

金融商品取引法研究会
研究記録第 28 号

集団投資スキーム(ファンド)規制

財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

ま え が き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成 21 年 1 月 28 日開催の研究会における中村 聡委員（森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士）の「集団投資スキーム（ファンド）規制」についてのご報告と、このご報告をめぐる研究会でのご討論の記録である。

中村先生のご報告は、「投資スキーム持分」（「集団」投資スキームという表現を避け、敢て「投資スキーム持分」という表現でご報告された。）の規制について様々な角度から論じられたものである。その定義については、「事業」の要件につき、プールされた財産を参加者間で分配するにすぎないトータルチョミたいなものが該当するのか、現物出資された財産の管理だけを行う組合はどうか等の問題をとり上げられた。業規制については、投資スキームに係る忠実義務・善管注意義務といった公法上の義務と、私法上の義務の関係等について論じられた。また、情報開示規制に関しては、第 2 項有価証券の中で、有価証券投資ファンドだけが情報開示の対象となっていること、募集の定義として「勧誘対象者」ベースから「取得者」ベースに変更したこと、人数を 49 名から、499 名に拡大したこと等につきその意義等を論じられた。このご報告を中心に委員の先生方から活発なご議論があり、大変有意義な研究記録となっている。

ご報告をいただき、議事録の整理にご協力をいただいた中村先生に厚くお礼を申しあげ、また、神田会長、前田副会長をはじめご参加いただいた先生方、オブザーバーの方々等に心から感謝申し上げる次第である。

2009 年 3 月

財団法人 日本証券経済研究所
理事長 高 橋 厚 男

集団投資スキーム（ファンド）規制

（平成 21 年 1 月 28 日開催）

報告者 中 村 聡

（森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士）

目 次

I. 投資スキーム持分の定義	1
1. はじめに	1
2. 定義規定	2
3. 対象とする投資スキームの網羅性	2
4. 投資スキーム持分の権利内容	3
5. 投資スキーム持分の定義からの適用除外	10
6. 有価証券の定義に該当することの意義	11
II. 業規制	12
1. 自己募集・私募業務	12
2. 自己運用業務	14
3. 金融商品取引業者等に係る行為規制	16
4. 適格機関投資家等特例業務	17
III. 情報開示規制	20
1. 規制対象となる投資スキーム持分	20
2. 募集・私募・売出しの定義	21
3. 継続開示義務、私募に係る告知義務、 旧証券取引法に基づく転売制限	22
討 議	22
報告者レジュメ：「投資スキーム（ファンド）規制について」	40
資 料	50

金融商品取引法研究会出席者(平成 21 年 1 月 28 日)

報告者	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
〃	永 井 智 亮	野村證券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興シティホールディングス法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	小 川 宏 幸	日本証券業協会客員研究員・ 亜細亜大学法学部准教授
〃	柿 崎 環	日本証券業協会客員研究員・ 東洋大学法科大学院准教授
〃	木 村 真生子	日本証券業協会客員研究員・筑波大学ビジネス科学 研究科アシスタントリサーチャー
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

集団投資スキーム（ファンド）規制

神田会長 本日は、金融商品取引法研究会第13回目の会合になります。

既にご案内させていただいていますように、本日は、中村委員から集団投資スキーム規制についてのご報告をしていただきます。

よろしくお願いいたします。

中村委員 中村です。よろしくお願いいたします。

基本的にレジュメの順番に沿ってご報告申し上げたいと思います。時間の関係で、論点を絞った形でのご報告となりますことをお許しいただければと思います。

まず、レジュメの構成ですけれども、最初に「投資スキーム持分の定義」、その後「業規制」、それから「開示規制」、こういう順番でご報告申し上げます。

I. 投資スキーム持分の定義

1. はじめに

まず、「投資スキーム持分」の定義ですが、私が宿題として授かりました「集団投資スキーム規制」につきましては、以下の2つの理由によりまして、「集団」という言葉は省いて、基本的に「投資スキーム持分」あるいは「投資スキーム規制」ということで話し申し上げたいと思います。

その理由の1つは、「集団投資スキーム」を英語に訳したときによく用いられる collective investment scheme という表現が、海外だと普通は投信を意味するものとして使われるので、海外の投資家に対して説明するときに、「集団投資スキーム持分」という表現はちょっと使いにくいということがあります。

また、後で触れますけれども、出資者が集団を構成することということが、金商法上は要件とされていません。

そこで、「集団」という表現は省いて、単に「投資スキーム」あるいは「投資スキーム持分」という表現でお話しさせていただきます。

2. 定義規定

「定義規定」につきましては、法第2条第2項第5号、それから、海外投資スキーム持分につきましては第6号に規定があることは、ご案内のとおりかと思います。

3. 対象とする投資スキームの網羅性

レジュメの3の「対象とする投資スキームの網羅性」に移らせていただきますが、2の（1）にありますように、民法上の組合契約、匿名組合契約その他幾つかの権利が掲げられておりまして、最後に⑥として「その他の権利」が掲げられており、上記が例示列举であることが示されています。したがって、投資スキームのビークルを問わないという形で、投資スキーム持分が定義されていることになります。

ただし、法第2条第2項第5号の頭書の末尾の括弧書きにあります、第1項各号に掲げる有価証券として表示される権利及び第2項の規定により有価証券とみなされる権利を除くとなっていますので、例えば、証券または証券が発行される投信受益証券その他のものが除かれるということになります。

「対象とする投資スキームの網羅性」というところで、1つ例として、実務上も問題となった、また、パブリックコメントに対する金融庁の考え方で見解が示されたところですが、協調リースを掲げております。ここでは、リース会社の幹事会社がありまして、その幹事会社が非幹事会社から金銭の出捐を受けて、物品を購入して、リース事業を行います。そういう場合に、そのリース事業を行ったことで得た収益を、非幹事会社に対して分配をするというのが一般です。また、シンジケートローンなんかの場合と違って、契約が、各リース会社とリースの相手方の間で結ばれる形態には必ずしもなっていま

せん。また、契約の交渉を幹事会社のみが行っているのが一般です。そういう状況に照らしまして、こういうものは投資スキーム持分に該当する可能性があるかと解されています。

しかしながら、いったん「その他の権利」ということで、投資スキーム持分の基本的な定義に入ってきた場合でも、後でまた触れますけれども、出資者全員が事業に関与している場合等の適用除外の要件に該当する場合には、定義から除外される可能性があることが金融庁からも示されています。

4. 投資スキーム持分の権利内容

(1) 3つの要件

投資スキーム持分の権利内容につきまして、レジュメの2の(2)を分析したのが4の(1)ですが、基本的に3つの要件があると考えられます。

1つ目が、出資者が金銭を出資すること(金銭出資の要件)。また、2つ目が、出資された金銭を充てて事業が行われること(事業の要件)。3つ目が、事業から生ずる収益の配当または事業に係る財産の分配を出資者が受けることができる権利を有すること(収益配当・財産分配可能性の要件)です。

(2) ハウイ事件連邦最高裁判決

金商法ができる際に参照された米国における SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946) (ハウイ事件連邦最高裁判決) につきましては、一般に4つの要素があるといわれております。金銭出資の要件、共同事業の要件、利益を期待するという要件、また、その利益が他者の努力に依存するという要件、この4つです。

藤田先生の以前のご報告にございましたけれども、金銭出資の要件については、ハウイ事件の後の International Brotherhood of Teamsters v. Daniel, 439 U.S. 551 (1976) という連邦最高裁判決によりまして、金銭出資の要件は不要だという判断が示されているとのことです。

