

金融商品取引法研究会
研究記録第 52 号

金商法において利用されない制度と 利用される制度の制限

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

金商法において利用されない制度と利用される制度の制限

(平成 27 年 7 月 8 日開催)

報告者 松 尾 直 彦

(東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士)

目 次

I. 問題意識	1
II. 金商法において利用されない制度と利用される制度の制限の概要	3
III. 引受関係の特例制度	8
IV. 外国証券業者の取引所取引業務の許可制度	9
V. 適格投資家向け投資運用業の特例制度	10
VI. 投資型クラウドファンディングの登録拒否要件の特例	12
VII. 特例業務届出制度（利用されている制度の制限）	13
討 議	19
報告者レジュメ	41

金融商品取引法研究会出席者(平成27年7月8日)

報告者	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	山田剛志	成城大学大学院法学研究科教授
幹事	萬澤陽子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	岸田吉史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社執行役員法務担当
〃	鎌塚正人	SMB C日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	石黒淳史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	高良美紀子	東京証券取引所総務部法務グループ課長
特別参加者	梅村元史	金融庁総務企画局市場課総括補佐
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

金商法において利用されない制度と 利用される制度の制限

前田副会長 定刻になりましたので、第8回金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内のとおり、松尾直彦先生より、「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」というテーマでご報告をいただくことになっております。

それでは松尾先生、よろしく願いいたします。

[松尾（直）委員の報告]

松尾（直）報告者 松尾でございます。本日は貴重なご報告の機会を与えていただきまして、ありがとうございます。

きょうは、「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」というテーマにさせていただきました。個別の解釈論というよりは、政策論のようなテーマでございます。

I. 問題意識

1. 平成18年金融商品取引法制整備の3つの基本的視点

まず「問題意識」ということですが、証券取引法から金融商品取引法に改正があったときに、私はその解説で、利用者（投資者）、市場及び国際化という3つの基本的視点を挙げました。利用者（投資者）のところにつきましては、当時、神田先生が部会長の金融審議会第一部会でも議論があって、「消費者」という言葉を使わないのかというご指摘もあったのですが、あえて使っていないということでございます。

3つの基本的視点のうち、利用者の視点からは利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上、市場の視点からは市場の公正性・透明性の確保と市場の

活力・競争力への寄与、国際化の視点からは主要先進国地域の制度の参照と市場間競争力の考慮が志向されており、最適バランスの確保が意図されています。

もちろん、例えば利用者の視点からすると利用者保護ルールの徹底が前提になるわけで、市場の視点からは市場の公正性・透明性の確保が前提になるわけですが、後者の視点も考慮して、バランスのとれた規制を意図しているという考え方であります。

2. 金商法において利用されない制度に関する問題意識

今回のご報告のテーマの問題意識につきましては、次のページの脚注の4、金商法施行5周年の2012年に「銀行法務21」に依頼されて書いた原稿の中で、今回のテーマのもとになる問題意識を挙げております。

引用しますと、「金商法には、プロ向けファンドの届出制度（平成18年改正）のように、よく利用されている制度がみられる一方、せっかく制度整備がされたにもかかわらず、あまり利用されないものも多い」。今回取り上げます取引所取引業務の許可制度、プロ投資家制度——特定投資家制度、プロ向け市場制度、プロ向け投資運用業制度などが、そうであるということです。

「筆者が担当したプロ投資家（特定投資家）制度については、個人に関する重い要件や特定投資家・一般投資家の移行に関する煩雑な手続などの問題があるとの反省もある」と反省をしておるわけですが。しかしながら、当時、与党審査とか国会等においては、与党議員からもプロ投資家制度には厳しい指摘をいただいております。緩やかな内容にすることは簡単ではないということです。「日本の経済社会においては、投資者のリスクテイク促進よりも投資者保護が重視されることから、投資者保護を緩やかにする制度を構築する際には、その利用要件が厳格化される傾向にあり、結局、利用されない結果になってしまうということであろう」という問題意識を持っております。この問題意識をもうちょっと突き詰めたいともともとっておったのですけれども、今回、報告させていただくということでもあります。

3. コメント

脚注6に黒沼先生の資料を挙げさせていただいて恐縮ですが、私もともと金商法は市場の基本法であると考えております。もちろん投資者保護も一般的な投資家を想定すると重要な目的ではあるけれども、あくまで市場法ですので、投資者への詐欺的行為の防止を主眼とするものではありません。詐欺は、詐欺罪といった刑事犯等で対応すればいいわけで、詐欺的行為があるからといって規制を過剰に強化すると、結局、制度が利用されない結果になってしまうと考えております。

ここには書いていないのですけれども、それ以外に、日本ではプロの世界が発達していないので、そもそもプロ向けの制度というのはなかなか普及しないという諦めの境地もあって、そうであるならば割り切って、投資者保護を徹底するのも1つの路線かもしれないと思うわけでございます。

しかし、そうすると副作用があるわけで、ホールセールとかりテールの中でも、投資の知見の豊富な、財産も豊富な投資家に対してマイナスの影響もあり得るので、そのバランスをいかに図るかが永遠の課題だろうと思えます。

II. 金商法において利用されない制度と利用される制度の制限の概要

1. 金商法において利用されない制度（金融商品取引業の開業規制に係る各種特例制度）

金商法において利用されない制度というのは幾つかありますが、ここで取り上げているのは、まず、開業規制に係る各種の特例制度でございます。大きく分けると、外国証券業者絡みの制度です。これはちょっと経緯がある話だと思っておりますが、後で取り上げたいと思います。あと、適格投資家向け投資運用業も、思ったほど利用されていません。

2. 金商法において利用されない制度（特定投資家制度）

次は、私が反省をしている特定投資家制度です。

まず、導入の経緯です。金融審議会第一部会での当時の議論をよく記憶しておりますけれども、一般道路と高速道路はルールが違ってもいいんじゃないかというようなご指摘もありまして、EUの制度を参考にして導入したわけでございます。

当初は、ご承知のとおり、あくまでも一部の行為規制を除外する制度でしたけれども、その後、プロに限定した取引の活発化の観点からプロ向け市場制度をつくらうということで、平成20年金商法改正で開示制度において特定投資家私募制度が導入されて、平成21年金商法改正での売出し制度の全面的な見直しに伴いまして、特定投資家私売出し制度が導入されて、特定投資家の活用が開示制度にまで拡大されたということでございます。

ちょっと脱線しますと、金融行政にはその時々で変化がございまして、注13にあります平成19年のころは、三井市場課長（当時）が音頭をとって、我が国金融・資本市場の競争力の強化ということが政策の大きな柱になっていまして、国際化の視点の后者のほうや、利用者や市場の視点についても后者のほうが、どちらかという重視された時期であったと言えます。

ところが、その後、特定投資家制度の厳格化が行われております。要は、一般投資家が原則であるということをもっと徹底するというのが、平成21年金商法改正の見直しです。

もう1つは、地方公共団体の分類を一般投資家に戻すとか、特定投資家の範囲の縮小が行われました。A I J投資顧問事件が起きたので、厚生年金基金が当分の間、原則として特定投資家への移行の申し出ができないことになりました。厚生年金基金の実態を踏まえると、事実上理解はできるのですけれども、結局、厚生年金基金がプロではなかったということで、大変残念な実態であったわけでございます。

プロ向け市場についても、以下の経緯のとおり低調ですけれども、5月に、東京都が、東京金融資本市場の活性化の観点から意図的に、ユーロ・ドル債

を TOKYO PRO-BOND Market に上場されまして、これは大変結構なことだと思います。ただ、プロ向け市場自体は、組織的に東京 AIM 取引所ができたけれども、東証グループが完全子会社にした後に東京 AIM 取引所を吸収合併しました。現状、株式市場である TOKYO PRO Market と債券市場である TOKYO PRO-BOND Market の両方がございますけれども、銘柄数は少ないということで、プロ向け市場が日本ではなかなか発展しにくいということを、これまた示しているのだらうと思います。

3. 投資型クラウドファンディング制度（利用されない可能性のある制度）

直近、平成 26 年金商法改正により、投資型クラウドファンディング制度に係る制度整備が行われ、特例制度が導入されました。5 月 29 日に施行されたばかりなのに、利用されない可能性のある制度と書いてしまって、大変申しわけないのですが、もともと私の認識は、失礼かもしれませんが、これは安倍政権の成長戦略の第 3 の矢である成長戦略としての「日本再興戦略」について、金融庁としても何か政策対応する必要があるということから検討された制度かなと見ております。きょうは報告者なので、ふだんより私も発言が慎重なのですが、建前と本音は別でして、多分金融庁さんも、ここはコメントをいただかなくても結構ですが、よくわかった上で大人の対応をされているんだらうなというふうに思っております。

この制度導入の趣旨は、まさにさっき言ったとおり、「新規・成長企業に対するリスクマネー供給促進策（事業化段階等におけるリスクマネーの供給促進策）」ということですが、バランスの確保が金融審議会の報告では考慮されています。下のほうに黒ポツで書いてありますが、「リスクマネーの供給促進策の検討に当たっては、規制緩和の観点のみならず、投資者保護の観点にも十分配慮しつつ、検討を進めていくことが重要である」ということです。

5 ページの上から 2 行目の黒ポツに、「できるだけ仲介者にとって参入が容易であり、かつ、発行者にとって負担が少ない制度設計とすることが重要

と考えられる。一方で、投資型クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用され、ひいては投資型クラウドファンディング全体に対する信頼感が失墜することのないよう、海外当局による規制の動向も踏まえつつ、投資者保護のための必要な措置を講じることも重要な課題である」と書いてあります。

一般論としてはごもっともということではございますが、5月に政令・内閣府令や自主規制機関の自主規制規則が定められたわけですけれども、私は第二種業協会の仕事を結構させていただいておりまして、実務必携の執筆とか、内部管理統括責任者の研修とかをやらせていただいているので、この自主規制規則も拝見しておるわけですけれども、大変厳格な内容になっております。もともと総額1億円、1人50万円という定量的な制限があつて収益性が低いところに、業務管理規制が非常に厳格に導入されているので、なかなか利用度は低いのかなと見ております。ただ、第二種業協会に聞いたら、ご相談が数件あるということなので、そういう中でも参入意欲のある方がおられるわけで、これは大変歓迎すべきことだろうと思います。願わくば、関係機関においては、ぜひ参入いただく方向で対応いただければと思っております。

4. 利用される制度の制限（特例業務届出制度の規制強化）

5ページの「利用される制度の制限」ということです。だんだん脱線してきますと、自分がつくった特定投資家制度はさっぱり利用されないと、私がある市場関係者に嘆いておりましたら、いやいや、プロ向けファンドの届出制度はものすごく利用されていますよと慰めていただいたのですが、昨今、このプロ向けファンドの制度は評判が悪くて、ついに平成27年金商法改正で規制強化がなされてしまいました。これは中村先生のほうがお詳しいと思うのですが、実務的には利用しにくくなっているということだろうと思います。

もともとプロ向けファンドの制度というのは、「より簡素な規制とするなど、健全な活動を行っているファンドを通じた金融イノベーションを阻害し

ないよう、十分な配慮が必要である」という考え方から導入されたわけでございます。

注 22 にあるように、金融庁の資料によると、今の届出者数は 3000 を超えておりまして、かなり利用はされているけれども、うち問題リスト掲載業者も 2 割弱を占めているということです。

ただ、私が申し上げたいのは、2 割弱というのは多いかもしれないけれども、非問題業者が 8 割いるということで、そういうところを余り見ていただけないことが残念なわけでございます。

その後は、問題業者がどうしてもいるものですから、規制・監督、監督の中には監視も入りますけれども、強化されておりまして、証券取引等監視委員会が、ファンド販売業者、これは二種業者も入っておるのですが、集中検査を行いまして、「事業型ファンドにおける分別管理に係る販売規制について」という建議をしました。それを受けて、府令改正で契約締結前交付書面の記載事項の拡充とか、金融庁と監視委員会によるホームページにおける警告の表示とか、届出記載事項に適格機関投資家の名称等の追加を行いました。これは、特例業務の要件を満たしているかどうかをチェックできるようにするための改正ということです。その後、消費者委員会の「詐欺的投資勧誘に関する消費者問題についての建議」と「詐欺的投資勧誘に関する消費者問題についての調査報告」というのがあります。消費者委員会のものは非常に網羅的で、ある意味で大変勉強になるものでございます。

あと、消費者基本計画の改定というのがございます。消費者基本法に基づき消費者基本計画を閣議決定で定めておりますけれども、毎年度、ローリング方式で改定をしておりますして、消費者委員会の問題意識はこの改定計画の中に反映されているということでございます。

あとは、国民生活センターで警告をされまして、日弁連で問題があるという意見書が出て、証券取引等監視委員会の建議があつて、消費者委員会の提言があつて、それを受けて金融庁は内閣府令の改正案を公表されておりました。私はパブコメは出さなかったのですが、その前に中村先生と連名で金融

庁に申し入れをしたのですけれども、結局、まとまらなかったということで、正式に金融審に諮問をされまして、議論をされて、ことしの1月に報告書が出されまして、平成27年金商法改正につながったという経緯でございます。

こう言ったら失礼かもしれなのですけれども、一部のベンチャーファンドの方々が、金融庁の去年の5月のパブコメ公表案に反対をされてまとまらなかったわけですが、結果的には、より厳しい制度になったわけです。ただ、今回の法改正については、私も支持できるところもあるので、それは後で申し上げたいと思います。

