

# 日本取引所金融商品取引法 研究

## 第 8 号

---

2016年9月23日 開催

平成27年金融商品取引法改正(1)ープロ向けファンドの見直し(1)ー

早稲田大学大学院法務研究科教授 黒沼 悦郎

1

2016年10月28日 開催

平成27年金融商品取引法改正(2)

ープロ向けファンドの見直し(2)、インサイダー取引規制の適用除外の見直しー

早稲田大学大学院法務研究科教授 黒沼 悦郎

49

2016年11月25日 開催

高頻度取引・アルゴリズム取引規制のあり方 ードイツ法とMiFID IIー

同志社大学法学部教授 船津 浩司

103

---

2017年10月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー(五十音順)

2017年4月19日現在

氏名	所属
飯田 秀 総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田 眞 得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖 史	同志社大学法学部教授
梅本 剛 正	甲南大学法科大学院教授
片木 晴 彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口 恭 弘	同志社大学法学部教授
北村 雅 史	京都大学大学院法学研究科教授
久保 大 作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出 篤	学習院大学法学部教授
志谷 匡 史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井 正 和	同志社大学法学部教授
洲崎 博 史	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩 司	同志社大学法学部教授
前田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀 征	立教大学法学部教授
松尾 健 一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友 信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一 人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰 伸	早稲田大学法学部教授

特別会員

氏名	所属
龍田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

平成27年金融商品取引法改正(1)  
—プロ向けファンドの見直し(1)—

2016年9月23日(金) 15:00~16:58  
大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授

【報 告】

平成 27 年金融商品取引法改正（1）  
—プロ向けファンドの見直し（1）—

早稲田大学大学院法務研究科教授  
黒 沼 悦 郎

目 次

- |                  |                  |
|------------------|------------------|
| I. 改正の経緯         | 1. 行為規制の適用       |
| 1. 問題の所在         | 2. 事業報告・説明書類等    |
| 2. 見直しの経緯        | IV. 問題のある届出者への対応 |
| II. 特例業務の届出時の規制  | 1. 監督上の処分        |
| 1. 欠格事由の導入       | 2. 報告徴取・検査権      |
| 2. 届出事項の拡充と公衆縦覧  | 3. 緊急差止命令        |
| 3. 適格機関投資家の資産要件等 | 討論               |
| III. 行為規制        |                  |

○川口     それでは、定刻になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、「平成 27 年金融商品取引法改正（1）—プロ向けファンドの見直し（1）—」というテーマで、黒沼先生からご報告をいただきます。よろしくをお願いします。

○黒沼     早稲田大学の黒沼でございます。

今回と次回で平成 27 年金融商品取引法（以下「金商法」という）改正を取り上げる予定です。本日は、お手元にレジュメと資料を 3 種類——投資運用等に関するワーキング・グループの報告とワーキング・グループで出された事務局説明資料、それと参考条文として金融商品取引法施行令と金融商品取引業等に関する内閣府令の改正部分を載せたものをお配りしてありますので、適宜ご参照ください。

それでは、レジュメに沿って説明いたします。

I. 改正の経緯

1. 問題の所在

（1）平成 18 年金商法

平成 18 年金商法は、組合持分の自己募集・自己私募・自己運用を業者規制の対象にしました（2 条 8 項 7 号・15 号）。しかし、プロ向けファンド、正確には適格機関投資家等特例業務については、届出制を採用しています。その理由は、金融イノベーションを阻害しないためと説明されていました。しかし、私には、業者を登録制にするとなぜ金融イノベーションが阻害されるのか、やや理解に苦しむところもありました。

とにかく金商法は、適格機関投資家と 49 名以下の「適格機関投資家以外の者」へのファンド持分の勧誘は、第二種金融商品取引業としての登録を要しないとし（60 条 1 項 1 号）、そうした自己私募によって集めた資金の合同運用は、投資運用業



としての登録を要しないとしました(同項2号)。代わって、業者の内閣総理大臣への届出制が採用されました(60条2項)が、これについては、市場の公正性・透明性を確保するためと説明されていました。この説明も、市場の公正性が取引の公正性という意味ならば、業者としての行為規制が課されないのに、なぜ公正性が確保されるのか、また届出制だけで公衆縦覧がないのに、なぜ透明性が確保されるのか、わかりにくいものでありました。

なお、金融商品取引業者等も特例業務の届出をすることにより、業法上の行為規制の適用を受けないこととされています(63条の3)。

## (2) プロ向けファンドの隆盛(資料1)

金融庁の資料によると、平成18年以来数多くのプロ向けファンドが創設され、平成27年3月末には、金融商品取引業者の数が2,004のところ、特例業務の届出者数は3,123であったといます。これは配付資料の事務局説明資料とちょっと数が違いますが、今読み上げた数は、逐条解説のほうに載っていた、もう少し新しい数です。

平成25年度の状況を見ますと、プロ向けファンドは、販売額合計が約9,500億円、運用財産合計が約8.8兆円で、ファンド全体の6割以上を占めています。商品別のファンド数で見ると、不動産ファンドが3割(運用財産額では7割)、ベンチャー・キャピタル・ファンドが2割5分です。出資者の属性は、大半は事業法人・金融機関であり、主たる出資者が個人であるファンドは数で2割程度、出資額では1%程度であるといえます。

## (3) プロ向けファンドの被害の実態

ところが、プロ向けファンドは登録制でなく、行政処分の対象となっておらず、49名以内であれば素人にも販売できることから、被害報告が入るようになりました。金融庁が警告書を発した先が67業者、問題があると認められた届出業者リストに掲載された者が603業者あるといます。問題業者が2割弱いるということは、よくないと評価

されるのが一般的ですが、問題ない業者が8割強いるということを見るべきだという見方もあります。これは松尾直彦先生が日本証券経済研究所の研究会の記録で述べられているところです(「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」金融商品取引法研究会記録52号(2015年)7頁)。松尾氏は、特例業務届出制度は、金商法が設けた規制緩和措置の中でよく使われているものであり、規制強化によって制度そのものが使われなくなるということを危惧しています。

問題の具体例としては、設立が比較的容易な投資事業有限責任組合を適格機関投資家として少額の出資を行わせ、他の出資は個人から集めるというもの、届出はされているが、実際には適格機関投資家からほとんど出資を受けていないとか、詐欺的な勧誘が行われているもの、出資金が契約とは異なる投資、ファンドと無関係の会社経費・私費・他の顧客への配当・償還等に流用されている、投資経験の乏しい者・高齢者に対して勧誘が行われている、といった報告がなされています。

## 2. 見直しの経緯

### (1) 制度見直しの提言・建議

こうした被害報告・問題報告を受けて、消費者委員会、証券取引等監視委員会、日本弁護士連合会、国民生活センターなどから制度見直しの提言・建議がなされていました。

### (2) 政令・内閣府令の改正案パブリックコメント(平成26年5月～6月)

そこで金融庁は、平成26年5月から6月にかけて、プロ向けファンドの出資者の範囲の見直しについて、政令・内閣府令の改正案をパブリックコメントに付しました。そこでは、適格機関投資家以外の出資者を細分化し、一般個人の出資を認めない代わりに、一定の法人・個人の出資を認める案が示されていました。

ところが、この改正案については、業者サイドと消費者サイドの双方から反対の声が上がりました。消費者サイドは、そもそも個人への販売は禁

止すべきだとしたのに対し、業者サイドは、金融庁の改正案ではファンドの組成が困難になるので、範囲を広げるべきだと主張しています。また、出資者の範囲の見直しだけでなく、届出者に対する行為規制が必要なのではないかという問題意識が出てきました。

（3）投資運用等に関するワーキング・グループ  
そこで、平成26年9月に金融審議会に「投資運用等に関するワーキング・グループ」が設置され、平成27年1月28日には「投資運用等に関するワーキング・グループ報告」（以下「WG報告」という）が提出されました（資料2）。これに基づいて、平成27年5月に金商法が改正され、既に施行されているところです（平成27年法律第32号（6月3日公布））。

### 3. なぜ49名以内の適格機関投資家以外の出資が認められていたのか

改正法の内容に入る前に、平成18年金商法のもとではなぜ49名以内の適格機関投資家以外の出資が認められていたのかを検討しておきたいと思います。適格機関投資家以外の出資者がプロ向けファンドに勧誘されることがなければ、投資者被害が積み重なることもなかったからです。

制度導入当時、「基本的にプロ投資家が投資するファンドであっても、当該プロ投資家と関係の深い一般投資家（例：ファンド運営会社の役員等）も出資しているような場合も多いとの実態を踏まえ」、プロ投資家以外の少数の者を加えることとされていました（第1回「投資運用等に関するワーキング・グループ」事務局説明資料3・7頁）。

ファンド運営会社の役員等がプロ投資家と関係の深い一般投資家と言えるかどうかはやや疑問ですが、ファンドの実態からしますと、ファンド運営会社の役員等、「特例業務届出者と関係の深い一般投資家」を想定していたものと考えられます。

平成23年改正金商法で導入された「適格投資家向け運用業」では、特定投資家の概念を基礎とする「適格投資家」を相手方とする投資運用業の特

例を設けており、この適格投資家の範囲は、「特定投資家に準ずる者として内閣府令で定める者」及び「金融商品取引業者と密接な関係を有する者として政令で定める者」を加えています（29条の5第3項）。

このように、適格投資家向け運用業の適用範囲については、49名以下の一般投資家を加えることをしていないわけです。このやり方が本来のやり方ではなかったかと思います。理論的にも、49名以下の一般投資家を相手方とすれば登録は不要であるという考え方は正当化されません。

少人数私募に発行開示規制を適用しないのは、勧誘の相手方が少数であれば1人当たりの購入額が多額となるため、勧誘を受ける者が一般投資家であっても、取引力があり、発行者や販売業者から情報を獲得できる能力があると考えられたことによります。しかし、投資運用業については、相手方となる一般投資家が少人数であっても、1人当たりの運用額が多額になるとは限らず、したがって、少数の当該一般投資家に取引力があるとは言えないからです。

それでは、なぜ49名以下の一般投資家（施行令17条の12第1項・2項）が加えられたのか。

この経緯について、松尾直彦氏が興味深い事実を紹介しています。松尾氏によると、金融庁はプロ投資家に限定すべきだという考え方をとっていたが、経済産業省の考えは、プロ向けファンドの範囲は十分に広いものとすべきで、適格機関投資家プラス49人、つまり、現行開示規制の私募並みというものだったそうです。結局、金商法の適用範囲を商品ファンドの販売に広げ、商品先物取引の勧誘規制を金商法と同等のものとするという経産省の譲歩を引き出すために、プロ向けファンドの範囲については金融庁が譲ったということのようです（松尾・前掲16～17頁）。

松尾氏は、金融庁は責められるべきではなく、責めるのだったら他の役所を責めてほしいと言いますが、どこが責めを負うかという問題ではなくて、施行令制定時において理論を欠いていたことが投資者被害を招いたと言わなければならないと思います。

以下では、届出時の規制、届出者の行為規制、問題のある届出者への対応の順で改正法の内容を紹介し、問題の検討を行いたいと思います。出資者の範囲とベンチャー・ファンドの特例については、次回に報告する予定です。

## II. 特例業務の届出時の規制

### 1. 欠格事由の導入

改正前の届出制度には、欠格事由の定めがありませんでした。改正後は、プロ向けファンドの自己募集及び運用業を行う資質を有しない者を排除するため、欠格事由を定めました（63条7項）。

欠格事由は3つに大別されます。

第1に、金融商品取引業の登録拒否要件のうち、すべての種別に共通のものです（同項1号イ・ロ、2号イ・ロ）。

個人の欠格事由を定める同項2号では、個人に係る登録拒否要件を抜き出しています。ただし、登録拒否要件は、当局が判断の上、登録を認めるか否かを決定するのに対し、届出の欠格事由では、当局の判断が予定されていないので、金融商品取引業の登録拒否要件のうち、他に行う事業が公益に反する、業務を適確に遂行するに足り得る人的構成を有しない、業務を適確に遂行するために必要な体制の整備がされていない、といった審査・判断を必要とする登録拒否要件は欠格事由とされていません（田原泰雅監修「逐条解説 2015年金融商品取引法」（商事法務（2016年）74頁））。

第2に、プロ向けファンドの特例業務から暴力団員等の排除を徹底するために、暴力団関係の欠格事由が定められています（同項1号ハ、2号ハ）。

第3は、外国人・外国法人関係の欠格事由です。これは、外国に住所を有する個人や外国法人に対しては、規制当局が監督・検査を行うことが難しいために設けられました。具体的には、国内における代理人や代表者が定められており、かつ、当該者の住所や事務所が所在する国の規制当局から調査協力や情報提供等についての保証（MOUを想定）がされている場合に限り、特例業務を行うことができます（同項1号ニ・ホ、2号ニ・ホ）。

この欠格事由は、国内の営業所・事務所の設置義務までは課さない点で、第一種金融商品取引業及び投資運用業の登録拒否要件（29条の4第1項4号ハ）よりは緩やかです。

届出者が欠格事由に該当する場合、届出の拒否が行われるわけではありませんが、そのものには29条の登録要件が適用されない届出の効果が発生せず、その結果、そのものの特例業務は無登録営業となり、罰則が適用されることとなります。

### 2. 届出事項の拡充と公衆縦覧

#### (1) 内容

改正前の届出事項は限定されたものであり、かつ公衆の縦覧に供されていませんでした。これは、届出事項は、規制当局が特例業務を行っている者が届出をしているかどうかを把握するためのものだったことによります。ただし、一般投資家も同様の情報を知ることが重要であるとの観点から、金融庁は、届出者の商号・名称等を金融庁のホームページに公表していました。

改正法は、第1に、届出事項を拡充しました。法律上は、特例業務を行う営業所または事務所の名称及び所在地が追加されたのみですが（63条2項7号）、内閣府令では、従来の届出事項に加えて、次のような事項を届出事項として追加しています。

- ・営業所・事務所の電話番号、ホームページアドレス
- ・ファンド持分の種別（民法上の組合契約、匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約、有限責任事業組合契約、社団法人の社員権、外国の法令に基づく権利、その他の権利の別をいう）
- ・ファンドの事業内容
- ・ファンド持分を取得する適格機関投資家全員の商号・名称、種別及び数
- ・特例業務届出者が適格機関投資家以外の者を相手方として私募を行う場合はその旨
- ・外国法人の国内における代表者の住所・電話番号等（金商業府令238条1号～3号）



金商業府令 238 条 1～3 号、また、後述のベンチャー・ファンド特例が適用される場合には、これらに加え、ファンドの財務諸表等の監査を行う公認会計士等の氏名・名称を届け出ます（同条 2 号ホ・ヘ）。

届出の添付書類としては、特例業務に欠格事由が設けられたことから、欠格事由に該当するか否かを確認するための添付書類が追加されています（金商業府令 238 条の 2）。

第 2 に、法令上、公衆縦覧事項が定められました（63 条 6 項）。

公衆縦覧の対象となるのは、届出事項のうち、主たる営業所・事務所の電話番号、ホームページアドレス、ファンド持分の種別、ファンドの事業内容、適格機関投資家の種別・数。この種別といえますのは、金融商品取引業者等、金融機関等、投資事業有限責任組合、事業法人等、個人、外国法人または外国人等、その他の別、この種類の区別のことを指しています。それから、ベンチャー・ファンド特例の場合の公認会計士等の氏名・名称、届出業者の役員及び使用人の状況等です（金商業府令 238 条の 5、同第 20 号の 2 様式）。

この公衆縦覧は、営業所・事務所に備え置く方法のほか、インターネットの利用その他の方法が認められています（63 条 6 項 6 号）。同じ事項は、内閣総理大臣による公衆縦覧の対象にもされており、そこでもインターネットの利用が想定されています（63 条 5 項、金商業府令 238 条の 4）。

## （2）検討

適格機関投資家特例業務は、私募と私募による出資の自己運用ですから、基本的にディスクロージャーは行われません。今回の改正では、ファンドの事業内容が届出事項及び公衆縦覧事項とされており、いわば一定のディスクロージャーを求めものとなっています。

ファンドに出資する適格機関投資家の情報については、適格機関投資家の名称・出資金額等は届出の対象ではありますが、公衆縦覧の対象

にはなっていません。ファンドへの出資の事実・出資金額等が当該適格機関投資家にとって営業秘密に属する点と投資家への適切な情報提供のあり方とのバランスを図る観点から、適格機関投資家の権利、地位その他正当な利益を害するおそれがある情報は公衆縦覧・公表の対象とならない一方、適格機関投資家の種別、数については公衆縦覧・公表することとしたと説明されています（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」（平成 28 年 2 月 3 日）No. 292 に対する回答）。

ファンドごとにどのような適格機関投資家がどれくらいの数だけ参加しているかを知ることが、出資を検討する投資者の役に立つというのでありましょう。特例業務の届出時に参加する適格機関投資家の数等が決まっていなかった場合には、届出時点の見込みを公表し、数等が定まった段階で公表内容を変更することになります。これらに加えて、適格機関投資家の出資額・出資割合を公表の対象としないと、当事者にとっては役に立たないと思われるところですが、それらの情報は、届出の公衆縦覧ではなくて、特例業務届出者の説明書類において公表されることになっています。この点については後で述べます。

また、後述するベンチャー・ファンド特例については、投資者の範囲を拡大することを前提として、相応の体制整備がなされることが必要であると考えられたことから、公認会計士等による会計監査の実施とともに、その氏名・名称の公表を求めたものです。

公衆縦覧の方法としてインターネットを選択的に認めたのは、投資者による情報収集の容易さと業者の事務負担の軽減を考慮したからです（前掲逐条解説 60 頁）。内閣府令では、「投資者が常に容易に閲覧することができるよう公表しなければならない」とされています（金商業府令 238 条の 5 第 1 項）。ここでいう「投資者」とは、抽象的な意味での投資者であり投資者となり得る者を含むと説明されています（古角壽雄ほか「平成 27 年改正金融商品取引法に係る府令等の改正の解説

(上)」商事 2095 号 (2016 年) 6 頁)。

金融庁における特例業務届出者の情報の公表は、投資者が、取引の相手方が特例業務届出者であるかどうかについてより詳細に確認できるようにするためであると説明されています (前掲逐条解説 69 頁)。「より詳細」というのは、特例業務届出者に該当していた場合にファンドの実態を把握できるようにするという意味です。

金融商品取引業者については、金融庁は登録簿を公衆の縦覧に供していますが、その情報はインターネット経由では見られませんが、情報量も乏しいものです。今回の改正では、特例業務届出者についてのみ、比較的詳細な情報が法令に基づいて金融庁により公表され、インターネット経由で当該情報を取得できるようになります (65 条 5 項、金商業府令 238 条の 4)。その意味をどう捉えたらいいかという問題があるように思います。

改正前は、投資者に注意を促す趣旨でインターネット上での公表が行われていました。改正法施行後は、①届出者リスト、②業務廃止命令を発出した届出者リスト、及び③連絡がとれない届出者リストに分けて、届出者ごとに法定の公衆縦覧事項を掲載するようです (金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅸ-2-2 (5))。

投資者が①——この①には②③の者は掲載されないようだけれども——の公表情報、すなわちファンドの事業内容や適格機関投資家の種別・数を見て取引相手を選ぶことになると、投資者の選択を通じた届出者に対する規律が予定されているということもできると思います。登録制に近いとはいえ、届出制を採用し、数が多いために監督が十分にできない特例業務届出者だからこそ、行政監督の不足を補うべく、投資者による規律手段を講じたのだと考えることができるかもしれません。

ただ、そうだとしますと、届出者の公衆縦覧事項に、説明書類にあるような適格機関投資家の出資額・出資割合が含まれていないことが、気になるどころです。

### 3. 適格機関投資家の資産要件等

#### (1) 趣旨

WG 報告では、特例ファンドの被害事例において投資事業有限責任組合に問題が多く見られたことから、出資者としての実態を伴わない投資事業有限責任組合を排除するために資産要件を求めるとし、また、特例業務を行う運用者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として形骸的な投資を行うような場合には、制度の趣旨に反するので、特例業務を認めないという結論を提示していました (WG 報告 4 頁)。

このような結論の前提になっているのは、平成 18 年改正で届出制がとられた特例業務においては、適格機関投資家が出資を行って自己のために当該ファンドに関与することで、ファンドの運用状況等の適正性がある程度確保されることも期待されたものと考えられるという認識があります (WG 報告 4 頁)。

しかし、平成 18 年の導入時には、少人数の一般投資家としては、ファンド運営会社の役員等のように当該投資ファンドと関係の深い一般投資家が想定されていたのであって、適格機関投資家が参加する少人数私募 (2 条 3 項 2 号ハ) のようなものは想定されていませんでした。したがって、前述のような認識は、立法当時の状況の認識としては問題があると思います。

では、現時点での立法論としてはどうか。確かに、適格機関投資家が自己の利益のために交渉してファンドの条件を決定し、運用についても監視してくれるれば、少数の一般投資家はそれらに「ただ乗り」できる場合があることは否定できません。もっとも、適格機関投資家は一般投資家が被害を受けないように特例業務届出者と交渉する義務を負うわけではありませんし、一般投資家も、参加する適格機関投資家の名称を具体的に信頼して出資をするわけではないので、つまり名称は公表されていませぬので、あまり高い効果は期待できないとも言えます。

他方、適格機関投資家の資格を制限することで、特例業務届出者が、自己が支配する適格機関投資家を使って一般投資家をだまし、適格機関投資家

に生ずる損失を一般投資家からの利得で埋め合わせるといった濫用行為を防止できるという効果は期待できるのではないかと思います。

## （2）内容

改正法 63 条 1 項 1 号及び 2 号は、投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定めるものを、特例業務の定義から除外することにより、適格機関投資家として一定の者のみが参加する場合を特例業務の対象から除外しています。

これを受けた内閣府令では、次のいずれかに該当するファンドに係る私募または運用を特例業務から除外しています。

その第 1 は、権利を有することとなる適格機関投資家のすべてが投資事業有限責任組合（取引の状況その他の事情から合理的に判断して、組合員のために運用を行う財産の総額から借入金の額を控除した金額が 5 億円以上であると見込まれるものを除く）である場合です（金商業府令 234 条の 2 第 1 項 1 号、2 項 1 号）。

投資事業有限責任組合のみが適格機関投資家となっている特例業務を排除したのは、前述のように被害事例が多かったという経験からであり、ただし、多額の運用資産を有している組合であれば、真摯な運用を行っていると期待されるところ、運用資産の要件を 5 億円としたのは、「株式会社や法人に係る資産要件とのバランスも踏まえ」て設定されたものであると説明されています（WG 報告 4 頁）。

ここにいう「株式会社や法人に係る資産要件」とは、特例業務の出資者になれる株式会社や法人の資産要件を指していると思われます。この要件は、次回に取り上げて説明をしますが、投資性金融資産の額が 1 億円以上、資本金または純資産の額が 5,000 万円以上のいずれかを満たせばよいとされているところです。

第 2 は、権利を有することとなる者が出資または拠出する財産の総額に対し、特例業務届出者と密接な関連を有する者が出資または拠出する財産

の総額が 2 分の 1 以上である場合です（金商業府令 234 条の 2 第 1 項 2 号、2 項 2 号）。

後述のように、今回の改正で、特例業務の対象ファンドへの適格機関投資家以外の出資者の範囲は、①一定の法人、②特例業務届出者と密接な関連を有する者として内閣府令で定める者、③財産の状況等を勘案して内閣府令で定める個人、④以上に準ずる者として内閣府令で定める者、に限定されています（施行令 17 条の 12 第 1 項各号）。

本条は、このうち②の密接関連者（金商業府令 233 条の 2 第 1 項 2 号～6 号に掲げる者）と⑤ベンチャー・ファンドの投資適格者（金商業府令 233 条の 3 各号に掲げる者）を合わせた範囲から、⑥適格機関投資家、上記①③④と、⑦ファンド資産運用等業者の役員・使用人及び親会社等を除いています。

この規定はちょっと理解しにくいのですが、こういうことではないかと思います。②または⑤、つまり密接関連者かベンチャー・ファンドの投資適格者が同時に適格機関投資家等に当たらないような場合には、そのような者の出資が全体の 2 分の 1 を超えるファンドは認められないということになります。⑤の出資者は、これはベンチャー・ファンドにしかいませんので、ベンチャー・ファンドについてのみ適用されます。つまり、ベンチャー・ファンド以外では、②の密接関連業者から⑦を除くということになるのですが、そうすると、ファンド資産運用等業者の子会社等、ファンドの運用委託先、投資助言者、投資助言者に対し投資助言を行う者、これらの者の役員・使用人が残ります。

## （3）検討

第 1 に、投資事業有限責任組合の資産要件は、運用資産の残高が 5 億円以上の投資事業有限責任組合が特例業務に係るファンドに出資していれば満たされます。一つの投資事業有限責任組合がある一つのファンドに 5 億円出資している必要はなく、名目的な額の出資でもいいいわけです。したがって、この要件は、適格機関投資家が出資するこ



とによって特例業務の適正を図るといふ法の目的を達成できるか、やや疑問です。

運用資産の残高が5億円以上と「見込まれる」というのは、特例業務届出の時点において将来の一定の時点で「見込まれる」ということを意味するのではなく、特例業務届出者から見て判断されるといふほどの意味です。

運用資産の要件は、特例業務を継続する間充足する必要があり、要件を充たさなくなった場合は業務を停止しなければなりません(古角ほか(上)7頁)。運用資産要件を充足しないと、当該業務は特例業務ではなくなるので、金融商品取引業の登録を受けなければ無登録営業となるからです。

投資事業有限責任組合では、契約時に組合員が出資上限額について約束し、後に出資の要請に基づいて出資を実行するキャピタル・コール方式を採用することがありますが、この場合には、実際に出資が行われた額が財産としてカウントされることとなります(古角ほか(上)7頁、パブリックコメントNo. 259に対する回答)。

第2に、密接関連者等の出資が2分の1未満でなければならないという出資割合要件です。この要件の趣旨は、基本的には、適格機関投資家を対象とするというプロ向けファンド制度の趣旨を踏まえれば、出資者の太宗が投資判断能力を有する一定の投資家以外の者が占めることは適当でないと説明されているところですが(古角ほか(上)6頁)、これも理解がやや難しいところです。

適格機関投資家向け特例業務なのだから、適格機関投資家の出資割合が一定以上でなければならないというのであれば、理解できます。しかし、今説明している出資割合規制では、例えば資本金5,000万円以上の法人や富裕層の個人は密接関連者等には当たらないので、これらの者を含めて出資割合が2分の1以上あればよいということになります。したがって、この要件によって適格機関投資家の出資割合を一定以上に維持することはできません。

この規制は、密接関連者等のうち、ファンド資

産運用等業者(ファンド持分の私募または運用行為を行う者をいう。金商業府令233条の2第1項1号、施行令17条の12第1項5号)やその役職員と親会社を除いていますが、子会社等やその役職員を除いていないところからしますと、これはWG報告に書かれていた「運用者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として形骸的な投資を行うような場合」を規定したかたではないかと思われま

す。ところが、今回の規制では、密接関連者等が適格機関投資家に該当する場合には出資割合要件の適用対象から外れるのです。この規制の内容から見る限り、規制の趣旨は、特例業務届出者の支配を受ける者が出資総額の2分の1以上となっている場合は、特例業務としてふさわしくないということだろうと思われま

す。この出資割合要件については、子会社等による出資が2分の1を超えていても、同一企業グループ内で完結するファンドであれば投資者保護上問題がないとか、密接関連者等以外の出資者がいない場合には登録をする必要がないのではないかといった批判がされていましたが、パブリックコメントに対する回答では、そういうファンドを運営することは構わないけれども、特例業務として行いたいのであれば、密接関連者等以外の出資を2分の1以上とせよと一蹴されています(パブリックコメントNo. 154・155に対する回答)。

### III. 行為規制

#### 1. 行為規制の適用

##### (1) 趣旨

特例業務を行う届出者が適切に業務を行うように、改正法は、届出者に対して金融商品取引業者に適用される行為規制を適用することにしました。

従来、届出者に対しても、虚偽告知の禁止(38条1号)及び損失補填の禁止(39条)は適用されていました(改正前63条4項)。これらには罰則が付されていたため、違反に対しては刑事訴追で対処することが予定されていました。

今回は、後述のように、届出者にも業務改善命

令等の行政処分をすることができるという理解のもと、大部分の行為規制は、行政処分によって執行が担保されることが予定されています。このやり方は、アメリカにおけるベンチャー・キャピタルについて届出制が維持されつつ、登録制と同様の行為規制を適用し、行政処分の対象としていること（WG 報告2頁）に倣ったものです。

## （2）内容

特例業務届出者に新たに適用される行為規制（63条11項）は、次のとおりです。

- ①誠実義務（36条1項）
- ②名義貸しの禁止（36条の3）
- ③広告規制（37条）
- ④契約締結前の書面交付義務（37条の3）
- ⑤契約締結時の書面交付義務（37条の4）
- ⑥断定的判断の提供の禁止（38条2号）
- ⑦内閣府令による禁止行為（38条8号）
- ⑧適合性の原則（40条1号）
- ⑨内閣府令による業務状況の整備義務（40条2号）
- ⑩分別管理が確保されていない場合の販売禁止（40条の3）
- ⑪金銭の流用が行われている場合の販売禁止（40条の3の2）
- ⑫投資運用業に係る忠実義務・善管注意義務（42条）
- ⑬投資運用業の禁止行為（42条の2）
- ⑭投資運用業の分別管理義務（42条の4）
- ⑮運用報告書の交付義務（42条の7）

また、特定投資家から出資を受ける場合には、特定投資家に係る行為規制の適用除外規定（45条）を適用し、特定投資家と一般投資家の移行に関するルール、これは3章1節5款の規定という形で包括して参照しているのですけれども、これも適用することになっています（63条11項）。

これらの規制のうち、内閣府令の定めが必要なのは⑨と⑬です。この⑨については、「適格機関投資家等特例業務において、出資対象事業への出

資を行っている適格機関投資家が特例業務届出者の子会社等である適格機関投資家のみであることその他の事情を勘案して63条1項各号に掲げる行為を適切に行っていないと認められる状況」というのが新設されています（金商業府令123条30号）。

⑬については後述します。

## （3）検討

この特例業務届出者に適用される行為規制は、特例業務は、ファンド持分の私募と、当該私募によって出資を受けた財産の運用であるところから、当該業務にふさわしい行為規制を抜き出したものです。内容的にもWG報告に沿ったものになっています。

特例業務届出者の業務状況整備義務として内閣府令で追加された事項は、WG報告が「届出者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として形骸的な投資を行うような場合には、特例業務としては認めないこと」としていたところを、体制整備義務の形で定めたものです。

ただし、そこでは、届出者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として出資しているだけで体制整備義務の違反とはせず、「その他の状況を勘案して、行為を適切に行っていないと認められる」ことが必要とされています（古角ほか（上）7頁）。つまり、届出者の支配下にある適格機関投資家しか出資していないファンドを特例業務が認められる範囲から一律に除外するのではなく、体制整備義務の一要素として勘案するとどめたことの是非が、まず問われなければならないでしょう。

金商業府令123条30号に該当する状況として、監督指針では、適格機関投資家が「たとえば特例業務届出者から、ほとんど実体のない業務に対する対価として報酬を受け取ることや、特例業務届出者の子会社等または関係会社等で実体のないものとなっていること等によって、実際には適格機関投資家としてファンド持分を取得または保有していないと評価しうるような状況」が挙げられて



います（金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針IX-1-2（2））。これは、WG報告にあった「形骸的な投資を行うような場合」を例として挙げたものであり、その意味ではWG報告に沿うものと言えます。

もともと、「その他の事情を勘案して」とは、届出者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家となっている場合以外の場合であっても、業務改善命令等を発出できることを表しているとも読めるのであり、金商法40条2号に抵触する要件をことさら狭く解する必要はないと思われます。

ところで、WG報告では、「特例業務に関し、その業務の性質やリスクの高さ、出資できる者が限定されていることの説明を義務づける」としていましたが（WG報告5頁）、この点は実現しなかった模様です。

## 2. 事業報告・説明書類等

特例業務届出者には、金融商品取引業者等に求められている事業報告の作成・提出義務、説明書類の作成・縦覧義務は課されていませんでした。改正法は、これまでに見たように、特例業務届出者に対する実質的な登録制を採用しましたので、その一環として特例業務届出者の帳簿書類の作成・保存義務（63条の4第1項）、事業報告書の作成・提出義務（同条2項）、説明書類の作成・公表義務（同条3項）を課すことにしました。

特例業務届出者と取引に入ろうとする投資家の参考に供するために作成され、インターネット等で公表される説明書類は、金商業府令様式21号の3に従って作成されます。これを見ますと、「ファンドの状況」欄では、ファンドごとに、出資者の状況として適格機関投資家とそれ以外（うち個人）の出資者数が記載され、適格機関投資家全体の出資額及び出資割合も記載されます。

問題のあるファンドには適格機関投資家の出資が少ない傾向が認められることから、出資額・出資割合が説明書類の記載事項とされたものです（WG報告4頁注3）。

なお、今回の改正では、特例業務届出者だけで

はなく、金融商品取引業者等の説明書類の公衆縦覧全般についてインターネットの利用が認められています（46条の4、47条の3、57条の4、57条の16）。

## IV. 問題のある届出者への対応

### 1. 監督上の処分

#### （1）趣旨

特例業務届出者に行為規制を遵守させるためにまず考えられるのは、監督上の処分です。改正前は、届出制は登録制と異なるので監督上の処分はできないと考えられていたと思われます。今回、アメリカのファンド規制に例があること、我が国においても景品表示法違反行為が消費者庁による排除命令の対象となるといった例があることから、届出制のもとで業務改善命令等の行政処分を導入する方向に舵が切られました。

これ以外にも、警察関係の法令で、届出をさせて、届出者に対して行政処分を行うという規制例があるようです。業者でない者に対する行政処分としては、金商法では既に課徴金制度があります。

#### （2）内容

特例業務届出者に対する監督上の処分の第1として、届出者の業務の運営に関し、公益または投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、その限度において、内閣総理大臣は、当該特例業務届出者に対し、業務の運営の改善に必要な措置をとるべきことを命ずることができます（業務改善命令、63条の5第1項）。

このような一般的な発出要件は、金融商品取引業者に対する業務改善命令（51条）と同じです。

第2に、内閣総理大臣は、届出者が特例業務に関し法令または法令に基づく行政処分に違反した場合には、6か月以内の期間を定めて業務の全部または一部の停止を命ずることができます（業務停止命令、63条の5第2項）。

業務停止命令の要件は、法令・行政処分の違反に限定されている点で、金融商品取引業者に対する業務停止命令（52条1項）よりも形式的には狭

いものです。

第3に、内閣総理大臣は、届出者が特例業務に関し法令または法令に基づく行政処分に違反した場合であって、他の方法により監督の目的を達成することができないときは、業務の廃止を命ずることができることとされています（業務廃止命令、63条の5第3項）。

### （3）検討

#### ① 業務廃止命令

特例業務届出者には、登録の取消しに相当する届出の取消しというものがありません。そこで、業務改善命令や業務停止命令によっても違反行為が是正されない場合には、業務を廃止することができますとされました。

その要件は、「他の方法により監督の目的を達成することができないとき」と加重されています。これは、特例業務届出者が届出制のもとで業務を行うことができるとされている趣旨も踏まえ、当局が軽微な法令等違反を理由に容易に業務の廃止を命じることができないようにするためであると説明されています（前掲逐条解説98頁）。

しかし同時に、必ずしも業務廃止命令に先立って業務改善命令または業務停止命令を発出することを要求する趣旨ではなく、金融商品取引業者であれば登録取消処分となる程度の重大な法令違反を犯した場合には、監督官庁は直ちに業務廃止命令を発出することができますとされています（前掲逐条解説98頁）。

しかし、もしそうであれば、「重大な法令違反を犯したとき」と規定すれば済むようにも思われます。もっとも、登録制の取消処分に相当するのが業務廃止命令であるという位置づけには賛成できません。

また、特例業務届出者が欠格事由に該当することが判明した場合であって、当該欠格事由が容易に治癒できないものであり、かつ、当該届出者が任意に業務を廃止しようとしなければ、「他の方法により監督の目的を達成することができないとき」に当たると説明されています（前掲逐条

解説98頁）。

登録制のもとでは、業者が登録拒否事由に該当することが判明した場合、登録取消処分または業務停止処分の対象となっていますので（52条1項1号～4号）、業務廃止命令が登録取消処分に相当するという位置づけからは、上記の見解は理解できます。もっとも、特例業務届出者が欠格事由に該当していることが判明した場合、その時点で当該届出者は無登録営業を行っていたこととなります。無登録業者に対して行政処分を発することができないように、欠格事由に該当している届出者は、そもそも行政処分の対象にならないのではないかという問題も生ずるように思われます。

関連して、やや揚げ足取りになるかと思いますが、業務廃止命令は登録取消処分に相当するから、この処分をするときは、内閣総理大臣はいわば監督を放棄する、以後監督しないということになるわけです。そうすると、「他の方法により監督の目的を達成することができない」という加重要件はやや不正確であり、「他の方法により投資者保護の目的を達成することができない」とすべきであったように思われます。

#### ② 実効性の担保

業務改善命令や業務停止命令の違反は、業務廃止命令によって担保されるとともに、違反行為自体、違反しているということ自体が罰則の対象となります。

業務改善命令の違反は、30万円以下の過料（208条5号）、業務停止命令の違反は2年以下の懲役・300万円以下の罰金（198条の5第2号、法人は3億円以下の罰金）、業務廃止命令の違反は5年以下の懲役・500万円以下の罰金（197条の2第10号の9、法人は5億円以下の罰金）です。

業務廃止命令の違反は金融商品取引業の無登録営業とならない場合もありますが、その罰則の水準は、無登録営業（197条の2第10号の4）と同一水準となっています。

ところで、特例業務の無届、虚偽の届出等に対する罰則は、今回の改正で、1年以下の懲役・300

万円以下の罰金から、無登録営業と同水準に引き上げられています。5年以下の懲役・500万円以下の罰金です。特に特例業務の無届は無登録営業に等しいから当然の改正であると言えますが、罰状は同じになったとはいえ、いずれの条文を適用するのかをどうやって区別するのかという問題があるようにも思います。

## 2. 報告徴取・検査権

### (1) 内容

業者に対する監督上の処分を下す上で必要な情報収集のために、いわゆる報告徴取・検査権が定められています(56条の2等)。

改正前の63条7項は、内閣総理大臣は、「特例業務届出者の業務に係る状況を確認するため特に必要があると認めるときは、その必要の限度において」、当該特例業務届出者、これと取引をする者または当該特例業務届出者から業務の委託を受けた者(再委託を受けた者を含む)に対し、「第2項の届出に関し参考となるべき報告又は資料の提出を命ずることができる」旨を定め(改正前63条7項)、改正前63条8項は、同様の要件のもとで、同様の対象者に対して立入検査権を行使し、「第2項の届出に関して質問させ、又は当該特例業務届出者の書類その他の物件の検査(同項の届出に関し必要なものに限る。)をさせることができる」旨を定めていました。

改正法は、特例業務届出者が実質登録制になったことから、特例業務届出者取引先、業務の委託先に対する報告徴取・検査権を金融商品取引業者等に対するもの(56条の2等)と横並びの規制となるように規定し直しました(63条の6)。

改正法の内容を改正前と比較しますと、対象者は変わりませんが、必要性の要件が前述のものから「公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるとき」に変更され、報告徴取や立入検査の対象が「届出に関し参考となるべきもの」から「届出者の業務に関し参考となるべきもの」に変更されています。

### (2) 趣旨の検討

報告徴取・検査権に関する改正は、WG報告では、「適格機関投資家等特例業務に対する検査について、……届出者に対して検査を行うことができることを明確化」とされ(WG報告5頁)、「現行の……検査権限は、適格機関投資家等特例業務を行う者の自己運用に係る業務の状況に対する検査を想定した規定となっている」との脚注が付いています(WG報告5頁注5)。立案担当者の説明では、「特例業務の状況を確認するための権限について、特例業務届出者の業務(自己運用に係る業務および自己募集に係る業務)に関して行使できることを明確化するための改正を行った」とされています(前掲逐条解説102頁)。

これらの説明によると、改正前の規定では、自己運用の業務についてのみ報告徴取・検査権を行使でき、自己募集——あるいは自己私募と言ったほうがいいかもしれませんが——に係る業務については権限を行使できなかったように読み取れます。しかし、改正前の権限も「届出者の業務の状況を確認する必要がある」ために認められた権限であり、この特例業務というのは、自己私募と自己運用の両方を含むわけですから、その特例業務の「届出に関し」適用できる規定となっていたはずであり、自己運用に権限の行使が限定されていたとは思われません。このあたり、改正の趣旨がよくわからないところではあるのですが、改正前の報告徴取・検査権については、次のように理解するのがよいのではないかと思います。

改正前の規制は、適格機関投資家等特例業務は届出制であり、届出者に対する監督上の処分は予定されていませんでした。したがって、監督上の処分のための資料を得ることは報告徴取・検査権の目的ではなく、届出によって特例を受けられる要件を遵守しているかどうか——遵守していなければ第二種金融商品取引業または投資運用業の無登録営業になるわけですから——をチェックすることが報告徴取・検査権の目的であったわけです。例えば、適格機関投資家からの出資を受けずに自己募集・自己運用を行えば無登録営業となるので、



届出者の業務の状況を確認する必要があるわけでは、「届出に関し」検査を行い報告を徴取できるというのは、そういう意味です。

これに対して、届出者には行為規制は適用されませんので、例えば届出者が適合性の原則に違反する勧誘を行っていても、当該業務の状況について報告を徴取したり検査したりすることはできなかったというわけです。

このように、届出制のもとでは報告徴取・検査権の目的が限定されており、一般的な監督のために権限を行使できないことから、改正前は、「特に必要があると認めるときは、その必要の限度において」という行使要件が定められていたということができます。

改正後は、内閣総理大臣は、登録業者に対するのと同等の業務改善命令、業務停止命令、業務廃止命令（登録取消処分に相当）を届出者に対して発することができるようになったため、登録業者と横並びの要件による報告徴取・検査権の規定に改められることになったということです。

### 3. 緊急差止命令

#### （1）趣旨

金商法 192 条の緊急差止命令、あるいは緊急停止命令と呼ばれることもありますが、これは業者以外にも適用されますけれども、法令・命令違反が要件とされているため、特例業務届出者の不適切な業務執行によって投資者の利益が害されるおそれがある場合に利用できないという問題点がありました。この点、投資信託・投資法人法（以下「投信法」という）では、法令・命令違反がないとしても、金商法 192 条より厳格な要件のもとで受益証券等の販売・勧誘行為を差止めの対象としていました（投信法 26 条 1 項 2 号等）。そこで、投信法に倣った法改正が今回行われたわけです。

#### （2）内容

「集団投資スキーム持分に関し出資された金銭等を充てて行う事業の業務執行が著しく適正を欠

き、かつ、現に投資者の利益が著しく害されており、または害されることが明白である場合において、投資者の損害の拡大を防止する緊急の必要があるとき」は、内閣総理大臣は集団投資スキーム持分の販売・勧誘行為の差止めを裁判所に申し立てることができます（192 条 1 項 2 号）。これは、従来あった 1 項の規定を 1 号とし、新たに今読み上げたような 2 号の規定を新設したということになります。

このような条項を追加したのは、例えば出資金の流用等のように具体的な法令違反・命令違反を認定することが困難な場合があるからと説明されています（前掲逐条解説 109 頁）。

他方、裁判所の命令により業務を差し止めるという重大な結果をもたらすため、法令違反等の差止めの場合（同項 1 号）には、緊急の必要があり、かつ公益・投資者保護のため必要かつ相当であることを要件としているのに比べ、業務執行が著しく適正を欠く場合（同項 2 号）には、投資者の利益が著しく害されているか害されることが明白であり、損害拡大の防止のため緊急の必要があるという厳格な要件のもとで、差止命令の申立てを認めたとされています（前掲逐条解説 109～110 頁）。

この 2 号は、金融商品取引業者が行うファンド持分の販売行為にも適用されます。また、証券取引等監視委員会が緊急停止命令の申立てをするための調査をするのに、従来から 187 条 1 号～3 号の報告命令、物件提出命令の制度があります。今回この命令違反に対する罰則を、従来の 10 万円以下の過料（改正前 209 条 11 号～13 号）から、1 年以下の懲役もしくは 300 万円以下の罰金またはその併科へと大幅に引き上げています（198 条の 6 第 17 号の 5～17 号の 7）。

#### （3）検討

192 条 1 項 2 号による差止めの対象は、資産運用行為ではなく、持分の販売・勧誘行為（2 条 8 項 7 号～9 号の行為）です。そうしますと、改正前に出資金の流用等が行われている場合に販売・勧誘を差し止めることが困難であったのは、改正

前 192 条 1 項が法令・命令違反行為を差止めの対象としていたところ、出資金の流用等が行われても持分の販売・勧誘が違法に行われることにはならなかったからであると考えられます。この点で、立案担当者の説明はややわかりにくいものになっているのではないかと思います。

また、法令・命令違反がないのに差止めを認めるから要件を厳重にしたとありますが、特例業務の場合には、後述のように法令・命令違反はあり、例えば改正法のもとでは忠実義務・善管注意義務違反もこれに当たりますから、それはあると考えることができ、ただ差止めの対象が当該違反行為以外の行為であるにすぎません。したがって、法令・命令違反を要件としつつ、差止めの対象を拡大する方法を採ってもよかったように思われます。

平成 27 年改正後は、特例業務届出者に金商法 40 条の 3 の 2、これは金銭の流用が行われている場合の販売禁止の規定で、MRI 事件をきっかけに挿入された条文だだと思いますけれども、この 40 条の 3 の 2 が適用される結果、出資金の流用が行われていることを知りつつ持分を販売する行為は、同条に違反し、改正前の 192 条 1 項によった場合でも販売行為が差止めの対象となります。したがって、改正法を前提とすると、192 条を改正する必要性があったのかどうか、疑いが生じるどころです。

抑止効果に着目しますと、40 条の 3 の 2 の違反には刑事罰はなく、業務停止命令をかけたとしても、その違反は 2 年以下の懲役・300 万円以下の罰金（法人は 3 億円以下の罰金）であるのに対し、緊急停止命令の場合は 3 年以下の懲役・300 万円以下の罰金（法人は 3 億円以下の罰金）であり、緊急停止命令を及ぼすことに多少の意味があるようにも思います。

緊急差止命令の申立てには、緊急の必要性が求められるところ、無登録業者の差止めに関して、登録業者には業務停止処分を迅速に発することができるから、緊急の必要性の要件を充たさないという議論がありました（萩原秀紀「判批」商事法務 1923 号（2011 年）20 頁）。これは、無登録業

者について 192 条が適用され始めたころの判例評釈で、金融庁の方が言っていたことですが、登録業者には緊急の必要性の要件は認められない、あるいは認められにくいという議論でした。

特例業務届出者は、登録業者並みに監督上の処分の対象とされたわけですから、そのことが緊急差止命令の発動を困難にすることになると、これは問題だろうと思います。この見解に対しては、まだ違反行為をしていない者に対しては行政処分を下すことはできないので、違反行為を行おうとする者に対しては緊急差止命令を利用するしかないし、違反行為が繰り返されている場合に、行政処分の可能性があるからといって裁判所が差止命令を下さないとしたら、被害の未然防止という緊急差止命令制度の目的を達成できないと反論できるのではないかと思います（拙稿「判批」判例評論 633 号（2011 年）46 頁）。

緊急差止命令の申立てのための報告・物件提出命令の違反に対する罰則は、特例業務届出者だけに対するものではなく、192 条全般に適用されます。この罰則の引き上げは、証券取引等監視委員会がこの申立権限を行使する意思が強いということのあらわれと見ることができます。この罰則の引き上げについては、WG 報告にも記載がありますが、議論された形跡はほとんどありません。こちらについては、特例業務届出者に緊急差止命令を使えるようにするために、他の違反者の行為の差止めについても共通して一気に大幅な罰則強化を行うことが正当化されるのか、疑いの余地があるように思います。

ちなみに、投信法は、同法上の緊急差止命令（26 条 1 項ほか）について金商法 187 条を準用していますが（26 条 7 項ほか）、報告・物件提出命令の違反に対する罰則は 5 万円の過料のまま改正は行われていません。

