

# プロ・アマ投資者の区分

青木浩子

## 要 旨

本稿では、証券会社顧客を保護の必要性に応じて区分する法制のあり方を考察する。

第一部では、現行規制における顧客区分の例を見る。私募証券に対する開示規制免除の局面で用いられる「適格機関投資家」は、証取法上の保護を要しない投資家の定義例として最も重要なものであり、これが他所でどのように用いられているかを調べた。行為規制に関する日証協規則で「適格機関投資家」ないし類似の概念が多用されていることから、一般顧客と異なる顧客層の定義の必要性自体に疑いはないと思われる。ただ、「適格機関投資家」を本来の目的と異なる局面で用いることには問題が多い。

第二部では、投資サービス法を念頭に置いて、プロアマ区分に関する立法論を検討する。既に1999年の時点で制度の大枠が構想されており、2004年末に審議会資料として紹介されている。この資料の内容を、現行の英国および欧州の法制と比較し、問題点を指摘した。また、2005年夏の間中整理およびコメントにプロアマ区分の立法方針に関わるものがあるので、それを[補足]として整理・検討した。

## 目 次

- |                   |                              |
|-------------------|------------------------------|
| I. 現行法規上の顧客区分     | II. 審議会で検討中の顧客区分             |
| 1. 概観             | 1. 問題の背景および沿革                |
| 2. 証取法上の「適格機関投資家」 | 2. 1999年中間整理・WRWG 報告書／中間整理要約 |
| 3. その他の例          | 3. [補足] 2005年中間整理および各界意見     |
| 4. 小括             |                              |

## I. 現行法規における顧客区分

### 1. 概観

証券取引法(証取法)は「顧客」という語を随所に用いているが、それを更に細分していない<sup>1)</sup>。しかし、業者の「顧客」に関する文脈ではないが<sup>2)</sup>、私募証券発行について「適格機関投資家」という定義があり(証取法2条3項1号、証取法二条定義令4条)、これが顧客関係を規律する諸法規や自主規則に転用されている。そこで、この「適格機関投資家」の用例を検討したい。また、証取法以外の法律であるが、顧客区分を行っている近時の例である改正金融先物取引法(2005年7月1日施行)を上をの検討に続けて吟味したい。

### 2. 証取法上の「適格機関投資家」

「適格機関投資家<sup>3)</sup>」という語は、1992年の「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律」の第15条による証取法2条3項以下の改正によって設けられた。その後の13年間ほどの間に、この「適格機関投資家」は、以下に見るように定義自体が拡張されたほか、証取法の公募・私募に関する法規は無論、信託業関連法規や投信関連法規でも用いられ、日証協自主規則でも多用されている。

#### 2.1. 「適格機関投資家」の定義の拡張

##### 2.1.1. 拡張の経緯

「適格機関投資家」を定義する証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令4条は1992年の制定以降、四回の改正を経ている<sup>4)</sup>。

これらの改正では、すでに規定されたものと同種の機関が加えられたほか、有価証券報告書提出会社で流動資産ないし投資その他資産の部に仕分けられた保有証券が100億円(平成13年に500億円から引き下げ)以上の会社が指定された。

##### 2.1.2. 海外制度との比較

海外の類似の制度と比較して、わが国の「適格機関投資家」の要件は厳しいか。わが国の「適格機関投資家」の要件は、米国のルール144Aの要件を参考としたものであるが、ルール144Aは、国際的なプロ間市場を米国内一般投資家市場から隔離するという趣旨の規制であり<sup>5)</sup>、そのような事情のない私募発行ルールであるレギュレーションD(国内中小企業の利用を想定した、少額発行ないし少人数発行に関する規制)に比べ、参加者要件が厳格である<sup>6)</sup>。わが国の適格機関投資家の要件もプロ間市場(ホールセール取引)を想定したものであり、少額ないし少人数の場合を考えての要件ではないので、レギュレーションDに比較して厳格なのは当然のことである(もっとも上述の拡張により、ホールセール参加金融機関とはいえない事業会社が追加されたため、制定当初に比べて性格が不明確となった)。

以上は米国との比較であるが、欧州についてはどうか。欧州目論見書指令は、私募発行に参加できる適格投資家(qualified investors)として広い範囲の自然人や法人を定義しており、これを前提として各国法が制定される。結果として、各加盟国は、わが国におけるよりも緩やかな条件で私募発行を認め得る<sup>7)</sup>。

以上の日・米・欧における相違は、ほとんど関連のない<sup>8)</sup>私募のあり方のいずれを想定するかによって生じるように思われる。すなわち、

金融機関を中心とするプロ間市場に重点を置く場合には、米国ルール144Aやわが国プロ（適格機関投資家）私募規制のような規制となる一方、個人富裕層や事業会社といったプロ投資家（一般個人投資家に比べて投資の「プロ」だが、プロ間市場に参加する金融機関のような「プロ」ではない）の投資に重点を置く場合には、米国レギュレーションDや欧州指令のような規制となる。

私募要件の緩和を図る場合、少額ないし少人数私募については、プロ私募制度で用いられる「適格機関投資家」の緩和によってではなく、少額募集（証取法5条2項）ないし少人数私募（証取法2条3項2号ロ）に関する改正によって対応するのが筋と思われる。しかし、わが国平成15年改正では、少人数私募とプロ私募の要件効果を統合・緩和する方向で規制緩和が進められた。すなわち、少人数私募（50人未満）の「勧誘の相手方の人数」から適格機関投資家を除外し得る（証取法施行令1条の4第2項。結果として、一般個人投資家50人未満と適格機関投資家を250人以下とを組み合わせ可能とされた）という形で私募発行要件を緩和し、米国レギュレーションD（少人数私募に関する規則506）に近い<sup>9)</sup>条件での私募発行が可能となった。その後も、私募証券販売を容易とするため、「適格機関投資家」の定義を更に広くせよという主張がある（後出のⅡ.4〔補足〕の、投サ法中間整理に対する各界意見を参照）。

しかし、プロ間市場参加者という「適格機関投資家」の本来の目的に、プロ投資家の範囲の定義という異なる目的を兼ねさせる場合、次のような無理が出よう。第一に、プロ間市場参加者に到底その能力のない有資産者が定義上は含まれてしまう。第二に、「プロ投資家」の能力

が実質よりは高めに評価され勝ちとなり（「適格機関投資家」が基準となることから、金融機関の取引能力が暗黙のうちに想定されてしまうから）、結果として過少規制（保護不足）となりやすい。

## 2.2. 「適格機関投資家」の転用

### 2.2.1. 法律における使用

「適格機関投資家」は他の法規でもしばしば使用されており、しかも、この語が本来使われる目的（所定の要件を満たす者の間における未開示証券の流通）から異なる文脈で使われている場合も多い（「転用」としたい）。ある程度の規模のホールセール市場関係者のグループを示す語として便利だからであろうが、本来の目的から異なる文脈で用いられる場合、当初の目的を不明確にする恐れがある。また、元の語が改正された場合、転用先での用法と整合しない可能性もある。

ちなみに、米国における適格機関投資家 QIB（qualified institutional buyer. 1990年に連邦規則として成立）の場合、他法ないし連邦規則で使用される例はごく限られており、その限られた例はいずれも QIB の本来の内容を前提とする文脈に限られる<sup>10)</sup>。要するに、わが国の場合と異なり、米国では転用されていない。

ともあれ、わが国で「適格機関投資家」という語がストレートに法規中に使われている例は以下である。ただし、勧誘販売に関連して用いられる場合<sup>11)</sup>に限り、たとえば租税法で用いられる場合は挙げていない。また、隠れた形、たとえば府令に詳細の定義を委任した場合で、結果として適格機関投資家と同等のグループが指定される場合（たとえば、証取法40条が規定する、顧客の範囲から除外される「証券会社、外

図表1 法令における「適格機関投資家（証取法2条3項1号）」の使用（販売関連のものに限る）<sup>12)</sup>

＜証取法系＞	
発行開示型	
①証券取引法	有価証券募集に該当しない取得申込み勧誘の要件（2条3項1号・2号）、発行届出の免除に係る要件（4条、198条1項（罰則））、（請求のある場合を除き）目論見書交付義務免除（15条2項1号）、発行登録書提出義務免除（23条の2第1項）
②証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令	令1条の4第2項第2号ロの少数私募の計算から除かれる適格機関投資家の要件（3条の2）、適格機関投資家の定義（4条）
③証券取引法施行令	証取法2条3項1号の私募の算定からの除外（1条の4第2項）、証取法2条3項2号イにいう適格機関投資家向け勧誘（1条の5）、新株予約権付きの非エクイティ証券の少数向け勧誘における算定からの除外（1条の7第2号ロ）、投資者保護基金の一般顧客からの除外（18条の5）
④特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令	適格機関投資家向け勧誘の告知等の主体（19条）、海外発行証券等の売付けを条件付きで行える相手方（21条2項2号・3号）
⑤企業内容等の開示に関する内閣府令 <sup>13)</sup>	適格機関投資家向け証券の証取法4条2項違反の譲渡の事実の通知義務（2条の3）、一般投資者向け証券の勧誘に関する証取法4条2項要件の具体化（2条4項）、証取法23条の13第1項にいう適格機関投資家向け勧誘等に係る告知の内容等（14条の14）、証取法23条の13第1項にいう海外発行証券等の売付けの条件を免除する要件（14条の15の2）
行為規制型	
①証券会社の行為規制等に関する内閣府令 <sup>14)</sup>	投資信託受益証券等（上場・店頭売買有価証券を除く）の乗換えを勧誘するに際し、顧客（証取法2条3項1号に規定する適格機関投資家を除く）に重要事項につき説明を行っていない状況（10条）
②証券会社に関する内閣府令	取引報告書事前交付義務免除（30条2項5号）
＜投信系＞	
①投資信託及び投資法人に関する法律 <sup>15)</sup>	適格機関投資家私募・一般投資家私募・公募の区分（2条13項から15項）、
②投資信託及び投資法人に関する法律施行令	適格機関投資家私募に関する規定（6条2項・3項、7条）、投資信託内容約款内容記載書面不交付（27条1号）
③投資信託及び投資法人に関する法律施行規則	私募要件充足のため算定から除外される適格投資家に必要な要件（4条の2）、私募証券拡散防止措置（5条）
＜信託業法系＞	
信託業法施行規則 <sup>16)</sup>	(a)信託契約内容説明（31条）、(b)信託契約締結時の書面交付（32条1号）、(c)（実質的受益者が適格機関投資家であり、その承諾のある場合）信託財産状況報告書中の不動産および権利関係の時価に関する事項の記載（37条6項）、(d)（書面等で承認した場合）信託財産状況報告書の交付（38条1号）、(e)信託業法29条2項所定の取引状況記載書面の交付（41条4項1号。以上、信託会社につき）、(f)契約代理店につき信託契約内容説明義務（78条1号）、(g)信託受益権販売業者につき信託受益権内容説明（95条1号）、(h)信託受益権販売業者につき信託受益権売買契約締結時の書面交付（97条1号）の諸義務が免除される。(c)の場合を除き「適格機関投資家等」として、信託会社・外国信託会社・信託契約代理店・信託受益権販売業者と併せ規定。
＜その他＞	
①有価証券の空売りに関する内閣府令	適格機関投資家以外の者が行う所定の取引につき免除（3条2号、4条2号）
②資産の流動化に関する法律 <sup>17)</sup>	記名式特定目的信託受益証券の譲渡制限の対象外（172条）

国証券会社、銀行、信託会社その他の内閣府令（証券会社に関する内閣府令28条1項）で定める者」というグループ）も挙げていない。あくまで、「適格機関投資家」という語が直接に使われ、この語で検索できる例に限っている。

このうち、〈証取法系〉および〈投信系〉とした場合の用例では、当初のプロ私募の用法と論理必然的に関連している（換言すれば、「適格機関投資家」という語を使う論理必然性がある）用例が多いが、〈信託業法系〉とした場合の用例では、「適格機関投資家」を使う必然性のない場合が多い。たとえば信託業法施行規則における用例を見ると、信託会社の説明義務に関するものが多いが、その義務が免除される相手方が適格機関投資家でなければならないという必然性はないであろう。

また、〈証取法系〉の中でも、行為規制（業者の取引行為に対する規制）における用例は、

「適格機関投資家」概念の転用とってよさそうである。発行開示関連規制で使われる場合と異なり、この語を用いる必然性は乏しいからである。上の図表1にある、証券会社の行為規制等に関する内閣府令中の投資受益証券乗換勧誘時の重要事項とは、顧客の投資判断にあたっての必要事項とされるが、これは発行開示情報とは別物であるし、規制に違反した場合の効果も異なるからである（発行開示の場合、証取法198条1号（刑事罰）および16条（民事責任）が問題となるが、府令の場合、証取法43条2号による業務是正対象状況の発生に留まる）。行為規制に「適格機関投資家」を用いる例は、以下の日証協自主規則の場合、更に顕著である。

### 2.2.2. 日証協規則における使用

これらの自主規則における「適格機関投資家」の用例の多くは、勧誘時の業者の義務に関するものであり、本来の規制目的（プロ私募）

図表2 日証協自主規則における「適格機関投資家」の使用

	そ の 他
①店頭取扱有価証券（グリーンシートGS銘柄）の取引	①取引未経験者に対する説明および取引確認書徴求義務、②勧誘時の会社内容説明書または目論見書交付義務、③受注時の（GS銘柄であること及び該当するGS銘柄区分）明示義務、の免除（公慣2号35条、36条、15条1項、証取法2条3項1号）
②外国証券取引 <sup>18)</sup>	外国上場証券等の所定の証券以外の証券の勧誘禁止および国内店頭取引買付け注文受託禁止の規定の不適用（公慣4号13条柱書、15条、25条（投信）） 所定の要件を満たす場合に転売制限等告知書交付義務の免除（公慣4号8条3項） 投資目論見書交付義務の免除（公慣4号32条）
③取引所外取引	勧誘時の説明義務（証取法40条）の免除（公慣5号14条）
④信用取引・発行日決済取引	取引未経験者に対する説明書交付義務免除（公慣9号6条）
⑤新興市場銘柄等取引	取引未経験者に対する説明義務免除（公慣9号6条の2）
⑥新株予約権証券取引	勧誘時の所定の事項説明および説明書交付義務の対象外（公慣9号6条1項、6条の3第1項）
⑦預託証券（DR）取引	勧誘時の所定の事項説明および説明書交付義務の免除（公慣9号6条1項、6条の3第1項）
⑧先物・オプション取引	勧誘時の所定の事項説明および説明書交付義務の免除（公慣9号6条1項、6条の3第1項）

