家私募に当たるといことはなお可能であるという整備がされましたので（4.4.2）、特定投資家私募の方を活用する、Web サイトを通じて募集はするけれども、特定投資家私募ですという整理をすることも考えられるのではないかと思います。

7 少人数私募の人数通算期間の見直し

こちら先生方ご案内のとおり、私募には少人数私募というものがありまして、勧誘対象者が過去 6 か月で通算して 50 名未満の場合に私募として扱うということになっています（金商法 2 条、金商法施行令 1 条の 6）。

ところが、株式投資型 CF は、Web を通じてやるものですから、当然不特定多数の投資家を勧誘対象とする。それで、CF を通じて資金調達をしようとする、6 か月間では必然的に 50 名を超えてしまうので、少人数私募を利用することができないと言われていました。

非上場企業においてもより機動的な資金調達が必要であること、更には、米国における近年の規制の動向で、少人数私募に相当する制度（取得勧誘対象者 35 人以下）の人数通算期間が 6 か月から 90 日に短縮されたということ踏まえまして（第二次報告 10～11 頁）、株式投資家型 CF の実施の有無にかかわらず、一般的に勧誘対象者数の通算期間を 6 か月から 3 か月に短縮するという改正がなされました（金商法施行令 1 条の 6）。

こちらは、先ほどの CF のところでもありましたけれども、もし CF 前後の少人数私募の制約を除けばいいということであれば、CF を通じた取得勧誘は少人数私募の勧誘対象者数に含めないという方法もあり得たかと思えます。こちらの方がやりやすくなる部分もあるかと思うのですが、そうではなくて、少人数私募一般について人数算定期間を 90 日に短縮するという方法がとられたということです。

8 東証ベンチャーファンド市場

8.1 現状と課題

東証ベンチャーファンド市場は、2001年に開設されていますが、利用実績は乏しい。上場された例はあるのですが、全て償還されてしまっていて、現在上場されているベンチャーファンドはないということです。

しかし、スタートアップ企業等への資金供給手段の多様化ですとか、一般の個人投資家もファンドを通じて間接的に非上場株式に投資することはできますので、その投資機会を提供するという観点から、東証ベンチャーファンド市場の利用活性化を期待する。また、上場するファンドの柔軟な運営を可能とする観点から、東証規則の見直しについて検討することが適当ではないかということが言われていました（第二次報告11頁）。

それを受けまして、東京証券取引所は有価証券上場規程を改正されまして（2022年2月）、3月1日に既に施行されています。

以下、改正点を見ていきたいと思えます。

8.2 上場規程の改正の内容

8.2.1 投資先企業が上場した場合の株式継続保有に関するもの

1305条2号a

まず、ベンチャーファンドという性質上、「運用資産等の総額に占める未公開株等、未公開株等関連資産及び上場後5年以内の株券等への投資額の合計額のうち施行規則で定める金額（以下「未公開株等投資額」という。）の比率が70%以上となり、かつ、未公開株等投資額に占める未公開株等への投資額の比率が50%以上となる見込みのあること」とされていました。

「未公開株等投資額」が運用資産総額の70%以上でなければならないとされているのですが、改正によりまして、上場後5年を経過した継続保有株券も「未公開株等投資額」に含めてよいこととされました。また、未公開株等投資額に占める未公開株等への投資額の比率が50%以上でなければならないとされていたが、改正により未公開株等と上場後5年以内の継続保有株券への投資額

が50%以上であればよいこととされ、投資先が上場した後も、ベンチャーファンドがその投資先の株券を継続保有しやすくなりました。

8.2.2 投資先の分散に関するもの

1305条2号f(c)

〔新規上場申請に係るベンチャーファンド発行投資法人の規約の記載事項として〕

(c) 次のイ又はロのいずれかに掲げる事項

- イ 特定の投資先に取得時における純資産総額の10%を超えて投資しない旨
- ロ 未公開株等又は未公開株等関連資産については特定の投資先に取得時における純資産総額の15%を超えて投資せず、その他の資産については特定の投資先に取得時における純資産総額の10%を超えて投資しない旨

従来は、イのように、特定の投資先に取得時における純資産総額の10%を超えて投資しないことが投資法人に規約として記載されていなければならないとされていましたが、ロが追加されて、イ、ロのどちらかに該当すればよいということになっています。

ロでは、特定の投資先に取得時における純資産総額の15%を超えて投資せず、その他の資産については10%を超えて投資しない旨が定められていればよいということで、ここも少し緩和されたということです。

8.2.3 負債性資金調達に関するもの

1305条2号f(e)

〔新規上場申請に係るベンチャーファンド発行投資法人の規約の記載事項として〕

(e) 次のイ又はロのいずれかに掲げる事項

- イ 資金の借入れ及び投資法人債券の募集をしない旨
- ロ 投資法人の規約又はこれに類する書類において、原則として総資産有利子負債比率が20%以下となる運用方針であること、資金の借入れ又は投資法人債券の発行に係るリスク

管理方針並びに資金の借入れ又は投資法人債券の発行に係る目的、限度額及び用途に関する事項が定められていること。

改正前は、ファンドとして負債性の資金調達を行うことは認められていませんでした。これは安全性を保つため、流動性リスクを回避するためということかと思えますけれども、今回の上場規程の改正によりまして、一定の負債比率の範囲内で、リスク管理方針を定めることなどを条件として負債性の資金調達も解禁したということになっています。

これに伴いまして、ベンチャーファンドに係る適時開示事項に、以下の事項が追加されました。

- ・投資法人債の募集又は資金の借入れの決定があった場合（1312条2項1号bの2）
- ・総資産有利子負債比率が20%を超えた場合（同項2号dの2）
- ・総資産有利子負債比率が20%を超えた状態において、総資産有利子負債比率が20%以下になった場合（同号dの3）
- ・投資方針又はリスク管理方針の変更があった場合（1312条2項3号hの2）

非常に多岐にわたる点につきまして雑駁な報告となりまして恐縮ですが、報告は以上でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○川口 ありがとうございます。多岐にわたる改正について、時間内に要領よくまとめていただきました。

それでは、区切ることも難しいですので、全体としてどこからでも結構ですので、ご質問、ご意見を頂戴できればと思います。よろしくお願いいたします。

#### 【個人の特定投資家への移行要件】

○川口 では、特定投資家に移行できる個人の要件が画一的かつ厳格であるということで、それを緩和する改正がなされました。そこで、最初に、改正点を確認させてください。

まず、従来は純資産が3億円以上で「かつ」投資性金融資産が3億円以上となっていたのが、純資産の基準を5億円以上に上げ、そして投資性金融資産の基準も5億円以上に上げたうえで、これらを「または」でつなげました。したがって、今までは純資産と投資性金融資産は3億円以上で「かつ」だったものが、5億円に引き上げる代わりに「または」でよい、どちらかでよいという改正になったという理解でよろしいでしょうか。

つぎに、関連して、「または前年の年収1億円以上」というのがありますが、この1億円というのはどこから出てきたのでしょうか。ワーキングで何か具体的にこういう基準がよいというような議論があったのでしょうか。

さらに、取引頻度の要件ですが、純資産3億円以上で、かつ投資性金融資産が3億円以上であったものを、月4回以上の取引があれば、これを「または」でつなげました。ちょっとややこしいのですが、それでも、「または」とした反面、要件を絞るために、月4回以上の取引というのを入れたという理解でよろしいでしょうか。

そして、最後ですが、職業経験・実務経験・保有資格などが加わったということです。例えば年収1,000万円とか、純資産1億円というような基準について、ワーキングで何か議論があったのか、お教えいただけたらと思います。

○松尾 まず1点目の5億円に引き上げたところの読み方は、先生のおっしゃったとおりで、5億円に引き上げる代わりに、「または」でよいということです。

また、「前年の年収1億円以上」ですけれども、こちらは、最後におっしゃった「特定の知識経験を有する者」の年収要件ですとか、純資産1億円以上というところの具体的な数字についても同じですけれども、特に根拠になる数字、資料は示さ



れていませんでした。そういう類型を認める必要があるということは言われまして、具体的な金額について議論されたという記憶はありません。なかったと思います。

2点目も、先生のご理解のとおりで、3億円以上「かつ」のところを「または」にした代わりに、取引頻度で補充するということですが、本当に取引頻度というのがいいのかなというのがあります。なぜ特定投資家に対しては勧誘のルールや私募のルールが緩和されるのかというのと、この特定投資家の要件というのがだんだんと結び付きにくくなってきているようにも思います。特に取引頻度のところは、これでいいのかなと。例えば、一般にはリスク許容度ですとかリスク管理能力が高いというふうに言われるわけですが、本当に取引頻度が高いというのをそのように言っているのかというのは、疑問の余地もあるかと思えます。

以上です。

○川口 金額は決めの問題なので、具体的な数字の根拠は難しいかもしれませんね。今回から大学教授などが加わることになったのですが、年収1,000万円という点について、3,000万円、4,000万円を要求すると該当する人がいなくなってしまうですね。(笑)

#### 【特定投資家向け私募制度の整備】

○黒沼 私が聞きたいのは、特定投資家向け私募制度の整備のところですか。

この私募制度は、もともとはプロ向け市場に上場するための有価証券の発行といいますか、それを私募として扱って、ただし特定証券情報等の開示を要求して、いわゆるディスクロージャーの柔軟化の一環として設けられた制度なので、これがプロ向け市場でしか使えないというのは当たり前のことだったと思うのです。それを広げて非上場株式の流通市場をつくらうということは、好ましい改革だと思います。

ただ、今日はまだ資料が出てきていないということで分からなかったのですが、この場合、特定

証券情報等は証券業協会が定めるものが法律上も求められるということになるのだと思うので、すけれども、ざっくりぼんやりとした印象というか感覚として、プロ向け市場は一応取引所で売買が行われるので上場しているものであって、こちらは上場していないものという、そういう位置付けなのでしょう。そして、それに伴って、法律上のディスクロージャーに代えて開示される特定証券情報等の内容も少し違ったものになると考えられるのかどうか、お伺いしたいと思います。

それと関連して、こうして私募で発行された証券は、特定投資家の間で流通するようになると思うのですが、今日ご報告された非上場株式のセカンダリー取引の環境整備の中には、この特定投資家私募で発行された有価証券のセカンダリー市場の整備も含まれていると考えていいのでしょうか。

○松尾 基本的には、先生のご理解のとおりかと思えます。

まず、特定投資家私募は、もともとはプロ向け市場と連動したものでしたけれども、今回、内閣の方でも言うておりますが、ユニコーン企業を育てようとかいうのが一つのキーワードのようになっていまして、要するに、非上場のままだでもっと資金調達できる方法が必要なのではないかということで、非上場というところに意味を持たせているように思います。

ですので、すみ分けとしましては、プロ向け市場はやはり上場である、こちらはそれに対して非上場のままで私募を認めると。かつ、最後におっしゃったように、上場せずに特定投資家間で流通させる制度を整備しようというのが制度改正の趣旨だと思います。

ですので、非上場であるという性質のまま——あんまりここにこだわる意味はないのではないかと私は思うのですが、非上場であるという性質のまま投資しやすくなる。更に、投資しやすくなるために流通市場も整備しようということかというふうに理解しておりますので、最後のご質問については、まさに特定投資家向け私募で発行された

証券のセカンダリーマーケットの整備ということで、特定投資家間での流通、そこを金業者が仲介しようということかと思えます。

○黒沼　今回拡充された特定投資家私募制度で私募を行うと想定されている企業というのは、ユニコーン企業のように、将来取引所に上場する前段階の企業という位置付けなのではないでしょうか。それとも、将来とも上場する見込みがないというか、可能性の低い企業を想定しているのか、そのあたりは分かりますか。

○松尾　両方なのだと思います。第二次報告の7ページに「機関投資家や地元富裕層」というのが出てきますが、機関投資家の方は、まさに上場前の、行く行くは上場してもおかしくないような企業の方に投資する、スタートアップにおけるレイターのステージで資金を入れていくというイメージかと思えます。地元富裕層というのは、どちらかという株主コミュニティとくっついているのかなというイメージでして、こちらは必ずしも上場を目標にしていなくても、非上場のままである程度流通すれば足りるというような企業、どのぐらいあるのか分かりませんが、そういうものが想定されているのではないかと思います。

○黒沼　ありがとうございました。

#### 【個人の特定投資家への移行要件②】

○伊藤　ご報告ありがとうございました。私からは、先ほどの川口先生のご質問と同じような話で、細くなるかもしれませんが、特定投資家になり得る個人の範囲を拡張したという改正について質問をさせていただきます。

ワーキング・グループの第二次報告を読みましたが、このあたりの改正については、引き続き一定の金融リテラシー及びリスク耐久力を求めることを必須としながらも、範囲を拡大するというふうに書かれています。そこで、私が気になりましたのが、今回の改正で拡張された部分のうち、前年の年収のみを基準にするという条件が何か所か出てくるようです。

といいますのは、前年の年収だけでリスク耐久

力があると言えるのか、私はかなり疑わしいのではないかと思っていますからです。リスク耐久力というのは、やはりストックがないといけない話だと思うのです。特に、「知識経験を有する者」で、前年の年収1,000万円というのは、リスク耐久力があるのかは極めて疑問です。

あるいは、今回の改正というのは、リスク耐久力は余り考えないで、リテラシーがあればいいという、そういうふうな判断でこの部分は拡張していると捉えた方がいいのでしょうか。

○松尾　その点は非常に大きな問題かと思えます。

まず、年収1億円の方ですけれども、1億円というのはかなり高くとったのかなと思います。恐らく要件の確認の際に、事実上、前年だけ飛び出て高かったというようなものははじくような形になるのではないのかなと。継続してそれぐらいの年収が見込めるというようなことを恐らく運用上確保していくのではないかと思います。

確かに、リスク耐久力・許容度の関係ではストックが大事だというのはおっしゃるとおりですけれども、ストックの方、特に純資産とかですと、土地とかが値上がりしてしまっ、従来の5億円が果たして今も同じ意味があるかというような問題があるということもアメリカでは指摘されているところでして、その意味では、フローの方をもっと見た方がいいという議論もあり得るところかと思えます。

それから、「特定の知識経験を有する者」ですけれども、これも私は、先生のおっしゃるように、ここはリスク許容度、リスク耐久力という説明は放棄して、リスク管理能力ですとか、そういったことで認められる特例なのではないかと、ちょっと説明がつかないのではないかと思います。

ただ、そのように説明してしまったときに、特定投資家になることに結び付いている効果、それが本当に全て正当化できるのかというのは、私募は説明できるかも分かりませんが、そのあたりは、これもアメリカで割と今、特定投資家に相当する制度の見直しを踏まえていろいろ議論のあるところ



るので、いずれ論文にまとめたいとは思っています。ただ、違った方向からの違った指摘があって、なかなかまとめづらいところで終わるのですが、今おっしゃった点については私も同感でして、リスク許容度ですとかリスク耐久力という観点からは正当化しにくい要件であるというふうに理解しております。

○伊藤 どうもありがとうございます。

○川口 今の点ですけれども、「経済学または経営学に属する科目の教授」というのは、どういう教授を指すのでしょうか。括弧書きで「専ら当該科目に関する研究を職務とする者を含む。」となっているので、これで、研究者は入るのでしょうか。それ以外に「経済学または経営学に属する科目の教授」というのは、その科目を教えている人を念頭に置いているのでしょうか。大学では、自分の専門でない科目を教えたりすることもありますので、そうすると、本当に、適格かどうか分からないような場合もあるような気がしますね。

○松尾 具体的なことは明らかにならないと分からないこともありますけれども、多分こちらは教える方を指しているのかなと。研究というのを別にとっているということは、こちらは教える経験があればいいのだという理解かなというふうに今のところは考えております。

それでいいのかというのは、おっしゃるとおりかと思えます。

○川口 ありがとうございます。

#### 【海外投資家等特例業務の制度設計】

○飯田 まずコメントですが、前半の方の海外投資家等特例業務のところですか。レジユメの5ページですけれども、3.3.1のところ、今回できた海外投資家等特例業務の認められる特例が自己運用だと思いますので、その比較の対象として定義府令の16条1項9号の2もあるかもしれませんが、16条1項13号のいわゆる外国ファンド特例と比較した方がいいのではないかと思います。

質問としては、3ページの注1についてですけ

れども、全体としてこの制度は適格機関投資家等特例業務の制度に平行に条文が作られているということだったと思います。それで、そこに書いていただいたとおり、自己募集のところが違うということとして、それはなぜ違うのかということについてまず伺えればと思いますが、いかがでしょうか。

○松尾 これはよく分からなかったのですね、見た限りではどこにも特に書いていなかったの。ただ、海外の投資家を対象にする自己募集というのは、日本のように私募・募集というふうな区別がないところもあるとか、そういうことなのかなと思ったりもしたのですけれども。純粋に非居住の投資家に対してする自己募集の場合ですね。適格機関投資家の場合は、国内投資家が含まれてくるので、日本の法制に従って自己私募と自己募集というのは分けて、自己私募だけでいいという理解なのかなと。

迎え入れようとしている投資運用業者が、海外で自己募集をやっているというところがあるということなのではないかなというふうに理解したのですけれども。

○飯田 なるほど。

適格機関投資家等特例業務の方の解釈というかパブコメで出てくる話だと、海外で非居住者を勧誘することについては、日本法を適用することを考えていないので、あっちの方の49名カウントでもカウントしませんと言って……

○松尾 言っています。

○飯田 言っていますよね。そうすると、自己募集って結局、新しい制度の方もあまりないのかなという気もしたのですね。

○松尾 ああ、なるほど。

○飯田 ただ、逆に、こちらの新しい海外投資家等特例業務の方は、人数制限が49名とかという話がないので、レジユメの4ページの(4)とか(5)に出てくるような、国内投資家で勧誘して、二項有価証券などで500名を超えると募集に当たる可能性があるのではとかといった話なのかなと思いました。あまり理屈にはなっていないよう

な気もしますが、いずれにしろ、何かこのあたりはよく分からないなと思いました。

○松尾　そうですね。ご指摘いただいた点はごもっともかとも思いますけれども、ただ、それを伺ってもなお、はっきりした説明は今のところちょっと思いつかないです。

○飯田　分かりました。ちなみに、当時想定されていた海外の運用業者は、この海外投資家等特例業務として定義されているものの要件を大体満たすという前提で要件を設定されていると思っていいのですか。それと、実際にこれはもう入ってきているのでしょうか。

○松尾　それは、恐らくカバーできる要件を設定したということだと思います。

入ってきているかどうかというのは、ちょっとはっきりしたことは分かりません。これを使っているのかどうか分かりませんが、今、「国際金融都市」というのを目指しているところがあって、それとの関係で海外の投資運用業者の誘致に成功したと発表しているところがあったので、一応呼んだ実績はあるようです。ただ、この制度を使っているのか、日本で登録をしたのかというのはちょっと分かりません。

あと、税制の方は割と大胆に手当てしたので、そちらは使っているのかなというふうに思います。

○飯田　ありがとうございました。

#### 【株主コミュニティ制度における投資勧誘規制】

○梅本　レジュメ 12 ページ、13 ページの株主コミュニティ制度と株式投資型クラウドファンディングのところを若干のコメントと、質問をさせていただければと思います。

先生がおっしゃったように、株式投資型クラウドファンディングは最近かなり好調で、最初は私もこれほど広がるとは思いませんでした。ただ、13 ページに書いておられるように、算定方法を見直すにせよ、発行総額が依然として1億円未満というのは、アメリカなどに比べると上限額が低すぎるのではないかという気がします。思い切って2倍、3倍ぐらいに拡大してもよかったのではな

いかというのが株式投資型クラウドファンディングについてのコメントです。

次に株主コミュニティ制度に関するコメントです。当初はさほど売買が広がらず、投資勧誘に対する規制が結構厳しいので広がりを欠くのかなと思って見ておりました。ところが先日、久しぶりにデータを確認したところ、従来は地場の鉄道会社などの売買がそこそこあるという程度でしたが、今年からですかね、株式投資型クラウドファンディング最大手のFUNDINNO（ファンディーノ）の扱う銘柄の売買がぐんと上がってきていました。不思議に思って調べましたところ、FUNDINNO が第1種業者の免許を取ったうえで、新たに「FUNDINNO MARKET」という株主コミュニティのプラットフォームをつくったことが影響しているようです。クラウドファンディングの事業者が自ら株主コミュニティを組成してセカンダリーマーケットを提供したことでクラウドファンディング銘柄の売買が大きく拡大したというわけです。予想された動きではありましたが、おもしろい試みだなと思いました。

もっとも現時点で組成しているのは8銘柄だけであって、上場ですとか、あるいはM&Aなどといった形でそれなりの対価でエグジットが見込めるものに限られて、対象銘柄は限定的です〔追記：FUNDINNO MARKET の売買数量が大きかったのは、当時は手数料無料キャンペーン中であつたことも関係していると思われる〕。

最後に質問ですが、株主コミュニティ制度の勧誘規制についてです。

新たな規制により特定投資家を勧誘可能対象者にするそうですが、原則は、「株主コミュニティに関する規則」9条で定める勧誘可能な者に入らない一般投資家等に対して投資勧誘は禁止されています。そこで、投資勧誘に入るか入らないかという議論に関して、インターネットで株主コミュニティ制度に参加したい人はこういう手順をとって下さいという宣伝とか広告をHP上に出すというのは、勧誘に入るのではないかと思うのですけれども、いかがでしょうか。

○松尾 手続を説明するだけですか。

○梅本 実はこういう質問をさせていただいているのは、FUNDINNO MARKET のホームページを見たところ、クラウドファンディングに参加した株主以外にも、一般の投資家も HP を通じて投資家登録をしたうえで株主コミュニティに参加できるような説明とその手続が記載されているのです。つまり、クラウドファンディングで株主になったなどの投資勧誘可能者以外でも流通市場でクラウドファンディング銘柄を取得できますよ、みたいな宣伝が載っているのですね。

○松尾 それはあかんのじゃないですか。(笑)

○梅本 私もネット上の広告・宣伝は投資勧誘に当たるのではないかと確認させていただきました。個人的には、適切な情報が開示される限りネット上の広告等は認めても構わないとは思いますが、少なくとも現行制度上は禁止されているのではないかなど。

○松尾 そうですね。株主コミュニティでマーケットの登録は取っているわけですね。恐らくそれはコミュニティへの参加勧誘ということになりますよね。ですので、だめなのではないかなど。非上場株式の取得勧誘に結局当たってしまって、あかんのではないかな。株主コミュニティの規則に従う限りで、非上場株式の勧誘の禁止の例外から外れるという建付けになっているはずなので、規則を守っていなかったら、やはりだめになるのではないかという気がいたします。

○梅本 最大手の業者だけに法律上のチェックはしていると思われ、あまり迂闊なことをコメントするのは、差し障りがあるので(笑)、もう少し調べてみます〔追記：「FUNDINNO MARKET」のHPでは、参加希望者に対して投資家登録を求め、次に当該投資家が希望銘柄の株主コミュニティへの参加申し込みをする手続が求められている。個別の株主コミュニティではなく、プラットフォームであるマーケット自体の宣伝・広告では「株主コミュニティへの参加に関する勧誘」(「株主コミュニティに関する規則」9条2項)に該当しないという理解を前提にしていると思われる〕。

○松尾 先生おっしゃったような趣旨のとおりの記事であればということですが、そうなるのではと思います。

○梅本 分かりました。ありがとうございます。

○松尾 もう一点、最初におっしゃったクラウドファンディングのところですが、ご報告でも申し上げたとおり、やはり特定投資家に限らず、一般の投資家についても投資上限を上げろということはありましたし、発行総額についても上げろということはありません。特に業者さんがおっしゃるには、投資者の数が増えるとすごく管理が大変なので、もう少し少ない人数から大きな額の資金を調達できる制度に改めてほしいと、そういうニーズがあったように思います。

○梅本 ありがとうございます。

#### 【株式投資型 CF の投資上限額】

○川口 投資額 50 万円の上限について、それが見直されなかった理由は何なのでしょう。

○松尾 やはり投資家保護上問題があるということ、ご報告でも申し上げたように、まだ70%は投資額が10万円台だということなのですね。それで、50万円を超えて投資したいという人が、50万円でもいいのか、いや100万、200万、あるいは1,000万円の単位でしたいと言っているのか、その辺がよく分からないところもあるので、まずは特定投資家を広げて、特定投資家なら上限を外すと。そういうたくさん投資をしたい人は特定投資家に移行してくださいというので、現在の上限を超えて投資したいという人のニーズをどのぐらい吸収できるかというのを見るということではないのかなというふうに理解しております。

○川口 ありがとうございます。

#### 【特定投資家制度への移行要件と適合性原則】

○前田 レジュメ8ページの特定投資家制度に係る改正については、今回、保有資産に着目した現行の要件に加えて新たな類型が設けられ、ご説明くださったような取引件数ですとか、職業経験というようなリスク負担能力以外の要素が加味さ

れることになったということでした。ただ、従来から金融商品取引業者が特定投資家への移行の承諾をするに当たっては、いわゆる適合性原則が適用されると解されてきたと思います。こういう取引件数とか職業経験というような要素は、もう既にほとんど適合性原則の中で考慮されてきたようにも思われるのですね。

つまり、個人であるにもかかわらず特定投資家に適合しようと思ったら、相当高いレベルでの知識・経験が必要となり、既にそこで大きく絞りがかけてきたように思うのです。そうすると、今回の改正でこういう新たな類型を加えても、実質的には個人の特定投資家の範囲はさほど広がっていないようにも思われます。従来適合性原則で一般的・抽象的にカバーしていたような要素を明文化したという意味はあるのかもしれませんが、適合性原則も加味しますと、そんなに広がっていないようにも思われるのですが、いかがでしょうか。

○松尾 先生のおっしゃるとおり、従来は、純資産額が3億円以上かつ投資性金融資産額3億円以上というところに、移行を勧誘する審査とか、申し出を受ける場合には適合性の審査をせよということで、適合性の原則から来る知識・経験、能力的な審査が加わっていたということかと思えます。

これに対して、例えば（3）の新しい要件では、いずれも1億以上に緩和されて、更に年収で言うと1,000万円以上でいいのだと。ここはまず下げられますので、その範囲では、やはり対象としてはかなり広がるというところはあるのではないかなど。

つまり、3億円持っていなくても、とりあえずは移行の対象にはなりますし、恐らく適合性の審査のときに、あなたは年収1,000万円しかないからダメですとは、客観的に認めている以上は言えないと思うのですね。別の要素で足りないということであれば別ですけれども。なので、それなりに広がる余地はあるのではないかと思います。理論的にはです。どのぐらい実際に利用されるかは

別ですけれども。

○前田 分かりました。どうもありがとうございます。

【海外投資家等特例業務の制度設計と株式投資型CFの投資上限額】

○片木 非常に興味深いところをお話しいただいて、ありがとうございます。

1点目が、先ほどからお話しの特定投資家の拡大という問題よりは、適格機関投資家等特例業務の例外みたいな49名という話の方について、何か議論があったのかなという質問と、あともう一点は、クラウドファンディングについて、先ほどお話になったところの全くの感想みたいな話になります。

松尾先生がはるかに詳しい話だと思うのですが、たしか適格機関投資家等特例業務について、適格投資家1名プラス49名のそれ以外の者というふうになっていたのが、非常に濫用的に使われたということから、平成27年の金商法改正で、これに関係者というか、一連の投資に関する知識を持っている者に限定することになりましたね。

たしかここでは、個人投資家でも1億円以上の資産を持っていたら大丈夫みたいな形になっているのではないかと思うのですけれども、今回は、いわゆる特定投資家というものを拡大し、かつ特定投資家特例業務というものでできるだけ非上場株式なんかについても投資ができるように持っていくというふうな制度設計をされたということと伺っています。

つまり、適格投資家特例業務の中に参加できるいわゆる適格投資家以外の者というものについて一旦非常に厳しくしたわけですが、そこをもう一回少し拡大していこうとか、そういうふうな議論がなされたのか、そこはもう視野の外で、今回は考慮対象にはされなかったのでしょうかというのが一点です。

もう一点は、クラウドファンディング、先ほどの何で50万円を拡大しなかったのかということと物すごく下世話な話ですが、私は勉強を兼ねま



してあるクラウドファンディングに一応投資家登録をしまして、何件かやってみたのですが、一回も投資できなかったことがない。というのは、本当に私はぐずぐずしていますから、どんな会社なのだろうかと見ている間に、あっという間にいっぱいになってしましまして、皆さん考えて投資しているのだろうかと非常に心配になるという……。

正直、詳しい業績等が書いてあるわけでもないし、そこがどこまできちっと信用性があるのかということについての担保も難しい。確認できるのは、実はどういう投資事業有限責任組合といえますか、そういうファンドがここに投資しているのかということを確認して、ここがこれだけ投資しているのなら安心だという話と、あと、本当に1社50万円というまさに分散投資であることからリスクを減少させているというこの2点で、クラウドファンディングについては本当に資格要件も何も入っていないわけですがけれども、正直、熟慮を十分させる機会があるとは思えないというのが現状ではないのかなとちょっと思いましたというところでした。

以上です。

○松尾 前半に先生がおっしゃったのは、適格機関投資家向け特例業務、ファンドの運用のところの者のことというか……

○片木 先ほど飯田先生なんかもちょっと言及されましたけれども、49名というところです。

○松尾 ファンドの運用のところの、募集の対象になる投資家の数とか出資対象者の話ですよ。

今回は、いわゆる運用業者が自己募集あるいは自己私募をする際に、対象になる人の範囲を改正しようという話は出ませんでした。

ご報告の中で申し上げた特定投資家の制度も、こちらは私募で、発行規制に係るところの緩和でありまして、あくまで発行者、事業会社が有価証券を発行する際に、基本的には有価証券届出書を出さなくて済むケースというのを念頭に置いているのかなということなんです。ですので、それだけではないかもしれませんが、特にファンドの運用者が持分を募集する際の対象を広げようということ

が積極的に言われたわけではないのかなという気はいたします。

適格機関投資家向け特例業務について見直そう、おっしゃるような適格機関投資家以外の者の範囲を見直そうということは、話題には出ませんでした。

それから、クラウドファンディングについては、おっしゃるように、調達額自体は上がってきているのですけれども、これからいよいよ真価が問われてくるのではないかと思います。

クラウドファンディングというのは、投資先企業を支援する目的ですと、投資目的の投資商品としては非常にリスクで、余り投資のリターンを望むものではないよというような説明がされているところもまだあります。その一方で投資する側は、投資商品として何十倍にもなるというようなことを夢見ている方もかなりいるようですので、その辺のギャップが顕在化したときに何か問題が起きないのかなというのは、非常に心配しております。

○片木 ありがとうございます。

○川口 さきほどの片木先生のご発言ですが、クラウドファンディングはリスクが高いものもあり、そのために投資の上限が定められている、しかし、そのリスクを分かっていない投資家も多く、この点からも、50万円の上限は維持すべきだというご意見でしょうか。

○片木 個人的には、現段階で拡大するのはかなり危険ではないかと思っていますということなんです。

○川口 経験に基づくご意見をありがとうございます。

#### 【株式投資型CFの規則】

○加藤 ご報告ありがとうございます。

先ほど片木先生のご質問に対する松尾先生のご回答と関連するのですけれども、現在の日証協の「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」の第9条に、「ウェブサイトにおける情報提供」という規定があるのですが、そこに、

「株式投資型クラウドファンディング業務において取り扱う店頭有価証券の取得に当たっては、配当及び売却益等金銭的利益の追求よりむしろ、当該店頭有価証券の発行者及びその行う事業に対する共感又は支援が主な旨とされるべきこと。」と書いてあります。この規定の見直しは審議会で話題になったのでしょうか。

先ほど、こういった記載が Web サイトにあるというご紹介がありました。多分それは日証協の規定で要求されているからなのかだと思います。先生のご意見は、いかがでしょうか。

○松尾 おっしゃるとおりで、クラウドファンディングをやっている、プラットフォームを提供している業者が任意に記載しているわけではなくて、その規則に従って記載しているのだと思います。審議会の場では、投資の目的としてどんなことを考えているかというような情報は紹介されませんでした。

ただ、一方で、50万円を超えて投資したいと言っている人がいるというのは、これはちょっと支援とか共感を超えて投資商品として見ていたのではないかと。プラットフォーム業者の方も、これも先ほど梅本先生に申し上げたとおり、ちょっと今の1回の案件当たり1人50万円だと、数が多くなってしまうので管理が大変であると、もっと少ない人数から効率的に集めたいということを実践的なニーズとしておっしゃっていることから、やっている側はかなり投資商品として見ているように私には感じられます。

ですので、共感を主とする制度ですというような記載がかえってミスリーディングになるおそれがあるのではないかと。加藤先生もそういうご懸念があって、これを改めた方がいいのではないかと、少なくともそういう検討をすべきだったのではないかとご意見かと思いますが、審議会の場では、そういうことは特に出ませんでした。ひょっとしたらあっさり削除されたりするかもしれませんが、WGの場では特にそういうことは出ませんでした。

○加藤 ありがとうございます。

【個人の特定投資家への移行の要件を拡大することの意義等】

○船津 私は、極めて基礎的なところをお聞かせいただければと思います。

今回のとりわけ二次報告に関しては、成長資金の供給をどうするかという観点からの制度の整備、改正ということかと思いますが、それがなぜ特定投資家制度の改正になっているのかというところがいま一つしっくり来ないというか、私自身はちょっと理解に至っていないところがあります。

とりわけ今回の特定投資家制度は、先ほど来議論になっていますように、個人の移行をしやすいというところがあるかとは思いますが。確かに、成長資金を供給するうえでは、投資家のすそ野が広がること自体でお金がたくさん集まると思いますが、そこであえて個人のすそ野を広げるのだと。しかもその広げ方が、クラウドファンディングのような形ではなくて、特定投資家制度という器を使って受け皿を広げるということかと思うのですけれども、そこにつながる必然性のようなものがあるのかどうか。とりわけ今回の成長資金が求められているのが、先ほど来言われているユニコーンを目指す企業だとしたときに、それが個人投資家と親和的であるとか、そういうような何かバックグラウンドがあるのかどうか。

他方で、先ほどの話でいきますと、個人投資家を特定投資家の方で広げたということになると、投資家のすそ野を広げる代わりに、保護措置としてこういうものを作りましたということがないのだとすれば、本当にそれでいいのだろうかということです。

それで、先ほど前田先生からお話があったかもしれませんが、もしかしたら何か適合性的なものが今度特定投資家の勧誘に当たって極めて重要になってくるとか、そういうような形で保護することになるのか、ならないのか。素人考えで申し訳ないのですが、そのあたりをお聞かせいただければと思います。

よろしく申し上げます



○松尾 まず、成長資金の供給ですけれども、おっしゃるとおり、メインはスタートアップ企業への資本性の資金の供給の拡大であるということです。

それが個人の特定投資家への移行の要件を拡大することにどうつながるかということですが、一つは、いわゆるエンジェル投資家というふうに言われる人たちが日本にもそれなりに出てきている、起業して成功したようなタイプの人たちがでてきているかと思えます。

そういう人たちに加えて、3つ目のタイプの専門知識があるという人たちが果たしてどういうことを考えているのかというのは、ちょっと正直分からないところもあるのですが、具体的に言いますと、直接その株式を取得して投資しようとしているのか、何かファンドをつくって、そのファンドの募集というところで特定投資家に対する私募が使いやすくなった方がいいのか。両方あるのかもしれませんが、いずれにしても、発行・募集の際には、私募が使えるというのが一つ使い勝手がよいと。その私募を通じて株式なり持分を取得できる人の範囲が広がる。それで、主にはここではエンジェル投資家のような、起業して成功してそれなりに資金に余裕のある人が想定されているということはあるのではないかと。そういう方から円滑に資金供給されやすくなるということで、具体的なイメージとして私が描いていたのは、一つはそういうことでした。

ただ、今回広がったもの全てがそのようにうまくストーリーでつながるかということ、そうでもありませんし、あるいはスタートアップといっても、上場を念頭としないようなものも想定しているところがあったりですか、更に事業再編とか再構築のための資金供給というようなことも言われていまして、それらを考えますと、本当に具体的な改正事項全てが成長資金への供給というのと厳密に結び付くかと言われると、そうでない部分もあるのかもしれない。

どちらかということ、こういうニーズがありますという、それは成長資金の供給につながるかどうか

かは別として、それに応えましょうというような部分もあるのかもしれないというふうに考えております。

それから、もう一つは何でしたか。

○船津 個人投資家の保護的なものの考え方を今後どうすればいいか。

○松尾 おっしゃるとおり、もともと保護が必要ない方への移行ということなので、保護を手厚くするということは、基本的にはないと思います。

挙げるとすれば、特定投資家に対して金業者が、セカンダリーであれ、私募の関係であれ、投資勧誘をすることが可能になりましたけれども、その際は、証券業協会の規則でかなり投資家保護にも配慮して、新たなリスク情報の充実ですとか、あるいは誰でも勧誘できるのではなくて、それなりの体制を備えた証券会社でなければ勧誘してはならないというような手当てはされているということかなと。これは一つ投資者保護の観点からの措置であると言えることができるかと思えます。

○船津 ありがとうございます。

#### 【少数私募の人数期間通算の改正】

○飯田 レジュメの14ページ、少数私募の人数期間通算の改正のところ、あまり理屈ではないのかなという気もしながら伺うのですが、3か月と短くなったので、機動的な資金調達をしやすくなるということだと思っておりますけれども、それを言うならば、例えば私売出しのところを1か月にしてもよかったのかなという気がします。やっぱり募集と売出しでは異なるというのが理論的な整理なのかなとは思いますが、ただしそれが本当に整理になっているのか分かりませんが、このあたり、具体的な数字についてそもそも審議会等で議論があったのでしょうか。

それと、松尾先生のご意見として、やはり3か月ぐらいが妥当というお考えなのか、あるいはクラウドファンディングについてはもっと短くてもよかった、それ以外は3か月とか6か月のままだもよかったとか……。話の出た経緯とでき上がった制度がやや対応していない感じもして、し

かもアメリカを見て 90 日なので3か月ですという形で決まったということだとは思いますが、このあたり、松尾先生の個人的なご感触があれば、伺えればと思います。

○松尾 私もここはちょっと、議論していたことと出てきたものを見て「あれっ」という感じのところは多いのですが、3か月という数字の根拠は、今おっしゃったようにアメリカが 90 日になったということが一つなのかなと思います。

アメリカはそもそも、クラウドファンディングは私募とは別に切り分けてそれぞれ独自に、案件ごとに実質的に判断するという制度をとっているため、当初の問題意識からすると、そっちのやり方の方がよかったのかなとも思います。ついでに3か月に短縮してしまえというようなところがあるのかもしれないですが、少人数私募の方は3か月に短縮しつつ、クラウドファンディングはクラウドファンディングで別途通算期間の制限というのは考えてよくて、クラウドファンディングと少人数私募の間の調整は案件ごとに、これは潜脱じゃないから大丈夫というようなやり方でもよかったのではないかと思います。しかし、実質判断を取り込むのは非常に煩雑だというようなこともあって、分かりやすく3か月にしたということなのかなと思います。

あと、私売出しの方と違うのは、やはり私売出しの規制は投資家間での流通の制限になってしまうおそれがあるので、それについては、発行に比べると緊急性の高い案件も多いということで一応は正当化できているのかなというふうには考えております。あんまり理論的な説明にはなっていないかもしれませんが。

【株主コミュニティへの参加勧誘対象に特定投資家を加えることの整合性】

○川口 ほかにいかがでしょうか。

それでは、もう少し時間がありますので、株主コミュニティについてご意見を伺います。その勧誘対象が特定投資家に拡大されたというところですが、もともと勧誘対象が発行会社の役職員に限

定されていた理由があるはずで、その趣旨と、今回、特定投資家にまで対象を拡大したことで整合性がとれているのでしょうか。

○松尾 整合性については疑問もありますが、当初の趣旨としましては、まず、原則非上場の株式の取得勧誘はだめというのがあって、株主コミュニティの中でやる分といいますか、そのルールに従ってやる分は例外的に非上場の株式であっても勧誘してよろしいというのがあるので、どうしても認められる範囲は限定的に解さざるを得ないということだったかと思えます。それで、株主コミュニティというのは、やはり会社に対する愛着ですとか、その会社を応援しようとか、そういうことが基本なので、発行者の役職員等、退職した従業員の方とかに限るということだったかと思えます。

ただ、当初から地元の富裕層の方とかを入れてはどうかというような案はあったと思うのですが、そこがうまく切り分けができなかったため、従来はかなり狭かったと。今回はちょっと当初の趣旨とは外れると思いますが、株主コミュニティの参加者を増やしたいというのがまずあって、そこに加わる人として適切な人はいますかということ、特定投資家がいいんじゃないかと、そういうような発想かなと。必ずしも当初言われていた株主コミュニティの趣旨に今回の特定投資家が合うということではなくて、レジュメに書きましており、リスク管理能力、リスク許容度があるから入っても問題はないだろうと、そういう発想かなというふうに理解しております。

○川口 この制度は、もともとグリーンシート銘柄が普及しなかったことで、代わりに考え出されたものですね。以前には、例えばインサイダー取引規制の観点から、適時開示が要求されていました。それが面倒ということで、株主コミュニティでは適時開示の義務がないのですね。発行会社の役職員に限定されるのであれば、それでもいいそうです。しかし、そういう中に特定投資家が入って大丈夫なのか、ということなのです。確かに、特定投資家はプロなので、大丈夫という考えもあ

るのかもしれませんが、特定投資家については適時開示が不要という議論はないと思いますので、その辺は大丈夫なのかなと心配したということです。

○松尾　まだ株主コミュニティに関する規則の改正案を見ることができていませんので、ちょっとこちらを見まして、そのあたりの手当てがなされているようであれば、補充しておきたいと思います〔報告者注：株主コミュニティに関する改正規則を確認しましたが適時開示に関するものは見あたりませんでした〕。ありがとうございます。

○川口　ありがとうございました。

あと数分ありますけれども、いかがでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、今日の研究会はこれで終わりたいと思います。

松尾先生、どうもありがとうございました。また、活発な議論をありがとうございました。

(5) 東証ベンチャーファンド市場  
 ーベンチャーキャピタル(VC)・プライベート・モダリティ(Pe)ファンドによる  
 投資のあり方

II 国内顧客に関する銀証ファイアーウォール規制

3 海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備

3. 1 制度整備の目的

コロナ禍や香港の政情の不安定化などの情勢の変化の中で、我が国が国際金融センターとしての機能を向上させることと重要性が増している。

⇒ 海外の金融機関等（とくに投資運用業者）の受入れのための環境整備を加速させることが課題

⇒ 海外投資家等特別業務および移行期間特別業務にかかる制度・規制の整備

一 「新型コロナウイルス感染症等の影響による社会経済情勢の変化に対応して金融の機能の強化及び安定の確保を図るための銀行法等の一部を改正する法律（令和3年法律第46号）」（令和3年5月26日公布）による金商法改正（すでに施行されている）。

3. 2 海外投資家等特別業務

3. 2. 1 制度の趣旨

◎主として海外の資金を運用するファンド運用業を届出のみで行なうことができる新たな類型の創設

○新たな類型の必要性

届出のみでファンド運用業を行なうことができる類型として適格機関投資家等特別業務がある。

しかし、同特別業務については、一律に1名以上の適格機関投資家の出資が必要。外国法人等が「適格機関投資家」となるためには、一定の資産を保有し当局に届け出る必要があるところ、実際には「適格機関投資家」となりうる者から必ずしも「届出」がなされることは期待できない（第一次報告4頁）。

○届出のみで足りるとする根拠

- (i) 外国法人は特定投資家とされていること（法2条31項4号、定義府令23条10号）
  - (ii) 外国居住の個人については、一定の資産を保有する場合、投資に関する一定の知識・経験等を有すると考えられること、
- から、一般投資家を顧客とする投資運用業と同等の規制とする必要性は低いといえる（第一次報告4頁）。

「金融審議会市場制度ワーキング・グループ第一次報告および第二次報告にもとづく

諸施策（1）一成長資金の供給のあり方に関するものを中心に」

2022.6.24 大阪大学 松尾健一

1 市場制度ワーキング・グループの活動

2020年9月11日：

金融審議会に対し「市場制度のあり方に関する検討」として、「コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国資本市場の一層の機能発揮を通じた経済の回復と持続的な成長に向けて、投資家保護に配慮しつつ、成長資金の供給、海外金融機関等の受入れに係る制度整備、金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等について検討を行うこと」との諮問がされたのを受け、市場制度ワーキング・グループ（以下「市場制度WG」）が設置される。

（第1回～第5回会合）

2020年12月23日：「第一次報告—世界に開かれた国際金融センターの実現に向けて—」

公表

（第6回～第11回会合）

2021年6月18日：「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—」

一」公表

（第12回～第19回）

2 市場制度WG 第一次報告および第二次報告の概要

2. 1 第一次報告の項目

I 海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備

II 外国法人顧客情報に関する銀証ファイアーウォール規制（情報授受規制）の緩和

2. 2 第二次報告の項目

I 成長資金の供給のあり方

1 検討の背景と目的

2 成長資金供給に係る制度のあり方

- (1) 特定投資家制度
- (2) 非上場株式のセカンドラウンド取引の環境整備
- (3) 株式投資型クラウドファンディング
- (4) 少数数私算の人数算期間の見直し

- 246 条の10 第1項2号)
- (4) 適格機関投資家(金商法63条の8第2項2号。特定投資家および外国の法令に準拠して設立された厚生年金基金等を含む(金商法等府令246条の10第2項))
- (5) 海外投資家等特別業務を行なう者の役員・使用人・親会社・親族等(金商法63条の8第2項3号、金商法施行令17条の13の5第3項、金商法等府令246条の10第3項)

一(4)・(5)は国内投資家。  
国内投資家からの投資ニーズが生じることを考慮し、かつ投資家保護の観点から国内のプロ投資家に限って出資を認める。ただし、運用資産の50%超は非居住者から出資・拠出された財産でなければならない(金商法63条の8第1項1号柱書第5号)かつ書き「その出資又は拠出を受けた金銭が主として非居住者(……)から出資又は拠出を受けた金銭であるものに限」る。第一次報告6頁も参照。人数ベースの制限はない。

\* 海外投資家等以外の者が資産対応証券を取得している特定目的会社、海外投資家等以外の者が組合員となっている匿名組合の営業者等(金商法63条の8第1項1号イ~ハ、金商法等府令246条の9)は、形式的に海外投資家等に該当する場合でもここでの海外投資家等には含まれない。

\* 海外投資家等以外の者が集団投資スキーム特分を取得することがないよう海外投資家等以外の者への譲渡制限等の措置を講じることが要求されている(金商法63条の8第1項1号・2号、金商法施行令17条の13の5第2項、金商法等府令246条の8)。

### 3. 2. 3 海外投資家等特別業務の欠格事由

(1) 国内に営業所または事務所を有しない法人(金商法63条の9第6項2号ロ)、外国に住所を有する個人(同項3号ロ)  
一 第一次報告4頁注9を反映したもの。  
なお、海外投資家等特別業務を業とする主体は、国内にのみ拠点を有する者であってもよい。金融商品取引業者が海外投資家等特別業務を行なう場合、その旨の届出をすれば足りる(金商法63条の11)。

(2) 法人の主要株主に関する欠格事由(金商法63条の9第6項2号ホ・ヘ)  
一金融商品取引業の登録拒否事由におけるものと同様

(3) 海外投資家等特別業務を適確に遂行するために必要な人的構成が欠けている者(金商法63条の9第6項1号ロ、金商法等府令246条の18)、および  
海外投資家等特別業務を適確に遂行するために必要な社内体制が整備されていない者

### 3. 2. 2 海外投資家等特別業務の内容

◎特例の対象となる業務  
◎組合型集団投資スキーム(金商法2条2項5号・6号)の自己運用(金商法63条の8第1項1号)の自己募集<sup>1</sup>・自己私募(同項2号)であって、  
出資者が**海外投資家等**のみであるもの(自己運用の場合)、または海外投資家等のみを相手方とするもの(自己私募・自己募集の場合)。

◎組合型集団投資スキームの自己運用に限定した趣旨  
投資運用業の形態は、

- (ア) 組合型集団投資スキーム特分の自己運用  
(イ) 投資信託・外国投資信託に係る投資運用  
(ウ) 投資法人・外国投資法人に係る投資運用  
(エ) 投資一任契約に基づく投資運用  
に分類できる。

このうち、ファンドの内容の設計の自由度が高く、投資者が保有することとなる権利の流通性が高くない(=海外投資家以外の者が権利を取得しないという前提が確保しやすい)ことから、まずは(ア)のみを対象とした(エ)についても今後ニーズが確認されれば対象に追加してもよいのではとの意見もあった。第一次報告5頁)。

◎海外投資家等の範囲

- (1) 外国法人(金商法63条の8第2項1号)  
(2) 保有する純資産額3億円以上、投資性金融資産額<sup>2</sup>が3億円以上、かつ金融商品取引業者等(外国の法令上これに相当するものを含む)に有価証券の取引またはデリバティブ取引を行なうための口座を開設してから1年以上経過している外国に住所を有する個人(同項1号、金商法等府令246条の10第1項1号)  
一 特定投資家に移行できる個人と同等の要件(後述の特定投資家移行要件の弾力化に合わせこちらも改正される予定)  
(3) 外国の法令上特定投資家に相当する者(金商法63条の8第2項1号、金商法等府令

<sup>1</sup> 海外投資家等特別業務の制度設計は、基本的には適格機関投資家等特別業務(金商法63条1項)に倣ったものと見ることができているが、適格機関投資家等特別業務では、自己募集のみが認められ、自己募集は認められていない(同項1号柱書)のに対し、海外投資家等特別業務では自己募集も認められている。

<sup>2</sup> 金商法62条2号イ~ト参照。



（金商法 63 条の 9 第 6 項 1 号ハ、金商業等府令 246 条の 19）

### 3. 2. 4 海外投資家等特別業務にかかるとする行為規制

基本的には、適格機関投資家等特別業務にかかるとする行為規制（金商法 63 条 11 項）と同等の規制が課されているが、業務管理体制の整備義務（同 35 条の 3、金商業等府令 70 条の 2）が追加的に課されている（同 63 条の 9 第 8 項）。

### 3. 3 移行期間特別業務

#### 3. 3. 1 制度の趣旨

「海外の資金のみを運用する事業者が、海外で一定の業務実績（トラック・レコード）があり、一定の海外当局による許認可等を受けていることを勘案した上で、日本で「登録」等を得るまでの一定の期間に限り、海外で既に持っている投資運用業務等について、「届出」により、引き続き日本国内で業務を行えるよう」（第一次報告 7 頁）。

\* 投資運用業に該当する行為を行なう者が、非居住者である投資家から拠出された資金のみを運用財産とし、国内で取引される金融商品・デリバティブ取引を投資対象としておらず、非居住者に対してのみ持分の取得勧誘を行なう場合であっても、国内から運用の指図を行なう場合には、投資運用業の登録が必要と解されている（定義府令 16 条 1 項 9 号の 2 参照）。

\* 移行期間特別業務にかかるとする届出は、改正法施行日から 5 年以内に行う必要がある（金商法附則 3 条の 3 第 2 項）、かつ、届出がなされてから 5 年間に経過するまでの期間のみ業務が特別の対象となる（同条 1 項）＝時限措置。

#### 3. 3. 2 移行期間特別業務の主体

**外国投資運用業者：**「外国の法令に準拠し、外国において投資運用業を行う者」（金融商品取引業者、登録金融機関、適格機関投資家等特別業務届出者および海外投資家等特別業務届出者を除く。金商法附則 3 条の 3 第 1 項柱書）

◎ 欠格事由

・ 外国（投資者の保護を図る上で我が国と同等の水準にあると認められる投資運用業を行う者に関する制度を有している国または地域に限る）の法令の規定により当該外国において投資運用業を行うことにつき金商法 29 条の登録と同種類の登録を受けていない者（金商法

3 投資運用業、適格投資家向け投資運用業、適格機関投資家等特別業務、海外投資家特別業務のいずれかの登録または届出。

附則 3 条の 3 第 3 項 1 号イ、金商業等府令附則 34 条）。

・ 外国の法令に準拠し、当該外国において投資運用業を開始してから 3 年を経過するまでの者（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 1 号ロ）

・ 移行期間特別業務を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 1 号ニ、金商業等府令附則 36 条）

・ 移行期間特別業務を適確に遂行するための必要な体制が整備されていると認められない者（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 1 号ホ、金商業等府令附則 37 条）

・ 国内に営業所または事務所を有しない法人（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 2 号ロ）

・ 法人の主要株主にかかるとする欠格事由（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 2 号ホ、ヘ）

・ 外国に住所を有する個人（金商法附則 3 条の 3 第 3 項 3 号ロ）  
 等

### 3. 3. 3 特別の対象となる業務

(1) 外国の法令に準拠し、当該外国において行なう投資運用業にかかるとする行為

(i) 投資一任業務（金商法附則 3 条の 3 第 5 項 1 号イ）

海外投資家等を相手方として投資一任契約に基づき行う投資一任業務

(ii) 外国投資信託委託業務（同号ロ）

海外投資家等のみが投資家である外国投資信託の運用業務

(iii) 外国ファンド自己運用業務（同号ハ）

海外投資家等のみが投資家である外国籍の組合型集団投資スキームの自己運用業務

(2) 上記(1)の行為に関する投資勧誘行為

(i) 投資一任業務に関する投資勧誘行為（金商法附則 3 条の 3 第 5 項 2 号イ）

上記(1)(i)の行為に関して海外投資家等を相手方として行なう、外国投資信託の受益証券、外国投資証券または外国籍の組合型集団投資スキームにかかるとする権利の募集の取扱い、または私募の取扱い

(ii) 外国投資信託委託業務に関する投資勧誘行為（同号ロ）

上記(1)(ii)の行為に関して海外投資家等を相手方として行なう、外国投資信託の受益証券の募集又は私募

(iii) 外国ファンド自己運用業務に関する投資勧誘行為（同号ハ）



上記(1)(ii)の行為に関して海外投資家等を相手方として行おう、外国籍の組合型集団投資スキームに係る権利の募集又は私募

◎海外投資家等の範囲

- (i) 外国法人または外国に住所を有する個人（保有資産要件なし。金商法附則3条の3第6項1号）
- (ii) 移行期間特例業務を行なう外国投資運用業者の役員・使用人・親会社、外国投資運用業者の投資判断について有償で助言する契約を締結している者、外国投資運用業者（の役員等）の親族等（同項2号、金商法施行令附則12項、金商業等府令64条1項）
- (iii) 登録を受けた国内の投資運用業者（金商法附則3条の3第6項3号、金商業等府令附則64条2項）

\* 海外投資家等以外の者が資産対応証券を取得している特定目的会社、海外投資家等以外の者が組合員となっている匿名組合の営業者等（金商法附則3条の3第5項1号イ(1)～(3)、金商業等府令附則61条）は、形式的に海外投資家等に該当する場合でもここで海外投資家等には含まれない。

\* 海外投資家等以外の者が受益証券・集団投資スキーム持分等を取得することがないよう海外投資家等以外の者への譲渡制限等の措置を講じることが要求されている（金商法附則3条の3第5項2号イ～ハ、金商法施行令附則第9項～11項、金商業等府令附則62条・63条）。

### 3. 3. 4 移行期間特例業務にかかるとの行為規制

海外投資家等特例業務にかかるとの行為規制と同等の規制が課されている（金商法附則3条の3第4項）。

## 4 特定投資家制度にかかるとの改正<sup>4</sup>

### 4. 1 現行の特定投資家制度（とくに個人）の課題

◎特定投資家に移行する個人は限定的：特定投資家に移行可能な個人の要件の一つである投資性金融資産3億円以上を保有する個人は約2万人と推計される一方、個人の特定投資家は2020年末時点で延べ92名（第二次報告3頁注7）

- (i) 特定投資家に移行可能な個人の要件が画一的かつ厳格
- (ii) 特定投資家への移行手続きが煩雑
- (iii) 特定投資家向けの枠組み（特定投資家に移行することで受けることができるメリット）が限定的
- 等の課題が指摘されている（第二次報告4頁）。

### 4. 2 個人の特定投資家の要件の弾力化（第二次報告4・5頁）

◎現行の特定投資家に移行可能な個人の要件（金商業等府令62条（改正金商業府令62条1項1号））

純資産3億円以上、かつ投資性金融資産3億円以上で（金融商品取引業者との取引歴1年以上）

◎保有資産に着目した現行の要件に加えてあらたに次の3類型を追加

- (1) 年収を要素とした類型（改正金商業等府令62条1項2号）
- 純資産5億円以上、投資性金融資産5億円以上、または前年の年収1億円以上のいずれかに該当すること

- (2) 取引頻度を要素とした類型（改正金商業等府令62条1項3号）
- 純資産3億円以上、または投資性金融資産3億円以上であって、直近1年間の1か月あたりの平均取引（有価証券の売買等、デリバティブ取引、その他一定の範囲の取引に限る）件数が4回以上であること

<sup>4</sup> 第二次報告「成長資金の供給のあり方」では、「検討の背景と目的」として、スタートアップ企業等の支援・既存事業の再編・再構築のための非上場企業に対する成長資金供給等については、ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティファンドが主要な役割を果たしているとの認識が示され、株式投資型クラウドファンディング等の個人の一般投資家も利用可能な制度を通じた投資も行われているほか、リスク管理能力及びリスク許容度の高い法人・個人のプロ投資家向けの制度が存在しており、それぞれがその特性に応じて十分な機能を発揮できるよう制度の見直し等を行うことで、資本性資金の流れの円滑化・多様化を進めていくことが必要とされている。

情報等の提供又は公表に関する内閣府令)を提供または公表し、②金商業業者等を介して特定投資家のみを相手方として有価証券の取得勧誘を行う場合に、有価証券届出書の提出を免除(金商法2条3項2号ロ)。

- ① 金商業業者等による非上場株式の投資勧誘は日証協規則において原則として禁止
- ② プロ向け市場を除いて非上場株式等にかかると特定証券情報が未整備  
 ⇒ 特定投資家私募制度はプロ向け市場を除き利用できない状況
- ← 金商業業者等を介して機関投資家や地元富裕層等から幅広く資金調達したいという非上場企業のニーズ。  
 機関投資家等から新たな投資先候補を金商業業者等に紹介してほしいとの要望、富裕層の個人の私募商品への関心の高まり。

- ◎日証協における検討
- 2020年11月 日証協「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」設置
- 2021年6月 日証協「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」報告書～新規・成長企業へのリスクマネー供給の拡大に向けて」公表
- 日証協「非上場株式等の取引及び私募制度等に関するワーキング・グループにおける検討」
- 2022年4月 日証協「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」(以下「新規規則」)制定

