プロ・アマ投資者の区分

一金融商品・販売方法等の変化に伴う リテール規制の再編一

財団法人 日本証券経済研究所 証券取引法研究 会

まえがき

日本証券経済研究所では、昭和44年以来、証券取引法や海外の証券法制 を専門的に調査研究するため、「証券取引法研究会」を組織し、ご専門の先 生方を中心に広範な研究活動を展開している。

証券市場の整備が喫緊の課題として進められている中、この研究会の成果を適時・適切に公表することが大変重要なことと考え、近年、おおよそ2年ごとに研究会における報告や討論を踏まえた論文を集めた単行本を刊行するほか、毎回の研究会での研究報告や討議内容をその都度公表することとしている。こうした公表は、わが国の証券関係法制の整備に大きく寄与しているものと確信している。研究成果の早めの公表にご理解をいただいている江頭憲治郎・森本滋共同会長をはじめとする研究会の先生方、特に毎回の研究記録のまとめに当たり多くの時間を割いてご尽力をいただいている先生方に、この機会に心からお礼を言いたい。

今回、『プロ・アマ投資者の区分一金融商品・販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編一』を公表する。この研究記録は、本年5月11日に開催された証券取引法研究会における千葉大学助教授青木浩子先生による研究報告と当日の討議内容を整理したものであり、使用された資料も添付してある。

「投資サービス法」の制定により、投資サービスについて横断的なルールの整備が目指され、「柔構造的な」規制構造が検討されている。その中で各種の規制の適用において投資者を「プロ」と「アマ」にどのように区分し、どのような考え方でルールを適用するかということは、大変重要な課題であり、欧米の制度も参考になると考えられる。

研究記録の取りまとめにご協力いただいた青木先生に改めて心からお礼申 し上げたい。

2005年9月

財団法人 日本証券経済研究所 理事長 髙 橋 厚 男

「参考」既に公表した「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」 2003年11月 報告者 森田章同志社大学教授

第2号「システム障害と損失補償問題」 2004年1月 報告者 山下友信東京大学教授

第3号「会社法の大改正と証券規制への影響 2004年3月 報告者 前田雅弘京都大学教授

第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 2004 年 6 月 報告者 浜田道代名古屋大学教授

第5号「EU における資本市場法の統合の動向 2005年7月 一投資商品、証券業務の範囲を中心として一」 報告者 神作裕之東京大学教授

第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 2005年7月 一実効性確保の観点を中心に一」 報告者 山田剛志新潟大学助教授

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 -(平成17年5月11日開催)

報告者 青木浩子 (千葉大学助教授)

目 次

前置き	1
アメリカ	2
ヨーロッパ・・・・・	3
日 本	5
1. 日 本	
2. イギリス	13
3. 欧州指令	21
前置き	21
本 論	23
討 議	33
注	52
資料1 報告者レジュメ	74
資料2 当日配布資料リスト	79

証券取引法研究会出席者(平成17年5月11日)

報告者 青木浩子 千葉大学助教授 共同会長 江 頭 憲治郎 東京大学教授 森 本 滋 京都大学教授 幹 事 前 \mathbb{H} 雅 弘 京都大学教授 委 里 沼 郎 早稲田大学教授 昌 悦 11 袖 作 裕 之 東京大学教授 Ш 口恭 弘 同志社大学教授 東京大学教授 藤 \mathbf{H} 方 敬 新潟大学助教授 Ш 剛 志 11 森・濱田松本法律事務所パートナー 11 中村 聡 オブザーバー 永 井 智 亮 野村證券法務部長 大和証券グループ本社法務部長 " 細 Π 健 永 山 阴 彦 日興コーディアル証券法務部長 11 浅 場 達 批 みずほ証券法務室長 坂 下 晃 日本証券業協会常務執行役 11 小 柳 雅 彦 日本証券業協会自主規制企画部長(現 企画部長) 11 美濃口 琴 東京証券取引所総務部法務グループリーダー 真 大 島 眞 証券保管振替機構業務部次長 11 関 日本証券経済研究所理事長 (現 顧問) 研究所 要 林 良之助 日本証券経済研究所常務理事 11 若 小 林 和 子 日本証券経済研究所理事・主任研究員 日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長 新 道仁信 11 藤 田 哲 史 日本証券経済研究所事務局長 (敬称略)

プロ・アマ投資者の区分

一金融商品・販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編―

森本共同会長 それでは、時間になりましたので、第5回の研究会を始めさせていただきます。

本日は、青木さんから「プロ・アマ投資者の区分」ということで、非常に 詳細な資料とレジュメがありますので内容豊かな研究会になると思いますの で、よろしくお願いいたします。

青木委員 それでは、報告を始めさせていただきます。

配布資料(この冊子では関係部分のみ抜粋しました)として、事前に送らせていただいたものに、2点追加させていただきます。その1つは、A-14の「近時のわが国投資家保護規制の動向」、要するに日本の法律のことについて書いてあるもの。それから、A-16の「欧州の新投資サービス指令における顧客の区別および説明規定」というものです。

以上のほか、きょうお配りしたものは、レジュメ(資料1)と追加資料として、A-17、A-18 があります。それでは、今日の報告を進めさせていただきます。

前置き

本日の報告の題は、「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―」という副題がついております。しかし今日お話しすることは、かなり看板を縮小いたしまして、プロ・アマ区分というのは、日本、イギリス、EUの新投資サービス指令でどうなっているか、それをざっと見ていくことになると思います。

そう申しましても、投資家のプロ・アマを考える場合に、どういう保護を 受けるかということに若干触れることになりますので、そういう意味では金 融商品とか販売方法の変化といった問題にも触れることになります。しかし、 正面から金融商品のリスク別区分とか、あるいは説明義務の具体的内容とかいったことに立ち入ることはできません。

まず、なぜ業者の顧客をプロ・アマに区分するという問題が難しいかについて、私の考えを述べさせていただきたいと思います。

アメリカ

それは、究極的には、顧客をプロ・アマに区分するというのはヨーロッパの発想であって、アメリカの方にはないということだと思います。アメリカはそうすると、顧客を全く区別しないかというと、そういうことはありませんで、例えばNASDの自主規則、そういうところで適合性規則があるとか、あるいは裁判上、自然人と法人との間で、販売業者の注意義務の水準を変えるということはあります(参照、青木浩子「仕組債に代表される複雑な証券を私募発行する場合の民事責任」NBL 696 号 32 頁、697 号 47 頁(2000))。しかし、SECのルールで正面から顧客を2つに分けて差異をつける、そういうことはありません。

細かく見ていけば、確かに一般個人を意識した規制が、取引開始時あるいは取引中に課されるということがあります。例えばペニーストック規制とかデイトレーダー規制、こういったものが、個人を保護するものとなっております。しかし、これは顧客を区分するというよりは、そのときそのときに問題となった取引類型を各個撃破していく過程でたまたまアマが保護されているというものであって、プロとかアマとか最初に定義した上で保護を変えていくものではありません(追記:また、保護の方法も、説明書交付や証拠金強化、リスク説明など、取引類型によってかなり違いがあります。なお、その際に、NASDの「機関顧客(institutional customer)」定義が比較的によく用いられます。IM2310-3, Rule 3310(c)(4))。アメリカは、投資家の保護の大原則はディスクロージャーにあると考えているようで、その強化は、サーベンス・オクスレー法などで進めているわけですけれども、顧客区分という基本ルールをとってみようという気には、なっていないようです。

そういうわけで、お配りした資料のリスト(資料2)のA-1からA-8ま

でを見ていただくと、これは金融庁が各国のプロ・アマ区分に関する資料として配ったものなのですけれども、この中でA-5とA-7がアメリカとなっております。これらはいずれも厳密には顧客区分ではありません。これらは、発行開示免除、つまり私募ができるか、そういう話であって、私募に応じることができる者は、アメリカの証取法の保護が不要な者、だから保護が不要な者という考えから、参考として挙げられていますが、正確にいえば、業者の顧客ではありません。

ヨーロッパ

それでは、どうしてヨーロッパでは顧客の区分ということを考えるのかという疑問が出てくるわけですけれども、イギリスについては昔からあるとしかいいようがありません。

欧州指令にいつから出たかということでございますが、今回出ました欧州の新投資サービス指令、これが 2004 年ですけれども、その前身の現行の投資サービス指令は 1993 年に成立しております。ここでプロ・アマという区分があったかというと、ありませんでした。恐らく、EUというレベルで顧客区分を一番最初に実現したのは、欧州証券監督者委員会 (Commission of European Securities Regulators:CESR (シーザー)) ではないかと思います。ここで 2002 年に制定した行為規制 (Conduct of Business) というのがありますが、これは 2004 年の新投資サービス指令における顧客のプロ・アマ区分の原型となっているようです。

なぜヨーロッパはもっと早くそういう区分を置かなかったかですが、CESRとか、その前身のFESCOというのがありますけれども、そういう機関がする喫緊の作業は、アメリカ規制のコピーでした。つまり、規制の緩やかなヨーロッパにアメリカの証券規制を導入するということで、その作業に忙殺されていた。それが90年代の状況だったと思います。

しかし、それはもう一段落しました。そしてドイツを初め、大陸諸国は今までにない規模で、大衆個人の証券市場参加を様々な手段で促進しました。 しかしそういう促成栽培の市場なので、特にドイツで市場が暴落して、ベン チャー市場ノイアマルクトを閉鎖しなければならないところにまで追い詰められたわけです。そういうわけで、今、ヨーロッパの監督機関は、大衆投資家保護を図らねばならない、という非常なプレッシャーを受けているはずなのです。

イギリスもそういった動きの例外ではないのですが、ただ、プレッシャーのかかり方がやや違いまして、イギリスでは1986年のビッグバンの後に証券界の競争が激化しているのですが、過熱販売とかという問題をそれほど起こしておりません。むしろ投信とか保険とかといった中長期の商品に問題が多かったのです。保険の監督官庁は通産省だったのですけれども、そこの監督が甘かったこともあり、それで保険や年金に集中的に問題が起こりました。ですから、現在のイギリスの監督機関であるFSAは、保険の問題に重点を置いて大衆投資家保護を進めているという点が特徴的だと思われます。

いずれにしましても、近年のヨーロッパでは、社会保障が削減された、だから個人年金に加入しなくてはいけないとか、あるいはドイツですと、従来ならば預金をしていたという人が、銀行の勧めに従って投信や株式を買うといった形で、個人の金融資産が全体として投資商品へと大きく動いております。それだけに大衆投資家を保護する必要があるのだと思います。

しかし、その一方で、ヨーロッパはよくいわれます金融サービス・アクションプラン(Financial Services Action Plan)を進めており、せっかく育ち始めた資本市場に冷や水をかけたくない。そういうことになりますと、自づと、投資家をプロとアマに分離したらいいではないかという運びになるのではないかと思います。

それから、もう1つつけ加えますならば、ヨーロッパではアメリカ規制を 導入する前は、全般に証券規制というのは緩やかだった。だから、個人が参 加するにしても、投資は危険ということで富裕層が中心だったのですけれど も、そういう昔の規制の緩やかな市場の復活も(プロ・アマ分離後のプロ市 場として)イメージされているのかもしれません。

日本

日本ではプロ・アマの問題についてどうかですが、金融商品販売法や今回の投資サービス法に関連しての議論では、余り異論もなく、顧客の分離とか一般顧客の保護とかが必要ということが了解されていたと思われます。確かに、新商品が増加したとか、あるいは業界で競争が激化している、だから圧力販売などが起こりやすい。また、そもそもをいえば、預金から投資へ大量の資金がシフトするという構造上、投資損失という問題が発生しやすくなっていることを考えますと、自然な反応かと思われます。

ただ、日本の場合、母法でありますアメリカ証券取引法にも強く影響されます。こちらでは顧客区分ということをいわないかわりに、ディスクロージャーの強化あるいはコーポレート・ガバナンスの整備、これを強く求めてきます。そうすると、日本の業界は、原理が異なる2つの投資家保護規制をこなさなければならないこととなり、非常に負担が重いということになります。そういう事情を理解して、削れる規制は削っていくということが、日本の監督機関が考慮すべきことと思います。

以下、本論に入って、日本、イギリス、それから欧州指令という順にご報告したいと思います。

1. 日 本

まず第一に、資料A - 14 の 1 枚目をごらんいただけますでしょうか。その目次の最初に1 といたしまして、「現行法規における顧客区分」というようにしております。これは先ほど申し上げましたように、アメリカ法的なわが国規制には、業者の行為規制の関連で顧客区分をする例というのがほとんどないのですけれども、あえて探せばどうかということと、それから、適格機関投資家概念という概念がありますが、それがどういう使われ方をするのか、それを確認したいということです。

原稿の4頁から5頁(後掲注①)を見ていただきたいのですけれども、「適格機関投資家」という言葉を使っている法令を検索すると、本当はもっと、

27 ぐらいあるのですけれども、税法とかを除きますと、大体こういうものが出てまいります。この中には、<証取法系>というようにしておりますが、この④とか⑤のように、「適格機関投資家」という言葉を使うことが必然というものもあれば、あるいは<投信系>というところにございますけれども、証券と制度がパラレルだから使うという例がございます。

しかし、この中には「適格機関投資家」という言葉を使うのが論理必然ではないと思われる例もございまして、それは例えば、<信託業法系>と書いてあります信託業法施行規則などです。あるいは、5頁の方になりますが、この日証協の規則(後掲注②)などはもっとわかりやすくて、例えば①のグリーンシート銘柄についての説明義務とか各種書類交付義務について、適格機関投資家相手の取引に対して免除しております。グリーンシート銘柄は流動性が劣るものですから、保護が少なくて済む投資家に免除を限るのが適当ですが、適格機関投資家にする必要は必ずしもない。規制適用が免除される主体を別途に定義しても構わないはずです。しかし、適格機関投資家という概念が便利だから流用しているようです。このことは、信託業法などのいろいろな法規の行為規制上の義務についていえることだと思います。

アメリカではどうかというと、例えば、適格機関投資家に相当いたします Qualified Institutional Buyer というのがルール 144 Aで使われていますけれ ども、これは他規制に全くといっていいほど流用されていません。流用されていないというのはいい過ぎで、検索すれば税法など少しはあるのですけれ ども、日本のようにいろいろなところで使うということはいたしておりません。

立法技術として節約できるものは節約し、同じ言葉を使った方が効率的ですし、先の日証協の例などを見ましても、行為規制の適用の有無などについては、かなり広い範囲について、適格機関投資家概念を流用する、あるいは何らかの共通の適用免除主体を定義することが可能かと思われます。

要するに、行為規制については、業種や商品の別を問わず同一の投資家グループを適用免除できるのではないかと思われます。ただ、そのグループが

適格機関投資家でないと絶対にいけないかというと、そういうことはなくて、別な概念なり定義なりを考えてもいいのではないか、否むしろ別とする方が 妥当ではないかと思います。無理に適格機関投資家を当てはめようとしても、 「適格機関投資家」の定義が、今まで4回ぐらい改正されているのです。だ から、適格機関投資家という本来の目的に従った改正が頻繁に行われると、 別の目的で使っている箇所が振り回されることになりかねないので、やはり あちこちに使うことには限界があると思います。後でイギリスや欧州指令の 例を申し上げますけれども、たとえば欧州で相当する例は、目論見書指令、 それから新投資サービス指令のプロ・アマ区分だと思いますけれども、ここ で免除されている範囲は、同じではありません。

以上は日本の現行規制はどうかですが、全く話を変えまして、今、審議会ではプロ・アマ区分についてどういうように考えているかということについて、釈迦に説法ですけれども、ざっとお話ししたいと思います。これについて、「表顧客区分に関する審議会等での議論および資料」(後掲注③)をごらんください。ここに、今までの経緯でありますとか、プロ・アマ区分についてどういう資料を配ったかということを整理してございます。投資サービス法のための議論におきましては、2004年12月24日の23回目に「資料2-5」とありますのが、表の1999年7月6日の「中間整理(第一次)」をまとめたものとなっております。この資料2-5と中間整理が、資料A-1としてお手元にお配りしたものでございます。この審議会の説明などを読みますと、資料2-5の内容に従って立法作業が進められるように思われます。

ところで、表「顧客区分に関する審議会等での議論および資料」を見ていただきたいのですけれども、この表に黒い帯が2本入っております。1つ目は、2000年2月となっている「英国顧客分類ルール」、それからもう1つ目が、2004年4月30日「EU新投資サービス指令」です。これを見ると、表で「第二期」といたしたのですけれども、プロ・アマについて日本で方針が相当に固まった99年の中間整理の出た時期に、実はイギリスとかアメリカではそ

ういう内容は余り確定しておりませんでした。イギリスはともかく、EUの 投資サービス指令というのは、全く内容がわからない状態でした。ですから、 私が 2005 年 5 月の時点で、イギリスやヨーロッパのその後の状況をカンニ ングした上で、この中間整理や、それの準備作業として出されましたホール セール・リーテイル・ワーキンググループ・レポートに対していろいろコメ ントするのはアンフェアなのですけれども、それを行っているのが、この原 稿の 11 頁です。

原稿の10頁から11頁をごらんいただきますと、中間整理でいっておりますプロ・アマ区分について、要約ですが括弧の中に引用してあります。これについて、4点、EU指令やイギリスとは違うと思われるところがあります。この10頁の囲みのところを、ちょっと長くなりますが、ずっと読んでまいりたいと思います。

- 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)、――ここに1点コメントがございます――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くことが重要となる。

. . .

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、それぞれに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)——ここに第2点目のコメントがございます。

それから、続きまして、

・・・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)——ここに、第3のコメントがございます——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る一方、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はないであろう(*4)

···—ここに1点コメントがございます——

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こと等により、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・・・

[コメント1]

まず、第1の点です。この3つというのは、プロ、一般利用者、特定利用者(普通、プロ、アマ1、アマ2というように分けているようです)ですが、このうち特定利用者(アマ2)というカテゴリーは、イギリスやヨーロッパには例がございません。ワーキンググループのレポートを見ますと、東大経済学部の柳川助教授の発想によるもののようです。

ことしの3月に「商品先物取引の委託者保護に関するガイドライン」というものが出ておりますが、このガイドラインなどは特定利用者に近いもののように思われます。これは、知識・財産・経験に照らして勧誘の可否を判断するのを原則としています。しかし、客観的に勧誘不可という場合がありまして、具体的には、年齢でいえば75歳以上とされております。ただし、75歳未満でも、高齢者については社内審査を要求するとなっております。

ところで、投資サービス法にこういう客観基準を持ってこられるかですけれども、どうも私には、なかなか難しいように思われます。イギリスやヨーロッパがやらないということもございます。それから、アメリカもこういうことは余りしない。社内ルールであれば、かなり露骨な基準もあって、例えば私の知っている会社では、女性には売らないということをやっているようですけれども、だからといって法律や規則に「低学歴の、少数民族の、低収入の……」というように書いていくことは難しい。「高齢者」というのも、下手をすると批判を招きかねないと思います。

また、自主規則で行うとすればいいのかということですけれども、資料のA-2につけました「ファイナンシャル越境バトル――信託は宝の山」という記事によりますと、高齢者市場は非常に重要で、70歳以上が18.5%、60歳以上が28.7%というように、60歳以上の人が家計の半分ぐらいのお金を持っているらしい。要するにシルバー・マーケットというのはおいしい、ですから、簡単にシルバー・マーケットを外すことを期待できないであろうと。だから、平均退職年齢よりは遙かに高い75歳とかそういうことになってしまうのだと思います。その一方で、デリバティブがわかるのは35歳までとかいうテーゼもあるわけなので、要するに年齢で客観的に切るというのは難しいというように思われるわけです。そこで、例外や特則あるいは主観基準を多用するとなれば、裁判所で用いられております適合性基準と余り変わらないと思われます。

要するに、プロ、アマ1、アマ2とありますが、アマ2というのは機能しないだろう。だから、実質にはプロ、アマ1ということになるのではないか、

というのが私の感想です。

[コメント2]

それから、コメントの第2ですけれども、「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」というところですが、たくさんの議論をして検討を進めてどうなるかということがございます。ごく単純に考えると、プロの範囲をかなり小さくとらない限り、あるいは、さらに再区分でもしないことには絶対どこかに無理が出る。例えば、小さい機関の方に合わせてプロの保護規制というのをつけると、大きい機関にとっては過剰規制になる。ただ、現実問題としては大きい方に合わせるだろうから、小さい方は過少規制になるだろう。これは、避けがたいことだと思います。幾ら議論しても仕方がない。この点に関しては、イギリスの現行規制が参考となると思いますので、これは原稿の第2(資料A-15)を使ってイギリス規制を見てまいりますときに申したいと思います。

[コメント3]

それから、コメントの第3ですけれども、主体別か取引類型別かということを非常によく議論しているのですけれども、イギリスもヨーロッパも、自分の所属するクラス、例えば自分はノンプロフェッショナルである、普通の一般顧客であるということを前提にしています。ただ、それ以外のクラスの属性が必要で、今度だけプロとして扱ってほしいとか、あるいは、「自分は為替をヘッジするために使いたい、だから為替取引だけプロ扱いしてくれ」という場合には、そういう部分指定ができるようになっています。そういうことは、規制でやるよりは、むしろ相手方業者が「うん」といえばいいことであって、余り細かく規制で議論するとか決めるとかいう必要はないように思われます。

〔コメント4〕

コメントの第4ですけれども、これもコメントの第3に似たようなものですけれども、相手方業者が「うん」といえば、別にプロがアマになったって構わないではないか。「自分はそんな能力はありません」といっている者に