2つ目の共同事業の要件に関し、どういう場合に common enterprise があるかについては、3つの考え方があると整理されております。各巡回区裁

判所によって考え方が異なっております。

1つ目は、複数の投資者の資金をプールし、各投資者の利益が他の投資者の利益と相関することを要するという考え方です。すなわち、複数の投資家の資金をプールし、そのプールに対して各投資者が持分を有するということですが、基本的には共同事業の要件だと考えるものです。日本でいえば、投資事業有限責任組合あるいは民法上の組合といったものが、基本的にこれに該当するかと思います。

2つ目の共同事業の要件の考え方ですが、複数の投資者が存在することが要件ではなく、また、資金のプールというものも要件ではないが、事業の成否について、運営者と出資者が、成功・不成功の運命をともにすることが要件であるという考え方です。すなわち、金銭出資を受けて、その金銭を充てて行う事業が成功するかどうかによって、運営者の方も成功報酬を得るという形で、投資者と同じ方向の利益を有するということが要件と考えられています。この場合、例えば、事業の成功・不成功にかかわらず、定額の報酬を運営者が得るような場合には、該当しないのではないかという問題が指摘されております。

3つ目が広義の垂直的共同性で、2つ目の狭義の垂直的共同性に対して、運営者の利益が投資者の利益と必ずしも同じ方向で一致する必要はなく、単に投資者の運命ないし投資の成否が運営者の知識経験に依存するということが満たされれば認めてよいという考え方です。3つ目の考え方は、実質上ハウイ事件の4つ目の「他者の努力への依存の要件」を言い換えているにすぎないと評価することが可能かと思います。

それぞれの巡回区裁判所がどういう考え方をとっているかについては、レジュメの（2）に記載していますが、2nd Cir. とか 1st Cir. につきましては、①と②を併用しているといわれています。また、英国における金融サービス市場法も、①と②の定義を併用しているというとらえ方ができると思います。

(3) 金銭出資の要件

ハウイ事件の考え方を踏まえた上で、まず、「金銭出資の要件」ですが、日本におきましては、出資者が複数であることは定義上要件とされておりません。この点につきましては、既に藤田先生が以前ご指摘されたところです。すなわち、垂直的共同性でも足りる、あるいは単独投資持分を含む、ということになるかと思います。

金銭につきましては、「政令指定の類するものを含む」となっておりますが、この「類するもの」として有価証券の現物出資が含まれ、その他幾つかのものが含まれます。ただ、単なる貸付けや商品・サービスに対する支払いは除かれるとも解されております。

ここで、組合せ取引につきまして、投資スキーム持分の定義との関係でどう取り扱われるべきかということ、米国の考え方を参照しつつ、ご報告申し上げたいと思います。

ご承知のとおり、ハウイ事件におきましては、ハウイ社の果樹園の区画の販売とハウイ社の関係会社による果樹栽培等のサービス提供とを組み合わせた取引を、投資者に対して勧誘するというものでした。その組合せ取引につきまして、investment contract に該当すると裁判所が認めたわけです。

これは松尾先生が以前論文の中でご指摘されていた点ですが、基本的に商品の購入というものでとどまっていれば、投資スキームととらえる必要はないけれども、実態次第であるといえるかと思います。すなわち、事業者による物の販売とサービス提供が一体として行われていると見られて、かつ、その事業者が収益の配当あるいは財産分配を行うということがなされる場合、あるいはそういうことがそもそも予定されている場合につきましては、事業者に対する物の代金の支払いをもって金銭出捐と考えて、出捐された金銭を事業者が事業に充当すること、また事業からの配当・分配可能性、これらのいずれの投資スキーム持分の要件も満たすと解することができるのではないかと思います。

米国の裁判例を参照しつつ、組合せ取引ないし一体性を認定する場合の要

素というものを考えてみますと、まず、物の購入者がみずから当該物を管理・利用・処分できる可能性あるいは蓋然性というものがあるか。また、購入者の取引の目的が物の購入だけで完結し得るか。そして、事業者がどのような勧誘内容を行っていたか。こういうものを総合的に考慮することになろうかと思えます。

このような組合せ取引として観念すべきではないかという1つの例としましては、スキーム運営者が、投資者に対して電話設備を共同購入させ、すなわち共有持分を取得させた上で、当該電話設備を第三者にリースする事業をみずから請け負い、投資者に対しては、そのサービス提供による対価を分配するという場合が考えられます。この場合、金銭出捐者の保護の要請というものは、金銭出資を受けたスキーム運営者がみずから電話設備を購入して、第三者にリースして、そのリースによる収益を分配する場合と、異ならないのではないかという問題意識があります。このように、組合せ取引も投資スキーム持分に該当し得ると考えますと、特定商品等の預託等取引契約に関する法律、これは和牛預託商法とか金の現物まがい商法などを規制する法律ですが、この法律との関係が問題となってまいります。

特定商品等預託法におきましては、3カ月以上の期間にわたって特定商品の預託を受け、当該預託に関し財産上の利益を供与することを内容とする契約が結ばれた場合には、その規制対象となってまいります。この物の購入と預託というものが組み合わせられた場合、先ほどの組合せ取引と考えて投資スキーム持分に該当するという立場をとった場合には、規制対象商品によりましては、この特定商品等預託法と重畳して適用される場合が出てくるのではないかと思います。

金銭出資の要件につきましては、以前のご報告で藤田先生がご指摘されていらっしゃいましたけれども、金銭出資の組合員と労務出資を行う組合員が混在した場合に、金銭出資を行う組合員の持分のみを投資スキーム持分ととらえて有価証券扱いすべきか、それとも、労務出資の方はどう扱うかという問題があります。なかなか簡単に結論を得られる論点ではないと思えますけ

れども、有価証券の定義として、金銭出資が投資スキーム持分との関係では要求されていることを考えると、労務出資に係る持分は投資スキーム持分の定義を構成しないと考えることも可能かと思われます。

ただし、悩みがあるのは、その労務出資に係る持分が譲渡された場合に、新たに譲り受けた投資スキームに係る権利者が、「有価証券」を取得した者になるのかという問題です。

有価証券の発行者及び発行の時につきましては、法第2条第5項において定義があります。法第2条第5項における発行の時は、投資スキームの権利に係る契約の効力が発生した時と定められております。したがって、譲渡に係る契約と、実務上、譲渡に対する承諾というものをスキーム運営者が行っていることが多いと思いますので、それによって加入という効果が発生する時において、有価証券が発行されたという考え方をすることもできるのではないかと思います。この場合、譲渡によって有価証券が発生するというよりは、譲渡プラス組合に加入することについてのスキーム運営者の承諾の合わせ技で、スキームの権利に係る契約が成立したという構成があり得るのではないかと考える次第です。

(4) 事業の要件

次に、2つ目の「事業の要件」ですが、「事業」については、特段種類や範囲の限定は付されておられません。したがって、有価証券投資ファンドのみならず、事業ファンドが含まれます。

「事業」について、何らの限定も付されていないということから、若干悩みが生じます。ちょっと創造的な解釈になるのかもしれませんが、「事業」とは、そもそもスキーム運営者による対外的な経済活動を意味しているのではないかと考えられます。

そう考えることになった契機となったのは、藤田先生がご担当で発表された研究会におきまして討論がありまして、その中で黒沼先生のご指摘のポイントでしたけれども、「トトカルチョみたいなものが投資スキーム持分に該当するのか」というお話があったことです。