⇒ 特定投資家を対象とした店頭有価証券等(非上場株式)の買付け・売付けの勧誘を解禁

- ◎顧客(投資家)に対する情報提供
  - ☆特定証券情報・発行者情報の提供または公表
    - ―特定証券情報・発行者情報の具体的な記載内容を定める(新規規則6条3項、7条3項)
    - ―特定証券情報・発行者情報の提供・公表方法(投資勧誘の相手方に対して書面・電磁的方法により提供、発行者または取扱証券会社のウェブサイトに掲載)を定める(新規規則6条2項、7条2項)

- 6 同報告書14頁では、非上場株式の投資勧誘禁止の例外として特定投資家向け取得勧誘、特定投資家向け売付け勧誘等及び既存株主による売付けにかかる勧誘を認め、証券会社等による特定投資家私募の取扱い等を可能とすることが適当とされている。
- 7 特定投資家向け有価証券の発行者は、各事業年度につき1回「発行者情報」をその有価証券保有者に公表または提供しなければならない(金商法27条の32第1項)。

(3) 職業経験・実務経験・保有資格を要素とした類型(改正金商業等府令62条1項4号)特定の知識経験を有する者である場合であって、(純資産1億円以上、投資性金融資産1億円以上、または前年の年収1000万円以上)のいずれかに該当すること

「特定の知識経験を有する者」(同条3項)：

- ① 金融商品取引業、銀行業、保険業、信託業その他の金融業にかかると業務に従事した期間が通算して一年以上になる者
- ② 大学の学部等における経済学または経営学または経営学に属する科目の教授、准教授その他の教員の職にあった期間が通算して一年以上になる者
- ③ 証券アナリスト、一種・二種外務員、一級・二級ファイナンシャルプランニング試験に合格した者、中小企業診断士の登録を受けた者であって、その実務に従事した期間が通算して一年以上である者
- ④ 経営コンサルティング業務に従事した期間が通算して一年以上になる者**その他の者**であって、①～③の者と同等以上の知識及び経験を有する者

4. 3 特定投資家への移行手続等の弾力化

◎取引経験要件の柔軟化(第二次報告5頁)

4. 2 でみたいずれの類型についても以降の申出までの金融商品取引業者との金融商品取引の期間が1年以上であることが要件とされている(改正金商業等府令62条1項1号ハ)。改正前は以降の申出をした金融商品取引業者(「当該金融商品取引業者」との取引期間が1年以上であることが要求されていたが、改正後はそれ以外の金融商品取引業者との取引についても取引期間の算定に含めることができることとされた(「当該」を削除)。

\* 第二次報告(5・6頁)では、このほかに、財産要件の確認方法の多様化および特定投資家としての更新手続の弾力化が提言されている。

4. 4 特定投資家向けの枠組みの拡充

4. 4. 1 特定投資家私募制度の整備

◎特定投資家私募の課題

特定投資家私募制度：資金調達企業が①特定証券情報等(金商法27条の31第1項、証券

5 米国の自衛力認定投資家(accredited investor)の制度では、発行者が取引の都度、投資家の属性を確認しなければならないところ、一般的な勧誘を伴わないプロ私募の場合、発行者は個人投資家の申出が明らかに疑わしい場合でない限り、認定要件等にかかる個人投資家の申出内容を信じて良いとされていること(SFC規則230.506(b)(2)(ii))が紹介されている。

- ☆リスク・重要事項説明の充実
- 一 有価証券の区分に応じてリスク、換金方法等を記載した説明書を交付（新規則 9 条～11 条）
- 協会員に対する規制
- ☆取扱協会の指定（新規則 13 条）
    - 一 特定投資家私募にかかると投資勧誘をするためには取扱協会の指定を受けなければならない。
    - 指定を受けるためには社内規則の制定、規則の適切な遂行のための体制整備等が求められる。
  - ☆店頭有価証券の検証・審査（新規則 3 条 1 項・2 項）
    - 一 取扱協会員は、新たに顧客に対して投資勧誘を行うこと及び、当該店頭有価証券等の特性やリスクの内容を把握し、投資勧誘を行うことがふさわしいか否かおよび投資勧誘を行う顧客の範囲について検証しなければならない。
- 4. 4. 2 インターネット上の募集広告の取扱い**
- ・「インターネットで募集に係る広告をすること」は、有価証券の募集に該当する（企業内容等開示ガイドライン 4-1）
- 適格機関投資家や特定 投資家のみが閲覧可能な場合（例えば、金商業者等のインターネット上の専用サイトで勧誘や広告を行う場合）、その適切な運用が確保されることを前提に、有価証券の募集に該当しない旨を企業内容等開示ガイドラインで明確化することが考えられる（第二次報告 7 頁）
- ⇒ 第二次報告の提言をそのまま採用する形で開示ガイドラインを改正。
- 5 非上場株式のセカンダリー取引の環境整備**
- 5. 1 現状と課題**
- 現状：非上場株式の発行後の取引（セカンダリー取引）の機会には投資家間の相対取引や株主コミュニティ制度等に限られ、投資家の投資回収の機会は限定的。
- ⇒ セカンダリー取引における投資家の投資回収の機会を充実させることにより、発行時のプライマリ投資を含め、更なる投資の促進が期待される。
- 5. 2 セカンダリー取引における特定投資家向け投資勧誘規則の整備**
- 現状：日証協規則によって金商業者等による非上場株式の投資勧誘は原則として禁止
- ⇒ セカンダリー取引についても、日証協において、特定投資家向けの投資勧誘の具体的なルールを整備することが適当（第二次報告 8 頁）。
- 日証協「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」制定
- 一 特定投資家向け取得勧誘、特定投資家向け売付け勧誘等及び既存株主による売付け<sup>8</sup>にかかると投資勧誘を認める（4. 4. 1 参照）。
- 5. 3 株主コミュニティ制度の見直し**
- 現状：株主コミュニティへの参加を勧誘できる対象は発行者の役員等に限定される。
- ⇒ 株主コミュニティの参加者を増やし、株式の発行・流通を活性化するため、リスク管理能力及びリスク許容度の高い特定投資家を新たに参加勧誘対象に加えることが適当（第二次報告 8 頁）。
- 日証協「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」報告書 14 頁
- 株主コミュニティの利活用を図る観点から、新たにリスク許容度の高いと考えられる特定投資家に対して投資勧誘を認めることが適当。
- ⇒ 日証協「株主コミュニティに関する規則」の改正
- 一 株主コミュニティへの参加に関する勧誘が可能となる者を拡充する（9 条 2 項）
- 6 株式投資型クラウドファンディング**
- 6. 1 現行の株式投資型 CF**
- 少額要件（発行総額 1 億円未満、投資家一人当たりの投資額 50 万円以下（案件毎））を満たす CF による非上場株式の投資勧誘のみを行なう業者について、金融商品取引業者に通常求められる登録要件等を緩和（金商法 29 条の 4 の 2 等）。
- 他方で、Web サイトで手軽に多数の者に対する投資勧誘が可能であること等を踏まえて、CF 業者には発行者の審査や発行者にかかる適切な情報提供が義務づけられている（金商法等附令 70 条の 2、83 条）。
- 2017 年に制度の利用が開始されて以降、2020 年末までに 231 件の取扱いがあり、うち 161 件が成約し、累計 51 億円超の資金調達が行なわれた。主に、シード、アーリーステ
- 
- <sup>8</sup> 既存株主は特定投資家でなくともよいが、既存株主からの買い手は特定投資家。

ジのスタートアップ企業に対し、支援目的や投資目的の個人投資家が投資している（第二次報告9頁）。

## 6. 2 改正の内容

### 6. 2. 1 発行総額の算定方法の見直し

発行総額1億円未満：1年間の発行額を合算（金商法等府令16条の3）。合算の対象はCFによる発行額に限られない（VCに対して株式を発行して調達した資金も合算される）。

ー1億円以上の資金調達の際、CFによる発行総額規制の潜脱防止のためにはCFによる発行額のみを合算すれば足りる。

⇒ CFによる発行額のみを合算することとした（改正金商法等府令16条の3第1項第一号）

### 6. 2. 2 投資家の投資上限額の見直し

これまでCFを通じた投資状況は、全体の70%弱が10万円台となっており、一方、上限額である50万円を投資している投資家も一定数存在している。また、一部の投資家には50万円を超える投資ニーズがあると指摘されており、株式投資型CF利用企業等からは投資上限額の引上げが要望されている。

⇒ 自身でリスクを踏まえた適切な投資額を判断できると考えられる特定投資家については、成長資金の供給の円滑化の観点から、投資上限額を撤廃することが適当（第二次報告10頁<sup>9)</sup>）。

⇒ 特定投資家については投資上限額を撤廃（改正金商法施行令15条の10の3第2号「特定投資家を除く」）

◎金商法施行令等改正案に対するパブリックコメントおよび金融庁の考え方

コメント3番（特定投資家一人当たりの投資上限撤廃に関して）

「例えば、株式投資型クラウドファンディングの発行者の業態や希望により、応募者を特定投資家の方に限定するとか、一般個人投資家の方と特定個人投資家の方の枠を設けることは可能か」

金融庁の考え方

「ご指摘のような方法も特段否定されないものと考えられます。」

一この場合もCFを通じた年間発行総額の上限1億円という規制はかかる。特定投資家のみ

9 一般の投資家についても投資上限を引き上げてはどうかとの意見もあったが、見送られた。

を対象としたCFとしてはやや窮屈ではないか。

インターネーネットを通じた勧誘をともなう特定投資家私募も可能であることが明確にされたことから（4. 4. 2）、特定投資家私募を活用することも考えられるのではないかと。

## 7 少数私募の人数通算期間の見直し

○改正前の少数私募の要件

勧誘対象者が過去6ヶ月間で通算して50名未満（金商法2条、金商法施行令1条の6）  
 一株式投資型CFは不特定多数の投資家を勧誘対象とする。

⇒ CFを通じた資金調達後6ヶ月は少数私募ができず。

一非上場企業においてよりもより機動的な資金調達が必要であること

米国内における近年の規制の動向（少数私募に相当する制度（取得勧誘対象者35人以下）の人数通算期間が6ヶ月から90日に短縮）

を考慮（第二次報告10～11頁）

⇒ 株式投資型CFの実施の有無にかかわらず<sup>10)</sup>勧誘対象者数の通算期間を3ヶ月に短縮（金商法施行令1条の6）

## 8 東証ベンチャーファンド市場

### 8. 1 現状と課題

東証ベンチャーファンド市場<sup>11)</sup>は2001年に開設されたが利用実績は乏しい。過去の上場されたファンドはすべて微選され現在上場されているファンドはない。

⇒ スタートアップ企業等への資金供給手段の多様化、一般の個人投資家に対する非上場株式への投資機会提供の観点から、東証ベンチャーファンド市場の利用活性化を期待  
 上場するファンドの柔軟な運営を可能とする観点から、東証規則の見直しについて検討することが適当（第二次報告11頁）。

⇒ 2022年2月 東京証券取引所は有価証券上場規程の改正を公表、3月1日施行。

<sup>10</sup> 株式投資型CF後の少数私募の制約を除けばいいということであれば、CFを通じた取得勧誘を少数私募の勧誘対象者数に含めないということでも足りたと解される。

<sup>11</sup> 上場審査基準のうち流動性基準として、①上場投資人口数2,000単位以上、②投資主数300人以上、③大口投資主が所有する投資口の比率80%以下、④純資産総額30億円以上と定められている（上場規程1305条2号b～d）。



一改正前はファンドとして負債性の資金調達を行なうこと認められていなかったが、一定の負債比率の範囲内で、リスク管理方針を定めることなどを条件として解禁した。

これにともないベンチャーファンドにかかるとかかる適時開示事項として以下の事項が追加された：

- ・投資法人債の募集又は資金の借入れの決定があった場合（1312条2項1号bの2）
- ・総資産有利子負債比率が20%を超えた場合（同項2号dの2）
- ・総資産有利子負債比率が20%を超えた状態において、総資産有利子負債比率が20%以下になった場合（同号dの3）
- ・投資方針又はリスク管理方針の変更があった場合（1312条2項3号hの2）

8. 2 上場規程の改正の内容

8. 2. 1 投資先企業が上場した場合の株式継続保有に関するもの

1305条2号a：

運用資産等の総額に占める未公開株等、上場後5年以内の株券等、上場後5年以内の継続保有株券等及び上場後5年を経過した継続保有株券等への投資額として施行規則で定める金額（以下「未公開株等投資額」という。）の比率（……）が70%以上となり、かつ、未公開株等投資額に占める未公開株等及び上場後5年以内の継続保有株券等への投資額として施行規則で定める金額（……）の比率（……）が50%以上となる見込みのあること。

一未公開株等投資額に占める比率の算定において上場5年以内の継続保有株式も未公開株式と同等に扱われることとなりベンチャーファンドは、投資先企業が上場した場合にもその企業の株式の保有を継続しやすくなった。

8. 2. 2 投資先の分散に関するもの

1305条2号f（c）：

〔新規上場申請に係るベンチャーファンド発行投資法人の規約の記載事項として〕

- (c) 次のイ又はロのいずれかに掲げる事項
- イ 特定の投資先に取得時における純資産総額の10%を超えて投資しない旨
- ロ 未公開株等又は未公開株等関連資産については特定の投資先に取得時における純資産総額の15%を超えて投資せず、その他の資産については特定の投資先に取得時における純資産総額の10%を超えて投資しない旨

一規約に定めることにより特定の投資先への投資比率が10%を超えることも認めた（15%が上限）。

8. 2. 3 負債性資金調達に関するもの

1305条2号f（e）：

〔新規上場申請に係るベンチャーファンド発行投資法人の規約の記載事項として〕

- (e) 次のイ又はロのいずれかに掲げる事項
- イ 資金の借入れ及び投資法人債券の募集をしない旨
- ロ 投資法人の規約又はこれに類する書類において、原則として総資産有利子負債比率が20%以下となる運用方針であること、資金の借入れ又は投資法人債券の発行に係るリスク管理方針並びに資金の借入れ又は投資法人債券の発行に係る目的、限度額及び使途に関する事項が定められていること。

## 目次

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| はじめに                                    | 1  |
| I. 海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備                | 3  |
| 1. 現行制度の概要と課題                           | 3  |
| 2. 制度整備のあり方                             | 4  |
| 3. 金商法上の制度整備以外の取組み                      | 8  |
| II. 外国法人顧客情報に関する証証ファイアウォール規制(情報授受規制)の緩和 | 9  |
| 1. 検討の背景と目的                             | 9  |
| 2. 現行制度の概要と課題(外国法人顧客関係)                 | 9  |
| 3. 制度整備のあり方                             | 10 |
| おわりに                                    | 11 |

# 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 第一次報告

—世界に開かれた国際金融センターの実現に向けて—

2020年12月23日

はじめに

コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国の銀行部門や資本市場が、金融仲介システム全体として、コロナ後の実体経済の回復を支えつつ、産業構造の変革を力強く後押ししていくことが欠かせない。

こうした中、2020年9月11日の金融審議会総会において、金融担当大臣より、「コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国資本市場の一層の機能発揮を通じた経済の回復と持続的な成長に向けて、投資家保護に配慮しつつ、成長資金の供給、海外金融機関等の受入れに係る制度整備、金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等について検討を行うこと」との諮問が行われた。この諮問を受けて、金融審議会は、「市場制度ワーキング・グループ」を設置し、同年10月から5回にわたり、関係者からのヒアリング等を行いながら、成長資金の供給、海外金融機関等の受入れに係る制度整備、金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等のあり方について、検討を行った。

このうち、我が国の国際金融センターとしての機能発揮については、特に今般のコロナ禍において金融ビジネス拠点を一か所に集中させることのリスクが指摘されるなど、国際経済社会の様々な情勢の変化の中で、国際的な金融ビジネスが分散・再配置されていく流れが想定される。こうした中、我が国金融市場が世界及びアジアにおける国際金融センターとしての機能を向上させることは、国内の雇用・産業の創出や経済力向上の実現に資する。さらに、我が国経済に好影響をもたらすのみならず、国際的なリスク分散等を通じて、世界及びアジアの金融市場の強靱性の向上に資することを通じ、我が国が世界及びアジアに対しても、国際金融センター機能という外部性を有する公共財を提供するとの意義があると考えられる。

そのため、海外からの人材・資金・情報の集積を促進する海外の資産運用等の金融ビジネスを日本国内で行いやすくすることで、投資運用業者等の金融事業者や高度金融人材の受入れを促進していくことが重要である。また、ファンドマネージャー等のスキルの高い人材の国内への集積は、我が国金融・資本市場の機能・魅力の向上に寄与するものであり、最終的には国内顧客向けの金融ビジネスの高度化につながることが期待される。

こうした我が国における国際金融センターの実現のためには、海外金融機関等、とりわけ海外の投資運用業者等の受入れのための環境整備を一層加速させることが喫緊の課題であり、早期の対応が求められる。その際、我が国金融・資本市場の魅力向上が欠かせないことは言うまでもない。また、我が国金融機関と海外金融機関が同じ競争条件で国際的なビジネスを行うための制度整備も併せて必要である。

「市場制度ワーキング・グループ」メンバー名簿

2020年12月23日現在

|        |                  |                                                                           |
|--------|------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 座長     | 神田 秀樹            | 学殖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 謙二            | 弁護士(メソッド・アンド・パートナーズ・オブ・ファイナンス・アドバイザリー統括部長)                                |
|        | 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            | 三菱総合研究所シタナ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(株)執行役員                                                                |
|        | 松本 勝             | (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            | VISITS Technologies(株)代表取締役<br>(日本経済団体連合会 ネットワーク委員会 ネットワーク政策アドバイザー(座長代理)) |
| 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                                                            |
|        | 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)

## I. 海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備

### 1. 現行制度の概要と課題

#### (1) 現行制度の概要

日本国内において投資運用業を行うためには、原則として、当局に金融商品取引業者としての「登録」を行うことが必要となる<sup>1</sup>。他方、対象とする投資家を限定した投資運用業については、金融商品取引法（以下、「金商法」という。）上、次の例外が設けられている。

- 適格投資家向け投資運用業<sup>2</sup>（いわゆる「プロ向け投資運用業」）では、出資者を「適格投資家」に限定し、運用財産総額を一定規模（200 億円）以下とするとともに、登録要件の一部が緩和されている<sup>3</sup>。
- 適格機関投資家等特例業務<sup>4</sup>（いわゆる「プロ向けファンド」）では、1名以上の「適格機関投資家」及び49名以内の「特例業務対象投資家」を対象とする場合に限り、当局への「届出」により、組合型集団投資スキーム持分の取得勧誘又は自己運用<sup>5</sup>を行うことが可能となる。

#### (2) 現行制度の課題

現行制度については、海外の投資運用業者等の受入れに関し、

- ① 主として海外の資金を運用する海外事業者を必ずしも想定していない
  - ② 海外の資金のみを運用する海外事業者について、参入時やその後の監督において、海外での業務実績（トラック・レコード）や現に海外当局による監督等を受けていることを勘案していない
- 等の課題が指摘されている。

当ワーキング・グループでは、これらの課題を踏まえ、以下の点について検討を行った。

- ① ファンドの投資家（顧客）が主として外国法人や外国居住の個人（以下、「外国法人等」という。）であることに着目した上で、そういったファンドの運用業を新たな類型と

本報告書は、当ワーキング・グループにおける諸課題のうち二つの事項、すなわち海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備、及び外国法人顧客情報に関する銀証ファイアウォール規制（情報授受規制）の緩和に関する検討の結果を取りまとめたものである。

<sup>1</sup> 金商法第 29 条

<sup>2</sup> 金商法第 29 条の 5

<sup>3</sup> 取締役会設置会社でなく監査役設置会社で可とする、最低資本金要件を 5,000 万円から 1,000 万円に引き下げること、登録要件の一部が緩和。

<sup>4</sup> 金商法第 63 条

<sup>5</sup> ファンドに出資された財産について、当該ファンドの運営者が自ら運用する行為をいう。



たな類型を整備することが適切であると考えられる<sup>10</sup>。

## ②対象とする投資運用業の種類

「登録」を受けて日本国内で行うことができる投資運用業は、ピークルの種類により、(ア)組合理型集団投資スキーム持分の自己運用、(イ)投資信託・外国投資信託に係る投資運用、(ウ)投資法人・外国投資法人に係る投資運用、(エ)投資一任契約に基づく投資運用に分類されること、今回の新たな類型においてどの種類を対象とするかが論点となる。

この点、上記(ア)「組合理型集団投資スキーム持分の自己運用」は、一般的にはその他の投資運用業の種類より自由度が高いと考えられ、ベンチャー・ファンドやヘッジファンド、不動産ファンドを含めた多様なファンド運用業がこの種類に該当すると考えられる。また、新たな類型は、ファンドの主な顧客が外国法人や一定の資産を保有する外国居住の個人であることを前提にするものであるが、投資信託など投資家が保有する権利の流通性が高い場合、権利が転々と流通することで、そうした前提が確保されない可能性が高まる。

そのため、まずは、現行の適格機関投資家等特例業務と同様、投資運用業の中でも、投資家が保有する権利の流通性が低い上記(ア)「組合理型集団投資スキーム持分の自己運用」を対象とすることが適当と考えられる<sup>11</sup>。

## ③行為規制・監督対応等

「登録」を受けた投資運用業者には、投資者保護等の観点から、忠実義務・善管注意義務等の行為規制等が掛かっており、当局による業務改善命令等の監督対応や立入検査の対象となる。また、「届出」により可能となる適格機関投資家等特例業務を行う特例業務届出者も、基本的には投資運用業と同様の行為規制や監督対応等の対象とされていること、今回の新たな類型についてどのような取扱いとすべきかが論点となる。

この点、金商法は、海外の投資家も一定の投資者保護の対象としていることから、新たな類型でもそうした保護の要請があるものと考えられる。また、既に活動している金融商品取引業者等は行為規制や監督対応等の対象となっており、既存業者と競争上の公平性を確保することも重要であると考えられる。加えて、本件新たな類型については、適格機関投資家による出資を必須とせず、対象投資家の人数制限も設けないことから、外国当局との

<sup>10</sup> 新たな類型の追加については、制度が複雑化するとの指摘もあり得ることから、海外の投資運用業者を受け入れる趣旨や理由が広範囲に説明していくことが重要との意見があった。  
<sup>11</sup> (エ) 投資一任契約に基づく投資運用についても、今後、仮に実務的なニーズが高いこと等が確認された場合には、新たな類型の対象に含める検討を行うべきではないかとの意見があった。

捉え、簡素な参入手続で日本での業務を可能とする制度が考えられなければならない。

- ② 海外の資金のみを運用する海外事業者について、日本で本登録等を得る前に、海外での業務実績(トラックレコード)や海外当局による監督等を受けていることを勘案<sup>6</sup>し、一定の期間(例えば数年間)、参入を認めることが考えられなければならない。

## 2. 制度整備のあり方

### (1) 主として海外の資金を運用するファンド運用業の新たな類型

#### ① 制度整備の趣旨

ファンドの主な投資家が外国法人等の場合、

- (i) 外国法人については、現行制度上、「特定投資家」<sup>7</sup>とされていること、  
 (ii) 外国居住の個人については、一定の資産を保有する場合、投資に関する一定の知識・経験等を有すると考えられること、  
 を踏まえれば、一般投資家を顧客とする投資運用業と同等の規制とする必要性は低いと考えられる。

現行の適格機関投資家等特例業務については、一律に1名以上の適格機関投資家の出資を必須とし、特例業務対象投資家を49名以下としているが、例えば、外国法人等が「適格機関投資家」となるためには、一定の資産を保有し当局に届け出る必要があること、実際には「適格機関投資家」となりうる者から必ずしも「届出」がなされることは期待できないなど、日本の金商法上の枠組みが必ずしも当てはまらず、海外事業者がこうした投資家を主な顧客とする場合、特例業務制度を利用できない場合がある。

他方、上記の通り、外国法人や一定の資産を保有する外国居住の個人を対象とする投資運用業については、通常の投資運用業と同等の規制とする必要性が低いと考えられることから、ファンドの主な顧客がそのような者である場合<sup>8</sup>、適格機関投資家による出資を必須とせず、出資人数の制限もない形で、「届出」により、日本国内<sup>9</sup>で業務を行えるよう、新

<sup>6</sup> 海外の資金を運用する事業者に対し、投資者保護を目的とする日本法の規制をどこまで適用する必要があるか、専ら海外の資金を運用する場合は外国法の規制に委ねるべきではないかといった観点から検討することも重要ではないかとの意見があった。

<sup>7</sup> 金商法第31項。なお、外国法人は、申出により一般投資家に移行することができる。

<sup>8</sup> 形式的に、外国法人からの資金を受け入れれば制度の対象になるとする場合は、例えば、日本人が外国法域に外国法人を設立し、そこを經由して間接的にファンドへの投資が行われるといった可能性も踏まえ、要件を検討すべきではないかとの意見があった。

<sup>9</sup> 海外の投資運用業者の日本への受入れを促進する趣旨や後述の監督対応等の必要性の観点を踏まえれば、参入する事業者に対し、日本国内における拠点設置を求めることが適当と考えられる。

(2) 海外の資金のみを運用する運用事業者の移行期間における新たな特例

① 制度整備の趣旨

海外規制の下で現に海外の資金のみを運用する事業者が、本邦市場に参入する場合、現行制度上、登録手続に一定の時間を要するが、海外規制や業務実績(トラック・レコード)を勘案した参入手続を整備することにより、それらの業者の本邦市場への受入れを促進することが考えられる。具体的には、海外の資金のみを運用する事業者が、海外で一定の業務実績(トラック・レコード)があり、一定の海外当局による許認可等を受けていることを勘案した上で、日本で「登録」等を得るまでの一定の期間に関し、海外で既に行っている投資運用業等について、「届出」により、引き続き日本国内で業務を行えるよう、新たな特例を整備すべきであると考えられる。

② 業務可能な期間及び制限措置としての位置付け

新たな特例の趣旨に照らし、業務可能な期間として一定の期間を定めることが必要であると考えられるが、海外事業者が日本で業務実績(トラック・レコード)を積み、その後、金商法による登録等の手続を完了させる必要があることを踏まえれば、「5年程度」の期間とし、当該移行期間終了までに恒久的な類型に移行するよう求めることが適当と考えられる。

また、前述の新たな類型と同様に、新たな特例を恒久措置として設けることも考えられるが、海外事業者を日本に集中的に呼び込む趣旨を踏まえ、また、既存業者との競争上の公平性や投資者保護の観点から、本件新たな特例自体を「3～5年程度」の限定的な措置として設けることが適当と考えられる。

③ 対象とする事業者の要件

新たな特例の対象は、既に海外で運用業務を行っている事業者であり、海外当局の監督を受けて主として海外有価証券の運用を行う事業者が想定されることから、(ア)日本で活動している間は、引き続き海外当局による許認可等を受けていること<sup>14</sup>、(イ)海外で一定の業務実績(トラック・レコード)があること、(ウ)ファンド全体として主な運用対象が海外有価証券であること(ファンド全体として運用対象とする国内有価証券の割合が50%未満であること)等を勘案することが適当と考えられる。

その上で、通常の投資運用業者については、金融商品取引業を適確に遂行するための人的構

<sup>13</sup> 投資運用業、適格投資家向け投資運用業、適格機関投資家等特別業務のほか、前述の「主として海外の資金を運用するファンド運用業の新たな類型」のいずれかの恒久的な類型を指す。

<sup>14</sup> 日本と海外で拠点を持つ必要がある場合、小規模な運用会社にはコストとなるが、監督の切れ目ができなくなるや投資者保護上の懸念があることを踏まえれば、引き続き海外当局による許認可等を受けられていることを条件とすることは妥当ではないかとの意見があった。

情報連携を含む当局による監督対応等の投資家保護上の措置を講ずる必要があると考えられる。

そのため、基本的には適格機関投資家等特別業務と同様、通常の投資運用業者と同様の行為規制や当局による監督対応・立入検査等の対象とすることが適当と考えられる<sup>12</sup>。

④ 国内投資家による出資の可否

海外投資家が主な顧客である場合でも、事業者が本邦市場に参入してファンド運用業を行う際には、国内投資家の出資ニーズが生じることが想定される。この点、海外の資金を呼び水にして国内の投資を喚起する観点からも、一定程度、国内投資家の出資を許容することは望ましいと考えられる。他方、国内の一般投資家も含めて出資を許容することは、新たな類型の趣旨や投資家保護の観点から適当でないと考えられる。

したがって、運用上のニーズと投資者保護とのバランスを考慮し、プロと称される一部の国内投資家(適格機関投資家及び当該運用事業者の関係者)については、一定の出資比率の範囲内で出資を認めることが適当と考えられる。具体的には、主として海外の資金を運用する事業者であることが前提であることから、こうした国内投資家による出資額の割合は50%未満とすることが考えられる。

⑤ 対象とする事業者の範囲

上記の検討は、海外の投資運用業者の受入れ促進を念頭に置いたものであるが、国内の投資運用業者についても、ファンドの主な顧客が外国法人や一定の資産を保有する外国居住の個人であるといった制度上の要件を満たす場合、競争上の公平性確保の観点から、新たな類型の対象とすることが適当と考えられる。

⑥ 事業者による取得勧誘の可否

新たな類型で参入する事業者が、外国法人、一定の資産を保有する外国居住の個人又は上記の一定の国内投資家に対し、組合型集団投資スキーム持分の取得勧誘を行うことも想定されるが、日本国内においてこうした活動を行う場合、原則として第二種金融商品取引業の「登録」が必要となる。この点、適格機関投資家等特別業務では、「届出」により、組合型集団投資スキーム持分の取得勧誘を行うことが可能であり、新たな類型で参入する事業者についても同様に、「届出」により、取得勧誘を行うことを可能とすることが適当と考えられる。

<sup>12</sup> 適格機関投資家等特別業務(プロ向けファンド)については、多くの問題事例が発生し、個人投資家が被害に遭ったことを受け、2015年の法改正により、行為規制や監督対応の導入等の制度の見直しが行われた。

## II. 外国法人顧客情報に関する銀証ファイアウォール規制（情報授受規制）の緩和

### 1. 検討の背景と目的

いわゆる銀証ファイアウォール規制は、同一金融グループ内の「銀行」・「証券会社」間において、顧客からの同意のない、顧客の非公開情報等<sup>20</sup>の共有禁止等を定めるものである。本規制は、1993年に、「銀行」・「証券会社」間において、業態別子会社方式による相互参加の解禁時に、

- ・証券会社間の公正な競争の確保（グループ銀行の優越的地位を濫用した営業の防止等）、
- ・利益相反取引の防止、
- ・顧客情報の適切な保護等

を確保するために設けられたものである。

以後、2008年の抜本的な見直し（オプアウト制度の導入・利益相反管理体制の整備義務導入など）など、諸外国における規制環境の動向や、規制目的に照らした規制内容との比較衡量等の観点を踏まえつつ、累次にわたったり、見直しが行われてきた。

本件に関しては、本年夏の「成長戦略フォローアップ」(2020年7月17日閣議決定)において、我が国金融機関と海外金融機関との競争条件のイコール化を確保し、我が国金融・資本市場の魅力向上を図る観点から、「外国法人顧客に関する情報の銀証ファイアウォール規制の対象からの除外等について検討すべきである。なお、国内顧客を含めたファイアウォール規制の必要性についても公正な競争環境に留意しつつ検討する。」との記載が盛り込まれた。

### 2. 現行制度の概要と課題（外国法人顧客関係）

現行、銀証ファイアウォール規制により、同一金融グループ内の「銀行」・「証券会社」間<sup>21</sup>で顧客に関する非公開情報等を共有する場合、原則として、書面による事前の同意取得が必要とされているが、外国法人顧客に関する非公開情報等については、オプアウト制度の対象となっていないほか、電子メールでの同意取得を可能とする等の特例<sup>22</sup>が設けられている。

例えば、本邦金融機関が、クロスボーダーM&A等の案件を進めるために同一グループ

<sup>20</sup> 非公開情報及び非公開融資等情報を指す。

<sup>21</sup> 銀行（登録金融機関）又は証券会社とその親子法人等との間も含まれる。

<sup>22</sup> 当該外国法人が所在する国の法令上、金融商品取引業者とその親子法人間で法人の非公開情報の共有についてあらかじめ書面での同意を得る規制がない場合には、電磁的記録による同意の意思表示をしたとき、又は、非公開情報の提供に関し締結している契約内容及び当該国の慣習に照らして同意があることを合理的に認められるときは同意を得たものとみなす。

成を有し、必要な体制整備を行うことが参入要件（欠格事由）とされているところ、本件新たな特例においても、適切な人的構成を有し、必要な体制整備を行っていることを法令上<sup>15</sup>することが適当と考えられる<sup>16</sup>。

#### ④ 許認可等を付与する海外当局の範囲

海外当局の範囲については、投資家保護の観点から、我が国が行う調査協力の要請に応ずる保証がある外国金融商品取引規制当局<sup>17</sup>であることに加え、当該外国の規制・監督が投資者保護の観点からの要件を満たすことを前提とすることが適当と考えられる。すなわち、全体として日本と同様の市場ルール等が存在し、日本の監督当局と基本的に同じプリンシプルで実質的な金融監督が行われている外国であることを基本とすべきである。

### 3. 金商法上の制度整備以外の取組み

海外の投資運用業者等の日本への受入れを促進していくためには、上記の制度整備による参入手続の簡素化のみならず、成長資金の供給促進も含め、日本市場を海外と比肩しうる魅力ある金融・資本市場へと改革していくことが本質的に重要である。また、税制面でのポータルネット除去や、事前相談から登録・監督等までの新規の海外運用会社等への英語対応<sup>18</sup>、在留資格の緩和など、海外の投資運用業者や運用人材が日本国内でビジネスを行いやすくする環境整備も重要である。こうした観点から、世界に開かれた国際金融センターの実現に向けて、我が国金融・資本市場の魅力向上に向けた取組みや海外の投資運用業者等呼び込む環境構築を引き続き総合的・戦略的に進めていくことが不可欠であると考えられる<sup>19</sup>。

<sup>15</sup> 他の要件も含めて、参入する海外事業者にとって予見可能性の高い、できる限り具体的・客観的な要件を設定することが重要であるとの意見があった。

<sup>16</sup> 前述の「主として海外の資金を運用するファンド運用業の新たな類型」についても、同様の観点から法上の手当がなされることが適当と考えられる。

<sup>17</sup> 「我が国が行う調査協力の要請に応ずる保証がある外国金融商品取引規制当局」とは、例えば、IOSCO（証券監督者国際機構）が策定した枠組みである各国証券監督当局間の協議・協力及び情報交換に関する多国間覚書（いわゆる「マルチMOU」）の署名当局等を指す。なお、金融庁、経済産業省及び農林水産省は上記IOSCOマルチMOUの署名当局である。

<sup>18</sup> 新規の海外運用会社等からの英語による登録申請書の受付が、2021年1月に開始される予定。併せて、海外からのオンラインでの事前相談等を含め、新規の海外運用会社等への対応をワンストップで行う「拠点開設サポートオフィス」が、金融庁・財務局合同で開設される予定（2021年1月）。

<sup>19</sup> 金商法上の制度整備以外の取組みとして、「ルールの適合性として海外に対して発信していく際、金商法等の規制の対象について整備に判断するより、分かれやすいガイドライン等の枠組みを整理することが重要」、「英語対応に加え、コミュニケーションの円滑化も必要であり、メールでの迅速かつ円滑な行政対応が重要」、「新たな類型や新たな特例により参入する事業者についても顧客本位の業務運営が前提であることから、フィデューシャリー・ドューティの有効性に配慮した運用がなされること」が重要、「海外の金融機関が参入しやすい環境とし、日本の国際競争力を強化していく観点から、当局への報告負担の減少、監督上のコストの減少、及び規制内容の明確化等の面で、RegTechの取組みを積極的に推進していくことが重要」等の意見があった。

内で非公開情報等を共有しようとする場合、原則として、書面による事前の同意取得が必要となる。この点、情報授受規制が存在しない国では現地企業からの同意書の取得に難航し、情報授受規制の適用を受けない海外金融機関との間で競争上不利となっているとの指摘や、企業が本邦金融機関から銀証一体となった提案を受けられる機会が制約されているとの指摘がある。

### 3. 制度整備のあり方

こうした指摘に対して、当ワーキング・グループでの議論においても、

- ① 海外規制との同等性の確保、海外金融機関との国際競争力強化等の観点から、緩和する方向での検討が望ましい
- ② 諸外国において利益相反管理等の顧客保護に係る取組みが進展している中、当該顧客が経済活動を行う国における規制に上乗せして本邦規制を課す必要性は必ずしも高くない

との意見が出された。

こうした意見を踏まえ、外国法人顧客に係る非公開情報等について、情報授受規制の対象から除外することが適当と考えられる<sup>23</sup>。

### おわりに

以上が、当ワーキング・グループにおける、海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備、及び外国法人顧客情報に関する銀証ファイアウォール規制（情報授受規制）の緩和に関する検討の結果である。今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえ、我が国の国際金融センターとしての機能発揮に向け、適切な制度整備が進められていくことを期待する。

当ワーキング・グループでは、成長資金の供給のあり方、及び国内顧客に関する情報授受規制などの残された課題について、引き続き検討を進めていく。

以上

<sup>23</sup> 国内顧客に関する非公開情報等については、今後引き続き検討を進めていくものであり、上記の「対象から除外する」範囲については、国内顧客に関する規制の消滅が起きないよう、適切な対応が求められる。



目次

はじめに ..... 1

I. 成長資金の供給のあり方 ..... 2

1. 検討の背景と目的 ..... 2

2. 成長資金供給に係る制度のあり方 ..... 3

(1) 特定投資家制度 ..... 3

① 現行制度の概要 ..... 3

② 現行制度の課題 ..... 3

③ 制度整備のあり方 ..... 4

(2) 非上場株式のセカンダリー取引の環境整備 ..... 7

① セカンダリー取引における特定投資家向け投資勧誘規則の整備 ..... 8

② 株主コミュニティ制度の見直し ..... 8

(3) 株式投資型クラウドファンディング ..... 8

① 現行制度の概要 ..... 8

② 利用状況等 ..... 9

③ 制度整備のあり方 ..... 9

(4) 少数私募の人数通算期間の見直し ..... 10

(5) 東証ベンチャーファンド市場 ..... 11

3. ベンチャー・キャピタル(VC)・プライベート・エクイティ(PE)ファンドによる投資のあり方 ..... 11

(1) ベンチャー・キャピタル(VC)投資 ..... 11

(2) プライベート・エクイティ(PE)投資 ..... 12

II. 国内顧客に関する銀証ファイアーウォール規制 ..... 14

1. 現行制度及び検討の視点 ..... 14

(1) 制度の導入及び経緯 ..... 14

(2) 現行制度の課題及び検討の視点 ..... 14

2. 現行制度の見直しの議論 ..... 15

(1) 欧米金融機関の実務 ..... 16

(2) 国内の金融機関の実務 ..... 17

(3) 事業法人に対するヒアリング等 ..... 21

3. 制度見直しのあり方 ..... 22

(1) 基本的な考え方 ..... 22

(2) 情報授受に関する規制等のあり方 ..... 23

① 情報共有に関する新たな規律と対象とする法人の範囲 ..... 23

② オプトインの簡素化 ..... 24

金融審議会

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—

2021年6月18日

|                      |    |
|----------------------|----|
| ③その他関連する規制           | 24 |
| (3)弊害防止の実効性の確保に向けた方策 | 25 |
| ①顧客情報管理              | 26 |
| ②利益相反管理              | 26 |
| ③優越的地位の濫用防止          | 27 |
| ④その他                 | 27 |
| (4)残された課題等           | 27 |
| おわりに                 | 29 |

「市場制度ワーキング・グループ」メンバー名簿

2021年6月18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 謙二       | ニッセイインベストメント(株)・フューチャー・ラボ・ラボ・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       | 三菱総合研究所シタング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                                                      |
|    | 松本 勝        | (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       | VISITS Technologies(株)代表取締役<br>(日本経済団体連合会 シタング委員会 シタング 政策&IT)座長(代理) |
|    | 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 |
| 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

コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国の銀行部門や資本市場が、金融仲介システム全体として、コロナ後の実体経済の回復を支えつつ、産業構造の改革を力強く後押ししていくことが欠かせない。

こうした中、2020年9月11日、金融担当大臣から金融審議会に対して「コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国資本市場の一層の機能発揮を通じた経済の回復と持続的な成長に向けて、投資家保護に配慮しつつ、成長資金の供給、海外金融機関等の受入れに係る制度整備、金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等について検討を行うこと」の諮問が行われた。

この諮問を受け、金融審議会は、「市場制度ワーキング・グループ」を設置し、2020年10月から11回にわたり、諮問事項に関する審議を行ってきた。また、2020年12月23日には、「第一次報告」を公表した。

本報告書は、「第一次報告」において残された課題であるとした、成長資金の供給のあり方及び国内顧客に関する銀証ファイアウォール規制について、当ワーキング・グループにおける検討の結果を取りまとめたものである。

## 1. 成長資金の供給のあり方

### 1. 検討の背景と目的

新型コロナウイルス感染症の影響が拡大する中、企業の資金繰り支援が行われてきたが、持続的な成長を実現する観点から、一部の企業においては資本調達によるバランスシート改善が必要となっている。また、コロナ後の経済社会・産業構造の不連続な変化に対応していく観点から、スタートアップ企業等によるイノベーションや既存事業の再編・再構築を支える資本性資金の必要性が一段と高まっている。

スタートアップ企業等の支援や既存事業の再編・再構築のための非上場企業に対する成長資金供給等については、機関投資家等からの資金を投資するベンチャー・キャピタル(VC)やプライベート・エクイティ(PE)等のプロのファンドが主要な役割を果たしている。また、株式投資型クラウドファンディング等の個人の一般投資家も利用可能な制度を通じた投資も行われているほか、リスク管理能力及びリスク許容度の高い法人・個人のプロ投資家向けの制度が存在しており、それぞれがその特性に応じて、十分な機能を発揮できるよう制度の見直し等を行うことで、資本性資金の流れの円滑化・多様化を進めていくことが必要である<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> 非上場企業への成長資金供給に関する制度については、規制改革実施計画及び成長戦略フォローアップにおいても、スタートアップを促す環境整備等の観点から具体的な検討課題が指摘されている。

「規制改革実施計画」(2020年7月17日閣議決定)(抜粋)

3. 投資等分野

(8) スタートアップを促す環境整備

17. プロ私案の要件

特別業務対象投資家や特定投資家の定義等を参考にしつつ、自身で適切な資産管理とリスク管理ができる投資家をプロ投資家とする等、有価証券の取扱いに適用される開示規制の弾力化に関する検討を行い、私募取引へのアクセスを容易にするための必要な措置を講ずる。

18. 株式型クラウドファンディングの金額上限の関連規制の見直し

非上場企業の資金調達の円滑化と手段の多様化のため、発行事業者側の利便性向上が必要であるとの認識の下、投資家保護の観点にも留意しつつ第一種少額電子募集取扱業者が取り扱うクラウドファンディングの制度上限額等の金額要件(他の資金調達との合算要件を含む)について検討を行い、結論を得次第、必要に応じた措置を講ずる。

19. 非上場株式等の流通市場の見直し

株主コミュニティ制度、私設取引システムを含めた非上場株式等の取引に関して、米国の取引所外の市場を含めた各市場の状況も参考としつつ、課題を整理した上で、非上場株式の動向制限の見直しを含め、その在り方について、日本証券業協会等関係者とともに検討を行い、結論を得次第、必要に応じた措置を講ずる。

「成長戦略フォローアップ」(2020年7月17日閣議決定)(抜粋)

3. デジタル市場への対応

ii) デジタル技術の社会実装を踏まえた規制の精緻化

② フィンテック/金融分野

・プロ投資家対応として、顧客の取引履歴データ等の分析を進め、投資家としての能力と関連性のある項目を特定できれば、プロ投資家規制について、当該項目を附帯した規制へと見直す。

4. オープン・イノベーションの推進

ii) 投資家に適すべき具体的施策

・企業による資金調達の円滑化や証券取引の多様化、高度化を図る観点から、投資家保護の観点にも十分留意しつつ、クラウドファンディング制度や非上場の有価証券の取引の改善等について検討を行う。

<sup>1</sup> 2020年12月23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」第一次報告「世界に開かれた国際金融センター」の取組に向けて」<[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinmu/tosin/20201223.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinmu/tosin/20201223.html)>

我が国資本市場の「国際金融センター」としての機能発揮に向け、海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備、及び外国法人顧客情報に関する銀証ファイアウォール規制(情報控受規制)の緩和に関する検討結果を取りまとめた。また、成長資金の供給のあり方及び国内顧客に関する情報控受規制等については、残された課題として、引き続き検討を進めていくこととした。

定投資家向けの枠組みも十分に活用されおらず、特定投資家制度は十分に活用され  
 ているとは言えない状況にある。

その背景として、(i) 特定投資家に移行可能な個人の要件が画一的かつ厳格であ  
 る、(ii) 特定投資家への移行手続きが煩雑である、(iii) 特定投資家向けの枠組みが  
 限定的である等の課題が指摘されている。

ワーキング・グループでは、リスク管理能力及びリスク許容度の高い投資家に対  
 して、そのニーズに即した投資機会が提供されることが成長資金の円滑な供給にもつ  
 ながり得るよう、特定投資家制度のあり方について検討を行った。

### ③制度整備のあり方

#### (1) 個人の特定投資家の要件の弾力化

特定投資家に移行可能な個人の要件について、一定の金融リテラシーやリスク  
 耐久力を有することが推定される要素として、現在、純資産額、投資性金融資産額  
 及び取引経験が掲げられているが、これらの要素のみでは限定的すぎるとの指摘  
 がある。そこで、現行要件の要素以外に同様の金融リテラシーを推定しうる要素を  
 特定するために実証事業<sup>9</sup>を実施した結果、新たに年収・職業経験・保有資格・取  
 引頻度といった要素が特定された<sup>10</sup>。引き続き一定の金融リテラシー及びリスク耐  
 久力を求めることは必須としつつ、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、特定投資家に移行可能な個人の要件として、上記の要素につい  
 ても新たに勘案できるようにすることが適当と考えられる<sup>11,12</sup>。なお、新たな要素の

<sup>8</sup> 第31回未来投資会議（2019年10月3日）において、プロ投資家の要件の精緻化が課題として取り上げられた  
 ことを受け、実施、「成長戦略フォローアップ」（2020年7月17日閣議決定）において、「顧客の取引履歴データ  
 等の分析を進め、投資家としての能力と関連性のある項目を特定できれば、プロ投資家規制について、当該項目  
 を踏まえた規制へと見直し」こととされている。

<sup>9</sup> 実証事業の協力証券会社の顧客に対し、投資家属性・金融リテラシーを問うリテラシーテストを実施（事業委  
 託先：株式会社野村総合研究所）。現行の個人の特定投資家の要件と同様に純資産及び投資性金融資産ともに3  
 億円以上かつ取引経験1年以上である投資家の平均正答率を算出し、当該投資家と同等以上の金融リテラシー  
 （平均正答率）があると推定される投資家属性について調査。

<sup>10</sup> 実証事業の結果、純資産及び投資性金融資産ともに3億円以上かつ取引経験1年以上である投資家と同等以上  
 の金融リテラシー（平均正答率）があると推定される投資家は、以下のいずれかの属性を満たす。

- ・年収1億円以上、又は投資性金融資産5億円以上、又は純資産5億円以上
- ・投資性金融資産又は純資産3億円以上、かつ、年平均取引回数4回/月以上
- ・特定の職業経験（金融機関業務/会社経営のコンサルティング・アドバイス/経営に関する教職・研究職）  
 又は特定保有資格（証券アナリスト/証券外務員（1種、2種）/1級・2級FP/技能士・CFP・AFP/中小企業  
 診断士）を有し、かつ、年収1,000万円以上

<sup>11</sup> 特定の職業経験（同上）又は特定の保有資格（同上）を有し、かつ、投資性金融資産又は純資産1億円以上  
 職業経験に関する要件について、職業経験の定義を明確にすべきとの意見があった。また、保有資格に関する  
 要件について、保有資格に加え、実務経験も必要とすべき、資格取得で求められる知識の内容等について丁寧に  
 掘り下げていく必要があるとの意見があった。

<sup>12</sup> 金融機関・金融サービスの利用者へのニーズや投資家保護の観点を踏まえ、必要に応じ、他のプロ投資家の要件  
 についても別途検討することが考えられる。

こうした制度のあり方を検討するに当たっては、一般投資家について引き続き投資家保  
 護を徹底しつつ、リスク管理能力及びリスク許容度の高い法人・個人のプロ投資家につい  
 て、それぞれの状況に応じよりリスクテイクを行いやすい環境を整備していくことが適当で  
 ある。

また、上述のとおり、成長資金供給において主要な役割を果たしている VC や PE ファン  
 ドについては、近年、日本でも急速に発展を見せつつあるが、その資金供給を更に円滑化  
 するため、実務面の対応も含めた取組が進められることが求められる。

## 2. 成長資金供給に係る制度のあり方

### (1) 特定投資家制度

#### ①現行制度の概要

成長資金の供給を促進する上で、リスク管理能力及びリスク許容度の高いプロ投資  
 家の役割は重要である。金融商品取引法（以下、「金商法」という）上、特定投資家は、  
 こうしたプロ投資家と位置付けられており<sup>3</sup>、金融商品取引業者等（以下、「金業者等」  
 という）に係る一定の行為規制<sup>4</sup>の適用が除外されるほか、特定投資家向けの取引枠  
 組み<sup>5</sup>（③（iii）参照）が設けられている。

個人投資家については、知識、経験及び財産の状況に照らして特定投資家に相当  
 する者として一定の要件<sup>6</sup>を満たす場合、金業者等に対して申出を行い、金業者  
 等がこれを承諾することで、当該金業者等との間でのみ特定投資家に移行すること  
 ができる。

#### ②現行制度の課題

現状、特定投資家に移行する投資家（特に個人投資家）は限定的であり<sup>7</sup>、また、特

<sup>3</sup> 金商法上、投資家は、①一般投資家に移行できない特定投資家（適格機関投資家等）、②一般投資家に移行可能  
 な特定投資家（上場会社、資本金5億円以上の株式会社等）、③特定投資家に移行可能な一般投資家（特定投資  
 家以外の法人、一定の要件を満たす個人等）④特定投資家に移行できない一般投資家に分類される。

<sup>4</sup> 契約締結前・契約締結時の書面交付義務・適合性原則等、主に情報格差の是正を目的とする行為規制

<sup>5</sup> 金商法上、特定投資家等のみが取引できるプロ向け市場（東京証券取引所の TOKYO PRO Market 等）等の枠組み  
 が設けられている。

<sup>6</sup> ①取引の状況等から合理的に判断して純資産が3億円以上になると見込まれること、②取引の状況等から合理  
 的に判断して投資性金融資産が3億円以上になると見込まれること、③個人投資家の特定投資家への移行（プロ  
 成り）の申出を行った金業者等との間で申出を行った契約の種類に属する金融商品取引契約の取引回数<sup>8</sup>が1年  
 以上あること（金融商品取引業者等に関する内閣府令（以下、「金業者等府令」という）第62条）

<sup>7</sup> 大手証券会社5社へのヒアリングによると、個人の特定投資家は延べ92名（2020年末時点）、特定投資家に移  
 行している法人は延べ約1,000口座（2021年5月ヒアリング時点）。一方、特定投資家に移行可能な個人の要件  
 の一つである投資性金融資産3億円以上を保有する個人は約2万人と推計される（NRI 生活者1万人アンケー  
 ト調査（金融編）（2019年）、国税庁「直接税」（2018年）を基に野村総合研究所推計）。



れている。実務においては改めて当初の承諾時と同様の確認が行われているが、こうした負担を軽減するため、更新手続においては、引き続き要件を満たしている旨の投資家の自己申告も金商業者等における合理的な判断に資することを明確化することが適当と考えられる<sup>15</sup>。

なお、金商業者等がプロ成りの申出を承諾するに当たっては、上記の形式要件の確認のほか、顧客の知識、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必要があるが、この点は上記(b)や(c)のように要件確認手続を弾力化する場面においても同様である<sup>16</sup>。

#### (iii) 特定投資家向けの枠組みの拡充

金商法上、特定投資家向けの枠組みとして、特定投資家私募制度が存在する<sup>17</sup>。特定投資家私募制度は、資金調達企業が一定の情報(特定証券情報<sup>18</sup>)を提供又は公表し、金商業者等を介して特定投資家のみを相手方として有価証券の取得勧誘を行う場合に、有価証券届出書の提出を免除する制度である<sup>19,20</sup>。

他方、現在は

- ① 金商業者等による非上場株式の投資勧誘が日本証券業協会自主規制規則(以下、「日証協規則」という)において原則として禁止されている<sup>21</sup>こと
- ② プロ向け市場(TOKYO PRO Market等)を除き、非上場株式等に係る特定証券情報が整備されていないこと<sup>22</sup>

から、特定投資家私募制度については、プロ向け市場を除き利用できない状況とな

<sup>15</sup> 米国のプロ投資家とされる自衛力認定投資家(accredited investor)の制度では、発行者が取引の都度、投資家の属性を確認するが、一般的な勧誘を伴わないプロ私募の場合、発行者は個人投資家の申出が明らかに従わない場合でない限り、認定要件等に係る個人投資家の申出内容を信じて良いものとされている(SEC規則230.506(b)(2)(ii))。

<sup>16</sup> 高齢の投資家の場合、認知判断能力等が1年間で変化しうる点について留意すべきであるとの意見があった。この他、特定投資家向けの枠組みとして、下記(2)②において株主コミュニティ制度の参加勧誘対象に特定投資家を追加すること、(3)③(ii)において株式投資型クラウドファンディングにおける特定投資家の投資上取扱いを免除することを提言している。

<sup>17</sup> 証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令第2条等

<sup>18</sup> 金商法第2条等

<sup>19</sup> 開示規制上、有価証券の募集(有価証券の募集に該当せず有価証券届出書の提出が必要となるもの)の枠組みとして、他に①適格機関投資家私募(適格機関投資家のみを相手方とする取得勧誘)、②少数私募(勧誘対象者が50名未満となる取得勧誘)がある。①②のいずれも、特定投資家私募と異なり、特定証券情報等の提供又は公表や金商業者等への委託による取得勧誘を要しない。

<sup>20</sup> 適格機関投資家や、50名未満の自ら企業価値評価等が可能な法人の特定投資家を相手方とする場合等においては、例外として金商業者等による投資勧誘が認められている。

<sup>21</sup> 特定証券情報の内容、プロ向け市場で取引される特定上場有価証券等については特定取引所規則において定め、それ以外の有価証券については金融庁長官が指定するものとされている(証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令第2条)。

追加に当たっては、後述する特定投資家向けの枠組みの拡充((iii)参照)とのバランスを踏まえ、その具体的な内容を検討する必要がある<sup>13</sup>。

#### (ii) 特定投資家への移行手続等の弾力化

個人投資家の特定投資家への移行(プロ成り)手続に関しても、要件の合理的な確認等が可能な形でその手続を弾力化することで移行の円滑化を図ることが考えられる。

##### (a) 取引経験要件の柔軟化

個人投資家のプロ成りの要件の一つである「1年以上の取引経験」については、現行制度上、個人がプロ成りの申出を行った先である金商業者等における取引経験に限定されており、他社での取引経験を勘案することができない。そのため、他社で既にプロ成りしている投資家であっても、新たに取引を開始した金商業者等においては1年経過しなければプロ成りすることはできないこととなっている。取引経験については、特定の金商業者等における実績に限定することなく、投資家ベースで評価すべきと考えられることから、他社での取引経験も勘案できるようにすることが適当と考えられる。

##### (b) 財産要件の確認方法の多様化

個人投資家のプロ成りに係る財産要件(純資産3億円以上、投資性金融資産3億円以上)については、金商業者等が合理的に判断して基準を満たすと見込まれることが必要とされている。この資産の確認に当たり、実務上は自社での保有資産のみに基づく慎重な判断をしている大手証券会社もある。このような場合、自社での保有資産が少ない顧客についてはプロ成りの承諾を行っていくとの指摘がある。金商業者等における要件確認の円滑化の観点から、財産要件の確認に当たり、他社での保有資産を含めて総合的に評価できることを明確化することが適当と考えられる<sup>14</sup>。また、要件確認に当たり、他社で既にプロ成りをしている事実を踏まえることも合理的な判断に資するものと考えられる。

##### (c) 特定投資家としての更新手続の弾力化

プロ成りの効力は最長1年間で、継続するには改めて投資家からの申出を受け、金商業者等において合理的な判断に基づき要件確認を行うことが求めら

<sup>13</sup> 利用可能な取引の内容に応じて、金商業者等に適合性原則を課す等、特定投資家制度を乗換進化することも考えられるとの意見があった。

<sup>14</sup> (i)を踏まえて新たに追加される要件の確認に当たっても他社の状況を含めて総合的に評価できるとすることが適当と考えられる。

行時のプライマリー投資を含め、更なる投資の促進が期待される。  
当ワーキング・グループでは、リスク管理能力及びリスク許容度の高い投資家がよりリ  
スクテイクを行いやすくなるため、プロ投資家による非上場株式のセカンダリー取引の環  
境整備について検討を行った。

①セカンダリー取引における特定投資家向け投資勧誘規則の整備

現状、(1)③(iii)において述べたとおり、金商業者等による非上場株式の投資勧誘  
は、日証協規則によって原則として禁止されているため、投資家は自身で取引相手を  
探す必要があり、取引の機会が限定的となっている。この点、金商業者等を介したセ  
カンダリー取引を容易にする観点から、前述の特定投資家私募制度の整備と併せて  
セカンダリー取引についても、日証協において、特定投資家向けの投資勧誘の具体的  
なルールを整備することが適当と考えられる。

②株主コミュニティ制度の見直し

株主コミュニティ制度は、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、  
日証協において創設された非上場株式の発行・流通のための制度であり、証券会社  
が非上場株式の銘柄毎に株主コミュニティを組成し、これに参加する投資家に対し  
てのみ投資勧誘を認める仕組みとなっている。

現在は、株主コミュニティへの参加を勧誘できる対象が発行者の役員等に限られ  
ており、制度の利用が限定的となっている。株主コミュニティの参加者を増やし、株式  
の発行・流通を活性化するため、リスク管理能力及びリスク許容度の高い特定投資家  
を新たに参加勧誘対象に加えることが適当と考えられる。

(3) 株式投資型クラウドファンディング

① 現行制度の概要

いわゆるクラウドファンディング(以下、「CF」という)とは、新規成長企業等がインタ  
ーネットを通じて多くの人から少額ずつ資金調達する仕組みであり、株式投資型CF制  
度は非上場株式の発行を通じた資金調達の制度として2015年に導入された。株式投  
資型CF制度では、いわゆる少額要件(発行総額1億円未満、投資家一人当たりの投  
資額50万円以下(案件毎))を満たすCFによる非上場株式の投資勧誘のみを行う業  
者<sup>26</sup>には、投資勧誘を行う金融商品取引業者に通常求められる登録要件等が一部緩

