

適格機関投資家等特例業務に関する法令改正

140924 伊藤 宏一

1 金融商品取引法の基本的観点

(1) 金融商品取引法の性格

2007年9月末に施行された金融商品取引法は、証券取引法を改正したものであり、当初は、イギリスにおける金融サービス市場法をめざすものだった。

イギリスにおける2000年金融サービス市場法は、銀行・保険・資本市場を横断する法律であり、その第138条で「消費者 (consumers)」を規定し、同法で定める銀行・保険・資本市場といった規制業務を遂行する認可業者が提供するサービスを利用しているか、したことがあるか、しようと考えているか、利用する可能性のある者としている。つまり預金・保険・投資・クレジットといった金融サービスを受ける者が消費者である。これは2010年金融サービス法(第404E条)でも継承されている。

我が国では、銀行法や保険業法はそのままにして、証券取引法を改正して、それまで規制対象外だった「任意組合」や「匿名組合」による投資といった集団投資スキーム等を新たに規定の対象として金融商品取引法に取り入れ、銀行法の外貨預金、保険業法の変額年金保険などは、金融商品取引法の販売ルールを適用する法律構成とした。そのため、金融商品取引法・金融商品販売法も共に「投資家」を念頭においた叙述になっており、「金融商品」とは投資に関わるものに限定されている。消費者という概念はなく、消費者が投資をどう理解しどう関わるか、という規定もなく、静態的に「特定(プロ)投資家」と「一般投資家」の区別があるだけ。それも投資能力から規定せず、金融資産規模や証券会社等金融機関との関わりから外形的に規定されているのみとなっている。

(2) 特定投資家と一般投資家

金融商品取引法の主体は、証券会社や投資顧問業者・投資信託委託業者などの「金融商品取引業者」であり、それに対置されるのが「投資家」で、この投資家は「特定投資家」と「一般投資家」に区分される。

「特定投資家」とは、機関投資家を中心としたいわゆる「プロ」の投資家を指す。金融商品取引法では、特定投資家との金融商品取引について、投資家保護のための、金融商品取引業者に対する販売・勧誘に関する規制のうち、一部の適用を除外する*など、規制を特別に緩和している。例えば「プロ」だから投

資対象商品は、その人のリスク許容度にあったものだと自分で判断しているので、金融商品取引業者が確かめる必要はない、といったことである。

※ 「広告規制」「取引態様の事前明示義務」「書面交付義務」「適合性の原則」などの投資家保護に関する規制を中心に一部の規制については、法令上、適用が除外される。

「一般投資家」とは、個人投資家を中心としたいわゆる「アマ」の投資家を指す。金融商品取引法では、投資家保護を目的として、一般投資家との金融商品取引について、金融商品取引業者などに対する販売・勧誘に関する先のようなさまざまな規制を設けている。

- ・ 適格機関投資家の顧客-特定投資家
- ・ それ以外の顧客-一般投資家

2 適格機関投資家等特例業務とその改正

適格機関投資家とは金融商品取引法上の概念で、「有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者」（金商法 2 条 3 項 1 号）とされており、銀行・保険・証券会社・信用金庫・投資事業有限責任組合などが該当する。

適格機関投資家特例業務とは、基本的にプロ投資家を相手に業務を行う適格機関投資家が、「匿名組合出資」など集団投資スキーム持分（ファンド）の出資者に、1名以上の適格機関投資家があり、適格機関投資家以外の者（一般投資家）が49名以下である場合、その届出を出していれば、金融商品取引法上の第二種取引業者等の届出をしなくても、取引業者に関する規制を適用されることなく、投資家から資金を募集し、その資金を事業や投資などで運用できる例外的業務（金融商品取引法第 63 条）。

これが 2014 年 8 月 1 日から以下のような改正を予定していたが、ペンディングされている。適格機関投資家等特例業務を行う者が、ファンドの販売等を行うことができる投資家の範囲を、現行の適格機関投資家及び適格機関投資家以外の者から適格機関投資家及び金融商品取引業者等（法人のみ）、ファンドの運用者、ファンドの運用者の役員・使用人・親会社、上場会社、資本金が 5 千万円を超える株式会社、外国法人、投資性金融資産を 1 億円以上保有かつ証券口座開設後 1 年経過した個人等にする改正を行う。

3 コメント

そもそも、適格機関投資家等特例業務は、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）（以下「金融審報告」という。）を受けて創設されたものであり、そこでの基本的な趣旨が尊重されるべきことは言うまでもない。