対して、おまえはプロでないといかぬ、ということを強制する必要は普通ないし、実際、していないわけです。

ヨーロッパの投資サービス指令では、デフォルトでプロ(professional per se. 当然のプロ)とされる範囲が非常に広いのです。それだけに、「おれは能力がない、アマになりたい」という者に対して、希望を認めるのは当然だというように考えられております。実際どういう利用者が問題となるのかということですが、90年代前半のオレンジ郡とかハマースミスとか考えてみればわかるわけで、ああいった地方公共団体とか小さ目の年金基金とか、そういうところが考えられるわけです。

以上が、プロ・アマに関する日本の現行法とか審議会の議論とかをざっと 見てまいりました。

2. イギリス

イギリスの規制については、「新投資サービス指令というのが出てきたではないか。イギリスというのはEUの加盟国なのでその適用を受けることになるのだから、今さら調べても仕方がないであろう」というように思われるかもしれませんが、EU指令がありましてもイギリスを参照する理由はいろいろあるのです。まず、新投資サービス指令というのは非常に白紙の部分が多い、だから従来の規制が生きる部分が多いということです。どういうように生きるかといいますと、これはとても難しくて、イギリスの規制は新投資サービス指令下でどの程度維持され得るかということについてFSAの出している見解や調整日程などありますので、関心のある方はご参照ください(後掲注④)。

それから、イギリスの規制は1つの制度として完結しています。また、イギリス指令はビッグバンの後の激動期を耐えたという実績があるわけで、その点は評価されてよいと思います。確かに、きょうお話しするかなりの部分は、1997年の終わりにFSAがスタートしてからの話でございまして、そういう意味では余りテストされていない制度です。しかし、FSAは、保険

や何かの部門は違うのですけれども、証券部門についてはそれ以前の自主規 制機関のルールを尊重して、ほぼそのまま生かしております。

現在のイギリス規制のなりたちにおいて、ポイントが2つあります。

1つは、FSAが包括的規制監督権限を持つようになったため、銀行と証券について業者の行為規制を包括的につくらなくてはいけなくなったけれども、その際銀行系の主張と証券系の主張があって、結局は証券系の方を基本としてつくったということでございます。

第2のポイントは、「協議書 Consultation Paper43」というのがございます。これは、配布資料のA-11 というところに、表紙と目次だけつけた「Customer Classification」という題目のものです。この Customer Classification は、顧客区分について議論しています。これは 2000 年 2 月、つまり先ほどの日本の 1999 年中間整理が出た後に出たものです。 Customer Classification という表紙の裏を見ると、「Contents」とあって、 $1 \sim 6$ までございますが、「2 The customer categories」というところに 3つ、「Market counterparties」「Intermediate customers」「Private customers」となっておりますが、そのように分けた上で、その定義、おのおのに対応する行為規制、どういう保護が与えられるかについて書いてあります。

以前、前田先生だったと思いますけれども、アマがプロになる利益がよくわからないということをおっしゃっておられましたが、確かに日本の議論からは、業者には利益はあるけど、投資家側にメリットはないという感じがします。イギリスの場合ですと、一般顧客ではなくて中間層顧客ということになると、そこそこの顧客保護を受けながらも、一般顧客には勧誘しない、あるいは勧誘が難しい商品やサービス、ヘッジファンドとか、そういうものを持ってきてもらえる(要するに、富裕層としての扱いを受ける)というメリットがわかりやすいような気がいたします。

それから、関連する問題として「クラス間での再区分要件(reclassification)」があります。これが、日本でいえば、選択・転換、つまり、あるクラスから別なクラスに行く、そういう話に当たるものです。イギリスの

場合、特筆すべきこととして、日本でいえばアマからプロに転換する場合(イギリスの言葉でいえば一般顧客から中間層顧客へ転換)に、資産要件は課さないということがあります。業者が知識・経験を判断して、この顧客はできるとわかれば、中間層顧客扱いを認めています。要するに、貧乏でも賢ければ、中間層顧客になれるということです。

昔、私がアメリカでレギュレーションDを習ったときに、アメリカでは金持ちは賢いとみなされると先生が説明してくれたのですけれども、特にレギュレーションDは、金銭は万物の尺度だといわんばかりの規定で、完全な資産所得基準です。イギリスの説明に、「イギリスは、アメリカのように徹底した資産基準主義はとらない」と書いてあるのを見て、同じアングロサクソンでも違うと思った次第です。

以上がイギリスの顧客区分についてのあらましなのですけれども、これから具体的な内容をお示ししながら見てまいりたいと思います(注、以下は研究会で原稿を使用しながら説明したので非常にわかりにくい。この原稿は整理の上、当研究所機関紙『証券経済研究』2005年12月号および続号に掲載予定であるので、そちらを御参照いただけると幸いである)。

まず、98年にディスカッション・ペーパーが出されていますが、ここに、イギリスの証券界と銀行界で、顧客区分をどう考えるべきかについて、対立があったということが書いてあります。それを表にしたものが、「英国(証券系・銀行系)規制と欧州投資サービス指令との顧客区分の比較」というものです(後掲注⑤)。この表を見ますと、一番左の方に「証券系」とございます。ここに、「市場当事者」「中間層顧客」「一般顧客」となっております。これが現行規定です。先ほどのディスカッション・ペーパーでは、銀行は、表の柱の左から2つ目のように、区分は2つでよい、プロかプロ以外に分けて、国民は、リテール顧客として一括し、リテール顧客は区分しないとしていたわけです。そしてInter-professional のところに、Inter-professional Code というプロ間市場ルールを適用せよと主張していたのです。

先に申したようにFSAが最終的にとりました区分では、中間層顧客と一

般顧客という区分が残されております。この区分によりますと、プロというのは市場当事者、Market counterpartyがプロであって、中間層顧客や一般顧客はあくまでノンプロというか、リテール顧客というように考えられております。

ところが、欧州指令では区分が違う。図の真ん中に当たりますけれども、プロ・アマの線がずっと下がりまして、イギリスでいえば一般顧客のあたりまでずっと下がる。プロ顧客とされるのが、上は国とか大銀行、下は本当に小さな中小企業、それから個人、そういったところまで含む。非常にプロ顧客が広いと、そういう違いがあります。プロ・アマといっても、イギリスと欧州とでは随分違うのだということです。

次に、イギリスではどういう保護を各区分の顧客が受けるのですかという表(後掲注⑥)がございます。Conduct of Business(行為規制)にはいろいろありますが、一般顧客には全部が適用され、市場当事者には実際には不適用です。このルールが一番最初にできたときは、市場当事者にも若干は適用はあったのですけれども、その後、整理があって、結局全部×になっていると考えてよろしいかと思います。中間層顧客のところは、○がついたり×がついたり、いろいろ注釈が入っていたりという状況にあります。

この「市場相手方」というのは一体何かというと、業者の取引相手ではあるけれども、「顧客」とはいわないものです。対等な相手方であるから、行為規制で守る必要がない、と割り切るわけでございます。行為規制が不適用ならば、FSA規制としてどういうものが適用されるかというと、添付資料のA-9のHandbookの目次を見ていただけますかくhttp://fsahandbook.info/FSA/handbook.jsp>。イギリスの法律は、FSMA(The Financial Services and Markets Act 2000)がまずあって、それからStatutory Instrument(財務省令)が来て、それからFSAのルールが来る。そういう3層構造になっていますけれども、このFSAルールを集めたHandbookは、実際には一番機能するというか、アメリカでいえばSECのレギュレーションのような感じのものです。ただ、銀行も証券も保険も含まれており、しか

もいつも整理中、改正中といった調子で、ごたごたしています。

そういうところは目をつぶるといたしまして、きょうのポイントは、目次の「COB」(行為規制)というところであります。この行為規制は、銀行にも証券にも保険にも適用があります(正確に申しますと、その下に「ICOB」とあって、損保についてはいろいろな事情が入って別にしてあるほか、モーゲージについても別にしてあります)。

市場相手方には Conduct of Business は、適用はありません。しかし、M A R (Market Conduct 規定) は適用されます。特にその Inter-professional conduct が適用されます(やや不正確ですが、日本の 1999 年中間整理の概念を借りれば、市場ルールや顧客保護に関わらない業者ルールの適用があるという感じです)。

次に、中間層顧客について見てみたいと思います。

もう一度、表をごらんいただきたいのですが、この中で、先ほど中間層顧客について申した、デメリットもあるけれどもおいしい規制適用免除とは何かですけれども、例えばこの中にある3.9.「直接投資勧誘」ですとか、5.4.「顧客のリスク理解」、こういったものを挙げられると思います。

実は、イギリスは最近非常に感じが変わっておりまして、昔の自主規制時代には、中間層顧客というか、あのころは「エキスパート」と呼んでおりましたけれども、エキスパートになると、規制の適用免除が有利ということがはっきりしていました。直接投資勧誘の規則によりますと、デリバティブとかのハイリスク商品を広告できず、また、不招請勧誘というのが3.10.にありますが、この不招請勧誘が適用され、訪問とか電話とかもできない。ですから、ハイリスク商品が一般顧客に自ずと流通しない、そういうようになっておりました。しかし、中間層顧客(エキスパート)に対しては販売できるので、私募ユーロ債などの商品を一般顧客を尻目にどんどん販売できたわけです(日米の適格機関投資家に無開示証券の私募が可能という状況に少し似ています)。しかし、今日では状況が変わっておりまして、詳しく説明すれば、一般顧客にもハイリスク商品を勧誘できるようになっているので、昔ほど明

確なギャップはなくなったようです。

ともあれ、顧客の間にも規制のため手間のかかる者とそうでない者とがいることになると、証券会社の方もお客を選び、たとえば中間層顧客は相手にするけれど一般顧客とは取引しない、という例も出てくるようです。添付した書類の中の、A - 13 は Important Legal Information という、メリルリンチインターナショナルのアメリカのウェブサイトの一部です。これはいろいろな国の国民に読まれることを想定したものですが、イギリスで読まれる場合のことを考えまして、個人顧客向けではないという警告を出しています。この警告はFSAの言葉ではなくて、さっき申しました財務省令の言葉を使っているのでわかりにくいのですけれども、要するに法人の中間層顧客のみお客にとりたいということで、一般顧客とか個人とかは避けているということです。イギリスのように顧客保護を厚くすると、業者の中には面倒なお客は避けるという者も出てくるということのようです(ただし、理由をメリルリンチに確認したわけではないので推測です)。

中間層顧客のそのほかのメリットといたしまして、原稿の13頁(後掲注⑥)の5.4.の「顧客のリスク理解」の適用を外せるということがあります(日本の金販法をしつこくしたようなリスク警告内容です)。以前、神田先生が、金販法の重要事項の説明を唱えるのは気恥ずかしいというようなことをいわれましたけれども、イギリスの場合、もっと念が入っているので、免除の実益があると思われます。

次に、クラス間の再区分要件(リクラシフィケーション)についてお話ししたいと思います。これは、3つのクラスがあるわけですから4つの場合を考えればよいのですけれども、上だ、右だ、左だ、下だというのはわかりにくいので、表「各カテゴリー定義と移動要件」にしました(後掲注⑦)。色がちょっと濃くなっているところが欧州(EU)、色が薄い方がイギリスです。これでは整理になっていないといわれるかもしれませんけれども、もとがややこしいものなので、仕方がありません。

この図に、顧客の区分要件、それから移動要件が簡単に示してありますが、

ポイントについて若干申したいと思います。

表でいえば③から②へ移るパターンである中間層顧客と一般顧客との間の 移動につきましては、先ほどアメリカとイギリスの対比というところで申し ましたけれども、(イギリスには)資産等の客観基準がなく、要するに、経験 と理解が十分かを業者が判断して、それでよければ認めてやります。そして、 判断が妥当かを毎年チェックし、また、移るときには保護の利益を失うこと を警告する、そういったことが求められております。これは、一番使われる 類型、つまり一般顧客から中間層に上がるという類型でありますけれども、 ほかにも、先ほど申しました中間層からさらに上位へ、つまり市場相手方に 移るということも考えてあります。表でいえば、②から①に移るパターンで すけれども、ここでは③から②の場合と異なり、かなり客観要件を課してお ります。大規模中間層顧客(large intermediate customer)というサブクラス をつくって、そのクラスに入っている人が手続を踏めば、市場相手方になり ますというようにしております。さっきいった一般顧客から中間層になるに はお金なしでも頭がいいならいいとされているのに、中間層から市場相手方 に上がるときには何故そういうことを要求するかというと、プロ間マーケッ トにプロでない者がうろうろされたら困るので、それなりに客観的な規模を 満たした者だけということで区別してあるということだそうです。

一般顧客から中間層に移るとき、経験・理解のチェックをどういう様にしているのか、これは私は非常に興味があったのですけれども、残念ながら本とか論文とかには載っておりません。恐らくフォームがあって、お客ごとに理解度を質問する、そういう形をとるのだと思います。もしそうしないと、つまり、誤ったクラス区分をすると、どうなるかというと、FSAのルールを規則違反として、結果論としては、民事責任に問われます。ですから、ここの手続はちゃんと踏まないと、後で問題となるということです。

ここでイギリスは大体終わりなのですけれども、あとヨーロッパが残っております。それに移る前に一寸ドイツのオンライン証券取引について、気分転換としてお話したいと思います。

ドイツでは、説明義務の関連で、お客は知識があるか、そういうことを調べなくてはいけないのですが、オンライン証券の場合でも、対面取引の場合と変わらずそうしろということをいっているのです。オンラインではそんなことは無理だと思うのですけれども、本などを見ると、顧客をどう分類しろとか、非常にもっともらしいことを書いてあります。

専修大学の川地宏行先生が、ドイツのオンライン証券とか、あるいはオンラインに限らず、ドイツのブローカーについて非常にいい研究をたくさん出していらっしゃるのですけれども、そこにも根拠となる法規・判例を紹介の上、顧客区分をしろと書いてあるのです(さもなくば、顧客別の仕様の説明文書を交付するという、実際にはとてもできないことを義務づけられる)。

私はそこで一体どうやっているものかと、ドイツのオンライン会社のカスタマー・サービスにメールを出しまして、「ドイツではお客の知識によって区分しているというけど、どうやってするのですか」と聞いたところ、1社(Comdirect社)が口座開設時に用いられる判別チャートを送ってきました。ところが、その内容は、日本だってアメリカだって、このぐらいのことは十二分にやっているという程度のものでした(5段階にわけて、自己申告の情報に基づいて、という、あれです)。何でこの程度のものに、あれだけ顧客区分とか、知識、経験のチェックだとか延々と議論できてしまうのかと、つい思ってしまいました。さらに驚いたことに、上のComdirect はそれでも顧客区分をまがりなりにもしているのですが、別の社(Cortal)は「うちは、そんな区分やっていません」、別の1社も、結論として、やっていないということをいってきました。

新投資サービス指令を見ますと、19条6項に、エグゼクション・オンリー(EO)という類型(アメリカのディスカウント・ブローカーに相当)があります。EO業者については、顧客の知識・能力の確認は義務づけないとなっています。けれども、この指令はまだ発効していないし、EOの業者はデリバティブは売ってはいけないとなっていますが、Cortal とか Comdirect は堂々とオプションを売っているのです。だから、EO業者という理由からも免除

されないはずです。とにかく顧客区分をしていないオンライン業者もざらに あるということです。

これに限らず、普通に文書から読めること(上の研究は、ドイツ文献の調査読解能力ともに、私よりも遙かに上です)と実際にやっていることとが同じでないということが結構あるようで、海外の例を参照することは、特にリテール実務の場合、実に難しいと思います。

3. 欧州指令

前置き

最後に、ヨーロッパ、欧州の新投資サービス指令についてお話ししたいと 思います。

「新投資サービス指令」というと長いので、以下「ISD(Investments Services Directive)」と略させていただきますけれども、このISDの概観について初めにお話します。

ISDは、今まで出た証券系の欧州指令の中でも、非常に難しい方だと思います。昔は証券指令というのは、アメリカ証券取引法のコピーみたいなもので、とにかくひたすら退屈でありそれが一番困るところだったのですが、最近は、どう見てもアメリカのものではないというものが出てきているようです。顧客区分もそういう例だと思います。

指令で顧客区分がどうなっているかなのですが、読んでも読んでも少しも わからないのです。イギリスの方は読めばわかるのですけれども。ISDの 方は、顧客クラスの定義が部分的にはともかく、全体としてどうかがわから ない。日本でも色々な人がISDについて書いていますけれども、すっきり 説明・整理できているのはないと思います。

なぜそうかというと、欧州委員会で全部やっていると時間がかかるからというので、さっきも出てまいりましたが、実質的な部分をシーザー(CESR)に授権いたしまして、指令の細部の具体化を担当させるのですが、このCESRの作業がひどいのです。たとえば、ヨーロッパ委員会が、「CESRで

これをやれ、これについて助言してくれ。」というと、「やります。」とかいっておいて、「実は、この助言はしないことにしました。」というような返事を後になって平気で返してくるのです。

欧州委員会であらまし的な指令をつくるプロセスを、ランファルシーのレベル1、それからCESRで具体化する段階をランファルシーのレベル2というようにいっているのですけれども、最近では、この指令ができても、レベル2の作業が1年ぐらい続くことになっています。

ISDについてみると、「CESR Work Plan for the mandates under the MiFiD」という表(後掲注®)を見ると、委員会の授権と作業期限が2004年2月ごろに仕切られていて、もう1年ぐらいCESRで審議されています。指令に加え、CESRの作業を見ないと具体的な内容はわからないというわけです。日本の法律やアメリカの法律なら、細目や規則を見なくても一応完結して、それなりにわかるようにつくってありますが、EU指令は本当にそんなことはお構いなし、「難しいものはとにかくCESRのレベル2に回してしまえ」みたいな感じで、指令だけみても論理的に完結しているとは言い難いものです。ランファルシー・プロセスは、ちょっと表の字がわかりにくいのですけれども、2005年4月30日に一応終わっております。

助言が行われます指令の各条文が、例えば4条とか13条とか18条とか、左に小さい字で書いてあります。委員会が、この条文のこの点について助言して欲しい、とCESRに頼みますと、CESRが業界に意見照会を行います。するとコメントが来る。来たけれども、何だか業界が対立している。これではちょっと意見が出せないから、助言は空白にしておく、そういったケースも多く出ております。

顧客区分の話でいえば、一番大事な点、例えばプロフェッショナル顧客の定義でありますとか、リテールからプロへの移動、そういう要件は指令が規定しているのですけれども、さほど各国の利害にかかわらないものは、平気でレベル2に回しています。レベル2が出るまでは、CESRが過去に出している行為規制(COB)を見るとある程度参考になることが書いてあるので

すけれども、それでもわからないことがあります。要するに、ISD(新投資サービス指令)の理解は大変です。CESR発行文書、ISDに関しての参考文書を列記してありますけれども(後掲注⑨)、こういうものも、CESRのホームページを見たって全然整理していないのです。整理してくれないどころか、サイトマップすらないのです。「サーチ」に言葉を入れて、関連する文書を探す、そういった芋づる式で探すしかない状況です。

要するに、ヨーロッパの指令を調べられる方は、指令だけではいけない。このCESRのレベル2を探さなくてはなりません。しかし、レベル2を探すうまい方法はないのです。だれかいい論文を書いてくれるだろうと思っても、皆さん各国法化されて、自分の国で関心が持たれる形になるまで待っていて、指令とCESRとを合わせたレベルでの解説を書いてくれるそうもありません(追記:欧州指令改正内容については、研究者や民間シンクタンクでは立法資料とするに十分な水準で調査することは恐らくできない。欧州の関係者から資料と概観説明とを得られる立場にある、たとえば官庁からの出向者・留学者による継続的な情報収集(商事法務の「海外情報」のようなものを組織的に作成する)を是非お願いしたい。)

ISDに関しましては、さっき少しEO業者に関連して申しましたけれども、説明義務に関する規定が結構おもしろいのです。日本でも適合性原則とか説明義務とかというようにいわれておりますけれども、その義務に関して、19条4項から19条6項に書いてあって、CESRも助言しているので、これについて具体的に見てゆきたいと思います。ここで課される負担が非常に重いので、プロの顧客範囲を広くしたい、あるいはアマからプロへ移動することを簡単にしてほしい、そのように欧州の業界が望む動機があるように思われます。

本 論

(1)まず、ISDの改正理由についてです。

現行の ISDは 93 年に制定されております。10 年間たったので、それだけでも改正理由としては十分なのですが、ISDの前文(リサイタル)は、公

式な理由を7つほど挙げております。しかしこれを見ましても、なぜプロ・アマ区分を導入したかについて何ら述べられておりません。

推測ですが、プロ・アマ区分は現行指令でも既にあるから、ということなのかもしれません。現行の投資サービス規制の11条を見ますと、「加盟国は、投資会社が常時遵守すべき行為規制(rules of conduct)を制定しなければならない」、つまり Conduct of Business を加盟国はつくりなさい、と義務付けています。その Conduct of Business については、「以下の事項として与えられた原則を表し、かつサービスが提供される者のプロフェッショナル性(professional nature)を斟酌して適用されねばならない」と書いてあります(現行指令11条)。だから、指令では作らないけれども、各国法のレベルでのCOBでは、プロフェッショナルかノンプロフェッショナルかを考えて適用される行為規制を作れ、といっていたわけです。かなり強引ですが、93年ISDの段階で、各国レベルですけれども、プロ・アマ区分を知っていたと言えなくもないということです(冒頭に2頁で述べたことと矛盾するようですが)。

