

規制改革推進会議
第14回投資等ワーキング・グループ
金融庁説明資料

リスクマネーの供給と投資者保護に関する取組

2020年4月13日

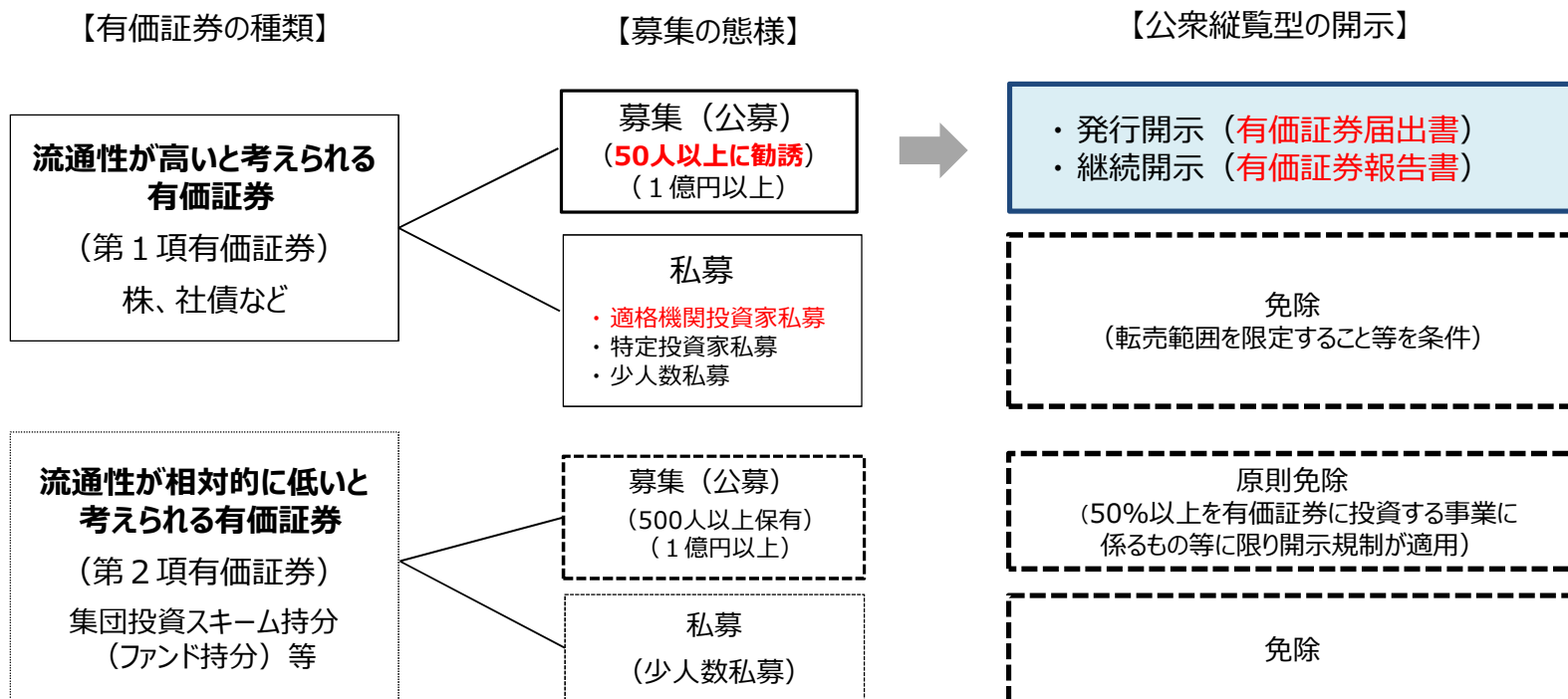
金融庁 企画市場局

目次

1. 発行者の開示規制について
2. 投資型クラウドファンディング制度について
3. 非上場株式の勧誘制限について
4. プロ向け市場制度について
5. ICO (STO) について
6. 今後の取組について

1. 発行者の開示規制について

金融商品取引法における情報提供（開示）の仕組み



有価証券届出書等の提出

募集の態様	募集		
	1,000万円以下	1,000万円超 ～1億円未満	1億円以上
私募 ・ 適格機関投資家私募 ・ 特定投資家私募 ・ 少人数私募	不要	有価証券通知書	有価証券届出書
募集 (公募)	不要	有価証券通知書	有価証券届出書

適格機関投資家私募について

- 適格機関投資家私募とは、**適格機関投資家のみ**を相手方として行う場合であって、当該有価証券がその取得者から適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものをいう。
- 適格機関投資家とは、**有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者**として内閣府令で定める者をいう。

- ・金融商品取引業者（第1種業者、投資運用業者）
- ・銀行、信金、信組（金融庁長官へ届出を行った者）
- ・保険会社
- ・年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）
- ・法人（有価証券残高10億円以上で金融庁長官へ届出を行った者）
- ・**個人（有価証券残高10億円以上かつ口座開設から1年以上で金融庁長官に届出を行った者）** など

（参考）金融商品取引法における個人のプロ投資家等の定義

適格機関投資家	特定投資家	適格機関投資家等特例業務の出資者の範囲
有価証券残高 10億円 以上、かつ口座開設から1年以上経過（金融庁長官に要届出）	純資産・投資性金融資産 3億円 以上、かつ、口座開設から1年以上経過（金融商品取引業者に要申し出）	投資性金融資産 1億円 以上、かつ、口座開設から1年以上経過

