



## Newsletter

ATSUMI & SAKAI  
TOKYO | NEW YORK | LONDON | FRANKFURT  
www.aplawjapan.com

2023年2月17日

No.FIN\_004

### 金融審議会市場制度ワーキング・グループ

## 第二次中間整理及び顧客本位タスクフォース中間報告について

執筆者：弁護士 [落合 孝文](#) / 弁護士 [平山 達大](#)

### 金融審議会市場制度ワーキング・グループ

#### 第二次中間整理及び顧客本位タスクフォース中間報告について

金融審議会市場制度ワーキング・グループ顧客本位タスクフォース（以下「顧客本位TF」といいます。）は、同年12月9日付で金融審議会市場制度ワーキング・グループ顧客本位タスクフォース中間報告（以下「TF中間報告」といいます。）を公表し、金融審議会市場制度ワーキング・グループ（以下「市場制度WG」といいます。）は、令和4年12月21日付で金融審議会市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理（以下「第二次中間整理」といいます。）を公表しました。本ニュースレターでは、TF中間報告、第二次中間整理、それぞれの概要を解説します。

## 1. TF中間報告、第二次中間整理の構成

### (1) TF中間報告

顧客本位TFは、2022年9月12日の市場制度ワーキング・グループ第20回会合において、「経済成長の成果の家計への還元促進」について、「経済財政運営と改革の基本方針2022」等も踏まえて、その具体策を専門的に検討するため、同ワーキング・グループの下に設置され、計5回にわたって、経済成長の成果の家計への還元を促進し、安定的な資産形成の実現に向けて、利用者の利便向上とその保護のための、顧客本位の業務運営、金融経済教育等について検討を行っています。

かかる検討結果のまとめであるTF中間報告記載の項目のうち、金融規制等の改正に関わる項目は、以下の通りです。

- インベストメント・チェーン全体における顧客・最終受益者の最善の利益を考えた業務運営の確保
- 顧客への情報提供・アドバイス
- 資産運用業

2(1)において、TF中間報告のこれらの項目に関する主要なポイントを説明します。

## (2) 第二次中間整理

市場制度WGは、2022年6月に公表した「市場制度ワーキング・グループ中間整理」（以下「第一次中間整理」といいます。）において、「成長と分配の好循環」の実現に向けた対応策を示すとともに、残された課題について引き続き検討を進めていくこととされており、残された課題のうち、「経済成長の成果の家計への還元促進」については、顧客本位TFにおいて検討され、前述の通りTF中間報告が公表されています。そのうえで、第二次中間整理は、「成長と分配の好循環」の実現に向けた金融・資本市場に関する諸施策をまとめた第1次中間整理で示した対応策の進捗を確認するとともに、「顧客本位タスクフォース」において議論している内容も含め、第一次中間整理で継続検討することとされた課題等についての検討結果がとりまとめられています。

第二次中間整理記載の項目のうち、金融規制等の改正に関わる項目は、以下の通りです。

- 利用者の利便向上と保護に資する市場インフラの機能強化に関する事項
  - ✓ 私設取引システム（PTS）の機能向上
  - ✓ 取引所の立会外取引に類似するPTS 取引へのTOB5%ルール適用のあり方
  - ✓ 特別法人出資証券のデジタル化
- スタートアップ企業等への円滑な資金供給と資本市場における利用者の利便向上に関する事項
  - ✓ 機関投資家等による非上場株式の取引活性化
  - ✓ ダイレクトリスティング
- その他
  - ✓ 不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークン化への対応
  - ✓ 登録金融機関における適用除外電子記録移転権利の預託
  - ✓ 投資法人における利益の取扱い
  - ✓ インターネットにおける利用者の保護