これに関連して、CESRは 2002年に、先ほど少し申し上げました行為基準というものをつくっております (CESR,A European Regime of Investor Protection – the Harmonization of Conduct of Business Rules (Apr.2002 CESR/01-014 d). 現行 1993年 ISDを前提としていることは制定経緯からも明らかである)。このCESR – COBは、先ほどの現行 11条に即しまして、プロ・アマ、それから相手方と区分しております (後掲注⑩表「CESRによる顧客分類概念図」参照)。これを見ますと、一番左に Retail Customers がある。それから中に professionals というのがある。リテールとかプロフェッショナルというのは client、つまり、証券会社の顧客の関係にある者である。しかし、それと別に no client、つまり顧客ではない、一人前の独立したきちんとした取引相手があるということで、counterparties というのが設けられています。要するに、業者と取引するのだが、この左 2 つはお客 (client) だから、Conduct of Business (行為規制) が適用される。そ

して保護してあげる。しかし、右の方は独立・対等なのだから、Conduct of Business は適用しない。そのかわり、さっきのイギリスでいえば、マーケットのルールや何かは適用されるのだと、そういう整理になっているわけです。 私は、このCESRのつくった 2002年のCOBが、わかりやすくて好きなのです(また区分自体は、名称が private customer が retail customer, expertise が professional となっていますが、イギリス型です)。

しかし、COBの内容が、大陸諸国の要求を容れた結果、イギリスの実務から見るとかなり過剰であり、例えばこんな書類をつくれとかいったことを多く要求するのですが、イギリスは、閉鎖的プロ市場でうまくやってきた自負があり、不要なコストを請求される理由はないとして、CESR-COBをあまり守っていないということです。要するに、CESRのCOBというのがあるのだけれども、必ずしも加盟国で守られていない。だから、ISDのような各国に対して強制力のある形でプロ・アマ区分をしないと、どうにもならないということになります。

それでは、指令でどういうようにプロ・アマを区分しているか見たいと思います。

指令中の、投資家に関係ある言葉をひたすら集めていくと、大体こういう 形(後掲注⑪)に整理できると思われます(私の整理よりも何らかのオーソリ ティによる解説があればそれに越したものはないのですが、見出し得ません でした)。

まず、investors (投資家) というのがあります。これは前文 31 というのがあって、investors にはリテールとプロフェッショナルと取引相手方とがあります。それから 24 条というのがあって、counterparty の中でも eligible counterparty というのは client として扱うとあります。さっきの CESRO 図 (前出の注⑩) で、counterparty というのは client ではないということを言われたばかりですけれども、手の平を翻すように、eligible counterparty は client であるといわれるのです。これが前文 40 です。

それで、eligible counterparty になると一体どういうことがあるのという

と、指令の 24 条 2 項に、19 条、21 条、22 条の完全免除が規定されています。 19 条というのは行為規制です。だから、eligible counterparty では client になりながらも、行為規制は全体として免除ということであります(あと市場参加者 market participant とかいろいろな言葉が使われていますが、当面はこれは外して考えても支障ないと思います)。とにかく顧客(Client) には、リテール、プロフェッショナル、それから適格相手方の3つがあるということであります。

たほどのイギリスだと表(前出の注⑤)にありますように「市場当事者、中間層顧客、一般顧客」がきれいに三分されています。しかるにISDの定義を見ますと、プロ顧客が、イギリスでいう市場当事者と中間層顧客をカバーしている。その一方で、適格相手方というのも、24条2項の定義を読みますと、これも広い。若干プロフェッショナル顧客より狭いのだけれども、国とか金融機関とかをカバーしている。イギリスでいえば、市場当事者みたいな感じなのです。だけど、プロ顧客の方もずっと上まで含んでいるので、適格相手方とプロ顧客との関係がよくわからないのです。(追記:ひとつの考え方として、ある金融機関が適格相手方とプロフェッショナル顧客の両方の属性を持つ場合には当然に適格相手方のルールを適用し、それを望まない場合オプトインによりプロフェッショナル顧客のルールが適用されるというように切り換えるのかとも考えられるが、いずれにせよ、なぜイギリスのように重複のない三分法をとらないか、不明である。)

では、適格相手方とプロフェッショナル顧客というのは全く関係ないかというと、オプトイン・オプトアウトという制度で関係づけられています。この opt-in、opt-out というのは、適格相手方とプロフェッショナル顧客、あるいはリテール顧客との間での移動のときに使う言葉です。適格相手方みたいにマーケットにいる者が、自分はちょっと能力がない、だからリテール顧客あるいはプロフェッショナル顧客として扱ってください、要するに保護をください、というときを「opt-in」と申します。それから、自分は保護は要

らない、というときを「opt-out」といいます。

顧客区分の方はそういうわけで、ポイントは、イギリスみたいに3つきれいにスパッと分かれるわけではなくて、プロ顧客が広く(最大の金融機関を含む形で)定義されている、それ以外の顧客がノンプロ(リテール)とされる、それで一応完結しているのだけれども、わきの方に適格当事者がある、そのような区分になっております。

(2)次に、リテールに対する保護の程度というのを見てまいりたいと思います。

リテール顧客についてはどういう保護があるか、これはISDにはっきり書いてあります。すなわち、指令の19条に行為規制がずっと書いてあります(後掲注®に訳文)。この19条は、全部で10項ありますが、その中に、投資顧問の適合性判断義務でありますとか適切性判断義務でありますとか、さっきのエグゼクション・オンリーの適切性判断義務の免除、そういった重要な項目が入っています。

さきほど述べたように、適格相手方には19条の適用は全くありません。また、プロフェッショナル顧客にもほとんど適用がありません。CESRの方の説明を見てみますと、要するにプロフェッショナル顧客というのは保護が要らない人達だから、19条の適合性・適切性判断義務を課す4項、5項とも、プロフェッショナル顧客には適用がないとされています(CESR/04-562)。正確には「各国は業者に顧客の知識・経験に関する情報収集を義務付けてはならない」というものなので、同項全部免除というのと微妙に違う(とくに4項の場合)のですが、実質的には適用なしと考えてよいと思います。

(3)次に、クラス間の移転ということですが、これは指令のアネックスⅡというものがありまして、金融庁訳(後掲注⑭)もありますが、要するにはっきり書いてあるということです。プロフェッショナル顧客とリテール顧客の間で、どういう移転要件があるかということは、これは非常にはっきり書いてありますし、原則的にはどちらにも動けるということです。

問題は、適格相手方との間の移転はどうなるかということなのですけれども、これはISDでなくCESRでも客観基準を置くこととなっております。この移転につきましても、移転の場合、どのような移転要件があるかを表(前出の注⑦)にしておりますので、参照いただければ幸いです。

(4)前後しますが、リテール顧客の保護の定めについて、中心的な規定である19条4項について敷衍いたします。

19条4項の訳は前出の注③を、またその内容を敷衍するCESR助言の 訳は後掲注⑤をご覧下さい。19条4項は、「投資助言(providing investment advice)または資産管理(portfolio management)を行う場合、投資サービス 業者は、顧客(取引開始希望者を含む)に適合した(suitable)投資サービスお よび金融商品を勧めることができるよう、特定の商品サービスに係る投資領 域での顧客(取引開始希望者を含む)の知識経験・財務状況・投資目的につい て、必要な情報を取得しなければならない」となっております。

この中で一番効いているのは財務状況の箇所だと思います。というのは、知識経験を聞けというのはどこの法制でもあるわけですし、投資目的というのも簡単です。さきぼどのドイツのアンケートもそうですが、あなたはリスク志向ですかとか安定志向ですかとか、それで大体足りるということになっています。しかし、この財務状況(financial situation)というのはかなり厳しいと思います。ある商品がある人に対して危険かというのは、それだけ見ていても実はよくわからない。その人がどのぐらいの年で、どのぐらいの資産収入を持っていてという、そういう全体的な状況の中で、危ないか危なくないかということが決まる。要するに資産管理というか、総合的な観点から適合性を判断せよといっているわけです。これは義務としては非常に重いように思います。

申し遅れましたが、4項には「投資助言」というように書いてありますが、 投資顧問か、うちはただのブローカーだから関係ないと思うと、それは間違 いで、「投資助言」というのは非常に広い定義になっています。投資助言 (investment advice)の定義はCESR助言として出されています(後掲注 (6)。personal recommendation は何かとか書いていますが、要するに一般向けのチラシを配るとかいうのは当たらないけれども、お客さんに個別に言ったなどということならば、投資助言に当たってしまう可能性が高い。その場合、さっきの4項の適合性判断義務を負うことになります。通常の対面セールスは(適合性原則の関係からも)これに当たると思われます。このように、4項と5項とありますけれども、4項の方が原則的に適用されることになるように思われます。

そうなると、この 19 条 4 項というのは相当重い。私のような一般顧客に対しても幾ら収入があって幾ら貯金があるか等を聞かなくてはいけないのか、それはとてもたまらないというので、19 条 4 項の知識・経験・情報の収集は免除されることに疑いのないプロになってもらいたいということなのかと思います。19 条 4 項免除にはもう 1 つ方法がありまして、19 条 6 項「(E O投資サービス業者に対する適切性判断義務の免除)加盟国は、投資サービス業者が顧客注文の執行(execution)または取次(reception and transmission)の提供のみを行う場合で以下の要件を全て満たす場合には、5 項の情報収集および判断の義務を免除しなければならない」の適用をねらうということが可能です。

ところが、この要件が結構厳しくて、当該サービスが、規制市場で取引される、要するに非常に複雑でない金融商品に関するもの(複雑でないというのは何かというと、これもCESRが敷衍しておりまして、デリバティブはいけないということになっております)でなければなりません(さきほどドイツインターネット取引で申しました)。要するに、19条6項から免除を得るには限界があるということです。

(5)以上、駆け足で新投資サービス指令について、顧客区分の要件、それからクラス間の移動、リテール顧客保護の内容、ということを見てまいりました。顧客の要件の中で一番上に位置する「適格相手方」のところが自分でも理解できておりませんで、お聞き苦しかったと思いますけれども、要するにヨーロッパの場合、特にリテール顧客の適合性判断義務というのは結構重

いので、アマ(ノンプロフェッショナルあるいはリテール)から外してプロに 上げたいという要求が強いのであろうということを申したわけです。

(6)最後に、話を変えまして、要するに適格機関投資家に相当します発行 開示免除(要するに私募免除をされる投資家の範囲)と、今まで見てまいりま したプロ・アマのプロという範囲、それについて比較いたしてみたいと思い ます。

「一般顧客市場とそれ以外の市場との二極化」という図(後掲注⑪)がありますけれども、EUPD(prospectus directive)のところに書いてある「適格投資家」というのが私募免除される適格投資家の範囲であります。これを見ると非常に広く、要するに法人なら誰でも入れるということになっております。

ヨーロッパには目論見書指令(prospectus directive)というのがありますが、この目論見書指令は、各国法に授権しておりまして、企業については各国で範囲を決めてよいというようにしております。この範囲につきましては、英語のオリジナルで恐縮ですが2条1項(e)に示されております(後掲注®)。これは要するに、各国で決めるのだったら、事業会社ならどれでも適格投資家になれるということをいっています。これを受けて、ドイツでもイギリスでも、事業会社は登録すれば私募発行に参加できる、そういう制度になっております。だから、ヨーロッパ、少なくともドイツやイギリスでは、適格機関投資家に当たる、要するに私募における参加者の範囲というのが大変に広いのです。個人もたくさん入るのですけれども、法人に関しては本当に制限なし、そういう状況になっております。

日本やアメリカでは、最初に申し上げたように、適格機関投資家は、要するにポートフォリオが100億円なくてはならない。なのに、ここではどうでもいいということなのです。これは、目論見書指令の独創というわけではなく、イギリスのルールでもそうで、昔からかなり広い範囲の個人や法人が私募免除を受けていたので、実質が変わったわけではないといわれています。とにかく欧州で私募発行に参加できる範囲は、アメリカとか日本からは想像

できないぐらい、広いわけです。

日本の箇所で申した、適格機関投資家とか、ある1つの概念を使って行為 規制のプロ・アマの区分に使い回すということは、欧州でもなされていない ということであります。

最後に、きょう話したことの要約をしたいと思います。

(1) ISD、それからイギリス、アメリカと見てまいりますと、投資家区 分の政策が非常に違うということが第一にあります。

ISDですけれども、これは大陸欧州の現状を背景としています。先ほど申しましたように、ドイツを初めとする大陸欧州の大衆市場は最近無理矢理に作り上げたものですが、先ほどの指令19条のような非常に強い保護を与えられています。しかし、資本市場の振興も図りたいので、広い範囲でプロフェッショナル顧客を認めます。そのプロフェッショナル顧客の下限として、SME、中小企業を大幅に入れています。SMEには、私募市場参加とか、あるいはプロ投資家となったら、恐らく力不足のものも多いと思われます。しかし、自分だけでやれば大やけどするけれども、銀行でも証券会社でもいいですが、メインバンクのいうことを聞いて、手取り足取りで資本市場に参加する、そういうことが考えられているのではないかと思います。具体的には、ドイツの銀行傘下の事業会社が、銀行に連れていってもらって資本市場デビューするのだけれども、そのときに足枷がないように、大衆リテール向け規制がかからないように整備する。目論見書指令でもそうだし、新投資サービス指令でもそうだということではないかと思います。

そういうアドバイザーのメインバンクと事業会社の間で、例えばアドバイザーの助言等によって事業会社がやけどしたらどうなるか、圧力販売を受けたらどうか、といった問題が考えられますけれども、それは証券取引法の話ではなくて銀行法とか独禁法とかの問題になるかと思いますし、少なくとも新投資サービス指令には、何も書いていません。

(2)次に、「一般層保護」についてです。イギリスでもドイツでも、一般 顧客やノンプロフェッショナル顧客に対して、いろいろ手当てをしています。 ISDは19条という強い規制を用意しましたし、イギリスも、非常に重い規制をかけています。(追記:プロ・アマを区分した際に、アマがどう保護されるかについては、ISDのみならずイギリス規制を参照する必要がある。ISDは各国法に委ねたところも多く、リテール保護の具体像を知るには一国の法制を通して知る必要があるからである。今回はイギリスのリテール保護の内容に立ち入れなかったが、これについては保険業界で非常によく情報収集され、素晴らしい論文が出されているので、ご参照いただきたい(参考文献のB-5~B-7。保険以外の金融商品もカバーしている。)

- (3)次に「従来の証券顧客保護」についてですが、ここでのポイントはイギリスの「エキスパート(中間層、intermediate customers)」という投資家クラスです。これはプロ・アマというISDの枠組みであるとか、今の日本の中間整理では、プロに引きつけられる結果、抜け落ちているところです。しかし、エキスパートに当たる富裕層は証券会社の伝統的な大事なお客さんの層ですし、保護される必要がないとは思えないということです。ここには例として富裕層とかファンド、地方公共団体と書いてありますけれども、実際、例えばアメリカのオレンジ郡、イギリスのハマースミス、それから富裕層でも、最近の銀行のシティバンクのお客さんの事例等があり、一般顧客と違うとはいえ、やはり完全に自衛できるものではないだろうと思います。
- (4)最後に、「プロ間認識」という問題があります、こういうようにプロの範囲を広くして、プロ市場に、適格相手方でも市場当事者でも、名前は何でも構いませんけれども、いろいろな人を上げられることになると、手続をできるだけ明確にし、判断を誤らないように、客観化することが必要となります。

イギリスは、プロ市場(ホールセール市場)が非常に確立しているので、そこに、大陸の都合でできた枠組みを持ち込むと混乱するのです。(追記:ホールセール市場とリテール市場の区分の不明確については、わが国の状況についてしばしば言われることであるが、とにかく、イギリスのプロ間市場と、投資家区分目的のISDのプロ・アマ問題とを関連づけて扱うCESRの方

針に、そもそもの無理があろう。)とにかく、プロフェッショナル市場の安全が害されることがあってはならないということが繰り返しいわれております。

以上でございます。大変長い報告となってしまいましたが、ありがとうございます。なお、今回の報告に当たりまして、日証協の小柳さんと大和証券の細川さんに、インタビューという形でいろいろ教えていただきました。ここにお礼を申し上げます。

森本共同会長 どうもご苦労さまでした。

討 議

森本共同会長 それでは、重厚な資料を配布していただき、非常に難しい話で大変ですが、いろいろとご議論いただければと思います。

神作さんの方から何かありますか。

神作委員 アメリカについて質問させてください。アメリカではプロの範囲が非常に狭いという話なのですが、例えば逆に適合性の原則等さまざまなルールを当事者間の契約によって変更するということはできないという、そういう前提があるのでしょうか。

青木委員 具体的には、どんなことですか。

神作委員 たとえば注意義務でも忠実義務でも、さまざまな義務について、 顧客と証券会社との間で約定を交わしたときに、業法的な規制が強行法規な のか、という質問なのですけれども。

青木委員 そこは知らないです(追記:後掲注⑩)。

神作委員 もしそのような修正・変更が許されるとしたら、プロの範囲が非常に限定されているのも、そんなにおかしいことではないのではないかと思ったのです。EUの方では、ディレクティブに書かれてしまうと、私法(契約)で外そうとしても外せないという前提ではないかと思うのですけれども、そこの前提がアメリカとEUとで同じなのか違うのかということが質問の趣旨でした。

黒沼委員 協会の規則のレベルの話はよくわからないのですけれども、例えば適合性の原則などは、一般私法上の義務というものであって、詐欺防止条項などに基づいて適用されていますので、それを原則として免除することはできないと思いますし、免除できるという議論を聞いたことはないです。

ただ、紛争の解決方法として仲裁を強制することは行われています。そういう契約は行われていますので、そのレベルではあるかもしれませんけれども、一般的な適合性原則の適用を排除するのはないと思います。

森本共同会長 ほかの方、どうぞご自由に。

川口委員 今のプロ・アマの区別と関連するのですけれども、プロ・アマの区別はディスクロージャーと行為規制に分けて考えるべきだという話で、そのとおりだと思います。ディスクロージャーについては、プロ・アマという区別とは別に、発行する証券の種類によっても規制が違ってきますね。行為規制の場合においても、投資物件の種類によってプロ・アマの範囲が変わってくるのではないかと思っていまして、例えば預金などはプロの範囲が広がっている。保護すべき人の範囲は少なくなってプロが広がってくるでしょうし、投資リスクの非常に高いものについてはプロの範囲が狭くなってアマの範囲が広がってくる。一概に客観的な基準でプロ・アマというのを区切るということができるのかどうなのか。今後の日本の投資サービス法を考えていく上においても、商品性とプロ・アマの区別ということはリンクして考えていかなくてはならないのではないかと思うのですが、その辺はいかがでしょうか。

青木委員 ISDでは、客観的な基準で、商品別でなく切ります。さっきのデフォルトというか、per se で、あなたはプロですとかアマですとかいうように仕分けられていて、その後はクラス移転という問題になります。この場合、クラス属性が変わってしまうのではなくて、ある取引あるいは、ある商品についてだけ、私をプロ(アマ)にしてくださいとか、そういうことはできます。今おっしゃったように、面倒な取引については自分はアマにとどまるけれども、やさしいものならプロでいいですとか、そういうことは幾らでも

調整できるようになっています。

川口委員 しかし、業者側の問題は残っているわけですね。相手側にとっては、保護はどうしてほしいといえるでしょうけれども、業者側に、ある人については勧誘規制は非常に厳しくするという規制もあるのですか。

青木委員 そうですね。

川口委員 業者規制として、相手が黙っている場合はどうしたらいいのかという話ですね。

青木委員 黙っている場合には、デフォルトでアマ(プロ)の相手に対しては、アマ(プロ)の扱いをするしかないでしょう。

川口委員 それは、投資物件によって違うのではないかという話なのですが。 **森本共同会長** レジュメの5頁目の「お断り」の趣旨は、そこら辺のことは 細かには説明しませんでしたという「お断り」かなと思ったのですが。

青木委員 そうではないです。その「お断り」は本当はもっとイギリスのリテールの説明義務や何かを話したかったのですけれども、そこまではいけませんでしたということです。

川口先生がおっしゃった、いろいろな商品によって扱いが違うでしょうというのは1つの考え方だとは思うのですけれども(追記:その後、神田教授が私募に関するプロ・アマ区分を商品別に違えるべきことを複数箇所で主張されていることを確認した。ただ、どのような商品類型についてプロ・アマを違えるかを明記したものを見い出し得なかった(海外事例もないようであり、商品類型として何を想定されておられるか、良くわからない。あるいは、池尾三分法 <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/gijiroku/kinyu/

dail/20050208_roku.html>を考えているのであろうか)。機能(私募か、行為規制か、その他規制か)によりプロ・アマ区分を異にすることはよい(むしろ、そうすべきである)が、商品類型によって区分を異にするのは適切ではないと思う。投資家が商品毎にプロ・アマを選択すればよい問題と思われるほか、線引き議論のキリがなくなると思うからである(仮に池尾三分法と組み合わせるなら、たとえば追証型に信用取引もOTCデリバティブも入るが、

これらに同じプロ・アマ基準を適用してよいかという議論になっていかないか。また、機能(たとえば3つ)×商品類型(たとえば3つ)で考えると、相当の数を決めねばならない)。イギリスの投資家区分でも(これは保険や預金にも及ぶ)、EU新投資サービス指令の区分(保険には及ばないが)でも、商品別にプロ・アマの区分を違えることをしていない。あえていえば、米国NASD規則が、商品サービス毎でも主体も違える傾向があるが、これはNASD規則が問題ごとに散発的に作られるという特性からのことであるし、基本的には「機関顧客」の定義をベースとしている)、現実には、そんなに一々分けてはいられない。だから、商品を問わず、プロかアマかをざくっと切ってしまって、その後は自分たちの考えで、自分はこの取引については弱いと思えばアマになりなさい、そしてそれ以外のものはプロでいいですよ、というのがISDの方針だと思います。