これについて、私も時間があるときに考えてみるということを口走ったものですから、それを引き取って考えてみた次第です。トトカルチョは、スキーム参加者から金銭出資を受けて、これをプールし、そのプールされた財産を、ゲームの勝敗などの一定のルールに従って参加者間で分配するにすぎません。そこで、対外的な経済活動を行っていないというリーズニングができれば、そのスキーム運営者が事業を行って成果を分配するという要素はありませんので、投資スキーム持分扱いする必要はないのではないかと思います。

また、もう1つ考える契機となった問題として、レジュメでは次に記載してありますけれども、有価証券を現物出資する場合も投資スキームの基本的な定義の中に入ってしまうのですが、この現物出資された有価証券の管理だけを行う組合を、投資スキーム持分としてとらえるべきかという問題があります。

この場合、当該組合で、株式に係る配当を受領したり、また、株式分割や株式の無償割当によって追加株式を取得したりしても、それは当該株式の発行会社の決定の結果であって、管理者は自動的にこれを受領するにすぎないということができます。その場合には、管理者自身が何らか金銭等を充てて事業を行うということは認められないのではないかと思います。

他方、組合に属する財産である株式につきまして、公開買付けに応募したり、株式買取請求権を行使する、あるいは、社債が組合財産である場合には、その早期償還請求権を行使したり、期限の利益喪失を宣言するというにつきましては、財産の処分というものが関わってまいります。こういう場合においては、経済活動を管理運営者が行っていると見ることができますので、事業性を認めてもよいのかなと思います。この辺りもご意見を賜りたく思います。

(5) 収益配当・財産分配可能性の要件

最後に、3つ目の要件が「収益配当・財産分配可能性の要件」です。

配当・分配については、金銭か現物かということは問われておりません。また、運営者が事業に係る収益または財産の分配にあずかるということも要

件とされていませんので、米国法でいう狭義の垂直的共同性ではなく、広義の垂直的共同性で足りるというのが、日本法の考え方だと整理することが可能かと思います。

以上の要件のご報告の締めくくりとしまして、スキーム運営者（GP）の持分が、そもそも投資スキーム持分の定義に該当するかということについて、ご報告いたします。

これも神田先生が以前の研究会でご指摘されていた点ではありますが、スキーム運営者の持分は、ハウイ基準の4つ目の「他者の努力への依存」という要件を満たさないと考えられます。また、運営者の持分は、そもそも投資保護規制を発動するための有価証券の定義に包含させる意味があるのかという価値判断があります。

金商法における規制の大きな枠組みの1つである情報開示規制におきましては、スキーム運営者は「発行者」とみなされます。したがって、そもそも開示の相手方として運営者を保護する必要はありません。また、運営者が発行者とみなされるということを前提として、発行者の手元を離れるときに有価証券と認識すればよいのではないかという考え方もありうるかと思います。また、業規制におきましても、運営者は業者として業規制を遵守すべき主体ですが、その客体として保護されるべき相手ではないと思います。

また、これも後で触れますが、投資スキームの運営者が投資スキームに係る持分を当初取得して、その持分を他人に譲渡する場合、業規制上、投資スキーム持分の譲渡ないし売買ではなく、私募と取り扱われております。

これらを考えますと、スキーム運営者の持分をそもそも投資スキーム持分の定義から外していいのではないかという考え方があるものと思われます。

そういう考え方に立ちますと、事業の要件につきましては、他人の行う事業あるいは他人と共同で行う事業というのが、黙示的に含意されているのではないかと考えられます。

5. 投資スキーム持分の定義からの適用除外

次に、レジュメの5の「投資スキーム持分の定義からの適用除外」ですが、(1)の「出資者の全員が出資対象事業に関与する場合として政令で定める場合」というのがあります。

これは①と②の両方の要件を満たす場合ですが、②のところで、出資者全員が出資対象事業に常時従事すること、あるいは、特に専門的な能力であって出資対象事業の継続の上で欠くことができないものを発揮して当該出資対象事業に従事すること、のいずれかに該当することが必要です。

以前の研究会で松尾先生からご指摘のあったところですが、映画の製作委員会におきましては、制作会社、配給会社、その他の関係者が出資を行うとともに、組合の事業を行います、その各出資者が中心的な役割を担う時期が異なり、いわば時的分担をしている場合には、常時従事という要件を満たさないということが金融庁の考え方として公表されております。しかしながら、後段の、特に専門的な能力であって事業の継続の上で欠くことができないものを発揮して従事という要件に該当しうるかどうかは、また別論だと思われまます。

適用除外の2つ目は、出資元本を超えて収益配当あるいは財産分配がないということです。有限責任中間法人におきましては、定款等におきましてその旨の手当てを行うことがあります、これにつきましては、金融庁からも、出資元本を超えて実際に分配あるいは配当がなされない場合には、適用除外の要件を満たすものと考えてよいという考え方が示されております。

3つ目は、保険契約、共済契約、不動産特定共同事業契約です。ほかの法律におきまして規制が及んでいるものについては、類型的に除外するという趣旨かと存じます。

4つ目の「政令指定の権利」については幾つかありますが、実務上は持株会というものが重要です。要件としましては、どこの会社の役員あるいは従業員であるかということに加えて、レジュメ記載の①と②の要件があります。①は、例えばドルコスト平均法等に基づく計画に従った継続的な売買

ということですが、實際上未公開株についてこの要件を満たすことはかなり厳しいということがあります。また、子会社株式を対象とした持株会をつくった場合には、これも要件を満たさないと思われます。さらに、新規発行株式を持株会が取得する場合は、①の要件を損うことになるのではないかという問題があります。

6. 有価証券の定義に該当することの意義

有価証券の定義につきましては、皆様ご承知のとおり、金商法を発動する概念という意味を有しますが、情報開示規制と業規制におきましては、それぞれ規制の必要性に応じまして、定義の絞り込みが行われております。

しかしながら、レジュメの（２）に記載しておりますが、投資対象あるいは取引対象としての有価証券を考えた場合、法第２条第８項第１５号等にあります「主として有価証券……に対する投資」における有価証券の意味、また法第２条第８項における「有価証券の売買」、「有価証券の私募」、「有価証券の私募の取扱い」における有価証券概念は、裸の有価証券概念になっております。裸のというか、法第２条第２項に定めるままの定義になっています。

レジュメの（３）で取り上げておりますが、投資一任契約に基づき収益配当・財産分配を受けることができる権利については、対象商品が有価証券か商品かにかかわらず、投資判断の全部または一部を業者が委任され、また、当該投資判断に基づき相手方のために投資を行う権限が委任され、それによって収益を分配する、という投資一任契約の基本的な要素が満たされる場合は、投資スキーム持分の定義に入ってくると考えられます。

しかしながら、業規制の文脈におきましては、適切な絞り込みが定義にされておりますので問題は生じません。ただし、例えば「有価証券の売買」というように、取引対象として有価証券という概念が用いられている場合には、投資一任契約というものを有価証券の定義に入れたまま、本当に適用してよいのかというところは、疑問なしとはいたしません。

以上が、以前の研究会における藤田先生のご報告を若干追補するという形

ではありますけれども、投資スキーム持分の定義に関するご報告です。

Ⅱ．業規制

次に「業規制」ですが、実務に携わっておりますと、業規制の問題につきましては、どれだけ法律をきちんと解釈しても、行政処分を発動する権限を金融庁が有しており、法令違反に基づく行政処分のみならず、不適切行為に基づく行政処分があり得ることから、金融庁以外の法律解釈というものがなかなか通りにくいというところがあります。したがって、実務家では、蟻螂の斧の解釈ということになりますが、最終的に金融庁がどういう解釈をとるかということは留保しつつ、このように考えるのが筋であるということを日常クライアントに助言しております。