(参考) デジタル技術を活用した規制の精緻化に向けた実証事業

- 金融商品取引法令上、一定の要件を満たす個人は「プロ投資家」（特定投資家）となることが可能とされているが、その要件は、現状、画一的なものとなっている。
- こうした中、昨年10月の未来投資会議において、「プロ投資家の要件」について議論。また、12月公表の「新たな成長戦略実行計画策定に関する中間報告」でも、「**顧客の取引履歴データ等の分析・活用を進めることで、プロ投資家として扱うことが可能な個人を特定できないか検討する**」とされた。

現行ルール（金融商品取引法、内閣府令）

[プロ投資家の要件]

純資産・投資性金融資産が3億円以上
+
取引経験が1年以上
+
証券会社に申出

目指すべき方向性

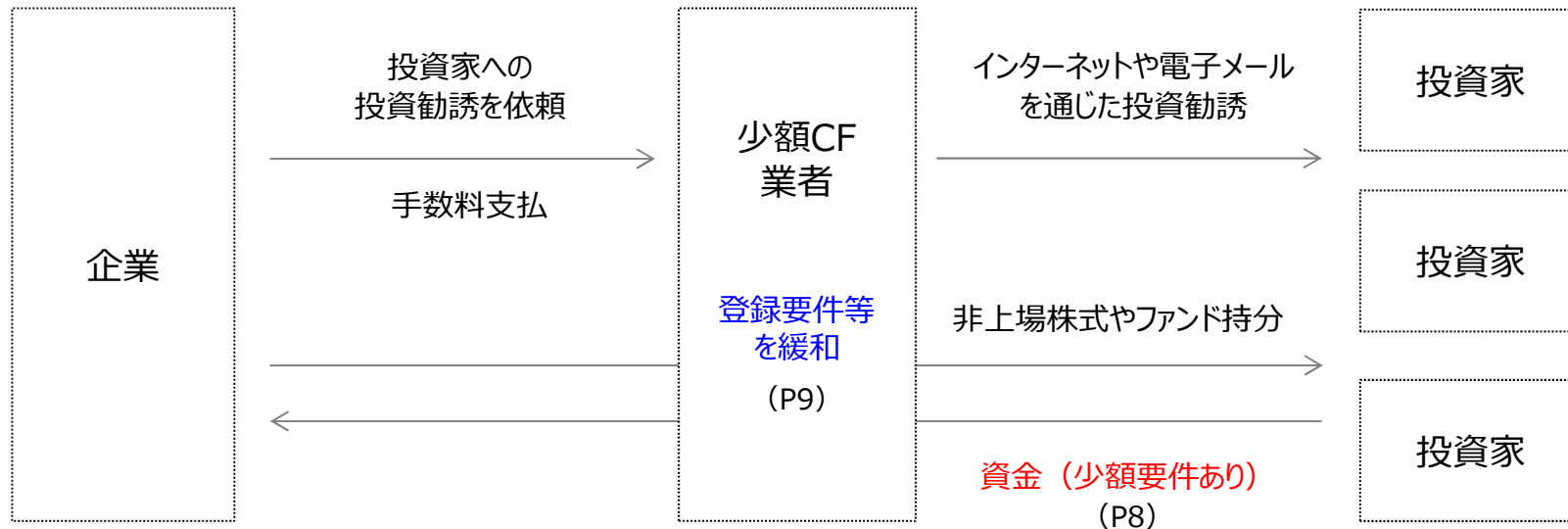
以下のような対応が可能か検討する。

- 顧客の様々なデータを分析し、プロ投資家とみなすことができる基準を弾力化
- 要件の弾力化を通じ、企業への資金調達や投資家の資産運用の多様化を図る

2. 投資型クラウドファンディング制度について

投資型クラウドファンディング制度の概要

- ベンチャー企業等へのリスクマネー供給を促進する観点から、投資型クラウドファンディング（CF）制度を整備。（2015年に改正金融商品取引法が施行）
- 通常、株式等の投資勧誘を発行者に代わって行う場合には金融商品取引業者としての登録が必要であるが、**少額（P8）の投資勧誘とそれに関する顧客金銭の預かりのみを行う業者**には、金融商品取引業者として通常求められる**登録要件等を一部緩和（P9）**。



少額要件について

(1) 資金調達の総額：1億円未満

- 法律上、1億円未満の株式募集の場合には有価証券届出書の提出が免除されていること等を踏まえ、上限額を1億円に設定。

(2) 上記の資金調達の総額には、過去1年間に同一の発行者が行った同一種類の有価証券に係る資金調達額を合算する

- 資金調達を分割して行うなど、上記(1)の要件を潜脱するような行為を防止するため

(3) 投資家1名当たりの投資額：50万円以下 (同一の発行者に対する過去1年間の投資額を含む)

- 米国では、個人の収入や純資産額に応じて上限額が設定されるが、少額CF業者が各投資家の年収や純資産額を確認することは難しいとの指摘もあり、簡素化の観点から一律50万円に設定。
- 米国の制度では、年収10万ドル(約1,075万円)の者の投資上限額は5千ドル(約54万円)、年収4.4万ドル(約475万円)までの者の投資上限額は2,200ドル(約24万円)。
(しかも、投資先毎の上限額ではなく、CFの全ての投資先への投資総額の上限額)

