

[論文]

投資家区分ごとの金融商品の投資勧誘規制

坂 東 洋 行

名古屋学院大学法学部

要 旨

2022年11月、暗号資産交換業大手のFTXが米国連邦破産法11章を申請し、経営破綻した。わが国においては、暗号資産等の金融商品は、金商法上の金融商品としていったん規定されると、顧客の属性にかかわらず売買が可能となる。一方、英国の金融商品の投資勧誘は、プロ投資家と一般投資家といった二分化ではなく、定量評価、定性評価に基づき個人投資家を細分化し、リスク許容度に応じた金融商品を投資勧誘できる規制体系となっている。本稿では、英国の投資家区分を参照とし、わが国の適正な投資家区分に基づく望ましい金融商品の設計等を提言することを目的とする。

キーワード：暗号資産、特定投資家、適合性の原則、投資勧誘、MiFID

Financial promotion regulation by investor categorisation

Hiroyuki BANDO

Faculty of Law
Nagoya Gakuin University

本報告は、公益財団法人全国銀行学術研究振興財団の助成を受けた研究成果の一部である。

発行日 2023年3月31日

目 次

はじめに

第1章 EUの金融商品の投資勧誘規制

1. MiFIDによる投資家区分
2. MiFIDによる投資家区分変更
3. MiFID IIによる投資家区分の見直し
4. 小括

第2章 英国の金融商品の投資勧誘規制

1. 法令による規制
2. プリンシプルによる規制
3. 個人投資家の区分
4. 金融商品の区分

第3章 わが国の金融商品の投資勧誘規制

1. 概要
2. 適合性の原則
3. 特定投資家制度
4. プロ向け市場の創設
5. 特定投資家区分の見直し

第4章 英国法からのわが国の投資家区分への示唆

1. 個人の投資家区分の細分化
2. 金融商品のイノベーションの促進

おわりに

はじめに

2021年6月に公表された金融審議会市場制度ワーキング・グループ（以下「金融審部会」とする）第二次報告において¹⁾、個人の特定投資家の要件の弾力化等について提言が行われ、金融庁は金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「業府令」とする）の改正案を2022年4月にパブリックコメントに付し、同年7月に施行した。

金融市場は、資金余剰者と資金需要者が存在し、金融商品取引業者等が仲介することにより、適正な資金配分が行われる。上場会社等の企業の資金調達手段には、銀行借入等の間接金融にとどまらず、株式等の有価証券等を発行する直接金融によるものも重要な位置づけとなっている。

さらに、直接金融においても、株式や社債といった伝統的な有価証券ではなく、トラッキング・ストック等の種類株式やセキュリティ・トークン等の暗号資産を活用したハイブリッド型のものまであり、金融商品設計の工夫による資金調達の多様化が図られている。

資金供給者となる投資家は、学生や主婦等の個人投資家から機関投資家等のプロ投資家まで投資資金の性質およびリスク許容度が大きく異なり、同種のリスクを内包する金融商品を同じように買い付けることには問題がある。このため、証券規制においては、1998年改正証券取引法において適合性の原則（証券取引法43条）、また、金融商品取引法（以下「金商法」とする）制定時に特定投資家制度（金商法34条ないし34条の5）の導入、および2008年改正金商法によるプロ向け市場の創設等により、投資家の投資経験や意向に沿った金融商品の販売規制および投資家の属性に応じた金融商

品の設計・販売規制を規律している。

しかし、わが国においては、金融商品の投資勧誘に関し、たとえ外国為替証拠金取引のような投資金額以上の損失が発生するような極めてリスクが高い金融取引であっても、いったん金商法上の金融商品に定義されると、特定投資家や個人などの投資家の属性にかかわらず誰もが取引・契約が可能となる。金融商品取引業等が法令上の適合性の原則を遵守し、説明義務を履行すれば投資家が抑制不能なリスクをとって巨額な損失を被っても自己責任とされる。

一方、EUによる2004年金融商品市場指令（MiFID）を金融サービス機構（当時）の規則集（FSA Handbook）に取り込む形で内国法化した英国では、MiFIDによる投資家区分を規定するが、さらに、金融事業者が投資勧誘できる金融商品をその投資家区分ごとに限定する英国固有の投資勧誘規制がある。誰もが自由・平等に金融商品を取引・契約できるのではなく、投資家はそれぞれのリスク許容度の区分に応じた金融商品のみを取引・契約できることになる。

本稿においては、現状の英国における投資家区分ごとの金融商品の投資勧誘規制を概観し、わが国の特定投資家制度および2022年改正の金融商品取引業等に関する内閣府令の内容、英国法との比較において適正な投資家区分に基づく望ましい金融商品の設計等を提言することを目的とする。

第1章 EUの金融商品の投資勧誘規制

1. MiFIDによる投資家区分

(1) 概要

2004年に制定されたMiFID²⁾は、証券市場規制を規定し加盟国に内国法化を求めるEU指令となり、2007年に効力が発生（施行）している。投資家の属性による区分について、MiFIDは、まず、投資サービス業から投資サービスもしくは附則1（Annex I）に記載された附随サービスを提供される自然人または法人を顧客（client）とする（MiFID4条1項10号）。

顧客の区分は、①プロ顧客（professional client）、②リテール顧客（retail client）、③適格取引先（eligible counterparties）の3つのカテゴリーに分類している。

(2) プロ顧客

プロ顧客は、附則2（Annex II）に記載される者とし（同4条1項11号）、まず金融市場の認可業者または規制業者に該当する者として、貸付業者、投資サービス業、その他の認可および規制金融業者、保険業者、集団投資スキームおよびその運用会社、年金およびその運用会社、商品および商品デリバティブ業者、取引所会員、その他機関投資家を記載している。

次に、認可業者または規制業者に該当しなくとも、A) 貸借対照表総額2,000万ユーロ以上、B) 総売上高4,000万ユーロ以上、C) 自己資本200万ユーロ以上の3つの要件のうち、2つの要件を満たす大企業も該当する。

さらに、国、地方政府および公的債務を管理する公的機関、中央銀行、世界銀行、IMF、ECB、EIB等の国際機関およびその他の類似の国際組織、資産の証券化やその他金融取引の参照体を含む金

融商品への投資が主な活動となるその他機関投資家が該当する。

(3) リテール顧客 (retail client)

リテール顧客は、上記(2)のプロ顧客に該当しない者とされる(同24条2項)。

(4) 適格取引先 (eligible counterparties)

顧客取引や自己取引を行う場合に取引相手にできる者(適格取引先)として、投資サービス業、貸付業、保険業、集団投資スキームおよびその運用会社、年金基金およびその運用会社、EUまたは加盟国の法令によるその他の認可および規制金融業者、商品もしくは商品デリバティブを自己勘定取引で行う業者、金融先物、オプションおよびその他のデリバティブまたは株式市場においてヘッジ目的で自己勘定取引を行う業者または他人の計算により取引または値付けのみを行う業者、公的債務を管理する国およびそれに相当する公的組織、中央銀行、国際機関が該当する。

2. MiFIDによる投資家区分変更

(1) プロ成り(リテール顧客→プロ顧客)

公的団体および個人投資家を含む、プロ顧客に該当しない顧客は、投資サービス業に要請することでプロ顧客に区分変更でき、投資サービス業は、ビジネス行為規則上のいくつかの保護規定を除外できる。投資サービス業は、関連する条件および手続を満たすことを前提として申請した顧客をプロ顧客として扱うことができる。しかし、これらの顧客はプロ顧客と同等の市場知識や経験を有すると推定してはならない。

投資サービス業が、取引やサービスの性質に照らし、顧客が投資において自己判断し、リスクを理解できるかどうかを合理的に確認できる程度に顧客の専門性、経験および知見を必要十分に評価した場合にのみ、上記の投資者保護制度の適用除外が有効となる。

これらの評価に加え、以下の要件のうち2つを満たさなければ、投資者保護制度の適用除外とはならない。

- 一定規模³⁾で四半期平均で10回の取引
- 現金および金融商品による個人ポートフォリオが50万ユーロを超過すること
- 現在または過去において、最短でも1年以上金融セクターで勤務経験があること

リテール顧客のプロ成りを認めるための手続として、顧客が文書で投資サービス業にプロ顧客として扱ってもらいたいことを述べ、投資サービス業が顧客に投資保護および投資者補償が失われることを明確に文書で交付し、顧客が契約書とは別の書面で顧客保護を失うことの結果を理解していることを述べる手続をとらなければならない。

(2) アマ成り(プロ顧客→リテール顧客)

プロ顧客はリテール顧客向けの規制上の保護を、サービスや商品の取引ごとに追加して要請できる。

プロ顧客はリスクを妥当に評価、管理できなくなったときにこの要請を自ら行う責任がある。投資サービス業と顧客は書面による合意で、どのサービスまたは商品の取引がリテール顧客に分類されるかを確認しなければならない。

(3) 適格取引先成り（プロ顧客→適格取引先）

MiFID24条2項に該当しないプロ顧客は、加盟国の裁量で適格取引先として扱うことができるが（24条3項、同50条）、投資サービス業は顧客から明示的な確認（基本合意書や個別取引ごと）を入力しなければならない。

3. MiFID IIによる投資家区分の見直し

(1) 概要

2018年に施行された第二次金融商品市場指令（MiFID II⁴⁾は、主としてアルゴリズム取引に対する規制の導入や商品デリバティブ取引規制の強化を目的としたものだが、MiFIDによる投資家区分の一部見直しも実施している。

(2) プロ成りの対象に地方自治体・公共団体を追加

MiFIDのプロ顧客の対象となる公的債務の管理者として「国および地方」の文言を追加した（Annex II Section 1 (3)）。地方自治体・公共団体をリテール顧客とみなし、プロ成りを認めている（同Section II.1）。

