

「金融審議会市場制度ワーキング・グループ第一次報告および第二次報告にもとづく

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」

2022.6.24 大阪大学 松尾健一

1 市場制度ワーキング・グループの活動

2020年9月11日：

金融審議会に対し「市場制度のあり方に関する検討」として、「コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国資本市場の一層の機能発揮を通じた経済の回復と持続的な成長に向けて、投資家保護に配慮しつつ、成長資金の供給、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」との諮問がされたのを受け、市場制度ワーキング・グループ（以下「市場制度WG」）が設置される。

（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

（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－」公表

（第12回～第19回）

2 市場制度WG 第一次報告および第二次報告の概要

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

3 海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備

3. 1 制度整備の目的

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重要性が増している。

⇒ 海外の金融機関等（とくに投資運用業者）の受入れのための環境整備を加速させることが課題

⇒ **海外投資家等特例業務**および**移行期間特例業務**にかかる制度・規制の整備

一「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）による金商法改正（すでに施行されている）。

3. 2 海外投資家等特例業務

3. 2. 1 制度の趣旨

◎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なうことができる新たな類型の創設

○新たな類型の必要性

届出のみでファンド運用業を行なうことができる類型として適格機関投資家等特例業務がある。

しかし、同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。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「適格機関投資家」となりうる者から必ずしも「届出」がなされることは期待できない（第一次報告 4 頁）。

○届出のみで足りるとする根拠

(i) 外国法人は特定投資家とされていること（法 2 条 31 項 4 号、定義府令 23 条 10 号）

(ii) 外国居住の個人については、一定の資産を保有する場合、投資に関する一定の知識・経験等を有すると考えられること、

から、一般投資家を顧客とする投資運用業と同等の規制とする必要性は低いといえる（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）

自己募集¹・自己私募（同項 2 号）

であって、

出資者が**海外投資家等**のみであるもの（自己運用の場合）、または海外投資家等のみを相手方とするもの（自己私募・自己募集の場合）。

◎組合理型集団投資スキームの自己運用に限定した趣旨

投信運用業の形態は、

（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

に分類できる。

このうち、ファンドの内容の設計の自由度が高く、投資者が保有することとなる権利の流通性が高くない（＝海外投資家以外の者が権利を取得しないという前提が確保しやすい）ことから、まずは（ア）のみを対象とした（（エ）についても今後ニーズが確認されれば対象に追加してもよいのではとの意見もあった。第一次報告 5 頁）。

◎海外投資家等の範囲

（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、投資性金融資産額²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な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）

―特定投資家に移行できる個人と同等の要件（後述の特定投資家移行要件の弾力化に合わせてこちらも改正される予定）

（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

¹ 海外投資家等特例業務の制度設計は、基本的には適格機関投資家等特例業務（金商法 63 条 1 項）に倣ったものと見ることができるが、適格機関投資家等特例業務では、自己私募のみが認められ、自己募集は認められていない（同項 1 号柱書）のに対し、海外投資家等特例業務では自己募集も認められている。

² 金商法 62 条 2 号イ～ト参照。

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。特定投資家およ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なう者の役員・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)

一(4)・(5)は国内投資家。

国内投資家からの投資ニーズが生じることを考慮し、かつ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る。ただし、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かつこ書き「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)。人数ベースの制限はない。

*海外投資家等以外の者が資産対応証券を取得している特定目的会社、海外投資家等以外の者が組合員となっている匿名組合の営業者等(金商法63条の8第1項1号イ～ハ、金商業等府令246条の9)は、形式的に海外投資家等に該当する場合でもここでの海外投資家等には含まれない。

*海外投資家等以外の者が集団投資スキーム持分を取得することがないよう海外投資家等以外の者への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)

一第一次報告4頁注9を反映したもの。

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。金融商品取引業者が海外投資家等特例業務を行なう場合、その旨の届出をすれば足りる(金商法63条の11)。

(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)

一金融商品取引業の登録拒否事由におけるものと同様

(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)、および

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かかる行為規制

基本的には、適格機関投資家等特例業務にかかる行為規制（金商法 63 条 11 項）と同等の規制が課されているが、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（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³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（第一次報告 7 頁）。

* 投資運用業に該当する行為を行なう者が、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、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を行なう場合であっても、国内から運用の指図を行なう場合には、投資運用業の登録が必要と解されている（定義府令 16 条 1 項 9 号の 2 参照）。

* 移行期間特例業務にかかる届出は、改正法施行日から 5 年以内に行う必要があり（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）＝時限措置。

3. 3. 2 移行期間特例業務の主体

外国投資運用業者：「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およ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）

◎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または地域に限る）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

³ 投資運用業、適格投資家向け投資運用業、適格機関投資家等特例業務、海外投資家特例業務のいずれかの登録または届出。

附則 3 条の 3 第 3 項 1 号イ、金商業等府令附則 34 条)。

- ・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)
- 等

3. 3. 3 特例の対象となる業務

- (1) 外国の法令に準拠し、当該外国において行なう投資運用業にかかる行為
 - (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集団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)
上記(1)(i)の行為に関して海外投資家等を相手方として行なう、外国投資信託の受益証券)、外国投資証券または外国籍の組合理型集団投資スキームにかかる権利の募集の取扱い、または私募の取扱い
 - (ii) 外国投資信託委託業務に関する投資勧誘行為 (同号ロ)
上記(1)(ii)の行為に関して海外投資家等を相手方として行なう、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)

上記(1)(iii)の行為に関して海外投資家等を相手方として行おう、外国籍の組合理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) 外国法人また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な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）

* 海外投資家等以外の者が資産対応証券を取得している特定目的会社、海外投資家等以外の者が組合員となっている匿名組合の営業者等（金商法附則3条の3第5項1号イ（1）～（3）、金商業等府令附則61条）は、形式的に海外投資家等に該当する場合でもここでの海外投資家等には含まれない。

* 海外投資家等以外の者が受益証券・集団投資スキーム持分等を取得することがないように海外投資家等以外の者への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）。

3. 3. 4 移行期間特例業務にかかる行為規制

海外投資家等特例業務にかかる行為規制と同等の規制が課されている（金商法附則3条の3第4項）。

4 特定投資家制度にかかる改正⁴

4. 1 現行の特定投資家制度（とくに個人）の課題

○特定投資家に移行する個人は限定的：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、個人の特定投資家は2020年末時点で延べ92名（第二次報告3頁注7）

- 一（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きが煩雑
 - （iii）特定投資家向けの枠組み（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る（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）

○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））

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1年以上）

◎保有資産に着目した現行の要件に加えてあらたに次の3類型を追加

（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）

純資産5億円以上、投資性金融資産5億円以上、または前年の年収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）

純資産3億以上、**または**投資性金融資産3億円以上であって、直近1年間の1か月あたりの平均取引（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回以上であること

⁴ 第二次報告「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対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の認識が示され、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て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。

(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)
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、または前年の年収 1000 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一年以上になる者
- 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一年以上になる者
- 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一年以上になる者**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

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 でみたいずれの類型についても以降の申出までの金融商品取引業者との金融商品取引の期間が 1 年以上であることが要件とされている(改正金商業等府令 62 条 1 項 1 号ハ)。改正前は以降の申出をした金融商品取引業者(「当該金融商品取引業者」)との取引期間が 1 年以上であることが要求されていたが、改正後はそれ以外の金融商品取引業者との取引についても取引期間の算定に含めることができることとされた(「当該」を削除)。

* 第二次報告(5・6 頁)では、このほかに、財産要件の確認方法の多様化および特定投資家としての更新手続の弾力化⁵が提言されている。

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

◎特定投資家私募の課題

特定投資家私募制度：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

⁵ 米国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出が明らかに疑わしい場合でない限り、認定要件等にかかる個人投資家の申出内容を信じて良いとされていること(SEC 規則 230.506(b)(2)(2)(ii))が紹介されている。

情報等の提供又は公表に関する内閣府令)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(金商法2条3項2号ロ)。

- ① 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
- ② プロ向け市場を除いて非上場株式等にかかる特定証券情報が未整備
⇒ 特定投資家私募制度はプロ向け市場を除き利用できない状況
← 金商業者等を介して機関投資家や地元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。
機関投資家等から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、富裕層の個人の私募商品への関心の高まり。

◎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⁶
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

⇒ 特定投資家を対象とした店頭有価証券等(非上場株式)の買付け・売付けの勧誘を解禁

○顧客(投資家)に対する情報提供

☆特定証券情報・発行者情報⁷の提供または公表

- 特定証券情報・発行者情報の具体的な記載内容を定める(新規則6条3項、7条3項)
- 特定証券情報・発行者情報の提供・公表方法(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)を定める(新規則6条2項、7条2項)

⁶ 同報告書14頁では、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取得勧誘、特定投資家向け売付け勧誘等及び既存株主による売付けにかかる勧誘を認め、証券会社等による特定投資家私募の取扱い等を可能とすることが適当とされている。

⁷ 特定投資家向け有価証券の発行者は、各事業年度につき1回「発行者情報」をその有価証券保有者に公表または提供しなければならない(金商法27条の32第1項)。

☆リスク・重要事項説明の充実

- 一有価証券の区分に応じてリスク、換金方法等を記載した説明書を交付（新規則 9 条～11 条）

○協会員に対する規制

☆取扱協会員の指定（新規則 13 条）

- 一特定投資家私募にかかる投資勧誘をするためには取扱協会員の指定を受けなければならない。
- 指定を受けるためには社内規則の制定、規則の適切な遂行のための体制整備等が求められる。

☆店頭有価証券の検証・審査（新規則 3 条 1 項・2 項）

- 一取扱協会員は、新たに顧客に対して投資勧誘を行おうとする店頭有価証券等について、当該店頭有価証券等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および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。

4. 4. 2 インターネット上の募集広告の取扱い

・「インターネットで募集に係る広告をすること」は、有価証券の募集に該当する（企業内容等開示ガイドライン 4-1）

適格機関投資家や特定投資家のみが閲覧可能な場合（例えば、金商業者等のインターネット上の専用サイトで勧誘や広告を行う場合）、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（第二次報告 7 頁）

⇒ 第二次報告の提言をそのまま採用する形で開示ガイドラインを改正。

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：非上場株式の発行後の取引（セカンダリー取引）の機会に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、投資家の投資回収の機会は限定的。

⇒ 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ることにより、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される。

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

現状：日証協規則によって金商業者等による非上場株式の投資勧誘は原則として禁止

⇒ 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（第二次報告 8 頁）。

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」制定
一特定投資家向け取得勧誘、特定投資家向け売付け勧誘等及び既存株主による売付け⁸にかかる勧誘を認める（4. 4. 1 参照）。

5. 3 株主コミュニティ制度の見直し

現状：株主コミュニティへの参加を勧誘できる対象は発行者の役職員等に限られる。

⇒ 株主コミュニティの参加者を増やし、株式の発行・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（第二次報告 8 頁）。

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 14 頁－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。

⇒ 日証協「株主コミュニティに関する規則」の改正
一株主コミュニティへの参加に関する勧誘が可能となる者を拡充する（9 条 2 項）

6 株式投資型クラウドファンディング

6. 1 現行の株式投資型 CF

少額要件（発行総額 1 億円未満、投資家一人当たりの投資額 50 万円以下（案件毎））を満たす CF による非上場株式の投資勧誘のみを行なう業者について、金融商品取引業者に通常求められる登録要件等を緩和（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かかる適切な情報提供が義務づけられている（金商業等府令 70 条の 2、83 条）。

2017 年に制度の利用が開始されて以降、2020 年末までに 231 件の取扱いがあり、うち 161 件が成約し、累計 51 億円超の資金調達が行なわれた。主に、シード、アーリースター

⁸ 既存株主は特定投資家でなくてもよいが、既存株主からの買い手は特定投資家。

ジのスタートアップ企業に対し、支援目的や投資目的の個人投資家が投資している（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：1年間の発行額を合算（金商業等府令16条の3）。合算の対象はCFによる発行額に限られない（VCに対して株式を発行して調達した資金も合算される）。

－1億円以上の資金調達のニーズ。CFによる発行総額規制の潜脱防止のためにはCFによる発行額のみを合算すれば足りる。

⇒ CFによる発行額のみを合算することとした（改正金商業等府令16条の3第1項第一かっこ書き追加）。

6. 2. 2 投資家の投資上限額の見直し

これまでCFを通じた投資状況は、全体の70%弱が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。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指摘されており、株式投資型CF利用企業等からは投資上限額の上げが要望されている。

⇒ 自身でリスクを踏まえた適切な投資額を判断できると考えられる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、投資上限額を撤廃することが適当（第二次報告10頁⁹）。

⇒ 特定投資家については投資上限額を撤廃（改正金商法施行令15条の10の3第2号「特定投資家を除く」）

◎金商法施行令等改正案に対するパブリックコメントおよび金融庁の考え方

コメント3番（特定投資家一人当たりの投資上限撤廃に関して）

「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、一般個人投資家の方と特定個人投資家の方の枠を設けることは可能か」

金融庁の考え方

「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。」

－この場合もCFを通じた年間発行総額の上限1億円という規制はかかる。特定投資家のみ

⁹ 一般の投資家についても投資上限を引き上げてはどうかとの意見もあったが、見送られた。

を対象とした CF としてはやや窮屈ではないか。

インターネットを通じた勧誘をともなう特定投資家私募も可能であることが明確にされたことから（4. 4. 2）、特定投資家私募を活用することも考えられるのではないか。

7 少人数私募の人数通算期間の見直し

○改正前の少人数私募の要件

勧誘対象者数が過去6ヶ月間で通算して50名未満(金商法2条、金商法施行令1条の6)
—株式投資型 CF は不特定多数の投資家を勧誘対象とする。

⇒ CF を通じた資金調達後6ヵ月は少人数私募ができない。

—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

米国における近年の規制の動向(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ヵ月から90日に短縮)

を考慮(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¹⁰勧誘対象者数の通算期間を3ヵ月に短縮
(金商法施行令1条の6)

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¹¹は2001年に開設されたが利用実績は乏しい。過去の上場されたファンドはすべて償還され現在上場されているファンドはない。

⇒ スタートアップ企業等への資金供給手段の多様化、一般の個人投資家に対する非上場株式への投資機会の提供の観点から、東証ベンチャーファンド市場の利用活性化を期待

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(第二次報告11頁)。

⇒ 2022年2月 東京証券取引所は有価証券上場規程の改正を公表、3月1日施行。

¹⁰ 株式投資型 CF 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 を通じた取得勧誘を少人数私募の勧誘対象者数に含めないとすることでも足りたと解される。

¹¹ 上場審査基準のうち流動性基準として、①上場投資口口数2,000単位以上、②投資主数300人以上、③大口投資主が所有する投資口の比率80%以下、④純資産総額30億円以上と定められている(上場規程1305条2号b~d)。

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 :

運用資産等の総額に占める未公開株等、上場後 5 年以内の株券等、上場後 5 年以内の継続保有株券等及び上場後 5 年を経過した継続保有株券等への投資額として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及び上場後 5 年以内の継続保有株券等への投資額として施行規則で定める金額（……）の比率（……）が 50%以上となる見込みのあること。

一未公開株等投資額に占める比率の算定において上場 5 年以内の継続保有株式も未公開株式と同等に扱われることとなりベンチャーファンドは、投資先企業が上場した場合にもその企業の株式の保有を継続しやすくなった。

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

一規約に定めることにより特定の投資先への投資比率が 10%を超えることも認めた（15%が上限）。

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、限度額及び使途に関する事項が定められていること。

一改正前はファンドとして負債性の資金調達を行なうこと認められていなかったが、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解禁した。

これにともないベンチャーファンドにかかる適時開示事項として以下の事項が追加された：

- ・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（同号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）

金融審議会
市場制度ワーキング・グループ
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—

2020年12月23日

目次

はじめに	1
I. 海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備	3
1. 現行制度の概要と課題	3
2. 制度整備のあり方	4
3. 金商法上の制度整備以外の取組み	8
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 .	9
1. 検討の背景と目的	9
2. 現行制度の概要と課題(外国法人顧客関係)	9
3. 制度整備のあり方	10
おわりに	11

「市場制度ワーキング・グループ」メンバー名簿

2020年12月23日現在

座長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
委員	有吉 尚哉	弁護士(西村あさひ法律事務所)
	井口 譲二	ニッセイアセットマネジメント(株)チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー統括部長
	上柳 敏郎	弁護士(東京駿河台法律事務所)
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	佐々木百合	明治学院大学経済学部教授
	武田 洋子	三菱総合研究所シクタンク部門副部門長兼政策・経済センター長
	野村亜紀子	野村資本市場研究所研究部長
	原田喜美枝	中央大学商学部教授
	福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科教授
	松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
	松岡 直美	ソニー(株)執行役員 (日本経済団体連合会 金融・資本市場委員会 資本市場部会長)
	松本 勝	VISITS Technologies(株)代表取締役 (日本経済団体連合会 スタートアップ委員会 スタートアップ政策タスクフォース座長代理)
	森下 哲朗	上智大学法科大学院教授

オブザーバー 全国銀行協会 国際銀行協会 日本証券業協会
日本プライベート・エクイティ協会 日本ベンチャーキャピタル協会
日本取引所グループ 財務省 経済産業省 日本銀行

(敬称略・五十音順)