少額CF業者に対する主な規制の緩和について

	第1種 金融商品 取引業者	株式投資型 少額CF業者	第2種 金融商品 取引業者	ファンド投資型 少額CF業者
	最低資本金	5,000万円	1,000万円	1,000万円
兼業規制	あり (届出又は承認)	なし		なし
投資保護基金への 加入義務 (注1)	あり	なし		なし
責任準備金の 積立義務 (注2)	あり	なし		なし

(注1) 投資者保護基金制度とは、同基金に加入する事業者が破綻し、かつ、顧客資産の返還が行われない場合に、同基金が顧客1人当たり1,000万円まで補償するもの。

(注2) 責任準備金とは、証券事故により顧客に生じた損失を補填する場合に備えて、事業者が積み立てる準備金のこと。

(参考) 株式投資型CFの状況 (1)

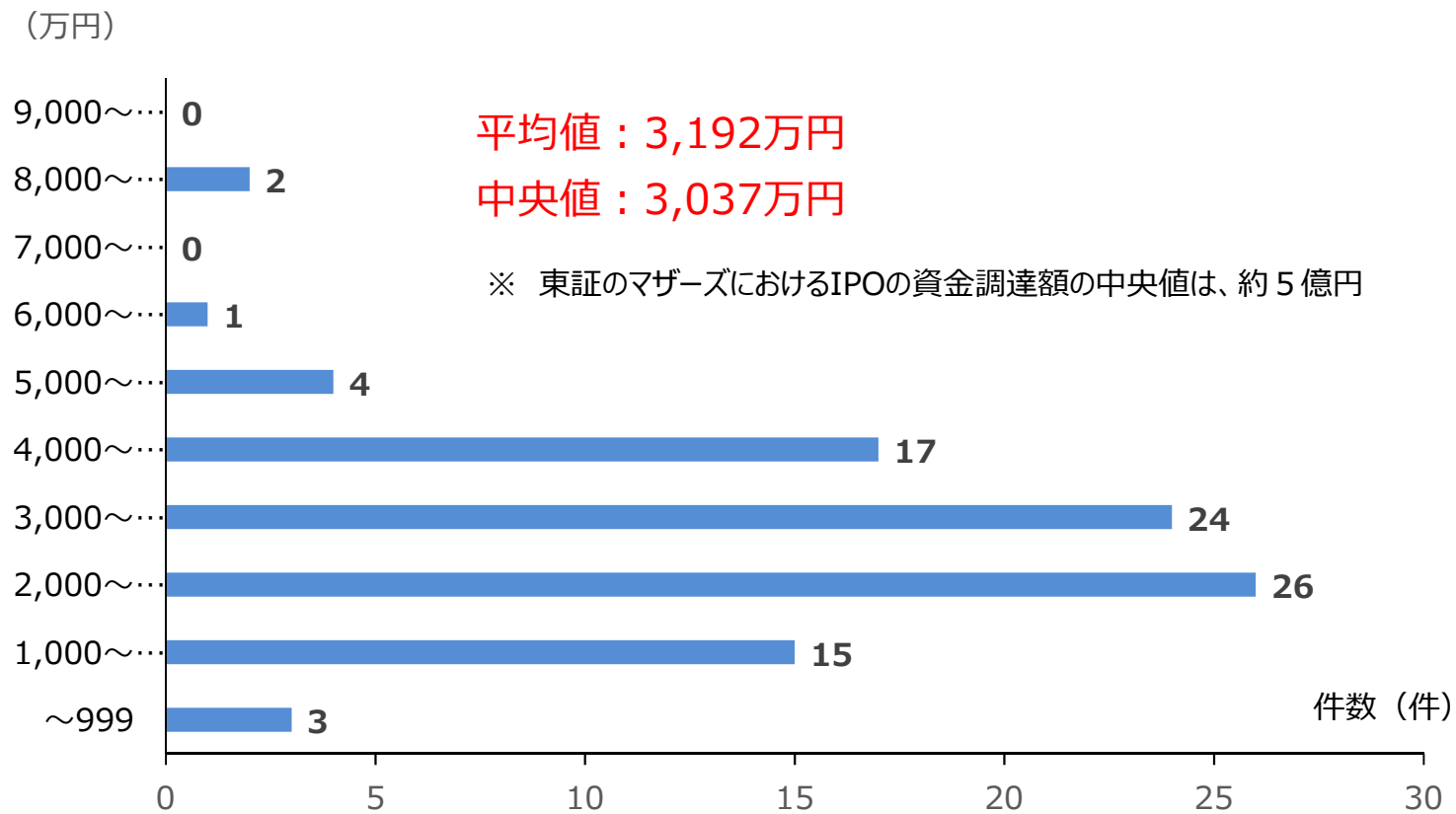
	件数	調達総額	平均調達額
2017年	18件	5.1億円	2,859万円
2018年	42件	14.7億円	3,500万円
2019年	32件	9.5億円	2,973万円

(注) 日本証券業協会のデータを基に作成

(参考) 株式投資型CFの状況 (2)

● 発行者による調達金額の分布

(2019年12月末までの成立案件92件)

