

# 第二種金融商品取引業について

～拡大を続けるファンド業務と行政・個人投資家との関係

平成28年3月5日

株式会社資本市場研究所きずな



## 制度の概要と業者の現状

金融商品取引業者の中で、第二種金融商品取引業(以下、第二種業)者は最も多く、昨年末で1,157社と証券会社など第一種金融証券取引業者の約4倍となっているが、今回はこの第二種業を取り上げたい。

この第二種業は、2007年9月に施行された金融商品取引法で新たに取り入れた“集団投資スキーム”(金商法第2条第2項に定義するもので、所謂ファンド)を主に取り扱う業として新たに取り入れられた制度で、証券会社などの第一種業に比べて、参入規制が緩く設計されている。第二種業の業務内容は次のものだ。

- ① ファンドの自己募集＝自らファンドを組成して募集することが出来るが、私募の定義の範囲で行われる。半分以上が金融商品に投資するものなら50名未満、事業に投資するものなら500名未満(所有者ベース)
- ② みなし有価証券の販売業務＝他の第二種業者が組成したファンドの販売(私募の取扱い)や、投資運用業者が組成したファンドの販売(公募)

- ③ 金融商品市場以外の市場で上場されているデリバティブ取引＝商品取引所市場(海外を含む)に上場されているデリバティブ取引で、商品、信用状況、排出権、天候など

参入規制については、新規参入を促す目的で最低資本金基準と人的構成要件(業を適確に遂行するに足りる人的構成)に限られていて、資本金は金銭の預託を受ける場合は5,000万円、それ以外は1000万円となっていて、純資産維持基準は課せられていない。また、必ずしも株式会社でなくとも良く、特定の団体や個人も参入することが可能で、第一種業に課せられる兼業制限や親会社などに関する制限もない。

この第二種業者は金融商品取引業者の中では最も多いが、他の金商業との関係も密接になっていて、兼業者は証券会社などの第一種業者の42%(社数118)、投資助言・代理業者の41%(業者数406)、投資運用業者の54%(社数184)を占めている。

また、第二種業が取扱うファンドについては、金融庁が

業者に対して毎年行っているファンドモニタリング調査では以下の様になっている。(2015年10月公表分の集団投資スキーム関連部分より)

・平成26年度のファンドの販売本数は3,036、販売金額は2兆658億円

なお、販売額の状況はファンド規模が10億円以上のものが331、1億円以上10億円未満が438、1,000万円以上1億円未満が1,419、1,000万円未満も848ある。また、商品別販売金額シェアは、不動産ファンドが44%、バイアウトが15%、事業ファンドが9%、ファンド・オブ・ファンズやベンチャーファンド・事業再生が各3%となっている。

・平成27年3月末のファンドの運用状況については、ファンド数3,897、運用資産金額11兆4,925億円

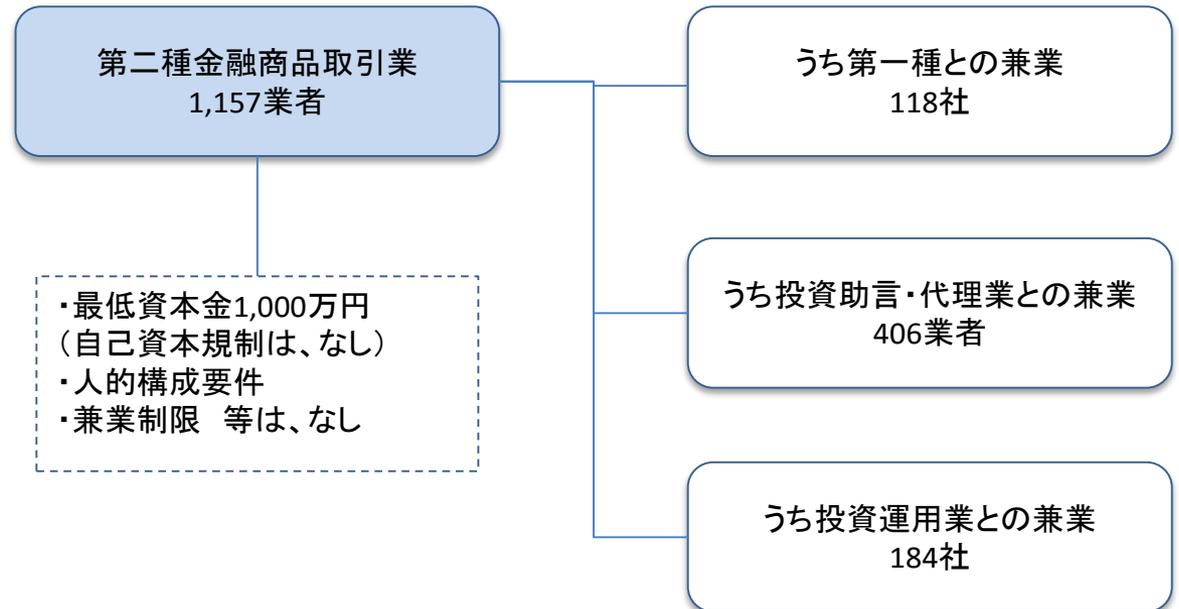
運用資産別の状況は、不動産ファンドが69%、ベンチャーファンドが9%、バイアウトが5%、ファンド・オブ・ファンズやメザニンファンド・事業再生が各2%、事業ファンドやヘッジファンドが各1%となっている。

