

プロ向けルールに関する中間論点整理  
—金融商品取引法を中心に<sup>1</sup>—

**第 1 プロ向けルールの概要**

金融商品取引法（以下「金商法」という。）は、適格機関投資家制度や特定投資家制度といった、投資家の属性に応じて規制を使い分ける制度（プロ向けルール）を設けている。

プロ向けルールについては、金商法の施行により適格機関投資家の範囲の拡大及び特定投資家制度の導入がなされてから約 3 年が経過したが、その間、適格機関投資家の届出件数が大幅に増加し、「プロ」による取引の裾野が大きく拡大したと見られる一方で、特定投資家制度については、移行時の手続の煩雑さの割にメリットが少ないこと等から、必ずしも積極的に利用されていない等の指摘がある。このようなプロ向けルールをめぐる実務の動向を踏まえ、プロ向けルールに関する実務上の課題や活用のための方策等を検討することには大きな意義があると思われる。

そこで、以下、主として金商法上のプロ向けルールの内容について概観した上、実務上の問題点を検証するとともに、改善策や今後のプロ向けルールの在り方についても触れていきたい。

**1 適格機関投資家制度の概要**

**1.1 適格機関投資家の範囲**

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をいい（金商法 2 条 3 項 1 号）、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（以下「定義府令」という。）10 条 1 項に列挙されている。その中には、①当然に適格機関投資家に該当するもの（第一種金融商品取引業又は投資運用業を行う金融商品取引業者、銀行等）と、②金融庁長官に届出を行うことによって適格機関投資家になるもの（有価証券残高が 10 億円以上の法人等）の 2 種類がある。

なお、平成 4 年のいわゆる金融制度改革<sup>2</sup>によって適格機関投資家制度が導入された当初

---

<sup>1</sup> 法令上、プロとアマに異なるルールを適用するものとして、本稿で触れた金融商品取引法、金融商品の販売等に関する法律、銀行法、信託業法等の他にも、商品取引所法（平成 23 年 1 月 1 日より商品先物取引法へと法令名が変更される予定）、商品投資に係る事業の規制に関する法律、不動産特定共同事業法等があるが、本稿では、重要と思われる論点を多く含む金融商品取引法を中心に取り上げることとしている。

<sup>2</sup> 平成 5 年 3 月 3 日付で施行された金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律（平成 4 年法律第 87 号）による一連の改正を指す。

は、適格機関投資家の範囲はいわゆる金融機関に限定されていたものの<sup>3</sup>、その後比較的頻繁に改正がなされており、資金調達手段の多様化、私募市場の活性化等の目的の下、その範囲は徐々に拡大している。平成 11 年には有価証券報告書を提出している会社で有価証券残高 500 億円以上の者が届出により適格機関投資家になることが可能となり、事業会社にも適格機関投資家となる道が開かれた<sup>4</sup>。その後、この残高基準は、平成 15 年の改正で 100 億円に、平成 19 年の金商法施行時の改正で 10 億円へと順次引き下げられ、かつ、有価証券報告書の提出要件が撤廃され、残高基準を満たせば会社以外の法人も届出可能となった（定義府令 10 条 1 項 23 号イ）。さらに、同年の改正においては、①有価証券残高 10 億円以上、かつ金融商品取引業者等（金融商品取引業者及び登録金融機関を指す。以下同じ。）への取引口座開設から 1 年以上という要件を満たす個人、並びに、②有価証券残高 10 億円以上の組合等における業務執行組合員等であって、適格機関投資家の届出をすることについて全ての組合員等の同意を得ている法人及び個人についても、適格機関投資家の届出を行うことが可能となった（定義府令 10 条 1 項 23 号ロ、24 号）。

## 1.2 適格機関投資家に該当することの効果

### 1.2.1 適格機関投資家向け勧誘に係る開示規制の特例

適格機関投資家制度の制度趣旨は、一般に販売圧力がかかるとされる有価証券の発行の場面<sup>5</sup>において、勧誘対象者が有価証券投資に係る専門的な知識・経験を有し、詳細なディスクロージャーによる保護を及ぼす必要がないと認められる者である場合には、必ずしも人数基準を適用する必要はないと考えられることから<sup>6</sup>、発行者の開示コストを考慮して有価証券に係る開示義務を免除するという点にある。具体的には、以下のとおり開示規制について特例が定められている。

新たに発行される第一項有価証券の取得の申込みの勧誘（取得勧誘）を 50 名以上の者に

<sup>3</sup> 具体的には、証券会社、証券投資信託の委託会社、銀行、保険会社等の業者に限定されていた。その理由としては、有価証券に関する専門的な知識及び経験の内容を実質的に決めるということになると、規制が複雑あるいは困難になることから、業務の関係から証券投資について専門的な知識及び経験を有するであろう者を絞り込んだのであるといった説明や、適格機関投資家を大蔵省の監督の届く範囲内に絞っておけば、適格機関投資家以外の者に違法に譲渡されることは実際上あり得ないという意味で、譲渡制限を効果的に実行できるのではないかといった説明がなされていた（証券取引法研究会「平成 4 年証券取引法の改正について(19) - 募集・売出しの定義 - (2)」インベストメント第 48 巻第 3 号 (1995) 27 頁)。

<sup>4</sup> 適格機関投資家の範囲が一般事業会社にまで広げられた背景には、一般事業会社の私募債市場への参入による私募債市場の拡大及び社債商品の多様化による低コストの資金調達の実現が期待されたこと（行政改革推進本部・規制緩和委員会による「規制緩和についての第一次見解」（平成 10 年 12 月 15 日）第 3 章行政分野別各論（各論その 2）5(3)）、並びに、米国においては、既に一般事業法人が適格機関投資家の範囲に含まれていたこと（平成 11 年 3 月 8 日開催の金融審議会第二部会第 4 回会合における内藤純一参事官発言）等の事情がある。

<sup>5</sup> 龍田節『証券取引法 I』92 頁（悠々社、1994）。

<sup>6</sup> 大蔵省内証券取引制度問題研究会編『すべてが分かる金融制度改革』（財経詳報社、1993）23 頁、証券取引法研究会編・前掲注 3・19 頁。

対して行う場合、原則として有価証券の募集に該当し、有価証券届出書の届出義務が課される。但し、第一項有価証券の取得勧誘について、適格機関投資家のみを取得勧誘の対象とし、かつ、適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合に該当するとき（具体的には、金融商品取引法施行令（以下「施行令」という。）1条の4に従った転売制限が付されていること等の要件（以下「プロ私募要件」という。）を満たす場合）は、有価証券の募集に該当せず、有価証券届出書の提出義務が課されない（プロ私募。金商法2条3項2号イ）。また、勧誘対象者に適格機関投資家以外の者が含まれ、全体としてはプロ私募に該当しない場合でも、適格機関投資家である勧誘対象者に対する取得勧誘につきプロ私募要件を満たすときは、当該適格機関投資家は、募集への該当性の判断に際して勧誘人数に含まれない（金商法2条3項1号）。

一方、既発行の第一項有価証券の売付けの申込み又は買付けの申込みの勧誘（売付け勧誘等）については、平成21年金商法改正により、上記の適格機関投資家に対する取得勧誘に係る特例とほぼ同様の枠組みが設けられた<sup>7</sup>。すなわち、売付け勧誘等の対象が適格機関投資家のみであり、かつ、適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合に該当するとき（具体的には、施行令1条の7の4に従った転売制限が付されていること等の要件（以下「プロ私売出し要件」という。）を満たす場合<sup>8</sup>）は、有価証券の売出しには該当しないものとされ（プロ私売出し。金商法2条4項2号イ）、また、適格機関投資家以外の者が勧誘対象に含まれ、全体としてはプロ私売出しに該当しない場合でも、適格機関投資家に対する売付け勧誘等につきプロ私売出し要件を満たすときは、当該適格機関投資家は、売出しへの該当性判断において、勧誘人数に含まれないことになる（金商法2条4項1号）。なお、組織再編成に係る有価証券の発行又は交付についても、上記のプロ私募及びプロ私売出しと同様の枠組みが設けられている（金商法2条の2第4項2号イ、5項2号イ）<sup>9</sup>。

また、適格機関投資家に有価証券を取得させ、又は売り付ける場合には、当該取得又は売付けまでに当該適格機関投資家から交付請求があった場合を除き、目論見書の交付義務がない（金商法15条2項1号）。

### 1.2.2 適格機関投資家等特例業務

前記1.2.1の開示規制の特例以外にも、適格機関投資家に関して、通常の投資家とは異なるルールが適用される場合がある。

適格機関投資家が投資家として参加する集団投資スキームに関しては、下記(i)(ii)の行

---

<sup>7</sup> 当該改正前は、プロ私募で発行された有価証券に関し、適格機関投資家のみ50名以上を相手方として売出しを行う場合の有価証券届出書の提出義務が免除されていたが（旧金商法4条1項4号）、プロ私募以外により発行された有価証券の適格機関投資家向けの勧誘については、特例は設けられていなかった。

<sup>8</sup> プロ私売出し要件の内容は、基本的にプロ私募要件と同様の内容である。

<sup>9</sup> 第一項有価証券について、組織再編成発行手続又は組織再編成交付手続にあたり、組織再編成対象会社株主等が50名以上である場合、原則として有価証券届出書の提出義務が課されるが、組織再編成対象会社株主等が適格機関投資家のみであって、かつ、プロ私募要件又はプロ私売出し要件が満たされている場合は、有価証券届出書の提出義務が課されない。

為について、適格機関投資家等特例業務としての届出を行うことにより、金融商品取引業者としての登録が不要となる（金商法 63 条 1 項、2 項）。

- (i) 1 名以上の適格機関投資家及び 49 名以下の適格機関投資家以外の投資家（以下「適格機関投資家等」という。）であって、金商法 63 条 1 項イ乃至ハに該当しない者を相手方として行う集団投資スキーム持分の私募（①取得者が適格機関投資家である場合は、適格機関投資家以外の者への譲渡制限が付されていること、②取得者が適格機関投資家以外の者である場合は、一括譲渡以外の譲渡が禁止されていること等が要件となる。）、及び
- (ii) 同一の出資対象事業に係る集団投資スキーム持分を、適格機関投資家等であって金商法 63 条 1 項イ乃至ハに該当しない者のみが保有する場合における、適格機関投資家等から出資を受けた金銭等の自己運用

これは、業規制の趣旨が利用者保護にある以上、いわゆるプロフェッショナル投資家の最たるものである適格機関投資家を中心的な対象とする集団投資スキーム（プロ向けファンド）を取り扱う業者についてまで厳格な登録規制の対象とすることは、金融イノベーションを阻害する過度の規制となる危険性があるとの見地から、適格機関投資家向けの集団投資スキームを取り扱う業者については、登録制ではなく、届出制に緩和することとし、市場の公正性・透明性の確保と金融イノベーションの促進のバランスを図ったものとされている<sup>10</sup>。

### 1.2.3 特定投資家制度等における適格機関投資家の取扱い

適格機関投資家は、一般投資家に移行できない特定投資家となるため（金商法 2 条 31 項 1 号）、後記 2.3 で述べるとおり、一定の行為規制が適用除外となる。また、投資者保護基金による保護の対象である一般顧客に含まれないものとされる（金商法 79 条の 20 第 1 項、施行令 18 条の 5 第 1 号）。

### 1.2.4 金融商品取引法以外の法令における適格機関投資家の取扱い

適格機関投資家は、金商法以外の法令においても、受託契約締結時の商品取引員の事前説明義務の適用除外（商品取引所法 218 条 1 項、商品取引所法施行規則 107 条 3 号）、委託者保護基金の保護の対象である一般委託者からの除外（商品取引所法 269 条、商品取引所法施行令 14 条 2 号）、信託の引受け時の信託会社の事前説明義務の適用除外（信託業法 25 条、信託業法施行規則 31 条 1 号）など、適格機関投資家が投資のプロであることを踏まえ

---

<sup>10</sup> 松尾直彦ほか「金融商品取引法制の概要」松尾直彦編『金融商品取引法・関係政府令の解説』（商事法務、2008）11 頁、花水康「集団投資スキームの規制」松尾直彦編『金融商品取引法・関係政府令の解説』（商事法務、2008）66 頁、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法 第 2 巻 業者規制』（金融財政事情研究会、2009）751 頁〔館大輔・上林英彦〕。

て、保護の程度を適格機関投資家以外の顧客とは異なるものとする扱いがされている<sup>11</sup>。

税法上も、適格機関投資家が投資や貸付けを行っていることが、一定の特例措置の要件となっている場合がある<sup>12</sup>。

## 2 特定投資家制度の概要

### 2.1 特定投資家制度の趣旨等

特定投資家制度は、投資家を特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）に区分し、投資家の属性ごとに行為規制の適用に差異を設け、規制を柔軟化することを目的とする制度として導入されたものである。その趣旨・目的として、①適切な利用者保護とリスク・キャピタルの供給の円滑化を両立させること、②特定投資家は、その知識・経験・財産の状況等から適合性原則の下で保護が欠けることにならず、かつ当事者も必ずしも行政規制による保護を望んでいないこと、③特定投資家について、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、わが国の金融・資本市場における取引の円滑を促進することが挙げられている<sup>13</sup>。