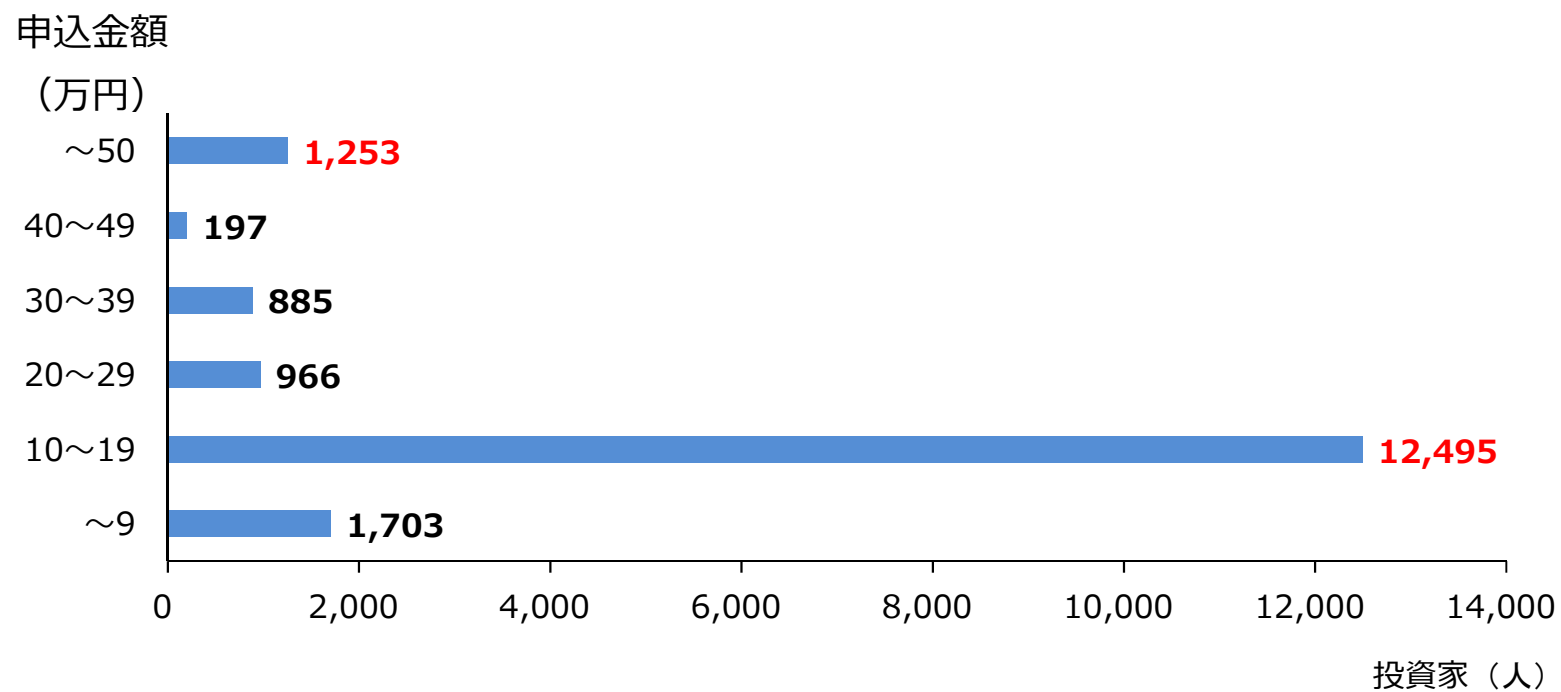


(出所) 日本証券業協会

(参考) 株式投資型CFの状況 (3)

● 投資家 1 人あたり申込金額の分布

(2019年12月末までの成立案件92件、投資者計17,499人)



(出所) 日本証券業協会

3. 非上場株式の勧誘制限について

非上場株式の勧誘制限について

- 金融商品取引業者の自主規制団体である「日本証券業協会」の自主規制では、非上場株式のリスクを踏まえ、**金融商品取引業者が非上場株式の投資勧誘を行うことを原則禁止**。

例外的に勧誘が許容されているもの

- **適格機関投資家**への勧誘
- **少額CF**による一般投資家への勧誘
- **株主コミュニティ**に参加する一般投資家への勧誘（後述）
- **有価証券報告書**又はそれに準ずる**会社内容説明書**を開示する**会社**が発行する株式の一般投資家への勧誘（2年間、適格機関投資家以外の譲渡制限があるものに限る）