<sup>26</sup> 日証協規則では、金商業者等による非上場株式の投資勧誘は原則として禁止されているが、株式投資型CFによ  
る投資勧誘は例外的に可能とされている。

っている<sup>23</sup>。

特定投資家私募については、非上場企業においては、金商業者等を介して機関投  
資家や地元富裕層等から幅広く資金調達したいとのニーズがある。また、機関投資  
家等から新たな投資先候補を金商業者等に紹介してほしいとの要望が寄せられて  
おり、富裕層の個人においても、私募商品への関心が高まっている。

法人・個人のプロ投資家による成長資金の供給を促進するとともに、非上場株式  
等の多様な商品に対して投資する機会を新たに創出する観点から、プロ向け市場  
以外についても特定投資家私募制度を利用できるような関連規定を整備すべき考  
えられる<sup>24</sup>。

具体的には、日証協規則において、非上場株式の金商業者等による特定投資家  
向け投資勧誘を認め、各取引において勧誘対象となる者の特性を踏まえ、投資勧  
誘に係る具体的なルールを整備することが適当と考えられる。

また、特定証券情報の具体的な内容を整備するに当たっては、各取引において  
勧誘対象となる者の特性を踏まえ、特定投資家が適切に投資判断を行えるもので  
あるか及び発行者の開示負担へ配慮したものであるかを十分に考慮する必要があ  
ると考えられる。

さらに、発行者による適切な情報の提供が確保されるよう、金商業者等が適切に  
関与する仕組み(日証協規則による整備)も必要と考えられる。

なお、現在、「インターネット」で募集に係る広告をすることは、有価証券の募集に  
該当するとされている<sup>25</sup>。これについては、適格機関投資家や特定投資家のみが関  
与可能な場合(例えば、金商業者等のインターネット上の専用サイトで勧誘や広告  
を行う場合)、その適切な運用が確保されることを前提に、有価証券の募集に該  
当しない旨を企業内容等開示ガイドラインで明確化することが考えられる。

(2) 非上場株式のセカンダリー取引の環境整備

現状、非上場株式の発行後の取引(セカンダリー取引)の機会は投資家間の相対取  
引や株主コミュニティ制度等に限定されており、投資家の投資回収の機会は限定的となっ  
ている。セカンダリー取引における投資家の投資回収の機会を充実させることにより、発

<sup>23</sup> 日証協規則には株式以外の非上場有価証券に係る取得勧誘を禁止していないが、私募の投資信託商品等につい  
ても、特定投資家私募を行う場合は当該有価証券についての特定証券情報等の整備が必要。

<sup>24</sup> 資金調達企業が金商業者等を介せずにプロ投資家のみを対象に人数の制限なく有価証券の取得勧誘を行える方  
策を検討すべきであるとの意見があった。

<sup>25</sup> 企業内容等開示ガイドライン4-1

和されている<sup>27,28</sup>。

## ②利用状況等

株式投資型CFでは、2017年の利用開始以降、2020年末までに231件の取扱いはあり、うち161件が成約し、累計51億円超の資金調達が行われた。主に、シード、アーリーステージのスタートアップ企業に対し、支援目的や投資目的の個人投資家が投資を行っている<sup>29</sup>。

株式投資型CFの特性<sup>30</sup>を踏まえ、一般投資家も広く利用する制度として投資家保護にも十分配慮しつつ、スタートアップ企業への成長資金の供給の円滑化・多様化を図るとの観点から、株式投資型CFの機能がより一層発揮されるよう制度の見直しを行うことが考えられる。

## ③制度整備のあり方

### (1)発行総額の算定方法の見直し

企業が株式投資型CFにより発行可能な有価証券の総額は1億円未満とされており、その発行総額の算定に当たっては、潜脱防止の観点から過去1年間の発行額を合算することとされている<sup>31</sup>。この点、現在の規定では、合算の対象が株式投資型CFでの発行額だけに限定されていないため、過去1年以内の他の資金調達を行っている場合には、株式投資型CFのみで上記の発行総額の上限までの資金調達を行うことはできない。

株式投資型CFとVC等からの調達を併用して、1億円以上の資金調達を行いたいとのニーズも指摘される<sup>32</sup>中、潜脱防止の観点からは、株式投資型CFでの発行額が上限内に留まっていれば問題はないと考えられることから、発行総額の算定に当たり、合算の対象を株式投資型CFでの発行額のみに限定することが適当と考え

られる<sup>33</sup>。

### (ii)投資家の投資上限額の見直し

現在、投資家の投資上限額は株式投資型CF1件当たり50万円とされているが、これまでの投資家の投資状況を見ると、全体の70%弱が10万円台に集中している一方、上限額である50万円を投資している投資家も一定数存在している<sup>34</sup>。また、一部の投資家には50万円を超える投資ニーズがあると指摘されており、株式投資型CF利用企業等からは投資上限額の引上げが要望されている。

こうした状況を踏まえ、自身でリスクを踏まえた適切な投資額を判断できると考えられる特定投資家については、成長資金の供給の円滑化の観点から、投資上限額を撤廃することが適当と考えられる<sup>35,36</sup>。

他方、現状において多くの投資家の投資額は10万円台であることや一般投資家が非上場企業の目利きをするのは難しいこと、これまでの成立案件のほとんどがいまだ投資継続中であり、株式投資型CFの投資リスクを検証するには時期尚早であること等を踏まえれば、投資家保護等<sup>37</sup>の観点から、一般投資家の投資上限額の見直しについては、今後の投資状況等を見極めた上で慎重に検討することが適当と考えられる<sup>38</sup>。

### (4)少数私募の人数通算期間の見直し

開示規制において、勧誘対象者数が過去6ヶ月間で通算して50名未満となる有価証券の取得勧誘は、少数私募として、発行者の有価証券届出書の提出義務が免除されている<sup>39</sup>。

少数私募の人数通算に関して、例えば、株式投資型CFの後に少数私募を実施する場合において、株式投資型CFはインターネットを利用して多数の者に勧誘を行う手法であるため、株式投資型CFの実施後6ヶ月間は、少数私募による資金調達を行う

<sup>27</sup> 金商法第29条の4の2等

<sup>28</sup> 他方で、Webサイトで手懸に多数の者に投資勧誘可能であること等を踏まえて、発行者の審査や発行者に係る適切な情報提供が義務付けられている(金商法等府令第70条の2、第83条)。

<sup>29</sup> 株式投資型CF仲介業者6社へのアンケート調査に基づく、このアンケート調査によると、投資リターンを得るための投資目的で株式投資型CFを利用した投資家が約65%、発行会社を応援する目的の投資家が約35%である。

<sup>30</sup> 株式投資型CFについては、投資家が投資リターンを得るための制度というよりは、投資先企業の応援のための制度として位置付けるべきとの意見があった。また、海外の事例において株式投資型CFを利用した企業がどのようになり成しているか、あるいは成していないのかを調査した上で、株式投資型CFの位置付けを慎重に検討すべきとの意見があった。

<sup>31</sup> 発行総額は、①今回の株式投資型CFで発行する有価証券の総額に②今回の株式投資型CF開始前1年以内に発行した有価証券の総額及び③今回の株式投資型CFと申込期間の重複する有価証券の総額を合算して算定される(金商法等府令第16条の3)。

<sup>32</sup> 株式投資型CF市場の成長の観点から、発行可能総額(1億円未満)の見直しも含めて、規制緩和を前向きに検討すべきとの意見もあった。

<sup>33</sup> なお、(1)(ii)の見直しについては、少額要件を満たすファンド投資型CF(第二種少額電子募集取扱業務。現在は利用されていない)も対象となる。

<sup>34</sup> 2020年11月末までの成立案件151件、投資家延べ29,862人の実績に基づく。

<sup>35</sup> 発行総額(1億円未満)の少額要件については、引き続き満たす必要がある。

<sup>36</sup> 米国・英国の株式投資型CFでは、いわゆるプロ投資家(米国: accredited investor, 英国: self-certified sophisticated investor)については投資上限額が設けられていない。

<sup>37</sup> 株式投資型CFを投資先企業の応援のための制度として位置付けた上で、そうした特性を踏まえ、少額要件の金額の引上げには慎重であるべきとの意見があった。

<sup>38</sup> 個人の一般投資家の投資上限額について、投資家に多様な選択肢を与えるとともに、成長資金の供給を促す観点から、米国や英国の規制も踏まえ、年取や資産に応じて設定する制度に見直すべきであるとの意見があった。また、投資上限額が設けられていることにより、株主数が増加し、発行体のコストになっているのではないかと

<sup>39</sup> 金商法第2条、金融商品取引法施行令第1条の6



ことができないことが指摘されている。また、技術の進展等により事業環境の変化が加速する中で、非上場企業を含めた企業の競争力の維持・強化のためには、より機動的な資金調達が必要となる。これらの観点から、米国における近年の規制の動向<sup>40</sup>も踏まえ、株式投資型CFの後に少数私募を実施する場合には限らず、少数私募の取得勧誘対象者数の通算期間を6ヶ月から3ヶ月に短縮することが適当と考えられる。

#### (5) 東証ベンチャーファンド市場

東京証券取引所(東証)のベンチャーファンド市場は、上場された投資法人を通じて、広く一般投資家が非上場のスタートアップ企業等へ投資を行うための市場であるが、現在、償還により上場銘柄は存在していない。スタートアップ企業等への資金供給手段が多様化するとともに、一般の個人投資家にも非上場株式への投資機会を提供する観点から、東証ベンチャーファンド市場の利用活性化が期待される。現在、上場するファンドの柔軟な運営を可能とする観点から、現行の東証規則に関して、いくつかの課題が指摘されており<sup>41</sup>、今後、日本取引所グループにおいて、各規則の趣旨等も踏まえつつ、その見直しについて検討することが適当と考えられる。

### 3. ベンチャー・キャピタル(VC)・プライベート・エクイティ(PE)ファンドによる投資のあり方

コロナ後の新たな経済社会への変革に当たり、スタートアップ企業への主要な投資主体であるベンチャー・キャピタル(VC)や、既存事業の再編・再構築等を促すプライベート・エクイティ(PE)ファンドが十分に機能を発揮していくことが重要である。こうしたプロの運用者が機関投資家等から必要な資金を調達し、プロとしての目利き力を発揮して投資先の成長を支援していく観点から、当ワーキング・グループでは、VC・PEファンドによる投資のあり方について、関係者からヒアリングを行いつつ、実務面の課題を含め幅広く検討を行った。

#### (1) ベンチャー・キャピタル(VC)投資

近年、スタートアップ企業への資金供給量は大幅に増加し、1社当たりの資金調達額も大化している。また、最近ではレイターステージに海外VCや海外機関投資家が入り始める等、シードからエグジットまで多様な投資家参加するVCエコシステムが形成さ

れつつあり、大型IPOも年々増加している。

他方、独立系VCの案件発掘力、経営支援能力、資金調達力には大きなばらつきがあり、機関投資家の投資対象となり得る運営体制の整ったVCは少数にとどまるとの指摘がある。また、多くのVCは、投資先のバリュエーションに際し、国際標準<sup>42</sup>と異なる価値評価<sup>43</sup>を行っているが、特に海外機関投資家等の資金受け入れを目指すVC等<sup>44</sup>については、国際標準に基づく公正価値ベースの時価評価を推進することが重要であると考えられる<sup>45</sup>。

また、VC投資は東京に集中しており、地方の研究開発型企業への資金供給が不足しているとの指摘がある。この点、技術シーズの案件発掘力を有するVCが地域金融機関と連携し、新たな事業機会の創出や人材育成を通じて地域のエコシステムを実現する取組も進められており、地域金融機関においては、自身のビジネス機会拡大の観点も含め、こうした外部VCの効果的な活用に取り組んでいくことが重要であると考えられる。

海外資金も流入し始め、資金量の問題は解消されつつある中、資金の質や多様性の向上が重要との指摘がある<sup>46</sup>。特に、上場前後の市場の分断<sup>47</sup>を乗り越え、企業の持続的な成長を実現するため、クロスオーバー投資<sup>48</sup>の拡充や投資家層や投資期間の多様化を推進していくべきであると考えられる。また、海外資金を取り込みつつ、同時に国内のファンドインフラを構築する観点からは、優秀な人材をファンド運営側へ誘致する取組<sup>49</sup>を進めることが重要であると考えられる。

#### (2) プライベート・エクイティ(PE)投資

これまでに事業承継案件を中心に企業によるファンドの活用が進み、市場は順調に成

<sup>42</sup> 欧米アジア諸国の多くは、ファンドの投資先について、IPEVガイドライン(International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines)に沿った公正価値評価に基づく時価評価が行われている。

<sup>43</sup> 多くの国内VC等の組成・運用に用いられている「投資事業有限責任組合」については、会計原則上、時価評価が原則とされているが、例外として取得価額による評価も認め、評価方法については組合契約に委ねることとされている(中小企業等投資事業有限責任組合会計規則第7条)。

<sup>44</sup> この他、IPOを目指す企業の適正な価値評価の観点から、投資先がレイターステージにあるファンドにおいても、公正価値ベースの時価評価を進めることが考えられる。

<sup>45</sup> 公正価値ベースの時価評価を普及させる観点から、日本VC協会は、2017年、国内VCの時価評価に係る実務指針を公表し、IPEVガイドラインの時価評価を行った国内VCファンドの実務プロセスを紹介している。

<sup>46</sup> VC投資の拡充を進めるに当たっては、我が国特有の契約条項(一定の場合にベンチャー企業やその経営者にVCが保有する当該企業の非上場株式の買取を求める条項等)の見直しを進めることも重要な指摘があった。<sup>47</sup> 上場前後での投資家の入れ替わりに伴い、株主との関係が大きく変化すほか、特に中小上場の場合、上場後の成長資金の調達が困難となる「市場の分断」があるとの指摘されている。

<sup>48</sup> 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。日本には、アセットオーナーによる新興資産運用業者の育成を図る取組(GMP: Emerging Manager Program)が少なくないとの指摘がある。

## Ⅱ. 国内顧客に関する証券ファイアウォール規制

### 1. 現行制度及び検討の視点

#### (1) 制度の導入及び経緯

いわゆるファイアウォール規制は、優越的地位の濫用防止、利益相反取引の防止、顧客情報の適切な保護等を確保する観点から、主に銀行・証券会社間における顧客の非公開情報等の共有禁止等からなる規制であり、これは、1993年に銀行・証券の相互参入を解禁した際に、併せて措置されたものである。

その後、事前予防的な規制から事後対処的な規制への規制全体の見直しの流れ、諸外国における規制環境の変化、規制目的と規制内容(手段)との比較衡量等の観点を踏まえつつ、累次にわたり、見直しが行われてきた。

2008年の規制の見直しにおいては、銀行・証券会社間における顧客の非公開情報等の共有について、それまで顧客の事前同意を得る方法(オプトイン)のみであったところ、顧客情報の適切な保護の観点にも考慮しつつ、法人顧客に対してオプトアウト<sup>51</sup>が導入された。また、従業員の兼職規制の撤廃等の規制緩和が行われた一方、利益相反管理のための体制整備義務や優越的地位の濫用防止等に関する措置も併せて講じられた。

#### (2) 現行制度の課題及び検討の視点

2008年におけるファイアウォール規制の大幅な見直し以降、10年以上経過した足下までの状況を振り返ると、この間、低金利の継続、事業法人の資金余剰、フィンテック企業等他業種による金融業への参入、コロナによる経済社会全体への大きな影響等、金融を取り巻く環境が大きく変化している。

こうした中、本規制に関し、

- ・ オプトアウトについては、監督指針において手続の詳細が定められている<sup>52</sup>が、顧客に対する説明事項が多い等、負担や利便性の観点からオプトインと大差がない等の理由から、銀行・証券会社双方において必ずしも積極的に活用されていない
- ・ 欧米にはない情報共有の禁止規定が過剰な規制と認識され、日本の国際金融センターとしての魅力向上にとって阻害要因の1つとなっている
- ・ 顧客に対する総合的な金融サービスの提案・提供を阻害しているほか、顧客・金融機関の双方にとって、手続・管理面の負担が大きい

といった課題が指摘されている。

長してきた。PE投資の良好なトラックレコードも積み上がり、海外機関投資家からもアセット・クラスとして認知され、海外資金が多く流入している。

他方、国内ファンドは中小型案件が中心であり、ファンドを大型化することが難しく、大型案件への対応力には課題があるほか、本邦発の本格的なグローバルファンドはまだ存在しない。また、高いレバレッジをかけた既存のファンドでは、海外展開・業界再編といった日本企業が求める非連続的な成長の支援が難しい<sup>50</sup>との指摘もあり、日本企業の二一ズを的確に捉え、パートナーとして投資先の成長をサポートする投資のあり方も追求していくべきであると考えられる。

<sup>51</sup> あらかじめ顧客にその情報を共有する旨を通知したうえで、顧客が共有を望まない場合は情報提供の停止を求めめる機会を提供することによって問題を取得したものとみなす制度。

<sup>52</sup> 法人顧客に対し、あらかじめ親子法人等との間で授受を行う非公開情報の範囲、非公開情報の授受を行う親子法人等の範囲、非公開情報の管理の方法、提供先における非公開情報の管理の方法、提供先における非公開情報の利用目的及び親子法人等との間での非公開情報の授受を停止した場合における当該非公開情報の管理方法を通知することとなっている。

<sup>50</sup> 高いレバレッジをかけたファンドの場合、融資契約におけるコベナントにおけるコベナントが制約になるとの指摘がある。



(1) 欧米金融機関の実務<sup>53</sup>

我が国の金融規制においては、銀行・証券会社間における顧客の非公開情報等の共有を原則禁止する「入口規制」と禁止行為等からなる行為規制によって、顧客情報管理、利益相反管理及び優越的地位の濫用防止等に関する対応を行ってきた。こうした規制は、主にメインバンク制での銀行の構造的な優越的地位から生じ得る弊害を防止することを目的としている。

一方、欧米の金融規制を見ると、法人顧客情報において、上述のような「入口規制」は、内部での情報管理及び禁止行為等からなる行為規制に基づき、顧客情報管理及び利益相反管理等の弊害防止が図られている。

具体的には、欧米の金融規制では、法人顧客情報について銀行・証券会社の各エンティティ間での情報授受規制は存在しないが、

①法令等の制度面において、大企業向け商業銀行業務と投資銀行業務を行う場合、銀行規制と証券規制の両方が適用されるほか、顧客の重要未公開情報 (Material Non-Public Information、以下、「MNPI」という。)<sup>54</sup> の管理、利益相反管理に関して、体制整備義務や行為規制が課されている<sup>55</sup>。

②加えて、管理の実務面において、当局のモニタリングや金融機関の実務の積み重ねを通じて、具体的には以下のように顧客情報管理及び利益相反管理の仕組みが確立している。

(i) 総論

顧客情報管理及び利益相反管理に共通して、エンティティベースではなく、投資銀行部門、リテール部門、資産運用部門といったビジネスライン毎に、グローバルで組織的かつ一元的なシステムによる管理体制を確立している。

(ii) 顧客情報管理

情報の共有・利用に関し、MNPI にとどまらず、幅広い顧客情報について“Need to

加えて、コロナ後の日本経済の回復・成長力強化を見据え、資本市場における市場機能及び金融仲介機能の発揮が課題であり、その資本市場において、国内金融機関が、投資銀行機能の向上により、事業法人に対して、デット/エクイティの区分なく高度な金融サービスの提供等を行うことを通じて、事業法人が国内外において新たな成長を切り開くことをサポートしていくことが重要である。このような金融サービスの提供に当たっては、国際水準の顧客情報管理や利益相反管理が求められるほか、銀行による優越的地位の濫用の懸念が生じないよう、金融サービスの質に基づく競争が求められる。

こうした課題を踏まえ、当ワーキング・グループにおいては、ファイアーウォール規制の見直しに向けた検討に当たり重要な視点として、

- ・ コロナ後も見据えた顧客に対する、より付加価値のある金融サービスの提供、利便性向上や負担軽減
  - ・ 日本の金融市場としての国際的地位の向上
  - ・ 異業種の参入等の競争激化やデジタル技術の進展等、金融ビジネスのあり方が変化する中における国内金融機関の国際競争力強化
  - ・ 顧客情報管理、利益相反管理、優越的地位の濫用防止について実効的に確保していく方策を併せて検討することの必要性、法人と個人との区別のみならず、融資以外にも市場から直接資金調達が可能で大企業(上場企業)とそれ以外の中堅・中小企業とを区別して検討することの重要性
- に関する意見が出された。

こうした点を踏まえ、まずは、資金調達において資本市場を活用し、金融機関の優越的地位による弊害を受けにくいと考えられる上場会社等に対して金融サービスの提供を行う、いわゆる投資銀行業務や大企業向け商業銀行業務について、本規制の見直しに着手することが重要である。

2. 現行制度の見直しの議論

ファイアーウォール規制の見直しに向けた検討を行うに当たり、当ワーキング・グループでは、欧米金融機関の投資銀行業務等における顧客情報管理・利益相反管理等に係る制度及び実務や、国内金融機関における顧客情報管理・利益相反管理・優越的地位の濫用防止等に係る制度及び実務に関する実態把握を行ったほか、金融サービスの顧客に当たる幅広い規模・業種の事業法人の意見を踏まえつつ、検討を行った。

<sup>53</sup> 金融庁が欧米金融機関（対象：11社）に対して実施したアンケート（投資銀行部門等における顧客情報管理及び利益相反管理の実務）の結果等を基に記載している。

<sup>54</sup> 日本における法人関係情報に該当する情報は、外資系金融機関の実務においては MNPI として扱われる。なお、MNPI については、欧米の法令では定義されていないが、判例等を踏まえ、各金融機関の社内ルールにおいて定義されている。

<sup>55</sup> 欧米では、法令上、MNPI 不正利用防止及び利益相反管理の体制整備義務が課せられている。また、米国では、法令上、証券業務を含む金融機関に対し、MNPI を不正に利用した取引等の禁止や、利益相対を顧客に開示する義務が課せられており、それらに違反した場合には民事罰徴金が課せられる。

濫用に関しては行為規制<sup>62</sup>が課されている。  
 ②加えて、管理の実務面において、一部で、銀行・証券会社で相違が見られるが、当局のモニタリングや金融機関の実務の積み重ねを通じて、具体的に以下のように、顧客情報管理、利益相反管理及び優越的地位の濫用防止のための仕組みが整備されている。

#### (i) 顧客情報管理

法人関係情報に関し、エンティティ毎に独立したシステムを用い、国内拠点と海外拠点は別のシステムで管理しており、入手後速やかに管理システムに登録し、部署店長及びコンプライアンス部門に報告するほか、登録解除にはコンプライアンス部門の承認が必要である。エンティティ内の情報共有については、銀行と証券会社では管理の仕組みに相違があり、銀行は有価証券関連業務を行う部署が限定的であることから主に特定部署への情報共有の禁止により、証券会社は主にチャイニーズウォール構築により管理<sup>63</sup>している。

また、役員による有価証券の売買等については制限され、コンプライアンス部門又は部署店長の事前承認が必要である。

その他、法人関係情報以外の顧客情報も含め、“Need to know”原則の考え方に基づき情報管理を行っている<sup>64</sup>。

#### (ii) 利益相反管理

M&A等の案件の遂行前に、役職員の申請により、コンプライアンス部門がグローバルベースで一元的に管理されているシステムにおいて利益相反のチェックを行い、承認の可否を判断する。なお、商品・サービスの性質等によりコンプライアンス部門と営業部門とが共同で策定したルールに則って営業部門が取引を行うケースもある。

また、必要に応じ、経営幹部が参加する会議体にエスカレーションを行う規定がある。一方、利益相反管理のプラクティスが社内で蓄積され、担当部門内での判断が可能となったこと等を理由として、直近では当該会議体の活用まで至らず、担当部門・担当役

<sup>62</sup> 銀行に対し、銀行法第13条の3第3号及び銀行法施行規則第14条の11の3第2号及び第3号において、抱き合わせ取引及び優越的地位の濫用を禁止する規定が定められている。また、証券会社に対し、金融法第44条の3第1項第2号、金融業等府令第153条第1項第2号及び第10号において、抱き合わせ取引及び親子銀行の優越的地位を不当に利用して金融商品取引契約の締結・勧誘を行う行為等を禁止する規定が定められている。

<sup>63</sup> 銀行では、特定の部署（CDS取引や金融商品仲介等を担当する部署）を情報伝達禁止部署と定め、当該部署への共有を禁止し、政策保有株式については法人関係情報を保有する銘柄の売買を禁止しているほか、当該情報伝達禁止部署とその他の部署との間には、組織的・物理的・システムのな障壁を整備している。一方、証券会社では、プライベートルームからパブリック部門への共有を制限禁止とし、共有を行う際には、事前に部署店長又はコンプライアンス部門の承認を必要としている。

<sup>64</sup> 法人関係情報以外の顧客情報について、情報を入手した当該案件の遂行のためのほか、(依頼を受けていない) サービスを顧客に提案する場合も含まれる。

know”原則<sup>56</sup>を適用している。また、プライベート部門からパブリック部門への情報共有は原則禁止され、チャイニーズウォール<sup>57</sup>を構築して管理しており、共有時にはコンプライアンス部門の事前承認が必要とされている。また、主に投資銀行部門等の役員による有価証券の売買等は制限され、システムの登録情報を基に作成されるリスト等において管理を行い、コンプライアンス部門の事前承認が必要である。

#### (iii) 利益相反管理

M&A等の案件の遂行前に、役職員の申請により、グローバルベースで一元的に管理するシステムに登録する。その後、利益相反管理オフィス(コンプライアンス部門)が利益相反のチェックを行い、承認の可否を判断する。なお、必要に応じて、経営幹部にエスカレーションを行い、判断を行う<sup>58</sup>。

なお、優越的地位の濫用防止に関しては、欧州では競争法において専ら市場支配的な地位にあるか否かに着目した規制があるが、特に金融分野における追加的な規制は見受けられない<sup>59</sup>。他方、日本では、市場支配的な地位のほか、取引の相手方との関係で相対的に優越した地位が否かに着目し、競争法上の規制を課した上で、優越的な地位に立ち得る銀行に関し、銀行法や金融法においても規制を課している。

### (2) 国内の金融機関の実務<sup>60</sup>

金融規制において、同一金融グループ間での情報授受が制限されており、そうした規制の下、

①法令等の制度面において、業態毎の法令等により、法人関係情報の管理や利益相反管理に関しては体制整備義務や行為規制<sup>61</sup>が課されているほか、優越的地位の

<sup>56</sup> 顧客情報に関し、必要地のない役員への共有・アクセスを禁止するもの、情報の内容や業務の部門を問わず適用されることが通例。また、アンケートを行った11社中5社において「情報を入手した当該案件の遂行に必要な場合」と、2社において「情報を入手した従業員自身の職務の遂行に必要な場合」と回答。

<sup>57</sup> 法人関係情報(欧米においてはMNP)が不正に利用されることを防止するため、パブリック部門とプライベート部門との間に構築される、組織的・物理的・システムの的な障壁のこと。

<sup>58</sup> 金融機関毎に差はあるものの、経営幹部や経営幹部が参加する会議体に対してエスカレーションを行っているケースが見られる。

<sup>59</sup> 米国では法令上、優越的地位の濫用に関する規制は存在しない。

<sup>60</sup> 金融庁が実施した三菱UFJフィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループ、野村證券、大和証券に対するヒアリング結果及び第10回合会(2021年5月25日開催)における各社作成の資料(顧客情報管理、利益相反管理及び優越的地位の濫用防止に係る実務)を基に記載している。

<sup>61</sup> 金融業等府令第123条第1項第5号及び監督指針において、法人関係情報に関し適切な管理が求められているほか、金融業等府令第117条第16号において、有価証券関連業務を行う第一種金融商品取引業者及びその役員に対して法人関係情報に基づき有価証券の自己売買等が禁止されている。なお、全国銀行協会ガイドラインにおいて、銀行及びその役員に対して、同様の行為を禁止する規定が定められている。

社<sup>69</sup>においては、マーケット部門やリテール部門をパブリック部門をパブリック部門として区分している。この点、国内大手銀行<sup>70</sup>においては、認められる有価証券関連業務が限定的であり、上場会社等の有価証券等の売買、勧誘を行う部署が限定的であることから、CDS 取引や金融商品仲介を担当する特定の情報伝達禁止部署をパブリック部門として区分しており、パブリック部門の範囲がより限定的となっている。

- ・ 役員による有価証券の自己売買等や情報共有における承認権者に関し、欧米金融機関ではコンプライアンス部門の承認を必要としている<sup>71</sup>のに対し、国内金融機関では都室店長が判断を行っていることが多い。この承認権者の置き方については、市場の公正性や信頼性の確保の観点からはコンプライアンス部門の判断等を求めることが重要との意見があったほか、法人関係情報管理において、ウォールクロス(部門間での情報共有)後に誰がどのように法人関係情報を利用しているかについての追跡を可能とする体制構築の重要性を指摘する意見もあった<sup>72</sup>。

- ・ 法人関係情報や MNPI に該当しない顧客情報の管理に関し、欧米金融機関では、「個別案件の遂行」に限定して運用している金融機関も数多く見られるのに対し、国内金融機関では“Need to know”原則における「必要性」の考え方について、「個別案件の遂行」だけでなく「組織における業務の遂行」に関する必要性まで含まれており、国内金融機関の方が共有できる情報の範囲を広く捉えた運用となっている。

(b) 利益相反管理

- ・ 利益相反チャェックや判断を行う者に関し、欧米金融機関では基本的に利益相反チャェックを要する全ての案件においてコンプライアンス部門(利益相反管理オフィス)がチャェックを実施するのに対し、国内の一部の銀行では、M&A 等の案件はコンプライアンス部門がチャェックを実施するが、M&A 以外の案件については、その性質等により、コンプライアンス部門がチャェックを実施するのではなく、コンプライアンス部門と営業部門とが共同で策定したルールに則って営業部門が取引を行うケースがある。

- ・ 経営に重大な影響を及ぼす可能性がある案件について、欧米金融機関では、野村證券及び大和証券を指す。<sup>69</sup>  
 三菱UFJ 銀行、三井住友銀行、みずほ銀行を指す。<sup>70</sup>  
 欧米金融機関に対するアンケート結果等において、法人関係情報に関し、プライベート部門からパブリック部門へ伝達する際に、全社がコンプライアンス部門の事前承認が必要と回答しているほか、プライベート部門内で伝達する際にも、2 社がコンプライアンス部門への稟議が必要と回答している。<sup>72</sup>  
 この意見に対し、第 10 回会合(2021 年 5 月 28 日開催)において、銀行界出席者より、自行においては、法人関係情報に関し、伝達禁止部署(パブリック部門)への伝達は禁止されているほか、プライベート部門において伝達する場合であっても、その時期や範囲についてシステムで管理・把握している旨の説明があった。

員において判断している<sup>65</sup>。

(iii) 優越的地位の濫用防止

事前策として、社内ルールにおいて、法令上の禁止行為についてそうした行為と誤認されるおそれのある行為も含めて禁止し、マニュアルで当該ルールの遵守を確保するための手続を定めているほか、社内ルールやマニュアルの内容に関し、役員へへの研修を実施している。

また、事後策として、リスク管理部門が社内モニタリングにより適切性をチェックし、そのモニタリングの適切性についてコンプライアンス部門が検証を行っている<sup>66,67</sup>。

(iv) 欧米金融機関との主な相違点

(a) 顧客情報管理

- ・ 欧米において大企業向け商業銀行業務と投資銀行業務を行う場合、銀行規制と証券規制の両方が適用されるのに対し、国内において銀行が投資銀行業務を行う場合、一部の証券規制が及んでいない部分がある。

- ・ 顧客情報管理において、日本では MNPI に相当するものとして法人関係情報の枠組みがあるが、法人関係情報の範囲に関し、証券会社では金商法に規定する認可金融商品取引業協会である日本証券業協会の自主規制規則に則り各社が対応を行っているのに対し、銀行では全国銀行協会が定めるガイドラインに則り、各行が法人関係情報及びそれに準ずる情報について管理を行うラゲテイスとなっており、両者の範囲が必ずしも一致していない可能性があるのではないかと指摘がある<sup>68</sup>。

- ・ MNPI 又は法人関係情報の管理システムに関し、欧米金融機関ではビジネスライン毎にグローバルのグループベースで組織的かつ一元的なシステムにより管理しているのに対し、国内金融機関ではエンティティ毎に別々のシステムにより管理している。

- ・ MNPI 又は法人関係情報の管理に関し、欧米金融機関及び国内大手証券会

<sup>65</sup> 一部金融機関では、コンプライアンス担当責任者(CCO)まで報告しているケースもある。

<sup>66</sup> 銀行において、系列証券会社との取引の開始等に言及するような事例に関しては、低格付先に対する銀証連携の制限や、銀証連携の記録作成が義務付けられているほか、上記のような案件等についてサンプルを抽出して、メールや面談記録等から、その適切性のモニタリングを実施している。また、顧客に対してアンケートを実施しているほか、相談窓口も設置している。

<sup>67</sup> このような体制が整備されている一方で、不適切な行為に関する指摘もあるところ、そうした行為に対しては、事後に処分する等の対応を行っている。

<sup>68</sup> 全国銀行協会の「法人関係情報の管理態勢の整備に関するガイドライン」に関する Q&A において、法人関係情報は金商法第 14 条第 1 項第 14 号に規定されており、その範囲は、日本証券業協会「法人関係情報管理規程」(社内規程モデル)の別表を参照することとしている。

件毎の内容・規模・地域等に依り、金融機関が各々得意とするサービス分野等を踏まえてサービス毎に金融機関を選定している」との指摘もあった。

次に、利益相反については、「ローンと社債発行では、金融機関の収益構造が異なり、金融グループ内の事情等によっては、事業法人にとって最善解が必ずしも提案されない」との懸念を示す意見があった。同様に、業績の悪化時を想定した懸念としては、「独立系証券会社からは銀行の債権放棄も含めた提案があり得る一方、銀行系証券会社からはそのような提案は難しい」との指摘があった。

また、優越的地位については、大企業は、総じて金融機関とは対等な関係との認識であり、金融機関の優越的地位を利用した要請を受けたと回答した事業法人は見られなかった一方、「社債の引受等の金融取引において、グループ証券会社の利用について銀行から言及があった」との指摘や、「金融機関の行為が法令上禁止されている優越的地位の濫用に当たるか否かについては、線引きが難しいのではないか」との懸念を示す指摘があった。

### 3. 制度見直しのあり方

#### (1) 基本的な考え方

上記のとおり、欧米金融機関の投資銀行業務における情報管理に関する規律においては、情報授受規制がない中で、行為規制・市場規律・顧客の最善の利益を図るといった金融機関の行為規制により、不公正取引の防止及び利益相反管理が徹底されている。我が国においても、同様の方法で管理を行うことにより、必ずしも入口において情報授受規制を設けておく必要はないののではないかと考えもある。

この点、国内金融機関においても、情報管理・利益相反管理の体制整備は進展してきているが、ファイアウォール規制がない欧米と同様の情報管理の仕組みを導入することについては、将来的な導入はともかく、現実的に国内金融機関内や国内金融機関と事業法人との間の実務に馴染むのか、といった課題もある。

また、国内の事業法人からは、国内の銀行における構造上の優越的な立場に起因する弊害や、金融グループ内での情報共有・利用のあり方への懸念が示されているほか、情報管理について契約実務での規律へと移行することに關しては、事業法人の負担や金融機関との交渉力を巡る懸念等が指摘されている。こうした点を背景として、情報授受規制の見直しに当たっても、自社の情報が共有・利用される範囲については自社で把握・管理したいとの考えの下、一定の措置(オプアウトの維持)を求める強い主張がある。

このようなか、我が国資本市場の一層の機能発揮、国際金融センターとしての市場の

22

金融機関毎に差はあるものの経営幹部へのエスカレーションを行っているケースが見られるのに対し、国内金融機関では、経営幹部が参加する会議体に対するエスカレーションの社内ルールはあるが、社内でプラクティスが蓄積されたこと等を理由として担当部門や担当役員までで判断しており、概ね、当該会議体を含め経営幹部に対するエスカレーションを行っているケースは確認されていない。

#### (3) 事業法人に対するヒアリング等

当ワーキンググループにおいて委員から金融サービスの利用者である事業法人への意向把握の必要性が指摘されたことも踏まえ、事業法人に対して、金融庁によるヒアリングや日本経済団体連合会による意見聴取が行われた。<sup>73</sup>

その結果、情報授受に関する規制については、ヒアリング等を行った事業法人のうち、現状で約半数の事業法人が包括同意書を提出しているが、約半数は個別案件毎に同意の判断を行っていた。その理由としては、主に、

- ① 銀行・証券会社で各々専門性が異なり、銀証連携によるメリットを感じない
- ② 金融機関から提案を受けるサービスは個別案件毎に自社の財務部門等で判断するものであり、必ずしも一律にワンストップでの総合的なソリューションの提供を求めていない
- ③ 銀行に広えたセンシティブ情報について、グループ証券会社に共有され、営業活動に勝手に利用される懸念がある

といった指摘があった。

その一方で、包括同意書による銀証連携により実際にメリットを享受できたとの回答もあった。そのような回答においては、“Need to know”原則に依った情報管理の必要性について併せて指摘があった。また、いわゆるホームベースルール等の緩和について、「良いサービスが提供されることになり得るのであれば、特に困るということはない」との指摘もあった。

なお、金融グループ内における情報共有の管理に關し、民・民間の契約(守秘義務契約)による対応に一定の理解を示す事業法人が多数あった一方、情報共有を拒否できるような法令上の仕組みの維持を求める事業法人が多数存在した(特に大企業)。この点について、「大企業以外の場合、実務負担の増大や守秘義務契約の内容に係る交渉力の観点から懸念がある」との指摘もあった。

また、大企業から、「欧米金融機関からサービスを受ける際も、必ずしもワンストップで総合的なソリューションの提供を受けているわけではなく、M&Aやファイナンスといった案

<sup>73</sup> 合計37社に対してヒアリング等が行われた。うち31社が上場会社であり、資本市場を利用する企業が大半を占めている。なお、限られた社数の意見であることに留意が必要である。

21







に議論を行う必要がある。

### (iii) 引受関係の諸規制

銀行の役員が、引受に関するアドバイスや紹介にとどまらない具体的な条件の提示や交渉を行うことを禁止する発行体クロスマーケティング規制や、1993年に業態別子会社形式による銀行・証券の相互参入が認められた際に導入された、主幹引受規制(証券会社がその親子法人等が発行する有価証券の引受主幹会社となること)に関し、一定の要件<sup>83</sup>を満たす場合を除き原則禁止)及び引受証券の売却制限規制(証券会社が有価証券の引受人となった日から6か月を経過する日までの間において、その親子法人等に当該有価証券を売却することが一定の場合を除き原則禁止)について、これらの行為は、利益相反や有価証券の発行条件等を至められる等の懸念が指摘されている。これらの規制については、適切な引受審査を通じてプロセスの透明性を確保することが重要であり、慎重に検討する必要がある。

### (3) 弊害防止の実効性の確保に向けた方策

例えば、これまで優越的地位の濫用に関する行政処分は限定的であるが、情報授受規制等の緩和に伴い、事業法人からは、優越的地位の濫用に対する懸念が増大すると指摘があった<sup>85</sup>。こうした指摘や前述の欧米の規制・実務も踏まえつつ、今後、規制の見直しに当たっては、法令における規制整備に加えて、監督指針等を見直すことにより、金融機関自身による内部管理の強化を促していくことが適当である<sup>86</sup>。

あわせて当局においても、利益相反管理に関し、体制整備状況等形式面・体制面にとどまらず、管理の対応のあり方等実質面に対するモニタリングを強化していく等、実効性の確保に向けた取組を行っていくことが適当である<sup>87</sup>。加えて、顧客情報管理に関する銀行・証券会社に対するモニタリングについては、当局においては各々別の部署が担当しているところ、顧客情報管理の実効性を確保する観点から、銀行・証券会社各々に対

<sup>83</sup> ①既上場会社の場合については、6か月以上継続上場している株券であって、1年間の売買金額及び時価総額がそれぞれ100億円以上であること等の要件を満たしていること、②IPO(新規公開時の増資)の場合については、十分な経験や発行会社と資本関係及び人的関係において独立性を有する他の引受証券会社が株券の発行価格の決定プロセスに関与していること。

<sup>84</sup> 親子法人等が顧客から当該有価証券の売買に関する注文を受け、当該親子法人等がその相手方となつて売買を成立させるために当該有価証券を取得させる場合、②当該有価証券の募集・売却に際してブックビルディングを行つて当該有価証券に関する投資者の十分な需要が適正に把握され、合理的かつ公正な発行条件が決定されている場合。

<sup>85</sup> 事業法人に対する金融機関のいわゆる優越的地位の背景として、金融機関から取引先企業の役員等への出向等、金融機関と企業間における日本特有の慣行があり、制度の検討に当たっては、こうした点に留意することも重要な指針があった。

<sup>86</sup> 規制整備等の措置の対象については、大手銀行及び大手証券会社が特定される。  
<sup>87</sup> 情報授受規制等の緩和に伴う実効的な弊害防止の確保や欧米における同種の罰則とのバランスを踏まえ、罰則の強化を検討すべきとの意見があった。

するモニタリングの水準の統一や、金融グループ内の一体的な管理を促す観点から、当局における関係部署間の連携強化を図っていく必要がある。

このように、金融機関自身の内部管理の高度化や、当局における監督指針等の見直しに加え、モニタリングの実効性の強化を通じて、弊害防止の実効性の確保を図っていくことが重要である。

### ① 顧客情報管理

現在、法人関係情報に関する一部の規制については、証券会社のみ適用されている規制が存在する。このような規制については、情報授受に関する規制等を緩和し、銀行が投資銀行業務と大企業向け商業銀行業務を行う場合には、欧米金融機関における規制の適用関係と同様に、登録金融機関としての銀行に対しても証券会社と同様の規制を課すことが適当である。具体的には、金融機関及びその役員における法人関係情報に基づく有価証券の自己売買等の禁止規定については、現在、証券会社にしか規制が課せられておらず、登録金融機関としての銀行に対しても同様の規制を課すことが適当である。

また、顧客情報管理の実効性を確保する観点から、欧米の規制・実務も踏まえながら、法人関係情報管理におけるチャイニーズウォール構築やその具体的な方法、ウォールクロスを行う際の体制整備のあり方のほか、法人関係情報以外の顧客情報も含めた“Need to know”原則に基づく情報管理の徹底の必要性等、監督指針等において具体的に示していくことが適当である<sup>88</sup>。

### ② 利益相反管理

2008年の利益相反取引防止のための体制整備義務の導入以降、国内金融機関の利益相反管理に係る体制整備は一定の進展が見られている。今後は利益相反管理の運用実務面での更なる実効性の確保を促すことが重要であり、例えば、当局のモニタリングにおいて、利益相反管理のあり方について金融機関と対話を積み重ねることを通じて、適切な利益相反管理の実効性を高めていくことが適当である。

具体的には、監督指針において、利益相反のリスクが高いと指摘される典型的なケース<sup>89</sup>を具体的に例示した上で、主に以下の内容を新たに規定し、モニタリングの強化を通じて、利益相反管理の実効性の確保を促していくべきと考えられる。

- ・ 特に利益相反のリスクが高いとして例示した典型的なケースについて、その解

<sup>88</sup> “Need to know”原則の“Need”(すなわち、情報共有の必要性)の考え方や情報共有の施設種別について、欧米の実務との相違点として指摘された点を踏まえ、銀行・証券会社間の情報共有だけではなく、各金融機関の内局における情報共有についても欧米の実務に合わせた対応を行う必要があるとの意見があった。

<sup>89</sup> 例えば、M&Aの売り手・買手の両サイドに対してアドバイスサービス業務を提供するケースや、M&Aアドバイザー業務を提供する者の相手方や競合先に対してファイナンスを行うケースが考えられる。

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る<sup>90</sup>。この点については、ファイアーウォール規制の存在が適切な事業承継対応に影響を与え得る要因となっている具体的な事例を踏まえて検討を行う必要があるほか、検討に当たっては、こうした主体は上場企業等と比較して相対的に銀行に対して弱い立場に置かれていることを踏まえつつ、必要に応じて適切な弊害防止の方策も併せて検討する必要がある。この点については、今後当ワーキング・グループにおいて引き続き検討していく課題であると考えられる。

消が図られるよう適切な管理を行うことの必要性

- ・ 特にグローバルに金融サービスの提供を行う金融機関においては、グローバルでの組織的・一元的なシステムによる管理等のグローバルベースでの適切な管理の重要性
- ・ 利益相反管理の実効性の確保を図る観点から、グローバルスタンダードの業務慣行も踏まえつつ、利益相反の確認やそれに伴う対応の判断時における経営幹部やコンプライアンス部門による適切な関与の重要性

また、今後、利益相反の可能性が特に高く対応が必要なケース等については、その適切な対応のあり方も含め監督指針に追加することや、更なる対応が必要な場合は行為規制での対応の必要性が考えられるほか、金融機関が顧客に対して損害を与えた場合の損害賠償規定の必要性を検討することも考えられるとの意見もあった。

### ③ 優越的地位の濫用防止

優越的地位の濫用を予防・防止する観点から、監督指針において、金融機関の優越的地位の濫用防止態勢に関する一定の考え方・着眼点を明確化するとともに、モニタリングの強化を図る観点から、当局において端緒をつかむための窓口設置や重点的なモニタリング、公正取引委員会との連携を強化していくことが適当である。

### ④ その他

顧客情報の管理については、“Need to know”原則において情報共有の範囲に関する欧米金融機関の実務・考え方を踏まえた対応も考えられる等金融機関の内部管理の面からその徹底が図られることが重要であるが、顧客毎のニーズに応じて適切な管理を行う観点から、金融機関と顧客の間で、守秘義務契約を締結してその管理を強化する等、欧米と同様に、金融機関と顧客の間で、民・民間の契約に基づく管理を行っていくことも有益な実務であると考えられる。

### (4) 残された課題等

当ワーキング・グループにおいては、国内の法人に対する情報授受規制等のあり方を中心に提言を取りまとめた。今回の検討を通じ、規制の見直しが適当としたものについては、今後制度の詳細について検討がなされ、適切な制度整備と実効性の高い弊害防止措置の構築が進められていくことを期待する。

中堅・中小企業や個人顧客に関するファイアーウォール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、コロナ後の経済社会を見据え、今後ニーズが拡大しその対応が重要な課題となることが見

<sup>90</sup> 優秀な財務担当を社内に抱えることが難しく自社で財務戦略を立てるのが難しい中小企業ほど、銀証連携による総合的な金融ソリューションの提案の価値を享受できることから、大企業だけでなく様々なステークホルダーを含めて大規模的に議論すべきとの意見もあった。

## おわりに

以上が、当ワーキング・グループにおける、成長資金の供給のあり方及び国内顧客に関する銀証ファイアウォール規制に関する検討の結果である。今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえ、コロナ後の新たな経済社会を見据えた市場制度の実現に向けて、適切な制度整備や更なる検討・取組が進められていくことを期待する。また、事業会社の意見を把握・分析すること等を通じて、金融機関だけでなく事業会社側の視点から、今回の規制の見直しの目的の達成状況について検証を行い、その状況を踏まえた検討を行うことが重要である。

金融庁においては、銀証ファイアウォール規制の残された課題のほか、直接金融と間接金融における開示のあり方の相違点<sup>91</sup>等、資本市場の一層の機能発揮に資する課題について、今後の市場環境や金融機関・金融サービスの利用者のニーズも踏まえ、引き続き検討を進めることを期待する<sup>92</sup>。

以上

## 「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」等の制定等について

令和4年4月1日  
日本証券業協会

### I. 改正等の趣旨

非上場企業の資金調達と手段の多様化については、近年の政府の成長戦略及び規制改革実施計画等において掲げられているところであり、本協会において、令和2年11月、「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」を設置して非上場株式取引制度の課題・改善策について検討を行い、令和3年6月に取りまとめられた報告書において、特定投資家私募制度の整備を中心とした改善案について提言を行ったところである。

今後、上記報告書に基づき「非上場株式等の取引及び私募制度等に関するワーキング・グループ」(以下「本WG」という。)において行った検討を踏まえ、特定投資家私募制度等の整備を行うため、「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」の制定及び「外国証券の取引に関する規則」の一部改正を行うこととする。

また、上記報告書に盛り込まれた株主コミュニティ制度の改善や店頭取扱有価証券に係る譲渡禁止期間の見直しを行うため、本WGにおける検討を踏まえ「株主コミュニティに関する規則」等の一部改正を行うこととする。

### II. 改正等の骨子

#### 1. 「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」の制定

##### (1) 目的等

特定投資家における店頭有価証券等の取引を公正かつ円滑ならしめるとともに、投資者保護に資することを目的とする旨を定める。(第1条)

##### (2) 定義

この規則において使用する用語について定義を規定する。(第2条)

##### (3) 橋渡及び審査

① 取扱協会員は、新たに顧客に対して投資勧誘を行うおととする店頭有価証券等について、当該店頭有価証券等の特性やリスクの内容を把握し、投資勧誘を行うことがふさわしいか否か及び投資勧誘を行う顧客の範囲について検証しなければならないこととする。(第3条第1項)

② 取扱協会員は、店頭有価証券及び投資証券等の検証を行う場合における、当

<sup>91</sup> 資本市場の一層の機能発揮等に向け、資本性資金・負債性資金の垣根なく情報利用・提供のあり方を検討するとの観点からは、銀証ファイアウォール規制の見直しのみならず、投資家の投資判断に必要な情報が十分に提供されることも重要であると考えられる。例えば、資本市場における社債とローンとの適正な投資条件の比較の観点からは、我が国においても融資のコペナランツが諸外国と同様に開示されることが重要であるとの指摘があった。こうした点については、当ワーキング・グループ以外の場合においても、必要な検討が進められることが期待される。

<sup>92</sup> 現行制度においては、銀行や証券会社等異なる業態が同一の金融サービスを提供する際に、各々異なる業法に基づき規制が適用されているが、将来的には、金融サービス全般を包括する統合的な金融法制についても議論していく必要があるのではないかとこの意見があった。

- 該店頭有価証券及び投資証券等に関する審査項目について定める。  
 (第3条第2項)  
 (第3条第3項)
- ③検証及び審査の内容等について定める。
- (4) **発行者との反社会的勢力排除のための契約内容**  
 取扱協会員は、店頭有価証券等の発行者との間で、当該発行者が反社会的勢力でない旨を確約すること等について、契約を締結しなければならないこととする。(第4条)
- (5) **反社会的勢力の排除**  
 取扱協会員は、店頭有価証券等の発行者が反社会的勢力に該当すると認められた場合又は反社会的勢力と関係があることが判明した場合は、当該店頭有価証券等の投資勧誘を行ってはならないこととする。(第5条)
- (6) **特定証券情報の提供又は公表**  
 ①特定証券情報の提供又は公表を投資勧誘の要件とすることを定める。(第6条第1項)  
 ②特定証券情報の提供又は公表の方法について定める。(第6条第2項)  
 ③特定証券情報の様式について定める。(第6条第3項)  
 ④特定証券情報の訂正について定める。(第6条第4項)  
 ⑤取扱協会員は、発行者に対して特定証券情報の提供又は公表についての規定を遵守させるよう努めなければならない。(第6条第5項)
- (7) **発行者情報の提供又は公表**  
 ①発行者情報の提供又は公表に関する義務について定める。(第7条第1項)  
 ②発行者情報の提供又は公表の方法について定める。(第7条第2項)  
 ③発行者情報の様式について定める。(第7条第3項)  
 ④発行者情報を公表する場合の継続公表期間について定める。(第7条第4項)  
 ⑤発行者情報の訂正について定める。(第7条第5項)  
 ⑥取扱協会員は、発行者に対して発行者情報の提供又は公表についての規定を遵守させるよう努めなければならない。(第7条第6項)
- (8) **投資勧誘の要件**  
 取扱協会員が店頭有価証券等の投資勧誘を行う際の要件について定める。(第8条)
- (9) **既存株主による売付けに係る勧誘**
- 取扱協会員は、金商法の規定に抵触することがないよう留意をたうえて、店頭有価証券等を保有する顧客に対して、当該店頭有価証券等の売付けをするよう勧誘することができるとする。(第9条第1項、第2項)
- (10) **取引開始時の説明書の交付及び確認書の徴求**  
 取扱協会員が顧客と店頭有価証券等について取引を行う際、説明書の交付及び確認書の徴求義務について定める。(第10条)
- (11) **個別銘柄に係る説明書の交付等**  
 取扱協会員が投資勧誘を行う際の個別銘柄に係る説明書の交付等について定める。(第11条)
- (12) **社内規則及び取扱要領**  
 ①取扱協会員における社内規則及び当該社内規則に基づく取扱要領の作成等について定める。(第12条第1項)  
 ②取扱要領の変更並びに本協会への提出及び公表について定める。(第12条第2項、第3項)
- (13) **取扱協会員としての届出及び公表**  
 協会員が取扱協会員となるための手続き等について定める。(第13条第1項、第2項、第3項)
- (14) **取扱協会員としての指定の取消し**  
 ①取扱協会員としての取消しを希望する際の手続きについて定める。(第14条第1項)  
 ②本協会が法令又は本協会の規則に違反する等の事由により必要であると認められる場合には、取扱協会員としての指定の取消し又は停止ができる旨について定める。(第14条第2項)  
 ③取扱協会員としての指定の取消し又は停止の手続きについて定める。(第14条第3項)  
 ④取扱協会員としての指定の取消し又は停止についての公表について定める。(第14条第4項)  
 ⑤協会員は取扱協会員として行った業務に起因する義務及び責任を負うこととする。(第14条第5項)
- (15) **本協会への報告**  
 取扱協会員は、本規則に基づく投資勧誘に係る取引の状況について、本協会に報告することとする。(第15条)

- (2) 店頭取扱有価証券に該当する場合は、株主コミュニティへの参加勧誘を行うことができることとし、そのために必要な規定を新設する。(第9条第3項)
- (3) 会社内容説明書の作成会社について、運営会員が取得すべき情報に係る規定を整備する。(第13条第2項)
- (4) 株主コミュニティの参加者以外の者に対する投資勧誘の特例として、会社関係者等や既存株主への投資勧誘を追加する。(第16条の3)
- (5) その他所要の整備を図る。

**4. 「店頭有価証券に関する規則」の一部改正について**

- (1) 適格機関投資家について、店頭有価証券の2年間の譲渡制限を撤廃する。(第4条第3項)
- (2) その他所要の整備を図る。

**Ⅲ. 施行の時期**

この改正は、令和4年7月1日から施行する。

以上

- 本件に関するお問い合わせ先：  
日本証券業協会 自主規制本部 エクイティ市場部 (03-6665-6770)

- (16) **本協会による照会等**  
本協会は、取扱協会員に対して必要に応じて照会等を行うことができることとする。取扱協会員は当該照会等に応じなければならないこととする。(第16条第1項、第2項)

- (17) **電磁的方法による交付等**  
書面の電磁的方法による提供及び確認書の電磁的方法による提出について定める。(第17条第1項、第2項)

**2. 「外国証券の取引に関する規則」の一部改正について**

- (1) 「外国新株予約権付社債券」の定義を新設する。(第2条第4号の2)
- (2) 国内の取引所金融商品市場への上場がなされていない外国株券、外国新株予約権証券、外国新株予約権付社債券、外国投資信託受益証券、外国投資証券又は外国新投資口予約権証券の特定投資家向け売付け勧誘等又は特定投資家私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いについて、「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」の規定を準用することとする。(第49条第1項)

- (3) 第49条第1項に基づき投資勧誘を行う外国株券、クローズド・エンド型の外国投資信託受益証券及びクローズド・エンド型の外国投資証券に係る要件を定める。(第49条第2項)

- (4) 投資勧誘を行う有価証券に関する審査項目について定める。(第50条)

- (5) 特定証券情報及び発行者情報の様式について定める。(第51条)

- (6) 取扱協会員における社内規則の内容等について定める。(第52条)

- (7) その他、「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」を準用することに伴う所要の整備を図る。

**3. 「株主コミュニティに関する規則」の一部改正について**

- (1) 株主コミュニティへの参加に関する勧誘が可能となる者（参加勧誘対象者）を拡充する。(第9条第2項)



