

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 真得	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 悅郎	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 悅 郎

目 次

I. 改正の経緯

1. 問題の所在

2. 見直しの経緯

II. 特例業務の届出時の規制

1. 欠格事由の導入

2. 届出事項の拡充と公衆縦覧

3. 適格機関投資家の資産要件等

III. 行為規制

1. 行為規制の適用

2. 事業報告・説明書類等

IV. 問題のある届出者への対応

1. 監督上の処分

2. 報告徴取・検査権

3. 緊急差止命令

討論

○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。よろしくお願ひします。

○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で、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%程度であるといいます。

（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 名以下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うべきだと思います。

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。投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かった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になります。

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 号亦・へ）。

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。この種別といいますのは、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る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けれども、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す。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い場合には、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けれども、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、出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」にというのは、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し、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ですが——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

と言うこともできると思います。登録制に近いとはいっても、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ます。

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、気になるところです。

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、投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こことし、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

してくれれば、少数の一般投資家はそれらに「たた乗り」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んので、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」で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けれども、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けれども、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充たされます。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う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うほどの意味です。

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ら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になります（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けれども（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ぬというのであれば、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」を規定したかったの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しています（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⑯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）。

⑯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に、「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ではなく、体制整備義務の一要素として勘案するに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報告にあつた「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。

もっとも、「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はありません。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るとされました。

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に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つ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るとされています（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も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す。

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い場合には、「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になります。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と思われます。

関連して、やや揚げ足取りになるかと思いますけれども、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 자체、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項の届出に關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項の届出に關して質問させ、又は当該特例業務届出者の書類その他の物件の検査（同項の届出に關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つたことから、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當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「届出に關し参考となるべきもの」から「届出者の業務に關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」するとされ（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けれども、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——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す。「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、その必要な限度において」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、法律・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適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いいますが、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

大する方法を探ってもよかったですように思われます。

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った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、疑いが生じるところです。

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けれども、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（黒沼悦郎「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けれども、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（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した。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いますので、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います。

まずは、改正の経緯のところで何かご質問、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います。自らも利益を得たいという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いてほしい、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つ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いいと考えているので、そういう声はあつただろうと思います。

○松尾 ありがとうございました。

○森田 この 49 名が最初から私は不思議な制度だな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というものもありまして、それはどうも規制構造が十

分に自由化をしなかつ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というので、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うのですが、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と、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つ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よいかなという気がしますが。

○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ね。それで、登録業に移行するということ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ふのですね。

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れば、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とのご質問をされました。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つ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つて、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つたと思います。

○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と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年間か知りませんけれども、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います。

データを見ますと、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けれども、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います。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、そこで議論させてください。

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と思つたのですが、何かそれではいけないという話になつてゐるのはどうしてなのかなと思つたのですけれども。

○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けれども、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つたらいいのかわかりませんが、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けれども、金融庁はどういう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、まア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らないです。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で、欠格事由のある者が特例業務を行つた場合、黒沼先生は、無登録営業になつ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。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。

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つ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、すなは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つ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つてゐるのではなくて、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に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ように思います。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が改正されていまして、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、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、よろしくお願ひします。

### 【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は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つ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だ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ますけれども、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もない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らないですね。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ね。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ないと思います。

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し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　ほかにいかがでしょうか。

○森田　12ページに説明書類というのがあります、「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。個々の投資者がその説明書類を見て、業者の信頼性といいますか、どういう業者であるかということを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」というのがありますて、これも先生は、WG報告で出し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。

密接関連者の出資が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つて、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つ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では出てこなかつたと思います。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、自由にやってくれてよいということになろうかと思います。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よね、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者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つたということでおよろしいですかね。

○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つたということです。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けれども、これはどういう理由で実現されなかつたのでしょうか。

○黒沼 そうですね、それがどういう経緯で実現しなかつたかはちょっとわからないのですけれど。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つたので、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なかつた）。

○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で、緊急停止命令というも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 行政処分で足りるというのが金融庁の担当者の考え方だと思いますが、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、それが筋だと思いますので、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で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か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うのですね。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ど、こう思つたりします。

○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た、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れども、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なると、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、それを入れなかつ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どころなので、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ると、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できが正当化される。プロ以外の者は、パターナ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した。

○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がはっきりしているかどうかということですよね。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、投資家被害というは何を意味しているのかわかりませんけれども、損をしたから被害ということではないとは思います。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保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。