なお、地方政府（local government）は、公的債務を管理する公的機関（public bodies）と地方公共団体（local authorities）とは本質的に異なるため、地方公共団体には含めないとの指針を公表している⁵⁾。地方政府がデリバティブ取引等で巨額の損失を被る事例が多く発生したことから、プロ成りを回避させることが目的となっている。

(3) 適格取引先の変更

MiFID IIは、デリバティブ関連の規定を大きく変更し⁶⁾、商品等デリバティブを金融商品に追加し、自己勘定取引でデリバティブ取引を行う業者への適格取引先としての適用除外を削除した（MiFID II第2条1項（J））。MiFID IIは、商品デリバティブの持高制限および関連監督者への報告制度を導入している（MiFID II第57条、同58条）。

4. 小括

MiFIDおよびMiFID IIの投資家区分の目的は、金融商品の投資勧誘に際し、顧客の属性に応じた開示や説明等の行為規制の緩和を主眼とするものであり、原則、附則Iに記載された金融商品・サービスおよび附随サービスであれば、金融サービス業者等は顧客の属性にかかわらず、説明義務等を適

正に行えば販売することができる。わが国の金融商品の投資勧誘規制も適合性の原則や説明義務等の行為規制を金商法により定め、さらにMiFIDをモデルとした特定投資家制度により同じ規律となっている⁷⁾。

これらの投資勧誘規制は、金融サービス業者の行為規制または金融商品の発行者等の開示規制を顧客の属性に応じて緩和し、容易な資金調達へのアクセスを確保する目的があり⁸⁾、MiFIDの投資者保護という目的には必ずしも一致しない。顧客の属性に応じた投資勧誘および開示のみならず、顧客の区分ごとに投資勧誘可能な金融商品を区分していくことが望ましく、この点において英国における金融商品の投資勧誘規制は参考になると考えられる。

第2章 英国の金融商品の投資勧誘規制

1. 法令による規制

(1) 投資勧誘の原則禁止

英国において金融商品の投資勧誘規制を規定するのは2000年金融サービス市場法である。同法21条は、何人も事業のうで投資活動への勧誘 (invitation) または誘引 (inducement) のためにコミュニケーションしてはならないと規定し (同条1項)、認可業者 (authorised person) または認可業者が承認する非認可業者のコミュニケーションのみ例外とし (同条2項)、非認可業者による投資投資勧誘は原則禁止されている⁹⁾。つまり、金融サービス市場法とその委任を受けた財務省令が投資勧誘禁止の対象とするのは非認可業者となり、認可業者はFCAによるルール (プリンシプル) により規制される (金融サービス市場法137R条)。

金融商品全般を「investment」とし、資産、権利および持分を含む広範な金融商品・サービス (以下本稿では「investment」を「金融商品」とする) を適用対象とし (同条14項)、顧客の属性にかかわらず、適用除外を除き事業者による投資勧誘が原則禁止されていることに英国規制は特徴がある。

(2) 投資勧誘禁止の適用除外

金融サービス市場法21条5項は、同条1項による投資勧誘の禁止を適用除外とする命令 (第二次立法¹⁰⁾) の制定権限を財務省に委任している。財務省はこの委任に基づき、2005年金融勧誘令 (The Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, 以下「財務省令」とする) を制定し、投資勧誘禁止が適用除外となるコミュニケーションおよび対象者を規定しているが¹¹⁾、財務省令が対象とするのは前述の通り非認可業者であって、認可業者の販売委託・仲介等の承認を受けていない者となる。

財務省令では、コミュニケーションを、

- 営業目的で、投資活動に関わる勧誘または誘引
- 口頭または判読可能な形式であるかにかかわらず、特定の人物または複数の人にあてられたコミュニケーションの表示 (たとえば、電話または手紙によるものを含む)
- 一般的に人にあてられたコミュニケーションの表示 (たとえば、テレビ放送やウェブサイ

トによるものを含む)

と定義し（財務省令6条aないしc）、さらにコミュニケーションは、時間差があるコミュニケーション（non-real time communication）と同時コミュニケーション（real time communication）があり、時間差があるコミュニケーションの場合は、対象者が読んだり聞いたりしたときに受信者となる（同条e）。同時コミュニケーションは、訪問、電話その他双方向の対話が招請されたもの（solicited）と不招請のもの（unsolicited）に分けられている（8条）。

また、適用除外となる顧客対象については、プロ投資家（Investment Professionals）を

- A) 認可業者
- B) 投資勧誘が関係する規制対象行為がその者の規制業務となる免除業者
- C) 日常業務において、当該投資勧誘が業務としての目的となる者、またはそのように合理的に考えられる者
- D) 政府、地方公共団体もしくは国際機関
- E) A) ～ D) に該当する者の取締役、役員もしくは従業員である者

と規定している（財務省令19条5項）。

さらに、適用除外となる個人顧客については、

- 承認された高富裕層（certified high net worth individuals）—財務省令48条
- 知見があると認証された投資家（certified sophisticated investors）—同50条
- 知見があると自己申告した投資家（self-certified sophisticated investors）—同50A条

等が金融取引等の定量評価や顧客の属性等の定性評価により区分されている。

これらの適用除外により非認可業者は金融商品の投資勧誘が可能となるが、金融商品の取扱等の認可業務は認可業者のみに営業を認める一般規定があるうえ（金融サービス市場法19条）、非認可業者が認可業者と偽ることや振る舞うことが禁じられ（同法24条1項）、法令に基づく投資勧誘規制に違反したとき、略式起訴で6ヶ月以下の禁錮刑もしくは罰金またはその併科、正式起訴で2年以下の禁錮刑もしくは罰金またはその併科が科される（金融サービス市場法25条）。

したがって、法令による金融商品の投資勧誘規制は非認可業者を対象とする点で実効性があまりなく、英国ではFCAによるプリンシプルが実質的な投資勧誘を規律していることになる。

2. プリンシプルによる規制

(1) プリンシプルとは

英国では、制定法ではなく判例法（コモンロー）、ルールではなくプリンシプルの法体系が基本となっている。たとえば、会社法制においては、制定法となる会社法には、機関設計や取締役の義務等、業務執行機関の構成や株主総会と取締役との間の権限分配等についての詳細な規定が存在しなかった¹²⁾。「取締役会」は会社法の第二次立法（The Companies（Model Articles）Regulations 2008）に規定されたモデル定款に記述が見られ、また、その構成等の詳細はプリンシプルとなるコーポレートガバナンス・コードに規定されている¹³⁾。

つまり、法令は大綱を規定し、細則はプリンシプルにより規定されることから、通常は重複がなく、

プリンシプルは法令を補完する位置づけにある。プリンシプルは業界慣行や自主規制から派生したものであり、自主規制機関が所管するコーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コード、金融監督者が所管するFCA Handbookがあるが、FCAが所管するルールを含めたプリンシプルも、2000年金融サービス市場法下のFSA（金融サービス機構）がそれまでの複数の自主規制機関を統合して設立された経緯もあり、自主規制から派生したものととってもよい。

2000年金融サービス市場法の委任を受けたFSAは、同法に基づく規則制定権限を有し（改正前2000年金融サービス市場法2条4項）、金融規制の細則をFSA Handbook（FSA規則集）に規定した。一般原則となるプリンシプル（principle）を最上位に置き、法的拘束力のある規則（rule）を中位に、最下位にガイダンス（guidance）を置く三層制を採用した¹⁴。立法による網羅的な規制ではなく、プリンシプルを金融事業者が自発的に遵守することを促す規制アプローチである¹⁵。

現在の2000年金融サービス市場法は、認可業者に対する投資勧誘規制の規則制定権を一般規定とは別にFCAに委任し（同法137R条）、議会による承認が必要となる同法改正や第二次立法によらずとも柔軟な規則制定が可能となるが、財務省がFCAの規則制定権に対し制限を課す命令ができるため（同条7項）、財務省が金融サービス市場法および財務省令の規定から逸脱がないかを監督することになる。この点、わが国の行政庁による規則制定の手續に他行政庁の監督がないことは極めてユニークといえる。

EU規則やEU指令との関連では、FCAは金融商品販売に関する規則制定につき、MiFID24条および25条を考慮することが条件とされるため（同条5項（c））¹⁶、EU指令等の内国法化は、基本的に立法または法改正ではなく、FCA規則集の規則改定または新設で対応している¹⁷。

(2) COBSによるMiFIDの投資家区分

①概要

EU指令による投資家区分は、主としてMiFIDにより規定されているが、それを内国法化したCOBS¹⁸では、プロ顧客を「元々のプロ顧客（Per se Professional Clients）」と「プロ成りプロ顧客（Elective Professional Clients）」、適格取引先を「元々の適格取引先（Per se Eligible Counterparties）」と「適格取引先成り（Elective Eligible Counterparties）」に区分し、いずれにも該当しない顧客を「リテール顧客（Retail Clients）」としている。

②元々のプロ顧客（Per se Professional Clients）

元々のプロ顧客として定義される者には、まず、認可または規制が求められる事業体（entities）として、

- A) 貸付業者
- B) 投資サービス業
- C) その他認可または規制金融業者
- D) 保険業
- E) 集团的投資スキームまたはその運用会社

- F) 年金基金または基金の運用会社
- G) 商品または商品デリバティブ取引業者
- H) 地方公共団体
- I) その他機関投資家

がある。次に、MiFID適用国または同等の第三国でのビジネスに関し、以下の規模基準のうち、

- A) 貸借対照表総額2,000万ユーロ
- B) 総売上高4,000万ユーロ
- C) 自己資本200万ユーロ

2つを満たす大企業がある。さらに、MiFID適用国または同等の第三国でのビジネスに関し、

- A) 払込資本金または純資産が最低でも500万ポンド相当ある法人（有限責任事業組合を含み、持株会社または子会社でも可）
- B) 以下の要件のうち、
 - i. 貸借対照表総額1,250万ユーロ
 - ii. 総売上高2,500万ユーロ
 - iii. 従業員の年間平均数250人