それで大丈夫かという心配はあるかと思いますけれども、実際問題として、一般の投資家は、そんなにたくさん投資商品を取引するわけではない。デフォルトでアマのケースを考えると大体はみんなアマでいける。理由があって1つだけ、たとえばヘッジ目的のデリバティブ取引だけ、プロ扱いしてほしいということがあるかもしれないけれども(イギリスでよく挙げられる例です)、そういうことは余りないだろうと。だからプロ・アマ規制を商品別でなく引いて、例外事例は自分で動いていただくということで、いいのではないかと思うのですが。あと、商品別にプロ・アマを決めるとすると現実問題として、収拾がつかなくなるだろうという気がいたします。

森本共同会長 イギリスの場合には、ある程度アマと目される人たち、そういうアマ的顧客と証券業者の間で、そういう契約というのは、相当広範に行われていると理解していいわけですか。

青木委員 そういう実情は、本当にわからなくて、本などを読んで、たまたま実例紹介があれば拾ってくるというような情けない状態です。例えばどういうものを見るかと申しますと、よく使われる Blair の本などですが、これを見ても全然役に立たない。FSAのファイナンシャル・パブリシングで出

している本にはもう少し実際例が出ていますが、全体としてイギリスはどういう実務なのかを確認するすべを持ちません(追記: ISD上のルールが現実にどのように機能しているかについては、①指令自体がCESRや各国法レベルでの具体化を待つ状態にある、②ルールと現実とが公然と、あるいは何らかの迂回手段により食い違っていることが多い、③解説などの類が極めて少ない、等から、関係者に確認をとらない限り誤解の危険が高い。)

森本共同会長 基本的に、イギリスは電話勧誘は原則禁止ですよね。だから ある程度店頭に、むしろ積極的に顧客が来ることを前提にすると、そういう 契約もできるかなという気はしないではないのですけどね。

青木委員 そうですね。

森本会長 川口さんのおっしゃったようなことも、やっぱりケース・バイ・ケースで、それが神作さんの最初の質問になると思うのですけれども、厳しいことを考えておいて、あとは契約で合理的なものにする。だから、実務はほとんど原則とは違う実務だというのが、至るところでイギリスは多いような気がしますので、これもそうかなと思ったということなのです。

川口委員 適合性原則というのは、あいまいではあるけれども、その辺をうまく処理していると思うのです。そこを法律などで明確にプロ・アマで切ってしまうということになると、今のような問題があるのかなと思います。

森本共同会長 それから、最初の方でいわれたけれども、イギリスについては、保険とか投資なんかでトラブルは起こるけれども、我々が普通に考える証券問題では、余りないわけですね。

青木委員 これもきれいなデータはなく印象なのです。ただ、FSAが規則 制定の前提として作るコンサルテーション・ペーパーの数の上では、圧倒的 に保険が多いのです。

森本共同会長 日本でも変額保険が多いけれども、それ以上にワラントが多かったですね。そういうものも向こうはないということですか。

青木委員 ワラントは問題となっていないと思います。ワラントの問題がないわけではないけれども、多いとは決して思えないないです。(追記:書物

で検索してもワラント損害賠償は過去に大きく扱われておらず、この問題のインパクトが低いということに間違いはなかろうと思う。理由として、①FSA前の自主規則時代にはワラントを含むデリバティブを一般顧客に勧誘することが不招請勧誘禁止のため限られた、②FSA時代にもデリバティブ関連商品(SCARPSという)についてはリスク警告義務が加重されている、といった事情から、一般顧客が多額あるいは資産のほとんどをワラントに投資するということが限られたからではないか。なお、オンライン取引では一般個人もワラント(カバードワラント)に比較的簡単にアクセスできるのはわが国と同様であるが、ただ対面の外務員による影響のない、オンラインのワラント取引で極めた高額とか資産の大部分とかを投入するということは少ないかももしれない)

サッチャー政権のときに社会保障が切り詰められて、それで、預金などの元本保証商品から年金・保険にお金が移り、その額や比率が圧倒的に大きかったから、問題となる数が多いということが根本にあると思いますが、ともかく、圧倒的に保険年金、それから投信といった、中長期商品が問題となったことは間違いないです(追記:この問題については、証券経済研究所で講演(「金融商品販売法・投資サービス法と説明義務・適合性原則」)を行い、同研究所のウェブサイトhttp://www.jsri.or.jp/で公開されているので、ご参照いただけると幸いである。)。

また、イギリスでは、流動性が低い、日本でいえばグリーンシートみたいな、そういう商品も問題にするのです。日本ではハイボラティリティーかということは非常に気にするけど、流動性ということを殆どいわないのがイギリスと違うと思います。

要するに、問題というか、意識の焦点が日本とずれていて、イギリスの場合、ハイリスクの証券はさほど気にしない。むしろ、中長期の投資商品のリスクや仕組みや手数料といった問題の方が気にされていると思います。

森本共同会長 永井さんは長くロンドンにおられたと思うのですが、何かご 感想も含めて。 **永井 OBS** 弊社は残念ながらリテールを英国ではやっていないこともあって、実は、青木さんがおっしゃるように、余りよくわからないのが実態です。

ただ、感想めいたことだけ申し上げますと、最初に青木さんが、ユーロはなぜか違う言い方をしているという、アメリカとの違いをお話しになられましたけれども、もともとユーロ市場というのがリテールの各国市場とは別に存在していて、私どもが取引をしているようなペンションとかユニット・トラストのファンド・マネジャーなどは、別に国境がない世界で取引をそもそも行っていますので、投資対象になるものについてのマーケット・アビューズ(Market Abuse)については非常に厳しく、業者である我々が何かの取引をしたときに、取引所に対してすぐにインフォームしなければならない義務だとかは非常に厳しいのですけれども、売り方というものについては、顧客の側も特にインスティテューショナルなインベスターの場合は、そもそも手厚い保護を求めていないので、ある意味では目論見書なども、別に規制があってできたものではなくて、自然発生的にできてきたものであって、EUの市場で一般的なディスクロージャーというのがもともとあったと思われます。

ですから、スワップや何かにしても、ISDAのマスター・アグリーメントに基づいてやれば、だれも何も文句をいわないという世界がそもそもあり、それから、各国のリテール市場は、個別の株式なりオプションを取引される個人のお客さんももちろんいるでしょうけれども、むしろユニット・トラストですとかミューチュアル・ファンドだとか、そういったファンド形式のものにより多くの投資がなされるため、投資信託だとか、ファンド・マネジャーの規制は非常に厳しく行われるのですけれども、日本で議論される個人投資家に対する保護云々という問題が、それほど議論されなかったのではないかという印象を持っています。

ですから、外務員資格の試験等を行う団体にもう少し聞けば、リテールの問題はどうなっているのかより詳細にわかるかもしれませんから、場合によっては、もう少しスペシフィックな特定な質問についての調査は、それほど難しくなくできるかもしれませんから、何かいっていただければ、ご協力

はできると思います。

青木委員 永井さんがおっしゃったように、ホールセールのルールは筋がいいのですけれども、リテールになってしまうと参加者が多様な上、合理性を欠くため、始末が悪いのです。自分はこれまで研究してきたのが、国際証券取引とか銀行資産の証券化とかコングロ財務規制とか、そういうホールセールの世界ばかりでしたが、今度初めてドメスチックリテールを勉強して、「こういう世界があるのか。」と感じ入りました。

リテールでは、どういう規制が合理的かが簡単に決まらず、「どういう規制をしたらいい、こういうように区分したらいい。」と議論しても机上の空論になり勝ちです。国民というのは多様で、商品サービスをどう理解してどう反応するか、簡単にはわからない(ちなみに英国では、よく法規制定の前に大がかりな調査をやっています。米国も、コンサルタント会社などつかって、英国ほどではないけど、やります。日本はそういう下作業をほとんど全くせずに、企画立案しているようです)。それを対象に規制を作ろうといわれても、どう考えていいか、私にはわからない。かたや、ホールセール規制は、少数の合理人の間で決めればいいのだから、ラクだと思います。

それでも敢えてリテール規制の方向性というか基本的考えを言えというのであれば、一つの方針として、預金から投資へ家計が大移動する際に、これまで元本保証商品ばかり保有していた国民層にいきなり極端に多額の投資損が出ることを抑制するような事前規制を様々な形たとえば説明義務、適合性原則、不招請勧誘禁止といった形で置くということが考えられますし、そのような規制のモデルとして、イギリスFSAルールやISDなどを参考にすることができると思います。

森本共同会長 きょうはメインにはされなかったからお聞きしていいのかどうかわかりませんが、イギリスのそういう証券市場の状況、直接金融と間接金融ということでは、日本とドイツ、大陸と日本は似ているわけですね。最近、例えば投資サービス指令も、E U なんかではドイツもそれなりの発言権を持っていると思うのですが、ドイツ国内でここら辺の議論はどうなってい

るのでしょうか。

青木委員 先生のおっしゃる、ドイツの今の議論はどうかなのですが、低調だという印象です。2000年ころまでの市場が一本調子であがっていたときには、規制緩和向きの見解や論文が「資本市場振興法」とかEUのFSAP(アクションプラン)に関連して続々と出たのですが、2001年の暴落の後ばたっと止まっています。財務省は、例えばクラスアクション等の法律をつくるとかで、ノイアマルクト破綻後の処理を粛々と進めているのです。けれども、それに対して、危ないと思っているのか、きまりが悪いのか、とにかく余り学界から意見が出されていないように思います。

神作委員 青木さんのご報告の中で、ドイツについてはわりかしプロが広くなる。それが結局メインバンクが何とかしてくれる面に支えられているのではないかということをいわれたと思うのですね。それは非常に興味深く伺ったのですが、例えば機関投資家なりプロという概念が、ディスクロージャーの規制を免れるという点で機能する場合と、それから、例えば証券会社の行為規制を免除ないし軽減するという文脈で使われる場合とで、ドイツにおいて、両者が一致する方向にあるのか、どっちの面の方が広くて、どっちの方が狭くなるのか、何らかの傾向というのはございますでしょうか。

青木委員 発行目論見書の方は実質的に制限なしで、ドイツ法上、事業会社は登録さえすればすべて私募に参加できるようです。だから、プロ・アマのアマよりも広いですよね。(追記:「傾向」といえるほどの長さで調べられるにはイギリスだけですが、一致の方向はうかがわれないと思います。)

神作委員 それはメインバンクがいるはずだから、ちゃんとメインバンクを 通じて何らかの情報が来るはずだということなのでしょうか。

青木委員 私にはそうとしか思えないです。これだけ開示規制免除の対象が 広いというのは、そのことを前提にしているとしか思えないのですけど、ず ばりそのように記述しているのを見たわけではありません。当たり前すぎる からか、あるいは私が考えていることが間違っているかですけれども…銀行 も、私募発行の割当先として、手持ちの駒は多いほどいいから、傘下の中小 企業を使おうと考えるのは自然でないかと思います。

神作委員 そもそもドイツでは私募商品を一般の顧客に売るときのルールというのは、適合性の原則以外にどういうルールがあるのでしょうか。

青木委員 それは勉強不足で知りませんが、行為規制からの免除については プロ・アマ規制が導入されるわけですし、開示規制からの免除は目論見書指 令を国内法化した「適格投資家」で考えるのだと思います。(追記:未開示 証券(私募商品)は一般顧客に売れない(Verkaufsprospektgesetz § 8f(ab 01.07.2005))ので「売るときのルール」は特にないと思う。)

黒沼委員 今議論された問題というのは、日本にとっても重要な問題ではないかと思うのです。私も開示なしに発行していい範囲を決める場合の、私募の範囲を決めるときのプロと、それから、行為規制や、どういう商品を売っていいか、勧誘していいかという段階でのプロ・アマの区分というのは、理論的には別々のものであるべきだと考えています。しかし、私募で発行した場合、プロ私募で発行した場合の転売の範囲をどうするかという問題があるわけで、例えば、プロ私募の範囲の方が広くなってしまうと、その範囲では転売していいということになるわけです。そのときの行為規制はどうなるかとか、逆に転売のときには勧誘規制の方のプロ・アマの区分でいくということになると、今度は私募の範囲を広げても、それはプロの間では流通しないことになってしまうので、そこをどう調整したり、あるいはどう考えたらいいのかというのは、よくわからないところなのです。

青木委員 実際には余り心配しないでいい、流通しないだろうということなのですけれども(笑い)。イギリスでは、今度適格投資家の範囲が広くなって、登録によって適格投資家になろうという者のために登録制度を作らなければならなくなったけど、どうせ利用はあるまいとかいわれています。

しかしそこをあえて理詰めで考えると、私募証券に参加する場合、流通(つまり販売勧誘に係る行為規制)の方も規制の適用免除が期待されようと思います。だから、免除幅は流通の方(行為規制の方)が私募の方より広い方がおさまりがいいと思います。

私募の方のプロ・アマという区分と、それから行為規制の方のプロ・アマだったら、行為規制の方が、個人が入ることもあり、底辺が低くなる(規制免除幅が広い)ので自ずとバランスがとれると思います。しかるに、欧州指令は、目論見書指令にいう「適格投資家」とISDにいう「プロ投資家」とで、とくに法人の場合、前者の方が広い(小さな法人まで適用免除される)ので、おさまりが悪いと思います。(追記:最悪の場合、行為規制についてプロに転ずればよい。ちなみにアメリカのRule 144A, Reg.D(私募)およびNASD関連規制(行為規制)をみると、Rule 144A は圧倒的に狭いが、Reg.DとNASD規則とでは項目によって異なり、どちらが広い(狭い)と割り切ることができない。)

前田幹事 レジュメの1頁の日本法の議論の初めのところで、日本では発行開示の場面での機関投資家という概念を別の場面に流用しているのではないかという問題をご指摘になられたと思うのですね。これは主に自主規制の場面ではないかと思うのですけれども、何か発行開示の場面での機関投資家概念を行為規制の場面に流用することによって、実質的に不都合が起こっている問題がもしあれば、教えていただけるでしょうか。つまり、今のお話では、過剰規制というよりは、恐らく行為規制の方が低く定めざるを得ないのであれば、規制が足りないという問題になると思うのですが、何か具体的にそういう問題が起こっているところがあるのでしょうか。

青木委員 自主規制で具体的に不都合が出たという例は知りません。

ところが、私も黒沼先生のように一般論としては別々に定めた方がいいと 思います。きょう来ていらっしゃらないので困ったなと思っているのですけれども、神田先生は、一々法律ごとに決めていったら大変だから、いくつかを使い分けては、というお考えなのかなと思います(商品多様化にどう対処すべきかという問いへの答えとしてであるが「例えば私募についてのプロとアマという線引きについても、適格機関投資家という線引きはありますけれども、その種類が10種類も20種類もあったら収拾がつきません。例えば2つないし3つの類型というのがあって、ある程度その類型を維持しないと、 まさに予見可能性が低まるということになります」(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))。

一般論として、立法する側は、できるものならばある1つの概念なり定義 なりを使い回ししたいという気持ちはあるのだと思うのです。しかし、使い 回しをすると不都合もあると思います。先ほど申しましたように、本体の方 で頻繁に改正されていますが、流用した先での文脈と矛盾する内容の改正を されると闲るということがあります。また、内閣法制局で不明確とか罪刑法 定主義とかいった理由により審査を通過しないという、事実上の不都合もあ るかと思います。金販法では、初め、「特定顧客」(法3条4項)のところに「適 格機関投資家 | を入れようと思っていたところ、法制局の反対で、金融機関 とか、かなり限られた層(金融商品販売業者等)になってしまった(同法施行 令8条、法2条3項)そうです。不確定な概念を使い回しすることに内閣法 制局が否定的という理解が正しいのであれば、否定の方向に働くロジックの 主要なものを研究して回避した上で立案しなければ、法案を通せなくなって しまうかもしれません。(追記:議員立法でやれば審査の問題は回避できよ うが、投サ法のような大型立法の立案が可能かという問題がある。英米で良 くあるように法律では大枠の方針を定め、実質的部分を省令・府令に譲ると いう方式も一案だが、どこまで授権(とくに刑罰規定について)が可能かとい う問題を抱え込むこととなろう。)

川口委員 適格機関投資家という言葉を使ってはいないところですけれども、証取法で、いわゆるプロとアマを区別している行為規制のところで、これに該当するものがあります。例えば 40 条などで、(有価証券先物等一定の)取引の概要の説明書を交付するというときに、いわゆるプロと呼ばれるものは交付しなくていいよということになっていまして、これは発行開示における適格機関投資家とはちょっと違う概念として定められているようです。内閣府令を見ないとだめなのですが、証券会社に関する内閣府令の 28 条に、プロに区別される類型が定められていますね。

青木委員 機関投資家はそこに含まれるような気がしていたのですけれど

\$ 0

川口委員 1号から13号までを見る限りは事業会社は入っていないので、 適格機関投資家の範囲と違う。こっちの方が狭まっているというものになっ ています。

青木委員 (条文を府令まで確認して)ここは、実質、適格機関投資家と同じですよね。

川口委員 でも、事業会社は入っていないですよね。

青木委員 事業会社は(証取法規則に)むしろ後で足したのです。

川口委員 でも、現行法上は違いますよね。規定の定め方にご不満があるのはよく知っているのですけれども(笑い)。

黒沼さんは違うべきだとおっしゃるのですが、絶対違わなければならないものなのですかね。例えば事業会社で何億円か資産を運用しているものについては、説明書は要らないという立法のやり方でも、別に構わないように思うのです。なぜ違わないといけないのかということなのですが。

青木委員 これは意図的に事業会社には説明書はいらないと考えて、そう書いてあるわけなのですか?

川口委員 それはちょっと分かりませんけれども、現行法上は違うみたいです。

青木委員 ぱっと見た印象では、事業会社にはいらないという考えからそう 書いたとは思いにくいのですけれども。取引説明書交付の要否が、事業会社 か否かで変わってくるとは思えない。

話を変えて恐縮ですが、明らかに流用しておかしいという場合は格別、立 法の技術としては、定義の部を1つ上に置いておいて、そこから使い回すと いうやり方も考えられると思うのです。さっきのイギリスの場合も、さっき Handbook 中の定義規定部分 glossary のことをいったのですけれども、あれ はそういう考えでやっているのですよね。 glossary に定義規定を入れて、使 えるものはここから、あちこちに使ってしまう。顧客区分もここに入れてあ ります。 日本の立法の具体的なやり方を知らないのですが、適格機関投資家という概念がすでにある。それを流用しましょうと誰かがいえばともかく、そうでなければ一々書き起こしていくのが原則ではないでしょうか。

これで、もし仮に glossary のような形にして用語をストックしておくことにすれば、流用しやすくなるかなと思うのですけれども。

川口委員 それも2つ考え方がありまして、1つは、流用してもいい、つまり、同じものだという考え方で、もう1つは、立法を忘れている、先ほどのように改正を忘れているのではないかというような考え方もあるかと思います。けれども、どうもこれを見ると、わざわざ適格機関投資家という言葉を使っていないですから、やはり違うものとして考えているのではないかと思われるのですが。(青木・追記:後掲注⑩に改正経緯を整理した。結論からいうと立法担当者は、先物取引説明書交付義務の対象とならない「顧客」を「適格機関投資家」に関連づけて意識し、また、ある程度、連動して改正してきている。一般論として、改正の際に他法令の関連箇所すべてを抑えきれず、別の機会に便乗させて修正するということは、よくあることである。40条のように府令とあわせて「適格機関投資家」となるという隠れた形の場合には、見落とす可能性もあるのではないか。いずれにしても、これ以上は、当時の担当官等に照会するしかないと思う)

森本共同会長 40条の1項を見ても、ただし書きがありますね。だから、 証券のプロは一切入れない。初めてのときでも。しかし、事業会社の場合に は、ある程度継続でやるなら、最初はあっても、後は要らないということに なりますね。これは通常のディスクロージャー制度と違う。そういう意味で、 これは行為規制なのですね。

だから、意識的に違えた。事業会社は外した。金融の専門業者だけがここに、あと、政省令で何があるのか知らないけれども、ここに挙がっているのは金融のプロだけですね。金融業者、専門業者。そういう仕分けをしたというようにいうと、川口さんのような話になるのでしょうか。

青木委員 (追記:後掲注21)推測ですが、92年に適格機関投資家が規定さ

れた時点で、すでにある 40 条のほうでは偶々それを使わなかっただけとも 考えられると思います。やり方として、適格機関投資家と一致させた上で以 下のものを除く(加える)という連動的な形で使ってもよかったのに、なぜあ えてそうしなかったかというと、理由があってとか、必然的とかまではいえ なかったのではという気がします。

黒沼委員 違わなければいけない理由として、理論的理由というのはなかなか難しいのですが、とりあえず国内だけの話を考えてみると、私募か公募かというのは、結局私募の場合にはその範囲でしか流通させないということが前提になっています。それに対し、公募で発行された証券の流通については、勧誘規制とか行為規制が必要で、そこでさらにプロ・アマの区分ができるということになる。そういう構造をとっているために違ってくることになるのではないか。

それから、確かに適格機関投資家ではないとプロ私募向けの商品を取得することはできない、一般顧客についてはそういうデメリットはありますけれども、しかし、そういう商品を取得させるということが目的なのではなくて、やはり開示なしに証券を発行していいかどうかということがメルクマールになる。それに対して、行為規制の場合のように、申請によるプロ顧客というのは、考えにくいではないですか。ディスクロージャーの方は行為規制の場合とそこで違ってくるような気がするのですが。