はじめに

コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国の銀行部門や資本市場が、金融仲介システム全体として、コロナ後の実体経済の回復を支えつつ、産業構造の変革を力強く後押ししていくことが欠かせない。

こうした中、2020年9月11日の金融審議会総会において、金融担当大臣より、「コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国資本市場の一層の機能発揮を通じた経済の回復と持続的な成長に向けて、投資家保護に配慮しつつ、成長資金の供給、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」との諮問が行われた。この諮問を受けて、金融審議会は、「市場制度ワーキング・グループ」を設置し、同年10月から5回にわたり、関係者からのヒアリング等を行いながら、成長資金の供給、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のあり方について、検討を行った。

このうち、我が国の国際金融センターとしての機能発揮については、特に今般のコロナ禍において金融ビジネス拠点を一か所に集中させることのリスクが指摘されるなど、国際経済社会の様々な情勢の変化の中で、国際的な金融ビジネスが分散・再配置されていく流れが想定される。こうした中、我が国金融市場が世界及びアジアにおける国際金融センターとしての機能を向上させることは、国内の雇用・産業の創出や経済力向上の実現に資する。さらに、我が国経済に好影響をもたらすのみならず、国際的なリスク分散等を通じて、世界及びアジアの金融市場の強靱性の向上に資することなどを通じ、我が国が世界及びアジアに対しても、国際金融センター機能という外部性を有する公共財を提供するとの意義があると考えられる。

そのため、海外からの人材・資金・情報の集積を促進する海外の資産運用等の金融ビジネスを日本国内で行いやすくすることで、投資運用業者等の金融事業者や高度金融人材の受入れを促進していくことが重要である。また、ファンドマネージャー等のスキルの高い人材の国内への集積は、我が国金融・資本市場の機能・魅力の向上に寄与するものであり、最終的には国内顧客向けの金融ビジネスの高度化につながることを期待される。

こうした我が国における国際金融センターの実現のためには、海外金融機関等、とりわけ海外の投資運用業者等の受入れのための環境整備を一層加速させることが喫緊の課題であり、早期の対応が求められる。その際、我が国金融・資本市場の魅力向上が欠かせないことは言うまでもない。また、我が国金融機関と海外金融機関が同じ競争条件で国際的なビジネスを行うための制度整備も併せて必要である。

本報告書は、当ワーキング・グループにおける諸課題のうち二つの事項、すなわち海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備、及び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)の緩和に関する検討の結果を取りまとめたものである。

I. 海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備

1. 現行制度の概要と課題

(1) 現行制度の概要

日本国内において投資運用業を行うためには、原則として、当局に金融商品取引業者としての「登録」を行うことが必要となる¹。他方、対象とする投資家を限定した投資運用業については、金融商品取引法(以下、「金商法」という。)上、次の例外が設けられている。

- 適格投資家向け投資運用業²(いわゆる「プロ向け投資運用業」)では、出資者を「適格投資家」に限定し、運用財産総額を一定規模(200 億円)以下とするとともに、登録要件の一部が緩和されている³。
- 適格機関投資家等特例業務⁴(いわゆる「プロ向けファンド」)では、1名以上の「適格機関投資家」及び 49 名以内の「特例業務対象投資家」を対象とする場合に限り、当局への「届出」により、組合型集団投資スキーム持分の取得勧誘又は自己運用⁵を行うことが可能となる。

(2) 現行制度の課題

現行制度については、海外の投資運用業者等の受入れに関し、

- ① 主として海外の資金を運用する海外事業者を必ずしも想定していない
- ② 海外の資金のみを運用する海外事業者について、参入時やその後の監督において、海外での業務実績(トラック・レコード)や現に海外当局による監督等を受けていることを勘案していない

等の課題が指摘されている。

当ワーキング・グループでは、これらの課題を踏まえ、以下の点について検討を行った。

- ① ファンドの投資家(顧客)が主として外国法人や外国居住の個人(以下、「外国法人等」という。)であることに着目した上で、そういったファンドの運用業を新たな類型と

¹ 金商法第 29 条

² 金商法第 29 条の 5

³ 取締役会設置会社でなく監査役設置会社で可とする、最低資本金要件を 5,000 万円から 1,000 万円に引き下げるなど、登録要件の一部が緩和。

⁴ 金商法第 63 条

⁵ ファンドに出資された財産について、当該ファンドの運営者が自ら運用する行為をいう。

捉え、簡素な参入手続で日本での業務を可能とする制度が考えられないか。

- ② 海外の資金のみを運用する海外事業者について、日本で本登録等を得る前に、海外での業務実績(トラック・レコード)や海外当局による監督等を受けていることを勘案⁶し、一定の期間(例えば数年間)、参入を認めることが考えられないか。

2. 制度整備のあり方

(1) 主として海外の資金を運用するファンド運用業の新たな類型

① 制度整備の趣旨

ファンドの主な投資家が外国法人等の場合、

- (i) 外国法人については、現行制度上、「特定投資家」⁷とされていること、
(ii) 外国居住の個人については、一定の資産を保有する場合、投資に関する一定の知識・経験等を有すると考えられること、

を踏まえれば、一般投資家を顧客とする投資運用業と同等の規制とする必要性は低いと考えられる。

現行の適格機関投資家等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を必須とし、特例業務対象投資家を49名以下としているが、例えば、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「適格機関投資家」となりうる者から必ずしも「届出」がなされることは期待できないなど、日本の金商法上の枠組みが必ずしも当てはまらず、海外事業者がこうした投資家を主な顧客とする場合、特例業務制度を利用できない場合がある。

他方、上記の通り、外国法人や一定の資産を保有する外国居住の個人を対象とする投資運用業については、通常の投資運用業と同等の規制とする必要性が低いと考えられることから、ファンドの主な顧客がそのような者である場合⁸、適格機関投資家による出資を必須とせず、出資人数の制限もない形で、「届出」により、日本国内⁹で業務を行えるよう、新

⁶ 海外の資金を運用する事業者に対し、投資家保護を目的とする日本法の規制をどこまで適用する必要があるか、専ら海外の資金を運用する場合は外国法の規制に委ねるべきではないかといった観点から検討することも重要ではないかとの意見があった。

⁷ 金商法第2条第31項。なお、外国法人は、申出により一般投資家に移行することができる。

⁸ 形式的に、外国法人からの資金を受け入れれば制度の対象になるとする場合、例えば、日本人が外国法域に外国法人を設立し、そこを経由して間接的にファンドへの投資が行われるといった可能性も踏まえ、要件を検討すべきではないかとの意見があった。

⁹ 海外の投資運用業者の日本への受入れを促進する趣旨や後述の当局による監督対応等の必要性の観点を踏まえれば、参入する事業者に対し、日本国内における拠点設置を求めることが適当と考えられる。

たな類型を整備することが適切であると考えられる¹⁰。

②対象とする投資運用業の種類

「登録」を受けて日本国内で行うことができる投資運用業は、ビークルの種類により、(ア) 組合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るところ、今回の新たな類型においてどの種類を対象とするかが論点となる。

この点、上記(ア)「組合型集団投資スキーム持分の自己運用」は、一般的にはその他の投資運用業の種類より自由度が高いと考えられ、ベンチャー・ファンドやヘッジファンド、不動産ファンドを含めた多様なファンド運用業がこの種類に該当すると考えられる。また、新たな類型は、ファンドの主な顧客が外国法人や一定の資産を保有する外国居住の個人であることを前提にするものであるが、投資信託など投資家が保有する権利の流通性が高い場合、権利が転々と流通することで、そうした前提が確保されない可能性が高まる。

そのため、まずは、現行の適格機関投資家等特例業務と同様、投資運用業の中でも、投資家が保有する権利の流通性が低い上記(ア)「組合型集団投資スキーム持分の自己運用」を対象とすることが適当と考えられる¹¹。

③行為規制・監督対応等

「登録」を受けた投資運用業者には、投資者保護等の観点から、忠実義務・善管注意義務等の行為規制等が掛かっており、当局による業務改善命令等の監督対応や立入検査の対象となる。また、「届出」により可能となる適格機関投資家等特例業務を行う特例業務届出者も、基本的には投資運用業と同様の行為規制や監督対応等の対象とされているところ、今回の新たな類型についてどのような取扱いとすべきかが論点となる。

この点、金商法は、海外の投資家も一定の投資者保護の対象としていることから、新たな類型でもそうした保護の要請があるものと考えられる。また、既に活動している金融商品取引業者等は行為規制や監督対応等の対象となっており、既存業者と競争上の公平性を確保することも重要であると考えられる。加えて、本件新たな類型については、適格機関投資家による出資を必須とせず、対象投資家の人数制限も設けないことから、外国当局との

¹⁰ 新たな類型の追加については、制度が複雑化するとの指摘もあり得ることから、海外の投資運用業者を受け入れる趣旨や理由が伝わるように説明していくことが重要との意見があった。

¹¹ (エ) 投資一任契約に基づく投資運用についても、今後、仮に実務的なニーズが高いこと等が確認された場合には、新たな類型の対象に含める検討を行うべきではないかとの意見があった。

情報連携を含む当局による監督対応等の投資家保護上の措置を講ずる必要があると考えられる。

そのため、基本的には適格機関投資家等特例業務と同様、通常の投資運用業者と同様の行為規制や当局による監督対応・立入検査等の対象とすることが適当と考えられる¹²。

④国内投資家による出資の可否

海外投資家が主な顧客である場合でも、事業者が本邦市場に参入してファンド運用業を行う際には、国内投資家の出資ニーズが生じることが想定される。この点、海外の資金を呼び水にして国内の投資を喚起する観点からも、一定程度、国内投資家の出資を許容することは望ましいと考えられる。他方、国内の一般投資家も含めて出資を許容することは、新たな類型の趣旨や投資家保護の観点から適当でないと考えられる。

したがって、運用上のニーズと投資者保護とのバランスを考慮し、プロと称される一部の国内投資家(適格機関投資家及び当該運用事業者の関係者)については、一定の出資比率の範囲内で出資を認めることが適当と考えられる。具体的には、主として海外の資金を運用する事業者であることが前提であることから、こうした国内投資家による出資額の割合は50%未満とすることが考えられる。

⑤対象とする事業者の範囲

上記の検討は、海外の投資運用業者の受入れ促進を念頭に置いたものであるが、国内の投資運用業者についても、ファンドの主な顧客が外国法人や一定の資産を保有する外国居住の個人であるといった制度上の要件を満たす場合、競争上の公平性確保の観点から、新たな類型の対象とすることが適当と考えられる。

⑥事業者による取得勧誘の可否

新たな類型で参入する事業者が、外国法人、一定の資産を保有する外国居住の個人又は上記の一定の国内投資家に対し、組合理型集団投資スキーム持分の取得勧誘を行うことも想定されるが、日本国内においてこうした活動を行う場合、原則として第二種金融商品取引業の「登録」が必要となる。この点、適格機関投資家等特例業務では、「届出」により、組合理型集団投資スキーム持分の取得勧誘を行うことが可能であり、新たな類型で参入する事業者についても同様に、「届出」により、取得勧誘を行うことを可能とすることが適当と考えられる。

¹² 適格機関投資家等特例業務(プロ向けファンド)については、多くの問題事例が発生し、個人投資家が被害に遭ったことを受け、2015年の法改正により、行為規制や監督対応の導入等の制度の見直しが行われた。

(2) 海外の資金のみを運用する運用事業者の移行期間における新たな特例

① 制度整備の趣旨

海外規制の下で現に海外の資金のみを運用する事業者が、本邦市場に参入する場合、現行制度上、登録手続に一定の時間を要するが、海外規制や業務実績(トラック・レコード)を勘案した参入手続を整備することにより、それらの業者の本邦市場への受入れを促進することが考えられる。

具体的には、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¹³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、新たな特例を整備すべきであると考えられる。

② 業務可能な期間及び時限措置としての位置付け

新たな特例の趣旨に照らし、業務可能な期間として一定の期間を定めることが必要であると考えられるが、海外事業者が日本で業務実績(トラック・レコード)を積み、その後、金商法による登録等の手続を完了させる必要があることを踏まえれば、「5年程度」の期間とし、当該移行期間終了までに恒久的な類型に移行するよう求めることが適当と考えられる。

また、前述の新たな類型と同様に、新たな特例を恒久措置として設けることも考えられるが、海外事業者を日本に集中的に呼び込む趣旨を踏まえ、また、既存業者との競争上の公平性や投資者保護の観点から、本件新たな特例自体を「3～5年程度」の時限的な措置として設けることが適当と考えられる。

③ 対象とする事業者の要件

新たな特例の対象は、既に海外で運用業務を行っている事業者であり、海外当局の監督を受けて主として海外有価証券の運用を行う事業者が想定されることから、(ア)日本で活動している間は、引き続き海外当局による許認可等を受けていること¹⁴、(イ)海外で一定の業務実績(トラック・レコード)があること、(ウ)ファンド全体として主な運用対象が海外有価証券であること(ファンド全体として運用対象とする国内有価証券の割合が50%未満であること)等を勘案することが適当と考えられる。

その上で、通常の投資運用業者については、金融商品取引業を適確に遂行するための人的構

¹³ 投資運用業、適格投資家向け投資運用業、適格機関投資家等特例業務のほか、前述の「主として海外の資金を運用するファンド運用業の新たな類型」のいずれかの恒久的な類型を指す。

¹⁴ 日本と海外で拠点を持つ必要がある場合、小規模な運用会社にはコストとなるが、監督の切れ目ができるリスクや投資者保護上の懸念があることを踏まえれば、引き続き海外当局による許認可等を受けていることを条件とすることは妥当ではないかとの意見があった。

成を有し、必要な体制整備を行うことが参入要件(欠格事由)とされているところ、本件新たな特例においても、適切な人的構成を有し、必要な体制整備を行っていることを法令上手当¹⁵することが適当と考えられる¹⁶。

④許認可等を付与する海外当局の範囲

海外当局の範囲については、投資家保護の観点から、我が国が行う調査協力の要請に応ずる保証がある外国金融商品取引規制当局¹⁷であることに加え、当該外国の規制・監督が投資者保護の観点からの要件を満たすことを前提とすることが適当と考えられる。すなわち、全体として日本と同様の市場ルール等が存在し、日本の監督当局と基本的に同じプリンシプルで実質的な金融監督が行われている外国であることを基本とすべきである。

3. 金商法上の制度整備以外の取組み

海外の投資運用業者等の日本への受入れを促進していくためには、上記の制度整備による参入手続の簡素化のみならず、成長資金の供給促進も含め、日本市場を海外と比肩しうる魅力ある金融・資本市場へと改革していくことが本質的に重要である。また、税制面でのボトルネック除去や、事前相談から登録・監督等までの新規の海外運用会社等への英語対応¹⁸、在留資格の緩和など、海外の投資運用業者や運用人材が日本国内でビジネスを行いやすくする環境整備も重要である。こうした観点から、世界に開かれた国際金融センターの実現に向けて、我が国金融・資本市場の魅力向上に向けた取組みや海外の投資運用業者等を呼び込む環境構築を引き続き総合的・戦略的に進めていくことが不可欠であると考えられる¹⁹。

¹⁵ 他の要件も含めて、参入する海外事業者にとって予見可能性の高い、できる限り具体的・客観的な要件を設定することが重要であるとの意見があった。

¹⁶ 前述の「主として海外の資金を運用するファンド運用業の新たな類型」についても、同様の観点から法令上の手当がなされることが適当と考えられる。

¹⁷ 「我が国が行う調査協力の要請に応ずる保証がある外国金融商品取引規制当局」とは、例えば、IOSCO（証券監督者国際機構）が策定した枠組みである各国証券監督当局間の協議・協力及び情報交換に関する多国間覚書（いわゆる「マルチ MOU」）の署名当局等を指す。なお、金融庁、経済産業省及び農林水産省は上記 IOSCO マルチ MOU の署名当局である。

¹⁸ 新規の海外運用会社等からの英語による登録申請書の受付が、2021年1月に開始される予定。併せて、海外からのオンラインでの事前相談等を含め、新規の海外運用会社等への対応をワンストップで行う「拠点開設サポートオフィス」が、金融庁・財務局合同で開設される予定（2021年1月）。

¹⁹ 金商法上の制度整備以外の取組みとして、「ルールの適否について海外に対して発信していく際、金商法等の規制の対象について明確に判断できるよう、分かりやすいガイドライン等の枠組みを整理することが重要」、「英語対応に加え、コミュニケーションの円滑化も必要であり、メールでの迅速かつ円滑な行政対応が重要」、「新たな類型や新たな特例により参入する事業者についても顧客本位の業務運営が前提であることから、フィデューシャリー・デューティーの実効性に配慮した運用がなされることが重要」、「海外の金融機関が参入しやすい環境とし、日本の国際競争力を強化していく観点から、当局への報告負担の減少、監督上のコストの減少、及び規制内容の明確化等の面で、RegTechの取組みを積極的に推進していくことが重要」等の意見があった。

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

1. 検討の背景と目的

いわゆる銀証ファイアーウォール規制は、同一金融グループ内の「銀行」・「証券会社」間において、顧客からの同意のない、顧客の非公開情報等²⁰の共有禁止等を定めるものである。本規制は、1993年に、「銀行」・「証券会社」間において、業態別子会社方式による相互参入の解禁時に、