集団投資スキームは、国内で運用される公募・私募

ファンドの中で運用資産ベースで既に4.2%を占めるようになっている。

# 第二種業者の概要

	第二種登録業者数
平成19年	601
平成20年	170
平成21年	93
平成22年	64
平成23年	60
平成24年	49
平成25年	42
平成26年	43
平成27年	35
合計	1157



※上記は2015年12月末時点で存在する業者数

※上記で業者としたのは、個人や株式会社以外の団体も認められる為

## 第二種業の課題

金商法施行後、急速に拡大した第二種業なので、金融商品取引業者としての様々が課題も認識されている。先ず、第二種業として遵守しなければならない金商法上の行為規制は次の様なものだ。(金融庁“いわゆるファンド形態での販売・勧誘等業務について“より)

○標識の提示義務＝事務所・営業所ごと、見やすい場所に標識を掲示。

○広告規制＝業者の登録番号などを表示。利益の見込については、著しく事実に相違する表示や、誤認させる表示の禁止。リスク情報は、利用している最も大きなフォントと著しく異ならない大きさで表示。

○契約提携前の書面交付義務＝業者の登録番号など、契約の概要や手数料について、投資リスクに関して等、それぞれの記載をした書面を投資家に交付すること。

○契約締結時の書面交付義務＝契約の概要等を記載した書面を投資家に交付すること。

○適合性の原則＝投資家保護に欠けることがないように、

投資家の資産・目的・知識等にあった勧誘を行う。

○損失補てんの禁止＝何らかの損失補てんを投資家に約束したり、実際の損失を補てんすること禁止。

○禁止行為＝虚偽のことを告げる行為、断定的判断を提供して勧誘する行為、顧客に迷惑を覚えさせる時間に電話又は訪問による勧誘の禁止

次に、無登録でファンドの募集を行う業者は言うに及ばず、問題を起こした第二種業者について見てみると、制度開始以降昨年末までに40業者が行政処分を受けている(登録取消し28業者、業務停止命令10業者、業務改善命令のみ2業者)。その問題になった行為は、人的構成要件を整えずにファンドや株式・債券(第一種業未登録で)を勧誘したり、投資家に対して虚偽の告知を行ったもの。顧客のファンドを自己分と分別管理しなかったり、出資金を他に流用したもの。営業所を投資家に通知しなかったものなどだ。特に社会的な影響が大きかったものにMRIインターナショナル(米国籍の資産運用業、日本では運用しているファンドの勧誘の為、第二種業で登録。行政処分は登録取消し)があるが、これは米国内における診療報酬請求債権をファンド化したもので約8,700名から1,300億円以上

の資金を集めていたと言われている。このファンドは運用実態がなく、集めた資金を他の投資家への配当や償還金に充当しているとして、2013年4月に証券取引等監視委員会より摘発を受けた。

この様な状況に対して、第二種業の業務の適切性を確保する為、行政の対応としては「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」(2015年9月)において、以下の点を最近の留意事項としている。(筆者要約)

