



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

金融・資本市場における金融庁の取組み（2020年7月以降）

2021年4月23日（金）15:00～17:05

オンライン方式により開催

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
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
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	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】

金融・資本市場における金融庁の取組み（2020年7月以降）

金融庁企画市場局市場課長

太田原 和房 氏

目 次

- | | |
|-------------------------------------|---|
| 1. 取引所を巡る動き | (4) 株主コミュニティ制度 |
| (1) 総合取引所 | (5) 東証「ベンチャーファンド市場」 |
| (2) 東証の市場区分の見直し | (6) SPAC（特別買収目的会社） |
| (3) 東証のシステム障害 | 3. 資本市場の魅力向上 |
| (4) 取引所と PTS（私設取引システム） | (1) ファイアーウォール規制（金融商品
取引業者と銀行との顧客情報の共有の
あり方） |
| (5) 金融審議会「最良執行のあり方等に
関するタスクフォース」 | (2) 海外の投資運用業者等の受入れ等 |
| 2. 非上場株式（スタートアップ支援） | 4. 顧客本位の業務運営の原則 |
| (1) 非上場企業への資本性資金の流れ | 5. ソーシャルボンド |
| (2) 株式投資型クラウドファンディング | 討論 |
| (3) 特定投資家（プロ投資家）制度 | |

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

新年度になりましたけれども、引き続きよろしくお願ひいたします。

本日は、金融庁の太田原市場課長より「金融・資本市場における金融庁の取組み（2020年7月以降）」と題してご報告をお願いします。

よろしくお願ひいたします。

○太田原 ご紹介にあずかりました、金融庁企画市場局市場課で市場課長を務めております太田原と申します。よろしくお願ひします。

今回、金融・資本市場における金融庁の取組みとして、表題としては2020年7月以降としておりますが、準備していた期間なども含めて、私が2019年7月に市場課長に着任して以降の2年弱で

関わったことについてご紹介させていただきつつ、ただ、内容面については現在進行形で検討しているものもありますので、本日いろいろなご意見を賜りつつ、今後の参考として活かしていければと考えておりますので、ご指導のほどをよろしくお願ひします。

内容の構成としては、まず、資本市場ですので取引所に関連するものを最初にご紹介し、その後、非上場株式も重要ではないかということは最近いろいろご指摘を受け、かつ話題になっているトピックスもありますので、それらについて紹介した後、また個別の話になりますけれども、私の方で今担当している事項について紹介したいと考えております。

1. 取引所を巡る動き

(1) 総合取引所

もうご存じかとは思いますが(3頁)、総合取引所の実現を目指すという話はもともと2007年頃から政府の中では出されてはいましたけれども、そこから長い年月をかけてようやく近年、商品を扱っている東京商品取引所と日本取引所グループとが経営統合の基本合意をしました。そこから進んで、日本取引所グループが東京商品取引所にTOBをかけて同じグループとなり、昨年7月に大阪取引所から東京商品取引所へ商品を移管したという状態になっています。

子会社化したということではありますけれども、まだ東京商品取引所という存在がなくなったわけではありません。証拠金を合わせたり、あるいは清算機関を統合したりして、両方を扱いたいという方にとってはなるべく便利にしようということで、いろいろな手続と、あと監督上の目線ということも合わせてきた状態です。今、東京商品取引所の方にドバイ原油などがありますが、それ以外の原油関連の指数なども大阪取引所で扱えるようにしていこうという動きもしているところです。

(2) 東証の市場区分の見直し

金融審議会市場ワーキング・グループ 市場構造専門グループ報告書の概要(2019年12月27日)一令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けてと表題にありますように、2019年12月に金融庁の審議会の下で方向感が出したというところですが、具体的な細目、上場規則のレベルにおいては、東京証券取引所の方で細部を詰めていって、パブリックコメントに付して、内容について精査しているところと聞いています。そういう意味で、制度の概要はご存じの方もいらっしゃるかもしれませんが、一応我々の意図もあったので、それも紹介しながら、どういう制度になるのかということをお願いしたいと思います。

資料5頁左側の図の中ほどが現状を示していて、東証一部があり、二部があり、JASDAQも厳密に分けるとスタンダードとグロースがあり、そしてマ

ザーズがありとなっています。今の東証は旧東京と旧大阪の市場が統合したのですが、それぞれのJASDAQ、マザーズといった下位市場については存続したままで、したがって現状では5つあって、コンセプトが曖昧であるというような課題が指摘されております。

次の課題は、いわゆる「上場ゴール」というものでして、上場してそこで一息ついてしまって、その後の企業価値向上に向けた動機付けが乏しいのではないかと指摘があります。

3番目の課題として、指数の問題で、TOPIXが現在市場一部とイコールになっていて、パッシブ運用しているとなると、流動性に乏しいものも含めて資金が流入してきて何でもかんでも買われるということになる、それがフェアバリューの形成につながっているのかどうかという指摘がされてきました。

それらの課題を勘案して変えようというのが、左側の図の下になります。市場区分は5つあるものを3つに再編しようということで、基本的な発想としては、今の一部に近いものがプライム市場になり、マザーズ、JASDAQグロースに近いものがグロース市場、そして真ん中としてスタンダード市場です。

それぞれどういうコンセプトかといいますと、プライム市場については、高い時価総額・流動性、より高いガバナンスを備える。スタンダードについては、一定の時価総額・流動性、基本的なガバナンス、そしてグロース市場は高い成長可能性を有するというようなものに再編してはどうかと。そこで、1つ目の課題であったコンセプトについて性格付けをしていこうと考えています。

あとは、高い時価総額ということですが、現状ではどうか、正確にはこの検討をしたときには、一部に上がるときの時価総額基準が250億円、ただしマザーズから移行するときには40億円でも可ということで二重の基準になってしまっていたところから、相対的に小さい企業も一部に入っていくということになっていました。

そこは基準を統一化しよう、そしてできるところは早目にやろうということで、基準の統一化は3つに再編する前からやっているものですが、いずれにせよ、プライム市場の上場基準というのは250億円という目線、流動性も加味して大体35%ぐらいが流通株式の比率というのを勘案して、250億円を4掛けした100億円というのを流通株式時価総額として一つの目線にしたということです。

次に、上場ゴールに対する問題に対応して、プライム市場については、一段高いコーポレートガバナンス・コード、こちらについて現在別途検討中ですが、これにコミットしていただくということを考えています。

スタンダード市場については、先ほど紹介したような性格ですけれども、ここでもガバナンスということで、コーポレートガバナンス・コードの全原則を適用するというのにコミットしていただくことを意図しています。

グロース市場については、両様議論があって、上場しやすい市場であることを売りにすることと、片や、早期に上場してしまうとユニコーンが生まれにくいのではないかと、むしろ上場基準を引き上げるべきではないかというような議論もあったところではあります。この時点では、上場しやすい市場であるべきであろうということで、基本的には今のマザーズと同じような基準という目線で考えています。

プライムについて、時価総額について引き上げることが基本的なコンセプトではありますが、そうしますと、では現状の一部上場企業からどれだけそこに残らない企業があるのだろうかということで、かなり議論になりました。議論した結果として、一部上場企業ということで信用を得て取引をしているとか、採用活動をしているとかというように実体経済の中で根付いているものがある現状を踏まえると、事後的なルールの改定によってそこへ悪影響を及ぼすことは適当ではないというように考え、したがって経過措置として、幾つか

条件がありますけれども、基本的には、例えばコーポレートガバナンス・コードにコミットしていただくとか、あるいは時価総額基準に至っていないときには、ではどういう成長戦略を描くのかということを出してもらおうとか、そういうことにコミットしていただいたうえで、結果的に残れるようにはしようと考えたものです。

そういう意味では、かなりドラスティックな変更、ふるいにかけるということを考えておられた方からすると物足りなさが残ったという声も伺うところです。もちろんそういう面はあるかと思いますが、やはり実体経済への悪影響を考えたということと、そうは言っても、これから上場していく企業に対しては適用されていくということで、ドラスティックではないものの、徐々に新しい基準の割合が高まっていくであろうと考えています。

課題の3番目のTOPIXは、そういう意味ではここが一番変わっていくところであろうかと思いません。現在の東証一部イコールTOPIXという関係は切り離していくということでありまして、TOPIXについては流通時価総額100億円という基準は遵守して、ただ、ここもいきなりある日突然というわけではなくて、何年かかけて、具体的には2025年までに移行を完了できるように徐々にシェアを変えていく形で、TOPIXの見直しを図っていきたいと考えています。

資料6頁からは、東証の方でより具体的な事項についてこれまで何回かパブリックコメントに付しているものでありまして、細かい部分なので割愛しますが、代表的なところで申し上げますと、6頁左側市場一部のところの改正内容としては、例えば、赤字上場の緩和（売上高100億円以上かつ時価総額1,000億円以上の赤字企業を含め、短期的な業績動向によらず、実質的な収益基盤や開示状況を確認）ということで、足元は赤字であったとしても、将来の見通しがあるという投資家の見方を踏まえて時価総額が成り立っているのであろうから、そういうところは上場基準として考慮に入れてもよいのではないかとというような議論です。