2(2)において、第二次中間整理のこれらの項目に関する主要なポイントを説明します。

## 2. 金融規制等の改正に係る提言

### (1) TF中間報告

#### ア インベストメント・チェーン全体における顧客・最終受益者の最善の利益を考えた業務運営の確保

2017年3月に、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関（以下「金融事業者」といいます。）については、「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下「FD原則」といいます。）が策定され、プリシンプルベースのアプローチのもとで、金融事業者による顧客本位の商品・サービスを提供する取組みが行われ、一定の進展が見られ、また、2021年1月にFD原則が改訂された際に、分かりやすく簡潔に重要な情報を提供し、多様な商品の比較を行いやすくなるという趣旨のもとで導入された重要情報シートの活用も始まっているとされています。

しかし、商品組成・選定や説明のあり方、提案方法等に関する課題が引き続き指摘されているほか、FD原則を採択していない、あるいは方針等を公表していない金融事業者も多く存在しており、道半ばの状況にあり、また、個人の資産管理・運用等に重要な役割を果たしている企業年金についても加入者への情報提供に課題がある等の指摘がされています。

このような点を踏まえ、

- FD原則に定められている金融事業者は顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきであることを広く金融事業者一般に共通する義務として定めることなどにより、FD原則が対象とする金融事業者全体による、FD原則に沿った顧客・最終受益者の最善の利益を図る取組みを一步踏み込んだものとするを促すべき
- 金融事業者のほか、企業年金制度等の運営に携わる者等もこのような規定の対象に加えることにより、広くインベストメント・チェーンに関わる者を対象として、顧客・最終受益者の最善の利益を考えた業務運営に向けた取組みの一層の横断化を図るべき

との提言がなされており、すべての金融事業者に対して、顧客の最善の利益を図ることを求めるため、金融商品取引法等の改正等が行われることが見込まれます。

## イ 顧客への情報提供・アドバイス

### (ア) 顧客等への情報提供

#### ① 利益相反に関する情報提供

現在、FD原則では、金融事業者に、利益相反の可能性についての把握とその適切な管理、可能性がある場合の情報提供が、重要情報シートにおいては、情報提供に当たって具体的な内容を記載することが求められており、また、重要情報シートにおける利益相反事項の開示は、顧客への情報提供に加え、販売会社・現場の営業職員への規律付けとして機能することが期待されています。しかし、実際の重要情報シートの導入状況について、販売会社ごとに差異が見られ、仕組債・ファンドラップにおける導入割合が低い傾向が確認されたと指摘されています。

このような点を踏まえ、利益相反の可能性の顧客への情報提供についてはルール化を行うべきであり、このルール化の際、少なくとも、重要情報シートの記載事項とされている以下の事項を対象とし、その内容も顧客が容易に理解できるよう、明確にわかりやすくする工夫が必要との提言がなされています。

- 顧客が支払う費用のうち販売会社が組成会社から受け取る手数料の割合及びその対価として顧客に提供するサービスの内容（第三者から受け取る報酬等も含む）
- 組成会社や販売委託元との関係（資本関係、人的関係又は重大な業務上の関係を有する者の商品（グループ商品）を販売する場合）
- 他の商品と比較して当該商品を販売した場合の営業職員の業績評価上の取扱い

このように、利益相反の可能性については金融商品取引法に規定されている顧客への情報提供手段である契約締結前交付書面の記載事項が改正されることが見込まれます。

#### ② 仕組債への取り組み

仕組債の組成コストが顧客の購入判断に与える影響の重要性に鑑みれば、販売会社が組成会社に対して組成コストを開示するよう働きかけるとともに、組成会社においては開示に対応できる体制を整備すべきとの提言もなされていることから、体制整備に関する規定の改正等が行われることも見込まれます。また、交付目論見書における総経費率が開示されることも重要との指摘もされています。投資信託協会では、投資信託の交付目論見書に、原則として、直近に作成された運用報告書に記載されているファンドの総経費率のデータを記載するとの規則改正を行っており、2024年4月施行予定とされているので、法整備に先立って、今後の実務対応が求められることに留意が必要です。

なお、仕組債については、金融庁から、主要金融機関に対する令和3事務年度末のモニタリングのフィードバックで課題が指摘され、令和4年6月公表の「顧客本位の業務運営に関するモニタリング