Ⅲ. 引受関係の特例制度

1. 外国証券業者の有価証券関連業該当行為に係る適用除外のうちの元引受契約の内容確定協議の特例制度の概要

2. 外国証券業者の引受業務の一部の許可制度の概要

引受関係の特例制度についてですが、私の金商法の教科書から引っ張ってきているので、ちょっと安易で申しわけないのですけれども、(1)も(2)も、昭和46年の外証法時代から引き継がれたものです。昭和46年当時の状況を考えてみますと、証券業は免許制で、かつ外国証券業者も日本において基本的に拠点を設けてなかったということで、後者(2)については免許制よりも緩やかな許可制度を設けたという趣旨で、両制度とも特例的に定められた制度だと思っております。前者(1)のほうは単なる適用除外なのですが。

その後、平成10年の金融システム改革法の際に証券会社が免許制から登録制に移行した際に、この制度は許可制のままだったのです。かつ、日本における外資系証券会社は多数が日本に拠点を持っているわけで、この制度を利用する必要がもう乏しくなっているということです。

3. 現状

(3)の「現状」のところ「国内証券会社とその『海外関連会社』による引受けを『斡旋』し」というふうに書いてありますが、私の承知している

限りでは、発行体との連絡は全て、あくまでも国内で登録を受けている証券会社に対応していると理解しております。もし何かあれば、オブザーバーの方々に補足いただきたいと思います。なので、この制度を利用する必要がない状況です。

平成 18 年の金商法改正のときに、許可制度をどうしようかと考えたことは確かにあるのですが、全体が登録制で、認可制の投信委託業者なども登録制に統一しましたので、許可制度というのがますます浮くわけです。しかし、当時の経緯を考えまして、もともと登録制は金融ビッグバンのときに導入したわけで、そのころからもう許可制で維持されており、証券会社という業態の登録制は 18 年改正のときから変わらないわけなので、変えることもないかなということで、放置してしまっているというのが実情です。もう廃止してもいいのかもしれませんが、廃止となると、廃止して大丈夫かなという不安が何となくあったし、十分検討する時間もなかったなので、そのままになって、金商法になってから随分時間もたちましたけれども、現在に至っているということでございます。

IV. 外国証券業者の取引所取引業務の許可制度

1. 制度の概要

外国証券業者絡みの制度は、昭和 46 年の外証法以来ということですが、7 ページの 4 の「外国証券業者の取引所取引業務の許可制度」というのは、平成 15 年の証取法改正のときに導入されたもので、いわゆるリモート・メンバーシップを可能にして、まさに日本の取引所の国際競争力の向上を図る観点、国際化のうちの後者の観点から導入されたものでございます。

許可要件の特徴として、真ん中あたりに②というのがあるのですが、許可申請者の取引所取引店が加入している外国金融商品取引市場開設者と金融商品取引所、要は、外国の取引所と日本で言うと東証との間で情報提供取り決めの締結などの措置が必要だということになっております。その措置として、日本の取引所が外国の当局からノーアクションレターを取得する必要

があるというのがあって、実は、これが1つ支障になっております。

2. 現状

私は弁護士として、シンガポールの案件の相談を受けたことがあります。私はシンガポールの制度は詳しくは知らないのですが、この制度を導入するためには、そのままだと東証がシンガポールの金融規制当局であるMASから許認可が必要だというような話があるらしくて、結局、シンガポール側の要因でダメになったというケースがございました。

東証は、香港当局の認可を取得しておられまして、今回調べてみて初めて気づいたのですけれども、ことしの5月1日付で香港の業者が初の許可を得て、取引所取引許可業者となっているということで、全く利用されない制度ではなくて、利用される制度になっている。ただ、まだ1件だけということでございます。

ただ、私を知る限り、日本の証券会社はシンガポール取引所（SGX）でリモート・メンバーシップになっております。要因はうまく分析できてないのですけれども、日本の制度に問題があるということよりも、多分制度間のずれがあって、なかなか日本のリモート・メンバーシップ制度は利用されないという面もあると思います。シンガポールとは金融サービス協定をたしか結んでいるはずなので、もし機会があれば、これは当局が国際舞台でご対応いただきたいと思います。

V. 適格投資家向け投資運用業の特例制度

1. 制度の概要

次は、適格投資家向け投資運用業の特例制度でございます。このときも規制緩和の考え方で導入されました。このときは民主党政権でしたので、金融審議会ではなくて金融庁のアクションプランという形で、平成22年12月24日に公表されております。要は、当時の民主党政権の新成長戦略への、言葉は悪いかもしれませんが、おつき合いということでございます。

2. 現状

注23にございますように、日本のファンドマネジャーが運用するヘッジファンドなどの拠点がシンガポールなどに流出しているのが、何とかそれを国内に戻したいというのがあって、それで導入されたわけですが、私が見て思ったのは、やはり規制緩和の思い切りが足りない、やや中途半端な規制緩和になってしまっているなというような印象でございます。特例はないかと思ったら、8社あるというご指摘をいただきました。8社が多いかどうかというのは評価が分かれるところですが、先ほどの1社よりは多いので、利用されているのかなと思います。

結局、利用が少ないのは制度の問題だけではないと思っております。ここでコメントに書いておまして、これは教科書にも書いているのですが、これだけ見ても意味がわかりにくいと思いますけれども、要は、監督・監視行政の明確性や予測可能性への不安ということです。

A I J事件のときに何が起きたかという、金融庁は、投資一任業者の一斉点検というのを始めました。これは総務企画局市場課じゃなくて監督局証券課や証券取引等監視委員会・証券検査課ですが、ターゲットは明らかに独立系業者で、大手の系列系は別にターゲットになっていませんでした。もちろん大手は悪いことはされないことは明らかですけれども、独立系だからといって別に皆さん悪いわけではない。でも、一部悪い業者が入り込んでいるのは否定できないので、リスクベース・アプローチだというのが当局のご説明でしょう。しかし、そういうことをやることを通じて、やはり独立系業者は何となく差別的な待遇を受けていると思われる。それなら、業者に親切で優しいシンガポールのほうがいいよねということになってしまうわけです。

ここは金融庁の問題ではないのですけれども、エンフォースの問題以外に、税制の問題がどうしても避けられないというのがあって、依然として多くの方々はシンガポール等で活躍されていると承知をしておりますが、日本で利用例が8社あるというのはよかったなと思います。

Ⅵ. 投資型クラウドファンディングの登録拒否要件の特例

1. 制度の概要

次は、投資型クラウドファンディングですけれども、かなり複雑な規制になっています。概念として電子募集取扱業務というのがありますが、第一種少額電子募集取扱業務と第二種少額電子募集取扱業務と分かれまして、そのみを行う業者が、それぞれ第一種少額電子募集取扱業者と第二種少額電子募集取扱業者というふうになるわけです。

2. 電子募集取扱業務等に係る業務管理体制の整備義務

平成 26 年金商法改正では、それほど目立たないのですけれども、登録拒否要件の中に業務管理体制というのが入って、それに合わせて業務管理体制の整備義務が入ったということです。

また脱線をしますと、金商法 40 条 1 号に基づく業務の運営状況に関して定めている内閣府令で、金商業等府令 123 条 1 項各号があるのですけれども、その一部がこちらのほうに移されてくる提案がされていました。最終的には現状のままとされたのですが、私は市場課に、条ずれ・項ずれが一番怖いので、教科書を直すのは大変なんだ、どうしてそういうことをするんだと嘆いたことがあり、提案をベースに苦労して教科書を直していたわけです。(笑)

業務管理体制の整備義務の具体的内容は、金商業等府令の 70 条の 2 の第 1 項と第 2 項に分かれていまして、第 1 項のほうが一般的に適用される業務管理体制の整備義務で、第 2 項のほうに電子募集取扱業務関係のものが入っています。特に 10 ページの③から⑦については、いろいろ定義が新しく入ってきてまして、これもまた困ってしまうのですけれども、電子申込型電子募集取扱業務等というのがあるって、解説は省略いたしますけれども、こういう措置をとらないといけないということが、ここに入っております。

これを受けて監督指針に非常に詳しい留意点が定められておりまして、今日は割愛していますけれども、さらに法令を超える行為規制あるいは業務管

理規制が、協会の自主規制規則に入っております。皆様もご存じだと思っておりますけれども、協会の自主規制規則をつくる時は、監督局証券課と十分すり合わせをしながら策定されるものだと私は理解しております、今回もそういう背景があるというふうに認識しております。

3. 今後の利用の見通し

ですから、さっきも言いましたように、これはもともと投資型クラウドファンディングを促進するために導入された制度で、規制緩和なのです。ところが、法律が通った後の府令や自主規制規則レベルになると、あたかも利用するなど言っているかのように厳格な要件、措置が課されて、結局、第一種少額電子募集取扱業務はまず利用されないだろうと証券界の方々には考えておられるだろうと思いますけれども、せめて第二種少額電子募集取扱業務は少しでも利用されればよいなと思っております。

Ⅶ. 特例業務届出制度（利用されている制度の制限）

1. 平成 27 年金商法改正に係る衆議院財務金融委員会における質疑（平成 27 年 5 月 15 日）

次に利用されている制度の制限ということです。平成 27 年金商法改正のときの国会審議の記録を読んでおまして、急遽取り上げることにしたのですが、衆議院財務金融委員会での民主党の鈴木克昌先生のご質問です。鈴木克昌先生は、平成 18 年証取法改正の国会審議のときも質問されておりましたので、私もよく記憶しておりますが、9 年後にもまた質問されているわけでございます。

質問は、「プロ向けファンドが、制度上、一般投資家からもお金を集め、それを運用することができるのに、登録制ではなく届出制とされ、行為規制も他の金融商品取引業者に比べて相当簡素なものとしたのはこの金融審議会の報告というのがもとであったというふうに理解しておるわけですが、そういう理解でいいかどうか」、これが一つ。それから、「専ら特定投資家のみ

を対象とするファンドが、なぜ立法段階で適格機関投資家と、少数とはいえ
特段制限のない一般投資家と決定されたのか、その当時の経緯を、温故知新
ではありませんけれども、少し金融庁から確認しておきたいと思います。」
というものです。

それに対して池田総務企画局長は、金融審議会の第一部会報告（平成 17
年 12 月 22 日）を踏まえて、金融イノベーションを阻害するような規制とな
らないよう配慮するという基本的な考え方に立って法律の制定を行った。そ
して、制定作業を進める際に、基本的に適格機関投資家が出資者となるファ
ンドであっても、当該ファンドと関係が深い一般投資家の実態を踏まえて、
そうした適格機関投資家以外の者が少人数にとどまる場合は、プロ投資家の
みを対象とするファンドと同等に扱って、簡素な規制とするということをさ
れた、このように答弁しております。

私はこれを見て、金融庁ばかり責められるのはおかしいじゃないかと思っ
たわけでございます。なので、今回、もう 10 年たったからいいやというこ
とで、制定当時の検討の経緯を世の中に明らかにさせていただきたいと思っ
ております。

2. 制度導入時の検討の経緯

プロ向けファンド制度については消費者委員会などから問題点を指摘され
ておりましたので、金融庁の内部でも、プロ向けファンド制度の見直しの検
討が平成 25 年の秋ぐらいからなされていたようでありまして、私も当時の
立案担当者としてヒアリングを受けました。その際、平成 18 年改正当時、
どうしてこういうことになったのかということはちゃんとご説明をして、私
自身の問題意識も申し上げました。

ヒアリング当時に申し上げた私の改革提案は、特例業務届出者へのエン
フォース制度の強化ということです。今回、それは入っておりますので、非
常によかったと思っています。何か影響があるのだったら、恐縮ですが、中
村先生のほうから教えていただきたいのですけれども、人数はそのままにし

てくださいと申し上げておきました。

平成18年改正当時にどうしてこういうふうになったのかということを追ってご説明します。

まず、平成17年11月、金融審議会の第一部会の前の検討状況ですけれども、届出制にしようということで、プロの範囲としては、行為規制におけるプロの範囲と同一とする。つまり、特定投資家と同じにしようとは最初は考えていたわけです。参考にしたのが信託業法で、グループ内信託は届出制だということで、ある意味でファンドの役職員とかは一種のグループなので、グループ内の自治を尊重するので届出制でいいのではないかという考え方をとっていたわけでございます。

2番目、これは公表資料ですけれども、平成17年11月24日金融審議会の第一部会事務局提出資料2ということで、「プロ向け又は投資家数が一定程度以下のファンドの自己募集については、より簡易な規制とすることも考えられるが、どうか」。その下の黒ポツでは「資産運用については、より簡易な規制を設けることが考えられるが、どうか」となっています。

平成17年12月上旬における現状認識ということですが、ここがポイントですけれども、「経済産業省及び業界等から、プロ向けファンドに対して過剰な規制が課されることを懸念し、プロ向けファンドについては規制の適用除外（少なくとも大幅な緩和）を行うべきとの意見が主張されているところ」とありますが、これは金融審議会の分析です。

他方、中立委員、これは学者の先生などですけれども、「中立委員や消費者問題関係者を中心に、平成電電事件等の問題事例を念頭に、ファンドに対して包括的・横断的で実効性のある規制の導入を求める意見」がありました。

このような議論を踏まえて、「一般投資家に幅広く販売されるファンドについては、実効性ある規制枠組みを導入するとともに、プロ向けファンドについてはより簡素な規制とするとの基本的な方向性については一致。ただし、具体的な規制内容等について、意見が一致していない状況」というふうに事務局としては認識しておったわけでございます。

それを受けて、一致している範囲で報告書が書かれているということです。審議会というのはあくまで諮問機関で拘束力はありませんので、行政のほうで事務方が詳細な制度設計を考えるということです。

5番目ですが、経済産業省のファンド研究会というのが当時ありまして、その報告書で「プロ向けファンドについては、運用業者としての資格制限を設けたり、監督を行ったりする必要はない」とあります。誤解のないように申し上げますと、プロ向けファンドというのは仕組みとしてのプロ向けファンド自体なので、その運業者と区別をしていただきたいと思います。金商法でも仕組み規制は入れておりませんので。