報告は以上です。よろしくご教示をお願いします。

~~~~~

【討 論】

○川口 ありがとうございます。またまた複雑な制度が金商法に設けられたなという印象ですね……。これでもまだ半分ですけれども。（笑）黒沼先生には、非常にわかりやすく要点を解説・検討いただきました。

あまりあちらこちら飛ぶのも議論しにくいかと思えますので、固まりでご議論いただければと思います。本日のご報告は、第1に、改正の経緯、第2に、特例業務の届出時の規制、そして第3に、行為規制と、大きくこの3つに分けることができるかと思えます。

まずは、改正の経緯のところでは何かご質問、ご意見があれば承りたいと思います。

【改正の経緯】

○伊藤 3ページの3、なぜ49名以内の適格機関投資家以外の出資が認められていたのかというところで、当該プロ投資家あるいは特例業務届出者と関係の深い一般投資家も出資しているような場合も多かったと書かれていました。このように関係の深い一般投資家が出資をすることの意味は、どこにあるのでしょうか。たとえば、ファンドを運営している側の個人も出資をして、リスクを分担しているという形で、コミットメントを示すという意味があるということなのでしょうか。

○黒沼 ファンド運営会社の役員等が出資している意味については、これはさまざまあるかと思えます。自らも利益を得たいというものもあるでしょうし、自ら出資していることから他の投資家を勧誘しやすいというものもあると思います。ただ、規制前には実態としてそういうことがあり、そういう者は必ずしも適格機関投資家に該当しないので、そういう一般投資家の参加も認めてほしいという要望があって、この規定が入ったということです。私がお答えできるのはその程度なのですけれども。

○伊藤 わかりました。あともう一つ、2ページの（2）の話ですけれど、一旦は改正案のパブリックコメントが出たけれども、両方の方向の反

対があったという話で、ファンドのほうとしては、ファンドの組成が困難になるので範囲を広げるべきだという反論があったと紹介されていました。この主張の意味ですけれども、範囲を広げるべきだというのは、今までどおり個人はずっと含めてほしい、かつ、ほかのカテゴリーの者についてもっと範囲を広げてほしいという主張なのでしょうか。

なぜこのようなことを質問しているかといいますと、範囲の設定のやり方として、個人を除外して、そのほかのカテゴリーの者の範囲は広げますという方法も論理的にはあり得たと思いますので。○黒沼 この点も、ちょっと私の説明が不足していたところがあると思いますが、範囲を広げてほしいというのは、従来よりも広げてほしいという意味ではなくて、このときに出た改正案の範囲よりも広げてほしいという意味です。

○伊藤 わかりました。

○松尾 範囲を広げてほしいということについて、ベンチャー投資ファンドがそういう意見を出したというのは承知しているのですが、それ以外のファンドから、この改正案では困るというような意見はあったのでしょうか。

○黒沼 ちょっとそこは今回見直してこなかったもので即答はできないのですけれども。

○松尾 意見に応じてベンチャー・ファンドについては特例ができたと理解しているのですが、そうすると、もしベンチャー・ファンド以外からも同趣旨の要望があったとして、それは聞き入れられなかったというふうに考えてよいのでしょうか。

○黒沼 ベンチャー・ファンド以外の本則の部分についても、これも次回扱うのですけれども、個人についていろいろな意見交換の上、範囲をこのときの改正案よりも広げる内容になっていると思いますので、ベンチャー・ファンド以外のものも、当然ファンドの関係者は広いほうが良いと考えているので、そういう声はあっただろうと思います。

○松尾 ありがとうございます。

○森田 この49名が最初から私は不思議な制度だと思って勉強するのが嫌になったきっかけを与えてくれた規制であったのですが(笑)、やはり案の定、個人投資家で被害が出てきた。金融庁としてもそれを何とか行政的に対応したいと動かれているのだと思います。

ところで、金融制度改革による規制緩和によって、アメリカでは随分と金融のパイが増えたのですね。それに比べて日本はあまり増えていないものもあります、それはどうも規制構造が十分に自由化をしなかったからではないかとも思いますし、他方、そうして個人投資家が泣かされるというようなことが放置されていては困るので、ジレンマみたいなものがあるのではないかと思います。

今回はそれを、金融庁サイドのツールを用いられて、被害を受けている個人投資家を減らそうという努力をされているとは思いますが、黒沼先生も何か矛盾があるようなことを理論的におっしゃりながらずっと詳しく説明されたのですけれども、本当にこれで個人投資家は保護されるのでしょうか。規制のほうはどんどんとまたややこしくなっていくし、しかし、本当にそれで個人投資家は救われるのかという、もう一つよくわからない。やはり、規制はある程度シンプルなほうがいいし、登録なら登録でやってしまったほうがかえってよかったのではないかとも思います。

ちょっとその辺は私もよくわかりませんが、差し当たっての質問としては、黒沼先生は、今回の改正によって、被害を受けた投資家はもう被害を受けなくなると、こういうふうにお考えなのでしょうか。その辺をちょっと教えてください。

○黒沼 大変難しい問題で、ちょっと答える能力はないのですけれども……。

○川口 規制の全体を検討した後に、最後にこのような規制で投資家保護は大丈夫かという議論のほうがいかなという気がします。

○森田 でも、これは改正の趣旨で聞いているのですが。

○黒沼 届出業者の数が今は非常に多いですよ

ね。それで、登録業に移行するというのも十分に考えられて初めから制度をつくるのであれば、登録制にしたほうがよかったと思うのですけれども、登録制にすると、全部監督しなければならない。届出制でも今回のやり方では監督しなければならないのですが、そこはやや温度差があるようでして、登録制にすると金融庁が全部監督しなければならないということになってしまうのですね。

アメリカなどの例を見てみると、投資助言業者については、登録制というのは、実質的には届出制に近いような、その中間的であるような運用がなされているようで、要するにSECが全部監督し切れないのですね。この届出業者についても、やや中間的な規制がなされていると思っています。

制度が利用されていけば、やはり一定の割合で投資者被害は起こるので、この制度の利点がうまく生かされるかどうかということと投資者被害の防止というのは、トレードオフの関係にあるのかなと思います。言い換えると、投資者被害を根絶することはできないだろうと思っています。

○森田 ということは、あなたのお考えでは、根絶はできないけれども、これである程度はましになると、こういうことですね。

○黒沼 はい。

○加藤 先ほど松尾先生がベンチャー・キャピタル以外から特例による対応を求める要望はなかったのかのご質問をされましたが、市民ファンドを運営する方から要望があったと記憶しております。ここでいう市民ファンドとは、市民からお金を集めて再生可能エネルギーなどの事業に投資するといった仕組みを適格機関投資家の特例業務を使って行うことを指していて、資金調達が成功した事例もそれなりの数は存在したようです。このようなプロジェクトをサポートしている方から、これらについてもベンチャー・キャピタルのような例外規定を設けてほしいという要望があったようですけれども、採用されませんでした。

○黒沼 ありがとうございます。そのとおりに記憶しています。



### 【登録制との違い】

○川口 先ほどの届出と登録の違いですけれども、登録の場合は、拒否事由などの審査があって時間がかかると言われます。これが、最終的に届出制が維持される理由の一つであったのでしょうか。なぜ届出制にこだわったのかというところはいかがでしょうか。

○黒沼 なるほど。確かに登録制の場合には、人的な構成要件などがあって、その審査に時間がかかるというご指摘はそのとおりで、そういう点が届出制にこだわった理由だったようにも思います。ただ、WGの審議の中では、もちろん登録業務にすべきだという意見もありましたし、それについて事務局のほうで、いや、届出制でなければ困るのだというようなことを強調するような説明はなされていなかったと思います。

○森田 それに関連しまして、届出制というのは初めから利用されていたかというような言い方をされていますが、届出販売などをするときの、例えば何か月間か1年間か知りませんが、その間だけの届出規制なのか、エンドレスにこの届出規制が続くのですか。どこかに区切りがあるのですかね。

○黒沼 これは、ファンドの届出、すなわち募集の届出ではなくて業者の届出ですので、一回届け出れば、ずっとその届出の状態が続きます。時間的に期限があるというわけではありません。

○森田 それでは登録と似ていますね。

### 【出資者の範囲】

○伊藤 私も、先ほど森田先生のおっしゃった個人投資家を含めたままというところはちょっと気になるところです。問題のない業者が8割はいるからという話をされている方もいるみたいですが、個人が被害を受けている状態で問題のある業者が2割弱いるという現状はやはり問題かと思えます。

データをみますと、個人が出している運用財産の額自体は1%ですから、個人の出資を一切認めないという規制のあり方がめちゃくちゃなわけで

もないと思います。WGの議論のとき、個人は出資を認めないという考え方というのは、全然力を持つことなく推移していたのかを伺いたいのですけれども。

○黒沼 正確なところは議事録を見なければわからないのですが、消費者保護の立場に立つ委員の方からは、そもそも個人は認めるべきではないという意見も出されていたと思います。

○洲崎 投資家の範囲を広げるかどうかという議論に関してですが、先ほどの黒沼先生のお答えでは、個人投資家に制限をかけるという改正案が出たけれども、広げるべきであるという意見も出たということであったかと思えます。結果的には狭くなっていないということによろしいのでしょうか。

○黒沼 出資者の範囲については、次回に詳しく取り上げる予定ですので、そこで議論させていただきます。

改正前に比べれば、もちろん狭くなっています。改正前は、属性はどうあれ49人です。

○志谷 いや、むしろ適格機関投資家と密接な関係のある方でおやりになったほうがよろしいように思ったのですが、何かそれではいけないという話になっているのはどうしてなのかなと思ったのですけれども。

○黒沼 簡単に言うと、もう少し広げてほしいという意見が多かったということです。私は、WGで適格機関投資家と密接関連者だけでいいのではないかという意見を出したのですが、実情を見ればもっと必要なのだというようなご意見が多かったというように思います。

○志谷 2ページの上のほうにある被害報告の中で、金融庁が警告を発した業者と、それから問題があるという、ブラックリストと言ったらいいかわかりませんが、そういう業者がその10倍ぐらいいらっしゃるということですが、金融庁はどのような点でこれを仕分けしておられるのか、もし黒沼先生がご存じだったら教えていただけませんか。警告を発するまでしなければいけないというのと、問題はあるけれども、まあリストに載



せておくかというようなその仕分けというのはどういう基準でされているのか、具体例があれば教えていただきたいのですけれど。

○黒沼 それはちょっと今はわかりません。すみません。

#### 【届出時の規制】

○川口 ほかはいかがでしょうか。それでは、また戻っていただいても結構ですので、つぎに、4ページ以降の特例業務の届出時の規制についてご議論いただければと思います。

○前田 無届けと無登録との関係についてなのですが、例えば4ページの欠格事由のところ、欠格事由のある者が特例業務を行った場合、黒沼先生は、無登録営業になって罰則が課されるというようにご説明くださいました。ただ、この特例業務に関する63条1項の規定を全く形式的に読めば、この規定は、特例業務に係る行為を登録の対象から外してしまっています。つまり、届出の有無にかかわらず、ともかく特例業務に係る行為は登録不要としているわけですね。ですから、特例業務については無登録という状況は生じ得ないのではないかと。つまり、欠格事由のケースについても、端的に無届けとしての罰則だけを問題にすればいいのではないかと。

もしこういう解釈でいいのであれば、最後のほうに黒沼先生がおっしゃいましたように、無登録の規定を適用するのか、無届けの規定を適用するのかといった問題もなくなると思うのですけれども、63条の読み方として、このような読み方はできないでしょうか。

○黒沼 確かに、欠格事由を定める63条7項を見ると、次のいずれかに該当する者は、適格機関投資家等特例業務を行ってはならないということになるので……。

○前田 ご報告では、無届けであれば、すなわちそれは無登録と同じことになるというようにご説明をいただいていたのですけれども。

○黒沼 はい。前田先生のおっしゃるように、63条1項は、届出をすれば適用除外になるという

ような規定ぶりにはなっていないのですよね。そうすると……。

○前田 先ほど申しましたように、1項を見ますと、別に届出の効果として登録不要と言っているのではなくて、特例業務に係る行為はとにかく登録は要らないという形になっているのですね。こういう形式的な読み方がいいのかということですけれども。

○黒沼 なるほど……。これは解釈問題として重要ですので、この部分は、特にどこかの解説に書いてあったというのではなくて、欠格事由の意味としてはこういうことになるだろうというふうな思ったわけですけれども、確かに前田先生のおっしゃるように、この場合には無届けだけになるという解釈のほうがすっきりしているとは思いますが。なおちょっと考えてみたいと思います。

○洲崎 欠格事由に関して、金融商品取引業の登録拒否要件のうち、すべての種別に共通のものと、個人にかかるものとが欠格事由になっていることですが、登録の場合であれば、登録取消処分を受けた場合は5年間でしたか、登録を拒否されるということになっていたと思います。したがって、あるところで投資詐欺をした人が別のところでまた別の投資詐欺をしようとしても、そこで弾かれると思うのです。先ほどのご報告では、登録拒否に相当するものとして、業務廃止命令という制度が導入されたとありましたが、業務廃止命令を受けた者がもう一度届出をしようとした場合、それは届出の欠格事由に当たるということになっているのでしょうか。

○黒沼 それは、63条7項、法人の場合は1号、個人の場合は2号ですけれども、その中に、適格機関投資家等特例業務の廃止命令の日から5年を経過しない者といったものが含まれています。また、29条の4が改正されていて、今回、廃止命令等ができたところから、登録業者の登録拒否事由として、今回説明は省略してしまいましたけれども、そちらのほうが改正されていてそこに入っているのです、その29条の4を引っ張ってきているこちらにもそれは入るということです。

○洲崎 なるほど、わかりました。どうもありがとうございます。

○川口 登録拒否事由を規定する改正法 29 条の4第1号イでは、「63条の5第3項の規定により適格機関投資家等特例業務の廃止を命じられた日から5年を経過しない者が追加されていますね。

ほかはいかがでしょうか。もしなければ、行為規制以下に移りたいと思います。10 ページ以降で何かあれば、よろしくをお願いします。

### 【行為規制】

○前田 13 ページの業務廃止命令の要件のところで、改正法では、業務廃止命令は他の方法では監督の目的を達することができないときというように定められたのに対して、黒沼先生は、実質的には重大な法令違反を犯したときと同じではないか、そうするとそのように規定すれば済んだのではないかというようにご説明くださいました。しかし、例えば軽微な法令違反であっても、業務改善命令とか業務停止命令で是正させようとしたけれども、何回命令を出してもなかなか効き目がなくて、軽微な違反を繰り返すような場合には、やはり業務廃止命令を出せるようにしておいたほうがいいようにも思うのです。そうすると、重大な法令違反と規定してしまうよりは、この改正法のような文言のほうが柔軟に対応できるようにも思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○黒沼 なるほど、そう思います。重大な法令違反の場合に出せることを明確にするだけでは全部の場合はカバーできないというのは、おっしゃるとおりだと思いますね。

○前田 ありがとうございます。

○川口 立案担当者が、解説で、この点について、「重大な法令違反を犯した場合には、監督官庁は直ちに業務廃止命令を発出することができる」と書いているので、それであれば、直接にそのように規定すればよかったという趣旨ではないのでしょうか。

○黒沼 そういう趣旨で申し上げましたけれど

も、こういう重畳的な規制の関係からすれば、重大なものだけでもよかったかなと思ってはいたのですけれども、今前田先生が挙げられたような例を考えると、もう少し柔軟に対応できるような規定のほうが望ましいと思いますね。

○船津 冒頭で届出と登録という話があったかと思うのですが、ファンドの被害の中で、金融庁に届出をしていますということがお墨付きになってたまされた人がいるというようなことがあったように聞いています。今回の新しい枠組みで、届出なのだけれども、かなりエンフォースが強くなっているというふうにもお見受けしたわけですが、届出と登録とどう違うかという話で、事前の審査がどれぐらいされているかという点もあると思うのですけれども、エンフォースメントのほうで、届出と登録でどれぐらい密度が違うものなのか、違わせようとしているのか、あるいは限りなく登録に近いような形で対処しようとしているのかというあたりについて、どう考えたらいいのかなというのが私の質問です。

金融庁のホームページを見ていますと、金融庁に届出を行い営業していますなどという、そういう届出業者がいるけれども、金融庁が信頼性を保証するものではありませんと改正後も書かれていたりするのですけれども、本気でやり出すと、実は結構、登録に近いような品質保証もできなくなのかなというふうに考えると、このあたりの密度がどういうふうにあるべきなのかなということについて、黒沼先生のお考えをお聞かせいただければと思います。

○黒沼 法律・制度だけからは、どれぐらいエンフォースが行われるかとかということはわかりません。それはそもそもそういうものだと思います。届出の場合には、人的構成要件の審査などはありませんから、登録を受けただけで一定の品質が保証されるというようなことはないですよ。だから、その意味で、初めのほうでも議論しましたけれども、登録制に比べると、投資者の被害が発生する可能性が高いことは間違いありません。

ただし、エンフォースの面では、登録制にかなり近いものができ上がっていますので、これはどれぐらい資源をそこに投入するかという問題で、投入すればそれなりに違反行為に対するエンフォースはできるだろうと思います。ただ、出発の時点で、審査を受けて登録を受けた者でない者も含めて届出をただけで業務を行っていますから、それは被害が生ずるような業務を行っている業者も多いだろうということなので、それを全体として従来よりもエンフォースメントが強化されたかどうかを判断するのは、なかなか難しい問題かなと思います。

○川口 ほかにかがででしょうか。

○森田 12 ページに説明書類というのがありまして、「ファンドの状況」欄というところで、出資者の状況として適格機関投資家とそれ以外の出資者数が記載され、出資額及び出資割合が記載される、例えば機関投資家が90%やっていると。そしたら私がやっても大丈夫かなと思うとか、何かそういう個人投資家の投資判断の助けにしようと思っているのか、お上のほうが、こいつは気をつけてよく調べるべきだとわかるように書かせているのか、どちらなのですかね。

○黒沼 前者の考え方だと思います。個々の投資家はその説明書類を見て、業者の信頼性といえますか、どういう業者であるかということ来判断するのに資するように規定は置かれていると思います。

○松尾 11 ページの検討の②のところでは書かれている行為規制の⑨の要件ですが、これはWG 報告にある「届出者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として形骸的な投資を行うような場合」、これを排除するためのものだということではわかるのですが、先生も報告中におっしゃっていた、9 ページのところのよく似た要件で、「密接関連者等の出資が2分の1未満でなければならない」というのがありまして、これも先生は、WG 報告で出た今の提案と関係するものとして理解されて、しかし、そうであればちょっとおかしいのではないかというふうに指摘しておられたかと思

います。

密接関連者が出資が2分の1未満でなければならないというのは、どういう趣旨の規定かというのがなかなかわかりにくいわけです。あるところで読んだのは、例えば組合にも自浄能力があって、業務執行者（ファンドの運用業者）がおかしなことをしたら解任することもできるはずであるところ、過半数が密接関連者・当事者だと自浄能力が働かない、そういう説明をされていたものがあったように記憶しています。そもそもそういう自浄能力といったことを期待する議論というのは WG であったのでしょうか。この要件は一体どこから来たのかというのが……。

○黒沼 そうですね、この要件は、WG 報告では確かに、届出者が支配するような適格機関投資家のみが適格機関投資家になっているような場合は好ましくないということしか書いていないので、それとの関連で出てきたのではないかと私は読んだのですけれども、ファンドの運営における議決権の行使とか自浄作用というような話は、WG では出てこなかったと思います。ただ、おっしゃるようなことも理解はできるといいますか……。

○松尾 一方で、先生のお立場からすると、密接関連者だけが個人として参加するならば、自由にやってくれてよいということになるかと思いません。その意味では、2分の1未満どころか、個人として出資できるのはそういう人たちに限るということもあり得たわけですね、選択肢としては。

○黒沼 そうですね。パブリックコメントにあったように、保護を必要とするような投資家は誰も入っていないような場合には、この要件を形式的に適用していく必要はないようにも思いますね。

○松尾 非常に理解しにくい要件なので、もし何かヒントがあればということでお尋ねしたのですが、特に WG でも議論はされなかったということでもよろしいですかね。

○黒沼 はい、そう記憶しています。

○松尾 ありがとうございます。

○石田 レジューメの 11 ページの最後のところから次のページにかけて、WG 報告で、「業務の性

質やリスクの高さ、出資できる者が限定されていることの説明を義務づける」というような提言がされていたのですけれども、これは実現されなかったということです。このあたりは、説明書類に書くことに特に大きな障害はなさそうなのですが、これはどういう理由で実現されなかったのでしょうか。

○黒沼　そうですね、それがどういう経緯で実現しなかったかはちょっとわからないのですけれども。私は、書くとしたらきちんと説明義務の形でやるのかなと思いましたけれども、金商法のやり方としては、契約締結前交付書面の記載事項としてこういうことを挙げておくということは通常のやり方だと思うので、内閣府令の改正についてチェックしないといけないのですが、私が読んだ内閣府令の解説の中には出てこなかったもので、そういう判断をしたのですけれども、もう一度この点は確認しておきたいと思います（確認したところ、契約締結前交付書面の記載事項にも入っていません）。

○石田　この提言の内容だと、それほど説明することも難しくなさそうなので、何か障害になるようなことがあったのかなと思ったのでお尋ねした次第です。細かい点で、すみません。

○黒沼　いえいえ、私もこれは重要なことだと思うので、むしろ入るべき規制だったのではないのかなと思います。

#### 【緊急停止命令】

○川口　ほかはいかがでしょうか。緊急停止命令あたりはいかがでしょうか。

17 ページで、まだ違反行為をしていない人に対しては行政処分を下せないのが、緊急停止命令というのは有用だとされています。それはそのとおりだと思うのですが、ここで問題とされるのは、違反行為をやっている状態のときに、そして業務停止命令が出せるという状況で、さらに緊急停止命令を必要とするかというものではないでしょうか。その点についてはいかがでしょうか。

○黒沼　その場合も、私が報告をしたように、

行政処分を待つ必要はないはずなので、登録業者あるいは届出業者とそれ以外を区別する必然性はないように思うのですけれども。

○川口　行政処分ですらというのが金融庁の担当者の考えだと思いますが、ただ、行政処分をするには時間がかかる場合もありますよね。それゆえに、行政処分が出るまでの期間と緊急停止命令が出る期間を比較して、より迅速な対応が必要という場面では、緊急停止命令の余地を残しておくことが有用な気もしますが。

○黒沼　そうですね、それが筋だと思いたいで、登録業者だからとか、そうでないからということにはならないということですね。

#### 【ディスクロージャー規制と業者規制】

○森田　総論的なことを最初に言って、総論的だということが終わることになりますけれども、証券取引法というのは、私はディスクロージャーだと思っています。ですから、行為規制という必要性はあまりなくて、まずディスクロージャーすればみんなが判断できるということで、ファンドについても、十分なディスクロージャーがあればいい。それも、非常にぎちぎちのディスクロージャー規制ではなくて、本当に投資したい人が、これはどのような物件を買うのがきちんとわかるディスクロージャーを徹底させる規制の仕方でいい。本日お聞きしたのは、多くは行為規制みたいですね。

ですから、もう少し投資者保護の本来に返ってもらって、ディスクロージャーの強化というのを、それもあまり規制強化であれをせよ、これをせよとまで言う必要はなくて、十分にわかるようにしておいて、それが嘘だったら証券詐欺だよというぐらいの、そういう感じの規制でやっていただければ、自由度は増すし、証券・金融活動も活発になるのではないかと思います。あまり行為規制なんかをすると、活発な金融ができなくなると思いますので。

投資者保護も大事です。ですから、それこそ事後救済の道で、被害があった人には救済があると



というようなほうでの行政からのバックアップという形でいくとか、抜本的に規制構造を工夫してもらったほうがいいのではないかなと、こう思ったりします。

○黒沼 おっしゃることは、ごもっともだと思います。少しつけ加えるならば、金商法を制定したときに、ファンド規制については業者規制でやるか、ディスクロージャーでやるかということが議論の対象になりまして、結局、業者規制でいくということになったのですね。そのために、事業型ファンドについてはディスクロージャー適用除外になっています。それから、その代わりに業者規制を入れようということになって、今回はそれも入っていなかった部分ですけども、届出制ということで登録に近いような業者規制の形でそれを入れたということです。

恐らく当時は、ディスクロージャー規制にすると、ディスクロージャーの費用が多くなり過ぎて、金融庁が言っていたようなイノベーションを妨げるということを危惧して、それを入れなかったのではないのかなと思っています。どちらがいいかというのは議論の分かれるところなので、仕組みとしてどちらがいいのかというのはよくわからないというのが現状の私の感想です。

○森田 課徴金をどんどん取ってもらっても誰も喜ばないのでね、被害を受けた人が救済される、あるいは投資活動がどんどん活発になるということのほうが大事だと思っていますので、その辺の出発点からしてどうも私は気に入らんようですが、本日お聞きして、お上のほうもそれでいろいろと投資者保護に関しては細心の注意を払おうとされているということについては、その努力は多とします。ただ、結果的に規制が強化されてしまうというおそれもちょっと感じます。

○龍田 本日のお話の主な対象はベンチャー・キャピタルですね。

○黒沼 かなりの部分はそれが占めていますけれども、そうでないものもあります。

○龍田 開示規制は重要ですが、ベンチャー企業のような基礎の確立していない発行体について

は、素人に情報の理解を求めるのが難しい場合が非常に多いでしょう。そういう意味で、ディスクロージャーだけでは対処できない分野がかなりあると思います。したがって、業者規制が必要なことは否定できないでしょう。その場合の規制が、緩やかな規制で足りるのがなぜかを考えますと、その大きな理由は、取引の相手がプロだからということでしょう。自分で自分を守る力のあるプロが相手だから規制を緩めることが正当化される。プロ以外の者は、パターンリズムによって厚く保護することが必要です。相手がプロだからという理由で規制を緩和するときに、アマも人数が少なければ、あるいは割合が小さければ、緩やかな規制のままでよろしいという理由は、全く見当たりません。説明のしようがないでしょう。

○黒沼 ありがとうございます。

○森田 投資は失敗しますからね。絶対保証はないから、要するに、このようなもので投資しますよという話のはっきりしているかどうかということですよ。ですから、そういうもののリスクテイクができる活動を活発にしていこうということでしょうから、投資家被害というのは何を意味しているのかわかりませんが、損をしたから被害ということではないとは思いますが、ですから、そのリスクテイクがきちんとできているという状況を確認してあげるということをすれば、それ以上のことはできませんからね。

○川口 いかがでしょうか。よろしいでしょうか。それでは、本日の研究会はこれで終わらせていただきたいと思います。

J P X 金商法研究会  
 平成 27 年金商法改正（1）—プロ向けファンドの見直し（1）  
 2016 年 9 月 23 日  
 早稲田大学 黒沼悦郎

I 改正の経緯  
 1 問題の所在

- (1) 平成 18 年金商法  
 組合特分の自己募集・自己私募・自己運用を業者規制の対象に（2 条 8 項 7 号・15 号）  
 → プロ向けファンド（適格機関投資家等特例業務）について届出制を採用  
     ← 金融インバプションを阻害しない？  
 適格機関投資家 49 名以下の「適格機関投資家以外の者」への勧誘  
 → 第 2 種金融商品取引業としての登録を要しない（60 条 1 項 1 号）  
 自己私募によって集めた資金の合同運用  
     → 投資運用業としての登録を要しない（同項 2 号）  
 代わって  
     届出制を採用（60 条 2 項）  
     ← 市場の公正性・透明性を確保する？

金融商品取引業者等も特例業務の届出をすることにより、業法上の行為規制の適用を受けない（63 条の 3）。

(2) プロ向けファンドの隆盛（資料 1）  
 届出者数 3123 業者（平成 27 年 3 月末） cf. 金商業者数 2004

平成 25 年度  
 販売額・運用財産額：ファンド全体の 6 割以上を占める  
 販売額合計 約 9500 億円  
 運用財産合計 約 8.8 兆円  
 商品別（ファンド数）  
 不動産ファンド 3 割（運用財産額では 7 割）  
 ペンチャャー・キャピタル・ファンド 2 割 5 分  
 出資者の属性  
 大半は事業法人・金融機関。主たる出資者が個人であるファンドは数で 2 割程度、  
 出資額では 1%程度。

(3) プロ向けファンドの被害の実態

- 登録制でなく、行政処分の対象となっていない。  
 49 名以内であれば素人にも販売できる。  
 → 被害報告  
     金銀行が警告書を発した先 67 業者  
     問題があると認められた届出業者リスト 603 業者  
 Cf. 問題ない業者が 8 割強いるということを見るべき  
 （松尾直彦「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」金融商品  
 取引法研究会記録 52 号（2015）7 頁）

具体例

- ・設立が比較的容易な投資事業有限責任組合を適格機関投資家として少額の出資を行わせ、他の出資は個人から集めるもの
- ・届出はされているが、実際には適格機関投資家からほとんど出資を受けていない、詐欺的な勧誘が行われている
- ・出資金が契約とは異なる投資、ファンドと無関係の会社経費・私費・他の顧客への配当・償還等に流用されている
- ・投資経験の乏しい者・高齢者に対して勧誘が行われている。

2 見直しの経緯

- (1) 制度見直しの提言・建議
- ・消費者委員会
  - ・証券取引等監視委員会
  - ・日本弁護士連合会
  - ・国民生活センター
- (2) 政令・内閣府令の改正案パブリックコメント（平成 26 年 5 月～6 月）  
 プロ向けファンドの出資者の範囲の見直し  
 適格機関投資家以外を細分化し、  
     一般個人の出資を認めない代わりに、一定の法人・個人の出資を認める。  
 ↓  
 両方向からの反対  
     個人への販売は禁止すべき  
     ファンドの組成が困難になるので、範囲を拡げるべき  
 +  
     出資者の範囲の見直しだけでなく、届出者に対する行為規制が必要
- (3) 投資運用等に関するワーキング・グループ

→ 商品先物取引の勧誘規制を金商法と同等のものとするという経産省の譲歩を引き出したために、プロ向けファンドの範囲については金融庁が譲った(松尾・前掲16-17頁)。

II 特例業務の届出時の規制

- 1 欠格事由の導入  
プロ向けファンドの自己募集および運用業を行う資質を有しない者を排除するため。欠格事由 (63条7項)
  - ① 金融商品取引業の登録拒否要件のうち、すべての種別に共通のもの(同項1号イ・ロ、2号イ・ロ)  
同項2号：個人に係る登録拒否要件 一次格事由  
・届出の欠格事由では当局の判断が予定されていないので、審査・判断を必要とする次の登録拒否要件は欠格事由から除外(逐条解説2015年金融商品取引法(商事法務,2016)74頁)  
他に行う事業が公益に反する。  
業務を正確に遂行するに足りる人的構成を有しない。  
業務を正確に遂行するために必要な体制の整備がされていない。
  - ② 暴力団員関係の欠格事由 (同項1号ハ、2号ハ)。
  - ③ 外国人・外国法人関係の欠格事由 (同項1号ニ・ホ、2号ニ・ホ)  
・国内における代理人や代表者が定められており、かつ、当該者の住所や事務所が所在する国の規制当局から、調査協力や情報提供等についての保証(MOUを想定)がされている場合に限る。  
・国内の営業所・事務所の設置義務までは課さない点で、第一種金融商品取引業および投資運用業の登録拒否要件(29条の4第1項4号ハ)よりは緩やか。

効果 届出の拒否はない。  
その者には29条(登録要件)が適用されないという届出の効果が発生せず、その結果、その者の特例業務は無登録営業となり罰則が適用される。

- 2 届出事項の拡充と公衆縦覧  
(1) 内容  
改正前の届出事項：限定されていた。公衆の縦覧なし。  
← 規制当局が、特例業務を行っている者が届出をしているかどうかを把握するためのものである。  
ただし、金融庁は届出者の商号・名称等を金融庁のホームページに公表していた。

平成26年9月設置  
平成27年1月28日「投資運用等に関するワーキング・グループ報告」(資料2)  
平成27年5月金商法改正(平成27年法律第32号)(6月3日公布)  
1年以内に施行

- 3 なぜ49名以内の通格機関投資家以外の出資が認められたのか  
・「基本的にプロ投資家が投資するファンドであっても、当該プロ投資家と関係の深い一般投資家(例：ファンド運営会社の役員等)も出資しているような場合も多いとの実態を踏まえ」、プロ投資家以外の少数の者を加えることとした(「投資運用等に関するワーキング・グループ」事務局説明資料3・7頁)  
← ファンド運営会社の役員等が、プロ投資家と関係の深い一般投資家といえるかどうかは、やや疑問であるが、ファンドの実態からすると、ファンド運営会社の役員等、「特例業務届出者と関係の深い一般投資家」を想定していた。

- ・「通格投資家向け運用業」(平成28年改正)  
「通格投資家」を相手方とする投資運用業の特例  
通格投資家 特定投資家  
「特定投資家に準ずる者として内閣府令で定める者」  
「金融商品取引業者と密接な関係を有する者として政令で定める者」  
(金商法29条の5第3項)  
→ このやり方が本来の方式だった。

- ・理論的に、49名以下の一般投資家を相手方とすれば登録は不要であるという考え方は正当化されるか?  
少数私募：勧誘の相手方が少数であれば一人当たりの購入額が多額となるため、勧誘を受ける者が一般投資家であっても取引力があり、発行者や販売業者から情報を獲得できる能力がある。  
投資運用業：相手方となる一般投資家が少数であっても、一人当たりの運用額が多額になるとは限らず、少数の当該一般投資家に取引力があるとはいえない。
- ・なぜ49名以下の一般投資家(施行令17条の12第1項・2項)が加えられたのか。

金融庁：プロ投資家に限定すべき。  
経済産業省：開示規制の私募並みにすべき。

届出事項の拡充

- ・特例業務を行う営業所・事務所の名称および所在地（63条2項7号）
- ・営業所・事務所の電話番号、ホームページアドレス
- ・ファンド特分の種別（民法上の組合契約、匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約、有限責任事業組合契約、社団法人の社員権、外国の法令に基づく権利、その他の権利の別をいう）
- ・ファンドの事業内容
- ・ファンド特分を取得する適格機関投資家全員の商号・名称、種別および数
- ・特例業務届出者が適格機関投資家以外の者を相手方として私募を行う場合はその旨
- ・外国法人の国内における代表者の住所・電話番号等（金商業府令238条1号〜3号）
- ・ファンドの財務諸表等の監査を行う公認会計士の氏名・名称（ベンチャー・ファンド特例、同条2号ホ・ヘ）

添付書類

欠格事由に該当するか否かを確認するための書類（金商業府令238条の2）。

公衆縦覧事項の法定（63条6項、金商業府令238条の5、同第20号の2様式）

- ・主たる営業所・事務所の電話番号、ホームページアドレス
- ・ファンド特分の種別
- ・ファンドの事業内容
- ・適格機関投資家の種別（金融商品取引業者等、金融機関等、投資事業有限責任組合、事業法人等、個人、外国法人又は外国人等、その他の別をいう）・数
- ・公認会計士の氏名・名称（ベンチャー・ファンド特例）
- ・届出業者の役員および使用人の状況等

公衆縦覧の方法 営業所・事務所に備え置くか、インターネットの利用（63条6項6号）

CF. 内閣総理大臣による公衆縦覧（63条5項、金商業府令238条の4）

(2) 検討

- ① 適格機関投資家特例業務は、私募と私募による出資の自己運用  
→ デイスクロージャーは行われない。  
今回の改正：一定のディスクロージャーを求めるもの
- ② ファンドに出資する適格機関投資家の情報  
適格機関投資家の名称・出資金額等は届出の対象だが、公衆縦覧の対象ではない。  
← ファンドへの出資の事実・出資金額等が当該適格機関投資家にとつて営業秘密に  
属する点と投資家への適切な情報提供のあり方とのバランスを図る観点から、通

格機関投資家の権利、地位その他正当な利益を害するおそれがある情報は公衆縦覧・公表の対象とならない一方、適格機関投資家の種別、数については公衆縦覧・公表することとした（金商業府令「コメントの概要及びコメントに対する金商業府令への考え方」（平成28年2月3日）No.292に対する回答）。

特例業務の届出時に参加する適格機関投資家の数等が決まっていなかった場合には、届出時点の見込みを公表し、数等が定まった段階で公表内容を変更する。  
適格機関投資家の出資額・出資割合 → 説明書類において公表される（後述）。

③ 公衆縦覧の方法としてのインターネットの利用

← 投資者による情報収集の容易さと業者の事務負担の軽減を考慮した（逐条解説60頁）。

「投資者が常に容易に閲覧することができるように公表しなければならない」（金商業府令238条の5第1項）。

← 「投資者」とは、抽象的な意味での投資者であり投資者となりうる者を含む（古角壽雄ほか「平成27年改正金融商品取引法に係る府令等の改正の解説（上）」商事2095号（2016）6頁）。

④ 金融庁における特例業務の届出者の情報の公表

← 投資者が、取引の相手方が特例業務届出者であるかどうかなどについてより詳細に確認できるようにするためにある（逐条解説69頁）。

「より詳細」：特例業務届出者に該当していた場合にファンドの実態を把握できるように

CF. 金融商品取引業者

金融庁は登録簿を公衆の縦覧に供しているが、その情報はインターネット経由で見られないし、情報量も乏しい。

⑤ 特例業務の届出者についてのみ、比較的詳細な情報が、法令に基づいて金融庁により公表され、インターネット経由で当該情報を取得できる（65条5項、金商業府令238条の4）。その意味はどこにあるか。

改正前：投資者に注意を促す趣旨でネット上での公表が行われていた。

改正法施行後：①届出者リスト、②業務停止命令を発出した届出者リスト、および③連絡が取れない届出者リストに分けて、届出者ごとに法定の公衆縦覧事項を掲載する（金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針IX-2-2（5））。

投資者が①（②③の者）には掲載されないの公表情報（ファンドの事業内容や適格機関投資家の種別・数が含まれる）を見て取引相手を選ぶことになる、投資者の選択を通じた届出者に対する規律が予定されているといえなくもない。



数が多いために監督が十分にできない・特例業務の届出者だからこそ、行政監督の不足を補うべく投資者による規律手段を講じた?

← 公衆観戦事項・適格機関投資家の出資額・出資割合が含まれていない。

3 適格機関投資家の資産要件等

(1) 趣旨

① 特例ファンドの被害事例において投資事業有限責任組合に問題が多くみられた。

→ 出資者としての実態を伴わない投資事業有限責任組合を排除する。

特例業務を行う運用者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として形骸的な投資を行うような場合には、制度の趣旨に反する (WG報告 4頁)。

② 前提

特例業務においては、適格機関投資家が出資を行って、自己のために当該ファンドに参与することで、ファンドの運用状況等の適正性がある程度確保されることも期待されたものと考えられる (WG報告 4頁)。

← 平成 18年の導入時：少人数の一般投資家としては、ファンド運営会社の役員等のように当該ファンドと関係の深い一般投資家が想定されていたのであって、適格機関投資家が参加する少人数私募(2条3項2号ハ)のようなものは想定されていなかったはず。

③ 立法論としてはどうか。

適格機関投資家が自己の利益のために交渉してファンドの条件を決定し、運用についても監視してくれば、少数の一般投資家はそれらに「ただ乗り」できる。

← 適格機関投資家は一般投資家が被害を受けないように特例業務届出者と交渉する義務を負うわけではない。  
 一般投資家も参加する適格機関投資家の名称を具体的に信頼して出資をするわけではない。  
 ⇒ あまり高い効果は期待できない。

適格機関投資家の資格を制限することで、特例業務届出者が、自己が支配する適格機関投資家を使って一般投資家をだまし、適格機関投資家に生ずる損失を一般投資家からの利益で埋め合わせるといった濫用行為は防止できるだろう。

(2) 内容

投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定めるものを、特例業務の定義から除外 (63条1項1号・2号)

(1) 権利を有することとなる適格機関投資家のすべてが投資事業有限責任組合(取引の状況その他の事情から合理的に判断して、組合員のために運用を行う財産の総額から借入金額を控除した金額が5億円以上である)と見込まれるものを除く)である場合(金融業府令234条の2第1項1号、2項1号)。

← 投資事業有限責任組合のみが適格機関投資家となっている場合に被害事例が多かった。

多額の運用資産を有している組合であれば真摯な運用を行っていると期待される。

運用資産の要件 5億円;

「株式会社や法人に係る資産要件とのバランスも踏まえ」で設定 (WG報告 4頁)

特例業務の出資者になれる株式会社・法人の資産要件?

CF. 投資性金融資産の額が1億以上、または資本金もしくは純資産の額が5000万円以上

(2) 権利を有することとなる者が出資または拠出をする財産の総額に対し、特例業務届出者と密接な関連を有する者が出資または拠出する財産の総額が2分の1以上である場合(金融業府令234条の2第1項2号、2項2号)

CF. 特例業務の対象ファンドへの適格機関投資家以外の出資者の範囲(施行令17条の12第1項各号)

- ① 一定の法人
- ② 特例業務届出者と密接な関連を有する者として内閣府令で定める者
- ③ 財産の状況等を勘案して内閣府令で定める個人
- ④ 以上に準ずる者として内閣府令で定める者

(2)は、②の密接関連者(金融業府令233条の2第1項2号から6号に掲げる者)  
 +⑤ベンチャー・ファンドの投資適格者(金融業府令233条の3各号に掲げる者)  
 -⑥適格機関投資家

上記①③④

⑦ファンド資産運用等業者の役員・使用人および親会社等

②または⑤の者が、同時に適格機関投資家等に当たらない場合に、そのような者の出資が全体の2分の1を超えるファンドは認められない(⑤はベンチャー・ファンドについてのみ適用される)。

→ ベンチャー・ファンド以外では、②の密接関連業者から⑦を除くと、ファンド資産運用等業者の子会社等、ファンドの運用委託先、投資助言者、投資助言者に対して投資助言を行う者、これらの者の役員・使用人が残る。

（3）検討

- ① 運用資産の残高が5億円以上の投資事業有限責任組合が、特例業務に係るファンドに出資していれば充たされる。一つの投資事業有限責任組合が、当該ファンドに5億円趣旨している必要はない。
- この要件は、適格機関投資家が出資することによって特例業務の適正を図るという法の目的を達成できるか？
- 運用資産の残高が5億円以上と「見込まれる」
- ・特例業務届出の時点において将来の一定の時点で「見込まれる」という意味するのではなく、特例業務の届出者かみて、判断されるというほどの意味である。
- ・運用資産の要件は、特例業務を継続する間、充足する必要がある、要件を充たさなくなった場合は業務を停止しなければならない（古角ほか（上）7頁）。
- 運用資産要件を充足しないと、当該業務は特例業務ではなく、金融商品取引業の登録を受けなければ無登録営業となる。
- ・キャピタル・コール方式を採用する場合（契約時に組合員が出資上限額について約束し、のちに出資の要請に基づいて出資を執行する）：実際に出資が行われた金額を財産としてカウントする（古角ほか（上）7頁、パブリックコメントNo.259に対する回答）。
- ② 密接関連者等の出資が2分の1未満でなければならないという出資割合要件
- ← 基本的には適格機関投資家を対象とするというプロ向けファンド制度の趣旨を踏まえれば、出資者の本宗が投資判断能力を有する一定の投資家以外の者が占めることは適当でない（古角ほか（上）6頁）。
- ・適格機関投資家向け特例業務なのだから、適格機関投資家の出資割合が一定以上でなければならぬというのであれば、理解できる。しかし、この出資割合規制では、たとえ資本金5000万円以上の法人や富裕層の個人は密接関連者等に当たらないので、これらの者を含めて出資割合が2分の1以上あれば良い。したがって、この要件によって適格機関投資家の出資割合を一定以上に維持することはできない。
- ・密接関連者等のうち、ファンド資産運用等業者（ファンド時分の私募または運用行為を行う者をいう。金商業府令233条の2第1項1号、施行令17条の12第1項5号）やその役員と親会社等を除いているが、子会社等やその役員を除いていない。
- 「運用者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として形骸的な投資を行うような場合」（WG報告）
- But 密接関連者等が適格機関投資家に該当する場合には出資割合要件の適用対象から外れる。

規制の趣旨：特例届出者の支配を受ける者が出資総額の2分の1以上となっている場合は、特例業務として相応しくない。

- ・パブリックコメント
- 子会社等による出資が2分の1を超えていても、同一企業グループ内で完結するファンドであれば投資者保護上問題ない。
- 密接関係者等以外の出資者がいない場合には登録をする必要がない（特例業務に当たらなければ登録が必要になる）
- ← 回答：そういうファンドを運営することは構わないが、特例業務として行いたいのであれば密接関連者等以外の出資を2分の1以上とせよ（パブリックコメントNo.154・155に対する回答）。

III 行為規制

1 行為規制の適用

- （1）趣旨
- 登録業者でない者に行為規制を適用することができるのか？
- 従来、届出者に対しても、虚偽告知の禁止（38条1号）、および損失補填の禁止（39条）は適用されていた（改正前63条4項）。これらには罰則が付されており、違反に対しては刑事処罰で対処することを予定。
- 届出者にも業務改善命令等の行政処分をすることができるという理解の下、大部分の行為規制は行政処分によって執行が担保されることを予定している。
- ← アメリカにおけるベンチャー・キャピタルについて届出制が維持されつつ、登録制と同様の行為規制を適用し、行政処分の対象としていること（WG報告2頁）に倣った。
- （2）内容
- 特例業務届出者に新たに適用される行為規制（63条11項）
- ① 誠実義務（36条1項）、② 名義貸しの禁止（36条の3）、③ 広告規制（37条）、④ 契約締結前の書面交付義務（37条の3）、⑤ 契約締結時の書面交付義務（37条の4）、⑥ 断定的判断の提供の禁止（38条2号）、⑦ 内閣府令による禁止行為（38条8号）、⑧ 適合性の原則（40条1号）、⑨ 内閣府令による業務状況の整備義務（40条2号）、⑩ 分別管理が確保されていない場合の販売禁止（40条の3）、⑪ 金銭の流用が行われている場合の販売禁止（40条の3の2）、⑫ 投資運用業に係る忠実義務・善管注意義務（42条）、⑬ 投資運用業の禁止行為（42条の2）、⑭ 投資運用業の分別管理義務（42条の4）、⑮ 運用報告書の交付義務（42条の7）

ことの説明を義務づける」(WG報告5頁) → 実現しなかった模様

2 事業報告・説明書類等  
 改正前 事業報告の作成・提出義務、説明書類の作成・縦覧義務はなかった。  
 改正法  
 特別業務届出者の帳簿書類の作成・保存義務(63条の4第1項)  
 事業報告書の作成・提出義務(同条2項)  
 説明書類の作成・公表義務(同条3項)  
 ← 特別業務届出者と取引に入らうとする投資家の参考にするため。

・説明書類(金商業府令様式21号の3)  
 「ファンドの状況」欄において、ファンドごとに、出資者の状況として  
 適格機関投資家とそれ以外(うち個人)の出資者数が記載され、  
 適格機関投資家(全体)の出資額および出資割合も記載される。  
 ← 問題のあるファンドには適格機関投資家の出資が少ない傾向が認められることから、  
 出資額・出資割合が説明書類に記載事項とされた(WG報告4頁注3)。  
 CF. 今回の改正で、金融商品取引業者等の説明書類の公表範囲全般について、インター  
 ネットの利用が認められた(46条の4、47条の3、57条の4、57条の16)。

IV 問題のある届出者への対応  
 1 監督上の処分  
 (1) 趣旨  
 改正前：届出制は登録制と異なるので監督上の処分はできない。  
 改正法：アメリカのファンド規制に例がある。  
 景品表示法違反行為が消費者庁による排除命令の対象となっている。  
 CF. 業者でない者に対する行政処分：課徴金制度

(2) 内容  
 ① 業務改善命令：届出者の業務の運営に関し、公益または投資者保護のため必要かつ  
 適当であると認めるときは、その限度において、内閣総理大臣は、当該特別業務届出  
 者に対し、業務の運営の改善に必要な措置をとるべきことを命ずることができる(63  
 条の5第1項)。  
 ← 一般的な発出要件：金融商品取引業者に対する業務改善命令(51条)と同じ。

・特定投資家に係る行為規制の適用除外規定(45条)、特定投資家と一般投資家の移行に  
 関するルール(3章1節5款の規定)も適用する(63条11項)。

内閣府令  
 ④ 「適格機関投資家等特別業務において、出資対象事業への出資を行っている適格機  
 関投資家が特別業務届出者の子会社等である適格機関投資家のみであることその他の他  
 の事情を勘案して63条1項各号に掲げる行為を適切に行っていないと認められる状況」  
 (金商業府令123条30号)

(3) 検討  
 ① ファンド特分の私専と、当該私専によって出資を受けた財産の運用にふさわしい行為  
 規制を抜き出したもの。内容的にもWG報告に沿っている。  
 ② 上記④  
 CF. WG報告「届出者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として形務的な  
 投資を行うような場合には、特別業務としては認めないこと」

・届出者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として出資しているだけで体制  
 整備義務の違反とはせず、「その他の状況を勘案して、行為を適切に行っていないと認め  
 られる」ことが必要である(古角ほか(上)7頁)。  
 → 立法政策として妥当か。

・金商業府令123条30号に該当する状況  
 「たとえ特別業務届出者から、ほとんど実体のない業務に対する対価として報酬を受  
 け取ることや、特別業務届出者の子会社等または関係会社等で実体のないものとなって  
 いること等によって、実際には適格機関投資家としてファンド特分を取得または保有し  
 ていないと評価しうるような状況」(金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針IX-1  
 -2(2))  
 CF. 「形務的な投資を行うような場合」(WG報告)

「その他の事情を勘案して」：届出者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家と  
 なっている場合以外の場合であっても、業務改善命令等を発出できることを表している  
 も認められる。金商法40条2項に抵触する要件をことさらに狭く解する必要はないの  
 か?

③ 「特別業務に関し、その業務の性質やリスクの高さ、出資できる者が限定されている

- ・業務廃止命令は登録取消処分と相当するから、この処分をするときは内閣総理大臣は監督を放棄する（以後、監督しない）ことになる。そうすると、「他の方法により監督の目的を達成することができない」という加重要件はやや不正確であり、「他の方法により投資者保護の目的を達成することができない」とすべきでなかったか。

② 実効性の担保

- 業務改善命令の違反：30万円以下の過料（208条5号）
- 業務廃止命令の違反：2年以下の懲役・300万円以下の罰金（198条の5第2号、法人は3億円以下の罰金）
- 業務廃止命令の違反：5年以下の懲役・500万円以下の罰金（197条の2第10号の9、法人は5億円以下の罰金）
- CF. 無登録営業：5年以下の懲役・500万円以下の罰金（197条の2第10号の4、法人は5億円以下の罰金）

特例業務の無届・虚偽の届出等に対する罰則

- 1年以下の懲役・300万円以下の罰金 → 無登録営業と同水準に（197条の2第10号の8）

特例業務の無届は無登録営業に等しい：いずれの条文を適用するのか？

2 報告徴取・検査権

(1) 内容

改正前

内閣総理大臣は、「特例業務届出者の業務に係る状況を確認するため特に必要があると認めるときは、その必要の限度において」、当該特例業務届出者、これと取引をする者または当該特例業務届出者から業務の委託を受けた者（再委託を受けた者を含む）に対し、「第2項の届出に関し参考となすべき報告又は資料の提出を命ずることができる」（改正前63条7項）。同様の要件の下、同様の対象者に対して立入検査権を行使し、「第2項の届出に関し質問させ、又は当該特例業務届出者の書類その他の物件の検査（同項の届出に関し必要なものに限る。）をさせることができる」（改正前63条8項）。

改正後

金融商品取引業者等に対するもの（56条の2等）と横並びの規制に（63条の6）。

- ・対象者に変更なし。
- ・必要性の要件

- ② 業務廃止命令：内閣総理大臣は、届出者が特例業務に関し法令または法令に基づく行政処分違反した場合には、6か月以内の期間を定めて業務の全部または一部の停止を命ずることができる（63条の5第2項）。

法令・行政処分の違反に限定されている点で、金融商品取引業者に対する業務廃止命令（52条1項）よりも、形式的には狭い。

- ③ 業務廃止命令：内閣総理大臣は、届出者が特例業務に関し法令または法令に基づく行政処分違反した場合であつて、他の方法により監督の目的を達成することができないときは、業務の廃止を命ずることができる（63条の5第3項）。

(3) 検討

① 業務廃止命令

- ・特例業務の届出者には、登録の取消しに相当する届出の取消というものが無い。

→ 業務廃止命令

- ・要件：「他の方法により監督の目的を達成することができないとき」

← 特例業務届出者が届出制のもとで業務を行うことができるとされている趣旨も踏まえ、当局が軽微な法令等違反を理由に容易に業務の廃止を命じることができないようにするためである（逐条解説 98頁）。

必ずしも業務廃止命令に先立って業務改善命令または業務廃止命令を発出することを要求する趣旨ではなく、金融商品取引業者であれば登録取消処分となる程度の重大な法令違反を犯した場合に、監督官庁は直ちに業務廃止命令を発出することができる（逐条解説 98頁）。

← 「重大な法令違反を犯したとき」と規定すれば済んだのでは？

- ・特例業務届出者が欠格事由に該当することが判明した場合であつて、当該欠格事由が容易に治癒できないものであり、かつ、当該届出者が任意に業務を廃止しようとしないう場合には、「他の方法により監督の目的を達成することができないとき」に当たる（逐条解説 98頁）。

CF. 登録拒否事由に該当すると判明 → 登録取消処分等（52条1項1号~4号）

- ◆ 特例業務届出者が欠格事由に該当していることが判明した場合、その時点で当該届出者は無登録営業を行つたことにならないか。  
無登録業者に対して行政処分を発することができないように、欠格事由に該当している届出者は、そもそも行政処分の対象にならないのではないか。

という行使要件が定められていた。

#### 改正後

内閣総理大臣は、登録業者に対するのと同等の業務改善命令、業務停止命令、業務廃止命令（登録取消処分に相当）を届出者に対して発することができるようになったため、登録業者と横並びの要件による報告徴取・検査権の規定に改められることとなった。

### 3 緊急差止め命令

#### (1) 趣旨

金商法192条の緊急差止め命令は業者以外にも適用されるが、法令・命令違反が要件とされているため、特例業務の届出者の不適切な業務執行によって投資者の利益が害されるおそれがある場合にご利用できないという問題点があった。

CE. 投資信託・投資法人法：（法令・命令違反がないとしても）金商法192条より厳格な要件の下で受益証券等の販売・勧誘行為を差止めの対象としている（投信法26条1項等）。

→ 投信法に倣った改正が行われた。

#### (2) 内容

・「集団投資スキーム特分」に出資された金銭等を充てて行う事業の業務執行が著しく適正を欠き、かつ、理に投資者の利益が著しく害されており、または害されることが明白である場合において、投資者の損害の拡大を防止する緊急の必要があるときは、内閣総理大臣は集団投資スキーム特分の販売・勧誘行為の差止めを裁判所に申し立てることができる（192条1項2号、従来の1項を1号とし、2号を新設した）。

→ 例えば出資金の流用等のように具体的な法令違反・命令違反を認定することが困難な場合がある（逐条解説109頁）。

→ 裁判所の命令により業務を差し止めるという重大な結果をもたらすため、業務執行が著しく適正を欠く場合（同項2号）には、投資者の利益が著しく害されているか害されることが明白であり、損害拡大の防止のため緊急の必要があるという厳格な要件の下で、差止め命令の申立てを認めた（逐条解説109-110頁）。

・ 調査権限に関する改正

187条1号～3号の報告・物件提出命令違反に対する罰則を、

10万円以下の過料（改正前209条11号～13号）から、

1年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金またはその併科へと引き上げた

（198条の6第17号の5～17号の7）。

→ 「公益又は投資者保護のため必要かつ適當であると認めるとき」

・「適格機関投資家等特例業務の対象

「届出に関し参考となるべきもの」→「届出者の業務に関し参考となるべきもの」

#### (2) 趣旨の検討

・「適格機関投資家等特例業務に対する検査について、…届出者に対して検査を行うことができることを明確化」する（WG報告5頁）。

「現行の…検査権限は、適格機関投資家等特例業務を行う者の自己運用に係る業務の状況に対する検査を想定した規定となっている」（WG報告5頁注5）。

「特例業務の状況を確認するための権限について、特例業務届出者の業務（自己運用に係る業務および自己募集にかかる業務）に関して行使できることを明確化するための改正を行った」（逐条解説102頁）。

↓

改正前の規定では自己運用の業務についてのみ報告徴取・検査権を行使でき、自己募集（自己私募）にかかる業務については権限を行使できなかった？

改正前の権限も、「届出者の業務の状況を確認する必要がある」ために認められた権限であり、特例業務（自己私募と自己運用の両者を含む）の「届出に関し」行使できる規定となっており、自己運用に権限の行使が限定されていたとは思われない。

・改正前の報告徴取・検査権については次のように理解できるのではないかと。

適格機関投資家等特例業務は届出制であり、届出者に対する監督上の処分は予定されていないかった。

監督上の処分のための資料を得ることは報告徴取・検査権の目的ではなく、届出によって特例を受けられる要件を遵守しているかどうか（遵守していなければ第二種金融商品取引業または投資運用業の無登録営業となる）をチェックすることが報告徴取・検査権の目的であった。

Ex) 適格機関投資家からの出資を受けずに自己募集・自己運用を行えば無登録営業となるので、届出者の業務の状況を確認する必要がある。「届出に関し」検査を行い報告を徴取できるとは、そういう意味である。

届出者には行為規制は適用されないの、たとえば届出者が適合性の原則に違反する勧誘を行っていても、当該業務の状況について報告を徴取したり検査したりすることはできなかった。

↓

届出制の下では、報告徴取・検査権の目的が限定されており、一般的な監督のために権限を行使できないことから、「特に必要があると認めるときは、その必要の限度において」

（3）検討

① 192条1項2号による差止の対象は、資産運用行為ではなく特分の販売・勧誘行為（2条8項7号～9号の行為）

→ 改正前に、出資金の流用等が行われている場合に販売・勧誘を差止めることが困難であったのは、改正前192条1項が法令・命令違反行為を差止めの対象としていたところ、出資金の流用等が行われても特分の販売・勧誘が違法に行われることにはならなかったからではなかったか。

② 法令・命令違反がないのに差止めを認めるから要件を厳重にしたというが、特例業務の場合は、後述のように法令・命令違反はあり（たとえば改正法下では忠実義務・善管注意義務違反）、ただ差止めの対象が当該違反行為以外の行為であるに過ぎない。

→ 法令・命令違反を要件としつつ、差止めの対象を拡大する方法を採っても良かったのではないか。

③ 平成27年改正後は、特例業務届出者に金商法40条の3の2（金銭の流用が行われている場合の販売禁止）が適用される結果、出資金の流用が行われていることを知りつつ特分を販売する行為は、同条に違反し、改正前の192条1項によっても販売行為が差止めの対象となる。

→ 改正法を前提とすると192条を改正する必要性があったのか？

Cf. 抑止効果

40条の3の2：刑事罰なし

業務停止命令：2年以下の懲役・300万円以下の罰金（法人は3億円以下の罰金）、  
緊急停止命令の違反は3年以下の懲役・300万円以下の罰金（法人は3億円以下の罰金）

④ 緊急の必要性

・登録業者には業務停止処分を迅速に発することができるから、緊急の必要性の要件を充たさない（萩原秀紀「判批」商事法務1923号20頁）。

→ 特例業務の届出者は、登録業者なみに監督上の処分の対象とされたので、そのことが緊急停止命令の発動を困難にすることになると問題である。

← まだ違反行為をしていない者に対して行政処分を下すことはできないから、違反行為を行おうとする者に対しては緊急差止命令を利用するしかない。  
違反行為が繰り返されている場合に、行政処分の可能性があるからといって裁判所が差止命令を下さないとしたら、被害の未然防止という緊急差止命令制度の目的を

達成できない（拙稿「判批」判例評論633号46頁）。

⑤ 報告・物件提出命令の違反に対する罰則は、特例業務の届出者だけに対するものではなく、192条全般に適用される。

→ 大幅な罰則強化は正当化されるか？

Cf. 投資信託・投資法人法は同法上の緊急差止命令（26条1項ほか）に金商法187条を準用しているが（26条7項ほか）、報告・物件提出命令の違反に対する罰則は、5万円の過料のまま。



# 事務局説明資料

## (適格機関投資家等特例業務届出者の状況)

平成26年10月10日(金)

金融庁監督局

### 「プロ向けファンド」届出者の概況①

#### 1. 適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)届出者の状況

- 「プロ向けファンド」届出者の数は、金融商品取引業者全体の数を上回っている。
- 「プロ向けファンド」が、ファンド全体の販売額・運用額の6割以上を占めている。

(1)届出者数等(26年8月末)

|               |       |
|---------------|-------|
| 金融商品取引業者      | 2,045 |
| 第一種金融商品取引業    | 278   |
| 第二種金融商品取引業    | 1,267 |
| 投資助言・代理業      | 1,001 |
| 投資運用業         | 321   |
| 「プロ向けファンド」届出者 | 3,031 |

(注)金融商品取引業者の内訳については、同一の者が複数の登録を受けている場合があり、金融商品取引業者全体の数とは一致しない。

(2)「プロ向けファンド」の販売額等(25年度)

|             | 集団投資<br>スキーム<br>全体 | うちプロ向け<br>ファンド | 割合           |
|-------------|--------------------|----------------|--------------|
| 販売本数        | 2,758本             | 620本           | 22.5%        |
| 販売額<br>合計   | 1兆4,394億円          | 9,515億円        | <b>66.1%</b> |
| 運用本数        | 3,912本             | 2,046本         | 52.3%        |
| 運用財産額<br>合計 | 13兆7,557億円         | 8兆8,097億円      | <b>64.0%</b> |

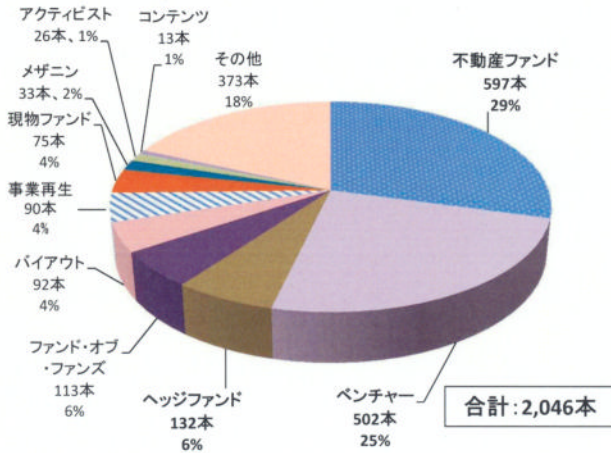
(注)販売本数・販売額合計は25年度、運用本数・運用財産額合計は25年度末。  
(出所)金融庁「ファンドモニタリング調査」を基に作成。  
(「ファンドモニタリング調査」の調査対象業者は国内業者のみ)

## 「プロ向けファンド」届出者の概況②

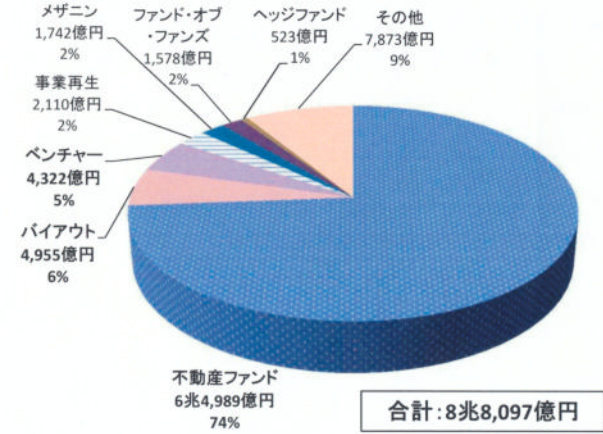
### 2. 「プロ向けファンド」の商品分類別運用状況(25年度)

- ファンド数では、不動産ファンドが3割程度、ベンチャーが2割5分程度を占めている。
- 運用財産額では、不動産ファンドが7割強を占めており、バイアウト、ベンチャー等が続く。

(1) ファンド数ベース



(2) 運用財産額ベース



(出所) 金融庁「ファンドモニタリング調査」を基に作成。  
 (「ファンドモニタリング調査」の調査対象業者は国内業者のみ)

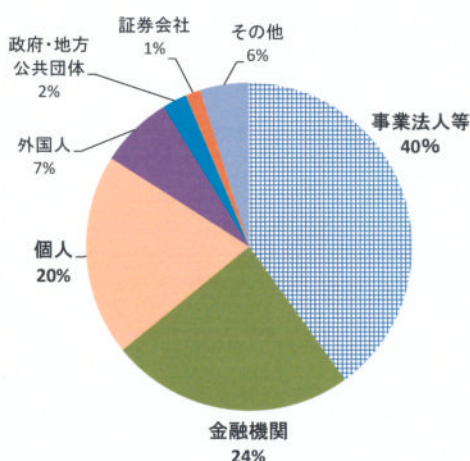
2

## 「プロ向けファンド」届出者の概況③

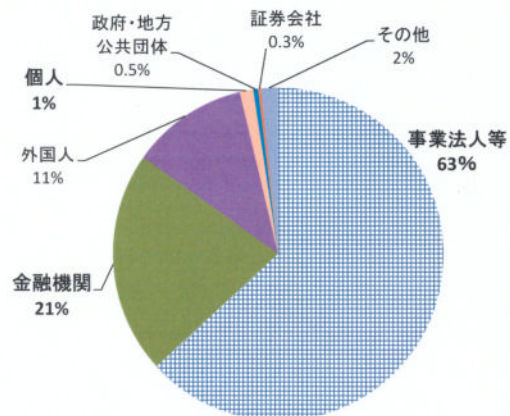
### 3. 「プロ向けファンド」の出資者の属性(25年度)

- 「プロ向けファンド」への出資の大半は事業法人・金融機関等。
- 主たる出資者が個人であるファンドも2割程度あるが、出資額としては1%程度。

(1) ファンド数ベース



(2) 運用財産額ベース



(注) 各ファンドの主たる出資者の属性による分類。  
 (出所) 金融庁「ファンドモニタリング調査」を基に作成。  
 (「ファンドモニタリング調査」の調査対象業者は国内業者のみ)

3

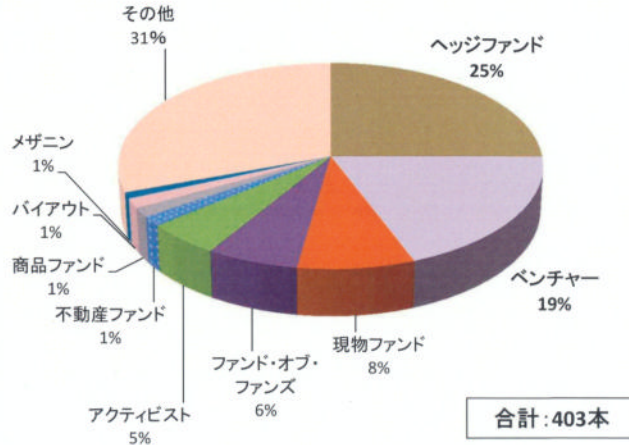


## 「プロ向けファンド」届出者の概況④

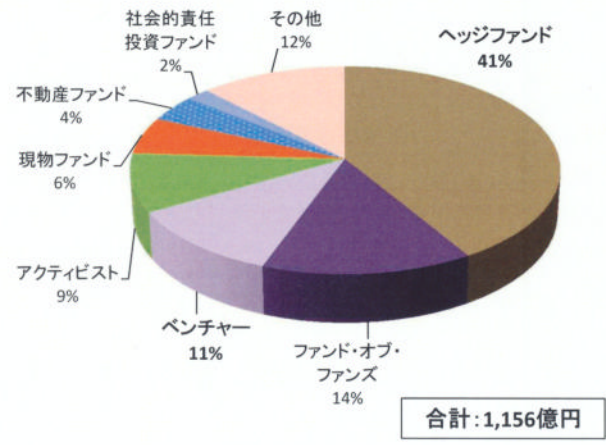
### 4. 主たる出資者が個人である「プロ向けファンド」の商品分類

- 主たる出資者が個人である「プロ向けファンド」では、ヘッジファンドやベンチャーファンドが上位を占める。

(1)ファンド数ベース



(2)運用財産額ベース



(出所)金融庁「ファンドモニタリング調査」を基に作成。  
(「ファンドモニタリング調査」の調査対象業者は国内業者のみ)

4

## 悪質な「プロ向けファンド」届出者への対応①

- 金融商品取引法違反行為等が認められた「プロ向けファンド」届出者に対しては、警告書を発出し、届出者の名称、所在地、当該違反行為等を金融庁・各財務(支)局ウェブサイトで公表。
- 警告書を発出した届出者については、警察当局等に対して情報提供。
- 警告書を発出した届出者、報告命令に応じない届出者、連絡がとれない届出者等、問題のある届出者については、一般の届出者リストから削除し、「問題があると認められた届出業者リスト」に掲載し、金融庁ウェブサイトで公表。
- 届出者に対する立入検査等を実施し、問題点があれば指摘を行い、また、緊急の必要がある場合、裁判所への金融商品取引法違反行為等の禁止又は停止命令の申立て(金融商品取引法第192条第1項)を実施。

5

## 悪質な「プロ向けファンド」届出者への対応②

### 【警告書を発出した主な事案】

#### (1) 無登録

- 適格機関投資家からの出資を受けず、自己募集業務、自己運用業務を行っていたもの。
- 49名を超える一般投資家への自己募集業務を行っていたもの。

#### (2) 虚偽告知等

- 出資勧誘にあたり、投資対象を偽って説明するなど、顧客に対し、虚偽を告知していたもの。
- 出資金を運用する意図がなく、また運用した事実もないにもかかわらず、出資勧誘にあたり、出資金を運用するとの虚偽を告知していたもの。
- 実際とは異なる運用実績を記載した運用報告書を交付するなど、顧客に対し、虚偽の運用実績を告知していたもの。
- 出資金を、出資契約に基づき運用せず、当該契約とは異なる投資対象への投資、ファンドと無関係の会社経費、私費、他の顧客への配当・償還に流用していたもの。
- 顧客の出資状況を把握するための客観的資料を保管せず、ファンドの清算手続において、運用委託先の運用状況を把握していないもの。

6

## 「プロ向けファンド」届出者数等の推移①

- 届出者数は、3,000程度で推移。
- 問題リスト掲載業者数、警告書発出業者数は増加傾向。

|               | 平成22年度 | 平成23年度 | 平成24年度 | 平成25年度 | 平成26年度<br>※1 | 総数 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------------|----|
| 届出者数 ※2       | 2,785  | 3,218  | 3,017  | 3,022  | 3,031        |    |
| 問題リスト掲載業者数 ※3 | 98     | 256    | 533    | 520    | 527          |    |
| 警告書発出業者数 ※4   | 6      | 12     | 22     | 29     | 8            | 77 |
| 無登録           | 6      | 9      | 3      | 18     | 2            | 38 |
| 虚偽告知等         | —      | 3      | 20     | 12     | 7            | 42 |
| 裁判所への申立業者数    | 0      | 4      | 1      | 1      | 1            | 7  |

※1 8月末現在。

※2 各年度末現在。

※3 「問題があると認められた届出業者リスト」に掲載されている届出者数。

※4 同一の業者に対して複数の内容で警告書を発出している場合があり、「警告書発出業者数」と内訳の合計数は一致しない。

7



## 「プロ向けファンド」届出者数等の推移 ②

○ 問題リスト掲載業者は全体の2割弱にまで上っている。

|                        | 平成22年度 | 平成23年度 | 平成24年度 | 平成25年度 | 平成26年度<br>※1 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 届出者数 (A) ※2            | 2,785  | 3,218  | 3,017  | 3,022  | 3,031        |
| 問題リスト掲載業者数 (B) ※3      | 98     | 256    | 533    | 520    | 527          |
| 警告書発出                  | 6      | 12     | 21     | 48     | 52           |
| 報告命令に応じない              | 47     | 169    | 346    | 392    | 401          |
| 連絡がとれない                | 46     | 78     | 186    | 278    | 278          |
| 届出書提出義務違反 ※4           | —      | —      | 438    | 325    | 321          |
| 問題リスト掲載業者数の割合<br>(B/A) | 3.5%   | 8.0%   | 17.7%  | 17.2%  | 17.4%        |

※1 8月末現在。

※2 各年度末現在。

※3 同一の業者が複数の内容で問題リストに掲載されている場合があり、「問題リスト掲載業者数」と内訳の合計数は一致しない。

※4 平成24年4月に届出が義務付けられたファンドの名称や適格機関投資家の名称等を記載した届出書の不提出。

8

## (参考資料①) 警告書発出業者リスト(無登録)

※金融庁ウェブサイト公表資料より抜粋

無登録で金融商品取引業を行う者等の名称等について  
(警告書の発出を行った適格機関投資家等特例業務届出者)

○ご覧いただく場合の留意事項

- ・掲載されている無登録業者は、警告書の発出を行った時点で無登録営業を行っていることが確認できた者に限られています。そのため、掲載されていない業者であっても、無登録営業に該当する行為を行っていることがあり得ますのでご注意ください。
- ・掲載されている無登録業者について、必ずしも、現在の無登録営業の状況を示すものではありません。また、その名称及び所在地等についても、現時点のものでない場合があります。

| 商号、名称又は氏名等           | 所在地又は住所                  | 金融商品取引業の内容等                                         | 備考                                             | 掲載時期    |
|----------------------|--------------------------|-----------------------------------------------------|------------------------------------------------|---------|
| 渡邊 和彦                | 兵庫県尼崎市                   | 無登録で出資持分の取得勧誘を行っていた。また、無登録で出資金を外国為替証拠金取引等により運用していた。 | 近畿財務局の検査により認められた。なお、検査においては、虚偽の変更届出書の提出が認められた。 | 平成26年9月 |
| 合同会社マイティ<br>代表社員 原定雄 | 東京都港区赤坂2-8-11 真<br>要ビル5階 | 適格機関投資家からの出資を受けず、自己募集業務を行っていた。                      | 平成24年10月に発出した報告徴取命令に対する虚偽報告が認められた。             | 平成26年8月 |

(中略)

※1 平成22年1月以降に警告書を出したものについて掲載している。

※2 代表者等の氏名や金融商品取引業の内容等については、平成24年3月以降に警告書を出したものについて掲載している。

9

## (参考資料②) 警告書発出業者リスト(虚偽告知等)

※金融庁ウェブサイト公表資料より抜粋

虚偽の告知等を行った適格機関投資家等特例業務届出者の名称等について

○ご覧いただく場合の留意事項  
 ・掲載されている適格機関投資家等特例業者は、警告書の発出を行った時点で虚偽の告知等を行っていたことが確認できた者に限られています。そのため、掲載されていない者であっても、虚偽の告知等に該当する行為を行っていることがあり得ますのでご注意ください。  
 ・掲載されている適格機関投資家等特例業者について、必ずしも、現在の状況を示すものではありません。その名称及び所在地等についても、現時点のものでない場合があります。

| 商号、名称又は氏名等                          | 所在地又は住所                      | 法令違反行為の内容等                                                                                                       | 備考                                         | 掲載時期    |
|-------------------------------------|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|---------|
| 合同会社マイティ<br>代表社員 原 定雄               | 東京都港区赤坂2-8-11 真<br>要ビル5階     | ・出資対象事業収益から配当を行うとして<br>いるところ、収益が出ていないにもか<br>かわらず配当を実施していた。                                                       | 平成24年10月に発出した<br>報告徴取命令に対する虚<br>偽報告が認められた。 | 平成26年8月 |
| 株式会社アライドインベ<br>ストメント<br>代表取締役 勝井 直人 | 東京都中央区日本橋蛸殻町2-<br>8-7 田口ビル3階 | ・出資者の出資金をファンドの運用やこ<br>れに関連する費用と関係のない会社経<br>費に流用していた。<br>・ファンドの運用報告書に関し、顧客に<br>対して、実際とは異なる虚偽の運用実<br>績を記載し、交付していた。 |                                            | 平成26年7月 |

(中略)

※1 平成23年9月以降に警告書を発出したものについて掲載している。  
 ※2 代表者等の氏名や法令違反行為の内容等については、平成24年6月以降に警告書を発出したものについて掲載している。

10

## (参考資料③) 問題があると認められた届出業者リスト

※金融庁ウェブサイト公表資料より抜粋

問題があると認められた届出業者リスト

【備考欄に関する補足説明】  
 ・「※警告書を発出しました。」と記載されている業者につきましては、カッコ内に記載した行為が認められた業者です。なお、その旨を記載されていない者であっても、無登録営業や虚偽告知等に該当する行為を行っていることがあり得ますのでご注意ください。  
 ・「※報告命令に応じません。」と記載されている業者につきましては、金融商品取引法等の規定に基づく報告命令(ファンドモニタリング調査表等の提出)に応じておりませんので、お知らせします。  
 ・「※連絡がとれません。」と記載されている業者につきましては、当局に届出を行っているものの、連絡がとれず、その営業所を確知できていませんので、お知らせします。  
 ・「※届出書(第8面)提出義務違反」と記載されている業者につきましては、平成24年4月に提出が義務付けられたファンド(集団投資スキーム)の名称や当該ファンドの持分を取得する適格機関投資家の商号、名称又は氏名を記載した届出(届出書(第8面))を提出しておりませんので、お知らせします。

(平成26年9月26日現在)

| 届出者名                           | 管轄財務局 | 届出根拠<br>法第63条 | 届出根拠<br>法附則第<br>48条 | 届出日<br>法第63条 | 届出日<br>法附則第48条 | 備考                                            |
|--------------------------------|-------|---------------|---------------------|--------------|----------------|-----------------------------------------------|
| 株式会社アーバン                       | 関東財務局 | ○             |                     | H22.10.15    |                | ※報告命令に応じません。<br>※連絡がとれません。<br>※届出書(第8面)提出義務違反 |
| 株式会社アーバンスタージャパン                | 関東財務局 | ○             |                     | H23.7.13     |                | ※報告命令に応じません。                                  |
| 有限責任中間法人アルエフ                   | 関東財務局 |               | ○                   |              | H19.12.4       | ※報告命令に応じません。                                  |
| 合同会社アルエフ・ツウ                    | 関東財務局 |               | ○                   |              | H19.12.4       | ※報告命令に応じません。<br>※連絡がとれません。                    |
| 株式会社アル・オー・イー                   | 関東財務局 | ○             |                     | H24.8.20     |                | ※警告書(虚偽告知等)を発出しました。                           |
| RJT合同会社                        | 関東財務局 | ○             |                     | H22.11.2     |                | ※報告命令に応じません。<br>※警告書(虚偽告知)を発出しました。            |
| 株式会社アル・ビーインベストメント・アンド・コンサルティング | 関東財務局 | ○             | ○                   | H20.1.10     | H20.1.10       | ※報告命令に応じません。<br>※連絡がとれません。<br>※届出書(第8面)提出義務違反 |
| Rリサーチ株式会社                      | 関東財務局 | ○             |                     | H23.1.5      |                | ※報告命令に応じません。<br>※連絡がとれません。<br>※届出書(第8面)提出義務違反 |
| 株式会社IAQ-ラスト                    | 関東財務局 | ○             |                     | H21.3.19     |                | ※報告命令に応じません。<br>※連絡がとれません。                    |
| ISインベストメント・アドバイザー株式会社          | 関東財務局 | ○             |                     | H19.12.5     |                | ※報告命令に応じません。<br>※連絡がとれません。<br>※届出書(第8面)提出義務違反 |
| 合同会社IS-フロンティア・ファンド1号           | 関東財務局 | ○             |                     | H20.3.24     |                | ※警告書(無登録)を発出しました。<br>※報告命令に応じません。             |
| 合同会社IS-フロンティア・ファンド2号           | 関東財務局 | ○             |                     | H20.5.22     |                | ※警告書(無登録)を発出しました。<br>※報告命令に応じません。             |
| アイ・エヌ・シー・ジェイ水2号株式会社            | 関東財務局 | ○             |                     | H22.10.28    |                | ※報告命令に応じません。                                  |
| ING Solution合同会社               | 関東財務局 | ○             |                     | H24.3.30     |                | ※報告命令に応じません。                                  |
| 株式会社アイ・エフ・エム                   | 関東財務局 |               | ○                   |              | H20.3.13       | ※報告命令に応じません。<br>※連絡がとれません。                    |

(以下略)

11



投資運用等に関するワーキング・グループ メンバー名簿

平成27年1月28日現在

| 座長<br>メンバー | 名      | 所属                            |
|------------|--------|-------------------------------|
|            | 神田 秀樹  | 東京大学大学院法学政治学研究科教授             |
|            | 池田 弘   | 日本ビジネス協議会連合会会長                |
|            | 磯崎 哲也  | フェムトグロースキャピタルLLPゼネラルパートナー     |
|            | 上柳 敏郎  | 弁護士(東京駿河台法律事務所)               |
|            | 大崎 貞和  | 野村総合研究所 首席研究員                 |
|            | 太田 洋   | 弁護士(西村あさひ法律事務所)               |
|            | 沖野 真巳  | 東京大学大学院法学政治学研究科教授             |
|            | 尾崎 一法  | 日本ベンチャーキャピタル協会会長              |
|            | 加藤 貴仁  | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授            |
|            | 神作 裕之  | 東京大学大学院法学政治学研究科教授             |
|            | 黒田 達也  | 事業創造大学院大学副学長                  |
|            | 黒沼 悦郎  | 早稲田大学大学院法務研究科教授               |
|            | 坂 勇一郎  | 弁護士(東京合同法律事務所)                |
|            | 田島 優子  | 弁護士(さわやか法律事務所)                |
|            | 永沢 裕美子 | Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長 |
|            | 増田 悦子  | 全国消費生活相談員協会専務理事               |
|            | 家森 信善  | 神戸大学経済経営研究所教授                 |
| オブザーバー     | 鈴木 一広  | 消費者庁消費者政策課長                   |
|            | 佐々木 啓介 | 経済産業省経済産業政策局産業資金課長            |
|            | 小林 靖   | 国土交通省土地・建設産業局不動産市場整備課長        |
|            | 小柳 雅彦  | 日本証券業協会常務執行役                  |
|            | 島村 昌征  | 第二種金融商品取引業協会事務局長              |
|            | 増田 和昭  | 投資信託協会自主規制委員長                 |
|            | 岡崎 剛司  | 日本投資顧問業協会企画部長                 |

(敬称略)

金融審議会  
投資運用等に関するワーキング・グループ

報告

～投資家の保護及び成長資金の円滑な供給を確保するための

プロ向けファンドをめぐる制度のあり方～

平成27年1月28日

※ 本ワーキング・グループにおいては、上記メンバーに加え、以下のような関係者を招き、意見交換を実施した。

- |                        |                                  |                                                                                                                      |
|------------------------|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ○ 第1回<br>(平成26年10月10日) | 関 雄太                             | 野村資本市場研究所研究部長                                                                                                        |
| ○ 第2回<br>(平成26年10月24日) | 松本 恒雄<br>金見 敦弘<br>村口 和孝<br>松田 修一 | 国民生活センター理事長<br>消費者委員会事務局企画官<br>日本テックノロジーベンチャー・パートナーズ代表<br>日本ベンチャー学会顧問・元会長、<br>早稲田大学名誉教授                              |
| ○ 第3回<br>(平成26年11月6日)  | 加藤 進一郎<br>郷治 友孝<br>木下 慶彦         | 日本弁護士連合会消費者問題対策委員会副委員長・<br>金融サービスクラス部会長<br>日本ベンチャーキャピタル協会理事、<br>東京大学エッジキャピタル代表取締役社長<br>スカイランドベンチャーズ代表パートナー           |
| ○ 第4回<br>(平成26年11月21日) | 加藤 進一郎<br>郷治 友孝<br>松田 修一         | 日本弁護士連合会消費者問題対策委員会副委員長・<br>金融サービスクラス部会長<br>日本ベンチャーキャピタル協会理事、<br>東京大学エッジキャピタル代表取締役社長<br>日本ベンチャー学会顧問・元会長、<br>早稲田大学名誉教授 |

(敬称略)

## はじめに

国内外において、ファンドは、リスクマネー供給において大きな役割を果たすようになってきている。我が国において、ファンドを立ち上げる場合、基本的には投資運用業や適格投資家向け投資運用業として登録を受けることとなるが、適格機関投資家等のプロを相手とする場合には、適格機関投資家等特例業務（いわゆる「プロ向けファンド」）の届出により行うこともできる。

金融商品取引法制定時には、利用者保護ルールの徹底を図る観点からファンドについて包括的・構造的規制の整備を図る一方、金融イノベーションを阻害するような過剰な規制とならぬように配慮することとした。このため、一般投資家を対象にファンドの販売・勧誘及び運用を行う業者については登録制とする一方、プロ及びプロ以外の少数の投資家を対象とするプロ向けファンドについては、届出制とされるとともに、簡素な行為規制とされた。

しかしながら、プロ向けファンドの販売等を行う業者が、①他の金融商品取引業者と異なり行為規制が緩く、また、行政処分（業務改善・停止命令、登録取消）の対象となっていないこと、②49名以内であれば投資の業人にも販売が可能なることを適用し投資家に被害を与ええるケースが増加している。

このような投資家被害の増加に対して、平成26年4月、消費者委員会や証券取引等監視委員会から、投資家に係る要件を厳格化する等制度を見直すべきとの提言・建議が出され、こうした提言等を踏まえ、プロ向けファンドの本来の趣旨に立ち返り、販売可能な投資家を制限する政令・内閣府令の改正案について、パブリック・コメントを実施（同年5月14日～6月12日）するなど、制度の見直しが進められてきた。

この過程で、パブリック・コメントに付された改正案に対して、プロ向けファンドの個人への販売は禁止すべきとの意見、販売が可能な投資家の範囲が狭く、新たなファンドの組成が困難になるため、範囲を広げてほしいとの意見などが出された。

このような経緯を踏まえ、平成26年9月、金融担当大臣から、金融審議会に対して、「投資家の保護及び成金資金の円滑な供給との観点を踏まえ、いわゆるプロ向けファンドをめぐる制度のあり方などの課題について検討すること」について諮問が行われた。この諮問を受けて、金融審議会は「投資運用等に関するワーキング・グループ」を設置し、同年10月から6回にわたり審議を行い、投資家の保護及び成金資金の円滑な供給との観点を踏まえ、適切なバランスがとれた成案を得られるよう、ベンチャー・キャピタル関係者や消費者関係者からヒアリングを行いつつ検討を行った。