2つを満たす企業（持株会社または子会社でも可）

- C) 純資産が最低でも500万ポンド相当ある（直近2年以内でも可）組合または任意団体（有限組合の場合、パートナーの出資額控除後で算出）
- D) 負債を控除した信託財産の価値が現金と指定投資商品で最低でも1,000万ポンド相当ある（直近2年以内でも可）職域年金制度、小規模職域年金、個人年金制度およびステークホルダー年金を除いた信託の受託者
- E) 職域年金制度、小規模職域年金の受託者、または個人年金制度またはステークホルダー年金の受託者または管理者で、直近2年間を含み、次の要件を満たす者
 - i. 最低でも50人のメンバー
 - ii. 運用資産が最低でも1,000万ポンド相当

のいずれかに該当する事業体がある。さらに、国または地方の公的債務を管理する公共団体を含む国または地方の政府、中央銀行、世界銀行、IMF、ECB、EIBのような国際機関、またはその他同等の国際組織が該当する。最後に、主な活動がMiFID適用国または同等の第三国でのビジネスに関する金融商品や指定投資商品に投資するその他機関投資家（資産の証券化またはその他金融取引に特化する事業体を含む）も元々のプロ顧客に該当する（COBS3.5.2R）。

なお、認可業者は、公的債務を管理していない地方公共団体（local public authority or municipality）をプロ成り顧客として扱うことが許可されていないければ、リテール顧客として扱わなければならない（COBS3.5.2BR）。これはMiFID IIによる新設規定である。

③プロ成り顧客（Elective Professional Clients）

金融事業者（以下「業者」とする）は、地方自治体・公共団体を除き¹⁹⁾、次のAとCの要件を満

たし、かつ該当する場合はBの要件を満たす顧客をプロ成り顧客として扱うことができる(COBS3.5.3R)。

- A) 業者は、取引やサービスの性質に照らし、顧客が投資において自己判断し、リスクを理解できるかどうかを合理的に確認できる程度に顧客の専門性、経験および知見を必要十分に評価する(定性評価)。
- B) MiFID 適用国または同等の第三国でのビジネスに関して、次の要件のうち少なくとも2つを満たす(定量評価)。
- i. 一定規模²⁰⁾による四半期平均で10回の取引
 - ii. 現金および金融商品による個人ポートフォリオが50万ユーロを超過すること
 - iii. 現在または過去において、最短でも1年以上金融セクターで勤務経験があること
- C) 以下の手順をとる。
- i. 顧客は、業者に対し、全取引または特定のサービスや取引または取引や商品の種類ごとにプロ顧客として扱われることを書面で述べなければならない。
 - ii. 業者は、顧客が失うことになる顧客保護と投資者補償の権利についての注意を明確に書面で交付しなければならない。
 - iii. 顧客は、そのような保護を失うことによる結果を認識したことを契約書とは別個の文書にて書面で表明しなければならない。

④元々の適格取引先 (Per se Eligible Counterparties)

以下の事業体は、元々の適格取引先として扱うことができる(COBS3.6.2R)。

- 投資サービス業
- 貸付業者
- 保険業者
- 集団投資スキーム指令で施行された英国規制上認可された集団投資スキーム
- 年金基金またはその運用会社
- 英国法で認可または規制されるその他金融機関
- 国の公的債務を管理する公的組織を含む国の政府または関連する行政機関
- 中央銀行
- 国際機関

⑤適格取引先成り (Elective Eligible Counterparties)

業者は、MiFID 適用国または同等の第三国でのビジネスに関して、以下の要件を満たす場合、顧客を適格取引先として扱ってもよい(COBS3.6.4R)。

- A) 機関投資家であるという理由(COBS3.5.2R)のみでプロ成りとなる顧客を除く企業で、
- i. 払込資本が最低でも1,000万ポンド相当、または、COBS3.5.2R (3) (b) の要件(貸借対照表総額1,250万ユーロ、総売上高2,500万ユーロ、従業員の年間平均数250人)

投資家区分ごとの金融商品の投資勧誘規制

を2つ以上満たす有限責任事業組合を含めた法人（持株会社でも子会社でも可）

ii. 投資家区分の変更を要請する法人

B) COBS 3.6.4BRの規定に従って書面による要請等を行った顧客

⑥リテール顧客 (Retail Clients)

上記②から⑤のいずれにも該当しない顧客はリテール顧客となる (COBS3.4.1R)。

(3) 投資家区分による適用除外

MiFIDの投資家区分の主な目的は、金融事業者および証券発行者の負担軽減を目的とするもので、それを内国法化したCOBSにはリテール顧客のみを対象とする規制、つまりプロ顧客および適格取引先には適用除外となる行為規制および開示規制が規定されている。

代表的なものとしては、

- 顧客の利益最善ルール (COBS2.1.1R)。
- サービス提供前の情報開示 (COBS2.2.-1R)。
- 独立した助言、制限的な助言およびポートフォリオ管理サービス提供に関して第三者から金銭等の受領禁止 (COBS2.3A.15R)。
- 業者の社名や商品のリスク等について情報提供等 (COBS4.5.2R²¹)。
- 商品やサービスの適切な比較説明 (COBS4.5.6R)。
- フラントおよびデリバティブの直接投資勧誘の禁止 (COBS4.7.6R)。
- 投資サービスにかかる業者の情報開示 (6.1.4R)。
- 手数料等の開示 (6.1ZA.15AR)。
- 文書による契約書の交付 (8.1.2R)。
- 集団的投資スキームや投資信託等での取得または処分について個別の取引推奨をしたときの適合性レポートの交付 (9.4.1R)。

等、多数の規定がある。

リテール顧客への投資勧誘自体は制限されていないが、主流でない共同出資投資商品 (non-mainstream pooled investment) や投機的で流動性のない証券 (speculative illiquid security) 等については、リテール顧客が受け取る情報開示等の水準がプロ投資家にも求められている。

なお、英国のプリンシプル規制の体系では、11項目のプリンシプル (The Principles) が最上位にあり、COBSはその細則に過ぎないため、投資家区分によりCOBSの規定が適用除外となっても、プリンシプルに違反する行為とFCAが認めれば制裁金等の行政処分の対象となる。

顧客保護関連のプリンシプルは、

(1 誠実義務)

業者は業務を公正誠実に行わなければならない。

(6 顧客の利益)

業者は顧客利益を適切に考慮し、顧客を公正に取扱わなければならない。

(7 顧客とのコミュニケーション)

業者は顧客が必要とする情報を適切に考慮し、明白、公正かつ誤解させない方法で情報を伝えなければならない。

(8 利益相反)

業者は自己と顧客との間、顧客間の利益相反を公正に管理しなければならない。

(9 顧客との信認関係)

業者はその判断に依存するすべての顧客に対し、合理的な注意をもって助言および裁量的判断の適合性を確保しなければならない。

等があり、FCAは、金融サービス市場法の委任により、プリンシプルの違反者に対する裁量的な制裁金が認められている（同法206条）。実際のエンフォースメントにおいては、どのプリンシプルに違反したかを明示し、同法206条による裁量的な制裁金額を課すことになる。

過去の事例では、プリンシプル6に違反したとして、延滞金を顧客に説明なく高額に徴収したとして約37億円の制裁金を課した事例²²⁾、リスクの高い年金商品を適切な説明をせずに投資勧誘したとして約35億円の制裁金を課した事例²³⁾などがあり、2000年金融サービス市場法による刑事罰の手続を要さず、効果的なエンフォースメントを実施している²⁴⁾。

3. 個人投資家の区分

(1) 概要

英国の金融商品の投資勧誘規制は、MiFIDの投資家区分に加え、リテール顧客を細分化する独自基準がある。元々、MiFIDが制定される前から、英国にはプリンシプルとなるCOBによる顧客保護の規制があり、MiFIDの大枠となるプロ顧客、適格取引先、リテール顧客以外の投資家区分が存在し²⁵⁾、MiFIDの規定の内国法化により再区分されているが、リテール顧客の英国基準による区分には影響していない。

このため、プロ顧客とリテール顧客の投資家区分は元々英国基準であり、MiFIDの策定に影響しているが、投資家の属性ごとの投資勧誘可能な金融商品のグループ化についてまではMiFIDには採択されていない。「誰もが平等に金融商品およびサービスの提供を受ける」といった考えが優先されているのかもしれないが、そのぶん高リスクの金融商品を許容できる投資家層に提供できる金融商品・サービスの設計等が阻害されることになる。

英国での金融商品の投資勧誘規制は、どの顧客に対しても原則禁止とされ、投資勧誘の形態や顧客の属性に応じて適用除外が設けられているため、「誰もが平等に」といった考えはなく、まず顧客保護が優先される。そのうえで、個人投資家のリスク許容度が定量評価および定性評価され、高リスクの商品に適合するリスク許容度を備えると限定解除となる仕組みとなる。

定性評価は顧客の経験、取引歴、資産状況（基準値がないもの）を総合的に勘案することから、適合性原則（suitability rule）と同等であり、その目的は、金融リテラシーの低い投資家への特別の配慮を業者に行わせることである²⁶⁾。

定量評価は、MiFIDにより導入されたとされるが²⁷⁾、英国ではMiFIDが採択（2007年施行）さ

れる以前から（2005年改正法施行）、通常でない投資商品の勧誘規制が緩和される対象となる「富裕な個人（high net worth individuals）」の要件として年収や保有資産の閾値が規定されていた²⁸⁾。