次の黒ボツで、「発行者自身による販売・勧誘行為について、特にプロの投資家を対象に勧誘するに際して新たに販売・勧誘に係る規制をかける必要性はないのではないかと指摘が多い」、つまり、規制は要らないということが出ているわけです。

法案というのは閣議決定が必要です。全省庁の同意、少なくとも反対はしないということでないで閣議決定できませんので、各省調整が必要になるわけです。平成18年1月中旬においては、経済産業省に対しては、プロ向けファンドについては簡易な登録制または届出制の必要性を指摘するというのが金融庁の対処方針だったわけです。

2月上旬には調整事項がどうなっているかということ、金融庁の考え方はプロ投資家のみ限定すべきだ。経済産業省の考え方は、プロ向けファンドの範囲は十分に広いものとすべきで、適格機関投資家プラス49人、つまり現行開示規制の私募並みということでした。

平成18年証取法改正法案は国会提出（平成18年3月13日）ぎりぎりの3月10日に閣議決定されたのですが、2月下旬における経済産業省との調整状況は、プロ向けファンドの範囲については適格機関投資家プラス49人以下とする、商品ファンド販売業、商品先物取引の販売・勧誘規制及びデリバティブ取引の定義における商品先物取引の取り扱いとセットということでした。結局、プロ向けファンドの範囲については譲って、後者の金商法の同

じ経済的性質の商品・サービスについては同じ規制を適用するという合意を得たということです。

私が言いたいのは、金融庁を責めてはいけない、責めるのだったら別の役所を責めてほしいということです。

3. 平成 27 年金商法改正による規制強化

最後に、平成 27 年金商法改正でプロ向けファンドがどうなっているかという、届出制は維持されているけれども、実質的には登録業者並みの規制・監督になっておりまして、登録制と事実上変わらないというふうになっております。

人数要件は、49 人という人数はそのままですけれども、ご承知のとおり、これは詳細は内閣府令だと思いますが、金融審議会の報告書に書いてあるとおりということです。なぜかベンチャーファンドが特例になっているのか、はっきり言って個人的には理解に苦しみます。何でベンチャーだけ違うんだ、ほかのプライベート・エクイティ・ファンドも同じでいいじゃないかと私は思うのですが、そういうふうに報告書が取りまとめられたので、そういうことになっているということです。

開業規制については、なるほどこういうやり方もあるかと感心したのですが、登録拒否要件に該当する者は特例業務を行うことを禁止される。禁止行為として入れているわけです。だから、厳密に言うと、開業規制じゃないけれども、相当な法制上の工夫だと思って、よくいったかと、ここは感心しております。

行為規制は大幅に強化されていまして、金商業者とみなされておりますので、金商業者並みの行為規制になっているということです。

監督措置については、私は業務改善命令を入れてはどうかと言ったのですが、業務廃止命令まで入って、これはよかったなと思います。なぜかという、法制上のドグマみたいなものがあって、届出制には届出の廃止というのがないものですから、業務改善命令や業務停止命令がなかなか入れに

くかったというのはあるのですが、SPC法は、最初の登録制が届出制になったがゆえに、現状、届出制でちゃんと業務改善命令や業務停止命令があるという法制になっています。特定商取法などは、開業規制なしに業務停止命令等が入っておりますので、法制上のドグマに余りとらわれることはないではないかと私は思っております。事務方は法制のハードルをよく克服されたなど、そこは敬意を表したいと思っております。

4. コメント

最後、コメントですけれども、結局、金融庁を責めることはできないのであって、大ざっぱに言うと、これは日本の風土みたいなものかなと思います。なぜかという、何か被害が起きると、要は自己責任原則が徹底されていない。申しわけないですけれども、どうしてこんな詐欺的な投資被害に遭うのかという問題意識があります。怪しそうな業者に、どうして多額のお金を出してしまうのか。消費者庁の資料にもいろいろ書いてはおられますが、高齢者の方に被害が多いわけですね。想像ですけれども、人間、性善説で生きてこられているので、人を疑わないということで、結果的に詐欺にひっかかってしまうのかなと。そこは大変お気の毒だなと思うわけです。もちろん詐欺をしたほうが悪いけれども、どうしてそうなのかなと。振り込め詐欺も、金融機関は防止に大変苦勞されているわけで、詐欺被害の防止のためにも、社会学者でもいいのですが、どなたかが、どうして詐欺に遭うのかというのを分析していただきたいというのが第1です。

第2番目としては、投資被害に遭ったときに、なぜ自己責任原則が徹底されないのか。詐欺はもちろんだますほうが悪いので、だました人は当然詐欺罪などで捕まえられるべきです。それだけの話だと思っているのですけれども、制度が悪い、お上が悪いと、すぐ行政の責任にされるので、金融庁も取り組まざるを得ない。どうしてすぐ行政のせいにするのかなと。やはりこれは日本人の甘えのあらわれだろう。だからこそお上が強いわけですね。どうしてすぐ何でもかんでも行政のせいにするんだらうと、思うわけです。

結局、プロも弱くてアマも弱いということで、投資業界の将来は、残念ながら決して明るくない。今後の政策論的課題としては、プロはよりプロらしくということ、7月3日に公表された金融庁の金融モニタリングレポートで投資運用業者の運用態勢についていろいろ指摘があったのですが、ああいうことは非常にすばらしいと思いますので、どんどんやっていただいて、資産運用業者はもっとプロになっていただきたいと思うわけです。投資家のほうも、自分のお金を使うわけですから、自己責任というのをもうちょっとよく考えて、人のことは疑って、自分のお金を大事にしていきたいと思うわけでございます。

私からは以上です。

討 議

前田副会長 大変貴重なご報告をどうもありがとうございました。それでは、どこからでも結構でございますので、ご質問、ご意見をよろしく願います。

川口委員 まずは、総論的な話ですが、きょうの先生のご報告は、全体の流れとして、いろいろな配慮のもと、規制が厳しく、複雑になり過ぎてしまい、その結果、使われない制度になってしまったということかと思います。

確かに、特定投資家制度については、移行手続等が非常に複雑なため使われてないと言えるかもしれません。他方で、同じく使われていない制度として、並列的に述べられていた、いわゆるプロ向け市場については、これはむしろ規制が緩和されたというものです。規制が緩和されておきながら、それが使われていないというのは、どのように説明をすれば良いのでしょうか。使われていない理由には、ほかにも、いろいろなことが考えられるのではないのでしょうか。たとえば、ニーズがないにもかかわらず、制度を作ってしまったとか。特定投資家についても、同じような側面があるのではないのでしょうか。

松尾（直）報告者 先ほどの説明の中で、いろいろな理由があるということ

は申し上げたつもりで、ご指摘のとおり、いろいろな理由があると思います。最初に規制のバランスの点からちょっと問題があるので、なかなか利用されないだろうというのは、私は平成26年改正とか27年改正を見て言ったわけで、ほかの制度については、特定投資家のほうは、ニーズがないというご指摘の面は当然あるかと思いますが。

ただ、なぜニーズがないかということですね。ニーズがないということは、規制緩和のメリットが小さいからだとも言えるわけで、特定投資家制度については、私の責任でもあるのですけれども、煩雑な制度にしてしまっているんで、面倒くさい。面倒くさい割にはメリットがないということだと、別に使わなくていいやとなるのでしょうか。

プロ向け市場制度ができて、特定投資家にならないと投資できないというものがふえれば、ニーズが出てくるかもしれないけれども、プロ向け市場制度自体、余り使われない。これも発行者のニーズがないわけで、なぜニーズがないかというと、これは制度の問題というよりも、日本のプロが投資しないわけです。リスクをとらない。これはずっと言われている話で、だから資産運用業者のガバナンスの見直しとかいうことが言われるわけですね。

こういういろんな問題が重なって、ニーズがないというところに行き着いている。制度の問題だけではなくて、市場関係者の行動とか、いろんなものがまざり合って使われない制度となっているということなので、別に規制が過剰だから利用されないとは限らないというのは、そのとおりだと思います。

山田委員 プロ向けファンドの一般投資家向け販売について、機関投資家が1人いれば残りの49名について一般投資家にも勧誘してもいいという制度は、規制が緩過ぎたということで、ここは規制強化されるのですけれども、27年改正が「密接に関連するものに限定される」という規制の仕方ですが、例えば、この中で証券口座開設1年経過の個人という形になっているのですけれども、これが果たして規制強化になるのか。つまり、投資家の属性で適合性とかそういう方向で結果的に絞るという方向であればいいかもしれませ

んけれども、これだと大口の投資家全てが規制の対象から外れてしまうのではないか。ですから、高齢の資産家に対するプロ向けファンドの勧誘についての規制強化には余りならないのではないかとこのところを考えていたのです。

それと並んで、やはりこの分野は、松尾先生のお考えのように、確かに何かあるとすぐに役所に行って規制強化をしてくれと頼む。ただ、実際にその分け方ですが、まさにきょうのテーマの利用されている制度と利用されていない制度、逆にそういうふうに関制強化をする分野としない分野ということを見ると、果たしてこの分野は規制緩和でいいのかと考えているところです。その部分で構いませんので、松尾先生からご教示いただいて、もし梅村さんからその点の細かい解釈論について何かありましたら補足いただければと思います。よろしくお願いします。

松尾（直）報告者 物事は巨視的に捉える必要があります。つまり、目先、プロ向けファンドの販売運用業者が問題視されていますけれども、平成18年改正では、改正前には何も規制がなかったところに規制を入れたのです。そのときに投資運用業については株式会社要件が入りました。ただ、それは比較的厳格で、それまでSPCとかがいろいろなところに使われていたので、困ってしまう。それで、適宜、適用除外も工夫しました。プロ向けファンドの届出制は、当時、もともと規制がなかったところに規制を包括的に入れて、入れたときに支障が生じる分野があるので、規制強化をした分野の中で緩和しただけなのです。ですから、これを規制緩和とおっしゃるのは適切ではないと思います。申しわけないですが、私は10年、20年単位で考えています。

目先の現象だけ捉えて規制緩和とおっしゃるのは適切ではなく、それを私は金融庁にも言いました。金融庁も担当官が2年ごとにかわるのでご存知ないところもあると思います。私はこれを金商法のころからずっとやっています。東大に行ったおかげで過去、戦前の証券法制から全部研究していますから、長い歴史の中で位置づける必要があると思っています。届出制は決して規制緩和ではない。それまでは届出も要らなかったわけですから、これも規

制強化なのです。

その規制強化、届出がある中で、プロの人たちが何とか利用できていた。8割は別に問題ないわけです。ただ、2割、問題があるのがどうしても入ってきてしまう。世の中には常に悪い人がいろいろいますので、適格機関投資家プラス49人以下の悪い利用が出てきました。そこで、今回の改正になったわけです。金融庁には申しわけないですが、ちょっとやり過ぎだ、過剰規制で使い勝手が相当悪くなっているのではないかと私は思っています。まともなプロの世界で使うだけの場合にはコンプライアンス・コストが高くなってしまっているのですけれども、一般の経済社会的には、先生方のコメントのとおり、評価されるわけです。

ということで、ホールセールの世界は、やっている人間以外、世の中の人には見えません。私は自分でやっていて本当にそう思います。見えないので、どうしても被害のほうが目立ってしまって、何かあると、こうした規制強化に走ることになる。A I Jの事件のときも強化されました。結局、役所がたたかれたのです。証券取引等監視委員会は不正を見つけたのに批判されました。大森さんが「見つけたのに何で批判されるんだ」とよく言っていました。そのとおりです。見つけたのだから褒めてもらわないと。人のことをすぐ批判するので、人のことを批判するのはやめましょう、金融庁を批判するのはやめましょう、監視委員会を批判するのはやめましょうということです。(笑)

被害が出るのは非常に残念で、だからこそエンフォースは必要だと思うのです。私はエンフォースの強化を主張しました。ただ、全体の制度変更をするときは、これを利用して問題のない多数派に不測の影響が出かねないというマイナスがあるのですけれども、結局そういう声はかき消されがちで、逆に私のような人間でないと言えない。なぜか。こういうことを言うと、世間からたたかれるからです。私は別に代弁しているわけではなくて、自分の考え方として言っていますけれども、届出制は規制緩和ではない。それまではゼロだったのですから、規制強化なのです。そのことをぜひご理解いただきたいと思います。

神作委員 梅村さんから何かコメントがあるかもしれませんが、今の松尾先生のご発言に関連しますので、先に1つ質問させていただきます。

18年改正で、有価証券概念を広げて、これまで全く網がかかっていなかったところをカバーすることにした上で、適格機関投資家等特例業務を設け、届出制を採用しました。その際に、届出制という手法の規制はリジッドで完成したものと考えられていたのか。それとも、これまで全く規制がなかった分野に初めて規制の網をかけたので、まず届出制で情報を収集し実態・状況を見極めてから、あるべき規制の方向に進めていこうということだったのか。

届出制があるべき規制のためのステップと捉えると、今回の改正の内容の適否は別にして、このようなプロセスで見直しをしたこと自体はむしろ賢明な方向であったと評価できると思います。と申しますのは、当初、実態もよくわからないところにいきなり厳格な規制をかけるのではなく、まずは、届出制にして過剰規制になることは抑制した上で、状況・実態を見ながら適切な規制を入れていくというスタイルは、あるべき規制に過剰規制をすることなく近づき得るすぐれたものだったのではないかという気がいたします。もう少し具体的なお質問をさせていただきますと、プロ向けファンド規制を入れたときは、平成27年改正前法の届出制の規制がリジッドなものにとらえられており、近い将来、見直すことは想定されていなかったのでしょうか。

松尾（直）報告者 評価いただきましてありがとうございます。現実には金商法は毎年改正されていますので、その時々を担当官が、状況の変化に応じ機動的に制度を見直していい、それだけなのです。毎年、法改正で制度改正がなされていて、私はそれ自体は全然反対しません。状況に応じて変えるのは全然構いません。変えること自体が問題ではなくて、変え方のことを言っているわけです。

