

執筆者:

E-mail✉ [有吉 尚哉](mailto:naokata@nishimura.com)

1. 市場制度ワーキング・グループ等の提言

2021年6月18日に公表された「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—」¹では、成長資金の供給のあり方等に関する提言が取りまとめられていましたが、その中には成長資金の円滑な供給に資するものとして特定投資家制度の見直しに関する種々の提言も含まれていました。また、日本証券業協会(以下「日証協」)は、2021年6月15日に、非上場株式取引制度の課題・改善策について取りまとめた「『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～」²を公表し、その中でも特定投資家私募の制度整備や特定投資家に対する店頭有価証券の投資勧誘規制の緩和等の特定投資家制度に関する提言が含まれていました。

近時、これらの提言を踏まえた制度の見直しが進められており、その具体的な内容が明らかになってきています。本稿では、改めて特定投資家制度の概要を説明した上で、特定投資家に関わる制度改正の動向について解説します。

なお、筆者は市場制度ワーキング・グループ(以下「市場制度 WG」)及び非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会のメンバーを務めていますが、本稿の意見に亘る部分は筆者の私見であり、これらの会議体やその他の組織の見解を示すものではないことを申し添えます。

2. 特定投資家制度

金融商品取引法(以下「金商法」)は、リスク管理能力及びリスク許容度の高いプロ投資家を「特定投資家」と位置付け(金商法 2 条 31 項)、金融商品取引業者等が特定投資家を顧客とする場合に一定の行為規制の適用が除外されたり、特定投資家向けの取引の枠組みが設けられていたりします。一定の特定投資家は申出により一般投資家として、一定の一般投資家は申出により特定投資家として、それぞれ取り扱われることが可能となっており、投資家は、①一般投資家に移行できない特定投資家、②一般投資家に移行可能な特定投資家、③特定投資家に移行可能な一般投資家、④特定投資家に移行できない一般投資家の 4 つの類型に分けられます(金商法 2 条 31 項、34 条の 2 第 1 項、34 条の 3 第 1 項、34 条の 4 第 1 項、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令 23 条、金融商品取引業等に関する内閣府令(以下「金商業等府令」)61 条、62 条)。本稿の執筆時点で、各類型の含まれる投資家の範囲は図表 1 のとおりです。

¹ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20210618.html。同報告のポイントについては 2021 年 6 月 24 日付けのニューズレター(https://www.nishimura.com/ja/newsletters/finance-law_210624.html)をご参照ください。

² <https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/hijojokon.html>

【図表 1 特定投資家・一般投資家の分類】

特定投資家	適格機関投資家 国 日本銀行	}	一般投資家への移行不可
	特殊法人・独立行政法人等 投資者保護基金 預金保険機構・農水産業協同組合貯金保険機構 保険契約者保護機構 特定目的会社 上場会社 資本金 5 億円以上の株式会社 金融商品取引業者(第一種金融商品取引業・投資運用業以外)である法人 特例業務届出者・海外投資家等特例業務届出者である法人 外国法人		
一般投資家	特定投資家以外の法人 純資産・投資性金融資産 3 億円以上かつ取引経験 1 年以上の個人 出資合計額 3 億円以上の組合・匿名組合等の運営者である個人	}	特定投資家への移行可
	上記以外の個人		

3. 個人の特定投資家の要件の弾力化等

金融庁は 2022 年 4 月 1 日に特定投資家に移行可能な個人の要件等を見直すことを内容とする金商業等府令の改正案を公表し、同年 5 月 1 日までの期間、パブリックコメントの手続きを行っています³。この改正案に従って金商業等府令の改正がなされた場合、特定投資家に移行可能な個人⁴は概要図表 2 のようになります⁵。

この改正は 2022 年半ばを目処に施行されるものと見込まれます。

³ <https://www.fsa.go.jp/news/r3/shouken/20220401/20220401.html>

⁴ 図表 1 のとおり、出資合計額 3 億円以上の組合・匿名組合等の運営者である個人も特定投資家に移行可能ですが(金商法 34 条の 4 第 1 項 1 号)、改正の対象となっていないため捨象しています。