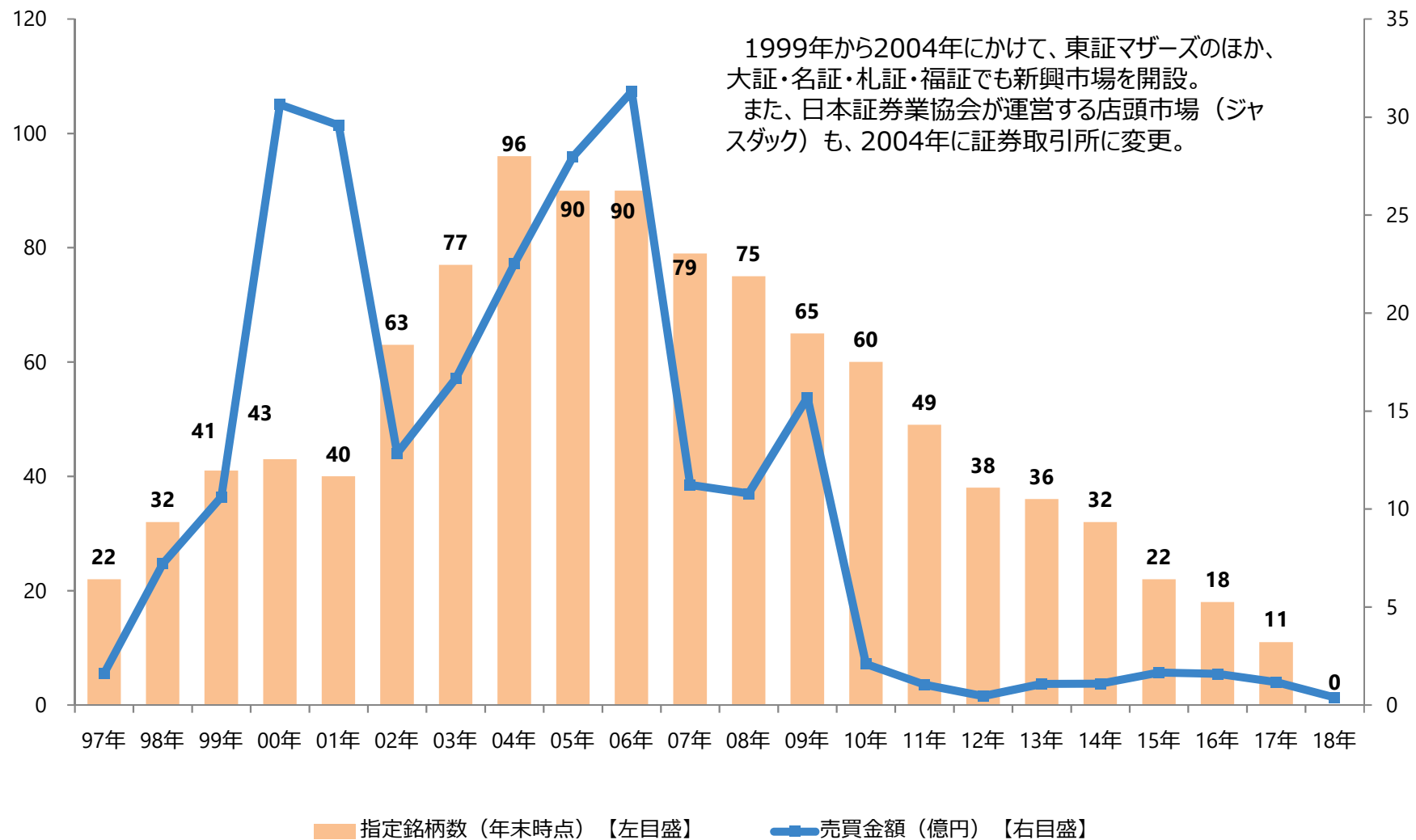
など

グリーンシート銘柄制度と株主コミュニティ制度について

- 従来、非上場株式の売買に関しては、日本証券業協会が運営する「グリーンシート」が存在。
- しかし、取引所の上場基準の引下げにより存在意義が見出せなくなってきたこと、それにもかかわらず、発行者に上場企業と大差ない開示が課されていたことから、利用が低迷。2018年に廃止。
- 一方、地域に根差した企業等の非上場株式については、一定の取引ニーズも存在することから、流通性を限定する代わりに発行者の負担を軽減した「株主コミュニティ」制度を2015年に創設。

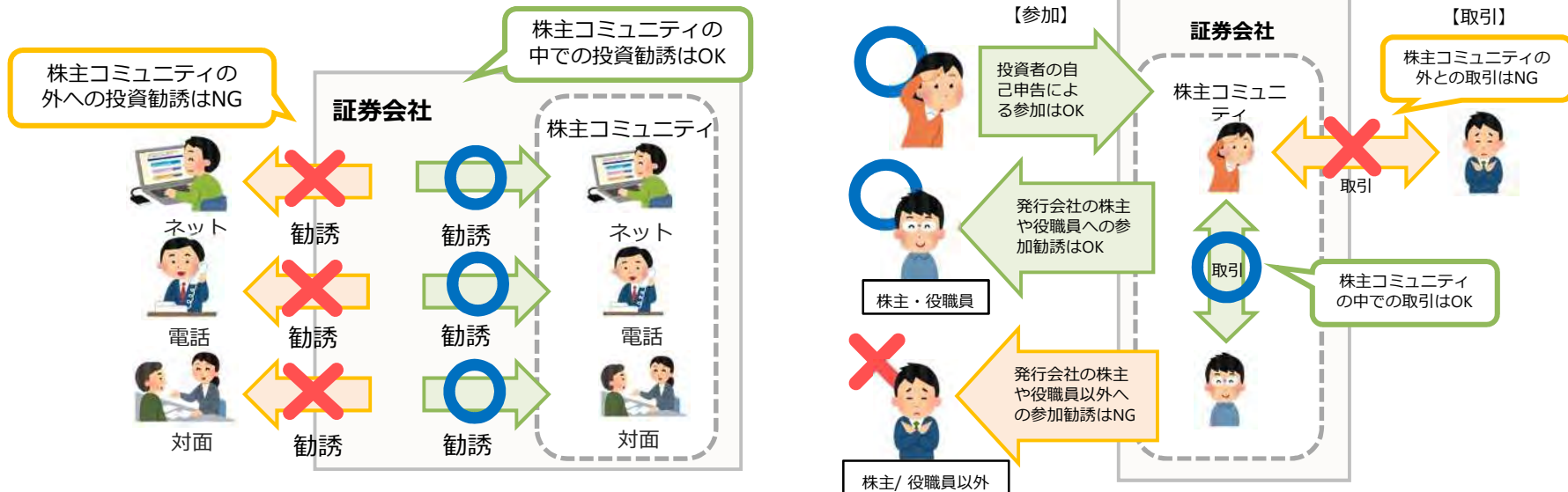
	グリーンシート [廃止]	株主コミュニティ
投資勧誘できる対象 (自主規制)	制限なし	株主コミュニティに参加する投資家 (既存株主、発行会社の役員・従業員を除き、 コミュニティへの参加の勧誘は不可)
インサイダー規制 (法律)	適用あり	適用なし
重要情報の適時開示 (自主規制)	必要	不要
継続開示書類 (自主規制)	有価証券報告書と同等レベル	左記より緩和 (会社法で求められる計算書類等)
財務監査 (自主規制)	必要	不要