制度改正のときにどうだったかという、そんな先のことを考える余裕はありませんでした。もちろんこの制度を入れることによって何か被害が出ることも考えておりませんでした。梅村さんはよくわかると思いますが、法案というのは、一旦出すと決めたら、期限がありますので、とにかく期限まで

に出す。期限までに出したら、目先、国会で成立させていただくことが非常に大事で、通った後、政令、内閣府令あるいは監督指針を定めるに当たって、いろいろ考えて、いろいろ工夫するというのがあります。

ただ、そのときも、先ほどご説明したように、法案を出す前の段階で各省合意していますから、結局そこは動かせない。あれは政令事項ですから、法律改正しなくても変えることができるのですが、一旦合意した以上はそのとおりやるというのが霞が関の仁義の世界ですから、施行までは最初に合意した方針のとおりにする。国会答弁では合意どおりの内容でご説明していたように記憶しております。

お答えになっているかどうかわかりませんが、別に将来の見直しを想定してつくったわけではありません。が、将来、見直すことはどの制度でもあり得るわけで、その時々状況に応じて見直しをすればいいだけの話だと元立案担当者としては思っております。

前田副会長 梅村さん、何かコメントはございますか。

梅村総括補佐 松尾先生からご説明いただきましたので、私から特段申し上げることはございませんが、規制緩和なのか、規制強化なのかという話は、何と何を比べて考えるかが重要かと思えます。確かに金商法をつくった当時と今回とを比べれば規制強化であるとも言えますし、一方で、今回、例えば、プロ向けファンドに投資できる人の範囲については、パブコメ案から比べれば、一定の条件の下で、相当緩和されている面もあります。1つの制度の中においても、緩和の側面と強化の側面をうまく組み合わせ、投資家の保護と成長資金の供給を実現できるよう、より良い制度をつくっていくことが、重要なことではないかと考えています。

今回の27年金商法改正は、国会において全会一致で成立したところですが、その審議の過程では、様々なご指摘もありました。基本的には、金融審議会が決めた方向でやっていくということですが、審議の過程でのご指摘や附帯決議もございますので、そうしたことを踏まえていくことが必要になるのではないかと考えております。

山田委員 先ほどはご回答ありがとうございました。ただ、これも全く私見なのですけれども、例えば18年以前は全く規制がされていなかったのが18年改正で規制された、だから強化だということはそのとおりかなと思うのですが、神作先生の前で恐縮ですけれども、ドイツでもともと税法上の優遇措置に関連する投資持分の投資詐欺があって、そのときには新聞とかそういう方法で投資詐欺がありました。その時々々の技術革新で、例えば今であればネットとか、高齢者に対するそのような投資販売も可能になったという流れの中で、いついつ時点から比べると緩和とか強化とかいうことではなくて、そういう商品のリスクを自分でテイクできない、もしくは判断できない人、つまり自己責任を取れない人には、そもそもそのような商品は売ってはいけないということがあって、そこに向けてその時々々の経済情勢で調整をしているのではないかと。

そういうふうに考えれば、何年から比べて規制強化とか規制緩和とかいうことではなくて、結局、これだけリスクの高いファンドをどういうふうに誰に販売すべきかという観点からすると、自分で判断できない人には販売してはいけないというところの1つの規制にすぎないのであって、その副作用として、例えばプロ向けにその規制が非常に強化され過ぎたということは、別途立法の問題というか、別の問題ではないか。先生のご意見をいただければと思います。

松尾（直）報告者 ご指摘の点は、不招請勧誘の禁止の論点ともかかわる話です。政府が一定の商品について、投資者保護の観点から、公権的に一律に一定の種類の投資家には販売を禁止するという制度がいいかどうか。仮にいいとして、どの範囲の商品、あるいはどの範囲の投資家にそれを導入するのがいいか。これは政策論です。最後は価値判断の問題で、いろいろなご意見はあろうかと思えます。ただ、何事も副作用があるわけです。一定の商品について不招請勧誘禁止の対象にしますと、それが欲しい、別に勧誘されても問題のない人にとっては、知る機会、選択する機会が乏しくなってしまうという副作用があり得ます。そのバランスを考えながら、金商法の不招請勧誘

の禁止もできているわけです。

あのおときも国会審議で、不招請勧誘禁止の範囲が狭いといって猛烈に批判されました。国会はえてしてそうなります。選挙民は普通の人ですから、そっちのほうが大衆受けする。それだけのことだと私は思っています。だから、大体厳し目になる。金融業の健全な発展とかそういう観点は余りないのです。

とにかく一般の人は保護するべきだという世の中でいいのかどうか。自己責任を全うできない人が多いことを前提として、わかりました、自己責任はもうなくていいです、国がちゃんと面倒を見ますという世の中がいいのか。これは最後は選択肢の問題で、それを強調すると、金融業の将来は明るくないなとマクロ的には思っています。そういう議論をし出しても仕方ないのですけれども、最後は価値判断の問題だと思えます。山田先生と私は見解が違ふ、それだけだと思えます。

黒沼委員 プロ向けファンドの届出制の話になっていますので、ちょっと質問をしたいのですけれども、きょうのご報告では、当初、金融庁はプロ投資家のみを考えていた。これは特定投資家という意味ではないかと思えます。実際には特定投資家への移行は進んでいないのですが、当時から要件は定められていたので、松尾先生ご自身は当時、この制度はプロ投資家を想定するのが適当だとお考えだったのかどうか。これが1つです。

それから、きょうのご報告の中で健全な業者が8割いるとおっしゃいました。その健全な業者の相手としている投資家は、適格機関投資家1名で、ほかが一般投資家という構成ではないのかどうか。そのこととの関連で、今、制度を改正するとしたら、どの範囲の投資家向けにしたらいいとお考えなのかお伺いできればと思えます。

松尾（直）報告者 当時の記憶はそんなに定かではないのですが、特定投資家制度というプロ制度を入れる以上は、ここも自然と特定投資家だ、そういう意識だったと思えます。当初は、特にそこまでは深く考えていなくて、その程度の意識で考えておりました。

ただ、ファンド関係者からその後、特定投資家の特に個人は純資産3億円

以上ですからハードルが高い。純資産3億持っている人はそうはいないので、それじゃねという話は聞きました。特にファンドの運営会社の役職員の方からは、自分が出すのにそれでは支障になるという声をいただきましたので、機関投資家に限定するとか、特定投資家だけに限定するのはちょっとあれだなど。きょうの資料には書いていませんが、機関投資家プラス49人の別案として、実は特定投資家プラス15人があったのです。経産省は結果的に、機関投資家プラス49人を選びました。その人数のところでもちょっと考慮していたのは、今でも議論になっているファンドの関係者の役職員です。彼らが投資できないのは問題だという問題意識は当時からあり、だからこそ今でも、そういう関係者が投資できるように工夫されようとしているわけです。

今回の規制、最終的には内閣府令ですが、それがどこまでのものになるのか。私は当初、金融庁に49人はそのままでいいじゃないかと申し上げておりました。問題は特に個人のところです。ファンド関係者以外で、どこまでの範囲の人を投資しやすくするかというところにかかってきて、財産要件を余り厳しくすると、個人は、投資したくても、投資できる人が減ってしまうのです。

日本は、デイトレーダーさんを見てもわかるように、実は機関投資家より個人のほうがリスクテイカーです。ファンドの関係者でなくても、そうした方々も入りやすくしてあげてもいいわけです。上場会社の役員さんはたしかよかったですと思いますが、そうした方々は別に上場会社の役員さんではないですから、個人の財産要件のハードルを余り上げるのはどうか。個人は被害に遭う人ばかりではないので、個人を余り狭めるのはどうか。私が「投資したい」と言ったら、はっきり言って、できないのかという話で、余り厳しくし過ぎないでいただきたいというのが私の考えです。

中村委員 松尾先生、ありがとうございます。官のレガシーの部分と民の部分と混在しているようにお見受けしました。(笑)何か事件があるたびに金融庁を責めないでいただきたいというのは、そのとおりかなと思います。ずっと民でやってきた人間からすると、なおかつ我々のところに相談しに来

るような業者さんは真面目な業者さんが多い。彼らは規制がなかった時代から今まで、やっていることは実は変わらなくて、ただコンプライアンス・コストのみが上がっている、これからも上がっていくという状況です。悪い業者は規制があろうが、なかろうが悪いことをする。扱っている商品は、社債であったり、未公開株であったり、ファンドだったり、その時々に応じて変わっていきます。

プロ向けファンドが悪者視されるようになった1つの背景としては、プロ向けファンドという特例ができましたということで、それがシグナリング効果になって、悪い人たちがファンドを使い始めた。別に松尾さんの肩を持つわけではありませんが、金商法が届出制をとったから悪いという話ではなくて、「ファンドなんてあるんだ」ということで悪い業者が使い始めたことが主たる原因ではないかと思います。その意味で、規制を強化すれば本当に悪い業者がなくなるのかという点は、検証が必要だと思っています。

それと同時に考えるのが、あめとむちの例えではありませんけれども、規制強化、制度の強化、それからエンフォースの強化は必要だと思いますが、真面目にやっている業者が損をする制度であってはならない。先ほども言いましたとおり、真面目な業者は真面目にコンプライアンスをしますので、コストのみが上がっていきます。そういうことで真面目な業者が損をする制度設計であってはならない。したがって、何かインセンティブ、きちんとやっている業者さん、おおむね問題ない業者さんが得をする制度設計も、今後の金融行政に当たっての課題、あるいは我々市場にかかわる人間の課題ではないかと思っています。

卑近な例で言えば、自動車運転ではゴールド免許の制度があります。これは運転していないからゴールドライセンスという人もいて、登録しているものの、ほとんど営業していないから悪いことをやっていないという人もそれと同じような状況ではあるかと思いますが、優良ドライバーであればゴールドライセンスをもらって、エンフォースの際に1回ぐらいは見逃してもらえとか、保険料についても、優良ドライバーの場合には安い。投資者保護基

金でも、分別管理をきちんとやっていれば、保険料を安くしていいのではないか。むしろ危ない業者のほうの保険料を高くすべきではないかというところもかかわってくる問題だと思います。

その意味で、おおむね問題ない業者さんが、民事、刑事、それから行政のエンフォースの観点で少しメリットが得られるような制度設計を今後、我々は詰めていかなければいけないのではないか。今回の松尾さんのご報告は割と政策論的なものも入っていましたので、そういう大きな点でちょっと問題提起させていただきたいと思います。もし松尾さんのほうで何かご意見があれば教えてください。

松尾（直）報告者 エンフォースの点では、確かに金融検査では評定制度が入って、評定がいいところは検査の間隔をあけるというやり方になっていると思います。監視委員会の検査のほうはそういう明確なものにはなっていません。最近、悪い業者が多いので、監視委員会はどうしてもそちらのほうに相当注力せざるを得ないような状況になっているわけです。

悪い人は目立って、いい人は目立たないので、世の中的には悪い人ばかりのように見える。当局のエンフォースの方々も、いい人は別に問題ないので相手にせず、悪い人を相手にせざるを得ないので、悪い人が多いのではないかという頭にだんだんなってしまう傾向があるような感じがします。中村先生が先ほどおもしろいことをおっしゃいましたけれども、私も役所にいたころは、結構、悪い人が多いのではないかと思っていました。（笑）民に来ると、偏っているとは思いますが、確かに私のクライアントもいい人ばかりです。やはり民間に来ないとわからない。役所の方々も、民に来ていただければ多分わかるのではないかと思います。

世の中、多くはいい人です。悪い人は、中村先生がおっしゃったとおりで、何を言おうが悪いことをやる。規制強化をしても恐らくイタチごっこです。麻生大臣の国会答弁を読んでいますと、届出業者は3000超ありますから、どうしても人手の問題があって、監視委員会も全部一々やれません。そういう中で国会で当局が責められる。こういうことを言うからレガシーだという

ご指摘を受けるのかもしれませんが、(笑) 当局のことをわかっていますから、当局もなかなか大変だと思います。

結局は自己責任が徹底できていない。どうして買うのか。認知症の方でしたら、だまされてしまうのかもしれないけれども、どうして買うのか。どうしてその責任を自分で引き受けられないのか。これは根源的な問いです。

神田会長 一般的な感想と、2点、若干細かい感想を申し上げます。その前に余談ですけども、今、最後におっしゃった点については、「どうして買うか」よりも、私に言わせると、振り込め詐欺、オレオレ詐欺で実際に高齢者の方がかなりの金額のお金を手渡しする。「どうしてだまされるか」ということだと思うのです。

一般的な感想としては、歴史的に見ると、例えばアメリカでも1933年の前には余り規制はなかったし、イギリスはまたちょっと違いますけれども、包括的な業者規制が入ったのは恐らく86年です。今世紀に入ったあたりから見ますと、先ほど、いい業者にとってコンプライアンス・コストがふえるとおっしゃいました。これは世界的に見ると、いろいろなところで起きたことの結果です。まず上場会社は、SOX法など、エンロン事件あたりをきっかけにコンプライアンス・コストが物すごくふえています。日本で言えば、証券取引所の上場会社向けの自主規制が次々つくられて、現在、上場会社のコンプライアンス・コストは、先ほどの中村先生の表現を借りると「いい会社」にとって非常に上がっています。

金融証券市場も同じです。証券分野の業者だけではなくて、金融機関（銀行）も、とりわけ世界金融危機の後、いろいろなことが求められて、いい金融機関（銀行）にとってコンプライアンス・コストは物すごく上がっています。ですから、世界的に見ると、それが潮流と言わざるを得ない。理由があってそうなっていると思うので、それはなぜかという問いはあるのですが、時間で比較すると、明らかに90年代の後半よりも今世紀のほうがコンプライアンス・コストは上がっています。それは、よく言われることですが、証券市場や銀行市場を使う利用料のようなものだと考えなければい