1. 自己募集・私募業務

さて、業規制ですが、今回の金商法改正によりまして、ご承知のとおり、自己募集あるいは私募業務と呼ばれるものが法第2条第8項第7号で業規制の対象になっております。基本的な発想は、投資スキーム持分のみなし発行者による取得勧誘を、業規制の対象化しようとするものと思われます。

しかしながら、金融庁の立案担当官により、形式的には業務執行組合員や無限責任組合員ではない構成員が勧誘行為を行う実体がある場合には、当該者が規制対象になるということが、松下さんほかの論文に記載されています。ただし、投資スキームの運営者以外の者が私募ないし募集を行うという場合、みなし発行者以外の者が勧誘行為を行うとしても、基本的には、私募または募集の取扱いという意味での勧誘になるのではないかと思います。したがって、その辺りの概念整理が、かえって不明確になるのではないかと思います。

なお、自己募集・私募業務に該当しますと、第二種金融商品取引業に該当いたします。

勧誘行為につきましては、事実行為を指称する概念ですので、実際に勧誘

を行っているとは認められない場合、そして、当該投資スキーム持分の取得勧誘を第三者に委託してみずからは全く行わない場合には、勧誘という事実行為を行っていないため、業登録は不要という考え方が示されております。他方、実際の勧誘行為を行う第三者につきましては、松下さんほかの論文に記載されていますが、第三者が募集または私募の取扱いを行うものとして、第二種金融商品取引業に該当すると考えられます。

この自己募集・私募業務に関しまして、先ほど若干言及いたしました、投資スキームの運営者による新規発行投資スキーム持分の取得と、その譲渡について、ご報告申し上げます。

まず、先ほども申し上げましたけれども、投資スキーム持分につきましては、投資スキームに係る契約の効力発生時に発行したとみなされます。運営者の取得する持分が投資スキーム持分概念を充足するという見解に立つ場合には、投資スキームに係る契約の効力発生時に、発行者の手元で既発行有価証券という形になろうかと思えます。すなわち、金庫株が自分の手元で発生するというのと似たような状況になります。

しかしながら、この場合、募集または私募に際し、他者に取得させることを目的として、全部または一部を取得することという引受業務の概念に当たる場合があるのではないかと。すなわち、他人に転売する可能性があるときには引受業務に該当し得るのではないかとという問題があります。

もし引受業務に該当するという考え方に立ちますと、これは第一種業ですので、業登録の要件が厳しくなっております。また、引き受けた上で、その後の譲渡について反復継続可能性がある限り、売買業務に該当する可能性があります。こういう場合に、業規制上、私募に準じて扱うべきか、それとも引受けプラス売買という形で取り扱うべきかについては、見解は分かるところだとは思いますが、金融庁の取扱いとしては、私募業務と整理されているようです。

考えられる主な理由としては、2つあります。

1つは、新規発行を業として行う場合は第二種業であって、また、私募に

については適格機関投資家等特例業務の対象となりうるのに対して、もし引受業務に該当してしまうということになりますと、第二種業では済まなくなり、また、適格機関投資家等特例業務の対象にもならなくなってしまう。この辺りの規制のバランスが考慮されたのではないかと推測されます。

もう1つは、投資者保護の必要性という観点から考えた場合、自己募集・私募の場合と既存持分の譲渡の場合とでは、投資者保護の要請というのは異なるのではないかとということがあろうかと思います。

翻って、運営者の取得する持分が有価証券に該当しないと整理することができれば、そもそも、発行者が既存持分の譲渡によって投資者に対して投資スキーム持分としての権利を取得させることは、その取得させる契約の効力発生時に新規に発行したということになりますので、考え方は非常に整理されたものになるということができます。

2. 自己運用業務

自己募集・私募業務と並びまして、金商法におきまして、自己運用業務が業規制の対象になりました。

この業務の3つの要件が、レジュメの2の（1）のところで記載されています。

投資判断につきましては、法第2条第8項第11号口におきまして定義がありますが、金融庁の考え方におきましても、売買の別、銘柄、数量のほか、どういう取引をいつ行うか、また幾らで行うか、こういうことについての判断も投資判断を構成するということになっています。例えば、特定の銘柄についての投資スキームであったとしても、運営者の投資判断というものは存在し得るということが示されています。

また、松下さんほかの論文におきましては、第三者に投資判断等を完全に委託した場合であっても、当該第三者の解任権等を通じて、いわば間接的に投資判断に基づく投資運用を行うことも、規制対象として想定されているということが表明されておりまして、ここは松尾先生と私との間で見解が異

なっているところであります。

この自己運用業務におきましては、2つ目に「主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として」という要件がありますので、事業ファンドが除かれております。

販売の局面におきましては、事業ファンドも有価証券投資ファンドも、同じく投資者保護が及ぶわけですけれども、投資運用の局面においては、事業ファンドはこの対象になっていないということになっています。投資者保護の要請は、仮に事業ファンドと有価証券投資ファンドで程度が変わるとしても、本質的な差異はないのではないかと思います。すなわち、立法論的には、投資スキームに係る権利者を、業者との関係において広く保護すべきと考えるべきではないかと思えます。

自己運用業務については、その適用除外が幾つか認められております。

レジュメの(2)は、運営者が運用権限の全部を第三者に委託する場合があります。一定の要件のもとにおきまして、運用権限を第三者に委託している場合には、業登録が不要になっております。この場合におきましては、運営者から委託された第三者におきまして、出資者に対する受託者責任が適切に果たされることが基本的な前提になっておりますので、その前提に基づいて要件が作り上げられております。

レジュメの(3)、(4)、(5)では、幾つかの自己運用業務に関する適用除外が、法第2条第8項の例外として定められていることを記載しております。

パブリックコメントを経て設けられた(5)の二層構造不動産私募ファンドの例外につきましては、実務上非常に大きなインパクトがありまして、この例外が認められたことは不動産ファンドの業界にとっては大変よかったと受けとめられているようです。

ただ、この例外ができた背景としましては、例外とされた理由の①に記載されていますが、不動産私募ファンドでは匿名組合契約を用いた二層構造ファンドを使っておりましたために、一般投資者が出資する親ファンドの運

営者が、法第 63 条で特例の適用除外とされる出資者、すなわち非適格出資者に該当することとなり、子ファンドの運営者が適格機関投資家等特例業務による特例の適用を受けられないという問題がありました。法律が既に成立していたために、法第 63 条の方で工夫をするという余地はなかったので、法第 2 条第 8 項に基づく政令・府令で除いたという事情があるようです。

3. 金融商品取引業者等に係る行為規制

次に、「金融商品取引業者等に係る行為規制」ですが、一般的行為規制につきましては、通常の業者と同様ですので、ご報告は割愛いたします。

ただ、投資スキーム持分につきましては、分別管理が要請されておりますところ、その分別管理が確保されていないものにつきましては、募集・私募等、あるいは売買等が禁止されております。それが法第 40 条の 3 による規制です。

ファンドの運営に関しましては、投資運用業に関する行為規制の特例の適用があります。

まず、法第 42 条の忠実義務・善管注意義務ですが、これは公法上の義務です。したがって、投資スキームに係る私法上の契約において、利益相反処理ルール、すなわち、利益相反的な状況下でこういう行為をとれば運営者は忠実義務に違反しませんということを定めた場合、あるいは、注意義務の軽減を定めた場合において、なお公法上の義務を満たさないとして行政処分の対象となる場合があり得るのかということが、実務上の問題となっております。

基本的には、私法上のルールと一致するのが望ましいとは思いますが、合理性を欠くあまりにひどい私法上の利益相反処理ルールについては、何らかの公法上の義務としてのミニマムがあるのではないかと考えております。