本報告書は、当ワーキング・グループにおける検討結果をとりまとめたものであるが、今後、関係者において、本報告書の趣旨を踏まえ、適切な制度整備・運用が行われていくことを期待する。

## 第1章 いわゆる「プロ向けファンド」を巡る状況

### 1. 投資家保護と成長資金の円滑な供給

前述の通り、国内外において、ファンドは、リスクマネー供給において大きな役割を果たすようになってきている。リスクマネー供給が経済成長に果たす役割等を踏まえれば、投資運用等を巡る制度のあり方を検討する上では、ファンドによる成長資金の供給が円滑に行われるようにしていくことが求められている。特に、ベンチャー・キャピタルは、日本再興戦略において開業率 10% 台を目指すこととされるなか、フロントティア領域や成長領域における創業、事業構築、市場開拓等に対して資金供給を行い、起業家とともに経営に参画するなど、同戦略に掲げられた「ベンチャーの加速」を支援する役割を担っており、その役割の重要性に配慮していく必要がある。

一方、適格機関投資家等特例業務（いわゆる「プロ向けファンド」）制度において、一般投資家（アマ）への詐欺的な投資勧誘が行われ、投資家被害が増加している実情がある。投資家の保護を図るとともに、ファンドへの信頼を確保することにより、成長資金を円滑に供給していくためにも、投資家被害を適切に防止していくことが必要である。

こうした視点を踏まえ、投資運用等を巡る制度について、制度全体として整合性のある枠組みを考えていくべきである。

### 2. 海外におけるファンド運用・販売業者における規制の状況

海外（米国、欧州、シンガポール）では、先般の金融危機以降、ファンドにかかる規制が強化され、登録制・認可制・免許制が適用されている。例外として、米国におけるベンチャー・キャピタルについては、届出制が残されているが、その場合でも、登録と同じ様式によりほぼ同様の情報の提出・公開が求められる、各種の行為規制・行政処分の対象とされている。販売についても、届出制の私募によることができるが、その対象は適格投資家（Accredited Investor）や 35 名以内の洗練された投資家（Sophisticated Investor）に限定されている<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 欧州では、金融危機後に成立した指令（Alternative Investment Fund Managers Directive: AIFMD）により、ファンドの運用業者は原則認可制、小規模の場合は登録制とされている。認可制のもとでは、行為規制も設けられ、連立行為は行政処分の対象となる（登録制については、指令上行為規制に関する規定はなく、各国規制に委ねられており、例えば英国等では行為規制が設けられている）。なお、販売は、原則としてプロ顧客が対象とされている。ベンチャー・キャピタルに関しては、規則（Regulation on European Venture Capital Funds: EuVECA）も制定されており、各国当局に登録を行えば、欧州域内でファンドを販売することができる。EuVECA には、行為規制と監理規定も設けられている。また、シンガポールでは、金融危機やマドフ事件等を受け、ファンド運用業に対する規制が強化され、現在では、免許制又は登録制（小規模かつ適格投資家対象の場合）の対象とされ、行為規制が設けられるとともに、監督の対象とされている。

### 3. 適格機関投資家等特例業務を巡る被害の態様等

プロ向けファンドを巡る被害については、例えば、以下のような態様や問題が報告されているところである。

- ① 適格機関投資家について
  - ・ 設立が比較的容易な投資事業有限責任組合を適格機関投資家として、少額のみの出資を行わせた上で、その他の出資は個人から集める。
- ② 適格機関投資家等特例業務の届出者について
  - ・ 届出は提出されているが、実際には適格機関投資家からほとんど出資を受けていない、詐欺的な勧誘が行われるなど、業者の人的・財産的基礎に問題が伺われる。
- ③ 届出者の業務の状況について
  - ・ 出資金が契約とは異なる投資、ファンドと無関係の会社経費・私費・他の顧客への配当・償還等に流用される。
  - ・ 運営内容について、十分な情報提供が行われず、ガバナンスが確保されていない。顧客の出資状況を把握するための資料を保管せず、運用委託先の運用状況も把握していないほか、会計の適正性が担保されていない。
- ④ 適格機関投資家等特例業務の出資者の範囲について
  - ・ 投資経験の乏しい一般投資家や高齢者が被害にあっており、その被害回復は極めて困難であることが多い。

## 第2章 適格機関投資家等特例業務制度のあり方

上述のような、適格機関投資家等特例業務制度を巡る被害の態様等や、海外におけるファンド運用・販売業者における規制の状況を踏まえれば、成長資金の円滑な供給を確保しつつ、投資家の保護を図っていくためには、出資者の範囲の見直しにとどまらず、以下に掲げるような総合的な対応を行っていくことが求められ、法律改正も含めた措置が必要と考えられる。

### 1. 適格機関投資家等特例業務の届出者

運用者には一定の資質が求められることから、適格機関投資家等特例業務の届出者に対して、以下のような措置を講じることが適当と考えられる。

- ① 拒否要件・欠格事由など、一定の人的要件を設けること。

定が置かれている虚偽説明、損失補填の禁止に加えて、行為規制に関する以下のよう  
な規定を整備すること。

- ・ 忠実義務、善管注意義務
- ・ 分別管理義務
- ・ 投資家利益を言する取引行為の禁止
- ・ 適合性原則
- ・ 断定的判断の提供の禁止
- ・ 契約締結前・締結時交付書面の交付義務
- ・ 運用報告書の交付義務

② 一方、プロ間の自由な取引を阻害しない観点から、特定投資家から出資を受ける場合  
には、金融商品取引法の他の規定に倣い、特定投資家との間の取引について、適合性原  
則、契約締結前・締結時交付書面の交付義務、運用報告書の交付義務（個別照会に対し  
て速やかに回答できる体制が整備されている場合）等を適用しないこととする。

③ 適格機関投資家等特別業務に関し、その業務の性質やリスクの高さ、出資できる者が  
限定されていることの説明を義務付けること。

④ 適格機関投資家等特別業務に係る事業報告書の作成・当局への提出、帳簿作成・保存  
を、届出者にも義務付けること。

#### 4. 問題のある届出者への対応

適格機関投資家等特別業務を行う者のうち、問題となつて届出者に対して、実効性  
のある対応を行うことができるよう必要があるため、以下のような措置を講じることが  
適当と考えられる。

- ① 適格機関投資家等特別業務の届出者が問題を起こした場合、業務の改善や停止・廃止  
をさせることができるようにすること。
- ② 適格機関投資家等特別業務の無届出、虚偽の届出等に対する罰則（1年以下の懲役・  
300万円以下の罰金）の引上げ。
- ③ 金融商品取引法違反行為に係る裁判所への申立てのための調査（金商法第187条）に  
関する報告・物件提出命令違反等に対する罰則（10万円以下の過料）の引上げ。
- ④ 適格機関投資家等特別業務に対する検査について、投資家保護の観点から、適格機関  
投資家等特別業務の届出者に対して検査を行うことができることを明確化。<sup>5</sup>
- ⑤ 投資家被害の拡大を防止する観点から、裁判所の禁止命令の対象について、法律・命  
令違反とならない場合以外にも拡大。

<sup>5</sup> 現行の適格機関投資家等特別業務に係る検査権限は、適格機関投資家等特別業務を行う者の自己運用に  
係る業務の状況に対する検査を想定した規定となっている。

② 届出書の記載事項及び添付書類について、拡充を図ること。また、米国の例も参考に  
しつつ、届出書等の内容や、事業の概況に係る説明書類を公表（インターネット又は営  
業所・事務所における縦覧）すること。

## 2. 適格機関投資家の位置付け

適格機関投資家等特別業務は、本来的には適格機関投資家を対象とすることから、金融  
イノベーションを阻害しないよう簡素な規制とされたところである。ただし、金融商品取  
引法制定時に、本来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（例えば、ファンド運営会社の役員等）も出資している場合が  
あるとの実態を踏まえ、そうした者が少人数に限られる場合においては、同様に簡素な規  
制とされたものと考えられる。

この際、適格機関投資家が出資を行って、自己のために当該ファンドに関与することで、  
ファンドの運用状況等の適正性がある程度確保されることも期待されたものと考えられ  
る。<sup>2</sup>

適格機関投資家に問題が多いという被害の実態に鑑みると、適格機関投資家の範囲や要  
件について、以下のような措置を講じることが適当と考えられる。<sup>3</sup>

① 出資者である適格機関投資家、特に投資事業有限責任組合に問題が多く認められるが、  
出資者として実態を伴わない投資事業有限責任組合を排除するために、適格機関投資家  
等特別業務制度において適格機関投資家として認められる投資事業有限責任組合に、株  
式会社や法人に係る資産要件とのバランスも踏まえつつ、資産要件（例えば、運用資産  
残高（借入を除く）5億円以上）を設けること。<sup>4</sup>

② 適格機関投資家等特別業務を行う運用者が支配する適格機関投資家のみが適格機関  
投資家として形骸的な投資を行うような場合には、特別業務としては認めないこと。

## 3. 届出者に対する行為規制

投資家被害の実態や諸外国の制度等に鑑み、届出制の下でも、行為規制については、下  
記のように、登録の場合と同様の規定を設けることが適当と考えられる。

① 投資家被害の実態を踏まえ、適格機関投資家等特別業務を行う者に関しても、現在規

<sup>2</sup> ただし、この点については、適格機関投資家は、行為規制など金融商品取引法に基づく業規制の対象と  
なる訳ではないことに留意が必要である。

<sup>3</sup> このほか、問題のあるファンドについては、適格機関投資家からの出資が少くない傾向が認められること  
から、事業の概況に係る説明書類を公表する際に、ファンドの適格機関投資家からの出資額又は出資割  
合も公表を求めることが考えられる。

<sup>4</sup> 運用資産残高が届出の段階においては確定しておらず見込みとならざるを得ない場合があるという点  
については、例えば、資産保有を確保するための書面等の提出を求め、一定期間経過後などに追加の資  
料提供を求める等の措置が対応することが考えられる。



④ 以上に加え、ベンチャー・ファンドについては、成長資金を供給するなどの役割があることや米国等においても別途の扱いがなされている例があることを踏まえ、

- ・ (投資事業有限責任組合モデル契約に準じる) ガバナンスの確保、
- ・ ファンド契約書類の提出、
- ・ 総会開催・決算情報の(投資家への)開示、
- ・ (プロ以外から出資を受けるファンドの財務諸表に関して)財務諸表の公認会計士・監査法人による会計監査の実施と公認会計士名等の公表など、

相応の体制が整備されることを前提に、投資判断能力を有する者として、以下のような者を含めること。

- ・ 上場会社等<sup>11)</sup>の役員・元役員、ファンドの業務執行組員・元業務執行組員等<sup>12)</sup>
- ・ 有価証券届出書又は有価証券報告書を提出する上場会社等の上位50名(有価証券届出書)又は10名(有価証券報告書)程度の株主等として記載された個人・法人等
- ・ 経営革新等支援機関として認定されている公認会計士、弁護士、司法書士、行政書士、税理士等
- ・ 会社の役員・従業員・コンサルタント等として、会社の設立、増資、新株予約権の発行、新規事業の立上げ、経営戦略の作成、企業財務、投資業務、株主総会又は取締役会の運営、買収若しくは発行する株式の金融商品取引所への上場に関する実務に、一定期間(例えば1年程度)直接携わった経験があり、当該実務について専門的な知識や能力を有する者
- ・ 上記のような出資可能な投資家が支配する会社

⑤ また、この場合のベンチャー・ファンドの定義について、米国や欧州の例も参考にしつつ、以下のようなものとする。

- (i) 非上場企業への株式投資等が、例えば8割以上であること
- (ii) 原則として、レバレッジがないこと
- (iii) 原則として、途中償還がないこと
- (iv) ベンチャー・ファンドとしての投資戦略をとっていることを明確に説明してい

<sup>11)</sup> 例えば、上場会社、資本金又は純資産5,000万円以上の法人等、適格機関投資家等特別業務に出資できる法人が考えられる。

<sup>12)</sup> 元役員・元業務執行組員等については、退職後、例えば、5年程度とすることが考えられる。また、こうした者が出資を行った場合には、その出資が終了した後も、引き続き投資判断能力を有していると考えられる場合には、再度出資できるようにすることが適当と考えられる。

また、上記の対応を実効的に行っていくためのエンフォースメントの体制について、人員の強化等を図っていくことが必要と考えられる。<sup>6)</sup>

## 5. 適格機関投資家等特別業務の出資者の範囲

適格機関投資家等特別業務の出資者の範囲については、本来はプロ向けの制度であるものの、一方で、ファンドと関係の深い一般投資家も出資しているというプロ向けファンドの実態等を踏まえれば、投資判断能力を有する一定の投資家及び特別業者と密接に関連する者に限定することが適当と考えられる。

このような考え方を踏まえ、上述のような措置が講じられることを併せて考えると、平成26年5月にパブリック・コメントに付された改正案に対して、以下のように出資者の範囲を拡大する修正を加えることが適当と考えられる。<sup>7)</sup> なお、こうした投資家についても、前述の通り、基本的には、適合性の原則が適用されることから、勧誘を行おうとする段階において、各投資家毎に、適合性の原則に照らして勧誘の是非を個別に判断していくことが求められることに留意が必要である。<sup>8) 9)</sup>

- ① 株式会社について、資本金のみならず、純資産も基準とすること。また、株式会社に加えて、その他の法人についても、同様の基準とすること。<sup>10)</sup>
- ② 適格機関投資家等特別業務の届出者(特別業者)と密接に関連を有する者として、以下のような者を含めること。
  - ・ 当該特別業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者
  - ・ 当該特別業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者の役員、使用人、その親族(3親等内)
- ③ 政府・地方自治体を対象とすること。

<sup>6)</sup> エンフォースメントにおいては、事案に応じ、捜査当局等とも適切な連携を図ることが重要と考えられる。

<sup>7)</sup> このような者がプロ向けファンドへの出資の時点で出資者の範囲に含まれていれば、当該出資に関しては、当該ファンドの運用が終了するまでの間、当該出資を返還することなく、引き継ぎ運用が行われるようにできることとすべきと考えられる。ただし、適格機関投資家については、ファンドへの出資の時点のみでなく、当該ファンドの運用が終了するまでの間、継続して適格機関投資家である必要がある。これは、前述の通り、適格機関投資家が出資を行って、自己のために当該ファンドに関与することで、ファンドの運用状況等の適正性の一定程度の確保を期待するとの制度の趣旨によるものである。なお、出資者としての要件を満たさなくなつた時点以降は、新たに当該出資の勧誘を行うことはできないこととすべきと考えられる。

<sup>8)</sup> 基本的には適格機関投資家を対象とするというプロ向けファンド制度の趣旨を踏まえれば、出資者の大衆が②・④に掲げたような者となることは適当ではなく、これらの出資者からの出資割合を一定の水準以下にするとの措置を講じることが考えられる。

<sup>9)</sup> 出資者の範囲については、履行確保(エンフォースメント)の実効性確保のために、販売可能な出資者の範囲の明確性が重要との意見があった。

<sup>10)</sup> 法人格を持たない海外機関投資家等による出資についても妨げられないよう配慮すべきと考えられる。

ること

等

また、このような見直しとの関連で、届出制より厳しい登録制となっているプロ向け投資運用業の範囲等についても、必要な検討を行うことが適当と考えられる。

#### 6. その他

地方において成功した起業家等がエンジェルとなって後輩起業家の支援のために地元ベンチャー企業等に対して出資等を行うファンド、いわゆる「旦那ファンド」に関しては、地方におけるファンドによる成長資金の円滑な供給の観点からも重要な役割を担うものと位置付けられ、現在の出資者の投資判断能力等も踏まえ、仮に上記のような案であれば、「プロ向けファンド」制度の中で対応することが可能と考えられる。

一方、一般の個人投資家から収益を目的に広く出資を募ることにより、太陽光発電等の事業を行うファンドについても、社会的に重要な役割を担うものと考えられるが、投資家の保護を適切に図り、信頼を確保していく必要性にかんがみ、金融商品取引法における一般的な登録制（第2種金融商品取引業）や先般法制度が整備された投資型クラウドファンディングの制度等の下で事業を行うことが考えられる。

（以 上）

資料3 関連条文

**金融商品取引法施行令**

**(適格機関投資家等特例業務)**

**第十七条の十二** 法第六十三條第一項第一号に規定する適格機関投資家以外の者で政令で定めるものは、適格機関投資家以外の者であつて、その取得する法第二条第二項第五号又は第六号に掲げる権利に係る私募又は私募の取扱いの相手方となる時点において、次の各号のいずれかに該当するものとする。

- 一 国
- 二 日本銀行
- 三 地方公共団体
- 四 金融商品取引業者等
- 五 法第二条第二項第五号若しくは第六号に掲げる権利に係る私募又は同項第五号若しくは第六号に掲げる権利を有する者が出資若しくは拠出した金銭その他の財産について同条第八項第十五号に掲げる行為を業として行う者
- 六 前号に掲げる者と密接な関係を有する者として内閣府令で定める者
- 七 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
- 八 資本金の額が五千万円以上である法人
- 九 純資産の額（貸借対照表上の資産の額から負債の額を控除して得た額をいう。）が五千万円以上である法人
- 十 特別の法律により特別の設立行為をもつて設立された法人
- 十一 資産流動化法第二条第三項に規定する特定目的会社
- 十二 企業年金基金であつて、財産の状況その他の事情を勘案して内閣府令で定める要件に該当するもの
- 十三 外国法人
- 十四 財産の状況その他の事情を勘案して内閣府令で定める要件に該当する個人
- 十五 前各号に掲げる者に準ずる者として内閣府令で定める者

**金融商品取引業等に関する内閣府令**

**(業務の運営の状況が公益に反し又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるもの)**

**第二百二十三条** 法第四十條第二号に規定する内閣府令で定める状況は、次に掲げる状況とする。

三十 適格機関投資家等特例業務において、出資対象事業への出資を行っている適格機関投資家が特例業務届出者の子会社等である適格機関投資家のみであることその他の事情を勘案して法第六十三條第一項各号に掲げる行為を適切に行っていないと認められる状況

**(適格機関投資家等特例業務の相手方)**

**第二百三十三條の二** 令第十七條の十二第二項第六号に規定する前号に掲げる者と密接な関係を有する者として内閣府令で定める者は、次に掲げる者とする。

- 一 当該前号に掲げる者（以下この項並びに第二百三十四條の第二項第二号及び第二項第二号において「ファンド資産運用等業者」という。）の役員又は使用人
- 二 当該ファンド資産運用等業者の親会社等若しくは子会社等又は当該親会社等の子会社等
- 三 当該ファンド資産運用等業者が行う一のファンド資産（適格機関投資家等特例業務に係る出資対象事業持分を有する者から出資又は拠出した金銭その他の財産をいう。次号において同じ。）の運用に係る権限の全部又は一部の委託を受けた者
- 四 当該ファンド資産運用等業者が一のファンド資産の運用として行うこととなる取引の対象となるもの（以下この号において「取引対象」という。）の価値等（取引対象の価値、オプションの対価の額又は取引対象に係る指標の動向をいう。以下この号において同じ。）若しくは価値等の分析に基づく投資判断（投資の対象となるものの種類、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期についての判断又は行うべき取引の内容及び時期についての判断をいう。）に関し、口頭、文書（新聞、雑誌、書籍その他の不特定多数の者に販売することを目的として発行されるもので、不特定多数の者により同時に購入可能なものを除く。）その他の方法により助言を行うことを約し、当該ファンド資産運用等業者がそれに対し報酬を支払うことを約する契約を当該ファンド資産運用等業者と締結している者又は当該投資判断に関し、当該方法により助言を行うことを約し、当該者がそれに対し報酬を支払うことを約する契約を当該者と締結している者
- 五 前三号に掲げる者の役員又は使用人
- 六 当該ファンド資産運用等業者（個人である者に限る。）並びに第一号及び前三号に掲げる者の親族（配偶者並びに三親等以内の血族及び姻族に限る。）

**(投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるもの)**

**第二百三十四條の二** 法第六十三條第一号に規定する投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定めるものは、出資対象事業特分に係る私募のうち、次の各号に掲げる要件のいずれかに該当するものとする。

- 一 当該権利を有することとなる適格機関投資家の全てが投資事業有限責任組合（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をいい、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、投資事業有限責任組合契約に基づき当該投資事業有限責任組合契約の相手方のために運用を行う金銭その他の財産の総額から借入金金の額を控除した金額が五億円以上であると見込まれるものを除く。次項第一号において同じ。）であること。
- 二 当該権利を有することとなる者が出資又は拠出した金銭その他の財産の総額に占

はこれらに代わる書面（次号へ並びに第二百三十九条の二第一項第八号及び第九号において「財務諸表等」という。）について監査を行う公認会計士又は監査法人（外国におけるこれらの資格に相当する資格を有する者を含む。次号へ及び同項第八号において同じ。）の氏名又は名称

- 三 法第六十三条第一項第二号に掲げる行為に係る業務を行う場合には、次に掲げる事項
  - イ 当該業務に係る出資対象事業持分の名称及び種別
  - ロ 当該業務に係る出資対象事業の内容
  - ハ 当該業務に係る出資対象事業持分を有する適格機関投資家の商号、名称又は氏名、種別及び敬
  - ニ 適格機関投資家以外の者が当該業務に係る出資対象事業持分を有する場合には、その旨
  - ホ 第二百三十三条の三各号に掲げる者が当該業務に係る出資対象事業持分を有する場合には、その旨
  - ヘ ホに規定する場合には、当該業務に係る出資対象事業の財務諸表等について監査を行う公認会計士又は監査法人の氏名又は名称
  - 四 外国法人であるときは、国内における代表者の所在地又は住所及び電話番号
  - 五 外国に住所を有する個人であるときは、国内における代理人の氏名、商号又は名称、所在地又は住所及び電話番号

**（適格機関投資家等特例業務に係る届出事項の内閣総理大臣による縦覧）**

- 第二百三十八条の四 金融庁長官、特例業務届出管轄財務局長等又は管轄財務局長等は、特例業務届出者又は金融商品取引業者等（法第六十三条の三第一項に規定する金融商品取引業者等をいう。以下この節において同じ。）に係る別紙様式第二十号の二に記載されている事項を当該特例業務届出者若しくは金融商品取引業者等の本店等の所在地を管轄する財務局（当該所在地が福岡財務支局の管轄区域内にある場合は福岡財務支局、国内に営業所又は事務所を有しない場合には関東財務局）に備え置いて公衆の縦覧に供し、又はインターネットの利用その他の方法により公表するものとする。
- 2 法第六十三条第五項（法第六十三条の三第二項において準用する場合を含む。）に規定する内閣府令で定める事項は、別紙様式第二十号の二に記載されている事項とする。

**（適格機関投資家等特例業務に係る届出事項の特例業務届出者又は金融商品取引業者等による縦覧）**

- 第二百三十八条の五 法第六十三条第六項（法第六十三条の三第二項において準用する場合を含む。次項において同じ。）の規定により特例業務届出者又は金融商品取引業者等は、別紙様式第二十号の二により作成した書面の写しを主たる営業所若しくは事務所及び適格

める当該権利に対して次に掲げる者（適格機関投資家、令第十七条の十二第二項各号（第六号を除く。）のいづれかに該当する者並びにファンド資産運用等業者の役員、使用人及び親会社等を除く。）が出資又は拠出をする金銭その他の財産の総額の割合が二分の一以上であること。

- イ 第二百三十三条の二第一項第二号から第六号までに掲げる者
- ロ 第二百三十三条の三各号に掲げる者
- 2 法第六十三条第一項第二号に規定する投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定めるものは、出資対象事業持分に係る当該権利を有する者が出資又は拠出をする金銭その他の財産の運用を行う法第二十八条第八項第十五号に掲げる行為のうち、次の各号に掲げる要件のいづれかに該当するものとする。
  - 一 当該権利を有する適格機関投資家の全てが投資事業有限責任組合であること。
  - 二 当該権利を有する者が出資又は拠出をする金銭その他の財産の総額に占める当該権利に対して次に掲げる者（適格機関投資家、令第十七条の十二第二項各号（第六号を除く。）のいづれかに該当する者並びにファンド資産運用等業者の役員、使用人及び親会社等を除く。）が出資又は拠出をする金銭その他の財産の総額の割合が二分の一以上であること。
- イ 第二百三十三条の二第一項第二号から第六号までに掲げる者
- ロ 第二百三十三条の三各号に掲げる者

**（適格機関投資家等特例業務に係る届出事項）**

- 第二百三十八条 法第六十三条第九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 主たる営業所又は事務所及び適格機関投資家等特例業務を行う営業所又は事務所の電話番号並びに当該届出を行う者のホームページアドレス
  - 二 法第六十三条第一項第一号に掲げる行為に係る業務を行う場合には、次に掲げる事項
    - イ 当該業務に係る出資対象事業持分の名称及び種別（出資対象事業持分の種別をいう。次号イにおいて同じ。）
    - ロ 当該業務に係る出資対象事業の内容
    - ハ 当該業務に係る出資対象事業持分を取得する適格機関投資家の商号、名称又は氏名、種別（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第十条各号の種別をいう。次号ハにおいて同じ。）及び敬
    - ニ 適格機関投資家以外の者を相手方として当該業務に係る出資対象事業持分の私募を行う場合には、その旨
    - ホ 第二百三十三条の三各号に掲げる者を相手方として当該業務に係る出資対象事業持分の私募を行う場合には、その旨
    - ヘ ホに規定する場合には、当該業務に係る出資対象事業の貸借対照表及び損益計算書又



機関投資家等特別業務を行う全ての営業所若しくは事務所に備え置いて公衆の縦覧に供し、又はインターネットの利用その他の方法により、投資者が常に容易に縦覧することができるよう公表しなければならない。

2 法第六十三条第六項に規定する内閣府令で定める事項は、別紙様式第二十号の二に記載されている事項とする。

3 第一項の書面は、別紙様式第二十号の二に準じて英語で作成することができる。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

平成27年金融商品取引法改正(2)

—プロ向けファンドの見直し(2)、インサイダー取引規制の適用除外の見直し—

2016年10月28日(金) 15:00~16:59

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                     |
|----|----|---------------------|
| 飯田 | 秀総 | 神戸大学大学院法学研究科准教授     |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授         |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授          |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院法務研究科教授      |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授          |
| 岸田 | 雅雄 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授     |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授(特別会員)      |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授          |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院法学研究科准教授     |
| 森田 | 章  | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 山下 | 友信 | 同志社大学大学院司法研究科教授     |

【報 告】

平成27年金融商品取引法改正（2）  
—プロ向けファンドの見直し（2）、  
インサイダー取引規制の適用除外の見直し—

早稲田大学大学院法務研究科教授  
黒 沼 悦 郎

目 次

|                           |                                  |
|---------------------------|----------------------------------|
| I. 前回の宿題 一欠格事由に該当する届出者の地位 | 範囲                               |
| II. 特例業務の出資者の範囲           | 1. 改正の内容                         |
| 1. 改正の経緯                  | 2. 検討                            |
| 2. 改正法の内容                 | V. インサイダー取引規制の適用除外の見直し           |
| 3. 検討                     | 1. 経緯                            |
| III. ベンチャーファンドの特例         | 2. 改正府令（取引規制府令59条1項14号）の内容及びその解説 |
| 1. 経緯                     | 3. 「知る前契約・計画」に係る包括的適用除外規定の位置づけ   |
| 2. ベンチャーファンドの定義           | 4. 「対抗買い」に係る適用除外規定の解釈の明確化        |
| 3. ベンチャーファンドの出資者の範囲       |                                  |
| 4. ベンチャーファンドに求められる相応の体制整備 |                                  |
| IV. 適格投資家向け投資運用業の出資者の     | 討論                               |

○川口 それでは、定刻になりましたので、研究会を始めさせていただきたいと思います。

本日は、前回に引き続き、黒沼先生から、「平成27年金融商品取引法改正（2）—プロ向けファンドの見直し（2）、インサイダー取引規制の適用除外の見直し—」というテーマでご報告をいただきます。よろしくお願いいたします。

○黒沼 早稲田大学の黒沼です。本日の報告は、大きく分けて今ご紹介いただいた2点ですけれども、その前に前回の宿題部分を報告したいと思い

ます。

それから、お手元にレジュメと資料を3部配付しておりますので、適宜ご参照いただければと思います。レジュメは長いですが、列挙して書いてある部分は飛ばして報告いたします。

I. 前回の宿題 一欠格事由に該当する届出者の地位

前回の研究会で前田先生から、金融商品取引法（以下「金商法」という）63条1項は、一定の行為について金融商品取引業の登録を要しないとし

ているので、特例業務の欠格事由に該当する者による当該行為も登録を免除されており、無登録営業に該当しないのではないかと、ただ、この場合の欠格事由該当者の行為は、無届営業として処罰の対象になるのではないかとのご指摘を受けました。

この点について、立案担当者の書いたもので参考になるものはありませんでした。そこで考えてみますと、63条の構造は、第1項で一定の行為を届出の有無にかかわらず登録の対象から除外し、第2項で、当該行為、適格機関投資家等特例業務を行う者に届出義務を課し、第7項で、次の各号のいずれかに該当する者は適格機関投資家等特例業務を行ってはならない、と規定しています。欠格事由に該当する者が適格機関投資家等特例業務を行った場合、63条7項に違反するわけですが、この63条7項については、罰則はありません。

また、無届営業とは、63条2項による届出をせず、もしくは虚偽の届出をし、または添付書類に虚偽記載をする行為として、これに対しては5年以下の懲役、500万円以下の罰金という罰則が定められています(197条の2第10号の8)。

届出または添付書類に虚偽の記載をして欠格事由に該当しないかのように装って届出をした場合には、この無届営業に該当しますが、そのような虚偽記載がない場合に、欠格事由に該当するから届出の効力がなく、届出がないものと評価して無届営業と見るのは難しいように思われます。なぜなら、欠格事由に該当する者は本来、特例業務を行うことができないわけですから、届出をしていないから処罰するとは言えないように思われるからです。

そこで、欠格事由に該当する者の行為は、その者は届出の有無にかかわらず適格機関投資家等特例業務を行うことができないということですから、63条1項の効果が発生せず、第二種金融商品取引業または投資運用業の無登録営業となると解するのが妥当ではないかと思われました。

以上に対して、欠格事由に該当せず、届出をす

れば特例業務を行うことができる者が届出をせずに特例業務を行うと、金商法は届出を登録免除の要件としていないため、この場合には無登録営業には当たらず、無届営業として処罰の対象になると考えられます。

また、以上とは別に、欠格事由に該当する者が行為規制の対象になるかという問題があり、前回の報告では、欠格事由に該当していた者はそもそも行政処分の対象にならないのではないかと疑問を述べました。

しかし、この点も改めて考えてみますと、今回の改正では、特例業務の届出者に行為規制を課し、行政処分の対象としており、特例業務届出者とは、「63条2項の規定による届出をした者」と定義されています(29条の4第1項1号ロ(4))ので、欠格事由該当者も届出をしている限り、届出者に当たることになり、行政処分の対象になると考えられます。欠格事由に該当する者は、無登録営業として処罰の対象となるとともに、届出をしていれば行政処分の対象になると考えます。

以上が、前回の宿題についての報告です。

## II. 特例業務の出資者の範囲

### 1. 改正の経緯

次に、今回の報告対象である特例業務の出資者の範囲というところから入っていきたいと思います。

金融庁が平成26年5月にパブリックコメントに付した改正案(以下「パブリックコメント案」という)は、次の者(49名以内)を出資者の範囲と提案していました。

- ・ 上場会社
- ・ 資本金5千万円超の株式会社
- ・ 上場会社等の子会社・関連会社
- ・ 年金基金(投資性金融資産〔株式、債券(国債を含む)等の有価証券が主であり、預貯金や住宅といった資産は含まない〕を100億円以上保有する厚生年金基金・企業年金基金)
- ・ 富裕層個人投資家(投資性金融資産を1億円以



上保有する個人投資家)

- ・資産管理会社
- ・ファンド運業者の役職員等

これらに当たらない一般個人投資家の出資は認めないことにしていました。

これに対し、投資運用等に関するワーキング・グループ報告（以下「WG報告」という）は、投資者の範囲は「投資判断能力を有する者及び特例業務届出者に密接に関連する者」にすべきであるとした上で、審議で出てきた意見を集約する形で、パブリックコメントに付された改正案に対し、次のように出資者の範囲を拡大する修正を加えました（WG報告6頁、括弧内は脚注）。

- ①株式会社については、資本金のみならず、純資産も基準とすること。また、株式会社に加えて、その他の法人についても同様の基準とすること（法人格を持たない海外機関投資家等による出資についても妨げられないよう配慮すべきである）。
- ②適格機関投資家等特例業務の届出者（特例業者）と密接に関連を有する者として以下のような者を含めること。
  - ・当該特例業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者
  - ・当該特例業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者の役員、使用人、その親族（三親等内）
- ③政府・地方自治体を対象とすること。

## 2. 改正法の内容

### (1) 金商法63条1項

63条1項は、適格機関投資家等を、適格機関投資家とそれ以外の者で政令で定める者（49人以下に限る）としていますけれども、この「政令で定める者」について、改正前は「適格機関投資家以外の者」とされていたところ、改正法では、「適格機関投資家以外の者であって、私募・私募の取扱いの時点で次の各号のいずれかに該当する者」と規定しました（金融商品取引法施行令（以下「施

行令」という）17条の12第1項）。

- 1号 国
- 2号 日本銀行
- 3号 地方公共団体
- 4号 金融商品取引業者等
- 5号 特例業務届出者
- 6号 特例業務届出者と密接な関係を有する者として内閣府令で定める者
- 7号 上場会社
- 8号 資本金の額が5,000万円以上の法人
- 9号 純資産の額が5,000万円以上の法人
- 10号 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
- 11号 資産流動化法2条3項の特定目的会社
- 12号 内閣府令で定める要件に該当する企業年金
- 13号 外国法人
- 14号 財産の状況その他の事情を勘案して内閣府令で定める要件に該当する個人
- 15号 前各号に掲げる者に準ずる者として内閣府令で定める者

これらは、投資判断能力を有する者と特例業務届出者の密接関連者に大別されます。

### (2) 「投資判断能力を有する者」

第1に、投資判断能力を有する者は、上記の1号から5号、7号から14号、それに15号の内閣府令で定める者を加えたものとなります。

そして、15号の内閣府令では、次のものが列挙されています。

・金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業府令」という）233条の2第4項

- 1号 議決権の4分の1以上を国もしくは地方公共団体が保有する公益社団法人または拠出金額の4分の1以上を国もしくは地方公共団体が拠出している公益財団法人であって、地域の振興または産業の振興に関する事業を公益目的事業とするもの
- 2号 取引の状況その他の事情から合理的に判断

して、保有資産が100億円以上であると見込まれる  
 存続厚生年金基金

3号 外国の法令上企業年金基金又は2号に掲げる者に相当する者であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、保有資産が100億円以上であると見込まれる者

4号 次のいずれかに該当する法人

イ 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、資産が1億円以上であると見込まれること。

ロ 当該法人が業務執行組合員等であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、業務執行組合員等として当該法人が保有する資産の合計額が1億円以上であると見込まれること（業務執行組合員等として取引を行う場合に限る。）。

5号 次に掲げる者の子会社等または関連会社等

イ 金融商品取引業者等である法人

ロ 上場会社

ハ 資本金の額が5,000万円以上である法人

ニ 純資産の額が5,000万円以上である法人

6号 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、一の日において、イの金額に対するロ・ハの合計額の割合が百分の七十以上であると見込まれる会社であって、代表者（個人出資者の要件を充たす者に限る）のためにその資産を保有し、または運用するもの

イ 当該一の日における当該会社の資産の帳簿価額の総額

ロ 当該一の日における次に掲げる資産（8号において「特定資産」という。）の帳簿価額の合計額

(1) 有価証券であって、当該会社の特別子会社の株式または持分以外のもの

(2) 当該会社が現に自ら使用していない不動産（不動産の一部につき現に自ら使用していない場合は、当該一部分に限る。）

(3) ゴルフ場その他の施設の利用に関する権利（当該会社の事業の用に供することを目的として有するものを除く。）

(4) 絵画、彫刻、工芸品その他の有形の文化的財産である動産、貴金属及び宝石（当該会社の事業

の用に供することを目的として有するものを除く。）

(5) 現金および国内の金融機関に対する預貯金その他これらに類する資産

ハ 当該一の日以前の五年間において、当該会社の代表者及び当該代表者に係る同族関係者に対して支払われた剰余金の配当等および給与のうち法人税法の規定により当該会社の各事業年度の所得の金額の計算上損金の額に算入されないこととなるものの金額

7号 外国出資対象事業持分の発行者（当該権利を有する者が適格機関投資家、出資対象事業持分の発行者、施行令17条の12第1項1号から14号に掲げる者または前各号もしくは次号に掲げる者である場合に限る。）

8号 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、一の事業年度における総収入金額に占める特定資産の運用収入の合計額の割合が百分の七十五以上であると見込まれる会社であって前各号に掲げる者のためにその資産を保有し、または運用するもの

(3) 「投資判断能力を有する者」一個人

第2に、「投資判断能力を有する者」のうち14号の個人の財産要件は、内閣府令で定めておいて、金商業府令233条の2第3項で次の要件が規定されています。

1号 次のイ・ロのいずれにも該当する個人

イ 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、その保有する資産の合計額が1億円以上であると見込まれること。

ロ 当該個人が金融商品取引業者等（外国の法令上これに相当する者を含む。）に有価証券の取引又はデリバティブ取引を行うための口座を開設した日から起算して1年を経過していること。

2号 業務執行組合員等（外国の法令に基づくこれらに類する者を含む。）であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、業務執行組合員等としてその保有する資産の合計額が1億円

以上であると見込まれる個人であること（業務執行組合員等として取引を行う場合に限る。）。

#### （4）「特例業務届出者の密接関連者」

第3に、「特例業務届出者の密接関連者」としては次の者が規定されています。

##### ・金商業府令 233 条の2 第1 項

1号 特例業務届出者（ファンド資産運用等業者）の役員または使用人

2号 ファンド資産運用等業者の親会社等もしくは子会社等または当該親会社等の子会社等

3号 運用委託先

4号 投資助言者または投資助言者に対し投資助言を行う者

5号 2号～4号の役員または使用人

6号 ファンド資産運用等業者、1号、3号～5号に掲げる者の配偶者・三親等以内の血族・姻族

### 3. 検討

そこで、それぞれ私のほうでやや気になった点について検討を加えたいと思います。

#### （1）投資判断能力を有する者の範囲

これは、WG 報告の内容に沿ったものになっていると思われます。施行令 17 条の12 第1 項に掲げる者のうち、1号・2号の国・日本銀行は、適格機関投資家ではありませんけれども、金商法上、適格機関投資家と同列に扱われています。

3号の地方公共団体は、特定投資家でさえないのに、投資判断能力を有する者に含まれました。この点は、WG の第5回のこれまでの議論をまとめた資料には入っておらず、その回にも討議されていないのに、第6回に提出されたWG 報告に挿入されていました。その回にも説明されていないので、経緯がよくわかりません。けれども、「準ずる者」の1号の定め、15号の内閣府令のところに規定しているものですが、議決権の4分の1以上国もしくは地方公共団体が保有するということが入って入って、この規定から見ると、地域

産業の振興を目的とするファンドへの地方公共団体の出資を可能とする、そういう趣旨で入れられたものと思われます。

4号は、金融商品取引業者のうち第一種金融商品取引業または投資運用業を行う者のみが適格機関投資家であることから、それ以外の者をここに含ませる趣旨で規定されています。

10号は、いわゆる特殊法人です。

「準ずる者」として内閣府令で規定されているもののうち4号は、資産が1億円と見込まれる法人を挙げています。この者もWG 報告には記載されていませんが、個人投資家の資産要件が1億円であることから、水準を合わせたものと思われます。

ここにいう「資産」は、金商業府令 233 条の2 第2 項に「資産（62 条2 号イからトまでに掲げるものに限る。次項1 号イおよび2 号ならびに4 項2 号から4 号までにおいて同じ）」とあるところから、いわゆる「投資性金融資産」のことを指しています。

5号ニが純資産額を基準としているのは、中小優良企業には、資本金の額が小さくても純資産額が積み上がっている会社が多いことを考慮したものです。

8号は、グループ企業のために投資運用を行う会社を定義したものでありまして、このような会社は、小資本であるけれども、グループ企業の親会社が投資適格を有していれば、専門的能力に欠けるところはないと判断されました。

また、「取引の状況その他の事情から合理的に判断して」というのは、出資者の自己申告のみで判断するのではなく、顧客が任意に提出した資料（例えば取引残高報告書または預金通帳の写し等）を活用して、全体として合理的に判断する必要があると解されています（監督指針Ⅸ-1-1(1)①イ）。

これらの要件は、「私募又は私募の取扱いの相手方となる時点において」満たしていればよいとされています（施行令 17 条の12 第1 項）。したがって、権利の取得後に要件を充たさなくなっても、届出者は、引き続き当該出資者から既に出資

を受けた資産の運用を行うことができると解されています（古角壽雄ほか「平成27年改正金融商品取引法の係る政府令等の改正の解説（下）－適格機関投資家等特例業務の見直し等」商事法務2096号（2016年）37頁）。

## （2）個人投資家の財産要件

1号は、私募または私募の取扱い時に投資性金融資産1億円以上と見込まれ、かつ1年以上の有価証券投資またはデリバティブ取引の経験があること。

2号は、組合の業務執行者となっている個人についての要件です。

1号に類する規定は、特定投資家への移行が可能な個人投資家の要件（金商法34条の4第1項1号、金商業府令61条2項1号）に見られますが、それと比較しますと、投資性金融資産の額が3億円以上から1億円以上に引き下げられています。つまり、特定投資家に移行できない一般投資家も特例業務への出資が認められているということに注意が必要です。

2号に類する規定は、同じく特定投資家への移行が可能な個人資産、個人投資家の要件に見られるところですが、後者が組合契約に基づく出資の合計額が3億円であることと、組合員全員の同意を要件としているのに対し、前者（2号）のほうは、組合員の同意を要せず、また業務執行者としての出資金額が1億円以上であることを要件としています。

このような要件の相違が何を理由としているのかがよくわかりませんでした。組合員全員の同意を得ていれば、組合財産全部を基準にしてよいように思われますし、法人の投資性金融資産が1億円以上ある場合には、代表者の法人に対する出資額を基準とせず、当該法人は出資者の要件を充たすわけですから、同じように業務執行組合員に投資権限が与えられているのであれば、業務執行組合員個人の出資額を基準とする必要はないようにも思われます。

「準ずる者」の6号は、個人の資産管理会社を

定義したものです。個人が出資者の要件を満たす場合に、その資産管理会社をも出資者の範囲に含めるものです。

## （3）密接関連者

密接関連者の範囲もWG報告に沿うものですが、ファンド運営業者の役員等としていたパブリックコメント案からは、かなり広がっています。

これに含まれる個人は、ファンド資産運用等業者、その親会社等、その子会社等、その親会社等の子会社等、運用委託先、投資助言者、投資助言者の投資助言者を中核として、これらの者の役員または使用人、及び役員または使用人の配偶者・三親等以内の血族・姻族です。

密接関連者を出資者の範囲に含めたのは、これらの者もプロ向けファンドに出資しているという実態を踏まえたものと説明されています（古角ほか・前掲36頁）。

密接関連者は、ファンド資産運用等業者と一蓮托生であり、要保護性が欠けるから、投資判断能力を有するか否かにかかわらず、出資を認めるという趣旨でありましょう。前回報告したように、密接関連者のうちファンド資産運用等業者の支配下にある者の出資が2分の1以上となる場合は、特例業務として認められません（金商業府令234条の2第1項2号、2項2号）。

以上が、一般のファンドに対する出資者の範囲を広げた話です。

## Ⅲ. ベンチャーファンドの特例

次に、ベンチャー・キャピタル・ファンド（以下「ベンチャーファンド」という）の特例について説明します。

### 1. 経緯

平成26年のパブリックコメント案に対しては、ベンチャーファンドからの反対が特に強く出されました。そこでWGにおいて議論の上、ベンチャーファンドについては、相応の体制が整備されることを前提に、「投資判断能力を有する者」として



の出資者の範囲を拡大することとされました（WG報告7頁）。

ベンチャーファンドの特例を認める理由としては、①日本再興戦略に掲げられている「ベンチャーの加速」による成長分野の牽引を支援する役割を担っており、その役割に配慮していく必要があること、②米国及び欧州において特例が認められていることが挙げられています（WG報告7頁、田原泰雅監修「逐条解説 2015年金融商品取引法」（商事法務（2016年）34～36頁））。

WGで出された特例を支持する見解のうち、上記以外の理由としては、③ベンチャーファンドはその出資者がベンチャーの経営にも関与する点で共同事業に近く、ほかの投資ファンドとは異なる、④ベンチャー企業への投資はプロでなくてもできるのに、ベンチャーファンドへの投資はプロでないとできないというのはバランスを欠く、というものがありません。ただし、③のベンチャーファンドが共同事業性を有するという意見に対しては、疑問や批判もありましたし、④の株式会社との比較については、株式会社では株主の利益を守る仕組規制が整備されているのに対し、組合には厳格な仕組規制がないので業規制をかけているのだという反論がありました。

なお、ベンチャーファンドの多くは投資事業有限責任組合であり、詐欺事例の出ている多くは匿名組合だということです。

また、前回加藤先生からご発言があったように、風力発電、太陽光パネルなどの再生エネルギー事業などを支援する市民投資ファンドについても、共同事業型のファンドとして出資者の範囲を拡げてほしい、つまり広い層の市民の参加を認めてほしいとの意見がありました（第4回討議資料5）。しかし、これに対しては、クラウドファンディングでもできないことを届出制で認めるわけにはいかないとか、市民ファンドはプロ向けだから登録は不要というプロ向けファンドの規制理念の対極にあるといった反論が強かったのであります。

現行のベンチャーファンドと金融庁のパブリックコメント案との関係については、「独立系ベン

チャーキャピタリスト等有志」で内部調査をしたところ、調査対象となった従来の17本のファンドのうち、パブリックコメント案が施行されていたら出資できなかったエンジェルや中小企業等の投資家が存在したファンドは13本（76.5%）あり、出資できなかったら投資家の出資割合はファンド総額の20.1%で、これらの者の属性は、上場会社役員・元役員、企業財務等の実務経験者、弁護士・公認会計士・税理士・司法書士、親戚・知人、それらの資産管理会社等であったといえます（第3回会合討議資料2・12頁）。

以上の議論の経緯から、ベンチャーファンドについてのみ、ほかよりも出資者の範囲を拡大する特例を認めることになったわけです。

## 2. ベンチャーファンドの定義

特例を認めるには、ベンチャーファンドの定義規定を置かなければなりません。ベンチャーファンドは、金商法63条1項1号の委任を受けた施行令17条の12第2項各号及び金商業府令233条の4各号により、次のように定義されています。

①出資者の出資総額から現金または預貯金の額を控除した額の80%を、株券・新株予約権証券・新株予約権付社債券（外国の者が発行するものを含み、投資した時点において内外の金融商品取引所に上場されていないものに限る）に対して投資を行うものであること（施行令12条の12第2項1号イ、金商業府令223条の4第1項～3項）。

②ファンドにおいて借入れまたは第三者の債務の保証をしないこと。ただし、短期（20日以内）の借入・債務保証またはファンドの投資先に対する債務保証（当該投資先への投資額を超えないもの）であって、当該借入れ及び債務保証額の合計がファンドの出資総額の15%を超えない場合は除く（施行令17条の12第2項1号ロ、金商業府令233条の4第4項）。

③やむを得ない事由がある場合を除き、出資者の請求により払戻しを受けることができないこと（施行令17条の12第2項2号）。

④ファンド持分に係る契約の締結までに、出資者に対し、当該ファンドが①から③の要件に該当する旨を記載した書面を交付すること（施行令 17 条の 12 第 2 項 4 号）。

①は、非上場会社のエクイティ投資が出資総額の 80%以上であること、②は、レバレッジをかけること、③は、ファンド持分の中間償還がないこと、④は、ベンチャーファンドとしての性質を説明することを意味します。これらは、米国や欧州の例を参照したものであり（前掲逐条解説 82 頁（注 1））、また WG 報告に沿うものです（WG 報告 7 頁）。

①の要件について詳しく見ますと、発行者の子会社等が上場している場合は定義から外れますが、発行者の親会社等が上場している場合は、親会社が会社法上の大会社である場合に限り定義から除外しています。これは、ベンチャーファンドの中には、上場会社等の一事業部分を切り離して独立させ、そこに投資を行うスピナウトベンチャーに対する投資を行う者もあることから、上場会社である親会社が大会社でない場合には特例が適用されるベンチャーファンドの定義に含めたと説明されています（古角ほか・前掲 41 頁（注 6）、パブリックコメントに対する考え方 No. 106）。

親会社が大会社である場合にはスピナウトベンチャーを認めない理由がよくわかりませんでした。施行令 17 条の 12 第 2 項 3 号は、ベンチャーファンドの定義というよりも、ベンチャーファンドが特例を受けられるための追加要件を規定したものですので、これについては 4 で説明します。

### 3. ベンチャーファンドの出資者の範囲

#### (1) 改正法の内容

出資の対象がベンチャーファンドの持分に該当し、かつ後述の追加要件を満たす場合は、出資者の範囲が、金商業府令 233 条の 3 各号に列挙する次の者に拡大されます。

1 号 上場会社の役員

2 号 資本金または純資産額が 5,000 万円以上であって、有価証券報告書を提出している会社の役員

3 号 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、保有する投資性金融資産の合計額が 1 億円以上と見込まれるファンドの業務執行組合員である法人の役員

4 号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に 1 号～3 号のいずれかに該当していた者

5 号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に、4 号または 5 号に該当するものとして、同一の特例業務届出者等が発行するファンド持分を取得した者

6 号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、保有する投資性金融資産の合計額が 1 億円以上と見込まれるファンドの業務執行役員である法人であった者

7 号 会社の役員もしくは従業員（特に専門的な能力であって当該業務の継続の上で欠くことができないものを發揮して当該業務に従事した者に限る）またはコンサルタントとして、会社の設立、増資、新株予約権の発行、新規事業の立上げ、企業買収、株式上場に関する実務、経営戦略の作成、企業財務、株主総会または取締役会の運営に関する実務に、私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に 1 年以上従事した者

8 号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に、有価証券届出書（新規上場時のもの）の上位 50 名までの株主として記載されている者

9 号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に、有価証券届出書（新規上場時以外のもの）または有価証券報告書の上位 10 名までの株主として記載されている者

10 号 認定経営革新等支援機関

11 号 1 号から 10 号（6 号を除く）に該当する個人が支配する会社等

12 号 1 号から 10 号に該当する会社等の子会社

等または関連会社等

## （2）解説・検討

このベンチャーファンドについて拡大される出資者の範囲は、WG 報告（7頁）にほぼ沿ったものとなっています。このような者は、ベンチャー企業投資について投資判断能力を有する者として定型的に選び出されたものです。WG においては、投資判断能力、洗練された投資家であるか否かについて、投資者の自己申告に委ねるとか、自己申告に加えて弁護士からの意見書をとるという案もありましたが、登録制と違い行政監督の行き届かない届出業務については、投資者の範囲をできるだけ明確に規定することが望ましいとされました。

出資者の資格の確認時期は、出資者が私募または私募の取扱いの相手方となる時点です。4号から9号の該当性については、その時点でさらに5年前の状況について判断することが必要になります。

4号により、1号から3号の法人の役員は役員を辞めてから5年間は出資適格を有することになります。さらに、その者は、5年のインターバルをあけずに、同一の特例業務届出者等が発行するファンド持分を取得していれば、いつまでも出資適格を有することに注意が必要です。元役員が高齢化したときは、適合性の原則で対処することになると思います。

7号は、会社の役員、従業員、コンサルタントなどとして新規事業、ベンチャー的な業務の立ち上げにかかわった者、経営戦略の作成、企業財務、投資業務などにプロとしてかかわった者が投資できるようにするためのものです。このような者は、職業上の経験から投資判断能力が認められるため、過去5年以内に1年以上の経験が必要であり、同一の業者からファンドを取得する場合であっても、出資適格の5年ごとの更新はありません。

このような職業上の経験による適格を設けた背景には、投資性金融資産を基準として範囲を画すると、我が国には該当する投資家が限られてしまうこと、また、全資産を基準とすることも検討さ

れたのですが、資産が多いことは必ずしも自己責任を問える前提とならないということがあったためです。

7号の要件のうち、専門的な能力を発揮して当該業務に従事したかどうかの確認については、自己申告のみで確認するのではなく、当該顧客が従事した職務の内容などの要件に関する事実（例えば、会社が作成した職歴証明書等）を十分に確認する必要があるとされています（監督指針Ⅸ-1-1(1)①ロ）。

もっとも、それは顧客が虚偽の申告をしていないかどうかを確認する手段にとどまり、顧客が真実を申告した場合でも、それが「特に専門的な能力であって当該業務の継続の上で欠くことができないものを発揮して当該業務に従事した者」に該当するかどうかの判断には、届出業者の大きな裁量が入り込む余地があります。

8号・9号の有価証券届出書・報告書上の大株主は、「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」のリストにあったものですが（第1回会合資料3・14頁）、WG ではほとんど議論がなされずに、そのまま残りました。これは、投資性金融資産に着目したものなのか、企業経営の経験に着目したものなのか、性格がやや曖昧です。範囲が明確であるというメリットはあると思われます。

10号は、当初、弁護士、公認会計士等の士業が挙げられていましたけれども、士業に就いている者を一律に出資者の範囲に含める根拠が弱いことから、税務、金融、企業財務に詳しい者を認定する経済産業省の制度である経営革新等支援機関の認定を受けている者に限定することにしました。

もっとも、経営革新等支援機関の認定を受けるには、弁護士、公認会計士等である必要はありません（中小企業等経営強化法第21条第1項に規定する経営革新等支援業務を行う者の認定等に関する命令）。

## 4. ベンチャーファンドに求められる相応の体制整備

### （1）趣旨



ベンチャーファンドへの出資者に特例を設けて範囲を拡大するには、ファンド側にも相応の体制整備が求められると考えられました。この点につき、WG報告(7頁)は、①ガバナンス体制の確保、②ファンド契約書類の提出、③株主総会開催・決算情報の投資家への開示及び④財務諸表の会計監査と公認会計士名等の公表を挙げていました。

## (2) 改正法の内容

このうち①については、ファンド持分に係る契約において業務の適正を確保するために必要なものとして金商法 63 条 9 項に規定する内閣府令で定める事項が定められていることが、ベンチャーファンド特例の要件とされています(施行令 17 条の 12 第 2 項 3 号)。

具体的には、金商業府令 239 条の 2 第 1 項各号において次の事項が列挙されています。

- 1号 ファンド持分の名称
- 2号 ファンドの事業の内容
- 3号 ファンドの事業を行う営業所または事務所の所在地
- 4号 出資者およびファンド資産運用者の名称等
- 5号 出資者が出資等をする金額
- 6号 ファンド持分に係る契約の契約期間
- 7号 ファンドの事業年度
- 8号 ファンド資産運用者が、ファンドの事業年度ごとに財務諸表等を作成し、公認会計士等の監査を受けること
- 9号 ファンド資産運用者がファンドの事業年度終了後相当の期間内に、出資者に対し、財務諸表等および監査報告書の写しを提供すること
- 10号 ファンド資産運用者がファンドの事業年度終了後相当の期間内に、出資者を招集して、出資者に対し出資対象事業の運営および財産の運用状況を報告すること
- 11号 ファンドにおいて有価証券等に対する投資を行う場合に、ファンド資産運用者が出資者に対し、その投資の内容を書面により通知すること
- 12号 正当な事由がある場合、出資者の有するフ

ンド持分の過半数(これを上回る割合を定めた場合、その割合以上)の同意を得て、ファンド資産運用者を解任できること

13号 ファンド資産運用者が退任した場合において、すべての出資者の同意により、新たなファンド資産運用者を選任できること

14号 ファンド持分に係る契約の変更(軽微な変更を除く)をする場合において、ファンド持分の過半数(これを上回る割合を定めた場合、その割合以上)の同意を得なければならないこと

これらファンド持分に係る契約事項は、投資事業有限責任組合モデル契約を参考にしたものであり(前掲逐条解説 80 頁)、このうちガバナンス事項に当たるのは 8 号から 14 号です。10 号・11 号は、WG 報告の③総会・決算情報の投資家への開示に対応し、8 号が④公認会計士による監査に対応しています。

②ファンド契約書類の提出については、金商法 63 条 9 項により、上記契約の写しを内閣総理大臣に提出しなければならないとされました。契約内容の適正を確保するためです(前掲逐条解説 36 頁)。契約内容に変更があったときは、遅滞なく変更後の契約内容を届け出ます(63 条 10 項)。

ファンド持分に係る契約に上記事項が定められていないときは、届出者は、内閣総理大臣による業務改善命令の対象になると思われます。契約書の写しを提出せず、または虚偽の契約書を提出した場合には、罰則の対象になります(198 条の 6 第 13 号の 2)。なお、契約書の写しは公衆縦覧の対象とはされていません。

④のうち監査人の氏名等の公表は、ベンチャーファンドについて財務諸表等の監査を行う公認会計士等の氏名・名称を特例業者の届出事項とし(63 条 2 項 9 号、金商業府令 238 条 2 号へ)、これを届出者及び内閣総理大臣における公衆縦覧事項とすることによって行われます(63 条 5 項 6 項、金商業府令 238 条の 4・238 条の 5・別表 20 号の 2)。

公認会計士等の氏名等の公衆縦覧は、違法な業務を行うファンドでは監査を行う公認会計士等を



見つけることができないだろうということに着目して、公認会計士等の任用を義務づける（氏名等の公表はその証拠となる）ということで、それによって詐欺的なファンドを排除することを狙ったものです。

表面的な説明に終始してしまいましたけれども、ベンチャーファンドの特例に関する改正事項の説明は以上です。

#### IV. 適格投資家向け投資運用業の出資者の範囲

次に、適格投資家向け投資運用業の出資者の範囲についても改正が加えられています。

##### 1. 改正の内容

適格投資家向け投資運用業は、平成23年改正によって入った制度でありまして、通常の投資運用業よりも緩和された要件で登録できる投資運用業です（金商法29条の5第1項）。

投資者の範囲は、特定投資家概念を基準としつつ、投資運用業者と密接な関連を有する者を含め（29条の5第3項）、申出によって特定投資家に移行した一般投資家を除外して定められていました（34条の2第5項・8項、4条の3第4項・6項）。

適格投資家向け投資運用業は、通常の投資運用業と適格機関投資家等特例業務の中間に位置づけられていたところ、今回、後者における出資者の範囲が拡大され、一部、適格投資家向け投資運用業よりも広がってしまいました。そこで、出資者である適格投資家の範囲が、従来の範囲では狭いと考え、規制緩和の観点から——これは立案担当者の解説にそう書いてあるわけですが（古角ほか・前掲40頁）、そういう趣旨から適格投資家の範囲に入る「密接な関連を有する者」の範囲（施行令15条の10の7第4号、金商業府令16条の5の2）及び「特定投資家に準ずる者」の範囲（金商業府令16条の6）を拡大しました。

この結果、適格投資家向け投資運用業における出資者の範囲と適格機関投資家等特例業務における出資者の範囲はほぼ一致することになったわけ

です。

##### 2. 検討

WGにおける審議の過程で、適格投資家の範囲と特例業務に関する出資者の範囲は常に意識されていましたが、両者が逆転しないようにという配慮は特になされませんでしたし、適格投資家の範囲を拡大すべきであるという議論もなかったように思います。

適格投資家向け投資運用業は、小規模な投資運用業への参入を促すために設けられたものでありまして、業者の資本金・純資産要件は、5,000万円以上から1,000万円以上に緩和されます。この結果、業者の資力・信用に限界があるため、業者の運用財産の総額は200億円を限度とするという規制がかかっています（29条の5第1項2号、施行令15条の10の5）。

このような制度の出資者の範囲がどうあるべきかは、理論的に決まる問題ではなく、平成23年改正が特定投資家概念を利用したことに理論的な根拠があるわけではありません。

改正前の金商業府令16条の6は、保有資産100億円以上の存続厚生年金基金・企業年金基金、保有する投資性金融資産が3億円以上と見込まれる法人または個人（個人の場合は1年以上の取引経験が必要）、ファンドの業務執行組合員等として保有する投資性金融資産が3億円以上と見込まれる法人・個人を挙げていました。

これに対し、改正後の金商業府令16条の6第1号は、適格機関投資家向け特例業務の出資者の範囲を定める施行令17条の12第1項から各号を拾っています。拾っていない号は、その者が既に適格投資家だからです。そして、16条の6第2号は、ベンチャーファンドの出資者の範囲を定める金商業府令233条の3各号を拾っています。

この結果、適格投資家の範囲は、ベンチャーファンドの出資者とほぼ等しい範囲まで拡大されるに至っており、適格投資家向け投資運用業は、もはや特定投資家制度を利用したものとは言えなくなっていると思われる。

以上が、特例業務とそれに関連する改正についての報告でした。

## V. インサイダー取引規制の適用除外の見直し

### 1. 経緯

情報の伝達、取引推奨の禁止を提言した平成24年12月25日のインサイダー取引規制に関するワーキング・グループ報告は、インサイダー取引規制の適用除外となる「知る前契約」「知る前計画」について、取引の円滑を確保する観点から、より包括的な適用除外の規定を設けるとともに、ガイドライン等により法令の解釈を事前に示していくことを求めています（インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ報告11頁）。

この提言に基づく府令改正が平成27年9月に行われました。法改正は翌年行われていますので、この府令改正は非常に時間がかかったということがわかります。

インサイダー取引規制に関するワーキング・グループの提言について、私は、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令」、いわゆる取引規制府令の59条1項や63条1項の1号から13号に列挙されている、金商法166条6項12号または金商法167条5項14号に係る適用除外を全部廃止して、包括的な適用除外規定を設けた上で、個別規定に当たるものをガイドラインで定めるものと思っていました。しかし、実際に行われた作業はそうではなく、従来1号から13号を存置した上で、包括的な性質を有する14号を設けることになりました。本号については、2015年12月25日開催の本研究会で、飯田先生により米国の規制との比較の観点から既に簡単に触れられています。

適用除外規定は、166条関係と167条関係との2つありますが、その内容は実質的に同一ですので、以下では、166条の重要事実に関する取引規制府令59条1項14号について内容を紹介するとともに、解説を加えたいと思います。また、適用除外は、「知る前契約」と「知る前計画」の2種類がありますが、多く利用されるのは「知る前計画」であると思われるので、以下では、「知る

前計画」を例として説明します。

「知る前契約」「知る前計画」の活用方法として、立案担当者は次のものを挙げています（船越涼介「取引規制府令および金商法等ガイドライン一部改正の解説」商事法務2079号（2015年）39頁）。

役職員等の個人による利用として、

- ①役員・従業員持株会の新規加入、拋出額の増額、持株会退会時の単元未満株式の売却等
- ②累積投資の新規開始、拋出額の増額等
- ③役員就任時の自社株の買増し
- ④ストックオプションの行使等により取得した自社株の売却
- ⑤その他、自社・関連会社・業務提携先・取引先等の株券の売買等

上場会社等の法人による利用として、

- ①資本・業務提携に伴う相手方株式の取得
- ②担保株式の売却
- ③取得条項付新株予約権の取得条項による取得
- ④株主還元率達成のための自己株取得
- ⑤その他、自社・関連会社・業務提携先・取引先等の株券の売買等

### 2. 改正府令（取引規制府令59条1項14号）の内容及びその解説

取引規制府令59条1項14号は、以下の（1）～（3）の3つの要件を定めています。

（1）重要事実を知る前に書面によって締結された契約の履行、または書面による計画の実行として有価証券の売買等を行うこと（14号イ）

書面による契約・計画を求めた理由について特に説明されていませんけれども、第2の要件である確認措置をとりやすく、また、捏造しにくいことに着目したものと思われます。

口頭での計画や電磁的記録による計画は認めら

れません（船越・前掲33頁）。しかし、電磁的記録、例えばeメールでも確認手続をとることは可能であると思われますので、電磁的記録を排除する理由はよくわかりませんでした。

重要事実を知る前に計画されたと言えるためには、書面が作成されただけでは足りず、計画当事者による当該計画を実行する旨の意思表示が必要であるとされます（同前）。例えば従業員持株会については、持株会規約が作成されたのみでは足りず、個々の従業員による入会の申込みの意思表示が必要であるとされています（同前）。従業員持株会による計画的な買付けは既に適用除外となっています（取引規制府令59条1項4号）ので、これは従業員持株会への新規加入のときの買付けの話です。

また、後述のように、複数の期日に分けて行う売買等を計画しておき、都合のよい取引のみを実行するといった手法がとられる場合には、計画決定の時点において当該計画を実行する意思がないと考えられますから、そういった場合には「知る前計画」には当たらないと解することができます。

なお、重要事実を常に入手し続けるような地位にいる者も、「知る前計画」を利用できないわけではありません。その者は、「知る前計画」を決定した時点で知っている重要事実については適用除外を受けることはできませんが、決定後に知った重要事実について適用除外を受けることはできるわけです。このことを明らかにするために、金融庁の「インサイダー取引規制に関するQ&A」（以下「Q&A」という）の問5が平成27年9月2日に加えられています。

## （2）確認措置（14号ロ）

次の3つの確認措置のうち、いずれかが採られることが必要です。

- ①証券会社による提出日の確認（14号ロ(1)）
- ②「知る前計画」に確定日付を得ること（14号ロ(2)）
- ③「知る前計画」の公衆の縦覧（14号ロ(3)）

①は、「知る前計画」の写しを、重要事実を知る前に証券会社に提出して、提出日について確認を受けることです。証券会社による確認は、「知る前計画」の事後的な捏造を防止するためのものです（船越・前掲34頁）。

確認を受けるのは提出日のみであり、投資者が「重要事実を知る前に」提出したことは、投資者が適用除外を受ける要件ではありませんが、証券会社が確認する対象ではありません。まだ特定されていない重要事実を知らないことを確認することは、不可能に近いからです。

この点について、立案担当者は、証券会社は、インサイダー取引規制に違反するおそれがあることを知りながら取引を受託することを禁止されているから（金商業府令117条1項13号）、売買等の受託等をするに当たっては、重要事実に基づく取引でないことについて確認する必要があると解説しています（同前）。

証券会社の規制としてはそのとおりですが、当該規制から導かれる確認の程度というのは、本号の定める提出日の確認の程度よりは相当に低いものではないかと思います。また、提出日を確認する証券会社は、投資者が取引を委託する相手方となる証券会社でなくてもよいとされていることにも注意が必要です。

証券会社が、「知る前計画」の共同決定者であるときは、別の証券会社に提出日を確認してもらう必要があります。また、証券会社は、計画の決定日を確認する必要はありません（同前）。

確認をする証券会社が当該投資者から売買等を受託するときも、その売買等が「知る前計画」の記載どおりの内容になっていることを確認することまでは求められません（同前）。それは投資者が適用除外を受けるための要件ですが、確認の対象ではないということです。

②の重要事実を知る前に「知る前計画」に確定日付を得ることは、「知る前計画」の決定時期を明確にできる点で①と同様の効果を持ちます。

ただし、②の利用は、証券会社が知る前計画の

共同決定者であり、①の方法を利用できない場合に限られます。そうした理由は、確定日付を受けた計画が公証人役場等で保管されないことから、複数の計画を準備して確定日付を得た上で有利な計画のみを実行するような濫用事例に確定日付が利用されやすいことに求められています（船越・前掲36頁）。つまり、実行しなかった計画については、その確定日付のついた書面を破棄してしまえば見つからないわけですから、濫用事例に利用されやすいということです。

もっとも、①の証券会社による確認の方法も、複数の証券会社を利用することで濫用事例であることを隠ぺいすることもできますから、利用されやすいかどうかは程度問題でしょう。また、証券会社が「知る前計画」の当事者であっても、当事者は他の証券会社の確認を受けることもできますから、②の利用要件が濫用防止の観点から十分なものであるかどうか、検討の余地があるように思われます。

3つ目の確認措置③は、重要事実を知る前に計画を公衆の縦覧に供することです。

その方法は、「166条4項に定める公表の措置に準じ公衆の縦覧に供されたこと」に限定されています。公衆縦覧の事実があれば、事後に計画を捏造することができないというのがその趣旨です。つまり、ここでは、一般の投資者の投資判断に資するために「知る前計画」を公表させるのではなく、重要事実を知る前に「知る前計画」の決定があったことを確認できるようにする手段として公表措置が求められていることとなります。

ここでいう「公衆の縦覧」とは、法定開示書類への記載とその公衆縦覧（166条4項）、取引所の適時開示（施行令30条1項2号～5号）をいい、2以上の報道機関への伝達は、「公開されたこと」には該当しますが、「公衆の縦覧に供されたこと」には当たらないとされています（船越・前掲37頁）。報道機関が当該事実を公表するとは限らないからです。自社ホームページによる公表も、「知る前計画」の公表手段としては使えません（同前）。

そうすると、③を利用できる者はかなり限られ

るように思われます。飯田先生の報告によりますと、米国では、日本の「知る前計画」に当たるrule 10b5-1計画はForm 8-K（臨時報告書）で任意に開示されることがあるそうです。SECは、rule 10b5-1計画をForm 8-Kの開示項目に含める提案をしましたが、その提案は実現しませんでした。

米国においては、適用除外の濫用防止の観点から、計画の公表義務を課すという議論がありますけれども、それに対しては反対論もあったところからです。

日本の場合、発行者の役職員や発行者による「知る前計画」は臨時報告書の開示項目ではなく、取引所の適時開示規則上も開示が必要な事項ではありません。臨時報告書や適時開示において、発行者がその役職員のために任意の開示をすることができるのかどうかは明らかでないように思われます。

（3）「知る前計画」の実行として行う売買等につき、売買等の別、銘柄及び期日、当該期日における売買等の総額または数（デリバティブ取引にあっては、これらに相当する事項）が、当該計画において特定されているか、当該計画においてあらかじめ定められた裁量の余地がない方式により決定されること（14号ハ）

有価証券の売買等は重要事実を知った後に行われるので、売買の実行時の裁量を極力排除しておかないと、適用除外規定が脱法的に利用されてしまうからです。

#### ①要件

これらの要件のうち、売買等の別とは、売付け、買付け、売付け・買付け以外の有償譲渡、合併による承継取得といった別を指し、期日とは、売買等を行う特定の日を指し、期間を定めるだけでは期日を特定したことにはなりません。そして、当該期日における売買等の総額または数が「知る前計画」において特定されているか、裁量の余地がない方式によって決定されていなければなりません。



ん。

裁量の余地のない期日の決定方式としては、「計画の決定の後、東京証券取引所における終値が初めて〇円を超えた日の翌日」を期日とするなど、本人の裁量によらない条件の成就により自動的に期日が定まる方式であることを要すると説明されています（船越・前掲37頁）。

これによると、決算発表日の翌取引日に売却するといった期日の定めは、売却者が決算発表について裁量を有する場合には、裁量の余地がない方式とは言えないこととなります。パブリックコメント26④では、持株会規約において、入会資格喪失時に端株を売却することを定める場合はどうかという問いがなされていたのに対し、金融庁は個別事情によるとして回答をしていません。例えば取締役役に就任すると従業員持株会の入会資格を喪失するようなときは、取締役役に就任するという条件の成就が本人の裁量によらないとは言えないため、14号の適用除外を受けられないようにも思われますが、他方で、具体的な就任の日時の決定については本人に裁量があるわけではないので、全体としては適用除外の対象とすべきように思われます。

ストックオプションの行使により取得した株式の売却期日について、パブリックコメント28では、具体的事例が①～⑨まで掲載されており、金融庁は、権利行使をした場合に株式入庫の翌営業日に売却するといったように権利行使の期日と売却の期日が関連づけられている場合、取引者が権利行使の期日について裁量を有する場合には売却期日についても裁量を有することになるから、14号の適用除外を受けられないとしています。

ストックオプションの行使による株式の取得は、インサイダー取引の適用除外対象になっています（166条6項2号）。適用除外対象ですけれども、行使期日と売却期日が関連づけられており、行使期日を左右することによって売却期日を変えられる場合には、売却取引について14号の適用除外を受けられないこともやむを得ないと思われます。

証券会社等に売買等の期日を一任することによ

り、売買等を行う本人の裁量により期日が決まらないようにする方法も認められます。この場合、法令上認められた一任勘定取引の方法をとることができます。

投資者が自ら売買等を行うときは、期日ごとの売買等の総額または数が定まっているか、裁量の余地のない方法で決定されていなければなりません。一定期間における総額または数を定めたり、上限と下限を定めたりするだけでは足りないということになります。

### ②売買等の額・数が予定に満たない場合

売買等を行う当日の市場の状況等により、予定より少ない額・数の売買等しか行えなかった場合は、売買等が計画の実行として行われたか否かという14号イの要件充足性の問題となり、外部的な事情により、やむを得ず予定に満たない取引しか行えなかったときは14号イの要件を充足していると解されています（船越・前掲38頁）。ただし、売買等の執行ができなかった分を翌取引日に執行するという事は認められないように思います。

売買等を一日で執行できないことが予想される場合に、連続する複数の期日に売買等を行うことができるよう「知る前計画」を定めておく必要が生じることになりますが、このとき売買等の数が総売却数を超えるように計画を定めることも認められてよいように思われます。そうしないと、各期日の予定数を売却できなかったときに、残部を別の期日に売却することができないからです。

### ③知る前計画の不実施

一旦定めた計画を実行しないことは、基本的にインサイダー取引規制に違反しません（船越・前掲38頁）。インサイダー取引は、重要事実を知って有価証券の売買等を行う行為であり、有価証券の売買等を思いとどまる行為は処罰の対象とされていないからです。

立案担当者は、これに加えて、そこでは「また」という表現を用いているのですけれども、「知る前計画」を実行しない裁量を有することは、期日

ごとの売買数量等があらかじめ定められているという14号ハの要件充足性を否定するものではないとします(同前)。

他方で、立案担当者は、期日における取引数量を意図的に少なくした場合には14号イの要件を充足しないと論じていますので、期日における売買等を全部実行しないときにはインサイダー取引規制に違反しないが、意図的に一部を実行しないときは、適用除外を受けられず、実行した残部についてインサイダー取引が成立する可能性があるということでしょうか。

しかし、例えば重要事実を知って売却を思いとどまるのは、株価を押し上げるよい情報を知った場合でしょうから、そのような場合に計画した一部の株式を売却する行為は、166条6項12号の「特別の事情に基づく売買等」としての適用除外を受けられるはずであり、この点については後で紹介するQ&Aをご参照ください。また、全部の売却を思いとどまった場合よりも悪性は低いと言えるのではないかと思います。

#### ④濫用的な計画の不実施

立案担当者は、計画の不実施が濫用的に使われる例を2つ挙げて解釈論を展開しています。

第1に、あらかじめ複数の計画を準備した上で、有利な計画のみを実行し、不利な計画を実行しない場合、形式的には別の計画であっても、全体として見れば「売買等の別」や「期日」等について特定され、または裁量の余地のない方式により決定されているとは認められないときは、14号ハの要件を満たさないといえます(船越・前掲38頁)。

わかりやすく説明すれば、次のようになるでしょう。同一人が同一の期日を含む株式の購入計画と売却計画を決定し、期日までによい情報を知った場合には、購入計画のみを実施して売却計画は実施せず、悪い情報を知った場合には、売却計画のみを実施し、購入計画を実施しない。

このとき、ある期日に着目すると、売買等の別について裁量を与えられていると見ることができ、一方の計画に着目しますと、複数ある期

日のうち特定の期日にのみ取引を行うという裁量を与えられていると見ることができ、14号ハの要件を満たさないということです。

第2に、複数の期日に分けて売買等を行うことを内容とする計画を準備した上で、有利な期日の売買等のみを行い、不利な期日の売買等を行わないこととするなど、全体として見れば、当該計画の実行として売買等を行っているとは認められないときは、14号イの要件を満たさないこととなります(同前)。典型的には、長期にわたる複数期日の株式購入計画を決定し、よい情報を知った場合には購入を行い、それ以外の場合には購入計画を実施しない場合が考えられます。

#### ⑤知る前計画の変更

「知る前計画」を変更するときは、変更時点で、上記(1)から(3)の要件を充足する必要があります。ただし、要件の再充足を要するのは、「知る前計画」を構成する事項が14号ハに規定する事項、具体的には、売買の別、銘柄、期日、各期日における売買等の総額または数、これらが方式によって決定されているときは当該方式の内容、こういった点に変更がある場合に限られ、計画に定めたその他の事項に変更がある場合には、要件の再充足を要しないとされています(船越・前掲39頁)。これも当然の解釈だろうと思います。

以上で一通りの説明は終わりですが、今回の府令改正によって導入された取引規制府令59条1項14号及び63条1項14号の性質を考えてみたいと思います。

#### 3. 「知る前契約・計画」に係る包括的適用除外規定の位置づけ

取引規制府令59条1項14号は、同府令1号から13号に該当しない場合に、「知る前契約・計画」の種類を問わず適用されるという意味では、包括的適用除外規定です。

他方、14号の要件はかなり形式的に定められています。その結果「知る前計画」について証券会社の確認手続きを受けずに、当該計画に基づく有価

証券の売買等を行った場合、14号に基づく適用除外を受けることはできません。

金商法166条6項12号の「知る前契約・計画」に基づく売買等は、内閣府令に列挙されたもの以外であっても、これに準ずる特別の事情に基づく売買等であることが明らかな場合には、インサイダー取引の適用除外となります。そこで、前述のような売買等も、重要事実を知る前に決定された計画に基づいて裁量の無い方式で行われたのであれば、「知る前契約・計画」に基づく売買等に準ずる「特別の事情に基づく売買等」であることが明らかな場合に該当するのではないかと考えられます。このように、真の包括的適用除外規定は、166条6項12号にいう特別事情に基づく売買等でありまして、その意味で、14号は包括的適用除外規定ではありません。

14号は、形式的な要件を満たした場合に、投資決定が重要事実を知ったことと無関係に行われたか否かを問うことなく、インサイダー取引の罪に問われないセーフハーバー・ルールであると考えられます。14号が規定する内容は形式的で、ある種厳格過ぎるように思われますが、そのことも、セーフハーバー・ルールであると考えれば理解しやすいように思います。

また、金融庁は、投資決定が重要事実を知ったことと無関係に行われた場合を、「知る前契約・計画」とは別に、解釈上インサイダー取引に当たらないと考えているようです。その一つの例は、平成20年に制定したQ&A問1において、上場会社が自己株式の取得を外部委託して実行する場合にインサイダー取引に当たらないための条件を示したものです。

今回の「知る前契約・計画」の包括的適用除外規定は、上場会社による自己株式の取得にも適用されますが、両者の関係について金融庁は、Q&Aに従った自己株式の取得は、解釈上インサイダー取引に当たらないと解されるのであり、「知る前契約」に係る適用除外に該当することを根拠としてインサイダー取引規制に違反しないと考えるものではないと説明しています（パブリックコメン

トに対する考え方No.4）。

この回答を見ると、Q&A問1に対する回答は、特別事情に基づく売買等にも該当しないように読めます。適用除外ではなくて、そもそもインサイダー取引に当たらないというふうに考えている節がありますが、その実質は、特別事情に基づく売買等の適用除外ではないかと思われます。

もう一つは、平成26年6月に追加されたQ&A問3において、重要事実を知っている上場会社の役員が株式の売買等を行った場合であったとしても、「重要事実」が、その公表により株価の上昇要因となることが一般的に明白なときに、当該株式の売付けを「重要事実」の公表前に行っている場合や、「重要事実」を知る前に、証券会社に対して当該株式の買付けの注文を行っている場合など、取引の経緯等から「重要事実」を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、インサイダー取引規制違反とはならない旨を示している点であります。

これらを「知る前契約・計画」の包括的適用除外規定に盛り込むか否かは別にしても、このようにインサイダー取引規制の解釈はいわば実質化してきていると思われ、今回の府令改正を契機に、包括的適用除外規定の解釈が柔軟に行われることを望みたいと思います。

#### 4. 「対抗買い」に係る適用除外規定の解釈の明確化

##### （1）経緯

適用除外となる対抗買いとは、重要事実または公開買付け等事実の情報受領者が、公開買付け等に対抗するため、被買付企業の取締役会が決定した要請に基づいて行う有価証券の買付け等をいいますが（金商法166条6項4号、167条5項5号）、「公開買付け等」に該当する事実が存在するかどうかを被買付企業が確実に把握することが難しいと指摘されていました。

また、対抗買いについて適用除外を受けるには、取締役会が決定した要請に基づく必要がありますが、当該要請の決定が金融商品取引所の適時開示



事項とされているため、対抗買いを行いにくいという問題も実務上指摘されていました。

平成 24 年のインサイダー取引規制に関するワーキング・グループ報告は、「対抗買いに関する適用除外規定（金商法 166 条 6 項 4 号、167 条 5 項 5 号）についても実務面で利用しにくいとの指摘があることを踏まえ、解釈の明確化等を図っていくことが適当である」としていました（インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ報告 10 頁）。対抗買いの要請を適時開示事項から除外するかどうかという点については、WG 報告は触れていません。

これを受けて、金融商品取引法等ガイドラインが平成 27 年 9 月 2 日に改正され、166-1、166-2 と 167-1 が新設されました。また、ガイドラインの細部を説明するために、Q&A に問 4 が加えられました。なお、この Q&A は、対抗買いの要請が適時開示されることを前提としています。

## (2) 改正ガイドラインの内容

この開示ガイドラインは、本日の資料 3 の末尾に付していますので、その内容についてはそちらを御覧いただくとして、166-1・167-1 は、対抗買いの要請が、①公開買付け等があることについての合理的な根拠に基づくものであること、②公開買付け等に対抗する目的を持って行われたものである場合には、仮に実際には公開買付け等が存在しなかったとしても、適用除外を認める（船越・前掲 41 頁）という解釈を明らかにするものです。

①の「公開買付け等がある」とは、公開買付けに係る決定があること。5%以上の株式買集めについては、それに係る決定があり、かつ買集め行為により株券等所有割合が5%を超えている場合をいいます（Q&A 問 4 答（1））。これは「公開買付け等」の定義から導かれる解釈であり、①は当該決定があったと対象会社が判断したことに合理的な根拠があったことを求めるものです。

「合理的な根拠に基づく」とは、公開買付けについて具体的な提案を受けたこと、報道がなされたこと、買集め行為については具体的な大量保有

報告書で確認したこと、通知を受けたこと、報道がなされたこと等が例示されています（Q&A 問 4 答（2））

②は、対抗するためという 166 条 6 項 4 号から当然に導かれる要件です。

これらは、対抗買いの要請の要件の解釈として示されたものです。もっとも、刑事罰との関係では、要請を受けた者が「対抗買いの要請」がないのにそれがあると判断して、重要事実を知りつつ対抗買いの取引をしたときは、事実の錯誤として故意が阻却されると思われまますので、そもそも処罰されることはなく、対抗買いの要請を広く解する必要はありません。

ところが、課徴金は、違反者の故意過失を問わずに課されるので、課徴金の賦課が酷にならないように、「対抗買いの要請」も広い解釈が必要になったわけです。このような事情を考慮すると、①、②の解釈は妥当であろうと思います。

「対抗買いの要請」を受けた者は、対象会社が行う当該重要事実等の公表等に基づき、当該要請が、公開買付け等があることについての合理的な根拠に基づくものであり、かつ、公開買付け等に対抗する目的をもって行われたものであるかについて適切に判断する必要があります（Q&A 問 4 答（3））。

当該重要事実等のうち、「公表等に基づき」とあるのは、適時開示として公表される「対抗買いの要請」に、①、②の要件充足性を基礎づける情報が開示されていれば、それに依拠してよいという趣旨でしょう。

ところで、東京証券取引所の上場規則によると、「対抗買いの要請」の開示項目は、決定の理由、概要、今後の見通しといった一般的なものとどまっています（有価証券上場規程施行規則 402 条の 2 第 1 項 1 号）。開示事項だけでは合理的な根拠の有無等がわからない場合、要請を受けた者は対象会社に問い合わせ、「対抗買いの要請」の要件充足性を確認する必要があると思われまます。

他方、「対抗買いの要請」を受けた者が、公開買付け等がないことを知りながら株券等の買付け



等を行うことは、「対抗買いの要請」を悪用するものなので、適用除外の対象にならないという解釈が示されました（ガイドライン166-2）。

この解釈では、悪意者の買付け等は対抗買いの要請に「基づいて」するものに当たらない、「基づいて」という要件を充足しないという構成がとられています（同前）。技巧的な解釈だと思えますけれども、内容は妥当だろうと思います。

私からの報告は以上です。よろしくご教示をお願いします。