### 2.2 特定投資家の範囲及び移行制度

特定投資家制度の下で、投資家は、以下の4つに区分されている。

- ① 一般投資家に移行できない特定投資家（適格機関投資家、国及び日本銀行。金商法2条31項1号乃至3号）、
- ② 一般投資家に移行できる特定投資家<sup>14</sup>（上場会社、資本金5億円以上と見込まれる会社、

---

<sup>11</sup> 商品取引所法改正後の商品先物取引法及びその施行令・施行規則（いずれも平成23年1月1日付施行予定）にも、同趣旨の規定が設けられている。

<sup>12</sup> 例えば、適格機関投資家のうち一定の要件を満たす者（機関投資家）の投資を受けていることが、特定目的会社の利益の配当、投資法人の金銭の分配、又は特定投資信託の受託法人の収益の分配の損金算入の（選択的）要件とされていたり（租税特別措置法67条の14、67条の15、68条の3の3）、貸付けが適格機関投資家からのものに限定されることが、信託会社等や投資法人等の不動産所有権移転登記の登録免許税減免の要件とされている（同法83条の3第2項、3項）。

<sup>13</sup> 平成17年12月22日付金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」17頁。

<sup>14</sup> 現行法上、地方公共団体は一般投資家に移行できる特定投資家に分類されているが、金融庁政策会議において、「必要な金融知識を踏まえた投資判断が行われ得る態勢が必ずしも整っていない団体も含まれることにかんがみ、投資家保護の一層の充実の観点から、『一般投資家に移行可能な特定投資家』から『特定投資家に移行可能な一般投資家』に分類を変更することが適当である」とされたこと（平成22年1月21日付金融庁政策会議分科会資料2『金融・資本市場に係る制度整備について』14頁）等を踏まえ、平成22年10月22日付で公表され、パブリック・コメントに付された「金融商品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）」では、地方公共団体の分類を特定投資家に移行可能な一般投資家に変更することが予定されている。金融知識や投資判断能力の程度は地方公共団体ごとに様々であると思われるが、運用に用いられる資金は公金であること、他に「アマ成り可能なプロ」に分類されている上場株券の発行会社等と比

外国法人等。金商法 2 条 31 項 4 号、定義府令 23 条) (以下「原則的な特定投資家」ということがある。)、

- ③ 特定投資家に移行できる一般投資家 (法人のうち①及び②以外のもの、並びに一定の要件<sup>15</sup>を満たす個人。金商法 34 条の 3 第 1 項、34 条の 4 第 1 項、金融商品取引業等に関する内閣府令 (以下「金商業等府令」という。) 61 条・62 条) (以下「原則的な一般投資家」ということがある。)、
- ④ 特定投資家に移行できない一般投資家 (①又は③のいずれにも該当しない個人)

上記②の投資家は、特定投資家から一般投資家への移行 (アマ成り) を、上記③の投資家は一般投資家から特定投資家への移行 (プロ成り) を、それぞれ希望する場合に、金融商品取引業者等に対して、移行の申出を行うことができる (金商法 34 条の 2 第 1 項、34 条の 3 第 1 項、34 条の 4 第 1 項)。かかる移行の申出は、金融商品取引業者等ごとに、かつ金商業等府令で定める 4 種類の契約の種類<sup>16</sup>ごとに行うものとされている (金商法 34 条、金商業等府令 53 条)。

プロ成りの期限は、金融商品取引業者等がプロ成りの承諾をした日から原則として 1 年とされている (金商法 34 条の 3 第 2 項、34 条の 4 第 4 項)。プロ成りした投資家は、申出によりいつでも一般投資家に復帰することが可能とされている (金商法 34 条の 3 第 9 項、34 条の 4 第 4 項)。一方、アマ成りには期限の定めがなく、アマ成りをした投資家はいつでも、金融商品取引業者等に対して特定投資家への復帰の申出をすることができるものとされている (金商法 34 条の 2 第 10 項)<sup>17</sup>。

---

べて、金融取引に係るリスク管理能力を備えることが必ずしも制度的に予定されていないと考えられること等に照らすと、かかる分類の見直しの方向性は妥当と思われる。

<sup>15</sup> プロ成りの申出が可能な個人は、(I)①匿名組合契約を締結した営業者、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又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合員のいずれかであって、②プロ成りの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おり、かつ、③当該匿名組合契約、組合契約又は有限責任事業組合契約に基づく出資の合計額が 3 億円以上である者 (金商法 34 条の 4 第 1 項 1 号、金商業等府令 61 条 1 項、2 項各号)、又は、(II)①取引の状況その他の事情から合理的に判断して、承諾日の純資産額が 3 億円以上になると見込まれること、②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投資性の金融資産 (有価証券、デリバティブ取引に係る権利等) の合計額が 3 億円以上になると見込まれること、及び、③当該個人が最初に当該金融商品取引業者等との間で金商法 34 条の 4 第 1 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 1 年を経過していること、という要件を全て満たす者 (金商法 34 条の 4 第 1 項 2 号、金商業等府令 62 条各号) である。

<sup>16</sup> 具体的には、①有価証券の売買その他の取引又はその媒介、取次ぎ若しくは代理等を行うことを内容とする契約、②デリバティブ取引又はその媒介、取次ぎ若しくは代理等を行うことを内容とする契約、③投資顧問契約又はその代理若しくは媒介を行うことを内容とする契約、④投資一任契約又はその代理若しくは媒介を行うことを内容とする契約である (金商業等府令 53 条各号)。

<sup>17</sup> アマ成りについて、従来は、金融商品取引業者等の承諾日から原則として 1 年の期限が設けられていたが、平成 21 年の金商法改正により期限が撤廃され、申出により特定投資家に復帰するまで一般投資家として取り扱われることとなった。同改正については、アマ成りした顧客は期限日以後もアマとして扱われたいとの意思を通常有していると考えられることから、かかる顧客意思の尊重等及び手続の円滑化の観点から行われたものとの説明がなされている (池田唯一ほか『逐条解説 2009 年金融商品取引法改正』(商事法務、2009) 118 頁)。

金商法の下では、一般投資家として行為規制による保護を全面的に受けることが原則的な取扱いであり、特定投資家制度はあくまでも特例的な取扱いであると考えられているため<sup>18</sup>、アマ成り及び一般投資家への復帰の申出については、金融商品取引業者等に承諾義務があるが（金商法 34 条の 2 第 2 項、34 条の 3 第 10 項、34 条の 4 第 5 項）、プロ成り及び特定投資家への復帰の申出については、金融商品取引業者等には、当該申出が可能である旨の告知義務も当該申出への承諾義務も課されていない。金融商品取引業者等が顧客に対してプロ成りの申出が可能である旨の告知を行うことは可能であるが、金融庁の見解によれば、その際には適合性の原則（金商法 40 条 1 号）が適用され、プロ成りの勧誘として投資者保護に欠けることとなる場合は適合性原則違反になるとされている<sup>19</sup>。また、プロ成りの申出の諾否に関しても適合性原則（金商法 40 条 1 号）の適用があり、金融商品取引業者等は、特定投資家として扱うのにふさわしくない一般投資家による移行の申出を承諾してはならないとされている<sup>20</sup>。

### 2.3 特定投資家に該当することの効果

取引の相手方が特定投資家である場合、金融商品取引業者等に課される行為規制のうち、主に業者と投資家との間の情報格差の是正を目的とする金商法 45 条各号に列挙された行為規制の適用が除外される<sup>22</sup>。例えば、①契約締結前交付書面の交付義務（金商法 37 条の 3）、②広告等の規制（金商法 37 条）、③適合性原則（金商法 40 条 1 号）等の規制の適用がなくなる。また、特定投資家との取引については、契約締結前交付書面の交付に関するいわゆる実質的説明義務も課されない（金商法 38 条 6 号、金商業等府令 117 条 1 号）。

また、金商法以外の法令においても、金融商品の販売等に関する法律（以下「金販法」という。）において重要事項の説明義務が免除されていること<sup>23</sup>等、一般投資家と異なる規

---

<sup>18</sup>三井秀範＝池田唯一監修・松尾直彦編著『一問一答金融商品取引法〔改訂版〕』（商事法務、2008）273 頁。

<sup>19</sup>平成 19 年 7 月 31 日付「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（以下「平成 19 年 7 月 31 日パブコメ回答」という。）207 頁 No. 62、No. 63、三井＝池田監修・前掲注 18・273 頁。

<sup>20</sup>平成 19 年 7 月 31 日パブコメ回答 196 頁 No. 1、松本圭介ほか「金融商品取引法の行為規制と投資者区分」松尾直彦編『金融商品取引法・関係政府令の解説』（商事法務、2008）226 頁、227 頁、松尾直彦＝松本圭介『実務論点 金融商品取引法』（金融財政事情研究会、2008）191 頁、河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本』（有斐閣、2008）245 頁。なお、ここでいう適合性原則は、狭義の適合性原則であると考えられている。また、広義の適合性原則は、金商法 34 条の 3 第 2 項 4 号ロで投資家の理解の確認を求めていることから、当然特定投資家への移行の際に考慮されているとの見解がある（岩原紳作ほか「連載 金融商品取引法セミナー（第 9 回）集団投資スキーム・特定投資家制度」ジュリスト 1393 号（2010）94 頁〔松尾直彦発言〕、〔藤田友敬発言〕）。

<sup>21</sup>プロ成り手続の場面に適合性の原則が適用されるという金融庁の見解に対しては、そもそも適合性の原則の適用対象たる金融商品取引行為、あるいは金融商品取引業者等による勧誘が存在しないことを根拠に適用を否定する見解も有力に唱えられている。後記第 2 の 2.2.2.1 参照。

<sup>22</sup>金商法 45 条但書、金商業等府令 156 条各号に定める場合に該当しないことが条件となる。

<sup>23</sup>金販法は、金融商品販売業者等に、原則として、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り、一定の事由に係る元本欠損又は元本を上回る損失のおそれ等の重要事項を顧客に対して説

制に服せしめるため、特定投資家の概念が用いられている例がある<sup>24</sup>。

なお、特定投資家と一般投資家の区分は、行為規制だけでなく、開示規制に関しても取り入れられている。すなわち、第一項有価証券について、①特定投資家のみを相手方として取得勧誘又は売付け勧誘等が行われること、②取得勧誘又は売付け勧誘等の相手方が適格機関投資家等以外の者である場合には、金融商品取引業者等が顧客からの委託により又は自己のために当該取得勧誘又は売付け勧誘等を行うこと、及び、③特定投資家等（特定投資家又は非居住者をいう。）以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合（具体的には、施行令1条の5の2又は1条の8の2に従った転売制限の付されている場合）に該当すること、という要件の全てを満たす場合は、有価証券の募集又は売出しから除かれるため、有価証券届出書の提出義務が課されず（金商法2条3項2号ロ、2条4項2号ロ）、それに代えて、より簡易な情報提供の枠組みである特定証券情報の提供又は公表の義務が課されている（金商法27条の31第1項）。これは、いわゆるプロ向け市場の創設に伴い、多数の特定投資家のみを勧誘等の相手方とする場合について、発行開示規制の適用除外とする枠組みを設けるものと位置づけられている<sup>25</sup>。

### 3 金商法におけるその他の投資家区分

#### 3.1 店頭デリバティブ取引等につき金融商品取引業から除外される投資家

金商法上、一定のプロの顧客を相手方とする店頭デリバティブ取引等（有価証券関連店頭デリバティブ取引を除く。）については、金融商品取引業から除外されている（金商法2条8項、施行令1条の8の6第1項2号）。ここでのプロ顧客としては、①第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者及び登録金融機関（定義府令15条1項1号）、②①以外の適格機関投資家（定義府令10条1項25号に掲げる外国法人を除く。）（定義府令15条1項2号）、③外国法令上、上記①又は②に相当するもの（定義府令15条1項3号）、④資本金10億円以上の株式会社（定義府令15条2項）、⑤外国の法令に準拠して設立された資本金

---

明する義務を課しており（金販法3条1項、2項）、かかる説明義務に違反した金融商品販売業者等は、当該違反によって生じた顧客の損害を賠償する責任を負い（金販法5条）、その場合、元本欠損額が当該顧客の損害額であると推定される（金販法6条）。もっとも、金融商品販売業者等は、金商法上特定投資家として扱われる顧客（金販法上の「特定顧客」に該当する。）に対しては、かかる重要事項の説明義務を負わないものとされている（金販法3条7項1号、金融商品販売法施行令10条1項）。

<sup>24</sup> 銀行法その他各種業法においても、利用者保護ルールの徹底を図る観点から、同じ経済的性質を有する金融商品には同じルールを適用することとされ、投資性の強い預金、保険、信託等に係る契約について、金商法上の行為規制と共に特定投資家制度が準用され、金商法と同様に、特定投資家に対する一定の行為規制の除外等が定められている。その他、宅地建物取引業法でも、金融商品取引業者又は金融商品仲介業者である宅地建物取引業者が、不動産信託受益権等の売主となるか又は売買の代理若しくは媒介をする場合の重要事項説明書の交付及び説明義務（同法50条の2の4、35条3項乃至5項）につき、特定投資家を相手方とする場合は適用が除外される（宅地建物取引業法施行規則19条の2の3第1項2号）。