法第 42 条の 2 では、第 1 号で、自己取引の禁止とそれに関する例外、また、第 2 号で、運用財産相互間取引の禁止とそれに対する例外が定められ、この

辺りは実務上非常に重要なものとなっております。

第6号で損失補てんまたは利益追加のための財産上の利益の提供が掲げられておりますが、ここにおける投資運用業者の損失補てん等の規制が、法第39条における一般的な損失補てん等の規制とどういう関係に立つのかというのが未解決の問題として存在します。この点につきまして、もし松尾先生が立法の際にご整理されていたら、お教えいただきたく思います。投資運用業者の特例ということで、特則の第6号で完結し、法第39条に戻らないとも考えられそうですが、金融庁の現在の考え方は、必ずしも法第39条へ戻ることを排除しないということのようです。

法第42条の7の運用報告書の作成交付義務・届出義務ですが、届出義務につきましては例外がありまして、情報開示規制と同様に500人が基準になっています。したがって、行政当局に対する届出は、投資スキームに係る権利者の数が499人以下である場合には、不要です。また、有価証券報告書提出義務がある場合に、有価証券報告書において運用報告書に記載すべき事項が書かれているときは、届出義務が不要となっております。

4. 適格機関投資家等特例業務

規制の柔構造化という観点から、投資スキームに関する自己私募業務と自己運用業務につきましては、行為規制の多くの適用を排除し、また、登録を求めないという形で、緩和された規制が設けられております。それが法第63条の適格機関投資家等特例業務です。

既にご承知の点が多いかと思しますので、ご報告は簡潔にいたします。

レジュメの(2)の「私募に係る適格機関投資家等特例業務の要件」については、1つ目は単純ですが私募であることで、2つ目、3つ目が、法文上は「適格機関投資家等」という定義の問題ですが、1名のプロがいることと、ノンプロが49名以下であることが要件となっております。

4つ目が、出資者が、ノンプロが入ったファンド・オブ・ファンズに該当しないことです。すなわち、非適格出資者でないことです。また、私募業務

の方につきましては、転売制限等の定めがあることというのが5つ目の要件になっております。これに対して、レジュメの（3）の「自己運用に係る適格機関投資家等特例業務の要件」においては、転売制限等の定めは不要になっております。

転売制限等の定めにつきましては、情報開示規制では、既に金商法で撤廃されておりますが、適格機関投資家等特例業務の要件を満たすためには、組合契約の中におきまして、適格機関投資家につきましては、適格機関投資家以外への譲渡を禁止する旨の特約、また、ノンプロにつきましては、一括譲渡以外の譲渡を禁止する旨の転売制限の特約を設けることが必要になっていきます。

また、同種の新規発行権利を6カ月で通算して、その権利者の数が合計49名以下であることという期間通算の要件もあります。同種の新規発行権利につきましては、発行者と出資対象事業の2つが同一であることが、業府令第234条により要件とされております。

非適格出資者の除外につきましては、レジュメの（4）の「二層構造ファンドにおける親ファンドの取扱い」に記載しております。

ノンプロが入っている親ファンドが入っていれば即アウトというのが原則で、法第63条第1項第1号イの特定目的会社と、口の匿名組合出資の営業者が該当します。

ハとしまして、こちらは業府令に落ちておりますけれども、第235条第1号に特別目的会社が定められています。

もう1つ、業府令の第235条第2号におきまして、適格機関投資家以外の者を出資者とする投資スキームの運営者が入っている場合は、原則として特例の適用はないとしつつ、例外が幾つか定められています。

例外の読み方次第ですけれども、例外の①は、人数のカウントについての特殊な取り扱いです。投資事業有限責任組合や有限責任事業組合が親ファンドである場合に、その運営者が投資運用業を行う金融商品取引業者等であるときは、そこでノンプロの投資者保護が図られているという考え方に立ちま

して、当該親ファンドを、49名の通算の関係上、1名と取り扱うことが可能になっています。

例外の②と③は、業府令の第235条第2号イとロに定める場合にあたります。

例外の②では、投資事業有限責任組合と有限責任事業組合は、登記制度があるために一定の透明性があるということで特別扱いが認められ、親ファンドがこれらのものである場合には、親ファンドと子ファンドの一般投資者の数が合計49名以下であるときは、すなわち、親ファンドと子ファンドをルックスルーして人数通算を行うという考え方に立ちまして、非適格出資者とは扱わないということになっています。

例外の③では、匿名組合は除かれますが、それ以外の親ファンドの運営者と、子ファンドの運営者が同一である場合には、親ファンドと子ファンドの一般投資者の数をルックスルーして合計49名以下であるときは、非適格出資者とは扱わないことになっております。

以上述べました特例業務に該当した場合には、事前届出が必要です。

他方、緩和された規制ということで、行為規制の原則排除が法第63条の第4項で定められておりまして、虚偽告知による勧誘と損失補てん等の禁止のみが適用されることになっています。ただし、損失補てんの禁止というのは、投資運用においては実はかなり気にするところですし、例えばファンドのパフォーマンスが悪いときに報酬の料率を下げるということをした場合に、損失の埋め合わせあるいは利益の追加のために、利益を提供したのではないかという問題が発生し得るので、実務上は非常に注意をしているところです。

適格機関投資家等特例業務につきましては、以上でご報告を終えたいと思いますけれども、1点だけ補足があり、経過措置である改正法附則の第48条についてご報告いたします。

そこでは、金融商品取引法施行の際、現に投資スキーム持分についての自己運用業務を行っている者につきましては、投資運用業としての登録が不要

で、継続して従来と同様の自己運用業務を行うことができるとなっております。ただし、適格機関投資家等特例業務と同様に、届出が必要という取扱いとなっております。

したがって、今運営されているファンドで運営者の業者登録がされていないものの中には、投資スキームの運営業務が、改正法附則第 48 条の特例投資運用業務に基づくものと、適格機関投資家等特例業務に基づくものの 2 種類があるということになります。

Ⅲ．情報開示規制

最後に、「情報開示規制」ですが、こちらにつきましては、以前の研究会で川口先生から既に詳細にご報告をいただいている点ですので、ごく簡単にご報告するという事にさせていただきたいと思います。

1．規制対象となる投資スキーム持分

情報開示規制の対象としましては、法第 3 条第 3 号で、第二項有価証券については原則として適用除外となっています。なぜならば、流動性に乏しく、公衆縦覧型の情報開示規制を課す必要性が低いからです。

しかしながら、第 3 号イにおきまして、有価証券投資ファンドにつきましては、情報開示規制の対象とするということになっております。「一問一答 金融商品取引法〔改訂版〕」（商事法務、2008 年）等における金融庁の立案担当官の考え方によりますと、これも川口先生に既にご報告いただいた点ですけれども、有価証券投資ファンドで、投資規模等に関し相当の広がりを持つものについての情報は、その出資者はもとより他の投資者にとっても重要な情報であるため、投資運用の状況等について定期的に開示させる必要性が高いということが述べられております。

有価証券投資ファンドのみを情報開示規制の対象とすることについては、立法の決断だと思いますが、その理屈づけとしましては、出資者の保護のみを前面に押し出すことができなくなったため、例えば 5 % ルールにおけるよ