●有価証券の受渡状況その他必要情報の通知に係るもの＝契約締結時交付書面、取引残高報告書を適切に交付して、その他金銭や有価証券の受渡しを適切に通知すること

●ファンドに関する説明義務に係るもの＝組合契約等の概要や、現に行っている事業の概要、当該契約に基づく権利のリスクに関する説明が十分に行われること

●契約締結前の書面交付に係るもの＝事業型ファンドを募集する際、書面に以下の事項が記載されていること

✓ 顧客が出資した金銭が充てられる出資対象事業の概

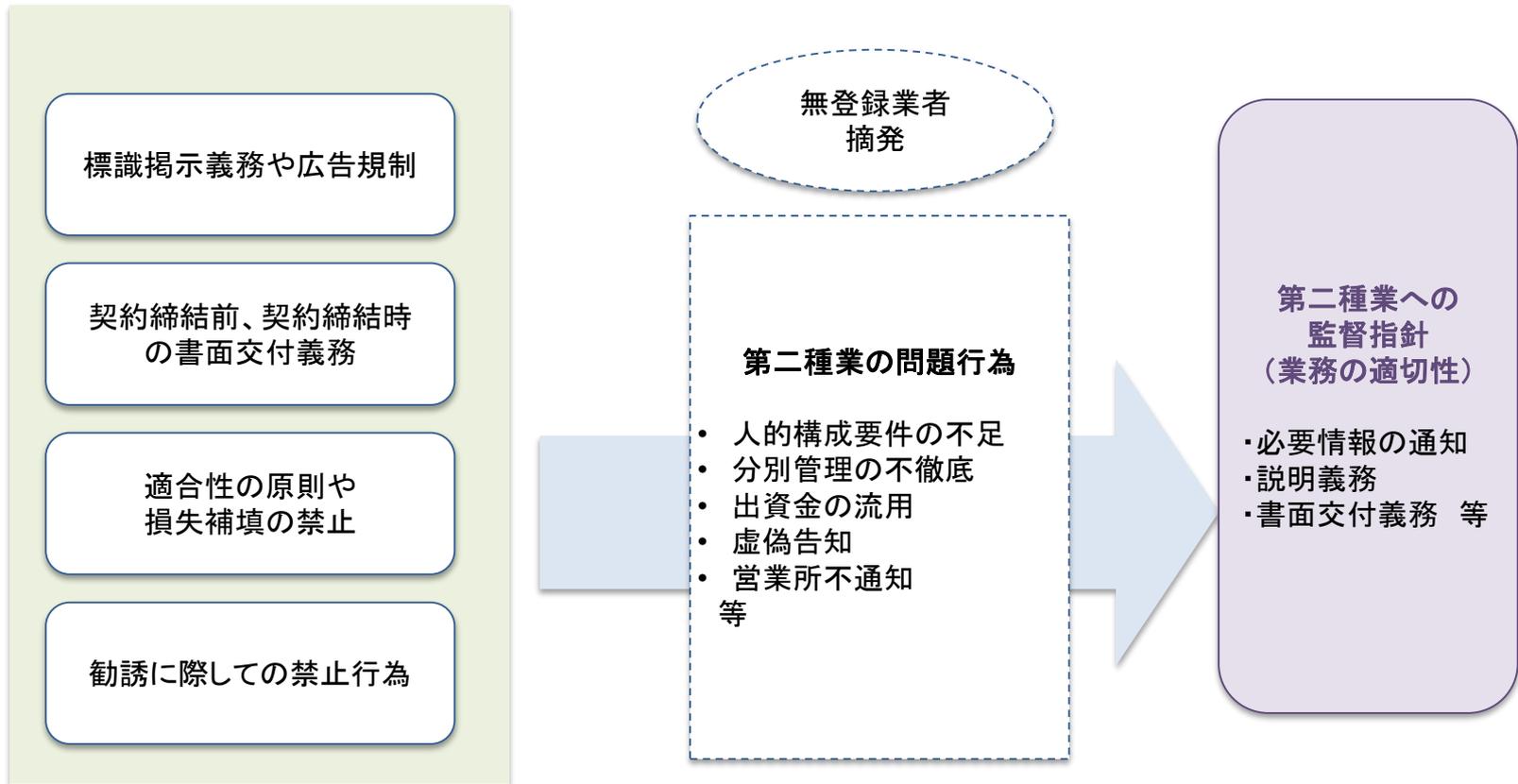
要

✓ 金銭の実際の使途や収支の状況について、事業を行うものから相対で入手する情報に基づいて、投資家自らが判断する必要があること

✓ 出資対象事業の収益性について保証等がされていないこと

また第二種業や投資運用業の一部をプロ投資家向けに限定した適格機関投資家特例業務(所謂プロ向けファンド)については、プロ(適格機関投資家)以外の少人数(49名以下)の一般投資家に関して、その要件が厳格化され、原則上場会社・資本金又は純資産5千万円以上の法人か、証券等口座開設後1年以上経過した投資性資産を1億円以上保有する個人、又は特例業務届出者の親会社等、子会社等、これらの役職員に限られる。(本年3月より施行。※一般投資家についてはベンチャーファンド特例あり)

# 第二種業の課題



## ファンド及び第二種業への期待

第二種業で扱うファンド(集団投資スキーム)は、投資対象が多様で、事業や資産の証券化にも利用されることが多い。その分、金融業界以外の参入ニーズも多く、かつ国土交通省(不動産やインフラのファンド化等)や経済産業省(事業ファンドやベンチャーファンド等)からのファンド業務に対する政策的期待もある。