「店頭有価証券に関する規則」の一部改正について

令和4年4月1日  
 （下線部分変更）

| 新                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 旧                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>(店頭有価証券の投資勧誘の禁止)</b><br/>                     第3条 協会員は、次条から第4条の2まで、第6条、第7条、「株主コミュニティに関する規則」、「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」又は「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」の規定による場合を除き、店頭有価証券に対しては、顧客に対し、投資勧誘を行ってはならない。</p> <p><b>(店頭有価証券の適格機関投資家に対する投資勧誘)</b><br/>                     第4条 協会員は、店頭有価証券に譲渡制限を付すことを取得の条件として、当該店頭有価証券に係る投資勧誘を適格機関投資家（金商法第2条第3項第1号に規定する適格機関投資家をいう。以下同じ。）に対して行うことができる。</p> <p>2 前項の譲渡制限は、次に掲げる者については、それぞれ次のとおりとする。<br/>                     1～4 ( 現行どおり )<br/>                     ( 削 る )</p> | <p><b>(店頭有価証券の投資勧誘の禁止)</b><br/>                     第3条 協会員は、次条から第4条の2まで、第6条、第8条、「株主コミュニティに関する規則」又は「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」の規定による場合を除き、店頭有価証券については、顧客に対し、投資勧誘を行ってはならない。</p> <p><b>(店頭有価証券の適格機関投資家に対する投資勧誘)</b><br/>                     第4条 ( 同 左 )</p> <p>2 前項の譲渡制限は、次に掲げる者については、それぞれ次のとおりとする。<br/>                     1～4 ( 省 略 )<br/>                     5. 前各号に掲げる者以外の適格機関投資家<br/> <u>当該店頭有価証券の取引所金融商品市場への上場日の前日又はその取得の日以後2年間を経過する日のいずれか早い日まで、適格機関投資家以外の者に譲渡してはならない。ただし、次のいずれかに該当する場合であつて、かつ、譲渡することが適当であると当該譲渡の前に協会員が認めるときは、この限りでない。</u><br/>                     ㄠ 取得者がその経営の著しい不振により取得した店頭有価証券を譲渡する場合<br/>                     ㄢ その他社会通念上やむを得ないと認め</p> |

| 新                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 旧                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>3 前2項の規定にかかわらず、第2項各号に掲げる者以外の適格機関投資家については、店頭有価証券に譲渡制限を付すことなく、当該店頭有価証券に係る投資勧誘を行うことができる。</p> <p>4 ( 現行どおり )</p> <p><b>(店頭有価証券の投資勧誘)</b><br/>                     第6条 協会員は、店頭有価証券（第2条第4号ロ又はニに該当する店頭有価証券を除く。以下同じ。）の募集、売出し（金商法第13条第1項の規定により目論見書を作成しななければならないものに限る。以下この項において同じ。）、私募若しくは私売出し（金商法第2条第4項第2号イからハまでのいずれか）に該当する売付け勧誘等をいう。の取扱い又は売出し（以下「募集等」という。）に係る投資勧誘を行うことができる。</p> <p>( 削 る )</p> | <p>られる場合</p> <p>3 前項第5号に掲げる内容の譲渡制限を付す場合は、当該協会員及び投資勧誘の相手方である顧客の間で当該内容を含む契約を締結しななければならない。</p> <p>4 ( 省 略 )</p> <p><b>(店頭有価証券の投資勧誘)</b><br/>                     第6条 協会員は、店頭有価証券（第2条第4号ロ又はニに該当する店頭有価証券を除く。以下同じ。）に譲渡制限を付すことを取得の条件として、当該店頭有価証券の募集、売出し（金商法第13条第1項の規定により目論見書を作成しななければならないものに限る。以下この項において同じ。）、私募若しくは私売出し（金商法第2条第4項第2号イからハまでのいずれか）に該当する売付け勧誘等をいう。の取扱い又は売出し（以下「募集等」という。）の取扱い又は売出し若しくは私売出し（以下「募集等」という。）の取扱い又は売出し若しくは私売出し（以下「募集等の取扱い等」という。）に係る投資勧誘を行うことができる。</p> <p>2 前項の譲渡制限は、当該店頭有価証券の取引所金融商品市場への上場日の前日又はその取得の日以後2年間を経過する日の前日のいずれか早い日まで、適格機関投資家以外に譲渡してはならない。ただし、次のいずれかに該当する場合であつて、かつ、譲渡することが適当であると当該譲渡の前に協会員が認めるときは、この限りでない。</p> <p>1 取得者がその経営の著しい不振により取得した店頭有価証券を譲渡する場合<br/>                     2 その他社会通念上やむを得ないと認められる場合<br/>                     3 前項に掲げる内容の譲渡制限を付す場合は、当該協会員、当該店頭有価証券の発行人、当該投資勧誘の相手方である顧客の間</p> |

| 新                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 旧                                                              |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| <p>2. 協会員は、金商法第13条及び第15条第2項の規定により目論見書の作成及び交付をしなければならない店頭取扱有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は売出しを前項の規定により行うに際しては、顧客に対し、法令の定めに従って当該目論見書を交付した上で、当該店頭取扱有価証券及びその発行会社の内容を十分説明しなければならない。</p>                                                                                                                                                        | <p>で当該内容を含む契約を締結しなければならない。</p> <p>(新設)</p> <p>【第7条第1項から移動】</p> |
| <p>3. 協会員は、金商法第13条及び第15条第2項の規定による目論見書の作成及び交付を要しない店頭取扱有価証券(上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていないものを除く。以下この項において同じ。)の募集等の取扱い等を第1項の規定により行うに際しては、顧客に対し、有価証券報告書又は第5条に規定する記載内容に加え、当該募集等を行う当該店頭取扱有価証券の証券情報を「企業内容等の開示に関する内閣府令」に定める有価証券届出書の「証券情報」の記載事項に準拠して追記した会社内容説明書を用いて、当該店頭取扱有価証券及びその発行会社の内容を十分説明しなければならない。</p>                        | <p>(新設)</p> <p>【第7条第2項から移動】</p>                                |
| <p>4. 協会員は、金商法第13条及び第15条第2項の規定による目論見書の作成及び交付を要しない店頭取扱有価証券(上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていないものに限る。以下この項において同じ。)の募集等の取扱い等を第1項の規定により行うに際しては、顧客に対し、第5条に規定する記載内容の会社内容説明書を用いて、当該店頭取扱有価証券の内容を十分説明し、当該店頭取扱有価証券の内容を十分説明しなければならない。</p>                                                                                                  | <p>(新設)</p> <p>【第7条第3項から移動】</p>                                |
| <p>5. 協会員は、第1項の規定により投資勧誘を行った結果、店頭取扱有価証券の取引を初めて行う顧客(特定投資家(金商法第2条第31項に規定する特定投資家(同法第34条の2第5項の規定により特定投資家以外の顧客とみなされる者を除き、同法第34条の3第4項(同法第34条の4第6項において準用する場合を含む。))の規定により特定投資家とみなされる者を含む。)をいう。以下同じ。)を除く。以下この項及び次項において同じ。)に対し、店頭取扱有価証券の性格、取引の仕組み等について十分説明するとともに、顧客の判断と責任において当該取引を行う旨の確認を得るため、当該顧客から、店頭取扱有価証券の取引に関する確認書を徴求しなければならない。</p> | <p>(新設)</p> <p>【第7条第4項から移動】</p>                                |
| <p>6. 協会員は、第1項の規定により投資勧誘を行った結果、顧客から店頭取扱有価証券の取引の注文を受ける際は、その都度、当該有価証券が店頭取扱有価証券であることを明示しなければならない。</p>                                                                                                                                                                                                                             | <p>(新設)</p> <p>【第7条第5項から移動】</p>                                |
| <p>7. 協会員は、第2項及び第3項に規定する店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等を行う場合には、当該募集等に係る有価証券届出書、目論見書又は会社内容説明書を取扱部店(当該会員が金融商品仲介業務の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者の部店を含む。)に備え置き、顧客の縦覧に供しなければならない。</p>                                                                                                                                                                       | <p>(新設)</p> <p>【第7条第6項から移動】</p>                                |
| <p>8. 協会員は、第1項に基づく投資勧誘について、本協会が別に定めるところにより、本協会に報告しなければならない。なお、金融商品仲介業務として同項に基づく投資勧誘を行う場合の特別会員による報告は、当該特別会</p>                                                                                                                                                                                                                  | <p>(同左)</p>                                                    |

| 新                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 旧                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>（ 削 除 ）</p> <p><b>【第6条第5項に移動】</b></p> <p>4. 協会員は、前条の規定により投資勧誘を行った結果、店頭取扱有価証券の取引を初めて行う顧客（特定投資家（金商法第2条第31項に規定する特定投資家（同法第34条の2第5項の規定により特定投資家以外の顧客とみなされる者を除き、同法第34条の3第4項（同法第34条の4第6項において準用する場合を含む。）の規定により特定投資家とみなされる者を含む。）をいう。以下同じ。）を除く。以下この項及び次項において同じ。）に対し、店頭取扱有価証券の性格、取引の仕組み等について十分説明するとともに、顧客の判断と責任において当該取引を行う旨の確認を得るため、当該顧客から、店頭取扱有価証券の取引に関する確認書を徴求しなければならない。</p> <p>5. 協会員は、前条の規定により投資勧誘を行った結果、顧客から店頭取扱有価証券の取引の注文を受ける際は、その都度、当該有価証券が店頭取扱有価証券であることを明示しなければならない。</p> <p>6. 協会員は、第1項及び第2項に規定する店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等を行う場合には、当該募集等に係る有価証券届出書、目論見書又は会社内容説明書を取扱部店（当該協会員が金融商品仲介業務の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者の部店を含む。）に備え置き、顧客の縦覧に供しなければならない。</p> | <p>員に当該金融商品仲介業務の委託を行った協会員が当該特別会員について併せて報告を行うことで足りる。</p> <p>（ 削 除 ）</p> <p><b>【第6条第2項に移動】</b></p> <p><b>（議決制限付き店頭取扱有価証券の投資勧誘）</b></p> <p><b>第7条</b> 協会員は、金商法第13条及び第15条第2項の規定により目論見書の作成及び交付をしなければならない店頭取扱有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は売出しを前条の規定により行うに際しては、顧客に対し、法令の定めに従って当該目論見書を交付した上で、当該店頭取扱有価証券及びその発行会社の内容を十分説明しなければならない。</p> <p><b>2.</b> 協会員は、金商法第13条及び第15条第2項の規定による目論見書の作成及び交付を要しない店頭取扱有価証券（上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていないものを除く。以下この項において同じ。）の募集等の取扱い等を前条の規定により行うに際しては、顧客に対し、有価証券報告書又は第5条に規定する記載内容に加え、当該募集等を行う当該店頭取扱有価証券の証券情報等に関する「企業内容等の開示に関する内閣府令」に定める有価証券届出書の「証券情報」の記載事項に準拠して追記した会社内容説明書を用いて、当該店頭取扱有価証券及びその発行会社の内容を十分説明しなければならない。</p> <p><b>3.</b> 協会員は、金商法第13条及び第15条第2項の規定による目論見書の作成及び交付を要しない店頭取扱有価証券（上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていないものに限る。以下この項において同じ。）の募集等の取扱い等を前条の規定により行うに際しては、顧客に対し、第5条に規定する記載内容の会社内容説明書を用いて、当該店頭取扱有価証券の内容を十分説明</p> |

（上場有価証券の発行会社が発行した店頭取

| 新                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 旧                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>扱有価証券の投資勧誘<br/>第7条 (現行どおり)</p> <p>(自己売買)<br/>第8条 (現行どおり)</p> <p>(共同計算の取引)<br/>第9条 (現行どおり)</p> <p>(不正な手段を用いた店頭取引の禁止)<br/>第10条 (現行どおり)</p> <p>(過当の取引)<br/>第11条 (現行どおり)</p> <p>(買あおり又は売却し)<br/>第12条 (現行どおり)</p> <p>(成行注文の受託、信用取引及び未発行店頭有価証券の店頭取引の禁止)<br/>第13条 (現行どおり)</p> <p>(会員間の売買の制限)<br/>第14条 会員は、第3条の2、第4条、第4条の2、第6条及び第7条の規定により投資勧誘を行うものを除き、店頭有価証券については、会員間の流通を目的とする店頭取引を行ってはならない。</p> <p>(上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の売買報告等)<br/>第15条 (現行どおり)</p> <p>(店頭有価証券の価格情報の責任の所在等の明示)<br/>第16条 会員は、店頭有価証券の売買価格等の情報(以下「価格等情報」という。)を提示す</p> | <p>扱有価証券の投資勧誘)<br/>第8条 (省 略)</p> <p>(自己売買)<br/>第9条 (省 略)</p> <p>(共同計算の取引)<br/>第10条 (省 略)</p> <p>(不正な手段を用いた店頭取引の禁止)<br/>第11条 (省 略)</p> <p>(過当の取引)<br/>第12条 (省 略)</p> <p>(買あおり又は売却し)<br/>第13条 (省 略)</p> <p>(成行注文の受託、信用取引及び未発行店頭有価証券の店頭取引の禁止)<br/>第14条 (省 略)</p> <p>(会員間の売買の制限)<br/>第15条 会員は、第3条の2、第4条、第4条の2、第6条及び第8条の規定により投資勧誘を行うものを除き、店頭有価証券については、会員間の流通を目的とする店頭取引を行ってはならない。</p> <p>(上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の売買報告等)<br/>第16条 (省 略)</p> <p>(店頭有価証券の価格情報の責任の所在等の明示)<br/>第17条 会員は、店頭有価証券の売買価格等の情報(以下「価格等情報」という。)を提示す</p> |
| <p>場合(株主コミュニケーションに関する規則)又は「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」又は「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」による場合を除く。は、いかなる媒体の利用を問わず、当該価格等情報と併せて会員名、取扱部店名(当該会員が金融商品仲介業者の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者の部店を含む。)及び当該価格等情報の提示日並びに当該価格等情報は売り気配又は買気配ではない旨を明示しなければならない。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | <p>場合(株主コミュニケーションに関する規則)又は「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」又は「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」による場合を除く。は、いかなる媒体の利用を問わず、当該価格等情報と併せて会員名、取扱部店名(当該会員が金融商品仲介業者の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者の部店を含む。)及び当該価格等情報の提示日並びに当該価格等情報は売り気配又は買気配ではない旨を明示しなければならない。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <p>(電磁的方法による交付等)<br/>第18条 協会員は、第8条第1項に規定する証券情報等説明書の交付に代えて、「書面の電磁的方法による提供等の取扱いに関する規則」(以下「書面電磁的提供等規則」という。)に定めるところにより、当該証券情報等説明書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供することができる。この場合において、当該協会員は、当該証券情報等説明書を交付したものとみなす。</p> <p>2 協会員は、第7条第4項に規定する店頭取扱有価証券の取引に関する確認書及び第8条第2項に規定する上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の取引に関する確認書の徴求に代えて、書面電磁的提供等規則に定めるところにより、当該確認書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供を受けることができる。この場合において、当該協会員は、当該確認書を徴求したものとみなす。</p> <p>3 ( 現行どおり )</p> <p>(金融商品仲介業者に対する指導及び監督)</p>                        | <p>(電磁的方法による交付等)<br/>第18条 協会員は、第8条第1項に規定する証券情報等説明書の交付に代えて、「書面の電磁的方法による提供等の取扱いに関する規則」(以下「書面電磁的提供等規則」という。)に定めるところにより、当該証券情報等説明書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供することができる。この場合において、当該協会員は、当該証券情報等説明書を交付したものとみなす。</p> <p>2 協会員は、第6条第5項に規定する店頭取扱有価証券の取引に関する確認書及び第7条第2項に規定する上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の取引に関する確認書の徴求に代えて、書面電磁的提供等規則に定めるところにより、当該確認書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供を受けることができる。この場合において、当該協会員は、当該確認書を徴求したものとみなす。</p> <p>3 ( 現行どおり )</p> <p>(金融商品仲介業者に対する指導及び監督)</p>          |
| <p>場合(株主コミュニケーションに関する規則)又は「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」による場合を除く。は、いかなる媒体の利用を問わず、当該価格等情報と併せて会員名、取扱部店名(当該会員が金融商品仲介業者の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者の部店を含む。)及び当該価格等情報は売り気配又は買気配ではない旨を明示しなければならない。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | <p>場合(株主コミュニケーションに関する規則)又は「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」による場合を除く。は、いかなる媒体の利用を問わず、当該価格等情報と併せて会員名、取扱部店名(当該会員が金融商品仲介業者の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者の部店を含む。)及び当該価格等情報は売り気配又は買気配ではない旨を明示しなければならない。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <p>(電磁的方法による交付等)<br/>第18条 協会員は、第8条第1項に規定する証券情報等説明書の交付に代えて、「書面の電磁的方法による提供等の取扱いに関する規則」(以下「書面電磁的提供等規則」という。)に定めるところにより、当該証券情報等説明書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供することができる。この場合において、当該協会員は、当該証券情報等説明書を交付したものとみなす。</p> <p>2 協会員は、第7条第4項に規定する店頭取扱有価証券の取引に関する確認書及び第8条第2項に規定する上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の取引に関する確認書の徴求に代えて、書面電磁的提供等規則に定めるところにより、当該確認書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供を受けることができる。この場合において、当該協会員は、当該確認書を徴求したものとみなす。</p> <p>3 ( 省 略 )</p> <p>(金融商品仲介業者に対する指導及び監督)</p>                          | <p>(電磁的方法による交付等)<br/>第18条 協会員は、第8条第1項に規定する証券情報等説明書の交付に代えて、「書面の電磁的方法による提供等の取扱いに関する規則」(以下「書面電磁的提供等規則」という。)に定めるところにより、当該証券情報等説明書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供を受けることができる。この場合において、当該協会員は、当該証券情報等説明書を交付したものとみなす。</p> <p>2 協会員は、第7条第4項に規定する店頭取扱有価証券の取引に関する確認書及び第8条第2項に規定する上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の取引に関する確認書の徴求に代えて、書面電磁的提供等規則に定めるところにより、当該確認書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供を受けることができる。この場合において、当該協会員は、当該確認書を徴求したものとみなす。</p> <p>3 ( 省 略 )</p> <p>(金融商品仲介業者に対する指導及び監督)</p>          |

| 新                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 旧                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>第18条 会員は、委託先の金融商品仲介業者に<br/>                 対し、第3条、第3条の2第1項から第6項<br/>                 及び第8項、第4条第1項及び第2項、第4<br/>                 条の2第1項から第3項、第6条第1項から<br/>                 第4項、第6項及び第7項並びに第7条第1<br/>                 項及び第4項の規定を遵守するよう指導及び<br/>                 監督を行わなければならない。</p> <p style="text-align: center;">付 則</p> <p>この改正は、令和4年7月1日から施行す<br/>                 る。</p> | <p>第19条 会員は、委託先の金融商品仲介業者に<br/>                 対し、第3条、第3条の2第1項から第6項<br/>                 及び第8項、第4条第1項及び第2項、第4<br/>                 条の2第1項から第3項、第6条第1項及び<br/>                 第2項、第7条第1項から第3項及び第5項、<br/>                 第6項並びに第8条第1項及び第4項の規定<br/>                 を遵守するよう指導及び監督を行わなければ<br/>                 ならない。</p> |



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

金融審議会市場制度ワーキング・グループ第一次報告及び第二次報告に基づく諸施策(2)  
ー銀証ファイアーウォール規制の見直しー

2022年7月22日(金) 15:00~16:57

オンライン開催

出席者(五十音順)

|       |                          |
|-------|--------------------------|
| 石田 眞得 | 関西学院大学法学部教授              |
| 伊藤 靖史 | 同志社大学法学部教授               |
| 梅本 剛正 | 甲南大学共通教育センター教授           |
| 片木 晴彦 | 広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授 |
| 川口 恭弘 | 同志社大学法学部教授               |
| 久保 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授         |
| 黒沼 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授          |
| 小出 篤  | 学習院大学法学部教授               |
| 白井 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 高橋 陽一 | 京都大学大学院法学研究科准教授          |
| 船津 浩司 | 同志社大学法学部教授               |
| 前田 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 松尾 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授         |
| 山下 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授           |
| 行澤 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授           |
| 若林 泰伸 | 早稲田大学大学院法務研究科教授          |

【報 告】

金融審議会市場制度ワーキング・グループ第一次報告及び第二次報告

に基づく諸施策（２） －銀証ファイアーウォール規制の見直し－

同志社大学法学部教授

川 口 恭 弘

目 次

- |                             |                          |
|-----------------------------|--------------------------|
| I. ファイアーウォール規制の変遷           | 3. 「上場会社等」の範囲            |
| 1. ファイアーウォール規制の導入           | 4. 個人情報保護法上のオプトアウト制度との比較 |
| 2. ファイアーウォール規制の緩和           | 5. 上場会社等の便宜              |
| 3. 今回の改正                    |                          |
| II. 外国法人顧客情報に関する情報規制        | IV. ホームベース・ルール           |
| 1. WG①の内容                   | 1. WG②の内容                |
| 2. 改正点                      | 2. 改正点                   |
| III. 国内法人顧客に関する情報規制         | V. 「法人顧客」の情報と「個人顧客」の情報   |
| 1. WG②の内容                   | 討論                       |
| 2. 改正点（上場会社等の非公開情報の授受規制の緩和） |                          |

○黒沼 それでは、時間になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日、司会を務めます黒沼です。

今日は、同志社大学の川口先生に、「銀証ファイアーウォール規制の見直し」についてご報告をいただく予定です。

それでは、川口先生、よろしくお願いいたします。

○川口 本日は、近年の「金融審議会市場制度ワーキンググループ報告」に基づく施策のうち、「銀証ファイアーウォール規制の見直し」について、ご報告いたします。

I. ファイアーウォール規制の変遷

改正の内容に入ります前に、これまでのファイアーウォールの変遷を簡単に振り返っておきたいと思います。

1. ファイアーウォール規制の導入

まず、ファイアーウォール規制が導入されたのは、1992年の金融制度改革においてでありました。そこでは、業態別子会社方式での銀行と証券の相互参入が可能となり、分離規制が大きく緩和されることになりました。

制度改革にあたり、ファイアーウォールの規制の在り方についても議論がありました。当時の大蔵省の金融制度調査会が「新しい金融制度について」という報告書を出しています。そこでは、自由な選択と競争の促進によって効率的な金融制度

をつくるためには、ファイアーウォールは、必要最小限のものにすべきだとされました。

これは、主として、銀行の健全性維持の観点からの議論でありました。そこで、いわゆる「アームズ・レングス・ルール」と呼ばれるものが銀行法上に規定されることになりました（現行銀行法13条の2第1号、第2号。同銀行法施行規則14条の10・11）。

他方で、証券取引所法（当時）の規制に関して、同じく大蔵省に設置されていた証券取引審議会が「証券取引に係る基本的制度の在り方について」という報告書を出しています。そこでは、資本市場の健全な発展の確保のためには、市場機能がゆがめられてはならないという点が重視されました。特に、銀行系列の証券会社とそれ以外の証券会社との間の公正な競争の確保ということが強調されました。銀行の影響力が直接的、間接的にかなり強いことが懸念されたわけです。このほか、利益相反の防止、顧客の保護といったものも規制の対象となっています。

結局のところ、証券取引所法制として、10項目——銀行の場合はさらに1項目が加わるわけですが——のファイアーウォールが定められることになりました。証券会社の視点から、証券規制として定められたため、規定が非常に読みにくいものとなってしまいました。

## 2. ファイアーウォール規制の緩和

さて、その後、ファイアーウォール規制は緩和の方向に向かいました。

1992年に導入された際、共同訪問の禁止やメインバンク・ファイアーウォールといったものが定められていました。メインバンク・ファイアーウォールといいますが、銀行が過去2回以上主受託会社を務めた場合は、系列証券会社はその会社の引受主幹事にはなれないというものです。要するに、メインバンクは非常に力が強いので、その系列の証券会社が有利な立場に立つということを心配したわけです。共同訪問の禁止も、銀行の影響を懸念したものでした。

その後、1998年に、共同訪問の禁止規定、メインバンク・ファイアーウォール規制が廃止されることになりました。廃止の理由は、実効性に欠けるというものでした。共同訪問については、当初から、穴だらけだと言われていました。例えば、圧力をかけるのであれば電話1本かければ済むことです。また、共同で行かなくても、時間をずらせば同様の効果があるといった議論がありました。メインバンク・ファイアーウォールについては、当時、募集の受託会社というものがあり、これを務めているのがメインバンクとされました。しかし、ご存じのように、募集の受託会社は、その後社債管理会社（社債管理者）に変わり、しかも、それを置かなくても社債の発行が認められることになりました。このような状況の下、メインバンクの定義が難しくなったということが制度廃止の背景にあったと思います。

さて、大きな流れになりましたのは、2007年の金融審議会金融分科会第一部会報告「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」が出されたときです。そこでは、ファイアーウォールの緩和を求める理由として、次の点が指摘されました。

- ・金融グループとして総合的なサービスの提供の障害となり、利用者の利便性がかえって損なわれている。
- ・金融グループとして要求される統合的リスク管理やコンプライアンスの障害となっている。
- ・我が国金融機関の競争力の観点から見たとき、欧米の金融グループとの競争条件を不利なものにしている。

外国金融機関との競争という視点は、1992年のファイアーウォール規制導入のときにはなかったものです。この当時、アメリカでグラム＝リーチ＝ブライリー法が1999年に制定され、アメリカで銀証分離規制を定めていたグラス＝ステイガール法が大幅に緩和され、銀証の系列化が促進されることになりました。それとともに、情報の授受規制が大幅に緩和されました。こういうところから、日本の金融機関の競争力が問題になったということかと思います。

先の報告書を受けまして、2008年に、まず、銀行と証券会社の兼職規制が廃止されました。そこでは、利益相反管理体制を整備することを条件に、兼職規制が廃止されました。

後に、本日の研究会で議論しますが、この段階でホームベース・ルールというものが規定されました。これは監督指針で定められたもので、前述の第一部会報告では、これに関する記述はありませんでした。

もう一つの重要な改正は、非公開情報の授受規制の緩和がなされたことです。

改正前までは、銀証間での顧客の非公開情報の共有については、原則として書面による事前の同意が必要とされていました。

改正後は、個人情報と法人情報に分けて、個人情報についてはオプトイン——積極的な同意を経て初めて情報共有ができるというもの——を維持するとされました。その理由は、金融分野における個人情報保護の意識の高まりに十分留意が必要ということでした。

これに対して、法人情報についてはオプトアウト——情報の共有を望まない顧客に不同意の機会を与える——が規定されたわけです。これにより、顧客が、不同意の意思表示をしない限り、情報共有が可能になりました。

規制緩和が必要な理由として、欧米で特段の規制がないこと、顧客にもメリットがあること、そして、同意の手続が煩雑だということが言われました。これに対して、法人顧客の中にも、自己の情報について共有を拒みたいケースがあるといわれ、あいだをとって、一応拒否の権限は認めるけれども、それは、オプトアウトにするという形が採用されました。

なお、オプトアウトの機会があるということを顧客に通知する必要があります。第一部会報告では、「事前同意は不要であるが、顧客に明確にオプトアウトの機会を付与する」と記載されていました。この点に関して立案担当者の解説を見ますと（文献はレジユメ参照）、「一般的に、法人顧客に個別に知らせず、ホームページで公表を行っ

ただけでは、対象となる法人顧客が自己にオプトアウトの機会が与えられていることを明確に認識できないことから、オプトアウトの機会が適切に提供されているとはいえないものと考えられる」と述べています。この点は、後で取り上げさせていただきます。

これまでのファイアーウォール規制の緩和のポイントをまとめておきます。まず、顧客情報は、個人情報と法人情報を区別して、規制の在り方を変えています。また、制度導入の際に懸念されていた、銀行の系列の証券会社が事実上優位に立つのではないかという点は、それへの配慮はかなり後退してきています。他方で、優越的地位の濫用、すなわち、その地位を利用して取引を強制するというようなことについては、規制が強化されています。

実は、業務の性質から、銀行が優越的地位の濫用をしやすいということは、銀証問題に限りません。そのため、かねてより、銀行法上に規制が定められていました（現行銀行法13条の3第3号・4号、同銀行法施行規則14条の11の3）。2008年の改正では、金商法上も、優越的地位の濫用についての規定が定められることになりました（現行金商法44条の3第4号、同金商業等府令153条1項10号）。

さらに、グループ銀行等の優越的地位の濫用規制の実効性を確保するために、金融商品取引業者だけでなく、その親銀行等に対しても、証券取引等監視委員会の検査が可能になるという改正を行っています（現行金商法56条の2第1項・第4項）。

その後、「成長戦略フォローアップ」というものが閣議決定されまして、そこでは、外国法人顧客や国内顧客を含めたファイアーウォールについて検討するようと言われていています。ここでも、銀証分離問題については、政治が関与していることが読み取れるかと思います。

### 3. 今回の改正

さて、今回の改正に移ります。その内容は、次

の2つの金融審議会報告に基づくものです。

まず、「市場制度ワーキング・グループ第一次報告—世界に開かれた国際金融センターの実現に向けて」が、2020年12月23日に公表されました（以下、WG①といいます）。これは、外国法人顧客情報に関するファイアウォール規制——情報授受規制ですけれども——を緩和するというものであります。これは、以下のⅡで検討します。

次に、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」が、2021年6月18日に公表されました（以下、WG②といいます）。この報告書の前半部分は、前回6月24日の研究会で松尾先生がご報告されたものに関連します。そして、後半部分がファイアウォールの見直しについてのものです。そこでは、国内法人顧客に関するファイアウォール規制（情報授受規制）の緩和が提言されています。これは、以下のⅢで検討対象とします。そこでは、規制緩和は、大規模会社を対象にしていまして、中堅・中小企業、個人顧客に関するファイアウォールについては引き続き検討することになっています。

その後、2022年6月に。市場制度ワーキング・グループは「中間整理」を出していまして、この問題について、引き続き検討していくということが書かれています。

それでは、それぞれの内容について検討していきたいと思います。

## Ⅱ. 外国法人顧客情報に関する情報規制

### 1. WG①の内容

WG①では、「外国法人顧客に係る非公開情報等について、情報授受規制の対象から除外することが適当と考えられる」としています。

その理由は、次のとおりです。

- ①海外規制との同等性の確保、海外金融機関との国際競争力強化等の観点から、緩和する方向での検討が望ましい
- ②諸外国において利益相反管理等の顧客保護に係る取組みが進展している中、当該顧客が経

済活動を行う国における規制に上乗せして本邦規制を課す必要性は必ずしも高くない

海外金融機関との競争の観点からの緩和ということでありましたので、対象は、外国法人顧客に係る非公開情報等に限定されています。

もっとも、情報共有規制の緩和は、銀行業界の長年の悲願で、ワーキング・グループでの審議や場外でも、激しい攻防がなされたようです。それで、この段階で合意ができたのが、外国法人顧客の非公開情報等の規制緩和でした。これを評して、ワーキング・グループでは、ロケットの第1発射、第2発射というように、段階的に進むという表現が使われています。

### 2. 改正点

さて、このような提言を受けて、改正がなされました。

金商法44条の3第1項は、親法人等・子法人等が関与する行為の制限を定めています。その4号では禁止行為を内閣府令に委ねており、金商業等府令153条1項7号で、非公開情報の授受規制を定めています。そこでは、「有価証券関連業を行う金融商品取引業者（第一種金融商品取引業を行う者に限る。）が発行者等に関する非公開情報を当該金融商品取引業者の親法人等若しくは子法人等から受領し、又は当該親法人等若しくは子法人等に提供すること」が禁止され、その後、括弧書きで「次に掲げる場合において行うものを除く。」となっています。

この例外事項として、イで「当該金融商品取引業者又はその親法人等若しくは子法人等による非公開情報の提供についてあらかじめ当該発行者等の書面による同意がある場合」と規定されているわけです。要するに、非公開情報の授受をまず禁止しておいて、書面による同意がある場合に禁止を解除するという規定になっています。外国法人であっても、原則として書面の同意が必要であるという規定になっていました。

このように、情報授受の規制は、「非公開情報」



に関するものとして規定されています。「非公開情報」の定義として、次のものが規定されていました（金商業等府令1条4項12号）

「発行者である会社の運営、業務若しくは財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断（……）に影響を及ぼすと認められるもの又は自己若しくはその親法人等若しくは子法人等の役員（……）若しくは使用人が職務上知り得た有価証券の売買その他の取引等に係る注文の動向その他の特別の情報をいう。」

改正では、「……特別の情報をいう。」に括弧書きが挿入され、「……特別の情報（これらの情報のうち外国法人（……）に係るものを除く。）をいう」とされました。これによって、「非公開情報」の定義から「外国法人に係るもの」が除外されることになりました。

このような改正により、外国法人については、非公開情報の授受規制（金商業等府令153条1項7号）の適用自体が除外されることになりました。すなわち、規制なく授受が可能になる、オプトアウトも不要になるという改正になっています。

実は、内閣府令では、別のところでも、「非公開情報」の規制が定められています。非公開情報の定義を改正したのですから、これらの箇所についても影響が及ぶこととなります。例えば、有価証券関連業を行う金融商品取引業者が親法人等から取得した顧客に関する「非公開情報」を利用して金融商品取引契約の締結を勧誘することが禁止されていますが（金商法44条の3第1項4号、金商業等府令153条1項8号）、外国法人に係る情報が「非公開情報」から外れますので、自動的にこの禁止規定の適用が解除されることになっています。

### Ⅲ. 国内法人顧客に関する情報規制

#### 1. WG②の内容

まず、改正前の規制を確認しておきたいと思えます。

先に述べたように、個人顧客はオプトイン、法

人顧客はオプトアウトです。ただし、後者について、利益相反管理態勢が整備されていることが必要です。なお、内部管理目的であれば、情報の共有について、同意は不要という規制になっていました。

条文をもう一度確認しておきたいと思いますが、金商法44条の3第1項4号は禁止行為を定めています。そこで、非公開情報の授受は禁止されていました（金商業等府令153条1項）。例外として、「書面による同意」がある場合などが規定されていたわけです（同条同項イなど）。さらに、法人顧客については、「『非公開情報の提供』の停止を求める機会を適切に提供している場合」においては、「書面による同意」があるものとみなすという規定になっています（同条2項）。

すなわち、「書面による同意」というのが原則で、「〇〇の場合においては、書面による同意があるものとみなす」という形でオプトアウトが規定されていたわけです。

このようなファイアーウォール規制について、ワーキング・グループでは、次のような議論がなされました。

まず、現状の課題が指摘されていますが、これは銀行業界からの主張だと思えます。

まず、オプトアウトについては、監督指針に手続が規定されているのですが、顧客に対する説明事項が多い等、負担や利便性からオプトインと大差がなく、積極的に使われていないと言われていました。また、欧米にはない情報共有の禁止が過剰な規制になっており、このことは日本の国際金融センターとしての魅力向上にとっての阻害要因であるとも言われています。さらに、顧客・金融機関双方にとって手続・管理面の負担が大き過ぎる、顧客に対する総合的な金融サービスの提案・提供を阻害している、というようなことが言われています。

これに対して緩和した場合の課題ですが、これは証券業界からの主張だと思えます。

まず、海外では規制がないというけれども、それは、国際水準の顧客情報・利益相反の管理が行

われているからと言われます。すなわち、日本はその体制が十分ではなく、規制緩和は時期尚早と言いたいのだと思います。また、銀行による優越的地位の濫用の懸念が残っており、金融サービスの質に基づく競争が必要である、といったことが主張されたわけです。

議論の末、WG②では、次のような提言となりました。

対象とする法人に係る非公開情報等の共有について、当該法人の同意を不要とする。ただし、当該法人からの停止の求めには応じる必要がある。

すなわち、現行のオプトアウトのみなし同意の規定は廃止する。そして新たなオプトアウトでは、極力手続を簡素化する。例えば、個別の通知は不要で、オプトアウトの方針を自社のウェブサイトに掲載するだけでよいというようなことが言われています。

新たなオプトアウトの対象となるものについては、「大企業とその他の中堅・中小企業とは区別する必要があるとの指摘を踏まえることが重要である」と書かれていまして、結果として、上場会社（グループ）等を対象として見直しを行うことが適当となりました。

また、ホームベース・ルールについての規律も取り上げられています。ホームベース・ルールは後で検討しますが、非公開情報を用いて業務を行う部門を兼職している役職員は、いずれか一方の管理する非公開情報しかアクセスができないというルールです。これについては、兼職規制の見直しの趣旨が確保されるよう、本規制の撤廃を行うことが適当とされました。

最後に、外務員の二重登録禁止規制の廃止という問題がありました。これは、証券会社と登録金融機関の両方で証券業務を行う場合の話ですが、外務員登録は1社専属制が基本です。なぜかというところ、所属する金融機関を代理して行う権限を持っているからです。見直しをした場合に、責任の所在が不明確になる等といった問題点や、ど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の検討が必要で、見直しの必要性を含め、今後

さらに議論を行う必要があるとなりました。要するに先送りされたということです。

ところで、制度改正にあたっては外国の制度が参考にされます。前述のアメリカのグラム＝リーチ＝ブライリー法の下では、金融グループ内での授受に制限はありません。ただし、個人情報についてはオプトアウトということになっています。アメリカの現行規制については、金融庁作成の表が要点を整理しています（レジュメP.7参照）。個人顧客につきまして、アメリカでも、信用残高等に関する情報は、顧客が不同意の場合は強要できないというオプトアウトが採用されています。

アメリカでは規制が緩いと言うのですが、実は、カリフォルニア州など、個人情報についてオプトインの制度を採用する州もあります。カリフォルニア州というのはかなりリベラルな州で、個人情報の保護が重要視されているという点から、このような規制になっていると考えられます。

## 2. 改正点（上場会社等の非公開情報の授受規制の緩和）

さて、改正ですが、非公開情報の授受の禁止規定に例外を追加するという形で行われました。先ほどから出ている金商業等府令 153 条 1 項 7 号（禁止行為）の後に、以下を追加しているわけですが（禁止行為の適用除外を追加）。

「ヌ 当該金融商品取引業者又は当該親法人等若しくは子法人等が当該発行者等（123 条 1 項 18 号ト(1)から(4)までのいずれかに該当する者に限る）の求めに応じて当該非公開情報の当該親法人等若しくは子法人等又は当該金融商品取引業者への提供を停止することにしていない場合であって、その旨について、あらかじめ、当該発行者等が容易に知り得る状態に置いているとき（その求めがある場合を除く。）」

ここにいう「容易に知り得る状態」につきまして、監督指針が新たなものを定めています（金商業者等向けの総合的な監督指針IV-3-1-4（2）①）。そこでは、「上場企業等が容易に知り得る

状態とは、上場企業等が知ろうと思えば、時間的にも、その手段においても、容易にこれを知ることができる状態をいい、例えば、上記の各事項について店舗での常時提示及びホームページへの常時掲載を行っている場合等がこれに該当すると考えられる。」としています。

次の事項（「上記の各事項」）については必ずホームページ等に掲載しなさいということになっています

- ・授受を行う非公開情報の範囲
- ・授受を行う親法人等の範囲
- ・非公開情報の授受の方法
- ・提供先における非公開情報の管理の方法
- ・提供先における非公開情報の利用目的
- ・オプトアウトする場合に必要な手続及び連絡先
- ・非公開情報の授受を停止した場合における当該非公開情報の管理方法

オプトアウト制度が完全に廃止されたのではなく、新しいオプトアウト制度がつけられたということです。

従来のオプトアウト制度（監督指針Ⅳ-3-1-4（1）①-⑥）につきましては、まず、「オプトアウトの機会の通知」をする必要がありました。これについては、明確に認識できるような手段を用いること、例えば契約締結時交付書面などで明記すべきとされていました。そして、「オプトアウトの機会に関する情報」については、店舗での掲示・閲覧やホームページへの常時掲載が要求されていました。

新しいオプトアウト制度（監督指針Ⅳ-3-1-4（2）①-⑥）では、どこが違うのかということですが、まず、「上場会社等」に限って、「オプトアウトの機会の通知」は不要になりました。適用対象（金商業等府令 123 条 1 項 18 号ト(1)から(4)までのいずれかに該当する者）については後で検討します。

「オプトアウトの機会に関する情報」につきまして「容易に知り得る状態」に置いているかどう

かがポイントになります。前述の監督指針では、「店舗での常時掲示及びホームページへの常時掲載」等が該当するとされていました。

「店舗」とはどのようなものかということについて、パブコメの回答がありまして、「上場会社等の役職員が来訪することが合理的に予想される事務所の窓口等」ということになっています。

また、前述のように、監督指針では「店舗での常時掲示及びホームページへの常時掲載」となっており、「及び」でつないでいますが、パブコメの回答では、「ホームページへの常時掲載」のみでも許されるとなっています。監督指針は例示ということかと思えます。

さて、もう一つ確認しておきたいことは、法人情報に関する従来のオプトアウト制度は維持されるということです。すなわち、上場会社等以外は、従前の規制が適用されます。従来のオプトアウトを認める規定（金商業等府令 153 条 2 項）は存置されているわけです。そこでは「書面による同意」というものがあつたのですが、今回は、「電磁的記録による同意」も認めるという改正がなされています。

以上、情報の授受について確認のためにまとめておきますと、個人顧客についてはオプトインです。法人顧客については、「上場会社等」と「それ以外」で分かれています。上場会社等では新しいオプトアウトが適用され、それ以外のものについては従来のオプトアウトが適用されることとなります。

ところで、各金融機関がホームページでどのような情報を掲載しているのか、網羅的ではありませんが、一部見てみました（関連資料）。

関連資料①の Bank of America 「当グループ会社との非公開情報の共有について」ですが、外国の法人の情報についての記述がありました。

最初の段落で、「金融商品取引業等に関する内閣府令第 153 条第 2 項に基づき」とありますので、これは従来型のオプトアウトで情報共有をさせていただくということがまず書いてあります。

2 つ目の段落では、「外国法人顧客の非公開情

報が、日本国内の証券会社と親子法人関係にある銀行間等における情報授受規制の対象から除外されました。これにより、外国法人のお客様の非公開情報については、お客様の同意の有無に関わらず、当支店と当グループの間で共有が可能となりました」とあります。先ほど検討したように、顧客の同意なしに情報共有が可能になったことが書かれています。

3つ目の段落が、国内の法人顧客の話になりまして、「上場会社等のお客様に係る非公開情報に関し、新たなオプトアウト制度（新オプトアウト制度）が創設されました。新オプトアウト制度では、お客様からの請求に応じて非公開情報の共有を停止すること（＝オプトアウト）をあらかじめお客様が容易に知り得る状態にある場合は、事前にお客様から同意を頂くことなく、当グループで非公開情報の授受が認められることになりました。」とあります。先ほど検討したように、「顧客が容易に知り得る状態」にしておけば、非公開情報の授受が認められることが書かれています。

その上で、非公開情報の範囲、授受を行うグループの範囲、授受の方法が掲載されています。

次に、オプトアウトをする、すなわち、情報の共有をやめてくれという場合の手続についてみてみます。関連資料③は、みずほ銀行・みずほ証券の「情報提供停止申込書」ですけれども、これ自体は従来型のオプトアウト用のもののようです。

「当社は、みずほ銀行とみずほ証券が、それぞれ当社との取引に関して入手した当社に関する下記の非公開情報につき、相互に情報提供することの停止を申し入れます」ということで、全部か、一部認めるのかという選択肢が示されています。

関連資料②は、MUFGの「情報相互提供停止の通知」ですが、全部か、一部かという区別がありません。「情報相互提供を停止いただくよう通知します」ということで、押印の後に提出するようになっています。ご参考までです。

なお、上記に関連する改正に触れておきます。金商業等府令 153 条 1 項 8 号は、非公開情報を利用して金融商品取引契約の締結を勧誘することを

禁止しています。この場合も、先ほどと同じように、「当該顧客（123 条 1 項 18 号ト(1)から(4)までのいずれかに該当する者に限る。）」について、あらかじめ容易に知り得る状態に置かれているときについて例外が規定されています。「以外のもの」については契約の勧誘ができないということですので、容易に知り得る状態に置いている場合は、この禁止規定が外れることとなります。ややこしいのですが、このような関連する改正もなされています。

### 3 「上場会社等」の範囲

さて、新しいオプトアウト制度が適用される「上場会社等」の範囲について検討したいと思います。金商業等府令 123 条 1 項 18 号ト(1)から(4)はつぎのものを規定しています。

- (1) 「上場会社等」及びその「子会社等」
- (2) 「上場しようとする株式会社及びその「子会社等」
- (3) 「有価証券報告書提出会社」及びその「子会社等」
- (4) 「適格機関投資家（保有有価証券残高が 10 億円以上であることから金融庁長官に届出をして適格機関投資家となった者を除く）及びその「子会社等」

まず、新しいオプトアウト制度の適用を「上場会社等」及びその「子会社等」に限定した理由について、WG②で次のように書かれています。

「資金調達において資本市場を活用し、金融機関の優越的地位による弊害を受けにくいと考えられる上場会社等に対して金融サービスの提供を行う、いわゆる投資銀行業務や大企業向け商業銀行業務について、本規制の見直しに着手することが重要」。

資金調達において資本市場を活用していることを理由としているのはなぜかということについては、WG②の注記で次のように言われています。

「上場企業（グループ）等に対して金融サービス（M&A、社債引受、株式引受、グロー



バル市場取引（等）が提供される、いわゆる資本市場においては、

- ①事業法人のニーズや事業環境に応じ、定型的サービスのみならず、個別性の強いオーダーメイドの金融サービスの提供が行われることが多いこと、
- ②クロスボーダーの取引や金融サービスの提供が行われることも多く、国際的なルールとの整合性を図る必要性が高いこと等の性質がある。

要するに、情報共有のメリットがある業務というのは資本市場に関するもの（M&A など）であるということが分かります。

さて、定義された「上場会社等」は今申し上げた趣旨に合致するのでしょうか。上場会社について、M&A 等の必要性があるというのは言うまでもありません。さらに、銀行などの優越的地位による弊害を受けにくいという点から、このようなものが規定されたのではないかと思います。すなわち、これらの会社は、銀行と対等の立場で交渉が可能であると考えられるわけです。本当にそうなのか・・・、議論の余地もあるかと思いますが、このような視点が重視されたことは間違いなさそうです。

「上場会社等」への提供は良いとしまして、「子会社等」にも適用することは、今まで申し上げた趣旨に合致するのでしょうか。子会社が上場していれば、「上場会社等」に該当するわけですので、そこでは、非上場の子会社等が対象になるかと思えます。この点について、親会社（上場会社等）が銀行と対等の立場で交渉できるのであれば、子会社を守ってくれるのではないか、優越的地位による弊害を受けにくいと考えられたのでしょうか。この辺は私もよく分かりませんで、後でご議論をしていただければと思います。

次は、「有価証券報告書提出会社」にも適用することについて、その趣旨に合致するかという問題です。

ご存じのように、有価証券報告書提出会社につ

いては規定がありまして（金商法 24 条 1 項）、「上場会社（それに準ずるもの）」、「募集・売出しを行った会社」、「外形基準に該当する会社」が該当します。

ここでいう「上場会社」は、「上場会社等」でカバーされるわけですので、それ例外のものが検討対象となります。

有価証券報告書提出会社は、投資家に対して情報開示が必要な会社です。これがなぜ、新しいオプトアウトを認める会社の範囲に入ってくるのか、いま一つよく分かりません。

この点につきましてWGの第 11 回議事録を見ていると、神作先生が次のようなことを述べられています。「有価証券報告書提出会社は法定開示が義務付けられる」、「当然に、利害関係者がある程度多い」、「コーポレートガバナンスについても一定の対応がなされている」。発言はここまでで、その後が知りたかったわけですが、要するに、コーポレートガバナンスがしっかりしていれば優越的地位による弊害を受けにくいということを言われたかったのでしょうか・・・。このようにも読み取れるわけですが、それでよろしいでしょうか。コーポレートガバナンスの充実と優越的地位というものの関係性についてもご議論いただければと思います。

なお、余談ですが、「有価証券報告書提出会社」はどこかで聞いたことがあるなと思ひまして、社外取締役の選任が義務付けられる会社の範囲としても規定されています（会社法 327 条の 2）。そこで言われている理由として、有価証券報告書提出会社は、「不特定多数の株主が存在する可能性が高い」、したがって、「社外取締役による業務執行者に対する監督の必要性が特に高い」という説明があります（文献はレジュメ参照）。この点は分かりやすい説明かなと思った次第です。

また、適格機関投資家を含めることにしたことは先ほどの趣旨に合致するのでしょうか。

これもご存じのように、適格機関投資家は、有価証券に関する投資に係る専門的知識及び経験を有する者です。投資に精通していることが、簡易



なオプトアウト制度を許容する理由になるのか、この辺もよく分からないところです。

もっとも、定義では、保有有価証券残高が10億円以上で届出により適格機関投資家となった者を除外することになっています。この点について、パブコメの回答では、「事業法人・個人に該当する可能性の高い類型として一定の者を除き、その子会社とあわせて、これらの者の非公開情報等を今回の改正による新たなオプトアウト制度の対象とするものです」というコメントがあります。

そういいましても、個人はもともとオプトインで、新しいオプトアウトの対象ではありません。要するに、事業法人を除外することが目的と言えそうです。ただ、なぜそうするのかはもう一つよく分からないところで、法人の適格機関投資家のうち、事業法人を除いたのは、結局、金融機関を規制の対象とする趣旨なのではないかと思った次第です。他方で、金融機関が上場会社であれば、上場会社として規制の対象となりますので、上場会社でも、有価証券報告書提出会社でもない金融機関が対象になるということになります。この場合の規制の趣旨についてご議論いただければと思います。

#### 4 個人情報保護法上のオプトアウト制度との比較

次に、個人情報保護法上のオプトアウト制度と簡単な比較を試みたいと思います。

まず、個人情報保護法では、あらかじめ本人の同意を得ないで個人データを第三者に提供してはならないという、オプトインが原則になっています（個人情報保護法 27 条 1 項）。その上で、本人の求めに応じて第三者への提供を停止することとしている場合であって、つまりオプトアウトをしている場合であって、あらかじめ本人に通知し、又は本人が容易に知り得る状態に置くとともに、個人情報保護委員会に届け出たときには第三者に提供できることとなります（同 2 項）。すなわち、オプトアウトが認められるのは、「本人への通知」又は「本人が容易に知り得る状態に置く」、プラ

ス「個人情報保護委員会に届出」が要求されています。

「本人が容易に知り得る状態」という用語は、銀証のファイアウォールでも使われているものと同じです。個人情報保護法では、ガイドラインにより、「ウェブ画面中のトップページから1回程度の操作で到達できる場所への掲載等が継続的に行われていること」などが例示されています。

確かに、ホームページに載せても、どこに載っているのか分からない、どこをクリックしていいのかわからないのでは、「容易に知り得る状態」とは言えません。そこで、「トップページから1回程度の操作」ということになっているわけです。

銀証のファイアウォールについては、ホームページへの常時掲載について中身の詳細はありませんが、同様の理由から、少なくともこれらのは必要ではないかと思えます。

なお、個人情報保護法 27 条 2 項但書きで、オプトアウトが認められない個人情報として次のものが列挙されています。

- ・要配慮個人情報（同法 2 条 3 項）
- ・不正取得された個人データ
- ・オプトアウト手続で取得した個人データ

それ以外は、前述の手続を踏めばオプトアウトができるということになります。しかし、個人情報保護法の下でオプトアウトが認められている個人情報であったとしても、銀証ファイアウォール規制の下ではオプトインが必要だということになるかと思えます。

それはなぜなのかということもご議論いただきたいと思いますが、金融分野における個人情報は特別なのかということです。特に信用情報につきましては、アメリカ法でも保護の対象にされていますし、日本の個人情報保護法でも、与信事業に係るようなものについては、「個人信用情報機関に提供するに当たって」という場面限定ですけれども、「本人の同意を得ることとする」となっていますので、より保護が厚いということになっています。

## 5. 上場会社等の便宜

これまでと異なる観点ですが、新しいオプトアウト制度を利用する上場会社等の便宜というものも焦点になります。監督指針では、オプトアウトをする際の「取るべき手続」としまして、書面での通知、電子メールの送付、タブレット端末等を用いたウェブサイト上のフォームへの入力など、上場会社等の利便性を考慮しなければならないと規定されています（監督指針IV-3-1-4(2)⑤）。

金融機関だけが今回の規制緩和の恩恵を被っているのではなくて、上場会社等にもその恩恵があるということを言いたいのかと思います。

これに関連して、監督指針では、頂点に立つ企業、例えば持株会社が当該グループに属する企業全体を代表してオプトアウトすることを求めた場合には、一括してオプトアウトをする手続を行うのであって、一々個別の子会社のオプトアウトの手続は要らないということを言っています。

これに関して、パブコメの議論がありまして、頂点の企業が非上場会社の場合、傘下の企業（上場会社等）についての一括オプトアウトはできるのか、要するに、オプトアウトというのは上場会社等がターゲットであるので、その頂点企業が非上場会社の場合に一括オプトアウトができるのかという質問に対して、「否定されるものではない」との返答があります。

では、それを認める理由は何なのかということですが、親会社等は当該子会社等を支配しているから、親会社等によるオプトアウトを認めてよいという理屈なののでしょうか。しかし、上場会社等であれば優越的地位の濫用を受けにくいということでしたが、逆に、非上場会社の場合に、優越的地位の濫用の影響を受けやすいということであるならば、そのような会社に一括してオプトアウトする権限を認めてしまってもよいのかという点は疑問として残ります。

次に、頂上企業による一括オプトインは可能でしょうか。これは今回の話とは少しずれるのですが、パブコメで議論されていまして、グループ一括でのオプトイン手続については特段の定めがな

いので、傘下の企業ごとに同意をとる必要があるという回答でした。

しかし、オプトアウトとオプトインは何が違うのでしょうか。すなわち、子会社等が親会社等の指揮命令下にあるという先ほどの議論でいきますと、オプトインも同じはずですし、「上場企業等の利便性」という趣旨も同じではないのでしょうか。

## IV. ホームベース・ルール

残りの時間、ホームベース・ルールについて検討したいと思います。これも、やや複雑な議論となります。

### 1. WG②の内容

前述のように、2008年に役職員の兼職規制が廃止されました。しかしながら、これに関連して、監督指針（金融業者等向けの総合的な監督指針）の中でホームベース・ルールが規定されました。

まず、従前の監督指針を確認しておきたいと思えます（改正前の監督指針（IV-3-1-4(2)））。そこでは、次のように規定されていました。

#### （2）親子法人等との非公開情報の授受に係る留意事項

証券会社等が、金商業等府令第153条第1項第7号及び第8号並びに同条第2項に基づき、親法人等との間で顧客の非公開情報の授受を行うに当たっては、Ⅲ-2-4のほか、以下の点に留意する必要がある。

#### ①～⑤ （略）

⑥ 証券会社等又は非公開情報の授受を行う親子法人等の営業部門その他の非公開情報を用いて業務を行う部門の役職員について、以下の措置が講じられているか。

イ. 当該職員が、当該証券会社等又は非公開情報の授受を行う親子法人等のうち、一の法人等が管理する非公開情報以外の非共有情報にアクセスできないこと。

ロ. 当該役職員が、そのアクセスできる非共有情報を管理する法人等以外の法人等

が非共有情報を管理する顧客に対して、当該非共有情報を用いて勧誘等を行わないこと。

非公開情報の授受を行うに当たっては、上記のイとロの措置が講じられていなければなりません。そこでは、情報授受が禁止されているところでは、ホームページを一つ決めまして、このホームページに関連する顧客にした業務ができないことになっていました。

2009年の監督指針改訂に関するパブコメを見ますと、例えば、A法人が管理する非共有情報のみアクセスできる職員は、A法人の業務に関してのみ非共有情報に係る勧誘が認められる、といったコメントがあります。

また、同意を得た顧客については、「A法人のみ取引顧客」「B法人のみ取引顧客」「A法人及びB法人の双方の取引顧客」の勧誘が可能というコメントが載っています。

さて、WG②を見ますと、「本規制は、事前予防的措置である情報授受規制の更なる事前規制であるとも考えられることから、役職員の兼職規制の見直しの趣旨が確保されるよう、本規制の撤廃を行うことが適当である」とあります。

この記述について、まずは、①情報授受規制は「何の事前予防措置」（〇〇の規制）であるかということです。この点については、ファイアーウォール規制は、利益相反の防止とか、優越的地位の濫用などを防止するためのものであることを考えれば、情報授受規制はそのための「事前予防措置」ということになるかと思えます。

続いて、②本規制が「情報授受規制の更なる事前規制」ということの意味ですが、情報授受規制では、基本的に顧客の同意が必要というものですので、この潜脱を予防するためにホームページ・ルールがあると解されるかと思えます。

なお、WG②では、ホームページ・ルールの撤廃が明記されていますが、ワーキング・グループの議事録を見ますと、その廃止について議論が尽くされていない、という意見も出されていた

ところです。ここでも激しいバトルの様子が伺われます。

## 2. 改正点

さて、改訂後の監督指針はどうか（改訂後・監督指針（IV-3-1-4(4)））。そこでは、以下の規定となっています。

「⑥ 証券会社等又は非公開情報の授受を行う親法人等の営業部門その他の非公開情報を用いて業務を行う部門の役職員が、いずれかの法人等においてアクセスできる非共有情報（当該法人等以外の法人等が同様の情報を有していないものに限る。）を利用して、当該法人等以外の法人等の役職員として顧客に対する勧誘等を行わないことを確保するための措置が講じられているか。」

まず、ホームページ・ルールが廃止されています。すなわち、A法人の非共有情報とB法人の非共有情報へのアクセスが可能になり、改正前の⑥イが廃止されることになっています。ただし、A法人でアクセスした非共有情報を利用してB法人の顧客に対して勧誘する行為は禁止されています。

正式な手続（オプトインやオプトアウト）を経て共有された情報は「非共有情報」には含まれません。したがって、非共有情報について規制が残ることとなります。要するに、B法人が保有できない情報（共有が不可の情報）を兼職の地位を利用して入手し、B法人の顧客に対して勧誘行為をすることが禁止されているということかと思えます（改正前⑥ロの維持）。

関連して、これまでも何度か取り上げた金商業等府令153条1項8号（禁止行為）では、非共有情報を使った勧誘が禁止されています。そこでは、金融商品取引業者が親法人等から取得した顧客に関する非公開情報（共有の同意なしに提供したもの）を利用して金融商品取引契約の締結を勧誘することができないとなっています。

すなわち、法人の非公開情報の授受はしてはいけないのですけれども、それを提供したものがあ

った場合には、それを使って勧誘はできないというルールです。これは維持されているわけですが、今回のルールというものは、情報の提供自体はなけれども、兼職関係で両方の情報を入手できてしまう、こういうところを手当てした規定だというふうに理解できるのではないかと思います。

新ルールの下ではどういうことになるのかということですが、A法人とB法人の役職員の兼職・兼任はできます。ただし、前からできていたことですが、これに情報のアクセス制限があったわけですが、今回、この情報のアクセス制限がなくなりました。これにより、プロジェクトの総括責任者を置いて、両方の情報を集めて多様な業務・サービスの提供ができるようになります。

さらに、オプトアウト手続が前述のように相当簡素化されています。そのため、情報の共有は相当容易になりました。

このようなことから、今回の一連の改正で、銀証の垣根はかなり低下したことになるのではないかと思います。

なお、アクセスができるということにつきまして、誰でもその情報にアクセスできるわけではありません。

先の監督指針では、次のように規定しています。

「なお、証券会社等とその親子法人等の兼職者が、いずれかの兼職先の法人等が有する非共有情報（他の兼職先が同様の情報を有していないものに限る。）を当該他の兼職先における業務に関して顧客や役員等（当該兼職者と同様に兼職を行っている者を除く。）に伝えるといった行為は、これら法人間における非共有情報の授受に該当する。加えて、Need to Know 原則（Ⅲ-2-4(1)①）を踏まえ、そもそも兼職者による業務遂行上の必要性のない情報へのアクセスや兼職者間での当該情報の利用が行われなことを確保するための態勢が整備されているかという点にも留意する必要がある。

また、兼職者が新たに非公開情報を取得した場合、当該兼職者のいずれの兼職先の法人等に

おいて取得した非公開情報として取り扱うか、取得に至った経緯や顧客の認識を踏まえ、適切に判定するものとする。」

「Need to Know 原則」は、従来、あまり聞いたことがなかった原則ですが、にわかに脚光を浴びることとなりました。業務遂行上必要性のない情報へのアクセスができないようにしなさいというルールです。

「Need to Know 原則」は、「顧客等に関する情報へのアクセス及びその利用は業務遂行上の必要性のある役員に限定されるべきという原則」（監督指針Ⅲ-2-4(1)①）というものです。

パブコメなどでは、その業務遂行上の必要性をどうやって判断するのかと言われているわけですが、要するに、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるということで・・・、結局はよく分かりません（笑い）。必要性によっては、規制が強化されたり、逆に緩和されたりする可能性があるだろうと思います。

なお、松尾先生がWGで述べられたことですが、情報へのアクセスが「必要な場面に限られる」というのは当たり前の話でありまして、銀証ファイアーウォールに限らないというのは、当然ということになるだろうと思います。

最後に、検討したいことは、監督指針で一体どこまで規制をすることができるのだろうかということです。すなわち、法令で2008年の段階で兼職規制が廃止されていたわけです。それにもかかわらず監督指針で規制を及ぼすことは、実質的に法令の規制を狭めていることになっていたのではないかと。そうであれば、そのようなことが可能であろうか。言い方を変えますと、ホームページ・ルールは過剰規制であったかどうかということです。

