

# 個人の特定期投資家制度はどう見直されるか ～新たな富裕層ビジネスとしての可能性



令和4年3月29日  
株式会社資本市場研究所きずな

## 期待されるプロ投資家

アベノミクス以降、日本の新規・成長企業向けのリスクマネー供給強化を目的に、投資型クラウドファンディング(以下投資型CF)、株主コミュニティ制度、プロ向け市場のTOKYO PRO Market(以下、TPM)などが整備され、IPO(新規株式公開)への取組みも強化されてきた。

しかし、日本の資本市場は未だにIPOに偏っていて、これら新たに整備されてきた制度が市場の裾野として十分に広がりを見せているかといえば、米国など諸外国には見劣りしていて新規・成長企業へのリスクマネー供給が充分に行われていないと見られている。

加えて、IPOについてもベンチャーキャピタルや親会社などの売出しが主体となっているために、企業自身の調達である公募増資部分の比率が小さいので(2021年のIPOでの売出額5,670億円に対して公募増資での調達額2,032億円;日本証券業協会統計資料より)、新規上場企業に成長資金が充分供給されているとは言い難い。

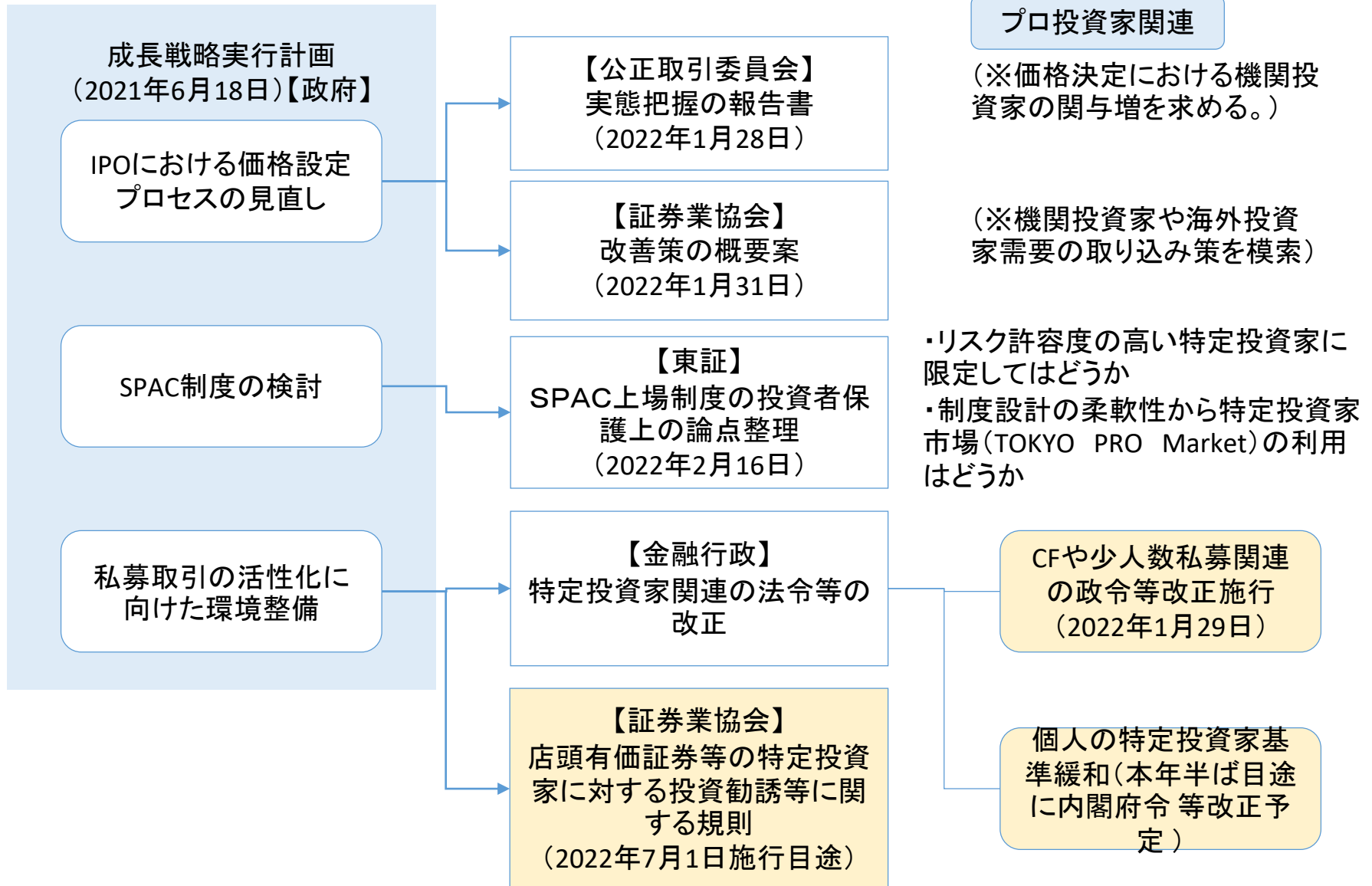
このような状況の中、2021年度成長戦略実行計画では①IPOにおける価格設定プロセスの見直し②SPAC制度の検討③私募取引の活性化に向けた環境整備などが挙げられていたが、それぞれ検討をおこなっている関係者視点の共通項としては、相応のリスクを負うことが可能なプロの投資家を活用していこうとの考え方がある。特に長期的リスクテイクが可能な個人のプロ投資家の規制を緩和することが、現在の市場関連行政の方向性となっている。