- ・証券会社間の公正な競争の確保（グループ銀行の優越的地位を濫用した営業の防止等）、
- ・利益相反取引の防止、
- ・顧客情報の適切な保護 等

を確保するために設けられたものである。

以後、2008年の抜本的な見直し（オプトアウト制度の導入・利益相反管理体制の整備義務導入など）など、諸外国における規制環境の動向や、規制目的に照らした規制内容との比較衡量等の観点を踏まえつつ、累次にわたり、見直しが行われてきた。

本件に関しては、本年夏の「成長戦略フォローアップ」（2020年7月17日閣議決定）において、我が国金融機関と海外金融機関との競争条件のイコールフットイングを確保し、我が国金融・資本市場の魅力向上を図る観点から、「外国法人顧客に関する情報の銀証ファイアーウォール規制の対象からの除外等について検討すべきである。なお、国内顧客を含めたファイアーウォール規制の必要性についても公正な競争環境に留意しつつ検討する。」との記載が盛り込まれた。

2. 現行制度の概要と課題（外国法人顧客関係）

現行、銀証ファイアーウォール規制により、同一金融グループ内の「銀行」・「証券会社」間²¹で顧客に関する非公開情報等を共有する場合、原則として、書面による事前の同意取得が必要とされているが、外国法人顧客に関する非公開情報等については、オプトアウト制度の対象となっているほか、電子メールでの同意取得を可能とする等の特例²²が設けられている。

例えば、本邦金融機関が、クロスボーダーM&A等の案件を進めるために同一グループ

²⁰ 非公開情報及び非公開融資等情報を指す。

²¹ 銀行（登録金融機関）又は証券会社とその親子法人等との間も含まれる。

²² 当該外国法人が所在する国の法令上、金融商品取引業者とその親子法人間で法人の非公開情報の共有についてあらかじめ書面での同意を得る規制がない場合には、電磁的記録による同意の意思表示をしたとき、又は、非公開情報の提供に関し締結している契約内容及び当該国の商慣習に照らして同意があると合理的に認められるときは同意を得たものとみなす。

内で非公開情報等を共有しようとする場合、原則として、書面による事前の同意取得が必要となる。この点、情報授受規制が存在しない国では現地企業からの同意書の取得に難航し、情報授受規制の適用を受けない海外金融機関との間で競争上不利となっているとの指摘や、企業が本邦金融機関から銀証一体となった提案を受ける機会が制約されているとの指摘がある。

3. 制度整備のあり方

こうした指摘に対して、当ワーキング・グループでの議論においても、

- ① 海外規制との同等性の確保、海外金融機関との国際競争力強化等の観点から、緩和する方向での検討が望ましい
- ② 諸外国において利益相反管理等の顧客保護に係る取組みが進展している中、当該顧客が経済活動を行う国における規制に上乗せして本邦規制を課す必要性は必ずしも高くない

との意見が出された。

こうした意見を踏まえ、外国法人顧客に係る非公開情報等について、情報授受規制の対象から除外することが適当と考えられる²³。

²³ 国内顧客に関する非公開情報等については、今後引き続き検討を進めていくものであり、上記の「対象から除外する」範囲については、国内顧客に関する規制の潜脱が起きないように、適切な対応が求められる。

おわりに

以上が、当ワーキング・グループにおける、海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備、及び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)の緩和に関する検討の結果である。今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえ、我が国の国際金融センターとしての機能発揮に向け、適切な制度整備が進められていくことを期待する。

当ワーキング・グループでは、成長資金の供給のあり方、及び国内顧客に関する情報授受規制などの残された課題について、引き続き検討を進めていく。

以上

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—

2021年6月18日

目次

はじめに	1
I. 成長資金の供給のあり方	2
1. 検討の背景と目的	2
2. 成長資金供給に係る制度のあり方	3
(1) 特定投資家制度	3
① 現行制度の概要	3
② 現行制度の課題	3
③ 制度整備のあり方	4
(2) 非上場株式のセカンダリー取引の環境整備	7
① 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	8
② 株主コミュニティ制度の見直し	8
(3) 株式投資型クラウドファンディング	8
① 現行制度の概要	8
② 利用状況等	9
③ 制度整備のあり方	9
(4) 少数人数私募の人数通算期間の見直し	10
(5) 東証ベンチャーファンド市場	11
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	11
(1) ベンチャー・キャピタル(VC)投資	11
(2) プライベート・エクイティ(PE)投資	12
II. 国内顧客に関する銀証ファイアーウォール規制	14
1. 現行制度及び検討の視点	14
(1) 制度の導入及び経緯	14
(2) 現行制度の課題及び検討の視点	14
2. 現行制度の見直しの議論	15
(1) 欧米金融機関の実務	16
(2) 国内の金融機関の実務	17
(3) 事業法人に対するヒアリング等	21
3. 制度見直しのあり方	22
(1) 基本的な考え方	22
(2) 情報授受に関する規制等のあり方	23
① 情報共有に関する新たな規律と対象とする法人の範囲	23
② オプトインの簡素化	24

③その他関連する規制	24
(3) 弊害防止の実効性の確保に向けた方策	25
①顧客情報管理	26
②利益相反管理	26
③優越的地位の濫用防止	27
④その他	27
(4) 残された課題等	27
おわりに	29

「市場制度ワーキング・グループ」メンバー名簿

2021年6月18日現在

座長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
委員	有吉 尚哉	弁護士(西村あさひ法律事務所)
	井口 譲二	ニッセイアセットマネジメント(株)・フューチャート・ガバナンス・リサーチ 執行役員 統括部長
	上柳 敏郎	弁護士(東京駿河台法律事務所)
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	佐々木百合	明治学院大学経済学部教授
	武田 洋子	三菱総合研究所シシタノク部門副部門長兼政策・経済センター長
	野村亜紀子	野村資本市場研究所研究部長
	原田喜美枝	中央大学商学部教授
	福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科教授
	松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
	松岡 直美	ソニーグループ(株)執行役員 (日本経済団体連合会 金融・資本市場委員会 資本市場部会長)
	松本 勝	VISITS Technologies(株)代表取締役 (日本経済団体連合会 スタートアップ委員会 スタートアップ政策タスクフォース座長代理)
	森下 哲朗	上智大学法科大学院教授

オブザーバー 全国銀行協会 国際銀行協会 日本証券業協会
日本プライベート・エクイティ協会 日本ベンチャーキャピタル協会
日本取引所グループ 財務省 経済産業省 日本銀行

(敬称略・五十音順)

はじめに

コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国の銀行部門や資本市場が、金融仲介システム全体として、コロナ後の実体経済の回復を支えつつ、産業構造の変革を力強く後押ししていくことが欠かせない。

こうした中、2020年9月11日、金融担当大臣から金融審議会に対して「コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国資本市場の一層の機能発揮を通じた経済の回復と持続的な成長に向けて、投資家保護に配慮しつつ、成長資金の供給、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」との諮問が行われた。

この諮問を受け、金融審議会は、「市場制度ワーキング・グループ」を設置し、2020年10月から11回にわたり、諮問事項に関する審議を行ってきた。また、2020年12月23日には、「第一次報告」¹を公表した。

本報告書は、「第一次報告」において残された課題であるとした、成長資金の供給のあり方及び国内顧客に関する銀証ファイアーウォール規制について、当ワーキング・グループにおける検討の結果を取りまとめたものである。

¹ 2020年12月23日市場制度ワーキング・グループ『「市場制度ワーキング・グループ」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－』<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20201223.html>
我が国資本市場の「国際金融センター」としての機能発揮に向け、海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備、及び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）の緩和に関する検討結果を取りまとめた。また、成長資金の供給のあり方及び国内顧客に関する情報授受規制等については、残された課題として、引き続き検討を進めていくこととした。

I. 成長資金の供給のあり方

1. 検討の背景と目的

新型コロナウイルス感染症の影響が拡大する中、企業の資金繰り支援が行われてきたが、持続的な成長を実現する観点から、一部の企業においては資本調達によるバランスシートの改善が必要となっている。また、コロナ後の経済社会・産業構造の不連続な変化に対応していく観点から、スタートアップ企業等によるイノベーションや既存事業の再編・再構築等を支える資本性資金の必要性が一段と高まっている。

スタートアップ企業等の支援や既存事業の再編・再構築のための非上場企業に対する成長資金供給等については、機関投資家等からの資金を投資するベンチャー・キャピタル(VC)やプライベート・エクイティ(PE)等のプロのファンドが主要な役割を果たしている。また、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て、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である²。

² 非上場企業への成長資金供給に関する制度については、規制改革実施計画及び成長戦略フォローアップにおいても、スタートアップを促す環境整備等の観点から具体的な検討課題が指摘されている。

「規制改革実施計画」(2020年7月17日閣議決定)(抜粋)

3. 投資等分野

(8) スタートアップを促す環境整備

17 プロ私募の要件

特例業務対象投資家や特定投資家の定義等を参考にしつつ、自身で適切な資産管理とリスク管理ができる投資家をプロ投資家とする等、有価証券の私募に適用される開示規制の弾力化に関する検討を行い、私募取引へのアクセスを容易にするための必要な措置を講ずる。

18 株式型クラウドファンディングの金額上限の関連規制の見直し

非上場企業の資金調達の円滑化と手段の多様化のため、発行事業者側の利便性向上が必要であるとの認識の下、投資者保護の視点にも留意しつつ第一種少額電子募集取扱業者が取り扱えるクラウドファンディングの制度上限額等の金額要件(他の資金調達との合算要件を含む)について検討を行い、結論を得次第、必要に応じ措置を講ずる。

19 非上場株式等の流通市場の見直し

株主コミュニティ制度、私設取引システムを含めた非上場株式等の取引に関して、米国等の取引所外の市場を含めた各市場の状況も参考としつつ、課題を整理した上で、非上場株式の勧誘制限の見直しを含め、その在り方について、日本証券業協会等関係者とともに検討を行い、結論を得次第、必要に応じ、措置を講ずる。

「成長戦略フォローアップ」(2020年7月17日閣議決定)(抜粋)

3. デジタル市場への対応

(2) 新たに講ずべき具体的施策

ii) デジタル技術の社会実装を踏まえた規制の精緻化

② フィンテック/金融分野

・プロ投資家対応として、顧客の取引履歴データ等の分析を進め、投資家としての能力と関連性のある項目を特定できれば、プロ投資家規制について、当該項目を踏まえた規制へと見直す。

4. オープン・イノベーションの推進

(2) 新たに講ずべき具体的施策

ix) 投資家に魅力があり企業価値向上に繋がる金融資本市場の整備

・企業による資金調達の円滑化や証券取引の多様化・高度化を図る観点から、投資者保護の視点にも十分留意しつつ、クラウドファンディング制度や非上場の有価証券の取引の改善等について検討を行う。

こうした制度のあり方を検討するに当たっては、一般投資家について引き続き投資家保護を徹底しつつ、リスク管理能力及びリスク許容度の高い法人・個人のプロ投資家について、それぞれの状況に応じよりリスクテイクを行いやすい環境を整備していくことが適当である。

また、上述のとおり、成長資金供給において主要な役割を果たしている VC や PE ファンドについては、近年、日本でも急速に発展を見せつつあるが、その資金供給を更に円滑化するため、実務面の対応も含めた取組が進められることが求められる。

2. 成長資金供給に係る制度のあり方

(1) 特定投資家制度

① 現行制度の概要

成長資金の供給を促進する上で、リスク管理能力及びリスク許容度の高いプロ投資家の役割は重要である。金融商品取引法(以下、「金商法」という)上、特定投資家は、こうしたプロ投資家と位置付けられており³、金融商品取引業者等(以下、「金商業者等」という)に係る一定の行為規制⁴の適用が除外されるほか、特定投資家向けの取引枠組み⁵(③(iii)参照)が設けられている。

個人投資家については、知識、経験及び財産の状況に照らして特定投資家に相当する者として一定の要件⁶を満たす場合、金商業者等に対して申出を行い、金商業者等がこれを承諾することで、当該金商業者等との間でのみ特定投資家に移行することができる。

② 現行制度の課題

現状、特定投資家に移行する投資家(特に個人投資家)は限定的であり⁷、また、特

³ 金商法上、投資家は、①一般投資家に移行できない特定投資家(適格機関投資家等)、②一般投資家に移行可能な特定投資家(上場会社、資本金5億円以上の株式会社等)、③特定投資家に移行可能な一般投資家(特定投資家以外の法人、一定の要件を満たす個人等)、④特定投資家に移行できない一般投資家に分類される。

⁴ 契約締結前・契約締結時の書面交付義務・適合性原則等、主に情報格差の是正を目的とする行為規制

⁵ 金商法上、特定投資家等のみが取引できるプロ向け市場(東京証券取引所のTOKYO PRO Market等)等の枠組みが設けられている。

⁶ ①取引の状況等から合理的に判断して純資産が3億円以上になると見込まれること、②取引の状況等から合理的に判断して投資性金融資産が3億円以上になると見込まれること、③個人投資家の特定投資家への移行(プロ成り)の申出を行った金商業者等との間で申出を行った契約の種類に属する金融商品取引契約の取引経験が1年以上あること(金融商品取引業等に関する内閣府令(以下、「金商業等府令」という)第62条)

⁷ 大手証券会社5社へのヒアリングによると、個人の特定投資家は延べ92名(2020年末時点)、特定投資家に移行している法人は延べ約1,000口座(2021年5月ヒアリング時点)。一方、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(「NRI生活者1万人アンケート調査(金融編)」(2019年)・国税庁「直接税」(2018年)を基に野村総合研究所推計)。

定投資家向けの枠組みも十分に活用されておらず、特定投資家制度は十分に活用されているとは言えない状況にある。

その背景として、(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である、(ii)特定投資家への移行手続きが煩雑である、(iii)特定投資家向けの枠組みが限定的である等の課題が指摘されている。

当ワーキング・グループでは、リスク管理能力及びリスク許容度の高い投資家に対して、そのニーズに即した投資機会が提供されることが成長資金の円滑な供給にもつながり得るよう、特定投資家制度のあり方について検討を行った。

③制度整備のあり方

(i)個人の特定投資家の要件の弾力化

特定投資家に移行可能な個人の要件について、一定の金融リテラシーやリスク耐久力を有することが推定される要素として、現在、純資産額、投資性金融資産額及び取引経験が掲げられているが、これらの要素のみでは限定的すぎるとの指摘がある。そこで、現行要件の要素以外に同様の金融リテラシーを推定しうる要素を特定するために実証事業^{8,9}を実施した結果、新たに年収・職業経験・保有資格・取引頻度といった要素が特定された¹⁰。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は必須としつつ、特定投資家となりうる投資家の範囲を適切に拡大する観点から、特定投資家に移行可能な個人の要件として、上記の要素についても新たに勘案できるようにすることが適当と考えられる^{11,12}。なお、新たな要素の

⁸ 第31回未来投資会議（2019年10月3日）において、プロ投資家の要件の精緻化が課題として取り上げられたことを受け、実施。「成長戦略フォローアップ」（2020年7月17日閣議決定）において、「顧客の取引履歴データ等の分析を進め、投資家としての能力と関連性のある項目を特定できれば、プロ投資家規制について、当該項目を踏まえた規制へと見直す」こととされている。

⁹ 実証事業の協力証券会社の顧客に対し、投資家属性・金融リテラシーを問うリテラシーテストを実施（事業委託先：株式会社野村総合研究所）。現行の個人の特定投資家の要件と同様に純資産及び投資性金融資産ともに3億円以上かつ取引経験1年以上である投資家の平均正答率を算出し、当該投資家と同等以上の金融リテラシー（平均正答率）があると推定される投資家属性について調査。

¹⁰ 実証事業の結果、純資産及び投資性金融資産ともに3億円以上かつ取引経験1年以上である投資家と同等以上の金融リテラシー（平均正答率）があると推定される投資家は、以下のいずれかの属性を満たす。

- ・年収1億円以上、又は投資性金融資産5億円以上、又は純資産5億円以上
- ・投資性金融資産又は純資産3億円以上、かつ、年平均取引頻度4回/月以上
- ・特定の職業経験（金融機関業務/会社経営のコンサルティング・アドバイス/経済・経営に関する教職・研究職）又は特定の保有資格（証券アナリスト/証券外務員（1種、2種）/1級・2級FP技能士・CFP・AFP/中小企業診断士）を有し、かつ、年収1,000万円以上
- ・特定の職業経験（同上）又は特定の保有資格（同上）を有し、かつ、投資性金融資産又は純資産1億円以上

¹¹ 職業経験に関する要件について、職業経験の定義を明確にすべきとの意見があった。また、保有資格に関する要件について、保有資格に加え、実務経験も必要とすべき、資格取得で求められる知識の内容等について丁寧に確認をしていく必要があるとの意見があった。

¹² 金融機関・金融サービスの利用者のニーズや投資家保護の観点を踏まえ、必要に応じ、他のプロ投資家の要件についても別途検討することが考えられる。

追加に当たっては、後述する特定投資家向けの枠組みの拡充((iii)参照)とのバランスを踏まえ、その具体的な内容を検討する必要がある¹³。

(ii) 特定投資家への移行手続等の弾力化

個人投資家の特定投資家への移行(プロ成り)手続に関しても、要件の合理的な確認等が可能な形でその手続を弾力化することで移行の円滑化を図ることが考えられる。

(a) 取引経験要件の柔軟化

個人投資家のプロ成りの要件の一つである「1年以上の取引経験」については、現行制度上、個人がプロ成りの申出を行った先である金商業者等における取引経験に限定されており、他社での取引経験を勘案することができない。そのため、他社で既にプロ成りしている投資家であっても、新たに取引を開始した金商業者等においては1年経過しなければプロ成りすることはできないこととなっている。取引経験については、特定の金商業者等における実績に限定することなく、投資家ベースで評価すべきと考えられることから、他社での取引経験も勘案できるようにすることが適当と考えられる。