けない。今の時点ではどこの国でも、上場会社であれ、預金受入金融機関であれ、証券業者であれ、コンプライアンス・コストが上がっているので、比較するとしたら、歴史的な比較も重要かもしれませんが、グローバルな比較が重要であると思います。シンガポールとだけ比較していいかということであり、ほかの国との比較も必要かなと思います。これが一般的な感想です。

それから、細かい点が2つあります。時系列的に言うと、まず第1点は、クラウドファンディングについては、私は松尾先生のおっしゃった全体感に全く違和感はないのですけれども、もともと組合型をやりましょうということなので、二種なのです。実は株式型のほうは、5月29日より前は証券業協会の規則で禁止だった。それで、二種だけを認めて、一種は禁止というわけにもいかないのです、一種もあわせて認めましょうということなのです。ですから今回の制度整備の趣旨からすれば、一種は余り使われなくても、二種のほうが使われるようになれば、それはそれでいい。ただし、もちろん一種もやっていただいて構いませんという制度になっていると思います。

それから、2点目は、特例業務です。プロ向けファンドは、私もよくわからないところが多いのですけれども、触れられなかったであろうと思われる点を2点言いますと、1つは、「1人プラス49人」について、49人のほうについて、どういうふうに資格を制限するかということがあるのですけれども、1人のほうにも問題があります。この1人が実態としては機関投資家とはいえないようなところでもよくて、ファンドというか、組合でも1人になるのです。先ほどの2割の問題業者はほとんどが1人のほうにも問題があるので、「1プラス49」をどうしようかというのは難問ですけれども、今回の制度整備は、結論としては、そこは動かさなくて、若干の要件を設けて調整したということです。両方の立場からの意見がありましたので、そういうことになったと理解しています。

もう1点、関連するのですけれども、確かに18年のときには何にもなかった部分を届出制にしました。しかし、金融審のワーキング・グループにおいて一部の中立委員の先生方からは、金商法の体系から言えばむしろ登録制で

一貫すべきではないか、登録制にした上で抜くものは思い切って抜くというやり方のほうが整合的だ、届出はやや中途半端な感じがあるというご意見がありました。結局、今回の制度整備では、形式的に登録制にすることはできなかったのですが、問題を解決する方法として、届出制は維持するけれども、できるだけ登録制と同じ行為規制、それから先ほどご紹介のあった監督の規定をできるだけ入れるよう頑張りましょうということで、頑張っていて、その結果が今回の法改正になったということだと思います。

他方、抜くほうですけれども、ベンチャーキャピタルだけ抜いた。最後、私が個人的にこれでいいのではないかと思ったのは、アメリカとヨーロッパを見てです。アメリカとヨーロッパは、プライベート・エクイティ等を抜く基準とは全く別に、ベンチャーキャピタルを抜くために特別に穴をあけています。どちらもそうです。それにはいろいろな事情があるのでしょうけれども、そういうことも考えますと、日本もベンチャーキャピタルのところだけ特別に、より一層例外を認めるということでもいいのではないかと思います。日本だけだったらそこまで思い切れなかったかもしれませんが、EUはご存じのように特別のレギュレーションがありますし、アメリカも、毎年のように変わっているのですけれども、ベンチャーのところだけ抜いていますので、それでいいかなと思いました。

松尾（直） 報告者 神田先生のご指摘の、適格機関投資家1名のほうに問題があるというのは、確かに国会の議事録を見ていると、あるいは審議会における監視委員会のご説明だと、名ばかり適格機関投資家ということで実はもう既に問題視されていて、投資事業有限責任組合は裸で、資産要件がないのです。これは、申しわけないことに縦割りで開示課の問題なので、私も開示課には「これは何でないんだ」と聞いたことがあるように思います。投資事業有限責任組合だけ資産要件がなくてバランスを失っているのは何か不思議だなということで、これは国会等でも取り上げられている 이슈です。ただ、「開示課さん、どうするんですか」と言っても、これはベンチャーファンドに結構使われている仕組みだと理解していますから、資産要件を導入す

ると、それはそれでまたいい人に悪影響があるわけで、多分ここは動かさないだろうと思います。

結局、どのような仕組みであろうと、仕組み自体、それを悪く利用する可能性はあるわけです。それは先ほど中村先生がおっしゃったように避けられない。じゃ、先ほど申し上げたように、1つの例として投資事業有限責任組合に資産要件を課すかという、結局またいい人の使い勝手が悪くなってしまふ副作用が生じるので、なかなか悩ましいというところに落ちついてしまふわけです。

私の考えは、悪いやつは個別に排除するしかない。だからエンフォースの強化を主張したのです。ただ、これはエンフォースメント当局に大変負担がかかる。自分たちの責任になるので、エンフォースメント当局は好まない傾向にあります。制度で、できるだけ悪い者が活動しにくくなるようにするほうがいいというのがエンフォースメント当局の大体の傾向です。ということで、当局の中でもいろいろな考えがあります。卑近な例で言うと、金商法のとときに登録制に統一したときも、大森さんとか私などの総務企画局の人間は「それでいいんだ」と言っていたのですが、監督局は反対でした。業者が開業しやすくなるとエンフォースメントが大変になるだろうからです。何とか当時の五味長官の裁定で今の姿になって、そこにはまた批判があると思いますけれども、当局の中でも総務企画局市場課と監督局証券課、さらには証券取引等監視委員会の間には温度差がある。常に多様な意見があって制度がつくられているわけで、どれがいい、悪いという話ではないと思うのです。

ただ、私は平成25年秋にプロ向けファンド制度について金融庁にヒアリングを受けたときに、当局における後の人たちが「当時の制度設計が甘かった」と言うのはおかしいと、きょう申し上げたように猛反論しました。後の情勢変化に応じて制度を変えるのはいいけれども、だからといって最初から制度がおかしいと言うのはおかしい。世の中の状況はそれぞれ違いますし、きょう申し上げたように、これは合意できなかつたら法案が出せなかつたかもしれません。そうしたら、今のプロ向けファンドの運営業者に規制を及ぼ

すこと自体もなくなる。極端なことを言うと、それでいいんですかという話なのです。そういう世界で生きているので、一部だけ取り上げて言われてもなと思います。金融庁の方々は少なくともそういうことがわかっているはずなので、言わないでくださいねということをお願いしたわけです。

太田委員 投資運用等に関するワーキング・グループは、神田先生が座長で、神作先生、黒沼先生もいらっしゃって、私もなぜか委員に入っておりました。私はベンチャーキャピタルの業務を主としてやっているわけでもないですし、投資被害者の救済をやっているわけでもないので、自分としては一種の中立委員だと思っていたのですけれども、話を聞いていて、今回、事務方は、左右から挟撃されているというか、日弁連、消費者庁、消費者委員会が片方の極にあり、他方の極にベンチャーキャピタル業界の方々があり、その真ん中で非常に難しい取りまとめをされていて、私は、できたものとしては、この時点でのある種の政治的な妥協としては、それなりにきちんとしたものにはなったのではないかと思っています。

神田先生が先ほどおっしゃられたところで、ほとんどの点が尽きているわけですが、日弁連とかそういう方々のプレゼンをいろいろと聞いていて、非常に問題だと思ったのは、機関投資家の中にまさに「裸で」投資事業有限責任組合が入っているのが、それを形だけ作って、あと49人の人に怪しげなものを売りまくるとというのが横行しているという点でした。

これは松尾先生が制度をつくられたときに、それがおかしかったというわけでは毛頭ないのですけれども、経緯としてお伺いしたいのは、本来、金融庁のスタンスは「プロ向けに限定すべき」で、経産省の考え方に従って「プラス49」が入ったと思うのですけれども、実態的には、悪いもののほとんどは、全体のファンドの出資割合において、適格機関投資家の出している割合が本当に nominal な portion でしかないものである訳です。従いまして、今から振り返って考えると、制度をつくる時にプロ向けが主だというのであれば、適格機関投資家の出資割合を50%、あるいは20%でも30%でも、それぐらいの出資割合にしておけば、後知恵ですけれども、現在、起きてい

るような問題は相当生じなかったのではないかとも思います。いろいろとプレゼンを聞いていてそう思いましたので、その点について、当時、何か議論があったのかということが1点目のご質問です。

2点目は、松尾先生は、この規制は重いのではないかということをおっしゃっておられたのですが、ワーキング・グループの報告も、結果的に、ベンチャーキャピタル・ファンドの方々もこれであれば十分対応できますということで、ギリギリの線まで緩めている次第です。例えば体制整備のところもかなり軽い形になっているので、ありていに言うと、實際上、普通に真面目にやっているベンチャーキャピタル・ファンドの人たちに、そんなに追加的なコンプライアンス・コストはかからないような形になったのではないかと思います。これがある種、過剰規制的なものなのかというと、そうではないのではないかと私自身は思っています。松尾先生が過剰規制的なものではないかと思われるところのポイントはどの辺りにあるのか、その点をお伺いしたいと思います。よろしくお願いします。

松尾（直）報告者 まず第1に、経緯のところ、割合というのは考えていませんでした。それはなぜかということ、先ほど申し上げたとおり、この仕組みは法案の段階で合意しました。霞が関の仁義として、合意は守る。そういうものなのです。（笑）これは各省間の信頼関係です。合意を守れない人は霞が関で相手にされません。そういう事実上の仕組みで政府の行政は成り立っているのです。ですから、一旦合意した以上はそのとおりにやる。それが仁義ある役所で、金融庁は仁義がある。責任官庁として経産省のせいにはしていません。経産省はそうではなく、今だって逃げている。全部金融庁のせいにして。だからあえて言ったのです。国会は経産省を呼ぶべきで、実際に呼ばれているようです。

もう1点は、私はベンチャーをやっていませんからわかりませんが、金融審議会に出てくる、あるいは大手法律事務所に相談に来るベンチャーファンドは相当な方々です。そうした方々が問題ないからといって、多くのベンチャーの方々が問題ないかということ、必ずしもそうではないのではないかと。

別に金融審議会に出席されている方々がベンチャー界の意見を代表しているわけではないと思います。金融審議会に誰を呼ぶかは実際は全て金融庁の事務方が差配していて、事実上、金融審議会のメンバーになっている、あるいは事実上、金融審議会に呼んでもらっているだけなのです。私は、ベンチャーファンド関係の仕事をやっていないのでわかりませんが、現状からすると、これは相当な改正で、間口が相当狭くなるだろうと思います。

投資事業有限責任組合の問題は本当に難しいです。私が金融庁にいたとき、信用組合が適格機関投資家になるためには届出制になりました。金融庁監督局は、信用金庫さんには済みませんが、本当は信用金庫も届出制にしたかった。でも、「私どもはプロですから」と言って業界が反対したようです。このように適格機関投資家制度を1つ改正するのも大変です。ここは経産省との関係とか、多分それなりの事情があるのだと思います。

そういういろいろなことで仕組みが決まっている。太田先生が「政治的に」とおっしゃいましたけれども、まさにそのとおりです。今回の金融審の報告の取りまとめも、私、その議事録を読みましたが、声の大きい方がおられて大変だっただろうと思います。そういう中で取りまとめて法案が成立した以上は、金融庁も仁義があります。本来、金融審は諮問機関ですから、金融庁は金融審の報告どおりに制度設計する義務はないのですが、金融庁は仁義があるからちゃんとそのとおりにやる。そういうことで行政は成り立っているのです。

神作委員 先ほど太田先生からご指摘があった、適格機関投資家の出資の割合を問題にするというのは、私とその議論を最初に聞いたとき、ルールとしては実質的には妥当なのだろうけれども、一種の仕組み規制のようなものが金商法に入るような印象があって、これまでの金商法の規制体系と違和感がありました。もう少し大きな話を言うと、ファンド規制としての個別法といえますか、今の金商法もファンドの規律がどうなっているかわかりづらくなっている面があり、それを整理するという面もあると思いますし、さらに単なる整理を超えて仕組み規制も含めたファンド法制のあり方と業規制のあ

り方とをどのように考えどのように整理すべきかは、将来的には1つ大きな課題になり得ると思っています。

そこで、ご質問です。松尾先生は先ほど、合意があったので出資の割合は考えなかったと言われました。私はむしろ「仕組み規制的な規制が入ることになるので」というお答えなのかなと思っていたのですが、そのような議論は余りなかったのでしょうか。

松尾（直）報告者 割合を考えるという議論はそもそもありませんでした。仕組み規制については、私も「商事法務」1824号（2008）の「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題〔Ⅱ〕」と題する原稿に書いたとおりで、あれも結局、業際問題です。仕組み規制を誰が所管するか、なのです。投信法は金融庁、SPC法も金融庁。でも、投資事業有限責任組合契約に関する法律は経産省の所管です。同じ98年にSPC法と投資事業有限責任組合法が制定されました。金融庁が仕組み規制法をつくったら、ほかの省庁はおさまらないでしょうから、できないのです。「商事法務」にもさすがにそこまで赤裸々に書いておらず、「金融庁は投信法や資産流動化法のような『仕組み規制』法を所管しているが、必ずしも『仕組み規制法』一般を広く所管するものでない」と書いていますのは、そうした趣旨です。

確かに先生がご指摘のように、真面目に理論的に考えると、仕組み規制法という議論はあってもいいと思いますけれども、全部を包括するとなると、まさに金商法2条2項5号、集団投資スキームのファンド持分の根拠となる仕組みを全部包括する法律にしますかということなのです。

青木委員 今のお話の流れが変わってしまうようで恐縮ですけれども、きょうのお話で最初に川口先生がおっしゃったように、利用されない理由がバラバラで、例えば特定投資家のほうは使えない、クラウドファンディングのほうは使えないようにしているという微妙なお話で、そうかなと思って伺っていました。こういう話をし始めると、例えばファンドでも、どうしても保護派と推進派がぶつかってしまうというのは目に見えていることで、先ほどから厳しいとおっしゃっていましたが、アメリカはもっと厳しいと思っ