<sup>25</sup> 池田唯一ほか『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』（商事法務、2008）138頁参照。



10 億円以上の株式会社と同種の法人（専門的知識及び経験を有すると認められる者を指定する件（平成 19 年金融庁告示 53 号）（以下「告示」という。）1 号）、⑥特定目的会社のうち、特定資本金の額が 10 億円以上のもの（告示 2 号イ）、又は⑦特定目的会社のうち、特定資本金の額が 3,000 万円以上で、上記①乃至⑤に掲げる者のみが資産対応証券を取得しているもの（告示 2 号ロ）、が定められている。

### 3.2 外国証券業者がその相手方として有価証券関連業に係る行為を行うことができる投資家

外国証券業者<sup>26</sup>は、国内にある者を相手方として有価証券関連業に該当する行為を行うことを原則として禁止されているが<sup>27</sup>（金商法 58 条の 2 本文）、例外的に、有価証券関連業を行う金融商品取引業者や銀行等の金融機関等を相手方として、一定の有価証券関連業に係る行為を行うことができる（金商法 58 条の 2 但書、施行令 17 条の 3 第 1 号、金商業等府令 208 条の 2 乃至 212 条）。

## 第 2 プロ向けルールに関する実務上の問題点

### 1 適格機関投資家制度

#### 1.1 適格機関投資家制度の利用実態

金融庁のホームページ<sup>28</sup>によると、平成 22 年 9 月 14 日現在において、合計 594 件<sup>29</sup>の適格機関投資家の届出がある。適格機関投資家の届出をしている法人の業種は多岐に渡るが、不動産業やリース業を営む会社が多いように見受けられる。投資家が適格機関投資家の届出を行う理由としては、①投資可能な金融商品の幅が広がり、投資機会が拡大する<sup>30</sup>こと、②投資先の集団投資スキームが、適格機関投資家等特例業務の対象となり得る<sup>31</sup>こと、③資

<sup>26</sup> 外国証券業者とは、金融商品取引業者及び銀行等の金融機関以外の者で、外国の法令に準拠し、外国において有価証券関連業を行う者をいう。

<sup>27</sup> 反復継続の意思を持たずに単発的な行為として行うことも禁止される（高橋康文編『詳解 証券取引法の証券仲介業者、主要株主制度等—平成 15 年における証券取引法等の改正』（大蔵財務協会、2004）44 頁）。

<sup>28</sup> URL は <http://www.fsa.go.jp/common/law/tekikaku/index.html>

<sup>29</sup> 主な内訳は、法人が 332 件、個人が 24 件、信託会社が 4 件、信用協同組合が 55 件、ベンチャー・キャピタルが 51 件、厚生年金基金が 6 件、外国金融機関が 63 件、外国政府等が 2 件、定義府令 10 条 1 項 23 号ロに該当する者として届出を行った者（業務執行組合員等である法人）が 57 件である。

<sup>30</sup> 適格機関投資家となることによって、適格機関投資家向け有価証券（プロ私募の商品等）への投資や、外国集団投資スキームの特例（金商法 2 条 8 項、金商法施行令 1 条の 8 の 6 第 1 項 4 号、定義府令 16 条 1 項 13 号）を利用した海外ファンドへの投資も可能となる。

<sup>31</sup> 詳細は前記第 1 の 1.2.2 参照。例えば、グループ会社がファンドの募集・運営を行っている場合において、グループ内の一社が適格機関投資家として当該ファンドに出資することで、当該ファンドの募集・運営業務が適格機関投資家等特例業務となり、登録なしに行うことができるようになる点は、メリットが大きいと考えられる。

産流動化スキームにおいて、特定目的会社の資産対応証券を保有することで、ペイ・スルー課税の特例の適用を受けられるようになる<sup>32</sup>こと、④金融商品取引業の登録を受けていない業者との間で店頭デリバティブ取引ができるようになる<sup>33</sup>こと、⑤一定の取引への参加条件となっていたこと、などがあるようである。

## 1.2 適格機関投資家の届出要件に関する問題点

### 1.2.1 「有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験」という要件の再検証

一般の法人若しくは個人、又は業務執行組合員等である法人若しくは個人が適格機関投資家の届出を行うための有価証券残高 10 億円以上という基準について、金融庁は、「有価証券に対する一定額以上の投資を行う場合には『有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験』を有しているものとみなすこととした上で、適格機関投資家となるための他の基準とのバランス等を考慮して、その基準額を『10 億円』と定めることとしたものである」としている<sup>34</sup>。しかし、定義府令 10 条 1 項各号に規定される他の基準<sup>35</sup>に照らしても、何故に 10 億円が有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有しているとみなす基準とされたのかは明らかではない。

そもそも、多額の有価証券を資産として保有している者は、類型的には、有価証券に対する投資に精通している可能性が高いと考えられるものの、実際に有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有しているとは限らない。にもかかわらず、有価証券残高基準を満たす者が適格機関投資家に成ることが認められた背後には、客観的基準を設け、基準への該当性の判断を容易にすることにより、届出審査を効率化し、取引の円滑を阻害しないようにすべきという実務的・技術的なニーズの存在が推測されるほか、たとえ現実に十分な専門的知識及び経験を有していなくても、適格機関投資家として扱われることに伴うリスクを負担し又は回避できる資力を有していれば、投資家保護に欠けることにならないとの考え方があるものと解される<sup>36</sup>。かかる考え方は、「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」ことをディスクロージャー免除の根拠とする制度導入当初の整理とは離れるものともいえる。

もっとも、発行体側と投資家の間の情報格差の是正をその目的とする開示規制との関係

---

<sup>32</sup> 詳細は後記第 3 の 1.2 参照。

<sup>33</sup> 詳細は前記第 1 の 3.1 参照。

<sup>34</sup> 平成 19 年 7 月 31 日パブコメ回答 23 頁 No. 24 及び 24 頁 No. 27。

<sup>35</sup> 金額基準が採用されているものとしては、ベンチャー・キャピタル会社についての資本金 5 億円以上という基準（定義府令 10 条 1 項 17 号）、厚生年金基金及び企業年金基金について資産から負債等を控除した額の 100 億円以上という基準（同項 19 号）、外国において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。）や銀行業等を行う者の資本金等の額の基準（業種に応じ、5 千万円から 20 億円）（同項 25 号）等がある。

<sup>36</sup> 証券取引法研究会編『平成 15 年の証券取引法等の改正』（商事法務、2004）10 頁〔黒沼悦郎発言〕同旨。なお、同発言では直接触れられてはいないが、十分な資力がある場合、例えば、投資のプロである業者を雇える、発行体や販売業者との関係で優位に立つため法定開示に代わる情報を事実上獲得できる、多角投資やヘッジ取引などで損失を軽減する余力がある等の点で、リスクの負担又は回避が可能となると思われる。

では、(当該投資家がリスクを理解していることを前提として) 投資家にリスクを負担又は回避できる資力の存在があれば適格機関投資家たり得るとする考え方には一定の合理性があるといえ、その考え方に基づいて、実務界からのニーズにも応える形で適格機関投資家の範囲を拡大してきたことについては、方向性としては首肯可能と思われる。

ただ、金商法上又は他の法令上、「適格機関投資家」が「投資のプロ」であるという前提で設けられたルールについては、たとえ上記のようにリスクを負担又は回避できる資力を有するとしても、現実的に専門的知識及び経験を有しない適格機関投資家にそのまま適用してよいか、当該ルールの内容に照らして個別に検討すべきものと考えられる<sup>37</sup>。

### 1.2.2 適格機関投資家の届出における「自己責任」について

平成19年の金商法施行時の改正により、一定の要件を満たす個人も適格機関投資家の届出を行うことが可能となった。それ以前も、個人を適格機関投資家の範囲に加えることについては検討対象とされていたが、時期尚早として見送られてきた<sup>38</sup>。この点につき、金融庁は、パブリック・コメントへの回答において、適格機関投資家には目論見書の交付義務が適用されないこと等を「十分に検討した上で、自己の責任において届出を行うことが必要」としつつ、「届出を行わない限りにおいては、目論見書の交付や金融商品取引業者等への契約締結前交付書面の交付義務等の適用等を通じて、投資家保護が図られるものと考えられるものとしており<sup>39</sup>、届出が自己責任である点を、一定の個人が適格機関投資家になることを認めた理由づけの一つとしているものと思われる<sup>40</sup>。

もっとも、自己責任によるプロ成りという点で適格機関投資家の届出と共通点を有する一般投資家から特定投資家への移行については、金融商品取引業者等の承諾が要件であり、かつ、後記2.2.2.1で述べるように、金融商品取引業者等は当該承諾の可否を適合性の原則(狭義)に照らして判断すべきものとされている。これに対し、適格機関投資家の届出については、届出を行う投資家が実際に有価証券の投資に係る専門的な知識及び経験を備えているかについて、他者によるチェックがなされることは予定されていない。そのため、残高基準を満たす有価証券を有していても十分な知識及び経験を有しない者が、他者の働

---

<sup>37</sup> 適格機関投資家の届出要件の緩和と絡め、適格機関投資家の届出をした者が2年間アマ成りあるいはアマへの復帰はできない点を問題視する議論も存在する(証券取引法研究会編『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』(日本証券経済研究所、2007)4頁〔青木浩子報告〕)。もっとも、特定投資家制度により免除される行為規制は、投資家と業者の間の情報格差の是正を目的とするものが中心であり、開示規制と目的が類似する規制であること等に照らすと、上述の開示規制の場合と同様、投資家にリスクを負担又は回避できる資力が存在する場合は、一般投資家に移行できない特定投資家として扱うことに一定の合理性があるものと思われる。

<sup>38</sup> 平成14年12月16日付「証券市場の改革促進」(金融審議会第一部会報告)別紙2の「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告では、「私募債の取得の勧誘を行う場合、従来の適格機関投資家である金融機関等への対応と個人投資家への対応は大きく異なることなどを考慮し、(中略)現時点においては、個人投資家を適格機関投資家の範囲に加えることは時期尚早と考えられる」とされていた。

<sup>39</sup> 平成19年7月31日パブコメ回答22頁No.18。

<sup>40</sup> かかる理由づけは、個人の場合に限らず、届出が要件とされている類型全般に当てはまると思われる。

きかけの影響等で適格機関投資家になることもないとはいえない。

届出により適格機関投資家になると、自己への勧誘に関して開示規制が適用されなくなる可能性があるほか、自動的に「一般投資家に移行できない特定投資家」に分類されてしまい、最低 2 年間はその地位が継続する等、適用される開示規制や行為規制に大きな影響が生じる。かかる不利益の根拠を自己責任に求めるのであれば、その前提として、届出前にその効果・リスクを十分理解した上で届出がなされるような制度的担保が必要になるが、現状、そのための手当ては必ずしも十分でないと思われる<sup>41</sup>。

### 1.3 適格機関投資家の届出手続に関する問題点

#### 1.3.1 適格機関投資家の届出機会及びその有効期間に関する問題点

適格機関投資家となるための届出機会は、1年に4回（1月、4月、7月及び10月）であり、その届出の有効期間は、届出の効力発生日<sup>42</sup>から2年間である（定義府令10条3項、5項）。したがって、届出により適格機関投資家となった者は、有効期間経過後も継続して適格機関投資家であるためには、2年間の有効期間が経過するごとに、改めて適格機関投資家の届出を行わなければならない、事務手続上煩雑とも考えられる。また、届出機会が年4回と限定されていることから、届出を一度失念すると最低3ヶ月間は適格機関投資家の地位を回復できない。制度の利便性という観点からは、有効期間について短期、長期又は無期限といった複数の選択肢を用意して投資家が選択できるようにしたり、届出機会を更に増やしたりすること等も考えられる<sup>43</sup>。

もっとも、現状、適格機関投資家の届出に期限が設けられているのは、必ずしも長期に渡って適格機関投資家であることを望まない者もいることが考慮されている他、基準等の充足を定期的（現行法では2年ごと）に確認するためであると解される。

適格機関投資家についてディスクロージャーが不要となるのは有価証券の投資に関する専門的な知識及び経験を有するためであるという立場によれば、適格機関投資家が事後的に資産要件等を満たさなくなった場合でも、その知識及び経験に基本的に影響はないと考えられるため、届出に期限を設けて、定期的に資産要件等の充足の確認を行うことは必須ではないと考えられる。これに対し、資産要件等を満たす者は、大量の資金を運用しており、取引力が強いので、ディスクロージャーを必要としないためであるという立場<sup>44</sup>による

---

<sup>41</sup> 定義府令10条1項但書の、適格機関投資家の対象から除外する旨の金融庁長官の指定の制度を活用することも考えられるが、かかる指定に際して、届出をする投資家に対する事前審査は通常予定されていないと思われるため、かかる指定を行うとしても、何らかの問題が生じた後にならざるを得ないものと思われる。