また、6頁右側の上場廃止基準のところ、債務超過基準の見直しということで、規模の大きいところ、あるいは確実な債務超過の解消見込みがあるというところについて言えば、すぐに上場廃止に至るようなことにはしないということも、今回の市場区分の見直しの中で意識して盛り込んだところではあります。

幾つかテクニカルな部分は割愛しますが、何かありましたら、また後ほどご意見、ご質問として述べていただければと思います。

(3) 東証のシステム障害

個別の話なので、今回紹介するのには不適當かもしれませんが、その次の話題とも関係しますので、若干触れさせていただきたいと思っております。

皆様のご記憶にもあろうかと思いますが、昨年10月1日に東証でシステム障害があって、現在の「arrowhead」にしてからは初めて終日売買が停止したという事態がありました。

原因としては、図(11頁)にあります。共有のディスク装置の1つに故障が発生しました。機器の故障というのは致し方ないのかなと思っておりますが、その際、ディスク装置2へ本来切り替えられるべきところが切り替わらなかったということにまず問題がありました。その後、売買監視のサーバーも共有のディスク装置に依存していたということもあってうまく作動しなかったことから、システム全体を停止することもできずに午前8時以降に注文も受けてしまって、その受けてしまった注文のクリアを図るルールがなかったと、このようにいろいろ積み重なって終日停止になってしまったというところでありました。

それでは、そもそも切替え不作動はなぜ生じたのかということについても、これも報道などで出た部分もありますが、もともと「arrowhead」を入れたときの切替えの条件を定めるパラメーターで、オフに設定していても自動で切り替わるというのが最初のときの仕組みだったので、部品が更新されていく中で変わっていった、本来

オンに変更しておかなければいけなかったところが、そのベンダーは別の会社にOEMで作ってしまっていたということで、その仕組みが変わったということがベンダーにも東証にも伝わっていませんでした。そんなこんなで一日止まってしまったという状況です。

東証の方で、再発防止策ということで例えば注文を取り消すルールを整備したり、あるいはシステムを再起動したときの売買再開時のルールを定めたりといったことを、10月以降業界関係者と議論をしていただき、それぞれについて適宜対応してもらっているという状況であります。

(4) 取引所とPTS(私設取引システム)

今回、別会社ではあるものの、札幌、名古屋、福岡の地方取引所も東証と同じシステムを使っていたということで、10月1日は売買ができませんでした。そうした中、PTSがあつて(14頁)、2社ありますけれども、PTSが本来代替市場として活用されるべきではないかという意見もかなり強く出たところでもあります。

ただ、ご存じの方もおられると思いますが、むしろ現状では、主市場である東証との比較でもってPTSで取引をするというような機関投資家が多い中、主市場が動かないとPTSでも取引をしようとしなかった機関投資家が多かったというのが、昨年実際に起きた出来事だったので見えています。

ここで制度的なおさらいになりますが(15頁)、取引所は、免許業種であり、最低資本金もPTSよりは多めで、議決権の保有制限があつたり、兼業規制があつたりしますし、自主規制業務として売買の監視、相場操縦などの売買審査、上場審査といったことをやることになっています。

それに比べて、PTSは認可制という一段軽い形になっていて、最低資本金も相対的に少なくなる、議決権の保有制限であつたり兼業規制も緩いというような状況で、その分、自主規制業務がなかつ

たりするということでもあります。そうした中、取引量基準があつて、規制の緩いものについてはシェアとしては低めであるべきであろうという考えの下、オークション形式の場合は個別銘柄で10%以上、それ以外の方式であれば個別銘柄20%以上といったシェア基準になっています。

現状のPTSのシェアですけれども(16頁)、かつて大体5、6%ぐらいだったものが、近年では信用取引が解禁されたこともあつて少し高くなって、8%、9%といったシェアになってきています。ここでは載せていませんが、東証のシェアが80%以上あるというような状況です。

金融庁の中でも、あるいは政治の世界でも、東証のシステム障害を契機に、もっとPTSを代替市場として生かすべきではないかというような意見が出てきています。結論はまだ我々も出せていませんけれども、考えるべき論点ということでもまとめたものとして、資料17頁に記載のようなものがあります。

まず、市場間競争を促進するという、あるいは市場全体としてのシステム障害へのレジリエンスを高めるといった観点から、PTSの役割についてどう考えるか。あるいは、世界に開かれた国際金融センターとしての日本の地位を確立する観点から、PTSの役割はどうあるべきか。アメリカや欧州は主市場がそれほど大きい割合ではないということもあつて、代替市場たるPTS、アメリカではATSであつたり、欧州ではMTSであつたりと名称は若干違いますけれども、いずれにせよ、いわゆる取引所でないところのシェアが大きいというのが国際金融センターなのではないかというような議論も聞かれるところです。これらは導入に前向きな立場の方がおっしゃることが多いということです。

その次は、公正な取引の確保や投資家保護の観点から、取引所とPTSとの間における自主規制機能の分担についてどう考えるか。要は、PTSにどれだけ自主規制機能を担ってもらふべきかというような論点があろうかと思ひます。

また、仮にPTSが現状のルールの下、取引所になっていくとすると、ほかのところで上場しているものについての銘柄を扱えるのかどうか。アメリカでは非上場取引特権があつたりしますが、仮にそうした場合、地方取引所への影響についてどう考えるか。

あと、市場というのはまとまってこそ効能が発揮される面があろうかと思ひますが、仮に代替市場が育つということは、裏腹の関係になりますけれども、「市場の分断」という見方もできるわけであつて、その場合、HFT(高速取引行為者)による裁定取引が増加する可能性があるのではないかという指摘もあります。それについてどう考えるか。

こういった論点があるのではないかということをお話しつつ、まだちょっと方向感が出ていませんけれども、ただ、何らかやれるべきことはやるのだらうなというような話をしているところです。

(5) 金融審議会「最良執行のあり方に関するタスクフォース」

最良執行のあり方についてということも、いろいろな方から、証券業界の方からも、あるいは与党の方からも指摘があつて、昨年末以来検討しているところです(18頁)。

問題意識としては、金商業者は最良執行方針を定めなさいということが現状の金商法では規定されているのですが、何が最良かということは特になくて、価格だけでなく、コスト、スピード、執行可能性なども総合勘案して決定してくださいということになっています。現在日本証券業協会では、東証、主市場に取り次げばそれが最良ですというようなひな形もあつて、本来何が最良かを考えていただくということの取っかかりになっていないのではないかと、そういう問題意識を持っているという状況です。

タスクフォースで、今回黒沼先生にも多大なご貢献をいただいているのですが、現在検討しているところで、ある程度の方向感が出てきたかなと

思います（19頁）。まず機関投資家と個人とは分けて考えるべきであろうと。個人については、執行可能性の話などが恐らく機関投資家とは全然レベルが違いますので、こちらは最良価格による執行を重視すべきではないか。また、証券会社のビジネスモデル、ネット系であったり、地場証券であったり、いろいろ違いがあるであろうということは考えていて、アドバイス重視のところなのか、多少の価格差でも少しでも安い方を提供するというのがよいのかどうか。あとはSOR（スマート・オーダー・ルーティング）のシステム導入を促して、かえってそれが経費の増大につながって、それが手数料に転嫁されていくと、顧客のためという目的には結局反する結果にならないかといった議論もあります。

最良執行方針とSORとの関係では、SORの注文執行のルールを開示する必要があるのではないかなという議論があります。あとは、PTSについて、特に与党の方からHFTとの関係はどうかというような指摘もあるので、株主の中、あるいは取引のメインプレーヤーとして登場してくるということについて、その状態をどう見せていくかというような問題もあろうかと思えます。

2. 非上場株式（スタートアップ支援）

（1）非上場企業への資本性資金の流れ

この図（21頁）は、審議会で議論するとき、部分部分の議論をすることもありますが、絶えず全体像は念頭に置いた方がよいのではないかなということで作ったものです。上の方がいわゆる機関投資家からのお金の流れで、下半分が個人投資家からのお金の流れ。個人の中でも、通常一般の投資家もあれば、いわゆるプロ投資家というカテゴリーもあるというふうになっています。

一般投資家、個人投資家からの流れの中では、株式投資型クラウドファンディングであったり、株主コミュニティ制度があったりと、そのような形で非上場企業に資金が供給されていくルートがあります。

（2）株式投資型クラウドファンディング

株式投資型クラウドファンディングについては、過去1年間で1億円未満の調達額という上限がある中、実態はどうかということ、大体3,000万円前後が平均調達額になっているようです（22頁）。

上限の1億円に対して3,000万円なので、それほど逼迫してはいないかと思えるのですが、子細に見ていくと、23頁右側の論点①になりますが、実は何件か、数件というよりはもう少し多く10件ぐらいは見ましたけれども、ほかの例えばベンチャーキャピタルなどと合わせて今はカウントすることになっていて、大分1億円に張り付いていますので、そこが使いづらそうな例があるという状態のものがあります。もともとの制度趣旨としては、そういうものを合算しようという明確な意図があったわけではなく、恐らく法令を作ったときには、ベンチャーキャピタルから調達することとクラウドファンディングで調達することは別系統であって混ざるといことがあまり想定されていなかったのではないかと思います、いずれにせよ、規定上は今、合算することになっています。そこをクラウドファンディングだけでカウントしてよいのではないかなという議論があります。