からは出て来ない効果を与えるものである。

ともあれ、日証協規則のレベルではあるが、勧誘規制上の業者の責任が減免される顧客グループ（「プロアマ区分」の「プロ」）が、わが国規制中にも既に存在していると言えよう<sup>19)</sup>。

なお、図表2の③から⑧は、正確には「適格機関投資家」ではなく「証券会社に関する内閣府令28条1項各号<sup>20)</sup>、又は金融機関の証券業務に関する内閣府令15条1項各号に掲げる者（2005年4月1日の時点では二者は同じである）」である。この「掲げる者」には郵貯簡保などの政府系金融機関の管理運用者や事業会社、外国機関などが含まれておらず、要するに「適格機関投資家」よりも若干範囲が狭い。「適格機関投資家」と範囲が大体似ているが若干違うという場合、差異が意図的に設けられた場合と偶然の場合<sup>21)</sup>との双方があるようであるが、この場合は意図的に「適格機関投資家」よりも狭めていると考えてよさそうである。とはいえ、「適格機関投資家」に大きく依存した顧客区分の例であることには間違いがない。

### 3. その他の例

以上は証券取引法および関連する法規や自主規制における「適格機関投資家」の用例についてであったが、以外の場合で投資家を区分する例として、金融先物取引法（金先法）その他を検討したい（網羅的な検討ではなく、気づいたものを数例挙げるに過ぎない）。これらはどのように顧客を区分しているのであろうか。結論を先に言えば、金先法は、大まかに言えば自然人か法人かによって所定の禁止規定の適否を分けているようである。

2004年の金先法改正では、悪質な外為証拠金取引業者に対する種々の規制が設けられた<sup>22)</sup>。

改正法76条は、金融先物取引業者に対して「所定の受託契約等（これは、法70条で「金融先物取引の受託等を内容とする契約」と同じとされ、その定義は法2条11項に示されている）の締結の勧誘」を原則として<sup>23)</sup>禁止している。

「所定の受託契約等の締結の勧誘」とは、不招請勧誘（法76条1項4号）や被勧誘者の明示的な拒絶にも拘わらず勧誘を続ける行為（同5号）などである。

さて、金先法2条11項は、「金融先物取引の受託等」を「取引所金融先物取引等の委託を受け、又はその委託の媒介、取次ぎ若しくは代理を行う行為」または「次のいずれにも該当しない者（以下「一般顧客」という。）を相手方として店頭金融先物取引を行い、又は一般顧客のために店頭金融先物取引の媒介、取次ぎ若しくは代理を行う行為 イ 金融先物取引に関する専門的知識及び経験を有すると認められる者として内閣府令で定める者、ロ 資本の額が内閣府令で定める金額以上の株式会社」とする。

上の（ロ）については、金先法施行規則1条2項がその額を3,000万円としている<sup>24)</sup>。すなわち、資本金3,000万円以上の株式会社は一般顧客ではないから、これを相手方として店頭金融先物の受託契約を締結しても金融先物取引の受託等に当たらず、新設された不招請勧誘規制その他の金先法76条所定の行為規制は適用されない。上の基準は金融先物取引を実行するための資産を持つ株式会社のほとんどをカバーすると思われる（平成2年改正で最低資本金額が1,000万円（商法168条の4）とされている）ので、改正法は自然人保護を主な目的とするものと思われる。

それではその自然人の範囲はどのようなものか。上の（イ）の「専門的知識及び経験を有す

図表3 「個人の顧客」の用例

	そ の 他
①証券会社の行為規制等に関する内閣府令10条9号(法43条2号による業務是正対象状況)	売り出しもしくは公募または私募の取扱いとして、債券を取得させようとする際に、当該債券の取得又は買付けの申込みの期間中に生じた投資判断に影響を及ぼす重要な事象について、個人である顧客に対して説明を行っていない状況
②証券仲介業者に関する内閣府令15条7号(法43条2号による業務是正対象状況) <sup>28)</sup>	公募または私募の取扱いとして(以下、上と同じ)

ると認められる者」としては、金先法施行規則1条1項が、「一 金融先物取引業者(筆者、金先法56条により法人であることを要する) 二 証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令(平成五年大蔵省令第十四号)第四条第一項各号(第二十二号を除く。)に掲げる者(前号に掲げる者を除く。)(筆者、要するに、所定の外国金融業者と金先業者とを除く適格機関投資家<sup>25)</sup>) 三 外国の法令上前二号に掲げる者に相当する者 四 前各号に掲げる者のほか、金融庁長官が指定する者」としており、第四号にいう金融庁長官による指定は現在の時点ではないようである(「第一条第一項第四号」で検索した結果)。適格機関投資家には自然人は含まれないので、要するに自然人顧客はすべて一般顧客にあたると考えられる。大まかにいって、改正金先法は、法人か自然人かで規制の適否を分けていると見てよかろう。

金先法以外を見ると、「個人の顧客<sup>26)</sup>」という語が法令および自主規則<sup>27)</sup>で使われる例があるが、これらも実質的には自然人か否かで適否を分けるものである。

#### 4. 小 括

第二部で詳述するように、投資サービス法では行為規制の適用に関して投資者をいわゆるプ

ロアマに区分することが検討されている。日証協の自主規則において、保護を要さない主体として適格機関投資家ないしそれに近いグループが多用されていることから、行為規制上の保護が不要な顧客を一般顧客から区別する必要性に疑いはないであろう。

わが国では、投資家区分の際に、「適格機関投資家」という概念が駆使されてきた。この語は本来はプロ間市場参加者を定義する、かなり狭いものであったが、以外の目的、特に行為規制の適用除外の局面にも転用されてきた。

「適格機関投資家」概念は、本来の目的であるプロ私募の関係で緩和が要請され、定義自体が繰り返し拡張されてきたほか、平成15年にはプロ私募と少人数私募との混合事例における適格機関投資家不算入という形で私募要件の緩和に関わっている。

現在検討中の投サ法でも「適格機関投資家」概念の緩和が求められているが、これは、「適格機関投資家」が転用された場合(すなわち、本来の目的であるプロ私募ではなく、行為規制の適用除外について使われる場合)を念頭に置いたものであるという違いがある。

それでは、証取法における投資家区分として、「適格機関投資家」があれば(かつ、日証協の例にあるように、必要に応じて加減すれ

ば) 足りるか。あるいは、それ以外の定義を設ける必要があるか(既に金先法のように独自の投資家区分を行う例もあるが、これは個人か法人かといった大雑把な分け方に留まっている)。仮に「適格機関投資家」以外の定義をしていく場合、目的を異にする規制毎に規定するのは非現実的であるので何らかの統合を図ることが必要であろうが、どのように行えばよいか。たとえば、商品あるいは取引類型毎に行うか、あるいは、規制の目的(とくに行為規制の適否と私募証券取引)に従って行うか。これらの点が投資サービス法に関連して検討されているので、以下で見ることにしたい。

## II. 審議会で検討中の顧客区分

### 1. 問題の背景および沿革<sup>29)</sup>

「プロアマ区分」という問題は、「絶対にリスク商品を販売してはならない投資者というもの」を認めるべきである。その反面、保護の不要な投資家については……」といった形で、コンプライアンス担当者等に良く知られているという印象を受ける。その背景には近時の金融商品の勧誘・販売の難しさがあるように思われる。金融商品の内容が複雑化し、顧客に対する説明および適合性の必要な程度に関する判断が難しくなる一方、「貯蓄から投資へ」という家計構造の変化に伴う投資家層の変化(端的には、理解能力あるいは資力の乏しい者によるハイリスク商品投資機会の増加)といった事情があるため、顧客に対する義務の明確化が望まれるのであろう。規制緩和による金融界の競争激化も、そのような要請を強める一因であろう。

さて、投資サービス法について経済紙が繰り

返し報じるようになったのは2004年に入ってからのものであるが、プロアマ区分問題は以前から検討されている。すなわち、ビッグバン後の基本方針となる金融商品投資家保護のあり方(証券・銀行・保険にわたる、いわゆる「金融サービス法」)について、1997年以来、「新しい金融の流れに関する懇談会」で検討されているが、そこでプロアマ区分問題が取り上げられている。以来、プロアマ区分につき監督官庁が関与した議論および資料を列記した表が以下である。なお、第一期、第二期といった区分は筆者によるものである。十年近く検討を経た結果、資料の蓄積や問題掘り下げ等の点でメリットが認められる一方、論点や方針が不明確となり議論がかみ合わない(そのため、時間をかけた割には審議不足であるとか、業界との連絡が不十分のまま立法されるとか、あるいは圧力団体がつきにくい論点是对応不十分のまま終わるといった問題があるように思われる)デメリットも顕著となっているように思われる。

本稿の以下では、立法作業および審議に大きな影響を及ぼしていると思われる、1999年中間整理および関係文書や審議内容を検討するが、それに先立って、全体の理解に役立つであろう背景事情を指摘しておきたい。

まず、わが国において、行為規制の適用に際して投資家を区分する、つまり「プロアマ区分」を導入すべき、というアイデアは、1999年の柳川論文<sup>65)</sup>に発するようである。この論文は、プロアマ問題の検討を審議会から委託された研究会が作成した「ホールセール・リーテイルワーキンググループレポート(WRWG 報告書)」に収録されている。このWRWG報告書を踏まえた金融審中間整理(第一次)が1999年に発表されており、その抜粋(中間整理要約)

図表 4 顧客区分に関する審議会等での議論および資料

第一期（1998年論点整理まで）		
新しい金融の流れに関する懇談会 <sup>30)</sup>	1997/07/04-98/06/17	
論点整理 <sup>31)</sup>	1998/06/17	
第二期（2000年金販法制定の前後 横串論と金サ法の模索）		
中間整理（第一次） <sup>32)</sup>	1999/07/06	
ホールセール・リーテイルワーキンググループレポート WGWR <sup>33)</sup>	1999/12/07	
中間整理（第二次） <sup>34)</sup>	1999/12/21	
	<b>2000/02</b>	<b>英国顧客分類ルール UK FSA, Customer Classification<sup>35)</sup></b>
金融商品販売法	2000/05/31 成立	
第三期（2006年投資サービス法構想決定以降 証取法→投サ法）		
金融システムと行政の将来ビジョン <sup>36)</sup>	02/07/12	
第一部会審議録等 <sup>37)</sup>		
10回	03/10/17	
11回	03/11/05	
12回	03/11/21	（金融庁 HP における「投資サービス法」初出）「資料 3 投資サービスにおける投資者保護のあり方について」 <sup>38)</sup>
13回	03/12/09	「資料 2 - 1 第一部報告書（案）」（証取法の投サ法への改組可能性に言及） <sup>39)</sup>
14回 <sup>40)</sup>	03/12/19	事務局により投サ法への改組可能性の説明
15回	03/12/24	金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」 <sup>41)</sup>
16回	04/04/16	
	<b>2004/04/30</b>	<b>EU 新投資サービス指令 Investment Services Directive 2<sup>42)</sup></b>
17回	04/05/26	
18回	04/06/16	投サ法検討を求める衆参議院の附帯決議 <sup>43)</sup> （5/14, 6/2）
19回	04/06/23	立法方針の報告 <sup>44)</sup>
20回	04/09/28	
21回	04/11/19	「資料 4 論点 投資サービスの範囲・定義方法について」（項目） <sup>45)</sup> 、「資料 2 神作裕之 EU における投資サービス法制について」 <sup>46)</sup>
	04/11/25	「金融重点強化プログラム」（仮称）策定に向けての中間論点整理（伊藤臨時議員提出資料） <sup>47)</sup>
22回	04/12/01	「資料 4 - 3 新しい金融の流れに関する懇談会『論点整理』（平成10年 6月 17日）抜粋」 <sup>48)</sup> 、「資料 3 EU 投資サービス指令のプロ・アマ顧客区分」 <sup>49)</sup> 、「資料 4 論点 投資サービスの範囲・定義方法について（1）」 <sup>50)</sup>
23回	04/12/24	「資料 2 - 5 金融審議会第一部会『中間整理（第一次）』（平成11年 7月 6日）（抄）」 <sup>51)</sup> 、「資料 2 論点 2 規制内容について（1）」 <sup>52)</sup> 、「資料 2 - 4 販売・勧誘行為に関する措置の概要 参入規制の概要」 <sup>53)</sup> 、「資料 2 - 6 わが国法制におけるプロとアマの区分の例／米英 EU のプロアマ区分」 <sup>54)</sup>
24回	05/01/21	
25回	05/02/08	投資商品三分に関する発言（池尾） <sup>55)</sup>
26回	05/03/03	
27回	05/03/16	「資料 1 論点 2 規制内容について（3）」 <sup>56)</sup>
28回	05/03/30	
29回	05/04/15	
30回	05/04/28	「資料 2 - 8 ②米英 EU のプロアマ区分（更新版）」 <sup>57)</sup>
31回	05/05/27	中間整理（議論のたたき台） <sup>58)</sup>
32回	05/06/28	中間整理（議論のたたき台（2）） <sup>59)</sup>
33回	05/07/07	中間整理（案） <sup>60)</sup> 、同日、「中間整理」最終版 <sup>61)</sup> の公表
第四期（中間整理後 投サ法立法）		
34回	05/10/05	「中間整理」に対する主な意見 <sup>62)</sup> 、投サ法をめぐる主要論点（案） <sup>63)</sup> 、プロアマ区分に関する論議
35回	05/10/20	プロアマ区分に関する論議および資料 <sup>64)</sup>
36回	05/11/02	田中意見書「プロとアマの区分に関する意見」