<sup>42</sup> 届出が1月に行われた場合には3月1日、4月に行われた場合には6月1日、7月に行われた場合には9月1日、10月に行われた場合には12月1日が効力発生日となる。

<sup>43</sup> 実務家からは、さらに届出回数を増やして欲しいとの要望が出ており（金融庁が平成20年4月28日付で公表した「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（以下「平成20年4月28日パブコメ回答」という。）4番目の質問参照）、金融庁は、当該パブコメへの回答において、更なる届出回数の拡大について、今後の届出書の提出状況等を踏まえ、必要に応じ、検討を行うとしている。

<sup>44</sup> 証券取引法研究会編・前掲注3・23頁。

場合は、論理的には、適格機関投資家であるためには資産要件等を充足し続けることが必要とも考えられ、定期的な確認がなされない形での期限のない届出を認めることは難しいものと思われる<sup>45</sup>。現状の適格機関投資家制度は、自己の判断において有価証券に多額の投資を「継続して」行っていることをもって専門的知識及び経験を有するとの判断の根拠としている<sup>46</sup>側面があると考えられることを踏まえると、直ちに現状より長期間有効な届出類型を設けることは説明しづらいのではないかとと思われる。

### 1.3.2 適格機関投資家の届出の撤回・変更に関する問題点

現行の制度では、適格機関投資家の届出を撤回することが認められていないため、一旦適格機関投資家の届出を行った者は、届出の効力発生日から2年間は、適格機関投資家の地位を自ら返上してアマに戻ることはできない。

また、届出後に、当該届出に係る適格機関投資家の種別以外の種別に該当することとなった場合であっても、その時点の届出の有効期間中は、種別の変更について届出内容の変更をすることはできないため（定義府令10条6項）、新たに該当することとなった種別の適格機関投資家になれば一定の法的効果が与えられる場合においても、既存の届出の有効期間満了まで当該法的効果を受けられない<sup>47</sup>。投資家保護及び制度の利便性という観点からは、届出の撤回や変更を認め、より柔軟な制度とすることを検討する余地がある<sup>48</sup>。

## 1.4 適格機関投資家の地位喪失等の場合の取扱いに関する問題点

### 1.4.1 適格機関投資家の地位喪失と適格機関投資家取得有価証券<sup>49</sup>の取扱い

適格機関投資家取得有価証券には、適格機関投資家以外の投資家への譲渡制限が付され

---

<sup>45</sup> 届出とは別途、定期的に要件充足を証する書面提出を求め、不充足の場合に適格機関投資家の地位を失わせるといった制度も考えられるが、投資家の手続負担は現行制度とそれほど変わらないものとなる可能性がある。

<sup>46</sup> 平成14年12月16日付「証券市場の改革促進」（金融審議会第一部会報告）資料2の「ディスクロージャーのあり方（経済の活性化に資するディスクロージャー・ルールの整備）」参照。

<sup>47</sup> 例えば、特定目的会社スキームにおいて租税特別措置法上のペイ・スルー課税（詳細は後記第3の1.2参照）の適用を受けられない種別（10億円以上100億円未満の有価証券を保有している者）で届出を行った場合には、届出から2年間は、ペイ・スルー課税の適用を受けられる他の種別（継続開示会社で、かつ届出直前の2事業年度において100億円以上の有価証券を保有している者）の要件を満たすこととなっても、種別の変更をすることはできないため、ペイ・スルー課税の適用は受けられない。

<sup>48</sup> 金融庁は、平成20年4月28日パブコメ回答中4番目の質問への回答において、適格機関投資家の届出の撤回についても、発行者、金融商品取引業者等、市場関係者のニーズ等を踏まえ、必要に応じ、検討を行うとしている。

<sup>49</sup> プロ私募又はプロ私売出しの要件を満たすことにより取得勧誘又は売付け勧誘等の相手方から除かれる適格機関投資家向けに発行され又は売り出された有価証券、プロ私募又はプロ私売出しにより発行され又は売り出された有価証券、及びプロ私募又はプロ私売出しの要件を満たすことにより適格機関投資家である組織再編成対象会社株主等に対し発行され又は売り出された有価証券を指す。

ているが、その実効性を担保するために、適格機関投資家はその取得した適格機関投資家取得有価証券について、一般投資家に対して売付けの申込み又は買付けの申込みの勧誘（以下「適格機関投資家取得有価証券一般勧誘」という。）を行う場合には、原則として有価証券届出書が提出されなければならない<sup>50</sup>。

有価証券の取得勧誘を受けた時点で適格機関投資家であった者について、爾後その地位を喪失した場合にも、一定の場合は適格機関投資家取得有価証券一般勧誘の規制は適用される<sup>51</sup>。すなわち、定義府令 10 条 2 項は、有価証券の取得勧誘を受けたときは適格機関投資家であったものの、その後、①金融庁長官から適格機関投資家から除外する旨の指定<sup>52</sup>を受けたことにより、②金融庁長官から適格機関投資家に該当する旨の指定<sup>53</sup>を解除されたことにより、又は③届出の有効期間が経過したことにより、適格機関投資家の地位を喪失した者が適格機関投資家取得有価証券一般勧誘を行う場合には、依然として適格機関投資家に該当するものとみなして金商法 4 条 2 項の規定を適用することとしている<sup>54</sup>。

#### 1.4.2 LPS の解散・現物分配の場合

前記 1.4.1 の適格機関投資家の地位の喪失に係る検討は、適格機関投資家であった投資家はなお存在していることを前提としているのに対し、投資事業有限責任組合（以下「LPS」という。）が解散した場合には、当然に適格機関投資家としての地位を喪失するのみならず、当該 LPS 自体が消滅する。

解散した LPS の組合財産に適格機関投資家取得有価証券が含まれている場合、その清算において、当該適格機関投資家取得有価証券が現物分配の対象となる場合がある。現物分配において、相手方となる組合員が適格機関投資家以外の者である場合に、適格機関投資家取得有価証券一般勧誘の規制の適用があるか否かが問題となる<sup>55</sup>。

---

<sup>50</sup> 適格機関投資家取得有価証券については、転売制限が付されているものの、理念的にはかかる有価証券が一般投資家に転売される場合の投資家保護措置を欠くことができないため、適格機関投資家取得有価証券一般勧誘についての開示義務が規定されている（大蔵省内証券取引制度問題研究会編・前掲注 6・40 頁）。

<sup>51</sup> なお、有価証券の取得勧誘を受けたときに適格機関投資家であった者が、その後適格機関投資家ではなくなったとしても、当該有価証券を売却することは要求されていない（平成 19 年 7 月 31 日パブコメ回答 26 頁 No. 37）。

<sup>52</sup> 金融商品取引業者、投資法人等の定義府令 10 条 1 項 1 号から 14 号まで又は 16 号から 26 号に掲げる者について行われる定義府令 10 条 1 項但書の指定。

<sup>53</sup> 業として預金又は貯金の受入れを行う農業協同組合又は漁業協同組合連合会について行われる定義府令 10 条 1 項但書の指定。

<sup>54</sup> 許認可等を受けていることによって法令上当然に適格機関投資家に該当する者が当該許認可等を喪失した場合についても、明文規定はないものの、定義府令 10 条 2 項に規定する事由と類似する事由であるため、適格機関投資家取得有価証券一般勧誘に係る開示規制の潜脱を防止する観点からは、定義府令 10 条 2 項に定める場合と同様、依然適格機関投資家に該当するものとみなして、金商法 4 条 2 項の規制を及ぼすべきと思われる。

<sup>55</sup> 後記 3 で述べるとおり、企業内容等の開示に関する留意事項（以下「企業開示ガイドライン」という。）2-5⑤において、適格機関投資家以外の組合員に現物配当することを目的として、特定の有価証券の取得のみのために組成された LPS は、そのような LPS であることを知って勧誘する者との関係で、適格機関投資家に該当しないものとして取り扱うものとされている。本 1.4.2 の検討対象

LPSの清算に伴う残余財産の分配は、組合契約の定めに従って、清算人によって行われるが（投資事業有限責任組合契約に関する法律16条、民法688条）、組合の事業活動の一環として、投資事業により取得した有価証券を組合員に分配することは、有価証券の売付けの申込みや買付けの申込みの勧誘には該当しないとされていることから<sup>56</sup>、基本的には適格機関投資家取得有価証券一般勧誘には該当しないと考えられる。しかしながら、適格機関投資家取得有価証券は、有価証券投資に係る専門的な知識及び経験を有している適格機関投資家のみが当該有価証券を取得できる建前であることからすると、適格機関投資家以外の者が取得できる結果となるのは不適切であるとして、適格機関投資家取得有価証券の現物分配は、「譲渡」に該当すると解釈する余地がありうると指摘する見解もあり<sup>57</sup>、投資者保護上、実務的には、適格機関投資家取得有価証券は適格機関投資家である組合員に分配し、他の組合員との間で差額調整するなどにより、適格機関投資家以外の組合員に当該有価証券が渡ることは可能な限り避けるべきではないかと思われる。

#### 1.4.3 相続の場合

適格機関投資家の届出をしていた個人について相続が生じた場合、適格機関投資家の地位は個人の投資能力・経験に密接に関わる一身専属的な地位といえるため、相続の対象とはならない（民法896条但書）。

一方、相続による適格機関投資家取得有価証券の承継については、相続の性質は包括承継であり、権利の移転の過程に、売付けの申込みや、買付けの申込みの勧誘は存在しないこと（その理は法定相続分に従った相続の場合も、遺産分割協議に基づく場合も違いはないと考えられる）から、勧誘によらないで生じる承継であって、適格機関投資家向け有価証券の一般勧誘の規制に抵触せず、届出は不要と考えられる。更に、相続人が、相続した適格機関投資家取得有価証券を譲渡する場合にも、適格機関投資家向け有価証券の一般勧誘の規制は適用されず、届出は不要であると思われる<sup>58</sup>。

---

は、このように企業開示ガイドライン2-5⑤との関係でも適格機関投資家として取り扱われるLPSとする。

<sup>56</sup> 平成19年7月31日パブコメ回答19頁No.3参照。但し、同パブコメ回答では、特定の有価証券の取得だけのために組成された事業活動の実態がないような組合等が組合員に現物分配をするような場合について、「実質的には『有価証券の売出し』を行っているものとも考えられることから、具体的な規制の適用については、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられます。」と述べられており、かかる場合には勧誘に該当する可能性がある旨、示唆されている。

<sup>57</sup> 証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』（日本証券経済研究所、2007）73頁。適格機関投資家が倒産した場合の話として、適格機関投資家取得有価証券を適格機関投資家以外の者に譲渡したとすれば、問題であり、そのような場合には、発行者に連絡をして届出をさせるということになるのではないかという議論もなされている（証券取引法研究会編・前掲注3・38頁）。

<sup>58</sup> 勧誘を行う者が適格機関投資家である場合にのみ適格機関投資家向け有価証券の一般勧誘の規制の適用があるのは、転売制限について善意である一般投資者が、金商法4条2項違反の勧誘を受けて適格機関投資家取得有価証券を取得した場合に、それを他の一般投資者に転売する場合にまで同条の規制を課するのは酷であるためとされている（大蔵省内証券取引制度問題研究会編・前掲注6・42頁）。

## 2 特定投資家制度

### 2.1 投資家区分に関する問題点

#### 2.1.1 外国投資家の取扱いに関する問題点

金商法上、外国法人は、一律、一般投資家に移行可能な特定投資家と位置づけられている（金商法 34 条の 2、2 条 31 項 4 号、定義府令 23 条 11 号）。これは、金商法が、主として日本居住者である投資家を保護するものであることから、金融商品取引業者等が外国法人との間で取引を行う場合に各種の投資者保護規制を適用することは必ずしも必要でないからであるとされている<sup>59</sup>。

他方、外国投資家といえどもわが国の金融商品取引業者等と取引するものであるから、わが国「市場」等に対する信頼性確保の観点からは、外国投資家を一律に適用対象外と解することは適当でないと考えられている<sup>60</sup>。外国投資家のうち個人について、国内の個人投資家と同様の扱いとされ、一般投資家に移行可能な特定投資家に分類されていないのは、そのような観点によるものと解される。

前述のとおり、特定投資家制度は、投資の「プロ」である投資家に対しては行為規制の適用を除外して、取引コストの削減及び取引の円滑を促進することを目的とするものである。もっとも、外国投資家をどの区分で扱うかという問題は、それぞれの投資家類型が投資の「プロ」といえるか否かという問題とはやや趣を異にし、わが国市場の信頼性確保と取引の利便性等とのバランスを図る観点において、どの程度まで外国投資家の保護を図るべきかという問題であるといえる。それぞれの国において法制度、投資活動の実態、投資に係る投資家の知識の程度も異なるため、外国投資家を一括りにして要保護性を判断することは難しく、一般化に馴染まない側面はあると思われる。ただ、法人と個人とでは、投資活動の規模、リスクを吸収する財務基盤、及びリスク管理体制において顕著な差があるのが通常であろうと考えられることから、外国投資家についても法人と個人とで扱いを区別し、法人のみを原則的な特定投資家として扱うことについては、是認できるものと考えられる。