て伺っていました。

どういうふうに考えるかという、公募というチャンネルは、先ほど神田先生がおっしゃったように、SOX法や何かを初めとしてとても厳しくなってしまったので、公募以外のお金の道を確保する。それは私募という名前で来たのですけれども、それをどういうふうに確保するか、そしてそれがうまく流れる、とにかく実際に動くことが大事だろうと思うのです。動かせば必ずエラーというか事故は起きるのだけれども、それを気にしていたら始まらない。なぜ動かさなくてはいけないかという、淀んでいるところは腐るというか、まともな経済的原理が働かなくなってしまうので、公募以外の道が必要だろう、そのように考えてはどうかと思っていたのです。

その意味では、アメリカは、ファンドについても抹殺することはしないで、レギュレーションDを整備しながら動かすようにして、そのチャンネルが公募に並ぶような大きなものになっています。日本はそれが無い。公募のまま単発的に横道をつくってみるのだけれども、どれもこれも規制が厳しい、あるいは使われないといった理由で潰れている。そういうことを見ていると、全体としてはやはり規制が厳しいのだろうと私は思います。衰退的な状況においては規制するほうが政治的にも楽ですから、やってしまう。それは先ほど松尾先生がおっしゃったとおりです。

全体としてチャンネルが育たない。日本の金融業界はもうだめではないかという悲観的な予測も、現状を前提とするならば自然だと思います。仕事をやっているふりをするためだけならば、歯止めなく規制を厳しくすればいいのかもしれない。そこをそうではなく、歴史あるいは海外を見て、使われている協道、私募の道を見て、それを日本にも作ることを考えてはどうかと思うのです。

行政は確かに規制を以前ほどはしなくなったと思います。ただ、国会への対応とかいうことで、やりたいこと、やるべきことができなくなっているという事情もあるのでしょう。この点で私が最近、感心したことがむしろ司法のほうでありました。裁判所が、リテール金融商品に関する説明義務をどん

どん強くしても不思議はなかったところ、ある一点でグッと方向を変えたのです。かわいそうな人は現にいます。でも、業者の賠償責任を無制限には認めない姿勢を強く出した。それはいい方向なのだろうと思っております。

ただ、これをどのように分析すればいいか。できるだけ数値化して見える形にする、先ほど松尾先生がおっしゃった2・8とかそういうデータが出れば相当説得的なのだろうけれども、こうした実証はなかなか難しいし、仮に数字を出しても、聞きたくない人は聞きませんから、むしろ海外の成功例をお見せする、また特に業界の人、関係者が自分のこととして強く意見を言う。もし日本の金融全体の衰退の傾向を変えられるとすれば、こういう形ではないかと思っております。

長々と申しわけございません。

松尾（直） 報告者 貴重なご示唆をいただきまして、ありがとうございます。

先ほどの太田先生のご質問に答えていなかった部分ですが、いいファンドの機関投資家がどれぐらい出資しているか、私にはわかりません。それは金融庁がファンドのモニタリング調査をやっていますので、当局にしか情報がありません。当局が情報を出さない限り知ることはできません。ただ、国会答弁で部分的におっしゃっていますけれども、当局は一般に監督情報はなかなか出しません。総括的な統計情報として出してもいいのではないかと思いますけれども、私には残念ながらわかりません。

青木先生の裁判所のお話は、私も「金融法務事情」に為替デリバティブについて論文を書いて、それが受け入れられてきたなと思います。私が書いているのは当たり前のことで、為替デリバティブの仕組みは為替相場の将来の見通しに尽きます。リーマン・ショックの影響で予想外の円高に振れたために損をする投資家がふえたのですが、アベノミクスで急に円安になると誰も騒がなくなった。たとえば認知症の方は本当に気の毒で、そういう人を勧誘してはだめですけれども、損をしたら騒ぐけれども、収益を上げているときは黙っているという方もおられますので、青木先生がおっしゃられたように、その見分けを裁判所がちゃんとし出したのだろう。ケース・バイ・ケース

でご判断いただくのが一番だろうと思いますので、その意味ではよかったです。

ただ、制度というのはどうしても一律なので、なかなか裁判所のようにケース・バイ・ケースの判断はできません。エンフォースメントの世界はケース・バイ・ケースなのですけれども、制度はどうしても一律的な対応にならざるを得ない。ここが総務企画局の苦しいところで、例外を設けるにしても限界があります。例外を設けると、またその例外で問題が生じ得るので、そのまた例外をつくるとか、例外にする要件を厳しくするとか、いろいろまた考えなくてはいけなくなる。制度づくりというのはなかなか難しいです。ですので、もちろん制度改革も結構なのですが、私は、監督当局、監視当局の負担にはなると思うけれども、どちらかという、悪い人はできるだけエンフォースメントで排除していく方向でいていただくのがいいのかなと考えております。

前田副会長 まだご議論があると思いますけれども、時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。松尾先生、どうもありがとうございました。

なお、次回の研究会は、お手元の議事次第にございますように、9月9日に太田先生からご報告をいただくことになっています。

それでは、本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

平成 27 年 7 月 8 日
東京大学
西村あさひ法律事務所
松尾直彦

日本証券経済研究所金融商品取引法研究会
「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」

1 問題意識

(1) 平成 18 年金融商品取引法制整備の 3 つの基本的視点

平成 18 年金融商品取引法制の整備（平成 18 年法律第 65 号及び第 66 号）の趣旨・目的については、「利用者（投資者）」、「市場」及び「国際化」の 3 つの基本的視点がある¹。

金融商品取引法（以下「金商法」という。）の目的は投資者保護及び資本市場の健全性の確保であると考えられる²ところ、「利用者」の視点からは「利用者保護ルールの徹底」と「利用者利便の向上」、「市場」の視点からは「市場の公正性・透明性」の確保と「市場の活力・競争力」への寄与、「国際化」の視点からは主要先進国・地域の制度の参照と「市場間競争」の考慮が志向されており、「最適バランス」の確保が意図されている³。

(2) 金商法において利用されない制度に関する問題意識

「金商法には、プロ向けファンドの届出制度（平成 18 年改正）のように、よく利用されている制度がみられる一方、せっかく制度整備がされたにもかかわらず、あまり利用されないものも多い。たとえば、取引所の遠隔地会員のための取引所取引業務の許可制度（平成 15 年改正）、プロ投資家制度（平成 18 年改正）、プロ向け市場制度（平成 21 年改正）やプロ向け投資運用業制度（平成 23 年改正）などである。

筆者が担当したプロ投資家（特定投資家）制度については、個人に関する重い要件や特定投資家・一般投資家の移行に関する煩雑な手続などの問題があるとの反省もある。しかしながら、国会等におけるプロ投資家制度への厳しい指摘を勘案すると、緩やかな内容にすることは簡単ではない。日本の経済社会においては、投資者のリスクテイク促進よりも投資者保護が重視されることから、投資者保護を緩やかにする制度を構築する際には、そ

¹ 三井秀範＝池田唯一監修・松尾直彦編著『一問一答 金融商品取引法〔改訂版〕』（商事法務、2008）4 頁。

² 松尾直彦『金融商品取引法〔第 3 版〕』（商事法務、2014）4 頁。

³ 松尾直彦＝松本圭介編著『実務論点 金融商品取引法』（金融財政事情研究会、2008）2 頁・3 頁。

の利用要件が厳格化される傾向にあり、結局、利用されない結果になってしまうということであろう。」⁴

(3) コメント

金商法は、金融商品取引法が行われる資本市場における基本法として位置づけられるものであり、市場関係法規の一翼を占める経済法規である⁵。金商法の目的である投資者保護における投資者は、一般的な投資者を想定するものであるが、金商法は市場法として投資者への詐欺的行為の防止を主眼とするものではないことに留意する必要がある⁶。

2 金商法において利用されない制度と利用される制度の制限の概要

(1) 金商法において利用されない制度（金融商品取引業の開業規制に係る各種特例制度）

金商法における利用されない制度として、まず、金融商品取引業の開業規制に係る以下の特例制度がある⁷。

- ・外国証券業者の有価証券関連業該当行為に係る適用除外（法 58 条の 2 ただし書）のうち元引受契約の内容確定協議の特例（令 17 条の 3 第 3 号）[昭和 46 年外証法]⁸
- ・外国証券業者の引受業務の一部の許可制（法 59 条 1 項）[昭和 46 年外証法]⁹
- ・外国証券業者の取引所取引業務の許可制（法 60 条 1 項）[平成 15 年証取法改正]¹⁰
- ・適格投資家向け投資運用業（法 29 条の 5）[平成 23 年金商法改正]¹¹

⁴ 松尾直彦「金融商品取引法施行五周年を迎えるにあたって」銀行法務 21 No. 748（2012 年 9 月号）7 頁（「金商法の制度構築の問題」）。

⁵ 松尾・前掲（注 2）4 頁。

⁶ これに対し、黒沼悦郎「日本私法学会シンポジウム資料 金融商品取引法制の課題 IV 投資者保護のための法執行」商事法務 1907 号 43 頁以下（2010）は、「金商法を投資詐欺事件の防止と被害者救済に役立てるために、法の適用範囲について、解釈論上工夫できる点はないか。」（同 44 頁）などの課題を検討している。

⁷ これらの制度の概要に関する本稿の説明は、松尾・前掲（注 2）に基づく。

⁸ 渡辺豊樹ほか『改正証券取引法の解説』（商事法務研究会、1971）142 頁。

⁹ 渡辺ほか・前掲（注 8）159 頁～162 頁。

¹⁰ 金融審議会第一部会報告「証券市場の改革促進」（平成 14 年 12 月 16 日）13 頁及び同部会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告書。

(2) 金商法において利用されない制度（特定投資家制度）

特定投資家制度は、「特定投資家と一般投資家の区分により、適切な利用者保護とリスク・キャピタルの供給の円滑化を両立させる必要があること」などの趣旨¹²⁾により、平成18年証券法改正により導入されたものである。

その後、「我が国においても、プロ投資家を対象とした自由度の高い取引の場を設けることにより、我が国金融・資本市場の活性化、国際競争力の強化を図っていくことが喫緊の課題となっている。…情報収集能力・分析能力が十分に備わっているプロの投資家については、自己責任を基本とすることが可能であり、一般投資家とプロの投資家を区別した上で、プロに限定した自由度の高い効率的な取引の場を早急に整備すべきである。」との「プロに限定した取引の活発化」¹³⁾の観点から、平成20年金商法改正により、「プロ向け市場」制度創設に伴う特定投資家私募制度及び特定投資家向け有価証券制度が導入された。そして、『『売出し』概念の見直し及びこれに伴う規制の柔構造化』¹⁴⁾の一環として、平成21年金商法改正により、特定投資家私売出制度が導入された。

一方、その後の改正では、以下のとおり、特定投資家制度の厳格化が行われている。

① 特定投資家と一般投資家の移行手続の見直し[平成21年金商法改正]¹⁵⁾

- ・ 特定投資家から一般投資家への移行については、移行の効果の無期限化（従前は1年間）かつ随時特定投資家への復帰申出の可能化。
- ・ 一般投資家から特定投資家への移行については、期限日前であっても随時一般投資家への復帰申出の可能化。

② 地方公共団体の分類変更（「一般投資家へ移行可能な特定投資家」から「特定投資家へ移行可能な一般投資家」へ）[定義府令改正（平成23年4月1日施行）]¹⁶⁾

¹¹⁾ 金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン～新成長戦略の実現に向けて」（平成22年12月24日）10頁では、「国民が資産を安心して有効に活用できる環境整備」との柱の下で、「プロ等に限定した投資運用業の規制緩和」として位置づけられている。

¹²⁾ 金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」（平成17年12月22日）17頁・18頁。

¹³⁾ 金融審議会金融分科会第一部会報告「我が国金融・資本市場の競争力の強化に向けて」（平成19年12月18日）6頁・7頁。

¹⁴⁾ 金融審議会金融分科会第一部会報告「信頼と活力のある市場の構築に向けて」（平成20年12月17日）14頁及び金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告「開示諸制度の見直しについて」（平成20年12月17日）。

¹⁵⁾ 金融審議会金融分科会第一部会報告・前掲（注14）14頁。

¹⁶⁾ 金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」（平成22年1月21日）14頁。

③AIJ 投資顧問事件（平成 24 年 2 月発覚）を踏まえて、厚生年金基金については、当分の間、原則として特定投資家への移行の申出をできない旨の改正[平成 25 年商法等改正法附則 3 条の 2]

「プロ向け市場」についても、以下の経緯のとおり、低調である。ただし、平成 27 年 5 月 20 日に、東京都発行のユーロ・ドル債が「TOKYO PRO-BOND Market」に上場した（初の外貨建て債券の上場）。

- ・「プロ向け市場」である「TOKYO PRO Market」（株式市場）の開設者として平成 21 年 6 月に東京 AIM 取引所の設立（株主構成は株式会社東京証券取引所グループ（以下「東証グループ」という。）（51%）とロンドン証券取引所（49%））
- ・「TOKYO PRO-BOND Market」（債券市場）の開設（平成 23 年 5 月）¹⁷
- ・平成 24 年 3 月に東証グループによる東京 AIM 取引所の完全子会社化。
- ・平成 24 年 7 月に株式会社東京証券取引所による東京 AIM 取引所の吸収合併。

(3) 投資型クラウドファンディング制度（利用されない可能性のある制度）

平成 26 年商法改正により、投資型クラウドファンディングに係る制度整備が行われ、「第一種少額電子募集取扱業務」及び「第二種少額電子募集取扱業務」の開業規制（登録拒否要件）に係る特例制度が導入されている（法 29 条の 4 の 2、法 29 条の 4 の 3）。