⁵ 以下の内容は改正案の内容であり、最終的な金商業等府令の改正内容は変動する可能性があることにご留意ください。

【図表 2 改正案による特定投資家に移行可能な個人の範囲】

金商業等府令の 条文	取引要件 (※1)	資産・収入要件	その他の要件
62条1項1号 (従来の62条)	1年以上	純資産3億円以上、かつ、 投資性金融資産3億円以上	なし
62条1項2号	1年以上	純資産5億円以上、又は 投資性金融資産5億円以上、又は 前年の年収1億円以上	なし
62条1項3号	1年以上	純資産3億以上、又は 投資性金融資産3億円以上	直近1年間の1か月あたりの平均取引件数4 回以上
62条1項4号	1年以上	純資産1億円以上、又は 投資性金融資産1億円以上、又は 前年の年収1000万円以上	1年以上の特定の職業経験(※2)、又は 特定の保有資格と1年以上の実務経験(※3)、 又は 上記と同等以上の知識・経験を有するもの

太字が改正部分

(※1)移行の申出を行った金融商品取引業者等との取引経験だけが基準となっていたものが、他の金融商品取引業者等との取引経験も考慮することが可能とされています⁶。

(※2)金融機関業務/経済学・経営学に関する教職・研究職

(※3)証券アナリスト/証券外務員(1種・2種)/1級・2級FP技能士/中小企業診断士

4. インターネット上のプロ投資家向け広告の開示規制上の取扱い

金融庁は2022年2月16日に「企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)」(以下「開示ガイドライン」)の改正案を公表し、同年3月18日までの期間、パブリックコメントの手続きを行いました⁷。従前より、開示ガイドライン4-1では、開示規制との関係において、「インターネット等により有価証券の募集又は売出しに係る広告をすることは「有価証券の募集又は売出し」行為に該当する」ことが示されていますが、改正案では、「インターネット上で広告により勧誘をする場合であって、当該広告を閲覧できる者が適格機関投資家又は特定投資家に限定されており、その適切な運用が確保されているとき」は、この考え方が当てはまらないことが明確にされています。そして、そのような場面の例として、「金融商品取引業者等が、適格機関投資家又は特定投資家のみがアクセスできるよう当該金融商品取引業者等の責任において管理している専用のウェブページに広告を掲載するとき」が明示されています。

本稿の執筆時点ではまだ改正が確定していませんが、改正案の内容による開示ガイドラインの改正がなされると、アクセス制限を行った上でインターネット上の専用サイトで取得勧誘を行う等の方法によって特定投資家私募や適格機関投資家私募を行うことも認められることが明らかになると考えられます。

5. 株式投資型クラウドファンディング規制の緩和

株式投資型クラウドファンディングによる資金調達のためのプラットフォームを運営することは、株式の募集の取扱いを行うものとして第一種金融商品取引業に該当しますが、一定の範囲で業務を行う場合には、第一種少額電子募集取扱業務として緩和された登録要件によって業務を行うことが認められています(金商法29条の4の2)。2022年1月29日に施行された金融商品取引法施行令(以下「金商法施行令」)及び金商業等府令の改正により、第一種少額電子募集取扱業務に関する規制が緩和されており、改正内容の一つとして、特定投資家が投資を行う場合の投資上限額(50万円)が撤廃されています(金商法施行令15条の10)

⁶ 現行は「当該金融商品取引業者等」との間で金融商品取引契約を締結した日が起算点とされているのが(金商業等府令62条3号)、「金融商品取引業者等」との間で金融商品取引契約を締結した日が起算点とされています。

⁷ <https://www.fsa.go.jp/news/r3/sonota/20220216/20220216.html>

の3第2号)⁸。

6. 特定投資家私募制度の整備と特定投資家に対する店頭有価証券の投資勧誘規制の緩和

有価証券届出書の提出等の公衆縦覧の開示を行うことなく株式発行による資金調達を行う方法として、特定投資家私募の制度が設けられています(金商法2条3項2号口)。もともと、いわゆるプロ向け市場を除き、非上場株式等に係る特定証券情報が整備されておらず特定投資家私募が利用できない状況にありました。また、金融商品取引業者等による店頭有価証券の投資勧誘が日証協の自主規制規則により、原則として禁止されており、証券会社は、非上場株式等について特定投資家私募の取扱いを行うことができず、既存株主による売付けに係る勧誘を行うことができる場面も限定的でした。