(b) 財産要件の確認方法の多様化

個人投資家のプロ成りに係る財産要件(純資産3億円以上、投資性金融資産3億円以上)については、金商業者等が合理的に判断して基準を満たすと見込まれることが必要とされている。この資産の確認に当たり、実務上は自社での保有資産のみに基づく慎重な判断をしている大手証券会社もある。このような場合、自社での保有資産が少ない顧客についてはプロ成りの承諾を行いきにくいとの指摘がある。金商業者等における要件確認の円滑化の観点から、財産要件の確認に当たり、他社での保有資産を含めて総合的に評価できることを明確化することが適当と考えられる¹⁴。また、要件確認に当たり、他社で既にプロ成りをしている事実を踏まえることも合理的な判断に資するものと考えられる。

(c) 特定投資家としての更新手続の弾力化

プロ成りの効力は最長1年間であるが、継続するには改めて投資家からの申出を受け、金商業者等において合理的な判断に基づく要件確認を行うことが求めら

¹³ 利用可能な取引の内容に応じて、金商業者等に適合性原則を課す等、特定投資家制度を柔構造化することも考えられるとの意見があった。

¹⁴ (i)を踏まえて新たに追加される要件の確認に当たっても他社の状況を含めて総合的に評価できるとすることが適当と考えられる。

れている。実務においては改めて当初の承諾時と同様の確認が行われているが、こうした負担を軽減するため、更新手続においては、引き続き要件を満たしている旨の投資家の自己申告も金商業者等における合理的な判断に資することを明確化することが適当と考えられる¹⁵。

なお、金商業者等がプロ成りの申出を承諾するに当たっては、上記の形式要件の確認のほか、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的に照らして特定投資家として扱うことがふさわしいかを考慮した上で判断する必要があるが、この点は上記(b)や(c)のように要件確認手続を弾力化する場合においても同様である¹⁶。

(iii) 特定投資家向けの枠組みの拡充

金商法上、特定投資家向けの枠組みとして、特定投資家私募制度が存在する¹⁷。特定投資家私募制度は、資金調達企業が一定の情報(特定証券情報等¹⁸)を提供又は公表し、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制度である^{19,20}。

他方、現在は

- ①金商業者等による非上場株式の投資勧誘が日本証券業協会自主規制規則(以下、「日証協規則」という)において原則として禁止されている²¹こと
- ②プロ向け市場(TOKYO PRO Market 等)を除き、非上場株式等に係る特定証券情報が整備されていないこと²²

から、特定投資家私募制度については、プロ向け市場を除き利用できない状況とな

¹⁵ 米国のプロ投資家とされる自衛力認定投資家(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するが、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出内容を信じて良いものとされている(SEC規則230.506(b)(2)(ii))。

¹⁶ 高齢の投資家の場合、認知判断能力等が1年間で変化しうる点について留意すべきであるとの意見があった。

¹⁷ この他、特定投資家向けの枠組みとして、下記(2)②において株主コミュニティ制度の参加勧誘対象に特定投資家を追加すること、(3)③(ii)において株式投資型クラウドファンディングにおける特定投資家の投資上限額を撤廃することを提言している。

¹⁸ 証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令第2条等

¹⁹ 金商法第2条等

²⁰ 開示規制上、有価証券の私募(有価証券の募集に該当せず有価証券届出書の提出が不要となるもの)の枠組みとして、他に①適格機関投資家私募(適格機関投資家のみを相手方とする取得勧誘)、②少数私募(勧誘対象者が50名未満となる取得勧誘)がある。①②のいずれも、特定投資家私募と異なり、特定証券情報等の提供又は公表や金商業者等への委託による取得勧誘を要しない。

²¹ 適格機関投資家や、50名未満の自ら企業価値評価等が可能な法人の特定投資家を相手方とする場合等においては、例外として金商業者等による投資勧誘が認められている。

²² 特定証券情報の内容は、プロ向け市場で取引される特定上場有価証券等については特定取引所規則において定め、それ以外の有価証券については金融庁長官が指定するものとされている(証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令第2条)。

っている²³。

特定投資家私募について、非上場企業においては、金商業者等を介して機関投資家や地元富裕層等から幅広く資金調達したいとのニーズがある。また、機関投資家等から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が寄せられており、富裕層の個人においても、私募商品への関心が高まっている。

法人・個人のプロ投資家による成長資金の供給を促進するとともに、非上場株式等の多様な商品に対して投資する機会を新たに創出する観点から、プロ向け市場以外についても特定投資家私募制度を利用できるよう関連規定を整備すべきと考えられる²⁴。

具体的には、日証協規則において、非上場株式の金商業者等による特定投資家向け投資勧誘を認め、各取引において勧誘対象となる者の特性を踏まえ、投資勧誘に係る具体的なルールを整備することが適当と考えられる。

また、特定証券情報の具体的な内容を整備するに当たっては、各取引において勧誘対象となる者の特性を踏まえ、特定投資家が適切に投資判断を行えるものであるか及び発行者の開示負担へ配慮したものであるかを十分に考慮する必要があると考えられる。

さらに、発行者による適切な情報の提供が確保されるよう、金商業者等が適切に関与する仕組み(日証協規則による整備)も必要と考えられる。

なお、現在、「インターネットで募集に係る広告をすること」は、有価証券の募集に該当するとされている²⁵。これについては、適格機関投資家や特定投資家のみが閲覧可能な場合(例えば、金商業者等のインターネット上の専用サイトで勧誘や広告を行う場合)、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。

(2)非上場株式のセカンダリー取引の環境整備

現状、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ており、投資家の投資回収の機会は限定的となっている。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ることにより、発

²³ 日証協規則は株式以外の非上場有価証券に係る取得勧誘を禁止していないが、私募の投資信託商品等についても、特定投資家私募を行う場合は当該有価証券についての特定証券情報等の整備が必要。

²⁴ 資金調達企業が金商業者等を介さずにプロ投資家のみを対象に人数の制限なく有価証券の取得勧誘を行える方策を検討すべきであるとの意見があった。

²⁵ 企業内容等開示ガイドライン4-1

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される。

当ワーキング・グループでは、リスク管理能力及びリスク許容度の高い投資家がよりリスクテイクを行いやすくするため、プロ投資家による非上場株式のセカンダリー取引の環境整備について検討を行った。

①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

現状、(1)③(iii)において述べたとおり、金商業者等による非上場株式の投資勧誘は、日証協規則によって原則として禁止されているため、投資家は自身で取引相手を探す必要があり、取引の機会が限定的となっている。この点、金商業者等を介したセカンダリー取引を容易にする観点から、前述の特定投資家私募制度の整備と併せて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考えられる。

②株主コミュニティ制度の見直し

株主コミュニティ制度は、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、日証協において創設された非上場株式の発行・流通のための制度であり、証券会社が非上場株式の銘柄毎に株主コミュニティを組成し、これに参加する投資家に対してのみ投資勧誘を認める仕組みとなっている。

現在は、株主コミュニティへの参加を勧誘できる対象が発行者の役職員等に限定されており、制度の利用が限定的となっている。株主コミュニティの参加者を増やし、株式の発行・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考えられる。

(3)株式投資型クラウドファンディング

①現行制度の概要

いわゆるクラウドファンディング(以下、「CF」という)とは、新規成長企業等がインターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金調達する仕組みであり、株式投資型CF制度は非上場株式の発行を通じた資金調達の制度として2015年に導入された。株式投資型CF制度では、いわゆる少額要件(発行総額1億円未満、投資家一人当たりの投資額50万円以下(案件毎))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²⁶には、投資勧誘を行う金融商品取引業者に通常求められる登録要件等が一部緩

²⁶ 日証協規則では、金商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るが、株式投資型CFによる投資勧誘は例外的に可能とされている。

和されている^{27,28}。

②利用状況等

株式投資型 CF では、2017 年の利用開始以降、2020 年末までに 231 件の取扱いがあり、うち 161 件が成約し、累計 51 億円超の資金調達が行われた。主に、シード、アーリーステージのスタートアップ企業に対し、支援目的や投資目的の個人投資家が投資を行っている²⁹。

株式投資型 CF の特性³⁰を踏まえ、一般投資家も広く利用する制度として投資家保護にも十分配慮しつつ、スタートアップ企業への成長資金の供給の円滑化・多様化を図るとの観点から、株式投資型 CF の機能がより一層発揮されるよう制度の見直しを行うことが考えられる。

③制度整備のあり方

(i) 発行総額の算定方法の見直し

企業が株式投資型 CF により発行可能な有価証券の総額は1億円未満とされており、その発行総額の算定に当たっては、潜脱防止の観点から過去1年間の発行額を合算することとされている³¹。この点、現在の規定では、合算の対象が株式投資型 CF での発行額だけに限定されていないため、過去1年以内に他の資金調達を行っている場合には、株式投資型 CF のみで上記の発行総額の上限までの資金調達を行うことはできない。

株式投資型 CF と VC 等からの調達を併用して、1億円以上の資金調達を行いたいとのニーズも指摘される³²中、潜脱防止の観点からは、株式投資型 CF での発行額が上限内に留まっていれば問題はないと考えられることから、発行総額の算定に当たり、合算の対象を株式投資型 CF での発行額のみ限定することが適当と考え

²⁷ 金商法第 29 条の 4 の 2 等

²⁸ 他方で、Web サイトで手軽に多数の者に投資勧誘可能であること等を踏まえて、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（金商業等府令第 70 条の 2、第 83 条）。

²⁹ 株式投資型 CF 仲介業者 6 社へのアンケート調査に基づく。このアンケート調査によると、投資リターンを得るため等の投資目的で株式投資型 CF を利用した投資家が約 65%、発行会社を応援する目的の投資家が約 35%である。

³⁰ 株式投資型 CF については、投資家が投資リターンを得るための制度というよりは、投資先企業の応援のための制度として位置付けるべきとの意見があった。また、海外の事例において株式投資型 CF を利用した企業がどのように成長しているか、あるいは成長していないのかを調査した上で、株式投資型 CF の位置付けを慎重に検討すべきとの意見があった。

³¹ 発行総額は、①今回の株式投資型 CF で発行する有価証券の総額に②今回の株式投資型 CF 開始前 1 年以内に発行した有価証券の総額及び③今回の株式投資型 CF と申込期間の重複する有価証券の総額を合算して算定される（金商業等府令第 16 条の 3）。

³² 株式投資型 CF 市場の成長の観点から、発行可能総額（1 億円未満）の見直しも含めて、規制緩和を前向きに検討すべきとの意見もあった。

られる³³。

(ii) 投資家の投資上限額のあり方の見直し

現在、投資家の投資上限額は株式投資型 CF1件当たり 50 万円とされているが、これまでの投資家の投資状況を見ると、全体の 70%弱が 10 万円台に集中している一方、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³⁴。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指摘されており、株式投資型 CF 利用企業等からは投資上限額の引上げが要望されている。

こうした状況を踏まえ、自身でリスクを踏まえた適切な投資額を判断できると考えられる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、投資上限額を撤廃することが適当と考えられる^{35,36}。

他方、現状において多くの投資家の投資額は 10 万円台であることや一般投資家が非上場企業の目利きをするのは難しいこと、これまでの成立案件のほとんどがいまだ投資継続中であり、株式投資型 CF の投資リスクを検証するには時期尚早であること等を踏まえれば、投資家保護等³⁷の観点から、一般投資家の投資上限額の見直しについては、今後の投資状況等を見極めた上で慎重に検討することが適当と考えられる³⁸。

(4) 少人数私募の人数通算期間の見直し

開示規制において、勧誘対象者数が過去6ヶ月間で通算して 50 名未満となる有価証券の取得勧誘は、少人数私募として、発行者の有価証券届出書の提出義務が免除されている³⁹。

少人数私募の人数通算に関して、例えば、株式投資型 CF の後に少人数私募を実施する場合において、株式投資型 CF はインターネットを利用して多数の者に勧誘を行う手法であるため、株式投資型 CF の実施後6ヶ月間は、少人数私募による資金調達を行う

³³ なお、(i)(ii)の見直しについては、少額要件を満たすファンド投資型 CF（第二種少額電子募集取扱業務。現在は利用されていない）も対象となる。

³⁴ 2020年11月末までの成立案件151件、投資家延べ29,862人の実績に基づく。

³⁵ 発行総額（1億円未満）の少額要件については、引き続き満たす必要がある。

³⁶ 米国・英国の株式投資型 CF では、いわゆるプロ投資家（米国：accredited investor、英国：self-certified sophisticated investor）については投資上限額が設けられていない。

³⁷ 株式投資型 CF を投資先企業の応援のための制度として位置付けた上で、そうした特性を踏まえ、少額要件の金額の引上げには慎重であるべきとの意見があった。

³⁸ 個人の一般投資家の投資上限額について、投資家に多様な選択肢を与えるとともに、成長資金の供給を促す観点から、米国や英国の規制も踏まえ、年収や資産に応じて設定する制度に見直すべきであるとの意見があった。また、投資上限額が設けられていることにより、株主数が増加し、発行体のコストになっているのではないかとの意見もあった。

³⁹ 金商法第2条、金融商品取引法施行令第1条の6

ことができないことが指摘されている。また、技術の進展等により事業環境の変化が加速する中で、非上場企業を含めた企業の競争力の維持・強化のためには、より機動的な資金調達が必要となる。これらの観点から、米国における近年の規制の動向⁴⁰も踏まえ、株式投資型 CF の後に少人数私募を実施する場合に限らず、少人数私募の取得勧誘対象者数の通算期間を6ヶ月から3ヶ月に短縮することが適当と考えられる。

(5) 東証ベンチャーファンド市場

東京証券取引所(東証)のベンチャーファンド市場は、上場された投資法人を通じて、広く一般投資家が非上場のスタートアップ企業等へ投資を行うための市場であるが、現在、償還により上場銘柄は存在していない。スタートアップ企業等への資金供給手段を多様化するとともに、一般の個人投資家にも非上場株式への投資機会を提供する観点から、東証ベンチャーファンド市場の利用活性化が期待される。現在、上場するファンドの柔軟な運営を可能とする観点から、現行の東証規則に関し、いくつかの課題が指摘されており⁴¹、今後、日本取引所グループにおいて、各規則の趣旨等も踏まえつつ、その見直しについて検討することが適当と考えられる。

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

コロナ後の新たな経済社会への変革に当たり、スタートアップ企業への主要な投資主体であるベンチャー・キャピタル(VC)や、既存事業の再編・再構築等を促すプライベート・エクイティ(PE)ファンドが十分に機能を発揮していくことが重要である。こうしたプロの運用者が機関投資家等から必要な資金を調達し、プロとしての目利き力を発揮して投資先の成長を支援していく観点から、当ワーキング・グループでは、VC・PE ファンドによる投資のあり方について、関係者からヒアリングを行いつつ、実務面の課題を含め幅広く検討を行った。

(1) ベンチャー・キャピタル(VC)投資

近年、スタートアップ企業への資金供給量は大幅に増加し、1社当たりの資金調達額も大型化している。また、最近ではレイターステージに海外 VC や海外機関投資家が入り始める等、シードからエグジットまで多様な投資家が参加する VC エコシステムが形成さ

⁴⁰ 米国では、募集の取得者数(プロ投資家を除く。)が35人以下の場合に、SECへの登録義務が免除されており(Regulation D Rule 506(b))、従前、取得者数等は過去6か月遡って通算することとされていたが(改正前 Regulation D Rule 502(a))、2020年11月の規則改正によって取得者数が通算される期間については90日に短縮された(Regulation D Rule 506(b)(2)(i))。また、株式投資型 CF の後に上記のような少人数向けの募集を行う場合、同改正により、両者の間の期間を問わず、個別具体的な事情に基づいて登録義務免除の可否を判断されることとなった(Regulation A-R Rule 152(b)(1), 151(a)(1))。

⁴¹ 上場ファンドの柔軟な運営を可能とするため、①デットの資金調達の解禁、②特定の投資先への投資割合制限の緩和、③投資先が上場した後の継続保有可能期間の見直し等が要望されている。

れつつあり、大型 IPO も年々増加している。

他方、独立系 VC の案件発掘力、経営支援能力、資金調達力には大きなばらつきがあり、機関投資家の投資対象となり得る運営体制の整った VC は少数にとどまるとの指摘がある。また、多くの VC は、投資先のバリュエーションに際し、国際標準⁴²と異なる価値評価⁴³を行っているが、特に海外機関投資家等の資金受入れを目指す VC 等⁴⁴については、国際標準に基づく公正価値ベースの時価評価を推進することが重要であると考えられる⁴⁵。

また、VC 投資は東京に集中しており、地方の研究開発型企業への資金供給が不足しているとの指摘がある。この点、技術シーズの案件発掘力を有する VC が地域金融機関と連携し、新たな事業機会の創出や人材育成を通じて地域のエコシステムを実現する取組も進められており、地域金融機関においては、自身のビジネス機会拡大の観点も含め、こうした外部 VC の効果的な活用に取り組んでいくことが重要であると考えられる。