うに、市場に関する情報も投資者にとって重要というような位置づけが与えられて、投資スキーム持分に係る情報開示規制の要求が根拠づけられたと考えられます。

2. 募集・私募・売出しの定義

次に、募集・私募・売出しの定義ですが、ここはもう釈迦に説法ですので、基本的に省略させていただきます。

レジュメの「証券取引法からの変更」というところで3つ掲げておりますが、1つ目の「勧誘対象者ベースから取得者ベースへの変更」については、時々「保有者ベース」あるいは「仕上がりベース」という表現が用いられることがあります。あくまでも当該取得勧誘に応じた取得者が基準になっておりますので、「取得者ベース」というのが正確な表現になるかと思えます。

例えば、700人勧誘して400人取得したという場合、400人取得したということで保有者と取得者は変わりようがありませんけれども、もし2つの勧誘が行われてこれらを合算すると保有者が700人になるというケースにおきまして、例えば、1つの勧誘のまとまりでは300人、1つの勧誘のまとまりでは400人、これらを合算して保有者700人となった場合には、「保有者ベース」という表現を使った場合には、定義に該当し得るかのような誤解を招きますので、勧誘のまとまりごとの「取得者ベース」と考えるのが適切かと思えます。

その取得勧誘のまとまりごとに人数計算をするという考え方につきましては、金融庁も裏打ちしておりまして、金融庁のパブリックコメントに対する考え方の28ページのところで、新たな取得勧誘が従前の取得勧誘と異なるものと認められる場合には、それぞれの取得勧誘ごとに人数を計算するということが示されております。

他のファンドが投資スキーム持分を取得する場合には、基本的には運営者をもって1名の取得者と数えるのが金商法の考え方のように思われます。ただし、金融庁の考え方で示されておりますけれども、組合等が第2項有価証

券の取得勧誘に合わせて組成されるなどの法を潜脱する目的で組成された場合には、運営者をもって1名と数えるのではなくて、当該スキームに係る権利者の数をカウントするという考え方が示されております。これは適切な考え方かと思います。

3. 継続開示義務、私募に係る告知義務、旧証券取引法に基づく転売制限

情報開示につきましては、そのほか、継続開示義務や私募に係る告知義務があります。

また、論点といたしまして最後に言及させていただきたいのは、旧証券取引法に基づく転売制限です。

旧証券取引法においては、第1項有価証券と第2項有価証券の違いがありませんでした。そこで、プロ私募、それから少人数私募におきまして、それぞれ転売制限が用いられていました。この旧証券取引法に基づいて既に発行された投資スキーム持分について転売制限が存在する場合、基本的には、証券の内容になっておりますので、従前どおり効力を有することになるかと思えますけれども、これを運営者と出資者全員の同意、あるいは個別の証券ごとという考え方もあり得るかと思いますが、出資者と運営者の合意によって外せると解すべきかということが実務上の問題として残っております。

これにつきましては、金商法では情報開示制度上の転売制限は不要となっておりますので、法の趣旨からいって、合意で旧法の転売制限を外したとしても現行法に反することにはならないだろうと考えておりますが、この点もご意見を頂戴できればと思います。

以上、駆け足ではありましたが、私からご報告申し上げたことにつきまして、皆様よりご教示いただければ幸いです。よろしくお願いいたします。

討 議

神田会長 大変詳細なご報告をいただきまして、どうもありがとうございます。

した。大変興味深いご報告であったと思います。

それでは、いつものように残りの時間、皆様方からご自由に、どの点についてでもご質問あるいはご意見をお出しいただければと思います。どなたからでも、どの点でも結構です。よろしくお願いします。

前田副会長 前にも議論になりましたが、トトカルチョのようなものが集団投資スキーム持分になるかどうかという問題について、中村先生は、対外的な経済活動をしているかどうかということで、こういうものは外せるのではないかというお考えを示されました。しかし、一口に対外的な経済活動といっても、製造販売業のようなものから、単に分配までの間だけ銀行預金しておくようなものまで、いろいろなものがあり得ると思います。

むしろトトカルチョのようなものでも業としてやっていれば、つまり反復継続してやっているのであれば、資金提供者の保護という観点からすれば、対外的に取引活動しているかどうかということは決定的な区分の基準にはならないのではないかと。反復継続してやっておれば、むしろ規制を及ぼすのが望ましいのではないかと思うのですが、いかがでしょうか。

中村委員 ご意見をありがとうございます。

そもそも詐欺、出資法、現物まがい商法に関する特定商品等預託法、それから金商法、それぞれのすみ分けないしクロスオーバーする部分を、どう考えるかというところにも実はかかわる問題かとは思っております。

米国におけるハウイ基準によりますと、多分要件を満たさず、投資契約には該当しないことになるのではないかと考えたことが出発点になっていました。ハウイ基準、また英国の金融サービス市場法を参照しつつ金商法の文言ができてきていることを考えると、金銭を充てて事業を行うという場合、言葉の素直な感覚として、スキーム内部だけにおける分配が本当に事業といえるようなものなのかという疑問がありましたので、そこは詐欺なり賭博なり、そういう別な法規制の枠組みで対応すればよいのかなと考えた次第です。

逆にいうと、無登録業者としてこれを取り締まる必要は必ずしもないのではないかと思います。これがすべて入ることになると、職場や学校で行われ

ているものすべてが入ってきてしまうので、それは何らかの適用除外を設けないと片手落ちになるのではないかと。

前田副会長 業という要件は入るのですね。反復継続していなければいけないので、一般に職場などで行われているものはもちろん当たらないとは思いますが、反復継続されているものについては、実質的に資金拠出者の保護を考えれば、対外的な取引がないというだけで外していいものなのか少し気になったのです。

近藤委員 それに関連しまして、その次の、株式の管理だけを行うというのは、対外的な経済活動をしていないことを理由として対象外とされるのでしょうか。

中村委員 はい、そういう発想です。

近藤委員 その場合の対外的な経済活動とは、管理者が何らかの裁量的なことをしていないということを意味するのですか。対外的には、発行会社が例えば株式分割や無償割り当てという形で株式数が変化することもあり得るのだけれども、そこには判断がないということがメルクマールになるということでしょうか。対外的という意味では対外的なような気もするわけです。

中村委員 メルクマールが判断とリンクするのではないかという感覚は持っています。その場合、基本的に投資スキームに外部から金銭等が入ってきて、それを分配するということはあるのですけれども、金銭等の出資を受けて、それを充てて事業を行うといった要件では、何らかの積極的な要素が観念されているのではないかと思います。

藤田委員 私が報告した回で出た問題なので、私もその後ずっと考えてきて、むしろ逆にこれは当たってもおかしくないかなと思っていたのです。ただ、日本語の感覚とか、アメリカで当たるとか、そういう議論はやめて、実質的に規制対象であるべきかどうかを考えたときにはどうなるか。そういう観点からは、「集めたお金を内部、つまり提供した人の間同士で単に変動させるというのは事業に当たらない。そういうものを売ったりすることは業規制とは無関係です」とする理由がちょっとよくわからない。財産が全体としてふ

えたり減ったりしない限りは、業として規制する必要は一切ないのだとつながっていくところの論理のつながりがよくわからなかったのです。

保険だって実は集めたお金を資金提供者の間で変動させているというものなのですね。保険は金商法の適用除外ですが、本質的に適用されてもおかしくないから適用除外になっているわけでしょう。その辺を説明するとすれば、——保険会社は運用もやっているから適用するという説明がありえないでもないですが、それは本質をはずした説明のように思えます——、保険のようなものは、投資家から見たら元本が返ってこないような性格を持ったことになるので、規制の範囲に含まれるということになると思います。そこでいうと、まさに投機だって全く同じ話で、それは業をちゃんとやる人じゃないと困る、業規制をかぶっている人じゃないとみんなが困るとなりそうです。保険について別の業法でかぶっているから除外するというのは別の論理で、内部的な分配だから規制が要らないから業法的な規制が必要ないという論理はどこからも出てこないのではないかという印象だったのです。