~~~~~

### 【討 論】

○川口 ありがとうございます。本日のご報告は、プロ向けファンドの見直しと、インサイダー取引規制の適用除外の見直しとに大きく分かれます。

それに先立ちまして、前回の議論について補足をさせていただきましたけれども、この点について特に何かございますか。

### 【前回の補足】

○伊藤 前回の宿題について報告されたことで1つ伺いたいことがあります。それは、レジュメ1ページの下のほうで、欠格事由に該当する者の行為は、届出の有無にかかわらず適格機関投資家等特例業務を行うことができない、その結果、金商法63条1項の効果が発生しないと書かれているところです。

黒沼先生がこのように解釈される根拠を確認したいのですが、これは金商法63条1項と7項の条文の素直な文理解釈によるのか、それとも、このように解釈しなければ、欠格事由に該当する者の行為が無届けにも無登録にもならなくて、不都合だからこう解釈すべきだということなのか、どちらなのでしょう。

○黒沼 4対6ぐらいですね。（笑）後者のほうが大きいけれども、文言上も反しないと思えました。

○伊藤 なるほど。文言を狭く読むと、先に63条1項がありますから、登録の対象にならないことが大前提になり、前回前田先生が質問されたような話になると思うのですね。そこまで狭く解釈しなくてもよいただろうというご趣旨なのですかね。

○黒沼 そうですね。7項に罰則を付すというやり方もあったと思いますけれども、そこに罰則が付されていないというのが、先ほどの2つ目の回答に近いところですけども、そういうことも加味しています。

○伊藤 ありがとうございます。

○川口 よろしいでしょうか。

それでは、内容がかなり大部のものになりますので、次に移りたいと思います。最初に述べたように、まずは、プロ向けファンド規制についてご議論をお願いします。

### 【ファンド持分に係る契約】

○伊藤 ベンチャーファンドの特例の話で、レジュメ13ページ真ん中あたりに、ファンド持分に係る契約について定めなければならない事項を定めていないときには業務改善命令の対象になるというお話があったと思います。私が伺いたいのは、これ以外に何か効果はないのかということです。

素朴に考えてみますと、この事項が定められていないときには、結局、施行令17条の12第2項が適用されないことになると思います。その結果、適格機関投資家以外の者として政令で定める者の範囲が狭くなって、17条の12第1項が定める者になるのでしょう。

もしその状態で、17条の12第2項によって拡張された部分、金商業府令233条の3に定められている範囲に含まれる者が出資をしていると、これは金商法63条1項1号の要件を満たさなくなってしまうのではないかと思います。

そうすると、これは登録が必要であったことになる。登録せずにこれをやっているのであれば、無登録営業ということになるのではないかと思います。ですので、こういう理解はおかしいでし



けでいいのかと言われると、本来はそうではない、そうあるべきではないとは思いますが。

○片木 レジユメ 10 ページのところ、先ほどちょっと出ていました金商業府令 233 条の 3 第 10 号というのが、もともとはちょっと違う議論だったようですけども、認定経営革新等支援機関全体が入ったとなってますけれども、支援機関に弁護士や公認会計士も入っていると思いますが、実態から言ったら、地方の銀行の担当者とか、そういう方も入ってきますね。そういう方にベンチャー投資の資格を認める意義というのがそれほどあるのかということ。

もう一つは、実はこういう支援機関の立場は、再生型のファンドを利用して企業が経営再生に向かうようにまさに斡旋する立場のような感じがします。そういう人たちが自ら再生にかかわった会社のための再生ファンドに自らお金を出すというのが、利益相反といたしますか、そういう立場からも気になるのですけれども。

○黒沼 この認定経営革新等支援機関に該当する者が入ったのは、片木先生がおっしゃったように、ベンチャーファンドに関する知識があるであろうということからでして、企業財務や投資業務にプロとしてかかわった経験があるというのに準ずるといいますか、形式的にここに挙がっている者はいいだろうという、そういう判断で入ったものだと思います。

再生ファンドを斡旋する行為が利益相反行為に当たるのではないかという点は、確かにそういう可能性はあると思いますけれども、出資できる者の範囲とは別問題といたしますか、そもそも特例業務届出者の密接関連者の投資を認めていますので、そういったものも広く出資対象者に含めようという考え方で今回の改正は行われているのだらうと思います。

○川口 ほかはいかがでしょうか。

今のベンチャーのところですけども、WG ではベンチャーについてのみ特例を認めることについて反対論もあったようですし、ご報告を聞く限り、それも説得力があるように思うのですが、最終的

にこのベンチャーの特例を認めたということについて、黒沼先生はどのようにお考えですか。

特例を認める根拠としてあげられたものは、どうも現状を壊さないように、といった配慮がにじみ出ているのですが、それを積極的に肯定するものは見当たらないような気もするのですが。

○黒沼 現状よりも後退しないようにという側面と、それから政策的な側面ではないでしょうか。ベンチャー企業振興という政策的な側面からこういう結果になっているのだと思います。

その拡げる理屈については、かなり怪しいものも含まれているのは間違いないので、何らかの理屈が見つかるものは全部取り込んでいこうと、そういう態度だと思います。

また、他面では、形式的にある程度ははっきりしないと、うまく仕組みが動かないので、形式的に切れるような範囲で認めていこうという態度は見えてとれるかなと思っています。

○松尾 今のところですけども、立案担当者の解説等を見ていると、行為規制を課して、適合性の原則等もかかってくるので、具体的に勧誘する際に、形式的には資格を満たすけれども、よろしくない人に勧誘をしていけば、それは処分の対象になるということです。出資者適格のところまで切ってしまうと、一切そういう人たちが出資できなくなってしまうので、それはいかがなものかということかなと思います。

#### 【インサイダー取引規制の適用除外 —特別事情に基づく売買等】

○川口 それでは、また戻っていただいても結構ですけども、インサイダー取引規制の適用除外のほうに移らせていただきたいと思います。いかがでしょうか。

○前田 ご報告いただきました今回の取引規制府令 59 条 1 項 14 号の規定は、形式的・画一的な規定になっていますので、真の包括的適用除外規定である 166 条 6 項 12 号にいう「特別事情に基づく売買等」の部分を柔軟に解釈すべきであるという黒沼先生のご指摘について、私も全くそのよう

に思いました。ただ、この特別事情に基づく売買等の部分を柔軟に解釈する前提として、現在の金商法 166 条 6 項 12 号の規定の書きぶりが、既に指摘されていますように、恐ろしくわかりにくい規定になっているように思います。

つまり、12 号の最後のところに括弧書きで「内閣府令で定める場合に限る」とあり、これを普通に読めば、特別事情に基づく売買等も内閣府令に定める場合に限るという限定を受けるはずですね。それにもかかわらず、金融庁の伝統的な解釈では、この括弧書きの限定は受けずに、これが包括規定になっているということですよね。この解釈は相当無理があって、ここは文言を改めるべきではないかと思うのですけれども、黒沼先生は、この規定はこのままで、真の包括的適用除外規定として働き得るとお考えでしょうか。

○黒沼 私には前田先生と全く同感でして、この規定はわかりにくいし、素直に読むと違った解釈になるので、この規定をきちんと活用するためには、この 12 号を改正したほうがよいと思っています。

この 12 号は、「知る前契約」「知る前計画」については内閣府令で定める場合に限るけれども、それに準ずるものとして、特別の事情に基づく売買等であることが明らかな売買については、内閣府令で定めずに、この条文に直接該当するという解釈が立案担当者によってされているのです。それはやはりおかしいと思っています。私はむしろ 12 号をもっと一般的な形で書いてしまって、そのガイドラインでも定めればよかったのではないのかと思っています。

今回の改正では、12 号そのものを改正するのではなくて、内閣府令を改正するという事だったものですから、その内閣府令の中を包括条項一本にして、今までの 1 号から 13 号をやめてしまえばよかったのではないのかと思っています。

○前田 ありがとうございます。私も WG 報告を読んだときは、黒沼先生がおっしゃいましたように、府令のほうで真の意味での包括的な規定ができるのかと思っていましたら、そうはならず、

わかりにくい形式的・画一的な適用除外事由が 1 つ加わっただけに終わってしまったという印象を持っております。

インサイダー取引規制は、規制をかけるほうが、しばしば指摘されますように形式的・画一的な形で網をかける形になっており、規制漏れになるものがある一方、他方では、余分に網をかけてしまう部分がありますので、それを適切に外すためには、適用除外規定は柔軟に解釈する必要があるというように考えておりました。

#### 【書面による契約・計画】

○川口 いかがでしょうか。

レジュメ 16 ページの電磁的記録を排除する理由は何かというところですが、これは書面に比べると改ざんの可能性が高いからということなのではないでしょうか。もちろん、書面も偽造することはできるのですが……。

○黒沼 そうですね、改ざんの可能性は電磁的記録のほうがやや高いかなとは思いますが、ただ、それも、ログを調べたりすれば、わからなくはないのでしょうか。実際にはそこまで問題になることは多くないといえますか、刑事罰がかかってくるときに、あるいは課徴金をかけるときに、最終的にそういう要件を充足していたかどうか問題となるのはごく例外的な場合でしょうから、日常的な取引をするときに、手続として書面を求めたのは、やや規制としては重いように感じました。

#### 【確認措置】

○伊藤 取引規制府令 59 条 1 項 14 号の中の確認措置について伺いたいと思います。確認措置は大事なものだと思うのですが、やはり 1 つ目と 2 つ目の措置では、よからぬことが行われる余地もあるでしょうから、3 番目がきちんとできるかどうか、大事なのかなと思います。

そこで、3 番目の「知る前計画」の公衆の縦覧ですが、「166 条 4 項に定める公表の措置に準じ」と書かれておいて、その「準じ」の意味を伺い



たいと思います。つまり、「準じ」ですから、金商法166条4項の措置そのものでなくてもよいはずですが、レジュメ18ページに書かれているお話を読むと、166条4項で定めているものかなり近い状態でなければ認められないように解釈されているのかなと感じました。

むしろ立法論としては、1つ目、2つ目の措置よりも、「公衆縦覧に準じ」ではなく、「知る前計画」が公表されたといった措置を定めたほうがよかったのではないのかなと思いました。

○黒沼 私も、「準じ」という言葉がどういうことを意味しているのかというのは疑問に思ったのですが、よくわからなかったところでもあります。最初は、これはインサイダー取引の重要事実の公表なので、今ここで使っているのは重要事実の公表ということではありませんので、文脈が違うから「準じ」という言葉が使われていると思ったのですが、14号で規定しているのは、166条4項にいう公衆の縦覧を利用しているだけなので、別に「準じ」と書かなくてもそのことは明らかかなわけですから、その点が違っていてもいいのかもしれないと思いました。

それから、臨時報告書とか適時開示で書けるかという点は、私が調べた範囲では、特に東京証券取引所の上場規程に改正がなされてもいないので、従来どおりとすると書けないと思ったのですが、もしこれが書けるようになった場合には、そこに書くことで公衆の縦覧に供されたと言えるわけです。そういう場合を含むために、「準じ」という言葉が使われているのではないかとも思いました。ちょっと答えになっているかどうかわかりませんが。

○伊藤 ありがとうございます。

○黒沼 それから、公表が最もよい措置ではないかということですが、しかし、皆が皆公表することになると、投資者にとって重要でない情報も含まれてきますので、ディスクロージャー制度全体としてどうなのかなという疑問もあります。むしろホームページ上での公表を認めたほうがよかったという考え方はできないでしょうかね。

○伊藤 もちろんそれもよいと思いますね。

○黒沼 公表時期について改ざんの可能性があるのですかね。

○伊藤 ホームページでは、まだそこが足りないということなのですかね。1つ目、2つ目でも結局同じならば、仕方がないのかもしれないけれど。

○川口 今の点ですけれども、報道機関への伝達がなぜ外れるかということ、報道機関がその事実を公表するとは限らないということでした。もっとも、同様のことは、インサイダー取引の重要事実についても同じで、報道機関に伝達しても、12時間たっても公表しないこともあります。しかし、そこでは公表として扱われることとなります。両者は、やはり何か違うのでしょうか。

○黒沼 インサイダー取引についての、2以上の報道機関に伝達してから12時間というのも、理論的にはおかしいと思います。ただ、やや程度が違うのかなという感じはするのです。つまり、情報が重要であれば報道される蓋然性は高いけれども、重要事実に当たらないような計画であれば、報道されない可能性のほうが高いでしょうから、程度が少し違うのかなと思います。

○川口 ありがとうございます。

#### 【知る前計画の不実施】

○松尾 別のところですが、レジュメ20ページの上のほうの一旦定めた計画を実行しない場合の解釈ですが、実行しない裁量を有することは、取引規制府令59条1項14号ハの要件を否定するものではない。その下にcf.とあって、意図的に少なくした場合にはイの要件を充足しないというのは、これは立案担当者の解説にそうあるということですね。

○黒沼 そうです。

○松尾 その後、先生の解釈を書いておられるのですが、重要事実を知って売却を思いとどまるというケースについては書かれているとおりにかと思いますが、例えば悪いニュースを知って、今買うよりも、そのニュースが公表され

た後に安くなってからよりたくさん買いたい、特定の期日の売買数量を減らして、公表後の期日の買付けに回したいというようなことがあると、やはり特定の期日の取引数量を意図的に少なくするというのは、なお問題があるのかなと思います。前提として、ここで書かれている「意図的に少なくする」というのは、どういうことを想定しているのですか。

○黒沼 予定していた数量がやむを得ない事情によって買えなかったということではなくて、買わなかったということだと思います。

○松尾 買付けの数量について裁量を有するものでないことというのは、やはり違うということですよ。ハの要件の充足性を否定するものではないということになると、どうやって意図的に少なくするのか、もう一つわからなかったのですが、意図的にできるとすると、先生が but と書かれているところですが、やはり買付けを今回は控えて、バッドニュースは避けられないので、それが公表されて安くなってから、計画に基づく買付量をより多くしようとか、少なくともこの直前は少なくしたいという事例はあり得るのかなと。そういう事例は、適用除外にすべきではないと思うのですが。

○黒沼 その場合、悪いニュースが公表されてから買う数量については、やはりあらかじめ定まっていますので、量を増やすことはできないのです。だから、悪いニュースが公表される前に量を減らすという行為だけはやはり問題になる。そうすると、それは実行していない部分についてインサイダー取引が成立するとは言えないように思うのですが。

○松尾 しかし、少なくした残部は買っているわけですよ。それが適用除外になるかどうかという話ですね、ここは。

○黒沼 残部というのは、悪いニュースが公表された後のほうですね。

○松尾 いえいえ、その期日に 100 株を買う予定だったのですが、この期日には極力買いたくないと。どういう方法かわかりませんが、意図的に

20 株に減らしたときに、その 20 株が適用除外を受けられるかどうかという話ですね。それはやはり駄目なのではないかと私は思うのですが。

○黒沼 しかし、残部は悪い情報を知って買う行為、それが公表されるよりも前に買う行為ですから、損をするわけですよ。その部分については、Q&A の問3からいくと、特別事情に基づく取引として、インサイダー取引に該当しないということになるのではないのでしょうか。

○松尾 ただ、計画に基づいて買っているわけで、除外されるのは計画に基づいて買っているからだよということなので、計画どおりであれば 100 株買わないといけなかったところを意図的に減らした、80 株を買い控えたにすぎないのですけれども、やはり駄目なのではないかということですが。

○黒沼 適用除外は受けられないのですけれども、悪い情報が公表される前に買うという行為は、そもそもインサイダー取引に当たらないのだというのが Q&A の問3 で出されたのです。そうすると、適用除外は受けられないけれども、インサイダー取引には当たらないということになるのではないかと。

○松尾 なるのですかね。

○志谷 しかし、悪い情報が公表されて、そのことにより株価がぐんと下がって、それまで待つわけでしょう。それはインサイダーではないですか。(笑)

○黒沼 いや、待った後に買える部分はもともと計画したものに限られますから。

○志谷 なるほど。そのように解釈するのですかね。

○松尾 でも、やはりそれはその後を買う分も含めて計画自体を濫用しているようにも思うので、全体としてというか、適用の対象にしていいのではないかなという気がしたのですが、それは難しいですかね。

○黒沼 そこは議論があってしかるべきだと思います。

○森田 直接文言とは関係ないのですが、会社役員になりましたと仮定してください。そして、

この会社は伸びるなと思って、夢を持って皆頑張っています。さて、役員は、累積株式取得計画に基づいて買うのはよろしいと。だけど、もっと買いたいなと途中で思っても、普通そういう規約では、年に1回だけ変更してよろしいということなどになっているのですね。

内部者たちの免除ができないのでしょうか。例えば会社の決算期発表のすぐ後1か月間は自由であるとか。ディスクロージャーは一応されたわけでしょう、決算期ごと、あるいは四半期ごとでも。その後の1か月間は、全役員は、特別に知っている人は別ですよ、だけど特別に知らないで、一般の例えば私のような監査役の人とか社外取締役の人とかが一応買ってもインサイダーになるわけですよ。そうすると、そのような人たちは買おうと思ってもずっと買えないというのが現実です。そうすると、株式取引の活発化というふうな観点で、決算発表のすぐ後ぐらいは何週間か、有価証券報告書の発表後のある時期については買えるようにしてあげるといのが有益かと思うのです。そういう発想の適用除外とかはないのですかね。

○黒沼 この適用除外にもそういう発想は入っていると思います。入っているのですけれども、要件はかなり形式的に定められていまして、しかも特に最後の買付けの数量や額は裁量のない方式で定められているというのは、かなり難しい要件ですので、実際には、森田先生がおっしゃるような効果を発揮できないのではないかと思います。

○森田 発想はあるのに駄目なのですね。(笑) それでは、もうちょっとうまい規制を考えてほしいですな。

○川口 決算発表で重要事実がすべて公表されればよいでしょうけれども、やはり公表されない重要事実もあることを考えると、この期間に限定しても、取引を解禁するのは難しいのではないのでしょうか。

○森田 そうなのですよ。重要情報というのが、何かある製品の開発とかで特定されていればいいですよ。しかし、全般に皆頑張っていると思ったというときに、なかなかインサイダーであるがゆ

えに買えないのですよ、それは逆にね。株式取引を活発にしようというのに、もったいないですよ。ね。

ここで黒沼先生がご紹介されたような「知る前計画」とか、何かそのようなものは、それにアクセスしようというふうな雰囲気はものすごく感じるのですけれども、具体的にはなかなかそういうニーズには応えられていないなと思ひまして、何かいい案があったらなと思って黒沼先生に聞いたら、発想はあるけど駄目というのは、ちょっとまずいのではないですか。(笑)