また、23頁左側の論点②になりますが、投資家の投資上限額50万円という制約について、こちらもクラウドファンディングの件数もまだそれほど多いわけではなくて、まだまだ成熟していないかなということで、実績はまだ様子を見ないといけないと考えています。ですので、投資家全体について50万円以下というバーを引き上げることは時期尚早ではないかと考えていますが、プロ投資家である特定投資家については上限を見直して、例えば無制限にするとか、そういうことをしてもよいのではないかなという議論をしています。

（3）特定投資家（プロ投資家）制度

特定投資家（プロ投資家）には、現状では法人

もなっていますけれども、個人で言えば、純資産・投資性金融資産が両方とも3億円以上、取引経験が1年以上というのが要件になっています(24頁)。

特定投資家になると、書面交付義務や適合性原則が適用除外になったり、あとはプロ向け市場(TOKYO PRO Market・TOKYO PRO-BOND Market)の取引が可能になったりといったことがあります。あとは、先ほど紹介したような株式投資型クラウドファンディングでも上限額を変えようかというような話も同時並行的に考えています。

この3億円あるいは1年以上という要件についてももう少し弾力化できないかといった議論があつて、そこでいろいろと実証事業をしました(25頁)。やり方としては、証券会社の協力を得て、投資家の属性、どんな職業かであったり、保有資産であったり、あとは外務員試験に使うような問題なども参考にして、金融に関する問題も何問か設定しました。そこででの回答率を見て現状の要件たり得る3億円以上ですとか1年以上の取引経験、そういった方々と同等程度以上の金融リテラシーがあるかどうかということを見て、あるのではないかなと言えるようなものが、例えば年収1億円以上であるとか、特定の職業経験と財産的要件を掛け合わせたようなものとか、そういう例を特定投資家の要件の選択肢に入れてもよいのではないかなというような議論をしています。

若干制度は違いますが、アメリカのアクレディテッド・インベスター(Accredited Investor)、あるいは欧州のいわゆるプロ投資家についても、年収要件や職業経験、そういったものもあつて、その中で1つとか2つとかを満たせばよいというようになっていますので、流れとしては、そういうものに近い見直しになるのではないかと考えています。

(4) 株主コミュニティ制度

株主コミュニティ制度についても、日本証券業協会でも検討されていますが、何らか使い勝手が

よくできないかというようなことを議論しています。こちら(28頁)が日本証券業協会の方で昨年12月に見直された事項です。

(5) 東証「ベンチャーファンド市場」

これも制度としてはかつてからあつて、過去に上場していたものが2銘柄ありましたが、現在はもう償還されてしまっています(29頁)。ただ、また最近になって証券会社の方が新しいファンドの組成を検討しているという報道もありますし、またほかにも、ベンチャーファンド市場でも使い勝手などが悪いと言われていて直せる余地があるものについては、検討していったらいいのではないかなということを我々も考えていますし、東証にもそういう話をしたりしています。

(6) SPAC(特別買収目的会社)

もう報道でも大分出て、今週の日経新聞の社説でも出ていましたけれども、SPACというスキームについて紹介したいと思います。

絵(30頁)の方を見ていただくとわかりやすいかと思います。最初は箱を想像していただくと思いますが、いわゆる投資のピークルとしての箱が先に上場すると。この時点では何か事業があるというわけではない。その箱が、上場していない実体のある事業を営んでいる未上場企業を吸収合併する。そうすると、その事業を営んでいたのは上場していない企業だったはずですが、曲がりなりにも上場企業と合併したということで、その事業部分が上場企業になると、そういう仕組みです。

利点としては、迅速な資金供給ができる。株式公開自体も通常のプロセスよりは早いですし、あとは、取引所の審査だけに頼るのではなくて、在野の目利き力のある人の活用が図られるというようなことが指摘されています。

ただ、その裏腹な面はありまして、課題としましては、審査が通常よりも甘くなるのではないかなとか、SPAC組成者、最初のスポンサーの報酬、取

り分が大きいとかが挙げられます。大体20%ぐらいの株式の保有になる例が多いようですけれども、そうしますと、後で紹介しますが、玉石混濁の石の部分であっても上場させてしまおうというインセンティブが働いてしまって、他の投資家はその分、割を食うのですが、そういう利益相反があるのではないかなというように指摘がされています。

現状(31頁)について紹介します。アメリカでは、制度は以前からあるのですけれども、SPACが使われたのは、コロナ禍の過剰流動性も大いに寄与しているのであろうと思いますが、今年のIPOの半分以上がSPACによるものであって、今年ももう3か月程度で昨年を凌駕するようなSPACの活用が図られているという状況です。

イギリスについても、制度は以前からありますけれども、アメリカに比べると使われていなかったところですが、ブレグジット後に国際金融センターとしての地位が危うくなっているのではないかなという議論もあって、上院議員による提言書などが出て、SPAC促進の機運が出ているようです。

そしてアジアでも、香港やシンガポールがSPAC導入を検討しているという状況です。

アメリカでの例で、うまくいっている例とそうでない例を対比させて載せています(32頁)。左側がファンタジースポーツのオンラインゲーム会社DraftKingsの買収をしたSPACであって、株価はおおむね上昇しているということで、こちらはうまくいっている例ではないかと思えます。

一方で右側は、電気自動車メーカーでトラックを造っているようですが、Nikolaという会社が、当初は非常に高い期待感を持たれていたのですけれども、虚偽説明疑惑があってSECの調査を受けたということで株価が下がっていくと。これなどは審査が甘いことと関係があるのではないかなどと指摘されています。

ほかにも、SPACに関する集団訴訟が増えているという状況です。

アメリカの学会でも、今年の暮れぐらいからいろいろな意見が出てきて、33頁の上半分ですが、

先ほど出てきた組成者、スポンサーが通常株式を20%程度のプロモートを持てるがために、投資家にとって不利益な案件であっても買収を完了させてしまおうというインセンティブが働くのではないかなというように指摘がされています。

先月、SECがSPACについて引受証券会社に対してインクワイアリー(inquiry)を出しているという情報提供を求めているということであり(34頁)。ほかにも、報道されていなくても、各証券会社に対しては割と詳細な情報提供を求めているというようにも聞かれていますので、アメリカがどうなっていくのかなというのが一つの注目点です。

また、SECからは、投資家に対して著名人がやっているからといって安易に投資すべきではないというような警告も出されている状況です。

箱であるSPACの株価を合わせた指数が情報ベンダーから出ていまして(35頁)、これを見ると、2020年、昨年は非常に増加していました。ただ、今年の2月をもってピークアウトしているようにも見えるというところに注意が必要かなというふうに考えています。

3. 資本市場の魅力向上

まだ多少時間がありますので、個別の論点について紹介できればと思います。

(1) ファイアーウォール規制(金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有のあり方)

まずは、ファイアーウォールという銀行と証券の間の情報授受についての規制です(37頁)。もともとは1993年に銀・証の相互参入が認められたときに情報授受規制が入ったものです。趣旨としては、公正な競争の確保であったり、利益相反取引の防止であったり、あとは顧客情報の適切な保護、こういったことが言われています。

ファイアーウォール規制自体は累次にわたって徐々に緩和されてきたという歴史があります(38頁)。規制の緩和とともに、例えば利益相反管理

体制などはしっかり整備してくださいねというようなことなども併せて入ってきているというような歴史です。

諸外国についても我々の方でもちょっと調べてみたのですが（39頁）、規則レベルでは、欧米では、銀行・証券といったエンティティに関係なく、証券業務を営む場合には証券規制が課されるとか、行為規制として重要未公開情報（MNPI: material non-public information）を不正に利用した取引は禁止するとか、利益相反については開示義務があるとか、あとは体制整備義務が課されているといったようなことが見られます。

外資系金融機関の実務についても11社に聞いてみたところ、差異はもちろんありますけれども、共通項も大分見えてきました（40頁）。それを紹介すると、まず、エンティティベースではなくて、ビジネスライン——投資銀行であったり、商業銀行部門であったり、リテールであったり、アセットマネジメントであったり、そういったラインベースで管理しており、それをグローバルで組織的かつ一元的なシステムで管理しているという状況です。

情報の共有・利用に関しては、重要未公開情報だけでなく、幅広い顧客情報について“Need to Know”という原則、プリンシプルで管理しているというふうになっています。

少しここは割愛しますが（41、42頁）、要は、ファイアウォールという入り口のところの規制がないとしても、中でもチャイニーズウォールという部門間の情報の流れのコントロールであったり、あるいは“Need to Know”原則で同じ部門内であっても、知る必要がある人にしか共有しなかったりというような管理がなされ、かつ、それは情報だけでなく、利益相反の関係についてもシステムで、かつ幹部まできちんとエスカレーションして管理していくというような管理体制が見てとれたところです。