森本共同会長 細かな話になりますが、40条の話は、これは金融の専門業者だったら、例えば、これはちょっとわかりにくいから教えなさい。これは知らない証券会社の場合ですね。ところが、事業会社の場合には、知らない場合もあると。それだけのことで、それは適格機関投資家概念と異なって、合理性がないわけでないという気がするのです。

ただ、ディスクロージャーは企業内容の開示とか何かの話でしょう。これは客観的な取引手法の話ですよね。ちょっとそこで違ってもいいなと思うし、今おっしゃったように、行為規制については、ネゴを一切否定する必要はないわけです。適合性原則はちょっと公序になるから別だけれども。

川口委員 私募の場合にディスクロージャーが免除されるのは、自分の方で情報をとってくる力があるからだとよくいわれますけれども、ここも別に説明が欲しければ経済的力を利用して聞けばいいのではないでしょうか。

青木委員 そういう議論も可能だと思います。でも、やっぱり現状を見ると、問題がいくらも出てくるので、やっぱりある程度のところで行為規制を強行法規とした方が賢い(ネゴでどんどんアマをプロに転じさせるのは危険)とは思います。

森本共同会長 いろいろあろうかと思いますが、あと1つ、2つご質問なり ご意見があれば。

中村委員 私が青木さんのご発表を聞いていてわからなかった点を教えていただきたいと思います。 ISDの client と eligible counterparty の概念関係がよくわからなかったのですが、ISD2の前文40条ですか、こちらの方で eligible counterparty というのが client として行動することとみなされるというようになっている。他方で opt-in、opt-out という仕組みもあります。 eligible counterparty と認定されることによる効果は、指令24条1項によると、19条の行為規制、21条、それから22条1項については、適格相手方との取引等については、免れる。少なくとも業者間取引については一定の義務は免れるということだと思うのですが、そうすると、前文40条で client として行動することとみなされるのと、指令24条1項のどっちが優先するのかなというのが、まず第一の疑問としてあったのです。

青木委員 そこは、私もわからなかったのです。それで、ヨーロッパの友達に照会したのですが、まだCESRの作業も済んでいないのに、だれもコメンタールなんか書いていないという返事でした。さっきの opt-in、opt-outはCESRの方で決めているから、これは理論的に指令には劣後するはずです。だけれども、前文 40 条と 24 条と、私もよくわからないのですが、条文としてはそういうように書いてある。

中村委員 もし前文 40条の client とみなされるというのが優先するというか、そちらが原則なのであれば、ディレクティブの 24条1項というのは一

応働かない状態になって、ただし業者間取引としての安全を確保するために、 eligible counterparty が client ではなく、eligible counterparty として行為 するという opt-out の設定をするということなのか。

青木委員 24条のように明確に書いてあるのが消えてしまうなど、ちょっと考えられないかなと。

中村委員 前文よりも24条1項の方が優先するというのが、何となく素直な感じがするのです。

青木委員 前文がちょっとおかしいかと。

中村委員 24条1項というのは、業者間取引においても19条1項等についても義務の免除なので、それとopt-inと重ね合わせると、業者間取引で、通常は義務の免除になるけれども、私は、保護を欲しいというときにopt-inをするという。

青木委員 おっしゃることが解釈としてもっとも素直に聞こえます。

これがプロ・アマの区分の問題だったら、意地でも正解を探してくるのですが、適格相手方のところだったので、あまり日本の立法論に参考とはなるまいと思って、詰め切っていないのです。

関理事長 ちょうど今、中村先生のご質問のあったところなのですけれども、 先生のきょうのご説明の中のA-16015 頁、さっき 14 頁の表(前出の注⑩の図)をご説明されましたが、15 頁というのがあります。これで、一番上に「Retail」と「Professionals」とあって、「Professionals」から横に「counterparties」に線が1つ入って、そこから縦におりてくると、そこに、「Authorized intermediaries」となっていて、しかも、「Companies with sales 2bn Euros」となっています。こっちは intermediaries となっていますから、証券会社でもあり銀行であり、要するに仲介的な機能をするものとしてオーソライズされているグループ。そのようになると、そこにあるように「Counterparties Regime」となって、もっぱら要するにプロ同士の、グループ「NO CLIENT RELATIONSHIP」となっている。

青木委員 それで「ああよかった」と思ったのですけれども、「Professionals」

の方を見ると「Financial Institutions」というのがあるので、まだ疑問が晴れないのです。

関理事長 そこのところは、脚注が22と下の方についていて、後ろの方を 見るといろいろな数字が出てくるのですが、いずれにしても2ビリオン以上 でないと、Authorized intermediaries にはしないということを意味するの ですか。

青木委員 違います。これは、CESRのCOBを見れば載っているのですけれども、Authorized intermediaries(銀行など、定義があります)は当然にcounterparties である、また、Companies with sales 2bn Euros は事業会社でも大きいなら counterparties に入れてあげましょう、そういうことなのです。

関理事長 大きい intermediaries が、個人並みの保護を要求しますということはできる制度になっているのでしょうか。

opt-in、opt-out は、今度は「Professionals」のところから「Retail」の方に交差した点線がありますが、それが opt-out、opt-in だと思うのですが、こっちの counterparties の方のグループに入ってしまったものは、opt-out とopt-in とかいうのは、やはりできるのでしょうかね。

青木委員 CESR-COBでは不明ですがISDならできるのだと思います。先ほどの eligible counterparty という、counterparties であるが client だというのが効いてくるのだと思うのです。大きな counterparties の中にもできの悪い、余りできない者もいる。そういう人はプロ顧客なみのサービスを受けられますよ、とするために、こういう opt-in、opt-out というのがあるのだと思うのです。

資料A-16の、24頁ですけれども、「適格相手方と顧客との間のオプトイン・オプトアウト」という表(後掲注⑫の図のこと)がありますが、eligible counterparties が、そのままでは client としての保護を受けられませんけれども、プロフェッショナル顧客とか、あるいはもっと極端に、リテール顧客として扱ってくださいということはできるとされています(CESRによる

ISDに関する助言)。

関理事長 Financial Institutions であれば全部できないというわけではない のだけれども、右側の世界に入ったら、全然別だという考え方はとられていないのでしょうか。

青木委員 右側の世界(ホールセール市場と日本でいっているものと似ている)にいるときは、そもそも行為規制など問題にならないはずですが、右側の世界にいる会社がリテール・マーケットに来たときは、自分を顧客として扱ってくださいということも言えるということかと思います。

銀行とか証券会社は普通そんなことはないですけれども、金融機関の中に、 例えば年金基金とかが入ってきたときに、それはいろいろな属性を持ち、例 えば自分が顧客にもなり得るわけなので、そういうことを考えているように 思います。

森本会長ありがとうございました。

いろいろ難しい話がまだ残っているなというように思われますが、そろそろお開きにさせていただきます。青木さん、どうもありがとうございました。

注①

表 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)

衣 位目にわける「地	俗機関投資家(証取伝2呆3項1万/」の使用(販売関連のものに限る)
<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第二号2(口)の少人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ィティ証券の少 人数向け勧誘における算定からの除外(1条の7第2号ロ)、(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 きでなく行える相手方(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	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	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(法43条2号による業務是正対象状況)(10条)
で 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	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	(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。37条6項の場合を除き「適格機関投資家等」として、信託
170 liks	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	記名式特定目的信託受益証券の譲渡制限の対象外(172条)

(注)「機関投資家」を用いた法令が法令データ提供システム 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、これらの間で似た性質のものを一括して整理した。「適格機関投資家」という語を直接に使っていない場合でも府令委任している場合(例、証取法 23 条の 14、特定有価証券内容開示府令 21 条 2 項)などでは、適格機関投資家概念を実質的には使っているといえようが、そのような場合は挙げていない。

注(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	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
トGS 銘柄)の取引	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(注1)	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)

③から⑧については、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、 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」である(2005 年 4 月 1 日の時点で は、両者に違いはない)。ここ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、外国諸機関な どが含まれておらず、要するに「適格機関投資家」よりも範囲が狭い。

(注1)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。

注(3)

表 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	1997/07/04-98/06/17		
に関する懇談会」			
論点整理 ²	1998/06/17		

1各会会合議事要旨 ①http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a1.htm (平成9年7月4日)、 ②http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a2.htm (平成9年9月26日)、 ③http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a3.htm (平成9年10月28日)、 ④http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a4.htm (平成9年11月25日)、 ⑤http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a5.htm(平成9年12月19日)、 ⑥http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a6.htm (平成 10 年 1 月 20 日)、 ⑦http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a7.htm (平成 10 年 1 月 29 日)、 ⑧http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a8.htm (平成 10 年 2 月 27 日)、 ⑨http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a9.htm (平成 10 年 3 月 9 日)、 ⑩http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a10.htm (平成 10 年 3 月 24 日)、 ⑩http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a11.htm (平成 10 年 4 月 10 日)、 ②http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a12.htm (平成 10 年 4 月 24 日)、 ⑬http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a13.htm (平成10年5月15日)、 (平成10年6月12日)、 ⑤http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a15.htm (平成 10 年 12 月 19 日)、 I⑥http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/gijiyosi/1a031a16.htm (平成 10 年 6 月 17 日)。 ² http://www.fsa.go.jp/singi/singi kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041201 sir/04-03.pdf (抜粋)

第二期(2000年金販	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	1999/07/06				
次)3	1999/01/00				
ホールセール・リ	1999/12/07				
ーテイル WGR ⁴					
(WRWR)					
中間整理(第二	1999/12/21				
次) ⁵					
	2000/02	英国顧客分類ルール UK FSA, Customer Classification ⁶			
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	02/07/12				
政の将来ビジョンプ					
第一部会審議録等					
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」 ⁹			
13 💷	03/12/09	「資料2-1 第1部会報告書(案)」(証取法の投サ法への改組可能			
		性を言及) ¹⁰			
14 💷 ¹¹	03/12/09	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」 ¹²			
16 回	04/04/16				
	2004/04/30	EU 新投資サービス指令 Investment Services Directive 2 ¹³			
17 回	04/05/26				
18 💷	04/06/16	「英国における不招請勧誘規制の概要」14、投サ法検討を求める衆			
		参議院の附帯決議 ¹⁵ (5/14, 6/2)			
19 回	04/06/23	?法制定方針の報告16			
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」(項目の			

³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); 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>

⁴ 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.

⁵ http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/kinyusin/tosin/kin010d.htm.

⁶ FSA, Customer Classification (Feb. 2000)<u>http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp43.pdf.</u>

⁷ http://www.fsa.go.jp/news/newsj/13/singi/f-20020712-1.pdf

^{* &}lt; http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base.html >の<議事録等>の<第一部会>に議事要旨および議事録 (個別アドレスのない html 方式なので引用しない) が、また<資料等>の<第一部会>に配布資料 (こちらは PDF ファイルで個別のアドレスがあるため引用) が収録されている。

⁹ http://www.fsa.go.jp/singi/singi kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031121_sir/03.pdf

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031219_sir/02_01.pdf

¹¹ http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/gijiroku/kinyu/dai1/20031209_roku.html

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031224_sir/02.pdf

¹³Directive 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 14520040430en00010044.pdf>

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20040616_sir/07.pdf

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20040616_sir/01.pdf

¹⁶金融行政、投資家保護に比重、証券監視委強化など。2004/06/23, 日本経済新聞 朝刊,3ページ

		み) ¹⁷ 、「資料2 神作裕之 EUにおける投資サービス法制について」 ¹⁸
	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) ¹⁹
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」 ²⁰ 、「資料3 EU 投資サービス指令のプロ・アマ顧客区分」 ²¹ 、「資料4 論点 投資サービスの範囲・定義方法について(1)」 ²²
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)」 ²³ 「資料2 論点2 規制内容について(1)」 ²⁴ 、「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」 ²⁵ 、「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」 ²⁶
24 回	05/01/21	
25 回	05/02/08	リスク商品の三分に関する発言(池尾)
26 🗉	05/03/03	
27 回	05/03/16	「資料1 論点2 規制内容について (3) 」 27 、「資料2 -5 FSA への規制機関の統合」 28 、「資料2 -6 ② SROの改革素案(SECコンセプトリリース)」 29 、不招請勧誘禁止に関する発言(田中)
28 回	05/03/30	
29 回	05/04/15	
30 回	05/04/28	「資料 2-8②米英 EU のプロアマ区分(更新版)」30(配布資料から、プロアマ区分に関してある程度の議論があったものと推測される)。この回に、預金・保険の勧誘規制を投サ法でも扱うことを事務局から示唆。プロアマ問題に関するコメント多し。
31 🗖	05/05/27	中間整理案(たたき台31)の提示。各委員、意見書提出。
32 回	05/06/28	各委員、意見書提出(田中(浩)32)。
33 回	05/07/07	中間整理案審議終了(最終版33)。各委員、意見書提出(淵田34)。

(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。(注2) 薄い色はプロアマ区分または対面販売説明義務が多く論ぜられた回である。(注3) 第一、第二、第三という期区分は著者によるものである。

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

¹⁷ < http://www.fsa.go.jp/singi/singi kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041119 sir/04.pdf>

^{18 &}lt; http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041119_sir/02.pdf>

¹⁹ http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/f-20041125-2.pdf.

²⁰ http://www.fsa.go.jp/singi/singi kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041201 sir/04-03.pdf>

^{21 &}lt; http://www.fsa.go.jp/singi/singi kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041201_sir/03.pdf>

^{22 &}lt;http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041201_sir/04.pdf>

^{23 &}lt; http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041224_sir/02_05.pdf>

²⁴ http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041224_sir/02.pdf

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041224_sir/02_04.pdf

²⁶ http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041224_sir/02_06.pdf (証取法・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)

²⁷ http://www.fsa.go.jp/singi/singi kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050316 d1sir/01.pdf

²⁸ http://www.fsa.go.jp/singi/singi kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050316 d1sir/02 05.pdf

²⁹ < http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050316_d1sir/02_06b.pdf>(未定稿)。自主規制機関のあり方について「資料2 論点4 ルールの実効性の確保(エンフォースメント)について(1)」 < http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050316_d1sir/02.pdf >

^{30 &}lt;a href="http://www.fsa.go.jp/singi/singi">http://www.fsa.go.jp/singi/singi kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050428 d1sir/02 08b.pdf>

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050707_d1sir/a.pdf

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050628_d1sir/08.pdf

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050707_d1sir/a.pdf

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050707_d1sir/06.pdf

注4

http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/EU/fsap/mifid/index.shtml (impact on firms).

http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/pdf/mifid_timetable.pdf

http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/EU/fsap/mifid/index.shtml (implementation timetable).

http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/EU/fsap/mifid/index.shtml (key provisions).

注(5)

表 英国(証券系・銀行系)規制と欧州投資サービス指令との顧客区分の比較

UK 証券系 FSAHB3分法 =(リテール2 分+1)	UK 銀行 系 2分法 (プロア マ)	UK FPO 投 資勧誘		al (31)に「顧客 の3区分」という	UK オ プ ション A	UK オ プショ ンB	PD 新 目論見 書指令	US/JP
市場当事者 Market counterparty (client)→ ほとんどは Inter-professio nal Code ↓プロアマ	Inter-profe ssional	Investment professional (認可業者 含む)	適格当事 者 Eligible counterpar ty19,21,22 免除(ただ し程度は 各国裁量)	プロ願 Professional client 定義 Annex II(関・ 金融機人ま 富裕層間的は COB 適用軽	ISD2 指は ISD2 以は行	Eligibl e counte rparty	Qualifi ed investo rs	QII (機 (機 家、層 人 会 会 か 会 か と り Reg D ほ
中間層顧客 Intermediate customer (expertise) 地方公共団体、投信、 発層個人、法人(いわゆる機関投資家が入る)	リテール 顧客を区 分せず	Sophisticate d investors; High net-worth bodies	(FESCO 時代の自 衛能力あ る投資 (案))	滅免除。具体 的効果は CESRの具体 化19(10)(c)お よび各国。27	UK 証 系	Profes sional client	Qualifi ed investo rs国法登個要足請 は、は充申	か (自衛能力 ある投資 家 accredited investors)
				↓プロアマ				アマ ?
一般顧客 Private Customer		特に名称な し 		Non-professio nal or retail client(4(12))		Non-pr ofessio nal or	未登録 法人、 要件未	JPアマI
				(上位移動に つき AII) CESR		retail <i>client</i>	充足/ 申請し ない個	JP アマ II
				27(7)(e)			人	

(注)破線は関係が明確ではない、あるいは不確定(各国決定に委ねられる)であることを意味する。「アマ」という言葉は日本以外では使われていない。「プロ」あるいはそれを定義とする語を目安に区分した。

注(6)

表 現行 COB の項目と、CP43 における相当項目に対するクラス別適用案

COB IL—IL		WS 市場 相手方	中間層	一 般 顧 客	
1. 適用お	iよび目的 ³⁵	0	0	0	
2. 指定报	2. 指定投資事業を行う全業者に適用のある規則 ³⁶				
2.1.	明快公正で誤解を招かない意思疎通	×	L	0	
2.2.	リベートおよびソフトコミッション	т			
2.3. 第三者利用の場合の確認事項		L			
3. 投資額	3. 投資勧誘				

³⁵ 現行 COB では11項目あるが、いずれも抽象度が高い、たとえば用語に関する規定である。

³⁶ 現行 COB には以下の項があるが CP43 表には挙げられていない。

- 27				
3.1. 37	適用∶主体			0
3.2.	適用∶客体	×	LR	
3.3.	適用:域外適用	_ ^	LK	
3.4.	目的			
(3.5.	·総則 ³⁸)			
3.6.	確認およびコンプライアンス			
3.7.	記録	×	LR	0
3.8.	投資勧誘の様式および内容			
3.9.	直接投資勧誘(非接触型)	×	×	0
3.10.	不招請の接触型投資勧誘	×	LR	0
3.11.	無規制 CIS と適格投資スキーム	^	LK	
3.12.	海外から及び認可業者でない者の承認	×	×	0
3.13.	海外生保の場合の特則	_ ^	_ ^	O
3.14.	インターネットその他の通信方法	×	LR	0
4. 顧客	の受入			
4.1.	顧客の区分	0	0	0
4.2.	約款および顧客合意(terms of business and customer agreement)	×	0	0
(4.3. /\cdot\)	ッケージ商品のサービス手数料に関する開示 SI 2004/89)39			
5. 助言	および販売 ⁴⁰			
5.1.	パッケージ商品に係る説明 SI 2004/89 ⁴¹	×	×	0
5.2.	顧客調查義務(know your customer)	×	0	0
5.3.	適合性(suitability)	^		
5.4.	顧客のリスク理解について	×	×	0
5.5.	業者に関する情報の提供	×	0	
5.6.	手数料等の開示	×	×	0
5.7.	過当な手数料の禁止 ⁴²	×	×	×
5.8.	海外ブローカーが顧客注文の執行を清算機関に回す場合	×	0	0
6. パッケ	ケージ商品の開示および顧客の解約権 ⁴³⁴⁴			
6.1.	商品開示(SI 2004/39)			
6.2.	重要な事項(key features)	×	×	0
6.3.	販売後の確認(生保につき)			
6.4.	商品開示 特別な場合			

2.4.	チャイニーズウォール
2.5.	免責
2.6.	隔地取引に関する一般規定
27 .	