#### 【適格投資家向け投資運用業】

○川口 ほかにいかがでしょうか。

○志谷 少し前に戻ってレジメ 14 ページのところですが、いつの間にかこういう制度ができていたのだなというふうに思ったのですが、適格投資家向け投資運用業というのがレジメにありまして、その下に、小規模な投資運用業への参入を促すためにこの制度は設けられたのだという説明がされているのですが、具体的に言うと、「小規模な投資運用業」というのはどういう業者の方を想定してこの制度が導入されたのか、せっかくですから黒沼先生にお教えしていただければと思って質問させていただきました。

○黒沼 これはあまり利用されていないと聞いています。松尾先生の書いた論文に、5業者だったか、8業者だったか参入があったという記述があったと記憶しているのですが(注:松尾直彦「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」金融商品取引法研究会記録 52号(2015年)11頁によると8社)、要するに、資本金や純資産要件を緩和しましたから、小規模な会社もやろうと思えばできるようになったということぐらいですね。

何を想定していたかというのは、実はよくわかりません。この改正というのは、金融審議会を通していないのですね。金融審議会のワーキング・グループ等を通さずに成立したものでして、本日もご紹介したように、特定投資家という制度を利用

して、この分野で中間的な段階のものをつくろうとしたと、そういう制度だけれども、あまり利用されていないということだろうと思います。すみません、答えになっていないで。

○志谷　　そうしますと、立法担当者の方の机にどなたかがメモを入れられたのだなというふうに想像させていただきます。ありがとうございます。

○川口　　いかがでしょうか。よろしいでしょうか。

　　ちょうど時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。ありがとうございました。



JPX 金商法研究会  
 平成27年金商法の改正（2）—プロ向けファンドの見直し（2）、インサイダー取引規制の適用除外の見直し  
 2016年10月28日  
 早稲田大学 黒沼 悦郎

I 前回の宿題 — 欠格事由に該当する届出者の地位  
 ① 63条1項は一定の行為について金融商品取引業の登録を要しないとしているので、特別業務の欠格事由に該当する者による当該行為も登録を免除されており、無登録営業に該当しないのではないかと、  
 ② この場合の欠格事由該当者の行為は、無届営業として処罰の対象になるのではないかと。

↓  
 63条の構造 第1項：一定の行為を、届出の有無に拘わらず登録の対象から除外  
 第2項：当該行為（適格機関投資家等特別業務）を行う者に届出義務を課す。  
 第7項：欠格事由に該当する者は適格機関投資家等特別業務を行ってはならない。  
 → 罰則なし

無届営業：63条2項による届出をせず、もしくは虚偽の届出をし、または添付書類に虚偽記載をする行為 → 5年以下の懲役・500万円以下の罰金（197条の2第10号の8）  
 届出または添付書類の虚偽の記載をして欠格事由に該当しないかのように装って届出した場合には、これに該当する。  
 そのような虚偽記載がない場合に、欠格事由に該当するから届出の効力がなく、届出がないものと評価して、無届営業とみるのは難しい。  
 ← 欠格事由に該当する者は本来、特別業務を行うことができないのだから、届出をしていないかから処罰するとはいえない。

- ・ 欠格事由に該当する者の行為
  - その者は届出の有無に拘わらず適格機関投資家等特別業務を行うことができない。  
 → 63条1項の効果が発生せず、第二種金融商品取引業または投資運用業の無登録営業となる。
- ・ 欠格事由に該当せず、届出をすれば特別業務を行うことができる者が届出をせずに特別業務を行った場合
  - 無登録営業には当たらず、無届営業として処罰の対象となる。
- ・ 欠格事由に該当する者が行為規制の対象になるか。

- ← （前回の報告）行政処分の対象にならないのか。  
 → 特別業務の届出者に行き規制を課し、行政処分の対象としている。  
 特別業務届出者＝「63条2項の規定による届出をした者」29条の4第1項1号ロ（4）
- 欠格事由該当者も届出をしている限り行政処分の対象になる。  
 無登録営業として処罰の対象にもなる。

II 特別業務の出資者の範囲

- 1 改正の経緯  
 金融庁が平成26年5月にパブリックコメントに付した改正案（「パブリックコメント案」）は、次のもの（49名以内）を出資者の範囲と提案していた。
- ・ 上場会社
  - ・ 資本金5千万円超の株式会社
  - ・ 上場会社等の子会社・関連会社
  - ・ 年金基金（投資性金融資産（株式、債券（国債を含む）等の有価証券が主であり、預貯金や住宅といった資産は含まない）を100億円以上保有する厚生年金基金・企業年金基金）
  - ・ 富裕層個人投資家（投資性金融資産を1億円以上保有する個人投資家）
  - ・ 資産管理会社
  - ・ ファンド運営業者の役員等
- これらに当たらない一般個人投資家の出資は認めない。

WG報告

投資者の範囲は「投資判断能力を有する者および特別業務届出者の密接に関連する者」にすべきであるとしたうえで、審議で出てきた意見を集約する形で、パブリックコメントに付された改正案に対し、次のように出資者の範囲を拡大する修正を加えるとした（6頁、括弧内は注書）。

- ① 株式会社について、資本金のみならず、純資産も基準とすること。また、株式会社に加えて、その他の法人についても、同様の基準とすること（法人格を持たない海外機関投資家等による出資についても妨げられないよう配慮すべきである）。
- ② 適格機関投資家等特別業務の届出者（特別業者）と密接に関連を有する者として、以下のような者を含めること。
  - ・ 当該特別業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者
  - ・ 当該特別業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者の役員、使用人、その親族（3親等内）
- ③ 政府・地方自治体を対象とすること。

- 4号 次のいずれかに該当する法人
- イ 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、資産が1億円以上であると見込まれること。
  - ロ 当該法人が業務執行組合員等であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、業務執行組合員等として当該法人が保有する資産の合計額が一億円以上であると見込まれること（業務執行組合員等として取引を行う場合に限る。）。
- 5号 次に掲げる者の子会社等または関連会社等
- イ 金融商品取引業者等である法人
  - ロ 上場会社
  - ハ 資本金の額が5,000万円以上である法人
  - ニ 純資産の額が5,000万円以上である法人
- 6号 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、一の日において、イの金額に対するロ・ハの合計額の割合が70%以上であると見込まれる会社であって、代表者（個人出資者の要件を充たす者に限る）のためにその資産を保有し、または運用するもの
- イ 当該一の日における当該会社の資産の帳簿価額の総額
  - ロ 当該一の日における次に掲げる資産（8号において「特定資産」という。）の帳簿価額の合計額
    - (1) 有価証券であって、当該会社の特別子会社の株式または特分以外のもの
    - (2) 当該会社が理に自ら使用していない不動産（不動産の一部分につき現に自ら使用していない場合は、当該一部分に限る。）
    - (3) ゴルフ場その他の施設の利用に関する権利（当該会社の事業の用に供することを目的として有するものを除く。）
    - (4) 絵画、彫刻、工芸品その他の有形の文化的財産である動産、貴金属及び宝石（当該会社の事業の用に供することを目的として有するものを除く。）
    - (5) 現金および国内の金融機関に対する預貯金その他これらに類する資産
- 7号 外国出資対象事業特分の発行者（当該権利を有する者が適格機関投資家、出資対象事業特分の発行者、施行令17条の12第1項1号から14号に掲げる者または前各号もしくは次に掲げる者である場合に限る。）
- 8号 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、一の事業年度における総収入金額に占める特定資産の運用収入の合計額の割合が百分の七十五以上であると見込まれる会社であって前各号に掲げる者のためにその資産を保有し、または運用するもの

- 2 改正法の内容
- (1) 金商法63条1項  
適格機関投資家等＝適格機関投資家＋それ以外の者で政令で定める者(49号以下に限る)「政令で定める者」  
「適格機関投資家以外の者」  
↓  
適格機関投資家以外の者であって、私募・私募の取扱いの時点で次の各号のいずれかに該当する者（施行令17条の12第1項）。
    - 1号 国
    - 2号 日本銀行
    - 3号 地方公共団体
    - 4号 金融商品取引業者等
    - 5号 特例業務届出者
    - 6号 特例業務届出者と密接な関係を有する者として内閣府令で定める者
    - 7号 上場会社
    - 8号 資本金の額が5,000万円以上の法人
    - 9号 純資産の額が5,000万円以上の法人
    - 10号 特別の法律により特別の設立行為をもつて設立された法人
    - 11号 資産流動化法2条3項の特定目的会社
    - 12号 内閣府令で定める要件に該当する企業年金
    - 13号 外国法人
    - 14号 財産の状況その他の事情を勘案して内閣府令で定める要件に該当する個人
    - 15号 前各号に掲げる者に準ずる者として内閣府令で定める者
  - (2) 内閣府令：「投資判断能力を有する者」  
上記1号から5号、7号から14号に、15号の内閣府令で定める者を加えたもの  
・金商業府令239条の2第4項。
    - 1号 議決権の4分の1以上を国もしくは地方公共団体が保有する公益社団法人または拠出金額の4分の1以上を国もしくは地方公共団体が拠出している公益財団法人であって、地域の振興または産業の振興に関する事業を公益目的事業とするもの
    - 2号 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、保有資産が100億円以上であると見込まれる存続厚生年金基金
    - 3号 外国の法上企業年金基金又は2号に掲げる者に相当する者であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、保有資産が100億円以上であると見込まれる者

- 内閣府令（「準ずる者」）
- 4号：WG報告には記載されていないが、個人投資家の資産要件が1億円であるから、水準を合わせたものである。
- 「資産」←金商業府令233条の2第2項「資産（62条2号イからトまでに掲げるものに限る。次項1号イおよび2号ならびに4項2号から4号までに掲げるものについて同じ）」いわず「投資性金融資産」
- 5号二：純資産額を基準とする。中小優良企業には、資本金の額が小さくても純資産額が積みあがっている会社が多いことを考慮したもの。
- 8号：グループ企業のために投資運用を行う会社。小資本であるが、グループ企業の親会社が投資適格を有しておれば、専門的能力に欠けるとはならないと判断された。
- ・「取引の状況その他の事情から合理的に判断して」： 出資者の自己申告のみで判断するのではなく、顧客が任意に提出した資料（たとえば取引残高報告書または預金通帳の写し等）を活用して、全体として合理的に判断する必要がある（監督指針Ⅹ-1-1(D)①イ）。
- 「私募又は私募の取扱いの相手方となる時点において」満たしていれば良い（施行令17条の12第1項）。
- 権利の取得後に要件を満たさなくなっても、届出者は、引き続き、当該出資者からすでに出資を受けた資産の運用を行うことができる（古角壽雄ほか「平成27年改正金融商品取引法の係る政府令等の改正の解説（下）ー適格機関投資家等特例業務の見直し等」商事2096号（2016）37頁）。
- (2) 個人投資家の財産要件
- 1号：私募または私募の取扱い時に投資性金融資産1億円以上と見込まれ、かつ1年以上の有価証券投資またはデリバティブ取引の経験があること
- CF. 特定投資家への移行が可能な個人投資家の要件（金商法34条の4第1項2号、金商業府令62条2号3号）： 投資性金融資産が3億円以上
- 特定投資家に移行できない一般投資家も特例業務への出資が認められる。
- 2号：組合・業務執行者となっている個人についての要件
- CF. 特定投資家への移行が可能な個人投資家の要件（金商法34条の4第1項1号、金商業府令61条2項1号）：
- 組合契約に基づく出資の合計額が3億円であることと組合員全員の同意
- 2号：組合員の同意を要せず、業務執行者としての出資金額が1億円以上
- 組合員全員の同意を得ていれば組合財産全部を基準として良いように思われる

- (3) 内閣府令：「投資判断能力を有する者」ー個人
- 金商業府令233条の2第3項（14号の個人の財産要件）
- 1号 次のイ・ロのいずれにも該当する個人
- イ 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、その保有する資産の合計額が1億円以上であると見込まれること。
- ロ 当該個人が金融商品取引業者等（外国の法令上これに相当する者を含む。）に有価証券の取引又はデリバティブ取引を行うための口座を開設した日から起算して1年を経過していること。
- 2号 業務執行組合員等（外国の法令に基づきこれらに類する者を含む）であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、業務執行組合員等としてその保有する資産の合計額が1億円以上であると見込まれる個人であること（業務執行組合員等として取引を行う場合に限る。）
- (4) 「特例業務届出者の密接関連者」
- 金商業府令233条の2第1項
- 1号 特例業務届出者（ファンド資産運用業者）の役員または使用人
- 2号 ファンド資産運用業者の親会社等もしくは子会社等または当該親会社等の子会社等
- 3号 運用委託先
- 4号 投資助言者または投資助言者に対し投資助言を行う者
- 5号 2号～4号の役員または使用人
- 6号 ファンド資産運用業者、1号、3号～5号に掲げる者の配偶者・三親等以内の血族・姻族
- 3 検討
- (1) 投資判断能力を有する者の範囲
- ・WG報告の内容に沿ったものである。
- 施行令17条の12第1項
- 1号・2号：適格機関投資家ではないが、金商法上、機関投資家と同列に扱われている。
- 4号：金融商品取引業者のうち第一種金融商品取引業または投資運用業を行う者のみが適格機関投資家であることから、それ以外の者をここに含ませるもの
- 3号：特定投資家でさええないのに、「投資判断能力を有する者」に含められた。
- 議論なし。「準ずる者」の1号の定めからみると、地域振興や地域産業の振興を目的とするファンドへの地方公共団体の出資を可能にする趣旨であろう。
- 10号：いわゆる特殊法人

し、法人の投資性金融資産が1億円以上ある場合には、代表者の法人に対する出資額を基準とせずに、当該法人は出資者の要件を満たすのであるから、同じように、業務執行組合員に投資権限が与えられているのであれば、業務執行組合員個人の出資額を基準とする必要はないようにも思われる。

6号：個人の資産管理会社

(3) 密接関連者

・WG報告に治うものであるが、ファンド運営業者の役員等としていたパブリックコメント案からは、かなり広がった。

・ここに含まれる個人： ファンド資産運用業者、その親会社等、その子会社等、その親会社等の子会社等、運用委託先、投資助言者、投資助言者の投資助言者を中核として、これらの者の役員または使用人、および役員または使用人の配偶者・三親等以内の血族・姻族

・これらの者もプロ向けファンドに出資しているという実態を踏まえたもの(古角ほか(下)36頁)

← 密接関連者は、ファンド資産運用業者と一連托生であり、要保護性が欠けるから、投資判断能力を有するか否かにかかわらず、出資を認めるという趣旨？  
ただし、密接関連者のうちファンド資産運用業者の支配下にある者の出資が2分の1以上となる場合は、特例業務として認められない(金商業府令234条の2第1項2号、2項2号)。

III ベンチャーファンドの特例

1 経緯

パブリックコメント案に対するベンチャー・キャピタル・ファンド(「ベンチャーファンド」)からの反対  
→ WGにおいて議論の上、ベンチャー・キャピタル・ファンドについては、  
・相応の訂正が整備されることを前提に、  
・「投資判断を有する者」としての出資者の範囲を拡大する(WG報告7頁)。

・特例を認める理由

- ① 日本再興戦略に掲げられている「ベンチャーの加速」による成長分野の牽引を支援する役割を担っており、その役割に配慮していく必要があること、
- ② 米国および欧州において特例が認められていること(WG報告7頁、逐条解説2015

年34～36頁)。

・WGで出された議論

③ ベンチャーファンドはその出資者がベンチャーの経営にも関与する点で共同事業に近く、ほかの投資ファンドとは異なる。

← ベンチャーファンドが共同事業性を有するという意見に対しては疑問や批判も

④ ベンチャー企業への投資はプロでなくてもできるのに、ベンチャーファンドへの投資はプロでないとできないというのはバランスを欠く。

← 株式会社では株主の利益を守る仕組みが整備されているのに対し、組合には厳格な仕組みがないので業規制をかけているのだ。

・ ベンチャーファンドの多くは投資事業有限責任組合であり、詐欺事例の出ている多くは匿名組合

・ベンチャーファンド以外

風力発電・太陽光パネルなどの再生エネルギー事業などを支援する市民出資ファンドについても、共同事業型のファンドとして出資者の範囲を広げて欲しい(広い層の市民の参加を認めて欲しい)との意見(第4回討議資料5)。

← クラウドファンディングでもできないことを届出制で認めるわけにはいかない。  
市民ファンドは、プロ向けだから登録は不要というプロ向けファンドの規制理念の対極にある。

・現行のベンチャーファンドと金融庁のパブリックコメント案との関係

Cf. 「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」の内閣調査  
調査対象となった従来の17本のファンドのうち、パブリックコメント案が施行されたら出資できなかったエンジェルや中小企業等の投資家が存在したファンドが13本(76.5%)あり、出資できなかったらどう投資家の出資割合は、ファンド総額の20.1%で、これらの者の属性は、上場会社役員・元役員、企業財務等の実務経験者、弁護士・公認会計士・税理士・司法書士、親戚・知人、それらの資産管理会社等であった(第3回合討議資料2 12頁)。

↓

ベンチャーファンドについてのみ、他よりも出資者の範囲を拡大する特例を認めることになった。

2 ベンチャーファンドの定義

金商法63条1項1号 → 施行令17条の12第2項各号・金商業府令233条の4各号



- 3 ベンチャーファンドの出資者の範囲
  - (1) 改正法の内容
    - 出資者の範囲：金商業法令 233 条の 3 各号に列挙する次の者に拡張する。
      - 1号 上場会社の役員
      - 2号 資本金または純資産額が 5000 万円以上であって、有価証券報告書を提出している会社の役員
      - 3号 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、保有する投資性金融資産の合計額が 1 億円以上と見込まれるファンドの業務執行組合員である法人の役員
      - 4号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に 1 号～3 号のいずれかに該当していた者
      - 5号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に、4 号または 5 号に該当するものとして、同一の特例業務届出者等が発行するファンド特分を取得した者
      - 6号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、保有する投資性金融資産の合計額が 1 億円以上と見込まれるファンドの業務執行役員である法人であった者
      - 7号 会社の役員もしくは従業員（特に専門的な能力であって当該業務の継続の上で欠くことができないもの）を発揮して当該業務に従事した者に限る）またはコンサルタントとして、会社の設立、増資、新株予約権の発行、新規事業の立上げ、企業買収、株式上場に関する実務、経営戦略の作成、企業財務、株主総会または取締役会の運営に関する実務に、私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に 1 年以上従事した者
      - 8号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に、有価証券届出書（新規上場時のもの）の上位 50 名までの株主として記載されている者
      - 9号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前 5 年以内に、有価証券届出書（新規上場時以外のもの）または有価証券報告書の上位 10 名までの株主として記載されている者
      - 10号 認定経営革新等支援機関
      - 11号 1号から 10号（6号を除く）に該当する個人が支配する会社等
      - 12号 1号から 10号に該当する会社等の子会社等または関連会社等
  - (2) 解説・検討
    - ・WG報告（7頁）にほぼ沿ったもの。
    - ・ベンチャー企業投資について投資判断能力を有する者として定型的に選び出された者WGにおいては、投資判断能力（洗練された投資者であるか否か）について、投資者の自己申告に委ねるとか自己申告に加えて弁護士から意見書をとるという案も。

- ① 出資者の出資総額から現金または預貯金の額を控除した額の 80%を、株券・新株予約権証券・新株予約権付社債券（外国の者が発行するものを含む）、投資した時点において内外の金融商品取引所に上場されていないものに限る）に対して投資を行うものであること（施行令 12 条の 12 第 2 項 1 号イ、金商業法令 223 条の 4 第 1 項～3 項）。
  - ② ファンドにおいて借入れまたは第三者の債務の保証をしないこと。ただし、短期（20 日以内）の借入・債務保証またはファンドの投資先に対する債務保証（当該投資先への投資額を超えないもの）であって、当該借入れおよび債務保証額の合計がファンドの出資総額の 15%を超えない場合は除く（施行令 17 条の 12 第 2 項 1 号ロ、金商業法令 233 条の 4 第 4 項）。
  - ③ やむを得ない事由がある場合を除き、出資者の請求により払戻しを受けることができないうこと（施行令 17 条の 12 第 2 項 2 号）。
  - ④ ファンド特分に係る契約の締結までに、出資者に対し、当該ファンドが①から③の要件に該当する旨を記載した書面を交付すること（施行令 17 条の 12 第 2 項 4 号）。
- (解説)
- ①：非上場企業のエクイティ投資が出資総額の 80%以上であること
  - ②：レバレッジをかけないこと
  - ③：ファンド特分の途中償還がないこと
  - ④：ベンチャーファンドとしての性質を説明すること
- ← 米国や欧州の例を参照したものであり（逐条解説 82 頁（注 1））、またWG報告に沿う（WG報告 7 頁）。
- ①の要件
- 発行者の子会社等が上場している場合は定義から外れるが、発行者の親会社等が上場している場合は、親会社が会社法上の大会社である場合に限って定義から除外している。
- ベンチャーファンドの中には、上場企業等の一事業部分を切り離して独立させ、そこに投資を行う、スピニングアウトベンチャーに対する投資を行う者もあることから、上場会社である親会社が大会社でない場合には特例が適用されるベンチャーファンドの定義に含めた（古角ほか(下)41 頁(注 6)、パブリックコメントに対する考え方 No.106)。
- ・施行令 17 条の 12 第 2 項 3 号：ベンチャーファンドの定義というよりも、ベンチャーファンドが特例を受けられるための追加要件

- 登録制と連同行政監督の行き届かない届出業務については、投資者の範囲をできるだけ明確に規定することが望ましい。
- ・ 投資者の資格の確認時期：私募または私募の取扱いの相手方となる時点  
4号から9号の該当性：その時点でさらに5年前の状況について判断する。  
4号：1号から3号の法人の役員は役員を辞めてから5年間は出資適格を有する。  
→ さらに、その者は、5年のインクバートを空けずに、同一の特例業務届出者等が発行するファンド持分を取得していれば、いつまでも出資適格を有する。  
← 元役員が高齢化したときは、適合性の原則で対応する。
- ・ 7号：会社の役員、従業員、コンサルタントなどとして新規事業、ベンチャー的な業務の立ち上げにかかわった者、経営戦略の作成、企業財務、投資業務などにプロとしてかかわった者が投資できるようにするため。  
→ 職業上の経験から投資判断能力が認められるため、過去5年以内に1年以上の経験が必要であり、同一の業者からファンドを取得する場合であっても、出資適格性の5年ごとの更新はない。  
← 職業上の経験による適格を設けた背景：投資性金融資産を基準として範囲を画するとすると、該当する投資家が限られてしまう。全資産を基準とすることも検討されたが、資産が多いことは必ずしも自己責任を問える前根拠とならない。
- 専門的な能力を発揮して当該業務に従事したかどうかの確認：自己申告のみで確認するのではなく、当該顧客が従事した職務の内容などの要件に関する事実（たとえば、会社で作成した履歴証明書等）を十分に確認する必要がある（監督指針IX-1-1(D)①ロ）。  
← 顧客が虚偽の申告をしていないかを確認する手段にとどまり、顧客が真実を申告した場合でも、「特に専門的な能力であって当該業務の継続の上で欠くことができないものを発揮して当該業務に従事した者」に該当するかどうかの判断には、届出業者の大きな裁量が入り込む余地がある。
- ・ 8号・9号：有価証券届出書・報告書上の大株主：「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」のリスト（第1回合資資料3 14頁）ほとんど議論がなされずにそのまま残った。  
投資性金融資産に着目したもののなかか企業経営の経験に着目したものなのか。範囲が明確であるというメリットはある。
- ・ 10号：当初は、弁護士、公認会計士等の士業が挙げられていた。  
→ 士業に就いている者を一律に出資者の範囲に含める根拠が弱い。
- 税務、金融、企業財務に詳しい者を認定する経済産業省の制度である経営革新等支援機関の認定を受けている者に限定することにした。
- ← 経営革新等支援機関の認定を受けるのに、弁護士、公認会計士等である必要はない（中小企業等経営強化法第21条第1項に規定する経営革新等支援業務を行う者の認定等に関する命令）。
- 4 ベンチャーファンドの相応の体制整備  
(1) 趣旨  
出資者の範囲を特別に拡大する以上、ファンド側にも相応の体制整備が求められる。  
WG報告（7頁）  
① ガバナンスの確保  
② ファンド契約書類の提出  
③ 総会開催・決算情報（投資家への）開示  
④ 財務諸表の会計監査と公認会計士名の公表。  
(2) 改正法の内容  
①：持分に係る契約において、業務の適正を確保するために必要なものとして金商法63条9項に規定する内閣府令で定める事項が定められていることが、ベンチャーファンド特例の要件とされた（施行令17条の12第2項3号）。

金商業府令259 条の2 第1項各号

- 1号 ファンド持分の名称
- 2号 ファンドの事業の内容
- 3号 ファンドの事業を行う営業所または事務所の所在地
- 4号 出資者およびファンド資産運用者の名称等
- 5号 出資者が出資等をする金額
- 6号 ファンド持分に係る契約の契約期間
- 7号 ファンドの事業年度
- 8号 ファンド資産運用者が、ファンドの事業年度ごとに財務諸表等を作成し、公認会計士の監査を受けること
- 9号 ファンド資産運用者がファンドの事業年度終了後相当の期間内に、出資者に対し、財務諸表等および監査報告書の写しを提供すること
- 10号 ファンド資産運用者がファンドの事業年度終了後相当の期間内に、出資者を招集して、出資者に対し出資対象事業の運営および財産の運用状況を報告すること
- 11号 ファンドにおいて有価証券等に対する投資を行う場合に、ファンド資産運用者が出資者に対し、その投資の内容を書面により通知すること
- 12号 正当な事由がある場合、出資者の有するファンド持分の過半数（これを上回る割

- ・ 8号・9号：有価証券届出書・報告書上の大株主：「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」のリスト（第1回合資資料3 14頁）ほとんど議論がなされずにそのまま残った。  
投資性金融資産に着目したもののなかか企業経営の経験に着目したものなのか。範囲が明確であるというメリットはある。
- ・ 10号：当初は、弁護士、公認会計士等の士業が挙げられていた。  
→ 士業に就いている者を一律に出資者の範囲に含める根拠が弱い。
- 登録制と連同行政監督の行き届かない届出業務については、投資者の範囲をできるだけ明確に規定することが望ましい。
- ・ 投資者の資格の確認時期：私募または私募の取扱いの相手方となる時点  
4号から9号の該当性：その時点でさらに5年前の状況について判断する。  
4号：1号から3号の法人の役員は役員を辞めてから5年間は出資適格を有する。  
→ さらに、その者は、5年のインクバートを空けずに、同一の特例業務届出者等が発行するファンド持分を取得していれば、いつまでも出資適格を有する。  
← 元役員が高齢化したときは、適合性の原則で対応する。
- ・ 7号：会社の役員、従業員、コンサルタントなどとして新規事業、ベンチャー的な業務の立ち上げにかかわった者、経営戦略の作成、企業財務、投資業務などにプロとしてかかわった者が投資できるようにするため。  
→ 職業上の経験から投資判断能力が認められるため、過去5年以内に1年以上の経験が必要であり、同一の業者からファンドを取得する場合であっても、出資適格性の5年ごとの更新はない。  
← 職業上の経験による適格を設けた背景：投資性金融資産を基準として範囲を画するとすると、該当する投資家が限られてしまう。全資産を基準とすることも検討されたが、資産が多いことは必ずしも自己責任を問える前根拠とならない。
- 専門的な能力を発揮して当該業務に従事したかどうかの確認：自己申告のみで確認するのではなく、当該顧客が従事した職務の内容などの要件に関する事実（たとえば、会社で作成した履歴証明書等）を十分に確認する必要がある（監督指針IX-1-1(D)①ロ）。  
← 顧客が虚偽の申告をしていないかを確認する手段にとどまり、顧客が真実を申告した場合でも、「特に専門的な能力であって当該業務の継続の上で欠くことができないものを発揮して当該業務に従事した者」に該当するかどうかの判断には、届出業者の大きな裁量が入り込む余地がある。
- ・ 8号・9号：有価証券届出書・報告書上の大株主：「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」のリスト（第1回合資資料3 14頁）ほとんど議論がなされずにそのまま残った。  
投資性金融資産に着目したもののなかか企業経営の経験に着目したものなのか。範囲が明確であるというメリットはある。
- ・ 10号：当初は、弁護士、公認会計士等の士業が挙げられていた。  
→ 士業に就いている者を一律に出資者の範囲に含める根拠が弱い。

緩和された要件で登録できる投資運用業（金商法29条の5第1項）投資者の範囲：特定投資家概念を基準としつつ、投資運用業者と密接な関連を有する者を含め（29条の5第3項、申出によって特定投資家に移行した一般投資家を除外して定める（34条の2第5項・8項、34条の3第4項・6項）。

- ・投資運用業と適格機関投資家等特例業務の中間者における出資者の範囲が拡大されると、一部、適格投資家向け投資運用業よりも広がってしまふ。
- 出資者である適格投資家の範囲が、従来の範囲では狭いと考え、規制緩和の観点から（古角ほか（下）40頁）、適格投資家の範囲に入る「密接な関連を有する者」の範囲（施行令15条の10の7第4号、金商業府令16条の5の2）および「特定投資家に準ずる者」の範囲（金商業府令16条の6）を拡大した。
- 適格投資家向け投資運用業における出資者の範囲と適格機関投資家等特例業務における出資者の範囲がほぼ一致することになった。

2 検討

WGにおける審議の過程で、適格投資家の範囲と特例業務の届出者の範囲は常に意識、but両者が逆転しないようにという配慮はなされなかったし、適格投資家の範囲を拡大すべきであるという議論もなかった。

適格投資家向け投資運用業

小規模な投資運用業への参入を促すために設けられた。  
 業者の資本金・純資産要件は5000万円以上から1000万円以上に緩和される。  
 → 業者の資力・信用に限界があるため、業者の運用財産の総額は200億円を限度とする（29条の5第1項2号、施行令15条の10の5）。

・このような制度の出資者の範囲がどうあるべきかは、理論的に決まる問題ではなく、平成23年改正が特定投資家概念を利用したことに理論的根拠があるわけではない。

- ・改正前の金商業府令16条の6  
 保有資産100億円以上の存続厚生年金基金・企業年金基金、  
 保有する投資性金融資産が3億円以上と見込まれる法人または個人（個人の場合は1年以上の取引経験が必要）  
 ファンドの業務執行組合員等として保有する投資性金融資産が3億円以上と見込まれる法人・個人

↓

合を定めた場合、その割合以上）の同意を得て、ファンド資産運用者を解任できること

13号 ファンド資産運用者が退任した場合において、すべての出資者の同意により、新たなファンド資産運用者を選任できること

14号 ファンド特分に係る契約の変更（軽微な変更を除く）をする場合において、ファンド特分の過半数（これを上回る割合を定めた場合、その割合以上）の同意を得なければならぬこと

（解説）

- ・投資事業有限責任組合モデル契約を参考にしたもの（逐条解説80頁）  
 ガバナンス事項：8号から14号  
 10号・11号はWG報告の③に対応し、8号がWG報告④に対応する。

②：上記契約の写しを内閣総理大臣に提出しなければならぬ（金商法63条9項）。

← 契約内容の適正を確保するため（逐条解説36頁）  
 契約内容に変更があったときは、遅滞なく、変更後の契約内容を届け出る（63条10項）。

・ファンド特分に係る契約に上記事項が定められていないとき：業務改善命令  
 契約書の写しを提出せず、または虚偽の契約書を提出した場合：罰則（198条の6第13号の2）。

なお、契約書の写しは公衆縦覧の対象とはならない。

④：監査人の氏名等の公表  
 財務諸表等の監査を行う公認会計士等の氏名・名称を特例業者の届出事項とし（63条2項9号、金商業府令238条2号へ）、  
 届出者および内閣総理大臣における公衆縦覧事項とする（63条5項6号、金商業府令238条の4・238条の5・別表20号の2）。

← 違法な業務を行うファンドでは監査を行う公認会計士等を見つけてことができな  
 ことに着目して、公認会計士等の任用を義務づける（氏名等の公表はその証拠となる）  
 ことにより、詐欺的なファンドを排除することを狙ったもの

IV 適格投資家向け投資運用業の出資者の範囲

- 1 改正の内容  
 適格投資家向け投資運用業  
 平成23年改正

- ③ 取得条項付新株予約権の取得条項による取得
  - ④ 株主還元率達成のための自己株取得
  - ⑤ その他、自社・関連会社・業務提携先・取引先等の株券の売買等
- 2 改正府令（取引規制府令59条1項14号）の内容およびその解説
- (1) 重要事実を知る前に書面によって締結された契約の履行、または書面による計画の実行として有価証券の売買等を行うこと
    - ・ 書面による契約・計画を求めた理由：第2の要件である確認措置をとりやすく、またねつ造しにくいことに着目したと思われる。
    - ・ 口頭での契約・計画や電磁的記録による契約・計画は認められない（船越33頁）。
      - ← 電磁的記録を排除する理由はなにか？
    - ・ 「重要事実を知る前に締結され、または知る前に計画された」書面が作成されただけでは足りず、契約当事者による当該契約を履行する旨の意思表示や計画当事者による当該計画を実行する旨の意思表示が必要である（船越33頁）。従業員持株会については、持株会規約が作成されたのみでは足りず、個々の従業員による入会の申込みの意思表示が必要である（同前）。
      - ← 新規加入時を想定
- 複数の期日に分けて行う売買等を計画しておき、都合の良い取引のみを実行する。
- 計画決定の時点において当該計画を実行する意思がないから「知る前計画」には当たらないと解することができる。
- ・ 重要事実を常に入手し続けるような地位にいる者
    - 知る前計画を決定した時点で知っている重要事実については、適用除外を受けることはできないが、決定後に知った重要事実について適用除外を受けることができる（金庫庁「インサイダー取引規制に関するQ&A」問5（平成27年9月2日改訂））。
- (2) 確認措置
- 次の3つの確認措置のうち、いずれかが採られることが必要
- ① 証券会社による提出日の確認（14号ロ(1)）
- 「知る前計画」の写しを、重要事実を知る前に、証券会社に提出し、提出日について確認を受け。
- ← 知る前計画の事後的なねつ造防止のため（船越34頁）
- ・ 確認を受けるのは提出日のみであり、投資者が「重要事実を知る前に」提出したことは

- 改正後の金商業府令16条の6第1号
- 適格機関投資家向け特別業務の出資者の範囲を定める施行令17条の12第1項から各号を拾う（拾っていない号は、その者がすでに適格投資家だから）
- 16条の6第2号
- ベンチャーファレンドの出資者の範囲を定める金商業府令233条の3各号を拾う
- 適格投資家の範囲は、ベンチャーファレンドの出資者とほぼ等しい範囲まで拡大
  - 適格投資家向け投資運用業は、もはや特定投資家制度を利用したものとはいえない
- V インサイダー取引規制の適用除外の見直し
- 1 経緯
- インサイダー取引規制に関するワーキンググループ報告（平成24年12月25日）
- インサイダー取引の適用除外となる「知る前契約」「知る前計画」について、取引の円滑を確保する観点から、より包括的な適用除外の規定を設けるとともに、ガイドライン等により法令の解釈を事前に示していくことを求めていた（WG報告11頁）
- 府令改正（平成27年9月）
- ・ WG報告の提言は、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令」（取引規制府令）59条1項または63条1項の1号から13号に列挙されている、金商法166条6項12号または金商法167条5項14号に係る適用除外を廃止し、包括的な適用除外規定を設けたうえで、個別規定に当たらないものをガイドラインで定めるものではなかったか？
- but 従来の1号から13号を存置し、包括的な性質を有する14号を設けた。
- 知る前契約・計画の活用方法（船越涼介「取引規制府令および金商法等ガイドライン一部改正の解説」商事2019号39頁）
- 役員等の個人による利用
- ① 役員・従業員持株会の新規加入、拠出額の増額、持株会退会時の単元未満株式の売却等
  - ② 累積投資の新規開始、拠出額の増額等
  - ③ 役員就任時の自社株の買い増し
  - ④ ストックオプションの行使等により取得した自社株の売却
  - ⑤ その他、自社・関連会社・業務提携先・取引先等の株券の売買等
- 上場会社等の法人による利用
- ① 資本・業務提携に伴う相手方株式の取得
  - ② 担保株式の売却



- ： 法定開示書類への記載と公衆縦覧（166条4項）
- 取引所の適時開示（施行令30条1項2号～5号）をいう。
- ・ 2以上の報道機関への伝達：「公開されたこと」には該当するが「公衆の縦覧」に供されたことには当たらない（船越37頁）。
  - ← 報道機関が当該事実を公表するとは限らない。
  - ・ 自社H1Pによる公表も「知る前計画」の公表方法としては使えない（同前）
    - ③を利用できる者は限られる。
- cf. アメリカでは、rule 10b5-1計画はForm 8-K（臨時報告書）で任意に開示されることがある。SRCは、rule 10b-5計画をForm 8-Kの開示項目に含める提案をしたが、実現せず。
- ・ 日本： 発行者の役員や発行者による「知る前計画」は臨時報告書に臨時報告書の開示項目ではなく、取引所の適時開示規則上も開示が必要な事項ではない。
  - 臨時報告書や適時開示において、発行者がその役員のために任意の開示をすることができるとは限られるのか？
- (3) 知る前計画の実行として行う売買等につき、売買等の別、銘柄および期日、当該期日における売買等の総額または数（デリバティブ取引にあっては、これらに相当する事項）が、当該計画において特定されているか、当該計画においてあらかじめ定められた裁量の余地がない方式により決定されること（14号ハ）。
  - ← 有価証券の売買等は重要事実を知った後に行われるので、売買の実行時時の裁量を極力排除しておかないと、適用除外規定が脱法的に利用されてしまう。
- ① 要件
  - ・ 売買等の別： 売付け、買付け、買付け・買付け以外の有償譲渡、合併による承継取得といたった別
  - ・ 期日： 売買等を行う特定の日。期間を定めるのはだめ。
  - ・ 当該期日における売買等の総額または数が、知る前計画において特定されているか、裁量の余地がない方式によって決定されていること。
  - ・ 裁量の余地のない期日の特定方式
- 「計画の決定の後、東京証券取引所における終値がはじめて〇円を超えた日の翌日」を期日とするなど、本人の裁量によらない条件の成就により自動的に期日が定まる方式であることを要する（船越37頁）。
  - 決算発表日の翌取引日に売却する
    - ： 売却者が決算発表について裁量を有する場合には裁量の余地がない方式とは

- 投資者が適用除外を受ける要件ではあるが、証券会社が確認する対象ではない。
- ← まだ特定されていない重要な事実を知らないと確認することは不可能に近い。
- cf. 証券会社は、インサイダー取引規制に違反するおそれがあることを知りながら取引を委託することを禁止されているから（金商業府令117条1項13号）、売買等の委託等をするに当たっては、重要な事実に基づく取引でないことについて確認する必要がある（同前）。
  - ← 証券会社の規制としてはその通りであるが、当該規制から導かれる確認の程度は相当に低いであろう。
  - 提出日を確認する証券会社は、投資者が取引を委託する証券会社でなくとも良い。
- ・ 証券会社が、知る前計画の共同決定者であるときは、別の証券会社に提出日を確認してもらおうか、②③の確認措置を採る必要がある。
- ・ 証券会社は、計画の決定日を確認する必要はない（同前）。
- 証券会社が当該投資者から売買等を受託するときも、その売買等が「知る前計画」記載のとおりの内容になっていることを確認することまでは求められない（同前）。
- ← 投資者が適用除外を受けるための要件であり、確認の対象ではない。
- ② 「知る前計画」に確定日付を得ること（14号ロ②）。
  - ・ 知る前計画の決定時期を明確にできる点で①と同様の効果をもつ。
  - ・ ②の利用は、証券会社が知る前計画の共同決定者であり、①の方法を利用できない場合に限られる。
    - ← 確定日付を受けた契約・契約が公証人役場等で保管されないことから、複数の契約・計画を準備して確定日付を得たうえで有利な契約・計画のみを実行するような濫用事例に、確定日付が利用されやすい（船越36頁）。
    - ← ①の方法も、複数の証券会社を利用することにより濫用事例であることを隠ぺいできるから、利用されやすいかどうかは程度問題
    - ← 証券会社が「知る前計画」の当事者であっても、他の証券会社の確認を受けることもできるから、②の利用要件が濫用防止の観点から十分なものであるかどうか、検討の余地はある。
- ③ 「知る前計画」の公衆の縦覧（14号ロ③）
  - ← 公衆縦覧の事実があれば、事後に計画をねつ造することができない
- 「166条4項に定める公表の措置に準じ公衆の縦覧に供されたこと」限定。

- (船越 38 頁)。
- ← インサイダー取引は重要事実を知って有価証券の売買等を行う行為であり、有価証券の売買等を思いとどまる行為は処罰の対象とされない。
  - 知的前契約・計画を実行しない裁量を有することは、期日ごとの売買数量等があらかじめ定められているという 14 号ハの要件充足性を否定するものではない(同前)。
  - ← どういう意味か？
  - cf. 期日における取引数量を意図的に少なくした場合には 14 号イの要件を充足しない。
  - 期日における売買等を全部実行しないときはインサイダー取引規制に違反しないが、意図的に一部を実行しないときは、適用除外を受けられず、実行した残部についてインサイダー取引が成立する可能性がある？
  - but たとえば、重要事実を知って売却を思いとどまるのは、株価を押し上げる良い情報を知った場合であろうから、そのような場合に、計画の一部を売却する行為は、166 条 6 項 12 号の「特別の事情に基づく売買等」としての適用除外を受けられるはずであり(後述 Q&A 問 3 参照)、また全部の売却を思いとどまった場合よりも悪性は低い。
- ④ 濫用的な計画の不実施
- ・あらかじめ複数の計画を準備したうえで、有利な計画のみを実行し、不利な計画を実行しない場合、形式的には別個の計画であっても、全体としてみれば「売買等の別」や「期日」等について特定されまたは裁量の余地のない方式により決定されているとは認められないときは、14 号ハの要件を満たさない(船越 38 頁)。
  - ex) 同一人が同一の期日を含む株式の購入計画と売却計画と決定し、期日までに良い情報を知った場合には、購入計画のみを実施し売却計画を実施せず、悪い情報を知った場合には、売却計画のみを実施し購入計画を実施しない。
  - ある期日に着目すると、売買等の別について裁量が与えられていると見ることができ、一方の計画に着目すると、複数の期日のうち特定の期日のみ取引を行う裁量が与えられていると見ることができ。
  - ・複数の期日に分けて売買等を行うことを内容とする計画を準備した上で、有利な期日の売買のみを行い、不利な期日の売買等を行わないこととするなど、全体としてみれば当該計画の実行として売買等を行っているとは認められないときは、14 号イの要件を満たさない(同前)。
  - ex) 長期に亘る複数期日の株式購入計画を決定し、良い情報を知った場合には購入を行う

20

- いえない。
- 持株会規約において、入会資格喪失時に端株を売却することを定める(パブコメ 204)
- 取締役が就任すると従業員時株会の入会資格を喪失する。
- 取締役が就任するという条件の成就は本人の裁量によらないとはいえない。
- but 具体的な就任の日時の決定について本人に裁量があるわけではない。
- 適用除外の対象とすべき？
- ・ストックオプションの行使により取得した株式の売却期日(パブコメ 281~⑨)
- 権利行使をした場合に株式入庫の翌営業日に売却するといったように権利行使の期日と売却の期日が関連付けられている場合、取引者が権利行使の期日について裁量を有する場合には売却期日についても裁量を有することになるから、14 条の適用除外を受けられない(金融庁)。
- ← ストックオプションの行使による株式の取得は適用除外(166 条 6 項 2 号)行使期日を左右することによって売却期日を変えられる場合は、売却取引について 14 号の適用除外を受けられないこともやむを得ない。
- ・証券会社等に売買等の期日を一任することにより、売買等を行う本人の裁量により期日が決まらないようにする方法も認められる。
- ・期日ごとの売買等の総額または数一定期間における総額または数を定めたり、上限と下限を定めるだけでは足りない。
- ② 売買等の額・数が予定に満たない場合
- 当日の市場の状況等により、予定より少ない額・数の売買等しか行えなかった場合
- 売買等が計画の実行として行われたか否かという 14 号イの要件充足性の問題
- 外部的な事情により、やむを得ず予定に満たない取引しか行えなかったときは 14 号イの要件を充足している(船越 38 頁)。
- 売買等の執行できなかつた分を翌取引日に執行することは認められない。
- ← 売買等を一日で執行できないことが予想される場合
- 連続する複数の期日に売買等を行うことができるよう「知的前計画」を定めておく。
- 期日ごとの売却の数が総売却数を超えるように計画を定めることも認められてよいのでは？
- ③ 知的前計画の不実施
- いったん定めた計画を実行しないことは、基本的にインサイダー取引規制に違反しない

19

取引規制に違反しないと考えられない（パブリックコメントに対する考え方 No.4）。  
 ・ 実質は特別事情に基づく売買等の適用除外ではないか？

② Q&A問3（平成26年6月）  
 重要事実を知っている上場会社の役員が、株式を売買等を行った場合であったとしても、「重要事実」が、その公表により株価の上昇要因となることが一般的に明白なときに、当該株式の売付けを「重要事実」の公表前に行っている場合や、「重要事実」を知る前に、証券会社に対して当該株式の買付けの注文を行っている場合など、取引の経緯等から「重要事実」を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、インサイダー取引規制違反とならない。

・ インサイダー取引規制の解釈は実質化してきており、今回の府令改正を契機に、包括的適用除外規定の解釈が柔軟に行われることを望む。

4 「対抗買い」に係る適用除外規定の解釈の明確化  
 (1) 経緯  
 対抗買い：重要事実または公開買付け等事実の情報受領者が、公開買付け等に対抗するため被買付企業の取締役会が決定した要請に基づいて行う株券等の買付け等（金商法166条6項4号、167条5項5号）  
 ・ 「公開買付け等」に該当する事実が存在するかどうか、被買付企業が確実に把握することが難しい。  
 ・ 対抗買いの要請の決定が金融商品取引所の適時開示事項とされているため、対抗買いを行いにくい。

→ 「対抗買い」に関する適用除外規定（金商法166条6項4号、167条5項5号）についても、実務面で利用し難いとの指摘があることを踏まえ、解釈の明確化等を図っていくことが適当である。（平成24年インサイダー取引規制に関するワーキンググループ報10頁）  
 → 金融商品取引法等ガイドラインが平成27年9月2日に改正され、166-1・166-2と167-1が新設された。  
 「インサイダー取引規制に関するQ&A」に問4が加えられた。

(2) 改正ガイドラインの内容  
 ・166-1・167-1  
 対抗買いの要請が、  
 ① 公開買付け等があることについての合理的な根拠に基づくものであること、および

い、それ以外の期日には購入計画を実施しない場合

⑤ 知る前計画の変更  
 「知る前計画」を変更するときは、変更時点で、上記（1）から（3）の要件を充足する必要がある。  
 変更とは、14号に規定する事項一売買の別、銘柄、期日、各期日における売買等の総額または数、これらが方式によって決定されているときは当該方式の内容一に変更がある場合に限られる（船越89頁）。

3 「知る前契約・計画」に係る包括的適用除外規定の位置づけ  
 ・取引規制府令59条1項14号は、同府令1号から13号に該当しない場合に、知る前契約・計画の種類を問わず適用される一包括的適用除外規定

・14号の要件はかなり形式的。  
 知る前計画について証券会社の確認手続を受けずに、当該計画に基づく有価証券の売買等を行った場合、14号に基づく適用除外を受けることはできない。

cf. 金商法166条6項12号  
 「知る前契約・計画」に基づく売買等に準ずる特別の事情に基づく売買等であることが明らかなる場合：内閣府令に列挙されたもの以外であっても、インサイダー取引規制の適用除外となる。  
 → 上記の売買等も、重要事実を知る前に決定された計画に基づいて裁量のない方式で行われたのであれば、「特別の事情に基づく売買等」の適用除外に該当すると解される。  
 ・ 真の包括的適用除外規定は、166条6項12号にいう特別事情に基づく売買等

・14号：形式的な要件を満たした場合に、投資決定が重要事実を知ったことと無関係に行われたか否かを問うことなくインサイダー取引の罪に問わないセーフ・ハーバーである。14号の規定する内容は厳格すぎるように思われるが、そのこともセーフ・ハーバーであると考えると理解しやすい。

・金融庁は、投資決定が重要事実を知ったことと無関係に行われた場合を、「知る前契約・計画」とは別の、解釈上の適用除外規定と考えているよう。

① 「インサイダー取引規制に関するQ&A」問1（平成20年）  
 上場会社が自己株式の取得を外都委託して実行する場合にインサイダー取引に当たらないための条件  
 → Q&Aに従った自己株式の取得は、解釈上、インサイダー取引に当たらないと解されるのであり、「知る前契約」に係る適用除外に該当することを根拠としてインサイダー

- ② 公開買付け等に対抗する目的をもって行われたものである場合には、仮に実際には公開買付け等が存在しなかったとしても、適用除外を認める (船越 41 頁)。
- ◆ 「公開買付け等がある」：公開買付けに係る決定、5%以上の株式買集めについては、それに係る決定があり、かつ買集め行為により株券等所有割合が5%を超えている場合をいう (Q&A問4 答(1))。
- ◆ 「合理的な根拠に基づく」：公開買付けについて具体的な提案を受けたこと、報道がなされたこと、買集め行為については具体的な大量保有報告書で確認したこと、通知を受けたこと、報道がなされたこと等 (Q&A問4 答(2))
- ・①②は、「対抗買の要請」の要件の解釈
  - ← 刑事罰： 要請を受けた者が「対抗買の要請」がないのにそれがあると判断して、重要事実を知りつつ対抗買の取引をしたときは、事実の錯誤として故意が阻却されるのではないが、
  - 課徴金： 違反者の故意過失を問わずに課される。
- ◆ 「対抗買の要請」を受けた者は、対象会社が行う当該重要事実等の公表等に基づき、当該要請が、公開買付け等があることについての合理的な根拠に基づくものであり、かつ、公開買付け等に対抗する目的をもって行われたものであるかにつき、適切に判断する必要がある (Q&A問4 答(3))。
- ・適時開示として公表される「対抗買の要請」に、①②の要件充足性を基礎づける情報が示されていなければそれに依拠してよい。
  - cf. 「対抗買の要請」の開示項目：決定の理由、概要、今後の見通し (有価証券上場規程施行規則 402 条の 2 第 1 項 1 号)
  - 開示事項だけでは合理的な根拠の有無等が分からない場合、要請を受けた者は対象会社に問い合わせて、「対抗買の要請」の要件充足性を確認する必要がある。
- ◆ 「対抗買の要請」を受けた者が、公開買付け等を知りながら株券等の買付け等を行うことは、適用除外の対象にならない (ガイドライン 166-2)。
- ← 悪意者の買付け等は対抗買の要請に「基づいて」するものに当たらないという構成 (船越 41 頁)。



コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方

凡 例

本「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」においては、以下の略称を用いています。

正式名称	略 称
金融商品取引法	金商法
金融商品取引法施行令	金商法施行令
金融商品取引業等に関する内閣府令	金商業等府令
有価証券の取引等の規制に関する内閣府令	取引規制府令
金融商品取引法等に関する留意事項について	金商法等ガイドライン

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
<p><b>●取引規制府令</b></p> <p><b>▼改正取引規制府令第59条第1項第14号イ</b></p>		
1	<p>第14号イの「知る前に決定された計画」の「決定」とは、会社内の権限分掌規程に基づいて決定がなされれば足り、取締役会その他会社法所定の機関による決定を経由する必要はないと理解して良いか。</p>	<p>個別事例ごとに実態に即して判断すべきものではないとありますが、法人が「知る前計画」を決定する場合には、基本的に、当該法人における権限分掌規程等に基づき決定しては足り、必ずしも取締役会等による決定に限定されるものではないと考えられます。</p> <p>「知る前計画」に係る適用除外は、法人が決定したもののみにならず、個人が決定したのものについても適用され得ると考えられます。</p> <p>どのような場合に個人が計画を「決定」したと言えるかは、個別事例ごとに実態に即して判断すべきものではあります。計画を、当該計画を実行する意思のもと、書面により作成すれば、通常、計画を「決定」したと言えると考えられます。</p>
2	<p>第14号イの「知る前に決定された計画」に係る適用除外規定が、個人に適用される余地はあるか。</p> <p>適用される余地がある場合、どのような行為が適用され、個人が知る前に計画を決定したと評価できるか。買おうという意思のもと、計画を書面で作成すればよいか。</p>	<p>「業務執行を決定する機関」（金商法第166条第2項第1号柱書）は、会社によって、また、決定する事例によって異なり、当該会社における意思決定の実情に照らして個別に判断されるため、必ずしも取締役会のみが「業務執行を決定する機関」に該当するとは限らないと考えられます。</p> <p>個別事例ごとに実態に即して判断すべきものではないとありますが、ご指摘のようなケースでは、役員が取締役会への決議を知った時点で、既に「業務執行を決定する機関」による決定がなされている場合も多いと考えられ、その場合には「知る前」に該当しないと考えられます。</p>
3	<p>本改正案の主旨が、より包括的な適用除外の規定を設けることなのであれば、「業務等未公表の重要事実を知る前」についてはより厳格な規定が必要になると考える。</p> <p>特に「重要事実」のうち、「業務執行を決定する機関が決定したこと」、について、例えば、業務執行を最終決定する機関が取締役会である場合、取締役会で決議される数週間前、常務会や経営会議において取締役会へ付議することを決定した事実を知った役員がその直後に「知る前契約」「知る前計画」がなされた場合、には合法的な駆け遅りとなってしまう恐れがあるのではないかと。</p>	<p>「業務執行を決定する機関」は「契約締結日」ではなく、あくまでも「証券会社に提出した日」を確定し、管理するものであることを確認したい。</p> <p>証券会社は、提出された「契約・計画」の内容及び「契約書の真正性」の確認義務を負わないことを確認したい。例えば、当該契約・計画の写しに日付を押し、顧客が封筒に入れて封をした上で提出してもらった方法も可能と考える。</p>

4	<p>「知る前契約」は、買付行為者がインサイダー情報を知った場合であってもインサイダー取引規制の適用除外となる場合を定めたものだが、情報遮断された信託方式による自己株取得は、インサイダー情報がない状態で信託契約を締結した後情報遮断された買付行為者がインサイダー情報を有していない状態で買付するものであり、「知る前契約」には該当しないと理解しているが、その整理でよいか。</p> <p>契約締結・計画決定時点で、未公表の重要事実を保有していたとしても、契約等に基づく売買実施までにかかる重要事実が公表又は消滅している場合には、契約等に基づく売買が可能であることを明確にすべきである。</p> <p>その上で、業務等に関する重要事実を逐次入手する立場の者が、契約・計画時点で知っていた重要事実 A について、売買等を行う前に公表され、契約締結・計画決定後に知った重要事実 B については当該売買等を行う時点において未公表となつている場合には、B に関する「知る前計画」になり、当該売買等を行うことができていることを明確にすべきである。</p>	<p>ご指摘のようなケースでは、一般に、会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当しないと考えることから、基本的にインサイダー取引規制に違反しないものと考えられており（「インサイダー取引規制に関する Q&amp;A」問1参照）、「知る前契約」に係る適用除外に該当することを根拠として、インサイダー取引規制に違反しないと考えるものではありません。</p> <p>ご指摘を踏まえ、契約の締結又は計画の決定の時点において重要事実を知っている場合における「知る前契約・計画」の考え方について、「インサイダー取引規制に関する Q&amp;A」において整理することとします。</p>
5	<p>「知る前契約・計画」の書面の書式については何ら限定はなく、例えば、会社内の権限分掌規程に基づき作成された稟議許可書などの書類でも認められれば良いか。</p>	<p>ご理解のとおりと考えられます。</p>
6	<p>「書面による契約」「書面による計画」については、電磁的記録により作成されたものも含まれると理解して良いか。</p>	<p>電磁的記録により作成されたものは、「書面」による契約又は「書面」による計画に該当しないと考えられます。</p>
<p><b>▼改正取引規制府令第59条第1項第14号ロ</b></p> <p><b>▼証券会社に対する選出</b></p> <p><b>（証券会社による受け入れ及び確認）</b></p>		
8	<p>第14号ロ(1)（パブコメ案同号(3)）の金融商品取引業者は、実際に買付けの注文を行う相手方となる証券会社以外の証券会社であつてもよいのか。</p>	<p>ご理解のとおりと考えられます。</p>
9	<p>第14号ロ(1)（パブコメ案同号(3)）の「金融商品取引業者による確認」とは、提出された計画の日付を、金融商品取引業者が認識すればよいか。それとも、金融商品取引業者から、提出の日付について確認した旨の発言又は書面が必要なのか。</p>	<p>「金融商品取引業者による確認」の方法については、法令上、特段の定めはありません。</p>
10	<p>証券会社が確認するのは「契約締結日」ではなく、あくまでも「証券会社に提出した日」を確定し、管理するものであることを確認したい。</p>	<p>基本的にご理解のとおりと考えられます。ただし、インサイダー取引規制に違反すること又は違反するおそれのあることを知りながら売買等の委託等をする場合には、金商業等府令第117条第1項第13号に規定する禁止行為に該当することになると考えられます。</p>
11	<p>証券会社は、提出された「契約・計画」の内容及び「契約書の真正性」の確認義務を負わないことを確認したい。例えば、当該契約・計画の写しに日付を押し、顧客が封筒に入れて封をした上で提出してもらった方法も可能と考える。</p>	<p>基本的に「契約締結日」ではなく、あくまでも「証券会社に提出した日」を確定し、管理するものであることを確認したい。</p>

<p>17</p>	<p>「当該金融商品取引業者が、当該計画を共同して決定した者である場合」とあるが、金融商品取引業者が「知る前計画」を共同して決定した場合という意であり、金融商品取引業者が売買執行方法の決定等に関与したことだけでは当該場合に含まれず、本号本文の適用を受けることができるかと考えよいか。</p> <p>証券会社が顧客と株式売買委託契約を締結するにあたり、一定の裁量をもって注文を執行する取引一任勘定取引を行う場合であっても、「当該計画を共同して決定した者」に該当しないと考えよいか。</p>	<p>ご理解のとおりと考えられます。</p>
<p>18</p>	<p>証券会社を相手方とする「知る前契約」を締結した場合又は証券会社と共同して「知る前計画」を決定した場合であっても、当該「知る前契約」又は「知る前計画」につき確定日付または公表措置をとることで、第14号口の要件を満たすと考えよいか。</p>	<p>「知る前契約」又は「知る前計画」を締結した場合又は証券会社と共同して「知る前計画」を決定した場合であっても、当該「知る前契約」又は「知る前計画」につき確定日付または公表措置をとることで、第14号口の要件を満たすと考えよいか。</p>
<p>▼確定日付</p>		
<p>19</p>	<p>あらかじめ複数の契約又は計画を準備した上で、有利な契約又は計画のみを履行又は実行し、不利な契約又は計画を履行又は実行しないこととする場合でも、「知る前契約・計画」として適用除外の対象となるか。</p> <p>例えば、次のような方法で実質的にインサイダー取引が可能になってしまおうのではないか。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 同条件で「買いの契約」と「売りの契約」を締結</li> <li>・ 契約締結後、意図的にインサイダー情報を入手</li> <li>・ インサイダー情報に基づき、不利な契約を解除</li> <li>・ 有利な契約のみを履行</li> </ul> <p>この点、確定日付の付与を受ける措置については、実行しないこととした契約又は計画を隠匿することが容易であり、事実上規制をすり抜けることができるので、第14号口に規定する他の措置に比べて実効性が低いのではないか。</p>	<p>ご指摘を踏まえ、パブコメ案第14号口(1)を修正し、「当該契約又は計画に確定日付が付されたこと」の措置は、証券会社が当該契約を締結した者又は当該計画を決定した者である場合に限ることとする(第14号口(2))。</p> <p>なお、あらかじめ複数の契約又は計画を準備した上で、有利な契約又は計画のみを履行又は実行し、不利な契約又は計画を履行又は実行しないこととする場合、形式的には別個の契約又は計画であっても、全体として見れば売買等の別や期日等について特定され又は裁量の余地がない方式により決定されているとは認められないと見なされ、第14号口の要件を満たさず、行った売買等については適用除外を受けられないと考</p>
<p>20</p>	<p>委託者指図型投資信託約款の内容は、投資信託法で当局への届出が義務付けられていることから、当局への届出日をもって第14号口(2)(パブコメ案同号口(1))の確定日付とみなすことができるか、改めて投資信託約書等に公証人による確定日付を取得する必要はないと考えられるか。</p>	<p>「知る前契約・計画」については様々な形態のものがあるが、適用除外の要件については、個別の事情によらず、第14号口に規定する措置を求めるとしてはいる。</p> <p>したがって、約款が当局に届け出られていることのみをもって、確定日付の取得を不要とすることはできませんが、例えば、「官庁又はパブコメ案同号口(1)の確定日付を記載する事項を記載した約款(民法施行法第5条第1項第5号)に該当する場合には、当該日付が確定日付となります。</p>