中村委員 私もこの問題を提起するときに1つ考えたのは、宝くじを共同購入する場合は、対外的な取引があるから事業に当たるのかなということです。それと、内部的なルールでそれぞれの金銭出捐者の権利を変動させるというのはどこに実質的な違いがあるのかということで悩んでいたのですが、投資者の要保護性に着目される前田先生あるいは藤田先生のお考えも納得する面があります。

松尾オブザーバー（以下OBS） 考え方としては、投資者の要保護性を考えられるのはもちろん正当だと思います。全員関与の除外はまさにそういうことを念頭に置いて除外をしたものです。宝くじの場合は全員関与だといえる場合もあるのではないのでしょうか。この除外では足りないということなのでしょう。

事業というのは、会社法上の事業の解釈が参考になるのかもしれませんがけれども、確かに金商法上、定義がないのです。事業を行っているかどうかというところで解決する可能性がないとはいいいませんが、いただいた事例は全

員関与で、特に出資対象事業に常時従事しているかというところの解釈問題になると思うのです。

藤田委員 そうでしょうか。別に中村先生が答えられるかもしれないですが、さっきから問題となっているような例だと、外からどんどんお金を集めてきて、パイが大きくなって行って、それを全部記録して、最後に受け取るべき人を決めるという作業をやっている人がスキームの中にいるわけです。その人が事業をやっていて、「加わる」といつてきた人は常時ずっと全員関与しているとはとてもいえないということもありうる。そうすると、明らかにそのルールでははずせないのではないのでしょうか。

松尾OBS もちろんその場合は常時従事に当たらないわけですから、除外にならないわけです。ただ、必ず除外にならないかという、そうではなくて、人数が少ない場合は除外になり得るかもしれません。これはケース・バイ・ケースだと思うのです。

藤田委員 それは当たってもいい、規制の対象になってもいいのではないかと、思うのですけれども。

松尾OBS とにかく私が申し上げたいのは、出資者の要保護性の観点から入るべきではないものがむしろ全員関与の除外で除かれるのではないかと、いうことであって、前田先生のご指摘で、やはり規制対象にすべきものは除外されないでしょう。結局、振り返りますと、中村先生のご指摘は、この全員関与の除外だけでは必ずしも除外し切れないが、その以前の段階で、除外というのは定義に当たるけれども除外するものですから、そもそも定義に当たらないという次元で解決できないかとの観点から、事業ではないのではないかと、いうご指摘だと思うのです。

確かに事業かどうかというのは会社法でも定義がないですから、難しいところではあると思うのですけれども、対内的だから事業がないのかというと、疑問があるような気がします。この辺、むしろ会社法はどのようなのでしょうか。

藤田委員 会社は対外活動するのが当然の前提だから、会社法での考え方はむしろ役に立たない。

松尾OBS すべて対外的活動ですか。少なくとも文言上は対内的なものだからといって除外していないのですよね。

神田会長 語感からいっても、「コモン・エンタープライズ」というと、何か広そうな雰囲気ですね。語感をいっていてもしょうがないのですけれども。実質論としては、今のお話で、確かに中で分けて見ると、受動的な人がいる。だれかがその取りまとめをされていて、残りの人は受動的だということになれば、趣旨からすれば、概念的にいうと、入ってきてもおかしくはない気がしますけれどもね。

今の点でも、あるいは別の点でも結構ですので、いかがでしょうか。

永井OBS 違う問題ですが質問させてください。説明レジュメの5ページの業規制のところ、特に自己運用業務のところの中村先生がおっしゃったご意見ですが、第三者に投資判断を委託する場合で、間接的に投資判断に基づく投資運用を行うという場合、先生はどちらの意見だとおっしゃったのですか。規制からは本来除かれるべきだというご主張だったと思いますが、スキーム運営者としての責任を問うべきとする見解とずいぶん違いますので、もう一度ご説明をお願いしたいと存じます。

中村委員 ここは投資判断に基づいて運用を行うというのがこの要件の基本的な構図になっておりますので、その投資スキームに係る契約上、裁量が運営者のほうに保持されず、すべて書き込まれているようなケースにおいては、投資判断に基づく運用はないと考えられるのではないかという考え方でした。

永井OBS その場合、投資判断は第三者に委託して自分ではやっていない場合には規制対象とする必要はなく、ただ、その人も何らかの場合に投資判断するということになっていれば当然規制が及ぶ、そういうことなのですか。

中村委員 はい。

神田会長 裁量がそもそもないというケースなのか、裁量はあるけれども、それをアウトソースしている結果、裁量がないというケースなのか、どちらでしょうか。

中村委員 仕組みとしては裁量はあり得ても、当該裁量権を行使することは自分では全く行わずに第三者にゆだねているケースと、それとまた別な文脈におきまして、投資スキームに係る契約の中に、どういう場合にどういう形で処分するということが明記されていて裁量的ではなく、投資判断という要素が運用者においてないであろうケースがあります。その2つの文脈におきまして、裁量権を運営者が持たない場合には、この概念に入っていない場合があると考えています。

神田会長 そこは私もおっしゃるとおりだと思っています。第1の種類のほうは、裁量があってそれをアウトソースしているので、そういう意味で、自分が第三者に委託し、それについての選任監督というか、選択を含めて裁量を持って行っている。ただ、この松下さんほか15ページというのは、第2の種類、もともとの契約等で裁量がないというか、特定されている場合もアウトというか、想定されているという趣旨なのではないでしょうか。少なくともこのレジュメの表現からは、第1の種類の場合だけを書いているように読めたのですけれども。

近藤委員 6ページで42条と42条の2に投資運用業に関する特則があって、それぞれ民法上の善管注意義務と金商法39条の損失補てんが重なっているかのように見えるわけですが、それはどのように整理してお考えなのではないでしょうか。

中村委員 忠実義務・善管注意義務につきましては、基本的に業者としての公平・誠実義務の具現化された内容として、投資運用業者について法42条によって明記されていると考えています。禁止行為に係る損失補てん等につきましては、私も若干不思議に思う点があったので、松尾先生のご意見を頂戴したいと思った次第です。逆にいうと、法39条の損失補てんでとらえられないような投資運用業に係る損失等が発生する場合に、この6号のほうがきいてくるのかなという整理の仕方はあり得るのではないかと思います。

近藤委員 39条と42条の2の6号は、すみ分けははっきりできているということですか。

中村委員 考え方は両論あり得ると思います。

神田会長 余り厳しく問い詰められると、つらいものがあるとは思いますが。この手のものは引っ越してきたものですから。確かに忠実義務、善管義務は誠実・公正義務と重なり合う部分はあるのですが、重要なのはスキ間がないことであって、したがって抽象的にいえば、引っ越し後は忠実義務、善管注意義務に当たらなくても、誠実・公正義務に入りますという場合が出てきても構わないし、そういうことでいえば、個別の損失補てんのほうもスキ間がないことが重要なので、かぶるといって弊害があるというか、困るということは何かなさそうに思うのですが。私が余り余計なことをいっていないで、松尾さんに伺ったほうがいいかもしれません。

松尾OBS これは神田先生のおっしゃったとおり引っ越してきたものです。投資助言業務または投資運用業に関する損失補てん等については、41条の2第5号または42条の2第6号が適用されることになりますが、これらの禁止の構成要件には、39条の損失補てん等の禁止の構成要件のうち同条1項3号に掲げる行為（現実の損失補てん等行為）のみが規定され、同項1号・2号に規定する損失保証や損失補てんの申込み・約束等の行為は規定されていません。約束の禁止は38条の2に規定されていますが、その禁止違反には罰則が設けられてません。また、41条の2第5号または42条の2第6号には、39条とは異なり、顧客の禁止行為（39条2項）や事故確認の規定（39条3項）が設けられていないとの違いもあります。