³⁷ CP43 表では項目区別はあるが 3.1.から 3.14 までの番号を割り当てていない。

⁴⁰現行 COB には以下の項があるが CP43 表には挙げられていない。

5.9.	ステークホルダー年金に関する情報
5.10.	コーポレートファイナンス業務

⁴¹ SI 2004/89 以前の CP43 での項は「ポラリゼーションおよび業者の地位にの開示」となっていた。

⁴⁴有配当保険に関する規制の著しい発達を受けて、現行 COB には以下の項があるが、CP43 表には挙げられていない。

6.	9.	有配当保険の場合
6.	10.	財務管理原則 PPFM (principles and practices of financial management)
6.	11.	有配当保険契約者に対する PPFM 遵守に関する報告

³⁸ CP43 表では "exemption"という項があり、現行では総則(general)という項があるが、両者は一致しないもののようであるので扱いを留保する。

³⁹ CP43 表では "exclusion of liability"という項があり、現行では表に挙げた項があるが、両者は一致しないもののようであるので扱いを留保する。

 $^{^{42}}$ CP43 表では"reasonable charge"となっており、またすべて \times がついているが、現行 COB では"excessive charge"となっており、一般顧客にのみ適用がある。

 $^{^{43}}$ CP43 表の時点では解約権(cancellation and withdrawal)については規定されていない。ちなみに、伝統的な投資商品には解約権は与えられず、主な適用例としては、大衆投資家の将来のための貯蓄を促進するタイプの課税優遇型投信型商品で、かつ異地取引(distance contract. Distance Market Directive 2002/65/EC を受けた規制)がある。この章は、CP43 での項目と現行 COB の項目との違いが最も大きいので、近いと思われるものについて CP43 での区分効果を示したが、不正確であることに留意されたい。ともかく、6 章はパッケージ商品に係るルールであり、一般顧客にしか適用がないようである。

6.5.	「重要な事項」の内容および重要な情報(生保、CIS、ISA 預金、			
0.5.	CTF、ステークホルダー SI 2004/88) 45			
6.6.	将来予想			
6.7.	解約権			
6.8.	保険契約:生保と損保			
7. ブロー	-カー業務および資産管理(dealing and managing) ⁴⁶			,
7.1.	利益相反と重要な利害			
7.2.	手数料目当ての不当取引(churning and switching)	P	0	0
7.3.	公開リサーチ情報関連商品の取引禁止	Г		
7.4.	顧客注文の執行順位の公正			
7.5.	最良執行原則	P	О	0
7.6.	適時執行	P	0	0
7.7.	顧客注文の執行方法(aggregation and allocation)	P	0	0
7.8.	一般顧客資産の処分			
7.9.	一般顧客への貸付	×	×	0
7.10.	証拠金の徴求	^	_ ^	
7.11.	取引所での取引のない証券(マーケットメーカーの義務)			
7.12.	顧客注文と執行記録	P	0	0
7.13.	従業員口座(personal account)に関する規制	×	0	0
8.				
8.1.	約定報告書	×	M	0
8.2.	定期資産報告書	×	M	0
(9. 顧客	の 資産) ⁴⁷			

〇:あり ×:なし L:制限的にあり LR(limited relevance):あるが関連する場合に限る M:適用あるが、変更可能 O:適用あるが、排除可能 P:本人が他クラス所属の場合に適用

SI とある後に年号と番号とが書いてあるものは、FSA 規則の根拠となる命令を改正する命令である。

注⑦ 表 各カテゴリー定義と移動要件

①UK 市場相手方	大型機関。認可業者は当然には含まず(上位移動例:非中小企業2)
②UK 中間層顧客	地方政府、上場企業、投信、年金 (上位移動例:賢い貧乏人)
③UK 一般顧客	①②以外の顧客
④EU プロフェッショ	「当然(国~非中小企業48)」と「申請(10 回、50 万ユーロ、プロ1年のうち2要件。個人でも
ナル顧客	容易にクリア)」
⑤EU 適格相手方	国・金融機関・機関投資家。CESRにより、非中小企業(④の当然のプロフェッショナル顧
	客中の非中小企業と同じ)が下限となる
⑥EU リテール顧客	④以外の顧客
⑦EU 適格投資家	④でいう非中小企業が下限だが、CESR各国法延長により、中小企業(登録すれば全て)
	や個人(④の申請要件と同じ)が下限となる(下限なしに近い)
1)⇔2	かなり制限的:下降は制限的、上昇は中間層顧客(非中小企業2を含む)に限り49
2⇔3	緩やか、ただし投資家保護のための制限: 知識経験基準が中心(エキスパート)
4⇔5	→オプトアウト 相応要件 ④の非中小企業と同じ ←オプトイン (③でなく④でもOK)
4⇔6	→ 認められる ISD2 Annex II I.(4) ←申請(10回、50万ユーロ、プロ1年のうち2要
	件)

⁴⁵ CTF 育児信託とステークホルダーについては後に追加された。

⁴⁶現行 COB には以下の項があるが、CP43表には挙げられていない。

7.14.	プログラム取引(主体の開示)
7.15.	時価以外での取引(違法取引でないかのチェック)
7.16.	投資リサーチ(利益相反防止規制など)

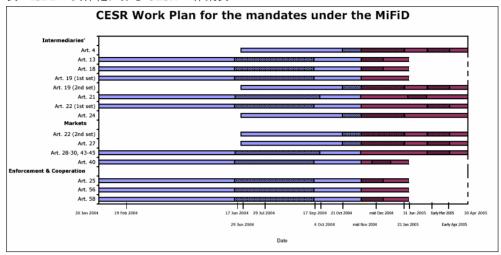
⁴⁷ ハンドブックの Business Standards 中の COB から CASS に 2004 年に移転した。

 $^{^{48}}$ 資産 2000 万ユーロ、売り上げ 4000 万ユーロ、自己資本 200 万ユーロのうち 2 つ以上を満たす場合。上場企業であれば難なくクリアできる要件であろう。

⁴⁹ 資産 1250 万ユーロ、取引高 2500 万ユーロ、従業員 250 人以上の3つのうち2つが該当という、非中小企業要件(欧州と違うので、非中小企業2とする)が実質的な下限となると思われる。

注(8)

表 ISD2 の具体化に係る CESR の作業表50



注⑨ CESR 発行文書と ISD との参考文書

付録 行為規制に関連する CESR 発行文書

-Consultative Paper on the Harmonisation of Core Conduct of Business Rules for Investor Protection (Feb. 1, 2001 Reg.:/fesco/00-124-b)

-Press Release FESCO Consultative Paper on the Harmonisation of Core Conduct of Business Rules for Investor Protection (Feb. 7, 2001 Reg.:/fesco/01-007)

-CESR, Cover Note to the Consultative Document on the Harmonisation of Conduct of Business Rules (Oct. 18, 2001 CESR/01-013b)

-CESR, A European Regime of Investor Protection the Harmonisation of Conduct of Business Rules (Apr. 2002, CESR/01-014d) (CESR の C O B ルール)

-CESR, Implementation of Article 11 of the ISD: Categorisation of Investors for the Purpose of Conduct of Business Rules (Oct. 2001,CESR/01-015)(現行 ISD の具体化)

-Press Release, Final Consultation by CESR on the Harmonization of Conduct of Business Rules (Oct.18, 2001, CESR/01-019)

-CESR, A European Regime of Investor Protection: The Professional and The Counterparty Regimes (July 2002 CESR/02-098b) (適格相手方について)

-CESR, Press Release CESR Adopts Final Standards for ATSs and Final Conduct of Business Rules to Protect Retail and Professional Investors in Europe (July 2002 CESR/02-117)

-Public Statement The First Meeting of the Market Participants Consultative Panel (Oct. 2002 Ref.: CESR/02-198b)

-Public Statement The Second Meeting of the Market Participants Consultative Panel (Jan. 2003 Ref.: CESR/03-018)

⁵⁰ CESR Work Plan for the Mandates under the MiFiD (Ref. CESR/04-614)(Nov. 2004).

- -CESR, Correspondence Table on Standards for Investor Protection (Ref.CESR/03-134/UK)
- -Public Statement The Third Meeting of the Market Participants Consultative Panel (July 2003 Ref: CESR/03-175c)
- -Public Statement The Fourth Meeting of the Market Participants Consultative Panel (Nov. 2003 Ref.: CESR/03-393)
- -1. Call for Evidence: Provisional Mandates under the Future Directive on Financial Instruments Markets (ISD2)(Jan. 20, 2004, CESR/04-021)(第一授権部の意見照会)
- Corresponding Table on CESR Standards for Investor Protection(Mar. 04, 2004, CESR/03-134/UK) (CESR 基準との対比)
- Correspondence Table on CESR Standards for Investor Protection—Part III Categorisation of Investors All Responses (Mar. 4, 2004 CESR/03-423b)(各国顧客区分規制)
- -Public Statement The Fifth Meeting of the Market Participants Consultative Panel (March 25 2004 Ref.: CESR/04-102)
- -2. CESR Consultation Paper, CESR's Advice on Possible Implementation Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments (June, 2004, Ref.: CESR 04-261b) (第一授権部の第一協議書)
- -CESR Press Release, CESR Begins Its First Consultation on Its Draft Advice to the European Commission on the New Investment Services Directive (June 17, 2004, Ref.: CESR 04-300)
- -Press Release, CESR Launches a Call for Evidence on the Second Set of Mandates from the European Commission on the Markets in Financial Instruments Directive (MiFid)(June 29, 2004, Ref: CESR 04-317)
- -1. CESR, Formal Request for Technical Advice on Possible Implementing Measures on the Directive on Markets in Financial Instruments (Directive 2004/39/EC) Call for Evidence (June 29, 2004 Ref:CESR/04-323)https://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/pdf/cesr_04-323.pdf (第二授権部の意見照会)
- -Public Statement The Sixth Meeting of the Market Participants Consultative Panel (June 2004 Ref.: CESR/04-352)
- -ISDA et al., Comments on CESR's Call for Evidence on the European Commission's Second Set of Draft Mandates for Implementing Legislation under the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)
- http://www.cesr-eu.org/data/document/Joint Associations Response 29 July 04.pdf>
- -2. Consultation Paper, CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments 2nd Sets of Mandates (Oct. 2004 Ref.: CESR/04-562)(第二授権部の第一協議書)
- -ISDA et al., Second Part of Response to CESR's June 2004 Consultation Paper (CESR/04-261b) on Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments ("MiFID")(Oct. 4, 2004)http://www.cesr-eu.org/data/document/10-ISDA.pdf
- -3. CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments 1st set of mandates , Second Consultation Paper (Nov. 2004, Ref:CESR/04-603b)< http://www.cesr-eu.org/data/document/04_603b.pdf > (第一授権部の第二協議書)
- -CESR Work Plan for the Mandates under the MiFiD (Nov. 2004, Ref.: CESR/04-614)

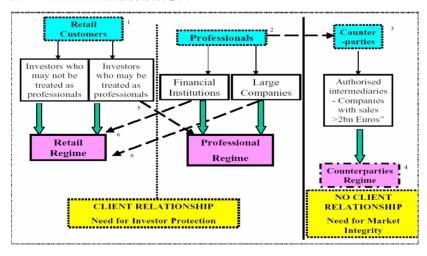
(as of Nov. 15, 2004)

- -Public Statement The Seventh Meeting of the Market Participants Consultative Panel (Dec. 2004 Ref.: CESR/04-684)
- -CESR Call for Opinions, CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments (PROFESSIONAL CLIENT AGREEMENT)(Dec. 2004, Ref.: CESR 04-689)
- -CESR, Draft technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments—Admission of Financial Instruments to Trading on Regulated Markets (2nd Consultation Paper)
 (Feb. 2005 Ref:CESR/05-023b)http://www.cesr-eu.org/data/document/05 023b.pdf
- -4. CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments 1st set of mandates (Jan. 2005, Ref.:CESR/05-024c) http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=2965(第一授権部の最終案)
- -3. CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments (including aspects of the definition of investment advice and of the general obligation to act fairly, honestly and professionally in the best interests of clients) Second Consultation Paper (March 2005 Ref.:CESR/05-164) (第二授権部の第二協議書)
- -4, CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments;1st Set of Mandates where the deadline was extended and 2nd Set of Mandates (Apr. 2005 Ref.: CESR/05-290b)(第一授権部の最終案その 2/第二授権部の最終案)

CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on Mandates of the First Set Where the Deadline was Extended and the Second Set of Mandates Markets in Financial Instruments Directive FEEDBACK STATEMENT (Apr. 2005, Ref.:CESR/05-291b)(コメント整理)

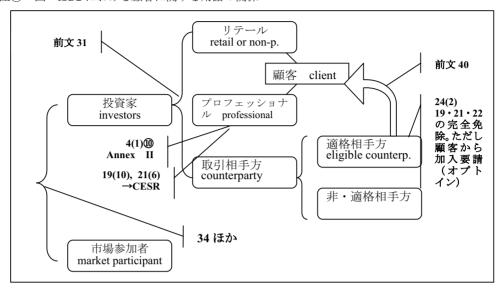
注(10)

図 CESR による顧客分類概念図51

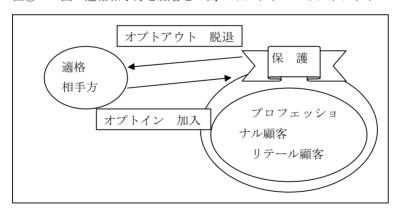


51 CESR, Cover Note to the Consultative Document on the Harmonisation of Conduct of Business Rules (Oct. 18, 2001 CESR/01-013b)at 15. これは CESR による顧客区分概念図である。「相手方(counterparty)」は「顧客関係なし」とされているが、ISD2 では「適格相手方」については顧客関係を認め、オプトイン手続きによりプロフェッショナル顧客ないしリテール顧客のいずれかの保護を求めることができるとしている。

注⑪ 図 ISD2 における顧客に関する用語の関係



注⑩ 図 適格相手方と顧客との間のオプトイン・オプトアウト



注⑬第19条 顧客に投資サービスを提供する際の行為規制(見出しは筆者による)

- 1. (誠実公正職業性義務) 加盟国は、投資サービス業者に、投資サービス (付随サービスを含み得る) の提供にあたり、顧客利益の最善を図り誠実・公正・職業的(professionally)に行為すること、特に以下のパラグラフ 2 から 8 の原理を遵守すること、を義務づけねばならない。
- 2. (情報の公正明確性) 投資サービス業者による顧客(取引開始希望者を含む)向けの情報(マーケティング目的のものを含む)はすべて、公正かつ明確で、誤解を招かないものであることを要する。マーケティング目的情報(marketing communications)は、マーケティング目的情報であることを明示することを要する。
- 3. (投資サービス業者の説明義務) 顧客(取引開始希望者を含む)に対して、以下の点につき適切な情報が分かり易い形で与えられ、それによって投資サービスおよび勧誘対象金融商品

の性質及びリスクの理解および理解の上での投資判断がなされ得るようにされねばならない。 情報の形式は、標準化した様式(standardised format)で構わない。

- -投資サービス業者名称および提供するサービス、
- -金融商品および投資方針の提案;当該商品への投資ないし投資方針に伴うリスクについて、 警告および適切なガイダンスを含むことを要する。
- 一注文執行場所(execution venue)
- -費用その他手数料。
- 4. (投資顧問の適合性判断義務) 投資助言(providing investment advice)または資産運用 (portfolio management)を行う場合、投資サービス業者は、顧客 (取引開始希望者を含む) に適合した(suitable)投資サービスおよび金融商品を勧めることができるよう、特定の商品サービスに係る投資領域での顧客 (取引開始希望者を含む) の知識経験・財務状況・投資目的について、必要な情報を取得しなければならない。
- 5. (投資サービス業者の適切性判断義務) 投資サービス (パラグラフ4で述べたものを除く) を提供する場合、投資サービス業者が、顧客 (取引開始希望者を含む) に適切(appropriate)な投資サービスまたは金融商品であるかを判断できるよう、特定の商品サービスに係る投資領域での顧客 (取引開始希望者を含む) の知識経験について顧客に提供するよう要請することを、加盟国は担保しなければならない。

前パラグラフで得た情報に基づき投資サービス業者が商品サービスが顧客(取引開始希望者を含む)に不適切と判断する場合には、警告を与えなければならない。警告は標準化した様式によることができる。

第一パラグラフ所定の情報を顧客(取引開始希望者を含む)が提供しない場合、あるいは知識 経験に関して不十分な情報しか与えない場合、業者は、それにより適切性が判断できないとい う警告を与えなければならない。警告は標準化した様式によることができる。

6. (BO 投資サービス業者に対する適切性判断義務の免除) 加盟国は、投資サービス業者が顧客注文の執行(execution)または取次(reception and transmission)の提供のみを行う場合で以下の要件を全て満たす場合には、5 項の情報収集および判断の義務を免除しなければならない。一当該サービスが、規制市場(欧州域外の場合、規制市場相当の市場)で取引される株式、マネーマーケット商品、社債およびその他の(other)有価証券化した債務(securitised debt) (デリバティブを組み込んだものを除く)、UCITS そのほか、複雑でない(non-complex)金融商品に係るものであること。

域外国市場は、本指令第三部所定の要件に同等の要件を満たす場合、規制市場に同等と見なされる。

欧州委員会は、上の同等と見られる市場を明示したリストを発表し、定期的に更新する義務を 負う。

- 当該金融サービスの提供にあたっては、顧客(取引開始希望者を含む)のイニシアティブによること、
- ー当該サービスの提供にあたり、提供される金融商品ないしサービスの適合性(suitability)を判断する義務を投資サービス業者は負わず、それゆえ関連する行為規制上の保護を顧客が受け得ないことについて、顧客(取引開始希望者を含む)が明瞭に知らされていること。警告の形式は、標準化した様式(standardised format)で構わない。
- -投資サービス業者が本指令18条(利益相反規制)を遵守していること。
- 7. (取引記録作成保存義務) 投資サービス業者は、当事者の権利義務その他のサービス提供上の事項を明らかにした顧客との間の書類を含む記録を作成しなければならない。契約上の権利義務は、別書類や法文を参照させる方式によることができる。
- 8. (取引報告書交付義務) 顧客は、提供されるサービスに関する適切な報告書を投資サービス業者から受領する。報告書には、顧客に対するサービスや取引に係る費用を所定の場合に含む。
- 9. 金融機関および消費者金融の顧客リスク査定ないし情報徴求に係る欧州共同体法または欧州共通基準に既に服している金融商品について投資サービスが提供される場合、本条所定の義務を追加的に課してはならない。

- 10. 投資家に必要な保護を与え、かつ 1 項から 8 項までの一様な適用を担保するため、委員会は、指令 64 条 2 項所定の手続に従い、投資サービス (付随サービスを含む) 提供の際に投資サービス業者が示された原則を遵守するよう、具体化(adopt implementing measure)しなければならない。具体化にあたっては以下の事項を斟酌する。
- (a) 顧客(取引開始希望者を含む)に提供されるサービスの性質(取引のタイプ、目的、規模、頻度を斟酌する)。
- (b) 提供ないし考慮される金融商品の性質。
- (c) 顧客(取引開始希望者を含む)の性質がリテールかプロフェッショナルか。

注(14)

アネックス II 本指令におけるプロフェッショナル顧客

資料3 EII 投資サービス指令のプロ・アマ顧客区分52

付表II

本指令のためのプロ (青木、原語はprofessional) 顧客

プロ顧客とは、自らの投資判断を行い、発生するリスクを適切に評価するための経験と知識及 び専門性を有するものである。プロ顧客とされるには以下の条件を満たしている必要がある。

I. プロ顧客とみなされるカテゴリー

以下のものは全て本指令に係る全ての投資サービス、投資活動及び金融商品においてプロ顧客 とみなされる。

- (1)金融市場での営業に認可ないし規制が要求される主体。下記リストは以下に記載される主体の典型的な活動を遂行する全ての認可主体を含むと理解されなければならない。即ち、欧州指令の下で加盟国により認可された主体、欧州指令によらず加盟国により認可され又は規制された主体、及び非加盟国により認可され又は規制された主体。
- (a) 金融機関 (b) 投資サービス業者 (c) 他の認可された又は規制された金融機関 (d) 保険会社
- (e) 集合投資スキーム及び当該スキームの運用会社 (f) 年金基金及び当該基金の運用会社 (g) 商品及び商品デリバティブディーラー (h) ローカルズ(青木、先物取引所個人会員) (i) その他の機関投資家
- (2) 会社ベースで下記の規模(青木、のうち2つ)を満たす大企業
- 貸借対照表上の総資産2000 万ユーロ
- 純売上4000 万ユーロ
- 自己資本200 万ユーロ

(3) 国内 (青木、国) 及び地方政府、公債を管理する公共機関、中央銀行、世界銀行、IMF、欧州中央銀行、欧州投資銀行のような国際機関及び超国家機関及び他の同様な国際機関

(4) その主な業務が金融商品の投資であるその他の機関投資家、資産の証券化及びその他金融取引を営む企業を含む。上記の主体はプロ顧客とみなされる。ただし、それらのものは、ノンプロとして取扱いを求めることが認められなければならず、また、(青木、相手方たる)投資サービス業者はより高い水準の保護を与えることに同意することができる。

投資サービス業者の顧客が上に示された会社である場合には、投資サービス業者は、いかなる サービスを提供する前に、会社(青木、投資サービス業者)に入手可能な情報に基づけば顧客 がプロ顧客とみられ、会社と顧客が他の合意をしていなければそのように扱われるということ を伝えなければならない。会社は、また、顧客に対し、より高い水準の保護を確保するために 合意の変更を請求することができることを伝えなければならない。

関連するリスクを適正に査定し、管理することができないと思われる時はより高い水準の保護 を求めるのはプロ顧客とみなされる顧客の責任である。

この高い水準の保護は、プロとみなされる顧客が投資サービス業者と、適用可能なビジネス行為規則の目的のためにプロとして扱われないという書面による合意をした時に提供される。かかる合意は、それが一つ又はそれ以上の特別なサービス又は取引に対してか、或いは一つ又はそれ以上の種類の商品又は取引について適用されるのか明記しなければならない。

⁵² 金融庁訳http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041201_sir/03.pdf である。なお、原語注記やこうした方がわかりやすいかと思った表現等については(青木 代案)を付した。

II. 要請によりプロ顧客として取り扱われる顧客

II1. 判断基準

セクションIに記載されたもの以外の顧客は、ビジネス行為規則により提供される保護を受ける権利(青木、の一部)を放棄することができる。

したがって、投資サービス業者は、下記の関連する基準及び手続きを満たす場合には、上記の顧客のいずれもプロ顧客として取り扱うことが認められなければならない。ただし、これらの顧客はセクションIに列挙されたものと同等の市場に関する知識及び経験を有しているものと想定されるべきではない。

標準的なビジネス行為規則によって与えられる保護のこのような(青木、位置を入れ替えた)放棄は、投資サービス業者が行う顧客の専門性、経験及び知識の適切な評価により、想定される取引又はサービスの内容に鑑みて、顧客が自ら投資判断を下しリスクを理解する能力を有することについて合理的な保証が得られる場合に限り有効とみなされなければならない。

金融分野における欧州指令の下で免許を受けた主体の経営者及び役員に適用される適格性のテストは、専門性と知識の評価の例とみなすことができる。小規模の主体については、上記の評価の対象となる者は、主体の代理として取引を実行することを許可されたものでなければならない。