財務省令改正前、「富裕な個人」に区分されるには、会計士または雇用主が認証する手続を要していたことから、エンジェルとなるべき個人投資家から資金を求めるスタートアップ企業に円滑に資金が流れない等の問題があり、改正手続のパブリックコメントを経て、これらの規制が失敗であったと総括した²⁹⁾。

もっとも、顧客保護だけに軸足があるわけではなく、リスク許容度が高い個人投資家には、よりリスクが高く、商品の仕組みが複雑となる金融商品・サービスが提供されることになるため、金融イノベーションの発展を一律閉ざすといったことはない。この点で、金融商品の投資勧誘規制は世界のどの国よりも発展的で革新的といえる。

2000年金融サービス市場法に委任された財務省令およびCOBSはリテール顧客の中からリスク許容度の高い順に「知見があると認証された投資家」、「認証された富裕投資家」、「知見があると自己申告した投資家」を区分し、さらに、高リスクとされる換金が容易でない証券やソーシャルレンディング契約等の金融商品のみ投資できる個人投資家を「認証された制限投資家」として特に厳格な要件を置いている。

(2) リテール顧客の投資家区分

① 認証された制限投資家（certified restricted investor）

認証された制限投資家とは、換金が容易でない証券（non-readily realisable securities）・ソーシャルレンディング契約（P2P agreements）に限定して投資勧誘が可能な個人顧客を指す（COBS4.7.10R）。

投資勧誘を受ける日以前12ヶ月以内に以下の通り、

- A) 換金が容易でない証券の投資勧誘を受けることが可能な制限投資家として資格があることを以下の要件として宣言
 - i. 署名日前12ヶ月以内に純資産のうち10%以上の換金が容易でない証券に投資していないこと
 - ii. 署名日より12ヶ月以内に純資産のうち10%以上の換金が容易でない証券に投資しないこと
- B) 純資産には以下のものを含まない
 - i. 自己の居住用またはその物件を通じて借入れをする不動産
 - ii. 保険契約上の自分の権利
 - iii. 年金または別の形態で解雇、死亡または退職によって自分または相続人に支払われる給付金
 - iv. 年金貯蓄からの引出

表明をし、投資した財産を失うかもしれない重大なリスクを許容して署名した者となる。

②知見があると認証された投資家 (certified sophisticated investor)

知見があると認証された投資家とは、投資行動に関連するリスクを理解する十分な知見があることを、業者が36ヶ月以内に評価したことを確認する書面による証明書を保有し、投資勧誘の12ヶ月以内に、投資勧誘によってリスクにさらされることを許容する旨宣言した表明書に署名した個人投資家を指す (COBS4.12.7R³⁰)。

他の業者に認証されていることから、取引開始 (知見がある投資家として) にあたり、定性評価は不要とされる。

③認証された富裕投資家 (certified high net worth investor)

認証された富裕投資家とは、投資勧誘を受ける前12ヶ月以内に富裕投資家申告書に署名をした個人投資家を指す (COBS4.12.6R³¹)。

富裕投資家申告書は、

富裕投資家の以下の要件のうち1つを満たし、投資勧誘によってリスクにさらされることを許容する旨宣言すること。

- A) 直近1年間の年間所得が年金貯蓄からの引出金額 (退職金から直接引き出された金額を除く) を除いて10万ポンド相当以上あること
- B) 直近1年間の保有純資産が居住不動産、生命保険の権利、解雇・死亡・退職によるベネフィットまたは年金貯蓄からの引出金額 (退職金から直接引き出された金額を除く) を除き25万ポンド相当以上あること

と記載され、個人投資家はその表明書に署名しなければならない。

④知見があると自己申告した投資家 (self-certified sophisticated investor)

知見があると自己申告した投資家とは、投資勧誘の前12ヶ月以内に以下の表明書に署名した個人投資家を指す (COBS4.12.8R³²)。

以下の要件を理解したことを宣言する。

- A) 投資活動に関しFCAが認可した業者により投資勧誘を受けることができること
- B) 勧誘されている商品によって投資された資産すべてを失う重大なリスクにさらされること

以下の要件のうち少なくとも1つを満たす知見・経験があると自己申告した投資家であること

- A) 署名日前より最短でも6ヶ月以内にエンジェルのネットワークまたはシンジケートのメンバーであること
- B) 署名日前より2年以内に一度以上の非上場企業に投資したことがあること
- C) 署名日前より2年以内にプライベートエクイティ分野での専任職または中小企業の金融についての設立のために働いているか働いたことがあること
- D) 署名日前より2年以内に年間売上高が最低で100万ポンドの会社の取締役であるか、過去に取締役であったこと

4. 金融商品の区分

(1) 概要

認可業者が投資勧誘できる金融商品（controlled investments）は財務省令の附則1に規定されているが、所有権等の権利を表章する証券等の広く解釈できる規定もあり、細則をCOBSに規定し、投資勧誘できる個人投資家の区分も規定されている³³⁾。

(2) 通常の金融商品

①換金が容易な金融商品（readily realisable security）

一般的に取引され流通するものとして、政府または公的機関が発行する証券、取引所上場の証券などが該当する（下記「規制金融商品」にも含まれる）。

②規制金融商品（controlled investments）

2000年金融サービス市場法22条に委任された財務省令附則1に認可業者が投資勧誘できる金融商品として規定されている預金、保険契約、株式、社債、政府または公的機関が発行する証券、転換社債、所有権等の権利を表章する証券、集団投資スキーム持分、ステークホルダー保険の権利、オプション、先物、損益ヘッジのための保険契約、ロイズ保険、葬儀プラン契約、適格クレジット契約、投資商品の権利・持分の15項目が該当し、業者は法定された金融商品以外の金融商品をリテール顧客に投資勧誘できない。

③その他証券（excluded security）

規制金融商品に附随する金融商品としてその他証券があり、株式や国債等を参照する証券で特別目的の会社が発行しないもの、カバードボンド、投資信託受益証券、欧州（EEA）域外企業の株式、ベンチャーキャピタル持分、上場株式指数連動証券、規制対象集団投資スキームの持分などがあり、リテール顧客に投資勧誘が可能である。

(3) 通常でない金融商品（High Risk Investments）

①換金が容易でない証券（non-readily realisable security）

以下の証券に該当しないもの

- 換金が容易な証券
- 保険ポリシーや規制された集団投資スキーム持分等のパッケージ型商品
- 主流でない共同出資投資商品（non-mainstream pooled investment）
- 相互組合の出資証券
- 貸付組合発行の劣後株式
- 貸付組合の劣後債券
- 投機的で流動性のない証券（speculative illiquid security）

が換金が容易でない証券に該当し、ソーシャルレンディング契約およびクラウドファンディングの持

分と同様の扱いとなり、商品が有するリスクの注意喚起（warning）³⁴を十分にしなければ投資勧誘してはならない（COBS4.7.6DR）。

②ソーシャルレンディング契約・クラウドファンディング持分（P2P agreement）

資金貸付者は業者、借手が個人となる電子システムを利用した貸付契約で、電子取引の管理者（仲介者）は与信提供せず、貸付金額が2,500ポンド以下ですべてまたは大半が商業目的とならないもの。

③主流でない共同出資投資商品（non-mainstream pooled investment）

- A) 規制されない集団投資スキーム（unregulated collective investment schemes）のユニット
- B) 適格投資家スキームのユニット
- C) その他証券（excluded security）以外の特別目的会社（vehicle）が発行した証券
- D) 保険ポリシーに関連した投資商品
- E) AまたはBの権利または持分に投資する商品

④投機的で流動性のない証券（speculative illiquid security）

債券または優先株式で発行され、以下のいずれにも該当する証券（COBS4.14.20R）が投機的で流動性のない証券に区分される（2021年1月から規定³⁵）。

- A) 発行単位または最少投資額が10万ポンド以下
- B) 発行者または発行者グループが以下の条件を直接または間接的に1つ以上利用するか、これから利用するか、利用することを意図する状況において発行したか、発行しようとする場合
 - i. 発行メンバー以外の者に貸付またはファイナンスするための準備
 - ii. 規制行為令³⁶に規定された規制投資商品（specified investments）の買付または取得（直接または間接保有を問わない）
 - iii. 規制投資商品以外の投資商品の買付または取得（直接または間接保有を問わない）不動産または不動産持分の買付または取得（直接または間接保有を問わない）
 - iv. 不動産物件建設のための支払または資金提供

(4) 投資家区分ごとの投資可能金融商品

	ソーシャルレンディング契約等	換金が容易でない証券	主流でない共同出資投資商品	投機的で流動性のない証券	通常の金融商品
リテール顧客	×	×	×	×	○
知見があると自己申告した投資家	△	△	○*	○*	○
認証された富裕投資家	△	△	○*	○*	○
知見があると認証された投資家	△	△	○	○	○
認証された制限投資家	○	○	×	×	○

○勧誘可能、○*業者による適合性確認要、△都度表明書提出、×勧誘不可

投資家区分ごとの金融商品の投資勧誘規制

表に示した通り（以下同じ）、認可業者は、リテール顧客に通常の金融商品以外は投資勧誘することはできない。認証された制限投資家は、通常の金融商品を投資勧誘することも可能となるが、ソーシャルレンディング契約、クラウドファンディング持分、換金が容易でない証券のみを限定した制限投資家となるため、それ以外の通常でない金融商品を投資勧誘することはできない。

主流でない共同出資投資商品については、知見があると認証された投資家のみに対して投資勧誘が可能となるが、認可業者が知見があると自己申告した投資家および認証された富裕投資家を都度適合性のチェックをしなければならない（COBS4.12.4R）。投機的で流動性のない証券の投資勧誘要件も同様である（COBS4.14.6R）。