次に、我々が昨年から今年にかけてやったこととしては、金融サービスの受け手であります事業

法人の声も拾い上げてみました（43～45頁）。単純なアンケートだけだと、通り一遍な回答であったり、あるいは聞き方によって回答が変わってしまったりというようなこともあったので、結構時間をかけていろいろ突っ込んだやりとりをしたと考えています。

ただ、サンプル調査なので、これが日本全部の縮図だと言うつもりはありません。あくまで参考情報ですけども、聞いた中では、半分ぐらいの企業が既に包括同意書を提出し、銀・証の情報共有はいいですよというふうにしていましたが、残りの半分ぐらいは、個別的にステージで必要に応じて情報共有の同意をしているということでありました。

なぜそういうふうに個別的にやっていきたいかということについて言えば、例えば「総合的なソリューションを銀行は提供できるようになります」という意見に対しては、「いや、自分のところでそういうのは判断します」とか、あるいは、センシティブな情報というのはやはり共有されたくないという思いがあるといった意見が聞かれたところです。他方で、包括同意で銀証連携してメリットが享受できたという意見もありました。

ほかには、法令でなく、契約で情報をコントロールすることについてどうですかというような話もしたところ、「それは理解できるが、実務面が大変になるので、大企業じゃないと負担が増えるのではないか」というような意見もあったりしたところです。

あとは、利益相反については、やはり銀行系証券だと最適解が必ずしも提案されないのではないかとか、業績が悪化したときに本来銀行の債権放棄が望ましい場面でもそういう提案ができないのではないかとといった話もありました。

優越的地位の濫用については、なかなか興味深いところではありますけれども、大企業は、もう対等な関係である、したがって銀行が優位で自分たちが劣後しているというようなことは考えていない一方で、そうは言っても、例えば借入れ比

率が大きいところなどは、社債発行の引受けの段階でグループ証券会社を利用してくれという直接的な表現ではないようですけれども、言及があったというような例も幾つか見られたというところではあります。

そこで、現時点でまだ結論が出ているわけではありませんが、考え方をまとめたものを論点として審議会に提示しています（46、47頁）。その中で、かいつまんで申し上げると、前回大幅な見直しをしたのが2008年ですが、そこから時間も経ち環境も変化したということで、我々も銀行対証券という業際問題ではなくて、資本市場の魅力向上とか、あるいはより高度な金融サービスの提供とか、そういう観点で考えていくべきではないかということを経験的な観点としてしています。

欧米ではファイアウォールがない中できちんと管理しているので、同じようなことができるのではないかという考え方もあり得る一方で、今まではファイアウォールを前提にした情報管理をしてきているので、欧米と同じようなことが現実的に金融機関でできるのか、あるいは金融機関と事業法人の間でできるのかといったような問題があるかと思えます。

また、事業法人の声も紹介しましたがけれども、やはり情報を自分たちである程度コントロールしたい、したがって、オプトアウトについても、法令上「ノー」と言える権利を維持してほしいという求めなどがあつた状況で、どのように考えるかといったことが差し当たり基本的な方向性を議論するうえでの必要な材料ではないかと考えています。

また、仮にファイアウォール規制を大きく見直す場合であっても、情報の適切な管理であったり、利益相反管理、あるいは優越的地位の濫用の防止、当局のモニタリングの強化、これらについて実効的な方策を考えるべきではないかというようなことも指摘されています。

（2）海外の投資運用業者等の受入れ等

ちょうど今日の午前中、衆議院で関連法案の質疑があつて、衆議院では可決されたものの関連の資料です（49頁）。法案事項は、海外の投資運用業者の受け入れ、通常であれば登録制で日本に進出してもらうのですけれども、海外で実績があるとか、あるいは主として海外の投資家を相手にしているとか、そういうことを考えると、国内の一般投資家も相手にするようなスキームよりは軽い規制でよいのではないかということで、届出制を創設するというような提案をしているという状況です。

それから、ファイアウォールに関連して、外国法人顧客部分はあまり優越的地位の濫用の懸念というのものないであろうからということで、これは先行して規制緩和したというものです。

4. 顧客本位の業務運営の原則

これは2年前の秋から議論して昨年の8月に報告書が出たものです（金融審議会市場ワーキング・グループ報告書（2020年8月5日））（51頁）。

少し時間が経ってしまっているものですが、何をやったかということ、顧客本位の業務運営の原則というものが2017年3月にできました。大体3年前後経過してきたので、そろそろ見直しを図ってはどうかということと、あともう一つが、高齢社会に対応して金融機関として何ができるのかというような議論をしてきました。

原則の見直しについて言えば、原則自体はあまり細かく書くべきものではないということもあつて、そのバランスを配慮しながら、ただ、最低限こういう目線は入れた方がいいのではないかとすることを厳選して審議会でも提言をしていただいたものです（52頁）。

一つが、例えばその時点でリスクをとりたくないか、とりたくないかといったようなその瞬間、瞬間で販売商品を考えるというのではなくて、「顧客のライフプラン」を踏まえるべきではないかとか、似たような効能を有するものは投資信託であつた

り保険であったり、比較可能なものがあるのではないかと、あとは「フォローアップ」ということも大事じゃないかと、そういったことを提言しています。また、金融商品について、従前ものでは顧客を特定した方がいいのではないかと、いうところまであったのですが、あまりそれが進んでいないということもあって、「想定顧客の公表」ということも書いたというものです。

それから、これがこの報告書の一番の肝であろうと思いますけれども、商品の特性であったりリスクであったり、あるいは比較しやすい要素を抽出したものとして「重要情報シート」というものを活用してはどうかということを提言しています。くしくもアメリカでも「Form CRS」という2枚程度の紙で端的に説明をするとか、欧州の「MiFID 2」で3枚ぐらいのものがあって、似たような時期に似たような発想でやっていたかなと思いましたが、アメリカのエッセンスを参考にして、例えば説明をするというだけで、やはり聞くだけではなかなか人間の頭の中にとどまらないこともあるのではないかと、ということも考えて、顧客の側から金融機関に質問をする、会話をしてもらうというようなことにつながる質問例ということもこのシートの中に入れたというところです。

高齢社会への対応ということで、私もいろいろな方々、金融機関を問わず、認知症の方の支援団体とか、そういう方々からもお話を聞いていると、判断能力が落ちてくると預金が凍結されていてなかなか大変だというような話が多かったかなと考えています。その中で例えば「金融ジェロントロジー」ということも言われていますけれども、金融機関だけではなかなか専門的な判断ができないということで、ほかの福祉関係機関との連携強化も大事ではないかというような指摘もあります。したがって、そういうところで業界として何かルールを作るということは難しいですけれども、ベストプラクティスを目指していくということで何か参考になるもの、知恵を集積できないかというようなことを提言したところです。

今年に入って、その代理人のところは、全銀協からまとめたものを出していただいて、審議会のときにも議論が出ていましたけれども、例えば判断能力が落ちた方であっても、その方の医療費ですとか、あるいは施設に入っている場合にその施設に払い込むものなど、間に入る人の横領の危険がない・低い、あるいは無権代理のリスクの低いようなものについては、もうちょっと柔軟に扱ってもよいのではないかと、そういった提言がされたというふうに承知しています。

「重要情報シート」のサンプルを付けておりますので（54～56頁）、またご確認いただければと思います。

5. ソーシャルボンド

ソーシャルボンドについては、名前のおりソーシャルなプロジェクトの資金調達のために発行される債券です。既に国内でも幾つか発行されていて、バリアフリー対応であったり、医療機器の製造工場向けの資金調達であったり、あとは奨学金の財源として調達するといったような事例があります（58頁）。ただし、いろいろ関係者から聞いてみると、グリーンボンドの世界は環境省がガイドラインを2017年に作って、2020年に改定してということでガイドラインがあるけれども、ソーシャルのものにはないという話があって、ガイドラインを作ってくれないかというような要望も寄せられたところです。

そこで、金融庁の方で昨年12月にサステナブルファイナンス有識者会議を設置したのですが、その下に「ソーシャルボンドに関する検討会議（仮称）」というものも設置して、そのガイドライン作りについて現在も検討をしているところです。この下に置いたソーシャルボンド検討会議自体は、今年の3月から議論をして、今月、4月13日に2回目の議論をしたという状況です（59頁）。

これ（61頁）はグリーンボンドとソーシャルボンドとの関連性を簡単に図示したものです。当然、排他的なものではないので、重なり合う部分はサ

ステナビリティボンドというふうに言われたりしています。

ソーシャルボンドを含む SDGs 債という括りで日本証券業協会が出していますけれども、国際的にもソーシャルボンドの比率が増えています（62 頁）。内訳としては、コロナ対応というものが多分に入っていると理解しています。国内においてもソーシャルボンドの発行が増えていて、去年はグリーンボンドを上回ったという状況です（63 頁）。