(注) 1) 実質的に同じ資料がアドレスや整理番号を変えて再出した場合、初回の日付に従った。  
 2) 第一、第二、第三、第四という期区分は筆者によるものである。

が2004年12月に審議会資料(資料2-5)として配布されている<sup>66)</sup>。以上の経緯からして、今日の立法に影響していることに疑いはない。

ところで、英国や欧州委員会でも、わが国とほぼ同時期に顧客区分について検討され、しかも、わが国に先んじて制定されている<sup>67)</sup>。すなわち、図表4にもあるように、2000年2月には英国FSAが顧客区分に関する規則を、また2004年4月には欧州委員会がプロアマ区分について規定する新投資サービス指令を公表している(ただし、英国では従前から、一般顧客とエキスパート顧客とが自主規則上、区分されている)。英国および欧州の事情に関する資料も2004年12月以降、審議会に配布されている。

欧州と日本との間では、いずれの方向にも影響がなかったと推測される。欧州委員会には、日本の情報を収集する意欲も手段もないと思われるし、日本のWRWG報告書は、欧州のプロアマ区分制定状況に触れていないからである。この日欧相互の無影響という事情は、柳川論文の長所と短所とも言えよう。長所とは、同論文は独創的なものであり、外国事例導入に対する諸批判<sup>68)</sup>を免れているということである。短所とは、英国を含む先進国の導入実例がある以上、それを参照しての再考が不可欠ということである。

柳川論文と海外事情<sup>69)</sup>とのいずれを念頭に置いてプロアマ区分を論議すべきかについて、関係者の間でも理解がないようである<sup>70)</sup>。後出の「2005年中間整理および各界意見」の各界コメントを見ると、柳川論文に影響されたと思われる意見も散見するが、2005年中間整理やその前後の審議会を見ると、柳川論文の主張のかなり(とくにプロアマ間転換の原則禁止の点)と違う方向にあるという印象を受ける。

いずれにしても、柳川論文と海外事情とを正面から比較整理する機会は今までなかったと思われる。そこで以下では、1999年中間資料およびWRWG報告書中の顧客区分に関連する箇所の所在および内容(2004年12月に配布された「1999年中間整理要約」に収録)を確認の上、英国規制および欧州指令を参照しながら問題と思われる点を指摘したい。

## 2. 1999年中間整理・WRWG報告書<sup>71)</sup> ／1999年中間整理要約

### 2.1. 1999年中間整理およびWRWG報告書

#### 2.1.1. 1999年中間整理<sup>72)</sup>

1999年中間整理の第一次版の内容は、以下の「1999年中間整理要約」と重複するので、そちらに譲る。なお、1999年中間整理は第二次版も出されており<sup>73)</sup>、当時準備中であった金融商品販売法を想定して説明義務について述べており、そこでは、プロが顧客の場合には説明義務を課す必要がないとされている。そして、この「プロ」の範囲として、証券取引法の適格機関投資家の制度等を参考にして検討することが適当とされている。

#### 2.2.1.2. WRWG報告書<sup>74)</sup>

ホールセールリーテイルワーキンググループレポート(WRWG報告書)は、「新しい金融の流れに関する懇談会」の「論点整理」に専門的・技術的な見地からの検討を加えることを目的として作成されたものであり、1999年中間整理の内容の理論的根拠を示すものである。同報告書中、1999年中間整理要約に関連する記述として以下がある。

まず、プロアマ区分を行うメリットとして、利用者に対する説明の要否の確認等に伴うコストの節減にあるとされる<sup>75)</sup>。プロアマ間の移動

を認める根拠としては、「区分の必要性に関連して、原則的な規律を修正する範囲は修正されるべき範囲でのみ行われるべきである。しかし、プロ・アマ区分を自己選択に委ねると、客観的にアマであるべきものがプロとして扱われる可能性があるため、ひとまず安価に適用可能な外形的基準で区分した上で、アマの一定範囲のものについては本人意思に基づきプロへの転換を可能とする可能とする方法によって、プロとアマとを区分すべき」という考えが述べられ

ている<sup>76)</sup>。

取引主体による区分を主とするものとし、取引類型（具体例として種類・金額・市場が示唆されている<sup>77)</sup>）あるいは取引主体と取引類型との組合せによる区分については、明確さを欠くとして消極的な評価を下している<sup>78)</sup>。

## 2.2. 1999年中間整理要約

### 2.2.1. 要約の内容

2004年12月24日の審議会で配布された1999年

図表5 金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」（抄）（平成11年7月6日）

#### IV. 横断的な販売・勧誘ルールとプロとアマの区分のあり方

##### 1. 前提とする利用者像

###### 基本的考え方

……このように考えると、

- (a) 利用者が特段の条件なしに自己責任を貫徹し得る場合（ホールセール・プロ分野）、
- (b) 利用者が一定の情報提供等を受けたことを前提として自己責任の下でリスク負担ができる場合（一般リーテイル・一般利用者分野）、
- (c) 利用者の自己責任の全部ないし一部が問い得ない場合（特定リーテイル・特定利用者分野）を考え（\*1）、それぞれの区分の基準を定めるとともに、各々に対していかなるルールが適用されるかを明確にしていけることが重要となる。

……

##### 2. プロとアマ（一般・特定利用者）、ホールセールとリーテイルの区分

この「プロとアマ」、ないし「ホールセールとリーテイル」の区分を行い、適用されるルールを分けていくことは、適切な利用者保護と金融の効率性向上という2つの軸を確保していく上で、有益なアプローチである。この区分を検討していくに当たっては、

- ① 金融商品の利用者という取引の主体に着目して、例えば業者の取引相手が「プロ」である場合と「アマ」である場合とに分け、それぞれ異なるルールを対応させる方法と、
- ② 金融商品に関する取引の類型に着目して、例えば、金融商品の種類や取引の金額、取引市場といった属性に応じて、取引参加者を特段の条件なしに自己責任が貫徹できるものとみなす「ホールセール取引」とそうではない「リーテイル取引」とに区分した上で、それぞれの分野におけるルールを対応させる方法があり、さらに、
- ③ その取引主体と取引類型の組み合わせに着目するという方法がある。

……

プロに区分され得るものとしては、例えば金融サービス業者、一定規模以上の法人、事業目的・内容等に照らして金融取引を反復・継続して取引する者等が考えられる。今後、それぞれについて、具体的にどのような基準を設定していくのかという点を検討していく必要がある。例えば、一定規模以上の法人といった場合、商法特例法上の大会社や証券取引所の上場会社という基準を用いるのか、といった意見も見られたが、そのような基準についてどう考えるのか、事業内容等に照らして金融取引を反復・継続して取引する者については年金基金等の機関投資家や金融子会社等を考えていくことでよいのか、また、海外の主体についてどのように取り扱うのかなど、今後、具体的な基準について、現行法制の考え方や金融実務等を踏まえ、検討を進めていくべきである（\*2）。

……区分方法については、取引主体に着目した区分を中心に考えていくことが、デメリットが少なく、ふさわしいと考えられる（\*3）。他方、区分の明確性・客観性や実行可能性等にも配慮しつつ、望ましいと判断される場合には、取引の類型に着目したアプローチや取引主体と取引類型を組み合わせるアプローチについても併用していくことが考えられる。

##### 3. プロとアマ（一般利用者）との間の選択・転換等

利用者はアマに区分されることによってよりきめ細やかな対応を受け一方、プロに区分されることによって取引の選択肢の拡大や低い手数料といったメリットを享受できる。こうした点を踏まえれば、アマの中でも、一定の情報提供等を前提として自己責任を問い得る一般利用者に対しては、その主体的な選択を尊重し、一般利用者からプロへの選択・転換を一定の適正かつ明確な手続にしたがって認めるということが考えられる。この場合、選択・転換の方向としては、利用者のモラルハザードの助長を防ぐ等の観点からは、一般利用者からプロへの方向の選択・転換を主として想定し、プロから一般利用者への選択・転換は原則として認めるべきでないであろう（\*4）……

なお、選択・転換の手続については、業者側より書面等による通知を行い、利用者による書面等による同意を必要とする等により、取引当事者の意思が的確に反映されるようにしていくことが考えられよう……

中間整理要約の中のプロアマ区分に関する記述のうち、理由部分を除いた内容を引用する。なお、後の検討での便宜のため、引用中、(\*1)から(\*4)までの4つの記号を付した。

### 2.2.2. 要約内容の検討

全般に、英国やEUの例と比較して業者側に有利な内容となっているように思われるが、逐一検討してゆきたい<sup>79)</sup>。

(1) プロアマの区分枠。まず、第一の点(\*1)を付した個所。以下、同様)であるが、中間整理は、顧客をプロ・アマを二分の上、アマを「一般利用者」と「特定利用者」というように、3つに分類している。これは海外に例のない提案であり、WRWG報告書に収録された柳川範之「経済学における消費者保護」の77頁に由来するようである。同個所は「したがって、適合性原則が問題となるような自己判断能力のない消費者の可能性を考えると、少なくとも以下のような3分類でプロ・アマの区別をする必要があるように思われる」とするが、その直前に、プロは、収益にかかるリスクおよび業者説明が不十分なことから生じる損失の責任を負うが、アマ(I)は後者についての責任をほとんど負わず、アマ(II)は前者・後者ともに責任を負わない、とし、アマ(II)に対して販売できる金融商品は極めて限定的なものに限られるとする(国債や単純な銀行預金を考えているのであろう)。実質的には、アマ(II)に対してはリスク商品を勧誘できないということであろう。

人の属性によって取引勧誘禁止規定の適否を決める立法例は限られる<sup>80)</sup>。経産省と農林水産省との共管の法律であるが、商品取引所法上の商品取引員の勧誘行為等に関して2005

年3月に発表された「商品先物取引の委託者の保護に関するガイドライン<sup>81)</sup>」およびその案に寄せられたコメント<sup>82)</sup>は、特定利用者問題の参考となろう。同ガイドラインは、商品取引所法215条の適合性の原則(顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不適當な勧誘の禁止)に関連して次のように述べる<sup>83)</sup>。勧誘には、(1)常に不適當と認められる勧誘と、(2)原則として不適當と認められる勧誘とがある。前者は、具体的には①未成年、成年被後見人、被保佐人、被補助人、精神障害者、知的障害者、及び認知障害の認められる者、②生活保護法による保護を受けている世帯に属する者、③破産者で復権を得ない者、に対する勧誘である(筆者、引用を人の属性に係るものに限った<sup>84)</sup>)。後者は、原則として不適當だが、社内審査手続および所定の確認手続き<sup>85)</sup>の履行によって、勧誘が可能となるグループで、①給与所得等の定期的所得以外の所得である年金・恩給・退職金・保険金等が収入全体の過半を占めている者、②一定(目安として年間500万円)以上の収入を有しない者、③一定の高齢者、が挙げられている。上の③(一定の高齢者)に対する注意書きとして、(注1)「一定の高齢者」は、年齢75歳以上を目安とする、(注2)75歳未満の高齢者(特に年齢の定義はしない)でも、①損失を被っても生活に支障のない範囲で投資可能資金額が設定されているか、説明を受けた商品先物の仕組み・リスク等を十分に理解しているか等につき特に厳格に(筆者、社内審査と同程度の厳格さが期待されている)審査する必要がある、とされる。ガイドライン案に対するコメント<sup>86)</sup>および回答を見ても、以上の(注1)に挙げられた客観的

要件を強化し勧誘不適当な範囲を拡大することは難しいようである。

このように、商品取引のような比較的にハイリスクの取引ですら、取引から自動的に排除されるのは75歳以上であるとする、それよりもリスクの低い投資商品も含まれる投資サービス法では、更に高い年齢（たとえば80歳）が設定され、制度として機能するか危ぶまれる（もちろん、商品取引の75歳という水準が高すぎという見解もあり得るし、投資サービス法の商品をリスク別に区分の上、区分に応じて年齢基準を変えることも煩瑣だが可能かもしれない）。

そもそも、年齢・知的水準・資産収入といった要素で一律に顧客を区分する法規の制定には困難が予想され、かといって例外措置を設ければ保護の実質が空洞化されかねないというジレンマがある。かといって、法規ではなく、ガイドラインあるいは自主規則で区分する場合、たとえば年齢基準については高齢者市場が極めて重要<sup>87)</sup>であることから、合理的な基準が設定・遵守されることは期待し難いのではないか。要するに、アマ（Ⅱ）（特定利用者）という、人の属性によって勧誘を禁止する制度は、極めて機能し難いものように思われる。

仮にアマ（Ⅱ）が殆ど機能しない場合、顧客はプロかアマ（Ⅰ）かのいずれかに区分されることとなるが、上の柳川論文は、アマ（Ⅰ）は収益にかかるリスクについては負担するが、業者説明の不十分から生じる損失は負担しないとある。これが業者に説明義務は負わせるが適合性判断の義務は負わせない（つまり、平均的な顧客が理解できる程度の説明を行うことによって説明義務を果たせ

ば、当該顧客が説明を理解しているか、また、その経験や財産の状況に照らして不適当か（証取法43条1号参照）を業者は考慮しなくてよい）というのであれば、現在の実務や裁判所の常識と異なる責任配分を考えていることとなる。

- (2) 「プロ」の具体的な範囲。次に第二の点であるが、これは、プロ顧客をどのように定義するかの問題であり、1999年中間整理の発表後、英国や欧州指令で実例が出ているものである。なお、ここでは、2005年中間整理が明言しているように、プロアマ区分の目的が行為規制の適用の減免にあるということを前提としたい。