<p>12</p>	<p>「当該契約又は計画の写しを、金融商品取引業者に対して提出され、当該提出の日付について当該金融商品取引業者による確認を受けたこと」とあるが、これは、証券会社が「当該契約又は計画の写し」の提出を受ければ足り、当該写しの原本の確認義務は負われないという理解でよい。</p>	<p>「当該金融商品取引業者が当該契約を締結した相手方又は当該計画を共同して決定した者である場合」とは、金融商品取引業者が「知る前契約」を締結した相手方又は「知る前計画」の共同決定者である場合のことであり、「知る前契約」の履行又は「知る前計画」の実行として行う売買等の委託契約を締結した相手方である場合のことではないと考えられます。</p>
<p>13</p>	<p>証券会社が「当該契約又は計画の写し」の提出を受けて「当該提出の日付」のみを確認・管理している場合は、結果的に顧客による株式等の売買が第14号の要件を満たさずにインサイダー取引に該当したとしても、証券会社は原則として責任を問われたいという理解でよい。</p>	<p>「知る前契約」又は「知る前計画」に基づく発注を行う責任は投資家にあり、証券会社に課せられた「知る前契約」又は「知る前計画」に定められた執行方法を遵守しているかどうかの確認義務はないことを確認したい。</p>
<p>(契約を締結した相手方又は計画を共同して決定した者)</p>		
<p>15</p>	<p>「当該金融商品取引業者が当該契約を締結した相手方又は当該計画を共同して決定した者である場合」とは、単に株式売買等の委託契約を締結した相手方が金融商品取引業者であるときは、当該場合に含まれないとの理解でよい。すなわち、「知る前契約」とは別に金融商品取引業者と顧客との間で株式売買等の委託契約があっても、第14号口(1)(パブコメ案同号口(3))の適用を受けることができるかと考えよいか。</p> <p>例えば、顧客が株式を市場で一定期間継続的に売買することを予定する場合、これに関する決定を書面化したものを「知る前計画」として証券会社に提出して確認を受ければ、当該証券会社との間で上記売買注文の執行を内容とする株式売買委託契約(株式を市場で一定期間継続的に売買する注文の執行を委託する契約)を締結していたとしても、第14号口(1)(パブコメ案同号口(3))の適用を受けることが可能と考えよいか。</p>	<p>「計画を共同して決定した者」には、「契約を締結した相手方」と同等の当事者性が必要と考えられます。</p> <p>証券会社が一定の銘柄について勧誘したり、売買執行方法の決定等に関係したのみでは、基本的に、「共同して決定」に該当しないと考え</p>
<p>16</p>	<p>第14号口(1)(パブコメ案同号口(3))の「共同して決定」について、例えば、証券会社から一定の銘柄について勧誘を受け、それを受けて特定の有価証券の購入を決定した場合も、この「共同して決定」に該当することになるのか。</p>	<p>「計画を共同して決定した者」には、「契約を締結した相手方」と同等の当事者性が必要と考えられます。</p> <p>証券会社が一定の銘柄について勧誘したり、売買執行方法の決定等に関係したのみでは、基本的に、「共同して決定」に該当しないと考え</p>





31	計画において、想定よりも少ない数量の売買等しか成立しない事態を想定して、「最大〇株」と定めた場合でも、「数」が特定されれば、数量の余地がない方式により決定されているとの理解でよいか。	「数」の上限又は下限を定めるのみでは、特定されれば数量の余地がない方式により決定されているとは言えないと考えられます。
32	▼その他 「価格」が特定されれば数量の余地がない方式により決定されていると評価されるためには、どの程度の具体的な内容を定める必要があるのか。	パブコメ案第14号ハにおける「数、価格及び期日」との文言を「期日並びに当該期日における売買等の総額又は数」との文言に修正します。このため、「価格」が特定されれば数量の余地がない方式により決定されている必要はありません。
33	「あらかじめ定められた数量の余地がない方式により決定されること」とは、契約又は計画の当事者(売買等を行う主体)にとつて数量の余地がない方式という趣旨と理解してよいか。この場合、証券会社が重要事実を知らないことを前提に、売買執行タイムリングや価格を証券会社に一任するような執行方法の定めは認められると考えるよいか。	ご理解のとおりと考えられます。
34	インデックスファンドの運用として行う売買等について、投資信託約款に定める運用方針に則り、予め特定された運用モデル等に従って売買している場合は、銘柄選択に運用者の裁量が排除されていることから、第14号ハに該当すると考えるよいか。	インデックスファンド等の投資信託の運用者も、第14号ハに規定する運用除外の対象となり得ますが、同号ハの要件を満たすためには、「売買等の別、銘柄及び期日並びに当該期日における売買等の総額又は数」について、運用者の裁量が排除されている必要があります(パブコメ案第14号ハを修正)。
35	第14号ハに規定する「当該契約若しくは計画においてあらかじめ定められた数量の余地がない方式」とは、具体的などのような方法を想定しているのか。例えば、一般的なインデックスファンドのように売買は指数構成銘柄であり、売買タイムリングは追加設定・解約や指数構成変更に伴うリバランス等で運用者の恣意が排除されている場合は、これに該当すると考えるよいか。	したがって、銘柄選択について運用者の裁量が排除されているのみでは足りないと考えられます。また、売買のタイムリングについては、「期日」の単位まで裁量が排除されている必要があるため、期日選択の裁量を有する場合は、要件を満たさないと考えられます。
36	個別事例ごとに実態に即して判断すべきものではなく、計画のとおりに売買等を行わなかったことは、「数」が特定されれば数量の余地がない方式により決定されているか否かの問題ではなく、売買等が「計画の実行」として行われたと言えるか否かの問題となると考えられます。外部的な事情により、やむを得ず計画に満たない数の取引しか行えなかったことは、基本的に、「計画の実行」として行われたことを否定するものではないと考えられます。	「知る前契約」「知る前計画」に係るインサイダー取引規制の適用除外について、包括的な適用除外規定の前提となつている考え方には、いわゆるインデックスファンド等のパッシング型投資信託も対象範囲に含まれるという理解でよいか。

29	されており、役員は当該期間中の任意の日に行うことができるが、権利行使後の株式売却は、権利行使後で終値が〇〇円以上(設定価格)となつた日の翌営業日に売却する旨 ⑧ 役員は当該期間中に役員が昇格した場合、役員に就任した場合または役員が退職した場合、株主から予め定められた特定の条件が達成されたときから予め定められた期間経過後に権利行使し、株式が入庫された翌営業日の寄付金(始値)で売却する旨(役員に行使の履行及び売却の履行に関する選択余地はなく、必ず行使の履行及び売却の実行をすものとす) ⑨ 株主(終値)が〇〇円以上(設定価格)となつた日の翌営業日に権利行使し、株式が入庫された翌営業日の寄付金(始値)で売却する旨(役員に行使の履行及び売却の実行に関する選択余地はなく、必ず行使の履行及び売却の実行をすものとす。)	▼売買等(買付け等又は売却等)の総額又は数 パブコメ案第14号ハにおける「数、価格及び期日」との文言を「期日並びに当該期日における売買等の総額又は数」との文言に修正します。これにより、「期日並びに当該期日における売買等の総額又は数」が、特定されれば数量の余地がない方式により決定されている必要があることとなります。 「売買等の総額又は数」については、「期日」単位(1日単位)で特定されれば数量の余地がない方式により決定されている必要はありません。「当該期日における売買等の総額又は数」と規定されているとおり、一定期間における売買等の総額又は数を定めるのみでは、「当該期日における売買等の総額又は数」が特定されれば数量の余地がない方式により決定されているとは言えないと考えられます。
30	計画において、一定の「数」を定めたものの、約定が成立しないなどやむを得ない事由により、当該数に満たない数の取引しか行えなかった場合でも、第14号ハの要件を満たすという理解でよいか。	「売買等の総額又は数」については、「期日」単位(1日単位)で特定されれば数量の余地がない方式により決定されている必要はありません。 個別事例ごとに実態に即して判断すべきものではなく、計画のとおりに売買等を行わなかったことは、「数」が特定されれば数量の余地がない方式により決定されているか否かの問題ではなく、売買等が「計画の実行」として行われたと言えるか否かの問題となると考えられます。外部的な事情により、やむを得ず計画に満たない数の取引しか行えなかったことは、基本的に、「計画の実行」として行われたことを否定するものではないと考えられます。



<p>規定する内容以外の事項について変更等があったときでも、本規定の適用を引き続き受けるために、あらかじめ同号ロに規定する措置を講じる必要はないという理解でよい。</p> <p>金融商品取引業者若しくはその親法人等が上場会社等である場合、当該金融商品取引業者等の役員若しくは使用人が、当該上場会社等の特定有価証券等（いわゆる自社株）に係る売買の状況の中で、重要事実を入手しその後契約に基づき取引が実行された際は、金融業等法令第117条第1項第16号の禁止行為である法人関係情報に基づく売買には該当しないという理解でよい。</p>	<p>「知る前契約・計画」の履行又は実行として行われる売買等については、基本的に、法人関係情報に「基づいて」行われる売買等に該当しないと考えられます（金融業等附令第117条第1項第16号）。</p>
<p>41</p>	<p>上場会社等の取締役会が決定した要請が、公開買付け等があることについての合理的な根拠に基づくものであり、かつ、当該公開買付け等に対抗する目的をもって行われたものである場合は、個別事例ごとに実態に即して判断されるべきものであり、被要請者がいかなる行為を行えば適用除外の対象となるかについて具体的な基準等を設けることは困難と考えられますが、ご指摘を踏まえ、「インサイダー取引規制」に関するO&amp;Aにおいて、考え方を整理することとします。</p>

<p>一旦締結又は決定した「知る前契約・計画」を履行又は実行しないことは、基本的にインサイダー取引規制に違反しないと考えられます。また、「知る前契約・計画」を履行又は実行しないことについて裁量を有することは、基本的に、第14号ハの要件を満たすことを否定するものではありません。</p> <p>ただし、あらかじめ複数の契約又は計画を準備した上で、有利な契約又は計画のみを履行又は実行し、不利な契約又は計画を履行又は実行しないこととする場合、形式的には別個の契約又は計画であっても、全体として見れば売買等の別や期日等について特定され又は裁量の余地がない方式により決定されているとは認められないときは、第14号ハの要件を満たさず、行った売買等について適用除外を受けられないと考えられます。</p> <p>また、複数の期日に分けて売買等を行うことを内容とする契約又は計画を準備した上で、有利な期日の売買のみを行い、不利な期日の売買等を行わないこととするなど、全体として見れば当該契約の履行又は計画の実行として売買等を行っているとは認められないときは、14号イの要件を満たさず、実行した売買等について適用除外を受けられないと考えられます。</p>	<p>契約又は計画を修正する場合には、新たに契約又は計画を締結又は決定する場合と同様、当該修正の時点で改めて第14号の要件を充足する必要があると考えられます。</p>
<p>37</p>	<p>「知る前契約・計画」に基づき売買等を行う前に当該契約・計画を撤回するなどして、一旦締結又は決定した「知る前契約・計画」を履行又は実行しないことは、売買等がないうち、インサイダー取引規制に違反しないことを明確にするべきである。</p> <p>また、「知る前契約・計画」を履行又は実行しないことに基づき裁量を有していたとしても、第14号ハの要件を満たさずという理解でよい。</p> <p>証券会社は、「知る前契約・計画」を受け入れた後、顧客より売買等の中止の指示を受けた際は、中止できる。</p>
<p>38</p>	<p>計画の実行の段階になって、当該計画を実行した後に損失を被る（又は利益を逃す）ことが想定される情報を知った後、当該計画の実行を一旦中止し、当該計画を修正して実行することは容認されないとの認識でよい（例えば売却計画実行直前に、株価の大幅上昇が見込まれる情報入手した上で、計画の実行を一旦中止し、当該情報の公表により株価が上昇した後に、改めて計画を修正して売却を行うなど。）。</p>
<p>39</p>	<p>▼改正取引規制附令第59条第1項第14号全般 第14号については、同号イ～ハを満たす限り、特定有価証券等に係る売買等が、金融商品取引所の取引所金融商品市場において行われる場合、及び取引所金融商品市場外において行われる場合のいずれにも適用されることとの理解でよい。</p>
<p>40</p>	<p>第14号の措置を利用する際に、同号ハに規定する内容以外の事項も含む契約又は計画を締結・決定することは妨げられず、かつ、そのような場合において、上記内容以外の事項について変更等が生じたときでも、本規定の適用を引き続き受けるために、あらかじめ同号ロに規定する措置を講じる必要はないという理解でよい（例えば、持株制度においては、持株会の規約と委員会からの入会申込書を知る前契約・計画とした場合に、当該規約等において、同号ハに</p>

## インサイダー取引規制に関するQ&amp;A 目次

平成 20 年 11 月 18 日  
 (最終改訂：平成 27 年 9 月 2 日)  
 金融庁  
 証券取引等監視委員会

## インサイダー取引規制に関するQ&amp;A

- (問 1) 上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合において、インサイダー取引規制に違反しないためには、どのような配慮が必要でしょうか。…………… 1
- (問 2) 現在、一部の上場会社において、「役員員において、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止する」という社内ルールが設けられている例があるが、年末まで又は年度末までなど一時的にこの社内ルールを解除し、インサイダー規制に反しない限り役員員が自社株式を取得してよいこととしたいと考えますが、インサイダー取引規制との関係で問題がありますか。…………… 2
- (問 3) 上場会社の役員員が、自社や取引先の株式を売買する場合、それらの会社に係る未公表の重要事実を職務等に関し知つていれば、取引の経緯等から重要事実を利用する意図がないことが明らかであったとしても、インサイダー取引規制違反として課徴金納付命令等の対象となるのでしょうか。…………… 3
- (問 4) 「金融商品取引法等に関する留意事項について」(金融商品取引法等ガイドライン) 第 1 章 166-1、166-2 及び 167-1 について、  
 (1) 「公開買付け等がある」とは、どのような状態のことをい  
 のででしょうか。  
 (2) 被買付企業の取締役会等が決定した要請が「合理的な根拠に基づく」場合とは、どのような場合でしょうか。  
 (3) 要請を受けた者が買付け等を行うに当たっては、  
 どのような点に留意する必要があるでしょうか。  
 (4) 同 166-2 において、要請を受けた者が、公開買付け等がないことを知りながら買付け等を行う場合についての留意事項が記載されているのに対し、同 167-2 が存在しないのは、  
 どのような理由によるのでしょうか。…………… 5
- (問 5) 上場会社等に係る業務等に関する重要事実を逐次入手し続ける立場にある者は、いわゆる「知る前契約・計画」を活用することができないのでしょうか。すなわち、契約の締結又は計画の決定の時点において何らかの重要事実を知っている以上、当該契約又は計画は、「知る前契約・計画」とはいえないのでしょうか。…………… 7

(問 1) 上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合において、インサイダー取引規制に違反しないためには、どのような配慮が必要でしょうか。

(答)

金融商品取引法第 166 条においては、「会社関係者」であって、上場会社に係る業務等に関する「重要事実」を知つた者は、その事実が公表された後でなければその会社の有価証券等の売買等をしてはならない旨が規定されています。(インサイダー取引規制)

上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合、実際には第三者である信託銀行等が買付主体となること、上記の会社関係者が重要事実を知つて売買等を行う場合に該当するかどうかが問題となります。

この点については、例えば、

- (1) 信託契約又は投資一任契約の締結・変更が、当該上場会社により重要事実を知ることなく行われたものであって、  
 (2) ① 当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行わない形の契約である場合、  
 又は、  
 ② 当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行う場合であっても、指示を行う部署が重要事実から遮断され、かつ、当該部署が重要事実を知っている者から独立して指示を行っているなど、その時点において、重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合、  
 においては、一般に、上記の会社関係者が重要事実を知つて売買等を行う場合に該当しないと考えられることから、基本的にインサイダー取引規制に違反しないものと考えられます。

(問2) 現在、一部の上場会社において、「役員員において、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止する」という社内ルールが設けられている例があるが、年末まで又は年度末までなど一時的にこの社内ルールを解除し、インサイダー規制に反しない限り役員員が自社株式を取得してよいこととしたいと考えますが、インサイダー取引規制との関係で問題がありますか。

(答)  
 インサイダー取引規制違反が生じないよう、上場会社各社においてその実情に応じた社内ルールが整備されることは重要なことですが、同時に、社内ルールが過剰な内容になり、結果として自社株式売買を萎縮させることがないよう配慮が必要です。  
 御指摘のような、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止するという社内ルールは法令上求められるものではなく、各社の判断でこれを解除することは、インサイダー取引規制に抵触するものではありません。

(問3) 上場会社の役員員が、自社や取引先の株式を売買する場合、それらから会社に係る未公表の重要事実を職務等に関し知れば、取引の経緯等から重要事実を利用する意図がないことが明らかであれば、インサイダー取引規制違反として課徴金納付命令等の対象となるのでしょうか。

(答)  
 金融商品取引法第166条においては、上場会社の役員員等の「会社関係者」であって、上場会社に係る業務等に関する「重要事実」を知ったものは、その事実が公表された後であればその会社の有価証券等の売買等をしてはならない旨が規定されています。(インサイダー取引規制)  
 上場会社の内部情報を知り得る特別の立場にある「会社関係者」が、未公表の「重要事実」を知って売買等を行うことは、一般の投資家と比べて著しく有利となった極めて不公平であり、そのような売買等が横行すれば、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうおそれがあります。インサイダー取引規制は、このような投資家の信頼を確保する観点から、「会社関係者」による一定の売買等を禁止しているものと考えられます。  
 しかしながら、投資家の信頼の確保という観点からは、「会社関係者」が未公表の「重要事実」を知った後に売買等を行ったとしても、当該売買等が「重要事実」を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、それにより証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうおそれは乏しく、インサイダー取引規制によって抑止を図ろうとする売買等には該当しないものと考えられます。

このため、自社や取引先の未公表の「重要事実」を知っている上場会社の役員員<sup>(注1)</sup>が、それらの会社の株式を売買した場合であっても、例えば、『重要事実』が、その公表により株価の上昇要因となることが一般的に明白なときに、当該株式の売付けを「重要事実」の公表前に行っている場合』や『重要事実』を知る前に、証券会社に対して当該株式の買付けの注文を行っている場合』など、取引の経緯等から「重要事実」を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、インサイダー取引規制違反として課徴金納付命令等の対象とされることにはならないものと考えられます。

なお、いずれにしても、上場会社においては、役員員がインサイダー取引に関与することのないよう、社内において相応の情報管理態勢の確保に努めることが求められます。<sup>(注2)</sup>

(注1) 「重要事実」を知らない役員員については、単に重要事実を知り得る

立場にあることをもって、その売買がインサイダー取引規制違反となることはないものと考えられます。

(注2) 日本証券業協会が運営し、上場会社の役員情報を管理・登録する仕組みである Japan-Insider Registration & Identification Support System (J-IRISS) への登録は、上場会社の役員によるインサイダー取引を防止するためのいわば「アラームシステム」としての機能を有しており、上場会社における法令遵守態勢の整備に資するものであるため、J-IRISS の登録が促進されることが強く望まれます。

(問4) 「金融商品取引法等に関する留意事項について」(金融商品取引法等ガイドライン) 第1章 166-1、166-2 及び167-1 について、  
 (1) 「公開買付け等がある」とは、どのような状態のことをいうのでしょうか。  
 (2) 被買付企業の取締役会等が決定した要請が「合理的な根拠に基づく」場合とは、どのような場合でしょうか。  
 (3) 要請を受けた者が買付け等を行うに当たっては、どのような点に留意する必要がありますでしょうか。  
 (4) 同 166-2 において、要請を受けた者が、公開買付け等がないことを知りながら買付け等を行う場合についての留意事項が記載されているのに対し、同 167-2 が存在しないのは、どのような理由によるのでしょうか。

(答)

(1) 原則として、公開買付者等が公開買付け等を行うことについての決定をした事実があれば、公開買付け等があることとなると考えられます。  
 ただし、当該事実が、公開買付者等が公開買付けに準ずる行為(金融商品取引法施行令第31条に規定する公開買付けに準ずる行為をいいます。以下この問4において同じ。)を行うことについての決定をした事実であって、かつ、当該公開買付者等が被買付企業の株券等の買集め行為(金融商品取引法施行令第31条に規定する買集め行為をいいます。以下この問4において同じ。)を開始する直前における当該公開買付者等の株券等所有割合(金融商品取引法施行令第31条ただし書に規定する株券等所有割合をいいます。以下この問4において同じ。)が100分の5未満である場合には、公開買付者等が公開買付けに準ずる行為を行うことについての決定をした事実に加え、買集め行為により当該公開買付者等の株券等所有割合が100分の5を超えている事実があれば、公開買付け等があることとなると考えられます。  
 被買付企業の取締役会等が公開買付け等に対抗するための要請を決定するに当たっては、上記の各事実があることについて、合理的な根拠に基づき判断する必要があります。

(2) 公開買付者等が公開買付け等を行うことについての決定をした事実があることについて「合理的な根拠に基づく」場合としては、例えば、被買付企業が当該企業以外の者から公開買付け等を行うことについての具体的な提案を受けた場合や、当該企業以外の者が公開買付け等を行うことについての決定をした事実を裏付ける具体的な報道が行われた場合が考えられます。  
 また、買集め行為により公開買付者等の株券等所有割合が100分の5を超えている事実について「合理的な根拠に基づく」場合としては、例えば、被買付企業が、当該企業以外の者から大量保有報告書が提出されたことを確認



した場合は、当該企業以外の者から株券等所有割合が100分の5を超えたことについての具体的な通知を受けた場合や、当該企業以外の者の株券等所有割合が100分の5を超えた事実を裏付ける具体的な報道が行われた場合が考えられます。

(3) 被買付企業の業務執行を決定する機関が公開買付け等に対抗するための要請を行うことについての決定をしたことは、被買付企業の業務等に関する重要事実であり、金融商品取引所における適時開示事項となっております。被買付企業の取締役会等の要請に基づいて、要請を受けた者が買付け等を行う際には、要請元である被買付企業が行う当該重要事実の公表等に基づき、当該要請が、公開買付け等があることについての合理的な根拠に基づくものであり、かつ、当該公開買付け等に対抗する目的をもって行われたものであるかにつき、適切に判断する必要があります。

(4) 金融商品取引法第167条第1項、第3項の規定によるインサイダー取引規制は、公開買付け等があることを前提とする規制です。したがって、要請を受けた者が、公開買付け等がないことを知っている場合には、公開買付け等がない以上、同条第1項、第3項の規定によるインサイダー取引規制の適用の前提を欠き、当該規制の対象になりません（そのため、同条第5項第5号の規定による適用除外の対象になるか否かは問題になりません。）。

(問5) 上場会社等に係る業務等に関する重要事実を逐次入手し続ける立場にある者は、いわゆる「知る前契約・計画」を活用することができないのでしょうか。すなわち、契約の締結又は計画の決定の時点において何らかの重要事実を知っている以上、当該契約又は計画は、「知る前契約・計画」とはいえないのでしょうか。

(答)

売買等を行う時点において未公表の重要事実を知っていたとしても、「知る前契約」の履行又は「知る前計画」の実行として当該売買等を行う場合には、当該重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等であることが明らかといえることから、インサイダー取引規制の適用除外とされていません（金融商品取引法第166条第6項第12号）。

このような趣旨を踏まえると、金融商品取引法第166条第6項第12号に規定する「知る前に締結された」又は「知る前に決定された」とは、「売買等を行う時点において知っている未公表の重要事実を知る前」に締結又は決定されたことを意味すると考えられます。

具体例として、契約の締結又は計画の決定の時点において知っている重要事実Aが売買等を行う前に全て公表又は中止され、また、当該契約の締結又は当該計画の決定の後に行った重要事実Bが当該売買等を行う時点において未公表となっている場合を想定します（なお、当該契約の締結又は当該計画の決定の時点から、当該売買等を行う時点までの間に、重要事実A及びBのほか知っている重要事実はないものとします。）。

ここで、売買等を行う時点において重要事実Bは未公表の重要事実ではありませんが、契約の締結又は計画の決定は重要事実Bを知る前に行われていることから、当該売買等が適用除外の要件を全て満たせば、「知る前契約・計画」に係る適用除外の対象となると考えられます。一方、重要事実Aとの関係では、その公表又は中止の後に売買等が行われているため、そもそもインサイダー取引規制上、問題は生じません。

このように、例えば、契約の締結又は計画の決定の時点において何らかの重要事実（上記例では重要事実A）を知っていたとしても、当該重要事実が全て公表された後に売買等を行うことを内容とする契約又は計画を締結又は決定することにより、売買等を行う時点において知っている他の重要事実（上記例では重要事実B）との関係で、「知る前契約・計画」として活用することができると考えられます。

なお、以上については、金融商品取引法第167条第5項第14号の規定による「知る前契約・計画」についても同様に考えられます。

資料3 関連条文2

**金融商品取引法施行令****(金融商品取引業者と密接な関係を有する者)**

- 第十五条の七** 法第二十九条の五第三項に規定する金融商品取引業者（法第二十九条の登録を受けようとする者を含む。）と密接な関係を有する者として政令で定める者は、次に掲げる者とする。
- 一 当該金融商品取引業者の役員（法第二十九条の二第一項第三号に規定する役員をいう。）
  - 二 当該金融商品取引業者の使用人
  - 三 当該金融商品取引業者の親会社等（第十五条の十六第六項に規定する親会社等をいう。）
  - 四 前三号に掲げる者に準ずる者として内閣府令で定める者

**(適格機関投資家等特例業務)****第十七条の十二**

2 法第二項第五号又は第六号に掲げる権利が次に掲げる要件に該当する場合には、前項の規定にかかわらず、法第六十三条第一項第一号に規定する適格機関投資家以外の者で政令で定めるものは、前項に規定する者並びに適格機関投資家以外の者であつて投資に関する知識及び経験を有するものとして内閣府令で定めるものとする。

- 一 当該権利を有する者（以下この項において「出資者」という。）が出資又は拠出をした金銭その他の財産を充てて行う事業が次に掲げるものであること。
- イ 出資又は拠出をした金銭その他の財産の額から内閣府令で定める額を控除した額の百分の八十を超える額を充てて、株券その他の内閣府令で定める有価証券（投資を行った時点において金融商品取引所に上場されていないもの）に限り、内閣府令で定めるものを除く。）に対する投資を行うものであること。
- ロ 投資者の保護に欠けずそれが少ないと認められるものとして内閣府令で定める場合を除き、資金の借入れ又は債務の保証を行うものではないこと。
- 二 やむを得ない事由がある場合を除き、出資者の請求により払戻しを受けることができないうこと。
- 三 当該権利に係る契約において、法第六十三条第九項に規定する内閣府令で定める事項が定められていること。
- 四 当該権利に係る契約の締結までに、出資者に対し、前三号に掲げる要件に該当する旨を記載した書面を交付すること。

**金融商品取引業者等に関する内閣府令****(金融商品取引業者と密接な関係を有する者)**

**第十六条の五の二** 令第十五条の十の七第四号に規定する内閣府令で定める者は、次に掲げる者とする。

- 一 当該金融商品取引業者の子会社等（令第十五条の十六第三項に規定する子会社等を含む。）以下この号、第三十三条第二項、第三十四条、第二百二十三条第一項第三十号、第十項及び第十一項、第二百二十五条の七第二項第二号並びに第六節において同じ。）又は当該金融商品取引業者の親会社等（令第十五条の十六第三項に規定する親会社等をいう。第二百二十三条第十項及び第十一項、第二百二十五条の七第二項第二号並びに第六節において同じ。）の子会社等
- 二 当該金融商品取引業者が行う一の運用財産の運用に係る権限の全部又は一部の委託を受けた者
- 三 当該金融商品取引業者が一の運用財産の運用として行うこととなる取引の対象となるもの（以下この号において「取引対象」という。）の価値等（取引対象の価値、オプションの対価の額又は取引対象に係る指標の動向をいう。以下この号において同じ。）若しくは価値等の分析に基づく投資判断（投資の対象となるものの種類、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期についての判断又は行うべき取引の内容及び時期についての判断をいう。）に関し、口頭、文書（新聞、雑誌、書籍その他不特定多数の者に販売することを目的として発行されるもので、不特定多数の者により随時に購入可能なものを除く。）その他の方法により助言を行うことを約し、当該金融商品取引業者がそれに対し報酬を支払うことを約する契約を当該金融商品取引業者と締結している者又は当該投資判断に関し、当該方法により助言を行うことを約し、当該者がそれに対し報酬を支払うことを約する契約を当該者と締結している者
- 四 令第十五条の十の七第三号及び前第三号に掲げる者の役員又は使用人
- 五 令第十五条の十の七第一号及び第二号並びに前第三号に掲げる者の親族（配偶者並びに三親等以内の血族及び姻族に限る。）

**(特定投資家に準ずる者)**

**第十六条の六** 法第二十九条の五第三項に規定する内閣府令で定める者は、次に掲げる者とする。

- 一 令第十七条の十二第二項第三号から第五号まで、第八号、第九号、第十二号、第十四号又は第十五号に掲げる者
- 二 その取得する出資対象事業時分（法第二條第二項第五号又は第六号に掲げる権利をいう。以下同じ。）に係る私募又は私募の取扱いの相手方であつて、第二百三十三条の三各号に掲げる者

**（適格機関投資家等特例業務の相手方）**

**第二百三十三条の二**

3 令第十七条の十二第二項第十四号に規定する内閣府令で定める要件は、次の各号のいずれかに該当することとする。

- 一 次に掲げる全ての要件に該当する個人であること。
- イ 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、その保有する資産の合計額が一億円以上であると見込まれること。
- ロ 当該個人が金融商品取引業者等（外国の法令上これに相当する者を含む。）に有価証券の取引又はデリバティブ取引を行うための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。
- 二 業務執行組合員等（組合契約を締結して組合の業務の執行を委任された組合員、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合員又は外国の法令に基づくこれらに類する者）をいう。以下この号及び次項第四号ロにおいて同じ。）であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、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又は外国の法令に基づくこれらに類する契約に係る出資対象事業により業務執行組合員等としてその保有する資産の合計額が一億円以上であると見込まれる個人であること（業務執行組合員等として取引を行う場合に限り。）。

4 令第十七条の十二第二項第十五号に規定する内閣府令で定める者は、次の各号のいずれかに該当する者とする。

- 一 その社員総会における議決権の総数の四分の一以上の数が国若しくは地方公共団体により保有されている公益社団法人又はその拠出をされた金額の四分の一以上の金額が国若しくは地方公共団体により拠出をされている公益財団法人であって、地域の振興又は産業の振興に関する事業を公益目的事業（公益社団法人及び公益財団法人の認定等）に関する法律（平成十八年法律第四十九号）第二条第四号に規定する公益目的事業をいう。）とするもの
- 二 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、その保有する資産の合計額が百億円以上であると見込まれる存続厚生年金基金（改正前厚生年金保険法第百三十六条の三第四項に規定する年金給付等積立金の管理及び運用の体制が整備され、かつ、平成二十五年厚生年金等改正法附則第五条第一項の規定によりなおその効力を有するものとされる改正前厚生年金保険法第百七十六条第二項の規定による届出がされているものに限る。）
- 三 外国の法令上企業年金基金又は前号に掲げる者に相当する者であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、その保有する資産の合計額が百億円以上であると見込まれる者
- 四 次に掲げる要件のいずれかに該当する法人
- イ 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、当該法人が保有する資産の合計額が

一億円以上であると見込まれること。

ロ 当該法人が業務執行組合員等であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、組合契約、匿名組合契約若しくは有限責任事業組合契約又は外国の法令に基づくこれらに類する契約に係る出資対象事業により業務執行組合員等として当該法人が保有する資産の合計額が一億円以上であると見込まれること（業務執行組合員等として取引を行う場合に限り。）。

五 次に掲げる者の子会社等又は関連会社等（令第十五条の十六第四項に規定する関連会社等）をいう。次条第十一号及び第十二号において同じ。）

- イ 金融商品取引業者等である法人
- ロ 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
- ハ 資本金の額が五千万円以上である法人
- ニ 純資産の額（貸借対照表上の資産の額から負債の額を控除して得た額）をいう。次条第二号において同じ。）が五千万円以上である法人

六 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、一日において、次のイに掲げる金額に対するロ及びハに掲げる金額の合計額の割合が百分の七十以上であると見込まれる会社であって、代表者（令第十七条の十二第二項第十四号に掲げる者に該当する者に限り。以下この条において同じ。）のためにその資産を保有し、又は運用するもの

- イ 当該一日における当該会社の資産の帳簿価額の総額
- ロ 当該一日における次に掲げる資産（第八号において「特定資産」という。）の帳簿価額の合計額

- (1) 有価証券であって、当該会社の特別子会社の株式又は特分以外のもの
  - (2) 当該会社が現に自ら使用していない不動産（不動産の一部につき現に自ら使用していない場合は、当該一部分に限る。）
  - (3) ゴルフ場その他の施設の利用に関する権利（当該会社の事業の用に供することを目的として有するものを除く。）
  - (4) 絵画、彫刻、工芸品その他の有形の文化的財産である動産、貴金属及び宝石（当該会社の事業の用に供することを目的として有するものを除く。）
  - (5) 現金及び国内の金融機関に対する預貯金その他これらに類する資産
- ハ 当該一日以前の五年間において、当該会社の代表者及び当該代表者に係る同族関係者に対して支払われた剰余金の配当等（株式又は特分に係る剰余金の配当又は利益の配当をいう。）及び給与（債務の免除による利益その他の経済的な利益を含む。）のうち法人税業年度の所得の金額の計算上損金の額に算入されないこととなるものの金額
- 七 外国出資対象事業特分の発行者（当該権利を有する者が適格機関投資家、出資対象事業特分の発行者、令第十七条の十二第二項第一号から第十四号までに掲げる者又は前号若しくは次号に掲げる者である場合に限る。）

八 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、一の事業年度における総収入金額に占める特定資産の運用収入の合計額の割合が百分の七十五以上であると見込まれる会社であって前各号に掲げる者のためにその資産を保有し、又は運用するもの

**(投資に関する事項について知識及び経験を有する者)**

**第二百三十三条之三** 令第十七条の十二第二項に規定する内閣府令で定めるものは、その取得する出資対象事業特分に係る私募又は公募の取扱いの相手方となる時点において、次の各号のいずれかに該当する者とする。

- 一 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の役員
- 二 資本金の額又は純資産の額が五千万円以上である法人であって法第二十四条第一項の規定により有価証券報告書(同項に規定する有価証券報告書をいう。第九号において同じ。)を提出しているものの役員
- 三 前条第四項第四号ロに掲げる要件に該当する法人の役員
- 四 当該私募又は公募の取扱いの相手方となる日前五年以上以内に前三号に掲げる要件のいずれかに該当していた者
- 五 当該私募又は公募の取扱いの相手方となる日前五年以上以内に、前号又はこの号に該当する者として、当該出資対象事業特分と同一の発行者が発行する出資対象事業特分を取得した者
- 六 当該私募又は公募の取扱いの相手方となる日前五年以上以内に前条第四項第四号ロに掲げる要件に該当する法人であった者
- 七 次に掲げる業務のいずれかに、会社の役員若しくは従業員若しくは従業者(特に専門的な能力であって当該業務の継続の上で欠くことができないものを發揮して当該業務に従事した者に限る。)又は会社との間で当該業務の助言を行うことを約し、当該会社がそれに対し報酬を支払うことを約する契約を締結した者として従事したと認められる期間が通算一年以上であって、当該業務に最後に従事した日から当該私募又は公募の取扱いの相手方となる日までの期間が五年以内である者
- イ 会社の設立、募集株式若しくは募集新株予約権を引き受けける者の募集又は新事業活動(会社が現に行っている事業と異なる種類の事業であって、新商品の開発又は生産、新役務の開発又は提供、商品の新たな生産又は販売の方式の導入、役務の新たな提供の方式の導入その他の新たな事業活動をいう。)の実施に関する業務
- ロ 合併、会社の分割、株式交換、株式移転、事業の譲受け若しくは譲渡又は他の会社の株式若しくは持分の取得に関する業務
- ハ 発行株式の金融商品取引所への上場に関する業務
- ニ 会社の経営戦略の作成、貸借対照表若しくは損益計算書の作成又は株主総会若しくは取締役会の運営に関する業務
- 八 当該私募又は公募の取扱いの相手方となる日前五年以上以内に提出された有価証券届出

書(金融商品取引所に発行株式を上場しようとする会社が提出するものに限る。)において、株式の所有数の上位五十名までの株主として記載されている者

九 当該私募又は公募の取扱いの相手方となる日前五年以上以内に提出された有価証券届出書(前号に規定するものを除く。)又は有価証券報告書において、株式の所有数の上位十名までの株主として記載されている者

十 認定経営革新等支援機関(中小企業等経営強化法(平成十一年法律第十八号)第二十一条第二項に規定する認定経営革新等支援機関をいう。)

十一 前各号(第六号を除く。)のいずれかに該当する個人に係る次のいずれかに該当する会社、組合その他これらに準ずる事業体(外国におけるこれらに相当するものを含む。以下この号及び次号において「会社等」という。)

イ 当該個人が総株主等の議決権の百分の五十を超える議決権を保有する会社等(当該会社等の子会社等及び関連会社等を含む。)

ロ 当該個人が総株主等の議決権の百分の二十以上百分の五十以下の議決権を保有する会社等

十二 第一号から第十号までのいずれかに該当する会社等の子会社等又は関連会社等

**(投資に関する事項について知識及び経験を有する者を相手方として資格機関投資家等特例業務を行うための要件)**

**第二百三十三条之四** 令第十七条の十二第二項第一号イに規定する内閣府令で定める額は、現金及び預貯金の合計額とする。

2 令第十七条の十二第二項第一号イに規定する内閣府令で定める有価証券は、次に掲げるものとする。

- 一 株券、新株予約権証券及び新株予約権付社債券
- 二 外国の者の発行する証券又は証券で前号に掲げる有価証券の性質を有するもの
- 3 令第十七条の十二第二項第一号イに規定する内閣府令で定めるものは、有価証券に対する投資を行った時点において次の各号に掲げる者が当該各号に定めるものを発行している場合における当該有価証券とする。
  - 一 当該有価証券の発行者 次に掲げる有価証券で金融商品取引所若しくは外国金融商品市場に上場されているもの又は店頭売買有価証券登録原簿(法第六十七条の十一第一項の店頭売買有価証券登録原簿をいう。以下この項において同じ。)に登録されているもの
  - イ 株券、新株予約権証券及び新株予約権付社債券
  - ロ 外国の者の発行する証券又は証券でイに掲げる有価証券の性質を有するもの
  - 二 当該有価証券の発行者(会社法第二条第六号に規定する大会社であるものに限る。)の親会社等 前号イ又はロに掲げる有価証券で金融商品取引所若しくは外国金融商品市場に上場されているもの又は店頭売買有価証券登録原簿に登録されているもの
  - 三 当該有価証券の発行者の子会社等 第一号イ又はロに掲げる有価証券で金融商品取



引所若しくは外国金融商品市場に上場されているもの又は店頭売買有価証券登録原簿に登録されているもの

4 令第十七条の十二第二項第一号ロに規定する内閣府令で定める場合は、次の各号のいずれかに該当する資金の借入れ又は債務の保証を行う場合であつて、当該借入れの額と保証債務の額との合計額が、出資者（同号に規定する出資者をいう。第二百三十九条の二第一項において同じ。）が出資又は拠出した金銭その他の財産の価額の百分の十五を超えない場合とする。

- 一 弁済期限（弁済期限の延長があつた場合は、当該延長された期間を含む。）が二十日を超えない資金の借入れ
- 二 保証期間（保証期間の延長があつた場合は、当該延長された期間を含む。）が二十日を超えない債務の保証
- 三 出資対象事業に係る第二項各号に掲げる有価証券（投資を行った時点において金融商品取引所に上場されているもの又は前項に規定するものを除く。）の発行者の債務の保証（当該保証債務の額が当該有価証券の額を超えないものに限る。）

**（契約書の写しの提出の手続等）**

**第二百三十九条の二** 法第六十三條第九項（法第六十三條の三第三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事項は、次に掲げる事項とする。

- 一 出資対象事業区分の名称
- 二 出資対象事業の内容
- 三 出資対象事業を行う営業所又は事務所所在地
- 四 出資者及び当該出資者から出資又は拠出を受けた金銭その他の財産の運用を行う者（以下この項において「ファンド資産運用者」という。）の商号、名称又は氏名及び住所
- 五 出資者が出資又は拠出をする金額（金銭以外の財産を出資又は拠出の目的とするときは、その内容及び価額）
- 六 出資対象事業区分に係る契約期間がある場合には、当該契約期間
- 七 出資対象事業の事業年度
- 八 ファンド資産運用者が、出資対象事業の事業年度ごとに、当該事業年度の財務諸表等を作成し、公認会計士又は監査法人の監査を受けること。
- 九 ファンド資産運用者が、出資対象事業に係る事業年度終了後相当の期間内に、出資者に対し、財務諸表等及び前号の監査に係る報告書の写しを提供すること。
- 十 ファンド資産運用者が、出資対象事業に係る報告書提供終了後相当の期間内に、出資者を招集して、出資者に対し出資対象事業の運営及び財産の運用状況を報告すること。
- 十一 出資者から出資又は拠出を受けた金銭その他の財産を充てて有価証券その他の財産に対する投資を行う場合において、ファンド資産運用者が出資者に対し、その投資の内

容を書面により通知すること。

十二 正当な事由がある場合において、出資者の有する出資対象事業時分の過半数（これを上回る割合を定めた場合には、その割合以上）の同意を得て、ファンド資産運用者を解任することができること。

十三 ファンド資産運用者が退任した場合において、全ての出資者の同意により、新たなファンド資産運用者を選任することができること。

十四 出資対象事業時分に係る契約の変更（軽微な変更を除く。）をする場合において、出資者の有する出資対象事業時分の過半数（これを上回る割合を定めた場合には、その割合以上）の同意を得なければならぬこと。

**有価証券の取引等の規制に関する内閣府令**

**（重要事実に係る規制の適用除外）**

**第五十九条** 法第六十六條第六項第十二号に規定する上場会社等に係る同条第一項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に締結された当該上場会社等の特定有価証券等に関する契約の履行又は上場会社等に係る同項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に決定された当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等の計画の実行として売買等をする場合は、次に掲げる場合とする。

・ ・ ・

十四 前各号に掲げる場合のほか、次に掲げる要件の全てに該当する場合  
イ 業務等に関する重要事実を知る前に締結された特定有価証券等に係る売買等に関する書面による契約の履行又は業務等に関する重要事実を知る前に決定された特定有価証券等に係る売買等の書面による計画の実行として売買等を行うこと。

- ロ 業務等に関する重要事実を知る前に、次に掲げるいずれかの措置が講じられたこと。  
（1）当該契約又は計画の写しが、金融商品取引業者（法第二十八條第一項に規定する第一種金融商品取引業（有価証券関連業に該当するもの）に限り、法第二十九條の四の第二項に規定する第一種少額電子募集取扱業務のみを行うものを除く。）を行う者に限る。  
（2）並びに第六十三條第一項第十四号ロ（1）及び（2）において同じ。）に対して提出され、当該提出の日付について当該金融商品取引業者による確認を受けたこと（当該金融商品取引業者が当該契約を締結した相手方又は当該計画を共同して決定した者である場合を除く。）。

（2） 当該契約又は計画に確定日付が付されたこと（金融商品取引業者が当該契約を締結した者又は当該計画を決定した者である場合に限る。）。

（3） 当該契約又は計画が法第六十六條第四項に定める公表の措置に準じ公表の範疇に供されたこと。

ハ 当該契約の履行又は当該計画の実行として行う売買等につき、売買等の別、銘柄及び期日並びに当該期日における売買等の総額又は数（デリバティブ取引にあっては、これら

に相当する事項)が、当該契約若しくは計画において特定されていること、又は当該契約若しくは計画においてあらかじめ定められた裁量の余地がない方式により決定されること。

#### (公開買付け等に係る規制の適用除外)

**第六十三条** 法第六十七條第五項第十四号に規定する公開買付者等の公開買付け等事実を知る前に締結された当該公開買付け等に係る株券等に売却若しくは売付け等に関する契約の履行又は公開買付者等の公開買付け等事実を知る前に決定された当該公開買付け等に係る株券等に売却若しくは売付け等の計画の履行又は公開買付け等又は売却等をする場合のうち内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。

十四 前各号に掲げる場合のほか、次に掲げる要件の全てに該当する場合

イ 公開買付け等事実を知る前に締結された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等に関する書面による契約の履行又は公開買付け等事実を知る前に決定された当該公開買付け等に係る株券等に売却若しくは売付け等の書面による計画の履行として買付け等若しくは売付け等を行うこと。

ロ 公開買付け等事実を知る前に、次に掲げるいづれかの措置が講じられたこと。

(1) 当該契約又は計画の写しが、金融商品取引業者に対して提出され、当該提出の日付について当該金融商品取引業者による確認を受けたこと(当該金融商品取引業者が当該契約を締結した相手方又は当該計画を共同して決定した者である場合を除く。)

(2) 当該契約又は計画に確定日付が付されたこと(金融商品取引業者が当該契約を締結した者又は当該計画を決定した者である場合に限る。)

(3) 当該契約又は計画が法第六十七條第四項に定める公表の措置に準じ公衆の縦覧に供されたこと。

ハ 当該契約の履行又は当該計画の履行として行う買付け等又は売付け等につき、買付け等又は売付け等の別、銘柄及び期日並びに当該期日における買付け等又は売付け等の総額又は数(デリバティブ取引にあっては、これらに相当する事項)が、当該契約若しくは計画において特定されていること、又は当該契約若しくは計画においてあらかじめ定められた裁量の余地がない方式により決定されること。

**金融商品取引法等に関する留意事項について(金融商品取引法等ガイドライン)**

**金融法第166条(会社関係者の禁止行為)関係**

(公開買付け等に対抗するための上場会社等の要請に基づき買付けその他の有償の譲受けを行う場合)

**166-1** 上場会社等の取締役会(これに相当するものとして金融法施行令第31条の2で定める機関を含む。167-1において同じ。)が決定した要請(監査等委員会設置会社にあつては会社法第399条の13第5項の規定による取締役会の決議による委任又は同条第6項

の規定による定款の定め)に基づき取締役会の決議による委任に基づいて取締役の決定した要請を含む、指名委員会等設置会社にあつては同法第416条第4項の規定による取締役会の決議による委任に基づいて執行役の決定した要請を含む。167-1において同じ。)が、公開買付け等(当該上場会社等の株券等(金融法第27条の2第1項に規定する株券等をいう。))に係る同項に規定する公開買付け(同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。)又はこれに準ずる行為として金融法施行令第31条で定めるものをいう。166-2において同じ。)があることに基づいての合理的な根拠に基づくものであり、かつ、当該公開買付け等に反対する目的をもって行われたものである場合には、当該要請は、金融法第166条第6項第4号の規定による要請に該当することに留意する。

**166-2** 166-1の要請を受けた者が、公開買付け等がないことを知りながら行う買付けその他の有償の譲受けは、金融法第166条第4項第4号の規定による買付けその他の有償の譲受けに該当しないことに留意する。

**金融法第167条(公開買付者等関係者の禁止行為)関係**  
(公開買付け等に対抗するための上場株券等の発行者の要請に基づく買付け等を行う場合)

**167-1** 上場株券等の発行者の取締役会が決定した要請が、公開買付け等(当該上場株券等の金融法第27条の2第1項に規定する公開買付け(同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。))又はこれに準ずる行為として金融法施行令第31条で定めるものをいう。)があることに基づいての合理的な根拠に基づくものであり、かつ、当該公開買付け等に反対する目的をもって行われたものである場合には、当該要請は、金融法第167条第5項第5号の規定による要請に該当することに留意する。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

高頻度取引・アルゴリズム取引規制のあり方 ―ドイツ法と MiFID II―

2016年11月25日(金) 15:00~16:56

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
龍田	節	京都大学名誉教授(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

高頻度取引・アルゴリズム取引規制のあり方

—ドイツ法と MiFID II—

同志社大学法学部教授

船 津 浩 司

目 次

- |   |                            |
|---|----------------------------|
| I. はじめに   | 5. 相場操縦具体化省令の改正            |
| II. 高頻度取引法の内容   | III. 規制導入後のドイツの市場傾向        |
| 1. 序説～高頻度取引法の概要   | 1. 許可取得業者の数                |
| 2. 「高頻度アルゴリズム取引手法を用いた<br>自己の計算による金融商品の売買」に<br>従事する者に対する許可制の導入 | 2. 市場構造の変化                 |
| 3. 「アルゴリズム取引」に対する規制   | IV. MiFID II との比較          |
| 4. 取引内容の規律  | 1. 規律内容の比較（総論）             |
|   | 2. 新たに国内法化が提案されている規律<br>討論 |

○川口 それでは、定刻になりましたので、研究会を始めたいと思います。

本日は、同志社大学の船津先生より、「高頻度取引・アルゴリズム取引規制のあり方 —ドイツ法と MiFID II—」というテーマでご報告をお願いします。

よろしくをお願いします。

○船津 同志社大学の船津でございます。よろしくお願いいたします。

私をご報告いたしますのは、「高頻度取引・アルゴリズム取引規制のあり方」ということで、2016年に設置された金融審議会市場ワーキング・グループ（以下「市場WG」という）の論点メモ（第7回（2016年10月19日）資料3）の中でも、我が国でも高頻度取引・アルゴリズム取引の規制というものをどうすべきかというような話がございました。

I. はじめに

近時、情報技術の発展に伴って、金融商品取引にもコンピュータやプログラムが介在することが多くなりました。とりわけ短時間に大量の注文を発出する高頻度取引あるいはHFT（High Frequency Trading）と呼ばれる手法ですとか、それを可能とするアルゴリズムを用いた取引といったものは、情報技術の発展に伴って金融市場で非常に大きな存在感を示すようになってきていると言われております。

現に日本でも、東京証券取引所で40%を超えるものがアルゴリズムというか、高頻度取引の業者というか、そういった主体による約定ではないかと言われております。

このような状況を受けまして、先ほども申し上げましたが、市場WGで「アルゴリズムを用いた高速な取引」に関する規制のあり方が検討されてお



ります。その議論の中では、規制のあり方の参考資料として、欧州における金融商品市場指令の改訂版(MiFID II)ですとか、あるいはドイツ法の規律内容も参照されております。

本報告は、我が国の高頻度取引・アルゴリズム取引に対する規律のあり方を検討する際の比較法資料の一つとして、欧州の規制、とりわけ2013年5月15日に施行されました、ドイツの「高頻度取引における危険及び濫用を防止するための法律」(以下「高頻度取引法」という)の内容を中心に紹介したいと考えております。

なぜドイツ法かというところはあるわけですが、先ほども申し上げましたように、市場WGで欧州の規律と、その中の一つとしてドイツ法もサーチされているという点、それから、おそらく私が知る限りでは世界で最初に高頻度取引の法規制を設けたのがドイツではないかということがございまして、ドイツ法を中心に取り上げさせていただくということでございます。

## II. 高頻度取引法の内容

### 1. 序説～高頻度取引法の概要

IIに入りまして、高頻度取引法の内容を見ていきたいわけですが、まず、そもそもといたしまして、高頻度取引法というのは単行法ではございませんで、日本法でいうところの銀行法に相当するような信用制度法ですとか、金融商品取引法の第3章に相当するような有価証券取引法(WpHG)ですとか、金融商品取引法の第5章に相当するような取引所法などの諸法を改正する法律が高頻度取引法でございます。

ドイツにおきましては、銀行が本体で銀行業務と証券業務を兼営し、顧客に対して幅広い金融サービスを提供できる、いわゆるユニバーサル・バンクシステムがとられていると言われております。したがって、証券業に関する規制のうち、業者の主体に係る健全性ですとか業法的監督などに関しては我が国の銀行法に相当する信用制度法が定めております。他方、業者の行為規制に関しては有価証券取引法が定めているということに

なります。

また、本報告の主題であります、高頻度取引ですとかアルゴリズム取引の舞台となるべき取引の場「Trading Venue」——「Trading Venue」という言い方はMiFID IIなどにあるわけですが、広く、いわゆる証券取引所を含みます——の規律をするのが取引所法です。また、我が国のPTSに相当すると言われている多角的取引システム——「Multilateral Trading Facility」という英語を略称した「MTF」という言い方のほうが我が国では定着しているかと思いますが——このMTFに関しては有価証券取引法が規定してございまして、それらもまた改正されております。

大まかに言いますと、信用制度法によって、高頻度取引に該当する自己勘定取引をするような業者については許可が要るのだとしたことが1点目。それから、有価証券取引法により、有価証券サービス企業——いわゆる証券会社、証券部門というべきでしょうか——について、高頻度取引を含むアルゴリズム取引に耐え得るシステムを構築するという義務を課したのが2点目。最後に3点目として、取引所法によって、高頻度取引を含むアルゴリズム取引内容の規制というものを若干導入した、ということでございます。

以下、2、3、4で、この3点についてご報告します。

### 2. 「高頻度アルゴリズム取引手法を用いた自己の計算による金融商品の売買」に従事する者に対する許可制の導入

まず、「高頻度アルゴリズム取引手法を用いた自己の計算による金融商品の売買」というものに従事する者に対して許可制が導入されたのが、信用制度法の改正内容です。

なお、レジュメのほかに別紙をつけております。別紙は関連規定を私が翻訳したものでございます。1番が信用制度法、2番が取引所法、3番が有価証券取引法、そのほか取引所規則等も訳しておりますので、適宜こちらもあわせてご参照いただき

ながらお聞きいただければと思います。

A. 規制対象: 「高頻度アルゴリズム取引手法 (eine hochfrequente algorithmische Handelstechnik) を用いた自己の計算による金融商品の売買」

そもそも、いわゆる信用制度法では、「金融サービス」の提供を業として行う場合には、連邦金融監督庁と訳すのがいいのでしょうか、Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (以下「BaFin」という) の許可を取得しなければならないわけですが、高頻度取引法によりまして、この「金融サービス」の一種である「Eigenhandel」という概念の中にいわゆる高頻度取引に相当する取引が含まれることになりました。

#### ① Eigenhandel と Eigengeschäft

信用制度法 1 条 1a 項 2 文 4 号がこの「Eigenhandel」というものを定義しているわけですが、この号は、高頻度取引法の改正前は、金融サービス機関が自らの名義と計算で取引を行うものの、そこには第三者に対するサービスの性質を伴っているという行為類型でした。

それが 4 号の a から c までの行為類型だったわけですが、そこに新たに d というのが加わりまして、その加わった行為態様というのが「高頻度アルゴリズム取引手法を用いた自己の計算による金融商品の売買」です。

もともと d 以外の行為態様が具体的にどういうことを指していたかといいますと、金融サービス機関がマーケット・メイカーやシステムティックな店内執行者 — systematische Internalisierer と呼ばれる、店内付け合わせをする者です — としての役割を果たすこと等を通じて起こり得る取引を念頭に置いたものでした。

これに対して、自分の名義と計算で行う場合であって、先ほど言いました「Eigenhandel」に該当しない取引というのは「Eigengeschäft」と呼ばれておりまして、これには自ら値差をとりに行く、いわゆるプロップ・トレードと呼ばれるものが含まれることとなります。

ややこしい話になっておりますけれども、高頻度取引法によりまして許可取得義務の対象となった類型というのは、実は 4 号の Eigenhandel の 1 類型として d に加えられたわけですが、a から c とは異なりまして、他人のためのサービスではない場合を含めて、そういった行為というのが金融サービスの提供に当たるのだとされているわけです。したがって、ややこしいですが、従来、「Eigengeschäft」に該当するような取引類型までを含むということになる。その意義は、銀行業や金融サービス業を営んでいない自然人とか企業とか会社といった主体が、プロップ・トレードのような、自ら利益を得るために高頻度取引を行う場合にも、金融サービスの提供として信用制度法の許可が要ということです。

#### ② 「国内組織化市場または代替的取引システムの直接的又は間接的参加者」

具体的にどういう主体の行為が規律の対象となるかですが、この点に関しては、まず「国内組織化市場または代替的取引システムの直接的又は間接的参加者」となっております。この規定における直接的参加者というのは、いわゆる取引参加者と呼ばれるもののイメージでして、おおむね証券会社と考えてよいと思います。

他方で、直接的参加者に該当する者以外にも、高頻度取引の遂行のために国内の取引参加者のインフラストラクチャーを用いる場合には、「間接参加者」として信用制度法の許可の対象となります。この間接的参加者というのは、国内組織化市場または MTF の「(直接的) 取引参加者」が「直接的電子アクセス」を与えている者を指すと言われております。

では、この「直接的電子アクセス」というのは何かということになるわけですが、それについてはレジュメの 3 ページに記載がございます。

立法者の解釈といたしましては、国内組織化市場または MTF の構成員または参加者、要するに、直接的参加者が、金融商品に関する注文の取引プラットフォームに対して直接メッセージを送る

ために、自らの取引 ID を使うことを許可している人がこれに当たる、としております。

何のことかという話になるわけですが、取引の場に対して電子的につなぐ方法はどうか二通り考えられるようでして、一つはダイレクト・マーケット・アクセスと呼ばれるもの、もう一つはスポンサード・アクセスと呼ばれるものです。

ダイレクト・マーケット・アクセスというのはどういうものかといいますと、直接参加者、要するに証券会社が ID を貸し、取引する人がその証券会社の ID で取引の場（要するに証券取引所）のシステムにつなぐわけですが、つなぐときに、一旦証券会社のインフラストラクチャー、要するに証券会社のサーバーを経由して取引所につなぐという手法です。

これに対して、スポンサード・アクセスというのは、ID を貸して、その参加者の ID で取引所につなぐということは同じなのですが、証券会社のシステムを通さないというような形でのつなぎ方ということになります。

このいずれかに該当するような、その ID を借りている人がここでいう間接的参加者ということになって、そういう形で証券会社の ID を借りて取引の場に注文を出すようなことをすれば、許可の取得義務の対象となるということになっております。

規制の仕方としては、ほかにも、ID を借りているかどうかではなくて、ID を借りずに、証券会社を通して証券会社から大量の注文を流す者を対象とするというような方法もあり得るわけなのですが、このあたりは、許可の取得義務をあまりに厳しくし過ぎると、冒頭で申し上げましたとおり、ドイツが先走って規律をしていたという手前、業者がドイツ市場から逃げかねないということがございますので、証券会社の ID を借りてつないでいるかどうかという点で区切ることにしたというのが、この規制のあり方といいますか、方法だということになります。