なお、外国の個人の中でも、外国籍の組合やパートナーシップ等の業務執行組合員（ゼネラル・パートナー）等について、現行法では、要件の該当性の確認が困難であることを理由に、「プロ成り可能なアマ」には位置づけられていないが<sup>61</sup>、理論的には、国内の民法上の組合等の業務執行組合員等と同様に、一定の要件の下でプロ成りを認めるのが整合的と考えられる。もっとも、外国のパートナーシップのゼネラル・パートナーは多くの場合は法人が務めていると考えられるため<sup>62</sup>、現実的な不都合は少ないのではないと思われる。

<sup>59</sup> 三井＝池田監修・前掲注 18・265 頁、松本ほか・前掲注 20・223 頁。

<sup>60</sup> 松尾＝松本・前掲注 20・184 頁。

<sup>61</sup> 松本ほか・前掲注 20・224 頁。

<sup>62</sup> 複層的に法人形態でないパートナーシップが連なっていることは想定されるが、最終的に個人が業務執行組合員等を務めている事例は少ないものと思われる。



## 2.1.2 プロ成り可能なアマの区分における問題点

一般の個人も、一定の要件を満たせば特定投資家に移行可能である（金商法 34 条の 4 第 1 項 2 号、金商業等府令 62 条）が、そもそも一般の個人投資家のプロ成りを認めることについては、慎重な意見が根強いようである<sup>63</sup>。もっとも、一般の個人投資家のプロ成りの要件は、純資産及び投資性の強い資産の合計額がそれぞれ 3 億円以上とされており、この基準を満たす世帯は平成 15 年度時点で全世帯の 1.5%にも満たないこと<sup>64</sup>、及び、1 年の取引経験が要求されることに照らすと、プロ成りの申出について自己責任の原理を働かせるに足りるだけの適切な手続が履行される限り、個人投資家の保護に大きく欠けるものとはならないと思われる。

なお、現状では、後記 2.2.1 のように、プロ成りを承諾することについて金融商品取引業者等がきわめて慎重な対応を取っている結果、一般的には、プロになるべきでない個人投資家がプロ成りする事態は生じにくい運用がなされているものと思われるが、今後、特定投資家制度のより効果的な活用を図っていく上では、投資者保護にも配慮しつつ、過度に慎重な運用とならないよう、後記第 4 で述べるような制度面・運用面の改善が図られることが望ましいと思われる。

## 2.2 移行手続等に関する問題点

### 2.2.1 「一律アマ扱い」の適否

金融商品取引業者等の中には、投資家区分に応じて対応することによる事務処理の煩雑さを避けるため、①各投資家の区分を問わず全ての投資家を一律に一般投資家として扱う業者、あるいは②元々特定投資家の区分に属するか又は特定投資家への移行要件を満たす者のうち、特に特定投資家として扱うよう申出をした者を除き、全ての投資家を一律に一般投資家として扱う業者もあるようである。

上記のような「一律アマ扱い」について、立法担当者は、金融商品取引業者等の自主的な対応として、行為規制に関して、特定投資家についても一般投資家と同様の対応を行うことは妨げられないものと考えられるとしつつ、特定投資家制度の趣旨は、特定投資家にとって取引コストを削減して取引の円滑化を図るためのものであることを踏まえれば、例えば、業者が、契約締結前交付書面の交付を不要とする特定投資家の意思に反して一律に一般投資家と同様の対応を行うことは、法適用の柔軟化を図る特定投資家制度の趣旨に合致しないとの見解を示している<sup>65</sup>。このような見解に対しては、特定投資家制度の特定投資

<sup>63</sup> 平成 17 年 12 月 22 日付金融審議会金融分科会第一部会報告・前掲注 13・19 頁、証券取引法研究会編『証券取引法研究会研究記録第 18 号 金融商品取引法の政令・内閣府令について』（日本証券経済研究所、2007）31 頁〔三井秀範発言〕。

<sup>64</sup> 平成 17 年 12 月 7 日付第 40 回金融審議会金融分科会第一部会参考資料 IV③・野村総合研究所「個人金融資産の分布の推計（平成 15 年度）」参照。

<sup>65</sup> 三井＝池田監修・前掲注 18・277 頁。なお、パブコメに対する金融庁の回答では、業者が契約締結前交付書面の交付を不要とする特定投資家の意思に反して一律に一般投資家と同様の対応を行うことは、法適用の柔軟化を図る特定投資家制度の趣旨に合致せず許容されないことに留意が必要

家にとってのメリットは、主として一般投資家には販売されない金融商品を手に入れるという点であり、コストの削減は副次的なものに過ぎないため、必ずしも当を得た議論ではないという批判も存在する<sup>66</sup>。

金融商品取引業者がこのような「一律アマ扱い」により、顧客が必要としない書面の交付を行うなど、結果的に顧客の意思に反した対応を行っているとするれば、業務のあり方として必ずしも好ましいことではないと思われる。もっとも、かかる「一律アマ扱い」は何らかの法令違反を構成するものではないと考えられ<sup>67</sup>、また、結果として業者側の取引コスト増加の抑制につながっているのだとするれば、(不要な書面の交付を受けることが煩雑であるという点を別にすれば)投資家にとっても不都合とは言えないと思われる。

そもそも、このような「一律アマ扱い」を行う金融商品取引業者等が登場した背景には、特定投資家制度の導入によっても、見込まれたほど取引コストの削減につながっていない等、投資家も金融商品取引業者等もいずれも十分にメリットを享受しておらず、かえって、プロ・アマの区分に応じた取扱いをすると事務処理が煩雑になり、取引コストが増す場合もあるという実態が少なからず影響していると思われる<sup>68</sup>。また、金融商品取引業者等は、「一律アマ扱い」を行っていれば、事務処理の煩雑さを避けられることに加え、手続違反等を理由にプロ成りの効果が否定された場合においても、プロでない投資家をプロとして扱ったものとして行政上又は民事上の責任(詳細は後記 2.2.2.2 参照)を問われるおそれはないが、この点も、金融商品取引業者等がかかる扱いを選択する上で、考慮要素の一つとされている可能性がある。それに加え、いわゆるネット証券会社等のインターネットを通じた業務を行う金融商品取引業者等においては、実務的・技術的に、プロ・アマの区分に応じた取扱いが困難な場合もあると思われる。

「一律アマ扱い」は、特定投資家制度が必ずしもその趣旨・目的に適う形では運用されていない一例であることは確かであるが、上記実態に鑑みれば、現状ではやむを得ない部分があると思われる。「過剰規制による取引コストを削減し、わが国の金融・資本市場における取引の円滑を促進する」という特定投資家制度の趣旨を達成するためには、金融商品取引業者等に過度な事務負担を強いることなく取引全体のコストを削減し、プロ成りする投資家はその恩恵を受けられることとなるよう、制度的にも実務的にも改善のための工夫が必要と思われる。

---

であると考えられる、とされている(平成19年7月31日パブコメ回答463頁No.7、松本ほか・前掲注20・219頁参照)。

<sup>66</sup> 伊藤靖史ほか「特定投資家一政令・内閣府令を受けて」証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討[3]』(商事法務、2008)154頁〔伊藤靖史報告〕。

<sup>67</sup> 伊藤ほか・前掲注66・154頁〔伊藤靖史報告〕。

<sup>68</sup> 実務上は、特定投資家向けの金融商品を販売する場合は、契約締結前交付書面が作成不要となることで、一定程度コストが抑えられても、特定投資家及び一般投資家に共通する商品の場合は、いずれにせよ一般投資家向けに契約締結前交付書面を作成しなければならないため、全体として特定投資家制度によるコスト削減の効果は限定的とのことである。その上、特定投資家の数自体も少ないことから、かかるコスト削減の効果をプロ向けの商品の開発・販売において手数料に反映させること等により特定投資家に還元することについても、現時点では消極的のようである。

## 2.2.2 プロ成りと適合性原則の関係

### 2.2.2.1 プロ成り手続への適合性原則の適用について

前記第1の2.2のとおり、金融庁の見解によれば、金融商品取引業者等が顧客に対してプロ成りの申出が可能である旨の告知を行う場合、及びプロ成りの申出を承諾する場合には、適合性原則（金商法40条1号）の適用があり、一般投資家の特定投資家への移行に関して、金融商品取引業者等は、当該一般投資家が特定投資家としてふさわしいかどうかを判断しなければならないものとされている<sup>69</sup>。

もっとも、金商法上、適合性の原則は、あくまで「金融商品取引行為について…(中略)…不相当と認められる勧誘を行う」ことを禁止するものであることから、適合性の原則をプロ成り手続の場面に適用することについては、有力な異論も唱えられている。すなわち、一般投資家から特定投資家への移行は、厳密には金融商品取引行為には当たらないため、かかる移行の勧誘に適合性の原則を適用することにつき議論があり<sup>70</sup>、また、「勧誘」を前提とする以上、金融商品取引業者等からの勧誘がなく、投資家の側からプロ成りを希望してきた場合については、適合性の原則の適用はないのではないかとの議論がなされている<sup>71</sup>。このうち、前者の議論については、「金融商品取引行為について」との文言の意味を広くとらえれば、一般投資家から特定投資家への移行がカバーされ得ないわけではないとの見解<sup>72</sup>や、金商法40条1号では、特定投資家への移行により、将来の勧誘の際に適合性の原則が適用されなくなる結果、保護に欠けるおそれが出てくる事態もカバーされていると読むこともできなくはないので、条文自体は決め手にならないとの指摘もある<sup>73</sup>。また、前者及び後者双方の議論につき、仮に金商法40条1号が適用されないとしても金商法36条1項の誠実義務違反になり得るとの見解もある<sup>74</sup>。

そもそも、プロとして扱うに足る能力を有しない投資家がプロ成りすることに伴い投資者保護に欠ける事態となることは可能な限り避けるべきであることは言うまでもない。しかし、そのような不適切なプロ成りを防ぐために、適合性の原則の適用により（あるいは、論者によっては、誠実義務の内容として）、行政上の制裁又は民事上の責任を伴う形で、金融商品取引業者等にプロ成りの適否を審査する役割を担わせることは、金融商品取引業者等の負担が過大かつ一方的なものとなり、プロ成りへの承諾を極端に萎縮させかねず、その観点からは妥当性を欠くようにも思われる。投資家保護とプロ・アマ間の移行制度の利便性を両立させる観点からは、むしろ、後記第4で述べるようにプロ成りの要件をより客観化し、手続を明確化していくことが望ましいものと思われる。

---

<sup>69</sup> 平成19年7月31日パブコメ回答207頁No.62、No.63、三井＝池田監修・前掲注18・273頁。なお、当該一般投資家が個人の場合、金商業等府令61条又は62条の要件を満たしているかも判断する必要がある（金商法34条の4第2項）。

<sup>70</sup> 梅本剛正ほか「業者の禁止行為・特定投資家」証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討〔1〕』（商事法務、2007年）162頁〔川口恭弘発言〕、岩原ほか・前掲注20・93頁〔神田秀樹発言〕。

<sup>71</sup> 岩原ほか・前掲注20・92頁〔武井一浩発言〕。

<sup>72</sup> 伊藤ほか・前掲注66・154頁〔伊藤靖史報告〕。

<sup>73</sup> 岩原ほか・前掲注20・93頁〔藤田友敬発言〕。

<sup>74</sup> 伊藤ほか・前掲注66・154頁〔伊藤靖史報告〕。

## 2.2.2.2 プロ成りの際の手続・要件違反の効果について

特定投資家に移行するために必要な資産要件を満たしていない顧客のプロ成りを認める等、プロ成りに関し、金融商品取引業者等が金商法に定める手続（上記の資産要件確認義務のほか、同意書の取得義務等）に違反した場合、一般投資家から特定投資家への移行は効力が発生せず、さらに、金融商品取引業者等は当該顧客を特定投資家として取り扱うことはできないので、当該顧客を相手方とする取引において、一般投資家としての行為規制を遵守していなければ、その点についても行政上の処分の対象となると考えられている<sup>75</sup>。また、かかる行為規制の違反により顧客に損害を生じさせていた場合は、金融商品取引業者等は、民事上の損害賠償責任を負担する可能性もあり、さらに、本来「特定顧客」に該当しない者に対して重要事項の説明義務を果たしていなかったこととなり、金販法上の説明義務違反の際の損害額の推定規定の適用を受けることにもなる。

これに対し、プロ成りの勧誘や承諾の場面における、狭義又は広義の適合性の原則の違反については、上記の手続違反に含まれるものかは明確でなく、適合性の原則の違反が移行の効果に影響するか否か、及び当該違反について行政上又は民事上の責任が生じ得るのか、という点についても、明確な公的解釈は示されていない。この点、適合性の原則はその義務内容が一義的に定まるものでない性質上、その違反について事後的にプロ成りの効果が覆滅されたり、損害賠償責任の追及等がなされるとすると、法的安定性を欠き、プロ成り手続きへの金融商品取引業者等の対応をさらに硬化させる可能性もあり、適切でないと思われる<sup>76</sup>。また、金融商品取引業者等が顧客のプロ成りを認められる場面がきわめて限定的になるおそれがあり、制度の円滑な運用を図る上でも適当でないと思われる。