この問題を検討するために、まず、監督指針というのは一体どういう性格のものであるかを知らなければなりません。これに関して、金融庁は次のように述べています（金融庁「金融検査・監督の考え方と進め方」（検査・監督基本方針）（平



成30年6月) )。

「監督指針は、法令の適用・解釈の明確化や許認可・行政処分等の手順を示したものである。こうした点について予見可能性を確保することは引き続き重要と考えられることから、監督指針については利用を継続する。」

これはどういう脈絡で出てきたかといいますと、いわゆる検査マニュアルが廃止された際に、監督指針はどうするのか、ということになり、それは引き続き必要というための説明として書かれたものです。この文章からも、法令を超えて規制することは不適切であるということになります。

この点について、おもしろい記述を見つけました。

「法律が兼職規制を廃止したのに、片方の情報にしかアクセスできない監督指針が『局あって省なし』の大蔵省の伝統に沿って他の局で作られている（とは夢にも知らず）」（大森泰人「不変の構図—ファイアウォール規制」金融財政事情 2021年4月13日51頁）

大森氏らしい、ウイットに富んだ文章で・・・、私が十分に理解できていない部分もあるかと思いますが、縦割りで、担当部署が違っていたためこういうものが生まれたと、言っているのかもしれませんが。

この問題につきましては、以前から批判がありまして、岩原先生なども、行政規制が見直されるべきではないかというようなことを言われていました（レジュメ記載の文献参照）。

## V. 「法人顧客」の情報と「個人顧客」の情報

最後に、法人顧客の情報と個人顧客の情報について、単に取り上げたいと思います。

今回の改正は、外国法人であれ、国内法人であれ、法人顧客についての情報共有の規制の緩和でありました。

ファイアウォール（情報授受規制）が導入された1992年の段階では、前述のように、共有に

は「書面による同意」が必要とされていました。もっとも、「顧客」の区別については特に言及がなかったように記憶しています。その後、個人情報の保護の機運が急速に高まりまして、ご存じのように、個人情報保護法が制定されました。このような中で、ファイアウォール規制緩和の主戦場は法人情報に移っていったということかと思えます。

銀行は、顧客情報の宝庫で、いろんな情報が入ってきます。最近になりまして、「情報の利活用」などと言われるようになりました。これも新しい言葉ですが、銀行業務が大幅に変容しています。付随業務を拡大して、情報バンクみたいなものができるようになりました。このような状況において、銀証間の情報共有規制が業務の足かせになり、銀行業界からの規制緩和の圧力が急速に強まったのではないかと思います。

個人情報が保護される根拠は何でしょうか、法人情報の保護との比較をしてみたいと思います。代表的な見解では、個人情報が保護される根拠は、人格権の保護、特にプライバシーの保護に関係しているということです。そうすると、法人には人格権やプライバシーはないと言われることになります。

プライバシー権というのは、私事をみだりに公開されない権利で、このような考えは、法学部に入ったら最初に勉強する「宴のあと」事件などで言われているところです。そういう観点からは、幸福追求権なども、法人に適用されないという議論と親和的になると思います。

それでは、法人の情報を全く保護しなくてよいかということ、経済的利益を損なう場合にのみ保護をすれば足りるという議論があります。逆に言いますと、経済的な不利益が生じない形であれば、その利用や第三者への提供は可能になると言えそうです。これは、利益相反防止態勢などが整備されていれば十分という議論と親和的になると思います。

他方で、「プライバシーの権利なども、法人に適用される」と書かれているものもあります。ま



た、「プライバシー権」については、前述のような狭い意味ではなくて、さらに拡張されて、「自己の情報をコントロールする権利・自己決定権」と解する見解も述べられるようになりました。

加えて、法人は、営業の自由が認められているということに関連して、情報をどう使うかというのも営業の自由の部類に入るといような見解もあり得るように思います。そうすると、法人の情報の共有も法人側として拒否できるという議論と親和的になると思います。

法人情報の提供（共有）が内部管理、違法行為の防止目的のためであれば、それは積極的に認めるべきです。これは、金融機関の健全性確保に役立つわけですし、ひいては「公益」に資するものだと考えられます。現在でも、内部管理等々の目的のためであれば、特に、同意は不要で、共有ができるというものになっています。

これに対して、金融機関のマーケティングで使うというような場合は、金融機関の収益を確保するという観点になりますので、これはある意味では「私益」ではないかと思えます。これらについては、「公益」として認められるレベルのとは評価できないのではないかと思います。

WG②では、「自社の情報が共有・利用される範囲については自社で把握・管理したいとの考えの下、一定の措置（オプトアウトの維持）を求める強い主張がある」と書かれています。要するに、これらの主張を無視できないというのがワーキング・グループの結論かと思えます。

その結果、今回の改正は、両者のバランスをとったものになっているのではないかと思います。すなわち、法人顧客の利益については、拒否できる権利は確保すべきで、したがって、オプトアウトの機会を維持する。他方で、金融機関の利益も考える必要がありまして、オプトアウトが非常に面倒くさい手続だったということですので、オプトアウトの手続を緩和する。これによって、事実上、かなりの範囲で情報共有ができるようになる。こういうところで落ち着いたという理解をしています。