海外資金も流入し始め、資金量の問題は解消されつつある中、資金の質や多様性の向上が重要との指摘がある⁴⁶。特に、上場前後の市場の分断⁴⁷を乗り越え、企業の持続的な成長を実現するため、クロスオーバー投資⁴⁸の拡充や投資家層や投資期間の多様化を推進していくべきであると考えられる。また、海外資金を取り込みつつ、同時に国内のファンドインフラを構築する観点からは、優秀な人材をファンド運営側へ誘致する取組⁴⁹を進めることが重要であると考えられる。

(2) プライベート・エクイティ(PE)投資

これまでに事業承継案件を中心に企業によるファンドの活用が進み、市場は順調に成

⁴² 欧米アジア諸国の多くでは、ファンドの投資先について、IPEV ガイドライン (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) に沿った公正価値評価に基づく時価評価が行われている。

⁴³ 多くの国内 VC 等の組成・運用に用いられている「投資事業有限責任組合」については、会計規則上、時価評価が原則とされているが、例外として取得価額による評価も認め、評価方法については組合契約に委ねることとされている (中小企業等投資事業有限責任組合会計規則第7条)。

⁴⁴ この他、IPO を目指す企業の適正な価値評価の観点から、投資先がレイターステージにあるファンドにおいても、公正価値ベースの時価評価を進めることが考えられる。

⁴⁵ 公正価値ベースの時価評価を普及させる観点から、日本 VC 協会は、2017 年、国内 VC の時価評価に係る実務指針を公表し、IPEV ガイドラインや時価評価を行った国内 VC ファンドの実務プロセスを紹介している。

⁴⁶ VC 投資の拡充を進めるに当たっては、我が国特有の契約条項 (一定の場合にベンチャー企業やその経営者に VC が保有する当該企業の非上場株式の買取を求める条項等) の見直しを進めることも重要との指摘があった。

⁴⁷ 上場前後での投資家の入れ替わりに伴い、株主との関係が大きく変化するほか、特に中小型上場の場合、上場後の成長資金の調達に困難となる「市場の分断」があると指摘されている。

⁴⁸ ここでは、上場前の段階から投資していた機関投資家が投資対象企業の上場後も投資を継続することをいう。

⁴⁹ 日本には、アセットオーナーによる新興資産運用業者の育成を図る取組 (EMP: Emerging Manager Program) が少ないとの指摘がある。

長してきた。PE 投資の良好なトラック・レコードも積み上がり、海外機関投資家からもアセット・クラスとして認知され、海外資金が多く流入している。

他方、国内ファンドは中小型案件が中心であり、ファンドを大型化することが難しく、大型案件への対応力には課題があるほか、本邦発の本格的なグローバルファンドはまだ存在しない。また、高いレバレッジをかけた既存のファンドでは、海外展開・業界再編といった日本企業が求める非連続的な成長の支援が難しい⁵⁰との指摘もあり、日本企業のニーズを的確に捉え、パートナーとして投資先の成長をサポートする投資のあり方も追求していくべきであると考えられる。

⁵⁰ 高いレバレッジをかけたファンドの場合、融資契約におけるコベナントが制約になるとの指摘がある。

Ⅱ. 国内顧客に関する銀証ファイアーウォール規制

1. 現行制度及び検討の視点

(1) 制度の導入及び経緯

いわゆるファイアーウォール規制は、優越的地位の濫用防止、利益相反取引の防止、顧客情報の適切な保護等を確保する観点から、主に銀行・証券会社間における顧客の非公開情報等の共有禁止等からなる規制であり、これは、1993年に銀行・証券の相互参入を解禁した際に、併せて措置されたものである。

その後、事前予防的な規制から事後対処的な規制への規制全体の見直しの流れ、諸外国における規制環境の変化、規制目的と規制内容(手段)との比較衡量等の観点を踏まえつつ、累次にわたり、見直しが行われてきた。

2008年の規制の見直しにおいては、銀行・証券会社間における顧客の非公開情報等の共有について、それまで顧客の事前同意を得る方法(オプトイン)のみであったところ、顧客情報の適切な保護の観点にも考慮しつつ、法人顧客に対してオプアウト⁵¹が導入された。また、役職員の兼職規制の撤廃等の規制緩和が行われた一方、利益相反管理のための体制整備義務や優越的地位の濫用防止等に関する措置も併せて講じられた。

(2) 現行制度の課題及び検討の視点

2008年におけるファイアーウォール規制の大幅な見直し以降、10年以上経過した足下までの状況を振り返ると、この間、低金利の継続、事業法人の資金余剰、フィンテック企業等他業種による金融業への参入、コロナによる経済社会全体への大きな影響等、金融を取り巻く環境が大きく変化している。

こうした中、本規制に関し、

- ・ オプアウトについては、監督指針において手続の詳細が定められている⁵²が、顧客に対する説明事項が多い等、負担や利便性の観点からオプトインと大差がない等の理由から、銀行・証券会社双方において必ずしも積極的に活用されていない
- ・ 欧米にはない情報共有の禁止規定が過剰な規制と認識され、日本の国際金融センターとしての魅力向上にとって阻害要因の1つとなっている
- ・ 顧客に対する総合的な金融サービスの提案・提供を阻害しているほか、顧客・金融機関の双方にとって、手続・管理面の負担が大きい

といった課題が指摘されている。

⁵¹ あらかじめ顧客にその情報を共有する旨を通知したうえで、顧客が共有を望まない場合は情報提供の停止を求める機会を提供することで同意を取得したものとみなす制度。

⁵² 法人顧客に対し、あらかじめ親子法人等との間で授受を行う非公開情報の範囲、非公開情報の授受を行う親子法人等の範囲、非公開情報の授受の方法、提供先における非公開情報の管理の方法、提供先における非公開情報の利用目的及び親子法人等との間での非公開情報の授受を停止した場合における当該非公開情報の管理方法を通知することとなっている。

加えて、コロナ後の日本経済の回復・成長力強化を見据え、資本市場における市場機能及び金融仲介機能の発揮が課題であり、その資本市場において、国内金融機関が、投資銀行機能の向上により、事業法人に対して、デット/エクイティの区分なく高度な金融サービスの提供等を行うことを通じて、事業法人が国内外において新たな成長を切り開くことをサポートしていくことが重要である。このような金融サービスの提供に当たっては、国際水準の顧客情報管理や利益相反管理が求められるほか、銀行による優越的地位の濫用の懸念が生じないよう、金融サービスの質に基づく競争が求められる。

こうした課題を踏まえ、当ワーキング・グループにおいては、ファイアーウォール規制の見直しに向けた検討に当たり重要な視点として、

- ・ コロナ後も見据えた顧客に対する、より付加価値のある金融サービスの提供、利便性向上や負担軽減
- ・ 日本の金融市場としての国際的地位の向上
- ・ 異業種の参入等の競争激化やデジタル技術の進展等、金融ビジネスのあり方が変化する中における国内金融機関の国際競争力強化
- ・ 顧客情報管理、利益相反管理、優越的地位の濫用防止について実効的に確保していく方策を併せて検討することの必要性、法人と個人との区別のみならず、融資以外にも市場から直接資金調達が可能で大企業(上場企業)とそれ以外の中堅・中小企業とを区別して検討することの重要性

に関する意見が出された。

こうした点を踏まえ、まずは、資金調達において資本市場を活用し、金融機関の優越的地位による弊害を受けにくいと考えられる上場会社等に対して金融サービスの提供を行う、いわゆる投資銀行業務や大企業向け商業銀行業務について、本規制の見直しに着手することが重要である。

2. 現行制度の見直しの議論

ファイアーウォール規制の見直しに向けた検討を行うに当たり、当ワーキング・グループでは、欧米金融機関の投資銀行業務等における顧客情報管理・利益相反管理等に係る制度及び実務や、国内金融機関における顧客情報管理・利益相反管理・優越的地位の濫用防止等に係る制度及び実務に関する実態把握を行ったほか、金融サービスの顧客に当たる幅広い規模・業種の事業法人の意見を踏まえつつ、検討を行った。

(1) 欧米金融機関の実務⁵³

我が国の金融規制においては、銀行・証券会社間における顧客の非公開情報等の共有を原則禁止する「入口規制」と禁止行為等からなる行為規制によって、顧客情報管理、利益相反管理及び優越的地位の濫用防止等に関する対応を行ってきた。こうした規制は、主にメインバンク制での銀行の構造的な優越的地位から生じ得る弊害を防止することを目的としている。

一方、欧米の金融規制を見ると、法人顧客情報において、上述のような「入口規制」はなく、内部での情報管理及び禁止行為等からなる行為規制に基づき、顧客情報管理及び利益相反管理等の弊害防止が図られている。

具体的には、欧米の金融規制では、法人顧客情報について銀行・証券会社の各エンティティ間での情報授受規制は存在しないが、

- ①法令等の制度面において、大企業向け商業銀行業務と投資銀行業務を行う場合、銀行規制と証券規制の両方が適用されるほか、顧客の重要未公開情報（Material Non-Public Information。以下、「MNPI」という。）⁵⁴の管理、利益相反管理に関して、体制整備義務や行為規制が課されている⁵⁵。
- ②加えて、管理の実務面において、当局のモニタリングや金融機関の実務の積み重ねを通じて、具体的には以下のように顧客情報管理及び利益相反管理の仕組みが確立している。

(i) 総論

顧客情報管理及び利益相反管理に共通して、エンティティベースではなく、投資銀行部門、リテール部門、資産運用部門といったビジネスライン毎に、グローバルで組織的かつ一元的なシステムによる管理体制を確立している。

(ii) 顧客情報管理

情報の共有・利用に関し、MNPIにとどまらず、幅広い顧客情報について“Need to

⁵³ 金融庁が欧米金融機関（対象：11社）に対して実施したアンケート（投資銀行部門等における顧客情報管理及び利益相反管理の実務）の結果等を基に記載している。

⁵⁴ 日本における法人関係情報に該当する情報は、外資系金融機関の実務においてはMNPIとして扱われる。なお、MNPIについて、欧米の法令では定義されていないが、判例等を踏まえ、各金融機関の社内ルールにおいて定義されている。

⁵⁵ 欧米では、法令上、MNPI不正利用防止及び利益相反管理の体制整備義務が課せられている。また、米国では、法令上、証券業務を営む金融機関に対し、MNPIを不正に利用した取引等の禁止や、利益相反を顧客に開示する義務が課せられており、それらに違反した場合には民事制裁金が課せられ得る。

know”原則⁵⁶を適用している。また、プライベート部門からパブリック部門への情報共有は原則禁止され、チャイニーズウォール⁵⁷を構築して管理しており、共有時にはコンプライアンス部門の事前承認が必要とされている。また、主に投資銀行部門等の役職員による有価証券の売買等は制限され、システムの登録情報を基に作成されるリスト等において管理を行い、コンプライアンス部門の事前承認が必要である。

(iii) 利益相反管理

M&A 等の案件の遂行前に、役職員の申請により、グローバルベースで一元的に管理するシステムに登録する。その後、利益相反管理オフィス(コンプライアンス部門)が利益相反のチェックを行い、承認の可否を判断する。なお、必要に応じて、経営幹部にエスカレーションを行い、判断を行う⁵⁸。

なお、優越的地位の濫用防止に関しては、欧州では競争法において専ら市場支配的な地位にあるか否かに着目した規制があるが、特に金融分野における追加的な規制は見受けられない⁵⁹。他方、日本では、市場支配的な地位のほか、取引の相手方との関係で相対的に優越した地位か否かに着目し、競争法上の規制を課した上で、優越的な地位に立ち得る銀行に関し、銀行法や金商法においても規制を課している。

(2) 国内の金融機関の実務⁶⁰

金融規制において、同一金融グループ間での情報授受が制限されており、そうした規制の下、

①法令等の制度面において、業態毎の法令等により、法人関係情報の管理や利益相反管理に関しては体制整備義務や行為規制⁶¹が課されているほか、優越的地位の

⁵⁶ 顧客情報に関し、必要性のない役職員への共有・利用・アクセスを禁止するもの。情報の内容や業務の部門を問わず適用されることが通例。また、アンケートを行った 11 社中 5 社において「情報を入手した当該案件の遂行に必要不可欠な場合」と、2 社において「情報を入手した従業員自身の職務の遂行に必要な場合」と回答。

⁵⁷ 法人関係情報(欧米においては MNPI) が不正に利用されることを防止するため、パブリック部門とプライベート部門との間に構築される、組織的・物理的・システム的な障壁のこと。

⁵⁸ 金融機関毎に差はあるものの、経営幹部や経営幹部が参加する会議体に対してエスカレーションを行っているケースが見られる。

⁵⁹ 米国では法令上、優越的地位の濫用に関する規制は存在しない。

⁶⁰ 金融庁が実施した三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループ、野村証券、大和証券に対するヒアリング結果及び第 10 回会合(2021 年 5 月 25 日開催)における各社作成の資料(顧客情報管理、利益相反管理及び優越的地位の濫用防止に係る実務)を基に記載している。

⁶¹ 金商業等府令第 123 条第 1 項第 5 号及び監督指針において、法人関係情報に関し適切な管理が求められているほか、金商業等府令第 117 条第 1 項第 16 号において、有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者及びその役職員に対して法人関係情報に基づく有価証券の自己売買等が禁止されている。なお、全国銀行協会のガイドラインにおいて、銀行及びその役職員に対して、同様の行為を禁止する規定が定められている。

濫用に関しては行為規制⁶²が課されている。

②加えて、管理の実務面において、一部で、銀行・証券会社で相違が見られるが、当局のモニタリングや金融機関の実務の積み重ねを通じて、具体的には以下のように、顧客情報管理、利益相反管理及び優越的地位の濫用防止のための仕組みが整備されている。

(i) 顧客情報管理

法人関係情報に関し、エンティティ毎に独立したシステムを用い、国内拠点と海外拠点は別のシステムで管理しており、入手後速やかに管理システムに登録し、部室店長及びコンプライアンス部門に報告するほか、登録解除にはコンプライアンス部門の承認が必要である。エンティティ内での情報共有については、銀行と証券会社では管理の仕組みに相違があり、銀行は有価証券関連業務を行う部署が限定的であることから主に特定部署への情報共有の禁止により、証券会社は主にチャイニーズウォールの構築により管理⁶³している。

また、役職員による有価証券の売買等については制限され、コンプライアンス部門又は部室店長の事前承認が必要である。

その他、法人関係情報以外の顧客情報も含め、“Need to know”原則の考え方に基づき情報管理を行っている⁶⁴。

(ii) 利益相反管理

M&A 等の案件の遂行前に、役職員の申請により、コンプライアンス部門がグローバルベースで一元的に管理されているシステムにおいて利益相反のチェックを行い、承認の可否を判断する。なお、商品・サービスの性質等によりコンプライアンス部門と営業部門とが共同で策定したルールに則って営業部門が取引を行うケースもある。

また、必要に応じ、経営幹部が参加する会議体にエスカレーションを行う規定がある。一方、利益相反管理のプラクティスが社内で蓄積され、担当部門内での判断が可能となったこと等を理由として、直近では当該会議体の活用まで至らず、担当部門・担当役

⁶² 銀行に対し、銀行法第 13 条の 3 第 3 号や銀行法施行規則第 14 条の 11 の 3 第 2 号及び第 3 号において、抱き合わせ取引及び優越的地位の濫用を禁止する規定が定められている。また、証券会社に対し、金商法第 44 条の 3 第 1 項第 2 号、金商業等府令第 153 条第 1 項第 2 号及び第 10 号において、抱き合わせ取引及び親子銀行の優越的地位を不当に利用して金融商品取引契約の締結・勧誘を行う行為等を禁止する規定が定められている。

⁶³ 銀行では、特定の部署（CDS 取引や金融商品仲介等を担当する部署）を情報伝達禁止部署と定め、当該部署への共有を禁止し、政策保有株式会社については法人関係情報を保有する銘柄の売買を禁止しているほか、当該情報伝達禁止部署とその他の部署との間には、組織的・物理的・システムの障壁を整備している。一方、証券会社では、プライベート部門からパブリック部門への共有を原則禁止とし、共有を行う際には、事前に部室店長又はコンプライアンス部門の承認を必要としている。

⁶⁴ 法人関係情報以外の顧客情報について、情報を入手した当該案件の遂行のためのほか、（依頼を受けていない）サービスを顧客に提案する場合も含まれる。

員において判断している⁶⁵。

(iii) 優越的地位の濫用防止

事前策として、社内ルールにおいて、法令上の禁止行為についてそうした行為と誤認されるおそれのある行為も含めて禁止し、マニュアルで当該ルールの遵守を確保するための手続を定めているほか、社内ルールやマニュアルの内容に関し、役職員への研修を実施している。

また、事後策として、リスク管理部門が社内モニタリングにより適切性をチェックし、そのモニタリングの適切性についてコンプライアンス部門が検証を行っている^{66,67}。