個人のプロ投資家定義としては、届出義務がある適格機関投資家(保有有価証券10億円以上、証券口座開設後1年経過:2022年2月1日現在で131名)、証券会社が確認を行う特定投資家(純資産・投資性金融資産3億円以上、取引経験1年以上)、適格投資家向け投資運用業(いわゆる「プロ向け投資運用業」)の対象となる適格投資家(投資性金融資産1億円以上、証券口座開設後1年経過)の3つある。このうち特定投資家について、個人の要件や特定投資家と成る為の移行手続きの弾力化、特定投資家私募の拡充などについて2022年半ばに関連法制度等の改正が予定されている。

先ず要件の緩和については、新たに年収・職業経験に保有資格・取引頻度を勘案している。例えば、単独での要件としては、年収1億円以上か投資性金融資産若しくは純資産が5億円以上。複数の組み合わせとしては、投資性金融資産若しくは純資産が3億円以上と年平均取引頻度4回/月以上か、年収1千万円以上若しくは投資性金融資産若しくは純資産が1億円以上と特定の職業経験(金融機関業務やコンサルティング職など)か特定の保有資格(アナリストや証券外務員資格、CFPやAFP、中小企業診断士など)の組み合わせが考えられている。移行手続きの弾力化では、取引経験の1年以上という要件について、他の証券会社での取引実績や特定投資家認定も活用できたり、特定投資家認定の1年後に求められている確認については自己申告等で代用する方向で検討されている。

なお、上記に先立ち投資型CFにおいて年間の発行総額(1億円未満)上限や投資上限額(50万円)から特定投資家投資分を除いたり、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ヶ月に短縮する政令等の改正が2022年1月29日に施行されている。

# 成長戦略実行計画とプロ投資家



## 未上場株式取引に関する新制度

日本証券業協会は、証券会社における非上場株式の取扱いについて特定投資家に係わる部分を中心に自主規制ルールを改正・整備する。

まず株主コミュニティ制度では、現在原則禁じられている株主コミュニティ参加への勧誘について特定投資家に対しては認める。また、株主コミュニティ銘柄の会社関係者や既存株主への投資勧誘も認める。

次に、新たな制度として「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」を定め非上場株式などに対する特定投資家への勧誘の枠組みを設ける。その内容は次の様なものだ。

### 【取扱協会員】

内部管理体制等が整備されていることを協会が確認した証券会社のみが取扱い可能とする。具体的には、社内規則に基づいた取扱要領を作成し証券業協会に提出・公表

しなければならない。

### 【発行者・銘柄に対する検証・審査】

現在、TPMでは既に行われている企業情報開示である特定証券情報(記載項目は有価証券届出書に準じている。)や定期的・継続的に情報開示を行う発行者情報(記載項目は有価証券報告書に準じている。)に相応する情報開示を企業が行うよう、証券会社が努めなければならない。

