

目 次

刊行にあたって

研究会参加メンバー

はじめに……………2

第1章 サステナブルファイナンスの潮流 中空 麻奈

1	はじめに……………	12
2	サステナブルファイナンス市場のスナップショット……………	13
3	成長を阻むハードル……………	15
	(1) NDC 貢献のばらつき……………	15
	(2) 反 ESG の流れ……………	18
4	後押しする流れ……………	21
	(1) 規制……………	22
	(2) ISSB 会計原則……………	24
	(3) 中央銀行……………	25
5	新しい動き……………	26
	(1) 生物多様性……………	26
	(2) サーキュラーエコノミー……………	28
	(3) 水……………	29
	(4) 物理的リスク……………	32
6	これからの市場拡大の課題と期待……………	34

第2章 サステナビリティ情報開示に関する動向・今後の展望

～ISSB、EU（CSRD・SFDR・MiFID II）の動向と国内への影響～
藤野 大輝／鈴木 利光

-
- 1 ISSB、EU（CSRD）の動向と国内への影響……………38
 - (1) ISSBがサステナビリティ情報開示の国際的基準を策定……………38
 - (2) EUにおけるサステナビリティ情報開示規制……………55
 - (3) 有価証券報告書でのサステナビリティ情報の開示拡充……………61
 - 2 運用商品向けの「グリーンウォッシング」対策……………65
 - (1) 「グリーンウォッシング」問題、2022年以降に始まったことではない……………65
 - (2) EUのESG投資に関する規制の最新動向（SFDR）……………66
 - (3) SFDR Q&Aの更新（2023年4月）……………74
 - (4) EUタクソノミーとSFDRのリンケージに関するFAQ（2023年6月）……………76
 - (5) MiFID II改正：「サステナビリティ選好」の反映義務化……………78
 - (6) 米国のESG投資に関する規制の最新動向……………79
 - (7) 日本のESG投資に関する規制の最新動向……………81
 - (8) 「ESG投信」に何らかの定量基準が導入されるか？……………92

第3章 スタートアップ投資の拡大に向けた資本市場制度改革

大崎 貞和

-
- 1 スタートアップ育成5か年計画の策定……………96

2	非上場株式の取引をめぐる従来の制度	97
	(1) 投資勧誘の原則禁止	97
	(2) グリーンシートの盛衰	99
	(3) 投資勧誘禁止の例外拡大	101
3	特定投資家向け勧誘制度の整備	104
	(1) 特定投資家への着目	104
	(2) 従来の特定投資家制度	105
	(3) 特定投資家の範囲拡大	107
	(4) 日証協の規則改正	108
4	特定投資家向け株式等の PTS 取引	110
	(1) セカンダリー取引円滑化の必要性	110
	(2) 非上場 PTS 規則の概要	112
	(3) 金商法施行令の改正	114
5	制度見直しの意義と課題	115
	(1) 特定投資家の範囲拡大	115
	(2) 特定投資家向け勧誘制度	117
	(3) 特定投資家向け株主コミュニティ参加勧誘	118
	(4) 特定投資家向け非上場株の PTS 取引	119

第4章 ダイレクトリスティングと証券訴訟

飯田 秀総

1	はじめに	124
	(1) 上場の手法	124
	(2) 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」	125

(3) 問題意識	127
(4) 本稿の目的	132
2 金商法におけるダイレクトリスティングとIPOの虚偽記載に係る損害賠償責任	133
(1) 虚偽記載等の関係者の損害賠償責任	133
(2) 虚偽記載等の発行者の損害賠償責任	134
3 ニューヨーク証券取引所におけるダイレクトリスティング	135
(1) 利用例は少ないこと	135
(2) Selling Shareholder Direct Floor Listing	136
(3) Primary Direct Floor Listing	137
4 ダイレクトリスティングと証券訴訟	141
(1) ダイレクトリスティングと登録	141
(2) 1933年証券法11条の責任	142
(3) Slack社のダイレクトリスティング	144
(4) 小括	147
5 むすび	148

第5章 欧州における株式上場制度の見直しに向けた近時の取組み

石川 真衣

1 はじめに	150
2 欧州の問題意識と上場制度の見直しに関する動き	152
(1) Oxera 報告書 (2020年)	154
(2) TESSG 報告書 (2021年)	155
(3) 欧州内の動向—英仏の例	157

- 3 EU Listing Act Package の内容……………165
- 4 むすびに代えて—今後の検討の方向性……………170

第6章 インサイダー取引規制の構造・機能の再検討

—暗号資産に関するインサイダー取引規制の要否を題材にして

加藤 貴仁

- 1 問題意識……………174
- 2 暗号資産に関するインサイダー取引規制の要否を検討する
ための視点……………181
 - (1) 日本法の現状……………181
 - (2) 暗号資産に関するインサイダー取引規制の対象となり得る
行為……………184
 - (3) 暗号資産に関するインサイダー取引規制の要否を検討する
ための視点……………187
- 3 課題その1—金商法166条のインサイダー取引規制の基本
構造の再検討……………189
 - (1) 暗号資産に関する重要な未公開情報と「重要事実」……………189
 - (2) 暗号資産の発行者の関係者と「会社関係者」……………193
 - (3) 小括—金商法のインサイダー取引規制の基本構造の合理性
……………196
- 4 課題その2—暗号資産に関するインサイダー取引規制の
要否及び対象を判断するための基準……………198
 - (1) インサイダー取引規制の機能に着目することの重要性……………198
 - (2) 上場株式に関するインサイダー取引規制の機能を分析する
ための視点……………200