- また、上記の審査の過程において、少なくとも以下の基準の二つが満たされなければならない。 ・顧客は、関連する市場において、過去4四半期の間に1四半期当たり平均10回の頻度で大 口取引を行っている。
- ・顧客の金融商品のポートフォリオ (現預金及び金融商品を含むものとして定義されるもの) が50 万ユーロ超である。
- ・顧客が想定される取引ないしサービスに関する知識を求められるプロの(青木、職業的。In a professional positionなので、指令にいう「プロ」とは限らない) 立場で、少なくとも1年間 金融セクターに勤務し、又はかつて勤務した経験がある。

112. 手続き

上記に該当する顧客は、以下の手続きが採られた場合にのみ、詳細な行為規範の恩恵を放棄することができる。

- ・顧客は、投資サービス業者に対し、書面により、一般的に又は特定の投資サービス又は取引に関し、ないしは特定の取引及び商品に関してプロ顧客として取り扱われることを希望する旨を述べなければならない。
- ・投資サービス業者は、顧客に対して彼らが失うこととなる保護と投資家補償上の権利について書面による明確な注意喚起を与えなければならない。
- ・顧客は、書面により、彼らがかかる保護を失う結果となることについて認識していることを、 取引契約とは別の書面で述べなければならない。また、

投資サービス業者は、権利放棄の要請の受入を決定する前に、プロ顧客として取扱いを要請している顧客がセクションII.1の条件を全て満たしているかを確認するための適切な措置を講じなければならない。

しかし、既に顧客が上記のものと類似した基準及び手続きによりプロ顧客として分類されている場合には、それらの投資サービス業者との関係は、本付表に従い採用されたいかなる新規則にも影響されない。

投資サービス業者は、顧客区分に関する適切な社内方針及び手続きを実行(青木、implement. 作成・実施)しなければならない。プロ顧客は、彼らの現在の分類に影響する可能性のあるいかなる変更について、投資サービス業者が常に情報を得ているようにする責任がある。ただし、投資サービス業者が、顧客にプロ顧客としての取扱いを受ける資格を与えた当初の条件を顧客がもはや満たさないことに気付いた場合には、適切な措置を講じなければならない。

注①

19条4項(投資顧問の適合性判断義務(suitability))

顧客から取得すべき情報の最低限に関する基準

- 1. 19条4項においては
- a)「特定の商品サービスに係る投資領域での顧客(取引開始希望者を含む)の知識経験に関する情報」は、顧客がなじんでいる特定のサービス・取引・商品の種類、および、取引の性質・分量・頻度・取引期間等の取引履歴、を含み得る(may)。
- b) 「顧客(取引開始希望者を含む)の財務状況に関する情報」は、財務能力、収入源の性格、

定期収入の範囲および流動純資産、を含み得る。

- c)「顧客(取引開始希望者を含む)の投資目的に関する情報」は、将来投資の現時点での見通し、リスク選好(リスクプロファイル)、目下の投資目的(たとえば定期収益確保か成長銘柄狙いか節税か)、を含み得る。
- 2. 投資サービス業者により取得される情報の範囲に関して、以下の要素を斟酌しなければならない。
- a) 情報が、投資サービス業者が顧客(取引開始希望者を含む) ヘサービスを提供するに必要十分であるか。
- i) 特定の商品サービスに係る投資領域での顧客(取引開始希望者を含む)の知識経験に関する必要情報の性質・範囲の決定にあたっては、投資助言・資産管理の対象となる金融商品の種類・性質は関連がある。
- ii) 顧客の財務状況に関する必要情報の性質・範囲の決定にあたっては、顧客に提供されるサービスの性質・範囲および当面の(envisaged⁵³) 取引に係るリスクは関連がある(たとえば、顧客(取引開始希望者を含む)が、投資助言・資産管理の対象を流動資産の一定額に限り、かつ、その一部または全部の損失のリスクは財務能力を超過していないことを確認した場合、限られた情報でもよい可能性がある)。この場合、投資サービス業者は、他の関連する事情(relevant circumstances)、たとえば、取引対価の支払いは顧客資産から行われるかローンを得て行われるか、取引にあたり曝される損失・証拠金・その他リスク(たとえば、当該取引のリスクを顧客が負う能力に影響しうるレバレッジ効果)いかん、を考慮しなければならない。
- b)プロフェッショナル顧客は十分な知識経験があると見なされるので、投資サービス業者はプロフェッショナル顧客の知識情報を求めることを義務づけられてはならない(指令アネックス II により顧客のプロとしての確認のための情報取得を除く)。ただし、プロフェッショナル顧客と投資サービス業者とが、行為規制の適用にあたり保護を高めプロフェッショナル顧客として扱わない旨を合意した限りで、以上は妥当しない。
- 3. 投資サービス業者は、顧客に情報を提供しないよう唆してはならない。
- 4. 投資サービス業者は、顧客(取引開始希望者を含む)の提供した情報に依存することが認められねばならない。ただし、情報が明らかに不正確ないし不十分の場合は除く。
- 5. 投資サービス業者が、リテール顧客に対して継続的に投資顧問ないし資産管理する場合、顧客のプロファイルの見直しを行うよう、合理的な注意を払うことを要求される。また顧客との関係の変化があれば、それを斟酌することを要する。リテール顧客への助言が頻繁ではない場合(on occasional basis)には、そのたびに顧客プロファイルを吟味しなければならない。
- リテール顧客は、特定の商品サービスに係る投資領域での知識経験・財務状況・投資目的に 影響すべき重大な変化全てについて投資サービス業者に通知せねばならないことにつき説 明を受けるものとする。顧客サービスにあたる投資顧問・資産管理者が、リテール顧客が 過去に申告した状況に重大な変化があったことに気づいた場合、特定の商品サービスに係る 投資領域での知識経験・財務状況・投資目的に関する顧客情報の更新を求めねばならない。

プロフェッショナル顧客は、財務状況・投資目的に影響すべき重大な変化を投資サービス業者に通知する責任を負う。投資サービス業者はこれを受けて顧客プロファイルを更新する。

適合性評価の基準

6. 適合性評価にあたっては、投資サービス業者は顧客(取引開始希望者を含む)の提供した情報に照らし以下の要因を考慮しなければならない。

a) 顧客(取引開始希望者を含む)の投資目的に取引が適ったものでなければならない。

- b) 顧客(取引開始希望者を含む)の知識経験が、取引とくにその複雑さ(complexity)に関して、考慮されなければならない。
- c) 取引に係るリスクの水準が高くなるほど、顧客(取引開始希望者を含む)の財務状況は適合性評価にあたり重要となる。これは、特定の商品サービスが、顧客(取引開始希望者を含む)の経済的存在(economic existence)を危険なものとせず、財務状況に即しているかを精査することを含み得る。
- 7. 金融商品(例、デリバティブ)にかかるリスク・取引の種類(例、オプションの売り)・ 注文の性質(大きさや価格の指定方法)や取引の頻度、など(inter alia)を理由に、取引

53 この語は資産管理の場合には助言を経ずに投資を実行するのが普通であることから、投資判断を投資助言と並べて包括する語を求めた結果、使われているという。CESR 04-562 infra note エラー! ブックマークが定義されていません。 at 42.

が顧客(取引開始希望者を含む)にとって不適格となりうる。

- 8. 適合性テストは、その人に向けた勧誘(personal recommendation)あるいは取引決定毎に行われる。過去の取引に照らして行われねばならない。勧誘や決定の頻度が顧客利益に合致していない場合は、一連の取引の個々の取引は適合的であるが全体としてみれば不適合ということもあり得る。
- 9. 投資サービス業者がポートフォリオ監督や資産管理という前提で投資助言を顧客に行う場合、任命されたポートフォリオが適合的であることを確保することにつき、合理的な手続をとらねねばならない。

注(16)

CESR 助言中の「投資助言」の定義54

「投資助言(investment advice)」の定義

1. 「その人に向けた勧誘(personal recommendation)」とは、ある人に与えられる a)ーないし複数の [代案 55 、「特定の(specific)」を金融商品に付す。以下、同様]金融商品の取引(売買、引受、交換、償還のほか、保有)、または、b)金融商品の売買ないし引受に係る権利で金融商品から発生するものの行使、または c)受領者に対し、明示黙示にその者の状況 (personal circumstances)に適合する(suited) 56 、あるいはその者の状況を前提に判断するとした 57 [代案、通話や既存の関係を元に勧誘された 58]金融商品に係るその他一切の取引、に関する、価値判断や意見その他の明示黙示 59 の勧誘を含む情報一切である 6061 。以下の 2. から 5. までは「その人に向けた勧誘(personal recommendation)」との違いである。

2. 一般的勧誘(general recommendation)は、特定の顧客の状況を前提に判断したわけではなく、また、明示黙示に適合するとされたわけでもない。

⁵⁴ CESR 04-562, supra note エラー! ブックマークが定義されていません。 at 15.

⁵⁵ これは複数かどうかより、特定銘柄の推奨に限るか否かが問題のようである。特定銘柄を推奨するわけでない助言たとえばアセットアロケーションやファイナンシャルプラニングは、業者が本来投資業務として特に別途認可を得ることなくなしうる行為であるところ、これらが「投資助言」に含まれれば、とりわけ 19条4項の助言義務(assessment of suitability)の恩恵が及ぶのが魅力的といわれている。特定かどうかを区別しにくいということも補強理由として挙げられる。CESR 04-562, supra note エラー! ブックマークが定義されていません。 at 11. しかし、特定銘柄の場合のほうが手数料ねらいのチャーニングなどの弊害が伴い易い、あるいは規制として明確であるなど、特定銘柄の場合に限ることを支持する意見もある。Id.at 12. 56 仮に "suited" であっても、「その人に向けた」の要件を支えることとなっても、必ずしも「投資助言」にあたるとは限らないと注記されている。CESR 04-562, supra note エラー! ブックマークが定義されていません。 at 10.

⁵⁷ C)が明示されたことにより、このような活動を非認可業者が行うことが取り締まり易くなったといわれる。CESR 04-562, supra note **エラー! ブックマークが定義されていません。** at 10.

⁵⁸ こちらの方がすっきりしているが、特定の受領者が主体となっていることを明確にしないと、2. 以降の類似概念との区分が難しいという難点があるという。Ibid.

⁵⁹ たとえば「ミラーさん、S 社の株を買うのは悪い考えではありませんね」と業者がいった場合、これが 勧誘にあたるかは、それまでの関係や会話の全体の流れ、その他関連する事項(投資顧問契約があったか、 資産に関する情報はどうか)を総合判断する。CESR 04-562, supra note エラー! ブックマークが定義されて いません。 at 15.

⁶⁰ 中立第三者から見てこの要件を満たすのであれば、顧客 (顧客となろうとする者を含む) の求めがなく、業者から持ちかけた場合でも該当する。CESR 04-562, supra note **エラー! ブックマークが定義されていません。** at 10.

 $^{^{61}}$ 「投資助言」に該当しない例として①ある権利を行使した場合や事故の場合の帰結についての説明、②債券発行者の格付情報を与えること、③金融商品に関する約定や条件で不確実性を持つものについて、その意味や契約条件への影響、商業的な帰結について助言すること、④申込書の書き方について助言する、⑤市場が未発達(no ready market)の場合の投資の価値について助言すること、が挙げられている。CESR 04-562, supra note \mathbf{z} ラー! ブックマークが定義されていません。 at 9. しかし、これもそれほど単純に割り切れるものであろうか。たとえば②について、顧客が質問したのではない情報を、複数商品間で優劣を示すような形で提示すれば、投資に関する黙示の意見ないし価値判断を示すことと違いないように思われる。

- 3. マーケティング情報(marketing communications)は、上の2.と同じ理由が成り立つほか⁶²、一般に向けて行われるという点で異なる。顧客の要請ではなく投資サービス業者のイニシアティブでなされるのが一般である。
- 4. 「顧客に与えられる情報(information given to the client)」は、通常は(generally)、 事実に関する情報であり、受領者に対し、明示黙示にその者の状況に適合する、あるいは その者の状況を前提に判断するとしたものではなく、また、金融商品に係る価値判断や意 見その他の明示黙示の勧誘を含む情報ではない。
- 5. 売付申込み(offer)⁶³は、通常は、金融商品に係る価値判断や勧誘を含まず、また、通常は、ある者の状況に適合するとして提供されるものではない。
- 6. 以上は「その人に向けた勧誘 (personal recommendation)」から区別する目安であるが、重複の可能性がないではない 64 。そこで、関連する状況を前提に、とにかく 1. のテストを適用してみなければならない。当てはまる場合には、関連する制度の各々が適用される。

注(17)

図 一般顧客市場とそれ以外の市場との二極化

UK	①市場相手方 +上位移動から→	②中間層顧客	③ 一般顧客				
EU	④プロフェッショナル顧客(当然) +申請	⑥ノンプロ(リテール)顧客					
ISD2	⑤適格相手方 +CESR 延長→						
EUPD* ⑦適格投資家(「当然」は非中小企業が下限) CESR 各国法延長 →→→→							

^{*}UK でも適格投資家の範囲は以前から広かった。

注(18)

- (e) 'qualified investors' means:
- (i) legal entities which are authorised or regulated to

operate in the financial markets, including: credit institutions,

investment firms, other authorised or regulated

financial institutions, insurance companies,

collective investment schemes and their management

companies, pension funds and their management

companies, commodity dealers, as well as entities not

so authorised or regulated whose corporate purpose is

⁶² CESR は、同じ行為が「一般的勧誘」と「マーケティング情報」との双方に該る場合もあるとする。CESR 04-562, supra note エラー! ブックマークが定義されていません。 at 13.

⁶³ 委員会は「単純な申込み(simple offer)」という語を使っていたが、「単純な」は不要であるとしている。「売付申込み」は目論見書指令で公募の関係で用いる「申込み」よりは広いとされ、①商品価格の提示、②ニュースや伝達、③特定商品の売買の申込み、④金融商品の内容(terms and conditions)についての説明、⑤ある金融商品のリスクとリターンを、他商品のそれと比較する、⑥所定の基準に従い特定種類の金融商品のパフォーマンス比較を公表すること、⑦役員による持株処分の事実の公表(ただし、それを真似るべきという勧奨ありと認められないこと)、⑧ある株式がある価格に達したこと等の出来事について指摘すること(状況によっては勧誘となりうる)、が例として挙げられる。CESR 04-562, supra note エラー! ブックマークが定義されていません。 at 14-15.

⁶⁴ CESR 04-562, supra note **エラー! ブックマークが定義されていません。** at 15 に例が挙げられている (たとえば、個人充ての仕様だが、スパムメールといった場合、「その人に向けた勧誘」とマーケティング情報とを兼ねる)。

solely to invest in securities;

- (ii) national and regional governments, central banks, international and supranational institutions such as the International Monetary Fund, the European Central Bank, the European Investment Bank and other similar international organisations;
- (iii) other legal entities which do not meet two of the three criteria set out in paragraph (f);
- (iv) certain natural persons: subject to mutual recognition, a Member State may choose to authorise natural persons who are resident in the Member State and who expressly ask to be considered as qualified investors if these persons meet at least two of the criteria set out in paragraph 2;
- (v) certain SMEs: subject to mutual recognition, a Member State may choose to authorise SMEs which have their registered office in that Member State and who expressly ask to be considered as qualified investors; (金融庁訳では(v)が落ちている)

注(19)

[青木・追記]

業者顧客間の関係に関する当事者間合意があれば、行為規制の一つである、適合性原則の適用に影響することはあるようである。NASD 規則細則 IM2310-3(機関顧客に関する

http://nasd.complinet.com/nasd/display/display_display_display.html?rbid=1189&element_id=115900050 3)は、同規則中の適合性原則(民事訴訟の根拠とはならないが、同規則を適用した行政処分の一内容として、NASDが顧客への賠償を業者に命じることはよくある)の適用について、「機関顧客」との取引については、業者が義務を履行したと認められやすい。ある顧客が「機関顧客」であるかどうかについては、保有証券1000万ドルという要件が必要条件とされるほか、「独立の判断ができる」などの要件が課される。この「独立性」の認定を助ける要因の一つとして、「サービス及び業者顧客間の関係に関する合意(understanding)」が挙げられている(要するに、業者顧客間合意は、適合性原則緩和の十分条件ではないが、プラス方向の要因として斟酌される)。

以上は、業法 (NASD規則) についてであるが、民事判決でも、上のような形であれば、当事者間合意が(連邦法ないし州法に基く)一般私法上の義務の有無ないし程度に影響しうると考える(仲裁例であるが、証券会社が機関投資家顧客の使用人(投資プログラムの作成運用担当者)の監視を明示的に約した場合について、それを適合性原則違反の認

定にあたり考慮したという例がある)。

そもそもをいえば、行為規制中の諸義務、とりわけ内容が不確定な義務を、「強行法規か否か」に区分できるかという疑問がある(たとえば上のように、適合性原則の適用がなくなるわけではないが緩和されるという形で当事者間合意が斟酌されるという場合、適合性原則は強行法規かどうか、見解が分かれるのではないか)。

注20

ここで問題となっているのは、(A)証券先物取引等に先立ち説明書を契約締結前に交付されるべきとされる顧客以外の顧客(「先物説明書免除顧客」とする)と、(B)私募開示免除に係る「適格機関投資家」との関係である。

結論からいえば、1998 年の時点では両者はほぼ一致していた(両者の違い(下記)のうち、規制の性質(農協漁協の金融庁長官指定の要求などはこれに該ろう。また、公的・私的問わず年金基金が、適格機関投資家とされる一方で先物説明書免除顧客となっていない点は保護目的からかもしれない)に根ざすものは少なく、主に業法的理由あるいは政治的要請の有無によって相違が生じているように思われる。「『先物説明書免除顧客』は『適格機関投資家』とほぼ等しい」という理解が一般的な認識ではないかと推測する。

いずれにしても、改正により(B)の内容を追う関係にあった(A)であるが、99年からの4回の(B)の改正(とくに事業法人への拡張。下の(B)の沿革に示した定義の⑯以降)が(A)に反映されなかった結果、現在では両者が相当に食い違っている。

「先物説明書免除顧客」を「適格機関投資家」に連動させる立案を(とくに 1998 年の全面改正の機会に)しなかった理由は不明だが、(A)と(B)とでは制度目的が違うので「『先物説明書免除顧客』は『適格機関投資家』と一致(ないし連動)する」と規定することに立法担当者が躊躇したのではないかと推測する(とはいえ、注①法令や注②日証協規則に挙げたように、制度目的が同じではないにも拘らず「適格機関投資家」に一致させた例は多い)。詳しくは、下の(A)(B)双方の沿革を対比いただきたい。

(A) の沿革。現行証取法40条1項の前身は証取法47条の2(「顧客(証券会社、外国証券会社、銀行、信託会社その他の大蔵省令で定める者を除く。)」という表現であり、1988年の来、本件の関係では変化ない)に遡る。この旧法47条の2は、1988年の金先法と並行して行われた証取法改正により導入された(証券取引法の一部を改正する法律第七十五条)。1988年の時点で、証券会社に関する省令(昭和四十年大蔵省令第五十二号。大蔵省令(有価証券の売買一任勘定に関する規則等の一部を改正する省令。1989年省令36号)により追加)2条の5は「大蔵省令で定める者は、次に掲げるものとする。一証券会社 二 外国証券会社 三 銀行 四 信託会社 五 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 六 農林中央金庫及び商工組合中央金庫 七 信用協同組合及び信用協同組合連合会並びに業として預金又は貯金の受入れをすることができる農業協同組合、農業協同組合連合会、漁業協同組合、漁業

協同組合連合会、水産加工業協同組合及び水産加工業協同組合連合会 八 証券投資信託 の委託会社」と規定していた。この令2条の5は、その後、2条の13(1993年蔵令 17号2条の3第2項)と条文番号を変更の上、(a)「第二条の十三第一項第七号を次のよ うに改める。七 信用協同組合、信用協同組合連合会及び業として預金若しくは貯金の受 入れ又は共済に関する施設の事業をすることができる農業協同組合連合会 第二条の十三 第一項中第八号を第九号とし、第七号の次に次の一号を加える。八 業として預金又は貯 金の受入れをすることができる農業協同組合、漁業協同組合、漁業協同組合連合会、水産 加工業協同組合及び水産加工業協同組合連合会」(96 年蔵令 17 号)、(b) 証券会社に関する 省令を証券会社に関する命令に全面改正し、旧2条の13を新28条に移動(98年総令蔵令 32 号。この時点での定義は「一 証券会社 二 外国証券会社 三 銀行 四 信託会社 五 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 六 農林中央金庫及び商工組合中央金庫 七 信用協同組合、信用協同組合連合会(中 小企業等協同組合法(昭和二十四年法律第百八十一号)第九条の九第一項第一号の事業を 行う協同組合連合会をいう。)及び業として貯金の受入れ又は共済に関する施設の事業をす ることができる農業協同組合連合会 八 業として貯金の受入れをすることができる農業 協同組合、漁業協同組合、漁業協同組合連合会、水産加工業協同組合及び水産加工業協同 組合連合会 九 証券投資信託及び証券投資法人に関する法律(昭和二十六年法律第百九 十八号) 第二条第十項に規定する証券投資信託委託業者 十 証券投資信託及び証券投資 法人に関する法律第二条第十一項に規定する証券投資法人及び同条第二十項に規定する外 国証券投資法人 十一 有価証券に係る投資顧問業の規則等に関する法律第二条第三項に 規定する投資顧問業者(同条第四項に規定する投資一任契約に係る業務を営む者に限る。)」 であった、(c) その後、十二 証券金融会社、十三 令第一条の九第四号に限定する者、を 追加(語句の変化などがある)、の諸改正を経て、現在の証券会社に関する内閣府令 28 条 1項に至っている。