様々な政策的期待の中には、クラウドファンディングの様にWebを使って個人の共感を呼ぶ資金調達方法を利用した内閣府が進める“ふるさと投資”から、産業支援(特定の企業支援を含む)を行う官民連携ファンドまであり、地方活性化目的から国策対応のファイナンス方法まで多彩な政策が関与している。

そもそもファンドは、不動産などの資産を運用したり、特定の事業を行う場合、株式会社などの会社組織形態でこれを行うより、出資者から資金が集めやすく、組織運営のコストも極力抑えることが出来、かつ出資者への収益配分が行いやすいスキームとして利用されている。最近のファンド拡大の特徴に関しては、オフィスビルの様な定期的な

収益が見込める不動産や特定の事業(競走馬、映画、イベントなど)から、再生エネルギー施設・ヘルスケアや病院・社会インフラなど社会的必要性の強い不動産や、地域性の強い事業などへの取組みも目立っている。

一方ファンドの実態について見ると、個人にとってファンドの投資対象の状況や内容が把握しづらかったり、投資スキームが複雑なものもあり、一般の投資家には丁寧な説明が必要な場合が多い。

個人へのファンド販売における法令遵守態勢を整備する為にも、業界団体の自主規制の必要性が早くから言われてきたが、2010年9月に日本証券業協会主導で大手証券や金融機関が中心となって第二種金融商品取引業協会が設立され、2011年6月に第二種業の自主規制団体として当局より認可を受けた。参加者(正会員)数の動向をみると、2014年3月末33社→2015年3月末92社→2016年1月末368社と急増している。この要因としては、金融庁が監督指針等で第二種業の自主規制団体加入を促し、加入しない場合は社内規則整備を徹底することを示したことや、第二種業として自主規制ルールに沿った電子募集対応が必要となった為だ。