(3) 暗号資産の市場においてインサイダー取引規制に期待される機能	206
5 総括と今後の課題	212

第7章 ビットコイン現物ETFの承認を巡る米国の議論

～グレイスケール・ビットコイン・トラストのケースを中心に～

関 雄太

1 背景と問題意識	216
2 証券市場から見たビットコイン	219
3 ウィンクルボス・ビットコイン・トラストを上場不承認としたSEC	222
(1) 現物設定・交換方式で運営されるビットコイン現物ETFの構想	222
(2) SECのウィンクルボス・ビットコイン・トラスト上場に対する判断	225
4 2018年～2022年の動き：ビットコイン現物ETFの不承認を続けるSEC	228
5 グレイスケール・ビットコイン・トラストの上場申請とSECによる不承認	231
(1) グレイスケール・ビットコイン・トラスト（GBTC）の特性	231
(2) GBTCの純資産価値（NAV）の算定	233
(3) SECによるGBTC不承認の決定（2022年6月）	236
6 連邦控訴裁判所判決と今後の注目点	240

(1) 連邦控訴裁判所の判決（2023年8月29日）	240
(2) 判決の影響と今後の注目点	243

第8章 非公開情報授受規制について 松尾 直彦

1 はじめに	248
2 「ファイアーウォール」の概念に係る変遷	250
(1) 広義の「ファイアーウォール」の概念	250
(2) 狭義の「ファイアーウォール」の概念	251
3 「ファイアーウォール」規制の趣旨に係る変遷	253
(1) 「ファイアーウォール」規制（広義）の趣旨に係る変遷	253
(2) 「ファイアーウォール」規制（狭義）の趣旨に係る変遷	257
4 「顧客情報管理」の実効性確保に向けた方策	261
(1) 要保護姓の観点からの顧客分類	261
(2) 「顧客情報管理」の一環としての「法人関係情報」管理	262
(3) 守秘義務	264
5 おわりに	273

第9章 人権デュー・ディリジェンスについて 根本 剛史／森田多恵子

第1章 ビジネスと人権	276
1 はじめに	276
(1) ビジネスと人権におけるグローバルの動き	276
(2) 人権尊重の取組を進めるべき理由	277
2 人権 DD ガイドライン策定までの経緯	278

第2章 人権 DD ガイドライン (総論).....	280
1 人権 DD ガイドラインの特徴.....	280
2 人権 DD ガイドラインの対象.....	280
(1) 適用対象となる企業の範囲.....	280
(2) 人権尊重の取組の対象.....	281
(3) 対象となる人権の範囲.....	282
3 人権 DD の枠組.....	283
(1) 人権尊重の取組.....	283
(2) 継続のプロセス.....	283
(3) ステークホルダーとの対話や協議 (ステークホルダー・ エンゲージメント).....	284
(4) いつまでに何をすればよいか.....	285
第3章 人権 DD ガイドライン (各論).....	285
1 人権方針の策定.....	285
2 人権 DD について.....	287
(1) 人権 DD 時の基本的な留意点.....	287
(2) 人権への負の影響の特定・評価.....	288
(3) 取組の実効性の評価.....	300
(4) 説明・情報開示.....	302
3 是正・救済.....	304
(1) 負の影響の是正.....	304
(2) 苦情処理メカニズム.....	305
4 おわりに.....	307

第10章 敵対的買収に関する近時の裁判例の検討

脇田 将典

1	検討の対象と方法	310
2	裁判例で問題となった買収防衛策	314
3	買収防衛策の目的に沿った行動	317
4	裁判例の検討	319
	(1) 対象会社の行動が防衛策の目的に沿っている事案	320
	(2) 対象会社が防衛策の目的に沿っていない事案	327
	(3) 対象会社が防衛策の目的に沿って行動していない、又は、 防衛という文脈とは言い難い事案	330
5	結論	332

第11章 買収手法の強圧性と買収防衛策

伊藤 雄司

1	買収防衛策と強圧性との関係に関する裁判例	336
	(1) 概要	336
	(2) 裁判例において問題となる点	337
2	Grossman & Hart 及び Bebchuk の見解	340
	(1) はじめに	340
	(2) Grossman & Hart の議論	341
	(3) Bebchuk の議論	343
3	Bebchuk の議論に依拠した場合における解決	347
	(1) はじめに	347
	(2) 強圧性と企業価値を毀損する買収の関係	348

(3) 各種の買収手法と強圧性	348
(4) 株主総会で判断している事項	352
(5) MoM 要件について	354
4 Bebcchuk の議論に依拠して買収防衛策を正当化することの 妥当性と有事導入型買収防衛策の評価	355
(1) はじめに	355
(2) 防衛策のメリットが過大評価されている可能性	356
(3) 防衛策のデメリットが過小評価されている可能性	360
5 有事導入型買収防衛策の問題	362
6 結語	364

第12章 金融商品取引法における市場概念 神田 秀樹

1 はじめに	368
2 金融商品取引法の規定	368
(1) 主な規定	368
(2) 関連する規定など	375
(3) 若干の整理	380
3 むすびに代えて	383
[執筆者]	385