(iv) 欧米金融機関との主な相違点

(a) 顧客情報管理

- ・ 欧米において大企業向け商業銀行業務と投資銀行業務を行う場合、銀行規制と証券規制の両方が適用されるのに対し、国内において銀行が投資銀行業務を行う場合、一部の証券規制が及んでいない部分がある。
- ・ 顧客情報管理において、日本では MNPI に相当するものとして法人関係情報の枠組みがあるが、法人関係情報の範囲に関し、証券会社では金商法に規定する認可金融商品取引業協会である日本証券業協会の自主規制規則に則り各社が対応を行っているのに対し、銀行では全国銀行協会が定めるガイドラインに則り、各行が法人関係情報及びそれに準ずる情報について管理を行うプラクティスとなっており、両者の範囲が必ずしも一致していない可能性があるのではないかと指摘がある⁶⁸。
- ・ MNPI 又は法人関係情報の管理システムに関し、欧米金融機関ではビジネスライン毎にグローバルのグループベースで組織的かつ一元的なシステムにより管理しているのに対し、国内金融機関ではエンティティ毎に別々のシステムにより管理している。
- ・ MNPI 又は法人関係情報の管理に関し、欧米金融機関及び国内大手証券会

⁶⁵ 一部金融機関では、コンプライアンス担当責任者（CCO）まで報告しているケースもある。

⁶⁶ 銀行において、系列証券会社との取引の開始等に言及するような事例に関しては、低格付先に対する銀証連携の制限や、銀証連携の記録作成が義務付けられているほか、上記のような案件等についてサンプルを抽出して、メールや面談記録等から、その適切性のモニタリングを実施している。また、顧客に対してアンケートを実施しているほか、相談窓口も設置している。

⁶⁷ このような体制が整備されている一方で、不適切な行為に関する指摘もあるところ、そうした行為に対しては、事後に処分する等の対応を行っている。

⁶⁸ 全国銀行協会の「法人関係情報の管理態勢の整備に関するガイドライン」に関する Q&A において、法人関係情報は金商法等府令第 1 条第 1 項第 14 号に規定されており、その範囲は、日本証券業協会「法人関係情報管理規程」（社内規程モデル）の別表を参照することとしている。

社⁶⁹においては、マーケット部門やリテール部門をパブリック部門として区分している。この点、国内大手銀行⁷⁰においては、認められる有価証券関連業務が限定的であり、上場会社等の有価証券等の売買・勧誘を行う部署が限定的であることから、CDS 取引や金融商品仲介を担当する特定の情報伝達禁止部署をパブリック部門として区分しており、パブリック部門の範囲がより限定的となっている。

- ・ 役職員による有価証券の自己売買等や情報共有における承認権者に関し、欧米金融機関ではコンプライアンス部門の承認を必要としている⁷¹のに対し、国内金融機関では部室店長が判断を行っていることが多い。この承認権者の置き方については、市場の公正性や信頼性の確保の観点からはコンプライアンス部門の判断等を求めることが重要との意見があったほか、法人関係情報管理において、ウォールクロス(部門間での情報共有)後に誰がどのように法人関係情報を利用しているかについての追跡を可能とする体制構築の重要性を指摘する意見もあった⁷²。
- ・ 法人関係情報や MNPI に該当しない顧客情報の管理に関し、欧米金融機関では、「個別案件の遂行」に限定して運用している金融機関も数多く見られるのに対し、国内金融機関では“Need to know”原則における「必要性」の考え方について、「個別案件の遂行」だけでなく「組織における業務の遂行」に関する必要性まで含まれており、国内金融機関の方が共有できる情報の範囲を広く捉えた運用となっている。

(b) 利益相反管理

- ・ 利益相反チェックや判断を行う者に関し、欧米金融機関では基本的に利益相反チェックを要する全ての案件においてコンプライアンス部門(利益相反管理オフィス)がチェックを実施するのに対し、国内の一部の銀行では、M&A 等の案件はコンプライアンス部門がチェックを実施するが、M&A 以外の案件については、その性質等により、コンプライアンス部門がチェックを実施するのではなく、コンプライアンス部門と営業部門とが共同で策定したルールに則って営業部門が取引を行うケースがある。
- ・ 経営に重大な影響を及ぼす可能性がある案件について、欧米金融機関では、

⁶⁹ 野村証券及び大和証券を指す。

⁷⁰ 三菱 UFJ 銀行、三井住友銀行、みずほ銀行を指す。

⁷¹ 欧米金融機関に対するアンケート結果等において、法人関係情報に関し、プライベート部門からパブリック部門へ伝達する際に、全社がコンプライアンス部門の事前承認が必要と回答しているほか、プライベート部門内で伝達する際にも、2社がコンプライアンス部門への登録が必要と回答している。

⁷² この意見に対し、第10回会合(2021年5月25日開催)において、銀行界出席者より、自行においては、法人関係情報に関し、伝達禁止部署(パブリック部門)への伝達は禁止されているほか、プライベート部門内において伝達する場合であっても、その時期や範囲についてシステムで管理・把握している旨の説明があった。

金融機関毎に差はあるものの経営幹部へのエスカレーションを行っているケースが見られるのに対し、国内金融機関では、経営幹部が参加する会議体に対するエスカレーションの社内ルールはあるが、社内でプラクティスが蓄積されたこと等を理由として担当部門や担当役員までで判断しており、概ね、当該会議体含め経営幹部に対するエスカレーションを行っているケースは確認されていない。

(3) 事業法人に対するヒアリング等

当ワーキング・グループにおいて委員から金融サービスの利用者である事業法人への意向把握の必要性が指摘されたことも踏まえ、事業法人に対して、金融庁によるヒアリングや日本経済団体連合会による意見聴取が行われた⁷³。

その結果、情報授受に関する規制については、ヒアリング等を行った事業法人のうち、現状で約半数の事業法人が包括同意書を提出しているが、約半数は個別案件毎に同意の判断を行っていた。その理由としては、主に、

- ①銀行・証券会社で各々専門性が異なり、銀証連携によるメリットを感じない
- ②金融機関から提案を受けるサービスは個別案件毎に自社の財務部門等で判断するものであり、必ずしも一律にワンストップでの総合的なソリューションの提供を求めている
- ③銀行に伝えたセンシティブ情報について、グループ証券会社に共有され、営業活動に勝手に利用される懸念がある

といった指摘があった。

その一方で、包括同意書による銀証連携により実際にメリットを享受できたとの回答もあった。そのような回答においては、“Need to know”原則に従った情報管理の必要性について併せて指摘があった。また、いわゆるホームベースルール等の緩和について、「良いサービスが提供されることになり得るのであれば、特に困るということはない」との指摘もあった。

なお、金融グループ内における情報共有の管理に関し、民・民間の契約(守秘義務契約)による対応に一定の理解を示す事業法人が多数あった一方、情報共有を拒否できるような法令上の仕組みの維持を求める事業法人が多数存在した(特に大企業)。この点について、「大企業以外の場合、実務負担の増大や守秘義務契約の内容に係る交渉力の観点から懸念がある」との指摘もあった。

また、大企業から、「欧米金融機関からサービスを受ける際も、必ずしもワンストップで総合的なソリューションの提供を受けているわけではなく、M&A やファイナンスといった案

⁷³ 合計 37 社に対してヒアリング等が行われた。うち 31 社が上場会社であり、資本市場を利用する企業が大半を占めている。なお、限られた社数の意見であることに留意が必要である。

件毎の内容・規模・地域等に応じて、金融機関が各々得意とするサービス分野等を踏まえてサービス毎に金融機関を選定している」との指摘もあった。

次に、利益相反については、「ローンと社債発行では、金融機関の収益構造が異なり、金融グループ内の事情等によっては、事業法人にとって最適解が必ずしも提案されない」との懸念を示す意見があった。同様に、業績の悪化時を想定した懸念としては、「独立系証券会社からは銀行の債権放棄も含めた提案があり得る一方、銀行系証券会社からはそのような提案は難しい」との指摘があった。

また、優越的地位については、大企業は、総じて金融機関とは対等な関係との認識であり、金融機関の優越的地位を利用した要請を受けたと回答した事業法人は見られなかった一方、「社債の引受等の金融取引において、グループ証券会社の利用について銀行から言及があった」との指摘や、「金融機関の行為が法令上禁止されている優越的地位の濫用に当たるか否かについては、線引きが難しいのではないか」との懸念を示す指摘があった。

3. 制度見直しのあり方

(1) 基本的な考え方

上記のとおり、欧米金融機関の投資銀行業務における情報管理に関する規律においては、情報授受規制がない中で、行為規制・市場規律・顧客の最善の利益を図るという金融機関の行為規範により、不公正取引の防止及び利益相反管理が徹底されている。我が国においても、同様の方法で管理を行うことにより、必ずしも入口において情報授受規制を設けておく必要はないのではないかとこの考え方もある。

この点、国内金融機関においても、情報管理・利益相反管理の体制整備は進展してきているが、ファイアーウォール規制がない欧米と同様の情報管理の仕組みを導入することについては、将来的な導入はともかく、現実的に国内金融機関内や国内金融機関と事業法人との間の実務に馴染むのか、といった課題もある。

また、国内の事業法人からは、国内の銀行における構造上の優越的な立場に起因する弊害や、金融グループ内での情報共有・利用のあり方への懸念が示されているほか、情報管理について契約実務での規律へと移行することに関しては、事業法人の負担や金融機関との交渉力を巡る懸念等が指摘されている。こうした点を背景として、情報授受規制の見直しに当たっても、自社の情報が共有・利用される範囲については自社で把握・管理したいとの考えの下、一定の措置(オプトアウトの維持)を求める強い主張がある。

このような中、我が国資本市場の一層の機能発揮、国際金融センターとしての市場の

魅力向上、顧客に対するより高度な金融サービスの提供の必要性、国内金融機関の国際競争力強化、顧客の利便性向上等の観点を踏まえつつ、ファイアーウォール規制の趣旨(顧客情報の適切な保護、利益相反管理、優越的地位の濫用防止)の実効的な確保を図る観点から、主に投資銀行業務や大企業向け商業銀行業務に相当する部分において、情報授受に関する規制については大胆な見直しを行うことが適当であると考えられる⁷⁴。その際、国内外の金融機関の実務や顧客である事業法人からの指摘等を踏まえると、併せて、①顧客情報管理、②利益相反管理、③優越的地位の濫用防止の実効的な確保を図る措置をしっかりと講じる必要がある。

(2) 情報授受に関する規制等のあり方

① 情報共有に関する新たな規律と対象とする法人の範囲

対象とする法人(後述参照)に係る非公開情報等を共有するに当たり、当該法人の同意を不要とする。ただし、当該法人からの停止の求めには応じる必要があるものとする。そのため、現行のオプトアウトの規定(みなし同意)は廃止し、新たなオプトアウトのあり方としては、極力手続を簡素化する(例えば、オプトアウトの方針を自社のウェブサイトに掲載するだけで良いとすること等^{75,76})。

当該見直しに係る法人の範囲については、資本市場の一層の機能発揮の促進や国際金融センターとしての市場の魅力向上等の本規制における検討の視点のほか、情報授受規制において、法人と個人の区別だけでなく、法人においても大企業とその他の中堅・中小企業とは区別する必要があるとの指摘を踏まえることが重要である⁷⁷。

⁷⁴ 今回のファイアーウォール規制の見直しは、競争促進的な面と、金融機関のグループ化を促進する面とがあり、後者については、米国において金融機関のグループ化の進展による弊害が指摘されていることにも留意が必要との意見があった。

⁷⁵ 法人から金融機関に対して金融グループ内における情報共有の停止を求める際の方法及び対応に関し、事業法人の利便性等の観点から、電子メールの活用を許容をはじめ、事業法人の意向を適切に把握し、その意向に沿った取扱いが可能となるよう、必要な対応が図られることが重要である。この点に関し、例えば、持株会社等企業グループの頂点に位置する上場企業等がそのグループ企業全体を代表し一括して、情報共有の停止の求めを金融機関に行くことを可能とする等、事業法人側の利便性向上の観点も踏まえたものとすることが重要との意見があった。

⁷⁶ 金融機関のウェブサイトに掲載するオプトアウト方針に関し、その掲載場所や掲載内容、オプトアウトを求める企業に対して用意する意思表示の方法等については、制度趣旨を踏まえたものとすることが求められる。また、新たな制度の内容や留意点等について、対象となる事業法人の適切な理解を促す観点から、制度の周知徹底が重要であるとの意見があった。

⁷⁷ 上場企業(グループ)等に対して金融サービス(M&A、社債引受、株式引受、グローバル市場取引等)が提供される、いわゆる資本市場においては、

- ① 事業法人のニーズや事業環境に応じ、定型的サービスのみならず、個別性の強いオーダーメイドの金融サービスの提供が行われることが多いこと、
- ② クロスボーダーの取引や金融サービスの提供が行われることも多く、国際的なルールとの整合性を図る必要性が高いこと

等の性質があることも踏まえることが考えられる。

こうした点から、上場企業(グループ)等⁷⁸を対象として見直しを行うことが適当である⁷⁹。

②オプトインの簡素化

新型コロナの中で加速化するデジタル化への対応を踏まえ、手続のデジタル化を促進させる観点から、中堅・中小企業や個人も含め、現行制度において電子メールを含む電磁的方法による同意取得が未整備となっている部分について対応を行うほか、電磁的方法による同意取得時に必要となる事前承諾⁸⁰を撤廃することが適当である。

③その他関連する規制

(i) ホームベースルール

2008年に、銀行・証券会社間では事後届出により役職員の兼職が認められたが、非公開情報を用いて業務を行う部門を兼職している役職員には、いずれか一方の管理する非公開情報にしかアクセスできない等の規制が適用されることとなった(いわゆるホームベースルール)。本規制は、事前予防的措置である情報授受規制の更なる事前規制であるとも考えられることから、役職員の兼職規制の見直しの趣旨が確保されるよう、本規制の撤廃を行うことが適当である^{81,82}。

(ii) 外務員の二重登録禁止規制

金商法では、金商業者等の役員又は使用人が当該金商業者等のために有価証券の売買等を行う場合、外務員としての登録が必要となっている。外務員は、その所属する金商業者等を代理して行為する権限を有するものとみなされており、登録拒否要件により同時に複数の金商業者等(例えば、証券会社と登録金融機関)に所属することはできず、1社専属制となっている。

本規制について見直しの検討を行う場合には、責任の所在が不明確になることの問題点や、どのような誤認防止措置が考えられるか等の論点について検討を行う必要がある。そのため、本規制については、その見直しの必要性を含め、今後更

⁷⁸ 上場企業(グループ)等には、金商法第163条第1項に規定する上場会社等のほか、有価証券報告書を提出している会社及びIPO予定会社や、上場会社等を含むそれらの会社のグループ会社を含むことが考えられる。

⁷⁹ 規制の見直しの対象となる事業法人等の範囲について線引きが行われた場合、その線引きに対応するためのシステム構築等の負担が生じること等が懸念されるとの指摘があった。

⁸⁰ 金商業者等が電磁的方法により同意を得ようとするときは、あらかじめ顧客等に、その用いる電磁的方法の種類及び内容を示し、書面又は電磁的方法による承諾を得ることとなっている。

⁸¹ ホームベースルールの撤廃に関しては、情報授受規制の緩和と併せて行うものであることから、十分な影響の検証やモニタリングが必要との意見があった。

⁸² ホームベースルールの撤廃に伴い、“Need to know”原則の徹底等、適切な情報管理の確保を図る観点から、兼職者に対する必要な留意点について、監督指針等で示すことが考えられる。

に議論を行う必要がある。

(iii) 引受関係の諸規制

銀行の役職員が、引受に関するアドバイスや紹介にとどまらない具体的な条件の提示や交渉を行うことを禁止する発行体クロスマーケティング規制や、1993年に業態別子会社形式による銀行・証券の相互参入が認められた際に導入された、主幹事引受規制(証券会社とその親子法人等が発行する有価証券の引受主幹事会社となることに関し、一定の要件⁸³を満たす場合を除き原則禁止)及び引受証券の売却制限規制(証券会社が有価証券の引受人となった日から6か月を経過する日までの間において、その親子法人等に当該有価証券を売却することが一定の場合⁸⁴を除き原則禁止)について、これらの行為は、利益相反や有価証券の発行条件等が歪められる等の懸念が指摘されている。これらの規制については、適切な引受審査を通じたプロセスの透明性を確保することが重要であり、慎重に検討する必要がある。

(3) 弊害防止の実効性の確保に向けた方策

例えば、これまで優越的地位の濫用に関する行政処分は限定的であるが、情報授受規制等の緩和に伴い、事業法人からは、優越的地位の濫用に対する懸念が増大すると指摘があった⁸⁵。こうした指摘や前述の欧米の規制・実務も踏まえつつ、今後、規制の見直しに当たっては、法令における規制整備に加えて、監督指針等を見直すことにより、金融機関自身による内部管理の強化を促していくことが適当である⁸⁶。

あわせて当局においても、利益相反管理に関し、体制整備状況等形式面・体制面にとどまらず、管理の対応のあり方等実質面に対するモニタリングを強化していく等、実効性の確保に向けた取組を行っていくことが適当である⁸⁷。加えて、顧客情報管理に関する銀行・証券会社に対するモニタリングについては、当局においては各々別の部署が担当しているところ、顧客情報管理の実効性を確保する観点から、銀行・証券会社各々に対