一般論としていえば、プロ顧客の範囲を広く取れば、規模や能力が異なる顧客が含まれる結果、保護が過少な場合や過剰な場合が出てくることは不可避である。わが国はこれまで、本稿第一部で述べたように、行為規制の適否に関し「適格機関投資家」を用いてきた結果、プロ顧客は狭くアマ顧客は広く、という状態にあった。投サ法において「プロ顧客」の範囲を仮に欧州指令並み（上は国や大銀行から、下はアネックス2の要件を満たす富裕な個人や中小企業までが含まれる）に広げる場合、プロ顧客が広く、アマ顧客は狭くなる結果、プロ顧客について保護が過少な場合が目立つことは避けられまい。この問題の解決方法としては、(1)顧客にプロアマ間の移動を柔軟に認める、あるいは、(2)プロ顧客の間を細分する（プロ顧客に相当する範囲を、市場相手方と中間層顧客とに分離し、中間層顧客（個人富裕層や年金基金など、ホールセール市場に参加する金融機関のような取引上のプロではない者を含む）について相応の

保護制度を置く英国制度がこれに近い) ことが考えられる。

- (3) プロアマ区分の基準。第三点として、プロアマ区分の基準を取引主体と取引種類のいずれによって決めるかという問題が議論されている。WRWG 報告書では、取引類型をホールセール市場参加者か否かという観点で論じている。このような観点から顧客を区分する発想は、欧州指令における適格相手方 (eligible counterparty) や英国規制における市場相手方 (market counterparty)<sup>88)</sup>の区分の発想に類似するように思われる。しかし、ホールセール市場とリテール市場とが峻別されていないわが国に馴染まないという指摘がある<sup>89)</sup>。

この問題はプロアマ区分の目的という、そもその問題にも関わっているように思われる。中間整理要約にあるように、わが国ではプロアマ区分に「適切な利用者保護と金融の効率性向上という2つの軸」の達成を期待しているが、1つのプロアマ区分では二つの目的に十分に対応できないように思われる。実際、欧州指令でプロアマという場合には前者つまり適切な利用者保護という目的が中心であり、後者(金融の効率性向上)の目的については「適格当事者 (eligible counterparty)」という別のカテゴリーを設けている<sup>90)</sup>。同様のことが、英国についてもいえる(前者について中間層顧客 (expert or intermediate customer)、後者について市場相手方 (market counterparty) を置く)。一方、米国のNASD規則ガイダンス (IM 2310-3) の「機関顧客 (保有資産1,000万ドル以上で独立の投資判断ができる法人)」やわが国の「適格機関投資家」は、どちらかと

いえば金融機関や大型機関投資家によって構成されるプロ間市場の便宜という、後者の目的に合った定義といえよう。

後出の2005年中間整理 (3.1.) でも「プロ・アマの区分を設け、区分内容に応じた行為規制とすることにより、プロ間の市場の自由度を高め、その活性化を図るべきである」というように後者の目的が謳われているが、欧州のプロアマ区分のように、個人や事業法人一般を含む広い範囲をプロと定義する場合、むしろ前者の目的に整合的であるため、目的と手段との食い違いが目立つであろう。

- (4) プロアマ間の転換。第三点で取引主体によって決めるとした場合、第四点として、ある者が属性指定を変更できるか、またできるとした場合に、それを商品毎あるいは取引毎に行うことができるかという問題がある。上の中間整理からも推測されようが、WRWG 報告書は、プロは自衛できるはずという理由から、プロからアマへの転換について否定的である<sup>91)</sup>。しかし、英国、欧州ともにプロからアマへの転換は問題なく認めている<sup>92)</sup>。とくに、欧州のように、上は国家やメガバンクを含む広い範囲の者がプロ顧客に指定される場合 (いわゆるデフォルトの (per se) プロ顧客)、保護の必要性を自覚する者にアマへの下位移動を認めることは不可欠である。具体的な利用者としては、中小年金基金や地方公共団体などが考えられる。

商品毎あるいは取引類型毎にプロアマ転換をすることも可能である (これは、商品類型毎にプロアマ区分の基準を設けるといふとは異なり、プロアマの区分基準は1つであるが、ある一人の者がある場合にはプロの、別

の場合にはアマの資格で取引することである)。英国、欧州ともに、一般顧客とプロ顧客あるいは中間層顧客との間の移動については、取引や商品サービス毎に、かつ個別でも種類としても指定が可能とされている<sup>93)</sup>。業者がそういう面倒な顧客と取引するかという問題はあがあるが、制度の上では、取引主体や取引類型に縛られない形での移動が可能となっている。

### 3. [補足] 2005年中間整理および各界意見

本稿草稿を作成した2005年5月の後に、2005年中間整理（1999年中間整理とは別物である。以下に断りなく「中間整理」とするときには、2005年の中間整理を指す）が発表された。また、同年10月に各界コメントおよび「投資サービス法（仮称）を巡る主要論点（案）」が発表され、審議も再開された。

プロアマ区分の問題について、中間整理は示す内容は限られる。そこで、その前後の審議および中間整理に対する意見募集の内容ならびに10月発表の「投資サービス法（仮称）を巡る主要論点（案）」から、今後の方向を推測するしかないようである。つながりが余り良くないが、この順に内容を紹介し、適宜コメントを加えたい。

#### 3.1. 中間整理の内容

プロアマ区分に関する中間整理（最終版）の記述は、同13頁の「アマを対象とする投資商品の販売について投資家保護規定を拡充する一方、プロを対象とする投資商品の販売については規制を緩和すべきである」、および同15頁の「(3) 『プロとアマ』の区分 行為規制につい

てプロ・アマの区分を設け、区分内容に応じた行為規制とすることにより、プロ間の市場の自由度を高め、その活性化を図るべきである。投資家保護と規制緩和を両立させるためには、一義的にプロとされる範囲について明確な基準が必要である一方、アマとされる投資家であっても、その選択に応じてプロとなることについて投資家保護上の問題がなければ、プロとして取り扱われる選択肢を、あるいはプロとされる投資家であっても、アマとして取り扱われる選択肢を、用意することが適当である。EU指令におけるプロ・アマの区分もこのような考え方にに基づき整理されており、このような例を参考として、国際的な整合性や利用者による理解のしやすさにも配慮しつつ、具体的な基準を定めていくことが適当である。」に限られる。

先の1999年中間整理要約（2004年12月の審議会配布）の論点に照らしていえば、第四のプロアマ転換の点については、1999年中間整理の提言を採らず、プロからアマへの移動を認めるべきことを明言している。しかし、プロアマ枠とかプロの範囲とかプロアマ区分の方針（人を基準とするか市場を基準とするか、商品別に考えるか）といった、1999年中間整理要約の提言については触れていない。それらについて要約に従うというわけでもないようである。

また、プロアマを区分する効果も定かでない。上の引用にあるように、区分が設けられるのは「行為規制<sup>94)</sup>について」である。行為規制違反は、監督機関や自主規制機関による処分事由となっても、取引相手方である投資家の民事賠償の根拠とはならないというのが原則である<sup>95)</sup>（ただし、中間整理25頁には、行為規制への民事効果付与については慎重を要するが、販

売時の行為規制について、その是非を特に検討する必要があるとするほか、金販法を見直しの上、投サ法に統合すべきであるとする)。しかし、プロアマ区分の場合、プロ顧客に対する行為規制、とくに適合性原則・説明義務の違反を理由とする民事訴訟を封じなければ区分の意味が限られるのではないか<sup>96)</sup>。

こういった状況の下で、プロアマ転換の問題のみを唐突に中間整理で言及することの意義は限られるように思われるが、投資家軽視（プロへの移転は認めておきながら、アマへの移転は認めないというのはいかにも業者の都合によるという印象を与えよう）という印象の否定に必要と判断されたのであろうか。

### 3.2. 審議過程での説明等

上の中間整理（最終案）に至るまで、中間整理案につき3回審議されたが、投サ法の適用対象の範囲（とくに他省庁との共管となる場合、組織再編の必要性を含め）にほとんどの時間が割かれ、プロアマ区分に関する討議は第33回（2005年7月7日。「中間整理」最終版発表日）に行われている。「販売規制とエンフォースメントについてどのように一元化・横断化が行われるか」という極めて広い範囲についての発言であるが、「柔構造化とか柔軟化という話は……市場ルールの方でいえばディスクロージャールール、これが例えばどういう形のものである、プロ・アマの線引きはどうでしょうといった場合に、恐らく投資商品の内容に応じて非常に流通性の高い、今までの例えば上場株式のような場合と、あまり流通はしないけれども、やはり投資家に売られるものについて、この法制でカバーされるようなもの、アメリカで投資契約などでもできたものはそれに当たると

思いますけれども、そういうものとの間では、一方では伝統的な公衆縦覧型ディスクロージャーというのでしょうか、発行者開示主義と我々言っていますけれども、そういうものが従来の枠組みでいいのかもしれませんが、他方では業者が販売するときに、そこでディスクローズしなさいという、そういうやり方もヨーロッパはそれに近いのですけれども、いろいろあるのではないかと。そうだとすると、その中身は今回はそこまでは議論に入れていませんけれども、秋以降具体化していく中では議論をしたい」と神田部会長によって説明されている。

金融庁説明および神田・池尾両委員のコメント等<sup>97)</sup>からすると、①商品類型別にプロアマを区分すべきである<sup>98)</sup>、②商品別とは基本として池尾委員の提案する商品三分法（すなわち、元本保証商品・追証が要求される可能性のある商品・それ以外、つまり当初投資額に損失が限定される商品）に従う、という方向が目指されているようでもある<sup>99)</sup>（似て非なる方式として、一つのプロアマ基準を設け、投資商品種類あるいは取引ごとに投資家の選択によりプロアマのいずれによるかを認めるという、欧州や英国の方式がある）。仮にその方向を採った場合に考えられる問題は別所<sup>100)</sup>で指摘したが、要するに、①投資家区分は、私募証券流通に関する「適格機関投資家」以外の局面とりわけ販売勧誘の場合で別とするのが欧州の例であり、わが国にもその必要性はあると思われるが、目的別区分と商品別区分との双方を行うとなれば煩雑に過ぎる、②上記の商品三分法は、現実の商品リスクや投資被害の状況との不整合が目立つ<sup>101)</sup>、といった問題がある。

### 3.3. 意見募集<sup>102)</sup>

2005年5月の中間整理発表の後、これについて募集されたものである。中間整理がプロアマ区分について具体的内容をほとんど示していないためであろうが、コメントも内容についての共通認識を欠いた状態にあるといつてよい<sup>103)</sup>。とくに、前述したプロアマ区分の2つの目的(2.2.2.(3))のうち、「利用者保護」と「金融の効率性向上」とのいずれを目的と考えるかによって、プロアマ区分に対する考えが全く異なってくるようである。以下、(a)何について「プロアマ区分」を置くか、(b)「プロ」の範囲、(c)「プロ」とされる効果、(d)プロアマ間の転換、(e)その他、に分けて、寄せられた意見の一部を掲げる。

#### (a) 何について「プロアマ」区分を置くか

中間整理は明らかに「行為規制についてプロ・アマの区分を設け」と限定しているが、この点について、全国銀行協会<sup>104)</sup>は、従来の「適格機関投資家」も含めた「プロ」を想定し、それを一義的に拡大せよと主張している。要するに、私募の参加者層も拡大せよという主張のようである。

また、行為規制のみならず業法上の緩和を要求する主張として、日本プライベート・エクティティ協会、日本ベンチャーキャピタル協会が、取引参加者がすべてプロまたは外国人で構成されるファンドに対する業法緩和(①投資助言業者としての登録、②ファンド登録、③投資先への助言業務の規制)を求めている。これは、プロアマ区分の目的として金融の効率性を主眼とした主張といえようが、投サ法におけるプロアマ区分として対応すべき内容ではないように思われる。

#### (b) 「プロ」の範囲

投資家保護を重視し「プロ」の範囲を極めて限定すべしとする法曹界(「投資家保護規定の適用されない『プロ』は、機関投資家に限定されるべき(日本弁護士連合会)」)と、複雑化する商品を販売する立場にある業界とで真っ向に主張が分かれ、ほとんど接点が見出せない状況にある。英国のようにプロアマの間に中間層を設けるか、米国のようにプロという属性を自主規則の適合性判断で総合勘案するという使い方に留めるというのでなければ、対立は解消不能なように思われる。

このほか、不動産証券化業界のコメントが示唆的である。「プロ私募……の定義に際しては不動産投資のプロ(不動産会社、建設会社、AM・PM会社など)の概念が外れない」ことを求め、仮にそれが困難である場合、プロ資格の取得・離脱が認められることを求めている。この主張によれば、「適格機関投資家」の中にこれらの者(通常、企業金融証券の発行流通に関与しない者)を含むべきということになりそうである。

#### (c) 「プロ」の効果

これについては、日本証券業協会が責任の軽減について「プロの投資家に対する説明義務の軽減措置や提供できる商品の多様化等を検討すべき」と述べているに留まる。

プロアマ区分がわが国で求められた主要な動機は、証券業界が未開示商品(典型的にはデリバティブ関連商品)を富裕層や事業会社などに販売するにあたり、後に説明義務・適合性原則違反を理由とする民事訴訟が提起されることを予防することにある(したがって、免責効果が最重要の問題である)と筆者は考えていたが、上の主張は免責効果にさほ

ど執着していないようである。

(d) プロアマ間の転換

既述のように、1999年中間整理では転換に消極的であったが、その後に発表された欧州指令や英国規制は、プロアマ間転換を広く認めており、2005年中間整理も転換について1999年中間整理よりも海外事例に近い立場を示している。しかし、日証協は1999年中間整理に近い見解に立つようであり、「プロからアマへの転換については、基本的に認めるべきではない。金融商品・サービス毎ではなく、例えば、一定額以上の金融資産を保有するアマについては、アマからプロへの転換を可能とするなど、幅広いアマがプロ向けの商品・サービスの提供を受けられるようなプロ・アマ区分の基準を設置すべき」と主張している。

(e) そのほか

試験によってプロアマ区分を行うことを提案する意見が2件寄せられている。仮に行うとすれば、競争試験ではなく資格試験として一定以上の正答率を求め、また基本原理と具体例（損害事例など）とを組み合わせた問題を課すこととなるか。作成者は、本来は取引相手方である業者であるべきだが、証券業協会など自主規制機関で一括作成してもよさそうである。ただ、後の議論を見ると、個人は原則としてアマとする方向にある（3.5.）ため、プロとして取引する個人すべてに試験を課さねばならないこととなり、非現実的と判断されそうである。