(参考) グリーンシートの状況の推移 (1997年創設～2018年廃止)



(出所) 日本証券業協会

株主コミュニティの概要



(出所) 日本証券業協会

日本証券業協会によれば、利用が想定される企業は以下のような企業。

- 新規・成長企業
- CFで資金調達を行った企業 (CFで株式を取得した者の換金ニーズ、CFで株式を取得しなかった者による取得ニーズ)
- 地域密着型企业 (株主優待を期待した売買、地元企業の応援)
- 発行会社をよく知る人々による売買が見込まれる企業 (既存株主、会社の役職員、取引先、地元の人々等)

(参考) 株主コミュニティの状況 (1)

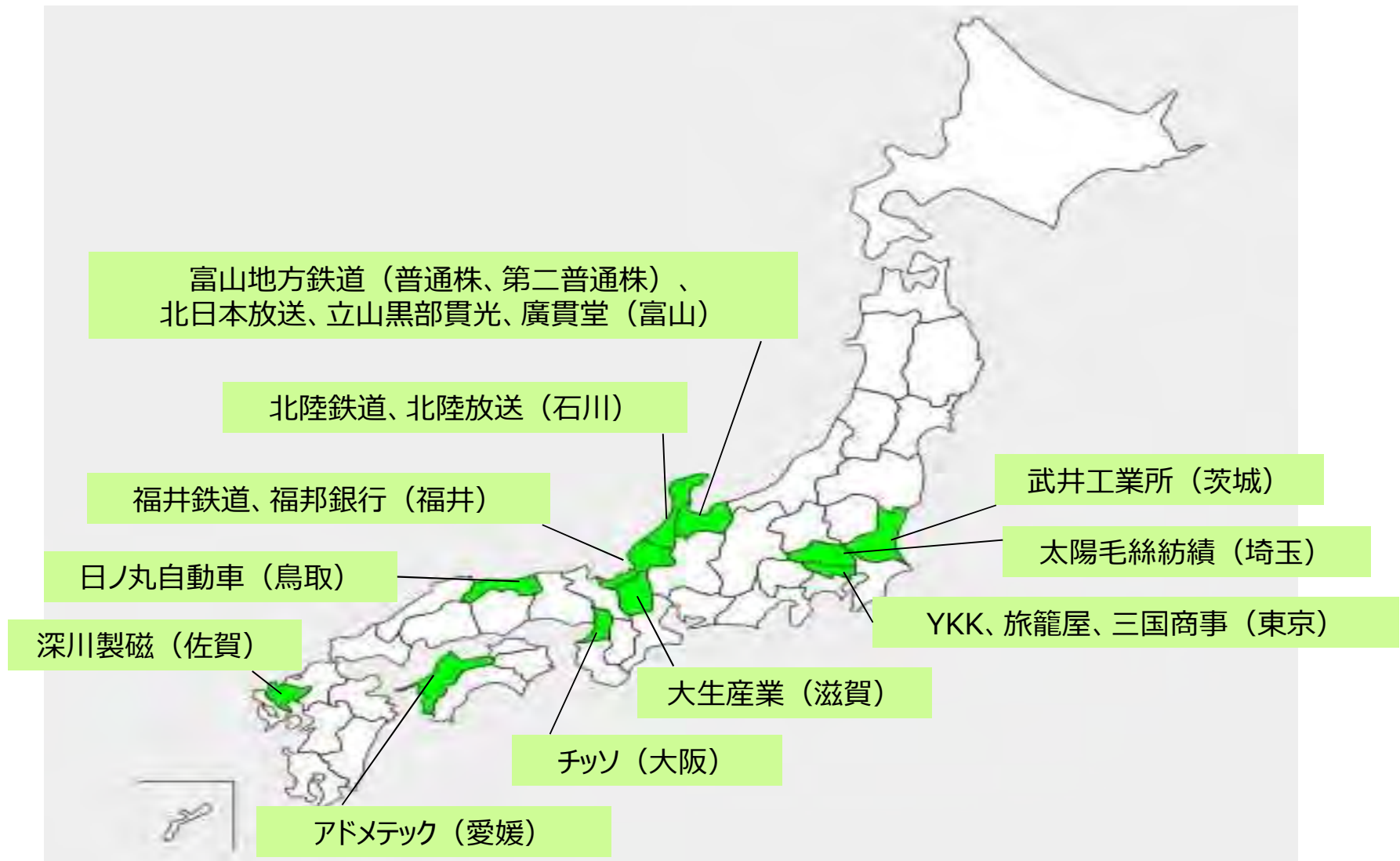
運営証券会社	所在地	日証協からの指定	取扱銘柄数
今村証券	石川県	2015年	9銘柄
島大証券	富山県	2015年	6銘柄
みらい証券	東京都	2016年	7銘柄
大山日ノ丸証券	鳥取県	2018年	1銘柄
みずほ証券	東京都	2018年	1銘柄
野村證券	東京都	2019年	—