### ③ 具体的取引態様

具体的な取引態様、すなわちどういうことをしている人が許可取得義務の対象になるのかといいますと、以下 a、b、c と書いてありますが、「レイテンシーの短縮を目的とするインフラストラクチャーの利用」、「人の手を介さないシステムによる決定」、それから「大量のメッセージの発出」。これらは全て「及び」でつないでいますので、a、b、c を全て備えた人、これが高頻度アルゴリズム取引手法を用いている人だということになります。

#### a. レイテンシーの短縮を目的とするインフラストラクチャーの利用

レイテンシーというのは何かといいますと、これは注文とか注文の取消しといったものを発注者側が出して、それから取引所のサーバー等に行って、そのサーバーで処理がされるまでの時間ということのようです。要するに、注文等を出してから取引の場においてデータ処理にかかるまでの時間だと言われております。これをできるだけ短くするためのいろいろな道具を使っている場合に、まずこのレイテンシーの短縮を目的としたインフラストラクチャーの利用という要件に該当するとされております。

具体的な内容というのは法律には書いていないわけですが、BaFin の解説文書等で例示されているのが、コロケーションですとか、プロキシミティ・ホスティングとか、市場マッチングマシーンと每秒 10 ギガビット以上の広帯域でデータ接続をしているというようなことが例として挙げられています。

コロケーションというのは、ご存じかもしれませんが、取引所の注文を処理する機械と同じ施設に注文を出す側のサーバーも置くというのが、大まかな内容ということになります。

プロキシミティ・ホスティングというのは、それよりは遠いけれども、少しでもマッチングマシーンに近いところで、例えばデータセンターを近くに置いているというような場合だと言われております。このあたりが高頻度取引に使われるインフラとしては多いのではないかと思います。

b. 人の手を介さないシステムによる決定

それから、「人の手を介さないシステムによる決定」というのが2番目の特徴としてございます。これは、信用制度法上はこういう要件になっているわけですが、後ほどご説明します有価証券取引法上の「アルゴリズム取引」の内容とほぼ一致していると考えてよいかと思えます。

アルゴリズム取引というのは何かといいますと、「コンピュータアルゴリズムが個別の注文パラメータを自動的に決定するような方法で行う金融商品の取引」と言われております。要するに、コンピュータが勝手に決めてくれるということになるわけですが、具体的に何を決めてくれるかという、注文パラメータだということになります。

条文上は、いろいろ書いてあるわけですが、解釈論として一番重要だと思われるのが、レジュメの3ページの「※」で書いておりますけれども、フランクフルト証券取引所を管轄していますヘッセン州の解釈ガイドラインです。これによりますと、注文パラメータとしては、どの金融商品か、売るか買うのか、幾つ売買するのか、指値か成行か等々の注文形式をどうするのか、幾らで売買するのか、幾らまでなら買っていい、幾らまでなら売っていいというような価格の上限・下限をどうするのか、フランクフルト証券取引所あるいはMTFといった取引の場はどうするのか、最後に、その注文をいつ出すのかという、この8つがあると解釈されております。

したがって、後ほども出てきますけれども、金融商品と売買の別と数量等を打ち込んだら、後は自動的にどこの取引の場に送ればいいのかといったことを勝手に決定してくれるというような場合に、これがアルゴリズム取引に該当するということとなります。

c. 大量のメッセージの発出

高頻度アルゴリズム取引手法の特徴の3点目は大量のメッセージの発出というものでして、これ

がまさに高頻度取引の高頻度たるゆえんということになるかと思いますが、これは年間を通じて1日当たりの取引メッセージの量が7万5,000件、または少なくとも1秒当たりの取引メッセージ2件以上であるとされております。

この取引メッセージの発出は1つの取引の場について存在していなければならない、したがって、他の取引所と合算してこの基準を満たす場合にはこれに該当しないと言われております。

要するに、高頻度取引というのはどういうことをするかといいますと、メッセージをとにかくたくさん出して、薄く利益を上げていくというところに特徴があると言われております。例えば、1,000円で買って、1,001円で売る、また1,002円で買って、1,003円で売るというようなことをすると。それを秒単位、ミリ秒単位でやっていくということになるわけです。

そうしますと、必然的に発注だとか、あるいは取消しだとか、価格の変更等の取引メッセージの量は膨大になるということで、高頻度取引業者かどうかを決めるメルクマールとして大量のメッセージの発出を用いているということになります。

B. 許可の取得を必要とする者

以上のような態様を取る業者については基本的に許可が必要なわけですが、既にドイツ国内で信用機関として許可を取得している者ですとか、あるいは、いわゆるヨーロッパパスと言われるものでして、他の国で信用機関だとか証券会社としての許可を得ている者については新たな追加の許可の取得は必要がないということになっています。

それでは、追加取得といいますか、改めて許可の取得が必要な者は誰かということ、結局のところ、それ以外の者ということになるわけですが、要するに今まで国内の許可もヨーロッパパスも持っていなかったような、例えばアメリカ籍の業者等がこれに該当するということになるかと思えます。

この許可が必要になる行為態様については、ドイツの取引の場で先ほど述べたような態様をすれ



ば該当するということになりますので、ドイツ以外の国からメッセージを発出する場合であっても、許可取得は必要になるということになります。仮に許可を取得するというのであれば、ドイツにおいて子会社とか支店を設けなければならないという、そういうややこしい要件が課されるということになります。

### C. 許可取得の要件

#### ①一般的な許可要件

私が見た限り、高頻度取引業者についての新たな許可要件といったものは特に見当たりませんが、いたがいて、信用機関の一般的な要件が課されるということになります。したがって、開始資本が73万ユーロ必要だとか、そこに書いてあります5つの要件を最低満たすというような必要が出てくるということになります。

#### ②外国業者の支店設置義務

外国業者の場合はどうするかというと、これはドイツ国内に支店を置くという義務が出てきます。それに関してもやはり高頻度取引業者に関して何か特別な内容が定められているかということ、そのようなことはございませんので、いたがいて、通常の銀行の外国法人支店と同じような要件が課せられるということになるかと思えます。

この点に関して、やはり重過ぎるということで、何か高頻度取引業者に特化した「支店」の解釈ができないかということでは言われているところです。

### D. 許可取得義務違反の効果

仮に許可を取得せずに先ほどのような態様の行為を行ったらどうなるかという点につきましては、Dに書かれているようなBaFinの停止命令等があるということになります。

### E. 経過措置

経過措置につきましては、施行が2013年の5月15日ですが、国内業者に関しては6か月間の猶予期間、外国業者に関しては9か月間の猶予期間が

設けられており、これはやはり先ほどの態勢整備だとか支店の設置といったものの時間をとるために、やや長めに経過措置を設けたと言われております。

### F. 評価

このような許可取得義務規制に関しては、とにかく何か監督するような立場の官庁を置く必要があるという認識はされているわけですが、果たしてそれが信用制度法上の許可という形で信用機関として免許の取得をさせることがいいのかどうかという点に関しては、否定的な見解がなされております。要するに、先ほども言いましたように、かなり組織を重たくしないと許可がとれないという話になってくるということなので、規制が重た過ぎるのではないかとされております。

### 3. 「アルゴリズム取引」に対する規制

#### A. 有価証券取引法上の「アルゴリズム取引」概念

次に、「アルゴリズム取引」に対する規制ということで、アルゴリズム取引を行う証券会社についての態勢整備義務といったものになります。これは有価証券取引法上の規律ということになっております。

先ほど申し上げましたように、有価証券取引法上のアルゴリズム取引も、信用制度法上の許可の「人の手を介さないシステムによる決定」というところでご説明したとおりのことが妥当します。

注意をしていただきたいのは、まず、これから申し上げる態勢整備義務というのは、高頻度取引業者に限るものではないということです。すなわち、アルゴリズムを用いるような取引を行う業者については以下に述べるような態勢整備義務が課せられるということですので、したがって、高頻度取引とアルゴリズム取引は、どう違うのだというと、端的に言えば頻度が違うということになるわけですが、とにかくコンピュータが自動で決めるということについての危険性というものに対する対策を講じなさいというのが、この規制ということになります。

したがって、例えば注文回送システムといったもの、レジユメの5ページのaにおける箇条書きの三点目ですけれども、スマートオーダーレーティング、すなわち、顧客から受けた注文を最も有利な取引の場に回送するというようなサービスを提供しているような業者であっても、これが人手を介さずに、コンピュータアルゴリズムがどこの場に出すかということを決めるようなサービスをしているのであれば、これは以下で述べますアルゴリズム取引に関する態勢整備義務の対象になります。

そのほか、特定の注文形態が除外されるということもないですし、またマーケット・メイカーだから許されるのだということもないということで、アルゴリズムを使ってマーケット・メイキングをしているのであれば、有価証券取引法上の態勢整備義務が課せられるということになっております。

## B. 有価証券サービス企業等の態勢整備義務

### ①法規定とその解釈

では、レジユメの6ページに移りまして、具体的にどのような態勢を整備しなければいけないかということですが、これは有価証券取引法33条1a項の3文、4文、5文に定めがあります。

#### a. 十分な処理能力の具備 (WpHG33条1a項3文1号)

まず、アルゴリズム取引に従事する有価証券サービス企業の取引システムに、負荷に耐え得る、要するに、メッセージがたくさん来てもきちんと処理できる、遅延等なく処理できるという意味で十分な処理能力を備えさせる必要があります。

さらに、取引のリミット等をきちんと設定しておく必要があるとされております。取引システムの能力を超えるような量や頻度のメッセージは拒絶できるような形にしておかないと、当該有価証券サービス企業のシステム自体がダウンすると事業の継続ができなくなるので、こういった態勢を整備しなければならないとされております。

#### b. 誤発注等の防止態勢 (WpHG33条1a項3文2号)

次に、bとして、誤発注の防止というのが求められております。例えば、1つのパラメータの入力を間違えていたら自動的にとんでもない注文が出てしまうというようなことがないようにしなければいけないということで、注文を自動的にとめるようなシステムを組まなければならないとされております。

#### c. 濫用行為防止態勢 (WpHG33条1a項3文3号)

それから、濫用行為防止態勢というものの構築も要求されております。これは、アルゴリズムを使って注文したり取り消したりすることが簡単にできてしまうということがありますので、そういった市場濫用行為に該当するような形態での取引を、顧客あるいは自らがしないように、きちんと監督しなければならないというのが、cの濫用行為防止態勢ということになります。

#### d. 緊急事態安全装置とシステム検査態勢の整備 (WpHG33条1a項4文)

同じような話になるわけですが、dといったしまして、緊急事態安全装置とシステム検査態勢というものも求められておまして、要するに機械が故障してしまったときにきちんとした対応がとれるようにしなければいけないということで、バックアップシステムを整備しなければいけないですか、取引をリアルタイムに監視して、何かおかしいことがあったら、すぐに知らせられるような態勢をとっておく、それから事業の継続性という観点から第三者の定期的な検査を受けるようにするといったことが定められております。

#### e. 使用アルゴリズムの変更履歴の文書化 (WpHG33条1a項5文)

次に、eですが、a、b、c、dはコンピュータアルゴリズムを用いているからという話ではないとも思われるのに対して、eは比較的アルゴリズムに特徴的かと思えます。これは、使用しているア

ルゴリズムの変更履歴を記録して、きちんと残しておきなさいということを求めています。これが有価証券取引法 33 条 1a 項 5 文になるわけですが、これは相場操縦行為等があったときに、後から見てどういうアルゴリズムを使って、どういう注文をしたのかということがわかるようにしておくためのものです。

ただ、条文上は変更履歴だけ文書化しろと書いてあるので、アルゴリズムの中身自体を記録しなくてもいいかのように見えるわけですが、そもそも金融機関の一般的な態勢整備義務の中に記録の保存というものが求められておまして、この中に電子取引システムやアルゴリズムそのものに関する記録も含まれると解されておりますので、このあたりについて、きちんと記録しておいて、残しておかないといけないということになります。

## ②DMA や SA を提供する業者に対する特別の要請 (アルゴ通達)

それから、②ですが、「DMA や SA を提供する業者に対する特別の要請」と書いてありますが、これは「ダイレクト・マーケット・アクセス」と「スポンサード・アクセス」の略です。

先ほども申し上げましたが、高頻度取引でよく使われる手法として、証券会社の ID を借りて高頻度取引業者がダイレクトにつながうことをするわけです。そうしますと、本来、証券会社がゲートキーパーのような役割をして、変な動きを探知することが市場の機能という観点から求められていると思われるわけですが、ID を貸して、貸したままにしまうと、そういったゲートキーパーとしての役割を放棄してしまいかねないということがございます。

そこで、そういう形で ID を貸す業者に関しては、きちんとどういう顧客なのかということについてデューディリジェンスを実施しなさいとか、あるいはそういった顧客が取引をするときの取引フローを理解して、きちんとモニタリングしなさいとか、取引業者が使っているアルゴリズムをきちんと自分が使う程度に理解していなさいといったあ

たりが、ID を貸す業者に関しては特別の要請として、——これは通達レベルですけども——求められています。

以上が有価証券取引法上の態勢整備義務になります。

## C. 監督者の監督権限の強化

C といたしまして、「監督者の監督権限の強化」ということを書かせていただきました。これら一連の、要するにアルゴリズム取引に係る業者あるいは証券取引所について、監督者の監督権限を強化するというのも有価証券取引法の改正として盛り込まれております。

アルゴリズム取引といいますが、証券取引をめぐる監督者には3つのレベルがありまして、1つは a. BaFin。これは連邦レベルです。それから、b. 州の取引所監督局ですが、これは、先ほども申し上げましたが、フランクフルト証券取引所であれば、ヘッセン州の取引所監督局が対応するというようになります。それから、c. 取引所の取引監視部門というものがああります。取引監視部門も、参加者等に関しては一定の公的な権力を行使するというように考えられております。

これらの a、b、c の監督者に対して、アルゴリズム取引に関する情報収集権限と差止権限を与えるというのが、C のところで申し上げる監督権限の強化の内容ということになります。

### ①情報収集権

まず、BaFin に関しては、手がかりに基づいて、必要な限りにおいて、アルゴリズム取引に従事する有価証券サービス企業から、いつでもアルゴリズム取引やそのシステムに関する情報を請求することができることとされました。

レジュメの 8 ページですが、州の取引所監督局に関しましても、アルゴリズム取引に従事する取引参加者から、いつでも、アルゴリズム取引、その取引のために投入されたシステムとか、あるいはアルゴリズム取引戦略、それから具体的な取引内容ですね、取引パラメータはどのようなもので

すかとか、取引のリミットはどのようにされていますかといった情報を請求できるとされておりません。

この州の取引所監督局の権限を取引所の取引監視部門にも準用しておりますので、取引所の監視部門が第一に参加者からアルゴリズム取引に関する情報、とりわけ戦略等を調査する権限を有すると。それで足りないようであれば、州の取引所監督局が調査していくというのがおそらく実務的に想定される監督権限の行使ではないかと思われま

## ②差止命令

2点目として、そういった情報収集をした上で、差止命令というものも認められております。すなわち、州の取引所監督局は、取引所法の規定や命令の違反の阻止のために、命令を取引参加者や取引所に対して発することができるわけですがけれども、高頻度取引法によりまして、アルゴリズム取引の利用を禁ずるといふ命令も発することができることになりました。

## D. アルゴリズム取引の識別情報 (Kennzeichnung) の付加

それから、D ですが、アルゴリズム取引の識別情報の付加でございます。

先ほど、C で監督者の権限が強化されたことと申し上げたわけですが、そもそも、どのような取引が監督権限の対象となるアルゴリズム取引なのかということは、これまでは少なくとも表向きは判別できなかったと言われております。したがって、取引メッセージに対する識別情報を付加することによって、どのような属性のメッセージかということをはっきりとしようというのが、この D で申し上げることになります。

## ①法規定とその解釈 (取引所法 16 条 2 項 3 号)

注文メッセージに取引参加者による注文の識別情報、それから取引アルゴリズム、どのような取引アルゴリズムの種類なのかということをはっきりと

よというのが、取引所法 16 条 2 項 3 号の規定ということになります。

ここで言う取引アルゴリズムの記号表示というのは、別にアルゴリズムがどのような内容ですということを示すわけではなくて、要するに、社内で使っているアルゴリズム A、B、C、D という種類があったら、今回は A のアルゴリズムを使って注文を出したのですよというフラグをつけるという、それだけのことです。もっとも、ひょっとすると、ビッグデータとして堆積すると何となく戦略がばれるのかもしれないということがあるとすれば、このあたりが果たしていいのか悪いのかといった議論があるかとは思いますが。

## ②取引所規則の具体例

すみません、あまり時間がありませんので、取引所規則の具体例につきましては飛ばします。

## 4. 取引内容の規律

レジュメ 9 ページに移りまして、一番特徴的な取引内容に関する規律というところをご説明したいと思います。

具体的な取引や注文の内容、あるいは具体的な処理にまで踏み込んでドイツ法は規律しているという点に特徴があると言えます。

## A. 注文・取引比率規制

まず、注文・取引比率規制というものがござります。これはどういうものかといいますと、取引のメッセージ数を実際に約定された取引数との関係において制限する規律ということで、——何を言っているのか、よくわからないかもしれませんが、レジュメの 9 ページの 4 A②の囲みのところを見ていただきたいわけですがけれども——1 有価証券・1 マーケット・1 暦月あたりの注文入力がある一定の比率以下であればいいということで、要するに成立した取引に比して成立しなかったメッセージがあまりに多過ぎてはいけないという規律になります。

これは別に高頻度取引業者についてこういう規



律が設けられているわけではなくて、取引参加者全般について、こういう形で取引が成立しないようなメッセージをたくさん送るなどという規律になっております。

したがって、例えばこの取引所規則の具体例では、国内株式で1か月1銘柄当たり取引が成立しないという意味で無駄なメッセージというのは、5億メッセージまでなら空打ちしてもいいという、私の算数が正しければおそらくそのような規律になろうかと思えます。ただ、この5億という数字が多いのか少ないのかという相場観は全く私にはわかりません。申しわけございません。

#### B. 割増手数料による抑止

割増手数料を取らなければいけないという規律も設けられております。高頻度取引をある程度まで制限するための金銭的なインセンティブとして、あまりにたくさん使い過ぎると割増手数料を取るような料金体系にしてくださいというのが大まかな意味です。

これも同じように、例えば許可取得義務のある高頻度取引業者だから割増手数料を取りなさいという規律ではなくて、システム一般に負荷がかかるような、一定のボリュームを超えるようなものについては割増手数料を取りなさい、という規律になっております。

具体的に幾ら取れというのは書かれておりませんが、取引所として適切な範囲で定めなさいということが定められているだけということになります。

#### C. ミニマム・ティックサイズ規制の導入

取引内容の規律に関する3点目といたしまして、ミニマム・ティックサイズ規制というものがあります。ティックサイズ——要するに刻み値幅ということになるわけですが——を極力小さくすることで、ティックサイズ縮小競争というもの各取引所で行われていると言われております。

刻み値を小さくすることによって、いわゆるビッド＝アスク・スプレッドがより小さくなるとい

う意味で効率的な市場になりやすいということもあるわけですが、ただ、ティックサイズが、値幅が1円だったものが0.01円に変わると、1円で100個注文が入っていたものが、0.99円に30個、1円に40個、1.01円に30個というような形ではばらけることになり、注文がマッチしなくなる。注文がマッチしなくなるということは、先ほど申し上げた注文・取引比率を上昇させる、要するに無駄なメッセージが増えてくることになるわけです。

そういう意味で、ティックサイズは、大き過ぎてもだめだし、小さ過ぎてもだめだということとして、市場の運営主体としても、あるいは国としても、それをどの程度にするかということがなかなか難しいわけですが、このあたりについては、極めて一般規定的ですが、「相当な額」をきちんと定めなさいという規律になっております。詳細な定めというのは取引所規則に委ねておりますので、法規制というよりは、むしろ自主的にきちんと取引所としてミニマム・ティックサイズをあまりに引き下げようとするなよという、警告的といいますか、予防的な意味合いの規定ではないかと私は考えております。

#### D. 防護措置の導入義務など

Dにつきましては、アルゴリズムの暴走とか、誤発注とか、そういったことがあった場合について、適切な防護措置をとるように取引所としてきちんと整備しておきなさいという話です。

一番有力といいますか、有名なのは、いわゆるサーキット・ブレーカーかと思えます。これは別に高頻度取引法でこの取引所法24条2a項が入ったからサーキット・ブレーカーが導入されることになったわけではなくて、ドイツでは昔から定められていたと。各取引所が自主的に決めていたものを追認したというのが現状のようでございます。

#### 5. 相場操縦具体化省令の改正

それから、最後になりますが、相場操縦に関して、アルゴリズムによって発せられた注文も相場

操縦に該当するということを明らかにするという改正も行われております。これがレジユメの11ページの5番です。詳細は割愛いたします。

駆け足になりましたが、以上が高頻度取引法の内容になります。

要するに、高頻度取引業者に対する許可制で一定の質を担保するという、それから、高頻度取引を受け入れるような証券会社のシステムだとか、取引所のシステムといったものにきちんとそれを処理するだけの能力を持たせて、かつ、高頻度取引業者がおかしなことをしないように、あるいは高頻度取引業者に限らず、アルゴリズムが暴走するというようなことがないように、きちんとした態勢を整備するということが高頻度取引法の主眼なわけです。それらのものに関して、前者に関しては信用制度法の許可取得義務であり、後者の態勢整備というのは有価証券取引法に定められているということになります。

それでは、4で申し上げました取引内容の規律というのは一体何なのだということになるわけですが、これはおそらくは、とりわけ高頻度取引を狙い撃ちにはできないのだけれども、何となく取引の内容から高頻度取引業者を念頭に置いて、あまりにも極端な注文等をさせないような、いろいろなりミットを国として取引所に定めさせると。高頻度取引業者が市場に入るということは、当然、市場にとっては手数料が稼げるわけですから好ましいということになる。そうすると、高頻度取引業者が来やすいような取引の仕組みしかつらなくなるという可能性があるということですので、そういったことがないように、ある程度取引内容にまで踏み込んでいるというのがIIの4の規律というように整理できるかと思えます。

結局のところ、高頻度取引法で何をしたかという、高頻度取引をするプロップ・トレーダーを許可制にしたということですので、もし許可を取得していなかった業者がいたとしたら、その業者は許可を取りに来るか、それか許可を取らなくてもよいような取引にするか、あるいはもうやめて

しまう——少なくともドイツからは撤退する——か、そういった選択肢が考えられるわけです。

### III. 規制導入後のドイツの市場傾向

そこで、高頻度取引法の施行により高頻度取引業者がどういう行動をとったかというのがIIIでの話になります。

#### 1. 許可取得業者の数

まず、1ですが、2014年段階で連邦政府の認識として把握している、新たに許可を取得した高頻度取引業者はいない、と説明されています。同じ文書の中で、なぜ許可を取る者がいなかったのかという理由について、二通りの分析がなされております。

一つは、従前のプレイヤーの多くは許可取得済みということで、例えばヨーロッパパスでもいいわけですから、イギリスの業者でイギリスの免許を持っていれば新たに許可を取得する必要がないということ。これまでのプレイヤーがそういう人たちばかりだったのだというのが考えられる理由のaです。

他方、bは、従来の取引態様であればなお新たな許可取得義務が生じる業者が、許可が要らないような取引態様に変更したのだという、そういう可能性があるとも言っています。

どちらとは特定はしていないけれども、両方の可能性があったのではないかと分析しているわけです。

#### 2. 市場構造の変化

仮に理由がaであれば、高頻度取引法の市場に対するインパクトは限定的と言えるかと思えます。プレイヤーが前から許可を取っているプレイヤーばかりだった、それが、許可が必要になっても同じく許可を持っているプレイヤーが取引しているだけだということになるわけですから、市場に対する影響は限定的であると考えられます。

これに対して、従来のプレイヤーが取引態様を変えた、あるいは撤退したと考えると市場への影

響は大きい可能性があるわけですし、a か b かで高頻度取引法が及ぼす市場構造への影響は大きく異なることになるわけです。それではどちらの理由かという結論までこの政府文書で書かれているわけではないのですけれども、インパクトがあったのか、なかったのかということに関しては、ワーキングペーパーレベルですけれども、実証研究が出されております。

結論といたしましては、11・12 ページのところですが、まず、メッセージ量は効果的に削減された。これに対して、成立した取引量はわずかな減少にとどまったということです。ビッド＝アスク・スプレッドはちょっと拡大したのだけれども、注文板の厚みはそれほど変わらなかったということです。結論として言えば、ドイツの高頻度取引法によって、システムに影響が及ぶような極端な大量発注とか、そういったものというのは相当効果的に低減できた。かつ、業者が逃げ出したことによって取引が成立しなくなったり、しづらくなったりしたということもないということなので、おそらくこの実証研究からすると、高頻度取引法は成功の部類に属すると評価されることになろうかと思えます。

#### IV. MiFID II との比較

##### 1. 規律内容の比較（総論）

すみません、準備が足りませんで、あまり効果的なご報告ができておりませんが、一応ドイツ法と MiFID II と言っている以上、MiFID II の内容をご説明しなければいけないわけですが、基本的にはおおむねドイツ法と似ているということが言えるかと思えます。すなわち、先にドイツ法が成立しまして、その後に MiFID II が成立しましたので、ドイツ法も必要に応じて MiFID II に合わせないといけないという作業が必要になるわけですが、高頻度取引業者を許可制にするとか、あるいはアルゴリズム取引に関する証券会社の態勢整備義務ですとか、規制当局の権限強化といったあたり、それからアルゴリズムに対するフラッグ義務といったものも MiFID II には設けられていますので、

マイナーな文言の変更でとどまりそうで、ドイツ法で大きな変更をする必要はないということになります。

##### 2. 新たに国内法化が提案されている規律

###### A. マーケット・メイク規制

これに対して、現行のドイツ法にはないけれども、MiFID II に書いてあるためドイツで今後国内法化が必要になるものとして、マーケット・メイクを行うような HFT はマーケット・メイクを継続的に行わなければならないという規律があります。

###### B. 直接的電子アクセスおよびコロケーションサービス規制

それから、もう一つは、MiFID II では、コロケーションサービスについて、ルールが透明、公平かつ非差別的なものであることを確保するということが求められているわけですが、これに関して、特に現行のドイツ法には規定が置かれておりませんので、何らかの立法の対応が必要となるかもしれないということになります。ただ、その点に関して、ドイツとして特に国内法で何か変更するというような動きはないようですので、ちょっとこのあたりはよくわからないところがあります。

1点だけ申し上げておきたいのは、MiFID II の策定過程で論点となったものとして、全ての注文を一定時間変更・取消しできないこととする最低注文保持時間規制（最小板乗り時間規制）が議論されていましたが、これは MiFID II の中には含まれておりません。この点に関して、我が国の一部の文献では、こういった最低注文保持時間規制だとか、あるいは注文・取引比率規制といったものは高頻度取引を狙い撃ちにした規制であって、好ましくないということで、MiFID II が最低注文保持時間規制とか注文・取引比率規制を加盟国に義務づけていないという点を高く評価するという見解もございませぬ。

しかしながら、実際には、ドイツの高頻度取引

法で定められた注文・取引比率規制がMiFID IIのもとで認められなくなったわけではなくて、別にそういう規制も置いていいというにはなっているわけです。ただ、全加盟国に義務づけることはしません、一部の加盟国でやりたければやってくださいということになっています。そして、現にドイツ法ではこの規制がありますし、その規制はMiFID IIの国内法化後もなお存続する予定であるようです。そうしますと、MiFID IIの表面だけ捉えてこういう規制を置いていないのは適切だと言うのは、実際の規律に対する評価としてはやや誤解を招くのではないかという気がしております。

すみません、実態のお話をせずに、法規制の話だけしておりますので、かなりわかりづらいところがたくさんあったかと思えます。つたない報告で、まことに申しわけございません。私からのご報告は以上です。ご指導、ご教示のほど、よろしくお願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○川口 ありがとうございます。

それでは、どの部分からでも、ご質問、ご意見があれば、お寄せいただきたいと思えます。

#### 【ドイツにおける高頻度取引を巡る課題と許可取得義務の狙い】

○小出 ご報告、大変勉強になりました。ありがとうございます。

2つお聞きしたいのですが、まず1つは、ドイツ法において、そもそも高頻度取引は何が悪いと思われているのか、ちょっと思想がはっきりしないような気がして、これはドイツだけではないのかもしれませんが、何か問題があるから規制を置こうとしたのだと思うのですが、どういったところに特にドイツは問題があると考えているのか。

規制の中身を非常にわかりやすく説明していた

いただきましたが、つまり、まず高頻度取引をやるうとする人に対しては、許可を取得させてその情報を集めようとした。

それから、それを受け入れる市場などに対しては態勢整備義務を課して、高頻度取引によってシステムがダウンしないように、それをきちんとうまく処理できるように命じた。

他方、高頻度取引の内容についても規制を設けて、あまり極端なことをさせないようにした。

こうして規制を一つ一つ見ていくと、まあそんなのかという気はするのですが、全体として何を狙っているのかというのがいま一つよく見えないなというのが1つ目の質問です。

それとの関係で、2つ目の質問は、やや規制の中身にも関係するのですが、許可の要件について、これは信用制度法の対象になるということですから、先ほど先生からのご説明にもあったように、別に高頻度取引業者に対して特別な許可要件があるわけではなくて、一般の銀行や証券会社と同じような要件が課せられていることだと思うのですが、例えば4ページのところに書いてある資本規制とか、こういったものを課すことにどういう意味があると考えられているのか。このあたりがあまり思想がはっきりしないという感じがするのですが、単に情報を集めるだけであるとするならば、このような許可要件を置く必要はなさそうな気がして、このような資本を積みせることによって何を狙っているのか、そのあたりについて教えていただければと思います。

○船津 ありがとうございます。

HFTの何が問題でこの高頻度取引法ができたかという1点目でございますが、正直言ってわかりません。

ただ、公式の説明では当然市場の安定性といった理由を挙げているわけですが、政治家等のインタビュー等を見ていると、多くの認識は、フラッシュ・クラッシュがドイツでも起きるかもしれない、起こさないようにするためにはどうすればいいのか、ということ念頭に置いていたと



考えられます。

したがって、私が知る限り、少なくとも立法段階のドイツにおいて、例えば相場操縦的な見せ玉があったというような事件も特になかったように思います。あくまで対岸の火事を見て消防設備を整えたというように感じております。

他方、2点目の、信用制度法で許可を取得させるということは、その許可要件との関係で何の意味があるのかというご質問ですが、まさにそこが批判の対象となっているということにして、業者の主体を規律するものとして収容する法律がおそらく信用制度法しかなかったのだらうということに尽きると思います。

したがって、その資本規制も、それではなぜ特別なものを設けなかったのだという話になってくるわけですけれども、無理やりどこかに入れるとしたらここしかないという、おそらくは消去法がとられたのではないかという気がしております。したがって、許可要件に何の意味があるのかという、おそらく意味はほとんどないと言えるかと思えます。

#### 【高頻度取引法の狙い】

○北村 非常に詳細なご報告をいただき、ありがとうございます。

市場WGの論点メモ(第7回資料3)の5ページですけれども、アルゴリズム高速取引のどこところが懸念されているかということについて、個人を中心とする投資家はこういう高速取引には太刀打ちできないから市場から離れてしまうとか、あるいはアルゴリズム高速取引では中長期的な企業の収益性、つまり本来の企業価値に着眼した価格形成が阻害される、というようなことが述べられています。

それ以外に、システムがダウンしてしまうという懸念も当然あります。そのために諸外国の制度や議論を参考にしようということですが、ご報告いただいた内容によりますと、システムがなんとかダウンしないようにとか、いいかげんな人が入ってこないようにという規制はわかるので

すけれども、価格形成とか一般投資家の問題というのはこれだけでは直接対応できていないと理解していいのでしょうか。

あるいは、価格形成とか一般投資家のことというのは、規制のしようがないということで諦めればいいという認識でよろしいのか。このあたりについてご意見をいただければと思います。

○船津 ありがとうございます。

まず、ドイツの取引における市場のシェアというか、そういうものが、アメリカほどではないけれども、かなりヨーロッパレベルでは分裂しているようでして、そうだとすると、市場が分裂すると価格形成機能というのはどうしてもうまく働きづらいというところがあるのですが、これはもう言ってみれば一国でどうこうできる話ではないということになります。ということで、まず価格形成機能に関しては、特にそういう観点からドイツ法として何か規制がされたとか、そういう議論があったというようには私は認識していません。

それから、一般投資家が逃げるかどうかという点に関しても、先ほど申し上げたのと同じような理由で、一般投資家がどこに注文を出しているかというところがひょっとしたら関係してくるのかもしれませんが。市場に出さずに、例えば証券会社の店内化で全部終わらせてしまうようなことが、アメリカでしたか、割とリテールはほとんど市場に出ないというような状況もあるようですので、——そのあたり、ドイツがどうかというところまでは、申しわけございませんが、調べられておりませんが——そういう意味で、一般投資家が逃げるからというよりも、もう既に逃げているというか、少なくともドイツの規制市場のみで何かそういったことを考えるというレベルではなくなっているのではないかと感じております。

したがって、高頻度取引業者のボリュームが増えたから一般投資家が取引から手を引いてしまうというような意味での投資家の保護の必要性というのは考えられていなかったのではないかと。むしろ相場操縦的な文脈での投資家の保護しか考えていなかったのではないかと認識しております。

【誤発注事件を巡る我が国の議論の応用可能性とマーケット・メイク義務の根拠】

○龍田 高頻度取引を自己の勘定でするには許可が必要であり、許可を得るためにはシステムを整えなければならないのですね。システムを整えるというのは、単に装置を整備するだけでなく、それに携わる人的設備も用意しておくことも含まれているように思います。この種の問題で思い浮かぶのは、例の誤発注の事件ですね。あの高裁判決などは、この問題を考えていく上で参考になりますでしょうかね。

それからもう一つ、最後のほうで、MiFID IIはドイツ法になかったマーケット・メイクの義務を課すといわれました。マーケット・メイクというのは、それをやる以上はルールを守ってやる必要がありますが、ある人がマーケット・メイクをすべき義務を負わされるというようなことは、ほかに何かあるのでしょうかね。

高頻度取引業者にこの義務を課すのは、何を根拠にそういうところまで踏み込もうとしているのでしょうか。

○船津 ありがとうございます。

まず、いわゆる誤発注の裁判例等が高頻度取引とかアルゴリズム取引の規制の参考になるかどうかといったあたりに関しましては、高頻度と呼ばれる話のレベルでいきますと、たくさんの注文をどう処理するかという話になりますので、もはや取引所内の人とか証券会社内の人何かするという余地はほぼないのではないかと。むしろ、テクニカルに、まさにどのようなシステムというか、技術的なものをどう備えるかというレベルに尽きるのではないかという気がしております。

他方、ごっちゃに立法されていますのでごっちゃに説明をしたのですけれども、アルゴリズム取引規制の中には、高頻度取引といったような新しい形態に対処するためにこういう態勢が必要なのだというよりも、むしろ伝統的な、たとえばまさに誤発注の防止に関するものも含まれているということだとすると、そのあたりに関しては役に立

つのではないかという気がしております。具体的には、レジユメの9ページ、これは濫用行為防止態勢というところで書かせていただいたわけですが、従業員の教育体制の整備とか、そういったことをきちんとしていかなければいけないということも書かれておりますので、そういう意味ではある程度参考になる部分もあるのではないかという気はしております。

それから、マーケット・メイク義務に関してですが、よく言われておりますのが、高頻度取引をするプロップ・トレーダーが昔は何だったかという、まさにマーケット・メイクをしていた人たち、ブローカー・ディーラーと言われるような人たちだったと。それが、システムが電子化されることによって、どんどん活躍の場がなくなってきたということで、むしろ一旦外に出て、そこから注文を出すという形で、マーケット・メイクと同じような形でビッド＝アスク・スプレッドをとるということを生業にしていると言われていたわけですね。

他方、そうでない HFT もいるということになります。マーケット・メイク以外の、人の注文を察知して先回りして取引を成立させようとするというパターンですとか、あと、テクニカル分析をして、こういうチャートの動きでそろそろ来るから、そこで待ち伏せしようというような戦略をとる HFT は、「アクティブな HFT」とも言われます。他方で、先ほど申し上げたようなマーケット・メイク的なことでやる HFT を「パッシブな HFT」ということがあるわけです。

HFT の何が問題かという、アクティブな HFT がファンダメンタルズにかかわりなく変な方向に株価を導いていくのではないかというのがまず一つ。

それからもう一つ、パッシブな HFT の問題点というのは、マーケット・メイクをしているうちはいいのだけれども、自由にさせておくと、ボラティリティが高まったとき、株価が大きく変動したときに急に逃げ出す。何せそれまでが取引のボリュームが大きいという状況下で、そのボリューム

が一気にぱっと消えると、市場が大混乱を起こすわけです。HFT の害悪として二つ言われているのが、アクティブな HFT のいわば相場操縦的な活動と、パッシブな HFT のすぐに逃げ出すという行動であるわけです。

パッシブな HFT は、すぐに逃げ出さないのであれば有用ですね、ということで MiFID II でマーケット・メイクの義務を課すということをしているわけですし、その義務は、説明を省略してしまっただけなのですが、取引所との間あるいは証券会社との間で契約を結んで、「マーケット・メイクをする以上は、あなたは一定の場合についてはマーケット・メイクの義務が契約上課されているのです」という形で担保されています。パッシブな HFT は、マーケット・メイクという形で流動性を供給する、逃げ出さなければいい人だという評価なので、逃げ出させないようにするというのが MiFID II の思想ということになります。

○龍田 マーケット・メイカーの存在意義は、まさにそこにあるのだろーと思えますけれどもね、義務を課さないことにはそのような働きをする人が出てこない可能性があるのはなぜでしょうかね。

○船津 急激な変動のときに逃げ出すということが問題なのですね。急激な変動のときになぜ逃げ出すかということ、言われていますのは、HFT は薄くたくさん、薄利多売で利益をとるのがビジネスモデルだと。それが、薄く 1 円、2 円という刻みでとっていたものが、突然 50 円下がるような相場で、もうリスクはとれないということで、その段階で手じまいというか、一旦やめてしまうということがあると一応言われております。

○川口 ほか、いかがでしょうか。

先ほどの誤発注での議論が参考になるかという話なのですが、あれは、証券会社のほうで注文の取消しを出したものの、証券取引所のシステムがうまく対応しなかったというものです。高頻度取引については、証券会社の高頻度取引を処理するための社内体制整備が問題となっているようで、少し、状況が異なるようにも思いますが。

○船津 ドイツ法では、現行法では取引所に対

する態勢整備義務はあまり規定されていません。MiFID II になって、規制市場に対してもほぼ証券会社と同じような形で態勢整備義務が課されますので、その点について、今後、国内法化されたときには、やはり同じように取引所についても態勢整備義務が課されるというような形ですので、今後は役に立つというか、まさにそういうあたりが問題になるのではないかという気はしています。

○川口 広い意味での態勢整備ということですね。

○船津 中身は、そういうことかと。

#### 【我が国のプロップ・トレーダーの現状】

○片木 ドイツの話になっている中で、日本のことについて基本的なことを質問して恐縮なのですが、証券会社の自己売買で、いわゆるマーケット・メイキングではなくて、専ら自己の利益を目的として、まさに売り買いで利益を得るということを証券会社としてやっていたような業者も結構あったと覚えています。大阪にも何社か有名な社長さんがおられましたけれども、自己売買業務のみを登録しているような金融商品取引業者、このような自己利益のための証券業者というのは、現在はほとんど存在していないということなんでしょうか。それとも、まだ現在でも存在しているのでしょうか。

○船津 それはちょっとお答えする知識が……。

○川口 確かに、過去には証券業に 4 つの免許があり、ディーリングもその一つでした。もっとも、当時から、一つの免許のみを持っている証券会社は見当たらず、数種の免許を持っているのが通常ではなかったかと思いますが。

○片木 デイトレーダーとどう違うのだということについては、非常におもしろい問題として教科書などにはよく出ているのですが、この市場 WG が問題意識を持つことになった理由として、そういうものが今ものすごくアクティブになっているというわけではない、ということですか。

○船津 そういうわけではないと思います。

【使用アルゴリズムの記録の意義】

○石田 7ページの「使用アルゴリズムの変更履歴の文書化」というところですが、変更履歴を文書化して残しておくということと、相場操縦的行為を探知するというのは、調査ということですかね。

○船津 はい。

○石田 具体的にちょっと結びつかないのですが、取引の履歴が残っていればよいような気がするのですが、相場操縦的行為の調査に役立つというのはどのように役立つのかなと思って、教えていただきたいと思いました。

○船津 端的には、見せ玉だと、取引履歴ではなくて、メッセージをどれぐらいの回数どういう形で出したかということが問題になりますので、そうすると、このアルゴリズムを使いました、その結果として、このパラメータを打ち込んだら、こういうようなメッセージが出ていましたよね、というあたりをおそらくは見るのではないかと思います。

○石田 それは注文履歴、板に乗せたとか、それだけではわからないというか、そういう情報では不十分だからということなのですか。ちょっと十分理解できていないので。すみません。

○行澤 その点についてよろしいですかね。

私が理解しているのは、アルゴリズムの組み方自体が、意図的にたくさん見せ玉を出すような、つまり発注してすぐに取り消すというような仕方で行われた場合には相場操縦が立証しやすいというようなことではないのかなと思ったのですが、どうなのでしょう。

○船津 おっしゃるとおりだと思います。

○石田 わかりました。ありがとうございます。見せ玉になるようなプログラムを組んでおく。そういうことですね。

○行澤 ええ。プログラム自身がもう非常に問題だということでしょうか。

○石田 ありがとうございます。

【アルゴリズム取引と高頻度取引との関係】

○前田 高頻度取引とアルゴリズム取引という概念の基本的な確認なのですが、アルゴリズム取引は高頻度取引には限らないというご説明は非常によくわかったのですが、他方で、高頻度取引であればアルゴリズム取引にならざるを得ないという理解でよろしいでしょうか。つまり、これだけ頻繁なものをやろうと思えば、コンピュータに依らざるを得ないという理解でよろしいでしょうか。

○船津 おっしゃるとおりだと思います。

【注文・取引比率規制の意義】

○前田 それと、やや細かなことで恐縮なのですが、9ページの「注文・取引比率規制」について、これはご報告では無駄な注文をあまりたくさん出すなという規制だとお聞きしました。この規制は、見せ玉などの相場操縦行為を禁止しようというのが主な趣旨だと思うのですが、こういう規制を置きますと、幾ら誠実に注文を成立させるつもりであっても、注文を出せる量が限られてしまうわけですね。そうすると、この規制には、幾ら成立させるつもりであっても、やたらに多く注文を出すことは、システムの負担になるなどの点で好ましくない、こういう考慮も入っているのかなと思うのですが、いかがでしょうか。

○船津 その点につきましては、私も別のところでこれに関する論文を書いたときに、成立した取引というのは結果的に成立したのであって、意図的に成立する注文と成立しない注文とを分けて出すなんてことはしない以上は、かなりの制約になるのではないかということを書いたことがあります。前田先生とも問題意識を共有できたのかなという気がしております。

おそらく、レジュメの9ページの4以下で書いているような、取引内容自体に踏み込むということに否定的な見解は、そのような制約を課すということが何か別の効果を生むのではないか、例えば価格形成機能等について影響を及ぼすのではな



いかという懸念があって批判しているのではないかと。そういう点で、MiFID IIは（少なくとも表向きは）そういった規制を課してないのは正しい、というように評価する方が日本にもいらっしやるのかなという気がしております。

【我が国における課題意識との違いと規制目的に照らした規制内容の整合性】

○小出 私の冒頭の質問、それから先ほどの北村先生のご質問とも関係すると思うのですが、北村先生から、日本では市場 WG での議論において、高頻度取引のような一般投資家が参加できない取引はズルいではないかというところが注目されているというご指摘があったと思うのですが、ドイツの今の規制を見ると、少なくとも一般投資家が参加できないことがズルいという感じの規制には見えないような気がするのですね。

それは高頻度取引の定義もそうですけれども、これに該当しなくても、普通の投資家では参加できないような取引は十分に考えられる気がします。つまり、ここまでの大量な取引でなくても一般投資家は参加できないと思うので、この定義からは、一般投資家との平等は規制の目的ではないように見えます。かつ、もし一般投資家が参加できないところがズルいというのであれば、これは非常に高速度で取引すること自体を取引内容として規律する必要があると思うのですが、今これを拝見していると、取引内容の規律というのは、大量にキャンセルするのがまずいとか、そういうレベルの話であって、速度自体を規律しているわけではないように見えます。そうすると、日本での市場 WG の懸念というのはかなり特殊の懸念のかなという気がしました。

つまり、ドイツでもそういう一般投資家との平等に対する懸念というのはあったのでしょうか。北村先生のご質問とちょっとかぶるのですが、それについて、1つ質問です。

それから、私の冒頭の質問に対して、ドイツでもフラッシュ・クラッシュのようなものが非常に懸念されているのだらうと。おそらくそうだらう

なというふうに思うのですが、仮にそのフラッシュ・クラッシュに対する規制だとするならば、ここまで要するのだらうかとも思いました。

もちろんフラッシュ・クラッシュにはいろいろな要因があって、高頻度取引だけが問題ではないと思うのですが、一番効率的なのは、急激な価格変動に対するサーキット・ブレーカー、つまり、10 ページから 11 ページにあるような防護義務さえあれば、ある程度のフラッシュ・クラッシュには対応できるような気がしていて、すぐにマーケットから逃げていくような高頻度取引そのものを規制するというよりも、単に値幅の制限などをもっと厳しくするというでも対応できるような気がします。そうすると、高頻度取引はやはり何かよくわからないけれども悪いものにされているような気がしてならないのですが、冒頭の質問と重なってしまいますけれども、その点について教えていただければと思います。

○船津 1 点目、一般投資家の参加という要素を考慮する市場 WG の議論というのはかなり特殊ではないかというご質問だったかと思いますが、少なくともドイツの高頻度取引法を立法する過程においては、そういった要素は考慮されていなかったというのが私の先ほどのお答えですが、それでは今はどうかというと、それは一般投資家というよりも、むしろ小規模か大規模か、あと遅いか速いかというレベルになりますけれども、大規模で速い投資家ばかり取引が成立して、小規模で遅い投資家が成立しなくなるというのがやはり問題ではないかということは認識されています。

先月に、ドイツ連銀 (Deutsche Bundesbank) が報告書を出しております (“Bedeutung und Wirkung des Hochfrequenzhandels am deutschen Kapitalmarkt”, Deutsche Bundesbank Monatsbericht Monatsbericht Oktober 2016, S. 37ff )、その中で、先ほどの龍田先生のご質問へのお答えの続きになるわけですが、アクティブな HFT というのはよろしくない、でもパッシブな HFT はかなり流動性に貢献している、だからパッシブな HFT を無下に扱う必要はないということが述べら

れているわけですが、他方、スピード競争を始めると小規模の遅い投資家が成立しなくなるというのはやはり問題だということで、ドイツ連銀としての意見として、先ほど少し申し上げました最低板乗り時間規制を入れたほうがいいのではないかなというようなことをどうも言っているようです。

そういう意味では、小出先生がおっしゃっておられたような形で、やはりどこでも小規模な投資家の取引が成立しないのはよくないということは言われているようですし、ドイツでも現にそう言われているようです。

それから、2点目は、結局 HFT の何が悪いのかという話でしてでしょうか。

○小出 2点目は、つまりフラッシュ・クラッシュの対応だとするならば、10 ページから 11 ページの防護措置だけでいいような気がするのですが、やはりそれでは足りないというふうに考えられているのでしょうか。すみません、冒頭の質問とちょっと重複してしましますが。

○船津 これはあくまで私の感想といたしますか、新聞報道等を調べた結果、私が抱いた印象なのですが、やはり「HFT=悪い」が前提だったと思います。立法の裏の動機としては、むしろ、どちらかというところ「金融界=悪い」というのが前提で、まさにリーマン・ショックから欧州危機等から、金融機関の高額報酬等までが問題になっているという状況が前提かと思えます。そもそもの HFT 規制が言われるようになった——私が推測する——政治的な契機というのは、サルコジの大統領選挙対策として金融取引税を通じて HFT を規制するのだという話だと思います。要するに、金融機関をたたけば票が貰える可能性が高いという状況で、とりあえずいろいろと問題が起こっている中の金融の一分野として高頻度取引がターゲットにされ、それに乗っかる形でメルケルも歩調を合わせたのだと思います。独仏がお互いに持ち帰って国で検討した結果として、ドイツでは高頻度取引法ができましたし、フランスでも同じような高頻度取引を規制するような法律が成立したやに聞いております。そういう意味で「HFT=悪い」という前提が

あったということは確かだと思います。

だから、そういう意味で業者の許可義務を課すのだとか注文・取引比率規制をするのだということが本当に理論的に必要なのかということ、そこは必ずしもそうではなくて、政治状況に多分に影響された結果としてでき上がったのがこの枠組みだと考えたほうが、おそらくはいいのだろうと思います。

#### 【アメリカにおける課題意識との違い】

○川口 HFT がなぜ悪いのかという話なのですが、本日はアメリカのご紹介はなかったのですが、アメリカでは、早い者勝ちというのがよくないという考えが根底にあると思うのです。ご承知のように、アメリカは、証券市場が分裂してしまっていて、各市場間でスプレッドを抜くことが行われ、それには高頻度取引が圧倒的に有利なわけですね。この点で、一般投資家というのか、高頻度取引以外のものは太刀打ちできないという問題がかなり深刻になっていったと思うのです。日本ではそういう市場の分裂がないわけですね。したがって、今言ったような弊害は日本の市場では心配しなくてよいと思いたうのですが、この点で、ドイツでは、同様の問題が懸念されているのでしょうか。

すなわち、先ほどドイツも市場が分裂していたという話がありましたので、そこでも高頻度取引を利用した形での早い者勝ちが問題になっているのかという点ですが。

○船津 アメリカと、ドイツあるいは欧州、日本との違いとして言われているのが、まず市場の費用負担の体系と、あともう一つ、最良執行義務の形態が違うということとして、最良執行義務がアメリカの場合はかなり機械的に決められるということで、まさにアルゴリズムで狙い撃ちしやすいところに注文を出さなければいけないという形になっていると言われております。

それに対して、日本とか欧州というのは、最良執行義務は必ずしも値段だけではないということがあるということによって、どこに出すかとい

うことが、必ずしも、まさにアルゴリズム的に決まらないということがあるので、そういった先回りの取引がそれほど有効ではないとも言われております。

それからもう一つ、先ほど申し上げました手数料体系に関して、メイカーテイクという手数料体系がアメリカにはあります。要するに、流動性を供給した側（メイカー）が、取引が成立した結果、流動性を奪った側（テイク）から手数料をもらえるという、そういう制度をアメリカでは導入しているのに対して、ヨーロッパでは、そのような手数料体系がないわけではないけれども、あまり一般的ではないとされていますので、そうすると、ものすごく薄いスプレッド、あるいはスプレッドゼロでも成立させれば手数料で稼げるからという理由で先回りをするというようなことはあまり行われていないようですし、日本でもおそらく同じなのではないかという気がしております。

#### 【アルゴリズムの開示義務とアルゴリズム取引の危険性】

○行澤 すみません、ちょっと角度が違うのですけれども、私も一般投資家がどうして劣後されるかという点がちょっとわかりにくかったのですが、今のお話で大分理解できた気がします。要するに、アルゴリズム取引とか HFT が主力になると、価格の値動きがものすごく細かく、そして非常に微妙なバランスで動いていくということになっていくわけですよ。

そこで、例えば一般投資家の注文の趣旨がそのような薄利多売で小さな利益を拾っていくような形でとにかく利益をとってくれというものであれば、「私どもはこういうアルゴリズムを使って取引しています」という投資方針を掲げたブローカー・ディーラーに注文を出せば、それはそれで趣旨にかなうし、「いや、長期的に、それほど細かい値動きは気にせずに、もっと大きな値幅で利益を出してく」れというのであれば、それに対応する投資方針を打ち出しているブローカー・ディーラーに注文を出せばいいわけです。だから、そう

いう形できちんとした投資方針が開示されていればさほど一般投資家が置いてけぼりを食うというような問題は生じないと思うのですが、そのような開示義務がドイツでは課せられているのかどうかという点が質問の第1点です。

それともう一つの質問が、先ほど小出先生がおっしゃったフラッシュ・クラッシュの問題なのです。もちろんサーキット・ブレーカーで全体の値動きが一定の限度まで来たら取引をとめるということはできるのですが、多分 HFT とかアルゴリズムが主体になっている市場の場合には、値下がりにして、値上がりにして、ある種の傾向が一旦出始めると、ほとんどの場合、一方向に揺れて、あっという間に、それこそジェットコースターのように値段が変動してしまうため市場全体の規律では十分でないという認識がひょっとしてあったのかもしれないと思うのです。あわせて、その点を少しお聞かせいただければと思います。

○船津 ありがとうございます。

1点目のご質問は、アルゴリズムの開示をしているかどうかということによって……。

○行澤 そうですね、戦略開示みたいな。

○船津 アルゴリズムの開示というものは基本的にはしておらず、外には出ないということになるかと思います。

まず高頻度取引業者が利用しているようなアルゴリズムというのは、まさに企業秘密の世界なので、出さないということになります。

それに対して、例えば大口といいますか、機関投資家がこの値段で買ってもらうなければいけないという委託があるのであれば、証券会社もおそらくカスタマイズしたアルゴリズムを使うことはあると思うのですが、一般的に開示義務があるという話ではないかと思います。

それから、2点目は、この規制の中にボラティリティの増幅を抑えるような規律、そういう思想があったのではないかということは、まさにそのとおりかと思います。

ちょっと時間の関係で飛ばしてしまいましたけれども、サーキット・ブレーカー以外にも、取引

手順というのですかね、時間優先、価格優先といった市場の取引構造自体を場合によっては変えてもいいとされています。そういう取引構造の変更方針をあらかじめ取引所として立てておきなさいというようなことまで含めて規律化されているという点では、ボラティリティ増幅を避けるという趣旨はあったかと思います。

【低速な投資家が取り残されることの不都合】

○行澤 もう一点よろしいですか。いわゆる市場取引の中でそういう HFT のようなものがちゃんと注文を出してくる自己売買業者もいるということでした。その中で、いわゆるブローカー、日本だと証券会社が顧客勘定で注文を取り次いでいくような場合には、そのように HFT によって誘導されていく市場にうまく対応していく必要はないのか、と思うのですね。

注文を出して、それから3日目にどうこうするというような従来型の個人投資家の注文に対して、ブローカーもしくは証券会社がそういう非常に小刻みかつ瞬時に動いていく市場に対応する仕方というのはどのようにイメージすればよいのでしょうか。それが難しいので個人投資家が取り残されているということになるのでしょうか。

○船津 実情がわかっているわけではないので、何ともお答えしづらいところではあるのですが、少なくとも高頻度取引の文脈では、個人投資家かどうかというよりも、やはり大規模高速か小規模低速かという議論なのです。だから、ひよっとしたら、小規模高速の場合だったら、それに対応できるシステムを証券会社が備えていれば、別に個人投資家は害されないと言えるかもしれないですね。

逆に言いますと、むしろ低速でしか利用できない人を全面的に撤退させていいのかという議論におおらくなってきたいて、その点に関して、放置しておく速度競争になって、速度競争は社会の富に何も貢献しないゼロサムを奪い合うための資源の投下になるので、意味がないからそろそろ抑えるべきだと考えるか、それとも自由競争という

のはそこまでの競争まで含むという話になるのかという、そういうレベルでの議論が、HFT 関係の規制をどうするかということに関しては多いのではないかと思います。

○行澤 低速は必ず負けるのでしょうか。例えばアメリカなどでも企業のファンダメンタルズに着目して、それこそ長期の株式保有を通じて、企業価値の増大に貢献するという投資姿勢を持っているファンドもありますし、ウォーレン・バフェットとかですね、そういう人は別に一々高速でやらなくても利益を出してくるのだと思うのです。そうすると、本当に低速の投資家が損をするというような前提に立っていいのだろうかという気もちょっとするのですが、いかがでしょうか。

○船津 ここで問題になっているのは、いわゆるマーケットマイクロストラクチャーと言われる分野でして、まさにこの瞬間、あるいはその営業日に関して幾らで取引が成立したか、それが有利か不利かを考えるということです。例えばバリュートレーダーのような形で割安の銘柄を買って値上がりしたら売るということをする投資家は当然いるわけですが、ただ、割安で買うときの買う値段が100円なのか、110円なのかという、その10円がまさに問題になっているわけです。その10円を細かいこととして切り捨てるのか、いや、そうではないと考えるのかというところが発想として違ってくるといえることかと思えます。

○川口 そのほかはいかがでしょう。よろしいでしょうか。それでは、これで今月の研究会は終了させていただきます。

船津先生、どうもありがとうございました。



2016年11月25日

## 高頻度取引・アルゴリズム取引規制のあり方

～ドイツ法と MiFID II～

同志社大学 松津浩司

### I. はじめに

金融審議会市場 WG において、「アルゴリズムを用いた高速取引」に関する規制のあり方が議論～規制のあり方の参考資料として、欧州における改定金融商品市場指令 (MiFID II) やドイツ法の規律内容にも言及。

本報告＝高頻度取引・アルゴリズム取引規制の先駆けともいうべきドイツの法規制、とりわけ、2013年5月15日に施行された「高頻度取引における危険及び濫用を防止するための法律 (Gesetz zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel)」、略称「高頻度取引法 (Hochfrequenzhandelsgesetz)」を中心に、MiFID II およびその実施後のドイツ国内規律も併せて紹介

### II. 高頻度取引法の内容

#### 1. 序説～高頻度取引法の概要

高頻度取引法＝信用制度法 (Kreditwesengesetz: KWG)、取引所法 (Börsengesetz: BörsG)、有価証券取引法 (Wertpapierhandelsgesetz: WpHG) 等を改正する法律

- ① 信用制度法～証券業に関する規制のうち、業者の健全性及び業法的監督など、業者としての主体に関わる大枠の規制 (；「ユニバーサル・バンク制度」←銀行法)
- ② 有価証券取引法～業者の行為規制←金商法第3章ほか
- ③ 取引所法～「取引の場 (Handelsplatz: Trading Venue)」の運営に関わる規律のうち、証券取引所 (規制市場) を規律←金商法第5章

※MTF (Multilateral Trading Facility: わが国の PTS に相当) については有価証券取引法が規律

高頻度取引法による改正

- ① 信用制度法による高頻度取引に該当する自己勘定取引の場合の許可制の導入 (2参照)
- ② 有価証券取引法による有価証券サービス企業における (高頻度取引を含む) アルゴリズム取引に耐えうるシステムの構築 (3参照)

- ③ 取引所法等による (高頻度取引を含む) アルゴリズム取引の内容に関する規律の導入 (4参照)

#### 2. 「高頻度アルゴリズム取引手法を用いた自己の計算による金融商品の売買」に従事する者に対する許可制の導入

高頻度取引法により、「高頻度アルゴリズム取引手法を用いた自己の計算による金融商品の売買」を行う者は、信用制度法上の許可 (Erlaubnis) の取得が必要に

#### A. 規制対象：「高頻度アルゴリズム取引手法 (eine hochfrequente algorithmische Handelstechnik) を用いた自己の計算による金融商品の売買」

「金融サービス (Finanzdienstleistungen)」の提供を業として行う場合 BaFin の許可が必要 (KWG32 条 1 項) ←「金融サービス」の一種としての「自己売買 (Eigenhandel)」の中に、いわゆる高頻度取引に相当する取引 (KWG 1 条 1a 項 2 文 4 号 d) の取引) が含まれることに

#### ① Eigenhandel と Eigengeschäft

- ・ 「Eigenhandel」：従来、マーケット・メイカーやシステムオペレーターなどの店内執行者 (systematische Internalisierer) としての役割を果たすこと等を通じて起こりうる取引＝金融サービス機関が自らの名義と計算で取引を行うもの、そこには第三者に対するサービスの性質を伴っている点に特徴～企業・会社・自然人を問わず許可取得義務アリ (KWG32 条 1 項)
- ・ 「Eigengeschäft」：従来、自己の名義と計算で行う取引であって、「Eigenhandel」に該当しない取引 (KWG 1 条 1a 項 3 文参照) ＝自ら値差を取りに行く、いわゆるプロップ・トレード (proprietary trade) が含まれる～「銀行取引への従事」や「金融サービスの提供」に「加えて」Eigengeschäft に従事する場合には許可が必要 (KWG32 条 1a 項)

高頻度取引法により許可取得義務の対象となった「高頻度アルゴリズム取引手法を用いた自己の計算による金融商品の売買」は、本来 Eigengeschäft にすぎないものも Eigenhandel の定義に含める形で、KWG32 条 1 項の許可取得義務に服せしめる～銀行業や金融サービス業を営んでいない自然人・企業・会社が、プロップ・トレードとして高頻度取引を行う場合にも、許可取得が必要

#### ② 「国内組織化市場または代替的取引システムの直接的又は間接的参加者」

- ・ 「直接的参加者 (unmittelbare Teilnehmer)」～概ね有価証券サービス企業
- ・ 「間接的参加者 (mittelbare Teilnehmer)」～国内組織化市場または MTF の「(直接的) 取引参加者」が「直接的電子アクセス (direkter elektronischer Zugang)」を与えている者に限る

※ 「直接的電子アクセス」～「国内組織化市場またはMTFの構成員または参加者が、ある者に対して、金融商品に関係する注文の取引プラットフォームに対する直接の電子的伝送のための自らの取引IDを使うことを許可している合意」=DMAとSAを含む④

- DMA (ダイレクト・マーケット・アクセス) ～直接的参加者のIDを借りて直接的参加者のシステムを経由して取引の場にメッセージを送る
- SA (スポンサード・アクセス) ～直接的参加者のIDを借りて直接的参加者のシステムを経由することなく取引の場にメッセージを送る

～規制の必要性と過剰規制による流出の懸念との妥協点

**③具体的取引態様**

**a. レイテンシーの短縮を目的とするインフラストラクチャーの利用**

レイテンシー (Latenzzeiten) ～注文、気配値の提示または取消し (以下、「取引メッセージ」) の、発出から発効までについての、取引の場におけるデータ処理に必要な時間  
レイテンシーを短縮することを目的としたインフラストラクチャー

- ・ コロケーション
- ・ 近接ホスティング (Proximity Hosting)
- ・ 電子的高速市場アクセス (high speed electronic access)
- ・ 市場のマッシュアップと毎秒10ギガビット以上の広帯域でのデータ接続などを利用していることを例示

**b. 人の手を介さないシステムによる決定**

「人の手を介さないシステムによる決定」≡WpHG上の「アルゴリズム取引」

- ・ 「アルゴリズム取引 (algorithmischer Handel)」=単なる注文回送システムを除く、「コンピュータアルゴリズムが個別の注文パラメータを自動的に決定するような方法で行う金融商品の取引」(WpHG33条1a項1文)。
- ・ 「注文パラメータ」=法文上、注文開始の有無、注文の時点、価格、数量、注文処理方法を例示列挙

※ヘッセン州当局による解釈ガイドライン

「注文パラメータ」=金融商品 (ISINコード)、売買の別、数量、注文形式、価格 (上限または下限)、取引の場および取引の場への伝送の時期

**c. 大量のメッセージの発出**

大量のメッセージ= (年間を通じて1日当たりの取引メッセージの量が75,000件) and (少なくとも1秒あたり取引メッセージ2件以上)

※取引メッセージの発出数は一つの取引の場について算定

**B. 許可の取得を必要とする者**

追加的許可取得の必要のない者

- ・ すでに信用機関 (Kreditinstitut) や金融サービス機関としての許可を取得している者
- ・ 他の EU 加盟国や欧州経済領域 (EEA) 諸国を本拠とする者について、いわゆるヨーロッパパスを取得している者～イギリス籍の業者への配慮

許可取得が必要な者=上記以外で要件に該当する者 (取引メッセージの発出がドイツ以外の国からであっても必要) ～許可取得のために、ドイツにおいて子会社または支店を設けなければならない (KWG 33条1項6号、53条、32条1項)

**C. 許可取得の要件**

**①一般的な許可要件**

- ・ 開始資本 730,000ユーロ (KWG 33条1項1号c)
- ・ 態勢整備義務 (KWG 25a条)
- ・ 業務執行者の資格要件 (KWG 33条1項2号および4号)
- ・ 適切な自己資金および十分な流動性の証明 (KWG 10条)
- ・ 決算検査人による年次監査 (KWG 28条) 等

**②外国業者の支店設置義務**

※高頻度取引業者に特化した「支店」の解釈は可能か?