ソーシャルレンディング契約、クラウドファンディング持分、換金が容易でない証券の投資勧誘については、英国では特にリスクが高く、投資を回避すべき金融商品と認識され、他のどの金融商品も金融事業者には適合性のチェックをさせたうえで投資勧誘を認めているが、これらの商品については、知見があると認証された投資家、認証された富裕投資家、知見があると自己申告した投資家の共通として認証時の表明書にこれらの商品を購入することに金融事業者からの助言、投資勧誘を受け入れる文言を記載しなければならない（COBS4.7.9R）。

第3章 わが国の金融商品の投資勧誘規制

1. 概要

わが国の金商法は、顧客に金融商品を投資勧誘するためには、金融商品取引業として内閣総理大臣の登録を受けなければならない（金商法29条）、第一種金融商品取引業（同28条1項）、第二種金融商品取引業（同条2項）、登録金融機関（金商法33条の2）等を金融商品取引業等と呼ぶ（同法50条1項1号）。

金融商品取引業等が投資勧誘できる金融商品は、登録業種により取り扱える商品は異なるが、国債、地方債、特別法人債、社債、株式、コマーシャルペーパー等の20項目が「有価証券」として限定列挙され（金商法2条1項1号ないし20号）、それ以外の有価証券を包括規定による指定が政令に委任されている（同項21号）。

株式や社債等が振替制度に移行され証券が発行されない持分や権利が多くなってきたため、その権利を有価証券とみなす「有価証券表示権利」も金融商品とされ（同条2項柱書）、登録国債や振替社債、株券不発行株式等がその対象とされる。

さらに、集団投資スキーム持分等のファンド投資を規制する目的から信託受益権、組合、匿名組合等の6項目を限定列挙したうえで「みなし有価証券」とし（金商法2条2項1号ないし6号）、それ以外のみなし有価証券を包括規定による指定が政令に委任されている（同項7号）。

金融商品または金融指標を参照するデリバティブは、市場デリバティブ、店頭デリバティブおよび外国市場デリバティブに区分され（同条20項）、それぞれのデリバティブの種類が限定列挙され（同条21号ないし23号）、市場デリバティブおよび店頭デリバティブには包括規定による指定が政令に委任されている（同条21項6号、22項7号）。主なデリバティブは、先物・先渡取引、オプション

取引、スワップ取引、クレジットデフォルトスワップがあげられ、参照対象となる金融指標には、天候や経済指標等が限定列挙されている（同条25項）。

したがって、金融商品取引業等は内閣総理大臣の登録を受けた者であって、投資勧誘できる対象の金融商品は、政令指定により範囲の拡大が予定されているが、金商法に定義され、限定列挙された有価証券、有価証券表示権利、みなし有価証券、デリバティブを指す。

金融商品取引業等のプロ投資家向けの投資勧誘規制には、適合性原則および特定投資家制度等の行為規制があり、金融商品については特定投資家（プロ投資家）向けの市場が存在する。

2. 適合性の原則

適合性の原則とは、金融商品取引業等が、「金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること」に該当しないよう業務運営を行うことである（金商法40条1号）。

事業会社とのオプション取引が争われた事例では、最高裁は「顧客の投資経験、証券取引についての知識、投資の意向、財産状況等の諸要素を総合的に考慮する必要がある」と判示し（最一判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁）、知識・経験・財産状況だけでなく、投資目的（意向）も顧客の属性として適合性の有無の判断基準となることを示している。この最高裁判決を踏まえ、金商法40条1号に「金融商品取引契約を締結する目的に照らして」という語句が挿入された。つまり、適合性の原則とは、顧客の知識・経験・財産の状況だけではなく、顧客の意向（投資目的）も適合性の判断基準となることを示している³⁷⁾。

わが国における金融商品の投資勧誘は、金商法に金融商品としていったん定義されれば、金融商品取引業等に適合性の判断基準が任されることになり、取引量や資産額等の定量評価、知識や経験等の定性評価は法定されず、金融商品取引業等ごとにその基準が異なる。このため、外国為替証拠金取引や暗号資産等、リスクが極めて高い金融商品であっても、金融商品取引業等の裁量により認められれば誰もが取引可能となり、巨額損失等の発生に関する損害賠償責任について裁判所で争う事件が相次いでいる³⁸⁾。

3. 特定投資家制度

(1) 概要

2006年に証券取引法を改正し制定された金商法は、行為規制の柔軟化として特定投資家制度を導入した³⁹⁾。適合性の原則や説明義務等の証券取引法の行為規制は、投資家の属性にかかわらず一律に適用されていたため、金商法改正による特定投資家制度により、投資家を特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）に区分し、区分に応じた金融商品取引業等への行為規制の適用に差異を設けることがねらいとされた⁴⁰⁾。

この特定投資家制度は、MiFIDによる投資家区分をモデルとしたものとなるが、同指令と同様、金融事業者および発行会社の開示規制や行為規制の負担軽減を第一の目的とし、投資家保護という観

点では設計されていない。また、2008年にプロ向け市場が創設されてはいるが、投資家区分によりそのリスク許容度に応じた金融商品・サービスの提供が促進されるわけではなく、実際、特定投資家制度は金融市場において立法時に予定されたように機能しているわけではない。

(2) 投資家区分

①適格機関投資家

米国のSEC規則144条を参考に、開示規制を緩和する有価証券の発行を目的として、1992年改正証券取引法により適格投資家私募制度が導入され、プロ投資家として適格機関投資家が規定された⁴⁾。適格機関投資家とは、有価証券に対する投資にかかる専門的知識および経験を有する者として内閣府令で定める者をいい（金商法2条3項1号）、

- 金融商品取引業（第一種金融商品取引業および投資運用業）
- 投資法人
- 銀行等の預金取扱金融機関
- 保険会社
- 年金積立金管理運用独立行政法人
- 国際協力銀行および沖縄振興開発金融公庫
- 日本政策投資銀行
- 有価証券の投資残高が10億円以上で口座開設から1年以上経過した個人投資家
- 業務執行組合員等であって組合契約、匿名組合契約等で当該個人が有する有価証券の残高が10億円以上の個人

等が内閣府令に規定されている（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（以下「定義府令」とする）10条1号ないし27号）。

②特定投資家

金商法制定により規定された特定投資家は、適格機関投資家、国、日本銀行、投資者保護基金その他内閣府令で定める法人とされる（金商法2条31項）。そのうち、適格機関投資家、国、日本銀行は一般投資家に移行できない特定投資家とされる（同法34条の2）。

金商法制定当初の内閣府令で定める特定投資家は、

- 投資者保護基金、預金保険機構、農水産業協同組合貯金保険機構、保険契約者保護機構
- 特定目的会社
- 上場株券の発行会社
- 資本金5億円以上と見込まれる株式会社
- 外国法人

等が規定されている（定義府令23条1号ないし10号）。

③一般投資家

特定投資家に該当しない投資家が一般投資家となる。

④プロ成り（一般投資家→特定投資家）

特定投資家に該当しない法人は選択により特定投資家に移行可能な一般投資家に該当し⁴²⁾、特に定量評価の要件を必要とせず、契約の種類ごとに選択により特定投資家に移行できる（プロ成り）（金商法34条の3第1項）。

個人投資家は一般投資家に区分されるが、匿名組合の営業者となる個人で特定投資家への移行申出に他組合員の全員の同意があり出資額の合計が3億円以上ある場合、選択により特定投資家へ移行できる（業府令61条）。

一般個人でプロ成りを選択する場合、個人で純資産額3億円以上、投資性の高い金融資産の額が3億円以上および取引経験が1年以上との要件をすべて満たすことが規定されている（2022年改正前業府令62条）。「3億円以上」の定量評価については、金融商品取引業等が個人の資産状況を正確に把握することは困難と考えられるため、その水準が「合理的に判断して」、「見込まれること」が条件とされ⁴³⁾、その判断は顧客から表明書および署名を提出させるわけではなく、金融商品取引業者等の裁量に委ねられる実には曖昧なものであり、金融商品取引業者等が民事責任を問われたときに立証責任を尽くせるかは疑問が残る。

⑤アマ成り（特定投資家→一般投資家）

特定投資家のうち内閣府令で定める法人は、選択により一般投資家に移行できる（アマ成り）（金商法34条の2第1項）。特定投資家からのアマ成りは、顧客の区分変更申出があるまでは有効であり、また、いつでも特定投資家に戻ることが可能である（プロ復帰（金商法34条の2第10項））。また、プロ成りした一般投資家もいつでも一般投資家に戻ることが可能である（同34条の3第9項⁴⁴⁾）。

プロ成り、アマ成りの共通の移行手続として、契約の種類ごとに選択希望の移行を申し出て（同34条の2第1項、34条の3第1項、34条の4第1項）、アマ成りの申出については、金融商品取引業等は原則としてその申出を承諾しなければならない（同34条の2第2項）。プロ成りの申出については、金融商品取引業等はより厳格な手続が求められ、個人投資家へ金商法38条が規定する金融商品取引業者等による禁止行為等が適用除外となる旨等の書面交付が求められ（同34条の4第2項）、法人・個人の申出者には特定投資家として取り扱う際の注意事項に対し同意書を取得しなければならない（同34条の3第2項、34条の4第4項）。

⑥適用除外となる行為規制

金融商品取引業者等が特定投資家を対象とする際、金商法により適用除外となる行為規制は、投資勧誘時については、広告等の規制（金商法37条）、不招請勧誘の禁止（同38条3号）、再勧誘の禁止（同条5号）、適合性の原則（金商法40条1号）等、契約申込時については、事前説明義務（同37条の2）、契約締結前（同37条の3）および契約締結時（37条の4）の書面交付義務等、投資顧問契約