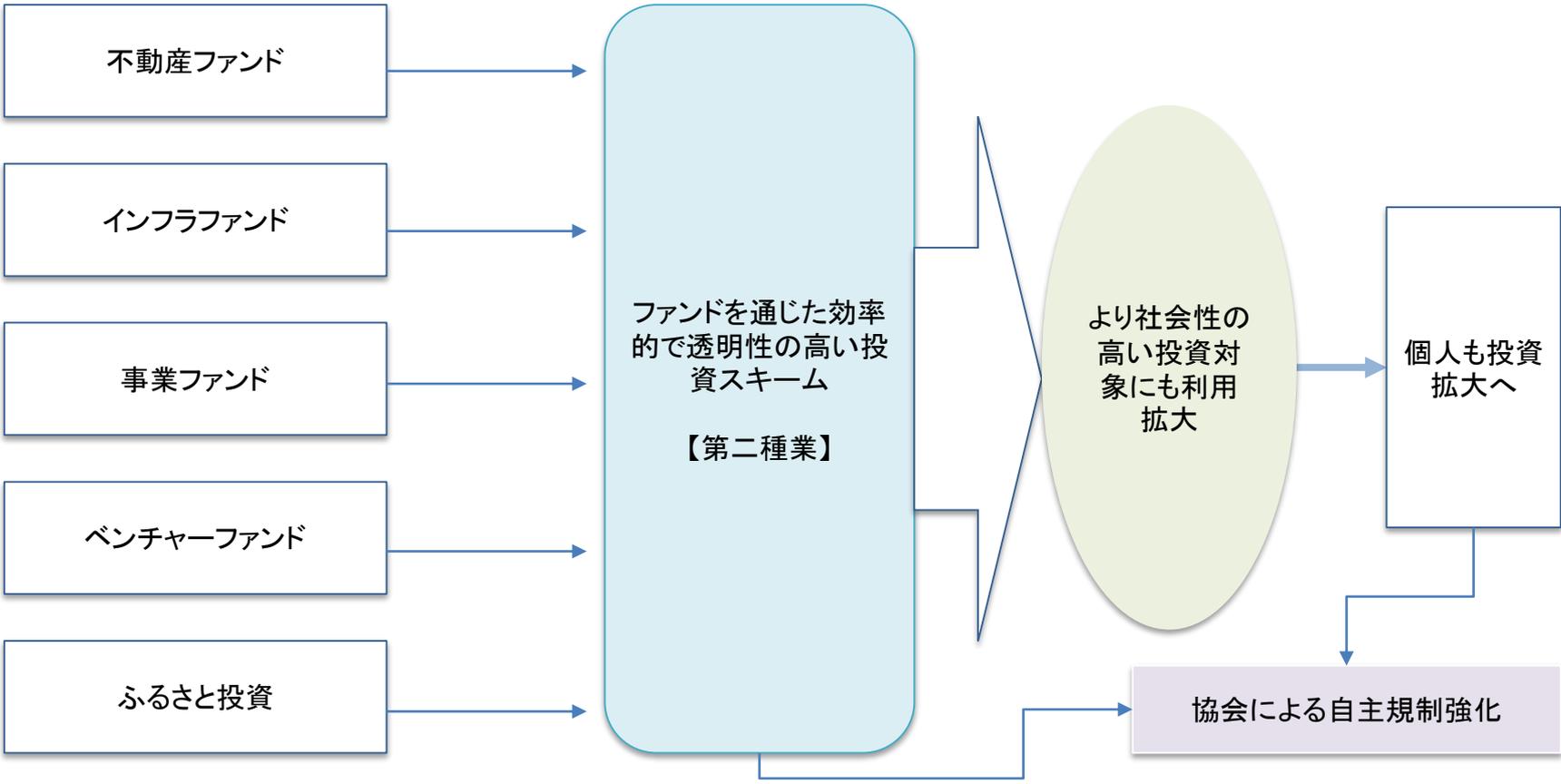
特に電子募集業務は、昨年5月末に施行された改正金商法によって定義されたものだが、元々はクラウドファンディング(少額電子募集業務)で制度整備されたものの大枠になっている。

つまり、投資家一人当たり50万円、総額で1億円以下のファンドや株式などの募集はクラウドファンディングだが、それ以外にWebやメールを利用して募集する行為が、電子募集業務になる。どのような行為が電子募集に該当するかについて、金融庁のパブリックコメントでは「金商業者のホームページ上において、個別の有価証券について、その商品概要や手数料、予想リターン、申込期間などを掲載している場合には、電子募集取扱業務に該当するもの」との考え方が示された為、既存の第二種業者においても電子募集業務を執り行う為の変更登録(昨年11月末まで)が必要となった。その電子募集業務への対応の為にも、自主規制ルールを持つ協会への加入を行う第二種業者が急増した。

なお、ファンドは金商法第2条第2項に定めるみなし有価証券だが、私募ファンドなどのリートが集められ上場リートとなると、金商法第2条第1項に定める有価証券と

なり、第一種業の取扱いとなる。つまり、私募リートと上場リートとの関係が密接になれば、証券会社などの第一種業が、私募ファンドを取り扱う第二種業を兼業することも多くなっていくが、現状はまさにその様な環境となりつつある。