今回の改正は非常に複雑で、報告も雑駁なものになりましたが、いろいろご教授いただければ幸いです。よろしく願いいたします。

~~~~~

【討 論】

○黒沼 川口先生、ご報告ありがとうございます。多岐にわたる内容を整理して、理解しやすくご説明いただいたと思います。

内容が幾つかに分かれますので、3つぐらいに分けて質疑応答をしたいと思います。まず、Ⅰ．ファイアーウォール（FW）規制の変遷とⅡ．外国法人顧客情報に関する FW 規制の緩和について、ご質問・ご意見を賜りたいと思います。いかがでしょうか。

【非公開情報の定義】

○黒沼 それでは、質問が出てくるまでの間、私の方で1点質問させていただきます。

「非公開情報」の定義について、前提となる話で恐縮ですが、金商業等府令に定義が載っているので、これを見ると、例えば M&A に関する相談をしたとか、あるいはファイナンスに関する情報というのは理解しやすいのですけれども、例えば融資に関する融資残高とか、預金残高とか、そういった情報はここに入っていないようにも読めるのです。でも、入っていないと、銀証のファイアーウォール規制としては意味がないように思っています、このあたりはどのように理解したらいいのか、お教えいただくと幸いです。

○川口 確かに、金商業等府令1条4項12号に定める「非公開情報」は、「投資判断に影響を及ぼすと認められるもの」などとあり、有価証券に関する業務に関連するものが中心になっています。もっとも、「親法人等若しくは子法人等の役員若しくは使用人が職務上知り得た顧客の有価証券の売買その他の取引等に係る注文の動向その他の特別の情報」も含まれますので、ここでいろいろなものが入る可能性があるのではないでしょう

か。もともとファイアーウォール規制を導入したとき、あるいはその後の展開において、証券規制の観点から規定が定められてきました。この点が、「非公開情報」の定義でも影響しているのではないかと思います。

○黒沼 「職務上知り得たその他の情報」というので全て入ってくるということですね。

○川口 はい。そうですね。

○黒沼 (金商業等府令1条4項)13号に「非公開融資等情報」というのがあって、非常に複雑な条文があるのですが、これと重なるものも入ってくるという、そういう理解でよろしいですか。

○川口 「非公開情報」と「非公開融資情報」は適用される規定が異なります。重なる部分もあるのかもしれませんが、いずれにせよ、情報授受規制においては「非公開情報」に含まれる範囲で規制が適用されることになるかと思います。

○黒沼 そうですね、分かりました。確認のためにお伺いしました。

【外国法人に関する規制緩和について】

○前田 レジユメの4ページのところ、WG報告書が外国法人に係る情報について情報授受規制の対象から除外すると提言した際に、ご報告の中では直接には触れられませんでしたけれども、括弧書きで書いていただいているように注記があり、「国内顧客に関する規制の潜脱が起きないように、適切な対応が求められる」とされています。ここで言っている「規制の潜脱」というのは、恐らくは、外国法人に係る情報の中に国内法人に係る非公開情報を混入させるといいますか、外国法人を介して国内法人に係る非公開情報を、情報授受規制を受けることなしに受領するようなことを念頭に置いているのではないかと思います。そういう潜脱のおそれに対して、今回の改正では特に手当てはされていないのでしょうか。つまり、「外国法人顧客に係る」の「係る」の解釈に結局委ねられたのか、いかがでしょうか。

○川口 確かに、おっしゃるように、この段階においては、国内法人についての授受規制は緩和

されていませんでしたので、外国法人について規制を撤廃する際に、それを通じてといいますか隠れみのにして、国内法人顧客に関する規制が潜脱されないようにという趣旨でこのようなものが記載されたと理解しています。

そして、潜脱防止について、何かルールがあるかという点については、内閣府令では、これについて特に規定はなかったと思います。監督指針で、内部管理体制の整備のなかで、潜脱が起きないようにするよといった規制があっても良いのかもしれませんが、現時点では、確認できませんでした。

○前田 よく分かりました。ありがとうございました。

○黒沼 それでは、私からもう一つ質問させていただきます。外国法人に係る情報の授受規制を撤廃するというのを、法律的に非公開情報の定義から外国法人に係るものを除くというやり方で行ったのですが、これって、立法技術的に見て妥当なやり方なのでしょうか。ちょっと疑問に思ったもので、ご意見があったらお聞かせいただけますか。

○川口 私も実はこのような手法はかなり異例という印象を持ちました。「非公開情報」はほかのところにも使われています。「非公開情報」の定義で外国法人に関するものを除外してしまうと、ほかの規制においても規制が外れてしまうこととなります。そこで、「非公開情報」が使われている他の規制を見つけて、影響があるのかどうか見てみましたが、私が調べた限りでは、影響がないのではないかと思います。

他方で、先ほど見ましたように、非公開情報を使った勧誘規制があるのですが、非公開情報のところで外国法人のものを外すことで、自動的に、この規制も適用されないことが可能になります。そのため、このような方法をとったのかもしれませんが。

○黒沼 ありがとうございます。

ほかに、外国法人に係る部分についてご質問等はありませんか。もしなければ、最後にまたお受

けすることもあると思いますので、それでは、Ⅲ．国内法人顧客に関するFW規制の緩和について、ご質問、ご意見をお受けしたいと思います。

【上場会社等の範囲】

○白井 川口先生、ご報告ありがとうございます。

先生の報告レジュメ 10 ページで、上場会社等について今回の新しいオプトアウト制度が適用されるという改正の趣旨を優越的地位による弊害という観点からご検討くださっている箇所ですが、私の理解が不十分であれば大変恐縮ですけれども、新しいオプトアウト制度の適用対象となるかどうかによりもたらされる大きな違いは、オプトアウトの機会の通知が不要かどうかという点にあると考えられそうです。

そうだとしますと、上場会社等に当たる場合には、オプトアウトの機会の通知を不要にすることの趣旨について、優越的地位による弊害云々という議論よりも、むしろもっと単純に、機会の通知がなくても、必要に応じてオプトアウトの手続をとることができるような態勢がある程度整った会社に対して適用されるという程度の意味で理解することもできるのではないかと思います。そういう理解で制度を捉えますと、川口先生が報告の中で「本当にそうなのか」と問題提起されておりました、コーポレートガバナンスの充実についての神作先生のご発言も十分に理解できる面があるという気もしたのですが、そのような理解についてはどうお考えになりますでしょうか。

○川口 私の思っていなかったような視点をご教示いただきまして、ありがとうございます。

報告書を読む限り、適用範囲を限定した理由として、金融機関の優越的地位による弊害を受けにくいという指摘はあったのですが、オプトアウトを使おうと思えば使えるような体制になっている会社というような記述がなかったものですから、先ほどのような報告になりました。もっとも、白井先生に指摘いただいた視点からは、ガバナンスが充実していることが重要と言えそうです。

ガバナンスの充実度と、オプトアウトの手続を使える体制というのがどこまでリンクするのか、これによって見解が異なることになるということでしょうかね。

○白井 川口先生が取り上げられた神作先生のご発言にひも付けて制度趣旨を理解するにはどうしたらよいかという観点で1つの視点を試しにお示しただけで、制度を全て矛盾なく説明できるかどうかは必ずしも自信のないところです。とはいえ、コーポレートガバナンスが充実している会社では、一般に社内の体制がある程度整っていると考えられるので、オプトアウトが自社にとって必要だと思えば、機会の通知がなくてもきちんとウェブサイトを見て確認できるような事務フローが整っている、または整いやすいとはいえそうかなと思いました。そのため、上場会社等については、機会の通知がなくてもよいというのが1つのすっきりした理解かなという気がしましたので、本当に感想を述べただけで恐縮ですが、発言させていただきました。

これに対して、報告書では、優越的地位による弊害の受けやすさという観点で議論を組み立てられているのですが、そのように考えると、確かに川口先生のおっしゃるように、子会社の場合や有報提出会社の場合はどう説明したらよいかというのは、私もよく分からないなという印象を持ちました。ご指摘、ありがとうございます。

○川口 ありがとうございます。

○黒沼 今の論点について、もしコメントとかご発言があれば、先に承ろうと思いますけれども。

○小出 まさに白井先生がご指摘になった部分を私も質問しようと思いましたが、この場で質問させていただきます。

私は、白井先生よりもさらに単純に考えていまして、確かに、報告書が優越的地位による弊害を受けにくいという要素を挙げられているので、そこも要素のように見えてしまうのですが、私は前者の方の、単純に「資金調達において資本市場を活用し」というところの方に肝があるのかなと。

要するに、証券会社や銀行と付き合いがあって、

これまでこういう銀証の営業みたいなものを受けた経験があり、なので、言われなくてもこういうオプトアウトの機会があることはある程度分かっているでしょうと、そういう会社がターゲットになっているのかなと思いました。ですので、上場企業だけではなく、有報提出会社とか適格機関投資家のように、ある程度ホールセール分野での銀行との取引があるということがターゲットになっているのかなと、物すごくシンプルに思っていました。

同時に、私は昔から、優越的地位の濫用という問題とこのオプトアウトという問題が本当に対応しているのかというのがよく分からないところがありまして、そもそもオプトアウトできるような、つまり銀行に対して自分のところの情報を共有するなど言えるところは、そもそも銀行に対して非常に強い立場を持っているところです。なので、ある意味、そもそもオプトアウトすら不要というか、営業されても、そんなものは要らんよと言えるところのような気がするのですね。

やはりポイントは、嫌なときは嫌だと言えるのですよと、そういうことを知っているかどうかと。要は、銀行取引や証券取引についての知識の有無というところだけなのかなとすごくシンプルに考えていました。

ですので、今回の区分けというのは、私としてはある程度理解できるかなと思ったところです。

以上です。

○川口 オプトアウトと優越的地位の濫用の関係は、確かに重要かと思います。今回、オプトアウト制度の手続が緩和され、以前に増して簡単に利用できるようになりました。従来のルールのもとでは、オプトアウトと言いながら、実質オプトインになっていたとの批判がありました。事前にオプトアウトが出来ることについて通知をしなければならぬ状況で、一応「どうですか」と企業側に聞かなければならなかった。企業側とすると、そこで嫌だったら、共有はやめて欲しいと言いやすかった。ところが、新しい制度では、企業側から積極的に、やめてくださいと言わなければなら

ないのですね。銀行との付き合いを考えると、かなり言いにくくなるのではないかと思います。

そうすると、拒否したいのだけれども、言えない、というような問題は、新しい制度のもと、より顕在化するのではないのでしょうか。そういう意味で優越的地位という視点は、やはり外せないように思いますが、いかがでしょうか。

○小出 ありがとうございます。

もちろん、機会という点ではそうなのかもしれないとは思っています。ですので、まさに機会という意味では、そういうことが言える機会があることが分かっているところが、今回ターゲットになったのではないかと思います。

逆に、そのような銀行から「どうしますか」と聞かれるということだけで、優越的地位の問題がクリアされるだろうかということ、ちょっとそれはまた別の問題のような気がします。銀行の方が非常に強いという状況であれば、「どうしますか」と聞かれても、やはり「ノー」とは言えないだろうという感じがしますし、逆に言えば、「ノー」と言えるようなところは自分から言えるだろうということを見ると、これまでの機会を与えてオプトアウトというものが、優越的地位の濫用に対する対処としては余り機能していなかったという事実認識というのが、今回の改正の背景にはあるのかなという感じもします。

私も、他方で、もちろん優越的地位の濫用の問題は非常に重要な問題だと思っていますけれども、これは情報の共有というところでやるのではなく、川口先生のご指摘のとおり、ほかの様々な利益相反に対する対応といったところで処理すべき問題のように思っていました。特に上場会社等については、今回の改正は、ちょっと銀行寄りなのかもしれませんけれども、ある程度納得できるのかなというふうには思ったところです。

しかし、大変重要な問題だというのは、私もそのとおりだと思います。

○黒沼 今の点について、私から一言お伺いしたいのですが、オプトアウトするかどうかの局面で、優越的地位が濫用されるかどうかというより

も、オプトアウト制にして一般的に情報の共有がされてしまうと、その後の取引において優越的地位の濫用を受ける可能性が高くなるので、そのことに配慮して適用範囲を限定したということではないのですか。

○川口 なるほど。オプトアウトをする、しないときの判断だけではなくて、その後の付き合いにおいて、その情報を使って優越的地位の濫用みたいなことが起こらないかということが核心ということですね。この点は、優越的地位の濫用の禁止の一般規定でも対処することになりますね。

○松尾 ご報告ありがとうございます。

WGでの私の理解したところを申し上げますと、大体白井先生、小出先生とのやりとりでおっしゃっていたことかなと思います。

当初は、法人全般について簡易化されたオプトアウトにするというのもあったようですが、ヒアリング等の結果、まだまだ銀行等には言いたいことを言えない法人も多い、特に規模の小さいところはそうだとすることも分かってきたので、「ノー」と言える力のあるところという意味で今回の線引きがされたということかと思えます。

その際に、確かにオプトアウトの手续等が、法務部等がしっかりしていきっちり分かる、どこに言えばいいか分かるかという意味で、ガバナンスの体制がしっかりしているというのももちろんあります。さらに、中小の会社、あるいは上場会社等に入らないところでも、オプトアウトの仕組み自体は分かっているけれども、やはり実際にはできないと。まさにそこに優越的地位の影響があるということも認識としてあったので、表現としては優越的地位の影響を受けるということが残っているのだと思います。

小出先生がおっしゃった、オプトインかオプトアウトかということは優越的地位の濫用の問題ではあんまり効果がないのではないかという点ですが、確かにいろいろ考え方はあると思います。ただ、今黒沼先生がおっしゃったように、本来規制すべきは、情報共有の後の、情報を用いてさらに優越的地位の濫用をするような、そういう

広い意味での利益相反の行為です。

逆に言えば、そこを規制すれば足りるということですが、今回の緩和に反対する証券会社の方からの意見としては、やはり情報共有の禁止の段階でオプトイン、オプトアウトとやっているのは違反の摘発がやりやすいということをおっしゃっていて、具体的な、実質的な利益相反行為、優越的地位の濫用的な行為を規制しようとする、まさにそれは表に出づらいたということをおっしゃっていました。

オプトアウトで共有されたくないと言っているのに、されてしまっているというようなことであれば、割と言いやすいし、その認定もしやすいのだけれども、その後の実質的な濫用行為の規制ということになるとなかなか難しいと。なので、入り口段階で規制していた改正前の規制の在り方というのはそれなりに有効だったと、そういう意見を述べておられました。実態どちらかは分からないのだけれども、そういう趣旨のご発言もあったということです。

以上です。

○川口 ありがとうございます。

今後、規制の適用をさらに適用を広げていくかどうか議論されると思うのですが、今回、ファイアーウォールを緩和した後、優越的地位の濫用が生じたか、実証的な検討が必要ですね。

今日は触れませんでした。優越的地位の濫用を防止するための体制がいろいろと強化されました。これに関連して、優越的地位の濫用防止に係る情報収集窓口というのが新たに創設されています。規制緩和の結果に関する情報収集しながら、さらなる規制緩和の在り方を検討していくという流れにあるのかなと思います。

【オプトアウト制度の改正の意義】

○伊藤 今回のオプトアウトについてのルール改正の意味合いがいま一つよく分からないところがあります。オプトアウトというのは、不同意の意思表示をやらない限りは、銀行としては情報を共有できるという制度なのだろうと思います。

川口先生のご報告では、レジュメの6ページで、オプトアウトが積極的に利用されていないというふうに現状の課題として書かれていますので、オプトアウトできるのに、やっている企業はそれほどないという現状だということで、まず認識しておいてよろしいでしょうか。

○川口 ええ。オプトアウトの手続が煩雑と言われていました。かつては、毎年、確認などをしなければなりません。この点は、批判され、緩和されています。しかし、全体として、オプトインと変わらないような厳しい規制になっていたという指摘です。

○伊藤 私としては、オプトインと変わらないということの意味合いがよく分からないのです。つまり、オプトアウトの場合、何も企業が言わなければ、情報が共有されますよと。しかも、オプトアウトを実際にやる企業がそれほどないとなれば、基本的に企業の情報は共有されているという現状だと思うのですね。

ところが、今回の改正はどのような改正かというところ、上場企業など一部の企業については、さらにオプトアウトの機会を知らせる度合いが低くなっているのですね。だから、余計オプトアウトがやりづらくなっているのではないかと思うのですけれど、こういう捉え方は間違っているのでしょうか。もっとオプトアウトさせたいのか、あるいは一部の企業についてはもっとオプトアウトしにくくしているのか……。

○川口 今までのオプトアウト制度は、確かに情報共有を拒否しない限りはそのまま使われてしまうのですけれども、それに対する説明事項なんか非常に多いということで、結局、最初から同意を得ているオプトインを必要とするというようなものと変わらなくなっているのではないかと思います。

○伊藤 なるほど。

○川口 それで、本来のオプトアウトを活用しやすくするように制度を改正したということか思います。

○伊藤 銀行としては、現在もオプトアウトは

企業がそうするものではないのだけれども、オプトアウトをやらない場合には、その代わりにいろいろと企業の方に説明をしてやらなきゃいけない。今回の改正は、そこを緩和しているということなのですかね。

○川口 そうですね。

○伊藤 ありがとうございます。

○黒沼 横から入って申し訳ないのですが、確認のためにお伺いしたいのですが、従来、上場企業もみんなオプトアウトしてしまっているという意味ではないのですね。

○川口 じゃなくて、金融機関側にとって、オプトアウトにしたいのだけれど、その手続が煩雑だったということかと思えます。

○黒沼 煩雑だったから、説明をせずに、オプトアウトにはなっていなかった、情報共有はできない状態だったと。

○川口 情報共有はできるのだけれど、手続が煩雑であったため、できなかったということかと思えます。

○伊藤 オプトアウトしない場合に、情報を共有するために、また別の手続が必要だということなのですかね。

○川口 そういことです。

○松尾 オプトアウトにしたと言うためには、満たさないといけない前提条件が多かったのです。こういう条件が整っていないと、そもそもオプトアウトにしたとは言えないという仕組みになっていて、そのオプトアウトの前提条件を満たすのが大変だったので、事実上オプトアウトにしていなかったということだと思います。

○伊藤 オプトアウトしていないとすると、情報は共有できるわけじゃないですか。

○松尾 そうですね。オプトアウトの機会を提供したと。オプトアウトしたら……

○川口 オプトアウトをしたら、情報を共有できなくなるのですよね。

○伊藤 原則は共有できる。それで、企業が共有してほしいというオプトアウトをすると、共有できなくなるはずなので、その理解が私は

全然できていないかもしれないので伺ったということ
ことです。

○川口 オプトアウトをされてしまうと、情報共有はできない。でも、オプトアウトについては、情報をいろいろと伝えておかなければならないルールになっていたということで、その手続が面倒くさかったということじゃないですか。

○松尾 オプトアウト・ルールの適用対象にするための手続が大変だったということですね。

○川口 そうそう。

○伊藤 それでは、オプトアウト・ルールが適用されない場合は、情報を共有できないのですね。

○川口 はい。

○伊藤 オプトアウト・ルールなのに、実質的には、情報共有できるのではないというのが幻想なのですね。

○松尾 オプトアウト・ルールに行くための手続が大変だったと、そう言えばいいのですかね。

○伊藤 そうしますと、それは、オプトアウトと言いながら、オプトアウトではないということなのですね。一般的なオプトアウトの意味からは外れると。分かりました。

○川口 今回の改正で、個別の通知をせずに、ホームページに載せておけば、情報共有ができるということになったので、情報共有がかなり進むということですね。

○伊藤 ありがとうございます。

○黒沼 ほかにいかがでしょうか。

もしなければ、最後の部分、ホームベース・ルールの緩和とまとめの部分、これらについてご質問、ご意見をお受けしたいと思います。

【情報に関する顧客の権利】

○小出 最後の「法人顧客」の情報と「個人顧客」の情報」というところは、大変重要なポイントなのだろうと思いますが、この点についてちょっとコメントをさせていただければと思います。

先生は、このあたりのことをいわゆるプライバシー権という憲法上の議論なんかを踏まえて詳細にご報告いただいたと思うのですが、もちろん、

そういった観点からの検討は重要だと思います。一方で、銀行が持っている様々な情報は、最近「財としての情報」などと言いますが、銀行のみによってつくられた情報ではなくて、顧客との様々な取引から生まれた情報というのは、その情報の生産に寄与した顧客の側も一定の権利を持っており、必ずしも銀行のみが、括弧付きの「所有権」を持っているものではないと考えられるというのが、最近の情報に対する権利について議論されているところだと思います。

そのように考えると、先生がご指摘のように、まさに情報というものが経済的に、特に金融業界においては大きな意味を持っているというときに、銀行の内部にある情報に対して、顧客が一定の範囲で、それは自分のものでもあるのだから、自分にもコントロール権を与えろと。場合によっては、例えばポータブルでよそに持って行って使うことを認めるというように、一定の権利を与えるべきだという主張というのは非常によく理解できるところだと思います。

ですので、そういった観点からも、こういったファイアーウォールみたいな話というのは、今後議論していく必要があるのかなと、先生のお話を聞いて思いました。

本当に感想にすぎませんが、以上でございます。

○川口 なるほど。小出先生に教えていただいた観点は、確かに、法人顧客が情報の利用を拒否できる重要な理論的根拠になりますね。貴重なご指摘をありがとうございます。

【ホームベース・ルールと兼職規制の関係】

○行澤 ホームベース・ルールと法令上の兼職規制撤廃との関係で、最初に前提的なことをお伺いしたいと思います。

法令上は兼職規制を撤廃しているのに、監督指針上は、今回の改正以前は、非公開情報についてA社、B社の兼職役員はアクセスもできないということが、今回の改正でアクセスができるようになったと。ところが、今回、反対法人の情報を利

用して顧客を勧誘することはできないというのは残ったということでした。こういうところが、法令上の兼職規制廃止と監督指針の抵触ということで指摘されているのでしょうかということをお伺いしたいのですが。

○川口 私、法令と監督指針との関係で問題だと言いましたのは、改正前、法律上、兼職ができるのに、監督指針で一方しか情報にアクセスできないとするのは、法令を超えた規制ではないかということでした。

他方で、勧誘規制については、法令上、もともと非共有情報を使った勧誘が禁止されていて、共有の同意なしに提供されたイレギュラーなもので勧誘することはできませんでした。今回の改正も、兼職関係の中で、通常の業務として、同意のない情報を入手することは可能になりましたが、それを使って勧誘することは許されません。改訂後の監督指針は、このようなことが起こらないように確保するための措置を講じることを求めるものです。すなわち、法令を補強するものなので、監督指針でできる範囲内のものではないかということなのです。

○行澤 ということは、現在改正された状況では、兼職規制廃止の法令上の問題と監督指針に矛盾はないというか、監督指針がオーバールールであるということは必ずしも言えないということではないのでしょうか。

○川口 必ずしも言えないのではなくて、問題は解消されたのではないかと思います。

○行澤 解消されたということですね。だから、非公開情報で同意されていない情報にアクセスできないとしていたものを、できるとしたことで両者が一致したと、こういうことですね。

○川口 はい。

○行澤 分かりました。どうもありがとうございます。

○松尾 今の改正前には監督指針は法令以上のことを要請していたのかという点ですけれども、改正前も、確かに兼職禁止はなくしていたのですが、非公開情報の共有というのは法令で禁止され

ていたわけですね。ですから、兼職を解禁した時点で、非公開情報の共有まで認めるという趣旨だったのであれば、それを監督指針、ホームページ・ルールで制限するというのはおかしいと思います。一方、必ずしも非公開情報の共有まで認めたという趣旨ではない、それ以外のところで兼職するメリットを活用すればよろしいという趣旨でしかなかったのだとすると、監督指針は、非公開情報の共有禁止の方を受けてのホームページ・ルールだったと理解すれば、矛盾はなかったのではないかと思います。それは結局、兼職禁止を解いたことの趣旨がどこまでだったのかということになるのかなと考えております。

○川口 確かに、兼職を認めた趣旨がどこにあったのかは重要ですね。兼職をすれば、両方の情報はいつでも利用できるはずで、それを監督指針でアクセス制限をかけるのはおかしいことになります。他方で、顧客の同意がない情報は、兼職をしたとしても、利用できないのは当然ですね。アクセス制限は、同意のない情報の利用を事前に予防するためのものと考えれば、新しいことを規定しているものではないとも言えそうです。形式的には、アクセスできないのはおかしいけれど（兼職は可能であるので）、実質的には、そのような規制でも弊害はないと言えるかもしれません。

【情報共有についての企業側のメリット】

○船津 オプトイン、オプトアウトという言い方をするとちょっと混乱すると思いますので、共有の同意と共有の停止の要請という形で申しあげさせていただきますと、共有の停止を要請することに関しては、恐らく企業の方は、メリットというか、デメリットをなくすという点があると思うのですが、共有を同意するという点について、企業は何かメリットはあるのでしょうかというのが質問です。

12 ページの企業グループの話で、企業グループでオプトアウトは頂点企業が一括してできるけれども、オプトインはできないのはなぜかという話がありましたが、私は何となく、共有の同意は企

業にとって何のメリットもないのに対して、共有の停止の要請については、損害を与えられかねないことをやめてもらうという点である種企業にとってのメリットがあるのではないかという気がしております。そういうことを考えると、新しいオプトアウト制度についての上場会社等の利便性というものも、共有の停止の要請さえ簡単にできれば、共有の同意の方は、個別に各企業に回ってもらえばいいという発想でいいのではないかなと思いました。

このあたり、会社法の議論でどのように考えるのがちょっと分からないところではあるのですが、少数株主等がいる場合について、頂点の会社、グループ親会社が例えばグループ全体に及ぶ内部統制システムを構築するというのは、マイナスを防ぐという観点から許される行為だと考えられますので、グループを代表して共有の停止を要請するという事はそれと同じようなことをしていると考えれば理解できます。しかし、共有の同意を一括して企業グループの頂点の会社がやるというのは、子会社の情報を勝手に使っていることにならないかなという気がしまして、それはやっぱり会社法的にも問題がある——私の感覚ですけれども——ような気がしていますけれども、いかがでしょうか。よろしくお願ひします。

○川口 船津先生のご意見は、企業側にとって、情報共有への同意というものにメリットがあるのかということですね。

例えばM&Aなどの場合に、銀行のできると証券会社のできることがあって、両者の間で情報共有できればスムーズな提案ができるといったことが言われます。事前の情報共有をしていると、金融グループから総合的なサービスを受けることが可能になるという説明をよく聞きます。具体的にどのような提案できるかは、分からないところはありますが、これらが事実であれば、いわゆるグループ企業でも同様で、持株会社が情報共有のメリットを判断することはあり得るのかなと思ひました。

○船津 ただ、16 ページで、法人情報の共有を

認める根拠の中には、会社のメリットという意味での私益は、先生は書かれていないような気がしたわけです。銀行側の話だけされていたのであって、それがどこまで重視されるべき要素なのかは私は懐疑的です。

○川口 分かりました。銀証の分離問題は、銀行側が、このようなメリットがあります、このようなデメリットが解消できます、といったことを示して進んできている議論なので、企業側からどういうニーズがあるのかとかという視点が不足しているかもしれません、実は、WGにおいて、事業会社に対するヒアリング結果が報告されていません（WG②21 頁参照）。これを見る限り、「銀行・証券会社で各々専門性が異なり、銀証連携によるメリットを感じない」、「サービスは個別案件毎に自社の財務部門等で判断するものであり、必ずしも一律にワンストップでの総合的なソリューションの提供を求めている」といった回答も多かったようです（「包括同意書による銀証連携により実際にメリットを享受できたとの回答もあった」とされているが、具体的な内容は分からない）。

○黒沼 それでは、今日のご報告の範囲のどこでも結構ですので、ご質問、ご意見がまだおありの場合は発言をお願いしたいと思います。

○川口 さきほどの企業にとってどういうメリットがあるのかというのは非常に重要な問題かと思ひます。

よく言われているのは、例えば銀行等は融資ができますと。他方で、証券の方では証券の発行を手伝いますと。それで、企業の財務状況に応じて両方適切なものを、情報共有をすることによってアドバイスができます、総合的なサービスができますというようなことが言われます。

もっとも、昔は、それがあかんと言われていたわけですね。すなわち、融資業務と証券発行業務の両方を手掛けてしまうと、いわゆる間接金融の融資の方ばかりを勧めて、証券の発行を勧めない。そういうことが結局証券市場の衰退になる。ドイツを見てみなさい、ユニバーサルバンクでそうな

っているじゃないか、だから銀証分離が必要というように言われてきたのですね。しかし、昨今は、その方にメリットがあるというように、変わってきているように思います。これは、今日では、優越的地位の問題で対処することになるのでしょうかね。

○船津 今の点に関してですけれども、銀行と証券が情報共有することで、お客さんが気づかなかったような提案を銀行や証券がしてくれるという、そういうニーズであるならば、むしろ簡易なオプトアウト手続の対象とすべきなのは、ファイナンス的にあまり能力のない企業であり、そういう企業にこそ、産業の発展といったマクロ的な目的からパターンリスティックな観点で金融側がもり立てていくのだという形の規制に進んでいく方が論理的なのではないかという気がしています。

しかし、そこはまた恐らく、先ほど先生がおっしゃったように濫用の話が出てくるので難しいのだろうなということで、こだわりますけれども、余りメリットはないような気がするということです。

○川口 船津先生のおっしゃるように中小企業には多くのノウハウはありません。そこで、確かに、大企業よりも、たとえば、事業再生などに関して総合的なサービスを受けるニーズは大きいかもしれません。他方で、大企業に比べて中小企業は間違いなく銀行の影響を受けます。優越的な地位との関係でどうバランスをとっていくのかという非常に難しい問題かと思えます。

○黒沼 2点、感想を言わせていただいでよろしいでしょうか。

今のお話は、なぜ変わってきたかということですけれども、銀行などの金融グループに属しているような証券会社と独立系の証券会社のビジネスモデルが相当変わってきて、両者の業務のすみ分けみたいなのができてきたから、証券界もこういう規制緩和を受け入れるようになったのではないのかなという印象を持ちました。それについて感想を聞かせていただければと思います。

もう一つは、結局ぎりぎり詰めて考えていった

ときには、企業の方から相談に来て、それに対して何か提案をするときには、相談に来たときに情報の共有の同意を得れば、次からは銀行業務と証券業務の両方を提案できるわけですね。ただ、そういうのはなくて、最初に企業の方に話を持ちかけるときに両方持っていけるかどうかという点で、要はなお違いはあるので、船津先生のようなお考えと違いがあるので、そこをどれぐらい重視するかという話なのかなと思いました。

○川口 前者は、証券業務のビジネスモデルが変わってきていて、銀行系と独立系ですみ分けができていけるのでは、というご意見でしたが、本当に、すみ分けが出来ていけば、多分こんなにもめないのではないかと思います(笑)。今回も独立系の証券会社はかなり規制緩和に抵抗しているようです。

業際問題は、結局パイの取り合いなのですね。公正な競争であればやむを得ないのですが、圧倒的に情報量が豊富な銀行グループのほうが有利になるという意識が、独立系の証券会社にはあるのではないのでしょうか。

後者については、確かに、金融機関側から、最初に話を持ち掛けるときに違いが出て来るように思います。

銀行側から提案するといった場合に、情報の共有ができていないような場面においては、なかなか総合的なサービスの提供はしにくい状態だったと思うのです。実質的にオプトインと同じ状況ということだと、まずは、同意を得た上で、総合的な提案をするということになります。同意を得る段階で、どのようなメリットがあるのか、説明が必要になります。今回の改正によって、情報の共有が当たり前ということになると、最初から総合的なサービスが提供できるようになります。この点でも金融機関側にメリットがあるかと思えますね。

○黒沼 ありがとうございます。

ほかにいかがでしょうか。

○松尾 ファイアーウォールのところについては、事前に全銀協の方、日証協の方と意見交換の

機会をというお話があつてさせていただいたのですが、日証協の方が非常に苦しそうでした。会員には、いわゆる専業の方と銀行系列があつて、今や力関係はほぼ拮抗していると。協会としては、一枚岩ではないので、どちらかの立場を進めるということができず、苦しそうにされていたのが印象的でした。

すみません、余計なことを申しました。

○川口 確かに、そもそも日本証券業協会は圧力団体ではないのですね。昔は証団協（証券団体協議会）というのがあり、学者を巻き込んで理論武装して、証券界として大きな声を上げていました。しかし、日本証券業協会というのは、ご存じのように認可法人になって、圧力団体としての表立っての活動はなかなか難しい状況です。他方で、銀行の方は全国銀行協会が理論武装をして、ガンガンと攻めてくるのです。なかなか防戦も大変かと思います。

それと、証券界も一枚岩ではなくなりました。大手の証券会社も銀行グループに入っているところがあつて、そういうところが独立系のものと一緒に歩調を合わせるといふのは難しくなっています。長年、この問題を見てきましたが、攻める銀行、守る証券という構図は変わりませんが、いろいろな点で、昔と様変わりしたという印象です。

○黒沼 貴重なお話、ありがとうございました。ほかはいかがでしょうか。

特になければ、少し時間は早いですけれども、充実した議論ができたと思いますので、今日の研究会はこれで終了したいと思います。

川口先生、それからご参加の先生方、どうもありがとうございました。

○川口 ありがとうございました。

- 金融審議会金融分科会第一部会報告「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」(2007年12月18日)
- 金融グループとしての総合的なサービスの提供の障害となり、利用者の利便性がええって損なわれている
- 金融グループとして要求される統合的リスク管理やコンプライアンスの障害となっている
- わが国金融機関の競争力の観点から見ると、欧米の金融グループとの競争条件を不利なものとしている
- 等として、FWの緩和を求める指論がある

- 外国金融機関との競争などは、FW規制導入にはなかつた観点
 - * グラム＝リーチ＝ブライリー法 (アメリカ) (1999年)
 - ・ グラス＝ステイヤー＝ガル法の改正 (銀証の系列化が促進)
 - ・ 情報授受規制を大幅に緩和
- 兼職規制の廃止 (2008年)
 - 利益相対管理体制の整備とセット
 - ・ 当局への事後届出制
 - ⇒ **ホームベース・ルール** (後述) が規定 (監督指針)
 - * ただし、上記第一部会報告では、これに関する記述はない

- 非公開情報の授受規制の緩和 (2008年)
 - ・ 規制緩和の内容
 - ・ 改正前 銀証間での顧客の非公開情報の共有
 - ・ 改正後
 - 原則として、書面による事前の同意が必要
 - ・ 個人情報＝**オプトイン** (積極的な同意を経て、情報共有を行う) を維持 (理由) 金融分野における個人情報保護の意識の高まりに十分留意が必要
 - ・ 法人情報＝**オプトアウト** (情報の共有を望まない顧客に不同意の機会を与えること) を付与→不同意の意思表示をしない限り、情報共有が可能に (理由)
 - 「欧米で特段の規制がない、顧客にもメリットがある、同意の手続きが煩雑」 (規制の緩和要因)
 - +
 - 「法人顧客の中にも、自己の情報についての共有を拒みたいケースがある」 (規制の維持要因)

- オプトアウトの機会があることの顧客への通知方法
 - ・ 上記第一部会報告
 - 「事前同意は不要であるが、顧客に明確にオプトアウトの機会を付与する」
 - ・ 立案担当者 (鈴木謙輔＝矢原雅文「ファイアーウォール規制の見直し・利益相反体制の構築に係る政令・内閣府令等の概要」商事 1859号 19頁)
 - 「一般的に、法人顧客に個別に知らせず、**ホームページで公表**を行っただけでは、対象となる法人顧客が自己にオプトアウトの機会が与えられていることを明確に認識できないことから、オプトアウトの機会が適切に提供されているとは

- 金融審議会市場制度ワーキング・グループ第一報告および第二報告にもとづく諸施策 (2)
- 一 銀証ファイアーウォール規制の見直し
 - 同志社大学 川口恭弘
- 1 ファイアーウォール (FW) 規制の変遷
 - 1 FW規制の導入
- ・ 業態別子会社方式の採用 (1992年の金融制度改革)
 - 銀証分離規制の緩和

- 銀行法上の規制
 - 趣旨：銀行の健全性の維持
 - * 金融制度調査会「新しい金融制度について」(1991年6月)
 - ・ 自由な選択と競争の促進→効率的な金融制度の構築
 - ・ FW→制度見直しの意義を減殺しないように**必要最小限のものにとすべき**
 - * 銀行法13条の2第1号
 - 銀行の取引の通常条件に照らして、当該銀行に不利となる取引の禁止
 - 同第2号、銀行規14条のII第2号
 - 特定関係者との間で行う取引で、その条件が当該銀行の取引の通常条件に照らして、当該子会社等に不当に不利益を与える取引の禁止
 - * 特定関係者＝銀行の子会社、銀行持株会社、銀行持株会社の子会社
 - ⇒ いわゆる「アームズ・レングス・ルール」

- 証券取引法上の規制
 - 趣旨：証券会社間の公正な競争の確保
 - 銀行の影響力 (直接的・間接的) が懸念
 - ・ 利益相反取引の防止
 - ・ 顧客の適切な保護 など
 - * 証券取引審議会「証券取引に係る基本制度的在り方について」(1991年6月)
 - **10項目 (+1項目 (銀行の場合) のFW**＝証券取引法令 (当時) として規定

- FW規制の緩和 (証券取引法・金融商品取引法上の規制)
 - ・ 共同訪問の禁止、**メインバンクFW**の廃止 (1998年)
 - 銀行が過去2回以上主受託会社を務めた場合、系列証券会社は引受主幹事になれない
 - ・ 規制の趣旨＝銀行の影響力で系列証券会社が競争上優位に
 - ・ 廃止の理由＝規制の実効性に欠けるなど

場合には、責任の所在が不明確になることの問題点や、そのような認識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性があり、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継続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ことが考えられる。

II 外国法人顧客情報に関するFW規制の緩和

I WG報告書(WG①)の内容
 「**外国法人顧客**に係る非公開情報等については、情報授受規制の対象から除外することが適当と考えられる。」(注記：国内顧客に関する非公開情報等については、今後引き続き検討を進めていくものであり、上記の「対象から除外する」範囲については、国内顧客に関する規制の潜脱が起きないよう、適切な対応が求められる。)(理由)

- ① 海外規制との同等性の確保、海外金融機関との国際競争力強化等の観点から、緩和する方向での検討が望ましい
- ② 諸外国において利益相反管理等の顧客保護に係る取組みが進展している中、当該顧客が経済活動を行う国における規制に乗せて本邦規制を課す必要性は必ずしも高くない
- ③ 海外金融機関との競争の観点からの緩和
 - 対象は外国法人顧客に係る非公開情報等に限定
 - ・ 情報共有規制の緩和＝日本の銀行業界の悲願
 - 銀証間に激しい攻防→この段階で合意が出来たものは外国法人顧客の非公開情報等

2 改正(外国法人顧客情報の授受規制の撤廃)

- ・ 金商法 44 条の 3 第 1 項(親法人等・子法人等が関与する行為の制限)
 - 4 号 禁止行為→内閣府令
 - (改正前)
 - ・ 非公開情報の授受規制(金商法等法令 153 条 1 項 7 号)
 - 「有価証券関連業を行う金融商品取引業者(第一種金融商品取引業者)が発行者等に関する**非公開情報**を当該金融商品取引業者の親法人等若しくは子法人等から受領し、又は当該親法人等若しくは子法人等に提供すること **(次に掲げる場合において行うものを除く。)**
 - イ 当該金融商品取引業者又はその親法人等若しくは子法人等による非公開情報の提供についてあらかじめ当該発行者等の**書面による同意**がある場合(発行者等が外国法人(。))であつて、かつ、当該発行者等が所在する国の法令上この号に規定する行為に相当する行為を制限する規定がない場合において、当該発行者等電磁的記録により同意の意思表示をしたとき又は非公開情報の提供に関し当該発行者等が締結している契約の内容及び当該国の慣習に照らして当該発行者等の同意があると合理的に認められるときは、当該発行者等の書面による同意を得たものとみなす。)

いえないものと考えられる。」

- ④ FWの緩和(のポイント)
 - ・ 顧客情報の保護に一定の配慮
 - **個人情報と法人情報を区別**
 - ・ 銀行系別の証券会社の「**事実上の優位性**」に対する**配慮**は後述
 - ・ 他方で、**優越的地位の濫用**については規制強化
 - ・ 銀行法(禁止行為)(従前から)
 - ・ 当該銀行または特定関係者の営む業務に係る取引を行うことを条件として、信用供与等を行うこと(銀行法 13 条の 3 第 3 号)
 - ・ 銀行としての取引上の優越的地位を不当に利用して、取引の条件または実施について不利益を与える行為(同第 4 号、銀行規 14 条の 11 の 3 第 3 号)
 - ・ 金融商品取引法(禁止行為) ← **2008 年の内閣府令の改正**
 - ・ 有価証券関連業を行う金融商品取引業者(第一種金融商品取引業者)に限定する者が、その親銀行等または子銀行等の取引上の優越的地位を不当に利用して金融商品取引契約の締結またはその勧誘を行うこと(金商法 44 条の 3 第 4 号、金商法等法令 153 条 1 項 10 号)

* グループ銀行等の優越的地位の濫用規制の実効性を確保するため
 → 金融商品取引業者だけでなく、その親銀行等に対しても、証券取引等監視委員会の検査が可能に(金商法 56 条の 2 第 1 項・第 4 項)

・ 「成長戦略フォローアップ」(2020 年 7 月 17 日閣議決定)
 「我が国金融機関と海外金融機関との競争上のイコールフットイングを確保し、我が国金融・資本市場の態向上を図る観点から、『**外国法人顧客**』に関する情報の銀証ファイアーウォール規制の対象からの除外等については検討すべきである。なお、**国内顧客**を含めたファイアーウォール規制の必要性についても公正な競争環境に留意しつつ検討する。』

3 今回の改正

- ・ 金融審議会・市場制度 WG 第一次報告(WG①)
 - 副題「世界に開かれた国際金融センターの実現に向けて」(2020 年 12 月 23 日)
 - 外国法人顧客情報**に関する FW 規制(情報授受規制)の緩和【本日の検討対象→II】
- ・ 金融審議会・市場制度 WG 第二次報告(WG②)(2021 年 6 月 18 日)
 - 副題「コロナ後を見据えた魅力ある資本市場の構築に向けて」
 - 国内法人顧客**に関する FW 規制(情報授受規制)の緩和【本日の検討対象→III】
 - 大規模会社を対象
 - 中堅・中小企業、個人顧客に関する FW
 - 「今後当ワーキング・グループにおいて引き続き検討していく課題であると考えられる」
- ・ 市場制度 WG 「中間整理」(2022 年 6 月 22 日)
 - 「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を検討を行う

- ・ 金融法 44 条の 3 第 1 項 4 号 (禁止行為)
- ・ 非公開情報の授受を禁止 (金商法等府令 153 条 1 項)
- ・ 例外として、「書面による同意」がある場合などが規定 (同条同項イなど)
- ・ 法人顧客について、『非公開情報の提供』の停止を求める機会を適切に提供している場合
→ 「書面による同意」があるものとみなす (同条 2 項)

- ・ FW規制の課題
(現状の課題→銀行業界からの主張?)
- ・ オプトアウト (監督指針に手続が規定) について、顧客に対する説明事項が多い等、負担や利便性からオプトインと大差がない等
→ 積極的に利用されていない
- ・ 欧米にはない情報共有の禁止が過剰な規制
→ 日本の国際金融センターとしての魅力向上にとっての阻害要因
- ・ 顧客に対する総合的な金融サービスの提案・提供を阻害
→ 顧客・金融機関双方にとって、手続き・管理面の負担が大き

- (緩和した場合の課題→証券業界からの主張?)
- ・ 国際水準の顧客情報・利益相反の管理が必要
- ・ 銀行による優越的地位の濫用の懸念
→ 金融サービスの質に基づく競争が必要
- ・ 規制の在り方 (WG②)
- ・ 対象とする法人に係る非公開情報等の共有について、当該法人の同意を不要とする (ただし、当該法人からの停止の求めには応じる必要がある)
- 現行のオプトアウト (みなし同意の規定) は廃止
新たなオプトアウトでは、極力手続きを簡素化 (たとえば、オプトアウトの方針を自社のウェブサイトに掲載するだけで良いなど)
- ・ 対象とする法人について、大企業とその他の中堅・中小企業とは区別する必要がある (この指摘を踏まえることが重要)
- 上場会社 (グループ) 等を対象として見直しを行うことが適当
- ・ ホームベースルールの廃止 (後述)
同ルール=非公開情報を用いて業務を行う部門を兼職している役員は、いずれか一方の業務規制の見直しの趣旨が確保されるよう、本規制の撤廃を行うことが適当
→ 兼職規制の見直しの趣旨が確保されるよう、本規制の撤廃を行うことが適当
- ・ 外務員の二重登録禁止規制の廃止 (証券会社と登録金融機関に所属できるか?)
外務員登録=1社専属性 (所属する金融機関を代理して行う権限を有している)
→ 見直しした場合、責任の所在が不明確になる等といった問題点や、ど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の検討が必要→見直しの必要性を含め、今後さらに議論を行う必要がある (要するに、先送り)

* アメリカでの規制 (情報授受規制)
グラム=リーチ=プライリー法 (1999 年)
→ 金融グループ内での授受に制限なし (第三者 (グループ外) との授受=オプトアウト)

- ④ 非公開情報の授受を禁止
- ・ 書面による同意がある場合に禁止を解除
→ 外国法人であっても、原則として、書面の同意が必要 (「みなし規定」あり)
* 「外国法人」=外国法に基づき、日本国外で設立された法人

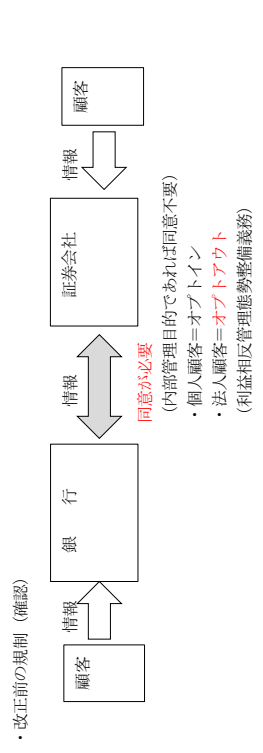
- ・ 「非公開情報」の定義 (金商法等府令 1 条 4 項 12 号)
「発行者である会社の運営、業務若しくは財産に関する公表されていない重要な情報であつて顧客の投資判断 (・・・) に影響を及ぼすと認められるもの又は自己若しくはその親法人等若しくは子法人等の役員 (・・・) 若しくは使用人が職務上知り得た有価証券の売買その他の取引等に係る注文の動向その他の特別の情報をいう。

- (改正後)
- ・ 非公開情報の授受規制 (同)
- イ 当該金融商品取引業者等又はその親法人等若しくは子法人等による非公開情報の提供についてであつて当該発行者等の書面による同意がある場合
④ () 内が削除=「書面による同意」自体不要になったため、「みなし規定」は不要に

- ・ 「非公開情報」の定義 (同)
「特別の情報」の後に、以下を挿入
「これらの情報のうち外国法人 (・・・) に係るものを除く。」をいう)
④ 「非公開情報」から「外国法人に係るもの」を除外
→ 非公開情報の授受規制 (金商法等府令 153 条 1 項 7 号) の適用自体を排除
= 規制なく授受が可能に (オプトアウトも不要)

- ④ 当該国内府令では、別の箇所でも「非公開情報」の規制を定めている
(例) 有価証券運業を行う金融商品取引業者が親法人等から取得した顧客に関する「非公開情報」を利用して金融商品取引契約の締結を勧誘することが禁止される (金融法 44 条の 3 第 1 項 4 号、金商法等府令 153 条 1 項 8 号)
→ 外国法人の情報が「非公開情報」から外れるので、自動的に上記の禁止が解除される

III 国内法人顧客に関するFW規制の緩和
1 WG報告書 (WG②) の内容



本体における 銀行と証券の兼営 役員員の兼職	日本 X	アメリカ X	ドイツ O
金融グループ内 における顧客の 非公開情報共有	顧客が提供停止を 求めるまで顧客の 同意があったもの とみなす 事前同意	特段の規制なし 信用残高等に関す る情報は顧客が不 同意の場合共有を 制限	特段の規制なし 事前同意
利益相反への対応	利益相反管理体制 の整備	利益相反管理体制 の整備〔FRB監督 マニュアル〕	利益相反管理体制の整 備〔BaFin通達〕

金融子・事務局説明資料「金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等のあり方」
 (令和2年10月26日)

* アメリカでも、一部ではオプトイン制度を採用する州あり（カリフォルニア州）
 個人情報保護に重点を置く州（個人情報保護の観点）

2 改正（上場会社等の非公開情報の授受規制の緩和）

- 非公開情報の授受の禁止規定の例外を追加
 金融業等府令153条1項7号（禁止行為）
 以下を追加（禁止行為の適用除外）
 「ヌ 当該金融商品取引業者又は当該親法人等若しくは子法人等が当該発行者等（123条1項18号ト(1)から(4)までのいずれかに該当する者に限る）の求めに応じて当該非公開情報の当該親法人等若しくは子法人等又は当該金融商品取引業者への提供を停止することになっている場合であつて、その旨について、あらかじめ、当該発行者等が容易に知り得る状態に置いているとき（その求めがある場合を除く。）」

監督指針（金融業者等向けの総合的な監督指針IV-3-1-4 (2)）①ー新設

「上場企業等が容易に知り得る状態」
 → 「上場企業等が知ろうと思えば、時間的にも、その手段においても、容易にこれを知らることができると考えられる、例えば、上記の各事項について店舗での常時提示及びホームページ上の常時掲載を行っている場合等がこれに該当すると考えられる。」

* 「上記の各事項」

- 授受を行う非公開情報の範囲
- 授受を行う親法人等の範囲
- 非公開情報の授受の方法
- 提供先における非公開情報の管理の方法
- 提供先における非公開情報の利用目的

- オプトアウトする場合に必要な手続きおよび連絡先
 - 非公開情報の授受を停止した場合における当該非公開情報の管理方法
- 改正のポイント
- 新しいオプトアウト制度の創設
 - 従来のオプトアウト制度（監督指針IV-3-1-4 (1) ①ー⑥）
 - 「オプトアウトの機会のお知らせ」
 - 「明確に認識できるような手段を用いること（契約締結時交付書面など）」
 - 「オプトアウトの機会に関する情報」
 - 店舗での掲示・閲覧やホームページへの常時掲載
 - 新しいオプトアウト制度（監督指針IV-3-1-4 (2) ①ー⑥）
 - 「上場会社等」に限って、「オプトアウトの機会のお知らせ」は不要
 - 金融業等府令123条1項18号ト(1)から(4)までのいずれかに該当する者（適用対象についての検討は後述）
 - 「オプトアウトの機会に関する情報」
 - 「容易に知り得る状態」に置いているか
 - 「店舗での常時提示及びホームページへの常時掲載」等が該当する
 - 「店舗」＝上場会社等の従業員が来訪することが合理的に予想される事務所の窓口等
 - （例示→上場企業等が知ろうと思えば、容易に知ることができると考えられるもの）
 - （オプトアウト回答14）
 - 「ホームページへの常時掲載」のみでもOK（オプトアウト回答13）
 - ・上記監督指針では、「店舗での常時提示」及び「ホームページへの常時掲載」
 - 法人情報に関する従来のオプトアウト制度は維持
 - 上場会社等以外は、従前の規制（従来のオプトアウト制度）が適用される
 - 従来のオプトアウトを認める規定（金融業等府令153条2項）は存置
 - * 「書面による同意」に加えて「電磁的記録による同意」も認める

法人顧客（上場会社等）	法人顧客（左以外）	個人顧客
新しいオプトアウト	従来のオプトアウト	オプトイン

* 関連資料

- ① Bank of America「当グループ会社との非公開情報の共有について」
 → 改正を反映したもの
- ② 株式会社三菱UFJフィナンシャルグループ他「情報相互提供停止の通知」
- ③ 株式会社みずほ銀行・みずほ証券株式会社「情報提供停止申込書」
 → いずれも従来型のオプトアウトに関するもの

* 関連する改正（金融業等府令153条1項8号）
 （改正前・禁止行為）
 「有価証券関連業を行う金融商品取引業者（第一種金融商品取引業者に限る。）が、

その親法人等又は子法人等から取得した顧客に関する非公開情報（当該親法人等又は子法人等が当該顧客の書面による同意を得ず提供したものに限り）を利用して金融商品取引契約の締結を勧誘すること」

(改正後・同)

「有価証券関連業務を行う金融商品取引業者（第一種金融商品取引業者に限る。）が、その親法人等又は子法人等から取得した顧客に関する非公開情報（当該親法人等又は子法人等が当該顧客（123条1項18号(1)から(4)までのいずれかに該当する者に限る）の求めに応じて当該非公開情報の当該金融商品取引業者への提供を停止することとしている場合であって、その旨について、あらかじめ、当該顧客が容易に知り得る状態に置いているとき（その求めがある場合を除く）における当該非公開情報以外のものであつて、当該親法人等又は子法人等が当該顧客の書面又は電磁的記録による同意を得ず提供したものに限り。）を利用して金融商品取引契約の締結を勧誘すること」

・「上場会社等」の範囲（金商法等府令123条1項18号(1)から(4)→新設）

- (1) 「上場会社等」およびその「子会社等」
 「上場会社等」＝金融商品取引所に上場されている有価証券の発行者等（店頭売買有価証券・取扱有価証券を含む）（金商法163条1項、同施行令27条の2）
 「子会社等」＝「親会社等」によりその財務および営業・事業の方針を決定する機関（意思決定機関）を支配されている他の会社等（金商法15条の16第3項）
- (2) 「上場しようとする株式会社およびその「子会社等」
 →上場の意思の適切な確認を要する（日常的なコミュニケーションを通じて確認することと+期間を定めて定期的に確認すること等（パブコメ・回答3））
- (3) 「有価証券報告書提出会社」およびその「子会社等」
- (4) 「適格機関投資家（保有有価証券残高が10億円以上であることから金融庁長官に届出をして適格機関投資家となった者を除く）およびその「子会社等」

・新しいオプトアウト制度の適用を「上場会社等」（およびその「子会社等」）に限定した理由
 「資金調達において資本市場を活用し、金融機関の優越的地位による弊害を受けにくくいと考えられる上場会社等」に対して金融サービスの提供を行う、いわゆる投資銀行業務や大企業向け商業銀行業務について、本規則の見直しに着手することが重要（WG@15頁）

⇒「資金調達において資本市場の活用」を理由としているのはなぜ？

WG@23頁注77

「上場企業（グループ）」等に対して金融サービス（M&A、社債引受、株式引受、クロスファンクショナル市場取引（等）が提供される、いわゆる資本市場）においては、
 ①事業法人のニーズや事業環境に応じ、定型的サービスのみにならず、個性の強いオーダーメイドの金融サービスの提供が行われることが多いこと、
 ②クロスボーダーの取引や金融サービスの提供が行われることも多く、国際的なルールとの整合性を図る必要が高いこと
 等の性質がある」

→情報共有のメリットがある業務は、資本市場に関するもの（M&Aなど）

- ⇒上場会社等は上記の趣旨に合致するか？
 →銀行と対当の立場で交渉が可能との立場？
- ⇒上場会社等の「子会社等」にも適用することは上記の趣旨に合致するか？
 子会社が上場していれば、「上場会社等」に該当
 →非上場の子会社等が対象
 →親会社（上場会社等）が銀行と対当の立場であれば（上記）、子会社も優越的地位による弊害を受けにくい？
- ⇒「有価証券報告書提出会社」にも適用することは上記の趣旨に合致するか？
 有価証券報告書提出会社（金商法24条1項）
 ・上場会社（それに準ずるもの）→「上場会社等」でカバー
 ・募集・売出しを行った会社
 ・外形基調に該当する会社
 →投資家に対して情報開示が必要な会社
- * 有価証券報告書提出会社は法定開示が義務づけられる→当然に、利害関係者がある程度多い→当然、コーポレートガバナンスについても一定の対応がなされている（WG第11回議事録（神作委員発言））
 →なので、優越的地位による弊害を受けにくい（ということか？）
- * 社外取締役の選任が義務づけられる会社（会社法327条の2）
 →有価証券報告書提出会社は、不特定多数の株主が存在する可能性が高い
 →社外取締役による業務執行者に対する監督の必要性が高
 （坂本三郎編著「一問一答・平成26年改正会社法」82頁）

- ⇒適格機関投資家を含めることにしたことは上記の趣旨に合致するか？
 適格機関投資家＝有価証券に関する投資にかつる専門的知識および経験を有する者
 ⇒投資に精通していることが、簡易なオプトアウト制度を許容する理由になるのか？
 ⇒保有有価証券残高が10億円以上で届出により適格機関投資家となった者を除外する理由？
 * 「事業法人・個人に該当する可能性の高い類型として一定の者を除き、その子会社とあわせて、これらの者の非公開情報等を今回の改正による新たなオプトアウト制度の対象とするものです」（パブコメ・回答6）
 ・個人はもとより新しいオプトアウト制度の適用外
 ・事業法人を除くことが目的
 →適格機関投資家のうち「金融機関」などを規制の対象とする趣旨か？
 （上場会社でも有価証券報告書提出会社でもない金融機関）

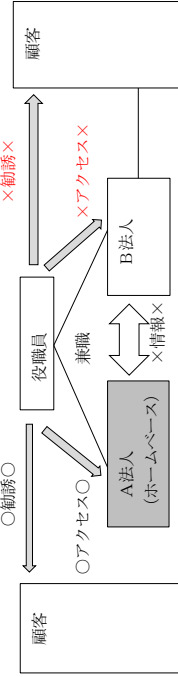
・個人情報保護法上のオプトアウト制度との比較

27条1項
 個人情報取扱業者は、次に掲げる場合を除くのほか、あらかじめ本人の同意を得ないで、個人

- 一括してオプトアウトにかかるとはならない。→オプトインが原則
- 頂点企業が非上場会社の場合、傘下の企業(上場会社等)についての一括オプトアウトは可能か?
 - 否定されるものではない(パブコメ18)
 - 対象は子会社等(上場会社等)で、親会社等は当該子会社等を支配していることが理由?
- グループ一括でのオプトイン手続きについては押段定めていないため、傘下の企業ごとに同意をとる必要がある(パブコメ21)
 - オプトアウトとオプトインで何が異なるのか?
 - ・子会社等が親会社等の指揮命令下にある点は同じ
 - ・「上場企業等の利便性」という趣旨は同じでは?

IV 従業員の兼職規制(ホームベースルール(HBルール))の緩和
 1 改正前

- ・2008年に従業員の兼職規制が撤廃(前掲)
 - これに関連して、**監督指針(金融業者等向けの総合的な監督指針)**でHBルールが規定
- ・改正前の監督指針(IV-3-1-4(2))
 - 親法人等との非公開情報の授受に係る留意事項
 - 証券会社等が、金融業等附令第153条第1項第7号及び第8号並びに同条第2項に基づき、親法人等との間で顧客の非公開情報の授受を行うに当たっては、以下に以下の点に留意する必要がある。
 - ⑥ 証券会社等又は非公開情報の授受を行う親子法人等の営業部門その他の非公開情報を用いて業務を行う部門の従業員について、以下の措置が講じられているか。
 - イ、当該従業員が、当該証券会社等又は非公開情報の授受を行う親子法人等のうち、一の法人等が管理する非公開情報以外の非共有情報にアクセスできないこと
 - ロ、当該従業員が、そのアクセスできる非共有情報を管理する法人等以外の法人等が非共有情報を管理する顧客に対して、当該非共有情報を用いて**勧誘等を行わないこと**



*平成21年監督指針改正に関するパブコメ
 ・A法人が管理する非共有情報のみアクセスできる職員は、A法人の業務に関してのみ、非共有情報にかかるとはならない(勧誘が認められる(p.55・3番))

個人情報を第三者に提供してはならない。→オプトインが原則

個人情報取扱事業者は、第三者に提供される個人データについて、本人の求めに応じて当該本人が識別される個人データの第三者への提供を停止することとしている場合であつて、次に掲げる事項について、個人情報保護委員会規則で定めるところにより、あらかじめ、**本人に通知し、又は本人が容易に知り得る状態に置くとともに、個人情報保護委員会に届け出たときは、前項の規定にかかわらず、当該個人データを第三者に提供することができる。**

→一定の場合に、オプトアウトを認める(条件)

- 「本人への通知」or「本人が容易に知り得る状態に置く」
- + 「個人情報保護委員会に届出」(令和2年の改正)

- ・「本人が容易に知り得る状態」
 - 「ウェブページ画面中のトップページから」1回程度の操作で到達できる場所への掲載等が継続的に行われていること(該当する例)(経済産業省「ガイドライン1-(11)」)
 - 「ホームページへの常時掲載(銀証FV規制)では不十分?
 - ・オプトアウト手続が認められない個人情報(同法27条2項(但書き))
 - ・要配慮個人情報(同法2条3項)
 - ・不正取得された個人データ
 - ・オプトアウト手続きで取得した個人データ
 - 個人情報保護法のもとオプトアウトが認められている個人情報であっても、銀証FVとしてオプトアウトが必要

○金融分野における個人情報保護は特別か?

(例)信用情報

- ・アメリカ法でも保護の対象
- ・個人情報保護法でも特別の配慮

(参考)

*個人情報保護委員会・金融庁「金融分野における個人情報保護に関するガイドライン(令和4年4月)」
 「金融分野における個人情報取扱事業者は、与信事業に係る個人の返済能力に関する情報を個人信用情報機関に提供することに当たって法23条2項(現行27条2項)の規定を適用しないこととし、前項に従い本人の同意を得ることとする。」(同ガイドライン11条3項)

・新しいオプトアウト制度を利用する上場会社等の便宜

- ・オプトアウトをする際の「取るべき手続き」
 - 書面での通知、電子メールの送付、タブレット端末等を用いたウェブページ上のフォームへの入力など、上場会社等の利便性を考慮しなければならぬ(監督指針IV-3-1-4(2)⑤)
- ・頂点に立つ企業(たとえば、持株会社?)が当該グループに属する企業全体を代表してオプトアウトすることを求めた場合

しに提供したものを)を利用して金融商品取引契約の締結を勧誘すること
 →法人間には情報の提供があった場合のケース
 ≒上記ルールは、(提供がないもの) 兼職関係で入手できる場合をカバー

- (新ルール)
- ・ A 法人と B 法人の役職員を兼職・兼任 (情報のアクセス制限なし)
 →プロジェクトの総括責任者
 - ・ オプトアウト手続きの簡素化
 →情報の共有がより容易に
 ≒銀証の垣根は一層低下

・改訂後・監督指針 (同)
 「なお、証券会社等とその親子法人等の兼職者が、いずれかの兼職先の法人等が有する非共有情報 (他の兼職先が同様の情報を有していないものに限る。)を当該他の兼職先における業務に関し、顧客や役員等 (当該兼職者と同様に兼職を行っている者を除く。)に伝えるといった行為は、これら法人間における非共有情報の授受に該当する。加えて、**Need to Know 原則 (III-2-4(1)①)**を踏まえ、そもそも兼職者による**業務遂行上の必要性のない情報へのアクセス**や兼職者間での当該情報の利用が行われないことを確保するための進捗が整備されているかという点にも留意する必要がある。
 また、兼職者が新たに非公開情報を取得した場合、当該兼職者のいずれの兼職先の法人等において取得した非公開情報として取り扱うか、取得に至った経緯や顧客の認識を踏まえ、適切に判定するものとする。」

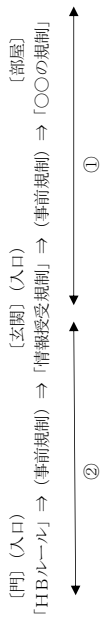
- ・ **Need to Know 原則**
 「顧客等に関する情報へのアクセス及びその利用は**業務遂行上の必要性のある**役員に限定されるべき」という原則 (III-2-4(1)①)
 ・ 業務遂行上の必要性とは?
 顧客の利益・目的・意思 (同意の有無を含む)、業務内容等に鑑み、正当な必要性が認められる否かを踏まえ、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべき (パブコム63)
 →「必要性」の判断によっては、規制が厳格化される可能性

≒情報へのアクセスは「必要な場面に限られる」というのは当たり前?
 銀証FWに限定しない (WG 第 11 回議事録 (松尾委員発言))

- ・ 参考 (利益相反の管理体制)
 監督指針 (同 III-2-4)
 (1) 顧客等に関する情報管理態勢に係る留意事項
 ① 経営陣は、顧客等に関する情報へのアクセス及びその利用は業務遂行上の必要性のある役員に限定されるべきという原則 (以下「**Need to Know 原則**」)という。)を踏まえ、顧客等に関する情報管理の適切性を確保する必要性及び重要性を認識し、業務の内容・規模等に応じて、そのための組織体制の確立 (部門間における適切な牽制の確保を含む)、社内規程の策定、金融グループ内の他の金融機関 (持株会社を含む。)との連携等、内部管理体制の整備を図っているか。」
 * 「Need to Know 原則」=顧客情報に関し、必要性のない役員への共有・利用・ア

・ 同意顧客については、「A 法人のみ取引顧客」「B 法人のみ取引顧客」「A 法人および B 法人の双方の取引顧客」の勧誘が可能 (同 5 番)

・ WG②の見解
 「2008 年に、銀行・証券会社間では事後届出により役職員の兼職が認められたが、非公開情報を用いて業務を行う部門を兼職している役員には、いずれか一方の管理する非公開情報にしかアクセスできない等の規定が適用されることとなった (いわゆるホームベースルール)。本規制は、事前予防的措置である情報授受規制の更なる事前規制であるとも考えられることから、役員員の兼職規制の見直しの趣旨が確保されるよう、**本規制の撤廃**を行うことが適当である。」(24 頁)



≒①情報授受規制は「何の事前予防措置」(○○の規制)か?
 ・ 利益相反の防止・優越的地位の濫用などの「事前予防措置」

≒②「HBルールが情報授受規制の更なる事前規制」の意味?
 ・ 情報授受規制 (基本的に顧客の同意が必要)の潜蔵を予防するため HBルールがある

*WG②では、HBルールの撤廃が明記
 WGの議論では、HBルールの廃止について議論が尽くされてない、という意見が出されていた (WG 第 11 回議事録 (佐々木委員・原田委員発言など))

2 改訂後

- ・ 改訂後・監督指針 (IV-3-1-4(4))
 「⑥ 証券会社等又は非公開情報の授受を行う親子法人等の営業部門その他の非公開情報を用いて業務を行う部門の役員が、いずれかの法人等においてアクセスできる非共有情報 (当該法人等以外の法人等が同様の情報を有していないものに限る。)を利用して、当該法人等以外の法人等の役員として顧客に対する勧誘等を行わないことを確保するための措置が講じられているか。」
- ・ ホームベースルールの廃止 (上記の A 法人と B 法人で兼職の場合)
 - ・ A 法人の非共有情報と B 法人の非共有情報へのアクセスが可能に (上記イの廃止)
 - ・ A 法人でアクセスした非共有情報を利用して、B 法人の顧客に対して勧誘する行為は禁止
- ・ 正式な手続き (オプトイン) やオプトアウトを経て共有された情報は「非共有情報」に含まれない (パブコム 54)
 ≒ B 法人が保有できない情報 (共有が不可の情報) を、(兼職の地位を利用して入手し)、B 法人の顧客に対して勧誘行為を行うことを禁止 (上記ロの維持)
- ・ 金融業等府令 153 条 8 号 (禁止行為) → 非共有情報を使った勧誘の禁止
 金融商品取引業者が親法人等から取得した顧客に関する非公開情報 (共有の同意)

アクセスを禁止するもの。情報の内容や業務の部門を問わず適用されることが通例(報告書②17頁注56)
 ⇒顧客情報について従来の金融機関で適用されている

⇒監督指針で、どこまで規制をすることができるか？
 →法令で兼職規制が廃止されているにもかかわらず、監督指針で、規制を及ぼすこと(実質的に法令の規制を定めること)は可能か？
 ⇒HBルールは過剰規制であった？

(参考) 金融庁・金融検査・監督の考え方と進め方(検査・監督基本方針)(平成30年6月)
 「監督指針は、法令の適用・解釈の明確化や認可・行政処分等の手順を示したものである。こうした点について予見可能性を確保することは引き続き重要と考えられることから、監督指針については利用を継続する。」

* 「法律が兼職規制を廃止したのに、片方の情報にしかアクセスできない監督指針が『局あって有なし』の大蔵省の伝統に沿って他の局で作られている(とは夢にも知らず)」
 (大森素人「不変の構図—ファイアウォール規制」金融財政事情2021年4月13日51頁)

* 「法の趣旨の方を尊重して、兼職役員には、兼職している両方の金融機関、金融業者が管理する非共有情報へのアクセス等を許すべきではなからうか。兼職者の非共有情報へのアクセスを制限している行政規制が見直されるべきである。」(岩原紳作「ファイアウォール規制の在り方」について)『金融グループにおける証券関連業務を巡る諸問題』金融法務研究会報告書(平成28年)9頁。

V 「法人顧客」の情報と「個人顧客」の情報

・ 今回の改正
 法人顧客(外国法人・国内法人)の共有規制の緩和
 ⇒法人顧客情報と個人顧客情報とは何が違うのか？
 (それゆえ、規制がどう違うべきか？)

・ F/W(情報授受規制)の導入段階(1992年)
 →共有には「書面による同意」が必要
 「顧客」の区別について、特に言及なし
 ・ 個人情報保護の機運の高まり
 →個人情報保護法の制定(2003年)
 「個人の権利利益を保護することを目的とする」(同法1条)
 本人の同意を得ないで、個人データを第三者に提供することを禁止(同法23条1項)
 (例外的にオプトアウトを認める)(前掲)

・ F/W緩和の主戦場は法人情報
 ・ 銀行は顧客情報の主庫(特に融資業務において)
 「情報の利活用」(銀行業務の変貌)
 →新聞間の情報共有規制は業務の足かせに(銀行業界からの圧力が強まる)

・ 個人情報と法人情報の保護の在り方
 ・ 個人情報保護の根拠
 人格権の保護(特にプライバシーの保護)
 ⇒法人には人格権やプライバシーはない(岩原・前掲5頁など)
 プライバシー権=私事をみだりに公開されない権利(「宴のあと」事件)
 →法人には適用されない(という議論と親和的)

⇒法人について、経済的利益を損なう場合のみを保護すれば足りるか？
 →経済的な不利益が生じない形であれば、その利用や第三者への提供は可能か？
 →利益相区防止態勢が整備されていけば十分(という議論と親和的)

⇒「プライバシーの権利なども、法人に適用される」
 (岩原信喜(高橋和之補訂)・憲法(第6版)90頁)
 「プライバシー権=自己の情報をコントロールする権利・自己決定権」と解する立場
 (=営業の自由)
 →法人も情報の共有を拒否できる(という議論と親和的)

・ 法人情報の提供(共有)を積極的に認める根拠
 ・ 内部管理、違法行為の防止目的=金融機関の健全性確保→「公益」
 「内部の管理及び運営に関する業務の全部または一部を行うために必要な情報を受領し、又はその特定関係者に提供する場合」(授受禁止規定の例外)
 (金融業等法令153条1項7号リ)
 * 非公開情報が漏えいしない措置が的確に講じられている場合に限る

・ マーケティングでの利用=金融機関の収益確保→「私益」
 (例)複合的な金融商品サービス・の提供が可能に(WG②12頁)
 ・ M&Aに必要な資金を有価証券の発行で賄うとともに、当該有価証券を実際に発行する間銀行がプリッジローンを提供する
 ・ 金融グループにおいて複合的な商品・サービスの開発が促進され、法人顧客は自己の金融ニーズに適合した提案等を受けられる
 →公益に適うとまでは評価できず？

・ WG報告②22頁
 「自社の情報が共有・利用される範囲については自社で把握・管理したいとの考えの下、一定の措置(オプトアウトの維持)を求める強い主張がある。」

⇒今回の改正（両者のバランスをとったもの）
 ・法人顧客の利益＝「オプトアウト」の機会を維持（情報共有を拒否できる）
 ・金融機関の利益＝「オプトアウト」の手続きの緩和する

* 参考（優越的地位の濫用の防止態勢）← 今回の改訂で追加
 監督指針（同IV-3-1-4（6））
 ・今回の改正（オプトアウト規制の緩和）により、「証券会社等が親子銀行等の取引上の優越的地位を不当に利用する行為を防止するための措置を適切かつ厳格に講じる必要がある。」を追加
 ・「以下のような点に留意して監督するものとする。」の例示を追加

以上

① 経営陣が親子銀行等の優越的地位の不当利用防止の重要性を認識し、金融グループの他の金融機関（特殊会社を含む）との連携により、その実践に誠実にかつ率先垂範して取り組んでいるか。また、優越的地位の不当利用が疑われる事実のうち、顧客に重大な影響を及ぼす可能性があるなど、経営上重要なものについては、経営陣に適時適切に報告がなされる態勢となっており、優越的地位の濫用の防止態勢の構築については、経営陣が適切に関与しているか。

- ・ 経営陣の関与を強調
 - ⇒ 優越的地位の濫用の防止態勢→ 会社の内部統制システム
- ・ 「経営上重要なもの」
 - 顧客に生じ得る不利益の程度および顧客に不利益を与えてしまったことに伴って金融機関が負うレピュテーションリスクなどを総合的に考慮して判断がなされるべき（森岡和宏他「ファイアウォール規制の見直しに係る内閣府合等の改正案の概説」金融財政事情 2022 年 3 月 1 日号 18 頁）

④ 役職員の業績評価等について、優越的地位を不当に利用する行為を誘発するインセンティブを与えるようなものにならないか。また、親子銀行等において同じ顧客に対して証券会社等が金融商品取引契約を締結することを前提としてなければ成り立たないような金利での貸出等が横行するなど、親子銀行等の業務における採算管理が著しく合理性を欠くといった、優越的地位の不当な利用を誘発しやすい収益上の構造がないか。

⑤ 当該内部管理体制の整備にあたっては、証券会社等や金融グループ内の他の金融機関の業務内容や顧客との取引実態に応じて、取引先及び取引形態ごとに優越的地位の不当な利用が行われるリスクを評価し、当該リスクに応じ、例えば以下のような防止措置を講じているか。

- ・ 顧客に対して、自社の取引に応じなくとも、今後の親子銀行等との取引に影響を与えるものではない旨を明確に説明する措置
- ・ 親子銀行等の優越的地位の不当利用に関する事後的な検証が可能となるよう、顧客との記録を適切に作成・保存する措置
- 金融機関およびグループ会社の業務内容や顧客との取引実態によって、優越的地位の乱用が生じるリスクはさまざま（森岡他・前掲 19 頁）
 - リスクベースでの適切な管理体制を要求

* 「優越的地位の濫用防止に係る情報収集窓口」の設置（2022 年 6 月 22 日）
 （金融庁総合政策局リスク分析総括課）
 firewall-conduct@fsa.go.jp
 → 監督指針IV-3-1-4(8)による

当グループとの非公開情報の共有について (バンク・オブ・アメリカ・エヌ・エイ東京支店)

当グループ会社との非公開情報の共有について

平成 21 年(2009 年)6 月 1 日より、いわゆるファイアウォール規制が改正され、グループ内の会社間での情報の提供に、お客様に停止の機会を適切に提供している場合には、お客様に関する非公開情報をグループ内の会社間で授受し、共有することが可能となっております。そこで、バンク・オブ・アメリカ・エヌ・エイ東京支店(以下、「当支店」といいます。))は、金融商品取引業等に関する内閣府令(以下「業府令」といいます。))第 153 条第 2 項に基づき、お客様に関する非公開情報を当支店のグループ(当支店を含み、以下、個別に又は併せて「当グループ」といいます。))間で授受し、共有させていただきます。どうぞご理解賜りますようお願い申し上げます。

なお、令和 3 年(2021 年)6 月 30 日付で金融商品取引業等に関する内閣府令が改正され、ファイアウォール規制が一掃され、具体的には、外国法人顧客の非公開情報が、日本国内の証券会社と親子法人関係にある銀行前等における情報授受規制の対象から除外されました。これにより、外国法人のお客様の非公開情報については、お客様の同意の有無に関わらず当支店と当グループの間で共有が可能となりました。

更に、令和 4 年(2022 年)6 月 22 日付で、金融商品取引業等に関する内閣府令及び金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針等の改正により、上場企業等(注 1)のお客様に係る非公開情報に関し、新たなオプトアウト制度(新オプトアウト制度)が創設されました。新オプトアウト制度では、お客様からの請求に応じた非公開情報の共有を停止すること(オプトアウト)をあらかじめお客様が容易に知り得る状態にある場合には、事前にお客様から同意を頂くことなく、当グループで非公開情報の授受が認められることとなりました。また、上場企業等のお客様が、グループに属する企業全体を代表してオプトアウトすることを希望の場合には一括してオプトアウトに係る手続きを行うなど、お客様のご意向に沿って対応いたします。

お客様におかれましては、当グループへの非公開情報の提供の停止をご希望される場合には、お手数ではございますが、当支店の担当者までご連絡下さいますようお願いいたします。

1. 当グループとの間で授受を行う非公開情報の範囲

当支店が現在までに知り得たお客様に関する非公開情報(過去の取引の内容、取引の予定、取引時期等の情報(外国法人に限るものを除く)として業府令第 1 条第 4 項第 1 号に定める「非公開情報」を指します。以下「非公開情報」といいます。))及び将来において知り得るお客様に関する非公開情報。
2. 非公開情報の授受を行う当グループの範囲

BoFA 証券株式会社を含む当支店の親法人等(金融商品取引法施行令第 15 条の 16 第 1 項に定めるものをいいます。))及び子法人等(同条第 2 項に定めるものをいいます。))
3. 非公開情報の授受の方法

当グループに対する非公開情報の授受は、口頭、書面、Eメール、データベースへのアクセス付与又は共有その他の方法によります。

4. 提供先における非公開情報の管理の方法

お客様に関する非公開情報の提供先である当グループにおいては、アクセス制限を設けることその他の方法により、非公開情報が不正にアクセスされたり、用いられなかったりしないよう非公開情報の管理に関して必要な措置を講じるものといたします。

5. 提供先における非公開情報の利用目的

お客様に関する非公開情報の提供先である当グループでは、当グループがお客様との間の取引関係を管理するため、及び、当グループ各社がお客様に対して商品または役務を提供またはは提供することを目的としてお客様に関する非公開情報を利用することがあります。

6. 当グループとの間の非公開情報の授受を停止した場合における当該非公開情報の管理方法

お客様が、当グループとの間でのお客様に関する非公開情報の授受の停止を求めた以降に当支店が取得したお客様に関する非公開情報については、当支店がかかる非公開情報を当グループの間で共有可能な非公開情報以外の非公開情報(以下「非共有情報」という。))として取り扱い、以後、当グループに対してかかる非共有情報を営業目的のために提供いたしません。また、当支店と当グループの営業部門その他非公開情報を利用する部門の兼職者が、いずれの会社の非共有情報にアクセスできるかを事前に決定し、他の会社の非共有情報にアクセスできないよう必要な措置を講ずることとします。ただし、当支店から当グループが受領済みのお客様に関する非公開情報については、情報提供先である当グループは、引き続き適切な管理をした上で保有し、当該非公開情報を利用して今後取引の勧誘等を行うことがあります。

(注 1) 「上場企業等」とは、①金融商品取引法第 163 条第 1 項に規定する上場会社等、② IPO 予定会社(上場準備に係るアドバイザリー契約又は準金商法監査契約を締結している者に限る。)、③有価証券報告書提出会社、④適格機関投資家(ただし、事業法人及び個人に該当する可能性が高い類型として一定の者を除く。))並びにこれらの子会社等と定義されています(金融商品取引業等に関する内閣府令第 123 条第 1 項 18 号)。



年 月 日

株式会社みずほ銀行
みずほ証券株式会社

情報提供停止申込書

住所

社名

(お届け印)

当社は、みずほ銀行とみずほ証券が、それぞれ当社との取引に関して入手した当社に関する下記の非公開情報につき、相互に情報提供することの停止を申し入れます。
記

【停止を求める情報】(1、2の何れかに○)

1. 全部	(停止を求める内容・提供を認める内容)該当に○
2. 一部	

以上

(当行使用欄)

面談相手、日付、場所、状況等を具体的に記入	部長	照会	受付
-----------------------	----	----	----

システム登録	権限者印
--------	------

情報相互提供停止 (法人専用)

情報相互提供停止の通知

株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ
株式会社三菱UFJ銀行
三菱UFJ信託銀行株式会社
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

当社は、MUFGグループから受領した 年 月 日付「情報の相互提供に関するお知らせ」に基づく情報の相互提供について、MUFGグループ各社間で行う情報相互提供を停止いたすよう通知します。

年 月 日

住所

貴社名

代表者

(お届け印)

【三菱UFJモルガン・スタンレー証券使用欄】

お客さま名(ふりがな)	担当
オプトアウト通知番号	内部管理責任者等
受入加盟店名(部店番号)	()
部店番号-口座番号	—

原本は法人・市場コンプライアンス部へ送付し、写しを部店保管(口座閉鎖後5年保存)

3604-2119 (1904) 社内[保存:口座閉鎖後5年/法人・市場コンプライアンス部保管]

3113YY241「情報提供停止申込書」
(「お客さま本人から、情報授受停止の申し出があった日」より10Y)1307

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

東京証券取引所における最近の取組み（市場区分の見直し等）

2022年9月30日（金）15:00～16:58

オンライン開催

出席者（五十音順）

石田	真得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

東京証券取引所における最近の取組み（市場区分の見直し等）

東京証券取引所上場部長
菊池教之

目 次

1. 市場区分見直しの現状
 - ・市場区分見直しの概要
 - ・上場会社の新市場区分への移行結果
 - ・各市場区分における時価総額の分布
 - ・海外市場との比較（プライム市場）
 - ・ROE（自己資本利益率）
 - ・PBR（株価純資産倍率）
 - ・上場維持基準に適合していない会社の状況
 - ・上場維持基準の適合に向けた取組み
 2. 改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況
 - ・コーポレートガバナンス・コード改訂の主なポイント
 - ・各市場区分におけるコーポレートガバナンス・コードの適用範囲
 - ・集計対象
 - ・独立社外取締役の選任状況（原則4－8）
 - ・指名委員会・報酬委員会の設置状況（補充原則4－10①）
 - ・指名委員会・報酬委員会の独立性（補充原則4－10①）
 - ・取締役会構成の多様性（原則4－11、補充原則4－11①）
 - ・企業の中核人材の多様性の確保（補充原則2－4①）
 - ・サステナビリティ開示のキーワード（補充原則3－1③等）
 - ・TCFD 賛同上場会社の動向
 - ・英文開示の状況（補充原則3－1②）
 - ・支配株主を有する上場会社の状況（補充原則4－8③）
 3. IPO等に関する見直しの方針
 - ・はじめに
 - （1）ディープテック企業に関する上場審査
 - （2）IPOプロセス（上場日程の設計等）
 - （3）ダイレクタリストティング
 - （4）引受証券会社の参入
 - （5）スピンオフを行う場合の当事会社の新規上場
 - （6）その他
- 討論

○川口 時間になりましたので、今月の研究会を始めたいと思います。

本日は、東京証券取引所の菊池上場部長より「東京証券取引所における最近の取組み」についてご報告をいただきます。どうぞよろしく願いいたします。

○菊池 ただいまご紹介いただきました東京証券取引所の菊池です。今年の4月から上場部長に就任いたしました。本日は先生方の前で説明をさせていただき機会をいただきまして、大変光栄であるとともに、大変恐縮しております。どうぞよろしく願いいたします。

今回私からは、「東京証券取引所における最近の取組み」と題しまして、1. 市場区分見直しの現状、2. 改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況、3. IPO 等に関する見直しの方針についてご説明いたします。

本日はご紹介いたしますいずれのテーマに関しましても、現在進行形で検討しているものですので、いろいろなご意見を賜りつつ、企業の持続的成長を支援するマーケットの環境整備に活かしてまいりたいと考えております。ご指導のほど、よろしくお願いいたします。

1. 市場区分見直しの現状

・市場区分見直しの概要

既にご承知のとおりかと存じますが、改めて今回の市場区分見直しの目的を申し上げますと、上場会社の皆様が企業価値向上を目指していただく基盤を整えまして、その結果として投資者から高い支持を得られる魅力的なマーケットを構築することを掲げております。そうした環境といたしまして、「プライム市場」「スタンダード市場」「グロース市場」という3つの新たな市場区分を設けまして、それぞれについて想定する企業群のコンセプトを設定して、それに適した新しい上場基準を設けております。

・上場会社の新市場区分への移行結果

今回こうした狙いも踏まえまして、昨年末までに各上場会社がどの市場に移行するかを選んでいたいただきまして、4月4日から新市場区分の運営を開始いたしました。

その4月の時点での移行状況を示したのが資料4ページの円グラフです。円の内側が旧市場区分、外側が4月に新たに選択した市場区分ということで、結果としまして、プライム市場が1,839社、スタンダード市場が1,466社、グロース市場が466社ということでスタートしております。

なお、スタンダード市場1,466社のうち338社は、市場第一部に所属していたところ、新市場区分においてはスタンダード市場を選択しました。

新聞報道等におきましてはこうした社数だけが大きく取り上げられることも多いのですが、この状況はあくまでも新市場区分スタート時点のスナップショットであり、ここだけを見て大きく変化があるということではありません。今後は、各社において企業価値向上に向けた取組みが推進されることを取引所として後押しすべく、我々の方でサポートをしていきたいと思っております。

新市場区分への移行に当たっては、既に上場会社で様々な取組みが始まっています。まず、プライム市場を選択した会社においては、国内外の投資家を意識した一段高いガバナンスへの取組み、流動性向上のための売出し、事業ポートフォリオの見直し、それから親子上場の解消といった動きが見られております。

次に、スタンダード市場を選択した会社におきましても、企業価値向上への取組みに加えまして、JASDAQスタンダードから移行した会社については、今までのJASDAQでは、ガバナンスコードについては5つの基本原則だけを対応すればよいということでしたが、今回スタンダード市場を選んだ会社は、全ての原則に対応していただくこととなっております。

また、グロース市場を選択した会社におきましては、今回、「成長企業向けマーケット」というコンセプトを体現していくために、全てのグロース市場上場会社に対しまして「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示をお願いしまして、これをきっかけとして成長に向けた施策に取り組んでいただいております。

5ページのグラフは、上場廃止を選択する会社が最近増えているというファクトをお示ししております。2021年に上場廃止となった86社のうち83社が、MBO、上場会社による完全子会社化、M&Aなどのコーポレートアクションによって上場廃止となった会社数でございます、3社がそれ以外の要因で上場廃止となった会社です。もちろん、これら全てが市場区分の見直しに関連するものとは考えておりませんが、今回の見直しに伴って上場維持に必要な基準が引き上げられているという

中で、会社によっては非公開化という道を選択した会社が一定程度いらっしまったということかと考えております。

・各市場区分における時価総額の分布

6 ページは、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場それぞれにおける本年7月1日時点の時価総額の分布をお示ししております。例えばプライム市場ですと、中央値としては573億円ですが、内訳としましては、1,000億円以上が680社、250億円以上1,000億円未満が695社、250億円未満は463社ということで、プライム市場に関しましては、時価総額1,000億円と250億円というところで線を引くと、大体3つに分けられるという感じになっております。

スタンダード市場につきましては、中央値は62億円で、時価総額100億円と40億円で線を引きますと、421社、584社、454社ということで、大体3つに分けられる感じになっております。

グロース市場につきましても、中央値は60億円で、スタンダード市場と同じく100億円と40億円で線を引きますと、157社、166社、156社と大体3つに分けられるという状況です。

このように、どの市場区分におきましても時価総額の分布にはばらつきが見られておりますが、そうした中で、比較的規模の小さい会社に関しましては、流通株式時価総額という上場維持基準への抵触を回避することが今後の課題になってまいります。

・海外市場との比較(プライム市場)①

7 ページは、プライム市場の上場基準を海外の主要な取引所と比較した表です。

例えば「流通株式時価総額」のところをご覧くださいますと、プライム市場は100億円ですけれども、実は他国の取引所と比較して最も高い水準となっております。また、「流通株式比率」の35%に関しましては同様にございまして、公開性そのものを厳格に求められるという点でも、グローバルに見て、基準としては最も厳格なセグメン

トになっております。

一方で、この基準がいつもフォーカスされがちですけれども、上場維持基準はあくまでも上場維持に必要な最低水準を示しているものにすぎません。上場企業における企業価値向上のためのドライバーといたしましては、あくまでも投資家との対話を通じた企業自身の取組みにあると考えております。したがって、企業自身の取組みというところで申し上げますと、プライム市場に関しましては、定量的な基準だけではなくて、高いレベルのガバナンスでありますとか、より積極的な情報開示などを通じまして投資家との対話を促進しながら、各社の取組みを期待した設計にしております。

・海外市場との比較(プライム市場)②

8 ページは、プライム市場の上場会社数や時価総額を海外と比べた表です。

「時価総額中央値」というところを見ていただきますと、プライム市場の中央値は573億円、経過措置対象会社を除くと762億円ということで、市場第一部の434億円と比較しますと上昇しておりますけれども、海外の取引所に比べますと、やはり依然として時価総額は小さい水準にとどまっております。

メディアなどにおきましては、この点も取り上げて、プライム市場の企業数はもっと減らすべきなのではないかというような指摘をいただくこともあります。ただ、我々取引所といたしましては、今回の見直しに際しまして、単純に社数を絞ることが目的だとは思っておりません。取引所が目指すべきなのは、一社一社の取組みを促していくことにより、マーケット全体の価値向上につながり、そういう魅力あるマーケットに投資家が参加するという好循環の実現ではないかと考えております。

この点につきまして、次のページで少し違う形でお示ししております。

・海外市場との比較(プライム市場)③

9 ページは、データとしては前ページと同じも

のを使っているのですけれども、縦軸に時価総額、横軸に上場会社数をとりまして、各国の取引所がどこに位置しているかをプロットしたものです。なお、円グラフの大きさは、各取引所の時価総額の合計値を示しております。

プライム市場は、市場第一部と比べるとやや左寄りにシフトしている状況でございます、具体的には、上場会社数が減って、時価総額の中央値が少し増えたということになります。

ただ、今後の方向性といったしましては、先ほどもお話ししましたように、基準を引き上げたり、社数の上限を決めたりして、左上の方向を目指していくことではなく、あくまでも全体が上の方向に向かっていくことが大事であると思っております。そういう観点から各社の取組みを促せるよう、我々としてもしっかりとフォローを行っていきたいと考えております。

市場区分の見直しでは、これまでご紹介してきましたように時価総額に着目されがちですが、10、11 ページでは、代表的な指標として ROE や PBR の状況をご紹介しております。

・ ROE（自己資本比率）

10 ページは、左側で市場区分別の ROE の分布、右側に国際比較を入れております。例えば、主要な目安となっております 8% という水準でみますと、プライム市場では約半数、スタンダード市場では 6 割ぐらいの会社で ROE が 8% を下回っているという状況です。他方、海外の状況を見ますと、米国の S&P500 ですと、8% を下回っているのは 14% しかないというような状況です。

・ PBR（株価純資産倍率）

同じようなことを PBR で試みましたが 11 ページです。こちらは PBR 1 倍という線で見ますと、プライムでやはり半分、スタンダードで 6 割の企業が 1 倍割れという状況です。海外の方を見ますと、米国の S&P500 では、PBR 1 倍割れは 5% 未満となっております。

後ほどご紹介しますが、今年の 7 月に開

始しました「市場区分見直しに関するフォローアップ会議」におきましても、こういったファクトが注目されております。会議の議論の中では、それぞれの市場区分におきまして収益性や評価を上げていただくための環境づくりをどのように取り組んでいくのかということが重要な論点として取り上げられている状況です。

・ 上場維持基準に適合していない会社の状況

ROE や PBR というのは、全上場会社に共通する論点でしたが、次に、上場維持基準に適合しない会社の状況についてお話いたします。

今回の移行に当たって、選んだ市場区分の基準を満たしていない場合には、上場維持基準の適合に向けた計画書という書面を開示していただいたうえで改善に向けた取組みを図っていただくということで、当分の間、経過措置として本来の基準よりも緩和した上場維持基準を適用することとしております。

現状、本来の上場維持基準に適合しておらず、経過措置を利用している会社というのは、全市場区分を合計すると 492 社となっております。もともとはそういった経過措置を適用している会社が 549 社あったのですが、これまでのところで既に基準に適合したということをお社で開示した会社が 57 社あり、492 社になっています。

このように 4 月から半年たないタイミングで既に基準に適合しているという会社の多くは、流通株式比率の基準を満たしていなかったという会社で、大株主の持分を売却するなど株式分布状況の改善を図ることで早期に基準に適合したような例が多くなっております。

さらに詳細に見ますと、プライム市場では、流通株式時価総額 100 億円の基準に達していない上場会社が 217 社と多い状況となっております。スタンダード市場におきましては、流通株式時価総額 10 億円の基準で 122 社、流通株式比率 25% 以上の基準で 77 社という状況です。グロース市場におきましては、全体としては 39 社とそれほど多くないのですが、その中では、上場後 10 年を

経過した会社に適用される時価総額 40 億円という基準を満たしていない会社が 18 社あるという状況です。

右側の棒グラフは、適合までにどれくらいの期間の計画を立てているのかという状況を見たものです。ファクトとしては、中期経営計画との兼ね合いから 3 年程度で計画を立てている会社が多くございまして、おおむね 5 年以内におさまっているという状況です。

状況としては以上ですけれども、経過措置に関しましては、今後の取扱いをどうしていくかというのが検討課題となっております。当初は、各社で検討することを優先して「当分の間」としておりまして、期限を具体化しない状態が続いております。ただ、既に各社の計画がこのように出そろっておりまして、取組みに着手するというステージに移行しておりますので、そうした企業の予見可能性を確保するためにも、できるだけ早く今後の方針を示していくことが重要であると考えております。

（参考）プライム市場 流通株式時価総額基準（100 億円）に適合していない会社の状況

13 ページのグラフは、前ページのプライム市場で流通株式時価総額に適合していない 217 社を対象といたしまして、縦軸に流通株式比率、横軸に時価総額でプロットしたものです。丸の色が濃くなるほど適合に向けた計画期間が長くなっていることを示しております。右下がりの青いラインが流通株式時価総額 100 億円のラインとなっておりまして、青線に近いほど流通株式比率の改善をすることで基準への適合を図ることができるということです。

多くの会社は、赤点線で囲った会社のように、流通株式比率を改善するだけでは基準への適合は難しく、時価総額自体を上げるというような企業価値向上の策を併せて考えていく必要があるという状況です。

・上場維持基準の適合に向けた取組み

こうした各社が上場維持基準適合に向けてどのように検討を進めているかをまとめたものが 14 ページです。

まず、流通株式比率に関しましては、大株主による売却ですとか、その実現のための環境整備、自己株式の売却・消却などが多く見られております。また、流通株式時価総額あるいはプライム市場の売買代金の基準に関しましては、経営戦略・成長戦略の着実な推進ですとか、事業ポートフォリオ見直しによる収益性の向上、株主還元、IR・情報発信の強化といったものが多く見られております。

このように上場会社におきましては、適合していない基準に応じていろいろな取組みを検討したうえで、そうした取組みを進めていくことを株主や投資者に宣言したという意味では、いずれの内容も大変重みのあるものと思っております。

（参考）市場区分の見直しに関するフォローアップ

先ほども申し上げましたように、今回の見直しの目的は、上場会社の中長期的な企業価値向上を支えていくということにあります。企業価値向上は一朝一夕に実現できるものではありません。そこで、我々としたしましては、上場会社各社による企業価値向上の実現に向けた取組みをしっかりとフォローしていくことが重要と考えております。そのようなフォローアップを行うに当たりまして、有識者の助言を得るために「市場区分見直しに関するフォローアップ会議」という会議体を設置いたしまして、ここには黒沼先生にもご参画いただきまして、これまでに 2 回開催しております。

この会議につきましては、何か制度をすぐ変えるのかということをよく聞かれるのですが、まだ新しい制度が始まったばかりですので、基本的には、今回の新制度の下で実効性を高めていくためにどういった視点が重要なのかとか、あるいは必要に応じてどういった追加的な取組みが必要なのかというようなことを議論していきたいと考えております。その中で、とりわけ制度として積み残

しになってしまっている経過措置の在り方に関しましては、できるだけ早期に方向性をお示しできるように議論を進めていきたいと考えております。

資料や議事録に関しましては、弊社のホームページに載せておきまして、必要に応じてご確認いただければと思います。

<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/follow-up/index.html>

2. 改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況

市場区分見直しに関するお話は以上でございます。ここからは、昨年改訂したコーポレートガバナンス・コードへの対応状況についてご紹介させていただきます。

・コーポレートガバナンス・コード改訂の主なポイント

17ページには、今回の改訂の主なポイントをお示ししております。

1点目は、取締役会の機能発揮です。特にプライム市場上場会社には高い水準を求めておきまして、独立社外取締役3分の1以上の選任ですとか、独立性の高い指名委員会・報酬委員会の設置といったものを盛り込んでおります。また、変化を捉え持続的な成長を果たしていく経営判断を支える枠組みといたしまして、他社での経営経験を有する独立社外取締役の活用といったものを例示するなどしております。

2点目は、中核人材のダイバーシティです。こちらは、取締役会だけではなく、実際に企業を動かしている管理職などのレベルにおきまして、例えば女性・外国人・中途採用者といった多様性が確保されることを挙げております。

3点目は、サステナビリティです。気候変動などの人類共通の課題に対応していくことが企業にも求められている中で、上場会社がしっかりと自社のサステナビリティを巡る課題への対応に関する方針を策定いたしまして、その取組みを投資家に“見える化”していくということを掲げており

ます。特にプライム市場上場会社には、TCFDといった枠組みに基づきまして、気候変動開示の充実も求めております。

4点目、その他の論点ですが、1つ目は英語での情報開示の話でございまして、プライム市場におきましては、グローバルな投資家との対話を想定したマーケットですので、必然的に、必要な情報について英文で開示することを示しております。それから2つ目、少数株主保護の観点からですが、支配株主を持つ上場会社におきまして、独立社外取締役を3分の1以上（プライム市場では過半数）置くか、あるいはそれに代えていわゆる特別委員会で利益相反取引等をチェックすべき旨を盛り込んでおります。

・各市場区分におけるコーポレートガバナンス・コードの適用範囲

18ページは、市場区分見直しに伴うコードの適用範囲の見直しについてのご紹介です。

右側の方が新しい市場区分の表で、プライム市場、スタンダード市場につきましては、基本原則、原則、補充原則全ての原則が適用されまして、グロース市場につきましては、従来のマザーズ同様、基本原則5原則だけが対象になるということです。そのうえで、プライム市場につきましてはより高い水準が示されることとなりまして、既に4月から適用されております。

また、以前の市場区分との比較で申しますと、左側の方で JASDAQ スタンダードに所属していた会社は、以前は5つの基本原則だけを対象としておりましたが、今回 JASDAQ からスタンダード市場を選択した会社につきましては、基本原則、原則、補充原則の全てが対象になります。

・集計対象

19ページからは、改訂コードに基づく各社の取組みの内容を調査した結果をご紹介しております。19ページは集計対象の範囲を赤枠でお示ししております。

・独立社外取締役の選任状況（原則4-8）

20ページは、取締役会の機能発揮という1つ目の切り口で、原則4-8の独立社外取締役の選任状況の推移をお示ししております。

改訂前は、独立社外取締役を2人以上選任すべきとしていた点につきまして、今回、プライム市場に関しては3分の1以上選任すべきであると改訂しております。左側のグラフですが、独立社外取締役が3分の1以上を占めるプライム市場の会社は直近7月時点で約92%という状況になっておりまして、右側のグラフの過半数を超えている会社となりますと、大分数字が下がりました約12%という状況です。

・指名委員会・報酬委員会の設置状況（補充原則4-10①）

21ページ、左側のグラフは指名委員会、右側は報酬委員会の設置状況でございまして、いずれも年々増加しております。法定の委員会、任意の委員会の両方を合わせた委員会の設置割合は、プライム市場では両委員会とも8割を超えていて、さらにJPX400構成銘柄に限ると9割超という状況になっております。

22ページは、指名委員会・報酬委員会の独立性についてみたグラフです。プライム市場の会社については、今回の改訂で任意の委員会の独立性を強化すべく、補充原則4-10①で構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とすべきとされていまして、また、委員会の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきということが盛り込まれております。この点に関しまして、委員会の構成メンバーの独立性がどれくらい確保されているのかについて、左側は各委員会における社外取締役比率のグラフで、右側は委員会の委員長が社外か社内かといった属性について調べたグラフです。

まず、左側の指名委員会・報酬委員会の社外取締役の比率に関するグラフをご覧くださいますと、まず、プライム市場の法定の指名委員会の社外取締役比率ですが、全員が社外取締役である会社の

比率は18.1%、3分の2以上の会社は72.2%、過半数から3分の2未満の会社が9.7%です。任意の指名委員会になりますと、社外取締役が過半数となっている会社は9割弱という状況になっており、3分の2以上が社外取締役という会社も半数以上を占めているという状況です。

これは報酬委員会でもほぼ同じような数字となっております。社外取締役の割合・絶対数の増加と平行な形で委員会の構成面での独立性が高まる方向で変化が生じていると認識しております。

右側のグラフは、各委員会の委員長が社内なのか、社外なのかというのを示しておりますが、プライム市場の任意のところをご覧くださいますと、6割強の会社が社外取締役を委員長として置いているという状況です。この観点でも、独立性は強化される方向で推移してきていると思っております。

・取締役会構成の多様性（原則4-11、補充原則4-11①）

今回コードにおきましては、取締役会の多様性といたしまして、ジェンダーや国際性に加えて職歴、年齢が追加されておまして、また、取締役会に必要なスキルの特定とスキルの組合せの開示などが盛り込まれております。こうしたコードの改訂もありまして、このような原則のコンプライ・オア・エクスプレインの対応に当たりまして、取締役会構成の多様性の考え方についての記載がかなり進展してきているという印象を持っております。

23ページ中段の表をご覧くださいますと、こちらは各社の記載例を紹介しております。まず、「ジェンダー・国際性等」の観点では、適切な多様性を確保しているとしてコンプライと表明している会社がある一方で、多様性の確保が必要であるとは認識しつつも、現状では十分に確保されていないという考えの下でエクスプレインしている会社が見られております。

「スキルの多様性」の観点で言いますと、中期

経営計画といった自社の経営戦略に基づいて取締役
役に備えるべきスキルを特定したうえで、スキルの
多様性が確保されているとしてコンプライを表明
する会社がありました。他方、エクспレインの方では、
他社での経営経験を有する人物の意見が重要とし
つつも、そうした経営経験者の選定を今後検討し
ていくと記載されている会社もあります。

なお、エクспレインを表明している多くの会社
においては、「今後検討」ということを記載する
例が多いと認識しております。ただ、今後検討
という場合にも、いつまでに検討を進めるのかと
か、具体的な時間軸まで記載されていますと、投
資家との建設的な対話には資すると考えておりま
して、今後この点については上場会社等にも働き
かけていきたいと思っております。

下段の方のグラフは、参考情報といたしまして、
TOPIX100の構成銘柄のうち、実際にスキル・マト
リックスを活用している94社をサンプルといた
しまして、具体的に特定したスキルの類型ですと
か、特定したスキルの個数の分布を参考までに示
しているものです。

・企業の中核人材の多様性の確保（補充原則2-4①）

改訂コードでは補充原則2-4①を新設いたし
まして、女性・外国人・中途採用者の中核人材へ
の登用に関する考え方・目標・現状を公表すると
ともに、多様性の確保に向けた方針や状況を公表
すべきとされております。同補充原則は、プライ
ム市場全体では約7割の会社がコンプライを表明
している状況でして、24ページの左下にお示し
しておりますように、中核人材の登用の考え方につ
いての開示も増えてきております。一方で、右下
のグラフですけれども、TOPIX100構成銘柄につ
いて、中核人材における測定可能な目標としてど
のような項目が挙げられているかというのを見て
みますと、女性の登用に関しては9割超の会社が
目標設定しているものの、外国人や中途採用者
について目標設定をしている会社はまだ少ない状
況と

なっております。

・サステナビリティ開示のキーワード（補充原則
3-1③等）

次に、3つ目の観点であります、サステナビ
リティを巡る課題への取組みです。25ページは、
参考といたしまして、サステナビリティ関係の原則
に関してガバナンス報告書の中で説明する際にど
ういう単語が使われているのかをカウントしたも
のです。

サステナビリティ関係の課題につきましては、
上場会社各社の業態ですとかビジネスモデルに応
じまして、ほかの原則以上に多様な記載・説明が
行われているような状況で、いわば自由演技的な
特徴の強い項目かと思っております。特に気候変
動の分野においてその傾向が顕著になっているよ
うでして、市場全般としての傾向を捉えて要約し
たり、分析したり、コメントしたりというのがな
かなか難しいところがございます、いろいろ考
えた結果、このような用語検索にとどまったとい
う経緯です。

ですので、ご参考としてお聞きいただければ
と思っておりますけれども、「サステナビリティ全般に
関するキーワード」では、「企業価値」「経営戦
略・経営計画」といったワードが非常に多く使
われていまして、このサステナビリティに対する
捉え方が、少し前の時代のCSR的な位置付けでは
なくて、中長期的な企業価値の向上の観点から重
要な課題であるというような視点がある程度浸透
しつつあるのではないかと思っております。

そうした一方で、「リスク」という言葉の使用
頻度は、「収益機会」という単語の使用頻度の4
倍もあるという状況でございます、やはり守り
と攻めという観点で言いますと、守りの文脈でサ
ステナビリティ関連の課題を捉えている方が少な
くないのかなと想像しております。

また、「サステナビリティ要素に関するキー
ワード」につきましては、ちょっと意外な結果かも
しれませんが、ESGで言いますと、EよりもSに
関係するワードの方が多く使われているという状

況でして、例えば「気候変動」という単語は49.2%ですが、それよりも「ダイバーシティ・多様性」「女性」「従業員・社員」「取引先」「人的資本」といった言葉の使用頻度の方が高いという状況です。その解釈はいろいろ考えられるかと思いますが、しかし、「気候変動」に関しては、既に統合報告書などのほかの媒体である程度開示がされていて、あえてガバナンス報告書では詳細は記載しておらず、リンクを張るだけなので、そういったキーワードが出てこないということかもしれません。あるいは、岸田政権が提唱している「新しい資本主義」の下で、人への投資と分配というのも大きく取り上げられている状況から、取締役・経営者の皆様はSに関係する分野への関心が高まっているという背景があるのかもしれない。

・TCFD 賛同上場会社の動向

26 ページは、TCFD の賛同上場会社数を示しております。左のグラフのとおり、今回のコードの改訂を契機として TCFD に賛同する会社が、プライム市場上場会社を中心に急激に増加しております。直近ですと、東証市場全体で771社がTCFDに賛同しておりまして、プライム市場に限定いたしますと、右の円グラフのとおり746社です。賛同機関全体に占める比率も、プライム市場は7割強という状況です。

（参考）TCFD 提言に基づく開示の質と量の充実

27 ページは、昨年の統合報告書ですとか各社の開示の書類をベースとした少し古い情報ですが、TCFD の開示の中身といたしまして、TCFD フレームワークで開示が推奨されている11の項目のうち、実際に各社が開示している項目数の分布を示したものです。

TCFD につきましては、この1年間で先ほど見たように賛同者数が3倍ぐらいに拡大しておりますので、大分様相が変わっている可能性もありますけれども、昨年の段階では、11項目全ての情報を開示していた会社が42社ある一方で、全く開示

していない会社も一定数存在するなど、かなり対応に幅がある状況となっております。

・英文開示の状況(補充原則3-1②)

28 ページは英文開示のトピックです。補充原則3-1②におきましては、特にプライム市場の上場会社が、開示書類のうち必要とされる情報について英語での開示・提供を行うべきという内容が盛り込まれておりまして、左側のグラフのように、プライム市場におきまして何らかの形で英文開示をしているという会社は堅調に増加して、直近の7月時点で約92%に達しております。また、右側のグラフは資料別にどれくらい英文開示がされているのかを見たものですが、「決算短信」「株主総会招集通知及び参考書類」「IR説明資料」といった書類の対応率が高い状況です。

なお、コードでは、プライム市場上場会社は開示書類のうち必要とされる情報を英語で開示すべきとなっておりますが、この点に関しまして上場会社から寄せられる声として、必要とされる情報というのをどういうふうに判断すればいいかわからないといった声もございました。そうしたことを踏まえまして、私どもでは昨年、海外投資家を対象とするアンケート調査を実施しておりますので、その結果を次のスライドでご紹介いたします。

（参考）英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果の概要

この海外投資家へのアンケートでは、こちらで挙げている各開示書類がどの程度必要かというのを4段階で回答していただいております。左から「必須」「必要」「有用」「不要」という順になっております。

「必須」というのはどういう意味かというのと、英文開示がない場合は投資をしないという回答です。そこまではいかないのが「必要」で、この「必須」と「必要」を足し合わせた数字が必要な情報というふうに捉えますと、「決算短信」「IR説明資料」「適時開示資料（決算短信を除く）」「有価証券報告書」「アニュアルレポート」とい

ったものが投資家にとって英文開示のニーズが高いということが言えようかと思えます。

こうした結果からしますと、現状では、言語面での情報格差にリスクを感じて、英文開示をしていない会社への投資を控えている投資家も多いのではないのかと思ひまして、英文対応を行うことによる潜在的な投資者の裾野の大きさを示しているという見方をすることができるのかもしれませんが。

30ページは、具体的にアンケートでどういった反応だったかというのを示しております。全般的な評価といたしましては、開示内容が徐々に充実してきていることもありまして、8割超の投資家の皆様が改善していると評価している状況です。その一方で、約6割の方は、依然として日英の情報量の差異でありますとか開示タイミングについて不満があるという結果になっています。

また、英文開示が不十分なことにより投資にどう影響が出るかにつきましては、バリュエーションにおいてディスカウントされたり、そもそも投資対象から除外されてしまったりなど、投資行動に直結するという声が確認されております。

これから優先して取り組むべき資料は何かということにつきましては、決算短信、IR説明資料が挙げられておりまして、また、英文開示が優れていると評価される会社におきましては、網羅性ですとか適時性、英語でのIR対応といった点でより一層の充実化が図られているという傾向があります。

IR活動に関する意見といたしましては、英語でのIR対応ですとか経営幹部へのアクセス、対話の内容など、実際の対話の局面における課題を指摘する投資家もいらっしゃいました。

・ 支配株主を有する上場会社の状況（補充原則4-8③）

こちらは、支配株主を有する場合の取締役会の独立性の確保という観点です。

支配株主を有する上場会社につきましては、昨年の原則改訂の際に新設いたしました補充原則4

－8③によりまして、支配株主からも独立した独立社外取締役をスタンダード市場では3分の1以上（プライム市場では過半数選任）、あるいはそれに代えて独立性のある方だけで構成される特別委員会の設置をする、そのいずれかを対応することを求めておりまして、31ページではその状況を示しております。

支配株主が存在する上場会社のうち、補充原則4-8③をコンプライと表明している会社はプライム市場で126社です。そのうち過半数の独立社外取締役を選任しているのは21社ですので、105社につきましては、過半数いない代わりに、特別委員会を設置することで対応していることになろうかと思ひます。

また、この原則についてエクспレインで対応している会社は、プライム市場で38社という状況ですが、エクспレインの内容を見てみますと、今後特別委員会を設置する予定といった説明が多い傾向となっております。

3. IPO等に関する見直し方針

今年8月24日に、JPXのホームページで「IPO等に関する見直し方針」の内容を公表しておりますので、最後にこの点について説明いたします。

・ はじめに

今般、本方針を公表した背景の一つには、政府の「新しい資本主義」の大きな柱として、スタートアップの育成が掲げられたことがございます。政府の成長戦略であります「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」には、スタートアップ育成の文脈で、取引所における上場に関する施策も掲げられております。そうした中で、東証として、新たな産業の担い手となるスタートアップに多様な新規上場手段を提供する観点からどのようなことに取り組んでいきたいと考えているのか、今後の検討の方向性をお示すために、本資料を作成して公表した次第です。

なお、日本証券業協会におきましては、IPOマーケットにおける公正な価格発見機能の向上や、

発行会社及び投資者の納得感の向上という観点から、公開価格の設定プロセスに関する見直しが検討されております。私ども東証といたしましては、こうした日証協の動きとも連携を図りつつ、IPOに関する諸施策について順次検討を進めていきたいと考えております。

この資料でお示しする諸施策の対応時期につきましては、政府の工程表の中にも一部記載されておりまして、例えば年内、あるいは年度内と、時期を区切っていただいているものもございます。東証においては、そのスケジュールも踏まえつつ、できるものから順次取り組んでいくことを想定しております。

（1）ディープテック企業に関する上場審査

34 ページは、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の上場審査に関する話です。このようないわゆる「ディープテック企業」と言われる企業は、研究開発のために多額の資金ニーズを有する一方、先端的なビジネスを営んでいるために、価格算定のよりどころとなる過去実績や同業他社を持たないこともございます。結果的に企業価値の評価が難しいため、資金調達するのなかなか難しいという指摘がなされております。

こうした課題は、非上場段階、上場段階の双方に跨るスタートアップ・エコシステム全体の課題であると認識しておりますけれども、我々取引所といたしましては、ディープテック企業にも幅広く上場機会を提供するという観点から、上場審査あるいは開示について検討を進めていくこととしております。

具体的には、ディープテック企業が目利きのプロである機関投資家等から相応の金額の投資を受けているという場合には、企業価値評価が困難ながらも、自ら投資リスクをとって評価をしている人がいるということですので、そうした機関投資家等の投資判断に当たっての評価を、上場審査で活用することを検討していきたいと考えております。

なお、既存の投資家につきましては、投資先が上場することで利益を有しますので、上場のときに全て株式を売却してしまう、すなわちエグジットしてしまうというような投資家ではなく、その企業の中長期的な成長に期待し、中長期的に株式を保有する方針を有する投資家の評価を活用したいと思っております。

また、繰り返しですけれども、ディープテック企業は新しいビジネスを営んでおりますので、一般投資家を含む投資者に事業内容、成長可能性、それを実現するための事業計画、事業リスク等に関しまして開示を適切にしていくことが重要であると思っております。そこで、ディープテック企業が上場するに当たって、どのような事項を開示すべきかという考え方の整理も併せて行ってきたいと考えております。

（2）IPO プロセス（上場日程の設定等）

本件に関しましては、冒頭に少し触れたとおり、日証協で公開価格設定プロセスの見直しが行われており、その一環といたしまして、上場日程の短縮化・柔軟化についても検討をされております。それにあわせて、東証といたしましても、できることを進めていこうということで、既存の IPO の仕組みをより柔軟で使い勝手のよいものにしていきたいと考えております。

その観点からは、具体的には、日証協の見直しに対する我々側の実務プロセスの整理、定時総会をまたぐ上場審査の円滑化、それから業績予想開示の取扱いの明確化の3点を考えております。

（参考）IPO プロセス（上場日程の設定等）

前述の3点についてもう少し説明いたします。

まず、日証協の見直しに関する、我々取引所の方の実務プロセスの整理についてです。現行では、取引所が上場承認をする日に合わせて有価証券届出書を提出するという実務になっておりますが、今後は、上場承認を我々がする前に有価証券届出書を提出する、いわゆる米国の S-1 方式の導入が日証協で検討されています。この点、上場審査

期間中に提出される有価証券届出書（S-1）の中身をどのように確認するのかといった実務上の取扱いを考える必要があるかと思っております。

それから、上場承認時に上場予定日を、今はこの日と決めています、レンジで設定する、あるいは上場承認後の変更も可能にするなど、上場予定日を柔軟に変更可能とするための見直しも日証協の方で行われております。こういった変更が起こる場合におきましても、我々としたしましては、投資者に適切に情報を伝えて、システム面の方でも円滑な上場・売買ができるように対応をしていきたいと考えております。

また、今後は、有価証券届出書に想定公開価格を記載しないことも可能とするべく検討が行われています。この点につきまして、我々東証としては、現行では、届出書に記載された想定公開価格ベースで時価総額基準を満たしているかどうかを見ているわけですが、これが記載されなくなってしまった場合に何の価格を使うのかという点も、今後の検討の対象となってまいります。

38 ページは、定時総会をまたぐ場合の上場審査の円滑化についてです。左側の図にありますとおり、現行の制度では、あらかじめ予備申請を行っているケースを除きますと、申請から上場までの間において定時総会を挟むという場合には、改めて申請書類をそろえて提出していただくことになっております。これでは、日証協の見直しにより上場予定日が柔軟に変更できたとしても、定時総会をまたげないことが制約になってしまうと考えられるため、その壁を取り払うことができると考えております。

具体的には、総会をまたぐ場合でありましても再度申請をする必要はないことにいたしまして、シームレスに審査を続ける仕組みを考えております。その際には、やや細かい話ですが、不要にするとはいえ、無制限に再申請を不要としていいのかどうかということもありますので、いつまでであれば再申請不要にできるのかという論点や、あるいは、仮に総会をまたいで新しい決算期の財務数値が固まった場合に、どの期の数値を審

査対象とするのかという論点もあると思っております。

それから、3点目としては、新規上場時に関する業績予想開示の取扱いの明確化という点を挙げております。IPO のときに開示される業績予想に関しては、上場後の修正を避けるために、実績を確認できる年度後半に上場時期を設定したいというようなインセンティブを発行体あるいは主幹事証券会社に生じさせているのではないかという声を頂いているところです。我々取引所の立場からすると、業績予想を上場後に修正すること自体が悪いということではなく、計画の前提があらかじめしっかりと開示されており、結果として乖離があれば、その乖離した理由をしっかりと説明していただくことが重要だと思っておりますので、そうしたメッセージを改めて明確に打ち出していこうと思っております。

現状では、右下のグラフのとおり、そのようないろいろな制約がある中で、上場時期が3月や12月といった決算期末に近いところに集中しているという状況があります。これについても、できるだけ上場時期の選択の多様化が図れるように、我々の方でも対応していきたいと思っております。あくまで結果的に、ということですが、企業がより自由に上場時期を選択できるようになったことで多様化が図られた結果、上場時期の分散化につながるようであれば、上場をサポートする証券会社や、新規上場会社への投資判断を行う投資家など、市場関係者の方々の負担も分散化されることとなりますので、そのような効果も生まれると良いと思っております。

（3）ダイレクトリスティング

本件につきましては、金融審議会でも上場手法の多様化という観点から、利用しやすい環境整備を進めるべきとご指摘をいただいているところで

す。具体的な対応事項について、論点としては大きくは2つあると思っております。一つは、ダイレクトリスティングの実例が1999年の1件しか

いこともありまして、今日において実施するという事になったときに、具体的な制度の運用をどうするかという話でございます。例えば、ダイレクトリスティングの際には、公募・売出しが行われないために有価証券届出書が提出されないという中で、いかに開示のエンフォースメントを高めていくかという論点です。

もう一つは、現行の制度ですと、グロース市場につきましては、新規上場時にリスクマネーを調達して、それをバネに成長してほしいというコンセプトから、上場審査基準の中で公募の実施を要件としておりますので、制度上、ダイレクトリスティングはできないことになっております。これについては、そもそも導入するのかどうかという論点もありますし、仮に導入するとしても、海外では、大型の知名度のあるスタートアップが利用しているという認識の中、単なる換金機会とならないようにするにはどうすべきかという論点もありますので、この点については今後検討していきたいと思っております。

（４）引受証券会社の新規参入

こちらは、競争政策上の観点から公正取引委員会からもご指摘をいただいているものでございまして、「具体的な対応事項」に記載しておりますように、我々としては、主幹事になることを希望する証券会社が円滑に参入できるように、規則上求めている事項などにつきましてもう少し詳しく説明する手引きであったり、相談窓口をつくるといった施策を講じていこうと考えております。

本件につきましては、まさに本日 9 月 30 日の午前中に「主幹事証券会社に必要な体制の手引き」と題する手引きをホームページで公表しております。また、相談窓口として「主幹事証券会社相談センター」を設置しております。今後はこれが広く活用されていくよう周知等に努めてまいりたいと思っております。

<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/03.html>

（参考）引受証券会社の新規参入

43 ページは、参考までに各証券会社の現状の推薦実績のシェアをお示ししております。簡単に触れますと、左側のグラフの下に矢印がありまして、現状、大手証券会社以外で主幹事業務を務めている証券会社のシェアは 10% ぐらいという状況になっております。

（５）スピノフを行う場合の当事会社の新規上場

事業ポートフォリオの見直しの観点からスピノフ税制が整備されたり、経産省からスピノフの手引きが出されたりと、スピノフの活用のための環境の整備が進められておりますけれども、そうした流れの中で、東証でもスピノフで切り出された会社の IPO につきましてご質問を頂戴することが出てまいりました。制度上は現状でも上場可能ではありますが、よく質問を頂戴する事項につきまして実務上の取扱いを明確化することで、スピノフに伴う IPO を、我々の方でも円滑化してまいりたいと考えております。

（参考）スピノフを行う場合の当事会社の新規上場

45 ページでは、スピノフの類型として 2 つお示しをしております。株式分配による場合は、直近の事例がありますので、事例を参考に実務的な取扱いを整理していくことを考えております。

他方、分割型分割のように一事業部門を切り出すような場合につきましては、過去事例はないところでありまして、とりわけその部門において取締役会とか監査役会の開催実績は当然ないわけですので、そうした中で、上場審査の中でガバナンスや内部管理体制をどのように確認していくのが課題の一つになると思っております。

（６）その他

時間も過ぎておりますので簡単に触れさせていただきますと、①SPAC は、今年 2 月に取りまとめました取引所の方の中間整理も踏まえまして、引

き続き検討ということにしておりますが、現状は海外、特にアメリカの規制動向や市況を注視している状況です。

②グロース市場における M&A に関しましては、上場後3年経過後から適用される債務超過基準が積極的な M&A を阻害しているのではないかとこのようなご指摘をいただいております、この基準についての在り方を検討することにしております。

③地域発企業の IPO につきましては、各地域において関係者との連携を強化しながら、上場準備のための人材確保・育成に資する活動ができないかということです。

④海外クロスボーダー企業の IPO は、特にアジア企業を念頭に、さらに上場件数を増していくためにプロモーションをしっかり行いながら、現在の個別サポートを強化していく方針です。

⑤特定投資家につきましては、法令改正により個人投資家の特定投資家へのいわゆるプロ成りの要件が緩和されたことを踏まえまして、Tokyo PRO Market への参入を促進するための方策を考えていきたいと思っております。

⑥初値形成につきましては、IPO 銘柄におきまして現在初値形成の際には成行注文を可能としておりますけれども、そのことが初値の高騰に寄与しているのではないかとご指摘もありましたので、新規上場初日に成行注文を認めるか、認めないかということについて引き続き検討していきたいということです。

⑦入札制度ですが、公開価格の決定方式といたしましては、1997年にブックビルディング方式を導入してから、一切競争入札制度は使われていない現状です。一方で、ブックビルディングの代替手段として入札方式の改善を考えていくべきではないかというご指摘もされておりますので、こちらは実際に進めるというよりは、内部で研究を進めていきたいと考えている状況です。

最後は駆け足となりまして恐縮ですが、私からの報告は以上です。ありがとうございました。