当該制度導入の主旨は、「新規・成長企業に対するリスクマネー供給促進策（事業化段階等におけるリスクマネーの供給促進策）」であるが、以下のとおりバランスの確保が志向されており¹⁸、制度の詳細設計（政令・内閣府令¹⁹や自主規制機関の自主規制規則²⁰の各整備（いずれも平成 27 年 5 月 29 日施行））により利用要件が厳格なものとなされ、結局は利用されない可能性のある制度になっているように思われる。

- ・「リスクマネーが円滑に供給されるためには、その前提として、投資者の金融資本市場に対する信頼感が確保されている必要がある。このため、リスクマネーの供給促進策の検討に当たっては、規制緩和の観点のみならず、投資者保護の観点にも十分配慮し

¹⁷ 金融庁・前掲（注 11）4 頁。

¹⁸ 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」（平成 25 年 12 月 25 日）2 頁・3 頁。

¹⁹ 金融庁「平成 26 年金融商品取引法等改正（1 年以内施行）等に係る政令・内閣府令等に対するパブリックコメントの結果等について」（平成 27 年 5 月 12 日）。

²⁰ 日本証券業協会は、「金融商品取引業の拡大等に伴う自主規制規則の一部改正等について」（平成 27 年 5 月 19 日）の一環として、「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」を制定している。また、第二種金融商品取引業協会は、同月 27 日に「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」及び「『電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則』に関する細則」を制定している。

つつ、検討を進めていくことが重要である。」

- ・「投資型クラウドファンディングに係る制度整備に当たっては、リスクマネーの供給促進という観点から、できるだけ仲介者にとって参入が容易であり、かつ、発行者にとって負担が少ない制度設計とすることが重要と考えられる。一方で、投資型クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用され、ひいては投資型クラウドファンディング全体に対する信頼感が失墜することのないよう、海外当局による規制の動向も踏まえつつ、投資者保護のための必要な措置を講じることも重要な課題である。」

(4) 利用される制度の制限（特例業務届出制度の規制強化）

いわゆる「プロ向けファンド」制度である特例業務届出制度は、「特定投資家（プロ）向け又は投資家数が一定程度以下のファンドの自己募集」については、より簡素な規制とするなど、健全な活動を行っているファンドをつうじた金融イノベーションを阻害しないよう、十分な配慮が必要である。」及び「自己募集と同様、私募不動産ファンドなど、プロ向けファンドの実態を踏まえつつ、プロ向け又は投資家数が一定程度以下のファンドについては、資産運用についてもより簡素な規制とするなど、十分な配慮が必要である。」²¹との観点から、平成 18 年証取法改正により導入された。

プロ向けファンド制度は十分利用されている制度であるが、一般投資家（アマ）への詐欺的な投資勧誘が行われ、投資者被害が増加している実情²²をふまえ、以下のとおり規制監督が強化されてきている。

- ・証券取引等監視委員会「ファンド販売業者に対する検査結果について」及び「事業型ファンドにおける分別管理に係る販売規制について」（平成 22 年 10 月 19 日）
- ・事業型ファンド販売に係る契約締結前交付書面の記載事項の拡充（金商業等府令改正（平成 23 年 4 月 1 日施行））
- ・金融庁・証券取引等監視委員会「適格機関投資家等特例業者に対する対応を強化！【違法なファンド業者にご注意ください！】」（平成 24 年 2 月 15 日）
- ・届出記載事項に適格機関投資家の名称等を追加（金商業等府令改正及び金商業者等監督指針改正（平成 24 年 4 月 1 日施行））
- ・消費者委員会「詐欺的投資勧誘に関する消費者問題についての建議」及び「詐欺的投資勧誘に関する消費者問題についての調査報告」（平成 24 年 8 月 6 日）

²¹ 金融審議会金融分科会第一部会報告・前掲（注 12）10 頁・11 頁。

²² 平成 26 年 12 月末現在におけるプロ向けファンド届出者数は 3,058 であり、うち問題リスト掲載業者数が 596（全体の 19.5%）である（平成 27 年 3 月金融庁資料）。問題リスト掲載業者とは、金融庁 HP で「問題があると認められた届出業者リスト」に掲載されている届出者であり、警告書発出、報告命令に応じない、連絡がとれない及び届出書提出義務違反（平成 24 年 4 月に提出が義務づけられたファンドの名称や適格機関投資家の名称等を記載した届出書の不提出）である。

- ・平成 25 年度消費者基本計画改定（平成 25 年 6 月 28 日閣議決定）
- ・独立行政法人国民生活センター「投資経験に乏しい者に『プロ向けファンド』を販売する業者にご注意！—高齢者を中心にトラブルが増加、劇場型勧誘も見られる—」（平成 25 年 12 月 19 日）
- ・日本弁護士連合会「適格機関投資家等特例業務」（金融商品取引法第 63 条）に関する意見書（平成 26 年 2 月 20 日）
- ・証券取引等監視委員会「適格機関投資家等特例業務に関する特例について」（平成 26 年 4 月 18 日）
- ・消費者委員会「適格機関投資家等特例業務についての提言」（平成 26 年 4 月 22 日）
- ・金融庁「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案等の公表について」（平成 26 年 5 月 14 日）
- ・金融審議会への諮問（平成 26 年 9 月 26 日）
- ・金融審議会投資運用等に関するワーキング・グループ報告「投資家の保護及び成長資金の円滑な供給を確保するためのプロ向けファンドをめぐる制度のあり方」（平成 27 年 1 月 28 日）

3 引受関係の特例制度

(1) 外国証券業者の有価証券関連業該当行為に係る適用除外のうちの元引受契約の内容確定協議の特例制度の概要

外国証券業者は、国内にある者を相手方として有価証券関連業に該当する行為（法 28 条 8 項各号）を行うことを原則として禁止されている（法 58 条の 2 本文）。

当該禁止は、昭和 46 年制定の旧外証法から引き継がれたものである。外国証券業者は、日本国内において行うことはもとより、日本国外から直接行う場合であっても、当該行為を禁止される。当該行為を業として行うかどうかを問わない。日本国内における反復継続の意思が明らかでない単発的な行為であっても、行為主体が業者であるので、これをいわば業とみなして規制することが日本国内の投資者保護上必要であることによる。

ただし、外国証券業者は、有価証券関連業を行う者を相手方とする場合およびその他政令で定める場合は、当該行為を行うことができる（同条ただし書）。政令において、外国証券業者が、その行う有価証券の引受けの業務のうち、「元引受契約」の内容を確定するための協議のみを当該有価証券の発行者・所有者（金融商品取引業者等を除く）と国内において行う場合が定められている（令 17 条の 3 第 3 号）。

当該特例により、外国証券業者は、いわゆる引受幹事となって国内において元引受契約の内容を確定するための協議を行うことができる。有価証券の元引受業務は、①元引受契約の内容を確定するための協議、②元引受契約の締結、および③当該元引受契約の実施行

為の3段階の行為に区分できる。当該特例は、国内における上記①の行為のみを許容するものであり、当該外国証券業者は、国内における上記②の元引受契約の締結は認められていない。また、当該有価証券の売出し・特定投資家向け売付け勧誘等または当該有価証券の募集・私募・売出し・特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いが国内において行われる場合は除かれている。したがって、当該特例は、引き受けられた有価証券が国内において販売される場合には認められず、国外で販売される場合にのみ認められる。

(2) 外国証券業者の引受業務の一部の許可制度の概要

外国証券業者は、金融商品取引業の登録を受けることなく、金融庁長官の許可を受けて、その行う有価証券の引受けの業務のうち、「元引受契約」（有価証券の募集・売出しに際して締結するものに限定（法 21 条 4 項））の内容を確定するための協議を当該有価証券の発行者・所有者と行わず、かつ、当該有価証券の売出し・特定投資家向け売付け勧誘等または当該有価証券の募集・私募・売出し・特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いを国内において行うことのない場合における当該元引受契約への参加（「引受業務」）を国内において行うことができる（法 59 条 1 項、令 17 条の 4）。

当該許可は、原則として個々の行為ごとに必要とされる。許可対象となる元引受契約への参加とは、元引受契約の締結を意味する。許可を受けた外国証券業者は、引受幹事とならず、かつ、その引き受けた有価証券について国内で一切販売を行わなければ、国内において元引受契約を締結できる。すなわち、当該外国証券業者は、国外で販売するという条件のもとに国内で元引受契約が締結される場合に、普通のアンダーライターとして引受シンジケート団（引受シ団）に参加できる。

当該許可制度は、昭和 46 年外証法制定当時には、日本の資本市場の発展を図る観点から、外国証券会社の支店設置にかかる免許制と比べて簡易な制度として創設されたものであるが、現在では、もはや実質的な意義に乏しい制度といわざるを得ない。

(3) 現状

現在の実務では、当該許可制度は利用されておらず、国内証券会社はその「海外関連会社」による引受けを「斡旋」し（日本証券業協会「有価証券の引受け等に関する規則」37 条参照）、海外関連会社は国内において元引受契約の内容確定協議も元引受契約の締結も行わない取扱いとされている。

4 外国証券業者の取引所取引業務の許可制度

(1) 制度の概要

外国証券業者は、金融商品取引業の登録を受けることなく、金融庁長官の許可を受けて、

金融商品取引所における有価証券の売買及び市場デリバティブ取引（「取引所取引」）を業として行うこと（「取引所取引業務」）を行うことができる（法 60 条 1 項）。

取引所取引業務の許可制度は、金融商品取引所におけるいわゆるリモート・メンバーシップ（遠隔地会員等）を可能とするものである。当該制度は、①外国証券業者の日本の取引所市場への直接参加を通じて日本の取引所市場の流動性を高める観点、および②日本の取引所と海外取引所とのクロス・メンバーシップ（取引所間で相互に相手国・地域の証券会社に会員等の資格を認めて海外の証券業者を取引所に参加させること）といった取引所間の連携を可能とし、日本の取引所の国際競争力の向上を図る観点から、平成 15 年証取法改正により創設されたものである。

外国証券業者が居住者である投資者の取引の媒介・取次ぎ・代理を行うことは認められていない。一方、外国証券業者が国外において非居住者による日本の取引所における取引の委託の媒介・取次ぎ・代理を行うことは、基本的に金商法の規制の適用対象外である。

取引所取引業務の許可要件の特徴として、①許可申請者の本店および「取引所取引店」（取引所取引業務を行う営業所・事務所（法 60 条の 2 第 1 項 3 号））の所在するいずれかの外国金融商品取引規制当局の調査協力にかかる相互保証（法 189 条 2 項 1 号）の存在、および②許可申請者の取引所取引店が加入している「外国金融商品取引市場開設者」（法 60 条の 2 第 1 項 6 号）と当該許可申請者が取引参加者となる金融商品取引所との間で情報提供取決めの締結などの措置が講じられていることが定められている（法 60 条の 3 第 1 項 2 号・3 号）。

上記②の措置として、当該金融商品取引所が外国金融商品取引規制当局から当該外国の法令に基づき所要の措置（ノーアクションレター、ライセンスなど）を取得する必要があることがある。東京証券取引所は、平成 21 年 2 月から、取引所取引業務の許可を受けた外国証券業者（「取引所取引許可業者」（法 60 条の 4 第 1 項））に取引資格を与える「リモート取引参加者制度」を導入し、また、平成 22 年 11 月に香港証券先物委員会（SFC）から認可を取得している。

平成 21 年 7 月に金融庁監督局証券課「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」が改正されて、X（監督上の評価項目と諸手続（外国証券業者））に X-2（業務の適切性（取引所取引許可業者））及び X-3（諸手続（取引所取引許可業者））が追加されている。

(2) 現状

平成 27 年 5 月 1 日付で香港の業者が初の許可を得て取引所取引許可業者となっている。

5 適格投資家向け投資運用業の特例制度

(1) 制度の概要

平成23年金商法改正により、投資運用業の立上げを促進するための規制緩和として、「適格投資家向け投資運用業」について、投資運用業の登録拒否要件を緩和する特例が創設されている（法29条の5）。一般の投資運用業の登録を受けた金融商品取引業者は、当該特例を利用できない。

適格投資家向け投資運用業とは、全運用財産の投資者が「適格投資家」のみであり、かつ、全運用財産総額が200億円以下のものである（同条1項2号、令15条の10の5）。適格投資家の範囲は、特定投資家に加えて、金融資産3億円以上かつ取引経験1年以上の個人や金融商品取引業者の役員などが含まれる（法29条の5第3項、令15条の10の7、金商業等府令16条の6）。

適格投資家向け投資運用業については、第1に、取締役会設置会社要件（法29条の4第1項5号イ）を求められず、監査役設置会社で足りる（法29条の5第1項）。

第2に、適格投資家向け投資運用業につき登録を受けた金融商品取引業者が投資一任契約に基づき投資信託・外国投資信託受益証券などの一定の第一項有価証券にかかる運用権限の全部委託を受けた場合には、その者が適格投資家を相手方として行う私募の取扱いを行う業務について、第一種金融商品取引業ではなく、第二種金融商品取引業とみなされている（同条2項、令15条の10の6）。

第3に、適格投資家向け投資運用業にかかる最低資本金および純財産額は、（通常の5000万円ではなく）1000万円とされている（法29条の4第1項4号イ・5号ロ、令15条の7第1項7号、15条の9第1項）。

(2) 現状

当該特例は、日本関係者がシンガポールなどにおいて投資運用業に相当する業務を立ち上げる動きがみられることなどにかんがみ、日本市場の国際競争力の向上を図る観点から創設されたものと思われる²³。ただし、当該特例の利用促進を図るためには、監督・監視行政の明確性や予測可能性への不安にも留意される必要があろう。