および投資一任契約時の金銭・有価証券の受入禁止（41条の4、42条の5）、金銭・有価証券の貸付禁止（41条の5、42条の6）等、広範に及ぶ。

金融商品取引業等の顧客に対する一般義務となる誠実義務（同36条）は適用除外とならず、投資運用業および投資助言業に課される善管注意義務（同41条2項、42条1項）、忠実義務（同41条1項、42条1項）も適用除外とならない。また、金融商品の取引または契約は、委任または準委任となるため受任者としての善管注意義務も免れない⁴⁵⁾。

書面交付義務においても、一般投資家を対象とする金融商品であれば定型の書式が用意されているため、書面交付義務が適用除外されても金融商品取引業等の事務負担はさほど軽くない。

4. プロ向け市場の創設

(1) 概要

2008年改正金商法は、プロ向け市場（特定取引所金融商品市場）の枠組みを新たに導入した⁴⁶⁾。2006年に金商法制定とともに導入された特定投資家制度の立案時には、特定投資家向けの金融商品の設計が考慮されていなかったが⁴⁷⁾、プロ向け市場の創設により、特定投資家への行為規制や開示規制の程度に応じた金融商品の設計と市場参加者がワンセットになったといえる⁴⁸⁾。

プロ向け市場は、ロンドン証券取引所のAIMをモデルとしたもので、同取引所はAIMを自主的に運営する非上場証券の市場と位置づけているが、金商法はプロ向け市場を取引所金融商品市場と位置づけ、取引所内で取引を行わせることにより、特定投資家向けに発行された有価証券を一般投資家に譲渡させない目的がある⁴⁹⁾。

(2) 開示規制

プロ向け市場のみに上場されている有価証券を特定上場有価証券といい（金商法2条33項）、その固有の発行開示を特定証券情報といい（同27条の31）、流通開示を発行者情報という（同27条の32）。

特定上場有価証券の取得勧誘に際しては、有価証券届出書に該当する特定証券情報を相手方に提供し、公表しなければならない（金商法27条の31第1項）。特定証券情報の内容、様式等については、特定上場有価証券が上場を予定する金融商品取引所が、内閣府令が定める事項により（証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令（以下「証券情報府令」とする）2条2項2号）、上場規程等を定めなければならない（同条1項1号）。プロ向け市場へ上場を予定しない場合は、金融庁長官がその内容等を指定する（証券情報府令3条3号）。

特定上場有価証券の発行者は、事業年度ごとに1回以上、有価証券報告書に該当する発行者情報を特定上場有価証券の保有者に提供し、公表しなければならない（金商法27条の32第1項）。特定証券情報と同様に、発行者情報の内容、様式等については、上場している金融商品取引所が上場規程等により定めなければならない（証券情報府令7条1項1号）。特定投資家私募においても、特定証券情報と同様、金融庁長官がその内容等を指定する（同条2項3号）。

したがって、発行開示、流通開示ともに特定上場有価証券の開示規制は、金商法および府令等で法

定されず、証券取引所の上場規程にその内容や方式等を従うことになり、自主規制により規律されることになる。しかし、特定証券情報または発行者情報に虚偽記載等の違反があった場合、金商法上の罰則や課徴金の対象となる（金商法197条1項4号の2、172条の10）⁵⁰⁾。

一般的に、自主規制となる上場規程違反があった場合は、自主規制機関となる金融商品取引所が行う主体者となり過怠金等の処分を課すが、特定上場有価証券に関しては、自主規制違反（特定証券情報等の虚偽記載等）に対して金商法上の刑事罰または行政処分が明文の規定により科（課）されている。米国や英国では、一般規定として自主規制違反に対する制裁が規定されているが⁵¹⁾、わが国の市場規制ではあまり例がない⁵²⁾。

(3) プロ向け市場の課題

特定上場有価証券は、特定投資家のみがプロ向け市場で売買できるが⁵³⁾、その目的は、発行会社の開示規制緩和や金融商品取引業等の行為規制の軽減であり、プロ投資家のリスク許容度に応じた商品設計とはいいたい。

事業会社や金融法人等がプロ向け市場に上場する目的は、法定の厳格な開示義務を負うことなく募集により特定投資家から資金調達を行うことにある。この点、内外の様々な事業体がプロ向け市場に上場することにより、それぞれの事業体が円滑に資金調達できることは、金融市場が本来持つ資金の適正配分の機能をはたすことから望ましい。

現状、特定上場有価証券を具体化する唯一の特定取引所金融商品市場は、日本取引所グループが運営するTOKYO PRO-BOND Marketである。主として海外の発行体の上場（プログラム上場）を目的とし、英文による開示制度を認め、さらに開示頻度、開示内容を軽減している⁵⁴⁾。

しかし、特定投資家がプロ向け市場に求める機能は、一般的な金融商品では得られない投資リターンであり、発行会社等の開示規制や金融商品取引業等の行為規制の軽減といったリスクに見合った投資リターンはプロ向け市場の上場金融商品では得られない。ここに資金供給者と資金需要者のミスマッチが生じている。

5. 特定投資家区分の見直し

(1) 概要

2021年2月より金融庁の諮問会議となる金融審議会の部会「市場制度ワーキング・グループ」（前掲・金融審部会）は、「成長資金の供給の在り方に関する検討」をテーマに審議に入り、同年6月に「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—⁵⁵⁾」（以下「同報告とする」）を公表している。

同報告は、金融審部会が2020年9月に金融担当大臣から「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」との諮問を受けて審議・作成されたものである。

金融審部会資料によると、2006年金商法制定により特定投資家制度が導入されて以降、個人の特

定投資家の要件となる投資性資産3億円以上を保有する個人は2万人存在するとされるが、特定投資家となる個人投資家はわずか92人とどまり⁵⁶⁾、制度の導入としては失敗といわざるを得ないものである。

そのため、同報告の目的は、スタートアップ企業等への成長資金が適正に供給されるために、特定投資家制度のより一層の活用、とりわけ個人のプロ投資家による資金供給を法令改正により促すものである。

(2) 区分変更の内容

個人の特定投資家を増加させていくための手段としては、特定投資家への要件緩和および特定投資家になることのメリットが必要になるが⁵⁷⁾、内閣府令（業府令）の改正は、実質的に特定投資家へのプロ成り要件緩和のみを考慮したものである。

改正前の個人の特定投資家への要件は、純資産額3億円以上、投資性の高い金融資産の額が3億円以上および取引経験が1年以上との要件をすべて満たすことが求められているが（業府令62条1項）、この要件を維持したうえで定量面を緩和し、純資産5億円以上、投資性金融資産5億円以上、前年の収入金額1億円以上の要件のいずれかに該当し、取引経験1年以上であることも要件とした（業府令62条1項2号）。取引頻度の要件も追加され、金融商品取引業等が顧客からの特定投資家の申出を承諾した日前1年間における1ヶ月あたりの証券・デリバティブに関する平均的な取引・契約件数が4件以上であれば、純資産3億円以上および投資性金融資産3億円以上の要件に該当することになり、取引経験1年以上であれば特定投資家の要件を満たすことになる（業府令62条1項3号）。

今回の業府令の改正の特徴的な点は、定性評価を定量評価に代える手段を導入したことである。つまり、「特定の知識経験を有する者」であれば、3億円の基準値を下げ、純資産1億円以上、投資性金融資産1億円以上、前年の収入金額1億円以上の要件のいずれかに該当し、取引経験1年以上であれば特定投資家の要件を満たすことになる（業府令62条1項4号）。

金融業、経済学・経営学を専攻する大学教員への職業経験が通算1年以上あること、証券アナリスト、第1種または第2種証券外務員、1級または2級フィナンシャルプランニング技能士、中小企業診断士の資格を保有し通算1年以上の実務経験があること（業府令62条3項）、これらと同等以上の知識経験がある者（同条4項）が、特定の知識経験を有する者とされる。

業府令62条4号の同等以上の知識経験を有する者にいたっては法令指定がなく、公認会計士や弁護士、上場会社の取締役等が想定されるが⁵⁸⁾、ここでの判断は突然に金融商品取引業等の判断に委ねられる適合性の原則に戻ることになる。この定性評価以外に純資産、投資性金融資産、年間収入金額の定量評価要件と合わせ特定投資家の申出承諾の判断をすることから、金融商品取引業等の裁量が逸脱することはないと思われるが、その対象者を府令指定することで一貫性をもたせるべきである。

第4章 英国法からのわが国の投資家区分への示唆

1. 個人の投資家区分の細分化

わが国の現行法による投資家区分は、プロ投資家（特定投資家）と一般投資家に二分され、資産額5億円以上等の要件があるとしても、個人投資家がいったんプロ投資家になると、そのリスク許容度は、適格機関投資家となる国や日本銀行と同等になる。この特定投資家制度の大きな問題点はここにある。

英国においても、リテール投資家とプロ投資家に二分しているが、リテール投資家はさらにプリンシプルによりリスク許容度に応じて細分化され、区分ごとに金融事業者が投資勧誘できる、個人投資家が取引・契約できる金融商品が決まっているため、リスクが高くてもより高いリターンを享受できる可能性がある金融商品を取引・契約できるメリットがあり、投資家もよりリスク許容度が高い投資家区分に属することを求めるインセンティブがある。

また、個人投資家を国や日本銀行並みに扱うわが国の特定投資家制度と異なり、たとえば1,500万円程度の所得額、4,000万円程度の保有資産額を有するリスク許容度の高い個人顧客を富裕層と扱い、相応に高リスクとなる金融商品の投資勧誘対象とする現実的な規制となっている。

その意味においては、一般投資家が暗号資産や外国為替証拠金取引等の極めてリスクが高い金融商品を個人の属性を問わず購入できるわが国の投資家区分は、すべてがプロ投資家区分の状態にあるといっても過言ではない。一般投資家を定性評価および定量評価に基づいて、リスク許容度により区分できる規制が早急に望まれる。