## 2.3 投資家の状況の変化に関連する問題点

特定投資家の要件（金商法 2 条 31 項、定義府令 23 条）や、特定投資家への移行要件には、一定の資格や、資本金の額や資産を有することを求めるものがあるが、適格機関投資家の届出若しくはその有効期間の満了、法人顧客の増減資、上場若しくは上場廃止、又は個人顧客の資産の増減等により、当該要件を満たすか否かの状態に変動が生じた場合、どのように取り扱うべきか。

原則的な一般投資家である投資家が、適格機関投資家の届出、許認可の取得、上場又は資本金 5 億円以上となる増資等により、原則的な特定投資家と扱われる要件（金商法 2 条 31 項各号）を満たすことになった場合には、その時点以降、当該投資家との間で契約の締結やその勧誘がなされる場合は、特定投資家としての扱いをすべきことになる<sup>77</sup>。一般投資家に移行可能な特定投資家に該当する場合は、アマ成り申出に係る告知（金商法 34 条）を

<sup>75</sup> 三井＝池田監修・前掲注 18・278 頁。

<sup>76</sup> 他方、適合性の原則は行政規制であるから、その違反があるとされる場合は、少なくとも行政処分がなされる可能性はあるとの見解もある（岩原ほか・前掲注 20・95 頁〔松尾直彦発言〕）。また、「適合性原則から著しく逸脱した取引の勧誘」という最判平成 17 年 7 月 14 日民集 59 卷 6 号 1323 頁で示された要件に該当する勧誘が行われた場合は、民法上の不法行為に基づく損害賠償請求の対象となる可能性も完全には否定できない。

<sup>77</sup> 既にプロ成りしていた場合は、特定投資家としての扱いが継続されることになる。

行うことが必要である。その反対に、原則的な特定投資家である投資家が、適格機関投資家として扱われる期間の満了、許認可の喪失、上場廃止又は減資等により、特定投資家の要件（金商法2条31項各号）を満たさなくなった場合、その時点以降、当該投資家との間で契約の締結やその勧誘がなされる場合は、一般投資家としての扱いをすべきことになる<sup>78</sup>。

もっとも、金融商品取引業者等において把握することが難しい事由、例えば、資本金要件については、資本金5億円以上の株式会社が減資を行い、資本金が5億円未満となった場合において、金融商品取引業者等が顧客の資本金について定期的（例えば1年ごと等）に確認しているにもかかわらず当該事情を知ることが困難であった場合には、基本的に、当該顧客から通知を受ける等により当該事情が明らかになるまでは、「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5億円以上であると見込まれる」場合に該当し得るとされており<sup>79</sup>、資本金の変動により投資家区分に変更が生じることが明らかになるまでは、従前の区分に応じた取扱いが可能である。

他方、上場及び上場廃止については、認識可能性が高く、金融商品取引業者等が適時適切に把握すべきと解されており<sup>80</sup>、当該事象が認識可能になった以後は、新しい区分を前提にした取扱いが必要になると考えられる。適格機関投資家の届出及びその失効や、公示される許認可の取得・喪失についても、認識可能性のあるものとして、上場及び上場廃止と同様の取扱いをなすべきものと思われる。

以上に対し、プロ成りしている個人が、期限日までの間に、プロ成りのための純資産額や投資性金融資産額の要件を事後的に満たさなくなった場合も、期限日までは引き続き特定投資家とみなされる<sup>81</sup>。かかる場合に、金融商品取引業者等が自主的な対応として、当該投資家に対して一般投資家と同様の対応を行うことは妨げられないとされている<sup>82</sup>。平成21年改正後は、そのように移行要件を満たさなくなったことが明らかになった場合、当該投資家にアマへの復帰申出を促す対応を取ることも考えられる。

なお、金融商品取引業者等は、適合性の原則を踏まえてプロ成りの承諾の適否を判断する必要があることへの考慮も働いてか、実務的・内部的には、これらの純資産及び投資性金融資産の要件は、法律上の最低要件よりも高めに設定する傾向があるようである<sup>83</sup>。ただ、今後、プロ成りの適否に関する適合性の原則の適用が強調されるようなことがあると、プロ移行後に移行要件を満たさなくなった後も特定投資家扱いをすることは不相当であるので業者としては移行要件の充足を随時確認すべき、という要求をされかねないため、留意が必要である。

## 2.4 特定投資家に対する説明義務

金融商品取引業者等は、顧客が特定投資家であることにより金商法や金販法に基づく説明義務が免除される場合であっても、民法上の信義則を根拠とする説明義務等の民事上の

<sup>78</sup> 既にアマ成りしていた場合は、一般投資家としての扱いが継続されることになる。

<sup>79</sup> 松本ほか・前掲注20・223頁、平成19年7月31日パブコメ回答107頁、108頁No.11乃至14。

<sup>80</sup> 松本ほか・前掲注20・222頁、平成19年7月31日パブコメ回答107頁No.9。

<sup>81</sup> 平成19年7月31日パブコメ回答206頁No.56乃至59。

<sup>82</sup> 平成19年7月31日パブコメ回答206頁No.56乃至59。

<sup>83</sup> 岩原ほか・前掲注20・95頁〔永井智亮発言〕。

義務が免除されるとは限らないと考えられている<sup>84</sup>。

では、金融商品取引業者等は、特定投資家に対して具体的にどのような説明義務を負っているか。

この点、金商法施行前の事案ではあるが、東京地判平成 21 年 3 月 31 日（旬刊金融法務事情 1866 号 88 頁）<sup>85</sup>は、デリバティブ取引に関し豊富な経験を有する株式会社である顧客ら（原告ら）と証券会社（被告）との間の金利スワップ取引について、被告の説明義務違反を認め、不法行為に基づく損害賠償責任を認めたものであり、プロ的な投資家に対しても民事上の説明義務違反の成立を認めたものとして注目に値する。同判決は、「証券会社と顧客との間には、取引対象である金融商品に関する知識や取引経験、情報収集能力等に大きな格差が存在するのが一般的であり、取引対象の中にはデリバティブ取引のようにハイリスク・ハイリターン金融商品も含まれていることにもかんがみれば、証券会社は、顧客に対して金融商品の取引を勧誘するに際し、顧客が自己責任の下に取引を行うか否かを決定するために必要な当該金融商品の仕組みやリスク等の情報につき、当該金融商品の特質、当該顧客の理解力や取引経験等に応じて必要かつ相当な範囲で具体的な説明を行うべき信義則上の義務を負う」との一般論を示した後、当該具体的事案において、被告内部の特別取引検討委員会では、「分析表」の交付を条件として原告らとの取引を承認していたにもかかわらず、かかる「分析表」の交付ないしこれに基づくリスク説明を行うことなく、原告らとの取引の締結に至ったことは、原告らの自己責任に基づく自主的な投資決定の判断にとっての前提条件の充足を阻害するものと評価することができ、原告らがデリバティブ取引に関し豊富な経験を有していることを考慮したとしても、証券会社の顧客に対する説明義務に違反するものと評価せざるを得ないとしている（なお、原告らと被告の過失割合は 2 : 1 であるとして過失相殺がなされた。）。

上記判決は、原告らがデリバティブ取引に関し豊富な経験を有することを認定しつつ、被告からの情報提供及び説明の欠如が、原告らの自己責任に基づく自主的な投資決定の判断にとっての前提条件の充足を阻害したことをもって、被告の民事上の説明義務違反を認めている点で、金商法下における、金融商品取引業者等の特定投資家に対する民事上の説明義務及びその違反の効果との関係でも、一定の先例的価値を有するものと思われる。上記判決につき、顧客がプロ的な投資者であっても、証券会社などの業者の民事上の説明義務（情報提供義務）が必ずしも軽減されるものではないことを示唆するものであり、プロ的な投資者ほど、業者に対して投資判断に必要な情報をより求めるであろうことから、首肯できる、として支持する見解もある<sup>86</sup>。

もっとも、金商法では、特定投資家は、その知識・経験・財産の状況等から金融商品取引にかかる適切なリスク管理を行うことが可能な者であることを理由として、業者と顧客との間の情報格差の是正を目的とする行為規制の適用が除外されているが<sup>87</sup>、ここで「リスク管理を行うことが可能」とは、特定投資家が自己責任で投資判断に必要な情報を収集可

<sup>84</sup> 平成 19 年 7 月 31 日パブコメ回答 674 頁 No. 10、松本ほか・前掲注 20・221 頁。

<sup>85</sup> 当該事案は、控訴審において、和解により終結している。

<sup>86</sup> 松尾直彦「金利スワップ取引の説明義務違反を認めた裁判例-東京地判平 21. 3. 31 を契機として」旬刊金融法務事情 1868 号（2009）13 頁。

<sup>87</sup> 三井＝池田監修・前掲注 18・266 頁。

能であることも意味していると考えられる。そのような属性に照らすと、顧客が特定投資家であれば、業者との間に情報格差が存在するとしても、原則として当事者間の交渉等で適宜必要な情報を交換することによってかかる格差を解消していけば足り、業者に民事上の説明義務を課す形で情報格差を埋めるという扱いは、少なくとも特定投資家制度の想定する当事者間の関係にはそぐわないと思われる。仮に、上記判決の指摘するような「自己責任に基づく自主的な投資決定の判断にとっての前提条件の充足を阻害」するほどに不十分な情報しか得られていないのであれば、投資家が自ら必要と考える追加の情報を業者に対して請求することが本来の姿であり、かかる追加情報の存在に気付かず投資判断をすることも、投資家の自己責任の問題といえるのではないかと思われる<sup>88</sup>。勿論、プロである特定投資家といえども、業者に情報提供を求めたにも拘らず、情報提供がなされなかったり、虚偽の情報が提供される場合は、もはや自己責任の原理が働く前提を欠くといえ、業者に説明義務違反の成立を認め得るであろう。

### 3 プロ向けルールの対象となる投資家の判定に関する問題点

適格機関投資家制度及び特定投資家制度の双方に関係する論点として、金融商品取引に係る契約の締結やその勧誘の直接の対象となる投資家の背後に当該投資家を通じて間接的に投資を行う投資家が存在する場合に、いずれの投資家についてプロ投資家への該当性を判断すべきかという問題が生じ得る。

適格機関投資家への該当性については、原則的には直接の勧誘対象者の属性のみから判断されるが、直接の勧誘対象者が適格機関投資家であっても、信託、投資一任勘定、組合（LPSを含む。）等を通じて適格機関投資家以外の者が間接的に投資を行っていること等を勧誘者が知っている場合は、当該勧誘対象者は適格機関投資家には該当しないものとして取り扱われる（企業開示ガイドライン 2-5）。これは、適格機関投資家向けの有価証券が一般投資者の手に渡る事態を可及的に防止する趣旨の規定と解されるが、前記 1.4.2 で述べた LPS の例のように、適格機関投資家向けの有価証券を一般投資者が取得する余地はなお残っている<sup>89</sup>。

これに対し、特定投資家への該当性については、パブリック・コメントへの金融庁の回答によれば、基本的には金融商品取引契約を締結する当事者を基準に判断すべきであると考えられるが、最終的には実質的な取引の当事者が誰であるかを個別事例ごとに実態に即して実質的に判断すべきであるとされている<sup>90</sup>。このパブリック・コメント回答からは具体的な判断基準は明確ではないが、基本的に、直接の契約当事者の背後で間接的に投資を行

<sup>88</sup> 和仁亮裕ほか「投資家様と説明義務」旬刊金融法務事情 1873 号（2009）1 頁も同旨。

<sup>89</sup> 企業開示ガイドライン 2-5 では、信託については、一般投資者に有価証券が交付されるおそれのある信託契約であれば、実際に一般投資者への現物交付を目的としているか否かに拘らず、信託銀行の適格機関投資家該当性が否定されるのに対し、組合については、一般投資者に有価証券を現物配当することを目的として特定の有価証券の取得のみのために組成された場合に限り業務執行組合員等又は LPS の適格機関投資家該当性が否定される。そのため、有価証券以外の財産の組込みを予定している LPS については、有価証券の現物配当の可能性があっても、適格機関投資家に該当し得ることとなる。

<sup>90</sup> 平成 19 年 7 月 31 日パブコメ回答 183 頁 No. 7

う投資家が金融商品取引契約の締結について実質的に判断を下している場合は、かかる背後の投資家の能力等に応じた保護が図られるべきと考えられる。ただ、必ずしも背後の投資家の属性を知りえない金融商品取引業者等の立場を踏まえると、上記の企業開示ガイドラインの要件と同様に、金融商品取引業者等が背後の投資家の属性を認識している場合限り、当該投資家の属性を基準として特定投資家該当性を判断するアプローチが適当と思われる。