このような状況の下、上記1の提言を踏まえて、日証協はパブリックコメントの手続きを経て2022年4月1日に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」)の制定及び諸規則の改正を行い⁹、特定投資家私募制度の整備や特定投資家に対する店頭有価証券の投資勧誘規制の緩和が行われています。

新規則による新たな制度の下では、日証協が内部管理体制等が整備されていることを確認した協会員を取扱協会員として指定し(新規則13条2項)、取扱協会員は新規則に従った店頭有価証券等の投資勧誘(プライマリー・セカンダリーの双方)を行うことができることとなります。そして、取扱協会員が店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘を行う際には、店頭有価証券等の特性・リスクの内容を把握し、投資勧誘を行うことの適否・対象顧客の範囲について検証をしなければならず、この検証に際しては、有価証券の区分に応じた審査を行わなければならないものとされています(新規則3条)。また、投資勧誘・取引の方法(新規則第4章)、内部管理体制(新規則第5章)等の投資勧誘に関するルールも整備されています。加えて、店頭有価証券等に係る特定証券情報・発行者情報の提供又は公表の方法、様式等についても新規則に定められており(新規則6条・7条)、特定投資家私募における情報開示制度が整備されています。

前述のとおり、日証協の会員である証券会社は原則として店頭有価証券の投資勧誘を行うことが禁止されていますが、株主コミュニティや株式投資型クラウドファンディングの場合等と並んで、新規則による場合も店頭有価証券の投資勧誘が認められることとされています(店頭有価証券に関する規則3条)。あわせて、株主コミュニティへの参加に関する勧誘をできる者に特定投資家を追加することとされており(株主コミュニティに関する規則9条2項6号)¹⁰、株主コミュニティを利用した特定投資家との取引が行いやすくなっています。

以上の特定投資家投資勧誘規則及び各規則の改正の施行日は2022年7月1日とされています。

7. 市場制度WGでの更なる検討—PTS業務の対象範囲—

現行の金商法では、私設取引システム運営業務(PTS業務)として非上場の特定投資家向け有価証券を取り扱うことが禁止されており(金商法2条8項10号、金商法施行令1条の9の3)、証券会社等がPTS業務の認可を受けて非上場株式等を取り扱おうとしても、特定投資家向け有価証券を対象とすることはできないことになっています。このような状況を踏まえ、市場制度WGでは、特定投資家向け有価証券をPTS業務の対象とすることの可否について検討が行われており¹¹、今後の制度改正の動向次第では、特定投資家私募により発行された非上場株式についてPTSの利用によりセカンダリー取引が行いやすくなることも期待されます。

⁸ <https://www.fsa.go.jp/news/r3/shouken/20220128.html>。このほか、第一種少額電子募集取扱業務の対象範囲に関して、発行会社が発行可能な有価証券の発行総額(1億円未満)の算定方法を見直すことによる規制緩和も図られています。また、第二種少額電子募集取扱業務についても同旨の改正が行われています。

⁹ https://www.jsda.or.jp/about/public/kekka/files/20220401_sankou_hijojo.pdf

¹⁰ 証券会社は、株主コミュニティの参加者以外の者に対して株主コミュニティ銘柄の投資勧誘を行うことが認められておらず、かつ、当該株主コミュニティ銘柄の既存株主等の一定の要件を満たす者を相手方とする場合を除き、株主コミュニティへの参加に関する勧誘を行ってはならないとされています(株主コミュニティに関する規則16条、9条2項)。

¹¹ 市場制度WGでは、投資家が株主コミュニティ制度を利用して非上場株式の取引を行う場面等において、証券会社がオンライン上で電子的に取引のマッチングを行おうとする場合に、一定の範囲で電子的に有価証券取引のマッチングを行うことがPTS業務に該当しないようにすること(あるいは、PTS業務に該当しないことを明確にすること)等の検討も行われています。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) 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](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所 広報室 [E-mail](#) 