

金融審議会

投資運用業等に関するワーキング・グループ御中

適格機関投資家等特例業務の相手方の範囲に関する意見

平成 26 年 10 月 21 日

早稲田大学 黒沼悦郎

私事、日程の都合がつかず、第 1 回から第 3 回の会合を欠席せざるを得ない状況にありますので、標記の件につき、書面で意見を申し述べます。

意見

適格機関投資家等特例業務の相手方については、適格機関投資家と「特例業務届出者と密接な関連を有する者」に限定すべきであると考えます。このような限定によって、既存の特例業務に支障を生ずるのであれば、経過措置を設けることによって対応すべきであると考えます。

理由

平成 18 年改正金商法は、適格機関投資家等特例業務の相手方の範囲を適格機関投資家と 49 人以下の一般投資家としました。これは、「少人数私募」（金商法 2 条 3 項 2 号ハ）を参考にしたものと思われま

す。少人数私募に発行開示規制を適用しない理由は、勧誘の相手方が少人数であれば一人あたりの購入額が多額となるため、当該被勧誘者は取引力があり、発行者や販売業者から情報を獲得する能力があると考えられたことに求められます。ところが、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、一人あ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限りません。したがって、プロ投資家を対象とし柔軟な業規制を目指した適格機関投資家等特例業務の相手方の範囲については、そもそも「少人数私募」を参照すべきではなく、「適格機関投資家私募（プロ私募）」（金商法 2 条 3 項 2 号イ）を参照すべきでした。

現に平成 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」を相手方とする業務の特例を設けており、これに 49 人以下の一般投資家を加えることをしていません。この制度は「特定投資家私募」を参照しているからです。

特例業務の相手方に、適格機関投資家以外の者を加える是非についても、「適格投資家向け運用業」の仕組みが参考になります。適格投資家向け運用業では、相手方となる適格投資家の範囲に「金融商品取引業者（第 29 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」を加えています（29 条の 5 第 3 項）。適格機関投資家

等特例業務の範囲についても、制度導入当初、「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きました（本ワーキング・グループ事務局説明資料3の8頁参照）。そうであれば¹、特例業務の相手方としては、適格機関投資家にファンド運営会社の役員等を加えれば十分であり、規定としては、「適格投資家向け運用業」の規定を参考に「特例業務届出者と密接な関係を有する者として政令で定める者」を加えれば足りる。

以上のように、適格機関投資家等特例業務の相手方の範囲は、適格機関投資家と「特例業務届出者と密接な関連を有する者」とすることが、特例業務の制度本来の趣旨に合致し、適格投資家向け運用業の制度とも整合的であると考えます。

そして、相手方の範囲をこのように限定することによって、現在の適格機関投資家等特例業務に支障が生ずるのであれば、最も適切な対応は経過措置を設けることです。制度設計の不備²から投資者被害が生じている以上、制度を本来の姿に戻すことをためらうべきではありません。

以上

¹ ファンド運営会社の役員等が、「当該プロ投資家と関係が深い一般投資家」といえるかどうかは、やや疑問ですが、実態を踏まえると、ファンド運営会社の役員等、すなわち「当該届出者と関係が深い一般投資家」を想定していたものと思われます。

² 平成18年改正当時は、特定投資家私募はありませんでした。平成18年改正の立案担当者が、相手方の範囲を適格機関投資家からやや広げる手段として少人数の一般投資家を想定し、少人数の範囲について少人数私募の49人以下を参照したことは、当時としてはやむを得なかったと思われます。