

特定投資家・ 一般投資家について

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の証券取引法研究会では、証券市場、証券取引をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律家の先生を中心にご報告、ご討論をいただき、毎回研究記録として公表し、皆様のご参考にご供することとしている。当面は、金融商品取引法令に関する各テーマを順次取り上げていただくこととしている。

今回の研究記録は、7月25日開催の研究会の記録で、青木浩子委員（千葉大学大学院専門法務研究科教授）による「特定投資家・一般投資家について」のご報告と、この問題についての委員の先生方のご討論を掲載した。

金融商品取引法では、プロ、アマを区別することにより、顧客の属性に応じた規制の柔軟化を図ることとしているが、青木先生から、アマに対する保護の強化として説明義務の強化が期待できるのか、（アマへの）移行不可能な特定投資家という類型を設けることの是非、プロ、アマの区分の選択を取引毎に弾力的に出来るほうがよいのではないかと等々のご指摘があり、これらの問題を中心に行政、実務家のオブザーバーも参加し様々な議論があった。金融商品取引法の施行も近づき、各方面で準備が急がれている中、大変参考になるご報告であり、ご討論であったと思われる。

ご報告いただき、又議事録の整理にもご協力いただいた青木先生に厚く御礼申し上げ、又ご参加いただいた先生方、オブザーバーの方々に心から感謝申し上げたい。

2007年8月

財団法人 日本証券経済研究所
理事長 高 橋 厚 男

特定投資家・一般投資家について

(平成 19 年 7 月 25 日開催)

報告者 青 木 浩 子
(千葉大学大学院専門法務研究科教授)

目 次

はじめに	1
I. 概 観	2
II. 要 件	4
1. 移行不可な特定投資家の類型について	4
2. 適格機関投資家について	5
3. 契約の種類	8
III. 効 果	10
1. 金商法および関係政省令	10
2. 金販法および関係政省令	12
3. 金商法・金販法・民法の関係	15
IV. 要 約	18
討 議	20
資 料	
報告者レジュメ	46
資料 1 金融商品取引法、金融商品販売法等抜粋	50
資料 2 証取法 2 条定義府令 4 条 5 項に基づく適格機関投資家届出者	61
追加資料 届出により適格期間投資家となり得る事業会社等	64
[参考文献]「投資家区分に関する新法令」	67

証券取引法研究会出席者(平成 19 年 7 月 25 日)

副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	戸 田 暁	京都大学大学院法学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	山 田 剛 志	新潟大学大学院現代社会文化研究科准教授
オブザーバー	松 尾 直 彦	金融庁総務企画局金融商品取引法令準備室長
〃	永 井 智 亮	野村證券執行役
〃	永 山 明 彦	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	檜 崎 みどり	日本証券業協会客員研究員・中央大学法学部准教授
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	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
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

特定投資家・一般投資家について

前田副会長 遅れて来られる方もありますが、定刻になりましたので、証券取引法研究会の第4回会合を始めさせていただきます。本日は私が司会をさせていただきます。どうぞよろしくお願いいたします。

人事異動に伴いまして、東京証券取引所からは廣瀬課長にご参加いただくことになりました。

廣瀬オブザーバー 東証の廣瀬でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

前田副会長 それでは、早速ですけれども、報告に移らせていただきたいと思います。本日は、千葉大学の青木先生より、「特定投資家・一般投資家について」というテーマでご報告をいただきます。

青木先生、どうぞよろしくお願いいたします。

はじめに

青木委員 青木でございます。

事前にお配りした資料と、本日追加資料として配布したものとございます。

事前にお配りしたものは、資料1として法律と政令、府令が載っているものです。資料2といたしまして、適格機関投資家として届け出を行った者という3枚の資料がございます。

そして、事前にレジュメとしてお配りしたものを修正して、本日「追加資料 レジュメ2」として配布しています。事前にお配りしたレジュメは、今日は使いませんので、ご処分ください。

本日お配りしたのは、今申し上げた「追加資料 レジュメ2」と、「追加資料」という題で3枚綴りの図が載っているもの。それから、前回、金融庁総務企画局の三井市場課長が持ってきてくださった資料、「金融商品取引法制の政令案・内閣府令案等の概要」の8ページ目に、特定投資家・一般投資家の区分というものがまとめになっていますので、それを事務局に印刷し

ていただきました。以上が資料でございます。

本日は、「追加資料 レジюме 2」に沿ってお話ししていきたいと思います。

本日のテーマである「特定投資家・一般投資家」について、法律レベルでの解説は出ていますが、府令のレベルでは余りよくわかりません。自分なりに考えてみましたが、わからないことも多々あります。ちょうど金融庁の松尾さんがご出席くださっているので教えていただければと思います。

I. 概 観

レジюмеの1ページ目ですが、概観として一般目的とか経緯とか海外の動向というのは前回ある程度お話ししましたし、皆さんよくご存じでいらっしゃるので、略します。

ファンドやデリバティブでもプロという概念が使われていますが、それも本日は立ち入りません。というのも、私はファンドの二重になっているのがどうのこうのということはありませんし、それに絡めて質問されても、それは特定投資家・一般投資家に固有の話ではないと思いますので、本日は扱いません。

法律（金商法）の内容についても、アウト・オブ・デートというか、既にいろいろ議論がされていると思いますので、本日は、府令を中心に見ていきたいと思います。

府令の内容についても、前回、三井課長とのディスカッションで、相当ハイレベルな、例えば説明義務について禁止行為が設けられたがあれはなぜか、といったご質問が出ました。要するに、前回も相当内容に立ち入っていたと思いますので、できるだけ繰り返しは避けたいと思います。そうはいいましても、本日、資料1という形で、条文や政令・府令（案。以下、「案」を省くことあり）をお配りしているので、条文上の根拠だけは見ておきたいと思っています。

(投資家の4類型)

投資家は4類型、つまり移行不可プロ、移行可能プロ、移行可能アマ、移行不可アマという4つの類型に分かれます。移行不可プロは、国、日銀、適格機関投資家です。定義府令10条の定める適格機関投資家の範囲が拡大されている点が、注目に値するところです。

第2の移行可能プロは、金商法2条31項4号と、金販法に規定があり、定義府令23条で内容を具体的に定めています。

府令はたくさん出ていてわかりにくいのですが、「資料1」の4ページ目にある政令・府令の「略称」というのが、金融庁として一番オフィシャルだと思いますので、これによらせていただきました。ただ、金商業等府令案（金融商品取引業等に関する内閣府令）というのは余り長いので、これは「業府令」といわせていただきます。

移行可能アマについて、法人については、金商法の34条の3に規定があります。特定投資家以外の法人というのは一般投資家になりますということが規定されています。個人については、金商法34条の4に規定があって、関連する要件を設けているのが業府令65条ほかということであります。

個人については、営業者になったときどうだとかいろいろありますが、一番スタンダードなところをいいますと、レジュメの表の③に載っている（ア）（イ）（ウ）の純資産3億円、金融資産3億円、それから1年の取引経験という要件になっています（法34条の4第1項2号、定義府令65条）。

前回、私は個人についていろいろなことを申しましたが、よく考えてみると、実は個人については余り問題がないように思います。特に移行可能アマとされている個人の基準が割合高い基準で、退職金をもらった普通のサラリーマンが該当する可能性が低い値となっていると思います。全体として、私はむしろ法人のほうが問題という気がしています。本日の話も、個人より法人に重点を置いて申し上げたいと思います。

Ⅱ．要 件

レジュメに即して申し上げます。

まず最初に「要件」。プロアマ区分の要件、プロは何であってアマは何であってという要件について、ざっと見ていきます。それから、2ページ目でありますけれども、「効果」について見たいと思います。

「効果」は、プロの場合は、結論からいいますと、行為規制のかなりの部分および金販法の適用がなくなります。アマのほうは、従来よりも説明義務等の点で保護が厚くなっています。効果では、どういうふうにアマの保護が厚くなっているかということを中心に見ていきたいと思っています。

1．移行不可な特定投資家の類型について

プロの要件について、まず第1に、「移行不可な特定投資家」というカテゴリーについてお話しし、第2に、これはレジュメの2ページ目になりますが、適格機関投資家として、具体的にどういうものがあるかについてお話ししたいと思います。

まず、第1の「移行不可な特定投資家」は、国、日銀、適格機関投資家があります。前回私が神田先生にご質問しました際に、比較法的に変わった類型であるけれども、適格機関投資家はプロ中のプロであるから問題ないであろうというお話でありました。

確かに、現行の適格機関投資家を対象とする限りでは、これらを移行不可投資家とすることに、問題はないと思います。しかし、適格機関投資家の要件が緩くなって、その要件の枠ぎりぎりの者が、届出してしまったときに、移行不可という形で2年間張りつけてしまうと問題ではないかということがあるわけです。これについては、後で適格機関投資家を検討するときにもう一度触れます。とにかく、移行不可という類型を設けるのはどうかと思っています。

それから、外国人の扱いですが、これもよくわからない感じがします。と

いうのは、移行不可投資家は国、日銀、適格機関投資家と定義されています。では、外国や外国中央銀行などはどうか。今までは、適格機関投資家の定義に、届出が必要という形ですが、入っていた。改正後も、外国投資法人や信託などは外国人でも入っています。ところが、外国政府、外国中銀は、定義政令 23 条 7 号の移行可能プロとされています。移行不能プロではなくて移行可能プロということです。

なぜそういうことになったかということですが、1つの説明として、業法は居住者保護を目的とするものだから、外国人は保護の対象とならない。だから、外国人は、プロアマの規定であれば、一番保護の薄い特定投資家に一括して分類してしまうという考えもある、ということをお前回おっしゃっておられました。しかし、適格機関投資家から外すというのは少し変です。適格機関投資家というのは、一番保護を受けない類型であるし、この規制は普通という業法ではない。ですから、適格機関投資家から外国政府や外国中銀を外すというのは、何かよくわからないことだなと思います〔後注：この箇所は発表者の誤解であった。後ろの質疑応答の後半の箇所を参照〕。

規定の仕方として、適格機関投資家の中に日本国、外国、要するに各国政府、各国中銀を入れてしまえばいいのにとおっしゃるのですが、そうになっていません。しかし、実質的には、そのように考えて、適格機関投資家イコール移行不可な特定投資家と単純化してもオーケーという気がします。

2. 適格機関投資家について

レジュメの2ページ目になりますが、その適格機関投資家というのはどういうものかということでもあります。適格機関投資家の要件については、現在の定義府令（証取法二条の定義に関する府令）4条1項21号で、保有有価証券100億円以上の有報提出会社ということになっています。これが今回、10億円以上かつ有報提出要件がなくなったということでもあります。

1993年に適格機関投資家制度が導入された当時はこの額は500億円でした。その後、平成13年に100億円に引き下げられて、ちょうどアメリカの

Q I Bの1億ドル基準と同じぐらいになりました。今度は10億円に落ちるということで、どのぐらいの規模や範囲の会社が、該当するかを調べたのが、レジュメ2の表1であります。

サンプルとしてE D I N E Tを見まして、適当にアイウエオ順の「と」の会社にしぼりました。350社入っているのですが、「と」の一番上から50社を調べてみました。直近の財務諸表で、先ほどの府令の定義によると100億円、それも、財務諸表規則の流動資産に載っている分と固定資産に載っている分とおのおの足してというふうになっています。固定資産に載っている分とは、関連会社等の構造的な保有分は除いた形での保有証券です。

50社のうち要件を満たしているものが、表にありますように14社あります。企業名としては、トーアミヤトーエネック、T O T O、そういう大きなよく知られた事業会社が載っています。これが現在の基準で適格機関投資家となりうるものです。しかし、この50社について、適格機関投資家として届けているものは1社もありません。

E D I N E Tの「と」にある350社のうち3社が届出ています。どのように350社も調べたかと言われるかもしれませんが、そこまで馬力はありません。資料2としてお配りした「適格機関投資家に関する公告」というものがあります。これは証取法2条定義府令4条5項に従い、1年に2回届出を公告するということで、8月終わりと2月終わりに、官報に届出者を載せるというものです。2年間有効であるから2年分さかのぼると、現在適格機関投資家になっているのが何人かがわかります。

それをざっと見ていきますと、これだけの企業が載っていて、数を数えますと78件あります。ただ届出をする者には外国政府とか外国の証券業者などもあります。日本の事業会社の届出例は50社ぐらいあります。

名前を見ていきますと、1枚目のS B Iホールディングスやエヌ・アイ・エフ、G Eリアル・エステートなど、多くは金融系の企業であって、事業会社でも商社やリースなどファイナンスの専門家です。ですから、前回おっしゃった「プロ中のプロ」といっても問題がない企業に集中しています。

この中で、「と」で始まる会社をみると、東京リースなど3社ありますので、EDINET上の350社のうち、現在では3社届け出しているということです。

ところが、これが改正されて10億円以上という基準になると、10億円以上100億円未満というのが50社中15社あります。100億円以上の企業でも当然適格なわけですから、15社と先程の14社を足して約30社。つまり有報届出会社で、サンプルではありますが、大体60%の企業がこの10億円以上という基準を満たすということであります。しかも、「有報提出会社」という要件が今回改正でなくなったので、これより母体が広がるだろうということであります。

具体的な会社名として、表にありますように、トーア紡コーポレーション、トーイン、トーカン、トーセ、トーソー、トープラ、トーホーなどがあります。

表で社名の後ろに「(固)」と書いてあるものは、10億円の内訳として、保有有価証券の大部分が、固有資産とされているものです。流動資産として有価証券を持っているのであれば、どんどん取引しており、投資能力がみがかれているかもしれませんが、固定資産で持っているのであれば、余りうまくないかもしれないということで、「(固)」と書いてあります。

保有額が低くなるほど固定資産の割合が高くなる傾向があるようです。今度新たに適格となった中の3分の2ぐらいの企業は保有有価証券が10億円以上ではありますが、そのほとんどを固有資産として持っている。そういう企業が適格者として認められているわけです。

こうした会社が、プロ私募債などを引き受けるのかどうか。需要があるか、本当に取引するのかという感じがしますが、とにかく改正府令による適格機関投資家要件というのは、そのようになっているということです。

私が業者であれば、自分のところの法人のお客さんが、適格機関投資家要件を満たしていたら、なっていたきたい。上場企業は移行可能なプロなので、プロとして扱えますが、中にはアマになるという人もいるかもしれない

ので、面倒です。適格機関投資家になったら私募の引き受けもできますし、少なくとも2年間、全取引につきプロであることが確定するので、なっってもらっていたほうがいいに決まっています。また、移行可能なアマがプロとなる場合、投資家保護のため移行の際の手続は結構厄介ですし、その際に適合性原則を遵守せねばいけないといわれます。ひきかえ、適格機関投資家の届出は投資家が自分でやることですから、業者が「うちと法人取引するのであったら、適格機関投資家となるための届出をしてください」といったとしても、業者の責任は問われないはずであります。

さらにおいしいことには、金販法の不適用という効果が政令段階でプロにつきました。金販法に基づいて投資家が訴訟しようとするときに、これまでは不適用となるのは業者あるいは説明が要らないといった人だけ、ということになっていましたが、政令では特定投資家も適用除外となるとなっています（金販法施行令8条1項）。

もちろん適格機関投資家にならなくても特定投資家なだけでも金販法適用除外となるのですが、適格機関投資家になってくれれば間違いなく特定投資家なわけでありますから確実です。要するに、顧客が適格機関投資家になってくれると、すごく楽という感じがいたします。

3. 契約の種類

以上が要件について調べたり考えたりしたのですが、もう1つ、契約の種類についてお話ししたいと思います。

業府令56条で、条文はお配りした「資料1」の5ページにあります。この府令は、契約の種類は4つと枠組みしてあります。有価証券とデリバティブ取引、投資顧問、投資一任契約。つまり、少し複雑な取り決め、例えばデリバティブのオプションの売り建てについてはアマにするけれども、普通のオプションであったらプロにしたいといったことをしたくても、上の4つの枠に当てはまらないからできないということです。

これは、もともとのヨーロッパあるいはイギリスで考えていたこととは、

恐らく違うと思います。イギリスでは、業者と顧客で、今回やる契約について、これはプロ、こちらはアマというように、特定の契約毎にこれはプロ、アマと分け得るように思っていましたので、こうした4つの枠に固められたことに驚きました。

府令検討段階ではもっと悪いといっでは申しわけないのですが、商品三分法（元本保証、元本欠損、当初投資以上損失の三区分）で分けるという案も示されていました。そうしたらもう、ほとんどは第二類型、元本欠損なわけですから、それよりはまだましかとは思いますが、なぜこういう形にしたのかなと思いました。

業者にとっては、もちろん、「こちらの取引についてはプロ、あちらの取引についてはアマ」とかいわれると面倒です（移行不可プロというのはどれについてもプロですから、契約で区切るとか何とかうるさいことはいわない。一番手がかからなくてよろしいわけです）。しかし、お客の側の都合もいろいろあるでしょう。例えば、先ほど、オプションの売り建てがリスクと申しましたが、もし現物を持っていてヘッジ目的というのであれば、別にリスクでもない。投資家が自分でこれはリスクだ、あるいはリスクでないかと判断し、プロアマいずれの扱いを受けるかを決めるのが合理的ではないかと思われるわけです。あらかじめ枠をつくるよりは、自分の判断に委せればよいのではないかと。なぜ仕切ってしまうのかなと思ってしまいます。

いろいろ理由を調べましたら、例えばシステム上の問題があるそうです。具体的には、業者のほうにいろいろ支店がある、顧客のほうもいろいろやっている。それで、対応が一貫しないと困るということです。

例えば、東京本店で東京のお客さんと、この種の契約についてはプロと決めた。ところが、お客さんの鹿児島支店が、大阪あたりの業者支店と当該契約に基づき取引する。そういう場合、オンライン情報にプロアマ情報を載せないに対応できない。けれども、オンライン化するときに、せめて4つぐらいにとどめてくれないと、とてもシステム上処理できないということが述べられていたのです。

「システム」といわれると、こちらもわからないからたじろぐわけですが、よく考えると、プロのアクセスにパスワードを要求すればいいことではないかと思われるのです。今回プロアマ区分の実施で困っている、困っている、という業界の記事などを色々と見るわけですが、「本当に困っているのか、ただ騒いでいるだけではないか」と思うことがとても多いのです。

もう1つは、どうしても危なければとりあえずアマ扱いしておけばよい、と前回松尾さんがおっしゃったと思いますが、そのとおり、判断に迷えば、とりあえずアマ扱いしておけばいいのではないかと思います（追記：金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2007年7月31日）の206頁－207頁参照）。

以上が要件でありますけれども、引き続いて効果の点についてお話ししたいと思います。

Ⅲ．効 果

1．金商法および関係政省令

効果の点であります、金商法と関係政省令でハイライトになりますのが、適合性の原則を説明義務に絡めて、業法上、従来以上の実効性を持たせるといふ点であります。

レジュメの2ページ目の最後にある、情報格差是正目的の行為規制の適用除外、これは金商法の45条であります。行為規制の中でも、例えば基本的な受託者責任といったものは全ての投資家に適用がある。けれども、情報格差是正ということであればプロ投資家は要らないということで、例えば適合性の原則などは適用が排除されます。

アマに対する保護強化についていえば、まず業府令上の禁止行為があります。これは法38条の6号が府令で定めますといっている禁止行為の具体化で、令124条1号、これはお配りした「資料1」の9ページ目に載っています。同1号には書面の交付に関してイロハニと関連書面が挙がっています。その交付に際して、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を

締結する目的に照らして、理解されるために必要な方法及び程度による説明をしないこと、が禁止されます。要するに、説明義務が業法である金商法に入っています。 前回、「どうしてもっとストレートに説明義務という形をとらず、こういう形にするのですか」という質問があったと思いますが、とにかく金商法の中ではこういう形になるのだそうです。

この禁止行為規定について私がよくわからないことがいくつかあります（レジュメの3ページ目）。よく新聞や「金融財政事情」などの雑誌に、「説明義務の金商法における実質化」ということがいわれていますが、どのくらい実効性があるのだろうかということです。

罰則が設けられたことでしょうか。日経新聞などでは、「金商法では、投資目的を把握する義務が加わり、罰則が強化された」という言い方をしている（日経新聞「手探りの金商法対応」2007年7月24日朝刊17頁）のですが、この罰則とは具体的に何なのか。法40条の適合性原則や、法38条の禁止行為には、金商法197条以下の罰則が適用されていません。

ある弁護士さんの書いた解説は、書面事前交付義務違反について、金商法205条12号というのが罰則規定であるとしています。しかし、これは不交付とか記載内容がおかしい場合の罰則ですが、説明については何も書いていないのです。ですから、205条12号は罰則規定ではあるけれども、今回入った、禁止行為たる説明義務懈怠には及ばないように思います。そうすると、罰則規定があるあるといわれていますけれども、どこにあるのだろうと思い、お伺いしたいと思っています。

第二に、いや罰則はないにしても、行政処分できるようになった、だから違うというのかも知れません。しかし、従来から証取法43条1号に適合性という項目がありました。これを根拠に監督処分できていたのではないのでしょうか。昨日、最新の行政処分例集が出ていまして、これを「適合性」で検索したら、2003年に適合性原則違反で業務停止という例が一件だけあります。要するに従来でも、実は適合性原則（広義）違反の勧誘販売の処分をできていたのではないかということです。今回、適合性原則を説明義

務に絡めて業法（金商法）上、監督が強化されているといいますが、実際の程度変わるのかなという印象を持っています。

以上が金商法についてであります、次に金販法と関係政省令について申し上げます。

2. 金販法および関係政省令

金販法については、説明義務の強化、重要事実の拡張、例えば投資目的や仕組みについて言わせ、その説明に当たって適合性への配慮を要求するという、これは金販法3条1項2号に書いてあることです。

先程の金商法の要件に比べて、実効性があるかはともかくとして、やっていることはわかるという意味で好感が持てます。

実効性があるかという点ですが、説明義務を強化していく方針には限界があるように思われます。今回の強化自体は妥当と思います。投資目的などというのは従来業者が自発的に確認してきたし、仕組みのところでは相当困るであろうけれども、本来すべきことでしょう（何らかのガイダンスがもとめられるでしょうが）。

しかし、例えば適合性レターや何かで、説明事項をイギリスのように増やしていくと、説明する方も説明を受ける側も疲れてしまう。イギリスでも説明義務強化については見直しの方向にあるようです。レジュメには「限界効用逓減」などと書いてありますが、説明義務の強化という方向には限界があるのであって、別の方向を考える時期なのではないかと思っています。

それはさておき、説明義務の点ですが、今回適合性ということが入ってきたので、どのように説明義務が変わるかについて、いろいろいわれていますが、必ずしも一致していないようです。

例えば、清水元裁判官が、金販法の案が出た直後に論文を出していらっしやいます（清水俊彦「改正金販法と取引の仕組みの説明義務（3）」金融法務事情1778号71頁、72頁脚注75（2006））。清水論文は、改正法下では、裁判所がやるように、当該投資家について、その人に適合的かを認定しなくて

はいけないことは当然、という書き方をしていच्छるのです。

ところが、この担当になった池田課長補佐の解説（池田和世「金融商品販売法の改正」商事法務 1782 号 16 頁、20 頁（2006））を見ますと、いや今までと同じで、一般的な投資家が標準なのだと言い方をしています。内心のことは結局わからないということがその理由とされています。そうすると、説明が説明時において、まともだったかどうかを判断することになると思われます。本人の理解というよりは、説明項目はどうだったかという客観的な内容について審理することになると思います。適合性の原則というのが入ったが、それについて既にこれだけ理解の違いがあるわけです。

両説は全く相容れないというわけではないのかもしれませんが。レジュメに書いてあるように、クラスを分ける、例えば口座開設するときに、あなたの収入はいくら、今までの投資経験は幾年と、チェックボックスに入れるシート等を使いますが、4 つぐらいに顧客を分けて、あるクラスには一番危ないもの、別のクラスには安心なものという区分をする場合が一般的のようです。

そのクラスに妥当する説明をしていれば適合的と考えるのであれば、当該投資家としても、あるいは一般的な投資家としても説明することができる。要するに、クラスを介してと考えれば、適合性水準に関する考え方は、ある程度収束し得るのではと思います。

適合性のほうはいいにしても、例えば仕組みの説明につき、何が必要十分であるかにつき明らかにすることは、絶望的だなという感じがします。例えば清水論文を見ていきますと、裁判例は、デリバティブを組み合わせた（embedded）商品について、これを分割した形で説明すればいいのか（金販法に該当する部分だけ説明したらいいのか）、そうではなくて全体として説明せねばならないのかについて分かれています。各裁判所は、当該事案に限定して、この場合はこうと、事案限りでいえばいいわけです。しかし、府令で、「仕組みについては、分割型でよろしい」とか、あるいは「包括型でやりなさい」とか、とてもいえないと思われます。

裁判例を参考にして、府令で具体化したというふうに説明されていますが、

司法判断を府令にリステートすることは、無理であると思います。裁判例自体分裂しているところに、あえて条文化をはかれば、規制過剰になると考えられます。

そうすることで、説明義務を強化すること、しかも事前規制の形で強化することには限界があるように思われます。

ほかにどのような方法があるかと、海外のリテール勧誘販売の適正確保について調べてみましたが、いろいろなやり方があるようです（拙稿「リテール規制とくにプロアマ顧客区分の検討」91頁（2007）（「証券・会社法制の潮流」所収）に掲げた論稿6、8、10を参照）。例えば、商品の質や大きさや家計への影響を考えて、生保のように重いものは、適合性レターを要求する。逆に、オンラインブローカーがデリバティブは含まない、ごく単純な商品を扱う場合、改正投資サービス指令では execution-only 取引（執行のみ受ける取引）については、顧客の適合性を問わない、そういうふうに類型別に対処しています。

「先程、（商品三分法のような）類型分けはダメといったではないか」といわれるかもしれません。しかし、例えば保険やネット取引というものは明らかに区切れるわけなので、論理的完璧は期さず、また、骨惜しみせず区切っていくことが、結局は有効であろうと思います。

それから、投資顧問（ファイナンシャル・アドバイザー）という形があります。1年か2年前の流行になりますが、今までの売りっ放しではなく、お客様との継続的関係を重視しようということで進められたのですが、記録が残りやすい。投資顧問という関係があれば適合性の原則の遵守について考えやすいであろうと思います。

以上は事前に規制するタイプですが、事後的対応とりわけ自主規制機関の対応も考えられます。例えば、ある特定の商品（ローンつきの変額保険とかEB債とか）、これはどう見ても問題という商品が出てきたときに、まず売り方が悪いものについて制裁する。場合によっては、これはアメリカではできるのですが、投資家に賠償させる。更に、事前対応として、そういう商品

について、Notice to Members といっていますが、販売勧誘方法についてガイドラインを示すという形で、NASDが機動的に対応しているということがあります。私は、これは非常に効いているという印象を持っています。

一般投資家に対する新しい商品の勧誘販売の適正を確保する、それも事前に、しかも府令でなく、ならば何がいいかというと、私は自主規制機関が動くのがいいと思うのですが、日本ではあまり行われていないところだと思います。

オンブズマンというものが一昨日ぐらいの新聞に載っていて、これも大変いいものだと思いますが、どうしてもこれは事後の個別の対応となり、業者に事前メッセージを出せないという限界があると思います。

要するに、説明義務強化については、やっていることはわかるし、方向性自体はあってしかるべきなのですが、本質的に限界があって、ほかの方法も考えなくてはいけないと思います。以上が、金販法についてであります。

3. 金商法・金販法・民法の関係

最後に、「金商法・金販法・民法の関係」についてであります。

ここで強調したいのは、「表の関係」と「裏の関係」です。今日お配りした「追加資料」の、図が描いてある2ページ目と3ページ目をご覧ください。「表の関係」は、よくいわれる、業法と私法の連動ということです。業法破りは私法上の制裁も受けるべき、民事効を与えるべきということで、それについては先ほどの説明義務という形で、金販法を通じてですが、達成されつつあります。ただ、民法に直結することはすぐにはできないので、金販法を介したという説明がなされています（池田・前掲論文20頁）。これが金販法の3条2項5号であります。池田論文に引かれている平成17年7月14日の裁判などは、著しい適合性原則の逸脱は違法だとされています。民法709条の違法性の要件を満たすのに適合性原則違反といえば普通は不足です。業法違反は違法性を満たすものではないからです。しかし、違法性の要件を主張、立証していくに当たって、適合性原則違反は、プラス要因でありましょう。さ

らに判例によれば、逸脱が著しいと判断されれば、違法の要件をクリアするという形で業法と私法がくつつくようです。以上が「表の関係 ($p \rightarrow q$)」であります。

次に「裏の関係 ($\bar{p} \rightarrow \bar{q}$)」です。要するに業法の適用がないときに、私法の適用ありませんということです（追記：正確には逆、つまり $q \rightarrow p$ として、私法違反の業者への反映という問題もあるがここでは略する）。

追加資料の図1に、イギリス、ドイツ、日本、アメリカにおける説明義務、適合性原則に関する公法、私法の規定と、公法の違反が民事損害賠償請求の基礎となるかを整理したものです。