### 【反社会的勢力排除】

一般的な証券取引における反社会的勢力排除の対応に加え、投資勧誘を行う際、発行者との間で反社会的勢力排除の契約を締結しなければならない。

### 【情報提供】

現在、TPM上場企業では既に行われている発行者の情報開示である特定証券情報(記載項目は有価証券届出書に準じている。)や定期的・継続的に情報開示を行う発行者情報(記載項目は有価証券報告書に概ね準じている。)に相応する情報開示を発行者が行うよう、証券会社が

努めなければならない。

### 【リスク・重要事項説明の充実】

取引開始時に有価証券ごとに一般的なリスクの説明及び確認書の徴求を行い、投資勧誘時に個別銘柄ごとに想定顧客や当該銘柄に係るリスク・重要事項の説明を求められる。

その他の自主規制ルール改正としては外国株式に関しても上記の新規則を準用し、店頭取扱有価証券に係る譲渡禁止期間(取得後2年間の譲渡制限)を撤廃するとしている。以上の自主規制ルールの改正・整備は、現在パブリックコメント中で、4月中旬にも確定し、2022年7月1日からの施行を予定している。

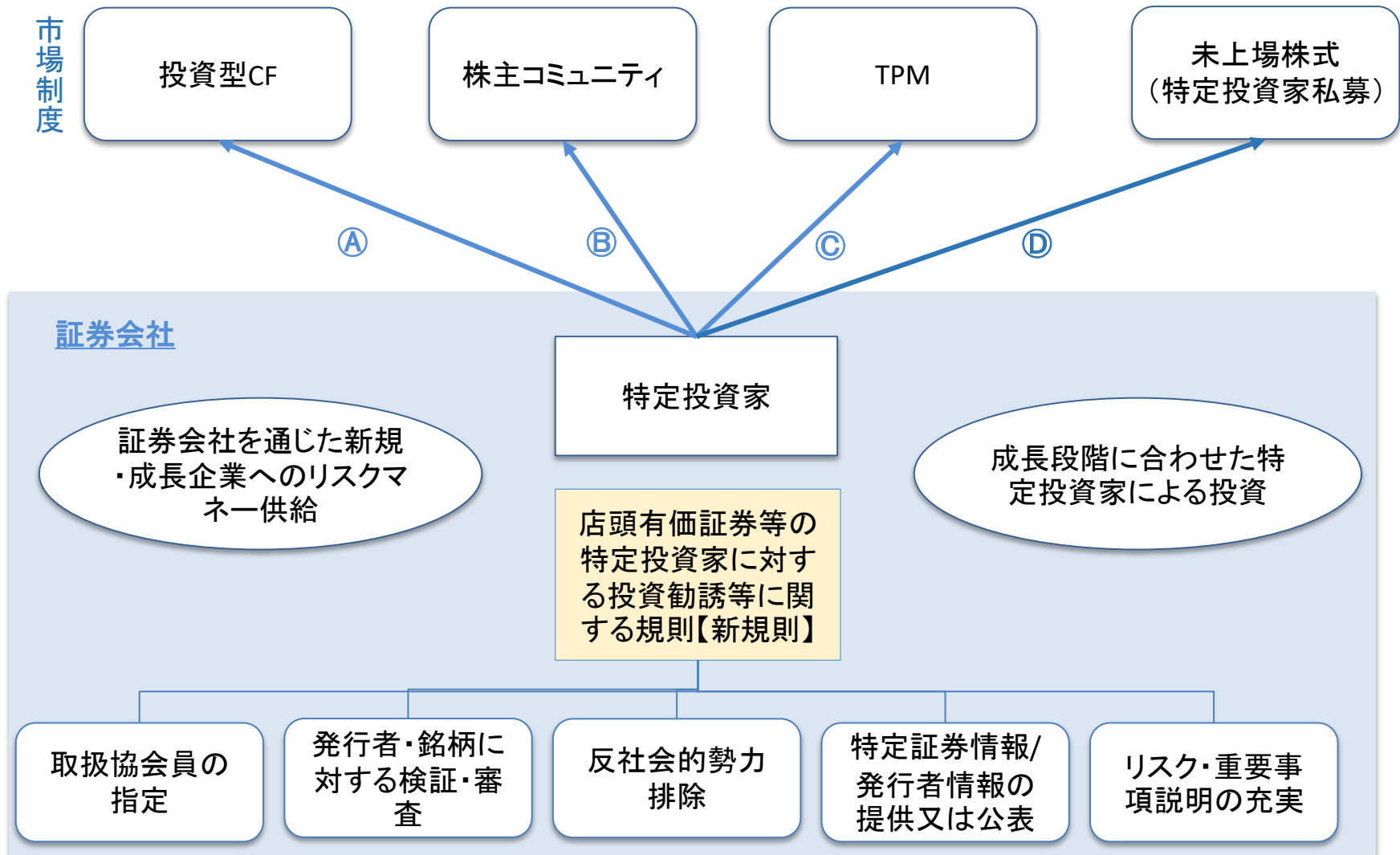
以上の特定投資家に係わる制度改正を行う結果、新規・成長企業に対して各成長段階に合わせて、特定投資家を通じたリスクマネーの供給が強化されていくことが期待されているが、そのリスクマネー供給ルートのハブになっているのは証券会社だ。