金融審報告は、集団投資スキーム（ファンド）について、「最近も、多数の一般投資家を対象とした匿名組合形式の事業型ファンドに関する被害事例が報じられていることなどを考慮すると、投資サービス法の主要な目的の一つである利用者保護ルールの徹底を図る観点から、ファンドについては、実効性ある包括的・横断的規制の整備が必要と考えられる。」と指摘する一方、「特定投資家（プロ）向けファンドに対する規制のあり方」として、「もっぱら特定投資家のみを対象とするファンドについては、一般投資家を念頭においた規制を相当程度簡素化し、金融イノベーションを阻害するような過剰な規制とならないよう、十分な配慮が必要と考えられる。」としていた。

つまり、金融審報告は、特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の区分を導入し、プロについては規制緩和を推進する一方で、アマについては適正な投資家保護を確保するという考え方を採用することによって、新たな洗練されたプロ向け市場を整備することを目指していた。そして、集団投資スキーム（ファンド）についても、もっぱら特定投資家（プロ）向けのファンドについて、規制を簡素化するとしていたのである。

以上のように、金融審報告では「もっぱら特定投資家のみを対象とするファンド」を対象として規制の簡素化の必要性を指摘していた。

しかし、金商法における適格機関投資家等特例業務は、一部、一般投資家に対する業務も含むものとなっている。

すなわち、同法第63条第1項は、「適格機関投資家等」について「適格機関投資家以外の者で政令で定めるもの（その数が政令で定める数以下の場合に限る。）及び適格機関投資家をいう。」と定義しているところ、「適格機関投資家以外の者で政令で定めるもの」については「適格機関投資家以外の者とする」（同法施行令第17条の12第1項）とし、「政令で定める数」については「49とする」（同条第2項）としている。

このように、49名以下であれば、「適格機関投資家以外の者」というほかに限定が施されていないので、結果として、適格機関投資家等特例業務の対象に高齢者を中心とする投資経験の乏しい一般投資家（アマ）も含まれ得ることとなっている。

適格機関投資家等特例業務を行う場合には、届出で足りることとなっており、第2種金融商品取引業の登録は不要である（金商法第63条第2項）。

そして、行為規制については、虚偽告知の禁止（同法第38条第1号）、損失補てん等の禁止（同法第39条）などの限定的な規制しか適用されない。

つまり、一般投資家（アマ）向けの投資勧誘において重要な、広告規制（同法第37条）、契約締結前書面交付義務（同法第37条の3）、契約締結時書面交付義務（同法第37条の4）、断定的判断の提供の禁止（同法第38条第2号）、適合性原則（同法第40条第1号）等の行為規制は適用されないのである。

詐欺的投資勧誘を展開している者には、このような適格機関投資家等特例業務を悪用している例が多いことに注意を払う必要がある。

5 解決方法(現段階)

(1) プロ投資家に限定→14.8.1 施行ペンディング中の現行の見直し路線-4
9人の投資家は投資性資産を一億円以上保有しているプロ投資家に限定。

(2) 市民ファンド類型の例外規定を設けて、その場合従来どおり一澤山教授

しかしながら、以上の本見直しに至る経緯の中で、決定的に見落とされているのは、特例業務届出者の中には、現状ではごく限られた数かもしれませんが、特例業務の届出を活用し、適格機関投資家の支援を得ながら、小規模な「市民出資ファンド」の自己募集を、適法に行おうとしている者がいることです。

私たちが支援しようとしているのは、冒頭に述べましたとおり、市民自らの手で少額の資金を集め、小規模ながらも太陽光発電等再生可能エネルギー事業を立ち上げ運営していくことによって、市民啓発を図り、地球温暖化対策に資するとともに、地域の活性化を図ろうとしている市民や中小企業等の団体です。

金融商品取引法の趣旨に則れば、そうした市民団体は第二種金融商品取引業者に募集代行を依頼すればよいということでしょうが、募集総額が数千万円にも満たない程度の規模の募集代行を行ってくれる第二種金融商品取引業者はほとんどありません。第二種金融商品取引業者に課せられた行為規制を遵守するためのコストを全くカバーできないからです。

しかも、より重大な問題は、募集代行を依頼した時点で、当の市民団体関係者は、売買等の媒介・取次ぎ・代理、売買等の委託の媒介・取次ぎ・代理等も、すべて第二種金融商品取引業の対象となる行為であるとして、禁止されてしまうことです。これでは、高い市民意識に立って、再生可能エネルギー事業の普及啓発を進めるために、自発的に集まり市民に呼びかけて資金を集め、事業を立ち上げようとしている市民団体関係者は、自らの手足を縛られてしまい、全く活動することができなくなってしまいます。