また、一般投資家（個人）が特定投資家を申し出た場合、金融商品取引業等が特定投資家要件に該当するかを確認しなければならない（金商法34条の4第2項）。その確認方法は法定されていないため、知識や経験を疎明できる資料は顧客による任意の提出となる。身分証明書や源泉徴収票、金融機関の取引明細等の提出がなければ確認できないこともあり、金融商品取引業等にその手続を一方向的に求めることは好ましくない。

個人情報をしてできる限り開示したくない個人投資家と金融商品取引をできる限り増加させたい金融商品取引業等の間には危ういバランスがあり、また、たとえ金融商品取引業等が適正に特定投資家等の申出を承諾したとしても、個人顧客との適合性の原則に関する裁判所の判断は金融商品取引業等に厳しい傾向にある⁵⁹⁾。

英国のように特定の投資家区分に属することを望む顧客が、証拠資料を添付したうえで、自分がその要件を満たすことを表明して署名する形式が、投資家にとっても金融商品取引業等にとっても望ましい。原則として、高リスクの金融商品を購入する意欲のある個人投資家が受益者であり、その手続におけるコスト（個人情報資料の提出等）は受益者が負担すべきである。

2. 金融商品のイノベーションの促進

個人投資家をリスク許容度により区分することで、高リスクの金融商品から一般的に金融リテラシーが低い個人顧客の保護を図ることができ、また、高リスクであっても投資需要があるリスク許容

度の高い個人投資家に適合する金融商品を生設計し、提供することが可能となる。現状の特定上場有価証券に限定される特定投資家制度のもとでは、高いリスクを許容できる投資家層自体を形成することができない。

英国では、法令上の規制金融商品には「所有権等の権利を表章する証券（Certificates representing certain securities）」（財務省令附則1第18条）のように解釈の幅が広い定義が含まれているが、実務的にはその商品性の細則をFCAがプリンシプル（COBS）により定め、投資家区分に応じた投資勧誘可能な金融商品グループに区分している。

プロ投資家向けの金融商品が特定上場有価証券に実質限定されるわが国の特定投資家制度では、金融商品取引業等の金融商品のイノベーションを阻害するばかりか、いかなる金融商品であっても、行政庁は常に一般投資家の保護を前提とした法令上の金融商品指定にとどまるため、多様な金融商品の設計の機会も阻害することになる。

官民ともに「成長資金の供給の在り方」を考えるのであれば、たとえばICO（Initial Coin Offering）など上場会社やスタートアップ企業が独自に発行する暗号資産による資金調達、その暗号資産に投資する投資信託、またはその暗号資産を参照する店頭デリバティブや上場デリバティブ等の金融商品が設計され、高リスクを許容する個人投資家に提供されることをまず考えるべきである。

おわりに

2022年11月、暗号資産交換業大手のFTXトレーディング（以下「FTX」とする）が米国で連邦破産法11章の適用を申請し経営破綻した。FTXは世界で100万人を超える顧客を有し、顧客の預り資産160億ドル（約2兆1,000億円）にもなり、FTX日本法人を経由したわが国の投資家のFTX預り資産は222億円とされ⁶⁰⁾、預り資産の流出や回収不能等の被害は甚大となっている。

わが国の暗号資産交換業を規制する法律は資金決済法であり（資金決済法63条の2）、投資家（利用者）の保護（同63条の11）、利用者財産の分別管理義務（同63条の11の2）等の規定があるが、登録暗号資産交換業者は希望する投資家に暗号資産を自由に投資勧誘でき、また、個人を含め投資家も法定通貨となる米ドルと日本円を交換する外国為替のように自由に取引が可能である。

また、暗号資産は金商法では金銭と定義され（金商法2条の2）、集団投資スキームに投資家が暗号資産で出資する場合は、その募集または私募に金商法の行為規制が適用され、そのほか暗号資産および暗号資産を参照するデリバティブの売買に際し、相場操縦や偽計取引等の不公正取引が禁じられている（同185条の22ないし185条の24）。金商法の暗号資産の規律も、個人を含めた投資家が暗号資産または暗号資産を参照するデリバティブ等を自由に売買できることが前提となった行為規制となっている。1つの金融商品が複数の法令により規律されるこれもユニークな規制体系となっている⁶¹⁾。

英国では、暗号資産は2000年金融サービス市場法および財務省令の投資勧誘可能な規制金融商品に規定されず、また、FCAによるプリンシプル（COBS）にも規定されていないことから、認可業者はどの投資家に対しても暗号資産を投資勧誘することはできず、また、暗号資産を参照したデリバティブ

ブ (cryptoasset derivatives) および上場暗号資産連動証券 (cryptoasset exchange traded note) をリテール顧客に販売ならびに投資勧誘することが禁止されている (COBS22.6.5R)。

2020年7月、金融規制を掌理する財務省は2000年金融サービス市場法の改正により、投資勧誘規制の対象に暗号資産を追加すべきかの検討に入り、法令改正に向けパブリックコメントを開始した⁶²⁾。2021年6月、FCAが実施した金融アンケートでは、英国内で海外ウェブ等を経由して暗号資産を何らかの形で保有する消費者が230万人となり、人口比4.4%で、年々増加していることが明らかとなった⁶³⁾。

この結果を受け、財務省はパブリックコメントへの回答を公表し⁶⁴⁾、暗号資産を財務省令の規制金融商品に追加すること、2020年のパブリックコメント実施時は、比較的取引量が多く、商品性が簡易となるステーブルコイン (stablecoins) のみを対象範囲としていたが、より広範な種類の暗号資産を含め適格暗号資産 (qualifying cryptoasset) とすることを回答している。世界的な暗号資産投資の拡大と暗号資産交換業者による不正事件を踏まえ、シティ (ロンドンの金融街) が暗号資産のハブとなり、暗号資産関連の金融商品の多様化や取引拡大、さらに英国当局が集中管理する目論見も垣間見える。

FCAも暗号資産に関するパブリックコメントを実施したうえで⁶⁵⁾、規制方針 (Policy Statement) を公表し⁶⁶⁾、通常でない金融商品のカテゴリーをリスクおよび規制の軽重の順序から、「換金が容易な商品 (Readily Realisable Security (RRS))」、「一般向けに制限された金融商品 (Restricted Mass Market Investments (RMMI))」、「一般向けでない金融証券 (Non-Mass Market Investments (NMMI))」に再区分した。

RMMIには、これまでの換金が容易でない証券やソーシャルレンディング契約が含まれ、NMMIには主流でない共同出資投資商品、投機的で流動性がない証券が含まれ、NMMIはリテール投資家に投資勧誘することが禁じられる。

適格暗号資産の取り扱い、財務省令の改正案が議会で承認された場合 (2023年前半が想定されている)、RMMIに区分されることが予定されていることから、承認された知見がある投資家等に投資勧誘することが可能となる。このように、金融規制上の暗号資産の取り扱いだけでも、わが国と英国の市場監督者には決定的な違いがある。

英国での金融商品の投資勧誘は、FCAのプリンシプル (COBS) の規定策定および監督下にあるが、高リスクの金融商品をリテール顧客への投資勧誘の対象にするか否かは、FCAを監督する財務省がFCAとの協議により決定するため、金融監督者 (FCA) の判断 (企画立案) のみでは決定することができない。この点も、わが国の金融規制の枠組みと大きく異なる⁶⁷⁾。

財務省およびFCAが新たな金融商品を金融事業者による投資勧誘の対象にする手続は、市中アンケートによるリスクアセスメントを実施したうえで、どの投資家区分の投資対象とするかを判断するプロセスをとり、その判断には時間をかけるのが一般的である。

これらの規制の枠組みと手続により、たとえ高リスクの金融商品であっても、投資対象とできる個人投資家を区分できることで、資金需要者等のニーズを円滑に合致させることが可能となり、個人投資家の保護のみが市場規制の立法趣旨となっていない。

英国における暗号資産の取り扱いの議論は、2020年にグローバルに拡大したコロナ禍において進み、本稿では、これを含めた金融商品の投資勧誘規制を財務省、FCA等の公開資料に基づいて調査したのみである。今後、適格暗号資産の投資勧誘規制、投資家および投資商品の区分変更がどのように定着していくのかを現地調査を含めさらに進め、わが国の金融市場における適正な資金配分に資する提言ができるよう努めていきたい。

以上

注

- 1) 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)。
- 2) Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.
- 3) 「一定規模」の金融商品の種類、取引量については金融サービス業者が閾値を設定し、判断することとされている (European Securities and Markets Authority, ‘Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics’, p.103)。
- 4) Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.
- 5) Committee of European Securities Regulators, ‘CESR Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review – Client Categorisation’, October 2010, p.11.
- 6) Walker G, Purves R, Blair M, Financial Services Law, 4th Edition, Oxford University Press, 2018, p.126.
- 7) 青木浩子「特定投資家・一般投資家」ジュリ1368号(2008)51頁, 澤飯敦=堀弘=酒井敦史「行為規制」商事1777号(2006)20頁ほか。
- 8) Moloney, Niamh, ‘Regulating the Retail Markets,’ Moloney N, Ferran E & Payne J, ed., ‘The Oxford Handbook of Financial Regulation, Oxford University Press, 2015, p.744
- 9) 英国における金融商品の投資勧誘規制に関する先行研究は、川島いづみ「英米における投資勧誘規制と投資家の区分」早稲田社会科学総合研究9巻1号(2008年)43-60頁。英国の投資勧誘規制は、FSAからFCAへの市場監督者の異動、英国のEU離脱等を踏まえ見直しがなされてきたが、プリンシプルによる市場規制の考え方に変更はなく、本稿においてもこの先行研究の影響が大きい。
- 10) 第二次立法 (Secondary Legislation) は、わが国の政省令に該当するが、元となる法律 (Primary Legislation) を所管する省が立案し国務大臣経由で議会に提出、施行には議会承認を必要とするところはわが国に政省令制定手続と異なる。議会に提出された第二次立法案は、両院委任立法委員会が所管の省に委任された範囲にあり適切であるかを審議し、問題があれば勧告を付して両院に回付する。議会では承認または却下のみ決議し、修正は行わない。採択可とされる第二次立法案は提出法案の20%程度とされる (坂東洋行「英国における役員報酬改革」早稲田法学94巻3号(2019)377頁)。採択された第二次立法は命令 (Statutory Instruments) として施行される。
- 11) 英国の金融サービス市場法と財務省令における投資勧誘規制の整理について、楠本くに代『日本版金融サービス・市場法』(東洋経済新報社・2006)91-115頁。
- 12) 川島いづみ「コーポレートガバナンス・コードとイギリス会社法」鳥山恭一=中村信男=高田晴仁編著『現代