# ファンドへの期待



## 個人投資家との関係の在り方

前章で示した様に、ファンドでの投資対象がより社会性の高いものに拡がっていけば、より多くの個人が第二種業と関わっていくだろう。また、ファンドの投資目的もより多様なものとなり、その為にファンドを組成したり取り扱う専門家も必要となるので、今後も第二種業者が増えていく事が想定される。

しかし、拡大する第二種業にとって、個人投資家との係り方という面において、いくつかの課題もある。

一つは、個人投資家への販売力が全体としては弱いことだ。これは、証券会社など第一種業が取扱う有価証券と異なり“みなし有価証券”に関する情報が少ないこと、殆ど流動性が無い場合が多いこと、また第二種業専門にとって募集活動を行う為の人的資源が限られていることなどが原因となっている。この対策としては次の2つが考えられる。

○証券会社など販売力のある第一種業や登録金融機関などと組んで、ファンドの組成と販売の分業を進めること→

現状において、再生可能エネルギー施設やヘルスケア施設など地域に密着したファンドでは、ファンド專業者と地元証券会社や金融機関との間で連携がある程度進んできた。

○Web画面を利用して個人投資家からファンドへの出資を募ることが可能な電子募集業務に取り組むこと→

クラウドファンディング同じ仕組みだが、少額に抑えなければ、私募の取扱いをインターネット上で行う際、保有者制限内(有価証券に投資するもの50名未満、事業への投資は500名未満)に抑えるか、有価証券届出書を提出して継続開示義務を負う方法で行うことになる。なお、ファンド形式で募集を行うクラウドファンディングは、昨年5月末から制度が開始されたが、第二種業協会が公表している実績(昨年5月末～9月末まで)では、2業者が約2億63百万円(ファンド数41本)を募集し、同期間の調達が6百万円(同3本)となっている。第二種業全体での電子募集業務に関する取組みは、前章で触れた様にWebやメールでファンド概要を個人に伝えることも行政上の電子募集と見做される可能性が高いため、多くの第二種業者が電子募集業務を追加で行う事の変更登録を行ったが、現状は実際にWeb上などでファンド投資の申し込みが完了する

ような募集行為まで進んでいるケースは殆どない。しかし、この実質的な電子募集業務に関心を示す第二種業者や投資運用業者は増えてきている。

二つ目は、個人投資家へのファンドに関する情報の提供の在り方だ。これはファンドの販売時、及び販売後のファンド運用時、第二種業として留意が必要だ。販売時においては、分かり易く説明することとリスク情報を可能な範囲で伝えることが求められるが、このことは投資信託の目論見書の平易化・簡素化に業界で取組んだ時と同じ論点だろう。運用時においては、ファンドの運用状況を的確に伝えることが求められる。第二種業がこれらの対応を行っていくとき、必要となるのは投資対象に対する審査機能や持続的な情報収集機能で、これらを効率良く個人投資家に伝えていく仕組みだろう。ただし、大手の証券会社や運用会社であれば、この様な取組みを内製化していくことが可能かもしれないが、専門化して効率的運用を求められている多くの第二種業で全てを対応していくことは難しいのではないかと考える。その為、第二種業にとって必要なことは、自らの業務プロセスの分業と協働を進めることだろう。

例えば、私募ファンド(リート)が拡大して上場リートに

なることがあるが、この時のリート投資法人の運営では多くの関係者の分業で運営されており、このことが、他社との分業や協働の一つのモデルになりそうだ。また、自社の得意とする分野において、販売力のある第一種業との連携を強めて販売委託先のネットワーク化を試みるのが重要になってくるだろう。

最後に、個人投資家にとってファンド投資で最も重要視することは、想定EXIT(投資のストーリーで、例えばIPOやリートとしての上場の可能性、社会や地域に貢献する事業の成功など)だと考えるが、クラウドファンディングを含む電子募集、対面営業での募集活動それぞれでの適切な情報提供が望まれる。

# 第二種業と個人投資家との関係