グリーンボンドと違うのが、グリーンボンドは民主導で発行されていますが、ソーシャルボンドは半分以上が財投機関債であります。また、社債という形であっても、その大部分が高速道路会社、昔の道路公団なので、ソーシャルという性質からそうなるのかもしれませんが、かなり公的主体あるいはそれに近いところが関与している例が多いのです（64 頁）。しかし、ガイドラインではあくまで、もちろんこういう独立行政法人も排除はしませんけれども、民間の発行者にとってより活用しやすいということを意識しながら議論をしています。

内訳としてどういうものがあるかというところ、ちょっと説明が前後してしまいますけれども、グリーンボンドにしても、ソーシャルボンドにしても、ICMA という民間の国際団体があって、そこで簡単なプリンシプルが出ています。それをもう少し深掘りして、日本の発行体にとっても使い勝手がよいようにということを考えています。

その構成としては、調達資金の用途であったり、プロジェクトの評価・選定のプロセス、調達資金の管理、レポート、外部評価、こういった要素というのが国際的に示されていますので、それぞれの点について深掘りできればというふうに考えています（65 頁）。

ICMA の原則では、例えば事業区分は、左（66 頁）にあるような 6 つの区分があったり、あるいは対象となる人々は 10 の例示があります。それぞれが例示であって、これ以外は排除するもの

ではないというふうになっていますけれども、何か日本の発行体にとってこういう事例があると分かりやすいとか、あるいはあまり独自路線を行くと国際標準と離れてしまわないとか、ソーシャルでないものをソーシャルのようにお化粧することにならないとか、そういう懸念も示されていますので、うまくバランスをとっていきたいというふうに考えています。