この整理には無理があつて、特に公法、私法という区別を余りしない国もあります。またドイツなどいくら読んでもわからないので、後で、山田先生や神作先生、あるいはほかの先生方にもコメントいただければと思います。いいたいことは、公法違反があればストレートに投資家が損賠賠償を請求できるところ（イギリス）もあれば、それは論外だ（ドイツ、日本の建前）、というところもある、そういうことであります。

イギリス型は、公法違反があれば賠償請求できる。しかし、私法は、これは例えば信託法（判例法）でいくわけですが、まず勝てない。だから、イギリスの場合、プロアマ区分規制は、プロに対して、行為規制の適用をストップするだけでなく、日本で言えば民事責任追及もストップする結果となるのです。投資家から奪われる保護（業者の受ける便宜）が大きい。だからこそイギリスの customer classification の規制というのは恐ろしいというか、それだけ要件の設定も丁寧にやらなくてはいけない、それから、アマ移行の自由も徹底しなくてはいけないのだと思います。

ところが、ほかの国は、公法違反では請求できないにしても、私法のほうで責任を追及できる。例えば説明義務に違反している、あるいは適合性になっていない売り方をしたということで、私法上の請求ができるということです。

こういった国で、プロアマ規制をつくっても余り迫力はありません。行為

規制が適用されなくなる（その点での処分がなくなる）ことはうれしいが、やはり業者にとって最も恐ろしいのは、顧客から損害賠償請求されることである。それが阻止されない以上、日本におけるプロアマ規制論に迫力がなくて当然だったと思います。

ドイツはというと、W p H Gに説明義務はうたっていますが、これの違反が民法の不法行為を基礎づけるかということ、向こうの民法が日本のと違うということもありますが、よくわからない。被告が銀行の場合は非常に勝ちやすいように思います。しかし、機関投資家が原告として請求したらどうかというのが、余り例がないものですからよくわからないということで、破線にしています。

最後にアメリカがどうかですが、私法の判例法上の信認義務で勝てるかどうかはまちまちです。それから、業法ではN A S D規則があり、裁判所はN A S D規則違反は民事賠償の根拠とならないという扱いなのですが、N A S Dによる会員制裁の一環として、投資家に賠償しろと命令できるので、規則違反に実質民事効がついてくる感じになっています。

日本の場合、業法違反ですぐ請求することはできないが、金販法を介して請求することはできるようになっています。ただ、民法不法行為が、今までの救済の王道ということで、太い線で書いてあります。

先に適格機関投資家のところで述べましたように、金販法の府令（施行令8条1項）でプロの請求が遮断されるということになっているので、ある意味イギリス型、つまり、プロが、行為規制だけでなく、民事のほうも救済されなくなったという意味で、イギリス型に近づいています。

なお、「追加資料」の図3が、わが国の恐らく当初案で、例えば2006年8月には黒沼さんと神田先生、松尾さんの座談会が「商事法務」に載っています。それから、2006年11月に、前出の池田解説が出ています。それらは、金販法の適用がないのは、あくまで業者あるいは自分から放棄した人だけであり、プロ顧客には適用があるとしていました。

当初案は、プロを比較的甘く認めてしまい、移行不可も簡単に認めていま

す。しかし、問題になったら、民法あるいは金販法で救われるという形になっていました。ところが、ふたをあけてみると、結局プロには金販法による救済の道が閉ざされているということになったわけです。この点、去年の理解、あるいはもともとの理解と大きく違っていると思います。もちろん、民法の不法行為のほうで請求する道は残っています（あるいは、ウルトラCで、金商法36条の受託者責任規定、これはプロに適用されるものですから、これを根拠にして処分するということもあるかもしれません）。しかし、金販法でも閉ざされているのではないかということで、従来以上に特定投資家の請求に対する民事救済が制限されるのではないかと思います。

制度設計としては、イギリスのように、プロには業法適用がないのみならず、賠償請求も原則として認めないという形が効率的であり、またそこまでいかないと、制度のコストに見合うメリットが感じられないと思います。ただ、その前提として、特定投資家の定義や、特定投資家から一般投資家の移行の補償が改正政令では不十分という状態にあります。

特定投資家を、甘く定義し過ぎてしまった。それから、適格機関投資家を緩和し過ぎてしまった。公法上の保護がどんどんなくなった。更に私法上も金販法の援用可能性が閉ざされたというときに、思ったよりも弱い投資家が特定投資家の中に入ってしまったのではないか。そういう事が起こり得る法制となっていると思うわけです。

IV. 要 約

今回のプロアマ区分規制の目的、具体的にどのような市場や顧客を想定されているかが、最後まで私にはわかりませんでした。最初のうちは、金商法が概念を多く借用しているM i F I D（新欧州投資サービス指令）と絡めて理解しようとしたのですが、全然別物となっているので、ある時点でそれはあきらめました。日本は日本のこととして、良い市場のあり方を考えられればよからうと。

そういう意味で、前回の神田先生のおっしゃったように、アメリカはそう

かもしれないが、あるいはアメリカでQ I Bというのがあるが、レギュレーションAやレギュレーションDの要件もあるでしょう。そちらも考えたかどうか、というのはわからないでもありません。

しかし、日本だけで考えたときでも、適格機関投資家要件は緩和し過ぎだと思います。しかも、それをプロ顧客要件、しかも移行不可類型に組み込んだ。私にはとても不自然に見えるのです。もっとストレートに、投資家が自分がいかなる保護ポジションにあるかが、わかるような形で規定したほうがいいと思います。法規上の要件を共通化した結果、適格機関投資家の届出をすると、自動的に法の保護が外れる範囲が予想外に広がっています。金販法上の保護が外れるなどとだれも知らない、といったらい過ぎかもしれないですが、恐らく周知されていないことだと思います。

意図的にやったかどうかはともかく、現在の状態だと、先ほどいいましたように有報提出会社の6割ぐらいの会社が適格機関投資家になり得る。そして、その間の能力はピンからキリまであるでしょうが、発行流通の両面でひとしくプロ扱いできてしまう。訴訟するときは、金販法が使えませんか、不法行為によるしかない。

あるいは、中規模程度の上場企業を中心とした日本独特のプロ市場が形成されることになるのかと思います。レジュメには「証券業務のモルモット」などと人聞きの悪いことが書いてありますが、国内で証券業務は今後とも競争が激化する一方と思われます。そのときに、今までおつき合いのある法人に、これをやってくださいとかあれを買ってくださいと、押しつけ的なことになりやすいのではないかと思われるわけです。

最後に具体的な対応についてですが、やはり法人に注意が特に必要と思います。適格機関投資家届出がどのように行われているか、今までは50件程度だったわけですが、今後急増するとしたら、警戒を要するでしょう。適格機関投資家になっているが、実は保有証券10億円のほとんどが固定資産であり、投資についてよくわかっていない会社に対してどういう業務活動をしているか。M&Aや証券化、私募発行等々、ハイレベルかつ顧客のためとい

うよりは営業の都合によるサービスをどんどんあてがっているのではないか、ということを監視する必要があると思います。

金商法 34 条では、移行可能プロに、「アマに移行できます」という機会を設けています。移行可能プロに対しては、アマに移行することができ、そうすれば金販法援用が可能というメリットがついてくる、ということを周知することが有益だろうと思います。

プロアマ区分の効果については、先ほどいいましたように、説明義務の拡張は必要であり、今回の改正自体はいいことだと思うのですが、ただどうしても府令や事前規制としてできることには限界がある。ですから、その他の手段を講じる必要があると思っています。

雑多な報告で、間違っているところがあるかと思いますので、質疑応答のときにご訂正ください。

以上です。

討 議

前田副会長 どうもありがとうございました。改正法のポイントをおまとめくださいますとともに、幾つかの重要な問題点をご指摘いただき、さらに具体的な対応策についても貴重なご提言を下さいました。

それでは、ただいまの青木先生のご報告につきまして、ご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。いつもどおり、どこからでも、よろしくお願いいたします。

山田委員 貴重なご報告、ありがとうございました。

青木先生は、特定投資家の定義はやや拡大しすぎではないかとおっしゃっていました。有価証券報告書を出す企業が全て、果たして本当に特定投資家たり得るかということを考えた場合に、確かに先生ご指摘の通りかと思います。

そこで、2 点お伺いしたいのですけれども、まず金融商品ごとに、例えばデリバティブは強いけれども証券化商品は弱いとか、もしくは恐らく会社に

よって得意、不得意が当然考えられます。そうすると金融商品ごとにプロ・アマの区分を実際にやるべきではなかろうかということを先生がおっしゃったかと記憶しております。実際問題、諸外国でそのような形で金融商品ごとにプロ・アマを分けている例がございましたら、ご教示頂きたいと思います。又、実際にそれを我が国で導入すべきかという場合に、具体的に、例えばリスクの種類に分けるとか、そのような形になるかと思いますが、日本で仮に導入すべきだということになった場合、具体的にどのようにすべきなのかということ。これをご教示いただければと思います。

青木委員 レジュメの2ページ目のところに書いてある2.2の「契約の種類」というところですが、外国でやっているかということに関しては、外国にもし日本のように枠がある例がありましたら、ごめんなさい。

ただ、私の調べた限りでは、M i F I Dやその前身であるイギリスのF S A規則を見ても、枠はないようです。契約ごとに指定することができるであって、例として、例えばデリバティブに関してプロになりたいならばそういうふうには業者と顧客で指定すればいいとされます。もちろん、1件1件指定することは現実的ではないのだろうけれども、典型的に、例えばデリバティブのこういうタイプの取引をする場合はプロにしてください、そういう指定をかけるのだと思います。

ただ、実際、外国でどうやっているかを調べるのは、公表されにくいので結構難しい。府令などを見ても、例えば移行手続は実務上大変だろうと思われます。それをできるだけストレスなく、かつ漏れなくやるにはどうしたらいいかというと、やはり先行している海外の実例を研究するのが有効だろうと思います。

ただ、私にそれはできないものですから、やっていないわけです。

山田委員 実務上、もし仮に金融商品をリスク毎に分類して、その中で投資家Xは、A商品はプロなのだけでも、B商品はアマだという取り扱いをすべきとなった場合、実務上は可能なのでしょうか。

青木委員 おっしゃることは、例えば有価証券取引というこの4つの類型、

業府令の56条の類型よりもさらに細かく当事者で分けたとき、日本ではどうなりますかということですか。

山田委員 実務家の皆様方からご意見をいただければと思うのですが。

前田副会長 実務家の皆様方、いかがでしょうか。

永井オブザーバー（以下 OBS） 実務的には、投資家ごとにプロかアマかを一律に分類させていただくほうが混乱も無くわかりやすいと考えます。「取引の状況等から合理的に判断して資本金5億円以上と見込まれる株式会社」であればアマからプロに移行が可能とされていますので、いわゆる大会社に分類される法人のすべてにプロになり得ることの意向を確認するのは多大な手間がかかります。現在、その手続を検討しているような状況でございます。それだけでも大変なのに、取引ごとや商品やサービスごとにその取扱いを変えということは、手続きが物すごく大変になり、現実としては対応できないのではないかと思います。

青木委員 さっき私が、大変だ大変だと騒いでいるだけではないかと言いましたら、そちらで失笑されていたので、やはり本当は大変でいらっしゃるのだなということはわかるのです。けれども、それだけに、外国では具体的にどうしているのか、どうやってうまくやっているのかを、私では調べられないから、調べていただければと思いました。

あと言えることは、危ないと思ったらとりあえずアマとして扱えと。要するに、プロかどうかわからない、危ないなと思ったらアマの扱いにすればいい。完璧に区分しようとしなければいいと思うのですけれども。「やっぱりそうはいかない。完璧にやらなくては」ということで、難しくなっているように思います。

今おっしゃった、マージナルなところのプロ移行について、意向確認に神経を使う、それはそのとおりでしょう。今のところ物すごく丁寧になさっているのだと思います。ただ、その反面、先ほどの適格機関投資家などというやりやすいものがあります。いまおっしゃったような意向確認手続き上の心配もなく、しかも対象契約種類の限定もなく、2年間プロのままという

ものです。

山田委員 それに関連しまして、なるべく金融機関側としては特定投資家に移行していただきたいということであれば、逆に事業会社（投資家）側にとって特定投資家になることのメリットとはなにか。確かに書類は少なくなり、手数料はかなり安くなると思われますが、他にどういうメリットが事業会社の側にあるのか。その辺、また恐縮なのですが、実務の方、ご教示いただければと思います。

永井 OBS 特定投資家と一般投資家の要件と効果の違いということでご説明がありましたが、公法規制の取扱いの違いですとか、あるいは事前の書面交付義務などの取扱いが違います。実務上の対応は、一般投資家に対するものを特定投資家に対しても提供することとして、それほど違いはない取扱いとすることを考えております。

ですから、山田先生から特定投資家のほうに誘導しているのか、とのお尋ねがありましたが、業者からの誘導はあまり行わないと思います。一般投資家に対する対応を一律に行うことのほうが実務的には処理しやすい、間違いが生じにくいというのが、実務からの意見です。

この人に対しては書面交付義務がないけれども、渡すべきだろうか渡すべきではないだろうかと迷うのは不合理で、効率の面からは全ての投資家に渡してしまうほうが処理しやすいというのが実態です。

黒沼委員 適格機関投資家向けの私募証券を別として、特定投資家に対してのみ勧誘する商品を設けるなど、商品で特定投資家と一般投資家を分けることはできるのですか。

青木委員 おっしゃっていることの意味がわからないのですけど。

黒沼委員 つまり、ある商品は特定投資家にしか売りません。この商品を買いたかったら、特定投資家になってくださいといえるかということです。

青木委員 いえるのではないですか。

黒沼委員 とすれば、それはメリットですよ。

青木委員 もちろん。そこが投資家にとってのメリットというか、「限られ

た顧客向けのサービスがそろっています、このすばらしいメリットを享受するために特定投資家になりなさい」というのではないですか。

黒沼委員 ルールを定めておいて、同じ商品について特定投資家に優先的に割り当てるとか、そういうことはできるのですか。

青木委員 できないという理由が、全然わからないのですけど。日本では、やはりやってはいけないんでしょうか。

黒沼委員 いや、どこまでが許されて、どこまでが許されないか、よくわからないものですから。

青木委員 そんなのは、人の自由ではないかと思います。

黒沼委員 一般投資家と特定投資家の区分というのは、どこまでのことを想定した制度なのかということです。つまり、書面交付義務がなければ手数料は安くなる。それはよくわかるけれども、そういう手数料とかコストにかかわらないことについての区別をつけることが、できるかできないかという話だと思います。

青木委員 投資家側メリットについては、要するに、一般投資家には出さない商品を特定投資家には出す。それにほぼ尽きると思います（手数料やコスト云々はあくまで従の話）。プロアマ区分について、日本では、「業者側のメリットはあるけれども、顧客側のメリットはわからない」という話がよく出ます。しかし、本家のほうのイギリスとかヨーロッパでは、そういう話は、寡聞にして聞いたことがありません。要するに、スペシャル商品が回してもらえてうれしいということはわかり切ったことである。

むしろ、業者のほうにどのくらいメリットがあるかの方が問題でしょう。日本の場合、行為規制の適用除外ということですが、先ほど永井 OBS がおっしゃったように、あまりメリットがない、むしろ一括できるほうがいいぐらいだ、ということですがけれども、民事効が遮断されるということであれば、業者のほうに一気にメリットが出てくる。

府令で、金販法のプロ適用除外という話が出てきたので、業者側メリットがやや明らかとなったかと思いますが。

前田副会長 業者が顧客によって売る商品を分けるという扱いは、余りに恣意的なことをすれば、場合によっては、誠実義務違反という問題が生じる可能性があるとは思いますが、特定投資家と一般投資家とで商品を分けるという区別は、まさに特定投資家の場合は業者にとってのコストも低いわけですから、合理的な区別として認められると私も考えておりました。

永井 OBS 実務家として申し上げますと、まさに黒沼先生がおっしゃったことですが、これをいかにビジネスにするかを考えているところです。リスクが高いと思われるようなものであっても、適合性原則について、ある意味で厳格な要件を課されないということでもありますので、一定の投資経験があつて資産がある投資家の方だけを対象に提供する商品・サービスを開発するということです。特定投資家だけに販売・提供するものを考えたいと思っています。

青木委員 富裕層に対するデリバティブ商品とか、あるいは外国関連商品で億円単位の商品とか、私には死んでも回ってこないような商品というのがそういうものだと思うのです。しかし、それはどちらかというと個人のお金持ちに対してであって、法人の場合はまた少し事情が別と思います。とにかく、個人の富裕層に対する特別な商品サービスは現にあるし、それをプロアマ区分制度が後押しすることになるだろうと思います。

松尾 OBS 先ほどの黒沼先生のご指摘については、法的には私は前田先生のご指摘のとおりだと思います。一方、この問題は、政策論としてはいろいろな意見がある問題であります。金融審議会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」の「中間論点整理（第一次）」（平成 19 年 6 月 13 日）でも「プロに限定した取引の活発化」（いわゆるプロ向け市場）という論点があります。例えば仮に適格機関投資家しか参加できないマーケット、あるいは特定投資家だけしか参加できないマーケットをつくった場合に、今の時代は特定投資家の要件を満たさない個人でも頻繁にネットで売買されているようなセミプロ的な方がおられますので、そういう人たちはプロ向け市場で直接売買できないのか、という公平性の問題が政策論としては

常に出てくる可能性がありまして、そこは少し難しい問題です。ただ、法的には、特定投資家向けだけの商品も、誠実公正義務に反しない限りは可能だと考えられると思います。

黒沼委員 ある証券会社が特定投資家とだけ取引をするという方針を定めて、特定投資家から一般投資家への移行については業者は応諾義務があるということになっているのですが、応諾はするけれども、それ以降は取引はしませんと取引を拒絶することはできるのですか。

青木委員 黒沼先生は、よくそれをおっしゃっていますよね。要するに、移行は権利か義務かという話だと思いますが、イギリスのほうを調べてみると、規則上は、アマに移行するほうは業者の任意、プロに移行するほうは顧客の権利みたいな書き方をしています。私は、降りるほうが顧客の権利で、上がるほうが業者の裁量というふうになると思っていたのですけれども、書き方としてそういうふうになっています。それで、もう少し調べてみると、やはり最終的には黒沼先生のおっしゃるように、業者が移行が嫌ならば、次回から取引をしないことで決着がついているのだと思います。

移行するとき最終的な決定権を持つのは、やはり業者だと思います。大事な富裕層のお客様に持っていくような商品について、それを持っていくかいかないかは、業者の裁量の範囲内であろうと。いろいろ難しいことをいつてくるお客様は（トラブルも起きやすいので）、それを持っていかない。それだけのことと思います。

黒沼委員 つまり、応諾義務はあるけれども、取引しない自由もあるはずだということですね。

青木委員 そう思います。

松尾 OBS これは考え方の問題なのですが、特定投資家と一般投資家の間の移行の手続は、一般投資家が原則だという考え方を踏まえた手続となっています。だから、特定投資家が一般投資家になりたいという申し出をした場合には、業者は原則として承諾しないといけないことになります。ご指摘のような事例については、立案するときは必ずしも考えてはいなかった

のですけれども、業者には法律上、特定投資家に対して一般投資家への移行が可能である旨の告知義務があるわけです。もし仮にそれについて申し出をしたら、業者は承諾義務がありますから、申し出をしたら、あなたとはもう取引ができませんということは、事実上、申し出をさせないに等しいような効果を持つおそれがありますので、それは法の趣旨に反する可能性があるように思います。

黒沼委員 行政処分の対象になるということですね。(笑)

松尾 OBS それは個別の認定ですけれども、仮に法の趣旨に反すれば、今回、51条という、法令違反でなくても処分できる規定がございますので、処分の対象となる可能性はあると思います。

青木委員 シチュエーションとしては、物すごく考えにくい。

黒沼委員 そんなことはありません。書面を交付する手続は一切やらない特定投資家専門の証券会社をつくって、うちではそういう対応ができないので、そういう場合はほかに行ってくださいといって、応諾義務があるから応諾はしますけれども、一般投資家に売る商品はありませんということができないかということなのですね。

青木委員 なるほど、そういう会社をつくるからということなのですね。私は全く適法だと思っていたのですけれども、これは松尾さんに考えていただかないと。(笑)

中村委員 新規の取引をこれからもうしませんよということにとどまるのか、それとも既存の取引残高についても、もう解消しなければいけないか。前者であれば、それほど顧客に対する影響というのは大きくないのではないのか。他方、既存の残高まで解消しなければいけないということになると、投資家に対するインパクトが大きい、というあたりが、多分行政処分の判断の一要素になるのかなという感じがします。いかがでしょうか。

松尾 OBS 今、法的には、仮にある証券会社がこれから登録します。自分のところは特定投資家としか取引はしないことにしますというときには、登録拒否要件に果たして当たるだろうか。それは必ずしも当たらないと思われ

ます。そうしますと、登録は行われます。ただ、登録をしたときに、告知義務は免除されませんから、告知はます。そのときに、口座開設をしたい人が来て、告知します。一般投資家に移りたいですといったときに、原則として承諾義務がかかりますけれども、「正当な理由」があれば承諾をしないこともできます。

ですから、これは非常に限界的な事例で、何とも申し上げようもないのですけれども、2つあって、当社は承諾をしますけれども、あなたとはもう取引はできませんというか、そもそも当社は特定投資家としか取引しませんから承諾をしませんとして、それが「正当な理由」に当たるかどうか。こういう2つのルートがあり得ます。当局がどう対応するかというのは、中村先生のおっしゃったとおりで、既存のお客さんだと問題があるように思うのですけれども、新規に最初から当社はそうですよと世間に打ち出したときにどうかというのは、また別な論点だと思います。ですから、それが直ちにすべてだめだということでは必ずしもないとは思いますが。

山田委員 そうすると、今の話で、中村先生がおっしゃった後者の事例で、「今までは特定投資家でした、それが申し出があって一般投資家に移行しました」とします。その場合は、強制的にプロ投資家向け金融商品取引が解約されるのであれば、いつの時点で取引中の金融商品を売らなければいけないという問題や、その手数料の問題が出てきます。逆に、取引が残るのであれば、どの範囲の取引ができるのかとか、そういう問題が出てくるのではないか。そうした場合に、一律その時点で強制的に解約というのは、やはり難しいのでしょうか。

松尾 OBS 当局が難しいのは、常に、法的な問題に加えて、それが適切かどうかという問題があって、なかなか限界的な事例だと思うのです。今、私が申し上げたのは、取引がまだ全然ないという前提でありますので、既に取引があるときにそういうことをやるのは、やはり問題があろうと思います。やはり法の趣旨に反する可能性があると思います。

青木委員 事前に承認をもらっておけば、いいのでしょうか。

山田委員 強制的な中途解約の事前承認ですか。

松尾 OBS だれからですか。

青木委員 顧客から。既存残高分についてプロ取引か解約かのいずれかにしてもらおう。

この制度自体は契約上のものでなく業法のものであるけれども、被害者というか、実害はないのですから。

松尾 OBS 確かに既存のお客さんから個別に合意を得ていることは、業者が一般投資家への移行を承諾しない「正当な理由」に該当する可能性もあります。ただし、その合意自体の適切性の問題があって、例えば、約款で本人の意思にかかわらず機械的に合意するような場合については、単に形だけ合意しているのであって、形式的な合意があるからいいということでは必ずしもないと思います。そういうのを是正するために業法があるわけですから、同意があるからいいとは一概にはいえないと思います。

川口委員 金販法で特定投資家が特定顧客に入ったという点ですが、当初はこのような改正は予定されていなかったという担当官の記述があります（池田和世「金融商品販売法の改正」商事法務 1782 号 21 頁）。そこでは、私的自治の観点から、説明を要しない旨の顧客の意思の表明があった場合を別にすれば、民事ルールである金融商品販売法に基づく説明義務の適用範囲については、画一的であることが望ましいというふうに書かれています。結局、政令では、特定顧客に含める改正がなされたのですが、このあたりの事情を松尾さんからお聞かせいただけますか。

また、確かに、金販法まで考えると、特定投資家になるデメリットが拡大するのですが、この点は、一般投資家も、最初からわかっていないといけませんね。特定投資家以外の顧客で特定投資家になる場合には、書面による同意が必要です。そのときには、当該者の保護に欠けることになるおそれがある旨について同意をするのですが（金商法 34 条の 3 第 2 項 4 号ロ）、当該者の保護に欠けることとなるおそれのなかに、金販法上の不利益まで含まれるのでしょうか。この点が、青木先生に対するご質問です。

松尾 OBS まず、金販法上の説明義務が適用除外される「特定顧客」の範囲に特定投資家を入れるかどうかについて、市場課の池田和世課長補佐が書いた論文（旬刊商事法務 No.1782（2006.11.15））では、「現時点では」との留保を付けた上で否定的に書いています。私は池田論文の内容を全部確認しており、特に当該部分には手を入れていますので、これは私の責任であるのですけれども、確かに大変よく読んでいただいて、ありがたいと思っています。これは当初は、ご指摘のとおり、金販法は業法ではなくて私法なので、両者必ずしも同じでなくてもいいかなということから分けて考えていました。けれども、確か今年に入ってから、特に今回青木先生もご指摘いただきましたが、私が説明義務の実質化といっている条文、確かにそれ自体の違反には罰則はございません。なお、先生がご指摘のとおり、契約締結前書面交付義務については、交付しないこと、必要的記載事項を記載しない書面の交付または虚偽の記載をした書面の交付には罰則（金商法 205 条 12 号）がございすけれども、お客様の適合性に依じて説明しないということは罰則の対象ではなくて、禁止行為として行政処分の対象になり得るという効果にとどまります。

あの条文をつくったときは、あの書き方をごらんになればわかりますように、金販法 3 条 2 項と、ほぼ同じにしてあります。ということは、考え方として、あの規定を入れたということは、これは説明義務の実質化のために入れたのですけれども、ある意味で金商法上の説明義務の考え方と金販法上の説明義務が大分融合してきたということです。その考え方をさらにおし進めますと、要は、一方で金商法上は、特定投資家に対しては契約締結前書面交付義務もありませんし、あの禁止行為もかからない。一方、金販法上はかかるということは、やや整合的でないのではないかというように考えまして、内閣府令の案では、「商事法務」に書いた論文とは少し方向性の違う結果になったのですけれども、特定投資家に対しては説明義務を除外したという考え方でございます。

1 点付言させていただきますと、あの禁止行為としての説明義務と、適合

性原則との関係ですけれども、これは「金融法務事情」（2007年5月25日号）に書いたのですが、平成11年7月の金融審議会第一部会の「中間整理（第一次）」で、適合性原則を狭義と広義に分けたという考え方を踏まえまして、基本的に証取法、金商法の適合性原則は「狭義の適合性原則」である。ですから、不适当勧誘の禁止行為である。ある意味では、あるお客様に商品の説明をする以前の段階として、そもそも勧誘していいかどうかということの規律として働くものである。勧誘していいと判断された後に、どのようにちゃんと説明するかということを規律するのが説明義務の実質化であるというように、これはいわゆる「広義の適合性原則」と当時いわれていたものに一応分けて整理をしております。

青木委員 金販法の特定顧客に特定投資家が含まれるという件が出てきたのはかなり唐突という印象を受けました。神田先生も、「プロ顧客は金販法の救済を否定されることはありません」ということをどこかでおっしゃっていたことがあるので、金融庁の中のコンセンサスとしては、金販法と金商法とは連動しないというふうになっていたのではないかと思います。

もう1ついえば、現行法のときもやはり同じような話があった、つまり特定顧客に適格機関投資家を入れるかという話があったが、これは実現しなかった。なぜなら、内閣法制局が、罰則の伴う金販法の中にそういう不確定概念を入れてはいかぬというからだという説明があったと思います。適格機関投資家以上に今の特定投資家というのは不確定概念であるから、入れることは相当に難しいはずです。この短期間で、何でこんなことが、実現されたのかなと。

もっとも、金販法の適用を遮断しても、民法のほうが残っておりますから、完全に救済の道が閉ざされたわけではない。むしろ民法のほうが王道であるから、金販法が閉ざされたということが、法人投資家救済に致命的だとは思いませんけれども、論理の上では大きな変化である。それがこういうわかりにくいところで決まってしまったというのが印象的でした。

先ほど川口先生のおっしゃったお話ですけれども、ごめんなさい、何でし

たか。

川口委員 顧客が特定投資家へ移行するリスクを理解した上で同意することが求められていますが、そのリスクの中に金販法についてのものまで含めていいのでしょうかという話なのです。そこまで恐らく考えてないように思いますが、たとえば、立証責任の転換がないといった金販法上の保護を受けることができないないということまで、顧客の同意に含まれるのかということです。

青木委員 あれは私も悩んでいるところで、結局、どの程度まで書かなくてはいけないうか。概括的な書き方でいいのか。それとも金販法という具体的な名前を挙げて、効果まで挙げなくてはいけないうか。そこがわからないのです。推測でありますけれども、概括的な書き方で済ましようと思います（追記：業府令 62 条、67 条は「金商法 45 条に掲げる規定は特定投資家に適用されない」旨を申出者が理解していることの申出者同意を求めている）。