⁸³ ①既上場会社の増資の場合については、6か月以上継続上場している株券であって、1年間の売買金額及び時価総額がそれぞれ100億円以上であること等の要件を満たしていること、②IPO(新規公開時の増資)の場合については、十分な経験や発行会社と資本関係及び人的関係において独立性を有する他の引受証券会社が株券の発行価格の決定プロセスに関与していること。

⁸⁴ ①親子法人等が顧客から当該有価証券の売買に関する注文を受け、当該親子法人等がその相手方となって売買を成立させるために当該有価証券を取得させる場合、②当該有価証券の募集・売出しに際してブックビルディングを行って当該有価証券に関する投資者の十分な需要が適正に把握され、合理的かつ公正な発行条件が決定されている場合。

⁸⁵ 事業法人に対する金融機関のいわゆる優越的地位の背景として、金融機関から取引先企業の役員等への出向等、金融機関と企業間における日本特有の慣行があり、制度の検討に当たっては、こうした点に留意することも重要との指摘があった。

⁸⁶ 規制整備等の措置の対象については、大手銀行及び大手証券会社が想定される。

⁸⁷ 情報授受規制等の緩和に伴う実効的な弊害防止の確保や欧米における同種の罰則とのバランスを踏まえ、罰則の強化を検討すべきとの意見があった。

するモニタリングの水準の統一や、金融グループ内の一体的な管理を促す観点から、当局における関係部署間の連携強化を図っていく必要がある。

このように、金融機関自身の内部管理の高度化や、当局における監督指針等の見直しに加え、モニタリングの実効性の強化を通じて、弊害防止の実効性の確保を図っていくことが重要である。

①顧客情報管理

現在、法人関係情報に関する一部の規制については、証券会社にのみ適用されている規制が存在する。このような規制については、情報授受に関する規制等を緩和し、銀行が投資銀行業務と大企業向け商業銀行業務を行う場合には、欧米金融機関における規制の適用関係と同様に、登録金融機関としての銀行に対しても証券会社と同様の規制を課すことが適当である。具体的には、金融機関及びその役職員における法人関係情報に基づく有価証券の自己売買等の禁止規定については、現在、証券会社にしか規制が課せられておらず、登録金融機関としての銀行に対しても同様の規制を課すことが適当である。

また、顧客情報管理の実効性を確保する観点から、欧米の規制・実務も踏まえながら、法人関係情報管理におけるチャイニーズウォール構築やその具体的な方法、ウォールクロスを行う際の体制整備のあり方のほか、法人関係情報以外の顧客情報も含めた“Need to know”原則に基づく情報管理の徹底の必要性等、監督指針等において具体的に示していくことが適当である⁸⁸。

②利益相反管理

2008年の利益相反取引防止のための体制整備義務の導入以降、国内金融機関の利益相反管理に係る体制整備は一定の進展が見られている。今後は利益相反管理の運用実務面での更なる実効性の確保を促すことが重要であり、例えば、当局のモニタリングにおいて、利益相反管理のあり方について金融機関と対話を積み重ねることを通じて、適切な利益相反管理の実効性を高めていくことが適当である。

具体的には、監督指針において、利益相反のリスクが高いと指摘される典型的なケース⁸⁹を具体的に例示した上で、主に以下の内容を新たに規定し、モニタリングの強化を通じて、利益相反管理の実効性の確保を促していくべきと考えられる。

- ・ 特に利益相反のリスクが高いとして例示した典型的なケースについて、その解

⁸⁸ “Need to know”原則の“Need”（すなわち、情報共有の必要性）の考え方や情報共有の承認権者について、欧米の実務との相違点として指摘された点を踏まえ、銀行・証券会社間の情報共有だけではなく、各金融機関の内部における情報共有においても欧米の実務に合わせた対応を行う必要があるとの意見があった。

⁸⁹ 例えば、M&Aの売り手・買い手の両サイドに対してアドバイザー業務を提供するケースや、M&Aアドバイザー業務を提供する者の相手方や競合先に対してファイナンスを行うケースが考えられる。

消が図られるよう適切な管理を行うことの必要性

- ・ 特にグローバルに金融サービスの提供を行う金融機関においては、グローバルでの組織的・一元的なシステムによる管理等のグローバルベースでの適切な管理の重要性
- ・ 利益相反管理の実効性の確保を図る観点から、グローバルスタンダードの実務慣行も踏まえつつ、利益相反の確認やそれに伴う対応の判断時における経営幹部やコンプライアンス部門による適切な関与の重要性

また、今後、利益相反の可能性が特に高く対応が必要なケース等については、その適切な対応のあり方も含め監督指針に追加することや、更なる対応が必要な場合には行為規制での対応の必要性が考えられるほか、金融機関が顧客に対して損害を与えた場合の損害賠償規定の必要性を検討することも考えられるとの意見もあった。

③優越的地位の濫用防止

優越的地位の濫用を予防・防止する観点から、監督指針において、金融機関の優越的地位の濫用防止態勢に関する一定の考え方・着眼点を明確化するとともに、モニタリングの強化を図る観点から、当局において端緒をつかむための窓口設置や重点的なモニタリング、公正取引委員会との連携を強化していくことが適当である。

④その他

顧客情報の管理については、“Need to know”原則において情報共有の範囲に関する欧米金融機関の実務・考え方を踏まえた対応も考えられる等金融機関の内部管理の面からその徹底が図られることが重要であるが、顧客毎のニーズに応じて適切な管理を行う観点から、金融機関と顧客の間で、守秘義務契約を締結してその管理を強化する等、欧米と同様に、金融機関と顧客の間で、民・民間の契約に基づく管理を行っていくことも有益な実務であると考えられる。

(4)残された課題等

当ワーキング・グループにおいては、国内の法人に対する情報授受規制等のあり方を中心に提言を取りまとめた。今回の検討を通じ、規制の見直しが適当としたものについては、今後制度の詳細について検討がなされ、適切な制度整備と実効性の高い弊害防止措置の構築が進められていくことを期待する。

中堅・中小企業や個人顧客に関するファイアウォール規制の取扱いについては、仮に見直した場合における銀行の優越的地位の濫用等に係る懸念が指摘された一方、コロナ後の経済社会を見据え、今後ニーズが拡大しその対応が重要な課題となることが見

込まれる事業承継の円滑化の観点から取扱いを検討すべきとの指摘もある⁹⁰。この点については、ファイアーウォール規制の存在が適切な事業承継対応に影響を与え得る要因となっている具体的な事例を踏まえて検討を行う必要があるほか、検討に当たっては、こうした主体は上場企業等と比較して相対的に銀行に対して弱い立場に置かれていることを踏まえつつ、必要に応じて適切な弊害防止の方策も併せて検討する必要がある。この点については、今後当ワーキング・グループにおいて引き続き検討していく課題であると考えられる。

⁹⁰ 優秀な財務担当を社内に抱えることが難しく自社で財務戦略を立てるのが難しい中小企業ほど、銀証連携による総合的な金融ソリューションの提案の価値を享受できることから、大企業だけでなく様々なステークホルダーを含めて大局的に議論すべきとの意見もあった。

おわりに

以上が、当ワーキング・グループにおける、成長資金の供給のあり方及び国内顧客に関する銀証ファイアーウォール規制に関する検討の結果である。今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえ、コロナ後の新たな経済社会を見据えた市場制度の実現に向けて、適切な制度整備や更なる検討・取組が進められていくことを期待する。また、事業会社の意見を把握・分析すること等を通じて、金融機関側だけでなく事業会社側の視点から、今回の規制の見直しの目的の達成状況について検証を行い、その状況を踏まえた検討を行うことが重要である。

金融庁においては、銀証ファイアーウォール規制の残された課題のほか、直接金融と間接金融における開示のあり方の相違点⁹¹等、資本市場の一層の機能発揮に資する課題について、今後の市場環境や金融機関・金融サービスの利用者のニーズも踏まえ、引き続き検討を進めることを期待する⁹²。

以上

⁹¹ 資本市場の一層の機能発揮等に向け、資本性資金・負債性資金の垣根なく情報利用・提供のあり方を検討するとの観点からは、銀証ファイアーウォール規制の見直しのみならず、投資家の投資判断に必要な情報が十分に提供されることが重要であると考えられる。例えば、資本市場における社債とローンとの適正な投資条件の比較との観点からは、我が国においても融資のコベナントが諸外国と同様に開示されることが重要であるとの指摘があった。こうした点については、当ワーキング・グループ以外の場においても、必要な検討が進められることが期待される。

⁹² 現行制度においては、銀行や証券会社等異なる業態が同一の金融サービスを提供する際に、各々異なる業法に基づく規制が適用されているが、将来的には、金融サービス全般を包括する横断的な金融法制についても議論していく必要があるのではないかと意見があった。

「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」等の 制定等について

令和4年4月1日
日本証券業協会

I. 改正等の趣旨

非上場企業の資金調達の手段の円滑化と手段の多様化については、近年の政府の成長戦略及び規制改革実施計画等において掲げられているところであり、本協会においても、令和2年11月、「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」を設置して非上場株式取引制度の課題・改善策について検討を行い、令和3年6月に取りまとめられた報告書において、特定投資家私募制度の整備を中心とした改善案について提言を行ったところである。

今般、上記報告書に基づき「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」（以下「本WG」という。）において行った検討を踏まえ、特定投資家私募制度等の整備を行うため、「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」の制定及び「外国証券の取引に関する規則」の一部改正を行うこととする。

また、上記報告書に盛り込まれた株主コミュニティ制度の改善や店頭取扱有価証券に係る譲渡禁止期間の見直しを行うため、本WGにおける検討を踏まえ「株主コミュニティに関する規則」等の一部改正を行うこととする。

II. 改正等の骨子

1. 「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」の制定

(1) 目的等

特定投資家における店頭有価証券等の取引を公正かつ円滑ならしめるとともに、投資者保護に資することを目的とする旨を定める。（第1条）

(2) 定義

この規則において使用する用語について定義を規定する。（第2条）

(3) 検証及び審査

①取扱協会員は、新たに顧客に対して投資勧誘を行おうとする店頭有価証券等について、当該店頭有価証券等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及び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こととする。（第3条第1項）

②取扱協会員は、店頭有価証券及び投資証券等の検証を行う場合における、当

該店頭有価証券及び投資証券等に関する審査項目について定める。

(第3条第2項)

③ 検証及び審査の内容等の保存期間について定める。(第3条第3項)

(4) 発行者との反社会的勢力排除のための契約内容

取扱協会員は、店頭有価証券等の発行者との間で、当該発行者が反社会的勢力でない旨を確約すること等について、契約を締結しなければならないこととする。(第4条)

(5) 反社会的勢力の排除

取扱協会員は、店頭有価証券等の発行者が反社会的勢力に該当すると認められた場合又は反社会的勢力と関係があることが判明した場合は、当該店頭有価証券等の投資勧誘を行ってはならないこととする。(第5条)

(6) 特定証券情報の提供又は公表

- ① 特定証券情報の提供又は公表を投資勧誘の要件とすることを定める。(第6条第1項)
- ② 特定証券情報の提供又は公表の方法について定める。(第6条第2項)
- ③ 特定証券情報の様式について定める。(第6条第3項)
- ④ 特定証券情報の訂正について定める。(第6条第4項)
- ⑤ 取扱協会員は、発行者に対して特定証券情報の提供又は公表についての規定を遵守させるよう努めなければならない。(第6条第5項)

(7) 発行者情報の提供又は公表

- ① 発行者情報の提供又は公表に関する義務について定める。(第7条第1項)
- ② 発行者情報の提供又は公表の方法について定める。(第7条第2項)
- ③ 発行者情報の様式について定める。(第7条第3項)
- ④ 発行者情報を公表する場合の継続公表期間について定める。(第7条第4項)
- ⑤ 発行者情報の訂正について定める。(第7条第5項)
- ⑥ 取扱協会員は、発行者に対して発行者情報の提供又は公表についての規定を遵守させるよう努めなければならない。(第7条第6項)

(8) 投資勧誘の要件

取扱協会員が店頭有価証券等の投資勧誘を行う際の要件について定める。(第8条)

(9) 既存株主による売付けに係る勧誘

取扱協会員は、金商法の規定に抵触することがないように留意をしたうえで、店頭有価証券等を保有する顧客に対して、当該店頭有価証券等の売付けをす
るよう勧誘することができることとする。 (第9条第1項、第2項)

(10) 取引開始時の説明書の交付及び確認書の徴求

取扱協会員が顧客と店頭有価証券等について初めて取引を行う際の説明
書の交付及び確認書の徴求義務について定める。 (第10条)

(11) 個別銘柄に係る説明書の交付等

取扱協会員が投資勧誘を行う際の個別銘柄に係る説明書の交付等につい
て定める。 (第11条)

(12) 社内規則及び取扱要領

①取扱協会員における社内規則及び当該社内規則に基づく取扱要領の作成等
について定める。 (第12条第1項)

②取扱要領の変更並びに本協会への提出及び公表について定める。
(第12条第2項、第3項)

(13) 取扱協会員としての届出及び公表

協会員が取扱協会員となるための手続き等について定める。
(第13条第1項、第2項、第3項)

(14) 取扱協会員としての指定の取消し

①取扱協会員としての取消しを希望する際の手続きについて定める。
(第14条第1項)

②本協会が法令又は本協会の規則に違反する等の事由により必要であると認
める場合には、取扱協会員としての指定の取消し又は停止ができる旨につい
て定める。 (第14条第2項)

③取扱協会員としての指定の取消し又は停止の手続きについて定める。
(第14条第3項)

④取扱協会員としての指定の取消し又は停止についての公表について定める。
(第14条第4項)

⑤協会員は取扱協会員として行った業務に起因する義務及び責任を負うこと
とする。 (第14条第5項)

(15) 本協会への報告

取扱協会員は、本規則に基づく投資勧誘に係る取引の状況について、本
協会に報告することとする。 (第15条)

(16) 本協会による照会等

本協会は、取扱協会員に対して必要に応じて照会等を行うことができることとするとともに、取扱協会員は当該照会等に応じなければならないこととする。
(第 16 条第 1 項、第 2 項)

(17) 電磁的方法による交付等

書面の電磁的方法による提供及び確認書の電磁的方法による提出について定める。
(第 17 条第 1 項、第 2 項)

2. 「外国証券の取引に関する規則」の一部改正について

(1) 「外国新株予約権付社債券」の定義を新設する。
(第 2 条第 4 号の 2)

(2) 国内の取引所金融商品市場への上場がなされていない外国株券、外国新株予約権証券、外国新株予約権付社債券、外国投資信託受益証券、外国投資証券又は外国新投資口予約権証券の特定投資家向け売付け勧誘等又は特定投資家私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いについて、「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」の規定を準用することとする。
(第 49 条第 1 項)

(3) 第 49 条第 1 項に基づき投資勧誘を行う外国株券、クローズド・エンド型の外国投資信託受益証券及びクローズド・エンド型の外国投資証券に係る要件を定める。
(第 49 条第 2 項)

(4) 投資勧誘を行う有価証券に関する審査項目について定める。
(第 50 条)

(5) 特定証券情報及び発行者情報の様式について定める。
(第 51 条)

(6) 取扱協会員における社内規則の内容等について定める。
(第 52 条)

(7) その他、「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」を準用することに伴う所要の整備を図る。

3. 「株主コミュニティに関する規則」の一部改正について

(1) 株主コミュニティへの参加に関する勧誘が可能となる者（参加勧誘対象者）を拡充する。
(第 9 条第 2 項)

- (2) 店頭取扱有価証券に該当する場合は、株主コミュニティへの参加勧誘を行うことができることとし、そのために必要な規定を新設する。

(第9条第3項)

- (3) 会社内容説明書の作成会社について、運営会員が取得すべき情報に係る規定を整備する。

(第13条第2項)

- (4) 株主コミュニティの参加者以外の者に対する投資勧誘の特例として、会社関係者等や既存株主への投資勧誘を追加する。

(第16条の3)

- (5) その他所要の整備を図る。

4. 「店頭有価証券に関する規則」の一部改正について

- (1) 適格機関投資家について、店頭有価証券の2年間の譲渡制限を撤廃する。

(第4条第3項)

- (2) その他所要の整備を図る。

Ⅲ. 施行の時期

この改正は、令和4年7月1日から施行する。

以 上

○ 本件に関するお問い合わせ先：

日本証券業協会 自主規制本部 エクイティ市場部 (03-6665-6770)

