



## 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）－成長資金の供給のあり方に関するものを中心に－

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

## 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

○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。

よろしくお祈いします。

○松尾 松尾でございます。どうぞよろしくお祈いいたします。

#### 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」

### 8.2.2 投資先の分散に関するもの

### 8.2.3 負債性資金調達に関するもの 討論

公表

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ひます。

##### 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) 少数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いまして、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いで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は、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は、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と言われていました。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種類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。

##### ○新たな種類の必要性

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は、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す。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でも、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事で、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つて、その一つの拠点を日本に設けるといふ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、それとほぼ平行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、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 年の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理型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きますので、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））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）としまして、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）としまして、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て、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あたりの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す。

##### ◎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ど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、発行者の役職員等に限られています。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まして、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た。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、なおかかってくる。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えます。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まうと、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を踏まえまして(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います。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います。

### 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ぬ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ぬとされていたが、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ぬ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が。

### 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(同項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。よろしくお願いたします。

#### 【個人の特定投資家への移行要件】

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」というのがあるのですが、この1億円というのはどこか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、本来に取引頻度というのがいいのかなというのもあ

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ことと、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が、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、ざっくりばらんな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か。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け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す。

#### 【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す。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。

といたしますのは、前年の年収だけでリスク耐久力があると言えるのか、私はかなり疑問しているからです。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いません。

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ていて、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だと言わないと、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ですので、いずれ論文にまとめたとは思っています。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。レジュメの5ページですけれども、3.3.1のところで、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。純粹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す。

#### 【株主コミュニティ制度における投資勧誘規制】

○梅本 レジユメ 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では若干のコメントと、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っ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いうか広告を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 手順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順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思って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。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順が求められている。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  
の記載であればということですがけれども、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  
げろということもありました。特に業者さんがお  
っしゃるには、投資者の数が増えたとすぐ管理  
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  
のと、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  
万円がいいのか、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か  
けられ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いう  
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、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  
います。

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 億円持っていないくても、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  
らだめですとは、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、これを関係者というか、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います。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、あつ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申しますか、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は。

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う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が、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とするものと、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した。

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が、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が、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、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るのではないかと。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から現実的なニーズとしておっしゃっていることからすると、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いう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くするというような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が、

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っています。

そういう人たちに加えて、3つ目の種類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、主にはそ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するという一方で、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、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ませんが。

どちらかという、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商業者が、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するということだと思うのですが、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か月のままでもよかったとか……。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、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と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います。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います。

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ので、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、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たとおり、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、それでもいけそうです。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。