当該特例の利用例は8社あるようである。

²³ 金融庁・前掲（注11）10頁では、「現行の投資運用業にかかる規制は厳格な登録要件を課しているため、運用業者の海外流出につながっているとの指摘がある。このような指摘にも鑑み、投資運用業に係る規制緩和を行い、国民の様々な資産運用ニーズに応える投資運用ファンドの立ち上げを促進し、運用業者の海外流出に歯止めをかける。」と記載されている。

6 投資型クラウドファンディングの登録拒否要件の特例

(1) 制度の概要

平成 26 年金商法改正により、インターネットを通じて小口の資金調達を行う「投資型クラウドファンディング」を促進する観点から、「電子募集取扱業務」にかかる登録拒否要件の特例が新設されている。発行価額総額 1 億円未満かつ 1 人あたり投資額 50 万円以下に限定されている（法 29 条の 4 の 2 第 10 項、29 条の 4 の 3 第 4 項、令 15 条の 10 の 3、金商業等府令 16 条の 3）。

具体的には、非上場の株券・新株予約権証券の募集・私募の取扱いまたは当該業務に関して顧客から金銭の預託を受けることが「第一種少額電子募集取扱業務」とされ、第一種金融商品取引業にかかる登録拒否要件のうち、兼業要件（法 29 条の 4 第 1 項 5 号ハ）および自己資本規制比率要件（同項 6 号イ）が適用されず（法 29 条の 4 の 2 第 1 項・2 項・10 項、令 15 条の 10 の 2 第 1 項）、最低資本金要件・純財産要件が緩和されている（令 15 条の 7 第 1 項 6 号、15 条の 9 第 1 項）。第一種少額電子募集取扱業務のみを行う金融商品取引業者が「第一種少額電子募集取扱業者」である（法 29 条の 4 の 2 第 9 項）。

また、開示免除有価証券（法 3 条 3 号）または非上場ファンド持分の募集・私募の取扱いが「第二種少額電子募集取扱業務」とされ（法 29 条の 4 の 3 第 1 項・4 項、令 15 条の 10 の 2 第 2 項）、最低資本金要件が緩和されている（令 15 条の 7 第 1 項 8 号）。第二種少額電子募集取扱業務のみを行う金融商品取引業者が「第二種少額電子募集取扱業者」である（法 29 条の 4 の 3 第 2 項）。

(2) 電子募集取扱業務等に係る業務管理体制の整備義務

平成 26 年金商法改正により、金融商品取引業者等は、その行う金融商品取引業又は登録金融機関業務を適確に遂行するための業務管理体制の整備義務を課されている（法 35 条の 3）。その詳細な要件は、金商業等府令 70 条の 2 に定められている。

電子募集取扱業務を行う者又はインターネットを通じた法定の方法（閲覧ファイル閲覧または電子メール送信等の方法）により開示免除有価証券若しくは非上場有価証券の自己募集・私募業務を行う金融商品取引業者等については、一定の措置をとることが義務づけられている（金商業等府令 70 条の 2 第 2 項 1 号～8 号）。下記③～⑦については、電子申込型電子募集取扱業務等に限定されている。

- ① 金融商品取引業等にかかる電子情報処理組織の管理を十分に行うための措置（同項 1 号）。
- ② 標識表示事項（法 36 条の 2 第 1 項）の電子公表措置（同項 2 号）
- ③ 発行者の財務状況・事業計画内容・資金使途その他「電子申込型電子募集取扱業務等」の対象とすることの適否の判断に資する事項の適切な審査（「目標募集額」が発行者の事業計画に照らして適当なものであることを確認することを含む。）を行うた

めの措置（同項3号）

- ④ 電子申込型電子募集取扱業務等における顧客の応募額が「申込期間」内に目標募集額に到達しなかった場合および目標募集額を超過した場合の当該応募額の取扱方法を定め、当該取扱方法に関して顧客に誤解を生じさせないための措置（同項4号）
- ⑤ 電子申込型電子募集取扱業務等における顧客の応募額が申込期間内に目標募集額に到達した場合に限り有価証券が発行される場合には、当該目標募集額に到達するまでの間、発行者が当該応募額の払込みを受けないことを確保するための措置（同項5号）
- ⑥ 電子申込型電子募集取扱業務等における顧客が有価証券の取得申込みから8日（初日算入）を経過するまでの間、当該顧客が申込み撤回または契約解除を行うことができることを確認するための措置（同項6号）
- ⑦ 発行者が電子申込型電子募集取扱業務等にかかる顧客の応募代金の払込みを受けた後に、当該発行者が顧客に対して事業状況について定期的に適切な情報を提供することを確保するための措置（同項7号）
- ⑧ 第二種少額電子募集取扱業務において取り扱う募集・私募にかかる有価証券の発行価額総額が1億円未満かつ1人当たり払込額50万円以下の要件を満たさなくなることを防止するための必要かつ適切な措置（これらを適切に算定するための措置を含む。）（同項8号）

上記の諸要件のうち③～⑧の各要件については、金商業者等監督指針に留意点が定められている。

(3) 今後の利用の見通し

①第一種少額電子募集取扱業務の利用の見通し

②第二種少額募集取扱業務の利用の見通し

7 特例業務届出制度（利用されている制度の制限）

(1) 平成27年金商法改正に係る衆議院財務金融委員会における質疑（平成27年5月15日）

〔鈴木（克）委員（民）〕

「プロ向けファンドが、制度上、一般投資家からもお金を集め、それを運用することができるのに、登録制ではなく届出制とされ、行為規制も他の金融商品取引業者に比べて相当簡素なものとしたのはこの金融審議会の報告というののもともであったというふうに理解をしておるわけですが、そういう理解でいいかどうか、これが一つ。

それから、専ら特定投資家のみを対象とするファンドが、なぜ立法段階で適格機関投資

家と、少数とはいえ特段制限のない一般投資家と決定をされたのか、その当時の経緯を、温故知新ではありませんけれども、少し金融庁から確認しておきたいと思います。

[池田政府参考人]

「御指摘のとおり、その金融審議会報告の議論を踏まえて金融商品取引法の制定が行われたわけですが、その制定に当たりましては、一般投資家を対象とする集団投資スキームの販売、勧誘または投資運用を行う業者については登録を義務づける、一方で、プロ投資家を対象とする集団投資スキームの取扱業者については、金融イノベーションを阻害するような規制とならないよう配慮するという基本的な考え方に立って法律の制定を行ったところであります。

そして、その後の制定作業を進める際に、基本的に、プロの投資家である適格機関投資家が出資者となるファンドでありましても、当該ファンドと関係の深い一般投資家、例えばファンド運営会社の役員などの方も出資している場合が多いという実態があることを踏まえまして、そうした適格機関投資家以外の者が少人数にとどまる場合には、プロ向けファンドとして、プロ投資家のみを対象とするファンドと同等に扱って、簡素な規制とするということとされたものであります。」

(2) 制度導入時の検討の経緯

①平成 17 年 11 月上旬における検討

- ・プロ向けファンドの販売勧誘及び資産運用・助言業は届出制とする。
- ・プロの範囲としては、行為規制におけるプロの範囲と同一とする。
- ・改正信託業法では、グループ内信託について、グループ内における自治の尊重を理由として、届出制を採用していることを参照。

②平成 17 年 11 月 24 日金融審議会第一部会事務局提出資料 2（業規制について）

- ・「最近の問題事案を考慮すると、例えば、集団投資スキーム（ファンド）の持分等の自己募集を規制対象とすることが考えられるが、どうか。この場合、健全な活動を行っているファンドを通じた金融イノベーションを阻害しないよう、例えば、プロ向け又は投資家数が一定程度以下のファンドの自己募集については、より簡易な規制とすることも考えられるが、どうか。また、その場合における行為規制の適用のあり方について、どのように考えるか。
- ・「プロ向けファンドの運用まで資産運用業として業登録を求めることは過剰規制であるとの意見を勘案すると、ファンドの自己募集と同様、例えば、プロ向け又は投資家数が一定程度以下のファンドの資産運用については、より簡易な規制を設けることが考えられるが、どうか。」

③平成 17 年 12 月上旬における現状認識

- ・経済産業省及び業界（ベンチャー・ファンド関係者）等から、プロ向けファンドに対して過剰な規制が課されることを懸念し、プロ向けファンドについては規制の適用除外

(少なくとも大幅な緩和)を行うべきとの意見が主張されているところ。

- ・他方、中立委員や消費者問題関係者を中心に、平成電電事件等の問題事例を念頭に、ファンドに対して包括的・横断的で実効性のある規制の導入を求める意見。
- ・このような議論を踏まえ、一般投資家に幅広く販売されるファンドについては、実効性ある規制枠組みを導入するとともに、プロ向けファンドについてはより簡素な規制とするとの基本的な方向性については一致。ただし、具体的な規制内容等については、意見が一致していない状況。

④平成17年12月22日金融審議会第一部会報告

- ・「例えば、特定投資家（プロ）向け又は投資家数が一定程度以下のファンドの自己募集については、より簡素な規制とするなど、健全な活動を行っているファンドをつうじた金融イノベーションを阻害しないよう、十分な配慮が必要である。」
- ・「自己募集と同様、私募不動産ファンドなど、プロ向けファンドの実態も踏まえつつ、プロ向け又は投資家数が一定程度以下のファンドについては、資産運用についてもより簡素な規制とするなど、十分な配慮が必要である。」

⑤経済産業省「経済成長に向けたファンドの役割と発展に資する研究会」報告書（平成17年12月27日）

- ・「プロ向けファンドについては、GP に対し、運用業者としての資格制限を設けたり、監督を行ったりする必要性はない。」
- ・「発行者自身による販売・勧誘行為について、特にプロの投資家を対象に勧誘するに際して新たに販売・勧誘に係る規制をかける必要性はないのではないかと指摘が多い。」

⑥平成18年1月中旬における調整事項の検討

- ・経済産業省に対しては、プロ向け又は少人数向けファンドの販売・勧誘業（自己募集を含む）及び運用業については、簡易な登録制又は届出制の必要性を指摘する。

⑦平成18年2月上旬におけるプロ向けファンドの範囲に関する調整事項の検討

- ・プロ向けファンドの販売・勧誘及び運用は届出制とする。
- ・金融庁の考え方： プロ向けファンドとして例外扱いするのは真に投資家保護の必要のないファンドに限定すべき（プロ投資家のみ）
- ・経済産業省の考え方： 現在のファンド実務を尊重し、「プロ向けファンド」の範囲は十分に広いものとすべき（適格機関投資家+49人（現行開示規制の「私募」のみ））

⑧平成18年2月下旬における経済産業省との調整状況

- ・プロ向けファンドの範囲については、「適格機関投資家+49人」以下。
- ・商品ファンド販売業、商品先物取引の販売・勧誘規制及びデリバティブ取引の定義における商品先物取引の取扱いとセット。

(3) 平成 27 年金商法改正による規制強化

①改正の概要

一般投資家（アマ）への詐欺的な投資勧誘が行われ、投資者被害が増加している実情を踏まえ、平成 27 年金商法改正法により規制が強化されている。届出制は維持されているが、登録業者（金融商品取引業者）と同等の開業規制、行為規制及び監督措置が設けられ、実質的には登録業者並みに規制・監督されることになる。

②特例業務の要件に係る改正

当初は一般投資家 49 名以下との人数要件にとどまっていたが、平成 27 年金商法改正に合わせ、49 名以下の出資者が投資判断能力を有する一定の投資家及び特例業者と密接に関連する者に限定される予定である。例えば、金融商品取引業者等（法人のみ）、上場会社、資本金 5 千万円超の株式会社、外国法人、投資性金融資産 1 億円以上保有かつ証券口座開設後 1 年経過の個人など、プロ向けファンド資産運用業者・その役職員などに限定される。

③特例業務の開業規制に係る改正

金融商品取引業者等を除き、金融商品取引業に係る一定の登録拒否要件に該当する者は、特例業務を行うことを禁止される（法 63 条 7 項）。

特例業務に係る無届出及び虚偽の届出等に対する罰則が、1 年以下の懲役・300 万円以下の罰金から、1 年以下の懲役・300 万円以下の罰金に引き上げられる（法 197 条の 2 第 10 号の 8 新設）とともに、業務廃止命令違反にも同水準の罰則が適用される（同条 10 号の 9 新設）。

④特例業務届出者の行為規制に係る改正

特例業務届出者については、当初は、取引の公正性などを確保するための限定的な行為規制（虚偽告知の禁止（法 38 条 1 号）及び損失補てん等の禁止（法 39 条））のみが適用されていたが、平成 27 年金商法改正により、特例業務を行う場合には金融商品取引業者とみなされて、大幅に行為規制が強化される（法 63 条 11 項）とともに、届出事項に係る情報開示義務が導入される（同条 5 項・6 項）。金融商品取引業者等が適格機関投資家等特例業務を行う場合も同様である（法 63 条の 3 第 3 項）。

⑤特例業務届出者の監督措置に係る改正

特例業務届出者に対する行政当局の監督措置は、当初、報告・資料提出命令及び検査（自己投資運用業務のみが対象）に限定されていたが、平成 27 年金商法改正により、報告・資料提出命令及び立入検査（法 63 条の 6）並びに業務改善命令・業務停止命令・業務廃止命令（法 63 条の 5 第 1 項～同条 3 項）が導入される。

(4) コメント

以 上

金融商品取引法研究会名簿

(平成 27 年 7 月 8 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学大学院法学研究科教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	田 原 泰 雄	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	萩 野 明 彦	大和証券グループ本社執行役員法務担当
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	田 島 浩 毅	三菱 U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会執行役
〃	石 黒 淳 史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	高 良 美紀子	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任
—「新規な説明義務」を中心として—」 2014年9月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月
報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金
—金融商品取引法と預金保険法の交錯—」 2015年5月
報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第52号

金商法において利用されない制度と
利用される制度の制限

平成27年8月27日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-668-6 C3032 ¥500E