

「適格機関投資家等特例業務」の見直しとその背景について

二上季代司

先月（五月）一四日、金融庁は「適格機関投資家等特例業務」の見直しにかかる政令・内閣府令案を公表した。これまでは、いわゆる「プロ向けファンド」の販売先について、一名以上の適格機関投資家に販売しさえすれば、四九名以下の一般投資家にも販売が許されていたのであるが、この改正案の施行が予定されている八月一日以降、販売できる投資家の範囲は適格機関投資家ならびに「一定の投資判断能力を有する者」に限定されることになる。

ところで、そもそも、この聞きなれない「適格機関投資家等特例業務」とは一体、どのような業務なのか。また金融庁は、なぜこの時期にこのような改正案を公表し、かつ、わずか三カ月弱で施行しようとしているのか。以下では、この改正案の具体的な内容やその背景、今後予想される影響等も含めて簡単にみておきたい。

1 適格機関投資家等特例業務

現行法（金融商品取引法——以下、金商法と略）によれば、集団投資スキーム（いわゆるファンド）の販売・勧誘にかんして、ファンドの運営者がみずから資金を集める行為を「自己募集」と定義し、これを営業として行う者は「第二種金融商品取引業」の登録を行う義務がある。また集めた資金で事業や投資などで運用する行為を「自己運用」と定義して、これを営業として行う者は「投資運用業」の登録を行う義務がある。金商法は、伝統

的な証券業務だけでなくファンドの募集および運用業務のほか投資助言・代理業務についても、横断的・包括的に「金融商品取引業」として登録義務を課しているのである。

ところが、ファンドの出資者に、一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）が四九名以下である場合（すなわち私募である場合）には、ファンドの募集・運用業務は「適格機関投資家等特例業務」と定義されて、金融商品取引業の登録義務を免除され、金融庁に「届出」をすれば営業できるのである（六三一条一項、二二項）。

通常、金融商品取引業の登録は登録審査を通過しなければならず、数か月以上はかかるといわれ、登録申請書類等の作成コストもそれなりにかかる。ところが、「届出」で済むのであれば、はるかに少ないコストで、かつわずか数週間で個人でも営業できるのである。この結果、適格機関投資家等特例業者（以下、「特例業務届出業者」と略）は本年四月末現在、二九八三社（者）の多数に上る。この数は金融商品取引業登録業者数をおよそ千近くも上回っているのである（下表）。

このようなきわめて緩やかな開業規制にとどめている理由は何で

表 登録金融商品取引業者数と関連する金融商品取引業協会

(2014年4月末)

業種別	登録業者数	関連する金融商品取引業協会と会員数	
第一種	278	日本証券業協会	正会員251
		金融先物業協会	正会員91
第二種	1,269	第二種金融商品取引業協会	正会員29
投資助言・代理業	1,009	日本投資顧問業協会	731
投資運用業	316	(認定) 投資信託協会	133 (不動産投信運用も含む)
合計	2,872 (延べ数)		
	2,058 (実数)		

(注) 第1種金融商品取引業の278社のうち、日本証券業協会に未加入27社は、「FX専業者」であり、金融先物業協会には加入している。また同一の業者が複数の金融商品取引業に登録し複数の協会に加盟しているが、他方ではどの協会にも加盟していない業者がいる。このため、実数としては登録業者数は総計2,058社となる。このうち、いわゆる証券業者は日本証券業協会加盟の251社にすぎない。

(出所) 金融庁「認定金融商品取引業協会一覧」、「金融商品取引業者登録一覧」ほか、各協会HPより作成。

あろうか。それは、投資に係る専門的知識、経験を有するプロの特定投資家（適格機関投資家）であれば、十分に投資判断能力を有することから、こうしたプロの投資家向けに独自の運用スキルをもった業者によってすぐれた投資運用商品を低コストで提供できるようにしようというのがその趣旨である。すなわちプロ向けファンドについては、金融イノベーションを阻害するような過剰規制を排除するというのがそもそもの趣旨であった。