私の方からはとりあえず以上とさせていただきます。また皆様方からの何かご意見等がありましたら、よろしくお願いたします。

どうもご清聴ありがとうございました。

~~~~~

#### 【討 論】

○川口 ご報告をありがとうございました。昨今の金融資本市場を巡る様々な課題について幅広くご報告いただきました。

それでは、質疑に移りたいと思いますが、まず、「取引所を巡る動き」、次に「非上場株式について」、そして 3 つ目はそれ以外という形で議論をできればと思います。

それではまず、取引所を巡る動きについてご意見、ご質問があれば、よろしくお願いたします。

#### 【総合取引所構想が動き出した背景】

○川口 それでは、私の方から質問ですけれども、総合取引所の構想は、今日ご報告がありましたように、かなり昔から議論をされてきました。2009 年と 2012 年に法律の改正までなされているのですが、なかなかそれが進みませんでした。これについては、金融庁と経済産業省や農林水産省などとの省益争いとか、いろいろ言われているのですが、ここ最近になってこれが動き出した背景にはどのようなことが考えられるでしょうか。

また、今日お話しになった石油についてはまだ統合が実現していないのですけれども、この辺は

どのように考えればよろしいでしょうか。

○太田原 恐らく十分なお答えができないのですけれども、もちろん金融の論理で考える人もいれば、エネルギー政策として考える方もおられるので、そういう思いの中でのいろんな主張をぶつけながら、その時々でよかれと思うものを示しているということで、私も自分が担当する少し前のことなので、情報量としては皆様方とあんまり変わらないと思いますけれども、特に規制改革会議で総合取引所の問題をかなり突っ込んでやろうとしたことが、近年の後押しにつながっていたかと思えます。

そういう意味で、よりハイレベルな判断というのが働いて、総合取引所の利便性というものが意識されてきたということではないかなというふうに考えております。

○川口 ありがとうございます。東京商品取引所はすでに日本取引所グループの傘下に入っているのですね。このことも大きいのでしょうか。

○太田原 因果関係としては、総合取引所を造ろうという方向性が出たので、じゃあ、その方法論として何があるかということで、TOB をかけて子会社化をすると、TOB も別に敵対的にやったわけではなくて、そうすることが望ましいという関係者の合意の下なので、大方針があって、それを実現する手段として子会社化したというのが現実起こったことではないかというふうに思います。

**【PTS における非上場取引特権と新しい市場区分におけるコーポレートガバナンス】**

○梅本 今日とはとても興味深い内容が盛りだくさんのご報告で、どこで質問させて頂こうか考えていたのですが、差し当たり取引所のところについて質問させていただきます。

ご報告の資料の 13 ページから 14 ページに至るところで、取引所のシステム障害の話から PTS の話に移られました。当時は確かにメディア等でも、東証のシステム障害の際のサポートとして PTS をもう少し充実させるべきではないかという見解が

紹介されたり、与党政治家も同種の話をしていたという報道を目にした記憶がございます。しかし、東証のシステムがダウンして、ご説明にあったように取引上限を 1% に抑えられているような PTS にそれが代替できるかということ、私は、事件当時から、そんなものできっこないじゃないかと疑問に思っておりました。

むしろ 17 ページにありますように、代替機能というのなら PTS よりも、非上場取引特権を認められた他の取引所に期待すべきではないでしょうか。アメリカでもかつての大手の ATS は、取引所としての資格を得たうえで、かなりな量の取引をニューヨーク証券取引所や NASDAQ から奪っているという側面があると思われまます。日本において PTS に市場間競争をさせるというのは恐らく考えにくいことだと思うのです。

そうであれば、PTS に取引所の免許を与えるのか、あるいは地方取引所と PTS の合併みたいなのを特別に認めるような方向に行くのか、よく分からないですけれども、非上場取引特権を認めるといった形で、取引所間で競争させないことには、東証にシステム障害があった場合に、他の取引の場に代替機能を期待することは無理なのではないかという気がします。

PTS の議論をこれまで見てきますと、PTS をどうにか拡大させなきゃいけない、取引所に取引が集中している、という話がもう何年も続いていたと思うのです。個人的には、もしかして規制当局も政治家も、東京一極集中の方が規制しやすいと考えておられるのではないかと。失礼な話で恐縮ですけれども、幾つもの取引の場があるよりも、東証一本で取引する方が監督・規制は効率的なわけですよ。

他方で、流通市場の市場間競争が本当にいいのかということのも、こちらはこちらでよく分からない。アメリカを見ていて、平常時、ペイメント・フォー・オーダーフロー (payment for order flow) が支払われたりしているのを見ていると、いやあ、どうなんだろうなという気もしないではないと。

今回は流通市場の競争を本格的にやろうとしておられる様子ですが、1つお尋ねしたい質問は、非上場取引特権についての金融庁のスタンスはどのようなものなのかということをお聞かせいただければ幸いです。

○太田原　まず、幾つか要素はあったかと思いますが、現状で例えば上限が10%で代替市場にはなり得ないというようなご示唆もあったと思います。したがって、PTSをもっと促進しろというメディアは、全部はフォローできていないですが、政治家からもよくご指摘を受けますが、そういう場合は、上限も取っ払えと。特にオークションのところは全体で1%というのが恐らく小さ過ぎるということだろうと思いますので、PTSの促進を言う人は、ここの上限をもっと引き上げろということも主張としては出ております。

そうした中、ご質問とも関連しますけれども、非上場取引特権についてどうか。今の思考回路としては、全体としてどういう制度がいいかなんことを考えていて、2つやる必要はないとは思っています。2つというのは、PTSのシェアを拡大するというのと、非上場取引特権(UTP)を認めるということ。

取引所になれば、非上場取引特権の方は取引所になることが前提ですから、その場合、PTSのシェアの拡大というのはそんなにやらなくてもいいかなと思いますし、逆にPTSのまま扱えるものが広がるのだったら、UTPの方は別にそんなにやらないでも、一応は関係者の量を拡大したいという思いは満たせるのかなんということで、メディア等の方がどこまで頭の整理がされているか分かりませんが、私個人としては、今言ったようにどっちかかなんと考えております。

これはまだ決め切れないところではありますけれども、シェアもあまり拡大し過ぎると、規制が緩い状態のまま、例えば売買審査などが甘いままシェアが広がるのいいのかということ、そこはかなり慎重な考慮を責任者としては要するところです。ただ、現状、オークションのところは価格形

成機能が強いという理由のようではありますけれども、ほかの売買注文も対当させるとか、マーケットメイク方式に比べると厳しめの数字になっていて、じゃあ、ここでいうオークション方式の個別銘柄10%以上又は全体1%以上と、この数字が合理的かというのは、そこはよく分からなくて、もしかしたら引き上げてもいいと。それは現状の世界を大きく変えずにある程度引き上げるということもあるのかもしれないなど。そのときには、やり方としては比較的やりやすいかなんという思いがあります。

梅本先生がおっしゃるような非上場取引特権の方がもう少し難易度が高いかなんと思っていて、上場審査しない人たちはフリーライダーにならないのかとか、じゃあ、コストを払えばいいのか、そこのコストはどうやって算定するのかとか、それこそ先ほども紹介しましたが、地方取引所との関係をどうするかとか、もっと詰めるべき点が増えるかなんと思っていて、大変だからやりませんということも申し上げるつもりはないのですが、まだそこは決めかねているところであります。

途中でご指摘があった、もしかしたら東証一本の方が楽なのかどうかということについては、結論としては、別にそういうことは考えていなくて、シェアもありましたけれども、じゃあ東証が何%だったらいいいのか、PTSが何%だったらいいいのかという具体的な水準感を持っているものではありません。そこは自由競争で、その割合に増減があっても、特に口出しはしません。

ただ、これも突き詰めるともしかしたら矛盾点をはらむのかもしれませんが、強いマーケット、取引所があることが国際競争の中でよいのか、あるいは市場間競争をしているのが国際金融センターを目指すうえでよいのか、そこは私自身もよく分かりませんし、なかなか解を見つけるのが難しいのではないかと思います。

考えても仕方がないので考えていないという、ちょっと思考停止に陥っている部分もなくはない

ですけれども、いずれにせよ、だから何もやらないというよりは、考えてみて変えられる部分は前向きに変えていければなどというのが正直なところであります。

○梅本 どうもありがとうございます。

○行澤 本日は大変興味深いご報告をいただいて、誠にありがとうございました。

質問としては2点あるのですけれども、一点は、今の論点との関係で、PTS を取引所化して非上場特権を与えるという方向は、既存の地方証券取引所に加えてまた新たな証券取引所を認めるということにつながると思うのですが、もしそれで市場間競争が高まるのであれば、もうとっくに地方証券取引所の存在感が高まっているはずだと思うのです。しかし、東京一極集中という現状は今まで変わってこなかったわけですね。ですから、取引所を新しく認めて非上場特権を認めるというやり方が本当に合理的なのかなという気がします。

もちろん、システム障害に備えて、日本取引所グループのシステムを代替させるという点では、あるいは意味があるのかもしれませんが、ちょっと私は疑問に思いまして、やはり何らかの形で市場間競争を促進するというのであれば、微温的かもしれませんが、やはり現状の PTS のシェアをもう少し広げる方がいいのではないかなと思っているのですが、その点お聞きしたいということでもあります。

もう一点が、資料の5ページ、市場をプライム、スタンダード、グロースに分けて考えるということで、資産規模といいますか、それが中心になるというのはそうなのだけれども、それ以外に、ガバナンスの基準を適用してプライム市場とかスタンダード市場に区分けするとしています。必ずしも大きいからプライムにする、流動性が高いからプライムにするというわけでもないのだというお話ですけれども、そこで気になったのが、「一段高いコーポレートガバナンス・コードを適用」するとか、「コーポレートガバナンス・コードの全原則を適用」するとなっているところです。

現状、コーポレートガバナンス・コードというのはコンプライ・オア・エクスプレインのやり方になっていまして、遵守しなさい、さもなければ不遵守の説明をしなさいとなっているのですが、この一段高いコーポレートガバナンス・コードというのは結局どういうことなのか。

要するに、コンプライ・オア・エクスプレインではなくて、プライム市場に行きたければこういうガバナンスを備えなさいという、そういう命令的といいますかルールベースなものになっていくのか。それとも、現状のガバナンスコードを用いながらクラス分けするとか、プライム市場に行く場合は特にこういうガバナンスコードを守ってくださいというふうに、二段階と言ったらいいのでしょうか、そういう規制の在り方にしていくのか。その辺のことを教えていただきたいと思います。

○太田原 1点目の、PTS のシェアを拡大する方なのか、取引所にして非上場取引特権を認めるのかは、先ほども申し上げたように、特に決め切れているわけではなくて、様々検討している中です。ただ、PTS を取引所と認めてというだけではなくて、第三のといいますか、別の発想としては、そもそも PTS じゃないところから新たな取引所ができるということもあって、それは現に報道などを見ていると、SBI グループがそういうことをやろうとしているということでもあります。

先ほどの梅本先生とのやりとりの中でも申し上げましたが、別に我々、東証だけがそうあってほしいわけではなくて、そこは自由競争の世界ですから、取引所を造りたいという人がいれば、基準を満たせば、それはどうぞやってくださいということになります。現にそういう動きもあるので、何らか取引所間の競争が活性化すること自体は、ぜひやっていただきたいというふうに考えています。

それで、先ほどあまり関連を付けて申し上げられなかったかもしれませんが、最良執行方針の見直しの議論をしているときには、現に価格