レポート」等でも問題点を分析・提示がされ、令和4年度金融行政方針でも課題提示の上、モニタリングを強化されてきたところです。<sup>1</sup>令和4事務年度証券モニタリング基本方針でも、金融商品取引業者の業態横断的な検証事項の第一点として、適合性原則を踏まえた適正な投資勧誘等に重点を置いた内部管理態勢の構築や、顧客本位の業務運営を踏まえた販売状況の検証を行う方針が示されました。そして、令和5年1月には金融庁による地域銀行99行やグループの証券会社27社への立入検査が行われているとの報道がされており、適切な対応が特に求められるテーマとなっております。

## (イ) デジタル技術の情報提供への活用

2022年5月27日にとりまとめがされた規制改革推進会議答申Ⅱ6(1)エでは、金融商品取引における書面交付原則のデジタル原則化が示されています。規制改革推進会議での議論は日本証券業協会の提案で議論が開始されたものでした。ここでは、主に目論見書、契約締結前交付書面、契約締結時交付書面及び運用報告書が主な対象とされています。

国内外で原則でデジタル化に向けた取り組みが進んでおりますが、従来からの顧客への情報提供のデジタル化や、顧客に対するより分かりやすい情報提供のあり方も踏まえつつ顧客本位タスクフォースでも検討がされました。

その結果、デジタル・リテラシーは人によって様々であることから、実質的な説明が顧客に理解されるために必要な方法と程度により提供されることが重要であり、金融商品取引業等に関する内閣府令で規定されている、いわゆる実質的説明義務を法律上規定すべきであるとの提言がなされています。あわせて、デジタル手段による提供に際しては、閲覧する機器に最適化し、容易にアクセス可能な方法、かつ、顧客等による比較分析などの外部データを含む多様な活用・連携が可能な方法で行われるようにすべきであり、書面により情報提供を受ける選択肢を確保した上で、顧客属性に応じた方法で書面交付が可能であることを告知することを義務付けるべきであるとの提言もなされています。これらの提言を踏まえ、書面のデジタル化を進めつつ、情報提供内容の実質化を図る方向で、金融商品取引法等の改正がなされることが見込まれます。

## ウ 資産運用業

金融商品の組成・管理者には、顧客利益最優先のガバナンス・業務運営が営業現場も含めて行われているかについての検証を、経営陣の責任の下で継続的に行うための態勢整備が求められる旨指摘がなされています。また、資産運用会社においては、想定顧客を明確にし、顧客利益を最優先して個別商品ごとに品質管理を行うプロダクトガバナンス体制を確立することが重要であり、商品組成の課題としては、組成する商品が想定している顧客の設定、そして実際に販売した顧客が当該商品について適合性を有していたかの検証が重要である旨も指摘がなされています。

これらの指摘に関しては、資産運用会社等の金融商品の組成者・管理者について、金融グループ内における位置づけを明確化した上でのガバナンスや独立性の確保、顧客の最善の利益に適った商品組成・提供・管理を確保する枠組みであるプロダクトガバナンスの実践、組成会社・販売会社それぞれについて求められるべき機能及び役割の明確化を実現していくために必要な、「原則」の見直しやルール化に向けて、検討を深めていくべきであると提言されており、すぐさま金融商品取引法等が改正されるものではなく、2023年以降も引き続き検討されるものと見込まれます。

<sup>1</sup> [https://www.fsa.go.jp/policy/kokyakuhoni/kouen\\_221202.pdf](https://www.fsa.go.jp/policy/kokyakuhoni/kouen_221202.pdf)