3.4. 「投資サービス法（仮称）を巡る主要論点（案）」<sup>105)</sup>

2005年5月の中間整理発表の後、徴求された

意見募集（3.3.）の内容を踏まえて同年10月に発表されたものである。全部で十項目（1 目的、2 対象範囲、3 集団スキーム、4 開示規制、5 業規制、6 行為規制、7 プロとアマの区分、8 自主規制機関、9 民事責任規定、10 その他）を置いており、このうち、プロアマ区分に直接に関係するものは第7、区分効果として関係するものは第6および第9の項目である。

プロアマ区分に関する論点としては、①区分の具体的な基準についてどう考えるか（個人をプロの対象に含めるか<sup>106)</sup>）、②具体的な基準（例えば、知識・経験の有無や保有資産高）の充足の有無を実務上どう確認するか、③アマがプロとして取り扱われる選択肢、プロがアマとして取り扱われる選択肢を設けることについてどう考えるか（認める場合には、その基準及び手続についてどう考えるか）、が挙げられている<sup>107)</sup>。

中間整理の内容（3.1.）に関連して未検討であった問題のかなりが挙げられているほか、具体的手続を問題としている点が新しい。確かに、転換要件の設定や適用が不適切であれば、転換の効果ひいては業者の責任減免を覆し易く、制度が不安定となる。ただ、具体的基準や手続については、すでに英国で制度が実施されていることもあり、利害関係を持つ実務の協力を得た上で金融庁が照会・調査するのが端的な解決であろう（審議会はこのような技術的内容の検討に向いていないのではないかと。ともあれ、実務との連絡不足のため問題ある規制を制定する例<sup>108)</sup>の再発は避けるべきであろう）。

ここには挙げられていない論点で筆者が先に検討を要すると考える点は以下である。

① 金融商品販売法の投サ法への組み入れに関連して、プロ顧客に対する業者の行為規制上の責任の減免がある場合に、顧客による民事上の請求も制限されるかを明らかにする（特に、アマからプロに移転した個人や事業会社、あるいは本来のプロでも小型の投資家について、業者の説明義務や適合性原則上の義務に関する従来の裁判所の立場に影響するか）。

② プロアマを区分する基準として、商品別あるいは取引類型別といった、主体別以外の区分をするか否かについての立場を明らかにする<sup>109)</sup>。

また、従来の「適格機関投資家」はプロに包含しても一般に問題はない（実際、日証協自主規則上の説明免除の関係で既に使われている。2.2.2.を参照）であろうが、たとえば農協とか漁協といった、常識的な意味でのプロ金融機関ではない者について問題がないかを調査できるとよいであろう（少なくとも、アマへの転換可能性を保証すべきである）。

更に、デフォルトでプロというには微妙な法人の場合（金融取引を専門としない事業会社など）については、プロとして取引を行うこと及び未報告の取引の内容について、取締役会等の監視機関への報告および承認取得を年次毎に行わせることを義務づけることを検討してはどうか。

### 3.5. 再開された審議会での検討

2005年10月20日の審議会議事録は本稿校正段階でまだ公表されていないが、配布資料<sup>110)</sup>から金融庁内部案の作成が相当に進んでいる<sup>111)</sup>ことが窺われる。

「プロ・アマ区分について」という、中心と

なる資料の内容を以下に要約する（それ以外には、初回交付と思われる「我が国における実態」という、自然人・法人の金融資産保有状況に関する資料が配布されている。そのほか、わが国および海外のプロアマ区分例の表が配布されているが、すでに配布されたものである）。

(1) まず「プロ・アマ区分について」であるが、これは中間整理の内容（3.1.）を確認の上、プロ・アマ区分が問題となる局面として、①開示規制の局面、②業登録（特に自己募集との関係）、③販売・勧誘ルールの局面、④集団投資スキーム（ファンド）の取扱いの局面、を併記している。

このうち②および④はこれまで断片的に（たとえば、各国比較表で挙げるなど）扱われてきた点であり、本稿でも正面から取り上げなかった。ただ、④については、③または①に準じる対応で足りるのではないかと考える（先に3.3.(b)で述べたように、不動産証券化などの資産金融証券の場合、企業金融証券の場合に比べ特異な参加者が加わることは事実である。しかし、欧州指令並みに広い「プロ」の定義およびプロアマ間転換で不足かをまず検討してよからう）。逆に②については、他に準じる方針は不適切であろうが、場合が限られるため<sup>112)</sup>個別に対応可能ではないかと考える。

ともあれ、顧客に対する説明義務・適合性原則に関する③の点にまず対処すべきであろう（欧州指令や英国規則の関係文書を流し読みすれば、大体どこらへんにポイントを置けばよいかは記述に割かれた分量や項目等から明らかと思う）。

(2) また、プロアマ区分の方法として、その区分の趣旨について、1999年中間整理の内容を

図表6 金融庁の提案する顧客4分法

	内 容
1. アマに移行できない「純粋プロ」	基準の明確性・客観性等のため、「適格機関投資家」を活用
2. 選択によりアマに移行可能なプロ	一定規模以上の法人（例えば、公開会社、一定規模以上の会社、地公団や政府関係機関等） なお個人は原則として基本はすべてアマとする
3. 選択によりプロに移行可能なアマ	2. 以外の法人および個人の一部。移行要件としては、取引類型額等の取引基準および取引主体関連基準（資産基準・取引頻度・資格など）の可能性が示唆されている
4. プロに移行できない「純粋アマ」	3. 以外の個人

紹介の上、次のような区分が提案されている<sup>113)</sup>。

筆者は、「純粋プロ」と「純粋アマ」の類型について次のような疑問を持つ。

まず、「純粋プロ」として「適格機関投資家」をあててはどうか（原文では「活用」とあるが、適格機関投資家は純粋プロに原則として含むという趣旨であろう）という案であるが、適格機関投資家の範囲が広範であることから不適切と考える。たとえば、預貯金の受け入れを業としてなし得る農協・漁協（金融庁長官に指定されたもの）も「適格機関投資家」に含まれるが、これらは地方公共団体（第二類型に例示）に比べて能力があるといえるだろうか<sup>114)</sup>。また、信金や信組の一部の実態を鑑みると、適合性原則による保護が不要といえるか。確かに、現在でも日証協の自主規則上、行為規制の一部が適格機関投資家に対しては適用されない（2.2.2.）が、プロアマ転換を認める投サ法下では改めるべき事柄ではないか。なお、欧州や英国でも、プロからアマへの転換は、プロ間市場への悪影響のない限り、禁止はしていない（FSA, COB 4.1.7R(2)）。

「純粋アマ」については、1999年の柳川論文のアマ2（特定利用者）のケース（2.2.2.

(1)と同じと思われるので、繰返さない。要するに、能力の否定というドラスチックな手法よりも説明義務の強化等の手法の方が、一般個人投資家保護上、実際的と考える。

筆者には、これらの硬直的類型を設ける必要性がよく理解ができない<sup>115)</sup>。たしかに、交渉力に偏りあるいは不足のある場合、具体的には、①プロからアマへの転換の希望が満たされない場合、および、②アマからプロへの転換を後から投資家が争う場合、については考慮を要そう。しかし、これらも転換制度でかなり対応できるほか、①の問題の实质は、面倒な顧客に応じる業者がいるかの問題ではないかと思う。

金融庁案の直前に、①プロ間市場の自由度を極力高めるべき、②投資家保護規定の適用されないプロ範囲を機関投資家に限るべき、③中間層の取扱いを検討すべき、の3つの要請が挙げられている（前二者については3.3.(b)。第三は英国の例）。金融庁案は、これらの要請を踏まえるように考案されたのかもしれない。しかし、英国方式の中間層のようなプロアマの境界にある投資家への手当てはなく、また、おそらく海外に例のない「純粋アマ（CESR-COBにはそのような類型が例示されているが）」および「純粋プロ」という

提案には、上記のような問題がある。

- (3) プロとされる場合の効果として、販売勧誘に係る行為規制（取引説明書事前交付義務・取引報告書交付義務・断定的判断提供禁止・損失填補禁止・適合性原則が例示されている。実質的には適合性原則が最も重要であろう）をどこまで適用除外すべきかが問われている。これは上の(2)の区分の方式に関わりますが、原則としてここに挙げられている保護すべて（損失填補の問題などは別途考慮する必要があろうが）を免除することになるのではないか。さもなければ、メガバンクや国といった大型参加者に対し無意味な保護を与えることになる。

なお、適合性原則違反の場合に、それを理由として不法行為に基く民事請求がされた場合にどうなるか（3.1.を参照）については言及されていない。

- (4) プロ要件とくに法人の場合について、規模等が例示されている。また、資料「我が国における実態」には、関係するデータが示されている。

株式会社については、当該会社が高度な資金運用をなし得る体制にあるかが問題であるので、内部統制システム設置強制会社（大公開会社）<sup>116)</sup>であることを「アマに転換できるが、原則はプロ」（金融庁4分法の第2類型）の必要要件として要求してはどうかと考える<sup>117)</sup>。更に、適格機関投資家の例に倣い、相当額の投資目的資産の保有等の要件を課すことにより、妥当な範囲に絞ることができよう。

金融庁案は、第2類型の基準として公開会社（上場会社であれば4,000社弱）または大会社（1万社程度）を考えている<sup>118)</sup>よう

であるが、これらの要件のみでは、行為規制等が免除されるのは適格機関投資家のみという現状（2.2.2.）からの差が大きすぎないか。もしこのように法人をデフォルトのプロとするのであれば、プロ投資家であることは民事上の請求に影響しない<sup>119)</sup>とするか、アマへの転換可能性を周知徹底させるかのいずれかが必要であろう。

株式会社以外の法人その他の場合（相互会社、特殊法人、信託、外国法人、組合など）は更に難問であるが、欧州の例に倣い主要な例を列挙するほか資産収入基準を軸とし、保護不足があれば業法等による追加規制を待つのが現実的と思う。

- (5) 「個人は、投資家保護の観点から、基本はすべてアマとする」という方針の方向性は妥当と思うが、従来いわゆる「富裕層」として特別なサービス（ハイリスク商品や取引の提供。たとえば少人数私募規定に基くヘッジファンドの発売）を受けていた個人顧客も「アマ」に区分されることとなる。このような投資家について、「プロ」に転換の上でなければ従前のような取引ができないか否かを明確にしておく必要はないだろうか<sup>120)</sup>。〔追記〕なお、10月20日配布の資料ではプロ・アマ間での「選択・転換」という従来使われてきた語ではなく「移行」という語を使っている。本稿では一貫して「転換」を用いたが、いずれにしてもこの時点では内容が不確定な概念である。

### 3.6. 小 括

2005年秋の意見募集の結果は、プロアマ区分問題に対する関係者の共通理解の乏しさを示すといつてよさそうである。また、プロアマ区分

の効果（プロアマ区分の規制に違反した場合の効果いかん）および目的（投資家保護の問題か、効率的なプロ間市場の問題か）についても定かでない状態にある。効果が定かでない状態で細かい適用要件たとえばプロの範囲やプロアマ間の転換について検討するのは順序が逆と思われる。また、十分に機能するプロアマ間転換制度が置けるのであれば、商品類型毎のプロアマ区分（3.2. で述べたもの。投資家が商品類型別にプロアマを選択する欧州の方式（2.2.2. (4)）ではない）は不要であろう。

また、行為規制の適用についてという2005年中間整理の前提からすれば、プロアマ区分の目的を投資家保護問題に絞らねば、目的と手法との齟齬が著しくなる（つまり、プロ間市場の効率化という問題を持ち込むのは適当でない）。また、「適格機関投資家」概念を拡大の上、行為規制の局面に転用することには無理があると思われる。

プロアマ区分という構想を断念し、プロアマ区分を求める関係者の具体的要望<sup>121)</sup>に個別に答えていくという方針のほうが、規制の過剰や過少を避けるという観点から適切かもしれない。米国でも、連邦法規上は明確なプロアマ区分は存在せず、NASDの適合性原則の適用上、「機関顧客」（独立投資判断の可能な保有資産1,000万ドル超の法人）については顧客の投資知識に関する情報を取得しなくても取引の適合性判断において責任を問われないという形で存在するに留まっている（その代わり、周知のように公募開示基準や会計制度が厳格である）。各国事情については連載の次回以降で触れたい。（以上）

（今後の方針） 筆者は、2004年10月以来、日本証券経済研究所主催の「証券取引法研究会」に参加させていただき、2005年5月に「プロ・アマ投資者の区分」と題する報告を行わせていただいた。これは、投資サービス法制定に向けた2005年中間整理の中にも挙げられる、「行為規制の適用に関して投資家を区分すべきか」という論点に関連して、海外事情、とくに欧州連合指令および英国法制について報告したものである。この報告自体は既に発表されている<sup>122)</sup>が、その際およびその後に研究した関連する内容を連載する機会を研究所のご厚意により頂いた。プロアマ区分の問題および一般投資家（アマ）保護規制の動向に関する、主に英米の事情を紹介していく予定である。

今回は、わが国におけるプロアマ区分の現状および審議会で近時検討されている内容について述べ、次回は、主に欧州と英国のプロアマ区分規制について扱うこととしたい。その後、アマ保護規制の充実に関連する内容を2、3回掲載できればと考えている。内容としては、デリバティブ販売業者の責任・オンライン販売上の問題・対面販売と信認義務・投資助言と勧誘といった米国ブローカー業務上の問題、および、貯蓄性保険や投資信託などの中長期商品を含む投資商品の販売時の説明に関する英国規制、が中心となる予定である。誤り等お気づきの点があれば、是非 hrkaoki@aol.com までご連絡いただければ幸いである。