**D. 許可取得義務違反の効果**

- ・ 連邦金融監督庁の緊急停止 (sofortige Einstellung) 命令
- ・ 取引の即時清算 (unverzügliche Abwicklung) 命令
- ・ 刑事罰

**E. 経過措置**

高頻度取引法施行は2013年5月15日だが、国内業者については、6ヶ月間 (2013年11月14日まで) 外国業者 (国内に本拠を置いておらず、ヨーロッパパスも取得していない業者) については9ヶ月間 (2014年2月14日まで) の許可取得猶予期間 (KWG64p条)

**F. 評価**

+ 何らかの規程が必要であるとの認識の下で高頻度取引法を肯定的に評価

- しかし、その手法について、とりわけ信用制度法上の許可取得義務をかけるという点については否定的な評価

### 3. 「アルゴリズム取引」に対する規制

#### A. 有価証券取引法上の「アルゴリズム取引」概念

基本的には2A③bで述べたことが妥当だが、以下の類型が問題となる。  
連邦金融監督庁が2014年5月6日に公表した「アルゴリズム取引についてのシステム及び規制についての要請 (Anforderungen an System und Kontrollen für den Algorithmushandel von Instituten)」という通達 (Rundschreiben) (以下、「アルゴ通達」) が詳細に解釈を示す

##### a. 注文回送システム

- ・ 単なるオーダールーティング (一または複数の「取引の場」に注文を回送するシステム) は該当しない
- ・ 取引所により提供されたシステムに人手を介して (manuell) 入力をするシステムは「アルゴリズム取引」に該当しない (アルゴ通達のFAQ)
- ・ スマートオーダールーティング (注文を最も有利な取引の場に戻送する) は、それが人手を介さず自動的に行われる限りは、アルゴリズム取引に該当する。このことは、有価証券取引法 33a 条の定める最良執行義務を果たすためであっても同様

##### b. 特定の注文形態が除外されるということはない

- ・ 特定の注文形態 (Trailing-Stop-Loss-Order や OCO (one-cancels-the other) などの注文形式) が適用除外となることはない (アルゴ通達のFAQ)

##### c. マーケット・メイカーとしての呼び値の提示

- ・ マーケット・メイカーとしての呼び値の提示も、人手を介さない限りはアルゴリズム取引となる。他人のためのサービスとして売買をする形式であっても、アルゴリズム取引は成立

#### ※「取引の場」の限定なし

免許取得義務にかかると信用制度法上の「高頻度アルゴリズム取引手法」=取引所か MTF で行われるもののみを指す  
有価証券取引法上の「アルゴリズム取引」=それ以外の場合も含む (例: システムテナント内化 (systematische Internalisierung: WpHG 2 条 10 項参照) ~店内化を行う業者について B で述べる態勢整備義務が適用される可能性)

#### B. 有価証券サービス企業等の態勢整備義務

有価証券取引法では、上述の「アルゴリズム取引」に従事する有価証券サービス企業等に対して、一定の態勢整備義務を課す。

※アルゴリズム取引に従事する資本投資会社も同様の義務を負う (KAGB 28 条 1 項 3 文による WpHG 33 条 1a 項の準用)

#### ①法規定とその解釈

有価証券取引法 33 条 1a 項 3 文各号、4 文および 5 文に定め。アルゴ通達も参照。

##### a. 十分な処理能力の具備 (WpHG33 条 1a 項 3 文 1 号)

アルゴリズム取引に従事する有価証券サービス企業の取引システムは

- ・ 負荷に耐えうるもの (belastbar)
- ・ 十分な処理能力 (Kapazitäten) を備えるもの  
~現実的に予測しうる到達メッセージに対応できるのみならず、メッセージ量の増大時や緊急時において処理能力を拡張しうることも求められている
- ・ 相応な取引リミットを備えること~当該有価証券サービス企業の事業継続可能性確保

##### b. 誤発注等の防止態勢 (WpHG33 条 1a 項 3 文 2 号)

具体的には、金額や量に関して取引システムの側で定められたパラメータを満たさない注文や、当該有価証券サービス企業の定めたリスク管理の基準を超える注文を自動的に止め、または取り消す状況を作出しなければならぬ

##### c. 濫用行為防止態勢 (WpHG33 条 1a 項 3 文 3 号)

- ・ すべての個人の取引またはアルゴリズムによる取引についての監督 (überwachen)
- ・ 市場濫用行為 (特に相場操縦) の疑いを生ずる行為について知らせることのできる自動警告システムなどの適切なシステムの構築
- ・ 疑わしい取引を見つけた場合には必要な報告を遅滞なく行う
- ・ 報告の要否に關わらず疑わしい取引についての兆候についての情報を所管当局に提供する
- ・ 市場濫用行為を発見するために必要なデータに関する記録を 5 年間保存
- ・ 従業員教育態勢整備

- b. 州の取引所監督局：アルゴリズム取引に従事する取引参加者から、いつでも、そのアルゴリズム取引、その取引のために投入されたシステムならびにアルゴリズム取引戦略および当該取引システムが服する取引パラメータまたは取引上限の詳細についての情報を請求することができる (BörsG 3 条 4 項 4 文 5 号)
- c. 取引所取引監視部門：b の規定を準用 (BörsG 7 条 3 項 1 文)

**②差止命令**

- b. 州の取引所監督局：取引所法の規定や命令の違反を阻止し、あるいは、取引所における取引や取引所取引の清算の正規の遂行またはそれらの監視 (Überwachung) を損なうる不適切な状況を排除するのに適切かつ必要な命令を、取引所、取引所運営者および取引参加者に対し発することができ (BörsG 3 条 5 項 2 文) ～この目的のために発する命令の一つとして、特に「アルゴリズム取引戦略の利用を禁ずること」が含まれる (同項 3 文 4 号)

**D.アルゴリズム取引の識別情報 (Kennzeichnung) の付加**

どの取引がそのような監督権限の対象となる「アルゴリズム取引」に該当するかは、これらでは (少なくとも表向きは) 判別できなかつた→取引メッセージに対する識別情報の付加へ

**①法規定とその解釈 (取引所法 16 条 2 項 3 号)**

- ・ 取引参加者による注文の識別情報 (Kennzeichnung)
  - ・ 「取引アルゴリズム (Handelsalgorithmen) (取引メッセージの発出が可能となるためのパラメータを最終的に決定するアルゴリズムのみを指す法律上の概念) の記号表示 (Kennlichmachung)
- に関する規定を取引所規則に置くことを要求  
※ 「取引参加者」～間接的取引参加者は含まない (ヘッセン州の証券監督局の通達)

**②取引所規則の具体例**

フランクフルト有価証券取引所の取引所規則 (FWBO) 72a 条  
具体例：①アルゴリズム A が売るべき金融商品と数量を表示、②いくらで売るかを手動で入力、③出すべき注文の形式や取引の場およびその時期についてアルゴリズム B が決定した上で具体的な取引メッセージを发出→手動入力以降の注文パラメータを決定するアルゴリズム B のみが識別表示の対象となる「取引アルゴリズム」

- d. 緊急事態安全装置とシステム検査態勢の整備 (WpHG 33 条 1a 項 4 文)  
緊急事態安全装置=バックアップシステムの整備  
システム検査=取引をリアルタイムで監視できる態勢、事業の継続可能性という観点からの定期的な検査 (内部監査人または第三者による検査)

**e. 使用アルゴリズムの変更履歴の文書化 (WpHG 33 条 1a 項 5 文)**

使用アルゴリズムの変更履歴の文書化→相場操縦的行為の探知のため  
※そもそも金融機関の一般的態勢整備義務の中に記録の保存が求められている (MaRisk 総論 6) →電子取引システムやアルゴリズムそのものに関する記録も行わなければならない (記録は 5 年間保存)

**②DMA や SA を提供する業者に対する特別の要請 (アルゴ通達)**

- ・ DMA や SA の利用顧客に対するデューデリジェンスの実施
- ・ 取引フロー全体にわたるモニタリング
- ・ 用いられるアルゴリズムのチャットおよび自分が用いるのと同程度の理解
- ・ 顧客の信用力に対応したリミットの設定等

**C. 監督者の監督権限の強化**

- 証券取引をめぐる監督者
- a. 連邦金融監督庁
  - b. 州の取引所監督局 (Börsenaufsichtsbehörde) ～フランクフルト証券取引所・EUREX であればヘッセン州の取引所監督局
  - c. 取引所の取引監視部門 (Handelsüberwachungsstelle) ～取引所は、その制定する取引所規則等を通じて、取引参加者等に対して一定の公法上の権力関係に立つ場合がある
- に、有価証券取引法および取引所法においてアルゴリズム取引に関する情報収集権限と差し権限が与えられる。

**①情報収集権**

- a. 連邦金融監督庁：有価証券取引法の遵守の監督についての「手がかり (Anhaltspunkten) に基づき必要な限り」～アルゴリズム取引に従事する有価証券サービス企業から、いつでも、アルゴリズム取引やそのためのシステムに関する情報 (「アルゴリズム取引戦略の描写及び当該取引システムが服する取引パラメータ又は取引上限の詳細、リスクの検査及び 33 条の運用の遵守のための重要な手続、並びにシステム監査についての詳細」) を請求することができる (WpHG 4 条 3a 項)。



4. 取引内容の規律

具体的な取引や注文の内容あるいはその具体的な処理等にまで踏み込んだ規律を置いている点が特徴的

A. 注文・取引比率規制

取引メッセージの数を実際に約定された取引数との関係において制限する規律～相場操縦的変動の阻止のため

①法規定

取引参加者は、正規の取引取引についてのリスクを避けるために、「注文入力、変更および取消しと実際になされた取引との相対比率 (angemessene Verhältnisse)」を確保しなければならない (BörsG 26a 条 1 文)

この注文・取引比率は、取引所の取引監視部門 (BörsG 7 条) により監督され、違反に対するサンクションとして、取引参加者資格の停止もしくは取消し (BörsG 19 条 8 項 3 文) または制裁委員会 (Sanktionsausschuss) による制裁が課せられる (BörsG 22 条)。 MTF につき WpHG 31f 条 9 号。

②取引所規則の具体例

フランクフルト有価証券取引所の取引所規則 72b 条  
 1 有価証券・1 マーケット・1 暦月あたりの注文入力 ÷ (成立した取引 × ポリュームファクター - 1) 基礎控除額 ≤ 1 ならば 「相当」

- ・ 注文入力 ÷ 注文・気配値の変更は、注文・気配値の取消し + 新しい注文・気配値の入力として算出
- ・ ポリュームファクター = 金融商品の種類に応じて付表において定められた数値 (例：国内株式なら 1、外国株式なら 10)
- ・ 基礎控除額 = 当該企業が実際に行った取引の数は無関係に付表において定められた数値 (例：国内株式なら 500 百万、外国株式なら 5000 百万)

B. 割増手数料による抑止

過剰なシステム利用に対する割増手数料徴収義務

①法規定とその解釈

取引所は、取引所システムの過剰な利用、特に注文入力・変更および取消しが不相当に (unverhältnismäßig) 多い場合には、それについてすでに別途対価を請求していないのであれば、別途の手数料を徴収しなければならない (BörsG 17 条 4 項)。 MTF 運営者につき WpHG

31f 条 1 項 7 号。

②取引所の対応

ドイツ取引所では、高頻度取引法施行前からすでに、過度のシステム利用に対する割増手数料を要求する料金体系～高頻度取引法施行に伴う取引システム利用料改定が 2013 年 12 月から施行

C. ミニマム・ティックサイズ規制の導入

ティックサイズ (刻み値) を極力小さくするという流れ  
 長所：市場価格の変動幅を小さくするという意味で市場の価格変動リスクを低減する効果  
 短所：微小な注文の量が増えることになり、特にオークション市場の場合には、注文がマッチしにくくなる (A の注文・取引比率を上昇させる)

①法規定

「市場の完全性と流動性に対する負の影響を低下させるため」に、取引されている金融商品についての「可能な最小の (kleinstmöglich) 価格変更の相当な額」を定めることを取引所に義務付け (BörsG 26b 条 1 文) ～この最小額の確定に際しては、価格発見メカニズムや同法 26a 条の規定における「相当な注文取引比率」の目的を損なわないことに特に配慮しなければならない (同 2 文) が、詳細な定めは取引所規則に委ねる (同 3 文)。

MTF 運営者につき WpHG 31f 条 10 号、店内化業者につき WpHG 32c 条 5 項。

②取引所の対応

ドイツ取引所の Xetra システムの株式取引

| 株価        | ティックサイズ |
|-----------|---------|
| 0-9.999   | 0.001   |
| 10-49.995 | 0.005   |
| 50-99.99  | 0.01    |
| 100-      | 0.05    |

(単位：ユーロ)

D. 防護措置の導入義務など

取引所は、著しい (erheblich) 価格変動の際にも取引所価格の正規な探知ができるよう、適切な防護措置を取らなければならない (BörsG 24 条 2a 項 1 文)

①短期間の市場モデルの変更

市場モデル (Marktmodell) = 取引所規則や約款において定められた、取引における注文処理等について取引所によって定められた基本原則 (価格の確定、注文の処理順序、注文形式等) について規律) ~たとえ高頻度取引業者が用いている注文形式を一時的に受け入れない、あるいは一定の価格帯を超える注文を却下するなどによって、市場の安定を図る

②短時間の変動性遮断

いわゆるサーキット・ブレーカー~ドイツで特に目新しいものではない  
MTPFにつき WpHG31f 条 1 項 8 号。

5. 相場繰越具体化省令の改正

有価証券取引法 20a 条は相場繰越に関する規制を定めているが、高頻度取引法により、相場繰越の要件を具体化する相場繰越具体化省令 (MaKonV) 3 条 1 項に 4 号の追加~アルゴリズムによって発せられた注文に関連して相場繰越に該当することを明らかにするもの(高頻度取引)に該当する必要はない)

III. 規制導入後のドイツの市場動向

高頻度取引法の影響について、現時点で判明している状況を簡単に紹介

1. 許可取得業者の数

2014 年 7 月 24 日付の連邦政府の文書~新たに許可を取得した業者はいない

考えられる理由

- a. 従前のブレイヤーの多くは許可取得済み~新たな許可取得義務が発生する業者は限られている
- b. 従前の取引態様であればなお新たな許可取得義務が生じる業者が取引態様を変更

2. 市場構造の変化

許可を取得する業者がいなかった理由が a であれば、高頻度取引法の市場に対する影響は限定的。b であれば市場への影響が大きい可能性

Häferkorn=Zimmermann の実証研究

方法: DAX30 採用の株式について、Xetra と Turquoise の注文メッセージ数や板状況、約定件数などを比較

結論:

- ・ 1 日のメッセージ量を効果的に削減

- ・ 成立した取引量はわずかに減少
- ・ ビッド=アスク・スプレッドは拡大
- ・ 注文板の厚みに変化は見られなかった

IV. MiFID II との比較

EU レベル: 2014 年 6 月 12 日に MiFID II が公布、2018 年 1 月に完全実施予定  
→ドイツ: 2016 年 9 月 30 日に「ヨーロッパ立法に基づく金融市場規定の改正に関する第二次法律 (Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte)」, 略称「第二次金融市場改正法 (2. FiMaNoG)」の参事官草案 (Referentenentwurf) が公表

1. 規律内容の比較 (総論)

現行ドイツ法 < MiFID II のもの

- ・ フロップ高頻度取引業者を許可に服せしめること (II 2 < MiFID II 2 条 1 項 (d)(g)(iii)、5 条 1 項)
- ・ アルゴリズム取引に従事する投資会社の態勢整備義務 (II 3 B < MiFID II 17 条 1 項等)
- ・ アルゴリズム取引に関する規制当局の権限強化 (II 3 C < MiFID II 48 条 11 項等)
- ・ アルゴリズムに対するフラッキング義務 (II 3 D < MiFID II 48 条 10 項)
- ・ 割増手数料 (II 4 B < MiFID II 48 条 9 項)
- ・ 規制市場の防護措置導入義務 (II 4 D < MiFID II 48 条 5 項)
- ・ ティックサイズ規制 (II 4 C < MiFID II 49 条)

現行ドイツ法 < MiFID II → 国内法化が必要なもの

- ・ マーケット・メイク義務 (MiFID II 17 条 48 条 2 項 3 項)
- ・ コロケーション規制 (MiFID II 48 条 8 項)
- ・ 規制市場の態勢整備義務 (MiFID II 48 条 1 項・4 項)

2. 新たに国内法化が提案されている規律

A. マーケット・メイク規制

- ・ 「マーケット・メイク戦略を追求するためにアルゴリズム取引に従事する投資会社」に、マーケット・メイクの継続的実施義務 (MiFID II 17 条 3 項(a)号)。
  - ・ これを受けて、規制市場の側にも投資会社との書面合意を義務付け (MiFID II 改定指令 48 条 3 項)。MTPF の運営者につき MiFID II 18 条 5 項。
- 有価証券取引法および取引所法に改定指令と同様の規定を追加することで対応予定 (WpHG-E 69 条 4 項 5 項および BörsG-E 26c 条)。

## B. 直接的電子アクセスおよびコロケーションサービス規制

### ①直接的電子アクセスを行う者の適格性や組織態勢

「直接的電子アクセス (direct electronic access)」(以下、「DEA」)＝取引の場の会員、参加者または顧客が他の者に自己の取引コードを用いることを許可し、それにより当該他の者が電子的に金融商品に係る注文を直接に当該取引の場に伝送することができるアレンジメント (MiFID II 4 条 1 項 41 号)

- DEA サービスの提供は、取引の場の会員または参加者が MiFID II 下の投資会社であるか、資本要求指令 (Capital Requirement Directive) 下の信用機関 (credit institute) である場合に限る (MiFID II 48 条 7 項 1 段)。
- 投資会社に関しても、DEA を提供した顧客に対するモニター義務やその他のコメントルール組織義務 (MiFID II 17 条 5 項)。

→取引所法および有価証券取引法に改定指令と同様の規定を追加することで対応予定 (BörsG-E 19 条 3a 項の追加、WpHG-E 66 条)

### ②直接的電子アクセスを行える者の許可制

「投資会社 (investment firm)」としての許可 (authorisation) を取得しなければならぬ「投資サービス及び投資活動」に「直接的電子アクセスを有する」場合が含まれる (MiFID II 2 条 1 項(d) (iii)参照)

→有価証券取引法に改定指令と同様の規定を追加することで対応予定 (WpHG-E 3 条 1 項 11 号 b))

### ③コロケーションサービス規制

加盟国は、規制市場に対し、コロケーションサービスについてのルールが透明、公平かつ非差別的であることを確保することを求める (MiFID II 48 条 8 項) ～この規定自体が加盟国による法規制を要求しているものであるかは不明

→現段階の法案では、改定指令 48 条 8 項の国内法化として説明される規定は、取引所法の改正案には含まれていない?

【別紙】関連規定の訳記

法規定のうち下線を引いたものは、高頻度取引法により変更・追加された箇所である。

1 信用制度法 (KWG) : 2014 年 12 月 10 日改正後のもの

1 条

1 項 ①「信用機関 (Kreditinstitute)」とは、銀行取引 (Bankgeschäfte) に業として又は商人的方法により装備された業務運営に必要な範囲において従事する企業である。②「銀行取引」とは、以下の各号に掲げるものである (以下略)

1a 項 ①「金融サービス機関 (Finanzdienstleistungsinstitute)」とは、金融サービス (Finanzdienstleistungen) を業として又は商人的方法により装備された業務運営に必要な範囲において提供する企業であって、信用機関でない者である。

②「金融サービス」とは、以下の各号に掲げるものである

1.-3. (略)

4. 以下の態様のもの (以下、「自己売買 (Eigenhandel)」という)

- a) 組織化市場又は多角的取引システムにおいて金融商品の自ら定めた価格での買入又は売りの継続的誘引、
- b) その取引を遂行させるために第三者に対してアクセス可能なシステムが提供されることを通じた、組織化市場外又は多角的取引システム外における自己の計算での取引への継続的に組織化されかつ体系化された従事、
- c) 他人のためのサービスとして自らの計算での金融商品の購入又は売却、
- d) 他人のためのサービスではない場合を含めて、国内組織化市場又は多角的取引システム

の直接的又は間接的参加者として、反応時間 (レイテンシー: Latenzzeit) の短縮を目的とするインフラストラクチャーの利用によって、注文の開始 (Einleitung)、発生 (Erzeugen)、転送 (Weiterleiten) 又は執行 (Ausführung) を個別の取引又は注文について人手を介さないシステムの設定によって、及び、注文 (Aufträgen)、気配値の提示 (Quote) 又は取消し (Stornierungen) の形態での大量の目を跨がない (untertägig) のメッセージの発出 (Mittellungsaufkommen) によって特徴付けられる、高頻度アルゴリズム取引手法 (eine hochfrequente algorithmische Handelstechnik) を用いた自己の計算による金融商品の売買

5.-12. (略)

③1 条 1a 項 2 文 4 号の意味での自己売買 (Eigenhandel) ではない、自己の計算での (für eigene Rechnung) 金融商品の購入又は売却 (以下、「自己勘定取引 (Eigengeschäft)」という) は、当該自己勘定取引が以下の各号に該当する企業により行われる場合には、金融サービスとみなす

1. 他の理由によりすでに機関 (Institut) とされることがなく、当該取引に業として又は商人

的方法により装備された業務運営に必要な範囲において従事する企業、

2. 資本要求規則適用信用機関 (CRR-Kreditinstitute) であるような機関グループ (Institutgruppe)、金融持株会社 (Finanzholding) グループ、混合金融持株グループ又は金融コンダクトグループに所属する企業

④ (略)

1b 項 本法の意味での「機関 (Institut)」とは、信用機関及び金融サービス機関をいう。

2 項-35 項 (略)

32 条 (許可義務) : 抄

1 項 ①国内において、業として又は商人的方法により装備された業務運営に必要な範囲において、銀行取引 (Bankgeschäfte) を営み又は金融サービス (Finanzdienstleistungen) を提供しようとする者は、監督当局の書面による許可が必要である；連邦金融監督庁は、行政手続法 37 条 4 項を適用しなければならない。②-④ (略)

1a 項 ①銀行取引の運営又は 1 条 1a 項 2 文 1 号乃至 5 号及び 11 号の意味の金融サービスを提供に加えて、自己勘定取引 (Eigengeschäft) に従事しようとする者も、それについての連邦金融監督庁の書面による許可が必要である。②1 条 1 項後段、2 項、4 項及び 5 項並びに 33 条乃至 38 条は、準用されなければならない。

2-7 項 (略)

64p 条 (高頻度取引法の経過規定)

2013 年 5 月 14 日の 1 条 1a 項 2 文 4 号における自己売買 (Eigenhandel) の概念の拡張により金融サービス機関となる企業については、自己売買 (Eigenhandel) 及び 32 条 1a 項の意味の自己勘定取引 (Eigengeschäft) についての許可は、2013 年 11 月 14 日までに、24 条 4 項に基づく規則と結びついたものを含めた 32 条 1 項 1 文及び 2 文に基づく完備された (vollständig) 許可申請を行った場合には、その時まで暫定的に与えられたものとみなす。国内に本拠を有さず、53b 条 1 項 1 文 2 文の意味の企業でない企業については、第 1 文は、完全な申請を 2014 年 2 月 14 日までに行わなければならないという条件を伴って適用される。

2 取引所法 (BörsG) : 2014 年 7 月 15 日改正後のもの

3 条 (取引所監督局の任務と権限) : 抄

1 項 ①管轄権ある州最上級当局 (oberste Landesbehörde) (以下、「取引所監督局 (Börsenaufsichtbehörde)」) というのは、本法の規定に従い取引所の監督を行う。②取引所監督局の監督に服するのには、特に、取引所理事会、取引所業務執行者、懲罰委員会及び取引監視部門 (以下、「取引所機関 (Börsenorgane)」) という、並びに取引所運営者、取引所取引 (Verkehr) に関する設備 (第 5 条第 3 項により外部に委託された領域を含む。) 及び自由取引である。③監



- 督は、取引所法の規定及び命令の遵守、取引所における取引の適正な遂行並びに取引所取引の適正な履行（以下、「取引所取引の完了（Börsengeschäftsabwicklung）」という）に及び、
- 2項 ①取引所監督局は、取引所機関の審議に参加する権限を有する。②取引所機関は、取引所監督局の任務遂行に際し取引所監督局を支援する義務を負う。
- 3項 取引所監督局は、本法により同局に割り当てられる任務及び権限を、公共の利益に適う形のみ行使する。
- 4項 ①取引所監督局は、任務の遂行に必要な限りにおいて、特に理由のないときにも、取引所、取引所運営者、第19条の規定により取引所取引への参加を認められた企業、取引代行業者（Börsenhändler）、マーケット・メイカー（Skontrofführem）、気配値取引人（skontrofführenden Personen）（以下、「取引参加者（Handelsteilnehmer）」という。）、取引参加者が取引所への直接的電子アクセスを与えた者（以下、「間接的取引所参加者」という。）、及び、規制市場に対する許可を受けた有価証券の発行者からの情報及び資料の提出を要求し、並びに検査を行うことができる。②取引所監督局は、当該情報及び資料の送付を自動化処理可能なデータ記録媒体により行うよう請求することができる。③取引所法の規定若しくは命令に反する行為、又は取引所における取引の適正な遂行並びに取引所取引の完了を害するおそれのあるその他の不適切な状況が存在するという想定を正当化する手がかりが存在する場合には、取引所監督局は、その任務の遂行に必要である限りにおいて、何人に対しても資料の提示及び複写の提出並びに参考人を召喚及び聴取することができる。④これらの場合において、取引所監督局は、特に以下の各号に定める要求をすることができる
- 1.-4. (略)
5. 証券取引法 33条 1a 項 1 文の意味のアルゴリズム取引に従事する取引参加者から、いつでも、そのアルゴリズム取引、その取引のために投入されたシステム並びにアルゴリズム取引戦略及び当該取引システムが服する取引パラメータまたは取引上限（Handelsobergrenzen）の詳細についての情報を請求すること
- ⑤～10 (略)
- 5項 ①取引所監督局は、取引所における秩序の維持及び取引の円滑のために、命令を発する権限を有する。②取引所監督局は、取引所法の規定及び命令の違反を阻止し、あるいは、取引所における取引若しくは取引所取引の完了の正規の遂行又はそれらの監視（Überwachung）を損なう不適切な状況を排除するのに適切かつ必要な命令を、取引所、取引所運営者及び取引参加者に対し発することができる。③取引所監督局は、この目的のために、特に以下の各号に定める事項を行うことができる
1. 金融商品、権利又は経済財のひとつ又は複数の取引所取引を停止又は中止するよう命ずること
  2. セントラルカウンターパティ、清算機関、又は取引所内決済システムにつき、それが取引所における取引又は取引所取引の清算の正規の遂行に悪影響を及ぼす場合に、その使用を取引所に禁ずること
3. 取引所外決済システムの使用を禁ずること
4. アルゴリズム取引戦略（algorithmische Handelsstrategie）の使用を禁ずること
- 6項～11項 (略)
- 7条（取引監視部門）：抄
- 3項（取引所の）取引監視部門には、第3条第4項第1文ないし第5文に定める〔州の〕取引所監督局の権限が認められる；第3条第4項第9文、第10文及び第9項が準用される。
- 16条（取引所規則）
- 1項 ①取引所規則は、取引所が自らに課された任務を達成することができること、並びに、その際に公衆及び取引の利益を正当に評価することを確保するものとする。②取引所規則は、以下の各号に関する定めを含まなければならない
1. 取引所の業務範囲
  2. 取引所の組織
  3. 取引の種類
  4. 価格及び相場、並びにこれらの根拠となる売上の公表
  5. マーケット・メイカーの活動についての手数料規程。
- 2項 証券取引所については、取引所規則は、さらに以下の各号に関する定めを含まなければならない
1. 相場記号（Kurszusätze）及び参考相場（Kursinweise）についての意味
  2. 取引所取引決済の確実性及び第21条に基づいて利用する決済システムに関する事項
  3. 有価証券取引法 33条第1a 項第1文の意味のアルゴリズム取引によって示された、取引参加者による注文の識別情報（Kennzeichnung）とそのため用いられた取引アルゴリズム（Handelsalgorithm）の記号表示（Kenntlichmachung）
- 3項 ①取引所規則は、取引所監督局の認可を要する。②取引所監督局は、取引所又は取引所監督局の義務とされている法律上の任務を果たすため必要な場合、かつその限りで、特定の規定を規則に挿入するよう要求することができる。
- 4項 ①26a 条を替することなく、取引所は、取引所システムの過剰な利用、とりわけ不当に（unverhältnismäßig）多い注文入力・変更及び取消しによるものについて、取引所運営者がそれについてすでに別途対価を請求しているののではない限り、別途の手数料を徴収しななければならない。②この手数料又は対価の額は、第1文の意味の過剰な利用及びそれと結びついたシステムの安定性及び市場の完全性に対する負の影響に有効に対峙することができるような形で算定されなければならない。
- 17条（手数料及び対価）：抄
- 4項 ①26a 条を替することなく、取引所は、取引所システムの過剰な利用、とりわけ不当に（unverhältnismäßig）多い注文入力・変更及び取消しによるものについて、取引所運営者がそれについてすでに別途対価を請求しているののではない限り、別途の手数料を徴収しななければならない。②この手数料又は対価の額は、第1文の意味の過剰な利用及びそれと結びついたシステムの安定性及び市場の完全性に対する負の影響に有効に対峙することができるような形で算定されなければならない。

**19 条 (取引所についての許可) : 抄**

**8 項** ①本条2項、4項又は5項に示された [取引許可の] 要件が存在していなかったか、又は事後的に欠くこととなったことについての理由のある疑いが存在する場合には、業務執行者は最長6月に渡る許可の停止を命ずることができる。②許可の停止は、さらに、「要件遵守の」遅滞期間についての17条1項1号及び2号所定の料金 (Gebühr) の支払いとともに命ぜられることができる。③業務執行者は、さらに、取引参加者が26a条の意味での注文・取引比率を遵守しなかった場合には、最長6月にわたる許可の停止を命ずることができる；取引参加者が26a条の意味での注文・取引比率を繰り返し遵守しなかった場合には、業務執行者は許可を取り消すことができる。④ (略)

**24 条 (取引所価格) : 抄**

**2a 項** ①取引所は、著しい (erheblich) 価格変動の際にも取引所価格の正規な探知ができるよう、適切な防護措置を取らなければならない。②第1文の意味の適切な防護措置とは、とりわけ、静的又は動的な、価格変動 (Preiskorridor) 又は価格決定を委託された取引参加者の制限システムを考慮に入れた、短時間の市場モデルの変更 (kurzfristige Änderungen des Marktmodells) や短時間の変動性遮断 (kurzzeitige Volatilitätsunterbrechungen) である。

**26a 条 (注文・取引比率)**

取引参加者は、正規の取引所取引についてのリスクを避けるために、注文入力、変更および取消しと実際になされた取引との相当な比率 (angemessene Verhältnis) (以下、「注文・取引比率 (Order-Transactions-Verhältnis)」) というを確保し (gewährleisten) なければならない。注文・取引比率は、それぞれの金融商品につき、かつ、1か月内におけるそれぞれの注文と取引の数量を手掛かりとして定められなければならない。相当な注文・取引比率は、とりわけ、当該金融商品の流動性、具体的な市況又は取引を行う企業の機能に基づき、経済的に事後検証可能な場合に存在する。取引所規則は、金融商品の特定の種類のについての相当な注文・取引比率についての定めを置かなければならない。

**26b 条 (最小価格変更額)**

取引所は、市場の完全性及び流動性に対する負の影響を減ずるために、取引されている金融商品についての最小可能価格変更 (kleinstmögliche Preisänderung) の相当額を定めることを義務付けられる。第1文の最小額の確定に際しては、価格発見メカニズム及び本法26a条の意味の相当な注文・取引比率の目的を損なわないことと特に配慮しなければならない。詳細な定めを取引所規則が定めることができる。

**3 有価証券取引法 (WpHG) : 2014年12月10日改正後のもの**

**4 条 (連邦金融監督庁の) 任務と権限) : 抄**

**3a 項** ①連邦金融監督庁は、本法の禁止又は命令の遵守の監督についての根拠 (Anhaltspunkten) に基づき必要に限りにおいて、33条1a項1文の意味のアルゴリズム取引に従事する有価証券サービス企業から、いつでも、そのアルゴリズム取引、その取引のために投入されたシステムについての情報を請求することができる。②連邦金融監督庁は、特に、アルゴリズム取引戦略の描写及び当該取引システムが股する取引パラメータ又は取引上限 (Handelsobergrenzen) の詳細、リスクの検査及び33条の準則の遵守のための重要な手続、並びにシステム監査についての詳細を要求することができる。

**31f 条 (多角的取引システムの運用) : 抄**

- 1 項** 多角的取引システムの運営者は、以下の事項を義務付けられている、
- 1.~6. (略)
- 7.** 多角的取引システムの過剰な利用、とりわけ不相当に (unverhältnismäßig) 多い注文入力・変更及び取消しによるものについて、別途の対価を徴収すること；その対価の額は、過剰な利用及びそれと結びついたシステムの安定性又は市場の完全性に対する負の影響に有効に対峙することができるような形で算定されなければならない。
- 8.** 相当な価格変動の際にも価格の正規な探知ができるよう、適切な防護措置を取ること；適切な防護措置とは、とりわけ、静的又は動的な、価格変動 (Preiskorridor) 又は価格決定を委託された取引参加者の制限システムを考慮に入れた、短時間の市場モデルの変更 (kurzfristige Änderungen des Marktmodells) や短時間の変動性遮断 (kurzzeitige Volatilitätsunterbrechungen) である。
- 9.** 多角的取引システムにおける正規の取引についてのリスクを避けるために、取引参加者が、注文入力、変更および取消しと実際になされた取引との相当な比率 (angemessene Verhältnis) (以下、「注文・取引比率 (Order-Transactions-Verhältnis)」) というを確保する (gewährleisten) ことを確認及び監督すること；その際、注文・取引比率は、それぞれの金融商品につき、かつ、1か月内におけるそれぞれの注文と取引の数量を手掛かりとして定められなければならない。また、相当な注文・取引比率は、とりわけ、当該金融商品の流動性、具体的な市況又は取引を行う企業の機能に基づき、経済的に事後検証可能な場合に存在する。
- 10.** 市場の完全性及び流動性に対する負の影響を減ずるために、取引されている金融商品についての最小可能価格変更 (kleinstmögliche Preisänderung) の相当額を定めることと、最小額の確定に際しては、価格発見メカニズム及び9号の意味の相当な注文・取引比率の目的を損なわないことと特に配慮しなければならない。
- 11.** 33条1a項1文の意味のアルゴリズム取引によって示された、取引参加者による注文の識別情報 (Kennzeichnung) とそのために用いられた取引アルゴリズムの記号表示 (Kennlichmachung) についての規律を定めること

## 2項～11項 (略)

## 32c条 (体系的店内執行者 (systematische Internalisierer) による顧客注文の執行)

## 1項～4項 (略)

5項 体系的店内執行者は、市場の完全性及び流動性に対する負の影響を減らすために、取引されている金融商品についての最小可能価格変更 (kleinstmögliche Preisänderung) の相당한額を定めることを義務づけられている。前段の最小額の確定に際しては、価格発見メカニズムを損なわないことに特に配慮しなければならない。

## 33条 ((有価証券サービス企業の) 組織義務) : 抄

## 1項 (略)

1a項 ①有価証券サービス企業は、一又は複数の取引の場合に対する注文の転送のため又は注文の確定のために用いられるシステムが問題となるのではなく、コンピュータアルゴリズムが個別の注文パラメータを自動的に決定するような方法で金融商品の取引に従事する。(アルゴリズム取引) 場合には、さらに、本項に掲げる規定を遵守しなければならない。②第一文の意味における注文パラメータとは、とりわけ、注文が開始されるかどうか、注文の時点、価格若しくは数量、又は、注文が到達後に人手をほとんど介さずあるいは全く介さずにどのように注文を処理するかについての決定である。③アルゴリズム取引に従事する有価証券サービス企業は、以下の各号を確保するシステムとリスク統制を備えていなければならない：

1. その取引システムが、負荷に耐えうるもの (belastbar) であり、十分な処理能力 (ausreichend Kapazitäten) を備え、かつ、相対的な取引間値と取引上限に服するものであること。
  2. 市場の混乱を引き起こすかそれに寄与しうる、誤った注文の伝送またはシステムの機能態様が避けられること。
  3. 取引システムが、市場運用に対する欧州及び国内規定又は当該システムと格納されている取引の場の規定に反する目的で用いられないこと。
- ④アルゴリズム取引に従事する有価証券サービス企業は、さらに、その取引システムにおける予期せぬ障害を回避するための緊急事態安全装置 (Notfallvorkehrungen) を備え、また、そのシステムが完全に検査され正規に監督されることを確保しなければならない。⑤これに加えて、取引に用いられるコンピュータアルゴリズムのすべての変更が文書化される (dokumentiert) ことを確保しなければならない。
- 2項～4項 (略)
- 4 相場操縦具体化省令 (MaKonV) : 2013年5月7日改正後のもの  
3条 (虚偽若しくは誤導的シグナル又は作為的価格水準)  
1項 有価証券取引法20a条1項1文2号の意味の虚偽 (falsch) 又は誤導的 (irreführend)

シグナル (Signal) について、又は、作為的価格水準の惹起についての兆候とは、とりわけ、金融商品に係る以下の各号に定める注文形態をいう

## 1-3. (略)

## 4. 注文パラメータを自動的に決定するコンピュータアルゴリズムによって市場に流される (platziert)、変更され又は取り消される買い注文又は売り注文であって、

- a) 取引システムの機能を阻害し若しくは遅延させるもの、又は、その傾向を有するもの
- b) 第三者による取引システムにおける真の買値注文若しくは売り注文の探知を困難にするためのもの、又は、その傾向を有するもの
- c) 金融商品の供給若しくは需要に関する誤った若しくは誤解を招く印象を生じさせるもの又は、その傾向を有するもの

## 2項 (略)

## 5 フランクフルト有価証券取引所の取引所規則

## 72a条

1項 取引参加者は、有価証券取引法33条1a項1文の意味のアルゴリズム取引により発せられる注文又は拘束的気配値を特徴付けること、及び、そのためにその時々々に用いられる取引アルゴリズムに目印を付ける (kenntlich zu machen) ことについての義務を負う。このことは、取引参加者が直接に当該取引所 (フランクフルト有価証券取引所: FWB) において取引しているか、他の取引参加者を通じて注文回送の方法で当該取引所に注文が伝送されてきたかを問わない。

2項 注文又は気配値は、当該取引所の取引所電子情報システムに対する入力並びに変更及び取消しの際には識別表示されなければならない。そのために用いられる取引アルゴリズムは、その結果としての注文又は気配値の当該取引所電子データシステムへの入力に際して、並びに、すでに当該取引所の取引所電子データシステムへ入力された注文又は気配値の変更及び取消しに際して、目印をつけなければならない。示された注文又は気配値の識別表示及びその時々々に用いられる取引アルゴリズムの目印は、そのために予定された当該取引所の取引所電子データシステムへの入力が可能となるものでなければならない。その時々々に用いられる取引アルゴリズムの目印は、事後的に追跡可能、一義的かつ一貫した (konsistent) ものでなければならない。取引アルゴリズムとして識別表示されなければならないのは、注文又は気配値の当該取引所の取引所電子データシステムへの入力又はその変更もしくは取り消しが行われることによって有効となるような、全体が自動化された決定方法である。」

3項 取引所業務執行者 (Geschäftsführer) は、識別表示及び目印の構造及びフォーマットについての詳細を定めることができる。

|                    |               |        |         |     |
|--------------------|---------------|--------|---------|-----|
| フランクフルト取引所 (Xetra) | 債権、株式、その他有価証券 | 5,000  | 10,000  | 10  |
|                    | 仕組み商品         | 50,000 | 100,000 | 100 |

\*単位：百万

**72b 条**

1 項 取引参加者は、注文及び拘束的気配値の入力、変更及び取消し(以下「注文入力」)の、遂行された取引に対する相当な比率(以下「注文・取引比率」)を確保することが義務付けられている。

2 項 注文・取引比率の決定のために、72b 条付表に掲げる区分に応じたマーケット(Marktplatz) 当たりの、一有価証券当たりの、一暦月内の、取引所取引への参加が許された企業の注文入力、4 項に掲げる上限(Limit) により除かれる (geteilt)。暦月の最終営業日(Handelsstag) 終了後に1又はそれ以下である場合には、注文・取引比率は、相当である。

3 項 その時々の注文入力量の決定に関して、Top-of-the-Book (以下「TOP」) 及びTOP+の執行条件を伴うリミットオーダーは考慮されない。注文及び気配値の変更は、以前の注文又は気配値の取消しと新しい注文又は気配値の入力として算出する。

4 項 上限(Limit) は、量的構成要素(Volumkomponent) と基礎控除(Grundfreibetrag)との合計である。

a) 量的構成要素とは、72b 条付表に応じた市場の場合ごとの、一有価証券当たりの、一暦月内の、許可された企業の取引量(Volumen der Geschäfte) に、ボリュームファクターを乗じたものである。ボリュームファクターとは、72b 条付表により一有価証券当たりに定められた数値である。

b) 基礎控除額(Grundfreibetrag) とは、72b 条付表により一有価証券当たりに定められた数値である。基礎控除額は、許可された企業による遂行された取引の数は無関係にその者と与えられる。

5 項 異常な市況の間は、許される注文・取引比率をその時々異なる市況に相当な形で適合させるために、ボリュームファクター及び基礎控除額は、取引所業務執行者により一又は複数の有価証券について引き上げられることができる。異常な市況は、とりわけ、市場の活動の短期間かつ強烈な変化、異常なボラティリティ又は短期間かつ強烈な利率変動によって特徴付けられることができる。

72b 条付表

| マーケット        | セグメント                         | 基礎控除額*    | 流動性供給者の基礎控除額* | ボリュームファクター |
|--------------|-------------------------------|-----------|---------------|------------|
| Xetra (XETR) | DAX, MDAX, TechDAX, その他のドイツ株式 | 500       | 1,000         | 1          |
|              | 欧州株式、米国株式、その他の株式              | 5,000     | 10,000        | 10         |
|              | ETF, ETP                      | 50,000    | 100,000       | 100        |
|              | 債権                            | 5,000,000 | 10,000,000    | 10,000     |



資料3

討議資料(1)  
 「取引の高速化」に関する論点

1. アルゴリズムを用いた高速な取引を巡る状況

- 足許、情報通信技術の進展等を踏まえ、各国の取引所では、取引速度の高速化の動きを視野に入れた取組みが行われている。我が国でも、2010年1月の東証アローヘッドの導入以降、注文処理時間が大幅に短縮されたほか、取引所の売買システムに近接した場所に参加者サーバーを設置を許容するコロケーション・サービスが提供され、取引に係る通信遅延(レイテンシー)が大幅に短縮されている。
  - こうした状況の中、2016年の東京証券取引所の全取引に占める、コロケーションエリアからの取引の割合は、約定件数ベースで4～5割程度、注文件数ベースで7割程度に達しており、同エリアからの取引に典型的にみられるような、金融商品に係る取引の発注や変更、取消などを、アルゴリズムを用いて高速かつ自動的に行う取引が増加している。なお、こうしたアルゴリズムを用いた高速取引(以下「アルゴリズム高速取引」という。)には、いわゆる狭義のアルゴリズム高速取引、即ち、受動的マーケットメイク戦略に基づく取引から、投資戦略を限定しない、より広義のアルゴリズム高速取引まで多様なものが存在しており、その内容は様々ではないとされる。
- (参考) 受動的マーケットメイク戦略  
 : 市場に売りと買いの両方の注文を出しておき、他の投資家の取引相手となることで、ビット・アスク・スプレッド分を利益とする戦略。膨大な注文数及び高いキャせんセル率につながり得る。
- このように、日本の証券市場においてアルゴリズム高速取引の影響力が増大する中、以下にみるように、現状、アルゴリズム高速取引を行う投資家に対する証券会社の関与が薄まると共に、当局や取引所も、アルゴリズム高速取引の全体像やその取引戦略などを十分に把握できていないと言えない状況となっているのではないかと考えられるが、どうか。

すなわち、

- 現行法上、証券会社は、業務の運営の状況が公益に反し、又は投資家の保護に支障を生ずるおそれがないように業務を行わなければならないとされているが、アルゴリズム高速取引では、取引所のコロケーションエリア内にあるサーバーに投資家がアルゴリズムを組み込み、注文は当該アルゴリズムに従い自動的に執行されることから、投資家に対する証券会社の関与が薄まっているとされる。取引の高速化が進み、スピードを巡る競争もみられる中にあっては、証券会社が顧客の注文について実効的にチェック機能を果たすことには限界がある、との指摘について、どう考えるか。

- また、現行法上、取引所には有価証券の売買等を公正かつ円滑にし、投資家を保護することが求められており、その一環として、取引所は、会員証券会社が行う有価証券の売買の内容を審査することとされている。

この点、取引所が会員である証券会社を越えて、投資家に直接、調査権限等を使用することは認められていないことに加え、上記の通り証券会社による顧客の注文に対するチェック機能も実効性には限界があり得ることを踏まえれば、取引所が深度ある審査を行うことは現状、難しいということはないか。

- 当局には、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図ることが求められている。現行法上、当局は、個々の投資家に不正取引の疑いがある場合に、報告を徴求することが可能とされているが、こうした場合を除き、当局は、投資家に対し、直接報告を徴求する権限を有してはならない。そのため、当局は、必要に応じ、証券会社を通じて、投資家の取引動向を確認しているが、証券会社や取引所が上記のような状況にある中、深度をもってこれを行うことは困難となっているのではないか。

2. アルゴリズム高速取引に関するこれまでの対応と欧米当局の更なる動き

- 我が国や欧米では、これまで、以下のように、取引所における取引制度の見直しや、市場の混乱を排除するための証券会社を通じた措置が進

められている。

例えば、取引所では、価格急変の増幅を防止するための措置として、サーキットブレーカーや誤発注取消ルールが導入されている例がある他、アルゴリズム高速取引を抑制する効果をもつ注文回数への課金といった例などがある。

更に、市場のシステム管理の排除といった観点からは、証券会社に対し、自身のシステム管理体制の整備や顧客注文の審査を求めていることに加え、証券会社を介さず投資家のシステムから取引所に直接発注するハイキャドアクセスを禁止するなどの対応が取られている。

○ 近年、欧米では、こうした対応にとどまらず、アルゴリズム取引に由来するリスクに対応する観点から、以下のような規制を課す動きがある。

○ 例えば、欧州では、第二次金融商品市場指令 (MiFID2) 等により、2018年1月から、アルゴリズム高速取引を行う投資家を登録制とし、証券会社や資産運用業者等がアルゴリズム取引を行う場合と併せ、以下の規制を課すことになる。

- ◆ 次のような体制整備・リスク管理を求めること
  - ・ 取引システムが、十分な処理能力を備えていること
  - ・ 注文数などについて、適切な上限値を設定していること
  - ・ 誤発注を防止するための措置が講じられていること
  - ・ 市場の混乱を惹起するような方法で機能しないこと
  - ・ 市場濫用防止に関する欧州規制（相場操縦やインサイダー取引等を規制）又は取引所が定めるルールに反する目的で利用されないこと
  - ・ システムに関する十分なテストと適切なモニタリングを実施すること（必要な知識等を有する人員の確保を含む）
- ◆ アルゴリズム取引を行う旨の当局に対する通知、各注文がアルゴリズム取引によるものであることの明示、取引記録の保存やアルゴリズム取引戦略等に係る情報提供を求めること

- ◆ 取引所の取引参加者となり、マーケットメイク戦略に基づいた取引を行う場合には、市場の流動性や金融商品の特性等を踏まえ、上での事項を求めること

- ・ 通常の市場環境時には、取引時間のうち一定の割合において、継続的に予測可能な形でマーケットメイクを行うこと
- ・ 取引施設との間で、リベート等のインセンティブや流動性供給に関する義務を定め、書面で合意すること
- ・ 必要なシステムとリスク管理体制を整備すること

○ その他、欧州では、アルゴリズム高速取引を行う投資家について投資サービス会社としての登録を求めることになるため、上記に加え、証券会社など既存の投資サービス会社と同様に以下の事項が求められることになる。

- ・ 域内拠点設置義務
- ・ 経営管理体制の整備／業務実施に係る以下の体制整備
  - 法令遵守のための社内規程の整備
  - 利益相反防止体制の確保
  - 業務の継続性確保
  - 外部委託の管理
- ・ 主要株主の適格性の確保
- ・ 財務要件（当初資本金、自己資本比率規制）等

（注）当初資本金の額や自己資本比率規制の取り扱いは、投資サービス会社であっても実態により違いが設けられており、アルゴリズム高速取引を行う投資家に対するこれらの細目の取扱いは詳らかにされていない

○ 米国では、先物市場について、電子的に取引所に直接アクセスする手法を用いて自己動定でアルゴリズム取引を行う業者に、新たに登録を求め、先物取引業者などの既存の登録業者がアルゴリズム取引を行う場合と併せ、以下の事項を求めることが提案されている。

- ・ 体制整備・リスク管理義務（欧州とほぼ同内容）
- ・ アルゴリズム取引を行う旨の取引所等への通知や取引等に関する記録の保存
- ・ アルゴリズム取引に係るソースコード（コンピュータプログラム）の保存や当局の求めに応じてそれを提供すること

**3. アルゴリズム高速取引を行う投資家に対する規制**

○ アルゴリズム高速取引については、こうした取引の存在により市場に流動性が供給されているとの指摘や、流動性が厚くなることでスプレッドが縮まり一般投資家にもその恩恵が及んでいるとの指摘もあり、市場取引の円滑に資するようなアルゴリズム高速取引までもを一律に日本市場から排除してしまうような対応を行うことは、適当ではないと考えられるのではないかと。

○ 他方で、アルゴリズム高速取引については、市場の安定性や効率性、投資家間の公平性、企業価値に基づく価格形成、システムの脆弱性などの観点から、懸念を指摘する声が存在する。

(注) アルゴリズム高速取引に対する懸念の例

- ・ 市場でのイベントにアルゴリズム高速取引が加速的に反応し、マーケットが一方方向に動くことで、市場を混乱させるおそれがないか
- ・ 個人を中心とする投資家に、アルゴリズム高速取引に太刀打ちできないなどといった不公平感を与え、一般投資家を市場から遠ざけてしまうのではないかと
- ・ アルゴリズム高速取引で用いられる戦略には短期的なものも存在し、アルゴリズム高速取引のシェアが過半を占める株式市場では、中長期的な企業の収益性(本来の企業価値)に着眼した価格形成が阻害されるのではないかと
- ・ 異常な注文・取引やサイバー攻撃などが一の場合、その影響が瞬時に市場全体に伝播するおそれや、その他システム面でのトラブルが市場に大きな問題を引き起こすおそれがないか
- ・ 欧米をはじめ我が国においても、アルゴリズムを用いた相場操縦等の不正取引の事案等が報告されている

○ こうした懸念が指摘される中、上記のように、当局や取引所も、アルゴリズム高速取引の全体像やその取引戦略、あるいは、発注等に係るリスク管理状況などを十分に把握できているとは言えない状況となっており、こうした状況を放置することは、我が国において、年金基金・個

人を含めた多様な投資家が安心して参加して参加できるような厚みのある市場の実現を図っていく上で支障となるものと考えべきではないかと。

○ そのため、諸外国の状況も踏まえながら、アルゴリズム高速取引を行う投資家に対する登録制を導入し、必要な体制整備・リスク管理義務を課した上で、当局がその取引実態・戦略等を確認することを可能とする枠組みを整備することが必要ではないかと。その際、具体的には、以下の事項を求めることについて、どう考えるか。

- ・ 体制整備・リスク管理に係る措置
  - 一 取引システムの適正な管理・運営(例えば、取引システムが十分な処理能力を備えていること、取引システムのテストやモニタリングを行うこと、誤発注を防止するための措置を講じることなど)
  - 一 人的構成の確保(アルゴリズム高速取引を行うに必要な知識等を有する者の確保、法令遵守のための責任者の設置等)
- ・ 通知・情報提供に係る措置
  - 一 アルゴリズム取引を行うことの当局への通知
  - 一 各注文がアルゴリズム取引によるものであることの明示
  - 一 アルゴリズム取引戦略の届出
  - 一 取引記録の作成・保存
- ・ その他の措置
  - 一 国内拠点設置、又は、国内における代表者若しくは代理人の設置
  - 一 財務規制
  - 一 主要株主の適格性の確保
  - 一 事業報告書の提出
  - 一 内部管理(社内規程の策定、従業員に対する研修の実施等)

○ アルゴリズム高速取引を行う投資家に対して規制を導入する場合には、海外に拠点を有する投資家に対しても規制の実効性を確保する必要

があるのではないか。このため、こうした投資家から有価証券の売買等を受託する証券会社に対し、無登録でアルゴリズム高速取引を行う投資家や、アルゴリズム高速取引を行うための体制整備・リスク管理を適正に講じていることが確認できない投資家からの取引の受託を禁ずることなどが考えられるが、どうか。その他、海外の投資家に対しても規律を徹底するための方策が考えられるか。

○ 更に、我が国の金融商品取引業者もアルゴリズム取引を行う可能性があるが、一方で既に一定のシステムリスク管理体制の整備や取引記録の保存などが求められており、仮にアルゴリズム高速取引に規制を導入する場合には、過重な規制とならないよう既存の規制との関係を適切に調整していく必要があると考えられるが、どうか。

○ また、規制の実効性を確保する観点からは、取引所がアルゴリズム高速取引を行う投資家を、調査できるようにすることが考えられるが、どうか。

(注) ドイツでは、近年、取引所法の改正により、取引所は投資家に対して資料の提出を求めることができ、違法行為が確認された場合には、当局に情報提供をしなければならないとされている。

○ いずれにしても、これらの具体的内容については、欧米における今後の動向、或いは、取引所・証券会社を通じてどこまでチェックできるかを踏まえ、柔軟に対応できるようにする必要があるのではないか。

その他、取引の高速化の問題に関して、検討すべき点があるか。



日本取引所金融商品取引法研究 第8号 2017年10月

ISSN 2188-2150

---



株式会社日本取引所グループ

<http://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

---

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。