松尾 OBS ちなみに、同意書面の記載事項は法律と内閣府令で定められており、たとえば申出者が「対象契約に関して特定投資家として取り扱われることがその知識、経験及び財産の状況に照らして適当でない者が特定投資家として取り扱われる場合には、当該者の保護に欠けることとなるおそれがある旨」等を理解している旨（金商法 34 条の 3 第 2 項 4 号、34 条の 4 第 4 項）が記載されますけれども、金販法という言葉までは書かれておりません。

前田副会長 先ほど、プロからアマに移行するときには、業者のほうに承諾義務があるということだったのですけれども、逆に、アマからプロに上がるほうについては、確認義務はありますけれども、承諾義務はないのですね。少なくとも承諾義務があるとは規定はされていないですね。

青木委員 そうですね。降りるほうは承諾義務をはっきりうたっているのだけれども、上がるほうは承諾義務という書き方はしていない。ただし、（個人の場合）客観要件が書いてある。

イギリスだと、主観要件なので、承諾については業者のやり放題です。この人は能力がないといえ、上げないことができるということがあある。しか

し、日本の場合は客観要件なので、それを満たして来たときにノーということとは考えにくい。ただし、そこから先、取引するかどうかは、先程もうしたように、話は別だと思うのです。ただ、せっかくプロになってくれたお客様と、何で取引しないのだという気はいたしますが。

前田副会長 すべての顧客を一律に扱ったほうが、かえって業務がやりやすいと考えて、プロにふさわしい者から申し出があったにもかかわらず、承諾しないことができるのかということが問題になり得ると思うのです。これもよほどひどい場合に、誠実義務違反の問題になりうると考えればいいのでしょうか。

青木委員 私は、ここら辺、わからない（追記：日本規定の解釈根拠となる立法趣旨や運用基準について定かでないため、とくに行政処分での解釈運用が不明）ので、松尾さん、お願いします。

黒沼委員 一律に扱いたいのであれば、承諾しても承諾しなくても同じなのではないですか。承諾せずに一律にアマと扱うこともできますし、承諾してプロと扱った上で、それ以降も一律に書面を渡してもいいわけです。ただ、プロになった場合には、後で書面を渡されなかったという文句がいえなくなるというだけのことで、どちらでも余り変わらないような感じがしますね。

前田副会長 逆に、形式的な要件は満たしているけれども、どうも見たところプロにふさわしくないという場合には、承諾しないことが、誠実義務からは出てくると考えるべきなのでしょうね。

青木委員 それから、その段階で適合性原則が、まだ働くというふうに考えられています。

前田副会長 勧誘がない場合はどうでしょう。顧客のほうから申し出てきたけれども、どうも見たところ、プロと見るのには非常に危ういという場合があります。

青木委員 それはわからないです（追記：適合性原則も適用なく、またイギリスと違い客観基準なので業者の裁量は限られる。実際にも、一般人から見

れば怪しげな理論に立ち、投機的な取引を資力不相応に行うという場合などどうすべきか)。

前田副会長 その場合は、むしろ承諾をしないことが、誠実義務から要請されるように思うのです。誠実義務違反になる場合は、相当限られるとは思いますがすけれども。

松尾 OBS ご指摘のとおりでございまして、先ほども申し上げましたように、考え方としては、原則は一般投資家で、特定投資家（プロ）になるのは例外です。ですから、プロになる手続は、慎重であるべきということから承諾義務を課してないものです。この点は国会審議でも、こんなに簡単にプロにして大丈夫かというご質問が多数ございました。私どもの答弁としては、青木先生ご指摘のとおり、書面による同意に加えて、これはちゃんと適合性原則が働きますので厳格な手続になっておりますという答弁になっておりまして、考え方としては、ご指摘のとおりでございまして。

山田委員 金販法の特定顧客ですけれども、これはやはり青木先生ご指摘のように、民事責任の規定だということになると、個人ですね、レジュメ2でいうと3ページの「業者＋特定投資家（＋自ら放棄した者）」という場合に、1ページにあるような、府令の、例えば金融資産が3億とか、1年以上同種の経験があるかどうかという場合に、結局、これも限界事例なのですけれども、例えば、個人としてファンドマネジャーですごく長く取引の経験があります。ただ、個人としてはここまでの資産がありません。こういう人が取引をして、それで逆に損失をこうむったから、私は一般投資家なので損害賠償訴訟を起こした。こういう場合に、業者の側から、あなたはこれだけの取引経験があるのだから、十分それは理解していたはずでしょうというふうなことを裁判で立証されることはあり得るのか。つまり、実際問題、定式化しても、結局、民事だと裁判のときの立証の問題とも関連してくるので、必ずしも定式どおりいかなない場合もあり得るのかなと。その辺、特に個人を念頭にご質問したのですけれども、どのように考えればいいのか、青木先生のお考えをご教示いただければと思います。

青木委員 難しい問題ばかりですけれども、レジュメ2の3頁の平成17年の事例も、相当お金持ちの組合（訂正：20億円以上の余資のある株式会社）だったと思うのです。だからプロ移行などできたと思うのです。しかし、裁判所が適合性の原則というふうにいるときの適合性の原則と、金商法にある適合性の原則というのは、一応別物である。裁判所の中で適合性の原則というときに、そういったファクター、要するに、金商法上のプロ、特定投資家には該当しないのだが、しかし、それなりの要件を満たしていて、例えば富裕層という感じで取引をしていた。そして、業者もそうと理解して取引していたというときに、裁判所のいうところの適合性の文脈で、「いや、適合性違反はない、だから民事責任は成立しない」ということになることもあると思います。

山田委員 そうすると、かなり細かいところを突き詰めていくと、金販法上の適合性の原則と、金商法上の適合性の原則は、かなり違う部分があると理解して宜しいでしょうか。

青木委員 あるいは、判例法で適合性といっているときの内容は、事前かつ一般的な場面を想定した業法である金商法のそれとは違うということなのだと思います。

松尾 OBS 金販法は私法なので、行政があれこれいう話ではないのですけれども、実は説明義務が要らない例として、もう1つは、お客さんが要らないという意味を表明したという場合があります（金販法3条7項2号）。例えば、今、山田先生のお話のような例では、裁判所で、あなたは要らないといったでしょうと認定される可能性はあるのでしょうか。

それはなぜかといいますと、これはいろいろご意見があると思うのですけれども、先ほど、特定投資家を金販法上の説明義務から除外したときの除外の仕方、実は2通りの可能性がございます。今の案のように、これは最終的にも維持する予定ですが、明示的に除外する方法と、あるいは、特定投資家については意思の表明があったとみなすという方法の両方があり得るかなと考えたのですけれども、ただ、意思の表明があったとみなすのは少

し乱暴かなということで明示的に除外をしたものです。今の裁判例のような、特定投資家でないとしても、セミプロのような方であれば、実はみなすのではなくて事実として同意をしたと認定する余地も果たしてあるのでしょうかという、私法の話なのですから。

青木委員 私はわかりません。済みません（追記：データベースで「適合性」を使ったケースを見る限り、ある種の投資家の説明放棄（の認定）を扱うという事件はないようである）。

山田委員 弁護士の先生方は、その点に関し、立証の問題として捉えた場合いかがでしょうか。

太田委員 適合性の水準に関して裁判所が認定しているものと、池田さんの解説とかにある場合における適合性の水準とは、少し次元が違うものであると思っています。恐らく裁判所でいっている適合性の水準云々というのには、実質的には、今おっしゃられたような、同意しているといえるのではないかというファクターとか、過失相殺的な要素が相当組み込まれていると思います。セミプロみたいな人であれば、相当分かっていてしかるべきなので、過失相殺ではないですけども、そこは違うんだというファクターが入っている。同じ適合性の原則なり、そういう言葉を使っている、実質的な意味内容は相当違うのではないかと思うのです。

その関係で私が、1点だけお伺いしたいのは、池田さんの解説は、適合性の水準、一般的な投資家を念頭にということなのですが、そこでいっている一般投資家というのは、青木先生の書かれた表の中の④の移行不可の一般投資家というのが念頭にあるということなののでしょうか。

青木委員 要するに、プロ移行不可のアマという意味ですね。私よりは、松尾さんがおっしゃったほうが、値打ちがあるかと思うのですが。（笑）私は当然その④の問題だと思っていたのですけれども、もし違っていたら教えてください。

松尾 OBS 池田論文の記述は、そこは書き方も気をつけているところなのですから、金販法は、「当該顧客」と書いているのですね。ですから、「当

該」というのは、基本的には個別のお客さんなのです。ただし、あそこで書いている趣旨は、そうはいつでも、本来はそのお客さんの属性で、そのお客さんに理解されるために必要な方法・程度で説明しないといけないのですけれども、本当にこのお客さんが理解したかどうかはわからない。理解しているように見えるけれども、本当かわからないということから、実務的には、その当該お客さんの属性を持った、一般的なお客さんというのは語弊があるのですけれども、持ったようなお客さんが理解するような方法・程度でという趣旨で、ここは「理解される」と書いてあって、「理解された」とは書いてないのですね。

太田委員 では、必ずしも移行不可の投資家の概念とは、全然連動してないということになるわけですか。

松尾 OBS 特定投資家は金販法の説明義務の対象から除外されていますので、念頭にあるのは④の顧客だとは思いますが。

青木委員 おっしゃることはわかりました。池田解説は、おっしゃるように、注意深く書いてあるのです。あえて「一般的な投資家」という言い方をしてあるので、一般投資家とは違うと思うのです。ただし、その趣旨を探っていけば、④の中の、当該投資家クラス（業者がクラス分けしている場合、一般投資家の中をさらに3つか4つに分けるのですが、例えばその最下位クラスだったら、それ）に合わせてということだと思います。

黒沼委員 私も前からそういうふうに思っていたのです。つまり、適合性の水準が、個別の投資家か通常投資家かということについて議論があるようでも、この書きぶりを見ると、「顧客の知識、経験、財産の状況、契約締結の目的に照らして」というのは、当該顧客のそれに照らしてということで、そういう属性を持っている顧客であれば、通常、理解できる程度の対応で説明をすればいいというのがこの規定の趣旨だと思います。まず、法律が違うから一般的な投資家というときに連動するわけではないというのは当然のことですけれども、当該投資家か一般投資家かという区分けもあまり意味がなくて、今のように、個別の投資家の属性を見て、そこから通常であ

れば理解できる程度の説明をすればいいというだけではないのでしょうか。

青木委員 だから、本人の理解とかいうのは立証の対象とならないはずなのです。ところが、清水論文になると、本人の理解をちゃんと認定しなくてはいけないみたいなことを、改正法下では当然かのごとく書いてあるので、そういうふうを考える人もいるのだと思ったのです。改正により適合性という発想が入ったものだから、投資家側の弁護士の方などはそういう風に解釈する人がいてもおかしくないということなのだろうと思います。

神作委員 今までのご議論と重複するところもありますが、青木先生が本日配ってくださった追加資料2ページの表に関連して、ドイツ法についてのご質問があったように思いますので、私の理解するところをお話しさせていただきます。説明義務等、業者の行為規範について定めるドイツ証券取引法31条は、確かに公法だといわれていますけれども、ご承知のように、ドイツ民法は不法行為法の中に保護規定すなわちシュッツ・ゲセッツの違反に対しては、不法行為に基づく損害賠償請求権を与えるという規定があります。通説は、有価証券取引法31条はその保護規定に当たると解していると思いますので、31条違反から端的に私法上の損害賠償請求権が生じ得るというのが、通説的な理解ではないかと思います。

青木委員 ありがとうございます。山田先生も論文を書いていらっしゃるって、学説は、WpHGの31条の違反が一旦民法の不法行為の要件を満たす形を経て請求できるという理解でよろしいですね。そうすると、直接というよりは、一度民法を経て。だから、民法のほかの要件の充足は必要である。それから、ボンダ判決や何かがあるけれども、それらを踏まえての基準でやるということですね。

神作委員 それとの関係で今度はご質問させていただきたいのですが、今日の青木先生のご報告の趣旨は、例えばイギリス法は、適合性原則の範囲内では、プロ顧客というカテゴリーに非常に意味がある、なぜならプロ顧客というカテゴリーに入ると、私法上の責任が緩和ないし免責される可能性があるからである。日本においても、金販法の規定でプロ顧客であるかどうかを同

法の適用範囲と関連づけることとしており、業法と私法とが一部リンクすることになったと考えられます。それは方向性としては、私は、青木先生の今日のご報告の趣旨からすると、支持されるご意見かなと思ったのです。それにもかかわらず、金販法の改正についてご報告においてやや批判的な感じも受けました。もっとも、そもそも特定顧客自身の概念のつくり方とか、戻ることができない類型がある等、特定顧客に係る金商法の規定自身に多くの問題点があるといったご指摘をなさっており、どこにもっとも大きな問題があると考えておられるのか、確認をさせていただければ幸いです。

青木委員 要件が甘かったから。要件を厳しくすればね。

神作委員 特定顧客の制度のつくりが問題だから、それを説明義務に係る私法上の規定にリンクさせるとことにも問題があるというご意見なのでしょうか。

青木委員 そのとおりです。私の思っているところを、私の言う以上に上手くおっしゃってくださってありがとうございます（追記：プロアマ制度は、永井 OBS の言うように、対プロ一部行為規制除外という効果だけでは「不合理」であり制度コストに見合わない。英・独・日で形は様々だが、プロ顧客からの賠償請求制限という効果を持たせねばならず、それだけに、当初区分や移行要件について慎重さを要する）。

神作委員 前者のほうの特定顧客のルールのつくり方が適切なものであれば、方向としては、むしろ今回の金販法のように私法上の効果とリンクさせるというのは、適当な方向であるように思われます。なお、結局、イギリスとかヨーロッパの考え方も、私の理解では、プロ顧客になると私法上の保護が一切与えられないというのではなくて、適合性の違反はなかったという事実上の推定が与えられ立証責任が転換ないし厳しくなるというふうに理解しているのです。そうだとすると、まさに金販法の推定規定は排除して、民法の不法行為の一般原則で転換する。これは、ヨーロッパの考え方に近く、方向として間違っていないのではないかと、むしろ正しいのではないかと考えております。

ただ、おっしゃるように、前半のほうですね。特定顧客制度の金商法のつくりのほうは、確かにご指摘くださったような問題点もあると思っております。その点に関係して、もう1点追加の質問をさせていただきたいと思うのです。金販法45条の趣旨なのですが、EUとかイギリスの考え方というのは、プロ顧客というのは法律で保護を与えていなくても自分で情報を集められるはずだ。こういう観点から、情報の格差是正の規定は適用する必要がないということだと理解しているのです。プロ顧客が情報を請求すれば、業者は情報を提供するのが当然である顧客こそがプロ顧客にふさわしいと考えているのではないのでしょうか。

ですから、例えば、本日の研究会でも問題になりましたように、個人のお客さんで資産もあるし経験もあるけれども、どうも情報を自分で集めて適切に理解する能力には欠けているように見える顧客を、特定顧客として扱うことについて、金商法の考え方、特に45条の趣旨に照らしてどのように評価すべきなのかという問題があるように思います。私は、その際、45条の趣旨をどう見るかというのが非常に重要なポイントとなるように思うのですが、45条における情報格差是正目的というのは一体どういう趣旨なのか、青木先生の理解されているところを教えてくださいと思います。

青木委員 ヨーロッパなどで、プロへの救済が全く閉ざされてしまうわけではないけれども、推定規定、つまり、有利な形の、例えば金販法みたいなものは、一般顧客のためにある。プロはあくまで非常救済として、アマならば援用できる規定ではなく、使いにくい一般法理によるということですね。私はプロに対する救済の遮断ということを強調してきましたが、確かに完全に否定するのではなく、厳格に制限するという方が正確だし妥当と思います。

日本は今のところ金販法が使われていないけれども、金販法が一般顧客の通常の賠償請求のルートとなって、現在メインである不法行為ルートがさびれてプロのための特別救済に使われるにとどまるとすれば、きれいに整理できます（追記：条文根拠が異なり、要証事実が違うので「立証責任の転換」というのはやや抵抗があるが、実質はそうであろう）。イギリスも、判例法

ペケというふうに書いてありますけれども、まるっきり救済不可なわけではない。ドイツも、機関投資家が訴える場合はそう簡単には勝てるものではないということではいけないのではないか。それはアメリカでも共通することだというふうに思います。

それから、第2点の45条の趣旨ですが、イギリスの場合、一般顧客から intermediate customer へプロ移行するときに、能力要件でいく。つまり、お金が余りなくても、投資がわかっている人なら上げる、そういう趣旨で来たわけです。ところが、欧州指令にする段階で、できるだけアメリカみたいに客観要件にしよう。アメリカは、こういう言い方をすると何だけど、「お金は万物の尺度だ。お金持ちは頭がいいとみなされる」とかで、資産要件を充たせばよいとする傾向があります。ところが、イギリスの場合はそうではなくて、伝統的に能力があればという形である。その名残りが、例えばEU指令の個人のプロ移行要件（選択制）の一つである「金融機関に働いていた人」という形で残っています。

どちらかというとそういう主観要件を残すのは、いい方向だと私は思います。日本はアメリカ型で、3億円、3億円、1年という客観要件になっています。

主観要件にすると、先程議論に出ました、「移行における決定主導権が業者側にある」ということも、すーっとつながるのではと思います。ただ、金商法草案段階のときに、イギリス型みたいに個人顧客の能力を業者が審査して、プロ移行する制度をどう思うかと実務の友達に聞くと、みなそれは嫌だと。大事なお客さんに、10問のうち7問わからないとだめです、などというテストはできない。はたして、日本ではやはり客観主義になったという経緯があります。

主義としては、私は主観主義、能力主義（さらに言えば業者主導的な運用）が好きではあるけれども、日本は客観主義に落ちついたので、それを前提に解釈する（追記：具体的には、移行の際の業者側裁量を限定する一方、不適合者移行の責任を業者に厳しく問わない。元トレーダーなどで能力ある個人

の場合は日本でプロ扱いされるより、海外口座を開いた方がやりたいことがやれるであろう) のだろうとっております。

中東委員 神作先生がお尋ねになった図1に関してなのですが、確かに英国の例を見ていると、この整理はわかりやすいなという感じもしていました。もっとも、公法の業者規制に関する規定と民事責任の根拠との関係にしても、公法と私法という分け方自体どうなのかなと、神作先生あるいは松尾さんのお話を伺っていて思いました。目的との関係で要件が違っているだけのことで、業者規制に関するものは行政処分が、直接的には予定されています。ただ、契約締結に際して一定の情報提供を与えなさいという規範は、契約法理の問題として、損害賠償責任の問題にもつながってくる、そのような話なのかなとも思えます。こういう問題を、公法と私法で振り分けて整理をするときには、どれぐらい意味があるのでしょうか。

青木委員 意味がないとおっしゃって、だから、どうすればいいと。

中東委員 いえいえ、公法だからこうなる、私法だからこうなるとか、そのような単純な問題ではなくて、例えば、先ほどの金販法にしても金商法にしてもそうですが、一口に説明義務といっても、行政処分の対象になるという意味で問題とされる範囲もあれば、ここまで説明を怠ると損害賠償責任が問われるという意味で問題とされるべき範囲がありそうです。公法と私法という対比は、従来の公法違反の法律行為の効力という議論には親和性がありますが、ここでの問題については、そう簡潔に割り切れるものではなくて、こうした図にはならないのではないかという趣旨です。

青木委員 この図は、確かに不正確です。

川口委員 一般的には、業法と民事ルールに分けるのではないのでしょうか。公法と私法でいくからそういう話になってしまいます。

青木委員 公法、私法なんてやめたほうがよかったな。業法と民事法としましょうか。

黒沼委員 先ほどの一般投資家と特定投資家の区分の基準の話ですけども、資産で分けをするという考え方は、リスク負担能力があるということ

に加えて、お金を持っていれば専門家を雇えるはずであるというところから来ているのです。それから、移行については、アマからプロへの移行は承諾義務がないわけですから、業者が社内基準をつくってテストをするというのも1つのやり方で、そういう道は残されているわけですね。

前田副会長 ご報告の初めのほうで、今回、適格機関投資家のバーが下がって、適格機関投資家の範囲が広くなり過ぎたのではないかという問題をご指摘くださいました。前回も少し議論があったのですが、適格機関投資家の範囲は広がりましたが、広がった部分について、届け出制はなお維持されているのですね。ですから、それによって投資家の側が、何か不利益を受けることがあるとすれば、自分では合理的な判断ができないままに、業者からの圧力などで届け出をしてしまう。そういう場合に限られるのではないかと思うのですけれども、現実にはそういうことがあり得るのではないかということですか。

青木委員 なれば恐ろしい、ならなければよかった、そういうことだと思います。

前田副会長 そもそも適格機関投資家の適格を与えられるグループというのは、自分で少なくとも届け出をすべきかどうかの合理的な判断はできるという判断のもとに、今回、適格機関投資家の範囲が広げられたというように私は理解していたのですけれども。

青木委員 現行の基準でも、350社中の3社しか使っていない。今、有報提出会社の上から30%ぐらいの会社が適格なのだけれども、実際に使っているのは1%もない。現行基準だって十分に緩いのに、それをなぜあえてそんなに広げるのかということです。10億円という額は、私募プロというよりは、特定投資家（移行可能アマ）としていいかなという額です。この10億円という額は、私募（発行段階）ではなく、流通段階の水準に引かれての数字ではないかと思います（追記：欧州では確かに目論見書指令における「適格投資家」の法人基準は極めて緩いが、これは少人数や小額の無開示発行もカバーするものである）。

川口委員 適格機関投資家に日本銀行が入っているのはなぜですか。そもそも通常の業務として株式投資ができるのですか。

松尾 OBS 日本銀行が業務として何かやる場合には法的根拠が必要です。

川口委員 日銀法は調べてないのですけれども。

松尾 OBS 株式買入を行っています。ただ、特にそうした業務が念頭にあるわけではありません。また、国債その他の債券の売買を行っています。これはある意味で、国とともに機械的に入れているということにすぎません。

川口委員 日本銀行は、確かに、外国為替の専門家ではあると思うのですけれども、株の専門家かなといわれると、ちょっと怪しいかなと思いますね(笑)。

松尾 OBS なお、外国の中央銀行などですけれども、これは届出をして適格機関投資家になったものは適格機関投資家で、それ以外のものが法人であれば府令のほうで特定投資家に入ってくるという趣旨でございます。

青木委員 そうすると、現行と変わらないで条件で、適格機関投資家になれるのですか。

松尾 OBS ええ、現行と変わりません。

青木委員 府令案からは、なくなっていたようですが。

松尾 OBS あの規定は、少しわかりにくくて申しわけございませんけれども、金商法2条31項4号で、「前三号に掲げるもののほか」ということで、「適格機関投資家」(同項1号)のほかということ、それで内閣府令で定めるのは、そもそも適格機関投資家は入っていないという解釈のもとに定めています。そこら辺、わかりにくくて申しわけありません。

青木委員 それはいいのですけれども、適格機関投資家の範囲を定める定義府令10条を見ると、「削る」というのと、(略)というものがある(追記：この(略)のおそらく26号に外国政府と外国中銀が入るようである)。(略)とされるとちょっと困るんですけれども。(笑)

松尾 OBS 済みません。

青木委員 見ていくと、外国政府、外国中銀が入るべきところの号がなくなっ

ていたので、適格機関投資家になれないのだと思ってしまったんです。けど、そうではないのですか。

松尾 OBS 現状のままでございます。外国政府や外国の中央銀行などは届出をすれば適格機関投資家になることができるとされています（金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令10条1項26号）。

青木委員 済みませんでした。これは完全に誤解でした。

前田副会長 まだご議論があるかもしれませんが、そろそろ時間になりましたので、質疑はこれで終了させていただきます。青木先生、どうもありがとうございました。

松尾 OBS 最後に、ご報告したいことがあります。

私は、今日、役所に戻れば、恐らく内示がございまして、金商法の政・府令等自体は今月末公表予定でして、それを終えないと異動できなかったのですけれども、神田先生のお取り計らいもあり、8月1日付で東京大学の公共政策大学院の客員教授になりまして、金融法の担当ということで、大変未熟者でございますけれども、引き続きよろしくお願いいたします。

前田副会長 それでは、今回は、お手元の資料にございますように、9月19日の水曜日の午後2時から、金融商品取引所、金融商品取引業協会に関するテーマについて、私にご報告をさせていただくことになっております。

それでは、本日はこれで閉会させていただきます。どうもありがとうございました。

1. 概観 一般目的・経緯・海外の動向（略） ファンド・デリバティブの件は触れず

2. 要件－顧客区分の定義

2.1. 概観

2.1.1. 法律（金商法）

2.1.1.1. 内容（略）

2.1.1.2. 検討（略）

2.1.2. 府令

2.1.2.1. 内容 三井課長資料「金融商品取引法制の政令案・内閣府令案等の概要」 8 頁

2.1.2.2. 検討

	法律	府令
①特定投資家 (移行不可)	適格機関投資家・ 国・日本銀行	適格機関投資家範囲を拡大(会社について、有報提出要件を撤廃し、 有価証券残高基準を 100 億円から 10 億円に引下げ。有価証券残高 10 億円以上のその他の法人・個人等を追加)。信用組合について届 出制に変更。
②特定投資家 (申出により 移行可能)	府令(定義府令 2 3 条)で定める法人	地公団・政府系機関・預金保険機構・投資者保護基金・上場会社や 資本金 5 億円以上の株式会社等
③一般投資家 (申出により 移行可能)	①②以外の法人 府令(業府令 65 条 ほか)で定める要件 に該当する個人	(ア)取引状況等から合理的に判断して純資産額 3 億円以上と見込 まれること、かつ (イ)取引状況等から合理的に判断して投資性のある金融資産 3 億 円以上と見込まれること、かつ (ウ)申出者が当該業者と 1 年以上の同種の取引経験があること
④一般投資家 (移行不可)	③以外の個人	

2.1.2.2. 検討

(1)「移行不可な特定投資家」の類型について

[A] 「移行不可」とする意味および問題

改正欧州投資サービス指令 MiFID はアマ移行を強く保証する（制限があるとすれば、業者が面倒な客と取引しなくなる）。不可とすると（プロ中のプロのはずである）適格機関投資家レベルが下がった場合に現実に問題となる。

[B] 外国人の扱い

国・日銀・適格機関投資家

従来の適格機関投資家定義には外国や外国中銀が入っていた（現在でも外国投資法人）これらは移行可能プロ（定義府令 23 条 7 号）

根拠：業法は居住者保護だから外国人は入れない（→外国人はすべて特定投資家にすべしという考え）しかし適格機関投資家は業法保護と違う。

実質は「適格機関投資家（各国の政府や中銀を含む）」＝「移行不可なプロ」

(2)適格機関投資家について（追加資料 表1）

<私募プロと特定投資家（プロ投資家）との連動による問題>

保有証券	EDINET「と」の 350 社中、音順で 50 社を選択	2007 年 7 月 1 日現在
100 億円以上	14 社（28%）	トーアミ・トーエネック・TOTO・トーハン・トーメン・トーモク・トーヨーカネツ・東亜建設・東亜合成・東映・東映アニメーション・東海ゴム・東海カーボン・東映ラボテック
現在	0 社（350 社中、3 社）	
10 億円以上 100 億円未満	15 社（30%）（新法令下での適格機関投資家候補は全体で 29 社(6 割)、移行可能なプロは上場会社・大会社	トーア紡コーポレーション・トーイン・トーカン・トーセ（固）・トーソー（固）・トーブラ（固）・トーホー・トーメンエレクトロニクス（固）・TOWA（固）・東亜石油（固）・東亜ディーケーケー（固）・東亜道路工業（固）・東栄住宅（固）・東海汽船（固）・東海観光

（注）「固」とは保有有価証券の大多数が固定資産（持合等）の場合

現在、事業会社届出例は 50[訂正]社弱。それも金融に強い企業。私募プロは商社やリース等のファイナンスに強い企業か、巨大事業会社に限られる（350 社中 3 社。金融機関等も含めて届出が 78 社）。

500 億→100 億→10 億（有報提出企業の大多数、しかし固有資産での保有多し） こういう会社が無開示債券を引き受けるのか？

届出の際に適合性原則の適用はない（プロ移行よりも簡単）

適格機関投資家には移行不可プロ資格がついてくる

☆しかも金販法不適用という効果(3.3.)がついた。

業者としては、適格者が適格機関投資家になってくれたほうが法人業務をやりやすい

財テク破綻や独禁法違反とならない圧力販売には、金商法や金販法は適用なく、民法（不法行為）に頼るしかない？

2.2. 契約の種類

2.2.1. 概観

対象となる契約 MiFID 業者と顧客とで指定、4 つといった枠はないはず

府令検討段階では商品三分法（元本保証・元本欠損・追証）になりかかった。

2.2.2. 検討

なぜ限定したいのか？（もちろん業者側は面倒。移行不可プロが一番手がかからない）

おなじ「デリバティブ取引」でもピンからキリまである。オプション売立てがリスクという一般論も、ヘッジ目的ならどうかという反論が考えられる。予め規定するのは無理。

システム上の問題（業者支店、顧客支店で対応が一貫しないと困る） プロのアクセスに PW を要求すれば済むことではないか（どうしても危なければとりあえずアマ扱い）

3 効果

3.1. 金商法および関係政省令

情報格差是正目的の行為規制を適用除外（法 45 条）

とくに適合性の原則（法 40 条 1 号）

業府令上の禁止行為（法 38⑥を受けた令 124① 書面交付における適合性原則）

説明義務の金商法における実質化　しかしその実益は？
金商法上の説明義務違反に関する罰則規定はあるか？（法 205⑫の書面事前交付義務違反は、不交付・内容欠陥についてであり、説明態様には及ばない）
行政処分：従来も一応、検査マニュアルに「適合性」の項はあり（証取 43 条 1 号）、監督処分の根拠になっていたのではないか？