~~~~~

## 【討 論】

○川口 ご報告ありがとうございました。様々な取組みについて分かりやすくご説明いただきました。

それでは、討論に移りたいと思います。本日のご報告は、まず市場区分見直しの現状について、つぎに改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況、そして IPO 等に関する見直しの方針と、3段階に分かれていたかと思えます。

それでは最初に、市場区分の見直しの現状についてご議論をいただければと思います。よろしく願いいたします。

## 【流通株式比率の計算方法と水準】

○梅本 周到なご報告をいただき、大変勉強になりました。ありがとうございます。

私は2点質問させていただければと思います。一つは流通株式比率に関わる問題で、もう一つは上場廃止に関わる論点です。

まず、流通株式比率についてですけれども、私は、自己株式を消却することが流通株式比率を向上させるという算式についてよく分からないのです。スライド14ページでは、自己株式の売却・消却が流通株式比率の要件を満たすための取組みとして挙がっています。自己株式の売却であれば、これが主要株主や取締役に対する売却でない限りは、流動性が確保されるというのはよく分かるのですけれども、自己株式の消却によって、どのような形で流動性が上がるのか。

少し重箱の隅のようなことを申し上げますけれども、4ページには「自社株消却等による流動性改善に取り組む」と書かれておりますが、私には、自己株式消却によって流通株式比率が向上するということがよく分からないので、教えていただければと思います。

それともう一つ、流通株式比率をプライム市場で35%に設定しているというのは、プライム市場のコンセプトである、投資者との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値

の向上にコミットする企業の市場だということとの関係でどうなのかなど。つまり、それなりに大きな企業で65%の株式を支配している株主がいるのであれば、対話といっても、言葉は悪いですが、何でも、特別決議ですら通せるわけですね。そうすると、話を聞き置くよという程度になっちゃうのではないかなど。

海外との比較で、スライド7ページを拝見しましても、ニューヨークや、あるいはイギリスでも、確かに基準は低いのですが、主要株主、支配株主のいる上場企業というのは日本に比べればかなり少なかったと思います。ですから、仮にここを40%、50%と設定しても、アメリカ、イギリスなどはさほど上場廃止となる会社はないのに対して、日本の場合、流通株式比率の設定次第では、プライム市場の上場銘柄の数というのは相当違ってくる実質的な基準だと思うのです。市場コンセプトとの関係でも、35%というのはちょっと低過ぎるのではないかなどというふうに感じているということでございます。

この2点についてご教示いただければ幸いです。

○菊池　　まず、1つ目の自己株式の消却によってどうして流通株式比率が改善されるのかということにつきましては、確かに分かりにくいなと思います。これは簡単に言いますと、結局流通株式比率というのは、流動株式を分子に置いて、上場株式数を分母にして算出する。多分ファイナンス的な感覚からすると、自己株式というのは上場株式数に入っていないのではないかと思うと、消却しても何も変わらないということになるのですが、現在、上場株式数の中には自己株式も含んだ数字が分母として入っています。

例えば、簡単にするために上場株式数 100のうち半分を自己株式で持っていることにしまして、流通株式が残り 50 あるということにしますと、流通株式比率は50%になります。自己株を消却しますと、分母の 100 が 50 に縮まりますので、流通株式比率は50割る50で100%になるということで、数字が改善するというございます。

（【参考】流通株式の定義見直し

<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu0000057t9k.pdf>

2点目の方は、ご質問ではなくてご意見ということかなと思いますけれども、確かにゼロから考えた場合どうかという話と、実際のマーケットから移行するときに考える数字としてどうかというのが現実的にはあろうかと思っております。従前は、市場第一部の新規上場審査基準の中で求めていた数字というのが流通株式比率30%という数字であったところを、今回35%に引き上げたということです。

それで、そのときに特別決議もほぼ通せるじゃないかというのも、実務的にはそうかもしれないと思うのですが、引き上げるときの理由として、少なくとも67%は持っていないというのは一つの線とし、海外株主との対話というのをきちんと真摯に向き合ってくださいという気持ちを込めて、35%に設定したということですので。

○梅本　　ありがとうございます。自己株式消却の点については、まだ私は十分納得できていないのですが、東証の立場は了解いたしました。

それから、35%については、私は親子上場を廃止すべきだなどということを申し上げたいわけではございません。スタンダード市場で上場子会社が存在しても問題ないと思うのですが、プライム市場ではどうなのだろうなと思ったということでございます。

#### 【上場市場の変更可能性と上場廃止後の換金機会】

○梅本　　もう一点、上場廃止の方を質問させていただいてもよろしいでしょうか。スライド5ページで、MBO等以外の上場廃止はここ数年で3社だけと。もちろんMBOの中には、上場基準を満たせないということで自ら上場廃止を望んだというところがあるのでしょうか。今回の市場再編において上場廃止要件を上場要件に合わせた点が関係すると推察され、世間的にはあまり注目されていませんが、私はとても重要な改正ポイントではないかと思うのです。

そうなりますと、今後は2社、3社という上場廃止銘柄数が拡大していき、上場廃止銘柄の扱いが現在以上に問われるのかなと思うのです。例えば、上場要件を満たせなくなった従来の一部市場の銘柄が二部に移るといことは何となく理解できるのですけれども、今後も恐らく、市場のコンセプトが違うとはいえ、また、上場審査はするのでしょうか、プライムからスタンダードに移るといことはあるのでしょうか。ただし、スタンダードからグロスというのは、流通時価総額の基準でグロスの方が緩い点もあるので、スタンダードからグロスに落ちる銘柄もあるのかもしれないのですけれども、市場コンセプトの違いから、場合によってはスタンダードで終わりという上場廃止銘柄も出てくるのかなと。ぼんやりした質問ですけれども、ここはどうなのかということ。

もう一つ、上場廃止銘柄の流動性の確保ということは、たしかワーキング・グループの報告書でも指摘されていたと思うのですけれども、これについて東証ないしJPXとして何か制度を考えておられるのか。それとも、証券業協会の株主コミュニティのようなもの、あるいは大阪デジタルエクスチェンジの方に委ねるとい方向で考えておられるのか。この辺をお聞かせいただければ幸いです。

○菊池 最初の方の、スタンダードの企業がグロスに市場変更することがあるのかというご質問に関しましては、形式的には否定はされていないのですけれども、実態としては、基準を満たすことができれば市場変更が可能です。結局、成長可能性のある企業向けの市場としてグロスを設定していますので、そういった要件を満たすことができる会社が本当にあるのだろうかという意味では、その要件を満たせなければ、できないということになります。

後者の方の換金の機会の話ですが、おっしゃるように、我々の方でこの市場区分見直しの検討をするに際して、金融庁の方の金融審議会「市場構造専門グループ」でいただいた提言の中でも、上

場維持基準の引上げに伴って上場廃止となる銘柄も出てくるのが想定されるので、これについての換金の機会というのを検討していくべしというような提言がなされておりまして、もちろんこの点を我々も認識しております。ですので、今回経過措置をどうするのかという議論をするのと並行して、そうした換金の場をどうしていくか検討しなければいけないと認識しております。

そのときにどこかに委ねるのかというのは、結果として——結果というのは、例えば東証で上場廃止になりそうだから、ほかの市場に上場しようとか、自発的に会社が考えるという意味での結果として、そうなる可能性はあるかもしれませんが、今のところ我々としては、取引所自身に対する課題として与えられたという認識で検討しているところです。

○梅本 どうもありがとうございました。

#### 【上場維持基準に関する経過措置の期間①】

○前田 貴重なご報告をいただき、どうもありがとうございました。

資料の12ページで、上場維持基準に適合していない会社が相当数あるというご説明をいただいたのですけれども、この計画期間の終了時期というのは、会社が自分で自由に設定すればいいのでしょうか。自由にといいますか、期間の長短もまた市場の評価に委ねるとい理解でよろしいでしょうか。

○菊池 今回市場区分の見直しにより、例えばプライム市場でありますと、流通株式時価総額100億円というのを上場維持の要件とし、これに抵触した場合は1年間の改善期間がありまして、1年以内に100億円以上になった場合には上場維持、1年後になお100億円未満の場合は上場廃止になるというのが本来の基準です。

ただ、いきなりその本来の基準を適用すると、ここに掲げておりますように262社も、ほかの市場も合わせると約500社が一気に上場廃止といった話になりますので、ここについては、改善の機会を設けるために、当分の間は本来の基準ではな

くて緩和された基準を適用することにしております。そういう意味では、ここに掲げている会社というのは、経過措置がなければ、言い換えますと、本来の基準が即時適用されていたとすれば、当該市場への上場を維持することができない会社ということなのです。

繰り返しになりますが、上場会社自身が企業価値向上等の取組みによって時価総額を上げたりすることができるよう、当分の間は本来の上場維持基準を適用しないとしているのが経過措置の仕組みです。経過措置を適用する代わりに、会社ごとに自社でどういった改善計画を立てるかというのを取締役会で議論をしていただいたうえで、投資者にその内容を開示してくださいという建付けにしております。

そして、今は、経過措置を適用する当分の間というのが具体的にいつまでかが決まっていない状況です。適合に向けた計画に書いてある期間というものも、上場会社自らが当社に必要な期間として設定して開示をしている期間であり、12ページのグラフに載せている数字です。

これにつきまして、今いろいろなところでご指摘をいただいております。まだ当分の間というのがいつまでなのか決まっていない。言い換えると、本来の基準をいつ適用するのかが決まっていない状況はどうなのかというようなご意見を国内外からいただいております。少なくともその当分の間というのがどれくらいの期間になるのかを早急に決めるべきではないかというご意見です。そうしないと、今上場維持基準への適合に向けて取り組んでいる上場会社も、自社で考えている計画期間と取引所で今後決められるかもしれない当分の間の終了時期とでミスマッチが出てきてしまうおそれもあります。上場維持基準への適合に向けて取り組んでいる上場会社に予見可能性を与えるためにも、少なくとも経過措置をいつまでやるのかというような方向性は早急に決めた方がよいのではないかと考えておまして、立ち上げましたフォローアップ会議の中でも今いろいろご議論をいただいている状況です。

○前田 よく分かりました。どうもありがとうございました。

○川口 今の点ですけれども、開示内容については、取引所は何かチェックしているのでしょうか。自分の都合のいいように開示するというような可能性もないわけではないですね。

○菊池 あまり細かいところまで口を出すわけではございませんが、事前にドラフトをいただいて確認をしております。ただ、あくまでも計画自体は上場会社が自主的に策定するものですので、そういったスタンスで臨んでおります。

○川口 プライム市場にいるということは、一つのブランドなのですね。そこで信用が生まれます。その基準を達成していない会社については、それを開示するというのですが、それで十分かということが気になります。一般投資家にとってみると、プライム市場の銘柄という事実を信用して、開示等々は見えていない可能性はあると思うのです。しかし、これは、投資家の自己責任ということでしょうかね。

○菊池 この市場選択の結果につきましては、4月に新市場区分へ移行するに当たりまして、各社がどの市場を選んだかということに加えまして、適合計画を出している会社が分かるような表をホームページに掲載しておりますので、本来の基準を満たす会社がどこかというのは投資家も知ることができる状況となっております。

加えまして、開示を見えていないと言われてしまうと元も子もないのですが、上場会社自身にもタイムリー・ディスクロージャーの枠組みの中で改善計画を策定したので公表しますということをやっておりますので、投資家への周知というのはしているという認識でおります。

○川口 ありがとうございます。投資は自己責任というのが大前提ですので、開示をすれば十分という考え方もあり得るかと思えます。

ほかにいかがでしょうか。

#### 【上場維持基準に関する経過措置の期間②】

○川口 それでは、もう一つの質問ですが、5年



間と期限を切って、その間に基準が達成されなかったらどうなるのですか。

○菊池 まず、実際に期限が切れてしまった会社が出てきたわけではないのですが、一部、極めて短い締め切りを自ら設定していた会社がそれを延期するというような動きは既にちらほらとは見えてきております。そういうときにも、今後経過措置というのがどうなるのか分からない中で計画を再検討していただくよりは、経過措置の期間が分かった中で検討していただいた方がよいという意味でも、上場会社の予見可能性という意味でも、なるべく早く決めた方がいいと思っております。

○川口 プライム市場から即撤退ということにはならないということですか。

○菊池 ご認識のとおりです。

○川口 分かりました。ありがとうございます。

ほかはいかがでしょうか。

ないようであれば、また戻っていただいても結構ですので、2つ目の改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況についてご意見、ご質問があればお願いしたいと思います。

#### 【任意で設置した委員会の役割】

○片木 21 ページで、任意の報酬委員会とか指名委員会を設置されている会社が多く、8割ぐらいが設置しているということのようですねけれども、その役割についてももし情報があれば、教えていただけますか。

指名委員会等設置会社におきましては、指名委員会あるいは報酬委員会の決定が最終決定でありまして、取締役会においてもこれを覆さないものとされておりすけれども、任意の指名委員会・報酬委員会というのは、内部的にもうここが最終決定機関というふうな形で位置付けられているのか。それとも、一種の勧告であって、最終的な判断は代表取締役なり、あるいは取締役会なりに委ねられるという形になるのか。中間的に買収防衛策と同じかもしれませんけれども、最大限それを尊重するというふうな考え方になるのかということについて、教えていただけませんかということ

です。

○菊池 今日の資料からは抜いてしまったのですが、今回のコードの改訂に伴いまして、任意の委員会の権限・役割というのをガバナンス報告書などで公表してくださいというような対応を入れておりますが、ご質問に端的にお答えいたしますと、どういう権限を持たせるのかについては、基本的には会社の判断ということになっております。

その実態を見ましても、大半は取締役会からの諮問を受け、答申をするというものです。ただ、一部の会社においては、取締役会から委託を受けて委員会の方で最終決定権限を持つというふうに建て付けている会社も一部あると記憶しております。(発言者注：例えば、個別の取締役の報酬額について、任意の報酬委員会に決定権限を委任する事例などがみられた。)

他方で、指名委員会・報酬委員会に踏み込んだ権限を与えたいということであれば、指名委員会等設置会社を選択することも考えられると思います。

○片木 ありがとうございます。

#### 【特別委員会の性質】

○船津 資料の 31 ページで、支配株主から独立した社外取締役を過半数あるいは3分の1以上選任していなければ特別委員会の設置が求められているかと思いますが、特別委員会の設置による場合、各社の傾向としてはどのような性質の委員会なのでしょうかとこのことをお伺いしたいと思います。

といいますのも、私は、特別委員会と聞きますと、何かイベントが生じたときに臨時で設けられるというイメージがあるのですが、どうもお話を伺っておりますと、常設の特別委員会というものがあるようにも見受けられますので、まず、常設委員会であるのかどうかということ。それから、常設だとしたときに、あるいは臨時でもどちらでもいいのですけれども、どういう構成員になっているのかということ。それから、その役割としては、具体的にはどのような役割を担わせている例

が多いのかというあたりをお聞かせいただければと思います。よろしく申し上げます。

○菊池 申し訳ないのですが、まだそこまで調査が行き届いていないという部分がありまして、まず常設かどうかという点で言いますと、私の認識しているところでは、常設の会社が多いのかなと思っております。

単に M&A をするときというようなごく限られた場合だけではなくて、基本的には、支配株主との間で何らかの取引、利益相反関係があるような取引をするときに、毎回ではないにしても、新しい取引を行う際には、確認する必要があると考えられます。その意味では、M&A に比べると頻繁にそういった取引が生じる機会は多いのではないかと、常設にしている会社が多いと考えております。あるいは、取引をしないまでも、業務内容の調整といった観点でも、常設の委員会で実際に検討する場面が多いということなのではないかと思っております。

委員の構成につきましては、今回のガバナンスコードの改訂によりまして、特別委員会を設置する場合も、支配株主からの独立性を有する委員で構成する特別委員会を設置すべきいうことになっておりますので、基本的には独立した方で構成されるということです。ただ、具体的にどういう人たちなのかということまでは見られていないというのが実態です。

○船津 役員以外の方も結構いらっしゃるということなのでしょうか。要するに、役員の資格を持たない独立委員会メンバーも結構多いのかという質問です。

○菊池 これも私の印象ですが、社外取締役、社外監査役でもう1人誰か入るかというぐらいだと思います。例えば独立役員が3人いるというような会社の場合であれば、その3人で特別委員会を構成すればいいかもしれませんが、独立役員が2人の会社の場合は、過半数を考えると、もう1人誰を入れるのか考えるという可能性もあるのかもしれません。

○船津 ありがとうございます。

#### 【法定開示と任意開示の重複】

○川口 コーポレートガバナンス・コードでいろんなものを開示せよということになってきています。例えば、ガバナンスの状況とか、あるいは今日ご報告いただいたサステナビリティへの取組みとか。これらは、コーポレート・ガバナンス報告書の記載を充実するということでしょう。他方で、法定開示で有価証券報告書などにおいても同じようなことを開示させるという流れになっていて、いわゆる法定開示と自主規制における開示の重複が生じていると思うのです。法定開示のほうは東証の管轄ではないということですが、開示事項の重複について東証の方で、何か検討はされているのでしょうか。

○菊池 まず、実態のお話の前に、そういった検討をしているのかということからお答えいたしますと、コードは東証単独でつくっているわけではなくて、ご承知のとおり、金融庁と東証が事務局を務める「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」でご議論していただいた内容が最終的に取りまとめたものを取引所の規則の一部という形で導入しております。ですので、有価証券報告書の内容を所管しております金融庁ももちろんこの問題を認識しておりまして、実際、金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループなどにおきましても、有価証券報告書の開示とコーポレート・ガバナンス報告書の関係をどう考えるのかというトピックが取り上げられております。

ただ、なかなか結論が出ないといえますか、どのような議論がそこでなされているかといいますと、コーポレート・ガバナンス報告書は一覧性があるところがいいところであり、要するに、有価証券報告書よりもより詳しい内容を見ることができる。これは、法定開示書類に比べると、取引所規則に基づくコーポレート・ガバナンス報告書の方が記載しやすいという声があるので、上場会社の方も書きやすいという側面と、コーポレート・ガバナンス報告書は、変更があった場合には修正

版を公表してくださいという建付けになっておりますので、そういう意味でも、年1回しか更新されない有価証券報告書の開示よりも即時性があるというのだというようなご意見も結構聞かれています。

そうした中でも、やはり両方に同じようなことが書いてあるじゃないかというご指摘もあるところですので、そういったご指摘への提案としては、ある程度投資家の利便性にも配慮しつつ、有価証券報告書の参照先を示すとか、会社のホームページのアドレスを示すとか、そういった形で重複を避けるという方法も考えられるとお示しをしております。

実態については、株主総会招集通知をご覧くださいとか、あるいは統合報告書の方でサステナビリティの記載があるので、そちらをみてくださいとか、そういった実務上の取扱いがなされております。

○川口 ありがとうございます。

それでは、3つ目のIPO等に関する見直しの方針についてご議論いただきたいと思います。よろしく申し上げます。

#### 【上場会社におけるダイレクタリスティングのメリット】

○前田 資料40ページのダイレクタリスティングのお話を興味深くお聞きしたのですが、これは、上場する会社側にとってどのようなメリットがあるのでしょうか。

証券会社に支払う引受手数料が不要になり、そして有価証券届出書も不要になることは分かるのですが、早い時期から有価証券報告書は作らないといけないのですよね。そうすると、会社側のうまみというのは、結局引受手数料を節約できるということぐらいなのかなと思ったのですが、そういう理解でよろしいでしょうか。

○菊池 まさに今ご指摘いただいた引受手数料の話も、そういうニーズの理由の一つとして挙げられるところでは。

ほかには、上場してマーケットで値段がついて

から資金調達をしたいというようなニーズもあると聞いておまして、これはいわゆる初値高騰問題に関連するものです。公募・売出しをするときには、主幹事証券会社と上場会社が相談したうえで、機関投資家等にヒアリングをし、このくらいの価格帯ではないかと想定をしてブックビルディングを行います。その際、今はその価格帯（仮条件）が狭い幅になっていることが多く、市況が良いときですと、ブックビルディングで提示した価格の上限で公募・売出し価格が決まることが多くございます。その背景の一つとしては、ファイナンス理論を用いてプライシングをするときに非上場ディスカウントが行われていることが挙げられ、上場・発行体側からすると、本当であればもっと高い値段で資金調達できたのに、そういったディスカウントが行われてしまったので、結果としては少ない額しか調達できなかった、あるいは希薄化が大きくなってしまったという思いが生まれます。そうした場合に、ダイレクタリスティングにより一旦上場し、マーケットで値段がついた後に、その値段こそが適正価格なのではないかということで、その値段で公募をしたいというニーズを持っている人がいるかもしれないということです。

○前田 どうもありがとうございました。

#### 【上場前会社の業績予想の開示】

○黒沼 IPOのところで、業績予想開示の明確化というテーマが出ていて、それについてお話をされたと思うのですが、これ、現状はどうなっていて、それをどう変えるか、あるいは変えないけれども明確化するという話だったのかという点をもう一度説明していただけますでしょうか。

というのは、上場前の企業にも業績予想開示を求めているのかどうかはまずよく分からなくて、それから、それを変更して、例えばプライシングに影響を与えるようなことを認めていいのかということもよく分からないのです。

それから、将来情報について、アメリカではセーフハーバー・ルールはありますけれども、IPO

の将来予測についてはセーフハーバー・ルールは適用しないことになっていて、業績予測については厳格ではないかと思うのですが、今回の流れを見ていると、何か規制を緩める感じもしたものですから、そのあたりの話をしていただければと思います。

○菊池 現行、公募・売出しのときにそのような将来情報を書くことについてのリスクがありますので、実際は公募・売出しが終わって上場する当日の朝9時から取引が始まる前に業績予想を開示する実務になっております。具体的には、直近の四半期の決算情報など、東京証券取引所に上場するに当たっての最近の決算情報の開示が行われており、その中で上場期の業績についての予想が開示されています。

この業績予想については、以前、いわゆる上場ゴール問題が世間を賑わせた頃に、上場直後に下方修正するような企業が幾つかあったのを踏まえ、しっかりとその根拠も示すなどきちんとした数字を出すようにしてくださいと、我々東証から要請を行っております。我々としては、結果として下方修正となるなど、新規上場当日に公表した業績予想と異なる結果となった場合にも、きちんと説明をしてくれれば良いということで、予想が外れたこと自体を責めるというスタンスは全く持っていないということです。

一方で、証券会社など、取引所外の関係者の方々としては、やはり上場直後に下方修正するというのは、レピュテーション的にもできれば避けたいという思いが強いようでして、なるべく予想が外れないようにしているとのこと。そのためにはどうするかというと、たとえば第3四半期までは実績を見て、その後その期の通年の業績予想を出せば、そう大きくは外れないだろうということで、そのように対応する事例が多くあります。この点について、もう少し柔軟にといいますか、前提をきちんと投資者に示したうえで取り組んでくださいということを取引所はお願いしているのであって、予想を外すこと自体がけしからんと言っているわけではないというようなことを改めて

周知していこうと考えております。

○黒沼 ありがとうございます。お話は分かりましたけれども、そうすると一点、四半期決算が定まっても、上場直前まではその四半期決算については公表しないという実務になっているのですか。

○菊池 有価証券届出書に記載できるレベルまでまとまっていないということではないかと思えます。有価証券届出書を出してから上場するまでにブックビルディングなどのプロセスがあるので、1カ月ぐらい間が空くのです。その間にはまだ四半期決算がまとまっていない——この点について詳細は、改めて確認をさせていただいたうえで、適宜議事録に反映させていただければと思います。

（発言者注：現行では、承認日から上場日までの間に四半期決算をまたがないように上場日程を設定する実務となっている。）

○黒沼 分かりました。どうもありがとうございます。そのようにお願いします。

#### 【特定投資家の参入促進施策】

○松尾 本日はどうもありがとうございました。

最後のその他のところですけれども、この特定投資家の参入促進に向けた施策ということで、何か具体的に考えておられるものがあれば教えていただきたいということです。よろしく願いいたします。

○菊池 この点は、関連する部署でこれから検討してまいりたいと思っております。現時点ではまだ具体的に申し上げられるものはないという状況でございます。

#### 【引受証券会社の新規参入】

○川口 ほかはいかがでしょうか。

先ほど、引受証券会社の新規参入についてご報告がありました。公正取引委員会が言ってきたということでしたが、具体的に何か弊害が生じているのでしょうか。例えば寡占状態になっていて問題が生じているという事実があって見直しの方向性が出てきたということでしょうか。



○菊池　　そういうことではないと証券業界は多分思っているのですが、証券業界の外から見たときに、やはり IPO というのは、ゴーイング・パブリックということで、まさに今までは閉じた会社であったのが、個人を含む一般の投資者の投資対象になることですので、それにふさわしい開示体制や内部統制等が整っているかというのを、取引所だけではなくて、主幹事証券会社がきちんと引受審査をする必要があります。そのためには、証券会社としてはそれなりのステップを踏んで審査をする必要がありますので、上場会社、発行体と主幹事との間で、例えば公募・売出し価格に対する見解がバッティングするとかといったときに、発行体側が主幹事証券会社を交代させようということがなかなか難しいという声の上場希望会社から出ています。公正取引委員会的な視点からすると、寡占市場になってしまっているからそういう状況になっているのではないかという問題意識があると推測しておりまして、そうした観点からは、もっとたくさん主幹事証券があった方がいいのではないかというご指摘です。

一方で、IPO に関しまして、不適切な会計処理を上場前からしていたという事例もありますので、やはり取引所、証券業界としてもきちんと引受審査を含めた審査を行っていかなければいけないと思っています。そうしないと、投資者保護が損なわれてしまいます。ですので、証券会社であればどこでも主幹事をやっていいということではなくて、きちんとした主幹事としての体制が整っているかどうかを取引所でも確認するというを取引所の規則で定めております。それとは別に、ビジネスとしてやっていけるかという観点も証券会社にはありますので、取引所が求める体制を満たし、かつビジネスとしても成り立つ水準で引受業務を行える証券会社が今はまだ限られてしまっている、新規参入が少ないということかと思っています。

ただ、そうは言いながら、何か取引所の方の求めている要件が不透明なので参入しにくくなっているということがあるのであれば、そこは改めて

いくべきだと我々として思っておりますので、規則だけではなく、潜在的な参入者に対して説明をする文書の作成や相談しやすい窓口の設置を行っていかうということです。

○川口　　ありがとうございます。引受けができる証券会社がないというのだったら、幾ら新規参入と言っても、そういう会社が現れるのかなとも思います。取引所から見て、潜在的にそういう証券会社はあり得るのだけれども、様々な理由で入ってこないという問題意識ということなのでしょうか。

○菊池　　あまりこの相談自体が以前からされていたわけではないので、我々としてはニーズ自体がないと思込んでいたのですが、窓口設置を機に、そういった相談がされていく可能性は大にあると思っています。

○川口　　ありがとうございます。取引所というより、本来的には証券業界の話なのかなという気もしますね。

#### 【TOPIX の見直し】

○梅本　　今日のお話は、市場再編の上場要件等々に関する事だったのですが、市場再編のもう一つの重要な論点として、指数をどうするのかという話があったかと思うのです。指数はたしか TOPIX を数年かけて新しいものに変えていくということだったと記憶しているのですが、今はどういう状況にあるか、簡潔に教えてください。よろしくお願ひします。

○菊池　　市場区分見直しに関して、先ほど申しました金融審議会の市場ワーキング・グループ「市場構造専門グループ」で、指数についても併せて議論していただき提言をいただいております。その提言の中で、指数を検討する部署と市場運営会社と同じエンティティーであるのは独立性の観点からどうなのかというような指摘もありました。ですので、この4月に、まずエンティティーとしましては、株式会社 JPX 総研という会社を新たに立ち上げまして、そこに指数事業を会社分割で移しました。結論としては、TOPIX の在り方につい

ては、その JPX 総研の中のインデックスビジネス部で検討しております。

ただ、既に決まっている内容もありまして、それは流通株式時価総額が 100 億円に満たない会社については、段階的にウェイトを落としていくということが一つ。それから、今までは市場第一部の構成銘柄でなければ TOPIX に入らないということでしたが、今回の移行に当たりましては、もともと TOPIX に入っていた銘柄がスタンダードを選択した場合にも、そのまま TOPIX に採用され続けるということになっております。

したがいまして、以前は TOPIX イコール東証市場第一部構成銘柄ということでしたが、今はもうその関係は崩れておりまして、TOPIX の構成銘柄の大半はプライム市場上場銘柄でありますけれども、一部スタンダード市場上場銘柄も入っているという状況です。

最初のウェイト低減の話に戻しますと、ウェイト低減をいきなり全部一度に行いますと、マーケットインパクトが非常に大きくなってしまいますので、10 段階に分けて徐々にウェイトを下げていって、最後にゼロにするということです。その第一弾として、この 10 月末からウェイト低減を始めるといふ段階でございまして、ではどの銘柄が対象なのかというのを 10 月の月上旬に公表する予定となっております。

○梅本 よく分かりました。どうもありがとうございます。

○川口 ほかにいかがでしょうか。

それでは、ご意見、ご質問もないようですので、本日の研究会はこれで終わりたいと思います。

本日は、丁寧なご説明をいただき、どうもありがとうございました。

○菊池 本日は大変貴重な経験をさせていただきました。ありがとうございました。今後ともどうぞよろしくお願いいたします。



# 東京証券取引所における 最近の取組み (市場区分の見直し等)

## Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所  
2022年9月30日



## 本日の内容



- 1 市場区分見直しの現状
- 2 改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況
- 3 IPO等に関する見直しの方針

# 1. 市場区分見直しの現状

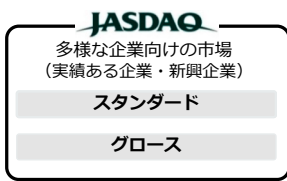
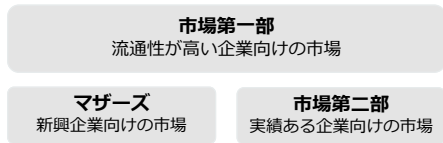


## 市場区分見直しの概要



- 東証は、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を支え、国内外の多様な投資者から高い支持を得られる魅力的な現物市場を提供することを目的として、2022年4月4日に市場区分を再編

### 従来の市場区分



#### <指摘されていた課題>

- 各市場区分のコンセプトが曖昧
- 企業価値向上に向けた動機付けに乏しい
- 投資対象としての機能性を備えた指数がない

2022年4月4日  
新市場区分に移行

### 新しい市場区分



#### プライム市場

高い流動性とガバナンス水準を備え、グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場

#### スタンダード市場

公開された市場における投資対象として十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業向けの市場

#### グロース市場

高い成長可能性を有する企業向けの市場

#### <基本的な考え方>

- 各市場区分のコンセプトに応じた基準の設定
- 各市場区分の新規上場基準と上場維持基準を原則共通化



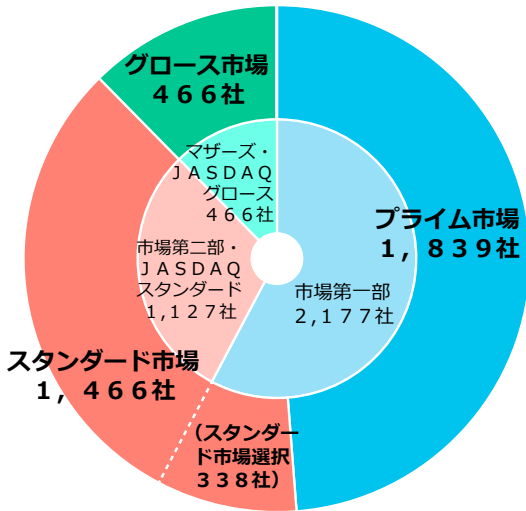


# 上場会社の新市場区分への移行結果

- 上場会社は、新市場区分のコンセプト・基準や自社の経営環境を踏まえ、**昨年未までに新市場区分を選択**
- 新市場区分への移行にあたって、上場会社では、**流動性・ガバナンス向上への取組などの動き**

## 新市場区分の選択結果

(内円：現市場区分、外円：新市場区分)



上場会社数：3,771社  
(2022年4月4日時点)

注：1社が2022年4月4日にグロス市場へ新規上場

## 移行にあたっての上場会社の動き

### プライム市場を選択した会社（1,839社）

- コーポレートガバナンス・コード改訂を踏まえた一段高いガバナンス（取締役会・英文開示等）への取組、流動性の向上のための売出、事業ポートフォリオの見直し、親子上場の解消などの動き
- 上場維持基準に適合していない295社は、基準適合に向けた計画を開示し、成長戦略の実施による企業価値向上、政策保有株縮減や自社株消却等による流動性改善に取り組む

### 標準市場を選択した会社（1,466社）

- 市場第一部上場会社のうち338社が、自社の事業環境や経営戦略等を踏まえ、企業価値向上に向けて自社に最適な市場区分として選択
- JASDAQ標準市場上場会社は、新たにコーポレートガバナンス・コード全原則への対応に取り組む

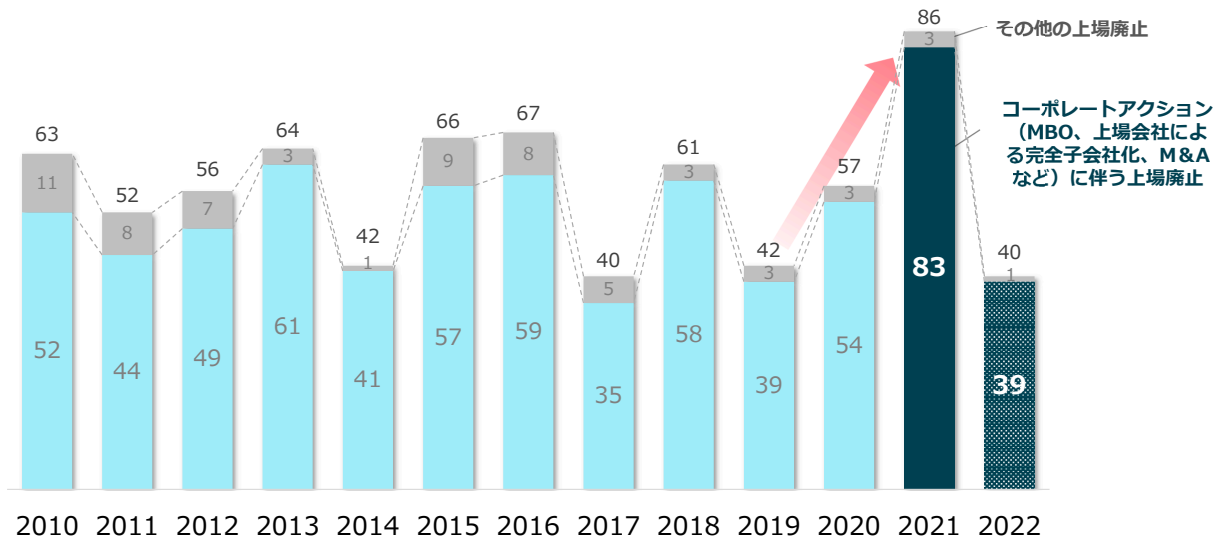
### グロス市場を選択した会社（466社）

- 新たに「事業計画及び成長可能性に関する事項」を開示し、今後の成長に向けた施策に取り組む

# (参考) 上場廃止会社数の推移



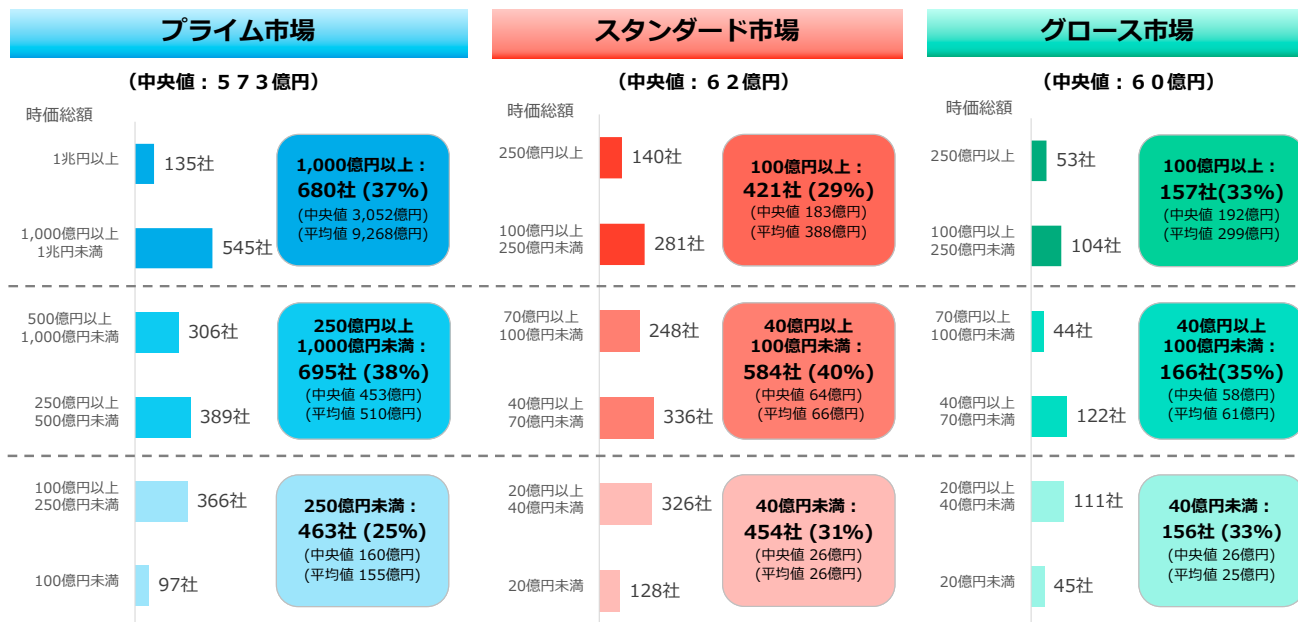
- 2021年に上場廃止となった86社のうち、MBOや上場会社による完全子会社化、M&Aなど**コーポレートアクションに伴う上場廃止が83社**と、前年（2020年）の54社、前々年（2019年）の39社から**大幅に増加**



注：2022年は6月末時点

## 各市場区分における時価総額の分布

- 各市場区分とも、上場会社の時価総額の規模にはバラつきが見られる
- プライム市場及びスタンダード市場の時価総額が小さい企業群では、流通時価総額基準（プライム市場100億円、スタンダード市場10億円）への安定的な適合が課題



注：2022年7月1日時点の時価総額

## 海外市場との比較（プライム市場）①

- 海外の主要市場と比較して、プライム市場の上場基準は最も厳しい水準

| 項目                | 東証<br>プライム市場 | NYSE               | ロンドン<br>Premium | NASDAQ<br>Global<br>Select | HKEx<br>Main<br>board | SGX    |
|-------------------|--------------|--------------------|-----------------|----------------------------|-----------------------|--------|
| 株主数               | 800人         | 400人               | NA              | 450人                       | 300人                  | 500人   |
| 流通株式数             | 200万株        | 110万株              | NA              | 125万株                      | NA                    | NA     |
| 流通株式<br>時価総額      | 100億円        | 約46億円<br>(4000万ドル) | NA              | 約52億円<br>(4500万ドル)         | 約19億円<br>(1.25億香港ドル)  | NA     |
| 流通株式<br>比率<br>(%) | 35%          | NA                 | 15%             | NA                         | 15~25%                | 12~25% |

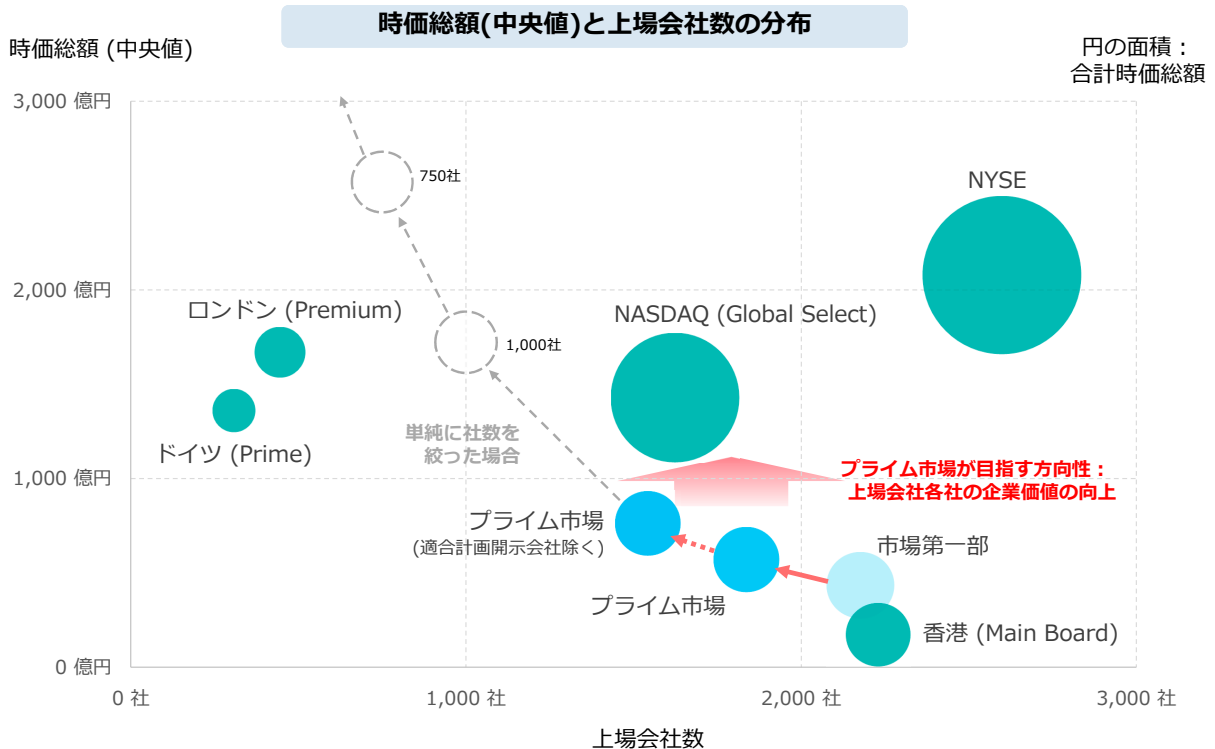


## 海外市場との比較（プライム市場）②

| 取引所           | 東証                 |                            | 階層構造を採用                 |                      |                | 階層構造でない               |                     |
|---------------|--------------------|----------------------------|-------------------------|----------------------|----------------|-----------------------|---------------------|
|               | 東証<br>(旧市場)        | 東証<br>(新市場)                | NASDAQ                  | ロンドン                 | ドイツ            | NYSE                  | 香港                  |
| 名称            | 市場<br>第一部          | <b>プライム市場</b>              | Global<br>Select        | Premium              | Prime          | NYSE                  | Main<br>Board       |
| コンセプト         | —                  | —                          | 世界で最も<br>上場基準が<br>厳しい市場 | 上場基準が<br>より厳格な<br>市場 | 国際投資家<br>向け市場  | 大規模・<br>中規模企業<br>向け市場 | 実績のある<br>企業向け<br>市場 |
| 社数<br>(全市場合計) | 2,177社<br>(3,770社) | <b>1,838社<br/>(3,776社)</b> | 1,624社<br>(3,797社)      | 444社<br>(663社)       | 307社<br>(490社) | 2,599社                | 2,229社              |
| 合計<br>時価総額    | 715兆円              | <b>673兆円</b>               | 2,654兆円                 | 400兆円                | 285兆円          | 4,013兆円               | 651兆円               |
| 時価総額<br>中央値   | 434億円              | <b>573億円</b>               | 1,430億円                 | 1,668億円              | 1,361億円        | 2,079億円               | 173億円               |

注：東証（旧市場）は2022年4月1日時点、その他は2022年7月1日時点取得データ（出所：各取引所の公表資料等より作成）  
 注：全市場合計の社数は、東証（旧市場）は市場第一部・市場第二部・マザーズ・JASDAQ、東証（新市場）はプライム市場・スタンダード市場・グロース市場、NASDAQはGlobal Select・Global・Capital Market、ロンドンはPremium・Standard（投資ファンド除く）、ドイツはPrime・General・Scaleの会社数を合算

## 海外市場との比較（プライム市場）③



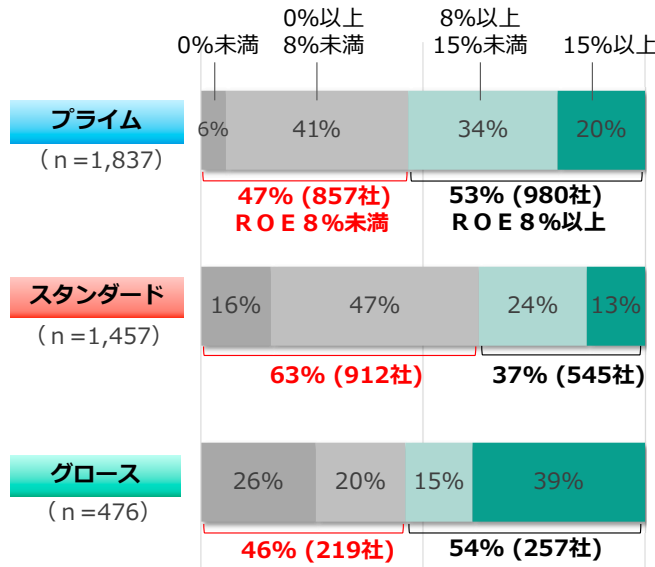
注：東証（旧市場）は2022年4月1日時点、その他は2022年7月1日時点取得データ（出所：各取引所の公表資料等より作成）



## ROE（自己資本利益率）

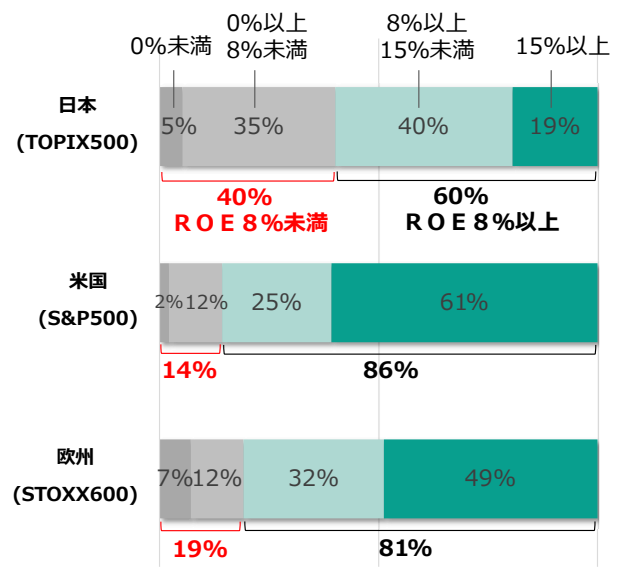
- ROE 8%未満がプライム市場で47%（857社）、スタンダード市場で63%（912社）
- 主要株価指数の構成企業のうちROE 8%未満の企業の割合は、米国（S&P500）14%、欧州（STOXX600）19%に対して、日本（TOPIX500）は40%

市場区分別のROEの分布



注：QUICKから取得したデータを東証で加工、2022年7月1日時点(外国会社を除く)

ROEの海外比較（主要企業）



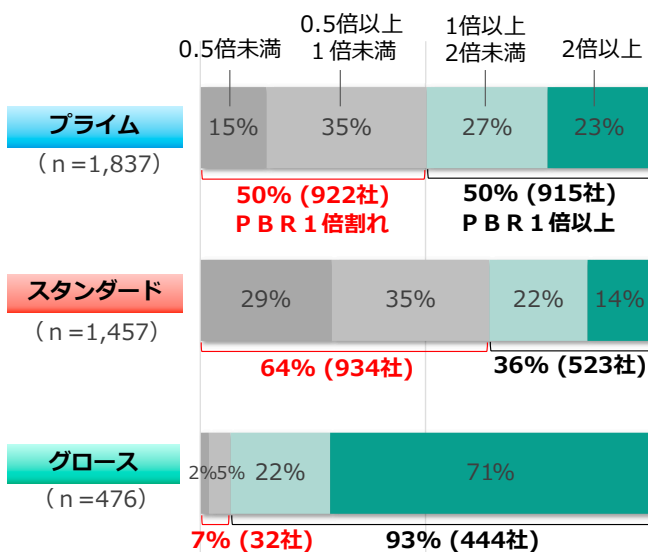
注：Bloombergから取得したデータを東証で加工、データが得られる企業のみ抽出、2022年7月1日時点