帯の幅、ティックサイズと言ったりしますが、ティックサイズが今 PTS と東証とでずれがあって、PTS の方が細かいので、そこで彼らの価格競争力がありますと。したがって、個人向けを念頭に置いていますけれども、最良執行を今よりももうちょっと価格重視にすれば、現状でも多少なりとも PTS の側に流れるものが増えるのではないかというふうにも考えているところであります。

あとは、危機のときだけにそこに頼るというのは、多分現実的でないと思うので、ふだんからある程度の取引をこなしていないといけない。次に何年後に発生するのか、そういうことを予期しては本当はいけないのでしょうか、経験則的にはそういうことは起こり得るので、次いつ来るか分からない。来たときに、じゃあ、ふだん使っていないところをみんなが使おうと思うかというところは、それに期待するのはさらに確率が低くなるので、やはりふだんから使われ得る市場ということでないといけないなあというふうには思います。

次が、プライム市場とガバナンス基準との関係ですが、少し時点のずれがあって、この絵（資料5頁）を作ったとき、あるいは審議会で市場区分の議論をしたときというのは2019年12月です。当時からすると、恐らくコーポレートガバナンス・コードというのは、2015年にできて、18年に改定して、大体3年周期で変わるのではないかという予測をしていて、スチュワードシップ・コードも大体3年周期でやっているのですが、したがって、またコーポレートガバナンス・コードが変わるであろう、ただどう変わるかは分からないと、そういう時点で書いたものです。

それで、「一段高い」というそこでの意味は、当時の考えとしては、コーポレートガバナンス・コードの中にも、先ほど行澤先生がおっしゃった後者の方になると思いますが、プライム市場に上場する企業ならば、さらにもう一段こういうことをやってもらった方がいいのではないかという、そういう書き分けを念頭に置いていたことがこう

いう表現につながっております。

したがって、何かルールにしようとかということではなくて、あくまでコード、プリンシプルベースというその性格付けを変えようとしていたわけではないですし、それは今でも、コンプライ・オア・エクスプレインの世界であるという整理をしております。

○行澤 ありがとうございます。

#### 【新しい市場区分と会計基準】

○片木 本日はご報告ありがとうございました。

直接には言及のなかったことについての質問にはなるのですが、ご存じのように、現在上場会社が財務報告をするために採用することのできる会計基準につきましては、国内会計基準、国際会計基準（IFRS）、そして少なくともはなってきましたけれども米国会計基準と。制度的には修正国際基準もありますけれども、これは今は使っていないと思いますので、実質3種類があって、それが、特に国際会計基準と国内会計基準については、適用可能な企業については選択的になっていて混在しているという状況かと思えます。

国内の会社に対しまして異なる会計基準を選択適用することを認めているのは、国際会計基準委員会のホームページで確認する限りでは、主要国ではあとスイスぐらいしかないのではないかと考えられます。

今回のプライム市場におきましては、恐らく、現在国際会計基準を採用している会社のほとんどは、まずプライム市場に移るのだらうと思うのですね。現在の連結財務諸表規則が定めているような国際会計基準が使える会社というのは、恐らくプライム市場の会社であれば、ほぼほぼこれに対応できる会社ではないかと思えます。あるいは、既得権益でプライム市場に残る会社にはちょっと負担が強いのかもしれません。プライム市場の国際的な意味での財政収益状況の比較可能性あるいは透明性を高めるために、プライム市場に限定しては、もうこれはIFRS（国際会計基準）に統一す

るというふうな議論というのはあるのでしょうかということが質問です。

このときには、国内会計基準の設定主体は、プライム以外のスタンダード、グロース市場の会社における会計基準とか個別会計基準というのを議論することにはなるのですけれども、これ自体は、現在 EU 加盟諸国の会計基準の設定主体がこういう立場になっているかと思うのですが、このような議論というのは現在ある程度なされているのかどうかということが質問でございます。

以上です。

○太田原 最初に、私の市場課ではあまり会計の話をやっていないくて、となりの企業開示課ということが主にやっているの、あまり会計そのものの話はできないということはお断りさせていただきます。

そのうえでですけれども、プライムはどういう市場であるべきかという議論をしたときは、おっしゃるような要素を入れるべきではないか、すなわち IFRS の採用とか、あと、グローバルに活躍する企業のための市場ということで英文開示を義務付けるべきではないかとか、そういった幾つかの要素はありました。しかし、市場区分についての、どういうガバナンスであるべきかというところの議論を詰めていくというところで、そこまで細かいといえますか、具体的な例示、条件を追加するということに対しては、少なくとも金融庁で議論をしたときには、多数意見にはならなかったところがございます。

やるならば、コーポレートガバナンス・コードであったり、あるいは東証の、今回パブリックコメントを何段階かに分けてやっていますけれども、上場基準の方で求めるべきものとしてそういうものが入ることはあり得るのだろうなどは考えていました。我々の方からは、これはプライムの経過規定を入れたことともセットですが、必ずしもグローバル性というのが不可欠な要件になっているわけではないものですから、そこはプライムイコール IFRS ということは 1 対 1 対応にはならな

ったという、そこが私のフォローできている範囲での議論ですね。

○片木 ありがとうございます。

#### 【SPAC について】

○川口 せっかくの機会ですから、いろいろ幅広く議論したいと思っておりますので、2の方に移らせていただきます。時間があれば、また1に戻っていただいても結構です。

それでは、2の非上場株式会社についてのご質問、ご意見があれば、よろしくお願いたします。

○前田 ご報告の中で、特に資料 31 ページ以下の SPAC についてのお話を興味深くお伺いいたしました。

この SPAC に投資をする者は、投資の時点では、SPAC がこれからどのような企業を買収するかについて何も分からないままに、SPAC 組成者の目利き力だけを見込んで投資をすることになるのでしょうか、それとも、SPAC が買収を予定する会社を知らされたうえで投資をすることになるのでしょうか。

○太田原 私もこの何か月かで勉強しているものではありますけれども、今のご質問に対しては、その真ん中ぐらいのようでありまして、全く組成者だけをメルクマールに金を出してくれということではなくて、例えばバイオ系の企業を考えると、リアルテック系であるとか、ある程度ジャンルは示していることが多いようです。だから、白紙委任状ではないですけれども、ではこの会社というふうに決まっているかということ、そうではないと。したがって、ご質問の中間ぐらいが多いというふうに承知しております。

○前田 この SPAC の組成・上場のときから買収先の公表のときまで、一般的にはおおよそどれぐらいの期間が想定されているものなのでしょうか。

○太田原 アメリカの例では、厳密には3年間ということになっているようですが、運用上は2年間で合併の成否が決まっていくようです。2年

たっても買収先を見つけれない場合には、預かっていたものは信託で一応保全しているということではありますけれども、それはその資金の出し手に返すことになっているようです。したがって、実態面としては2年というふうにお考えいただければよいかなと思います。

○前田 分かりました。どうもありがとうございました。

○川口 また、機会を見つけて、研究会でこの問題を研究してもよいかなと思いますね。つづけて、ご質問をお願いします。

#### 【株式投資型クラウドファンディングについて】

○洲崎 株式投資型クラウドファンディングについて質問させていただきたいと思います。

株式投資型クラウドファンディングで新株発行する場合でも、会社法の規律は普通に適用されると思うのですが、ベンチャー企業ということだと、もともとは非公開会社、すなわち株式の全部に譲渡制限を付けている会社も多いと思います。そのような会社がクラウドファンディングをするときには、公開会社になってからクラウドファンディングを行うのか、非公開会社のままクラウドファンディングを行うこともあるのか、もしそのあたりのデータをお持ちであれば、それをお教えいただければと思います。これが第1です。

第2は、資料の23ページでご説明いただいたところかと思うのですが、現在はベンチャーキャピタルと個人投資家の区別がないので、同時に新株発行をすると、ベンチャーキャピタルも50万円の制限がかかってしまうということであったかと思います。通算期間が6か月なので、6か月待ってからベンチャーキャピタルから大量の資金を得るといふのであれば、現状でもできるというふうには理解していいのか。ただ、6か月待ってもらうのは大変なので、3か月に短縮したい、あるいは論点①、②のように、ベンチャーキャピタルは別扱いにしてもらいたいという議論になっているのかというのが第2の質問です。

第3は、株式投資型クラウドファンディングで個人投資家から資金を得た場合、その個人投資家は株主になるので、その会社がその後追加的に資金調達をするのに、株主割当てで新株発行をするという場合には、会社法の世界だけで資金調達ができるということになって、クラウドファンディングを扱う業者を通さなくてもよくなるのか。つまり、いきなり会社が株主割当てで株式を発行しますから払い込んでくださいよということができるようになるのか。

そこで気になるのは、株主割当てで資金調達をする場合、株式価値を下回る価格を払込金額として定めると、払い込まないと自分の持株の価値が下がってしまうという水割り効果が生じるので、事実上払込みを強制する効果が出てきてしまうという点です。

以前、ライツ・オフリングを見直そうということで上場会社でも一時期ライツ・オフリングが何度か行われたことがありましたが、そのときにも公募では資金を集められないような会社がライツ・オフリングで株主から無理に資金を集めるという事態が生じて、その後ライツ・オフリングがほとんど行われなくなってしまったということがあったと思うのですが、非上場のベンチャー企業であっても、同じように株主割当てで新株発行をすることは会社法上可能だと思います。その場合には会社と株主の間だけで新株発行が完了してしまい、クラウドファンディング業者がかかわらないし、クラウドファンディングに関する金商法上の規制もかかってこないと考えてよいのか。これが第3の質問です。

○太田原 全体的に実態を確認しないとよく分からないというのが現時点で、特に会社法との関係で言えば、それはちょっとよく分からないですね。

1点目、我々は上場しているかどうかという目線で切ってしまうことが多いので、会社法上、譲渡制限がありやなしやという、そういう意味での公開会社かどうかということについて言えば、譲

渡制限を外しているのかどうかとか、それはちょっと確認しないと分からないです。

それで、ご指摘いただいた6か月待つ云々ということについて、そういう面もありますが、業界団体、あるいはクラウドファンディング業者であったり経済団体から言われているのは、一番大きいのは①発行可能額（1億円未満）の算定方法の見直し（資料 23 頁）ですね。そこが合わせて1億円になってしまうというのがもう何件も出てきているので、そこはクラウドファンディング分だけでカウントしてくださいよという、そういう要望があって、それは我々もいいのではないのかなというふうに思っています。

6か月から3か月のところは、アメリカでも90日、約3か月ですね。アメリカでもこの少人数私募の算定方法を見直すというような動きもあるので、日本でも平仄をとって直そうかという、そういう発想です。

50万円のところも、プロは別に50万円でなくても当然よいとは思いますが、幾つか見直す点はあるのですけれども、一番実態面でも制約が出ているのが①かなというふうに思います。

最後に、株主割当てで強制効果があるのか、ないのかとか、それが現状どういう問題を生じさせているのかというのは、ちょっと我々が聞いた中ではそういう論点は伺えていなかったもので、また機会を捉まえて、どういう問題があるのか、本日のご指摘を踏まえてこちらも勉強させていただきたいと思います。

○洲崎 このデータは、クラウドファンディング業者を通じて得られたものかなと思いますので、もし業者を通さずに会社と株主の間で株主割当てで新株発行しているということがあったとしても、データとしては出てこないかなという気はするのですね。

会社に資金を提供してくれる小規模投資家の存在が分かったので、会社がそれを悪用するというようなことがあるのかどうかは全く分かりません。ただ、クラウドファンディングというものがなか