上の(b)の時点で(A)と(B)とは極めて近接しており、(A)のみ適用される機関(適格機関投資家でないが説明書免除顧客)として信託会社・無尽会社・商工組合中央金庫が、(B)のみ適用される機関(説明書免除顧客でないが適格機関投資家)として、外国保険会社、公的金融機関(郵貯簡保財投運用者)、年金資金運用基金、国際協力銀行・日本政策銀行があったに留まる(なお、預金受入を業とする農協漁協については金融庁長官の指定を得る必要がある)。短資会社等の令1条の9第4号機関については後に(A)でも認められた。

なお、証券法制研究会・逐条解説証券取引法(初版 1995. 執筆者は大蔵省証券行政関係者)は、当時の47条の2に関連して「『大蔵省令で定める者』としては、証券会社、外国証券会社、外国、信託会社等の機関投資家を」とする。このことからも、「先物説明書免除顧客」を定義する省令制定の際に適格機関投資家の定義が参照されていたことに疑いはあるまい。

(B) の沿革。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、②財政融資資金の管理運用者、③年金資金運用資金、④国際協力銀行、④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)) による) 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)、⑪銀行法施行規 則 17条の3第2項12号に掲げる業務(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)、®投資事業有限責任契約組合契約、⑩厚生年金基金・同連合会、⑩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、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(21)の条件を満たす外国会社、である(資産規模 等の条件は略しているので注意)。

平成 5 年の発令以来、(あ)平成 11 年 3 月 30 日省令 14 号 (上の(21)にあたる当時⑯号 (ただし額は 500 億円) を追加)、(い) 平成 15 年 3 月 31 日府令 28 号 (上の⑯・⑰・⑱・⑲・⑱・⑳ 追加、(21) (当時⑯号を 500 億円から 100 億円へ改め(21)号とした)改正、(う) 平成 15 年 5 月 13 日府令 56 号 (上の⑳の 2 追加)、(え) 平成 15 年 6 月 6 日府令 63 号 ((22)・(23)・(24) 追加)と拡張されてきた。

★ちなみに、当日配布した A-14 の論文には『先物説明書免除顧客』に係る証取法40条1項を、適格機関投資家ないしそれに準じる概念で、法規等に用いられているものを列挙した中に挙げていない。定義の仕方が「顧客(証券会社、外国証券会社、銀行、信託会社その他の大蔵省令で定める者を除く。)」という記述の形をとっているため、検索に引っかからず落としてしまったのだが、先物説明書免除顧客は重要度の高い類型なので、落としたのは問題であったと思う。これに近い形で法規等にかかれている例を、この他にも見落としている可能性は高い(証券六法を全部確認していないため)。いずれにせよ、同条を対象とすべきことを気づかせて下さった川口委員に感謝する。

注印

先物説明書の交付に関して、証券会社府令(28条8号)では、預貯金の受入を業とする 農協漁協(しかも適格機関投資家の場合と異なり、監督官庁によるチェックなし)を88年 以来入れられているので、金融取引のプロというにはかなり苦しいものも入っております。 立法論として、農協漁協(預貯金を扱うものに限るにせよ)に説明書不要とするほうがそ もそも問題なのかもしれません。逆に、農協漁協がそれでいいなら、適格機関投資家のう ち弱い方の投資目的有価証券が100億円ある事業会社でも構わないという考えもありうる かと思います。要するに、この説明書交付の要否の限りでは、わたし(青木)は、連動し ては不都合とまではいえないと思います。

立法論としては、わたしは、目的毎に(たとえば行為規制についてはプロアマ、私募発行は適格機関投資家というように)別個に定義するほうがいいと思います(欧米もそういうやり方です)。しかし、あえて一本化あるいは整理を図る場合、わが国ではすでに「適格機関投資家」を相当に使いまわしてきたという実績を否定できないと思います。これとは別の区分として例えば「プロアマ」を定義し、これもまた目的をたがえる複数の規制の共通定義として使いまわすということも可能は可能でしょう。ただその場合、本来、規制適用を減免されるべきでない層を広く減免してしまう帰結とならないよう、注意することが大切だと思います。

報告者レジュメ

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 青木浩子(2005年5月11日)

前置き

報告範囲の縮小:業者行為規制に関連してのプロアマ区分は、日本、これまでのイギリス、 それからEUの新投資サービス指令でどうなっているか?

問題の所在:業者顧客をプロアマに区分するという問題はなぜ難しいか

顧客をプロアマに区分するというのは、ヨーロッパの発想であって、アメリカにはない 投資家の保護の大原則はディスクロージャーにあり

どうして、ヨーロッパでは顧客の区分ということを考えるのだろうか? イギリスでは昔からある

欧州証券監督者委員会 CESRが2002年に制定した行為規制 COB 2004年の新投資サービス指令におけるプロアマ区分の原型

大衆の証券市場参加をいろいろな手段で促進

大衆投資家保護を図らねばならないというプレッシャー

イギリスの証券は1986年ビッグバン後、競争激化にも拘わらず、それほど問題を起こしていない。投信とか保険といった中長期の商品が問題

金融サービスアクションプラン Financial Services Action Plan(FSAP) 投資家をプロとアマとに分離したらいいではないか

日本ではどうか

日本の業界は、原理が異なる投資家保護規制の両方をこなさなければならない 日本の特性を理解して、削れる規制は削っていくということが、日本の監督機関が考慮すべきことではないか

原稿1 日本

1 適格機関投資家という概念の使われ方 適格機関投資家という言葉を使うのが論理必然ではない

アメリカ 適格機関投資家 QIB(qualified institutional buyer) ほとんど全く他の法規に流用しない

日証協の例などから、業者行為規制の適用有無などについては、共通の適用免除主体を定義することが可能であろう

イギリスやEUの例 目論見書規制と行為規制とでは免除される範囲は同じではない

2 審議会ではプロアマ区分についてどのように考えているか 1999 年 7 月 6 日の「中間整理 (第一次)」 \rightarrow 2004 年 12 月 24 日「資料 2 - 5」 中間整理の出た時期には、英国はともかく欧州の事情は確定していない

中間整理には4点、欧州や英国とは違うと思われるところがある

1) 顧客をプロ、一般利用者、特定利用者に3つに分ける点。「特定利用者」(アマ2)

似た例 2005年3月「商品先物取引の委託者の保護に関するガイドライン」

- 2) プロの範囲をよほど小さく限らない限り、そこから更に再区分しないことには、どこかに無理がでる
- 3) 主体別か取引類型別か: 英国欧州ともに自分の所属するクラス以外のクラスの属性を 部分的に指定できる
- 4) 下位移動 (プロ \rightarrow アマ) デフォルトでプロ(professional per se. 当然のプロ)とされる範囲 が広いので、アマになりたいという要請は認められる。

原稿2 イギリス

イギリスを参照する理由

ISD 2 導入後、どこまでイギリス型を残せるか: 21 頁以下

現在のイギリス規制

- ①銀行系の主張と証券系の主張
- ②Consultation Paper の 43 号 (2000)

現行COB(conduct of business 行為規制)

(ホールセール) 市場当事者・中間層顧客・一般顧客

再区分要件(reclassification) アマ→プロ 資産要件は課さず、知識経験を業者が判断

討議書DP1 ディスカッションペーパー

19頁 顧客区分のイメージ図

イギリス: 市場当事者がプロ、中間層顧客や一般顧客はあくまでノンプロ(リテール)

欧州:プロアマの線はイギリスでいえば一般顧客のあたりにまで下がり、プロ顧客とされる範囲がきわめて広い

12頁 各クラス どういう保護を受けるか?

中間層顧客

3. 9.直接投資勧誘

メリルリンチのウェブのリーガルインフォメーション(中間層顧客で法人のお客のみ取りたい)

5. 4の顧客のリスク理解

クラス間移動

移動要件をまとめた表 原稿③の 61 頁 市場当事者⇔②中間層、②中間層⇔③一般顧客

①←②36頁 大規模中間層顧客のみ

②←③ 資産等の客観基準は課されない

(余談)

ドイツのオンライン会社による顧客の知識チェック 新投資サービス法 19条6項 エグゼキュションオンリー

原稿3 欧州指令

新投資サービス指令 ISD (アイエスディー) または ISD 2 ISDは、はじからはじまで読んでも、何をやっているのかわからない 顧客クラスの所在や定義自体、よくわからない ランファルシーのレベル 1 欧州議会であらまし的な指令を作るプロセスランファルシーのレベル 2 CESRで具体化する段階

ISDは顧客クラスの定義は指令で大体やっているが、それでも適格相手方(イギリスの市場参加者に相当する層)の定めがいい加減

リテール顧客に対する説明義務が重い

沿革

現在の ISD 11条「加盟国は行為規制 COBを作れ。その適用の際にはサービスを受ける者がプロであるかどうかを斟酌せよ」 \rightarrow CESRの 2002 年行為基準 COB

どのように顧客区分をしていたか?

13頁、原稿2の19頁の表

適格相手方(eligible counterparty)の位置づけ ほとんど神学問題

イギリス:市場当事者・中間層顧客・一般顧客が相互に独立で、この三者が重複するかど うか問題とならない

ISD:取引相手方・プロフェッショナル顧客・リテール顧客 関係がイギリスの場合のようにすっきりいかない。ISD前文31はこの三者を併記 定義をみると重なっている 15頁 プロフェッショナル顧客の定義

17頁 「相手方 counterparty」 「適格相手方」 ISDの24条2項

適格相手方とプロフェッショナル顧客との間の関係は一体何か?

23 頁 オプトイン・オプトアウトといわれる移動 適格相手方⇔プロないしリテール 適格相手方がプロフェッショナル顧客の上に来る関係にはないため、英国の中間層顧客に 比べてプロフェッショナル顧客に大きな機関が含まれるという点が ISDの特色

各クラスに対する ISD の保護

適格相手方: 24条1項 指令の19条(これは行為規制)、21条(最良執行)、22条(注文執行ルール)の適用がない

プロ顧客のほうについてはほとんど何も書いていない

行為規制COB19 条 明記してくれている 適合性確認義務、適切性確認義務はプロフェッショナル顧客に適用ない

クラス間の移転 20 頁以下 61 頁に表

プロフェッショナル顧客とリテール顧客との間:指令のアネックス I I に明記 「適格相手方」とプロフェッショナル顧客 レベル 2 で規定

リテール顧客の保護の定め

26頁 指令の19条

30 頁以下に19条の各項についてのランファルシーレベル2の内容

ポイント:19条4項、5項、6項の義務とくに4項の適合性確認義務

「投資助言」 広い。48 頁に内容

19条6項のEO(execution-only)業者 扱い商品が「複雑でない金融商品」であること

私募発行における適格投資家に関するイギリスおよびEUの目論見書指令について、新投資サービス指令におけるプロフェッショナル顧客やイギリスの中間層顧客と対比

61 頁に表の形

EUの 2003 年新目論見書指令における適格投資家

原稿②24 頁以下、また金融庁資料のA-7の2頁

各国法で規定すれば、登録した事業会社をサイズを問わずすべて適格投資家としてよい (従来の規制でも大体おなじ)

適格投資家要件は、新投資サービス指令のプロアマの区分よりも更に低い

カラーコピー

- ISD、イギリス、アメリカ 投資家区分の政策が相当に違う
- Q2 大衆投資家層に対する手当
- Q3 プロの範囲を広くとるのであれば、イギリスの中間層顧客のような制度を考慮すべき 富裕層・ファンド・地方公共団体
- Q4 余談 イギリス 閉鎖サークルの中に新しい参加者をいれることに消極的 原稿 2 の 21 頁以下

[訂正]

原稿 1 「近時のわが国投資家保護規制の動向-顧客区分」の注 29 神作→上柳敏郎「金融サービス勧誘規制とエンフォースメントのありかた」WRWR, supra note エラー! ブックマークが定義されて

いません。 at 105, 119

お断り

★ネット取引・投資顧問的サービス・新商品(高ボラティリティ・仕組み複雑・低流動性) のリテール問題については触れられませんでした

公募目論見書指令PD2条1項

- (e) 'qualified investors' means:
- (i) legal entities which are authorised or regulated to operate in the financial markets, including: credit institutions,

investment firms, other authorised or regulated

financial institutions, insurance companies,

collective investment schemes and their management companies, pension funds and their management companies, commodity dealers, as well as entities not

companies, commodity dealers, as well as entities not so authorised or regulated whose corporate purpose is solely to invest in securities;

(ii) national and regional governments, central banks, international and supranational institutions such as the International Monetary Fund, the European Central Bank, the European Investment Bank and other similar international organisations;

(iii) other legal entities which do not meet two of the three criteria set out in paragraph (f);

- (iv) certain natural persons: subject to mutual recognition,
- a Member State may choose to authorise natural
- persons who are resident in the Member State and who expressly ask to be considered as qualified investors if these persons meet at least two of the criteria

set out in paragraph 2;

(v) certain SMEs: subject to mutual recognition, a Member State may choose to authorise SMEs which have their registered office in that Member State and who expressly ask to be considered as qualified investors;

当日配布資料のリスト

A. 顧客区分(プロアマ)について

- 1 審議会・1999年中間整理
- (2004 年概要 http://www.mof.go.jp/singikai/kinyusin/tosin/kin003a.pdf・ホールセールリテールワーキンググループ報告書 http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf)
- 2 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
- 3 金融庁・ホールセールとリーテイル、プロとアマの区分と対応するルールのイメージ (1のワーキンググループ報告書付録 150頁)
- 4 金融庁・販売・勧誘行為に関する措置の概要 (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041224_sir/02_04.pdf)
- 5 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 (RegD, Rule 144A) 「http://www.fsa.go.jp/p mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf 156 頁)
- 6 金融庁・EU 投資サービス指令のプロアマ顧客区分(ISD2 アネックス II の翻訳) (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041201_sir/03.pdf)
- 7 金融庁・米英 EU のプロアマ区分(2005 年 4 月版) (< http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041224 sir/02 06.pdf >)
- 8 金融庁・わが国法制におけるプロ・アマ区分の例 (<http://www.fsa.go.jp/singi/singi kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041224 sir/02 06.pdf>)
- 9 FSA Handbook(<http://fsahandbook.info/FSA/handbook.jsp >) 構成
- 10 FSA The London Code of Conduct (June 1999)(< http://www.fsa.gov.uk/pubs/additional/lcc.pdf >)の 表紙と目次、金融庁・英国金融サービス機構のプロ間取引の区分に関するディスカッションペーパーの概要 (ワーキンググループ報告書付録)
- 11 FSA CP43 Cusomer Classification (Feb. 2000)(< http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp43.pdf >)の 表紙と目次
- 12 Consultation Paper, CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments 2nd Sets of Mandates (Oct. 2004 Ref.: CESR/04-562)の作業進行表 Indicative CESR Work Plan for the First & Second Set of Provisional Mandates under the MiFiD (Oct 2004)
- 13 Merrill Lynch, Important Legal information (英国向け広告における注記) < http://www.ml.com/index.asp?id=7695_8425_8016_7296 >
- 14 青木「近時のわが国投資家保護規制の動向-顧客区分および保護内容」(当日配布)
- 15 青木「英国の投資業務リテール顧客区分規制」(未定稿)
- 16 青木「欧州の新投資サービス指令における顧客の区別および説明規定」(未定稿)

- B 説明義務について(対面取引、主にアマ COB)
- 1 金融庁・投資サービス法の想定範囲(販売関係業法<http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050428_d1sir/b_03.pdf>・運用関係業法<http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050428_d1sir/b_04.pdf>)
- 2 金融庁・金融商品の主なリスクと規制内容 (<http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050303_d1sir/03_07.pdf>)
- 3 金融先物取引法の一部を改正する法律の概要(外為証拠金取引) (http://www.fsa.go.jp/houan/161/hou161_01a.pdf>)
- 4 商品先物取引の委託者の保護に関するガイドライン(2005/03/23) (http://www.meti.go.jp/policy/commerce/guideline.pdf)
- 5 高崎康雄「英国金融サービス市場法下の募集規制」生命保険経営 70 巻 4 号 3 頁(2002) (部分)
- 6 高崎康雄「生命保険商品における比較情報提供」保険学雑誌 585 号 62 頁(2004)(部分)
- 7 小西修「英国のステークホルダー商品と販売・勧誘規制」住友生命総合研究所マンス リーレポート 2004年3月3頁、同「英国のステークホルダー商品とその規制」同誌 2003 年7月29頁
- 8 FSA Factsheet C a p i t a l a t R i s k P r o d u c t s (Feb. 2004) (http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps04_03.pdf_O Annex 3)
- 9 CP04/11 FSA A Basic Advice Regime for the Sale of Stakeholder Products(June 2004)(http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp04_11.pdf)
- 10 青木「英国 COB 上の説明義務-原則および強化方向(SCARPS)と緩和方向(SHP)」 (当日追加予定-結局追加せず)
- 11 青木「誤解だらけの不招請勧誘規制」(当日追加予定-結局追加せず)
- 12 青木「仕組債に代表される複雑な証券を私募発行する場合の民事責任—アメリカ法」 NBL 6 9 6 号 3 2 頁、6 9 7 号 4 7 頁 (2000)
- 13 青木「欧州の新投資サービス指令における顧客の区別および説明規定」(未定稿 A-16 と同じ)

このほか、欧州新投資サービス指令

(http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2004/l_145/l_14520040430en00010044.pdf 神作教授の回で配布) をお持ちいただけると役にたつと思います。以上

証券取引法研究会メンバー

(平成17年9月現在)

共同会長		江	頭	憲治郎		東京大学教授
	"	森	本		滋	京都大学教授
幹	事	神	田	秀	樹	東京大学教授
	"	前	田	雅	弘	京都大学教授
委	員	近	藤	光	男	神戸大学教授
	"	黒	沼	悦	郎	早稲田大学教授
	"	神	作	裕	之	東京大学教授
	"	Ш		恭	弘	同志社大学教授
	"	藤	田	友	敬	東京大学教授
	"	中	東	正	文	名古屋大学教授
	"	青	木	浩	子	千葉大学助教授
	"	Щ	田	剛	志	新潟大学助教授
	"	戸	田		暁	京都大学助教授
	"	中	村		聡	森・濱田松本法律事務所パートナー
	"	太	田		洋	西村ときわ法律事務所パートナー
オブ	ザーバー	永	井	智	亮	野村證券法務部長
	"	細	Ш		健	大和証券グループ本社法務部長
	"	永	山	明	彦	日興コーディアル証券法務部長
	"	浅	場	達	也	みずほ証券法務室長
	"	坂	下		晃	日本証券業協会常務執行役
	"	平	田	公	_	日本証券業協会エクイティ市場部長
	"	山	内	公	明	日本証券業協会自主規制企画部長
	"	美洲	豊口	真	琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
	"	大	島		眞	証券保管振替機構業務部次長
研乳	的	高	橋	厚	男	日本証券経済研究所理事長
	"	若	林	良点	と助	日本証券経済研究所常務理事
	"	関			要	日本証券経済研究所顧問
	"	小	林	和	子	日本証券経済研究所主任研究員
	"	新	道	仁	信	日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長
	"	藤	田	哲	史	日本証券経済研究所事務局長
						(++L-1L+mb)

(敬称略)

当研究所刊行の法律関係出版物

(金額は消費税込みです)

近年の証券規制を巡る諸問題

A5判 211頁 2,940円 送料290円 (2004年11月) 市場改革の准展と証券規制の課題

A5 判 219 頁 3,045 円 送料 290 円 (2002 年 8 月)

金融システム改革と証券取引制度

A5判 279頁 3,360円 送料340円 (2000年6月) 欧米における証券取引制度の改革

A5 判 253 頁 3,360 円 送料290 円 (1998 年 9 月) 証券取引における自己責任原則と投資者保護

A5 判 236 頁 3.262 円 送料 290 円 (1996 年 6 月)

コーポレート・ガバナンス

ーアメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理:分析と勧告」の研究—

A5 判 291 頁 4,077 円 送料 340 円 (1994 年 12 月)

ドイツ第四次資本市場振興法の概要

A5 判 112 頁 1.680 円 送料 210 円 (2005 年 2 月)

証券取引法研究会編

証券取引法研究会編

証券取引法研究会編

証券取引法研究会国際部会編

証券取引法研究会国際部会編

証券取引法研究会国際部会訳編

当研究所訳編

外国証券関係法令集 (当研究所訳編)

イギリス 2000年金融サービス市場法

A5 判 385 頁 4.515 円 送料 290 円 (2001 年 3 月)

ドイツ 証券取引法、取引所法、投資会社法、販売目論見書法、寄託法他

A5 判 232 頁 3.465 円 送料 290 円 (2002 年 1 月)

証券取引法研究会研究記録 (証券取引法研究会編)

第1号 裁判外紛争処理制度の構築と問題点

B5 判 57 頁 525 円 送料 210 円 (2003 年 11 月)

第2号 システム障害と損失補償問題

B5 判 66 頁 525 円 送料 210 円 (2004 年 1 月)

第3号 会社法の大改正と証券規制への影響

B5 判 69 頁 525 円 送料 210 円 (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)

B5 判 91 頁 525 円 送料 210 円 (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―

B5 判 110 頁 525 円 送料 210 円 (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―

B5 判 62 頁 525 円 送料 210 円 (2005 年 7 月)

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。 なお、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。)

証券取引法研究会研究記録 第7号 プロ・アマ投資者の区分 一金融商品・販売方法等の変化に伴う

リテール規制の再編一

平成17年9月15日

定価 (本体 500 円 + 税)

編 者 証 券 取 引 法 研 究 会 発行者 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