3.2. 金販法および関係政省令

3.2.1. 改正内容

説明義務の強化　重要事実の拡張および説明にあたっての適合性要求

3.2.2. 検討

説明義務強化は限界効用逓減。規制を強化しても販売や投機の自制につながらない
適合性の水準は、当該投資家か（清水元裁判官）、一般的な投資家か（池田解説）←クラス（口座開設等の際の大雑把な区分）を介せば大体同じとはいえ、了解がない。
たとえば「仕組み」について裁判例を分析しても清水論文が認めるように「両方の立場がある」。とても府令に直せない。そもそも裁判は当事者限りだが、法令はすべての場合をカバーするので、過剰になりがち。

海外の、一般投資家に対する勧誘販売の適正確保の方法（リテール業務の変化。売りっぱなしでない継続の関係。折衝記録が論理的に残る）：投資顧問規制、適合性レター、業者の自主的なリスク区分サービス。自主規制機関による機動的な対応（制裁、会員通知NTM）。オンブズマン（認定投資者保護団体）もいいが、個別事後的な対応という限界がある。

3.3. 金商法・金販法・民法の関係

<表の関係>

業法と私法との連動（最判 H.17.7.14 著しい適合性原則逸脱は違法）。とはいえ民法に直結することは困難なので、金販法を介して適合性違反に民事責任（法 3 条 2 項、5 条）。

<裏の関係>　追加資料　効果　図 1、図 2、図 3

金販法上の「特定顧客」＝業者＋特定投資家（＋自ら放棄した者）（金販法施行令 8 条） 2006 年の段階では一貫して、現行法と同じ、つまり金融商品販売業者とされていた 府令案で、「特定投資家」は金販法の利益を失うとされた
--

その他：受託者責任規定（法 36 条等）　プロも対象となる

4 要約

4.1. 法令の目的—具体的にどのような市場と顧客とが想定されているのか？

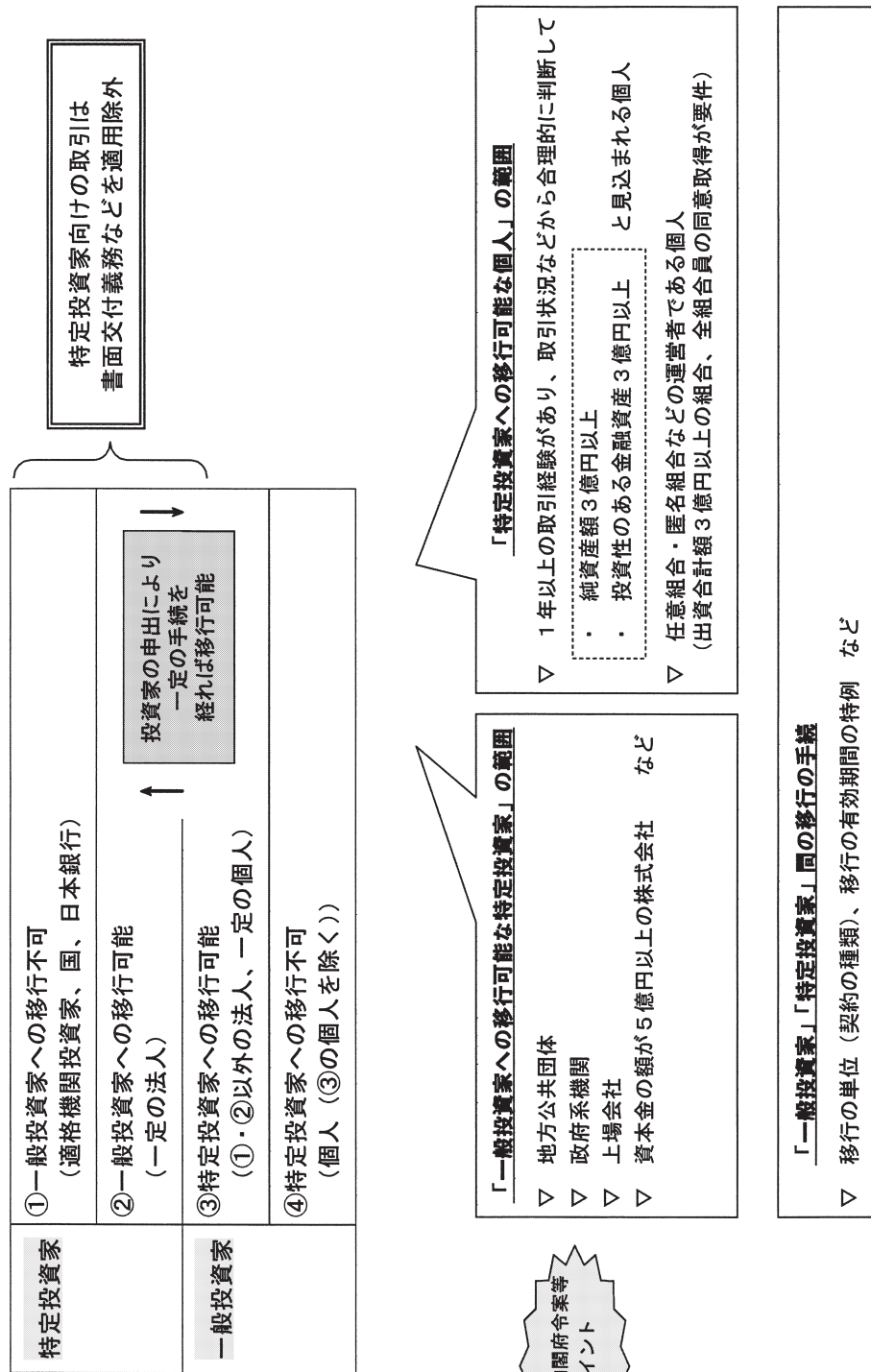
適格機関投資家を異常に緩和して、プロ顧客要件に組み込むのは、どうみても不自然
発行・流通の両面でプロ扱いでき、訴訟してくる可能性も低い、中規模以上の上場企業を中心とした、日本独特のプロ市場が形成される（証券業務のモルモット）？

4.2. 具体的な問題点と対応案

要件について：法人がとくに問題。適格機関投資家届出とその後の法人向け業務内容のフォロー。金販法効果が必要な移行可能プロに、アマに移行すべきことを周知。

効果について：説明義務の拡張という方向には限界がないか。その他の手段の可能性。

顧客の属性に応じた行為規制の柔軟化（特定投資家（プロ）と一般投資家との区分）



政令案・内閣府令案等の
ポイント

[出所] 「金融商品取引法制の政令案・内閣府令案等の概要」平成19年4月金融庁総務企画局
<http://www.fsa.go.jp/news/18/syouken/20070413-3/28.pdf> の8頁参照

【法律 金融商品取引法】

【法律 金融商品販売法】

【政令 金販法施行令案】

【府令 金融商品取引業等に関する内閣府令案(金商業等府令案)】

【府令 証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令等の一部を改正する
内閣府令案(定義府令案)】

【法律 金融商品取引法】

第二条

(略)

3

一 (略)適格機関投資家(有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令(→定義府令 10 条)で定める者 (略))

(略)

31 この法律において「特定投資家」とは、次に掲げる者をいう。

一 適格機関投資家

二 国

三 日本銀行

四 前三号に掲げるもののほか、第七十九条の二十一に規定する投資者保護基金その他の内閣府令(→定義府令 23 条)で定める法人

第三章 金融商品取引業者等

第一節 総則

第一款 通則(第二十八条)

第二款 金融商品取引業者(第二十九条―第三十一条の五)

第三款 主要株主(第三十二条―第三十二条の四)

第四款 登録金融機関(第三十三条―第三十三条の八)

第五款 特定投資家(第三十四条―第三十四条の五)

第五款 特定投資家

(特定投資家への告知義務)

第三十四条 金融商品取引業者等(金融商品取引業者又は登録金融機関をいう。以下同じ。)は、顧客を相手方とし、又は顧客のために金融商品取引行為(第二条第八項各号に掲げる行為をいう。以下同じ。)を行うことを内容とする契約(以下「金融商品取引契約」という。)の申込みを特定投資家(同条第三十一項第四号に掲げる者に限る。)から受けた場合であつて、当該申込みに係る金融商品取引契約と同じ金融商品取引契約の種類として内閣府令で定めるもの(以下この款において「契約の種類」という。)に属する金融商品取引契約を過去に当該特定投資家との間で締結したことがない場合には、当該申込みに係る金融商品取引契約を締結するまでに、当該特定投資家に対し、当該特定投資家が次条第一項の規定による申出ができる旨を告知しなければならない。

(特定投資家が特定投資家以外の顧客とみなされる場合)

第三十四条の二 特定投資家(第二条第三十一項第四号に掲げる者に限る。)は、金融商品取引業者等に対し、契約の種類ごとに、当該契約の種類に属する金融商品取引契約に関して自己を特定投資家以外の顧客として取り扱うよう申し出ることができる。

- 2 金融商品取引業者等は、第十項の規定の適用がある場合その他正当な理由がある場合を除き、前項の規定による申出を受けた後最初に当該申出に係る契約の種類に属する金融商品取引契約(以下この条において「対象契約」という。)の締結の勧誘又は締結のいずれかを行うまでに、当該申出を承諾しなければならない。
- 3 金融商品取引業者等は、前項の規定により承諾する場合には、第一項の規定による申出をした特定投資家(以下この条において「申出者」という。)に対し、あらかじめ、次に掲げる事項を記載した書面を交付しなければならない。この場

合において、第二号に規定する期限日は、第一号に規定する承諾日から起算して一年を経過する日（内閣府令で定める場合にあつては、当該経過する日前で内閣府令で定める日）としなければならない。

一 前項の規定により承諾する日（第五項各号及び第九項において「承諾日」という。）

二 対象契約の締結の勧誘又は締結をする場合において、当該申出者を特定投資家以外の顧客として取り扱う期間の末日（以下この条において「期限日」という。）

三 対象契約の属する契約の種類

四 期限日以前に対象契約の締結の勧誘又は締結をする場合において、当該申出者を特定投資家以外の顧客として取り扱う旨

五 期限日後に対象契約の締結の勧誘又は締結をする場合において、当該申出者を特定投資家として取り扱う旨

六 その他内閣府令で定める事項

4 金融商品取引業者等は、前項の規定による書面の交付に代えて、政令で定めるところにより、申出者の承諾を得て、当該書面に記載すべき事項を電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であつて内閣府令で定めるものにより提供することができる。この場合において、当該金融商品取引業者等は、当該書面を交付したものとみなす。

5 金融商品取引業者等が第二項の規定による承諾及び第三項の規定による書面の交付をした場合であつて、申出者が次に掲げる者である場合におけるこの法律（この款を除く。）の規定の適用については、当該申出者は、特定投資家以外の顧客とみなす。

一 当該金融商品取引業者等が承諾日から期限日までに行う対象契約の締結の勧誘の相手方

二 当該金融商品取引業者等が承諾日から期限日まで締結する対象契約の相手方

6 金融商品取引業者等は、対象契約（第二条第八項第二号から第四号まで、第十号及び第十三号に規定する代理を行うことを内容とするものに限る。以下この項及び第八項において「特定対象契約」という。）の締結に関して申出者が前項の規定の適用を受ける場合において、当該特定対象契約に基づき当該申出者を代理して期限日以前に金融商品取引契約を締結するときは、当該金融商品取引契約の相手方である他の金融商品取引業者等（次項及び第八項において「相手方金融商品取引業者等」という。）に対し、あらかじめ、当該金融商品取引契約に関して申出者が特定投資家以外の顧客とみなされる旨を告知しなければならない。

7 金融商品取引業者等が前項の規定による告知をした場合には、相手方金融商品取引業者等に対しては、前条の規定は、適用しない。

8 特定対象契約を締結した金融商品取引業者等が第六項の規定による告知をした場合には、当該金融商品取引業者等が当該特定対象契約に基づき申出者を代理して相手方金融商品取引業者等との間で締結する金融商品取引契約（期限日以前に締結するものに限る。）については、当該申出者を特定投資家以外の顧客とみなして、この法律（この款を除く。）の規定を適用する。

9 金融商品取引業者等は、期限日後最初に対象契約の申込みを申出者から受けた場合であつて、承諾日以後において対象契約の属する契約の種類に係る第一項の規定による申出（次項において「更新申出」という。）を当該申出者から受けていない場合には、当該申込みに係る対象契約を締結するまでに、当該申出者に対し、対象契約に関して当該申出者を特定投資家として取り扱うこととなる旨を告知しなければならない。

10 金融商品取引業者等は、期限日以前に更新申出を申出者から受けた場合であつて、当該更新申出に係る第二項の規定による承諾をする場合には、期限日から期限日後最初に対象契約の締結の勧誘又は締結をするまでに、当該承諾をしなければならない。

11 期限日以前に申出者が新たに適格機関投資家となった場合には、当該申出者が適格機関投資家となった日以後は、第五項から第九項までの規定は、適用しない。

（特定投資家以外の顧客である法人が特定投資家とみなされる場合）

第三十四条の三 法人（特定投資家を除く。）は、金融商品取引業者等に対し、契約の種類ごとに、当該契約の種類に属する金融商品取引契約に関して自己を特定投資家として取り扱うよう申し出ることができる。

2 金融商品取引業者等は、前項の規定による申出を承諾する場合には、あらかじめ、次に掲げる事項を記載した書面により、当該申出をした法人（以下この条において「申出者」という。）の同意を得なければならない。この場合において、第二号に規定する期限日は、第一号に規定する承諾日から起算して一年を経過する日（内閣府令で定める場合にあつては、当該経過する日前で内閣府令で定める日）としなければならない。

一 この項の規定による承諾をする日（第四項各号において「承諾日」という。）

二 当該申出に係る契約の種類に属する金融商品取引契約（以下この条において「対象契約」という。）の締結の勧誘又は締結をする場合において、申出者を特定投資家として取り扱う期間の末日（以下この条において「期限日」という。）

三 対象契約の属する契約の種類

四 当該申出者が次に掲げる事項を理解している旨

イ 特定投資家が金融商品取引業者等から対象契約の締結の勧誘を受け、又は当該金融商品取引業者等に対象契約の申込みをし、若しくは当該金融商品取引業者等と対象契約を締結する場合におけるこの法律の規定の適用の特例の内容として内閣府令で定める事項

- ロ 対象契約に関して特定投資家として取り扱われることがその知識、経験及び財産の状況に照らして適当ではない者が特定投資家として取り扱われる場合には、当該者の保護に欠けることとなるおそれがある旨

五 期限日以前に対象契約の締結の勧誘又は締結をする場合において、当該申出者を特定投資家として取り扱う旨

六 期限日後に対象契約の締結の勧誘又は締結をする場合において、当該申出者を特定投資家以外の顧客として取り扱う旨

七 その他内閣府令で定める事項

- 3 金融商品取引業者等は、前項の規定による書面による同意に代えて、政令で定めるところにより、申出者の承諾を得て、当該書面による同意を電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であつて内閣府令で定めるものにより得ることができる。この場合において、当該金融商品取引業者等は、当該書面による同意を得たものとみなす。
- 4 金融商品取引業者等が第二項の規定による承諾をし、かつ、申出者が同項の規定による書面による同意をした場合であつて、当該申出者が次に掲げる者である場合におけるこの法律（この款を除く。）の規定の適用については、当該申出者は、特定投資家とみなす。
- 一 当該金融商品取引業者等が承諾日から期限日までに行う対象契約の締結の勧誘の相手方
- 二 当該金融商品取引業者等が承諾日から期限日まで締結する対象契約の相手
- 5 金融商品取引業者等は、対象契約（第二条第八項第二号から第四号まで、第十号及び第十三号に規定する代理を行うことを内容とするものに限る。以下この項及び次項において「特定対象契約」という。）の締結に関して申出者が前項の規定の適用を受ける場合において、当該特定対象契約に基づき当該申出者を代理して期限日以前に金融商品取引契約を締結するときは、当該金融商品取引契約の相手方である他の金融商品取引業者等（次項において「相手方金融商品取引業者等」という。）に対し、あらかじめ、当該金融商品取引契約に関して申出者が特定投資家とみなされる旨を告知しなければならない。
- 6 特定対象契約を締結した金融商品取引業者等が前項の規定による告知をした場合には、当該金融商品取引業者等が当該特定対象契約に基づき申出者を代理して相手方金融商品取引業者等との間で締結する金融商品取引契約（期限日以前に締結するものに限る。）については、当該申出者を特定投資家とみなして、この法律（この款を除く。）の規定を適用する。
- 7 金融商品取引業者等は、期限日以前に対象契約の属する契約の種類に係る第一項の規定による申出（以下この項において「更新申出」という。）を申出者から受けた場合には、期限日以前に当該更新申出に係る第二項の規定による承諾をしてはならない。

（特定投資家以外の顧客である個人が特定投資家とみなされる場合）

第三十四条の四 次に掲げる個人（適格機関投資家を除く。）は、金融商品取引業者等に対し、契約の種類ごとに、当該契約の種類に属する金融商品取引契約に関して自己を特定投資家として取り扱うよう申し出ることができる。

- 一 商法第五百三十五条に規定する匿名組合契約を締結した営業者である個人（内閣府令で定めるものを除く。）その他これに類するものとして内閣府令で定める個人
- 二 前号に掲げるもののほか、その知識、経験及び財産の状況に照らして特定投資家に相当する者として内閣府令（一定義府令 65 条）で定める要件に該当する個人
- 2 金融商品取引業者等は、前項の規定による申出を受けた場合には、当該申出をした個人（以下この条において「申出者」という。）に対し、前条第二項第四号イ及びロに掲げる事項を記載した書面を交付するとともに、申出者が前項各号に掲げる者のいずれかに該当することを確認しなければならない。
- 3 第三十四条の二第四項の規定は、前項の規定による書面の交付について準用する。
- 4 前条第二項から第七項までの規定は、金融商品取引業者等が第一項の規定による申出を承諾する場合について準用する。この場合において、同条第二項中「当該申出をした法人」とあるのは「次条第二項に規定する申出者」と、同条第四項中「第二項の規定による承諾」とあるのは「次条第二項の規定による書面の交付及び確認並びに第二項の規定による承諾」と、同条第七項中「第一項」とあるのは「次条第一項」と読み替えるものとする。

（政令への委任）

第三十四条の五 この款に定めるもののほか、特定投資家が特定投資家以外の顧客とみなされる場合又は特定投資家以外の顧客が特定投資家とみなされる場合の手続その他この款の規定の適用に関し必要な事項は、政令で定める。

【法律 金融商品販売法】

第三条(略)

- 二 前項の説明は、顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならない。

(略)

- 七 第一項の規定は、次に掲げる場合には、適用しない。

- 1 顧客が、金融商品の販売等に関する専門的知識及び経験を有する者として政令(一金販法施行令8条)で定める者(第九条第一項において「特定顧客」という。)である場合

2(略)

第九条(略)

- 二 勧誘方針においては、次に掲げる事項について定めるものとする。

- 1 勧誘の対象となる者の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らし配慮すべき事項

2・3(略)

政令・府令案 名称【略称】

A 政令

証券取引法等の一部を改正する法律及び証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律の施行に伴う関係政令の整備等に関する政令【(政令案による改正後「金融商品取引法施行令」「金融商品の販売等に関する法律施行令」を)「金商法施行令」「金販法施行令」】

B 府令

- 1 金融商品取引業等に関する内閣府令案(新設)【金商業等府令案】
- 2 金融商品取引業協会に関する内閣府令案(新設)【協会府令案】
- 3 金融商品取引所等に関する内閣府令案(新設)【取引所府令案】
- 4 有価証券の取引等の規制に関する内閣府令案(新設)
- 5 証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令案【定義府令案】
- 6 企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令案
- 7 投資信託及び投資法人に関する法律施行規則等の一部を改正する内閣府令案
- 8 有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律施行規則等を廃止する内閣府令案
- 9 銀行法施行規則等の一部を改正する内閣府令案【銀行法施行規則案(等)】

(<http://www.fsa.go.jp/news/18/syouken/20070413-3.html>)

【政令 金販法施行令案】

8条 (特定顧客)

法第三条第七項第一号に規定する政令で定める者は、金融商品販売業者等又は金融商品取引法第二条第三十一項に規定する特定投資家(以下「特定投資家」という。)とする。

2 前項の「特定投資家」には、法第三条第一項に規定する金融商品の販売等(以下「金融商品の販売等」という。)に係る契約が金融商品取引法第三十四条の三第二項第二号(同法第三十四条の四第四項(銀行法等の規定において準用する場合を含む。))及び銀行法等の規定において準用する場合を含む。)に規定する対象契約に該当する場合にあっては、当該金融商品の販売等に関しては同法第三十四条の三第四項(同法第三十四条の四第四項(銀行法等の規定において準用する場合を含む。))及び銀行法等の規定において準用する場合を含む。))及び同法第三十四条の三第六項(同法第三十四条の四第四項において準用する場合を含む。))の規定により当該対象契約に関して特定投資家とみなされる者を含み、金融商品の販売等に係る契約が同法第三十四条の二第二項(銀行法等の規定において準用する場合を含む。)に規定する対象契約に該当する場合にあっては、当該金融商品の販売等に関しては同条第五項(銀行法等において準用する場合を含む。))及び第八項の規定により当該対象契約に関して特定投資家以外の顧客とみなされる者を含まないものとする。

【府令 金融商品取引業等に関する内閣府令案(金商業等府令案)】

56条～67条 特定投資家について

84条 契約締結前交付書面の共通記載事項

124条 禁止行為

第五款特定投資家

(契約の種類)

第五十六条 法第三十四条に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。

- 一 有価証券についての法第二条第八項第一号から第十号までに掲げる行為(当該行為に関して行う同項第十六号又は第十七号に掲げる行為を含む。)を行うことを内容とする契約
- 二 デリバティブ取引についての法第二条第八項第一号から第五号までに掲げる行為(当該行為に関して行う同項第十六号又は第十七号に掲げる行為を含む。)を行うことを内容とする契約
- 三 投資顧問契約及び法第二条第八項第十三号に掲げる行為(投資顧問契約に係るものに限る。)を行うことを内容とする契約
- 四 投資一任契約及び法第二条第八項第十三号に掲げる行為(投資一任契約に係るものに限る。)を行うことを内容とする契約

(特定投資家が特定投資家以外の顧客とみなされる場合の期限日)

第五十七条 法第三十四条の二第三項に規定する内閣府令で定める場合は、金融商品取引業者等が一定の日を定め、次に掲げる事項を当該金融商品取引業者等の営業所又は事務所の公衆の見やすい場所への掲示その他の適切な方法により公表している場合とする。

- 一 当該日
 - 二 次項に規定する日を期限日(法第三十四条の二第三項第二号に規定する期限日をいう。次条において同じ。)とする旨
- 2 法第三十四条の二第三項に規定する内閣府令で定める日は、金融商品取引業者等が前項の規定により定めの日であって同条第三項第一号に規定する承諾日から起算して一年以内の日のうち最も遅い日とする。

(申出をした特定投資家に交付する書面の記載事項)

第五十八条 法第三十四条の二第三項第六号に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。

- 一 対象契約(法第三十四条の二第二項に規定する対象契約をいう。以下この条において同じ。)に関して法令の規定又は契約の定めに基づいて行う行為については、期限日後に行うものであっても、申出者(法第三十四条の二第三項に規定する申出者をいう。以下この条において同じ。)を特定投資家以外の顧客として取り扱う旨
- 二 申出者は、法第三十四条の二第二項の規定による承諾を行った金融商品取引業者等のみから対象契約に関して特定投資家以外の顧客として取り扱われることになる旨
- 三 金融商品取引業者等が対象契約に基づき申出者を代理して他の金融商品取引業者等との間で期限日前に締結する金融商品取引契約については、当該他の金融商品取引業者等からも特定投資家以外の顧客として取り扱われる旨

(情報通信の技術を利用して提供する方法)

第五十九条 法第三十四条の二第四項(法第三十四条の四第三項、第三十七条の三第二項、第三十七条の四第二項、第三十七条の五第二項、第四十条の二第六項及び第四十二条の七第二項において準用する場合を含む。以下この条において同じ。)に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるもの(以下「電磁的方法」という。)とする。

- 一 電子情報処理組織を使用する方法のうち次に掲げるもの
- イ 金融商品取引業者等(法第三十四条の二第四項に規定する事項の提供を行う金融商品取引業者等との契約によりファイルを自己の管理する電子計算機に備え置き、これを当該事項を提供する相手方(以下この条において「顧客」という。)又は当該金融商品取引業者等の用に供する者を含む。以下この条において同じ。)の使用に係る電子計算機と顧客等(顧客及び顧客との契約により顧客ファイル(専ら顧客の用に供せられるファイルをいう。以下この条において同じ。)を自己の管理する電子計算機に備え置く者をいう。以下この条において同じ。)の使用に係る電子計算機とを接続する電気通信回線を通じて書面に記載すべき事項(以下この条において「記載事項」という。)を送信し、顧客等の使用に係る電子計算機に備えられた顧客ファイルに記録する方法(同項に規定する方法による提供を受ける旨の承諾又は受けない旨の申出をする場合にあっては、同項に規定する事項の提供を行う金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルにその旨を記録する方法)

ロ 金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された記載事項を電気通信回線を通じて顧客の閲覧に供し、顧客等の使用に係る電子計算機に備えられた当該顧客の顧客ファイルに当該記載事項を記録する方法（法第三十四条の二第四項に規定する方法による提供を受ける旨の承諾又は受けない旨の申出をする場合にあっては、金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルにその旨を記録する方法）

ハ 金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられた顧客ファイルに記録された記載事項を電気通信回線を通じて顧客の閲覧に供する方法

ニ 閲覧ファイル（金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルであって、同時に複数の顧客の閲覧に供するため記載事項を記録させるファイルをいう。以下この条において同じ。）に記録された記載事項を電気通信回線を通じて顧客の閲覧に供する方法

二 磁気ディスク、シー・ディー・ロムその他これらに準ずる方法により一定の事項を確実に記録しておくことができる物をもって調製するファイルに記載事項を記録したものを交付する方法

2 前項各号に掲げる方法は、次に掲げる基準に適合するものでなければならない。

一 顧客が顧客ファイル又は閲覧ファイルへの記録を出力することにより書面を作成できるものであること。

二 前項第一号イ、ハ又はニに掲げる方法（顧客の使用に係る電子計算機に備えられた顧客ファイルに記載事項を記録する方法を除く。）にあっては、記載事項を顧客ファイル又は閲覧ファイルに記録する旨又は記録した旨を顧客に対し通知するものであること。ただし、顧客が当該記載事項を閲覧していたことを確認したときはこの限りでない。

三 前項第一号ハ又はニに掲げる方法にあっては、記載事項に掲げられた取引を最後に行った日以後五年間（当該期間が終了する日までの間に当該記載事項に係る苦情の申出があったときは、当該期間が終了する日又は当該苦情が解決した日のいずれか遅い日までの間）次に掲げる事項を消去し又は改変することができないものであること。ただし、閲覧に供している記載事項を書面により交付する場合、顧客の承諾（令第十五条の二十二に規定する方法による承諾をいう。）を得て前項第一号イ、ロ若しくは同項第二号に掲げる方法により提供する場合又は顧客による当該記載事項に係る消去の指図がある場合は、当該記載事項を消去することができる。

イ 前項第一号ハに掲げる方法については、顧客ファイルに記録された記載事項

ロ 前項第一号ニに掲げる方法については、閲覧ファイルに記録された記載事項

四 前項第一号ニに掲げる方法にあっては、次に掲げる基準に適合するものであること。

イ 顧客が閲覧ファイルを閲覧するために必要な情報を顧客ファイルに記録するものであること。

ロ 前号に規定する期間を経過するまでの間において、イの規定により顧客が閲覧ファイルを閲覧するために必要な情報を記録した顧客フ

ァイルと当該閲覧ファイルとを電気通信回線を通じて接続可能な状態を維持させること。ただし、閲覧の提供を受けた顧客が接続可能な状態を維持させることについて不要である旨通知した場合は、この限りでない。

3 第一項第一号の「電子情報処理組織」とは、金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機と、顧客ファイルを備えた顧客等又は金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機とを電気通信回線で接続した電子情報処理組織をいう。