「店頭有価証券に関する規則」の一部改正について

令和 4 年 4 月 1 日
（下線部分変更）

新	旧
<p>（店頭有価証券の投資勧誘の禁止）</p> <p>第 3 条 協会員は、次条から第 4 条の 2 まで、第 6 条、<u>第 7 条</u>、「株主コミュニティに関する規則」、「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」<u>又は「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」</u>の規定による場合を除き、店頭有価証券については、顧客に対し、投資勧誘を行ってはならない。</p> <p>（店頭有価証券の適格機関投資家に対する投資勧誘）</p> <p>第 4 条 協会員は、店頭有価証券に譲渡制限を付すことを取得の条件として、当該店頭有価証券に係る投資勧誘を適格機関投資家（金商法第 2 条第 3 項第 1 号に規定する適格機関投資家をいう。以下同じ。）に対して行うことができる。</p> <p>2 前項の譲渡制限は、次に掲げる者については、それぞれ次のとおりとする。</p> <p>1～4 （ 現 行 ど お り ） （ 削 る ）</p>	<p>（店頭有価証券の投資勧誘の禁止）</p> <p>第 3 条 協会員は、次条から第 4 条の 2 まで、第 6 条、<u>第 8 条</u>、「株主コミュニティに関する規則」<u>又は「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」</u>の規定による場合を除き、店頭有価証券については、顧客に対し、投資勧誘を行ってはならない。</p> <p>（店頭有価証券の適格機関投資家に対する投資勧誘）</p> <p>第 4 条 （ 同 左 ）</p> <p>2 前項の譲渡制限は、次に掲げる者については、それぞれ次のとおりとする。</p> <p>1～4 （ 省 略 ）</p> <p>5 <u>前各号に掲げる者以外の適格機関投資家当該店頭有価証券の取引所金融商品市場への上場日の前日又はその取得の日以後 2 年間を経過する日の前日のいずれか早い日まで、適格機関投資家以外の者に譲渡してはならない。ただし、次のいずれかに該当する場合であって、かつ、譲渡することが適当であると当該譲渡の前に協会員が認めるときは、この限りでない。</u></p> <p><u>イ 取得者がその経営の著しい不振により取得した店頭有価証券を譲渡する場合</u></p> <p><u>ロ その他社会通念上やむを得ないと認め</u></p>

新	旧
<p>3 <u>前2項の規定にかかわらず、第2項各号に掲げる者以外の適格機関投資家については、店頭有価証券に譲渡制限を付すことなく、当該店頭有価証券に係る投資勧誘を行うことができる。</u></p>	<p><u>られる場合</u></p> <p>3 <u>前項第5号に掲げる内容の譲渡制限を付す場合は、当該協会員及び投資勧誘の相手方である顧客の間で当該内容を含む契約を締結しなければならない。</u></p>
<p>4 (現行どおり)</p>	<p>4 (省 略)</p>
<p>(店頭取扱有価証券の投資勧誘)</p>	<p>(店頭取扱有価証券の投資勧誘)</p>
<p>第6条 協会員は、店頭取扱有価証券(第2条第4号ロ又はニに該当する店頭取扱有価証券を除く。以下同じ。)の募集、売出し(金商法第13条第1項の規定により目論見書を作成しなければならないものに限る。以下この項において同じ。)、私募若しくは私売出し(金商法第2条第4項第2号イからハまでのいずれかに該当する売付け勧誘等をいう。以下同じ。)(以下「募集等」という。)の取扱い又は売出し若しくは私売出し(以下「募集等の取扱い等」という。)に係る投資勧誘を行うことができる。</p>	<p>第6条 協会員は、店頭取扱有価証券(第2条第4号ロ又はニに該当する店頭取扱有価証券を除く。以下同じ。)<u>に譲渡制限を付すことを取得の条件として、当該店頭取扱有価証券の募集、売出し(金商法第13条第1項の規定により目論見書を作成しなければならないものに限る。以下この項において同じ。)、私募若しくは私売出し(金商法第2条第4項第2号イからハまでのいずれかに該当する売付け勧誘等をいう。以下同じ。)(以下「募集等」という。)の取扱い又は売出し若しくは私売出し(以下「募集等の取扱い等」という。)に係る投資勧誘を行うことができる。</u></p>
<p>(削 る)</p>	<p>2 <u>前項の譲渡制限は、当該店頭取扱有価証券の取引所金融商品市場への上場日の前日又はその取得の日以後2年間を経過する日の前日のいずれか早い日まで、適格機関投資家以外に譲渡してはならない。ただし、次のいずれかに該当する場合であつて、かつ、譲渡することが適当であると当該譲渡の前に協会員が認めるときは、この限りでない。</u></p>
<p>(削 る)</p>	<p>1 <u>取得者がその経営の著しい不振により取得した店頭取扱有価証券を譲渡する場合</u></p> <p>2 <u>その他社会通念上やむを得ないと認められる場合</u></p> <p>3 <u>前項に掲げる内容の譲渡制限を付す場合は、当該協会員、当該店頭取扱有価証券の発行会社及び投資勧誘の相手方である顧客の間</u></p>

新	旧
<p><u>2 協会員は、金商法第 13 条及び第 15 条第 2 項の規定により目論見書の作成及び交付をしなければならない店頭取扱有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は売出しを前項の規定により行うに際しては、顧客に対し、法令の定めに従って当該目論見書を交付した上で、当該店頭取扱有価証券及びその発行会社の内容を十分説明しなければならない。</u></p> <p><u>3 協会員は、金商法第 13 条及び第 15 条第 2 項の規定による目論見書の作成及び交付を要しない店頭取扱有価証券（上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていないものを除く。以下この項において同じ。）の募集等の取扱い等を第 1 項の規定により行うに際しては、顧客に対し、有価証券報告書又は第 5 条に規定する記載内容に加え、当該募集等を行う当該店頭取扱有価証券の証券情報を「企業内容等の開示に関する内閣府令」に定める有価証券届出書の「証券情報」の記載事項に準拠して追記した会社内容説明書を用いて、当該店頭取扱有価証券及びその発行会社の内容を十分説明しなければならない。</u></p> <p><u>4 協会員は、金商法第 13 条及び第 15 条第 2 項の規定による目論見書の作成及び交付を要しない店頭取扱有価証券（上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていないものに限る。以下この項において同じ。）の募集等の取扱い等を第 1 項の規定により行うに際しては、顧客に対し、第 5 条に規定する記載内容の会社内容説明書を用いて、当該店頭取扱有価証券の内容を十分説明しなければならない。ただし、顧客から当該発行会社に関する情報についての説明を求められた場合は、併せて、当該発行会社が内閣</u></p>	<p><u>で当該内容を含む契約を締結しなければならない。</u></p> <p>（ 新 設 ） 【第 7 条第 1 項から移動】</p> <p>（ 新 設 ） 【第 7 条第 2 項から移動】</p> <p>（ 新 設 ） 【第 7 条第 3 項から移動】</p>

新	旧
<p>総理大臣に提出した直近の有価証券報告書を用いて、当該発行会社の内容を十分説明しなければならない。</p> <p>5 協会員は、第1項の規定により投資勧誘を行った結果、店頭取扱有価証券の取引を初めて行う顧客（特定投資家（金商法第2条第31項に規定する特定投資家（同法第34条の2第5項の規定により特定投資家以外の顧客とみなされる者を除き、同法第34条の3第4項（同法第34条の4第6項において準用する場合を含む。）の規定により特定投資家とみなされる者を含む。）をいう。以下同じ。）を除く。以下この項及び次項において同じ。）に対し、店頭取扱有価証券の性格、取引の仕組み等について十分説明するとともに、顧客の判断と責任において当該取引を行う旨の確認を得るため、当該顧客から、店頭取扱有価証券の取引に関する確認書を徴求しなければならない。</p> <p>6 協会員は、第1項の規定により投資勧誘を行った結果、顧客から店頭取扱有価証券の取引の注文を受ける際は、その都度、当該有価証券が店頭取扱有価証券であることを明示しなければならない。</p> <p>7 協会員は、第2項及び第3項に規定する店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等を行う場合には、当該募集等に係る有価証券届出書、目論見書又は会社内容説明書を取扱部店（当該会員が金融商品仲介業務の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者の部店を含む。）に備え置き、顧客の縦覧に供しなければならない。</p> <p>8 協会員は、第1項に基づく投資勧誘について、本協会が別に定めるところにより、本協会に報告しなければならない。なお、金融商品仲介業務として同項に基づく投資勧誘を行う場合の特別会員による報告は、当該特別会</p>	<p>(新 設)</p> <p>【第7条第4項から移動】</p> <p>(新 設)</p> <p>【第7条第5項から移動】</p> <p>(新 設)</p> <p>【第7条第6項から移動】</p> <p>4 (同 左)</p>

新	旧
<p>員に当該金融商品仲介業務の委託を行った会員が当該特別会員について併せて報告を行うことで足りる。</p> <p>(削 る)</p> <p>【第6条第2項に移動】</p> <p>(削 る)</p> <p>【第6条第3項に移動】</p> <p>(削 る)</p> <p>【第6条第4項に移動】</p>	<p>(譲渡制限付き店頭取扱有価証券の投資勧誘)</p> <p><u>第7条 協会員は、金商法第13条及び第15条第2項の規定により目論見書の作成及び交付をしなければならない店頭取扱有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は売出しを前条の規定により行うに際しては、顧客に対し、法令の定めに従って当該目論見書を交付した上で、当該店頭取扱有価証券及びその発行会社の内容を十分説明しなければならない。</u></p> <p><u>2 協会員は、金商法第13条及び第15条第2項の規定による目論見書の作成及び交付を要しない店頭取扱有価証券（上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていないものを除く。以下この項において同じ。）の募集等の取扱い等を前条の規定により行うに際しては、顧客に対し、有価証券報告書又は第5条に規定する記載内容に加え、当該募集等を行う当該店頭取扱有価証券の証券情報を「企業内容等の開示に関する内閣府令」に定める有価証券届出書の「証券情報」の記載事項に準拠して追記した会社内容説明書を用いて、当該店頭取扱有価証券及びその発行会社の内容を十分説明しなければならない。</u></p> <p><u>3 協会員は、金商法第13条及び第15条第2項の規定による目論見書の作成及び交付を要しない店頭取扱有価証券（上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていないものに限る。以下この項において同じ。）の募集等の取扱い等を前条の規定により行うに際しては、顧客に対し、第5条に規定する記載内容の会社内容説明書を用いて、当該店頭取扱有価証券の内容を十分説明</u></p>

新	旧
<p>(削 る) 【第6条第5項に移動】</p> <p>(削 る) 【第6条第6項に移動】</p> <p>(削 る) 【第6条第7項に移動】</p> <p>(上場有価証券の発行会社が発行した店頭取</p>	<p><u>しなければならない。ただし、顧客から当該発行会社に関する情報についての説明を求められた場合は、併せて、当該発行会社が内閣総理大臣に提出した直近の有価証券報告書を用いて、当該発行会社の内容を十分説明しなければならない。</u></p> <p><u>4 協会員は、前条の規定により投資勧誘を行った結果、店頭取扱有価証券の取引を初めて行う顧客(特定投資家(金商法第2条第31項に規定する特定投資家(同法第34条の2第5項の規定により特定投資家以外の顧客とみなされる者を除き、同法第34条の3第4項(同法第34条の4第6項において準用する場合を含む。))の規定により特定投資家とみなされる者を含む。))をいう。以下同じ。))を除く。以下この項及び次項において同じ。))に対し、店頭取扱有価証券の性格、取引の仕組み等について十分説明するとともに、顧客の判断と責任において当該取引を行う旨の確認を得るため、当該顧客から、店頭取扱有価証券の取引に関する確認書を徴求しなければならない。</u></p> <p><u>5 協会員は、前条の規定により投資勧誘を行った結果、顧客から店頭取扱有価証券の取引の注文を受ける際は、その都度、当該有価証券が店頭取扱有価証券であることを明示しなければならない。</u></p> <p><u>6 協会員は、第1項及び第2項に規定する店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等を行う場合には、当該募集等に係る有価証券届出書、目論見書又は会社内容説明書を取扱部店(当該会員が金融商品仲介業務の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者の部店を含む。))に備え置き、顧客の縦覧に供しなければならない。</u></p> <p>(上場有価証券の発行会社が発行した店頭取</p>

新	旧
<p>扱有価証券の投資勧誘)</p> <p><u>第7条</u> (現行どおり)</p> <p>(自己売買)</p> <p><u>第8条</u> (現行どおり)</p> <p>(共同計算の取引)</p> <p><u>第9条</u> (現行どおり)</p> <p>(不正な手段を用いた店頭取引の禁止)</p> <p><u>第10条</u> (現行どおり)</p> <p>(過当の取引)</p> <p><u>第11条</u> (現行どおり)</p> <p>(買あおり又は売崩し)</p> <p><u>第12条</u> (現行どおり)</p> <p>(成行注文の受託、信用取引及び未発行店頭有価証券の店頭取引の禁止)</p> <p><u>第13条</u> (現行どおり)</p> <p>(会員間の売買の制限)</p> <p><u>第14条</u> 会員は、第3条の2、第4条、第4条の2、第6条及び<u>第7条</u>の規定により投資勧誘を行うものを除き、店頭有価証券については、会員間の流通を目的とする店頭取引を行ってはならない。</p> <p>(上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の売買報告等)</p> <p><u>第15条</u> (現行どおり)</p> <p>(店頭有価証券の価格情報の責任の所在等の明示)</p> <p><u>第16条</u> 会員は、店頭有価証券の売買価格等の情報(以下「価格等情報」という。)を提示す</p>	<p>扱有価証券の投資勧誘)</p> <p><u>第8条</u> (省 略)</p> <p>(自己売買)</p> <p><u>第9条</u> (省 略)</p> <p>(共同計算の取引)</p> <p><u>第10条</u> (省 略)</p> <p>(不正な手段を用いた店頭取引の禁止)</p> <p><u>第11条</u> (省 略)</p> <p>(過当の取引)</p> <p><u>第12条</u> (省 略)</p> <p>(買あおり又は売崩し)</p> <p><u>第13条</u> (省 略)</p> <p>(成行注文の受託、信用取引及び未発行店頭有価証券の店頭取引の禁止)</p> <p><u>第14条</u> (省 略)</p> <p>(会員間の売買の制限)</p> <p><u>第15条</u> 会員は、第3条の2、第4条、第4条の2、第6条及び<u>第8条</u>の規定により投資勧誘を行うものを除き、店頭有価証券については、会員間の流通を目的とする店頭取引を行ってはならない。</p> <p>(上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の売買報告等)</p> <p><u>第16条</u> (省 略)</p> <p>(店頭有価証券の価格情報の責任の所在等の明示)</p> <p><u>第17条</u> 会員は、店頭有価証券の売買価格等の情報(以下「価格等情報」という。)を提示す</p>

新	旧
<p>る場合（「株主コミュニティに関する規則」、<u>「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」</u>又は<u>「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」</u>による場合を除く。）は、いかなる媒体の利用を問わず、当該価格等情報と併せて会員名、取扱部店名（当該会員が金融商品仲介業務の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者の部店を含む。）及び当該価格等情報の提示日並びに当該価格等情報は売り気配又は買い気配ではない旨を明示しなければならない。</p> <p>（電磁的方法による交付等）</p> <p><u>第17条</u> 協会員は、<u>第7条</u>第1項に規定する証券情報等説明書の交付に代えて、「書面の電磁的方法による提供等の取扱いに関する規則」（以下「書面電磁的提供等規則」という。）に定めるところにより、当該証券情報等説明書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供することができる。この場合において、当該協会員は、当該証券情報等説明書を交付したものとみなす。</p> <p>2 協会員は、<u>第6条</u>第5項に規定する店頭取扱有価証券の取引に関する確認書及び<u>第7条</u>第2項に規定する上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の取引に関する確認書の徴求に代えて、書面電磁的提供等規則に定めるところにより、当該確認書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供を受けることができる。この場合において、当該協会員は、当該確認書を徴求したものとみなす。</p> <p>3 （ 現 行 ど お り ）</p> <p>（金融商品仲介業者に対する指導及び監督）</p>	<p>る場合（「株主コミュニティに関する規則」又は「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」による場合を除く。）は、いかなる媒体の利用を問わず、当該価格等情報と併せて会員名、取扱部店名（当該会員が金融商品仲介業務の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者の部店を含む。）及び当該価格等情報の提示日並びに当該価格等情報は売り気配又は買い気配ではない旨を明示しなければならない。</p> <p>（電磁的方法による交付等）</p> <p><u>第18条</u> 協会員は、<u>第8条</u>第1項に規定する証券情報等説明書の交付に代えて、「書面の電磁的方法による提供等の取扱いに関する規則」（以下「書面電磁的提供等規則」という。）に定めるところにより、当該証券情報等説明書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供することができる。この場合において、当該協会員は、当該証券情報等説明書を交付したものとみなす。</p> <p>2 協会員は、<u>第7条</u>第4項に規定する店頭取扱有価証券の取引に関する確認書及び<u>第8条</u>第2項に規定する上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の取引に関する確認書の徴求に代えて、書面電磁的提供等規則に定めるところにより、当該確認書に記載すべき事項について電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法により提供を受けることができる。この場合において、当該協会員は、当該確認書を徴求したものとみなす。</p> <p>3 （ 省 略 ）</p> <p>（金融商品仲介業者に対する指導及び監督）</p>

新	旧
<p><u>第18条</u> 会員は、委託先の金融商品仲介業者に対し、第3条、第3条の2第1項から第6項及び第8項、第4条第1項及び第2項、第4条の2第1項から第3項、<u>第6条第1項から第4項、第6項及び第7項並びに第7条第1項及び第4項の規定を遵守するよう指導及び監督を行わなければならない。</u></p> <p style="text-align: center;">付 則</p> <p>この改正は、令和4年7月1日から施行する。</p>	<p><u>第19条</u> 会員は、委託先の金融商品仲介業者に対し、第3条、第3条の2第1項から第6項及び第8項、第4条第1項及び第2項、第4条の2第1項から第3項、<u>第6条第1項及び第2項、第7条第1項から第3項及び第5項、第6項並びに第8条第1項及び第4項の規定を遵守するよう指導及び監督を行わなければならない。</u></p>