2 改正案とその背景

しかしながら、この特例業務を悪用した詐欺的投資勧誘が近年、多発し、知識・経験が乏しい一般投資家が被害をうける事例が発生しているのであった。たとえば、証券取引等監視委員会は、一部の特例業務届出業者の検査過程で、(1) 顧客に対する虚偽の告知、(2) 適格機関投資家等特例業務の要件を満たさずに行ったファンドの販売・投資運用、(3) 投資家の出資金の流用・使途不明など、多数の金商法違反事例や一般投資家に被害が生じる悪質な事例が認められた、と指摘している。

事実、金融庁は、「報告命令（ファンドモニタリング調査表などの提出）に応じない」、届出を行っているものの「連絡が取れない」、提出が義務付けられているファンドの名称や出資している機関投資家の商号などを記載した「届出書の提出がなされていない」など問題が認められた届出業者をホームページ上で開示し、注意を喚起している（これらの問題業者は、先の届出業者一九八三社（者）から除外されているが、累計六一三社（者）に上っている）。

そこで、監視委員会は金融庁に対し「出資者に係る要件を厳格化する等、一般投資家の被害の発生等を防止するための適切な措置を講ずる必要」との建議を行ったのであった（四月一八日）。

今般明らかになつた金融庁の改正案は、プロ向けファンドの販売先について、「適格機関投資家」と「一定の投資判断能力を有すると見込まれるもの」に限定するというものである。

具体的には、①金融商品取引業者等（法人のみ）、②プロ向けファンドの運用者、③プロ向けファンドの運用者の役員・使用人・親会社、④上場会社、⑤資本金が五千万円を超える株式会社、⑥外国法人、⑦投資性金融資産を一億円以上保有し、かつ証券口座開設後一年を経過した個人等である。⁽²⁾

この改正案は、独自の優れた運用が期待できる金融商品の販売先がプロ向けに限定され、知識・経験の乏しい一般投資家はこれにアクセスできないという社会的費用が発生したとしても、こうした一般投資家の被害を防止できるという便益の方が、これを上回るといふ判断が監視委員会、金融庁にあるのだらう。⁽³⁾

3 改正案の影響

上記改正案の評価は、投資家範囲の制限によって生じる社会的費用と便益との比較によって決まることであり、そこには観察者の主観的评价が入り混じるだらう。そこで最後に、この改正案が施行されたとして、どのような影響が見込まれるか、整理しておきたい。

従来も、本来の趣旨に沿って適格機関投資家に販売先を限定してきた特例業務届出業者については、大きな影響はないだらう。むしろ、悪質な業者との混同が回避され、透明性の向上が期待され、好影響が見込まれるのではないだらうか（かつてFX業者についてもよく似た規制強化があつたが、これによってFX業界はより透明性の高い業態へと脱皮した）。

他方、一名だけの適格機関投資家に出資者になつてもらつて、個人投資家を主たる販売先として当該事業を営

んでいた特例業務届出業者は、今度、新規の募集は極めて困難になるだろう。こうした業者は、適格機関投資家に販売を絞った業務運営を行うか、あるいは、ビジネスモデルが同じである第二種金融商品取引業に参入するか、であろう。

届出業者でありたいのなら、販売先を本来のプロ向けに限定すべきである。また、一般投資家に販売したいのであれば、時間とコストがかかっても第二種金融商品取引業の登録審査を受けるべきであろう（既存の第二種業者を買収することも考えられるだろう）。

もしも、そうした選択がなされるのであれば、それは本来の金商法の趣旨に合致したものであり、正しい選択とすべきである。

注

(1) 金融庁「問題がある」と認められた届出業者リスト」(<http://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyoj/tokurei/02.pdf>)

(2) 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」五月一日 (<http://www.fsa.go.jp/news/25/syoutken/20140514-1.html>)

(3) なお、「一定の投資判断能力を有すると見込まれ」ていても、個人はすべて販売先から除外する、という代替案もあったようである。しかし、この代替案については、プロ向けファンドをおよそ個人なら全員が購入できなくなるという社会的費用が発生し、これは上記の便益を上回ってしまうとの理由で、今回、これは採用されなかった。

(にかみ きよし・客員研究員)