（電磁的方法の種類及び内容）

第六十条 令第十五条の二十二第一項及び第十五条の二十三第一項の規定により示すべき方法の種類及び内容は、次に掲げる事項とする。

一 前条第一項各号又は第六十三条第一項各号に掲げる方法のうち金融商品取引業者等が使用するもの

二 ファイルへの記録の方式

（特定投資家以外の顧客である法人が特定投資家とみなされる場合の期限日）

第六十一条 法第三十四条の三第二項に規定する内閣府令で定める場合は、金融商品取引業者等が一定の日を定め、次に掲げる事項を当該金融商品取引業者等の営業所又は事務所の公衆の見やすい場所への掲示その他の適切な方法により公表している場合とする。

一 当該日

二 次項に規定する日を期限日（法第三十四条の三第二項第二号に規定する期限日をいう。次条第二項において同じ。）とする旨

2 法第三十四条の三第二項に規定する内閣府令で定める日は、金融商品取引業者等が前項の規定により定めの日であって同条第二項第一号に規定する承諾日から起算して一年以内の日のうち最も遅い日とする。

（申出をした特定投資家以外の顧客である法人が同意を行う書面の記載事項）

第六十二条 法第三十四条の三第二項第四号イに規定する内閣府令で定める事項は、法第四十五条各号に掲げる規定は、対象契約（同項第二号に規定する対象契約をいう。次項において同じ。）に関して申出者（法第三十四条の三第二項に規定する申出者をいう。次項において同じ。）が当該各号に定める者である場合（法第四

十五条ただし書に規定する場合を除く。)には適用されない旨とする。

2 法第三十四条の三第二項第七号に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。

一 期限日以前に締結した対象契約(投資顧問契約及び投資一任契約を除く。)に関して法令の規定又は契約の定めに基づいて行う行為については、期限日後に行うものであっても、申出者を特定投資家として取り扱う旨

二 法第三十四条の三第二項に規定する申出に係る契約の種類が第五十六条第三号及び第四号に掲げるものである場合にあっては、対象契約(投資顧問契約及び投資一任契約に限る。)に関して法令の規定又は契約の定めに基づいて行う行為については、期限日以前に行うものに限り、申出者を特定投資家として取り扱う旨

三 申出者は、法第三十四条の三第二項の規定による承諾を行った金融商品取引業者等のみから対象契約に関して特定投資家として取り扱われることになる旨

四 金融商品取引業者等が対象契約に基づき申出者を代理して他の金融商品取引業者等との間で期限日以前に締結する金融商品取引契約については、当該他の金融商品取引業者等からも特定投資家として取り扱われる旨

(情報通信の技術を利用して同意を得る方法)

第六十三条 法第三十四条の三第三項(法第三十四条の四第四項及び第四十三条の四第二項において準用する場合を含む。以下この条において同じ。)に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一 電子情報処理組織を使用する方法のうち次に掲げるもの

イ 金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機と法第三十四条の三第三項の規定により同意を得ようとする相手方(以下この条において「顧客」という。)の使用に係る電子計算機とを接続する電気通信回線を通じて送信し、受信者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録する方法

ロ 金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された顧客の同意に関する事項を電気通信回線を通じて当該顧客の閲覧に供し、当該金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに当該顧客の同意に関する事項を記録する方法

二 磁気ディスク、シー・ディー・ロムその他これらに準ずる方法により一定の事項を確実に記録しておくことができる物をもって調製するファイルに同意に関する事項を記録したものを得る方法

2 前項各号に掲げる方法は、金融商品取引業者等がファイルへの記録を出力することにより書面を作成することができるものでなければならない。

3 第一項第一号の「電子情報処理組織」とは、金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機と、顧客の使用に係る電子計算機とを電気通信回線で接続した電子情報処理組織をいう。

(特定投資家として取り扱うよう申し出ることができる営業者等)

第六十四条 法第三十四条の四第一項第一号に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げる要件のいずれかに該当するものとする。

一 法第三十四条の四第一項の規定による申出を行うことについてすべての匿名組合員の同意を得ていないこと。

二 その締結した匿名組合契約に基づく出資の合計額が三億円未満であること。

2 法第三十四条の四第一項第一号に規定する内閣府令で定める個人は、次に掲げる者とする。

一 組合契約を締結して組合の業務の執行を委任された組合員である個人(次に掲げる要件のすべてに該当する者に限る。)

イ 法第三十四条の四第一項の規定による申出を行うことについて他のすべての組合員の同意を得ていること。

ロ 当該組合契約に基づく出資の合計額が三億円以上であること。

二 有限責任事業組合契約を締結して組合の重要な業務の執行の決定に関与し、かつ、当該業務を自ら執行する組合員である個人(次に掲げる要件のすべてに該当する者に限る。)

イ 法第三十四条の四第一項の規定による申出を行うことについて他のすべての組合員の同意を得ていること。

ロ 当該有限責任事業組合契約に基づく出資の合計額が三億円以上であること。

(特定投資家として取り扱うよう申し出ることができる個人)

第六十五条 法第三十四条の四第一項第二号に規定する内閣府令で定める要件は、次に掲げる要件とする。

取引の状況その他の事情から合理的に判断して、承諾日(法第三十四条の四第四項において準用する

一 法第三十四条の三第二項第一号に規定する承諾日をいう。次号において同じ。)における申出者(法第三十四条の四第二項に規定する申出者をいう。以下この条及び第六十七条において同じ。)の資産の合計額から負債の合計額を控除した額が三億円以上になると見込まれること。

二 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、承諾日における申出者の資産(次に掲げるものに限る。)の合計額が三億円以上になると見込まれること。

イ 有価証券(ホに掲げるものを除く。)

- ロ デリバティブ取引に係る権利
- ハ 商工組合中央金庫法（昭和十一年法律第十四号）第三十条ノ二ノ三に規定する特定預金、農業協同組合法（昭和二十二年法律第百三十二号）第十一条の二の四に規定する特定貯金等、水産業協同組合法（昭和二十三年法律第二百四十二号）第十一条の六の四に規定する特定貯金等、協同組合による金融事業に関する法律（昭和二十四年法律第百八十三号）第六条の五の二に規定する特定預金等、信用金庫法（昭和二十六年法律第二百三十八号）第八十九条の二に規定する特定預金等、長期信用銀行法（昭和二十七年法律第百八十七号）第十七条の二に規定する特定預金等、労働金庫法（昭和二十八年法律第二百二十七号）第九十四条の二に規定する特定預金等、銀行法第十三条の四に規定する特定預金等及び農林中央金庫法（平成十三年法律第九十三号）第五十九条の三に規定する特定預金等
- ニ 農業協同組合法第十一条の十の三に規定する特定共済契約、中小企業等協同組合法（昭和二十四年法律第百八十一号）第九条の七の五第三項に規定する特定共済契約及び保険業法第三百条の二に規定する特定保険契約に基づく保険金、共済金、返戻金その他の給付金に係る権利
- ホ 信託業法第二十四条の二に規定する特定信託契約に係る信託受益権
- ヘ 不動産特定共同事業法（平成六年法律第七十七号）第二条第三項に規定する不動産特定共同事業契約に基づく権利
- ト 商品取引所法（昭和二十五年法律第二百三十九号）第二条第八項に規定する先物取引に係る権利
- 三 申出者が最初に法第三十四条の四第一項の規定による申出に係る契約の種類に属する金融商品取引契約を締結した日から起算して一年を経過していること。

（特定投資家以外の顧客である個人が特定投資家とみなされる場合の期限日）

第六十六条 法第三十四条の四第四項において準用する法第三十四条の三第二項に規定する内閣府令で定める場合は、金融商品取引業者等が一定の日を定め、次に掲げる事項を当該金融商品取引業者等の営業所又は事務所の公衆の見やすい場所への掲示その他の適切な方法により公表している場合とする。

- 一 当該日
- 二 次項に規定する日を期限日（法第三十四条の四第四項において準用する法第三十四条の三第二項第二号に規定する期限日をいう。次条第二項において同じ。）とする旨
- 2 法第三十四条の四第四項において準用する法第三十四条の三第二項に規定する内閣府令で定める日は、金融商品取引業者等が前項の規定により定めた日であって法第三十四条の四第四項において準用する法第三十四条の三第二項第一号に規定する承諾日から起算して一年以内の日のうち最も遅い日とする。

（申出をした特定投資家以外の顧客である個人が同意を行う書面の記載事項）

第六十七条 法第三十四条の四第四項において準用する法第三十四条の三第二項第四号イに規定する内閣府令で定める事項は、法第四十五条各号に掲げる規定は、対象契約（同項第二号に規定する対象契約をいう。次項において同じ。）に関して申出者が当該各号に定める者である場合（法第四十五条ただし書に規定する場合を除く。）には適用されない旨とする。

- 2 法第三十四条の四第四項において準用する法第三十四条の三第二項第七号に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。
- 一 期限日以前に締結した対象契約（投資顧問契約及び投資一任契約を除く。）に関して法令の規定又は契約の定めに基づいて行う行為については、期限日後に行うものであっても、申出者を特定投資家として取り扱う旨
- 二 法第三十四条の四第四項において準用する法第三十四条の三第二項に規定する申出に係る契約の種類が第五十六条第三号及び第四号に掲げるものであ場合にあっては、対象契約（投資顧問契約及び投資一任契約に限る。）に関して法令の規定又は契約の定めに基づいて行う行為については、期限日以前に行うものに限り、申出者を特定投資家として取り扱う旨
- 三 申出者は、法第三十四条の四第四項において準用する法第三十四条の三第二項の規定による承諾を行った金融商品取引業者等のみから対象契約に関して特定投資家として取り扱われることになる旨
- 四 金融商品取引業者等が対象契約に基づき申出者を代理して他の金融商品取引業者等との間で期限日前に締結する金融商品取引契約については、当該他の金融商品取引業者等からも特定投資家として取り扱われる旨

（契約締結前交付書面の共通記載事項）

- 第八十四条 法第三十七条の三第一項第七号に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。
- 一 当該契約締結前交付書面の内容をよく読むべき旨
- 二 顧客が行う金融商品取引行為について金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を直接の原因として損失が生ずることとなるおそれがある場合にあっては、次に掲げる事項
- イ 当該指標
- ロ 当該指標に係る変動により損失が生ずるおそれがある理由
- 三 前号の損失の額が顧客が預託すべき委託証拠金その他の保証金の額を上回ることとなるおそれ（以下この

- 号において「元本超過損が生ずるおそれ」という。)がある場合にあっては、次に掲げる事項
- イ 前号の指標のうち元本超過損が生ずるおそれを生じさせる直接の原因となるもの
 - ロ イに掲げるものに係る変動により元本超過損が生ずるおそれがある理由
- 四 顧客が行う金融商品取引行為について当該金融商品取引業者等その他の者の業務又は財産の状況の変化を直接の原因として損失が生ずることとなるおそれがある場合にあっては、次に掲げる事項
- イ 当該者
 - ロ 当該者の業務又は財産の状況の変化により損失が生ずるおそれがある旨及びその理由
- 五 前号の損失の額が顧客が預託すべき委託証拠金その他の保証金の額を上回ることとなるおそれ(以下この号において「元本超過損が生ずるおそれ」という。)がある場合にあっては、次に掲げる事項
- イ 前号の者のうち元本超過損が生ずるおそれを生じさせる直接の原因となるもの
 - ロ イに掲げるものの業務又は財産の状況の変化により元本超過損が生ずるおそれがある旨及びその理由
- 六 当該金融商品取引契約の終了の事由がある場合にあっては、その内容
- 七 当該金融商品取引契約への法第三十七条の六の規定の適用の有無
- 八 当該金融商品取引契約が法第三十七条の六の規定が適用されるものである場合にあっては、同条第一項から第四項までの規定に関する事項
- 九 当該金融商品取引業者等の概要
- 十 当該金融商品取引業者等が行う金融商品取引業の内容及び方法の概要
- 十一 顧客が当該金融商品取引業者等に連絡する方法
- 十二 当該金融商品取引業者等が加入している金融商品取引業協会及び対象事業者となっている認定投資者保護団体の有無(加入し、又は対象事業者となっている場合にあっては、その名称)
- 十三 令第十六条第二号に掲げる事項

(禁止行為)

- 第二百二十四条 法第三十八条第六号に規定する内閣府令で定める行為は、次に掲げる行為とする。
- 一 次に掲げる書面の交付に際し、顧客に対して、法第三十七条の三第一項第三号から第七号までに掲げる事項(二に掲げる書面を交付する場合にあっては、当該書面に記載されている事項であって同項第三号から第七号までに掲げる事項に係るもの)について顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をしないこと。
 - イ 契約締結前交付書面
 - ロ 上場有価証券等書面
 - ハ 第八十二条第一項第三号に掲げる場合にあっては、同号に規定する目論見書
 - ニ 契約変更書面
 - 二 (略)

【府令 証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令案(定義府令案)】

10 条 適格機関投資家の範囲

23 条 特定投資家の定義

(適格機関投資家の範囲)

第十条 法第二条第三項第一号に規定する内閣府令で定める者は、次第四条法第二条第三項第一号に規定する内閣府令で定める者(以下に掲げる者とする。ただし、第十五号に掲げる者以外の者については金融庁長官が指定する者を除き、第十五号に掲げる者については金融庁長官が指定する者に限る。

一 金融商品取引業者(第一種金融商品取引業(有価証券関連業に該当するものに限る。))又は投資運用業を行う者に限る。)

(削る)

二 投資信託及び投資法人に関する法律(昭和二十六年法律第百九十八号)第二条第十二項に規定する投資法人

三 投資信託及び投資法人に関する法律第二条第二十三項に規定する外国投資法人

四一八(略)

九 信用協同組合のうち金融庁長官に届出を行った者及び信用協同組合連合会並びに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及び共済水産業協同組合連合会

(削る)

十一十四(略)

十五(略)

十六 令第一条の九第四号に掲げる者(法第三十三条の二の規定により登録を受けたものに限る。)

十七 銀行法施行規則(昭和五十七年大蔵省令第十号)第十七条の三第二項第十二号に掲げる業務を行う株式会社のうち、当該業務を行う旨が定款において定められ、かつ、最近事業年度の末日における資本金の額が五億円以上であるものとして金融庁長官に届出を行った者

十八 投資事業有限責任組合契約に関する法律第二条第二項に規定する投資事業有限責任組合

十九 厚生年金基金のうち最近事業年度に係る年金経理に係る貸借対照表(厚生年金基金令(昭和四十一年政令第三百二十四号)第三十九条第一項の規定により提出されたものに限る。)における流動資産の金額及び固定資産の金額の合計額から流動負債の金額、支払備金の金額及び過剰積立金残高の金額の合計額を控除した額が百億円以上であるものとして金融庁長官に届出を行った者、企業年金基金のうち最近事業年度に係る年金経理に係る貸借対照表(確定給付企業年金法施行規則(平成十四年厚生労働省令第二十二号)第六十八条第二号の規定により提出されたものに限る。)における流動資産の金額及び支払備金の金額の合計額を控除した額が百億円以上であるものとして金融庁長官に届出を行った者及び企業年金連合会

二十 (略)

(削る)

二十一 信託業法(平成十六年法律第五十四号)第二条第二項に規定する信託会社(同条第四項に規定する管理型信託会社を除く。)のうち金融庁長官に届出を行った者

二十二 信託業法第二条第六項に規定する外国信託会社(同条第七項に規定する外国管理型信託会社を除く。)のうち金融庁長官に届出を行った者

二十三 次に掲げる要件のいずれかに該当するものとして金融庁長官に届出を行った法人(ロに該当する場合にあっては、業務執行組員等(組合契約を締結して組合の業務の執行を委任された組員、匿名組合契約を締結した営業者若しくは有限責任事業組合契約を締結して組合の重要な業務の執行の決定に関与し、かつ、当該業務を自ら執行する組員又は外国の法令に基づくこれらに類する者をいう。以下この号及び次号において同じ。)として取引を行う場合に限る。)

イ 当該届出を行おうとする日の直近の有価証券の残高(以下この項及び第六項において「有価証券残高」という。)が十億円以上であること。

ロ 業務執行組員等であって、次に掲げるすべての要件に該当すること(イに該当する場合を除く。)

(1)当該組合契約、匿名組合契約若しくは有限責任事業組合契約に基づく出資対象事業に係る有価証券残高又は外国の法令に基づくこれらの契約に類する契約に係る有価証券残高が十億円以上であること。

(2)当該届出を行うことについて、当該組合契約によって成立する組合の他のすべての組員、当該匿名組合契約のすべての匿名組員若しくは当該有限責任事業組合契約によって成立する組合の他のすべての組員又は外国の法令に基づくこれらに類する者の同意を得ていること。

二十四 次に掲げる要件のいずれかに該当するものとして金融庁長官に届出を行った個人(ロに該当する場合にあっては、業務執行組員等として取引を行う場合に限る。)

イ 次に掲げるすべての要件に該当するもの

(1)当該届出を行おうとする日の直近の有価証券残高が十億円以上であること。

(2)金融商品取引業者等に口座を開設した日から起算して一年を経過していること。

ロ 業務執行組員等であって、次に掲げるすべての要件に該当すること(イに該当する場合を除く。)

(1)当該組合契約、匿名組合契約若しくは有限責任事業組合契約に基づく出資対象事業又は外国の法令に基づくこれらに類する契約に類する契約に係る有価証券残高が十億円以上であること。

(2)当該届出を行うことについて、当該組合契約によって成立する組合の他のすべての組員、当該匿名組合契約のすべての匿名組員若しくは当該有限責任事業組合契約によって成立する組合の他のすべての組員又は外国の法令に基づくこれらに類する者の同意を得ていること。

二十五 外国の法令に準拠して外国において次に掲げる業を行う者(個人を除く。)で、この号の届出の時における資本金若しくは出資の額又は基金の総額がそれぞれ次に定める金額以上であるものとして金融庁長官に届出を行った者のうち金融庁長官に届出を行った者

イ 第一種金融商品取引業(有価証券関連業に該当するものに限る。) 五千万円

ロ 投資運用業 五千万円

ハ・ニ(略)

ホ 信託業法第二条第一項に規定する信託業(同条第三項に規定する管理型信託業以外のものに限る。) 一億円
二十六(略)

(削る)

2 その発行の際にその取得勧誘(法第二条第三項に規定する取得勧誘をいう。以下同じ。)が法第二条第三項第一号に掲げる場合に該当する場合における同号の規定により当該取得勧誘の相手方から除かれる適格機関投資家を相手方として行うもの又は同項第二号イ若しくは法第二条の二第四項第二号イに掲げる場合に該当するものであった有価証券を前項各号に掲げる者が取得し又は買い付けた場合(当該取得又は買付けの際に、当該有価証券に関して法第四条第六項に規定する開示が行われている場合又はその者が前項第一号から第十四号まで、第十六号若しくは第十八号から第二十号までに掲げる者で同項ただし書の指定を既に受けていた者であった場合、同項第十五号に掲

げる者で同項ただし書の指定を既に解除されていた者であった場合若しくは同項第九号、第十七号、第十九号若しくは第二十一号から第二十六号までに掲げる者について第四項に規定する期間を経過している場合を除く。)には、その者が前項第一号から第十四号まで、第十六号、第十八号から第二十号までに掲げる者で同項ただし書の指定を受けた場合、同項第十五号に掲げる者で同項ただし書の指定を解除された場合又は同項第九号、第十七号、第十九号若しくは第二十一号から第二十六号までに掲げる者について第四項に規定する期間を経過した場合においても、当該有価証券の売付けの申込み又はその買付けの申込みの勧誘を行う場合には適格機関投資家に該当する者とみなして法第四条第二項を適用する。

3 第一項第九号、第十七号、第十九号又は第二十一号から第二十六号までの規定により当該各号に掲げる者として金融庁長官に届出を行おうとする者(以下この項、第六項及び第七項において「届出者」という。)は、その旨を記載した書面を当該届出を行おうとする日の属する年の一月一日から一月を経過する日まで又は七月一日から一月を経過する日までの間に、次の各号に掲げる届出者の区分に応じ、当該各号に定める財務局長又は福岡財務支局長を経由して当該各号に定める財務局長又は福岡財務支局長を経由して金融庁長官に提出しなければならない。

一 第一項第九号に掲げる者に係る届出者当該届出者の本店又は主たる事務所の所在地を管轄する財務局長(当該所在地が福岡財務支局長の管轄区域内にある場合にあっては、福岡財務支局長)

二 第一項第十七号、第二十一号及び第二十二号に掲げる者に係る届出者

イ 有価証券報告書(法第二十四条第一項に規定する有価証券報告書をいう。)を提出しなければならない者に該当する場合

企業内容等の開示に関する内閣府令(昭和四十八年大蔵省令五号)第二十条の規定により有価証券報告書を提出しなければならない財務局長又は福岡財務支局長

ロ イ以外の場合 当該届出者の本店の所在地又は主たる事務所を管轄する財務局長(当該所在地が福岡財務支局長の管轄区域内にある場合にあっては、福岡財務支局長)

三(略)

四 第一項第二十三号及び第二十四号に掲げる者(非居住者(外国為替及び外国貿易法(昭和二十四年法律第二百二十八号)第六条第一項第六号に規定する非居住者をいう。以下この条において同じ。)を除く。)に係る届出者当該届出者の本店の所在地又は住所を管轄する財務局長又は福岡財務支局長

五 第一項第二十三号及び第二十四号に掲げる者(非居住者に限る。)並びに同項第二十五号及び第二十六号に掲げる者に係る届出者 関東財務局長

4・5 (略)

6 第一項第二十三号及び第二十四号に掲げる者に係る届出者の有価証券残高並びに同項第二十五号に掲げる者に係る届出者の資本金若しくは出資の額又は基金の総額を本邦通貨に換算する場合には、同項第二十三号から第二十五号までに規定する届出の時における外国為替相場(外国為替及び外国貿易法第七条第一項に規定する基準外国為替相場又は裁定外国為替相手をいう。)によるものとする。

7 第一項第二十三号及び第二十四号に掲げる者(非居住者に限る。)並びに同項第二十五号及び第二十六号に掲げる者に係る届出者は、本邦内に住所を有する者であって、第三項に規定する届出に関する一切の行為につき、当該届出者を代理する権限を有するものを定めなければならない。

8 第一項第二十三号及び第二十四号に掲げる者(非居住者に限る。)並びに同項第二十五号及び第二十六号に掲げる者は、本邦内に住所を有する者であって、当該者が取得した有価証券(その発行の際にその取得勧誘が法第二条第三項第一号に掲げる場合に該当する場合における同号の規定により当該取得勧誘の相手方から除かれる適格機関投資家を相手方として行うもの又は同項第二号イ若しくは法第二条の二第四項第二号イに該当するものであった有価証券に限る。)に係る法第二十三条の十三第一項の規定による告知及び同条第二項の規定による書面の交付に関する一切の行為につき、当該者を代理する権限を有するものを定めなければならない。

(特定投資家の範囲)

第二十三条 法第二条第三十一項第四号に規定する内閣府令で定める法人は、次に掲げるものとする。

一 地方公共団体

二 特別の法律により特別の設立行為をもって設立された法人

三 法第七十九条の二十一に規定する投資者保護基金

四 預金保険機構

五 農水産業協同組合貯金保険機構

六 保険業法第二百五十九条に規定する保険契約者保護機構

七 外国政府、外国の中央銀行、日本国が加盟している国際機関その他外国の法令上前各号に掲げる者に相当する者

八 金融商品取引所に上場されている株券の発行者である会社

九 資本金の額が五億円以上の株式会社

I. 証取法 2 条定義府令 4 条 5 項（同令 1 条 17 号、19 号、21 号から 24 号）
に基づく適格機関投資家 届出者（全 78 件）（青木、住所は削除した）

諸 事 項

適格機関投資家に関する公告

証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（平成 5 年大蔵省令第 14 号）第 4 条第 5 項の規定により、適格機関投資家として届出を行った者を次のとおり公告する。

平成 17 年 8 月 31 日 金融庁長官 五味 廣文

- 1 届出を行った者の名称、住所、代理人の名称
 - (1)名称 S B I ホールディングス株式会社
 - (2)名称 エヌ・アイ・エフ ベンチャーズ株式会社
 - (3)名称 G E リアル・エステート株式会社
 - (4)名称 株式会社ジャフコ
 - (5)名称 株式会社虎ノ門債権回収
 - (6)名称 日本アジア投資株式会社
 - (7)名称 ハイポ・リアル・エステート・キャピタル・ジャパン株式会社
 - (8)名称 みずほキャピタル株式会社
 - (9)名称 株式会社 U F J キャピタル
 - (10)名称 エヌ・ティ・ティ・リース株式会社
 - (11)名称 株式会社大林組
 - (12)名称 オリックス株式会社
 - (13)名称 鹿島建設株式会社
 - (14)名称 三洋電機クレジット株式会社
 - (15)名称 清水建設株式会社
 - (16)名称 住友商事株式会社
 - (17)名称 住友不動産株式会社
 - (18)名称 大成建設株式会社
 - (19)名称 ダイヤモンドリース株式会社
 - (20)名称 東急不動産株式会社
 - (21)名称 東京建物株式会社
 - (22)名称 株式会社日興コーディアルグループ
 - (23)名称 丸紅株式会社
 - (24)名称 三井物産株式会社
 - (25)名称 三井不動産株式会社
 - (26)名称 三菱地所株式会社
 - (27)名称 ユーエフジェイセントラルリース株式会社
 - (28)名称 ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニー
 - (29)名称 ゴールドマン・サックス・インターナショナル
 - (30)名称 ベアー・スターンズ・アンド・カンパニー・インク
 - (31)名称 ベアー・スターンズ・インターナショナル・リミテッド
 - (32)名称 ジーエムエーシー・コマーシャル・モーゲージ・バンク・ヨーロッパ・パブリック・リミテッド・カンパニー
 - (33)名称 ヴュルテンベルギッシェ・ヒポテーケンバンク・アーゲー
 - (34)名称 ハイポ・リアル・エステート・バンク・インターナショナル
 - (35)名称 メリルリンチ・インターナショナル・バンク・リミテッド
2. 届出を行った者が適格機関投資家に該当する期間 平成 17 年 9 月 1 日から平成 19 年 8 月 31 日まで

諸 事 項

適格機関投資家に関する公告

証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（平成5年大蔵省令第14号）第4条第5項の規定により、適格機関投資家として届出を行った者を次のとおり公告する。

平成 18 年 2 月 28 日

金融庁長官 五味 廣文

1 届出を行った者の名称、住所、代理人の名称

- (1)名称 ジーイーキャピタル・アセット・ファイナンス株式会社
- (2)名称 野村キャピタル・インベストメント株式会社
- (3)名称 三菱UFJキャピタル株式会社
- (4)名称 メリルリンチ日本ファイナンス株式会社
- (5)名称 ユニファイド・コーポレーション株式会社
- (6)名称 りそなキャピタル株式会社
- (7)名称 センチュリー・リーシング・システム株式会社
- (8)名称 東京リース株式会社
- (9)名称 ドレスナー・バンク・アクチエンゲゼルシャフト

2 届出を行った者が適格機関投資家に該当する期間 平成 18 年 3 月 1 日から平成 20 年 2 月 29 日まで

諸 事 項

適格機関投資家に関する公告

証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（平成5年大蔵省令第14号）第4条第5項の規定により、適格機関投資家として届出を行った者を次のとおり公告する。

平成 18 年 8 月 31 日

金融庁長官 五味 廣文

1 届出を行った者の名称等

- (1)名称 オリックス債権回収株式会社
- (2)名称 キャップマークジャパン株式会社
- (3)名称 ユニファイド・パートナーズ株式会社
- (4)名称 興銀リース株式会社
- (5)名称 住信リース株式会社
- (6)名称 日立キャピタル株式会社
- (7)名称 芙蓉総合リース株式会社
- (8)名称 エイチ・エス・ビー・シー・バンク・ピー・エル・シー
- (9)名称 カナダロイヤル銀行
- (10)名称 モルガン・スタンレー・アンド・カンパニー・インコーポレイテッド
- (11)名称 モルガン・スタンレー・アンド・カンパニー・インターナショナル・リミテッド
- (12)名称 モルガン・スタンレー・バンク・インターナショナル・リミテッド
- (13)名称 ユーロハイボ・アーゲー

2 届出を行った者が適格機関投資家に該当する期間 平成 18 年 9 月 1 日から平成 20 年 8 月 31 日まで

諸 事 項

適格機関投資家に関する公告

証券取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（平成5年大蔵省令第14号）第4条第5項の規定により、適格機関投資家として届出を行った者を次のとおり公告する。

平成19年3月1日

金融庁長官 五味 廣文

1 届出を行った者の名称等

- (1)名称 アセット・マネジャーズ株式会社
- (2)名称 大和証券エスエムビーシープリンシパル・インベストメンツ株式会社
- (3)名称 ユーロハイボ・ジャパン株式会社
- (4)名称 朝日新聞厚生年金基金
- (5)名称 神奈川県乗用自動車厚生年金基金
- (6)名称 建設関係法人厚生年金基金
- (7)名称 N I S グループ株式会社
- (8)名称 クレディ・スイス
- (9)名称 クレディ・スイス・インターナショナル
- (10)名称 クレディ・スイス・セキュリティーズ（ヨーロッパ）リミテッド
- (11)名称 クレディ・スイス（ホンコン）リミテッド
- (12)名称 ジュー・ピー・モルガン・セキュリティーズ・インク
- (13)名称 ジュー・ピー・モルガン・セキュリティーズ・リミテッド
- (14)名称 ジュー・ピー・モルガン・チェース・バンク・ナショナル・アソシエーション
- (15)名称 チャレンジャー・リステッド・インベストメンツ・リミテッド
- (16)名称 バークレイズ・キャピタル・インク
- (17)名称 バークレイズ・キャピタル・セキュリティーズ・リミテッド
- (18)名称 バークレイズ・バンク・ビーエルシー
- (19)名称 アーリアル・バンク・アーゲー
- (20)名称 モルガン・スタンレー・バンク
- (21)名称 バイエルン州立銀行