(注) 日本証券業協会のデータを基に作成。2019年12月末時点。

	コミュニティ参加者延数	約定金額	銘柄数
2017年	1,237人	5.5億円	16銘柄
2018年	3,155人	5.0億円	20銘柄
2019年	3,377人	5.0億円	19銘柄

(注) 日本証券業協会のデータを基に作成

(参考) 株主コミュニティの状況 (2)



(出所) 日本証券業協会

4. プロ向け市場制度について

プロ向け市場制度の概要

- 市場の活性化の観点から、参加者を**プロ投資家（特定投資家等）**に限定した**自由度の高い市場制度を整備**（2009年に改正金融商品取引法が施行）。

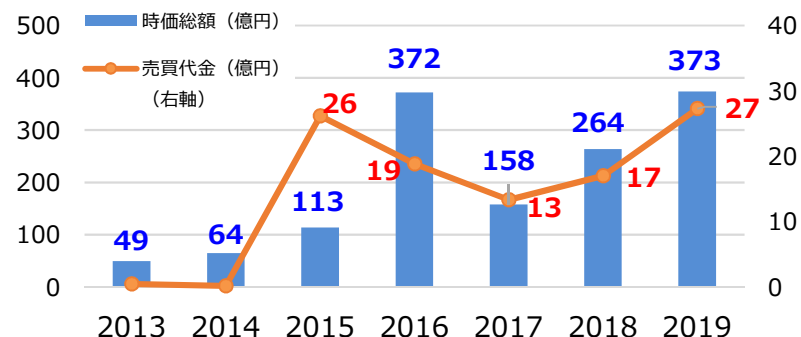
東証の主な市場区分における上場ルール等

	東証第一部 (代表市場)	東証マザーズ (新興市場)	TOKYO PRO Market (プロ向け市場)
投資家	制限なし	制限なし	プロ投資家に限定
上場審査	東証	東証	東証が認定したアドバイザー (証券会社等) が実施
数値要件	あり (時価総額250億円以上など)	あり (時価総額10億円以上など) (利益基準はなし)	なし
法定開示書類	有価証券報告書 内部統制報告書 四半期報告書 など	有価証券報告書 内部統制報告書 四半期報告書 など	取引所規則で定める情報 (東証規則上、内部統制報告書や四半期報告書は不要)
重要情報の適時開示	必要	必要	必要
上場前の財務監査	2年分	2年分	1年分
上場後の財務監査	必要	必要	必要

(参考) プロ向け市場 (TOKYO PRO Market) の状況

○ プロ向け市場の上場企業には、中小企業が多い。

時価総額等



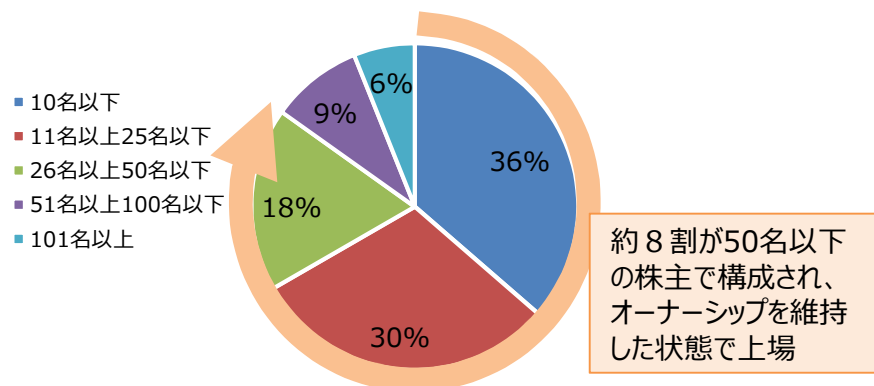
上場数	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
上場数	6	9	14	16	22	29	33

資本金の金額別で見た上場会社数

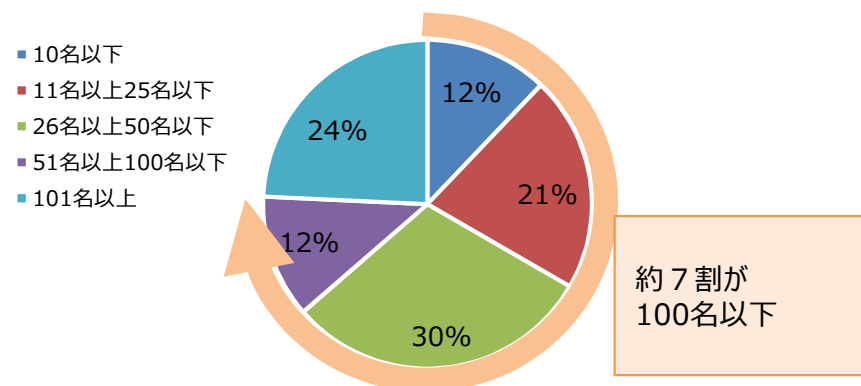
資本金 (億円)	プロ向け市場を除く 全上場会社数 (※1)	プロ向け市場の 上場会社数 (※2)
10以上	2,692	0
1以上10未満	1,026	9
0.1以上1未満	50	24