- 商事法の諸問題』(成文堂・2016) 252頁。取締役の義務が法定されたのは2006年会社法が初めてであった。
- 13) 坂東洋行「市場規制としてのプリンシプルとその実効性確保」早法95巻3号(2020) 612頁。
 - 14) Financial Services Authority, 'A new regulator for the millennium,' 2000, p.14.
 - 15) 坂東・前掲注(13) 609頁。
 - 16) 英国はEUを離脱したが、MiFIDおよびMiFID IIの投資勧誘規制等については、The Markets in Financial Instruments (Amendment) (EU Exit) Regulations 2018により、読み替えないしBrexit後も残すべきものとして規定され、2000年金融市場サービス法および財務省令が改定されている。
 - 17) 1993年の投資サービス指令(ISD)は2001年にFSAがCOB(Conduct of Business)を新設して内国法化し、MiFIDは全面改訂されたCOBS(Conduct of Business Sourcebook)で内国法化され、MiFID IIはCOBSの一部改訂で内国法化された。いずれも立法によるものではないが、英国のプリンシプル規制に沿った適正な内国法化プロセスとなる。
 - 18) FCA規則集は、規則とガイダンスが別々に規定されているわけではなく、各条文番号の末尾にR(ルール)またはG(ガイダンス)を付け、ルールかガイダンスかを示している。
 - 19) 地方公共団体のプロ成りを認める要件は通常のリテール顧客とは異なり、より厳格な定量および定性評価が金融事業者に求められている(COBS3.5.3BRほか)。
 - 20) 「一定規模」の判断基準は前掲注(3)に同じ。
 - 21) COBS第4章(COBS4)は、顧客への金融商品の投資勧誘を規定する章となり、MiFIDの規定を内国法化するものであるが、COBS4.5は英国独自(Non-MiFID provision)のリテール顧客向けコミュニケーション(投資勧誘)を詳細に規定している(MiFIDに沿った規定はCOBS4.5A)。
 - 22) Financial Conduct Authority, 'FCA fines Barclays £26 million over treatment of customers in financial difficulty,' Dec 5, 2020.
 - 23) Financial Conduct Authority, 'FCA fines Standard Life Assurance Limited £30 million for non-advised pension sales failures,' Jul 23, 2019.
 - 24) 坂東・前掲注(13) 83頁。
 - 25) Financial Services Authority, 'Implementing MiFID's Client Categorisation requirements', August 2006, para 2.19.
 - 26) Della Negra, Federico, 'Civil Law Effects of ESMA's 'Conduct of Business Handbook', MiFID II and Private Law, Hart Publishing, 2019, p.67.
 - 27) Financial Services Authority, *supra note* 25, para 2.20.
 - 28) 財務省令48条2項。この経緯については、川島・前掲注(9) 46頁。現行基準はすべてCOBSに移行して運用されている。
 - 29) HM Treasury, 'Government response—Informal capital raising and high net worth and sophisticated investors, Changes to the Financial Promotion Order', 2004, p.3.
 - 30) 財務省令50条と同等。
 - 31) 財務省令48条と同じ。また、表明書(財務省令附則5)も要件等同等となる。なお、最近の物価動向や投資家の投資資産の増加を受けて、年間所得額および保有純資産額の金額引き上げが財務省から提案され、見直し作業中となっている(HM Treasury, 'Financial promotion exemptions for high net worth individuals and sophisticated investors: A consultation,' December 2021)。
 - 32) 財務省令50A条と同等。財務省令への改正案(前掲注31)では、知見があると自己申告した投資家の要件のうち、非上場会社の投資経験の削除および取締役を務める会社の売上高の引き上げが提案されている。
 - 33) COBSの規定に定義されているもの、またはFCA規則集の用語集に解説されているものがある。

投資家区分ごとの金融商品の投資勧誘規制

- 34) 「投資した資金が戻ってこなくてもかまわないと思わなければ投資してはいけない」等の強い文言を提示しなければならない (COBS4.7.6ER)。
- 35) Financial Conduct Authority, 'High-risk investments: Marketing speculative illiquid securities (including speculative mini-bonds) to retail investors', June 2020).
- 36) The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (SI 2001/544) . Specified security は、規制金融商品のカテゴリーとほぼ一致し、これらの金融商品を扱うと規制業務 (controlled activity) となり、認可業者となる必要がある (2000年金融サービス市場法22条)。
- 37) 黒沼悦郎『金融商品取引法 (第2版)』(有斐閣・2020) 555頁。
- 38) 東京地判令和2年3月24日 LEX/DB 文献番号25584893, 仙台地判平成19年9月5日判タ1273号240頁, 札幌地判平成18年2月9日 LEX/DB 文献番号28110719 ほか。
- 39) 澤飯=堀=酒井・前掲注 (7) 20頁。
- 40) 澤飯=堀=酒井・前掲注 (7) 20頁。
- 41) 黒沼・前掲注 (37) 74頁。
- 42) 松本圭介=池田知世=堀弘『金融商品取引法の行為規制と投資者区分』商事1816号 (2007) 22頁。
- 43) 松本=池田=堀・前掲注 (42) 23頁。
- 44) 特定投資家制度導入当初は、アマ成り、プロ成りともに1年間は区分変更が制限されたが、2009年改正金商法により、投資家の申出があれば (金融商品取引業等の承諾要)、随時認められることになっている (齊藤将彦=高橋洋明=西史香「取引所の相互乗入れ・特定投資家と一般投資家の移行手続の見直し等の概要」商事1875号 (2009) 28頁)。
- 45) 坂東洋行『信託法とその社会的役割』(中央経済社・2023) 165頁。
- 46) 池田唯一=三井秀範=増田直弘=井藤英樹=新発田龍史=大来志郎=齋藤将彦『逐条解説2008年金融商品取引法改正』(商事法務・2008) 31頁。
- 47) 証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討 (3)』別冊商事323号159頁 (黒沼悦郎発言) (2008)。
- 48) 清水真人「プロ向け市場に関する法的枠組みの検討」企業と法創造6巻1号 (2009) 193頁。
- 49) 黒沼・前掲注 (37) 391頁。
- 50) 特定証券情報および発行者情報の虚偽記載等は民事責任の対象にもなる (金商法27条の33)。
- 51) 米国の証券規制における、取引所規則違反に対する差止め命令、刑事訴追 (取引所法21条d) 等。
- 52) 金融商品取引業に対する監督上の処分として、「金融商品取引業に関し、不正又は著しく不当な行為をした場合において、その情状が特に重いとき (金商法52条1項10号)」が規定され、その処分対象は、金融商品取引所または金融商品取引業協会等の自主規制に違反した場合が想定されている (黒沼・前掲注 (37) 651頁)。
- 53) プロ向け市場で、一般投資家が保有する特定上場有価証券の売付は可能とされる (黒沼・前掲注 (37) 392頁)。
- 54) 中村俊弘「TOKYO PRO-BOND Market 制度の概況」商事1958号 (2012) 40頁。
- 55) 金融庁・前掲注 (1)。
- 56) 金融庁「事務局説明資料 (成長資金の供給のあり方に関する検討 (プロ投資家関係))」(2021年3月29日) 2頁。
- 57) 宮内文=牧野史晃=上利悟史=河西和佳子「金融商品取引業等に関する内閣府令等の改正の解説」商事2304号 (2020) 13頁。
- 58) 宮内=牧野=上利=河西・前掲注 (57) 14頁。
- 59) 大阪地判平成18年4月26日 金判1246号37頁, 大阪高判平成20年6月3日 金判1300号45頁, 東京地判平成21年10月26日 判タ1324号191頁など。適合性原則が争われた裁判例の分析について、加藤新太郎「近時における金融商品取引関係訴訟の動向 (適合性原則) 金判1511号8頁。
- 60) 「FTX 破綻、世界に連鎖も」2022年11月13日日本経済新聞朝刊3面。

- 61) 坂東洋行「金融事業者のガバナンスと金融規制」信託研究奨励金論集43号（2022）101頁。
- 62) HM Treasury, 'Cryptoasset promotions: Consultation,' July 2020.
- 63) Financial Conduct Authority, 'Research Note: Cryptoasset consumer research 2021,' June 2021.
- 64) HM Treasury, 'Cryptoasset promotions: Consultation response,' January 2022.
- 65) Financial Conduct Authority, 'Strengthening our financial promotion rules for high risk investments, including cryptoassets,' January 2022.
- 66) Financial Conduct Authority, 'Strengthening our financial promotion rules for high - risk investments and firms approving financial promotions: Policy Statement PS22/10, August 2022.
- 67) 坂東・前掲注（61）63頁。