注

- 1) 証取法79条の20で投資者保護基金による救済対象となる顧客を「一般顧客」とする例はある。「一般顧客」(証取法79条の20)とは、投資者保護基金で保護される、証券業務または付随業務にかかる取引をする者で、適格機関投資家及び国、地方公共団体その他政令(筆者、証券取引法施行令18条の5)で定める者を除く。また「一般投資者」という語について、後注26を参照。なお、投資サービスに関連する法律(証取法・金融先物取引法・投資信託法人法・商品ファンド法・不動産特定共同事業法)中の投資家保護関連規定を人を基準に免除する例を金融庁が整理している(資料2-6 わが国法制におけるプロとアマの区分の例<[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryu/kinyu/dail/f-20041224\\_sir/02\\_06.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dail/f-20041224_sir/02_06.pdf)>)が、これも広い意味での顧客区分といえよう。
- 2) 「適格機関投資家」は業者の顧客か否かが問題となる文脈で使われる言葉ではないが、開示規制による保護を要しないという点で、行為規制による保護を要しない顧客類型を考える際の参考となる。
- 3) 2005年4月1日の時点で、①証券会社、②外国証券会社支店、③投資信託委託業者、③の2 投資法人、③の3 外国投資法人、④銀行、⑤保険会社、⑥外国保険会社、⑦信用金庫・労働金庫およびこれらの連合会、⑧農林中央金庫、⑨信用協同組合および連合会、業として預貯金の受入れ又は共済関連施設事業を行える農業共同組合連合会、⑩投資一任契約業務の認可を得た投資顧問業者、⑪郵便貯金資金または簡易生命保険資金の管理運用者、⑫財政融資資金の管理運用者、⑬年金資金運用資金、⑭国際協力銀行、⑭の2 日本政策投資銀行、⑮預貯金受入れを業とし、金融庁長官指定(「証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第四条第一項ただし書の規定により適格機関投資家に該当する者を指定する件」(平5・3・31大告69))の農協・漁協、⑯証取法65条の2の登録を受けた証取法施行令1条の9第4号所定の金融機関(短資会社など)、⑰銀行法施行規則17条の3第2項12に掲げる業務(証券発行を伴う融資)を行う株式会社(ベンチャーキャピタルなど)、⑱投資事業有限責任契約組合契約、⑲厚生年金基金・同連合会、⑳都市再生特別措置法29条1項2号所定の業務(認定事業者に対する所定の融資)を承認を得て行う民間都市機構、㉑の2 株式会社産業再生機構、㉒直近およびその前年の有報上の有価証券(流動資産の部)・投資有価証券(投資その他の資産の部)の額が100億円以上かつ金融庁長官に届出を行った有報提出会社、㉓外国で外国法令に基づき所定の金融業を行い、かつ金融庁長官に届出を行い、同届出時に資本等の額が所定の金額以上である者(個人を除く)、㉔金融庁長官に届出を行った外国の政府・政府機関・地方公共団体・中央銀行・日本国が加盟する国際機関、㉕上の㉒の条件を満たす外国会社、である(資産規模等の条件は略した)。
- 4) 平成5年の発令以来、㉖平成11年3月30日省令14号(上の㉒にあたる当時㉒号(ただし額は500億円)を追加)、㉗平成15年3月31日府令28号(上の㉒・㉓・㉔・㉕・㉖追加)、㉘(当時㉒号を500億円から100億円へ改め㉒号とした)改正、㉙平成15年5月13日府令56号(上の㉑の2追加)、㉚平成15年6月6日府令63号(㉑・㉒・㉓追加)と拡張されている。プロアマ区分に関連して「適格機関投資家」をプロアマ区分に使うことを前提として、更に範囲を拡張せよという主張がある。後注104。
- 5) 米国でも規制が厳格すぎてプロ間市場が発達しないと、緩和を求める要請があった。参照、青木浩子「国際証券取引と開示規制」[2000] 97頁以下[青木]。
- 6) 金融庁・米国における証券発行・取引における適用除外ルール [1999] <[http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf](http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf)>。ただ、レギュレーションDの場合、人数や発行額、参加者資格の組み合わせが入り組んでいる(青木・前注5の105頁および注247。ちなみにレギュレーションDは裁判例を連邦規則化したものであり、目的や手法が洗練されていない)ため、わが国のいわゆるプロ私募のプロ要件と単純に比較することができない。とくに発行額の制限がないRule 506の場合、人数は適格機関投資家等を除く者が35人以下であることが必要だが、この35人についても金融と事業に関して知識経験を有する者(sophisticated investors)であることが求められている。
- 7) 青木浩子「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—」30頁 [2005] <<http://www.jsri.or.jp/web/publish/record/pdf/007.pdf>> [青木]。
- 8) プロ間市場の規制(規制不要なホールセール市場のリテール市場からの分離)という問題と、リテール市場におけるプロ投資家の保護という問題とは、論理的には別物であるが、わが国私募発行実務では、平成15年改正からも推測されるように、適格機関投資家とプロ投資家との混在が当然とされているのかもしれない。後注89参照。
- 9) 次のような相違がある。少人数算定から除外されるプロ投資家の要件は、わが国規制の方が厳しい、しかし、少人数として算定される一般投資家について米国のような「理解能力のある投資家(sophisticated investors)」という要件を課されない上、人数も50人と多い。
- 10) Private Resales of Securities to Institutions, 17 CFR 230.144A (1990, amended 1992) (データベースでの検索結果によると、連邦規則上、144A自身を含め12件あるが、いずれも技術的な使用に留まる)。
- 11) なお、金融商品販売法でもこの語を使おうとしたが、内閣法制局の審査の関係で実現しなかったようである。神田秀樹「金融インフラ3法について」月刊資本市場181号74頁、86頁 [2000]によると、当初はむしろ適格機関投資家よりも広くなると関係者が予想していたにも拘わらず、結果としては却って狭いものとなった。金販法3条4項1号の「特定顧客」を具体化する同法施行令8条(金融商品販売業者等(法2条3項))。
- 12) 「機関投資家」を用いた法令が法令データベース <<http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxsearch.cgi>>で2005年3月25日の時点で27法令あり、これらのうち似た性質のものをまとめる方針で整理した。
- 13) 外国債等の発行者の内容等の開示に関する内閣府令11条の13、11条の15が、本府令14条の14、14条の15の2に相当する内容について規定している。

- 14) 証券仲介業者に関する内閣府令15条6号も同様の内容を定める。
- 15) 租税特別措置法9条1項5号(適格機関投資家私募の場合の配当控除特例), 同67条の15第1項1号ロ(投資法人の発行済投資口全てが適格機関投資家保有の場合の配当の損金算入), 同68条の3の4第1項1号ロ(特定投資信託の受益証券すべてが適格機関投資家に引き受けられた場合の配当の損金算入)による課税上の特則も適用される。
- 16) 保険業法施行規則52条の14, 52条の15, 52条の22は(a)(b)(d)に相当する内容について, また金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則12条1号, 13条, 18条6項, 19条1項, 22条4項は(a)(b)(c)(d)(e)に相当する内容について, 信託業法を準用している。
- 17) 特定発行社債券ないし優先出資証券を適格機関投資家のみが引き受けた場合, 特定目的会社の配当を損金に算入できる。租税特別措置法67条の14第1項1号ロ。特定目的信託についても同様。同法68条の3の3第1条1号ロ。
- 18) 規則2条15号の「機関投資家」の定義は, 証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第四条に掲げる者から協会員を除いたものとなっている。
- 19) 続稿で敷衍したいが, 海外では行為規制の適用につき顧客区分する例が既にある。すなわち, ①英国では古くから顧客を一般顧客とエキスパート顧客とに区別している, ②米国ではNASD自主規則中に「適格顧客」という概念を置き, 適合性原則の適用にあたりそれ以外の顧客との差異を認めている(ただし, ①や③の例と異なり, 適合性原則の適用にあたり属性を斟酌するというに留まる), ③欧州連合では, 主要な行為規制の適用が减免されるプロ顧客の設置が加盟国に要求されている。
- 20) ①証券会社, ②外国証券会社, ③銀行, ④信託会社, ⑤保険会社, 無尽会社, 信用金庫及び信用金庫連合会並びに労働金庫及び労働金庫連合会, ⑥農林中央金庫及び商工組合中央金庫, ⑦信用協同組合・同連合会及び貯金の受入れまたは共済に関する施設の業務ができる農業協同連合組合, ⑧業として貯蓄の受入れができる農業協同組合, 漁業協同組合および同連合会, 水産加工業協同組合および同連合会, ⑨投資信託委託業者, ⑩外国投資法人, ⑪投資顧問業者(投資一任契約に係る義務を営む者に限る), ⑫証券金融会社, ⑬令1条の9第4号に規定する者(=主としてコール資金の貸付け又はその貸借の媒介を業として行う者のうち金融庁長官の指定するもの)である。前注3に比べると, 前注3の番号で③の2投資法人, ⑪郵貯簡保管理運用者, ⑫財政融資資金の管理運用者, ⑬年金資金運用資金, ⑭国際協力銀行, ⑮の2日本政策投資銀行, ⑯ベンチャーキャピタル等, ⑰投資事業有限責任契約組合契約, ⑱厚生年金基金・同連合会, ⑲民間都市機構, ⑳の2株式会社産業再生機構, ㉑直近およびその前年の有報上の有価証券(流動資産の部)・投資有価証券(投資その他の資産の部)の額が100億円以上かつ金融庁長官に届出を行った有報提出会社, ㉒外国で外国法令に基づき所定の金融業を行い, かつ金融庁長官に届出を行い, 同届出時に資本等の額が所定の金額以上である者(個人を除く), ㉓金融庁長官に届出を行った外国の政府・政府機関・地方公共団体・中央銀行・日本国が加盟する国際機関, ㉔上の㉒の条件を満たす外国会社, が欠けている(そのほか, 用語が一致していないものとして㉕外国証券会社支店, ㉖金融庁長官指定を受けた預貯金受入を業とする農協・漁協, がある)。
- 21) たとえば現行証取法40条の場合などは, 意図的というよりは偶然ないし単なる改正の遅滞であるように思われる。青木・前注7の70頁の注20参照。
- 22) 「いわゆる外国為替証拠金取引について～取引等に対する新たな規制の内容～」<<http://www.fsa.go.jp/policy/index.html>>(2005年1月19日更新)。
- 23) 同条ただし書という府令(金先法施行規則23条)で定めるものを除く。
- 24) 「金融先物取引法の一部を改正する法律の施行に伴う関係府省令の整備等に関する府令(案)の概要」<<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/syouden/f-20050428-5.html>>(2005年4月28日)に掲載する「金融先物取引法施行規則(平成元年大蔵省令第18号)」<<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/syouden/f-20050428-5/02.pdf>>の1条2項は「法2条第11項第2号ロに規定する内閣府令で定める金額は三千万円とする」とする。
- 25) 消極的な形ではあるが, 金先法でも適格機関投資家概念が利用されているわけである。ちなみに, 特に意味はないのかもしれないが, 従来は「証取法2条3項1号の適格機関投資家」と証取法の条文を引いていたが, この例では適格機関投資家の内容を具体化する府令を引いている。
- 26) 「個人」および「顧客」を用いた法令が法令データ提供システム<<http://law.e.go.jp/cgi-bin/idxsearch.cgi>>で2005年4月3日の時点で83法令あり, うち図表3に挙げた2件が「個人の顧客」というカテゴリーが規制上, 区分されていると筆者が考えるものである。また, 「一般投資者」という語を使う法令が2005年4月6日の時点で6件あるが, 実質的な内容を持つと思われるのは以下であり, 「適格機関投資家」の真概念といえる。①証取法4条2項(適格機関投資家向け証券の一般投資者向け勧誘)は, 適格機関投資家向け私募(法2条3項2号イ)に該当した有価証券の売付け申込み又は買付け申込みの勧誘で, 適格機関投資家が適格機関投資家以外の者(一般投資者)に対して行うものについて, 原則として内閣総理大臣に届出をすることを要するとする, ②企業内容等の開示に関する内閣府令2条の4は, 法4条2項にいう適格機関投資家向け証券の一般投資者向け勧誘(令1条の5第1号に掲げる有価証券に限る)で届出を要しない場合として, 当該有価証券発行会社に対して行われる場合を挙げる。
- 27) 日証協規則の場合, 「個人向け社債等の店頭気配情報公表等について」(平15. 2. 19理事会決議), 「有価証券の引受けに関する規則」(平4. 5. 13公債14号9条1項 配分の公平化), 「株券等の貸借取引の取扱いについて」(平10. 11. 2理事会決議 3条1項(個人投資家に対してのみ, 説明および確認), 5条2項(担保金の原則差入れ)がある。