ったならば、会社が全国に散らばっている株主から資金を得るということもなかったわけで、そのような投資家の存在を知ったがゆえに、悪用されるおそれも出てくるかもしれないという懸念をちょっと持ったという次第です。

クラウドファンディングの法整備がなされたときには、実際にはほとんど利用されないのではないかとも思っていたのですが、22ページのデータを見ますと多少増えてきているようではありますので、先ほど私が第3の点として申し上げたような問題も将来出てくるかもしれないということで、質問をさせていただきました。

どうもありがとうございました。

○太田原 おっしゃるように将来に向けては、そういう追い銭といいますか、出さないとあなたの持分価値が下がりますよと言って出させるようなものが仮に横行すると、動きとしては目立つでしょう。恐らく現状、そこまで盛り上がるほど使われておらず、トータルで231件なので、50万円払った人に対して追加で出してくださいという例が何件あるのかちょっと把握できていないのですけれども、ただ、そういう投資家は、通常会社法で想定しているような株主とはちょっと違うような気がするので、追加で出してくださいと言われて、おいそれと出す人があまりいるようには思えないかなとは思っています。

それが現状ですけれども、ただ、制度として先生がおっしゃるような使われ方をしたらどうするのだという、そういう頭の体操はしなければならないかと、今日はちょっと気づきを与えていただきました。

○川口 ありがとうございます。

片木先生からチャットが入ってしまっていて、譲渡制限が付されているものがあるというコメントが入っております。

ほかはいかがでしょうか。

それでは、3以降のものでご質問、ご議論をいただければと思います。よろしく申し上げます。

## 【ソーシャルボンドについて】

○齊藤 最後にご紹介いただきましたソーシャルボンドの動きについて2点質問させていただきたいと思います。

ソーシャルボンドの原則を策定するという動きは、金融庁がイニシアチブをとったというよりも、ソーシャルボンドの原則がないので作ってほしいというニーズに合わせての動きとご説明いただきました。

グリーンボンドについては環境省がイニシアチブをとっておられて、ソーシャルボンドについては金融庁の担当であると理解したのですが、少しレベル感が違うといえますか、例えばグリーンボンドが環境省だったら、ソーシャルボンドは様々な分野を対象としますので、教育関連でしたら文科省ですし、防災だったら国土交通省ですということになりそうで、現在の役割分担は、何かこう、ちょっとちぐはぐな感じを受けました。

ですので、金融庁が一旦このようなプロジェクトに関与された以上は、グリーンボンドの方も金融庁の方で引き取って、その上で各関連する分野の省庁等と提携しながらルール作りをしていくというような考え方もあるように思うのですが、そのような方向性というのは現実的でしょうか。でない、ちぐはぐな縦割りになってしまうのではないかと思われた次第です。

2つ目ですが、この種の資金調達というのは、近年の企業の社会的責任の潮流の中に位置づけられ得るもので、昔は社会的責任といいますが株主利益対ステークホルダー利益のような形で議論されていましたが、近年は、政府では解決できない社会的課題を民間組織を使って解決していこうというような流れがあり、この種の資金調達もそのような動きの中に位置づけられます。

ICMA の原則をご紹介いただきまして、ICMA がこの種の資金調達の目的となりうるような事業区分や対象となる人々について整理しているとお教えいただきました。しかしながら、先ほどのような流れで考えていきますと、解決すべき社会的課

題というのは、国際的な標準があるから、それをそのまま受け入れればよいという問題ではなくて、日本目線で、日本として解決しなければいけない社会的課題があるわけなので、事業区分や対象となる人々につきましても、改めて我が国の視点から何を解決していかなければいけないかということを見ていく必要があるのではないかと考えられるわけです。

そのような社会的課題とは、グローバルな課題とともにドメスティックやローカルな課題もありまして、この種のボンドというのは、グローバルに資金調達するという側面もありますが、特定の地域の社会問題を解決するためのものとして、うちのコミュニティの問題だったら、私もそのボンドを買うわという人も出てくるように思います。課題のレベルもさまざまです、こういうものを発行するためには、軽い手続きといえますか、地域で問題を解決するためにもこのような仕組みを簡易に利用できるような目線も必要ではないかと思われたのですが、その点につきましていかがでしょうか。

○太田原 齊藤先生から非常に重要なご指摘をいただきました。本来、本編でちゃんと説明すべきだったと思いますが、せっかくのご質問なので、今の考え方を紹介したいと思います。

まずは、ちぐはぐな縦割りにならないかというご指摘で、そうならないかということは我々も強く意識しています。したがって、まずグリーンボンドのガイドラインとの平仄というのはしっかり取らないといけないと思っていて、オブザーバーにも環境省は入ってもらっています。我々がガイドラインを作るときにも、グリーンボンドのガイドラインもきちんと勉強したうえでやっています。

それだけではなくて、まさにこの絵（資料 61 頁）にありますように重なり合う部分もありますし、重ならないまでも、両方発行しようとする人もいると思われまので、グリーンボンドとソーシャルボンドとで整合性がとれていないと、それ

は全く実効性がなくなってしまうから、したがって、ICMAのプリンシプルとの整合性ということ、グリーンボンドのガイドラインとの整合性ということ、これは強く意識して、金融庁が事務局を務めているのですが、我々も認識していますし、検討会議の場でもそれは結構口酸っぱく、我々が言わないまでも、委員の方からもそういう指摘はいただいております。

そのうえで、齊藤先生のおっしゃることは非常に分かるところで、テーマ別に見たら、金融庁というよりは国交省や厚労省、文科省、そういうところがやるべきで、もし金融庁がやるのだったらグリーンもやれというようなお話かと思えます。

そういう自覚も持っていて、今回、グリーンよりもソーシャルボンドの方が難易度が高いとされていて、グリーンボンドの場合には、CO<sub>2</sub>の削減だとか、その尺度は割とまだ焦点を当てやすいかなど。ただ、ソーシャルボンドになると、病院を増やすのと学校を増やすのとをどれくらいやって、どういうふうに効果を測っていくのか。CO<sub>2</sub>だったら排出量をどれだけ削減したかという、そういう目線は曲がりなりにもあると思うのですが、ソーシャルは非常に難しい。

したがって、今回やろうとしていることは、グリーンボンドの中にもいわゆるKPI（効果測定指標）というものを織り込んで作っているのですけれども、ソーシャルボンドは、難易度が高いところと文章編とは切り離そうというふうに考えていまして、したがって、金融庁が音頭をとって、ちゃんと汗をかいて、手を動かして、文章編のガイドラインを作るところはやろうと思っています。その後、別に逃げるわけではなくて、関与しようと思っているのですけれども、恐らく齊藤先生がおっしゃるように、具体的な分野の事業を持っている各省庁を関与させないといけないかなというふうに考えています。

そういうことを見据えて、内閣官房も入れています。なぜ入れているかという、第2段階以降、各省庁のコーディネートをするための中核的存在

であるため、内閣官房も今の段階から関与させて、第2段階からちゃんとやってねというような話を今のうちからしているところであります。

次に、日本目線でというようなお話で、それが本当に大事な論点で、ソーシャルボンドは欧州でも発行されたりしていますけれども、結構目線が、本当に困った人たち、あるいはアフリカでの通信インフラの整備だとか、貧困層向けのプロジェクトであったりとか、そういう目線で語られることが多い。それに尽きるものではないのですけれども、おっしゃるように、そういう対象を念頭に置きながら議論していることと、日本でももちろん貧困問題はあるとは思いますが、多分ウエートはかなり違って、ほかにも高齢化だとか、地域の限界集落対応だとか、地方創生も入ると思えますけれども、日本固有だけじゃやっぱり社会的課題だよねと、世界に向けてそう発信しても問題ないものがあるのではないかという、そういうものを例示するというようなプロセスがあり得るのではないかということを考えています。

それで、軽い手続というご発言もありましたけれども、今、ガイドラインがない中でも発行はできるのです。それはどうやっているかという、外部の格付機関とか評価機関にお願いして、コストを払ってそういう認証を得ているのですが、まさにガイドラインがあれば、一々そういう外部評価を得なくても、これはグローバルにソーシャルボンドとして認定して差し支えないということ、役所も関与したようなものに準拠して説明責任を軽くしてあげれば、そのコストも低減することに役立つのではないかと。そういう問題意識を持ちながらやっているという状況です。

#### 【再び株式投資型クラウドファンディングについて】

○川口　もう少し時間がありますので、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見はいかがでしょうか。

それでは、先ほど洲崎先生がおっしゃった株式

投資型クラウドファンディングのところですが、この研究会でも洲崎先生にご報告いただいて検討したことがあります（「平成 26 年金融商品取引法改正（2）－投資型クラウドファンディング・新たな非上場株式の取引制度」（2015 年 9 月 25 日）。そのときに、先ほどもありましたように、本当にこれが使われるのだろうかという話が出ていました。本日のご報告で利用件数が出ていましたが、この件数、太田原さんから見て、これはかなり少ないという印象でしょうか。

利用件数が少ないというのであれば、発行者や投資者にとってインセンティブがないのではないかというふうにも思います。あるいは、利用件数が少ないのは、何か制度に欠陥があり、それを直せば使えるようになるというようなものなのでしょうか。

○太田原 多いか少ないかは、多分に主観になってくるので、そのコメントは控えようと思います。

ただ、使いたいけれど使い勝手がよろしくないということに対しては、改善できるものなのかどうか、改善できそうであれば手を貸してあげるとい、そういうことはやろうと思っています。合算要件のところはまさにそういうところで、今、全部合わせて 1 億円と言っているところをクラウドファンディングだけにしても、保護法益といえますか、立法趣旨には反しないだろうなと思えるものは直しましょうと。

他方、一般投資家の上限 50 万円というのも、未来永劫 50 万円固定するのかどうかまでは特に申し上げませんが、現状では、これが一般の方から見てこなれた商品としてやっていけるかどうかというにはまだちょっと自信がないというところで、そこは留保しつつ、その使い勝手についてファインチューニングしていくことを考えています。もちろん、全部が全部ファインチューニングだけではなくて、根本から見直すべき話がある場面もありますけれども、株式投資型クラウドファンディングについて言えば、まだその

土台をがらっと変えるほど事例も積み上がっていない。積み上がっていないからもっとやれという発想もなくはないですけれども、もうちょっと使い勝手の改良を図りながら様子を見るという、そんなフェーズかなというふうには考えております。

○川口 洲崎先生、何かコメントはありますか。

○洲崎 私が報告したのはたしか 2016 年で、法整備がなされたすぐ後だったかと思いますが、報告の時点では 4 件ぐらしか例がなく、あまり使われないのではないかと予想していました。そのときの状況から比較すると、使われるようになってきているのかなとは思いますが、ただ、全体として見ると、大きなうねりになっているとまでは言えず、まさに篤志家というのですか、富裕層で新興企業をちょっと応援してあげたいと思うような人向けにクラウドファンディングをやって資金を集めているという状況なのかなとも想像はしております。

その後の状況を教えていただいて、大変非常にありがたかったです。どうもありがとうございました。

○川口 それでは、時間になりましたけれども、よろしいでしょうか。

本日は、金融・資本市場におけるいろいろな課題について貴重な情報を教えていただきまして、ありがとうございました。我々はその課題を共有することができたかと思えます。

太田原さんには、お忙しい中、ご報告いただきまして、ありがとうございました。

○太田原 こちらこそ、いろいろ先生方からご指摘いただきまして、気づきを与えていただきましてありがとうございました。またご指導をよろしくお願いいたします。

○川口 次回以降は、顧客本位の業務運営の原則について、2 回にわたり検討したいと思えます。