(※1) 2020年2月5日時点。Yahooファイナンスより作成
(※2) 2019年12月末時点

株主数



従業員数

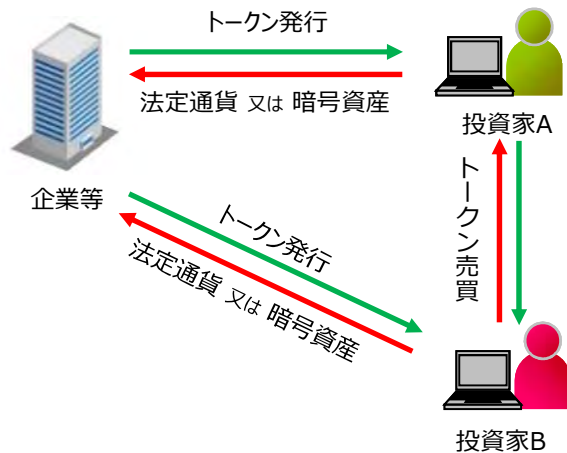


5. ICO (STO) について

ICO (STO) について

- ICOに明確な定義はないが、企業等がブロックチェーン技術等を用いて電子的にトークンを発行して、投資家から資金を調達する行為の総称とされている（投資家が収益分配を受ける権利を有する場合はSTOとも呼ばれる）

- 従来、ICOに適用されるルールが不明確



[指摘されているメリット]

- 発行コストや管理コストが低下する可能性
- 発行と流通を1つのプラットフォームで行える

[指摘されている懸念点]

- 詐欺事案、ずさんな計画に基づく事案の増加
- 流動性が増すことによる被害の拡大リスク
- 流出リスクなどの新たなリスク

- 投資者被害が多発すると、適切な案件への投資も委縮する等して、イノベーションを阻害するおそれ
⇒ 発行者・仲介業者による行為の適切性を確保することが、イノベーション・投資者保護の両面から重要

2019年の金融商品取引法改正と今般の政府令改正の概要

改正法における対応

- ファンド持分（投資家から調達した資金等を充てて行う事業から生ずる収益の分配を受ける権利）等がブロックチェーン上のトークンに表示されたものを「**電子記録移転権利**」と定義し、**1項有価証券**と位置付け。
 - ※ P3の通り、有価証券は、株式・社債等の流通性が高いと考えられる1項有価証券と、ファンド持分等の流通性が相対的に低いと考えられる2項有価証券に分類される。
 - ※ 2項有価証券は、1項有価証券と比べて流通性が相対的に低いことから、発行者開示が適用される基準を1項有価証券よりも緩和するとともに、その売買等を行う者も第1種金商業者ではなく、登録要件等が緩和された第2種金商業者としている。
 - ※ ファンド持分等は、元々、商品設計の自由度が高く、また、問題事例も多い中、ブロックチェーン上のトークンと一体として移転される場合、従来と比べて流通性や詐欺等のリスクが増すと考えられる。こうしたことから、トークンに表示されるファンド持分等を1項有価証券とした。
- 一方、**流通性や詐欺等のリスクが限定的と考えられるものについては、内閣府令で「電子記録移転権利」の定義から除くことができる枠組みを用意。**
(電子記録移転権利から除かれるものは、例外的に、2項有価証券のまま)



改正内閣府令における対応

- 電子記録移転権利から除かれるものとして、以下を規定。

「保有者が一定の投資家（適格機関投資家、資本金5,000万円以上の法人、証券口座開設1年以上かつ投資性金融資産・暗号資産の合計残高が1億円以上の個人等）に制限され、かつ、トークンの譲渡に発行者の承諾が必要であるもの」

※ 通常、2項有価証券は①広く個人が投資するものではなく、転々流通するものでもない。また、②イノベーションの観点からも、詐欺等が横行するとかえってこれを阻害するおそれがあり、詐欺の抑止・投資者保護を図ることが重要。こうしたことから、保有者を一定の見識を持つと考えられる投資家に限定。

※ 金融商品取引法上、一定の見識を持つと考えられる投資家の種類としては、①適格機関投資家、②特定投資家、③適格機関投資家等特例業務の対象投資家の3つがあるが、基本的に③と同様の範囲。

6. 今後の取組について

リスクマネー供給と投資者保護のあり方について

- 日本経済の成長を図っていく上で、ベンチャー企業等へのリスクマネーの供給は重要。
- この点について、開示規制、少額CF業者が取り扱うことができるCFの少額要件、非上場株式の勧誘制限（日本証券業協会の自主規制）を緩和すべきとの意見もある。
- 一方、非上場株式への投資は、上場株式への投資と比べて一般的に投資リスクが高く、投資者保護の視点が極めて重要である。



- 金融庁としては、投資者保護の確保を図りつつ、リスクマネーの供給を促進する観点から、少額CF制度、非上場株式の勧誘制限、プロ投資家の要件について、制度改善できる部分はないか、実態をよく把握した上で、日本証券業協会とも連携しつつ、検討してまいりたい。