想定される特定投資家のリスクマネー供給ルートとしては、

①投資型CFで資金を集める新規・成長企業への投資②株主コミュニティ組成企業への投資③TPM上場企業への投資(※現在も可能)④未公開株式への特定投資家私募を通じた投資など4つのルートが考えられるが、いずれの個人の特定投資家による投資も証券会社に開設された口座を通じて行われることになる。

なお、IPO直前期やIPOを延長している企業への特定投資家による纏まった資金での投資なども想定される。

# 拡大する特定投資家の未上場株式投資





## 新たな個人の特定投資家定義は何を目指しているか

第1章で紹介した個人の特定投資家基準緩和の考え方は、2020年8月から2020年11月にかけて大手証券会社3社の顧客に対して実施された調査を基に行われた実証実験(金融庁の委託により野村総研が実施)による。

金商法上では、特定投資家への移行可能な個人は、知識・経験・財産の状況に照らして一定基準以上の者とされているが、当調査では金融リテラシーに関する15の設問が実施された。実証実験では(現行要件と同様の)純資産・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た後、当該投資家と概ね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を調査した。

その結果、ある程度の資産(純資産若しくは投資性金融資産1億円以上)か収入(年収1000万円以上)があれば、金融機関業務や会社経営のコンサルティングやアドバイスを行う業務、経済・経営に関する教職・研究職などの職業経験1年以上との組み合わせで新たな特定投資家に相当する金融リテラシーがあるものとしている。

更に、特定の職業経験に代わるものとして特定の保有資格が示されているが、アナリストや中小企業診断士はもとより証券外務員資格やFP技能士まで相当範囲が広い。

その結果、2022年半ばに予定されている改正内閣府令で個人の特定投資家基準が緩和されれば、潜在的な個人特定投資家層が大きく拡大することが期待される。

これらの考え方は、当然欧米の個人のプロ投資家事例を参考に検討されているが、欧州(EU)では取引頻度(一定規模以上の取引が四半期平均10回以上)、金融資産(現預金・金融商品を含む金融資産50万ユーロ以上保有)、職業経験(金融セクターでの勤務経験が1年以上)のうち2つ以上の要件を満たし、自ら投資判断を行いリスクを理解する能力があると投資サービス業者が合理的に信じることができる個人は、(※)プロ顧客(professional client)に移行可能な制度となってる。

米国における同様の制度として自衛力認定投資家(accredited investor)があるが、発行体が次のうち1つ以上の要件を満たすことを確認した投資家とされSECへの証券登録届出義務が免除される。(※具体的要件は下図左側参照)



今回の特定投資家関連の法令等の改正については、新規・成長企業へのリスクマネー供給増を目的として行われているが、結局、企業の成長に合わせて長期的投資リスクを取る役割を個人の富裕層の一部が担っていく事も期待されている。

勿論、新規・成長企業を発掘して投資していくベンチャーキャピタルの役割も重要なのだが、日本のベンチャーキャピタル投資は国際的に見ても規模が小さい。

2020年では1.2千件0.15兆円で米国の12.3千件16.7兆円（2021年3月成長戦略会議事務局の基礎資料より）との差は大きい。この差を埋める為にも、未上場株式投資リスクを負うことが可能な富裕層の一部が期待されているが、個人の特定投資家認証とその口座管理が証券会社で行われるので、リスクマネーの仲介者としての証券会社の役割も大きくなる。