### **第3 プロ向けルールの流用場面における問題点**

#### **1 適格機関投資家概念の流用**

適格機関投資家は、有価証券投資に関する専門的知識・経験を有する者であるとされていることから、開示規制の場面以外においても、投資のプロの類型として、適格機関投資家の概念が流用されている。

##### **1.1 適格機関投資家等特例業務**

適格機関投資家が投資家として参加する集団投資スキームに関しては、前記第1の1.2.2(i)及び(ii)に記載する自己募集及び自己運用について、適格機関投資家等特例業務としての届出を行った場合、金融商品取引業の登録が不要とされる。

投資等に関する専門的知識及び経験を有するとされる適格機関投資家が1名でも出資する集団投資スキームであれば、①危険性の少ない投資対象であるとの蓋然性が認められること、②適格機関投資家が集団投資スキームの運用等について率先して監視を行うことが期待されること、の2点が、適格機関投資家を最低1名は必要とする趣旨であるとされている<sup>91</sup>。

前記第2の1.2.2において検討したように、適格機関投資家が、必ずしも有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を実際に有するとは限らず、上記①②をもって、適格機関投資家等特例業務につき金融商品取引業の登録が不要な根拠とする上では、適格機関投資家の能力について一定の擬制が含まれざるを得ない。また、適格機関投資家からの出資の額や比率についての定めもない<sup>92</sup>ため、適格機関投資家が1円でも出資を行えば、形式的には適格機関投資家等特例業務の要件を満たすことになる。そのような場合にも、上記趣旨が当てはまるかについては、疑問がないではない。

もっとも、適格機関投資家等特例業務の要件に、49名以下の一般投資家も含めることとした趣旨は、基本的に適格機関投資家が出資者となるファンドであっても当該ファンドと関係の深い一般投資家（たとえばファンド運営会社の役員等）も出資している場合が多いとの実態を踏まえ、そうした者が少数に限られる場合には、一般投資家を念頭においた規制を一律に適用するのではなく、プロ向けファンドとして簡素な規制とすることにある<sup>93</sup>。

<sup>91</sup> 岸田監修・前掲注10・774頁〔館大輔・上林英彦〕。

<sup>92</sup> 平成19年7月31日パブコメ回答538頁No.6。

<sup>93</sup> 花水・前掲注10・67頁、平成19年7月31日パブコメ回答540頁No.14参照。



集団投資スキーム持分は、一般に、その組成において投資者の需要等を踏まえながらその内容を確定させていく方法等が取られること<sup>94</sup>に照らすと、投資家が 49 名以下という少人数に限られる場合、一般的に、投資家は投資判断や投資後の運用状況の把握に必要な情報を請求できる取引上の強力な地位を有すると考えられるため、事実上一般投資家の利益が損なわれる可能性は低いのではないかと考える。なお、実務上多くの集団投資スキームが、適格機関投資家等特例業務の特例を利用して、自己募集及び自己運用を行っており<sup>95</sup>、同制度の存在が、金融イノベーションの進展に寄与している面もあると思われ、金融イノベーションの阻害防止という制度目的は一定程度達成されていると思われる。

## 1.2 租税特別措置法上の「機関投資家」と適格機関投資家との不一致

資産の流動化に関する法律（以下「資産流動化法」という。）上の特定目的会社を利用して資産の流動化を行う場合において、特定目的会社の発行する特定社債及び優先出資を引き受ける者が租税特別措置法上の機関投資家に限定されていることその他一定の要件を満たす場合には、特定目的会社が行う利益配当を損金に算入することができ、特定目的会社とその社員における二重課税を回避することができる（いわゆるペイ・スルー課税）（租税特別措置法 67 条の 14 第 1 項 1 号ロ、租税特別措置法施行規則 22 条の 18 の 4 第 1 項）。

もっとも、租税特別措置法上の機関投資家の範囲は、金商法施行による適格機関投資家の範囲拡大前の、旧証券取引法上の適格機関投資家と同一であり、現行の金商法上の適格機関投資家の範囲より狭い。

金商法の適格機関投資家と租税特別措置法上の機関投資家の範囲が異なる点については、同一にすべしという声が、官庁を含めて広く起こっているとのことである<sup>97</sup>。

## 2 特定投資家概念の流用

### 2.1 信託業法における特定投資家との取引に係る行為規制の不整合

金商法制においては、利用者保護ルールの徹底を図る観点から、同じ経済的性質を有する金融商品には同じルールを適用することとし、信託業法においても、投資性の強い信託

<sup>94</sup> 平成 19 年 7 月 31 日パブコメ回答 553 頁 No. 69 及び No. 70 参照。

<sup>95</sup> 平成 22 年 8 月 31 日において、およそ 2,500 の業者（証券取引法等の一部を改正する法律（平成 18 年法律第 65 号）附則 49 条に従い届出を行った者を含む。）が適格機関投資家等特例業務の届出を行っている。

<sup>96</sup> 金商法施行後、適格機関投資家の届出を行う者の数が急増しているが、この背景には、適格機関投資家の範囲が拡大したことに加え、適格機関投資家等特例業務制度を目的とした届出が増加したことが背景にあるのではないかと推測される（金商法施行前の平成 19 年 8 月 31 日において効力を有する届出件数は合計 78 件であったが、前記第 2 の 1.1 のとおり、平成 22 年 9 月 14 日において効力を有する適格機関投資家の届出件数は合計 594 件であり、金商法施行前と比べると件数は 7 倍以上に増加している。）。

<sup>97</sup> 大橋宏一郎ほか「開示規制と適格機関投資家概念 金商法と平仄をあわせ税務上の適格投資家概念の拡大を」金融財政事情 2771 号（2008）80 頁。

契約を、特定信託契約<sup>98</sup>として金商法上の各種行為規制を準用している。また、各種行為規制の準用に対応し、金商法上の特定投資家の概念も準用され、特定信託契約の委託者が特定投資家である場合には、一定の行為規制が除外されている。

信託業法上、信託会社には、信託の引受けの際に事前説明義務が課されており（信託業法 25 条）、また、信託が特定信託契約に係るものである場合には、それに加え、準用される金商法に基づく説明義務も課される（信託業法施行規則 30 条の 24 第 2 号）<sup>99</sup>。ここで、委託者が適格機関投資家等以外の特定投資家である場合には、以下のように、特定信託契約による信託の引受けに係る事前説明義務の範囲が、それ以外の信託の引受けに係る事前説明義務の範囲よりも狭くなっており、投資性の弱い信託の引受けを行う場合の方が、投資家の保護が厚くなるという事態が生じている<sup>100</sup>。

| 信託の引受けの<br>類型                  | 事前説明義務の対象   | 投資家の属性 |                                |                                |
|--------------------------------|---|--------|--------------------------------|--------------------------------|
|                                |   | 一般投資家  | 適格機関投資家等<br>でない特定投資家           | 適格機関投資家等                       |
| 特定信託契約による<br>信託の引受け            | 信託会社の商号及び信託業法 26 条 1 項 3 号から 15 号までに掲げる事項<br>(信託業法 25 条本文)                                    | ○      | ○                              | ×<br>(信託業法 25 条但書)             |
|                                | 準用される金商法 37 条の 3 第 5 号及び第 7 号に掲げる事項 (信託業法 26 条 1 項 16 号の内容も含まれる)<br>(信託業法施行規則 30 条の 24 第 2 号) | ○      | ×<br>(信託業法施行規則 30 条の 24 第 2 号) | ×<br>(信託業法施行規則 30 条の 24 第 2 号) |
| 特定信託契約以外<br>の信託契約による<br>信託の引受け | 信託会社の商号及び信託業法 26 条 1 項 3 号から 15 号までに掲げる事項<br>(信託業法 25 条本文)                                    | ○      | ○                              | ×<br>(信託業法 25 条但書)             |
|                                | 信託業法 26 条 1 項 16 号に掲げる事項<br>(信託業法 25 条本文)   | ○      | ○                              | ×<br>(信託業法 25 条但書)             |

<sup>98</sup> 金利、通貨の価格、金融商品市場（金商法第 2 条第 14 項に規定する金融商品市場をいう。）における相場その他の指標に係る変動により信託の元本について損失が生ずるおそれがある信託契約として内閣府令で定めるものをいう（信託業法 24 条の 2）。具体的には、投資性の強くない①公益信託、②元本の全部補てん付き信託、③信託財産を普通預金等のみで運用することが約され、かつ、信託報酬等の手数料が運用収益の範囲内で定められる信託、④管理型信託、及び、⑤金銭・有価証券等以外の物・権利の管理・処分目的の信託が特定信託契約から除外されるという建付になっている（信託業法施行規則 30 条の 2 第 1 項）。

<sup>99</sup> 信託業法上の説明義務と準用される金商法の規定に基づく説明義務の重複を解消するため、信託業法 25 条において、特定信託契約による信託の引受けについては、同法 26 条 1 項 16 号の事項が説明対象から除かれている。

<sup>100</sup> 委託者が特定投資家であって、適格機関投資家でない場合には、信託の引受け一般であれば提供される一部の契約締結前交付書面の記載事項の情報提供が行われないことになる。

## 2.2 資産流動化法における特定投資家制度の流用

資産流動化法上、資産対応証券の募集等を行う特定目的会社、資産対応証券の募集等の取扱いを行う特定譲渡人及び特定目的信託の受益証券の募集等を行う原委託者について、金商法上の各種行為規制及びそれに対応する特定投資家制度が準用されている（資産流動化法 209 条 1 項、286 条 1 項）。もっとも、特定投資家制度に係る規定のうち、プロ成り及びアマ成りに係る金商法 34 条の 2、34 条の 3 及び 34 条の 4 は準用されていない。かかる募集等の場面でも、プロ成り・アマ成りのニーズは存在すると思われ、他の業法とのバランスからは、資産流動化法においても、プロ成り制度及びアマ成り制度を準用し、一定の柔軟化を図るべきといえる。

### 第 4 プロ向けルールの活用のための対策・改善点

利用者保護とリスク・キャピタルの供給の円滑化の両立、過剰規制によるコストの削減等のプロ向けルールの趣旨・目的自体には実務界として特段の異論はほぼないと思われるにもかかわらず、プロ向けルール、とりわけ特定投資家制度については、前述のように「一律アマ扱い」をする金融商品取引業者等もあり、プロ成りする一般投資家の比率も少ないなど、全体的な利用状況は十分とはいえない<sup>101</sup>。

プロ成りの件数が少ない理由としては、①現行の特定投資家制度では、移行の対象となる取引の種類が 4 種類しかなく、特に有価証券取引に係る契約（金商業等府令 53 条 1 号）について、有価証券取引のオールラウンド・プレイヤーでなければプロ成りにくいこと、②制度内容・手続が煩雑な割に、業者及び投資家にとってプロ成りをするメリットがほとんどないこと、③プロ成りの勧誘及び承諾に適合性の原則が適用されることを踏まえ、事実上、業者の側からプロ成りについての働きかけをしていないこと、等が考えられる。上記③については、業者は、プロ成りの勧誘を内規等によって禁止していたり、プロ成りの申出に対し承諾する場合もコンプライアンス部門の決裁等の厳格な手続を踏んでいるなど、総じて慎重な対応を取っているようである。

そこで、以下において、現状の特定投資家制度の課題を踏まえて、プロ向けルールを活用するための対策・改善点を検討する。

#### 1 プロ・アマ間の移行に係る契約区分の細分化

現状、特定投資家制度において、4 種類の契約単位でのみ、プロ・アマの移行が可能となっているが、これをより細分化し、有価証券取引関連の契約でも、有価証券の種類ごとや個別の取引ごとに移行が可能な制度とすることが考えられる。これは、例えば、株式については豊富な投資経験と十分な知識があるが、社債その他の有価証券については知識も投資経験もない顧客の場合、株式についてはプロ成りして金商法上の説明義務や書面交付義

---

<sup>101</sup> プロ成りやアマ成りを行う顧客の数は限定的であり、特定投資家制度が積極的に利用されていないという実態があると言われている。大手証券会社であっても、その顧客のうち、プロ成りをした者は、20 社から 30 社（全体の数％）に過ぎない場合もあるとのことである。

務等の適用を除外してもよいが、社債については一般投資家としての保護を受けたいというニーズが存在すると推測されるからである。この点、契約の種類を4種類に限定したのは、契約の種類を過度に細分化すれば制度が複雑化し、投資者区分の管理などの実務負担が重くなりすぎること配慮したからであるとされている<sup>102</sup>。そのことから、金融商品取引業者等の負担が重くなりすぎないように配慮しつつ、きめ細やかに顧客のニーズを満たし得る契約区分が検討されてよいように思われる。

## 2 プロ限定取引業態

特定投資家制度が十分活用されていない背景には、投資家にとってプロ成りするメリットが乏しいことが挙げられる。この点で、販売対象が特定投資家に限定され、かつ、特定投資家のニーズに特化した内容のプロ向け金融商品の取引が盛んになれば、そのようなプロ向け金融商品の取引に参加するためのプロ成りも促進されると思われる。なお、このプロ向け金融商品の取引の促進につながりうる環境整備の一つとして、平成20年金商法改正により、特定投資家向け有価証券を流通させる際の枠組みが整備されるとともに、特定取引所金融商品市場（いわゆるプロ向け市場）としてのTOKYO AIMが開設されたことにより、プロ向けの金融商品の取引を行う下地はできつつある。しかし、現段階でプロ向け市場に具体的な上場企業はなく、同市場の業務が軌道に乗るにはなお時間を要すると思われる。