- 28) 同様の内容のものとして、金融機関の証券業務に関する内閣府令27条8号。
- 29) 青木浩子「金融商品販売法・投資サービス法と説明義務・適合性原則」証券レビュー45巻9号48頁, 85頁以下 [2005] <<http://www.jsri.or.jp/web/publish/review/pdf/4509/02.pdf>> [青木]。
- 30) 各会合会議事要旨のアドレスについては、青木・前注29の53頁注1に16回分引用している。
- 31) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041201\\_sir/04-03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041201_sir/04-03.pdf)> (抜粋)。
- 32) 金融審議会 第一部会「中間整理(第一次)」[1999] <<http://www.mof.go.jp/singikai/kinyusin/tosin/kin003a.pdf>> (抄本を04/12/24に配布)。なお、日本証券業協会「金融審議会第一部会『中間整理(第一次)』に対する意見書(平成11年8月) <<http://www.jsda.or.jp/html/oshirase/ikennsho.pdf>>。
- 33) ホールセール・リーテイルに関するワーキンググループ報告「金融商品の販売・勧誘ルールの整備について」(平成11年12月7日) <[http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf](http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf)>。
- 34) <[http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin010d.htm](http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin010d.htm)>。
- 35) FSA, Customer Classification (Feb. 2000) <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp43.pdf>> (U.K.)
- 36) <<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/13/singi/f-20020712-1.pdf>>。
- 37) 議事要旨および議事録は<[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/base.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base.html)>の<議事録等>の<第一部会>に(<[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/gijiroku/kinyu/dail/20050707\\_roku.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/gijiroku/kinyu/dail/20050707_roku.html)>といったhtml方式であるが、本稿では原則として引用しない)、また配布資料は<資料等>の<第一部会>(こちらはPDF形式であり、引用した)に収録されている。
- 38) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20031121\\_sir/03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20031121_sir/03.pdf)>。
- 39) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20031219\\_sir/02\\_01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20031219_sir/02_01.pdf)>。
- 40) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/gijiroku/kinyu/dail/20031209\\_roku.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/gijiroku/kinyu/dail/20031209_roku.html)>。
- 41) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20031224\\_sir/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20031224_sir/02.pdf)>。
- 42) Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Markets in Financial Instruments Amending Council Directive 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 (L 145/1) <[http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2004/l\\_145/l\\_14520040430en0010044.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2004/l_145/l_14520040430en0010044.pdf)>。
- 43) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20040616\\_sir/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20040616_sir/01.pdf)>。
- 44) 「金融行政、投資家保護に比重、証券監視委強化など」日本経済新聞2004年6月23日朝刊3頁。
- 45) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041119\\_sir/04.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041119_sir/04.pdf)>。
- 46) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041119\\_sir/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041119_sir/02.pdf)>。
- 47) <<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/f-20041125-2.pdf>>。同年12月に完成版が発表されている。<<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/f-20041224-6b.pdf>>。
- 48) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041201\\_sir/04-03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041201_sir/04-03.pdf)>。
- 49) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041201\\_sir/03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041201_sir/03.pdf)>。
- 50) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041201\\_sir/04.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041201_sir/04.pdf)>。
- 51) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041224\\_sir/02\\_05.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041224_sir/02_05.pdf)>。
- 52) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041224\\_sir/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041224_sir/02.pdf)>。
- 53) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041224\\_sir/02\\_04.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041224_sir/02_04.pdf)>。
- 54) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041224\\_sir/02\\_06.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20041224_sir/02_06.pdf)>(証券法・金先法・投資信託法人法・商品ファンド法・不動産特定共同事業法)。
- 55) 「……この1の『規制の枠組み』のところで資料を見てきて、例えば3ページ目のところに、抵当証券、変額保険、ずっとざらざらと並んでいるわけですけれども、ちょっと議論が外れるというか拡散してしまうかもしれませんが、投資サービス法を考える際のキーワードは「横断化」と並んで「柔軟化」ということだと思わすよね。それで、柔軟化ということで、具体的に投資サービスなり投資商品のある程度類型化してとらえるということが必要になってくるのではないかというふうにちょっと漠として考えております。
- では、どういう類型化をするかということ考えたときに、ボラティリティーの問題もあるので、結論的に言うと、ちょっと難雑ですけれども、大体元本が保証されていて、リスクが収益率の範囲内というか、収益率で言うと収益率が0%以上で変動するという場合と、元本毀損のリスクはあって、だけど最大の損失は最初の投資額の範囲に収まる、つまり、収益率で言うとマイナス100%の範囲以上で動くという場合、3番目に、いわゆる追証を求められる可能性等があって、収益率で言うとマイナス100%を超えるというのか下回るといのか、そういうマイナス200%、300%というふうな収益率も実現しかねないというふうな商品とは違うだろうと。最初の投資額を超えて損失が膨らみかねないような商品について言えば、私の発想だと、不招請勧誘は認めないというふうなことだと思わすよね……したがって、こういう表題でどうすべきかという設問の仕方はそういう意味ではちょっと不適切だという……」
- <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/gijiroku/kinyu/dail/20050208\\_roku.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/gijiroku/kinyu/dail/20050208_roku.html)>。
- 56) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20050316\\_d1sir/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20050316_d1sir/01.pdf)>。
- 57) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20050428\\_d1sir/02\\_08b.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20050428_d1sir/02_08b.pdf)>。
- 58) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20050428\\_d1sir/02\\_08b.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20050428_d1sir/02_08b.pdf)>。

- kinyu/dail/f-20050527\_d1sir/02.pdf> (2005年10月10日時点でのオリジナルのようである。以下も同様)。
- 59) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20050628\\_d1sir/03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20050628_d1sir/03.pdf)>.
- 60) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20050707\\_d1sir/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20050707_d1sir/01.pdf)>.
- 61) 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」  
<[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20050707\\_d1sir/a.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20050707_d1sir/a.pdf)>.
- 62) 「中間整理」に対する主な意見<[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051005\\_d1sir/01\\_01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051005_d1sir/01_01.pdf)>の3頁に「プロとアマの区分」とあり、①投資家保護規定の適用されない「プロ」は、機関投資家に限定されるべき、②「プロ」と「アマ」の区分については、プロとされる範囲を拡大するとともに、プロに対する行為規制やプロ私募の要件とされる転売制限を大幅に緩和し、プロ間市場の自由度や効率性を高めるべき、の両極にある意見が紹介されている。また、同5頁では民事責任について、「不招請勧誘をした場合に取消権等の民事効の付与、適合性原則違反に対する損害賠償義務・取消権・無効等の民事効を設けるべき」という意見が紹介されている。具体的な意見については、本文3.3.に紹介した。
- 63) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051005\\_d1sir/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051005_d1sir/02.pdf)>.
- 64) 「プロアマ区分について」<[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051020\\_d1sir/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051020_d1sir/01.pdf)>、「米・英・EUのプロ・アマ区分」<[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051020\\_d1sir/01\\_03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051020_d1sir/01_03.pdf)>、「我が国法制におけるプロとアマの区分の例」<[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051020\\_d1sir/01\\_02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051020_d1sir/01_02.pdf)>、「わが国における実態」<[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051020\\_d1sir/01\\_01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051020_d1sir/01_01.pdf)>.
- 65) 柳川範之「経済学における消費者保護」(WRWG 報告書、前注71所収) 73頁。
- 66) 図表4に第二期、第三期と分けたように、第二期で検討された金融サービス法は完成しないままに終わり、2003年秋を対象を証券に限定した投資サービス法の検討として審議会が再開された。この第三期に資料として復活したわけである。なお、期の区分は筆者によるものであり、公式のものではない。
- 67) 連載次回に詳細を扱いたい、欧州連合加盟国である英国がこの時期に顧客区分制度を独自に制定した場合、すぐに指令に合わせた修正が必要となる。にも拘らず断行したのは、①英国では既に自主規則上、顧客区分があり、それをFSA規則(包括的な規則集をFSA発足以来、制定してきた)として明確化する必要がある、②EU指令の各国拘束の程度は知っている等が理由として考えられる(とはいえ、実際には、相当に英国制度と違った内容が強制されているが)。
- 68) 海外事例の参照に対しては、わが国実務と乖離しているとか、立法者の責任回避のためではないかといった批判があるようである。もっとも、これは海外事例が問題というよりは、参照の方法の問題であろう。
- 69) リテール規制(プロアマ区分を含む)については、各国固有の事情(公法や商慣習)に影響される部分が多く、どの国の制度が支配的基準かを決し難い。事実、プロアマ区分の国際的導入は欧州連合内に限られ、米国には影響していない。したがって、プロアマ区分の導入について「国際的な整合性にも配慮しつつ」というのは(「中間整理」前注61の15頁)、かなり無理があるように思われる。
- 70) 比較的最近の審議会における説明や資料については、2004年12月1日および24日に主に海外情報に関する資料が配られているほか、12月24日には1999年の「中間整理」を要約したA4で3枚のペーパー(「1999年中間整理要約」)が配られており、いずれに偏っているともいえない。
- 71) ホールセール・リーテールに関するワーキンググループ報告書「金融商品の販売・勧誘ルールの整備について」[1999][WRWG報告書]<[http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf](http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf)>.
- 72) 『中間整理(第一次)』金融審議会第一部会(平成11年7月6日)。
- 73) 『中間整理(第二次)』金融審議会第一部会(平成11年12月21日)。
- 74) ホールセール・リーテールに関するワーキンググループ報告書「金融商品の販売・勧誘ルールの整備について」(平成11年12月7日)<[http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf](http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf)>.
- 75) 神作裕之「金融サービス法(仮称)における『取引ルール』の意義と在り方」(WRWG報告書、前注71所収)105頁、109頁は「顧客にとってプロへの転換へのメリットは何か再検討の必要がある」とした上で、ある顧客に対する説明費用の節約コスト(による手数料等の引き下げ)は大きくないであろうとする。わが国ではあるいはそうかもしれないが、欧州指令や英国規制の場合、一般顧客へのハイリスク商品勧誘について禁止ないし事実上禁止に近い負担が業者に課されるため、顧客がこれらの商品を購入できない(これは、わが国でも富裕層に販売される購入単位の大きな商品やヘッジファンドなどが一般投資家にわたらない状態に似ている)という事情があるので、プロへの転換を望む動機は比較的明確と思われる。
- 76) 山田誠一「金融商品の販売・勧誘に関する規律についての考え方」(WRWG報告書、前注71所収)125頁、126頁、129-130頁。
- 77) WRWG報告書, supra note 71 at 20-22.
- 78) WRWG報告書, supra note 71 at 13-14. WRWG報告書でも例えば山田誠一「金融商品の販売・勧誘に関する規律についての考え方」Id. at 125, 130は、各種の区分の組み合わせや、取引毎に属性を決定するという方向を示唆しているが、WRWG報告書全体では取引主体に着目した区分を選択している。
- 79) 青木・前注7の8頁から13頁にかけて同じ検討を行っているが、参考資料等を挙げている。
- 80) 第一部で述べた改正金先法は、実質的には自然人に対して不招請勧誘を不可とするもので、これを人の属性に

- よって事前規制を適用するものと解する理解が多いようであるが、沿革上は、人の属性というよりは勧誘態様を理由として規制するものである。
- 81) <[http://www.maff.go.jp/www/public/cont/20050323kekka\\_1c.pdf](http://www.maff.go.jp/www/public/cont/20050323kekka_1c.pdf)> (2005年3月23日)。
- 82) 「いただいたコメントの内容とこれに対する当省の考え方について」 <<http://www.meti.go.jp/feedback/downloadfiles/i50322bj.pdf>> (2005年3月22日)。
- 83) 前注81の2-3頁。
- 84) なお、取引未経験者について、過去一定期間以上につき取引経験がない場合、受託契約締結後の一定期間につき一定取引量(建玉時に預託する取引証拠金額が申告投資可能資金額の三分の一となることを目安とする)を超える勧誘を行うことを原則として不適当とする。前注81の5頁。
- 85) 前注81の4頁。①から④まで別個に要件が定められている。④の高齢者については、(1) i) 当該顧客が過去一定期間以上(直近の3年以内に延べ90日以上)にわたり商品先物取引を行った経験があるなど、商品先物取引を行うにふさわしい投資経験があると認められること、および ii) 商品先物取引の仕組み・リスクその他説明を受けた事項を的確十分に理解していること、ならびに(2)顧客本人の自書により、自らが適合性原則に照らして原則として不適当と認められる勧誘の対象者であることを理解し、かつ(1)の要件を満たすことを確認した旨の書面による申告が要求されている(②の要件は各号共通である)。以上は本店レベルで、営業部門とは独立した組織である管理部門で審査し、統括管理責任者が決済する。
- 86) 前注82のコメント18および回答によると、年齢を引き下げよ、とする提案がある一方、年齢ではなく知識経験の基準に徹底すべきとする提案があるというよう、要するに賛否両論があるが、ガイドラインは大意「本来、判断は年齢をもって一律にできるものではないが、委託者保護の観点から特に75歳以上を目安として盛り込んだ。75歳未満の高齢者については、理解および財産の点について特に厳格な審査を求めている」とする。またコメント15には属性や収入面で問題のある者を列挙しているが、これについては、適合性原則では知識・経験・財産を判断基準とすることを理由に、コメントが提示する基準の大方は基準として不適当とか、他のガイドライン上の要件により解決済みである等として、採用していない。
- 87) 「世代別資産 個人金融資産に占める割合」日経新聞朝刊2005年4月2日4頁によると、金融資産1,400兆円に占める年代別割合は、70歳以上が18.5%、60歳以上が28.7%(この二つを合わせるとほぼ50%に達することとなる)、50歳代が31.6%、40歳代が14.4%、30歳代が6.4%、20歳代が0.5%であるという。
- 88) これらについては以下の連載で詳述したいが、とりえず青木・前注7の25頁以下を参照いただきたい。
- 89) 和仁亮裕「金融デリバティブ取引と説明義務」(WRWG報告書、前注71所収)95頁、107頁  
<[http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf](http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf)>。
- 90) プロアマ区分が絶対にプロ間市場の円滑に役立たないというわけではない(同様に、適格当事者が絶対に前者の投資家保護に役立たないというわけではない)が、プロ間市場の円滑という場合には、ホールセール市場に参加する金融機関にプロを限るのが合理的でないか。なお、適格当事者および市場当事者については、青木・前注7の16頁以下および25頁以下をとりえず参照いただきたい。
- 91) WRWG報告書、前注71の22-25頁。
- 92) これらについては以下の連載で詳述したいが、とりえずは青木・前注7の18頁以下(英国)および27頁以下(欧州)を参照いただきたい。
- 93) Ibid.
- 94) 「投資サービス法(仮称)を巡る主要論点(案)」後注105の10-11頁では6、行為規制、として、「行為規制については、例えば以下(商号規制・標識の揭示、広告規制、説明義務、クーリングオフ、不招請勧誘禁止、適合性原則、損失補てんの禁止、その他の禁止行為、最良執行義務、善管注意義務、忠実義務、利益相反、分別管理義務)のようなものがあるが、どのように考えるべきか」とあるが、地道に決定していくしかないと思う(英国でもまさにそのような表をプロアマ区分に際して作っている。青木・前注7の56頁の注⑥の表を参照。とはいえ、適合性原則の適否が最大の問題であり、これを中心に考えていけばいいということは殆ど自明と思う)。ただ、そうした場合にも、ある行為規制の適用が「ある」とか「ない」というように割り切れず、注釈を要する場合が多い。いずれにしても、顧客にプロアマ間を移動する可能性を保証すれば、不適切なカテゴリーに縛られることは避けられる。
- 95) 神田秀樹「投資サービス法への展望」資本市場237号72頁、73-74頁[2005][神田]には、投資サービス法は私法ルールではなく行政処分が問題となる業者ルールであるとし、イギリスの金融サービス市場法が参考となるとするが、英国金融サービス市場法上の行為規制違反は民事賠償の基礎となる(上場規則や財務規制は別として、FSA規則一般につき、その違反は私人の訴訟の根拠となる。金融サービス市場法150条1項)。
- 96) 不法行為に基く損害賠償請求を行う際に、説明義務違反や適合性原則違反が問題とされるからである。なお、重要事項の不説明という行為規制違反に民事的効力を認める金融商品販売法は、関連する民法規定の効果を否定するものではない。同法6条参照。
- 97) 本文中に挙げたほか、神田秀樹「外為証拠金取引規制について」証券レビュー45巻1号40頁[2005](おそらく銀行・保険の包含を念頭として、私募プロアマの区分など、一般論として区分が2、3程度であると良いという発言)、同「金融インフラ3法について」月刊資本市場2000年9月86頁(金販法上のプロは証取法上の適格機関投資家よりも広くなる見込み)、同「市場を横断する業者ルールとして投資サービス法の整備を」金融財政事情2004年8月20日27頁(伝統的な証券以外の投資商品を投資サービス法がカバーすることから、私募区分が1つでは不足とする)、同「投資サービス法の行方-投資家保護と金融イノベーションを支援」月刊金融ジャーナル46巻8号21頁、23頁[2005](明らかに私募公募区分につ