2 届出を行った者が適格機関投資家に該当する期間 平成19年3月1日から平成21年2月28日まで

☆年に2回（2月末、8月末）

☆不動産会社、外国金融業者が増えている。厚生年金基金の例が出た。

II. 中国市場での QFII, QDII の動向

<http://www.ustreas.gov/press/releases/hp301.htm>

2007年3月米国財務省長官スピーチにおける要請

- ・ 適格外国機関投資家 QFII（2001年以来、監督機関令で認められているA株取引できる外国機関投資家）の基準が厳しすぎる
- ・ 適格内国機関投資家 QDII への海外投資免許を拡大し、外国株式投信を中国投資家に販売せよ

【要件】

表 1 届出により適格機関投資家（＝移行不能プロ）となり得る事業会社

- | | |
|---|--|
| 1 | 現在、30 社程度（→訂正、50 社程度） |
| 2 | 移行可能プロとして上場会社（3000 以上）・大会社（1 万程度） |
| 3 | 現在、届出は 30 社未満（上場会社の 1 %にも満たない） |
| 4 | 適格機関投資家要件である保有有価証券 100 億円を満たす有報提出会社 30% 程度 |
| 5 | 改正要件である 10 億円を満たす有報提出会社 60%程度 |

ただし

- ・移行不能プロ要件と連動
- ・10 億円のかかなりの部分が固定資産（持合など）

現在ある適格機関投資家グループと改正後要件の適格者全体のグループとは異質

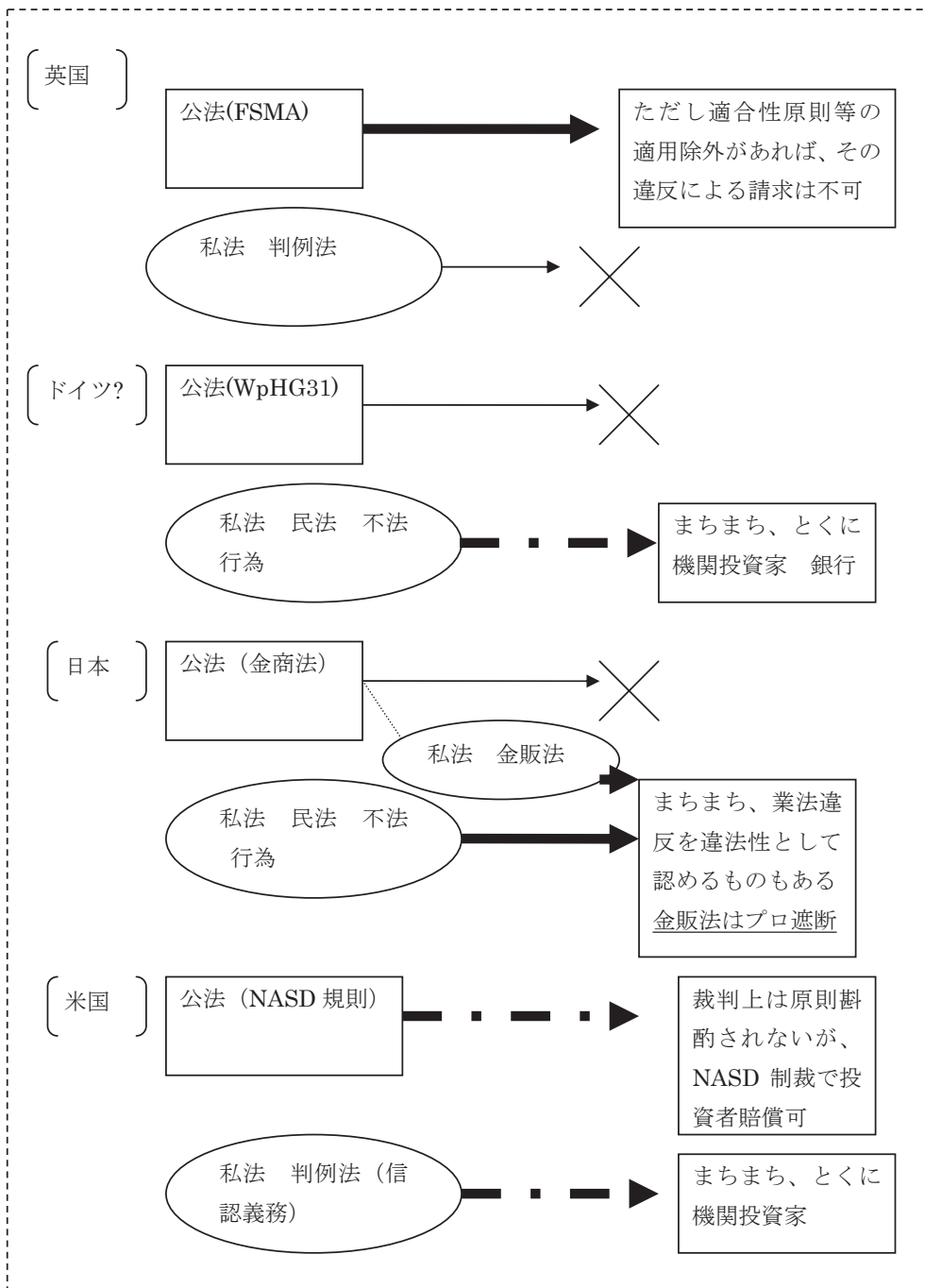
改正後も現在のように要件とはかけ離れた、金融に強い限られた事業会社のみが届出するならば問題はない。しかし「法人サービスを受けたいならば、適格機関投資家届出をせよ」という風潮となれば話は別。グループ中での能力格差が著しいが適合性原則の適用は（届出時を含め）不適用。

適格機関投資家 1993 年以来、500 億円→100 億円→10 億円（米国 QIB 1 億ドル）

Reg.A や Reg. D は発行額や人数の制限あり。一番近いのは Rule144A

【効果】

図1 各国における説明義務・適合性原則に関する公法・私法の規定と、その違反が民事損害賠償請求の根拠となるかについて



プロアマ規制（プロに該当すれば救済が得られない）の効率化のためには、プロに対する私法救済が遮断される必要がある。その意味で英国型が最も合理的。

ただ日本の場合、従来の裁判例を無視できないので、金販法（プロ遮断あり）にひきつける形で整理する（裁判所もプロ投資家の救済は簡単には認めない）しかないだろう。私法に米国型受託者義務をいれるとわかりにくくなる。ドイツの不法行為解釈も日本にはなじみ難い。米国 NASD 規則違反における救済は日本の現状ではできない。

図 2 公法は米国 NASD 型、金販法に私法が集中する形

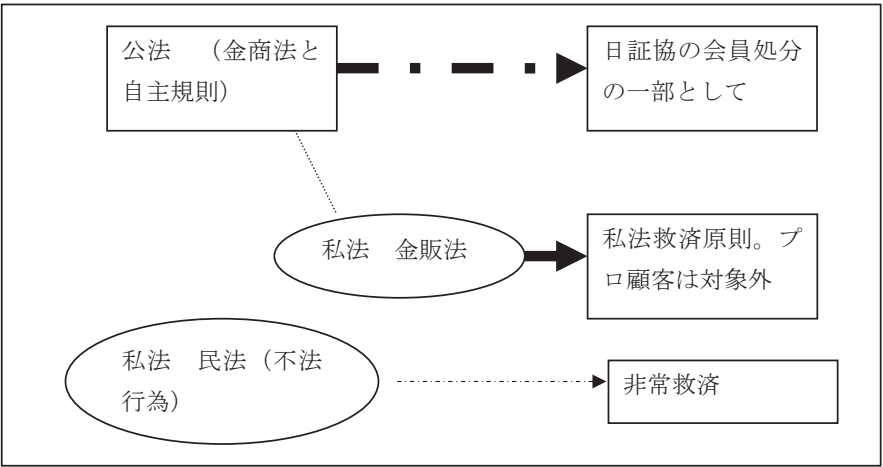
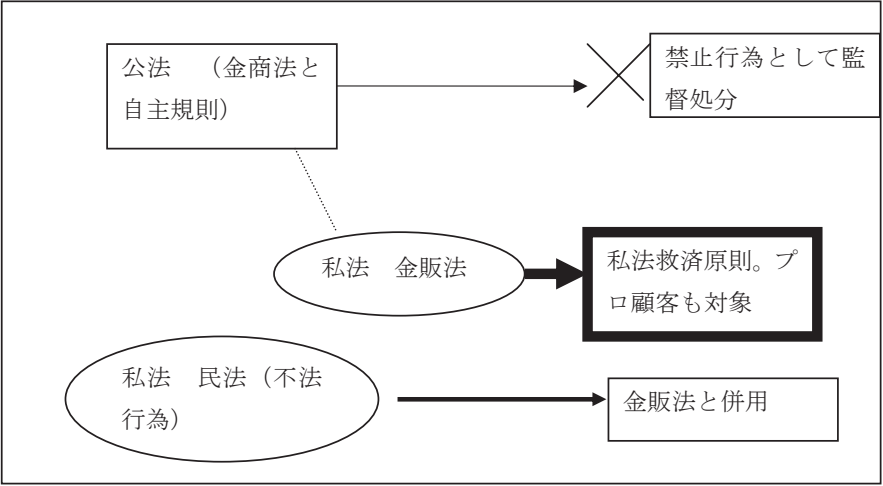


図 3 当初案（2006 年 8 月座談会、2006 年 11 月解説、2007 年 4 月案）？



[参考文献] 「投資家区分に関する新法令」¹⁾

青木浩子

1. 概観

2006年6月に成立した金融商品取引法はその成立後、段階的に施行されている。同法の主要部分について2007年4月13日に政府令案・監督指針案²⁾が出され、同年7月31日にパブコメ結果の発表、同年8月3日政令公布、同年8月6日以降府令公布、政府令含めた金商法全体が施行されるのは同年9月30日(予定)である³⁾。

本稿は、行為規制中の投資家区分に関する内容を紹介・検討するものである(銀行等に対する準用金商法およびプロ向け店頭デリバティブ取引、および投資ファンドに関するプロ定義は扱わない⁴⁾)。この領域に関する法令の目的として、立法担当官は、「行為規制(筆者、金商法35条から45条。金融商品仲介業者について法66条の7から66条の15)の適用の柔軟化を図る観点から、特定投資家・一般投資家の区分制度を導入し、金融商品取引業者等が特定投資家との間で取引をする場合には、たとえば広告等規制、契約締結前書面交付義務や適合性原則等、情報格差の是正を目的とする行為規制の適用を除外することとしている。これにより、ホールセール取引の活発化とリテール取引における利用者保護の徹底の両立を図ることができると考えられる」⁵⁾とする。要するに、保護規定を一律に適用するのではなく、能力の高い顧客(特定投資家ないしプロ)には所定の保護規定の適用を除外し、それ以外の顧客(一般投資家ないしアマ)には従来以上の手厚い保護を行うというものである(一般に使われる「投資家」でなく「顧客」という語を使っているのは、業

¹⁾松尾直彦「金融商品取引法制政令案・内閣府令案等の概要」金融財政事情 2007年4月23日号10頁[松尾]、小立敬「金融商品取引法が銀行に与える規制上の影響」資本市場クォーターリー2007年春号31頁[小立]、六川浩明「特定投資家とプロ・アマ区分」税務弘報 2007年3月号149頁[六川]、「金融庁に聞く—金融商品取引法制が求める投資性商品の販売方法『なぜそのルールが必要なのか考え方を理解してもらいたい』」近代セールス 52巻12号6頁 2007年6月15日号[松尾インタビュー]、松尾直彦編著・一問一答 金融商品取引法(2006)[一問一答]、小西真機=清水啓子『『横断化』と『柔軟化』が図られた金融商品取引法』Lexis企業法務 2006年6月23頁、証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討[1]』(2007)別冊商事法務 308号[別冊商事法務]。

²⁾改廃案は政府令等で122本に及び、主要な政令としては、証券取引法執行令・投資信託投資法人法施行令・銀行法施行令・信用金庫法施行令・保険業法施行令・信託業法施行令・金融商品販売法施行令(以上は改正)、外国証券業者法施行令・証券投資顧問業法施行令・抵当証券業規制法施行令・金融先物取引法施行令(以上は法廃止に合わせ廃止)があり、また、府令も35本改正、29本廃止したという。松尾・前注1の10頁・11頁。

³⁾「金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等」に対するパブリックコメントの結果等について<<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731>>。結果を踏まえての案からの変更について、松尾直彦ほか「金融商品取引法制の政令・内閣府令等が決定 九月三十日施行—原案からのおもな変更点」金融財政事情 2007年8月6日号64頁[松尾]。本稿との関連でいえば、アマへの移行可能なプロ法人の基準である資本金額の常時把握が困難なことから「資本金の額が五億円以上の株式会社」を改め「取引の状況その他の事情から合理的に判断して資本金の額が五億円以上であると見込まれる株式会社」とした(定義府令23条9号)ほか、外国法人全般を移行可能プロとした(同条11号)等の点が重要である。

⁴⁾これらについては、前者は酒井敦史=篠宮寛明「預金取扱金融機関に準用される金商法の販売・勧誘ルール」金融財政事情 2007年4月30日59頁を、後者については、中村聡「集団的投資スキームに関する規制について」(証券取引法研究会編「証券・会社法制の潮流」所収)51頁(2007)などを参照。

⁵⁾松尾・前注1の13頁。

法たる金商法中の業者・顧客間の規律である行為規制の適用が問題となっているためであり、金商法でも法 34 条以下では「投資家」と「顧客」とが併用されている。金販法では一貫して「顧客」という語を使っている)。特定投資家には、行政規制ではなく市場規律に委ねることにより、過剰規制による取引コストを削減し⁶、国際的な競争に曝されるわが国金融・資本市場の取引円滑を促進する⁷とも言われている。

これらは、一般論としては是認しやすい内容であり、本稿でも、このような目的自体は所与とした上で、具体的な政策の当否を検討してゆきたい。

ちなみに、本稿では立ち入れないが、海外でも行為規制の合理化について苦慮している。米国では、証券・銀行・保険の分野毎に監督機関が分立し、各分野の中でも州と連邦というように分立しているため、横断化の推進は困難である。欧州では、行為規制に関して新投資サービス指令(Markets in Financial Instruments Directive、いわゆる MiFID)が 2004 年に発表され、投資家区分について英国規制を範とした欧州共通制度が導入され、わが国金商法にも影響⁸を与えている。資本比率等に関する財務規制(prudential standards)に比べ、業者行為に関する行為規制(conduct of business)の方が域内適用(属地主義)になじみやすいと考えられる。個人の保護が目的であること、業者所在地より行為地の方が関連が強いこと、財務規制に比べて国際競争条件平等が問題となりにくいこと、その地の民事法にも関わること、等がその理由であり、実質的には受入国主義の状態にある。

以下、要件(投資家区分の定義)については、法律および政府令に分けて、また、効果(一般投資家に与えられる保護内容)については、金融商品取引法(金商法)と改正金融商品販売法(金販法)(いずれも関連政府令を含む)とについて内容およびコメントを述べる。「要件」は、実質的にはホールセール市場政策に関連する問題である。事業会社の保護政策としての妥当性を始めとして、懸念される点が少なくない。「効果」については従来から民法の問題としても検討されており、今回改正でも業法と民事効との関係が問題となっている。これは実質的にはリテール政策の問題である。なお、特定投資家に対して適用除外となる法令の範囲も、ここで扱う。金商法と金販法との関係について一言すると、金商法は証券取引法を改組したものである。金販法は、金商法への改組検討中、当時は投資サービス法として検討されていた内容のうち、投資家救済に係る民事法の部分が個別に立法されたものである。金販法の金商法への統合は、金商法に関連した審議会中間報告(金商法中間報告⁹)等で提言されているが、今回改正では内容的な関連を持たせるに留まって

⁶プロアマ区分から得られるメリットに比べコストが見合わないと言われ、業界では考えられているようである(そのほか、合冊目録見書制度なども、制度が目的とする合理化は達されない一方、コストがかかると批判されている)。もちろん、メリットとしては投資家側のそれ(特定投資家制度導入により、差別化された商品サービスや取引条件が享受しやすくなる)を考える必要がある。とはいえ、あまりに業者にとって魅力のない制度設計であると、制度として不可欠な手続等が守られない(たとえば、原状維持を目し、プロに対してもアマと同様の扱いをし、移行手続の遵守もおろそかにするなど)おそれがある。

⁷ 一問一答・前注 1 の 189 頁。

⁸ 欧州との比較の際には、欧州と違い域内市場統合という差し迫った理由を持たないわが国が再規制する理由、および、欧州規制との相違があるとすればその理由が注目される。

⁹ 「投資サービス法(仮称)に向けて 金融審議会金融分科会第一部会報告」(2005)

いる。

2. 要件－投資家区分の定義

2.1. 概観

2.1.1. 法律（金融商品取引法）

2.1.1.1. 内容

特定投資家は、国・日銀・適格機関投資家のほか、内閣府令で定める者とされる（金商法 2 条 31 項）。「適格機関投資家」とは、有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者である（法 2 条 3 項 1 号）。国・日銀・適格機関投資家（法 2 条 31 項 1 号から 3 号）と、「府令で定める者（法 2 条 31 項 4 号）」とでは、後者は申出によって一般投資家に移行できる点で異なる（法 34 条）。

特定投資家に対する存在が一般投資家である。一般投資家は、移行可能な一般投資家と移行不可な一般投資家とに分けられる。前者、すなわち、申出により特定投資家に移行（これを「プロ成り」という通称を用いることがある）できる一般投資家は、法人で特定投資家以外の者（法 34 条の 3）および個人で適格機関投資家以外の者で、かつ、府令で定める要件を満たす者（法 34 条の 4）から成る。

特定投資家とされる場合の効果については次章で扱うが、大まかにいえば、①金商法の主要な行為規制（とりわけ適合性の原則）が不適用となる（行為規制違反を理由とする処分の対象とならない）、②金販法の適用の対象外となる、がある。

複数の論者が指摘するように、特定投資家（プロ）について論じられる際の「プロ」とは、金融商品取引業者等の行為のあり方に着目した概念であり、有価証券の開示規制における「プロ私募」の「プロ」とは異なる¹⁰。しかし、移行不可な特定投資家とプロ私募で使われる「適格機関投資家」とは実質的に重複している(2.1.2.2.(1)[B])。のみならず、行為規制のプロと私募のプロの区分との基準を共通化しようとする方向性が中間報告等で示されている¹¹。

2.1.1.2. 検討

日本では、金商法（当時は「投資サービス法」といった）の検討初期の段階（1997 年ごろ。米国欧州（英国を除く）とも、行為規制に関するプロアマ区分規制が殆どなかった）から特定投資家・一般投資家の区分が課題として取り上げられており、また、その時期から、わが国独自の点、とりわけ、①プロとアマとを峻別し、クラス間移行を制限する、②プロアマ区分に伴う効果（とくにプロに対して遮断される保護内容）が不明瞭である、といった特徴が見られた。

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20051222_d1sir/b.pdf[中間報告]。

¹⁰六川・前注 1 の 149 頁。同様に一問一答・前注 1 の 218 頁は、プロ向けファンド（法 63 条 1 項）にいう「プロ」は特定投資家ではなく適格機関投資家等を意味しているとする。

¹¹中間報告・前注 9 の 19 頁（特定投資家の範囲は、原則として開示規制における「適格機関投資家」の概念を基礎とすることが適当であると明言する）。

これらの特徴のうち、要件については、本稿以下に指摘するように機能的な問題がある上に、金商法に先んじて導入された 2004 年改正欧州投資サービス指令では採用されていない。また、重要な効果（たとえば金販法が特定投資家に対して適用除外となる）が法令整備の最終段階まで不明であったという事実は、プロアマ区分という施策について、直接の当事者、とくに業界の関与が乏しかったであろうことを推測させる¹²。

2.1.2. 府令

表 1 投資家区分

	法律	府令
①特定投資家 (移行不可)	適格機関投資家・ 国・日本銀行	適格機関投資家範囲を拡大(会社について、有報提出要件を撤廃し、有価証券残高基準を 100 億円から 10 億円に引下げ。有価証券残高 10 億円以上のその他の法人・個人等を追加)。信用組合について届出制に変更。
②特定投資家 (申出により 移行可能)	府令(定義府令 2 3 条)で定める法人	地公団・政府系機関・預金保険機構・投資者保護基金・上場会社や 資本金 5 億円以上の株式会社等
③一般投資家 (申出により 移行可能)	①②以外の法人 府令で定める要件 に該当する個人	個人の場合、 (ア)取引状況等から合理的に判断して純資産額 3 億円以上と見込まれること、かつ (イ)取引状況等から合理的に判断して投資性のある金融資産 3 億円以上と見込まれること、かつ (ウ)申出者が当該業者と 1 年以上の同種の取引経験があること
④一般投資家 (移行不可)	③以外の個人	

2.1.2.1. 内容

各範疇の定義および範疇間での移行の方法について、具体的に規定している。

(1)内閣府令案(定義府令 10 条)は、「一般投資家へ移行不可能な特定投資家」の中心となる「適格機関投資家」の範囲を拡張し、①有価証券残高が 10 億円以上で当局に届出を行った会社、②有価証券残高が 10 億円以上で口座開設から 1 年以上を経過した、当局に届出を行った個人、③組合の業務執行組合員等である法人または個人のうち、当該組合等の有価証券残高が 10 億円以上で、他総組合員の同意を得て当局に届出を行った者、④運用型信託会社で当局届出を行った者、⑤企業年金基金で直近の貸借対照表上の純資産 100 億円以上で当局届出を行った者、を含むものとし、規制を緩和している(⑥信用協同組合については従来要求されなかった当局届出を課すことにより、規制を強化している)。

(2)内閣府令案(定義府令 23 条)は、「一般投資家へ移行可能な特定投資家」として、地公団・政府系機関・セーフティネットに関する機関(投資者保護基金・預金保険機構・保険

¹²当事者が欲する立案であれば、目的不明確ということは考えられない。過去のわが国独自の投資家区分構想にとらわれず、かつ、英国制度を機能的に踏まえて踏襲していれば、「なぜこのような規制を導入するのか?」「投資家にいかなるメリットがあるのか?」といった今更な疑問を避けられたのではと思う。一般論として、わが国業界が「導入メリットがない」と渋る規制については、制度のあり方や運用についてモデル国に照会すべきであると思う。業界や投資家も、よりよい制度構築のための情報収集に協力すべきであろう。

契約者保護機構）・農水産業協同組合貯金保険機構・外国政府および外国中銀・日本国が加盟している国際機関その他外国の法令上これに相当する者、上場会社および資本金 5 億円以上（最終的には見込みで可とされた¹³⁾）の株式会社（要するに上場企業または大会社の基準を満たすもので、おおそ 1 万社超の企業が該当する）、を指定している。

(3)内閣府令案（金融商品取引業者等に係る行為規制の適用除外。法人につき金商業等府令案 61～63 条、個人につき同 64～67 条）は、「一般投資家から特定投資家への移行」として、匿名組合契約を締結した営業者である個人および所定の要件を満たすこれに準じる者（ファンド運営者）に関する要件（令 64 条。①匿名組合契約を締結した営業者である個人、②任意組合の業務執行社員である個人、③有限責任事業組合において組合の重要な業務執行に関与し自ら実行する組員。いずれも、移行につき他組員全員の同意を得、かつ、出資合計額が 3 億円以上であることを要する）、ならびに、知識・経験・財産の状況に照らし特定投資家に相当する者に関する要件（令 65 条。①取引状況その他の事情から合理的に判断して、承諾日における純資産の合計額が 3 億円以上と見込まれる、②取引状況その他の事情から合理的に判断して、承諾日における有価証券その他所定の資産の合計額が 3 億円以上と見込まれる、③申出に係る契約種類に属する契約の最初の締結日から 1 年を経過している、の全て）を示す。

(4)移行手続きについて。投資家が不当に保護を失うことがなく、かつ、業者が手続違背なく迅速に履行し得る要件の設定が望まれよう¹⁴⁾。この点について、府令は広範な内容を簡潔かつ論理的に整理している¹⁵⁾。

¹³⁾ 松尾・前注 3 の 65 頁。

¹⁴⁾ 適格機関投資家の一件の除けば、わが国規制はどちらかといえば投資家保護に重点を置き、その反面として業者の迅速安全な処理が難しくなっているという印象を受ける。一問一答・前注 1 の解説（196 頁、198 頁）にも、「投資家保護の観点から、一般投資家としての行為規制の保護を受けることが原則であり、特定投資家制度はあくまで特例的な取扱いであるという考え方がある」という理解が繰り返し述べられている。

¹⁵⁾ そうはいつても、政府令に対するパブコメ <http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7.html> を見ると、手続違反に対する懸念は強いようである。英国の場合、伝統的なプロアマ区分実務（SIB の自主規則として一部顧客について行為規制的なルールを除外）が下地となっているため、制度の趣旨や運用について実務が慣れているが、わが国の場合、制度の趣旨に対する理解がないまま、法形式に議論が引きずられ勝ちという印象を持つ。たとえば、日本では、「プロからアマへの移行には業者に応諾義務があるが、その逆の場合にはない。しかし、逆の場合でも、誠実義務（金商法 36 条）などの一般的義務を根拠に、制裁の対象となり得るのではないか（そうとすれば、どうすれば制裁されないか）」といった議論がされる。あるいは、顧客から移行を望んだ場合は業者による勧誘がないので適合性原則の適用はなさそうだが、その場合にも、明らかに不適合なプロへの移行について業者は注意等しなくてよいといった議論がされる（府令案発表前だが別冊商事法務・前注 1 の 163 頁以下など）。もし、制度趣旨を、業者と顧客との了解により、顧客サービス向上と顧客保護放棄とがセットになって行われると考えるのであれば、後に紛争となる懸念があれば業者側が移行に応じないことにより自ずと問題は解決するように思われる（具体的には、アマがプロに移行を求める場合、不適格と思われる客観要件を満たしていてもアマ扱いをし（なお、一問一答・前注 1 の 200 頁は「プロに対しアマと同様の対応をしてよいか」という問いに対し、「適用除外は、あくまでも特定投資家の取引についての行政規則上の取扱いを定めるものであり、業者が自主的に、特定投資家に対して一般投資家と同様の対応を行うことを禁じるものではない」が「プロの意思に反してアマと扱うことは、法適用の柔軟化を図るプロ制度の趣旨に合致しない面があることに留意する必要がある」とする）、アマに移行を求める場合には、移行自体には応じるが、その後はアマとしての取引を行わない）。

なお、「わが国規制は、アマへの移行に応じないことは考えていない、なぜなら、業者に応諾義務がある

府令は、顧客からの申し出に応じる業者等が、顧客から書面による同意を取得し、業者から顧客に所定の事項を記載した書面交付するものとする（法 34 条の 2 第 3 項（プロからアマ）、法 34 条の 3 第 2 項（法人アマからプロ）、法 34 条の 4 第 4 項（個人アマからプロ））。移行手続きの効果は、有効期間が 1 年以内と短いほか、更新申出がなければ自動更新しない（法 34 条の 2 第 3 項、34 条の 3 第 2 項、34 条の 4 第 4 項。その際の制限として法 34 条の 3 第 7 項（法人）およびそれを準用する法 34 条の 4 第 4 項（個人）。なお、プロがアマへ移行した場合で更新申出のない場合、プロとして取扱う旨を告知する義務を業者は負う（法 34 条の 2 第 9 項））。

以上に加えて、移行可能な特定投資家に対しては、初めてある種の契約を締結する際に、一般投資家への移行申出が可能な旨を告げる必要がある（法 34 条）。また、個人アマがプロに移行する場合、業者が書面の交付および顧客が所定の要件を充足しているかの確認¹⁶を行わねばならない（法 34 条の 4 第 2 項）。代理関係の場合の扱いについて法 34 条の 2 第 6 項から同 8 項、同 34 条の 3 第 5 項から同 6 項の規定がある。

なお、プロからアマへの移行については、業者は応諾義務を負う（法 34 条の 2 第 2 項）が、アマからプロへの移行については業者の任意とされる¹⁷（法 34 条の 3 第 2 項（法人）およびそれを準用する法 34 条の 4 第 4 項（個人））はそう解される。プロ私募の場合、所定の機関への届出なので、承諾は不要である¹⁸）。プロにアマと同様の対応を業者が自主的に