こうしたプロ向け金融商品を取り扱おうとする金融商品取引業者等の立場においては、そもそも取引可能な顧客を特定投資家に限定し、取扱商品もプロ向け金融商品に限定するという業態を採用する場合、アマ向けの交付書面を用意すること等が不要になるため、行為規制の適用除外による取引コスト削減の恩恵を受けやすくなると思われる。ひいては、投資家に対しても、より有利な条件の金融商品への投資機会の提供等の形で、取引コスト削減のメリットが還元されやすくなるのではないかと考えられる。

もっとも、金融商品取引業者等が特定投資家のみと取引をする業態を採用する場合も、顧客がアマ成りの申出をした場合は承諾する義務があるため（金商法34条の2第2項）<sup>103</sup>、承諾後は当該顧客との取引は行えないことになる。これにより、当該金融商品取引業者等との取引の継続を望みつつ、アマ成りすることを希望する顧客にとっては、アマ成りの申出が事実上封じられることになるため、投資者保護の観点で、かかる業態の採用の可否が問題となる。この点、金融商品取引業者等が、金融商品取引業の登録をする段階から特定投資家のみを取引の相手方とすると明示していた場合に限って、かかる登録は可能であり、かつ、そのような業態であることを理由として、顧客の一般投資家への移行の承諾を拒絶するか、又は一般投資家への移行について承諾しつつも以後の取引を拒絶する、という対応が許容される余地があるとの見方もある<sup>104</sup>。ただ、投資家への明示という点を重視するな

<sup>102</sup> 三井＝池田監修・前掲注18・272頁。

<sup>103</sup> 従前は正当な理由があれば申出を拒絶できるとされていたが（旧金商法34条の2第2項）、平成21年改正により、申出は拒絶できないこととされた。

<sup>104</sup> 証券取引法研究会編・前掲注37・28頁〔松尾直彦発言〕。なお、同発言では、この場合のアマ成りの承諾の拒否が「正当な理由」（金商法34条の2第2項）にあたるかどうかについての議論があるが、上記注104記載のとおり、同項の「正当な理由」による承諾拒否を認める部分は、平成21年金商法改正で削除されている。同改正後は、プロ限定の取引を行いたい金融商品取引業者等は、

らば、当該金融商品取引業者等が新規登録の場合と、既に登録を有して、新たに同様の特定投資家向け業務を開始する（そのために必要な変更登録を伴う）場合とで、異なることはないと考えられる。また、顧客が、取引開始段階において、取引をする金融商品取引業者等が特定投資家のみを相手方とする業態であり、一般投資家に移行すると取引は継続できないことを十分に理解及び同意した上で、特定投資家として取引を開始しているのであれば、当該顧客は、将来一般投資家としての保護を享受する余地を残すために（特定投資家専用ではない）他の業者を選択することや当該取引自体を行わないことも可能である中で、あえて特定投資家専用の業者との取引を選択したものといえる。そのような場合、事後に当該顧客が特定投資家でなくなった場合に、取引が継続できなくなることもとしても、直ちに投資家保護に欠けることとはならないと思われる<sup>105</sup>。

但し、かかる取引形態は、顧客が将来のアマ成りが事実上不可能になることも織り込んだ投資判断を迫られる点で、十分に顧客の意思確認がなされる必要があり、特定投資家専用という業態について十分な説明がなされるべきであること、プロ成りの誘因となり得る取引であるため、取引開始時に顧客のプロ成りを伴う場合は特に慎重な手続きが取られるべきであること、取引開始後に顧客が特定投資家の要件を満たさなくなった場合や、申出により一般投資家への移行又は復帰が生じた場合にも、既存取引の処理について投資家を害さない適切な対応が採られるべきこと<sup>106</sup>には、投資家保護上留意すべきと考えられる。

### 3 移行要件の客観化

既に述べたとおり、プロ成りに関しては適合性の原則が適用されると解されているが、特定投資家に移行するための手続要件や資産要件と異なり、適合性の原則については明確な基準がなく、各金融商品取引業者等が顧客ごとの実質判断を要求される。そして、適合性原則の違反を理由にプロ成りの効果が否定された場合、前記 2.2.2.2 で述べたとおり、行為規制の違反に当たる場合は金融商品取引業者等は行政上及び民事上の責任を負う可能性があるとの見解もあり、また、説明義務違反を伴う場合は金販法上の損害額の推定規定の適用もあり得る。現状、かかる責任と比べて、金融商品取引業者等が顧客のプロ成りを承諾することで得られるメリットは小さいと考えられ、そのことが、金融商品取引業者等がプロ成りの承諾に過度に消極的であることにもつながっていると考えられる。

法的安定性を確保しつつプロ・アマ間の移行の利便性を高めるという観点からは、特定投資家制度における移行の要件は、可能な限り客観化し、財産的要件や取引経験年数など、客観的に判断可能な内容にとどめることも考えられる<sup>107</sup>。但し、その一方で、適合性の原則

---

アマ成りの不承諾という形ではなく、顧客からのアマ成りの申し出は承諾しつつ、（予め顧客と合意するところに基づき）事後の取引を拒絶する、という対応を取ることになると思われる。

<sup>105</sup> 伊藤ほか・前掲注 66・161 頁〔伊藤靖史発言〕参照。

<sup>106</sup> 既存取引残高の解消をする時期・範囲が問題として認識されており、一律強制解約することは困難との見方がなされている（証券取引法研究会編・前掲注 37・27 頁〔中村聡発言〕、28 頁〔山田剛志発言〕）。なお、特定投資家であった間に締結した既存契約に関して法令又は契約に基づき行う行為（例：取引残高報告書の交付等）については、法令上は、特定投資家でなくなった後も引き続き特定投資家として扱うことが可能であると解される。

<sup>107</sup> 岩原ほか・前掲注 20・93 頁〔神作裕之発言〕参照。例として、顧客が一定のアンケート等に回答

の適用という形をとらなくても、プロとして扱うに十分な投資判断能力を有しない投資家のプロ成りを可能な限り防止できるよう、金融商品取引業者等側からのプロ成りの勧誘を法令上明確に制限し、また、プロ成りのリスクを顧客に正確に理解させるための手続を整備する<sup>108</sup>、といった対応を併せ行うことが必要と思われる。

#### 4 プロ投資家の自己責任

前記 1 乃至 3 では、プロ成りを制度として利用しやすくし、あるいはプロ成りのメリットを生み出し得る対策について述べたが、それと同時に、投資家がプロ成りすることへの抵抗要因を取り除くこと、またプロ扱いにふさわしい投資家の裾野を拡大することも重要と考えられる。

プロ成り可能な投資家がプロ成りをしない主要な要因は、書面交付義務や説明義務等の業者との間の情報格差を埋めるための行為規制が適用されなくなり、投資判断に必要な情報提供等の保護を得られなくなることであると思われる。しかし、この点について、プロ投資家についても説明義務や書面交付義務等による保護を高めることによりプロ成りを促すことは、結局プロ成りのメリットを失わせてしまい、適当とは思われない。

前記第 2 の 2.4 においても述べたとおり、およそプロ投資家としての要件を満たし、プロ投資家として扱われることによるメリットを享受する以上は、プロ投資家の自己責任において、業者との交渉等を通じて必要な情報を取得することによって情報格差を解消するのがあるべき姿と考えられる。

もっとも、プロ成りした投資家が自らの情報収集能力や投資判断能力が十分でないと考えられる場合には、投資助言業者や投資一任業者を利用して情報収集や投資判断を行わせしめるなどの方法を選択することも可能である（但し、当該方法の利用には、投資家がプロ成りすることにより削減される投資コストが投資助言業者等への委託に伴い負担すべき報酬等を上回ることが条件となると思われる。）。プロ成りする投資家が投資助言業者等を活用しやすい環境が整備されれば、プロ成りを促進する一つの要因になるものと思われる。

#### 5 今後のプロ向けルールの在り方

前記 1 乃至 4 で述べたような特定投資家制度の課題を踏まえた改善策、とりわけ移行要件の客観化を実施する場合、適格機関投資家制度と特定投資家制度の二つの制度は、いずれも一定の客観的要件を満たす投資家の申出によるプロ成りを認めるルールとして、類似性が強まることになる。

そもそも、適格機関投資家制度と特定投資家制度は、沿革こそ異なるものの、過剰な取引コストの削減や投資家保護と取引の円滑化の両立などを目的とする点において共通して

---

し、当該回答で一定の結果に到達したものについてのみ特定投資家への移行を認めるとする一方で、金融商品取引業者等にかかるアンケート等以外に調査・判断する義務を負わないとすることが考えられる。

<sup>108</sup> 現行法でも、特定投資家への移行については、事前に説明書面の交付（金商法 34 条の 4 第 2 項）や同意書面の取得（金商法 34 条の 2 第 11 項、34 条の 3 第 2 項、34 条の 4 第 4 項）が求められているが、当該書面の内容についてのいわゆる実質的説明義務を課すこと等も考えられる。

いる上、適格機関投資家は一般投資家に移行できない特定投資家として特定投資家制度に取り込まれており、さらに、特定投資家制度が開示規制の場面にも用いられる概念となったこと（第1の2.3参照）により、両制度の関係はより連続的なものとなってきているといえる。

特定投資家制度下における投資家毎の区分処理や移行事務が業者の負担になっているとの声もあることを踏まえると、適格機関投資家制度との関係を整理し、規制を効率化していく観点からも、特定投資家制度についてプロ・アマ間の移行要件を客観化（すなわち、適合性原則の適用を排除）した上で、現行の適格機関投資家制度と同じく国が所管する届出制度に一本化することなども一考に値するものと思われる<sup>109</sup>。

## 第5 まとめ

プロ向けルールのうち、適格機関投資家制度については、その範囲の拡大に伴い、プロ私募やプロ向けファンドのため実務上幅広く利用されてきており、企業やファンドの資金調達の円滑化に重要な役割を果たしているといえる。今後は、届出機会を増やしたり、届出の撤回を可能とすること等により、手続上の利便性を高め、より使い勝手のよい制度としていくことが望まれる。但し、近年、適格機関投資家の範囲が大幅に拡大したことで、現実には十分な専門的知識及び経験を有しない者も形式上は届出要件を満たし得る状況が生じていると思われ、今後、少なくとも制度設計の局面では、適格機関投資家であれば一律に「投資のプロ」として「プロ向けルール」の適用対象とすることが適当かどうか、個別の吟味が必要となることもあろう。

一方、特定投資家制度については、実務上、移行を行う投資家の数は少なく、また、業者の側においても「一律アマ扱い」のような運用が見られる等、未だ十分な利用がなされているとは言い難い。顧客の側にプロ成りのメリットが乏しいこと、有価証券取引のオールラウンド・プレイヤーでなければプロ成りにくいこと、適合性の原則の適用を意識して、事実上、業者の側からプロ成りについての働きかけをしていないことなどを理由に、特にプロ成りの件数が少ない数字に留まっているのが現状のようである。この状況を改善し、制度の積極的な利用を図るためには、立法・行政面で、プロ・アマ移行の要件を客観化し、業者をプロ成りの可否の判断リスクから極力解放すること、業者の事務負担に配慮しつつもプロ・アマ移行に係る契約分類を見直し、投資者の利便性を高めることといった施策を進めることが望ましいと考えられる。適格機関投資家制度と特定投資家制度の並存を解消し、届出制のプロ向けルールとして一本化することも検討に値すると思われる。また、国、業者、取引所等の市場のそれぞれのプレーヤーにおいて、特定投資家のみを顧客とする業者あるいは特定投資家のみを対象とする金融商品の販売活動の促進に取り組み、プロ成りのメリットを広げていく努力も重要と考えられる。反面、メリットを享受することになる以上は、プロ成りする投資家についても、徒に過保護にするのではなく、自己責任による投資を行えるだけの「プロ」としての実質を備えることを求めていくことも、一

---

<sup>109</sup> 例えば、現在の適格機関投資家を第1級、特定投資家を第2級、それ以外の一般投資家を第3級と分類し、一定の取引経験・資力要件を満たす者が国に届出を行うことで、対外的に上級の投資家の地位を取得できる仕組みなどが考えられる。

つのあり得べき方向性であると思われる。

プロ向けルールは、「プロ」との関係において規制の柔軟化を行うことにより、規制遵守コストを削減し、金融・資本市場における取引を円滑化することをねらいとするものである。わが国の金融・資本市場全体の競争力強化や、金融イノベーションの促進を図る上で、取引の円滑化は重要な課題であり、その意味でも、今後、プロ向けルールはその重要性を増していると考えられることも踏まえ、より積極的に活用されていくことを期待したい。

以 上