## PBR（株価純資産倍率）



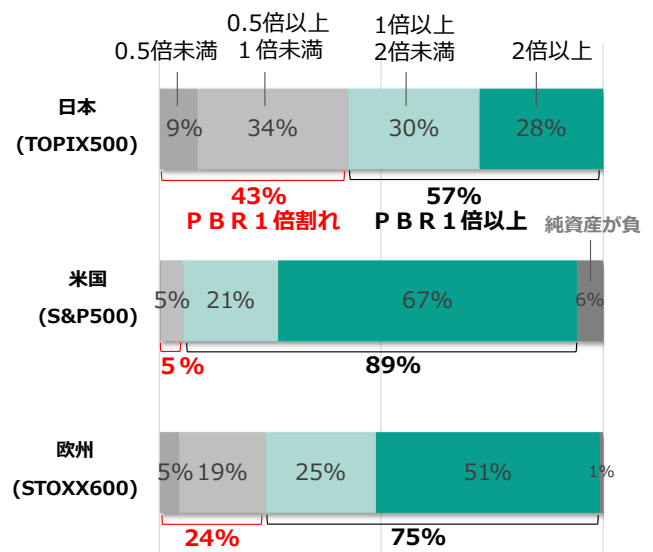
- PBR 1倍割れがプライム市場の50%（922社）、スタンダード市場の64%（934社）
- 主要株価指数の構成企業のうちPBR 1倍割れの企業の割合は、米国（S&P500）5%、欧州（STOXX600）24%に対して、日本（TOPIX500）は43%

市場区分別のPBRの分布



注：QUICKから取得したデータを東証で加工、2022年7月1日時点(外国会社を除く)

PBRの海外比較（主要企業）



注：Bloombergから取得したデータを東証で加工、データが得られる企業のみ抽出、2022年7月1日時点





# 上場維持基準に適合していない会社の状況

- 上場維持基準に適合しておらず、適合に向けた計画を開示している会社は**492社（全市場合計）**  
 ※ 適合計画を開示している549社のうち、57社は自社の試算ベースで適合した旨を公表
- 計画期間の終了時期は、新市場区分移行後2～4年に集中しており、95%が5年以内

## 基準ごとの適合していない会社数

注：2022年7月1日時点

| プライム市場            |        |
|-------------------|--------|
| 流通株式時価総額（100億円以上） | ： 217社 |
| 流通株式比率（35%以上）     | ： 36社  |
| 売買代金（0.2億円以上/日）   | ： 81社  |
| 合計（重複除く）          | ： 262社 |

注：適合計画を開示している295社のうち、33社は自社の試算ベースで適合した旨を公表

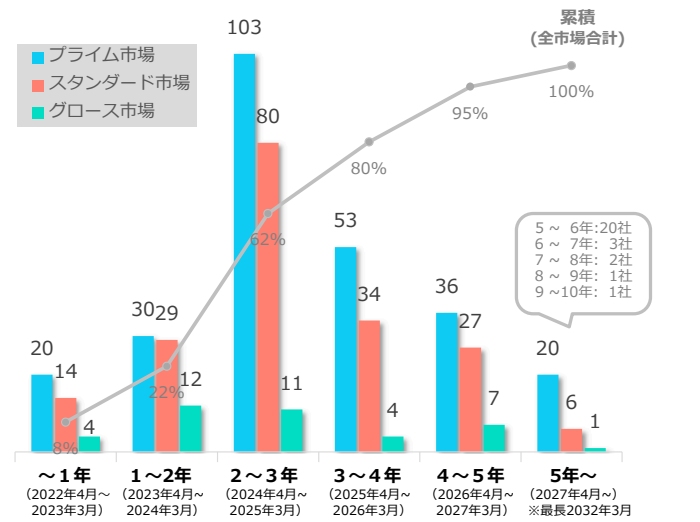
| スタンダード市場         |        |
|------------------|--------|
| 流通株式時価総額（10億円以上） | ： 122社 |
| 流通株式比率（25%以上）    | ： 77社  |
| 株主数（400人以上）      | ： 11社  |
| 合計（重複除く）         | ： 191社 |

注：適合計画を開示している209社のうち、18社は自社の試算ベースで適合した旨を公表

| グロス市場              |       |
|--------------------|-------|
| 流通株式時価総額（5億円以上）    | ： 2社  |
| 流通株式比率（25%以上）      | ： 20社 |
| 時価総額（10年経過後40億円以上） | ： 18社 |
| 合計（重複除く）           | ： 39社 |

注：適合計画を開示している45社のうち、6社は自社の試算ベースで適合した旨を公表

## 計画期間の終了時期の分布

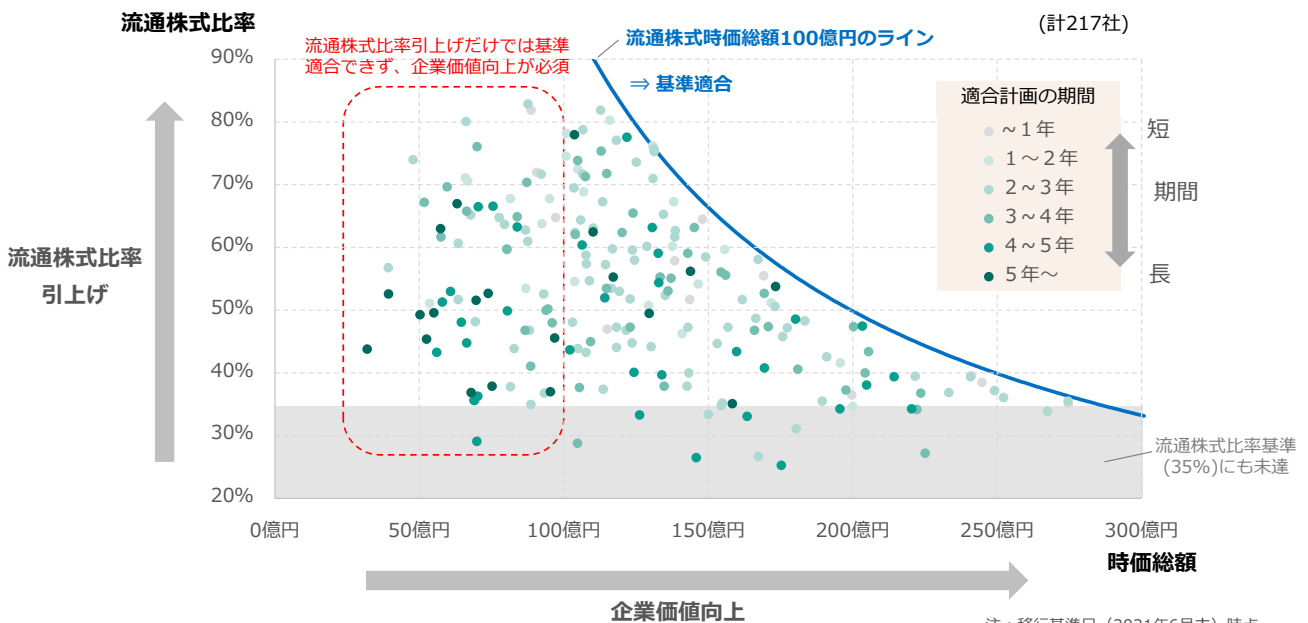


注：計画期間は新市場区分移行日からの期間。複数の基準に適合していない場合、最長の計画期間を採用

# (参考) プライム市場 流通株式時価総額基準(100億円)に適合していない会社の状況



- 流通株式比率の引上げにより基準に適合できる会社もある一方で、時価総額が小さいため流通株式比率の引上げだけでは基準に適合できず、**時価総額そのものの増加が必要となる会社も多い**



## 上場維持基準の適合に向けた取組み

- 流通株式比率の基準に適合していない企業の取組内容では、大株主による売却や、その実現のための環境整備、自己株式の売却・消却が多い
- 流通株式時価総額、売買代金の基準に適合していない企業の取組内容では、経営戦略・成長戦略の着実な推進、事業ポートフォリオ見直しによる収益性の向上、株主還元やIR・情報発信の強化が多い

| 適合していない基準          | 主な取組内容                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 流通株式比率             | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 大株主（創業者、役員、親会社、金融機関、事業法人など）による売却</li> <li>● 株式持ち合いの解消</li> <li>● 前2項の実現に向けた環境整備（企業価値向上、流動性改善など）</li> <li>● 自己株式（金庫株）の売却・消却</li> <li>● 新株の発行、新株予約権の発行・行使</li> </ul>                             |
| 流通株式時価総額<br>・ 売買代金 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 中期経営計画等に基づく経営戦略・成長戦略の推進</li> <li>● 事業ポートフォリオ見直し（新規事業、M&amp;A、不採算事業撤退など）</li> <li>● 株主還元の強化（配当性向引上げ、安定配当、自社株買いなど）</li> <li>● IR・情報発信の強化（投資家との対話、英文開示、海外IRの強化など）</li> <li>● 流通株式比率の向上</li> </ul> |

## （参考）市場区分の見直しに関するフォローアップ

- 市場区分見直しの実効性向上に向けて、施策の進捗状況や投資家の評価などを継続的にフォローアップのうえ、必要に応じて各取組を促すための追加的な対応も検討
- 有識者等から必要な助言を受けるため、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を設置（7月29日に第1回会合、9月9日に第2回会合を開催）

（市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 概要）

|        |                                                                                                                                                                                |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 目的     | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 市場区分見直しの実効性向上に向けて、施策の進捗状況や投資家の評価などを継続的にフォローアップ</li> <li>● 上場会社の企業価値向上に向けた取組や経過措置の取扱い、ベンチャー企業への資金供給などに関する追加的な対応について東証に助言を行う</li> </ul> |
| メンバー構成 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● エコノミスト、投資家、上場会社、学識経験者その他の市場関係者で構成</li> <li>● 関係省庁・関係団体がオブザーバーとして参加</li> <li>● 議論のテーマに応じて、必要により、ゲストスピーカーを招聘</li> </ul>                 |

※ 会議の開催状況（資料・議事録など）は以下のリンクを参照

<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/follow-up/index.html>

## 2. 改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況



© 2022 Tokyo Stock Exchange, Inc.

### コーポレートガバナンス・コード改訂の主なポイント



|                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>取締役会の機能発揮</b></p>          | <ul style="list-style-type: none"> <li>● プライム市場上場会社において、独立社外取締役を3分の1以上選任（必要と考える場合には、過半数）</li> <li>● 指名委員会・報酬委員会の設置（プライム市場上場会社は、独立社外取締役を委員会の過半数選任）</li> <li>● 経営戦略に照らして取締役会が備えるべきスキル（知識・経験・能力）と、各取締役のスキルとの対応関係の公表</li> <li>● 他社での経営経験を有する経営人材の独立社外取締役への選任</li> </ul> |
| <p><b>中核人材における多様性確保</b></p>      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 管理職における多様性の確保（女性・外国人・中途採用者の登用）についての考え方と測定可能な自主目標の設定</li> </ul>                                                                                                                                                             |
| <p><b>サステナビリティを巡る課題への取組み</b></p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● サステナビリティについて基本的な方針を策定し自社の取組みを開示</li> <li>● プライム市場上場会社において、TCFD又は同等の国際的枠組みに基づく気候変動開示の質と量を充実</li> </ul>                                                                                                                      |
| <p><b>その他の主な論点</b></p>           | <ul style="list-style-type: none"> <li>● プライム市場上場会社において、開示書類のうち必要とされる情報について、英語で開示・提供</li> <li>● 支配株主を有する上場会社において、独立社外取締役を3分の1以上（プライム市場上場会社は過半数）選任又は利益相反管理のための委員会の設置</li> </ul>                                                                                      |

## 各市場区分におけるコーポレートガバナンス・コードの適用範囲



|                         | 適用範囲 |    |      | 2022年<br>4月4日以降 | 適用範囲         |                 |                 |
|-------------------------|------|----|------|-----------------|--------------|-----------------|-----------------|
|                         | 基本原則 | 原則 | 補充原則 |                 | 基本原則         | 原則              | 補充原則            |
| 市場第一部                   | ○    | ○  | ○    | →               | プライム市場       | ○<br>+<br>より高水準 | ○<br>+<br>より高水準 |
| 市場第二部                   | ○    | ○  | ○    |                 |              |                 |                 |
| JASDAQ<br>スタンダード<br>(※) | ○    | -  | -    |                 |              |                 |                 |
| マザーズ                    | ○    | -  | -    |                 |              |                 |                 |
| JASDAQ<br>グロース          | ○    | -  | -    |                 |              |                 |                 |
|                         |      |    |      |                 | スタンダード<br>市場 | ○               | ○               |
|                         |      |    |      |                 | グロース市場       | ○               | -               |

(※) 2020年11月1日以降に新規上場申請を行ったJASDAQスタンダードの上場会社は、全原則適用

## 集計対象



- 本資料では、改訂コードの全原則が適用されるプライム市場、スタンダード市場の会社（3,293社）を対象として、2022年7月14日までに各社から提出された改訂コードを踏まえたガバナンス報告書に基づき、対応状況を集計

【市場区分別の提出会社数（赤枠が本資料の集計対象）】

| 市場区分     | 提出会社数   |              | コンプライ・オア・エクスプレインが必要となる範囲                  |
|----------|---------|--------------|-------------------------------------------|
|          | 2022年7月 | (参考)2021年12月 |                                           |
| プライム市場   | 1,837社  | 1,838社       | 全83原則<br>基本原則：5原則<br>原則：31原則<br>補充原則：47原則 |
| スタンダード市場 | 1,456社  | 1,475社       |                                           |
| グロース市場   | 477社    | 456社         | 基本原則：5原則                                  |
| 合計       | 3,770社  | 3,769社       | —                                         |

注：2021年12月は新市場区分移行前のため、それぞれの市場区分への移行を選択した会社数

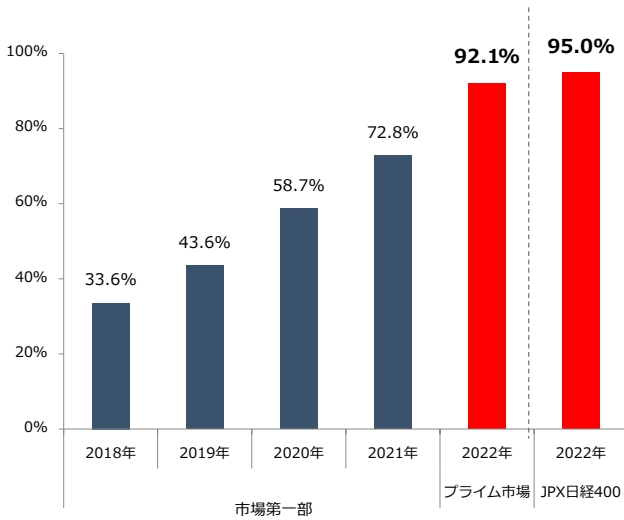




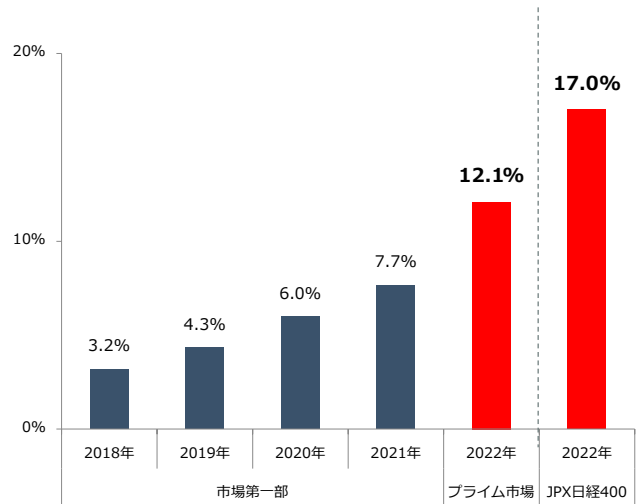
## 独立社外取締役の選任状況（原則4-8）

- 独立社外取締役を全取締役の3分の1以上選任するプライム市場上場会社の比率は9割超
- JPX日経400構成銘柄の17%の上場会社が、独立社外取締役を過半数選任

独立社外取締役を3分の1以上選任している会社の比率



独立社外取締役を過半数選任している会社の比率

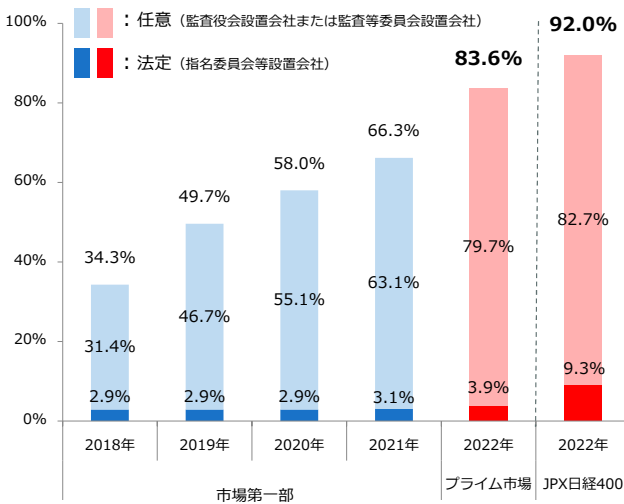


## 指名委員会・報酬委員会の設置状況（補充原則4-10①）

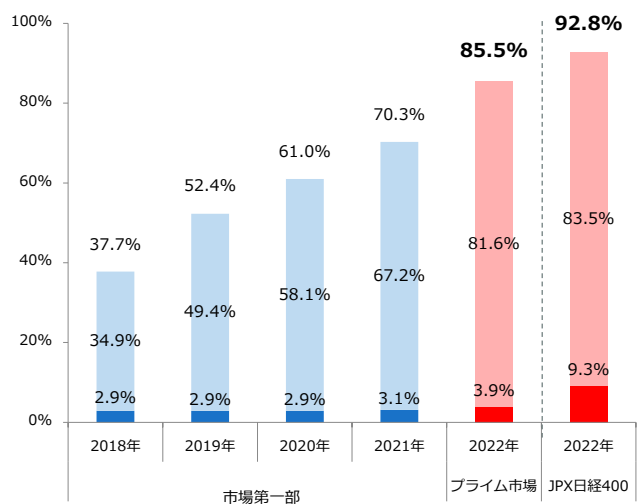


- プライム市場上場会社のうち、法定の指名委員会等設置会社は3.9%、監査等委員会設置会社または監査役会設置会社で任意の指名委員会・報酬委員会を設置している会社は約8割

法定・任意の指名委員会設置状況

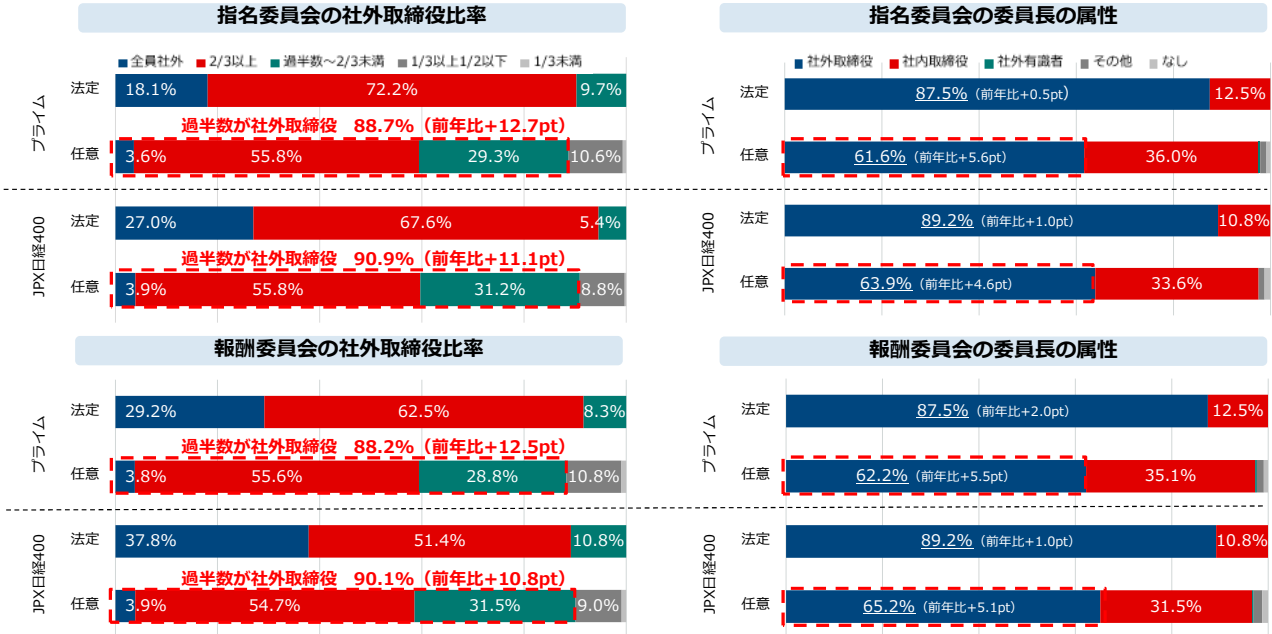


法定・任意の報酬委員会設置状況



## 指名委員会・報酬委員会の独立性（補充原則4-10①）

任意の指名委員会・報酬委員会を設置するプライム上場会社のうち、構成員の過半数を社外取締役とする会社は約9割、委員長を社外取締役とする会社は約6割まで増加し、委員会における独立性の確保が進捗



## 取締役会構成の多様性（原則4-11、補充原則4-11①）

取締役会構成の多様性（ジェンダー、国際性、スキル等）の考え方に関する記載が進展

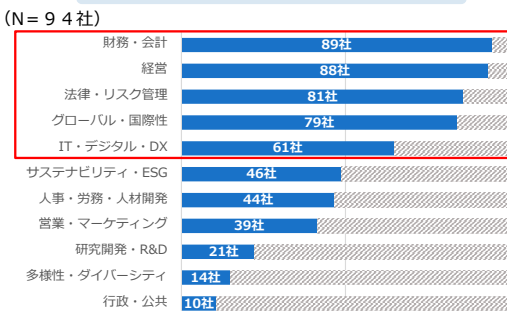
(※) エクスプレインとして「今後検討」の旨を記載する場合は、いつまでに検討を進めるのかなど、具体的な時間軸まで記載することが投資家との建設的な対話に資すると考えられる

TOPIX100構成銘柄では、多くの会社が、取締役会の備えるべきスキルとして「財務・会計」「経営」「法律・リスク管理」「グローバル・国際性」「IT・デジタル・DX」などの要素を特定し、スキル・マトリックスを用いて開示

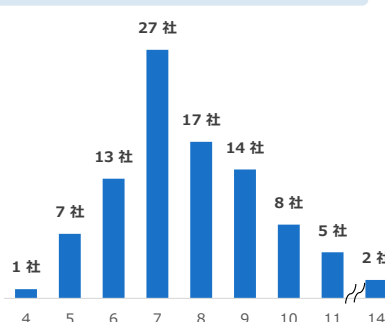
| 項目         | 対応      | 考え方の記載例                                                                                                                                      |
|------------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ジェンダー・国際性等 | コンプライ   | 当社の取締役会は、当社の業務に精通し多様な知見を持つ社内取締役と、企業経営等に豊富な見識を持つ複数名の社外取締役によってジェンダーや国際性等の多様性が確保され、実質的な実のある議論・決議が行われるよう適切な人数としています。                             |
|            | エクスプレイン | 取締役会はジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきであることは重要であると認識しておりますが、現状は十分に確保されているとは言えないことから、多様性の確保という視点に重きを置いた取締役候補者の選定に努めてまいります。          |
| スキルの多様性    | コンプライ   | 当社グループの中期経営計画の重点戦略である・・・を推進しております。当社は・・・備えるべきスキルとして、「○○」、「××」、「△△」を重視することとしております。現在の各取締役及び監査役が備えるスキルは、取締役会全体としてスキルの多様性、バランスが確保されていると考えております。 |
|            | エクスプレイン | 他社での経営経験につきまして、現状経験者はおりませんが、経営者目線での独立した立場の意見も重要であることを鑑み、当社の持続的な成長に資する経営経験者の選定について、今後とも検討してまいります。                                             |

注：各社の開示を東証が一部加工して抜粋。下線は東証が加筆。

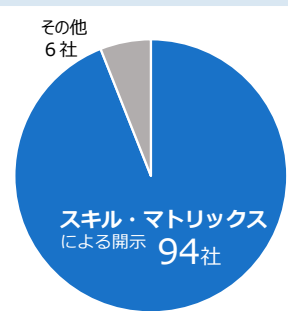
特定したスキルの類型（TOPIX100）



特定したスキルの個数（TOPIX100）



スキルの開示方法（TOPIX100）





## 企業の中核人材の多様性の確保（補充原則2-4①）

### □ 自社の考え方にに基づき、女性・外国人・中途採用者等における中核人材登用の目標を設定

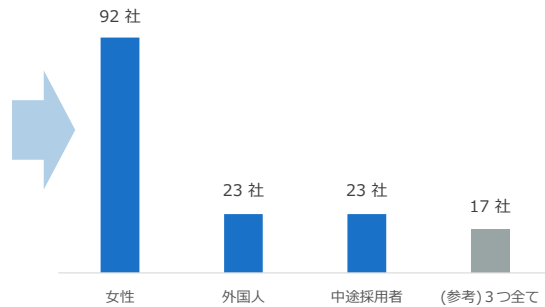
(※) 女性・外国人・中途採用者等の中核人材への登用について、「自主的かつ測定可能な目標」を示さない項目がある場合には、その旨及びその理由を「中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方」としてガバナンス報告書上で示すことが求められる

中核人材登用の考え方の例

| 項目    | 開示例                                                                                                                                                                                                               |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 女性    | <ul style="list-style-type: none"> <li>女性がお客様である商品・サービスも多く、女性の視点・発想をこれまで以上に取り入れていく必要</li> </ul>                                                                                                                   |
| 外国人   | <ul style="list-style-type: none"> <li>デジタル人材等、国内外を問わず外部からの優秀な専門人材の獲得に積極的に取り組み、多様性に富んだ中核人材を確保</li> <li>海外売上比率の高まりに合わせ、海外事業展開を支える海外拠点におけるキーポジションへの外国人及び現地採用人材の登用を拡大</li> </ul>                                     |
| 中途採用者 | <ul style="list-style-type: none"> <li>ビジネス環境の激しい変化の中で、高度化している各種課題に対応し、企業価値向上と社会に貢献し続けるためには、高度な専門性や多様な視点・価値観を尊重することが重要</li> <li>事業ポートフォリオの転換とこれに続く事業強化を進めていくには、内部人材の有効活用だけでなく、強化すべき事業領域に必要な人材の中途採用は不可欠</li> </ul> |

注：各社の開示を東証が一部加工して掲載

中核人材における測定可能な目標の設定 (TOPIX100)



## サステナビリティ開示のキーワード（補充原則3-1③等）



- 企業価値向上に向けて、自社に重要と考えられるサステナビリティを巡る課題への取組みの開示が進展
- 「ダイバーシティ・多様性」「従業員・社員」「人的資本」など人的資本関係を重要なサステナビリティ課題と捉える会社が多い傾向
- TCFD以外のフレームワーク等を参照して開示する事例も存在

【サステナビリティに係るキーワード（プライム市場）】

| サステナビリティ全般に関するキーワード | サステナビリティ基本方針   | SDGs・ESG     | 企業価値             | 経営戦略・経営計画      | リスク            | 収益機会               |
|---------------------|----------------|--------------|------------------|----------------|----------------|--------------------|
|                     | 366社 (19.9%)   | 786社 (42.8%) | 1,703社 (92.7%)   | 1,678社 (91.3%) | 1,415社 (77.0%) | 374社 (20.4%)       |
| サステナビリティ要素に関するキーワード | 地球環境           | 気候変動         | 自然資本             | 自然災害           | 人権             | ダイバーシティ・多様性        |
|                     | 263社 (14.3%)   | 904社 (49.2%) | 7社 (0.4%)        | 81社 (4.4%)     | 291社 (15.8%)   | 1,672社 (91.0%)     |
|                     | 女性             | 外国人          | 従業員・社員           | 取引先            | 人的資本           | 知的財産・無形資産          |
|                     | 1,385社 (75.4%) | 979社 (53.3%) | 1,529社 (83.2%)   | 990社 (53.9%)   | 1,020社 (55.5%) | 943社 (51.3%)       |
| フレームワークに関するキーワード    | TCFD           | SASB         | IIRC・統合報告フレームワーク | 価値協創ガイダンス      | ISO30414       | 知財・無形資産ガバナンスガイドライン |
|                     | 906社 (49.3%)   | 3社 (0.2%)    | 6社 (0.3%)        | 5社 (0.3%)      | 1社 (0.1%)      | 1社 (0.1%)          |

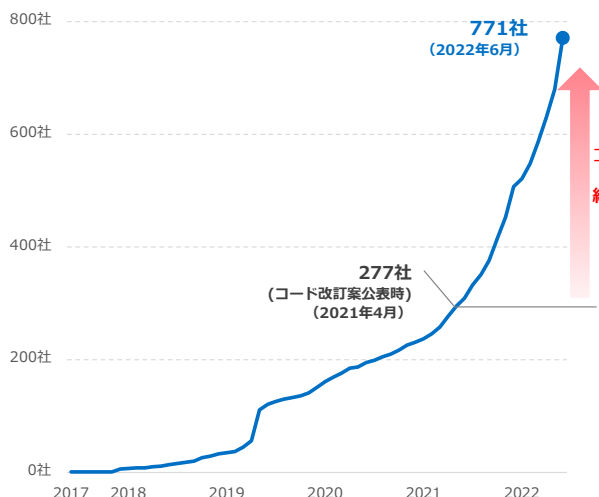
注：ガバナンス報告書の「コードの各原則に基づく開示」を対象に、上記キーワード検索を実施

## TCFD賛同上場会社の動向



- コード改訂を契機に、TCFDに賛同する上場会社がプライム市場上場会社を中心に大きく増加
- 日本のTCFD賛同機関のうち、約7割がプライム市場上場会社

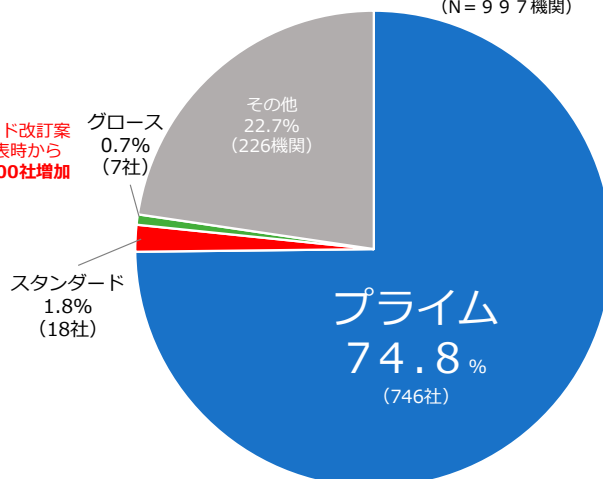
### TCFDに賛同している東証上場会社数



出所：TCFDウェブサイトのデータから東証作成

### 日本のTCFD賛同機関の内訳

(2022年6月時点)  
(N=997機関)



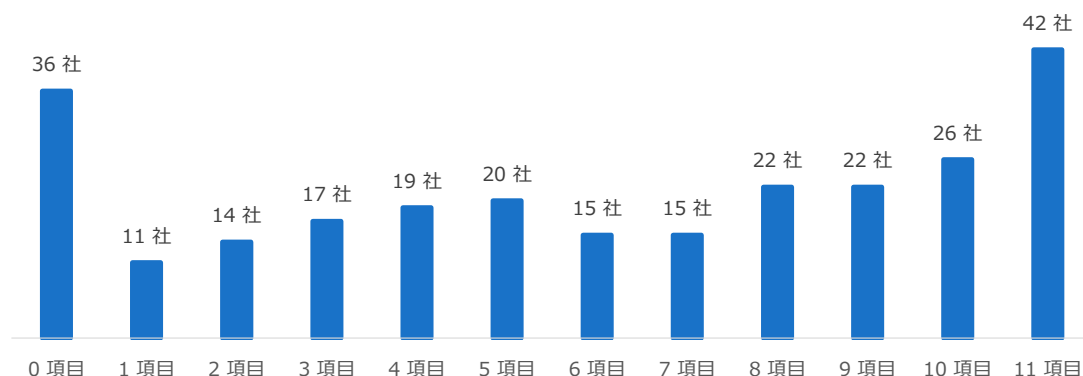
## (参考) TCFD提言に基づく開示の質と量の充実



- TCFDに賛同している会社であっても、開示においては対応の程度に幅
- コードにおいては、必ずしもTCFD提言の開示推奨項目全てを開示することを求めているものではないものの、自社にとって重要と考えられる項目や取り組みやすい項目から段階的に開示を行い、開示の質と量の充実を図っていくことが求められる

### TCFD提言が推奨する11項目の開示状況 (2021年3月末時点でTCFDに賛同している会社)

(N=259社)



出所：日本取引所グループ「TCFD提言に沿った情報開示の実態調査」（2021年11月30日）  
<https://www.jpjx.co.jp/corporate/news/news-releases/0090/20211130-01.html>

注：調査対象媒体のいずれかで各項目に該当する情報を開示している会社数。

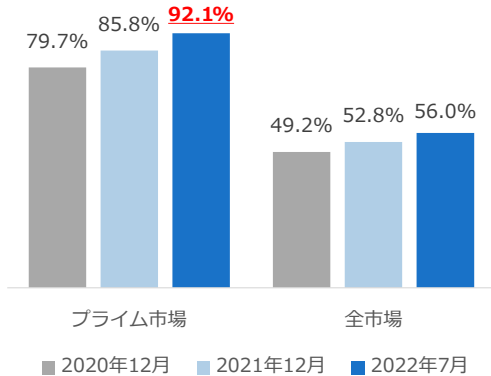




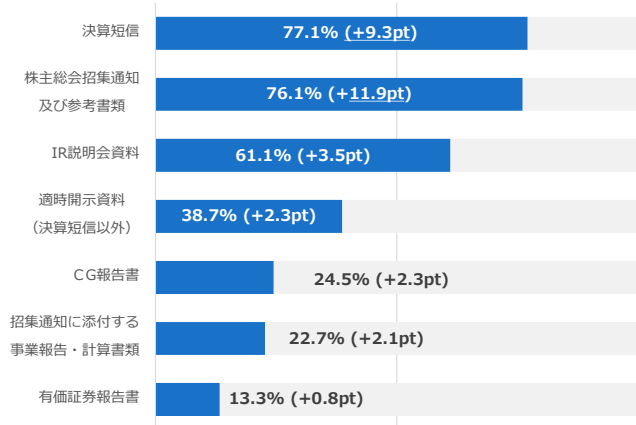
## 英文開示の状況（補充原則3-1②）

- プライム市場上場会社の英文開示の実施率は7月時点で9割に到達
- 資料別でみると、決算短信や招集通知の英文開示が大きく進捗

英文開示の実施率



資料別の実施率（プライム市場）



出所：東京証券取引所「英文開示実施状況調査集計レポート（2022年7月）」より作成

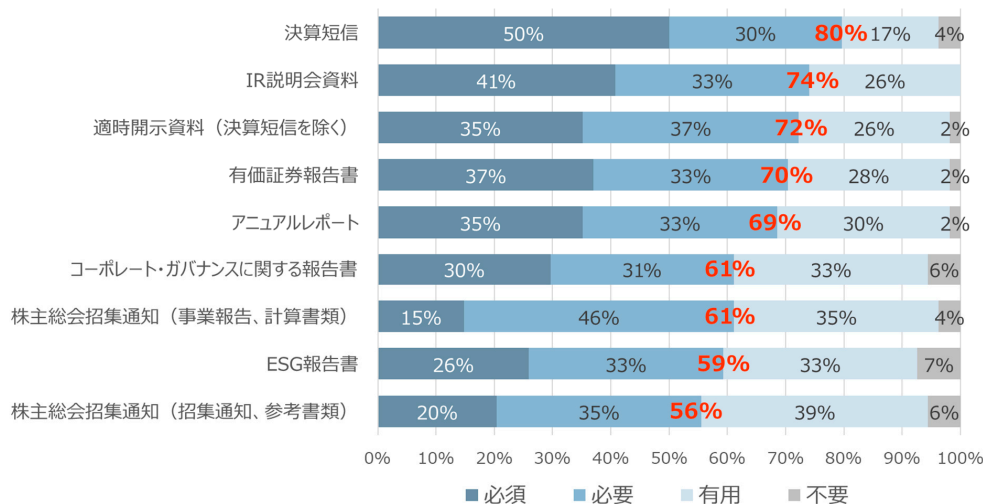
注：括弧内は2021年12月比

## （参考）英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果の概要



海外投資家における「投資を行ううえで必要な情報」

全回答（54件）



出所：東京証券取引所「英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果（2021年8月）」

注：必須（英文開示がない場合は投資しない）、必要（英文開示を必要としている）、有用（英文開示があれば利用する）、不要（英文開示があっても利用しない）

## （参考）英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果の概要（続き）



|                        |                                                                                                                                                               |
|------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 英文開示に関する評価             | <ul style="list-style-type: none"> <li>回答者の<b>8割超が改善を評価</b>するも、<b>約6割は日英の情報量の差異や開示タイミングなどに不満</b></li> <li>大型株の一部や中小型株は未だ十分ではなく、国際的な水準から劣後しているとの評価も</li> </ul> |
| 英文開示が不十分なことによる投資活動への影響 | <ul style="list-style-type: none"> <li>英文開示の不十分さが、対話や議決権行使の阻害要因に</li> <li>評価のディスカウントや投資対象からの除外など、<b>投資行動にも影響</b></li> </ul>                                   |
| 英文開示に優先的に取り組むべき資料      | <ul style="list-style-type: none"> <li><b>優先的に取り組むべき資料は、決算短信、IR説明会資料との回答が多数</b></li> </ul>                                                                    |
| 英文開示が優れている会社           | <ul style="list-style-type: none"> <li>優れているとされる会社は、英文開示の網羅性や適時性、英語でのIR対応、充実した開示内容などに高い評価</li> </ul>                                                          |
| IR活動に関する意見             | <ul style="list-style-type: none"> <li>全般的に改善しているが、<b>英語でのIR対応や経営幹部へのアクセス、対話の内容などに課題</b></li> </ul>                                                           |

出所：東京証券取引所「英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果（2021年8月）」  
<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/disclosure-gate/survey-reports/index.html>

## 支配株主を有する上場会社の状況（補充原則4-8③）



- 支配株主を有する上場会社では、**支配株主から独立した独立社外取締役の選任や特別委員会の設置が進捗**
- エクスプレインとしている会社でも、**独立社外取締役比率の向上や特別委員会の設置が検討**

（※）プライム市場上場会社においては、過半数の独立社外取締役の選任ではなく、独立性を有する特別委員会の設置を検討する傾向が見られる

### 【補充原則4-8③をコンプライしている会社（プライム：126社、スタンダード203社）の状況】

| 独立社外取締役比率    | プライム市場（2021年12月比） |                |                 | スタンダード市場（2021年12月比） |                |                 |
|--------------|-------------------|----------------|-----------------|---------------------|----------------|-----------------|
|              | 社数                | 該当比率           | うち 特別委員会設置の旨を開示 | 社数                  | 該当比率           | うち 特別委員会設置の旨を開示 |
| 2分の1超        | 21社 (+8社)         | 16.7% (+6.2pt) | 1社 (+1社)        | 15社 (+7社)           | 7.4% (+3.2pt)  | 1社 (+0社)        |
| 3分の1以上2分の1以下 | 97社 (+1社)         | 77.0% (-0.4pt) | 64社 (+34社)      | 135社 (+10社)         | 66.5% (+1.4pt) | 15社 (+5社)       |
| 3分の1未満       | 8社 (-7社)          | 6.3% (-5.7pt)  | 4社 (±0社)        | 53社 (-6社)           | 26.1% (-4.6pt) | 16社 (+5社)       |
| 計            | 126社 (+2社)        | -              | 69社 (+35社)      | 203社 (+11社)         | -              | 32社 (+10社)      |

### 【補充原則4-8③をエクスプレインしている会社（プライム：38社、スタンダード：81社）の状況】

| 項目                        | プライム市場 |              | スタンダード市場 |       |
|---------------------------|--------|--------------|----------|-------|
|                           | 社数     | 該当比率         | 社数       | 該当比率  |
| 補充原則4-8③を実施していない          | 38社    |              | 81社      |       |
| うち 独立社外取締役の比率向上・増員を予定/検討中 | 10社    | 26.3%        | 33社      | 40.7% |
| うち 独立性を有する特別委員会の設置を予定/検討中 | 17社    | <b>44.7%</b> | 29社      | 35.8% |

注：支配株主を有するプライム市場上場会社164社、スタンダード市場上場会社284社を対象に補充原則4-8③に基づく対象状況について集計

### 3. IPO等に関する見直し方針



© 2022 Tokyo Stock Exchange, Inc.

#### はじめに



- スタートアップの育成は、日本経済のダイナミズムと成長を促し、社会的課題を解決する鍵となる。今後、政府においても、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」等に掲げられた事項をはじめ、様々な施策が進められていく予定とされている。
- 市場開設者である当取引所においても、新規上場の品質を維持しながら、新たな産業の担い手となるスタートアップに多様な新規上場手段を提供する観点から、現在、日本証券業協会において検討が行われている公開価格設定プロセス等に係る見直しとも連携を図りつつ、IPO等に関する諸施策について、順次、検討を進めていく。

## (1) ディープテック企業に関する上場審査

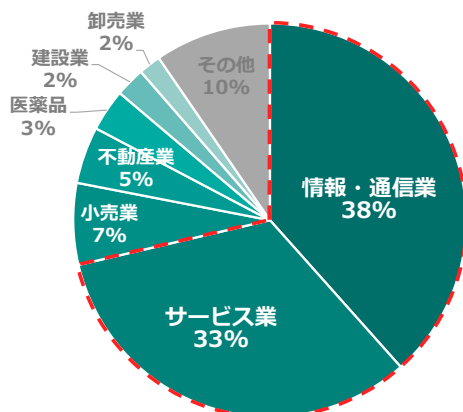
- 近年、IPOを目指す企業のビジネスモデルに多様化が見られる中、宇宙、素材、ヘルスケアなど先端的な領域において新技術を活用して成長を目指す研究開発型企業（いわゆるディープテック企業）に関して、相対的に企業価値評価が困難である特性も踏まえ、上場審査及びリスク情報等の開示について検討を進める

### 具体的な対応事項

- ディープテック企業が機関投資家等から相応の中長期的な投資を受けている場合には、その投資判断にあたり得られた評価を上場審査において活用
- 事業内容、成長可能性及びそれを実現するための事業計画、事業リスク等に関して想定される開示事項の整理

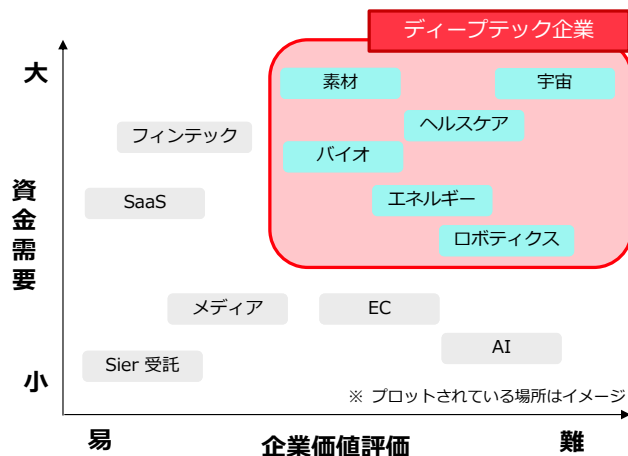
## (参考) ディープテック企業に関する上場審査

### IPO会社の業種



※ 2013~2021年にマザーズに上場した会社が対象

### 事業別の資金需要・企業価値評価



※ 経済産業省「スタートアップの成長に向けたファイナンスに関するガイダンス」に基づき東証作成

## (2) IPOプロセス（上場日程の設定等）

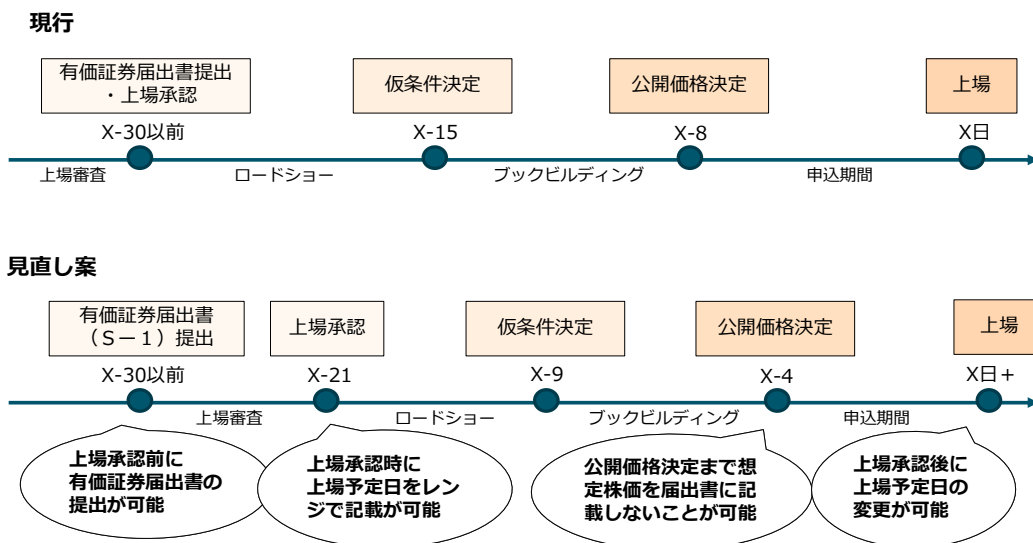
- 日本証券業協会において検討が行われている、公開価格の決定プロセス等の見直し内容を踏まえ、上場日程の柔軟化に向けて、新規上場申請日、上場承認日及び上場日の設定の自由度を高めるための検討を進める

### 具体的な対応事項

- 有価証券届出書を上場承認前に提出する、いわゆる「S-1方式」を活用する場合や、上場承認後に上場日を変更する場合等における実務プロセスの整理
- 定時株主総会を跨ぐ上場審査の円滑化
- 新規上場時における業績予想開示の取扱いの明確化

## (参考) IPOプロセス（上場日程の設定等）

### 日本証券業協会による見直し案（一部抜粋）

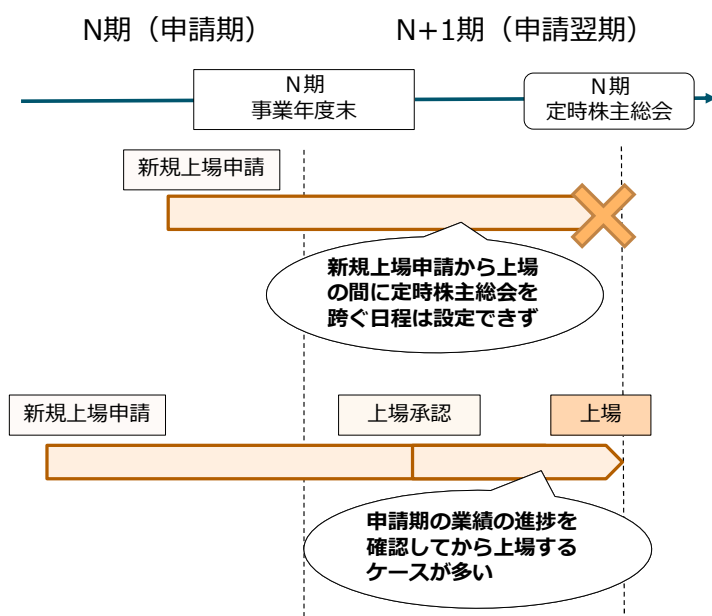


※日本証券業協会「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」報告書等に基づき東証作成

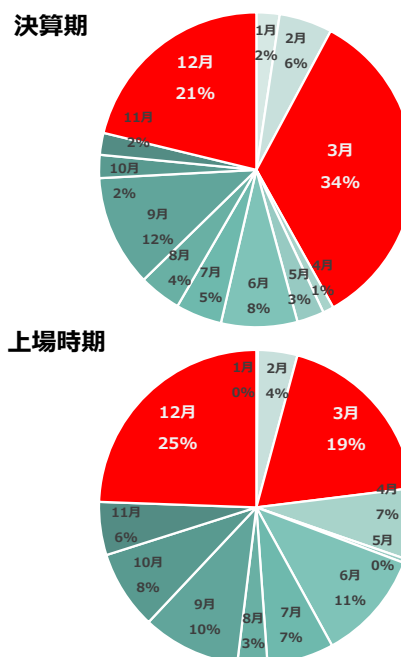


## （参考）IPOプロセス（上場日程の設定等）

### 上場審査のスケジュール



### IPO実施会社の決算期・上場時期



※ 2014～2021年に上場した会社が対象（TPMを除く）

## （3）ダイレクトリスティング

- 諸外国においてダイレクトリスティングの活用事例がみられる中、当取引所で実施する場合の実務上の留意点に関して、IPOとの相違点を踏まえつつ整理を行うとともに、現在、公募の実施を要件としている（＝ダイレクトリスティングが実施できない）グロース市場における制度の在り方の検討を進める

### 具体的な対応事項

- ダイレクトリスティングを実施する場合に、法令上、有価証券届出書の提出義務が課されないことを踏まえ、エンフォースメントを確保する観点から制度・実務的な在り方を検討
- 海外においては知名度の高い大型のスタートアップ企業において活用されている実態を踏まえ、グロース市場における制度の在り方を検討

## (参考) ダイレクトリスティング



### ダイレクトリスティングの特徴

|                        | 通常のIPO | ダイレクトリスティング |
|------------------------|--------|-------------|
| 証券会社の引受審査              | あり     | なし          |
| 証券会社の推薦審査<br>(上場適格性調査) | あり     | あり          |
| 取引所の上場審査               | あり     | あり          |
| 「Iの部」の開示               | あり     | あり          |
| 有価証券届出書の開示             | あり     | なし          |

※ 東証におけるダイレクトリスティング実施企業（杏林製薬㈱、1999年4月上場）は、上場前から有価証券報告書を提出。主幹事証券会社から提出された流通参考値段（1,500円）により上場日の基準値段が設定され、初値は3,000円。株主同意に基づき初値決定時に1,700千株が売却された。

## (参考) ダイレクトリスティング



### 新規上場基準（形式要件・抜粋）

|                    | プライム                                                                    | スタンダード            | グロース           |
|--------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------|----------------|
| 株主数                | 800人以上                                                                  | 400人以上            | 150人以上         |
| 流通株式数              | 20,000単位以上                                                              | 2,000単位以上         | 1,000単位以上      |
| 流通株式時価総額           | 100億円以上                                                                 | 10億円以上            | 5億円以上          |
| 時価総額               | 250億円以上                                                                 | —                 | —              |
| 流通株式比率             | 35%以上                                                                   | 25%以上             | 25%以上          |
| 利益の額<br>又は売上高      | 最近2年間の利益の<br>総額25億円以上<br>又は<br>最近1年間の売上高<br>100億円以上 かつ<br>時価総額1,000億円以上 | 最近1年間の<br>利益1億円以上 | —              |
| 純資産の額              | 50億円以上                                                                  | 正                 | —              |
| 事業継続年数<br>(取締役会設置) | 3年以上                                                                    | 3年以上              | 1年以上           |
| 公募の実施              | —                                                                       | —                 | <b>500単位以上</b> |

## （４）引受証券会社の新規参入

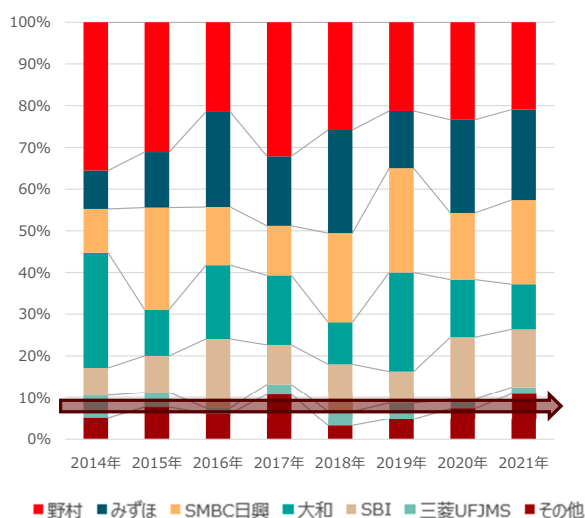
- 引受証券会社の新規参入の円滑化が課題として指摘されている中、上場申請に際して証券会社が「推薦」行為を行うために必要となる事項（体制整備の内容等）を明確化するなど、IPO関連業務への新規参入に関して予見可能性を高めるための検討を進める

### 具体的な対応事項

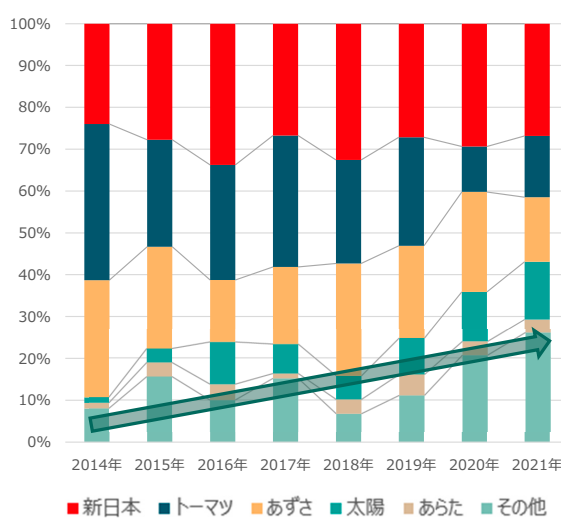
- 推薦証券会社の参入手続及び参入要件（上場適格性調査体制として求められる事項）等について考え方やポイントの明確化
- 証券会社がIPO関連業務に新規参入を行おうとする場合の相談窓口の設置

## （参考）引受証券会社の新規参入

各証券会社の推薦実績



（参考）各監査法人の監査実績



※ 2014～2021年のIPOにおける件数ベースの比率  
 ※ 2014～2021年の合計実績数が多い順に記載

## (5) スピノフを行う場合の当事会社の新規上場

- 事業ポートフォリオの見直し等においてスピノフ（分割型分割・株式分配）を活用するための環境整備が進む中、当事会社が新規上場する際の上場審査の内容及び上場プロセスについて、予見可能性を高めるための検討を進める

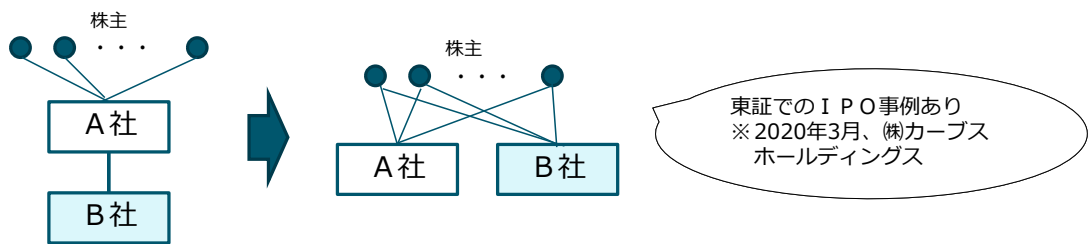
### 具体的な対応事項

- 当事会社の上場審査においてよく寄せられる疑問点（形式要件における事業継続年数・利益の額などの取扱い、上場申請に必要な財務書類、実質審査における事業実績の取扱いなど）に関する考え方やポイントの明確化

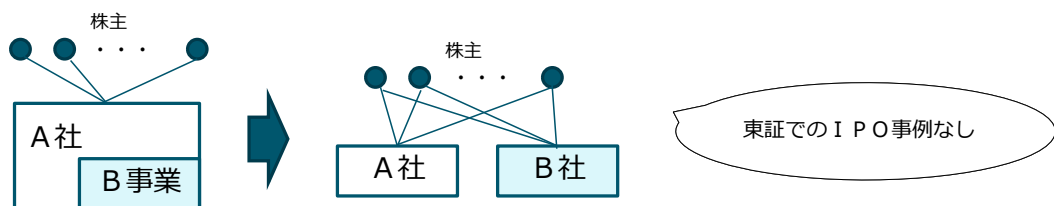
## (参考) スピノフを行う場合の当事会社の新規上場

### スピノフの種類

#### 株式分配



#### 分割型分割



※経済産業省『「スピノフ」の活用に関する手引』に基づき東証作成

## (6) その他

| 項目                | 検討事項                                                                                                                                                                                   |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ① SPAC            | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 諸外国の動向を継続的に把握しつつ、本年2月に当取引所の研究会が取りまとめた「SPAC上場制度の投資者保護上の論点整理」を踏まえ、引き続き検討</li> </ul>                                                             |
| ② グロース市場におけるM&A   | <ul style="list-style-type: none"> <li>● グロース市場における「債務超過」に係る上場維持基準に関して、減損リスクを念頭に積極的なM&amp;Aが阻害される要因となっているとの指摘を踏まえ、当該基準の在り方を検討</li> </ul>                                               |
| ③ 地域発企業のIPO       | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 大学発スタートアップや地域の優良企業など、国内における地域発企業に関して、証券会社・監査法人・地域金融機関・自治体等の市場関係者と連携し、上場準備を進めるうえで必要となる人材の確保・育成に寄与する施策を検討</li> </ul>                            |
| ④ 海外クロスボーダー企業のIPO | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 投資魅力の高いアジア企業を中心に、東証上場への認知・理解を促進するとともに、JDRスキームを活用した外国籍企業、コーポレート・インバージョン（日本法人化）をした企業、外国人CEOが経営する日本企業によるIPOの更なる実現に向けた施策を検討</li> </ul>            |
| ⑤ 特定投資家           | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 法令改正により個人投資家の特定投資家への移行（いわゆるプロ成り）の要件が緩和されたことを踏まえ、日本証券業協会・証券会社・J-Adviser等と連携し、TO KYO P R O M a r k e t や非上場株式市場への特定投資家の参入促進に向けた施策を検討</li> </ul> |
| ⑥ 初値形成            | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 新規上場銘柄の初値形成時における成行注文の在り方の検討</li> </ul>                                                                                                        |
| ⑦ 入札制度            | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 日本証券業協会における公開価格設定プロセス等に係る見直しの動向なども踏まえつつ、継続的に諸外国の制度・動向等について研究</li> </ul>                                                                       |



日本取引所金融商品取引法研究 第25号 2023年9月

ISSN 2188-2150

---



株式会社日本取引所グループ

<https://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

---

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。