## (2) 第二次中間整理

### ア 利用者の利便向上と保護に資する市場インフラの機能強化

#### (ア) 私設取引システム（PTS）の機能向上

金融商品取引法令において、PTSについては、上場株式等の売買高に上限が設定されているところ、利用者利便を向上させるとともに、適切な利用者保護を図っていく観点から、取引の公正性や価格の透明性の確保を図る制度整備と合わせて、現在のPTSのシェアを踏まえながら、競売買方式に係る売買高上限を緩和すべきであると提言されており、PTSの競売買方式に係る売上高上限を緩和するため、法令改正がなされることが見込まれます。

また、取引所の立会外取引に類似するPTS取引へのTOB5%ルール適用のあり方に関して、取引所の「立会外」取引はTOB5%ルールの適用対象外であるのに対して、これに類似するPTS取引はTOB5%ルールの適用対象となっていることから、PTS取引の中でも取引所の立会外取引に類似するものについては、その類似性を踏まえ、同様にTOB5%ルールの適用対象外とするべきであるとの提言がされていることから、この点に係る法令改正がなされることも見込まれます。

#### (イ) 特別法人出資証券のデジタル化

第二次中間整理は、日本銀行の出資証券等、特別の法律により設立された法人の発行する出資証券は、社債、株式等の振替に関する法律の対象となっておらず、電子的に管理されていないことから、譲渡の際の名義書換といった投資家による追加的な事務手続きが生じていると指摘しており、これを踏まえ、適切な投資家保護を図りつつ、投資家によるこうした事務手続きが不要となるよう、デジタル化に向けた環境整備に取り組むことが望ましいと提言されています。

日本銀行の出資証券の譲渡は、「政令で定めるところにより、・・・できる」(日本銀行法(平成9年法律第89号)第10条)ものであることを踏まえると、環境整備を進める中で、日本銀行法、同施行令が改正されることも見込まれます。

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

#### (ア) 機関投資家等による非上場株式の取引活性化

機関投資家等による非上場株式の取引活性化について、第二次中間整理は、投資家保護を図りつつ、このような利用者のニーズに応えていくため、「特定投資家向け有価証券」をPTSで取扱い可能とする制度整備や、日本証券業協会及び日本STO協会においてPTSに係る自主規制の制度整備に向けた検討が進められているところ、こうした制度整備により、非上場株式のセカンダリー市場が機能するためには、より多くの機関投資家・特定投資家の市場への参加とともに、スタートアップ企業の株主の取引ニーズを踏まえた仲介が重要であり、広く経済界・金融界も参加しての特定投資家制度の普及、非上場株式取引促進への取組みとともに、新規参入も含めたより多くの証券会社の仲介事業への参入が期待されると述べています。そのうえで、第二次中間整理は、例えば「特定投資家向け有価証券」の売買の媒介のみを行う証券会社やPTSの参入要件の緩和等について、引き続き検討を行っていくことが考えられると述べていることから、すぐさま金融商品取引法等が改正されるものではなく、2023年以降も引き続き検討されるものと見込まれます。

#### (イ) ダイレクトリスティング

第二次中間整理は、スタートアップ企業によるエグジットの多様化に向け、ダイレクトリスティングは有効な選択肢であると考えられることから、ダイレクトリスティングを利用しやすい環境を

整備するため、東京証券取引所は、グロース市場において公募の実施を一律の上場要件としていることを見直すべきであると、また、東京証券取引所において、投資家保護にも留意しつつ、発行者が円滑な上場を行えるよう制度整備を行うべきと提言しています。ダイレクトリスティングについては、東京証券取引所における制度について言及していることから、金融商品取引法等の法令ではなく、東京証券取引所規則等の改正により対応することが見込まれます。

## ウ その他

### (ア) 不動産特定共同事業契約に基づく権利のトークン化への対応

現在、集団投資スキーム持分と同様の特徴を有する不動産特定共同事業契約に基づく権利は、有価証券の一つである集団投資スキーム持分の定義から除かれており、当該権利をトークン化したものを含めて、金融商品取引法上の販売・勧誘規制等が適用されていません。