いて、株式債券のような流通性の高いものとしてでないもの(ベンチャーキャピタル持分を例示)とで分けようとしている(流通性を根拠とするので、三区区分とは違うようである)。これは2005年8月の時点のものだが、この時期には行為規制に関するプロアマ投資家間転換制度が意識されていることから、なぜ私募の場合には転換ではなく類型別とすべきというのか、筆者にはよく理解ができない。なお、次回に述べるように、英国や欧州連合では私募に対する目論見書規制の適用免除を商品類型別に付けていない。もっとも、転換制度があるからでなく、私募参加可能層が極めて広いことが理由と思われる)など。これらは、私募に関する投資家区分が「適格機関投資家」の1つでは不足とする点は明らかだが、行為規制の適用の減免に関しプロアマ区分する場合(投手法におけるプロアマ)に複数の基準が必要であると明らかに述べてはいない。

- 98) 本文中に述べたように、WRWG 報告書では、人別基準を取り、取引類型による区分は基本的にすべきではないとしており、また、欧州や英国の例でも商品別ということとは全く行われていない。
- 99) 大和総研の東委員の発言(神田部会長「最後におっしゃったプロ・アマの区別のところをもうちょっと言って頂けますか。真ん中のグレーゾーンはどうすればいいのですか」「そういう意味では、リスク許容度でランク分けすることになるかと思うんですね。提供される金融商品によってリスクの幅が先ほどの元本保証、有限、無限とそれぞれ三層にあるわけですので、そこに適用させて投資家側、消費者側を分けるかというような意味合いなのですけれども)がこれに一番近いように思われる。<[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/gi-jiroku/kinyu/dail/20050208\\_roku.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/gi-jiroku/kinyu/dail/20050208_roku.html)>、ひきかえ、前注97の神田発言(2005年3月のもの)は、行為規制のプロアマ区分に商品類型別区分を合わせるべきと考えるかが明らかにされていない。ただ、神田・前注95の85頁には、池尾三分法(前注55)を引用の上、「この三つの分類に応じて、たとえば業者の情報提供義務、あるいは説明義務と言う人もいますが、そういうものの中身も違ってしかるべきではないかという考え方で……この考え方でしばらく整理しようということです」としており、三分法が説明義務等に影響するのは明らかだが、それがプロアマに関わる形を採るのか(例えば元本保証類型についてはプロ基準要件を緩和する)は定かでない。同87頁にあるように、第一部会では検討していない発行時の開示・説明の法制(日本は届出書・目論見書が連動しているが、発行者と売出人とが異なる資産金融証券などの例もあり、目論見書による説明を届出書開示と分けて考える制度も考えられる)の可能性についての議論がプロアマに関する議論のうち過半にわたるなど、極めて一般的な発言であることに注意する必要がある(筆者も、目論見書と届出書との分離について、企業金融証券についてはともかく(米国のように継続開示への統合化も進めるべきと思うから)、伝統的な企業金融証券以外の投資商品とくに資産金融証券や中長期ファンド(貯蓄性保険や投資信託)については、対投資家説明内容を届出書とは違う発想で作成する必要があると考える。ま

た、その際には、英国説明制度(商品情報のアウトライン化とリスク警告強化が特徴的)が特に参考となると考える。ただ、本稿のプロアマ問題とこの問題との接点はほとんどない)。

- 100) 青木・前注7の35頁から36頁。
- 101) まず、元本保証を区分する点であるが、ゼロ金利下の債券や投信の場合はそうとしても、インフレ下で中長期の保険や投信については、元本保証であれば投資家保護に問題なしとはいえない。また、追証型についても、信用取引のように確立した取引と、たとえばOTCデリバティブのような取引や極めて構造が複雑な商品とを一緒にするのも適当とは思われない(更に、ヘッジ目的の場合どうかとか、カバードオプションはどうかといった問題もある)。しかし、恐らく最も問題であるのは、これら二者以外のカテゴリー(元本保証はないが、追証が発生することもない)を一まとめにしている点で、これによると、上場株式も極めて複雑なリンク債もグリーンシート株式も同じカテゴリーとされる。このカテゴリーを更に細分するのであればよいが、その場合、他の2つのカテゴリー中の商品も合わせ組み直すこととなり、結局は3区分が維持できなくなるのではないかと。商品区分としては、愚直なようでも、一般投資家から見ての危険という観点が欠かせないと思う。ちなみに、英国の投資商品の説明義務の商品類型によって異なるが、類型区分は上の3区分のようなものではなく、実際の商品区分に近いものである。
- 102) 「意見書提出者一覧」<[http://www.fsa.gov.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f\\_20051005\\_d1sir/01\\_02.pdf](http://www.fsa.gov.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f_20051005_d1sir/01_02.pdf)> [意見書]。
- 103) 金融庁の専断と批判されないためにも、各界意見を聞くという姿勢を示すべきというのかもしれないが、論点を整理の上で場合によっては選択肢を示す形で提案されねば回答しようがない(結局は一任する)こととならないか。プロアマ区分について同様の規制を2年半程度で作成した英国FSAは、コメント徴求の際に、相当に具体的な質問を設定している(具体的にはこの質問表を参照されたい。<[http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp43\\_response.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp43_response.pdf)>)。どちらのほうか関係者にとって意見を述べやすいかといえば、筆者には英国手続の方がはるかに参加しやすいと感じる。
- 104) 意見書・前注102の18頁。『プロとアマ』の区分については、一義的にプロとされる範囲を拡大するとともに、プロ向けに係る行為規制やプロ私募の要件とされる転売制限を大幅に緩和し、プロ間の市場の自由度や効率性を高めてプロの選択を行うメリットが高いような枠組みが構築されるよう期待する。ちなみに、英国でも、銀行界が主張したプロアマ区分は、金融機関の参加を想定したホールセール市場を念頭に置くものであった。
- 105) <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f\\_20051005\\_d1sir/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f_20051005_d1sir/02.pdf)>。
- 106) この問いかけは、欧州や英国の例からすればいわずもがな(富裕層個人の一部がプロとなれるのは当然)という感じがするが、あるいは、NASDの自主規則のガイダンス2310-3において、保有資産1,000万ドル以上の法人を「機関顧客」とし、一定の要件の下にこのような顧

- 客の知識について適格性原則の適用を要求しないというルール（オレンジ郡等の事件後に制定されたルール）を念頭においた問いかけであろうか。そうではなく、デフォルトのプロ（金融庁の案の第一および第二類型）に自然人は含まないということかもしれない。
- 107) Supra note 105 at 12.
- 108) 「第三部規制緩和の虚実（中）信託・証券、嘆き節 門戸開放、増えた負担」日本経済新聞朝刊2005年3月10日7頁（アンブレラ型投信の場合はともかく、投資信託目論見書を請求目論見書と交付目論見書とに区分する新規制は、販売実務と馴染まず、結果として合冊という無駄な形を要求することとなった）。
- 109) 主体別以外の観点からの区分を行うというのであれば、主体別区分の考え方も影響しよう。審議会配布物（3.5.）からすると、ホールセール・リテール市場という区分（英国の市場当事者や欧州の適格当事者にはほぼ相当）や、商品別区分については全く言及がないので、あるいは採用しないのかもしれない。
- 110) 前注64参照。〔追加〕05年11月2日の会で野村證券の田中委員の意見書が提出された。〈[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20051102\\_dlsir/10.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20051102_dlsir/10.pdf)〉。プロアマ区分を商品や取引別でなく投資にあたって一律に決めることを主張している点が特徴である。
- 111) 日経新聞が10月24日に紹介記事を書いているが、詰めとなる効果については曖昧な表現となっており、新聞社でも正確な内容が把握できていないことが窺われる。内容は大要「金融事業者によるリスク商品の販売について、金融に詳しい『プロ投資家』に対する取引では商品説明などを簡略化することを認める方針……来春の国会に提出する投資サービス法案に盛り込む……一定額以上の投資商品を保有し投資経験も豊富な投資家を法律上で『プロ』と位置づけ、それ以外と区別する……プロに対しては金融取引にあたっての事前説明を省いたりできるようにする……プロを必要以上に増やす（ことに）慎重論も出た……プロとアマ、そのどちらにも属さない中間層を設けて、規制の度合いを変える考えだ」というものである。「リスク商品販売『プロ投資家』には簡略説明でOK」日本経済新聞2005年10月24日3頁。最後の中間層を設けるという点は、配布資料から窺われる方針とは違うようである。
- 112) SPC スポンサーによる自己募集行為を証券業から除外することを求めるコメントが従来からあり、今回のコメントとしても出されているが（〈<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/syouken/f-20041111-1a.pdf>〉、〈[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20051005\\_dlsir/01\\_02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20051005_dlsir/01_02.pdf)〉）、プロアマ区分の基本に関わる問題とは思えない。なぜこれを「プロアマ区分が問題となる局面」として挙げるのか、よく理解ができない。
- 113) 前注64の「プロ・アマ区分について」4-5頁。
- 114) 事業会社も問題となりそうであるが、金融庁長官に届出を行った者という要件があるため、届出を止めれば資格は消滅する上、「わが国における実態」によると2005年9月の時点で18社しかないとのため、実害は限られよう。
- 115) 1999年のこの議論では、業者側の要請により「プロになった以上、拘束せよ」とする発想があったようにも思われる（確かに「実はプロの能力はなかった」とする、身勝手な主張もありうるので、極力それを予防したいという要請自体は否定すべきでない）が、そのメリットが大きいのは富裕層や中小会社といった、紛争が生じやすい小型のプロについてであり、適格機関投資家のような大型あるいは金融業者の場合にアマへの転換を認めないとしても業者の得るメリットは限られよう。制度の効率性（プロ間市場の安全のためアマ転換は好ましくないという意見は英国にもある）という理由も、アマへの転換を認めるプロ類型を認める以上、説得力を欠く。
- 116) 取締役会設置会社（会社法327条）である大会社（法2条6項）の場合には設置強制される（法348条4項）。任意設置すべしかどうかであるが、もし資産要件として大会社であることが必要とすれば、たとえ任意設置しても大会社でない場合には不可となろう。なお、非公開会社である大会社は取締役会設置については内部統制システムの設置が強制されないため、プロの属性を認めたいならば別途手当ての要がある。
- 117) そういう論理で区分する場合、プロ認定ないし転換する場合に、内部統制システム上の要求を要件としやすいであろう。なお、デリバティブ取引で有価証券含み損をカバーしようとした副社長（資金運用担当役員。他の役員に対する請求は、当時の水準としては一応のリスク管理体制があったとして棄却）が、その取引の一部につきリスク管理体制違反ありとして善管注意義務違反による損害賠償責任を負った例として「ヤクルト損失株主代表訴訟、元副社長に賠償命令、東京地裁、注意義務違反、67億円」日本経済新聞夕刊2004年12月16日22頁。
- 118) 金融庁の資料「米・英・EUのプロ・アマ区分」にあるように、英国の場合、中間層顧客の要件が資本金500万ポンド（約10億円）で、わが国大会社基準より高め、欧州指令の場合、総資産・純売上・自己資本（1ユーロ130円として、26億円、52億円、2.6億円）の2つを満たすことが要求されている（わが国大会社基準より低めといえよう）が、プロの効果については各国で定められる余地があるので比較は難しい。
- 119) もちろん、裁判所が説明義務・適合性原則上の義務の違反を判断する際に、顧客が投法上の「プロ」であったことを斟酌することを妨げないが、ただ、例えば適合性原則に基く訴が全く不可とか、あるいは業者側に有利な推定規定を置くといったことを法規上すべきではあるまい。
- 120) このような場合にプロ転換を義務づけるのは結論として適当ではないと思うが、富裕層に対する未開示証券等の販売にあたり、投資家の資産状態を斟酌していたことに疑いはなく（根拠は少人数私募であるが、少人数ならば誰にでも販売していたわけではない）、プロアマ区分を導入した投資サービス法下では私証券の個人向け販売はプロ転換を必要とする考えが成り立たないでもないと思う。
- 121) その1つの例として3.3.(c)。この点での対応を図る場合、同時に、個人向け助言サービスである一任勘定や

ファイナンシャルプランニングを業者が提供する場合の責任を同時に検討するのが適当であろう。

- 122) 青木・前注7。また、これも研究所に機会を頂き、一般投資家保護（アマ）法制の背景について2005年6月30日に講演した内容を青木浩子「金融商品販売法・投資

サービス法と説明義務・適合性原則」証券レビュー45巻9号48頁 [2005] <<http://www.jsri.or.jp/web/publish/review/pdf/4509/02.pdf>> として発表している。

(千葉大学大学院専門法務研究科教授)