上に、プロに対するアマ移行可能性の告知義務が業者に課されている（法 34 条）。したがって、アマ移行の後に業者が取引をしない場合、処分可能性がある」という見解（拙稿「特定投資家・一般投資家について」(2007)<<http://www.jsri.or.jp/web/society/society/index.html>>に掲載予定)の松尾意見参照)がある。アマへの移行を請求する顧客に対して、アマとしての取引を拒むことは通常はないと思われるが、にも関わらず業者が拒む場合（たとえば、プロ向け取引専門であるとか、顧客がいやがらせをする場合）に、アマ向け取引を行わないことのみを理由として処分するのは不当であろう（解釈としては、法 34 条の 2 第 1 項の「当該契約の種類に属する金融商品取引契約」について相手方を一般投資家として扱うことを当該業者は行っていないことを理由とすればよい。同様の契約につき他のアマと取引があることが明らかという場合には、取引しないことが問題とされ得よう。別冊商事法務・前注 1 の 164 頁はプロ向け取引専門の場合について森田・龍田の結論は同旨）。

本稿筆者は、一般論として業者はアマへの移行の請求に素直に応じる（そうでない業者は特殊であり、無理にアマ取引を続けさせても結局は顧客が害される）と楽観しているが、これは性善説が過ぎ、実際には手間を嫌う業者がアマへの移行請求を事実上拒むという傾向が業界全体に見られるかもしれない。そうだとすれば、松尾意見のように制裁可能性を示す解釈のほうが政策的に妥当であろう（府令で特定投資家に対する効果として金販法適用排除が追加されただけに、尚更である。更にいえば、現在以上にアマ移行の可能性およびメリットをプロ投資家に周知してよいのではないか。現在、たしかに告知制度（金商法 34 条）やプロへ移行する際に権利喪失につき顧客が理解していることを記載した書面で同意を得る義務（法 34 条の 3 第 2 項第 4 号イおよび業府令 62 条（アマ法人）、法 34 条の 4 第 4 項および業府令 67 条（アマ個人））があるが、そこでは法 45 条各号が不適用であることを書けば足りる。仮にここに金販法を加えても、書き方次第では全く警告とならないかもしれない）。

¹⁶金商法には確認の具体的方法の定めはなく（一問一答・前注 1 の 199 頁）、政令・府令でも同様のようである（業府令 65 条の表現（「取引の状況その他の事情から合理的に判断して」）からすると、実務に委ねるようである）。

¹⁷小立・前注 1 の 37 頁、一問一答・前注 1 の 193 頁・194 頁。

¹⁸欧州の例はやや複雑だが、基本としては、移行は自由であり、とくにアマへの移行は投資家保護の観点から無条件に保証される（プロへの移行は、投資家保護やプロ市場の効率性のために要件が課される）。ただし、MiFID 導入前の英国規則は、業者が承認する義務があるか（顧客が請求する権利を持つか）という観点から書いているため、アマへの移行については業者の裁量、プロへの移行については顧客の権利という

行うことは禁じられないが、法適用の柔軟化という趣旨に合致しないといわれる¹⁹。

「移行を行おうとする局面においては、適合性の原則が適用される。例えば、その知識・経験・財産の状況および目的に照らして特定投資家としてふさわしくない顧客に対して『選択による特定投資家への移行』を勧誘するような金融商品取引業者等は、当該原則に違反する」²⁰とされる。

2.1.2.2. 検討

要件については、以下の第二の点(適格機関投資家の範囲)が特に問題と考える。

(1)「移行不可な特定投資家」の類型について

[A]「移行不可」とすることの意味および問題

「移行不可」とされる投資家類型には「移行不可な一般投資家」と「移行不可な特定投資家」とがある。個人についてのみ認められる「移行不可な一般投資家」といっても、資産等の要件を満たせば「移行可能な一般投資家」に該当するのであるから必要ない類型であるように思われる（欧州指令下でも観念し得るが、あえてそのようなグループ分けは行っていない）。

問題は「移行不可な特定投資家」である。これは、本人の意図に関わらない属性を理由としてアマへの移行を認めず、行為規制上の保護を与えないことになるからである（正確には、届出による適格機関投資家の場合、本人の意思で適否を左右できるが、それでも例えば資産要件などに比べれば、要件というよりは属性に近いといえよう）。

先に述べたように、欧州では、移行不可という類型は設けられていない。欧州では保護の薄い順に「適格相手方」、「プロ顧客」、「リテール顧客」の3つに分け、第一の範疇ではいわばホールセール市場参加者、第二および第三の範疇では行為規制における顧客を想定している。異質な区分視点が用いられているため、三者は必ずしも論理的に相互補完する関係にはない。しかし、各範疇の間の移行は（技術的な制約が課されることがあっても）禁止されることはない。特に、保護の厚くなる方向への移行、つまり、「適格相手方」から「プロ顧客」ないし「リテール顧客」、「プロ顧客」から「リテール顧客」への移行については制限がない（相手側業者保護のための手続要件を踏む必要ある）。もっとも、保護の薄くなる方向への移行には、①当該顧客保護の必要性、および、②移行先市場での取引安全の要請等から、要件が課されることは当然である。

なぜ、わが国立法関係者が「移行不可」という類型に固執するかは不明だが、考えられる理由として、①投資サービス法制検討の当初から、そのような整理を有力な立法関係者が示した経緯上、否定しにくい、②制度の経済効率上、そのような類型が不可欠であるい

書き方となっている。もっとも、これはアマへの移行についての自由を制限し得るという趣旨ではなく、富裕層顧客が特別な条件での取引を求めてきたときに拒否し得るということを定めたに過ぎないと思われる。少なくとも日本の「アマ移行不可なプロ」という類型が見られないことに疑いはない。拙著「リテール規制とくにプロアマ顧客区分の検討」（証券取引法研究会編「証券・会社法制の潮流」所収）90頁（2007）[青木]以下と、そこに示された文献の3・5・7を参照。

¹⁹一問一答・前注1の200頁。

²⁰一問一答・前注1の190頁。勧誘しない場合どうかについて、前注15を参照。

う理論的信念がある、③プロ市場振興のため、参加者コア層を法的に安定した（業者としては扱いやすい）存在として確立したい、などがある（筆者はどちらかといえば①、最近になって③が理由となっているように思うが、確証はない）。

【B】実質的には「移行不可なプロ」イコール「適格機関投資家」

改正法令の定義は複雑であるが、実質としては、「移行不可なプロ」イコール「適格機関投資家」に近い。すなわち、仮に²¹政府および中央銀行を日本・外国ともに当然の適格機関投資家であると規定すれば、「適格機関投資家」と「移行不可なプロ（法2条31項の1号から3号）」と一致する。「適格機関投資家（プロ私募で用いる概念）」と「特定投資家（行為規制で用いる概念）」とは異なるということは各所で指摘されている²²が、「特定投資家」を「移行不可なプロ」に限ってみれば、実質的に一致しているわけである。

(2)適格機関投資家の範囲について

表2 有価証券報告書提出会社と適格機関投資家

	EDINET「と」の350社中、 音順で50社	2007年7月1日現在
100億円以上	14社（28%）	トーアミ・トーエネック・TOTO・トーハン・トーメン・ トーモク・トーヨーカネツ・東亜建設・東亜合成・東映・ 東映アニメーション・東海ゴム・東海カーボン・東映ラ ボテック
現在	0社（350社中、3社）	
10億円以上100 億円未満	15社（30%）	トーア紡コーポレーション・トーイン・トーカン・トー セ（固）・トーンソー（固）・トープラ（固）・トーホー・ トーメンエレクトロニクス（固）・TOWA（固）・東亜 石油（固）・東亜ディーケーケー（固）・東亜道路工業 （固）・東栄住宅（固）・東海汽船（固）・東海観光

（注）「固」とは保有有価証券の大部分が固定資産（持合等。関係会社関係がある場合などは含まない）の場合。100億円以上の場合については絶対額が大きくなることもあり、そのような区別はしなかった。

事業会社に関する適格機関投資家要件は、いわゆるプロ私募制度が導入された1993年以来、保有有価証券額500億円、100億円、10億円というように引き下げられてきた（ちなみに、米国のプロ私募要件では保有証券1億ドルとされる）。この適格機関投資家範囲の拡大については、審議会では深く検討されなかったものの中間報告では詳細に述べられており、先述の定義府令10条で具体化されている²³。

²¹現在では、わが国政府・日銀は法で適格機関投資家ではなく特定投資家であるとしている。外国政府・外国中銀は以上と異なり、金商法2条31項および定義府令10条、23条から、届出により適格機関投資家となり得（改正前と同じ）、また、原則として 移行可能な特定投資家とされる（適格機関投資家となれば移行不可となる）。しかし、政府・中銀は、まさにプロ中のプロであり、私募における開示規制保護も行為規制による保護あるいは民事特別法による保護が必要とは考え難い。だとすれば、これらこそ、当然の適格機関投資家、移行不可な特定投資家であるとして問題ないと思われる。

²²前注10を参照。

²³中間報告・前注9の26頁は、当然に認められるものと届出を課すものとに区分する現行の適格機関投資家の制度枠組みを維持すべきとしつつ、①とくに事業会社について、取引実態に即して見直しを行い、範囲を拡大する（法人や個人一般も所定の要件下、適格機関投資家になり得るものとする）、②少人数私募における適格機関投資家人数制限の緩和ないし撤廃、③プロ私募転売制限の合理化、④少人数私募証券の適

証取法下での有報提出会社かつ保有有価証券 10 億円という基準下での届出会社（外国金融機関や外国政府についても届出を要求している）で現在その届出が有効なものの数を官報で調べると²⁴、届出者数は 78 件、うち日本の事業会社と思われるものは 50 件程度（有報提出会社の 1%程度）であり、その多くが、金融関係（金融持株会社、不動産会社、商社、リース、ファイナンス会社など）である。

以上は具体的な届出者に関する数値であるが、適格機関投資家の要件を充足する者について調べた内容が以下である。金融庁ウェブサイト上の EDINET 上、企業音別区分の「と」で始まる有価証券報告書提出会社 350 社（うち、東京不動産・東京建物・東京リースの 3 社が現在、適格機関投資家として届出）からアイウエオ順に 50 社（1 社は届出中止。2007 年 7 月 1 日時点での直近の年次ないし半期報告書の流動資産と固定資産の双方を検討。ただし保険会社等、届出なしに適格機関投資家とされる企業は除く）を検討したところ、届出しているものは 0 社であった。しかし、適格者比率は意外と高く、現行基準である保有有価証券 100 億円という基準を満たすのは 50 件中 14 件（全体の 28%）に上る。更に、改正基準である保有有価証券 10 億円という基準を満たすのは 50 件中 29 件（全体の 58%）に上る。要するに、現行基準下でも適格者基準に比べて届出実例はごく限られていたところ、一気に適格者が上場企業の過半数を占めることとなる。「適格機関投資家は『プロ中のプロ』である」という常識が誤りとなるだけの法的裏づけはできているわけである。

(3)投資家区分の一元化ひいては要件の全般的な緩和がもたらし得る帰結

ひとたび適格者の多数が適格機関投資家に届け出れば、上場企業を中心とする、発行から流通まで一貫したプロ市場が出現し、日本の直接金融市場を支えるかもしれない。しかし、その反面として、法的保護を不適切に放棄する企業が続出する可能性もある。

上の表の数値からすると新基準で適格とされる有報提出企業の 3 分の 1 以上は、固定資産としての投資有価証券（関係会社に対する保有分等は含まない。財務諸表規則 8 条 8 号参照）がその保有証券残高の大半を占めている。このような会社に私募債引受け能力があるとは考え難い。保有資産 10 億円という基準はせいぜいアマ移行可能特定投資家にふさわしいものであり、発行基準が販売基準に合わせて低めに設定されたようにも考えられる²⁵。

「業者は顧客の利益を考慮し、不相応な保護放棄をさせず、慎重な保護放棄たとえば必要な取引についてのみプロ扱いし、その他は（たとえ移行可能なプロであっても積極的に）アマ扱いをするであろうから問題はない」という意見もあるかもしれない。しかし、顧客が「適格機関投資家」に届出をする場合、①移行の場合（脚注 42）と異なり、業者と取引するわけではないので適合性原則の適用がない（よほどの場合に誠実義務規定（金商法 36

格機関投資家への転売の際の手続整備、が提言されている。

²⁴ 「適格機関投資家に関する公告」として、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五項に従い 1 年に 2 回行われ、2 年間有効なので、過去 2 年内分に遡って調べる。

²⁵ 共通基準が高めに設定されるか低めに設定されるかは、業者と顧客とのどちらの力が強いのか、市場振興と投資家保護とのどちらをとりあえず重視するかによって左右されようが、今回のプロアマ区分は徹底した業者主導の市場振興策とは思えないにも拘らず、この点に関しては思い切った投資家保護の制限がなされている。

条)や民法の適用があり得よう)、②適格機関投資家である限り、アマへの移行が求められない、③プロ私募に参加させられる(発行・流通段階を通じてプロ取引に参加させることができる)、というメリットが、さらに、当該顧客が移行可能なアマの場合、④プロへの移行手続の手間や法的義務を免れる、⑤移行対象取引が限定されない、といったメリットが業者に生じるので、「適格な顧客は適格機関投資家届出をして欲しい」と考えてもおかしくはないように思われる。

もちろん、顧客が「適格機関投資家」とならなければ、たとえば上場企業の場合、「移行可能なプロ」に留まり、アマへの移行を申し出る権利が認められる。しかし、「法人取引から排除されたくなければ、適格機関投資家の届出をせよ」という雰囲気となれば、事業会社が、不必要かつ場合によっては不適切な証券取引(たとえば、適格機関投資家が多数参加する少人数私募、私募債引受け、抱き合わせ取引、過度に投機的な投資)に接する機会が増えるであろう。最悪の場合、金融機関による証券業務のモルモットとされかねない。

ちなみに欧米では、政策としても結果としても、私募と行為規制との一元化ということが進められていない(ただし、欧州指令の法人の上位クラス移行要件は一般に低いので、規定上は広範囲の法人がプロ市場に参加できる)。

(4)その他の点

法人に関する基準が目的と要件とが合致しておらず、保護不足に陥る可能性が高いと思われるのに引き換え、個人については比較的高目(金融資産および純資産の双方が3億円以上)の水準が設定され、退職金や相続によって一時的に資金を持った(ために資産運用の知識を伴わない)者が対象となり難くなっている(なお、各社が定めるラップ勘定基準²⁶の中で特に高いものと一致しており、要するに、従来のビジネスモデルでいう富裕層よりもやや高めとなっている)。相当に高い基準とはいえ、富裕層個人を適格機関投資家とすること自体が妥当かには疑問があり得るが、個人を認めなければ組合等を介するだけであろうから、結論として妥当であろう。個人については、むしろ、一般投資家に対する説明義務の水準の向上の程度に注目されるが、これについては後の章(3. 効果)で扱う。

また、本稿では、「移行可能なアマ」に分類される法人がプロに移行する場合(法34条の3)について殆ど触れていない。これは筆者が、適格機関投資家を経ての法人プロ化の問題に比べれば、アマ法人(上場会社や大会社(資本金5億円程度)として移行可能プロとされる会社以外の会社。定義府令23条8号および9号を参照)のプロへの移行という問題は小さいと考えたからである。なぜなら、アマのプロ移行の場合、相手方業者(アマへの移行の場合(法34条の2第2項)と異なり、プロへの移行(法34条の3)は一般に義

²⁶ 各社まちまちで、2007年7月1日段階での最低契約金額が野村3億円(ただし投信運用会社による投信に投資する1000万円単位の小口のファンドラップも提供)、大和5000万円、日興1000万円、新光2000万円、三菱UFJ証券1億円となっている。ラップ口座サービス内容が様々であることについて、たとえば<<http://www.business-i.jp/news/for-page/naruhodo/200610120002o.nwc>>参照。

務とは解されていない) について適合性原則の適用があり得るとされている²⁷。しかも、個人投資家の場合のような客観要件(法 34 条の 4 第 2 項、定義府令 65 条)を欠く法人プロ成りの場合、業者がどのように適合性を判断したかが正面から問われやすい)ので、業者にとって法的リスクが高い上に、プロ成りによって得られる業者のメリットが限られるようだからである。ただ、後述のように、府令が、特定投資家には金販法の適用がないとしたため、アマ法人を強引にプロ成りさせた上で、不適合な勧誘販売を行うことが見られるかもしれない。同様に、プロのアマ成りの際に、顧客の移行請求が事実上拒まれる可能性も考えられる²⁸。

2.2. 金商法における契約の種類

2.2.1. 内容

移行の際には申出を契約の種類ごとに行う(法 34 条の 2 第 1 項(アマ移行)、34 条の 3 第 1 項(法人プロ移行)、34 条の 4 第 1 項(個人プロ移行))。法には「契約の種類」ごとに移行するとあるが、府令は契約を 4 種類²⁹、すなわち、①有価証券の取引等を行う契約、②デリバティブ取引等を行う契約、③投資顧問契約およびその締結の代理・媒介を行う契約、④投資一任契約およびその締結の代理・媒介を行う契約、というように限定列挙しており、これ以外の類型や細分化を認めていない。「特定預金等契約³⁰」「特定保険契約等³¹」「特定信託契約³²」についても同様である。

2.2.2. 検討—移行対象制限の立法政策的妥当性について

移行対象の限定は、契約当事者間で、実際に取引する内容を踏まえて行うべきものであり、府令のように制限することは、各投資家に必要十分な保護を与えるという目的に沿わないように思われる。

英国³³における運用では、プロアマ区分において当事者すなわち業者・顧客間で(a)移行を承認するか、(b)移行の内容をどのように定めるか、を決めることを所与としており、わが国のように承認の可否や移行類型を法令で具体的に定めることはしていない。当事者に決定を委ねれば、紛争の可能性は高くなろうが、過剰な保護の放棄を防止しやすくなろう。

²⁷一問一答・前注 1 の 197 頁(プロ成りが可能であることを告知した場合)等を参照。

²⁸前注 15 を参照。

²⁹一問一答・前注 1 の 196 頁によると、リスクの種類や程度が考慮されるとし、具体的には、「元本欠損が生じるおそれがある」か「当初元本を上回る損失が生じるおそれがある」といった類型が考えられるととしていたが、さすがにこれは採用されなかったようである。

³⁰銀行法 13 条の 4 の定める効果(①広告等の規制、②契約締結前の書面の交付、③契約締結時等の書面の交付、④損失補てん等の禁止、⑤適合性の原則)を受ける預金で、具体的には①外貨預金、②デリバティブ預金、③通貨オプション組入型預金(銀行法施行規則 14 条の 11 の 4)。金商法上の行為規制があるため、銀行法上の行為規制にあたる情報提供義務の適用はない(銀行法 12 条の 2 第 1 項)。

³¹保険業法 300 条の 2、保険業法施行規則 234 条の 2(①変額保険・年金、②解約返戻金変動型保険・年金、③外貨建て保険・年金)。

³²信託業法 24 条の 2、信託業法施行規則 30 条の 2(公益信託、元本補てん型信託、管理型)。

³³欧州指令でも、移行を契約毎に行う際に、その契約の範囲を当事者が決定すると考えているようであり、指令を各国法化する際にも契約を類型化するということが英独についてはないようである。

具体的な例を挙げると、府令は四類型の一つとしてデリバティブ取引を挙げる。しかし、オプションの買いの場合と売り立ての場合とでは、直感的には損失が代金に限定される前者のほうが、損失無限大となり得る後者よりもリスクが高くなりそうであり、従って、前者ではプロ、後者ではアマの扱いをしたほうが適切そうである。それでは取引リスク性質に応じて指定すればどうか（実は、府令原案では、商品リスク三分法（元本保証・当初投資額に損害限定・当初投資額以上の損害の可能性あり）に従って指定させる方針が示されており³⁴、これによれば、上のような区分が可能であった）であるが、同じ契約種類でも顧客資産ポートフォリオ全体との関係から不適合となる場合も出てくる（たとえば上のオプションの買いと売立てについても、保有資産ヘッジ目的での売立てであれば、そのような理由のないオプションの買いよりもアマ向けといえる³⁵）。要するに、プロアマ区分対象取引を予め規定しようとするには無理があり、当事者に判断を委ねればよいと考える（技術的な困難³⁶については、欧州のメガ金融機関の処理方法を調査する必要がある）。

3. 効果—一般投資家に与えられる保護の内容

3.1. 概観

前章では、プロアマ区分の要件を検討したが、ここでは、一般投資家（アマ）に与えられる保護の充実について検討する。なお、顧客区分は、業法中の行為規制の適否について定められるものであるが、業法違反は民事責任に関連するので、民事責任に関する民法およびその特別法である金販法にも触れる。

金商法については、そのあらましと、最重要の行為規則の一つである適合性原則について検討する。金販法については、あらましと、内容の中心となる説明義務について検討する。適合性原則と説明義務とは機能的に密接な関係を持つことに注意する必要がある。最後に、金商法（業法）・金販法（民事法特則）・民法の関係について簡単に触れる。

3.1.1. 金融商品取引法（金商法）

3.1.1.1. 概観

金商法 45 条は、一定の行為規制、すなわち、①広告等規制、②契約締結前書面交付、③

³⁴ 一問一答・前注 1 の 196 頁によると、リスクの種類や程度が考慮されるとし、具体的には、「元本欠損が生じるおそれがある」か「当初元本を上回る損失が生じるおそれがある」といったことが考えられるとするとしていたが、採用されなかった。

³⁵ 行為規制の適否という文脈ではないが、デリバティブ契約を締結するか否かについて、取引リスクに応じて取引を区分した上で、所定の要件を満たす者のみ取引するという審査方法を取る米国証券会社（シュワープなど）もあり、そこでは、原資産ヘッジ目的のオプション売立ては、単純なオプションの購入よりもローリスクとして扱われている。青木・前注 18 にあげる文献 8 を参照。

³⁶ たとえば「条文解釈、新規制に悪戦苦闘する金融界 業務フローの大幅見直しを迫られるケースも」金融財政事情 2007 年 6 月 11 日号 15 頁、17 頁は、ある顧客がプロアマを兼ねる場合に、プロアマ区分と期日管理とを業者の支店で一貫して行えるシステムで対応する必要があるという。しかし、当面の応急処置として、プロ取引については顧客にパスワードを使わせる等で対応可能でないだろうか（根底には、問題がある場合にはとりあえずアマとして扱っておけば投資家は保護されるという了解（前注 15 を参照）があるべきであり、行政側もそのような場合に処分することは当然控えるべきである）。

契約締結時等書面交付、④損失補てんの禁止、⑤適合性の原則、⑥各種禁止行為、は特定投資家には適用されないとする。その趣旨は、本稿冒頭にも述べたように、一定の行為規制（情報格差是正を目的とする行為規制。市場の公正確保を目的とする規制や受託者責任に関する基本的な義務³⁷などはプロアマを問わず適用される）の適用を所定の顧客に対しては免除し、自己責任原則下で多様なリスクマネーの供給のあり方を引き出すもの³⁸とされている。これらの行為規制のうちで最重要という評価³⁹もあるのが「適合性の原則（法 40 条 1 号）」である。その他の諸義務は例外的（④⑥の場合）あるいは定型的（②③の場合）であるが、⑤の適合性原則は常に適用され、かつ、その内容が複雑である。

ちなみに、金商法の審議ではごく後期の段階まで、適合性の原則を含め、行為規制中のどの規定がプロ顧客に不適用となるかが明らかにされていなかった（最終段階で事務方が

³⁷六川・前注 1 の 151 頁。

1 全ての業務に関する行為規制	①顧客に対する誠実公正義務（法 36 条）②標識の掲示（法 36 条の 2）③名義貸しの禁止（法 36 条の 3）④社債管理禁止等（法 36 条の 4）
2 販売・勧誘に関する行為規制	①虚偽告知の禁止（法 38 条 1 号）②断定的判断の提供等の禁止（法 38 条 2 号）③禁止行為（法 38 条の 2）④損失補てん等の禁止（法 39 条）⑤顧客情報の適正な取扱い（法 40 条 2 号）⑥分別管理が確保されていない場合の売買等の禁止（法 40 条の 3）
3 投資助言業務に関する行為規制	①顧客に対する忠実義務（法 41 条 1 項）②善管注意義務（法 41 条 2 項）③禁止行為（法 41 条の 2）④有価証券の売買等の禁止（法 41 条の 3）
4 投資運用業に関する行為規制	①顧客に対する忠実義務（法 42 条 1 項）②善管注意義務（法 42 条 1 項）③禁止行為（法 42 条の 2）④適用権限の委託（法 42 条の 3）⑤分別管理（法 42 条の 4）

³⁸小立・前注 1 の 35 頁。同頁図表 4、六川・前注 1 の 151 頁を参照して作表。

金融商品取引契約に係る勧誘	
①広告等の規制（法 37 条）	
②不招請勧誘・再勧誘等の禁止（法 38 条 3 号～5 号）	
③適合性の原則（法 40 条 1 号）	
金融商品取引契約の締結等	
①取引態様の事前明示義務（法 37 条の 2）	
②契約締結前の書面交付義務（法 37 条の 3）	
③契約締結時等の書面交付義務（法 37 条の 4）	
④保証金受領に係る書面交付義務（法 37 条の 5）	
⑤クーリングオフ（法 37 条の 6）	
⑥最良執行方針等記載書面交付義務（法 40 条の 2 第 4 項）	
⑦顧客証券を担保に供する行為等の制限（法 43 条の 4）	
投資顧問契約の相手方	
①金銭又は有価証券の預託の受入れ等の禁止（法 41 条の 4）	
②金銭又は有価証券の貸付等の禁止（法 41 条の 5）	
投資一任契約の相手方	
①金銭又は有価証券の預託の受入れ等の禁止（法 42 条の 5）	
②金銭又は有価証券の貸付等の禁止（法 42 条の 6）	
③運用報告書の交付義務（法 42 条の 7）	

³⁹ 小立・前注 1 の 32 頁（ただし特定預金等について）。池田和世「金融商品販売法の改正」商事法務 1782 号 16 頁、19 頁(2006)[池田]（利用者保護のための販売勧誘に関するルールをの柱であり、金商法においてもそのように位置づけられている）。

適用除外となる規定を整理する表を呈示した)。顧客プロアマ区分という目標が先行し、具体的にどのような効果を欲するのかが明確ではなかったように思われる。

なお、行為規制違反は民事責任を直接に生じることではなく(金販法との関係については3.1.3.)、適用される罰則(法197条以下、とくに208条)も比較的軽微である⁴⁰。

適合性規制違反(法38条の禁止行為の場合を含む)に対する罰則規定は置かれていない⁴¹。顧客間の移行手続の違反および説明義務違反は、監督上の処分対象となる⁴²。

3.1.1.2. 適合性の原則⁴³

金商法40条1項1号は「顧客の知識、経験、財政の状況および金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘」を禁じている。証取法の相当条文(証取法43条1号)と比較すると、「金融商品取引契約を締結する目的」という文言が追加されている点で異なり、これは、適合性判断の際には投資目的を考慮することが必要とする裁判例を斟酌したものという⁴⁴。この適合性原則を金販法上の説明義務に関連させ、実質的に民事効を付与したことについては次の金販法の項で述べる。

また内閣府令案は、契約締結前の書面交付義務を説明義務として実質化(監督処分対象となるという意味と思われる)するため、禁止行為として「契約締結前交付書面などの交付に際し、リスク情報などについて顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をしないことを禁止する」⁴⁵ものとした(業府令124条。なお法37条の3第1項7号に

⁴⁰ 自由刑のある法198条の3(法38条の2、39条第1項(法66条の15準用を含む)、41条の2第2号・5号、42条の2第1号・3号・6号)、198条の5第1号(法42条の4、43条の2第1項・2項、43条の3)、198条の6第2号(法38条1号、66条の14第1号イ)、200条14号・15号および200条の2(法39条2項・5項(法66条の15準用を含む))、201条(法35条4項)、205条10項~14項(法37条1項・2項、66条の10第1項・2項、37条の3・37条の4・37条の5、42条の7。以上、投資運用業に関連するものが多い)は別として、行為規制違反の多くは罰金刑に留まる。法205条の2第1号・4号・5号(法35条3項・6項、66条の8)、法208条(法40条の2)。

⁴¹ 児島幸良「金融商品取引法への金融機関の実務対応上のポイント」金融財政事情2007年6月18日48頁、49頁[児島]は、金商法205条12号((法の)規定に違反して、書面を交付せず、若しくはこれらの規定に規定する事項を記載しない書面若しくは虚偽の記載をした書面)を挙げるが、適合性原則に関するのは府令の「説明をしないこと」という箇所であるから、上の罰則の対象ではないであろう。

⁴² 一問一答・前注1の200頁・201頁、205頁。説明義務の違反は今回の府令による禁止行為(法38条6号、業府令124条「書面交付における適合性原則」)をもって明確に処分対象となったが、従来も、的行政原則(証取法43条1号)違反の勧誘販売について行政処分事例がなかったわけではない(後注66参照)。