また、証券会社にとっても、個人の特定投資家層が拡大することで、新たな富裕層ビジネスの展開を期待することも出来る。

# 新たな個人の特定投資家定義と期待される役割

## 米国の自衛力認定投資家

以下の一つ以上の条件を充足

- 純資産100万ドル以上
- 年収20万ドル以上 (配偶者等を含めると30万ドル以上)
- 発行者の取締役等
- SECが指定する資格
- 私募ファンドの執行役員等

## 新たな個人の特定投資家

	純資産若しくは投資性金融資産	年収	取引頻度	特定の要件
単独属性(どちらかを充足)	5億円以上	1億円以上	—	
複数属性の組合せ (組合せは右欄の色別)	3億円以上	—	4回以上/月	—
	1億円以上	—	—	職業経験or保有資格
	—	1000万円以上	—	職業経験or保有資格

十分な資産

十分な経験・知識

新規・成長企業へのリスクマネー供給の拡大を期待

## 証券会社

特定投資家認証

口座管理

私募勧誘(新制度)

IPOまでのミドル・レイター段階の未公開株投資へ

※金融審議会市場制度ワーキンググループの資料を参考に作成

## リテール証券の新たなビジネスとしての可能性

新規・成長企業にとって、アーリーステージ(ビジネスやサービスが開始されている段階:調達額1千~数千万円)から成長資金を提供し経営支援を行うベンチャーキャピタルの役割は重要で、その後の成長段階であるミドル(順調に成長してる段階:調達額数億円)やレイターステージ(IPO準備段階:調達額数億円~十数億円)においても出資がおこなわれているが、ファンドである以上EXITとしてのIPOを目標してるものが多く、実際のIPO企業の概ね半数にベンチャーキャピタルが出資している。日本ベンチャーキャピタル協会によると、2020年のベンチャーキャピタルの出資状況はシードステージ(試作品や市場調査段階)が14.7%、アーリーが46.3%、ミドルが29.6%、レイターが9.4%となっている。

資本市場の方のリスクマネー供給機能の方は、アーリー段階の企業に対するものとして投資型クラウドファンディング、ミドル・レイター段階では株主コミュニティ制度やTPMがあるが、IPOまで含めて市場仲介機能としての証券会社の役割も大きい。

2020年9月から金融審議会市場制度ワーキング・グループで企業への成長資金供給の在り方について見直しが行われているが、この議論の影響もあって最近ではCF業者が第一種金融商品取引業に登録して株主コミュニティ業務に進出したり、IPOの主幹事機能を持つ証券会社がTPM業務を強化したりしている。

各市場機能のリスクマネー供給状況をみれば、2021年において株式投資型CFが118件37.3億円(新株予約権での調達も含む)、株主コミュニティが6件1.9億円、TPMが7件7.4億円となっており新規・成長企業へのリスクマネー供給する役割を担い始めているが、調達額としては未だ各業者のビジネスラインに乗るような状況ではない。

これに対して、個人の特定投資家層を利用したリスクマネー供給であれば、各市場機能に課されている一般の個人投資家向け制約に縛られてことなく、証券会社の勧誘行為の中で拡大していくことが可能となる。また、現在は投資型CF、株主コミュニティ、TPM、IPOの中核となる業者がそれぞれビジネスとして展開している為、各市場機能の繋がりが(企業の成長に合わせて各市場をステップアップ

していくような仕組み)が米国などの諸外国に比べて良い  
と言いが、これが個人の特定投資家を取扱う証券会  
社によって繋がっていくことも期待される。

また、ベンチャーキャピタルが保有する未上場株式につ  
いても、レイターステージであれば個人の特定投資家へ転  
売していくことも可能であり、ベンチャーキャピタルにとって  
IPOやM&A以外の別のEXIT手段となる。

一方、個人の富裕層にとっても資産運用の中で未上場  
株投資がオルタナティブ投資として定着していけば投資収  
益向上や独自のESG投資確立を目指すことが期待できる。

リテール証券会社にとって、顧客本位の業務運営原則の  
強化やスマホ証券やロボアドの台頭もあって既存の金融  
商品販売における収益性が低下しているが、個人の特定  
投資家のリスクマネーを各成長段階にある企業に仲介す  
ること、また、その成長に合わせて各市場における専業者  
の機能を利用しながらベンチャーキャピタルとも協力して  
企業成長を支援していくことで、富裕層と成長企業それぞ  
れに密着した新たなビジネスモデルを確立することが

出来るだろう。

# 成長資金供給のエコシステムとしての可能性