他方で、不動産特定共同事業契約に関連した権利のトークン化の動きや、ブロックチェーンを用いてそうしたトークンを流通させる動きがあることから、投資家保護の観点からより実効的な監督体制の整備を図っていくため、トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利を金融商品取引法上の電子記録移転権利として規定し、不動産特定共同事業法に基づく監督を受けている不動産特定共同事業の特性も踏まえつつ、金融商品取引法に基づく販売・勧誘規制等を適用するよう、制度整備を行うべきであると提言されています。

そのため、この提言を踏まえ、金融商品取引法等の必要な改正が行われることが見込まれます。

### (イ) 登録金融機関における適用除外電子記録移転権利の預託

現行制度において、登録金融機関は、電子記録移転権利の預託を受けることができる一方、適用除外電子記録移転権利（二項有価証券をトークン化したものではあるが、法令上電子記録移転権利に該当しないものとされているものの通称。2023年1月時点で、適用除外電子記録移転権利に該当するためには、取得者制限（適格機関投資家等以外にはトークンを移転できなくする技術的措置を講じる）、譲渡制限（トークンを移転するために、権利者の申出と発行者の承諾が必要となるような技術的措置を講じる）を設けることが必要となる。）の預託を受けることができません。この点について、第二次中間整理は、預託を受ける登録金融機関に求められる技術的安全措置や分別管理体制は、電子記録移転権利と適用除外電子記録移転権利との間で本質的に異なることはないと考えられ、利用者の利便向上と保護の観点から、登録金融機関が「適用除外電子記録移転権利」の預託を受けることができるよう、制度を見直すべきであると提言しています。

そのため、この提言を踏まえ、必要な法令改正等が行われることが見込まれます。

### (ウ) 投資法人における利益の取扱い

第二次中間整理は、投資法人制度においては、その他有価証券評価差額金や繰延ヘッジ損益といった「評価換算差額等」を当期末処分利益と同様に「利益」として扱ってきたが、会社法上の剰余金における取扱いと同様、投資信託及び投資法人に関する法律上、「評価・換算差額等」については、「利益」として取り扱わないようにするべきと提言しています。

### (エ) インターネットにおける利用者の保護

第二次中間整理は、インターネットにおける利用者の保護に関して

- 金融商品取引法により求められている営業所における標識や業の廃止等の掲示について、インターネットで確認できるようにすべき

- 民事訴訟手続のデジタル化を含む民事訴訟法の改正を踏まえ、金融商品取引法においても、課徴金納付命令に係る審判手続の迅速化や効率化等のため、電子的方法による申立てや送達に係る手続を明確化するなどの規定の整備に取り組むことが望ましい

と提言していることから、これらの提言を踏まえ、金融商品取引法等の法令改正が行われることが見込まれます。

## 執筆者

弁護士 [落合 孝文](#) (パートナー、第二東京弁護士会)  
Email: takafumi.ochiai@aplaw.jp

弁護士 [平山 達大](#) (アソシエイト、第二東京弁護士会)  
Email: tatsuhiro.hirayama@aplaw.jp

## お問い合わせ先

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。  
渥美坂井法律事務所・外国法共同事業 ファイナンスプラクティスグループ  
Email: fpg@aplaw.jp

当事務所のニュースレターをご希望の方は[ニュースレター配信申込フォーム](#)よりお手続きをお願いいたします。  
また、バックナンバーは[こちら](#)よりご覧いただけます。

このニュースレターは、現行の又は予想される規制を網羅的に解説したのではなく、著者が重要だと考える部分に限って、その概要を記載したものです。このニュースレターに記載されている意見は著者個人の意見であり、渥美坂井法律事務所・外国法共同事業（「渥美坂井」）の見解を示すものではありません。著者は明白な誤りを避けるよう合理的な努力は行いましたが、著者も渥美坂井もこのニュースレターの正確性を保証するものではありません。著者も渥美坂井も読者がこのニュースレターに依拠することによって生じる損害を賠償する責任を負いません。取引を行う場合には、このニュースレターに依拠せずに渥美坂井の弁護士にご相談ください。