⁴³ 従来から適合性原則には「広義」と「狭義」との二つを観念できるといわれている。このような二分化は米国にもある(現実の顧客との対応の場合(合理的水準の適合性分析)と、社内コンプライアンス基準としての原則(顧客別適合性分析)とに分ける。これは後述の説明義務との関係での解釈で有用と思われるが、わが国では言われていない)が、わが国では、広義としては当該顧客に対する販売態様の、狭義としては販売してはならないことの意とされている(初期の用例として金融審議会第一部会「中間整理(第一次)」などがある。別の言い方に、「勧誘を行うかどうかという入り口の段階で本来の適合性の原則が働き、そのあとの説明義務の中で『広義の適合性の原則』が働く」(松尾インタビュー・前注1の9頁)がある)。

⁴⁴ 小立・前注1の38頁。同箇所指摘されるように、すでに日本証券業協会の投資勧誘規則2条2項に「協会員は、顧客の投資経験、投資目的、資力等を十分に把握し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うように努めなければならない」とされるほか、顧客カードに「投資目的」の項目が設けられている(規則4条1項5号)。

⁴⁵ 松尾インタビュー・前注1の9頁。座談会「新しい金融サービス法制—金融商品取引法の成立」商事法務1774号30頁(2006)(松尾発言)[座談会]。

について定める業府令 84 条。罰則規定はない⁴⁶⁾。ちなみに金商法で説明義務という語に代えて、もって回った表現を用いている理由として、証取法の伝統の継承にすぎない⁴⁷⁾といわれている。

3.1.2. 金融商品販売法（金販法）

3.1.2.1. 概観

2000 年に制定された金販法⁴⁸⁾は、当時、諸般の事由により延期された投資サービス法（金融商品取引法）の発表に先行して発表された。今回の改正部分は金商法と同時に施行される。本法と金商法との関係は複雑であり、両法を含む法令が具体的にどのような救済を投資家に与えるかを理解することは難しい。

不法行為特則としてのメリット（類型化された説明義務内容（重要事実）に関する違反につき無過失直接責任および損害額推定規定・使用者責任抗弁遮断）⁴⁹⁾にも拘らず、同法の利用は限られてきた。今回の改正では、金販法を使い易くすることが目指されており⁵⁰⁾、具体的には①説明義務の対象である重要事実につき適合性原則を解釈指針とする（法 3 条 2 項（新設）。適合性違反の説明は、金販法上の説明義務違反となり、無過失損害賠償責任の対象となる⁵¹⁾）、②重要事実の内容として、投資目的や取引の仕組み、当初元本以上損失可能性のある場合はその旨（法 3 条 1 項）、を追加し、説明不足による責任を追及しやすくなった点で投資家有利となっている。

3.1.2.2. 金販法の適用範囲

改正法（法 3 条 7 項 1 号、金販法施行令 8 条）下では、金商法の「特定投資家（金商法 2 条 31 項）」は金販法の適用除外となる「特定顧客」に含まれる（ちなみに、その他の場合として同法 3 条 7 項 2 号は、重要事実の説明を不要と顧客が意思表示した場合とするが、これは従前からある内容である）。

改正前は、「特定顧客」として府令の定める者としては金融商品販売業者というごく狭い範囲に限られていたところ、今回の改正によって金販法が不適用となる者が急増したことに注意する必要がある。

金販法（一般投資家救済に関する民事特別法）の適用除外要件として、金商法の「特定投資家（行為規制の多くが適用除外となる）」概念を流用することは自然なことと思われるかもしれない。しかし、以下のような事情から、この結果は決して自明なことではなかった。

(1)金販法制定時にも、同法にいう「特定顧客」に「適格機関投資家」を用いてはどうかと

⁴⁶⁾ 行政処分を受ける可能性はあるが、金商法の罰則規定に法 38 条 6 号を受けたものはない。反対、「顧客に対する商品内容説明義務は罰則つきで強化」金融財政事情 2006 年 7 月 10 日号 21 頁。

⁴⁷⁾ 神田秀樹「金融商品取引法の構造」商事法務 1799 号 38 頁、49 頁(2007)。

⁴⁸⁾ 松尾・前注 1 の 15 頁。

⁴⁹⁾ 池田・前注 39 の 16 頁。

⁵⁰⁾ 一問一答・前注 1 の 317 頁。

⁵¹⁾ 松尾インタビュー・前注 1 の 10 頁。

いう意見があったが、金販法では罰則規定があるところ、「適格機関投資家」のように特定性の低い概念を用いることは罪刑法定主義の観点から問題があるという内閣法制局の反対があったという⁵²。今回改正における「特定投資家」にも、その定義に「適格機関投資家」を用いている以上、同じ問題があったはずである。

(2) 2006 年 11 月段階の担当官解説を含む複数の立案関係者の解説によると、民事上のルールである金販法に基づく説明義務の適用範囲については、画一的であることが望ましいことから、現時点では、「特定顧客」の内容について現行（金販法施行令 8 条「金融商品販売業者等」）と同様とする予定であり、「特定投資家」の概念に併せた改正を行うことは予定されていないと言われていた⁵³。

【補論】プロアマ区分制度の効果の設定について

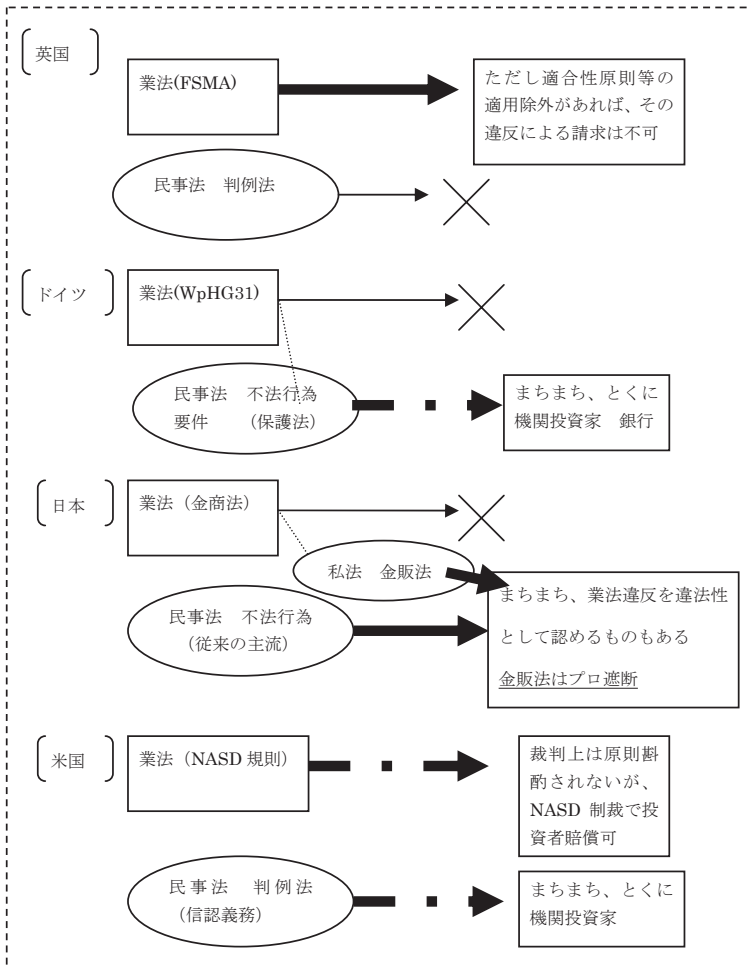
プロアマ区分は業法上の規定であるため、プロとされた場合の適用除外は本来は業法に留まるはずである。しかし、効果が業法の不適用（最もわかりやすいものとして書面交付義務の免除）というだけでは、顧客をプロアマに区分するコストに比べて得られるメリットが乏しいという不満を業者が持っても不思議はない。わが国では、顧客側にもプロ成りのメリットが感じられないとしばしば指摘されており、（より手厚く保護されるようになったアマ投資家を除く）利用者のいずれもがメリットを感じないままコストのみがかかる制度となっているようでもある。

ところが上述のように、金販法がプロ投資家について適用除外され、プロが業者に対して民事賠償を請求しにくくなったため、プロアマ区分制度のメリットや合理性が認められやすくなった。この点に関する海外の例を大まかに整理したのが以下である。

⁵² 神田秀樹「金融インフラ三法について」月刊資本市場 181 号 74 頁、86 頁(2000)。

⁵³ 池田・前注 39 の 20 頁・21 頁。

図1 各国における業法と民事法の投資家賠償請求に対する関係



〔図の解説〕あくまで概念図であるが、顧客による賠償請求に関わる民事法と業法との関係を整理したものである。英国では判例法理による請求が困難な一方、投資サービス市場法違反は顧客の賠償請求を基礎付けるとされる（したがって、プロとして、投資サービス市場法上の規定、たとえば適合性原則の適用除外となると、賠償請求も困難となる）。その他の諸国では、プロならば請求が困難となる傾向があるとしても、原則的には一般の民事法による賠償請求が主流である。その一方、業法違反は賠償請求を直接には基礎付けないとされる。ただ、間接的な形で業法違反が賠償請求に関わることは少なくない。ドイツでは不法行為の解釈上の要件である保護法違反に、証券取引法の説明義務違反が当ると解されている。また、米国では、NASDの会員処分として、NASD規則（適合性原則を含む）違反につき顧客に対する賠償が命じられることがある。さらに日本でも、民事特別法である金販法の要件に金商法が積極（説明義務の内容として適合性が斟酌される）消極（金

商法の特定投資家には金販法が適用されない)の両面で関わっている。いずれにせよ、英国以外の国では、プロアマ制度を導入しても、プロに対する保護剥奪の程度が低い(業者が制度から得られるメリットが限られる)であろう。

制度構築としては、アマのために民事特別法による平易な民事救済方法を整備する一方、プロにはその利用は認めず、非常救済として一般民事法によらしめることが合理的と考える。英国規制はその形に最も近い。日本規制は未だに一般民事法が投資家救済の主流という点で民事効遮断が徹底していないが、裁判所がアマによる訴訟には主に金販法を適用し、プロによる訴訟は民法(不法行為)で、かつ従来の常識に比べて制限的に救済する方向を示せば英国型に近くなる。この場合、プロの保護剥奪が現行規制に比べて著しくなるため、プロ要件(とくに、緩和されすぎた適格機関投資家要件)や移行制度の見直しが必要となるだろう。

3.1.2.3. 説明の性質は当該顧客向けか標準的な投資家向けか

適合性原則に従い、「説明は、顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度(法3条2項)」で行われる以上、当該顧客向けのものであるということは自明のようである。実際、担当官の解説は、「金商法の契約締結前に交付する書面の記載内容や金商法の重要事項について、形式的な説明を一通り行えばそれで説明義務が尽くされたとは言えず、顧客の適合性に応じて顧客が金融商品のリスクについての確な認識を形成するまでに必要な方法と程度において説明を行い、それぞれの顧客に応じて説明の深度を変えるという慎重な態度が求められる⁵⁴⁾とする。更に、「業者が法定事項を記載した書面を単に形式的に交付すれば足りるものではなく、顧客が金融商品取引契約を締結するかどうかを判断するために必要な情報が実質的に提供されることが必要である⁵⁵⁾」とも敷衍されている。

注意すべきことは、その方法が一般的に理解される方法内容であれば足り、当該顧客が実際に理解したかどうかは問われない(換言すれば、標準的な投資家向けの説明をすればよい)とされている⁵⁶⁾ことである。実際には、一般的な投資家(個人投資家の原則形態である移行不可一般投資家と重複するが、必ずしも一致はしない)向けの説明で足りることのようである。

⁵⁴⁾小立・前注1の43頁。

⁵⁵⁾一問一答・前注1の206頁。

⁵⁶⁾池田・前注39の20頁。「理解納得は内心の問題であり直接立証することが難しいから」という理由は改正後も妥当しよう。反対、清水俊彦「改正金販法と取引の仕組みの説明義務(3)」金融法務事情1778号71頁、72頁脚注75(2006)(当該顧客の実際の理解等の認定を必要とする)。児島・前注41の50頁は「まったく同じ商品について説明する場合であっても、顧客の知識や経験といったレベルに合わせて説明の方法や程度を変えていくことが肝要」とする。「レベル」のとり方を、当該顧客ではなく、ある程度の幅のある集団(たとえばアンケートで5つあるうちの1つのクラスに分類された、その集団)を標準とすることは認められよう。

実務では従前から（今回改正で重要事実の1つとして明記された）顧客の投資目的の調査のため、口座開設時等に当該顧客の投資経験、資産年収、資金性格等について簡単な調査を行ない、その結果を踏まえて、リスク別に区分された相応の商品サービスを勧誘販売している。その振り分けが合理的なものである限り、改正にいう適合性原則に照らしての説明義務は果たされたと解されるように思われる。この理解が正しいとすれば、業法の適合性原則を私法規定に関連させたことが現在の実務を大きく変えることはないように思われる⁵⁷。裁判実務への影響についても、今回の改正について、従来の判例理論に比べて投資家保護の方がむしろ弱いとする指摘もある⁵⁸。

3.1.3. 金商法・金販法・民法の関係

(1) 金商法は業法であり、金販法は民法の特別法である。改正金販法は、金商法の概念である「特定投資家」を同法適用除外の要件の規定に用いている。以上の関係は三法の内容全体に通じるものであるが、ここでは適合性原則を例にとって具体的な関係を確認する。

(2) 既述のように、法律レベルでは、①金販法の説明義務の解釈指針（金販法3条2項（説明義務の履行の判断基準として適合性原則を踏まえた説明を行うことが求められる）。民事責任につき同5条）として金商法の適合性原則とが関連づけられ⁵⁹、また、②金商法が特定投資家制度を導入したことに合わせ、特定投資家を「特定顧客」として金販法から適用除外している。①は、審議会中間報告で求められた、あるいは課題として言及された内容である⁶⁰。②は予想外の改正であったことについては既に述べた(3.1.2.2.)。

(3) 常識的には業法と私法とは別物であり、両者の要件効果は連動しない。ところが、担当官解説は「業法上は説明義務と適合性原則とが峻別して整理されているが、裁判例はむしろ説明義務違反の認定にあたり顧客の適合性を考慮する⁶¹傾向があり、これを受けて金販法3条2項が説明義務を尽くしたかの判断基準として適合性の考え方を取り入れた」とする。すなわち、判決例（「適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせ

⁵⁷ 「不安を募らせる売り手 [2007年]9月施行『金融商品取引法』に金融機関がびびる本当の理由」週刊ダイヤモンド95巻23号43頁、「条文解釈、新規制に悪戦苦闘する金融界 業務フローの大幅見直しを迫られるケースも」金融財政事情2007年6月11日号15頁など、よく読めば、金融機関が苦勞しているということ、殊更に強調しているという印象を受ける（最大の問題はテレフォンバンキングやATMでの表示の方法であるようだが、これも商品内容が単純であれば、定期的に書面を郵送することで足りよう。ネットについて、わが国規制が欧州指令のような配慮（オプションなどを含まないネット取引（EO取引）については適合性原則を適用しない）がないことは事実である（ネットも通常のブローカー業務と同じ規制に服すとする米国SECの態度に似る。わが国の現状については、別冊商事法務・前注1の126頁（梅本剛正））が、これも証券会社が今まで行ってきた口座開設時の振り分けで対処可能であろう）。

⁵⁸ 清水俊彦「改正金販法と取引の仕組みの説明義務（3）」金融法務事情1778号71頁、77頁(2006)、深澤泰弘「保険商品の販売・勧誘における適合性原則に関する一考察」生命保険論集159号81頁、107頁(2007)。

⁵⁹ 改正前も、適合性原則は勧誘方針策定（適合性原則に応じた方針（「勧誘の対象となる者の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らし配慮すべき事項」）を含むものとする。金販法9条2項）に関連づけられていたが、民事効はなかった。

⁶⁰ 中間報告・前注9の14頁では「実効性を確保するための方策について引き続き検討を行うことが適当と考えられる」とされるに留まっている。

⁶¹ 池田・前注39の20頁。

たときは、当該行為は不法行為上も違法となると解するのが相当」とする最判平成 17 年 7 月 14 日民集 59 卷 6 号 1323 頁)を踏まえ、金販法 3 条 2 項は、説明義務を尽くしたかどうかの判断するにあたっての解釈基準として、適合性原則の考え方を取り入れ、業者が顧客に適合性原則に照らして適切な説明を行っていない場合には損害賠償責任を負うものとされた⁶²。

なぜ金商法本体でなく金販法で行ったかについて、担当官解説は「適合性原則は、個々の事例における顧客の属性を考慮するというものであり、その違反自体について立法により一律に損害賠償責任等の民事効を付与するには、要件の明確化等の観点から、困難を伴う…このようなことから、少なくとも現段階では、適合性原則違反自体に直接的に民事効を付与することは妥当でない…一方で…説明義務違反を介して民事効を認めるという今回の改正により、事実上、適合性原則違反に民事効が認められたものとも考えられる」⁶³と述べている。

訴訟上、行為規制の違反は不法行為の要件事実である違法性そのものを基礎づけないにしても、上述の最高裁判例のように要件を限定した上で、あるいは間接事実として、考慮されてきたが、金販法 3 条 2 項により直接に援用することが可能となった。従来の裁判例で得られる救済の域を出ていないとする評価もある(3.1.2.3.)が、投資家立証責任を軽減しているにも拘らず殆ど利用されてこなかった金販法が世に知られる一因となれば、結果として従来よりも投資家保護が図られることとなろう。

(4)なお、業法・民事法の関係については、「業法の違反があれば(なければ)民事法上の責任が成り立つか(立たないか)」というように、一般に業法が先行して論じられてきた。しかし今回改正では、その逆、つまり、説明義務違反に関する民事法上の規定はあるが業法上の規定がないため、業法を新設する例が出ている(表 3 の(C))。金販法の説明義務の金商法における「実質化」といわれる⁶⁴)。これも中間報告が求めていたところである⁶⁵。具体的には、金商法行為規制中の禁止行為という形で置かれている(金商法 38 条 6 号を受けた業法令 124 条 1 号)。

ただ、結論として説明義務が業法上も実効性を伴って強制されるようになったかといえはやや心もとない。本稿他所でも述べたように、上の法令は罰則を伴っていないからである(金商法 205 条 12 号の書面事前交付義務違反に関する規定は、書面の不交付や問題ある記載を対象とするが、説明の態様は対象としていない)。また、なるほど中間報告のいうように、説明義務違反は民事上の義務であるので当該違反を直接の理由とする監督処分は困難である。しかし、金販法規定に今回取り入れられた適合性原則規定はすでに証券取引法にあり、その違反という形であれば従来も処分の可能性はあり、現に適合性原則違反の勸

⁶²一問一答・前注 1 の 322 頁・323 頁。適合性に関する最近の裁判例の整理として、大山浩世「改正金融商品販売法と裁判例から得られる示唆」金融 723 号 34 頁(2007)。

⁶³池田・前注 39 の 20 頁。

⁶⁴松尾・前注 1 の 13 頁。

⁶⁵中間報告・前注 9 の 14 頁・15 頁。別冊商事法務・前注 1 の 122 頁(梅本剛正)に背景を含めて書面交付義務全般について敷衍した説明がある。

誘販売を理由とする業務停止処分・内部管理体制の抜本的見直し等を命じた例がある⁶⁶。要するに、なるほど説明義務違反という理由での行政処分がしやすくなったとはいえ、従来も相当に処分は可能であったはずであり、むしろ、追加規定の存在を過度に強調すると、検査官が手頃な標的とするといった弊害が懸念される。

表3 業法 p と民事法 q とのおおよその関係

	例	関連条文
(A) $p \rightarrow q$	適合性違反は民事責任を基礎づけるか・説明義務の成立にあたり、適合性違反は斟酌されるか	金販法 3 条 2 項 (「適合性原則」とは業法でなく裁判例上の概念という理解の可能性あり)
(B) $\text{not } p \rightarrow \text{not } q$	行為規制の多くが適用除外される「特定投資家」には、民事特別法の適用があるか	金販法 3 条 7 項 1 号、金販法施行令 8 条
(C) $q \rightarrow p$	説明義務違反は、行政処分の対象となるか	金商法 38 条 6 号を受けた業府令 124 条 1 号

(注1) $\text{not } q \rightarrow \text{not } p$ は問題とされていないが、仮にあれば(C)のセーフハーバー（不適用保証）として論じられよう。

(注2) (B)の $\text{not } p \rightarrow \text{not } q$ (業法不適用の場合、民事法不適用) という関係がプロアマ区分規制にほとんど不可欠な要素となっていることについては 3.1.2.2.【補論】で述べた。

(5)以上のほか、民事責任に関係のあり得る規定として、受託者責任規定がある。受託者責任は、各行為規則を具現化するもので、証取法では誠実公平義務として総則（証取 33 条）に定められていたところ、金商法では「業務」の節に移動し、各行為規制の直前に置かれ、行為規制が誠実公正義務を具体化したものであることを条文上も明らかにしている⁶⁷。

特定投資家には適合性原則が適用されないため、その違反を理由とする行政処分はないが、誠実義務違反であれば行政処分の対象となる⁶⁸。もっとも、これのみで違法性を認定し行政処分することは限られると言われる⁶⁹。

3.2. 検討

前章で検討した「要件」では、散在する規定が分かり難いという形式上の問題のほか、「私募プロ」の定義を緩和の上で流用したため、法人投資家保護が過少となりかねないという内容的問題があった。ひきかえ、本章で扱った一般投資家保護の「効果」については、規

⁶⁶ 「行政処分事例集」の 2003 年の処分例

(<http://www.mof-kantou.go.jp/kinyuu/syouken/2174syobun160312.htm>)。

⁶⁷ 澤飯敦ほか「行為規制」商事法務 1777 号 15 頁、17 頁(2006)。

⁶⁸ 座談会・前注 45 の 28 頁(神田発言)。

⁶⁹ 座談会・前注 45 の 28 頁(松尾発言)。

定の散在の点では共通するものの、不自然な複雑さは感じない。業法と民法とに涉る初の試みということを踏まえれば、なおさらである。

内容面で、裁判例の保護内容を確認したに過ぎないという評価があることは既に述べた。しかし、改正が民事救済を強化しないという予測は誤りかもしれない。裁判例に富む不法行為訴訟の蔭となったためか、金販法に基づく請求は限られている。しかし、今回の改正で重要事実の範囲が広がり複雑化したことに伴って、その説明違反を争う機会が一気に増える可能性はあろう（試金石として、過去に問題となった商品、たとえばワラント、銀行ローン付変額保険、E B債などの不当な販売が抑止され得るかを考えてみるとよい）。

しかし、適合性原則に照らした説明義務が、各社が予め準備した手続に従い機械的に果たし得るものとすれば、個々の商品サービスの説明義務を強化するという方向性には限界があると考えざるを得まい。海外の例等から、説明義務強化以外の施策がいくつか考えられる⁷⁰。

①高額・長期・複雑・家計への影響大、といった要素を持つ商品サービスについては、生命保険の意向確認書のような、詳細な事項確認および保存を図る（逆に、低額・一回限り・単純・家計への影響小といった傾向の商品サービス（典型的にはネットブローカーによる単純な投資商品の取扱い）については業者説明義務を緩和ないし免除する）。このような対応には迅速性を要するので、以下の③のような、自主規則や自主規制機関による制裁、社内ルール、あるいは証券取引等監視委員会の検査を通じて行うのが適当であろう。

②業者が、単純なブローカー業務に留まらない、投資顧問的なサービスを提供する場合には、顧客に対する義務の程度が高い（いわゆる受託者責任を負う）というのが米国での扱いである⁷¹。投資顧問の要件を見直すと共に、記録作成や顧客情報調査に関する義務を具体化することにより、個々の商品に関する判断の適正を間接的に担保することが期待できよう（反面として、ネットサービスを始めとする、いわゆるディスカウントブローカーサービス利用者には、自己責任に基づく投資活動が求められる）。

③米国では、証券業者の自主規制機関である NASD が、適合性違反の勧誘販売を処分（その際に、投資家に対する賠償を命じることもできる）するほか、目立つ類型の販売勧誘について、問題点や留意すべき点等について会員に通知・警告している。また、社内自主ルールという形で、法令や自主規則以上に厳格なルールを定めることも可能であろう。

わが国では現在、英国オンブズマンに倣った「認定投資者保護団体」の設立が大手法律事務所を中心として進められている⁷²。しかし、オンブズマンには事後救済という限界があ

⁷⁰ これらは証券サービスの変化、つまり、個々の取引のブローカー業務から、資産ポートフォリオの継続的運用に関する投資顧問業務へ移行する例が増加していることを踏まえている（そのため有効範囲が限られるという限界がある）。

⁷¹ 青木浩子「投資助言と勧誘の関係」千葉大学法学論集 2006 年 6 月 88 頁。

⁷² 日本経済新聞「金融取引 トラブル解決へ処理機関 4 大法律事務所弁護士らが検討」2007 年 7 月 23 日朝刊 1 面。

るほか、英国 FSA の厳格な規則が前提となっている。なぜ日本証券業協会の「紛争解決あっせん制度」が十分に機能しなかったか、また、会員に対する制裁や指導が活発でないかを、問う必要があると考える。今回のプロアマ区分制度でも、英国では業界の関与が強く、結果としても業者主導的な内容となっているのに対して、わが国では、監督官庁に導入され、業界の理解や関心が欠けたまま実施されるため、制度としてよく機能しない結果に陥っているように思われる。一方、業界側にも、市場全体の成長や業界全体の政策には無関心な一方、「囲い込み⁷³」的なルール作りに関心を寄せがちという限界がある。

4. むすび

- (1) 今回の法改正は、「利用者（投資者）」「市場」「国際化」の視点から、「包括化・横断化」「柔軟化（柔構造化）」および「公正化・透明化」を図るものという⁷⁴。しかし、やはり同様の目的を掲げる欧州指令と比較すると、同じ「投資家区分」といっても、その要件および効果はまったく違っている。わが国の場合、銀行の証券保険業務への進出に合わせての対応と捉えるのが素直なように思われる。
- (2) 改正法下では、上場企業の 6 割程度を含んだ、私募引受け・ハイリスク証券取引可能な法人プロ顧客層が形成され得る。これらの企業には、従来の適格機関投資家なみの知識や資産を期待できない。むしろ、過去に無謀な資産運用や財テクに奔った層に重なっている。特定投資家制度という規制緩和が、国内法人向け証券業務の過熱と相待てば、たとえば 90 年代英米の事業会社や地公団による派生商品投機問題をはるかに上回る社会問題となろう。
- (3) また、改正法は一般投資家に対する保護を、説明義務の強化という形で図ろうとしているが、改正前実務に与える影響がいかほどかは未知数である。説明義務の強化のみならず、リテール業務の変化（商品の多様化やサービスの多様化）を踏まえ、それ以外の手法による一般投資家保護を検討すべきである。
- (4) 本稿の結論および対策案は以下のとおりである。
- ① プロアマ区分の要件について、法人投資家の保護が過少とならないよう、プロに関する要件や移行条件について見直すべきである。適格機関投資家要件については、目的に照らし緩和し過ぎである（金販法の適用除外がないことを前提として緩和したのであれば、いっそう見直しの必要がある）。とりあえず、法人向け業務において、優越的地位濫用に関する監督を強化すべきである。その一環として、適格機関投資家届出の状況および届出後の投資活動に関する情報を収集すべきである。
- ② 一般投資家（アマ）に与えられる保護については、説明義務の強化や適合性原則の徹底を図る方向には限界があると思われるので、本稿で述べたそれ以外の方法により、問題の早期発見・拡大防止を図る必要があろう。

⁷³ ここにいう「囲い込み」とは、主に既得権益を擁護する、あるいは、過度にお手盛りのルールを作る場合で、長期的には市場を害すと考えられるものを考えている。高い技術力やマーケティング力で創業者利得を得る場合を批判するものではない。

⁷⁴ たとえば松尾・前注 1 の 10 頁。

証券取引法研究会メンバー

(平成 19 年 8 月 1 日現在)

顧問	森本 滋	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木 浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口 恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近藤 光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	戸田 暁	京都大学大学院法学研究科准教授
〃	中東 正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山田 剛志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松尾 直彦	東京大学公共政策大学院客員教授
〃	永井 智亮	野村證券執行役
〃	桑原 政宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永山 明彦	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅場 達也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平田 公一	日本証券業協会常務執行役
〃	菊地 鋼二	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	河村 賢治	日本証券業協会客員研究員・ 関東学院大学経済学部准教授
〃	檜崎 みどり	日本証券業協会客員研究員・ 中央大学法学部准教授
〃	若林 泰伸	日本証券業協会客員研究員・ 国学院大学法学部准教授
〃	廣瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	高橋 厚男	日本証券経済研究所理事長
〃	若林 良之助	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
〃	安田 賢治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

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

- 第 11 号「集団投資スキームに関する規制について 2005 年 12 月
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 12 号「証券仲介業」 2006 年 3 月
報告者 川口恭弘同志社大学教授
- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長

[新 刊 案 内]

証券・会社法制の潮流

B5 判 292 頁 税込 2,100 円 証券取引法研究会編

新外国証券関係法令集 アメリカ (I)

サーベンス・オクスリー法 全訳・原文収録

A5 判 177 頁 税込 1,575 円 日本証券経済研究所訳編

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

証券取引法研究会研究記録 第 19 号

特定投資家・一般投資家について

平成 19 年 9 月 5 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>

ISBN978-4-89032-635-8 C3032 ¥500E