6 (2)の解決方法の問題点

(1) 理解ある第二種業者なら、こうしたことはありえないのではないか。数千万円から一億円程度であれば、株式会社を設立して少人数私募債を募集する方法もある。

(2) 仮に市民ファンド類型を例外として設けた場合でも、現在第二種の市民ファンドでの募集の標準的な出資1口の金額は10万円であるから、50人とすると500万円となる。これが3割として残り7割の融資とした場合、合計1200万円規模の発電事業までしか可能とならない。5000万円の規模で3割の出資を募集すると1500万円。50口とすると、1口30万円となるが、この金額を市民が出資することが平均的にできるだろうか。

(3) 現行二種業者の中には、1口1万円から5万円といった金額で50口を遥かに超えた市民から広く出資募集しているところもある。

(4) そもそも適格機関投資家等特例業務は、適格機関投資家に依拠したスキームで、適格機関投資家なしには成立しない。これが市民主体の出資の仕組みと言えるのか。市民電力会社の中には金融機関に出資しているところもあるが、その出資は **one of them** であり、適格機関投資家等特例業務のようにそれなしには成り立たないものではない。

(5) 募集を行う第二種業者が市民出資者と想いや志をシェアして募集活動を行うのであれば、市民の主体性は失われないのではないか。

(6) 仮に適格機関投資家等特例業務を使ったとすると、事業主体を合同会社とし、そこに匿名組合出資として、適格機関投資家が入った投資事業有限責任組合を作るといったケースが典型的なものとして考えられるが、これでは市民にとって仕組みが複雑でわかりにくくなるのではないか。

※ 合同会社(LLC)

社員が全員有限責任社員

社員は出資者と取締役を兼ねている。決算公告の義務なし。

公証役場での定款認証は不要のため、五万円の手数料が不要・法務局での設立登記に要する登録免許税が6万円(株は15万円)

社会保険への加入義務あり。

※ 投資事業有限責任組合

投資事業有限責任組合とは、投資ファンドの一種で、投資家の責任が出資額の範囲に限定されるもの。英語表記で **LPS**。この投資事業有限責任

組合は、匿名組合のように契約のみで成立するのではなく、法務局に登記する必要がある。投資事業有限責任組合は、無限責任組合員（G P）と有限責任組合員（L P）で構成され、有限責任組合員（L P）は、出資金額以上の責任を問われず、リスクを抑えることが出来るようになっている。無限責任組合員とは、組合の業務を執行することができる組合員で、組合の債務について無限に責任を負う者をいう。無限責任組合員は業務執行の決定を行い、いわゆるファンドマネージャーの役割も果たすことが多い。また、債務についても連帯して負担することとなっている。

（7）第二種業者が募集・勧誘を行うのは、募集・勧誘の透明性を確保し、コンプライアンスの点で信頼に足る業務にするためであるが、適格機関投資家等特例業務になると、この点がイージーになりはしないか。

第二種業者の人的構成の審査については、次の点が必要となる。

行う業務に関する十分な知識及び経験を有する役員又は使用人の確保の状況及び組織体制として、以下の事項に照らし、当該業務を適正に遂行することができるかと認められるか

- ・ 経営者が、その経歴及び能力等に照らして、金融商品取引業者としての業務を公正かつ的確に遂行することができる十分な資質を有していること
- ・ 常務役員が、金商法等の関連諸規制や監督指針で示している経営管理の着眼点の内容を理解し、実行するに足る知識・経験、及び金融商品取引業の公正かつ的確な遂行に必要なコンプライアンス及びリスク管理に関する十分な知識・経験を有すること
- ・ 行おうとする業務の適確な遂行に必要な人員が各部門に配置され、内部管理等の責任者が適正に配置される組織体制、人員構成にあること
- ・ 営業部門とは独立してコンプライアンス部門（担当者）が設置され、その担当者として知識及び経験を有する者が確保されていること
- ・ 行おうとする業務について、次に掲げる体制整備が可能な要員の確保が図られていること

帳簿書類・報告書等の作成、管理

ディスクロージャー

リスク管理

電算システム管理

売買管理、顧客管理

広告審査

顧客情報管理

苦情・トラブル処理

内部監査

(8) 適格機関投資家となって、このスキームで出資と融資を行う金融機関はどれだけあるのか。ほとんどないのではないのか。

7 別の解決方法-少人数私募債

株式会社が発行する私募債。募集対象者は経営者の縁故者。直接勧誘する。機関投資家は購入できない。購入者50人未満で、発行総数50口未満、募集総額一億円未満。財務局の届出は必要なし。社債利息は源泉分離課税。

償還期間は2年から12年。満期一括返済で物的担保必要なし。社債券不要。

株式会社設立のために、定款認証費用・登録免許税がかかるが、満期一括返済のため、資金繰りは匿名組合出資より楽。

最終的に引受先が50人未満でも、広く声をかけたりインターネットで募集したら少人数私募債ではなくなってしまう点に注意。