両者の関係については、まず、投資助言業務・投資運用業に関して41条の2第5号または42条の2第6号に該当する場合には、仮に形式的には39条1項の構成要件に該当する場合でも、39条1項は適用されないと解するのが適当だと思います。包括一罪ではなく法条競合ということになります。次に、投資助言業務・投資運用業に関して38条の2の約束がなされ、形式的に39条1項の構成要件にも該当する場合については、罰則のない38条の2が設けられている以上は、罰則を課さないのが法の趣旨であると考え、39条1項が重ねて適用されることはないかと解するのが適当だと思います。

さらに、投資助言業務・投資運用業に関して 38 条の 2、41 条の 2 第 5 号または 42 条の 2 第 6 号に該当しないが、形式的に 39 条 1 項の構成要件に該当する場合（たとえば損失補てん等の申込みの場合）については、やはり 39 条 1 項の適用対象としないというのが法の趣旨であると思います。

以上は、あくまでも個人的な考えであり、罰則規定の運用は行政ではなく、司法当局の役割であることに留意する必要があります。

ちょっと別の論点です。私も大分記憶が喚起されてありがたかったですけれども、レジユメの 5 ページの引受と私募の話で、恐らく金融庁は引受けではなくて私募と整理しているように見えるのですけれども、必ずしもそうではないと思います。この場合、引受けには当たらないというのが前提になっていまして、引受けの定義に当たると引受けなのです。引受けの定義に当たかどうかの解釈の問題になります。定義に当たって不都合がある場合は、ご承知のとおり、政令あるいは内閣府令で除外をしています。

実務界の方はいろいろお困りだと思います。中村先生から最初、これは金融庁の解釈で決まるものであって、どうにもならないというお話がありました。私は今、金融庁を離れているので、その見解は共有しますけれども、考え方としては、個別の解釈には限界があるので、何か問題があれば、政令、さらには内閣府令により除外できるようにしています。立案の際には、業規制の定義には当たるけれども除外すべきものがあれば、府令で除外を追加すればいいという考え方なのです。

ただ、最近見えますと、当局は新しい法律をどんどんつくっていて、スタッフもその整備で忙しくて既存の政・府令の手当てに必ずしも手が回っていないようです。スタッフは気の毒な状況にあるわけですが、全体としてこのような状況は残念なことだと思っています。引受けの定義に当たると問題があり、要保護性の観点から除外しても支障がない場合には、政令や内閣府令で除外し、法適用の明確性・予測可能性を確保する仕組みにしています。ですから、業規制の対象にすることが本当に不適切なものがあれば、追加で政令あるいは府令で除外すべきなのです。無理な解釈で除外すべきでは

ありません。立法論と解釈論を峻別すべきだと私は思っています。しかし、その手当てが必ずしも進んでいないので、どうも実務では苦しんでいるのかなという印象があります。

あと、ご指摘で、運営者の持分が投資スキーム持分の定義に当たらないというのは、会社のことを考えた場合、支配株主の持分、オーナーで90%、100%持っているその持分が有価証券に当たらないのかということ、そんなことはないので、ちょっと違和感があります。

それと、バラバラで申しわけないのですが、先ほどの松本補佐の解説は、私もちゃんと見ています。この整理の仕方は立案のときもどうするか少し迷ったところですが、結局、中村先生と見解が合わない整理をしているのですけれども、その背景としては、もともと投資顧問業法の時代から、投資一任的なのに認可を受けていないということがあったわけです。それが金融審議会第一部会中間整理（平成17年7月7日）のときからの問題意識であり、このため自己運用業務を業規制の対象にしようという考え方だったのです。他人に任せているかどうかの解釈が非常にグレーではっきりしないので、自分で運用しているということを広くとらえて業規制の対象にするという考え方から出発しています。

他人に任せているのになぜ業規制の対象になるのだという問題があるところは、レジュメでもご紹介いただいているのですけれども、例えば5ページの2の（2）、他の金融商品取引業者に全部委託している場合は除外しています。ここも解釈ではなくて、問題があれば除外をどんどん増やせばいいのだという発想でつくっています。残念ながら、その作業が多分追いついていないのだと思います。解釈で対応するのではなくて、改正で対応するのが適切だと思います。

神田会長 今の点は、一般論として、恒常的に府令の改正につながっていくようなプロセスはあるのですか。

松尾OBS 規制緩和要望のプロセスなどがあります。

もう1点、余計なことをいいますと、金融庁の中にいても、だれが解釈し

ているかという問題があります。一たん立案すると、エンフォースの人たちが解釈して、その情報が立案部局には来ないのです。証券分野でいいますと、結局、監視委員会が解釈しているということに事実上なっているのではないかと私も危惧しているところです。

前田副会長 情報開示規制のところですけども、投資型ファンドの持分については、募集・売出しに該当するかどうかの基準が被勧誘者の数ではなくて取得者の数です。これは一般に説明されていますように、ファンドの組成交渉と勧誘は区別しにくいので、取得者のほうでとらえるという理由づけはよくわかるのです。

しかし、500名という人数は大き過ぎないか。取得者が500名ということは、勧誘されて取得しない人もいるのですから、勧誘された人の数で見ればもっと多くても募集・売出しには当たらない。これが単に流動性が乏しいからというだけで、流動性のある有価証券と合理的に区別できる差なのか。勧誘された人が販売圧力を受けるかどうかは、必ずしも流動性と直接に結びつく話ではないようにも思います。ましてや50と500というのは余りに差が大き過ぎないかという感触を持つのですが、中村先生、この点はいかがお考えでしょうか。

中村委員 解釈の問題ではなくてポリシーの問題になるかとは思いますが、販売圧力を考えた場合には、第一項有価証券も第二項有価証券も基本的には変わりがないのではないかと思います。

ただし、今回の金商法改正の枠組みは、多分、第二項有価証券については、公衆縦覧型開示のほうではなくて、業者規制のほうで対応するという割り切りがあって、それであるがゆえに、情報開示のほうで有価証券投資ファンドのみについて情報開示を要求する際には、先ほど若干言及しましたけれども、金融庁の考え方にありますとおり、出資者ではない、ほかの市場参加者の利益のために投資運用状況の定期報告が必要なのだという考え方がどうも根本にあるらしいと思います。投資運用状況の定期報告を市場参加者に知らしめるということが理由であれば、有報提出義務の外形基準とそろえるのは、あ

る意味、理屈は通るのかなと考えておりました。

神田会長 実際問題として、さっき出てきた不動産の私募ファンドのようなものは、普通何人の投資家がいるのですか。50は超えているものなのか、日本の実務では50に達していないのか、100ぐらいなのか、450ぐらいなのか。

中村委員 不動産私募ファンドは50には達していないようだけれども、有価証券投資ファンドは、少なくとも勧誘対象者ベースでは50は超えがちというのが金商法改正前からございました。

神田会長 有価証券ファンドの場合、100を超えるようなことは……。

中村委員 あり得ます。

松尾OBS この政策は、中村先生ご指摘のとおり、背景としては、平成16年改正以来議論されてきましたベンチャーファンドへの投資の問題もあって、何でもかんでも公衆縦覧型開示規制で対応するというのではなくて、むしろ業規制で、例えば契約締結前交付書面の交付を通じて投資者への直接開示をするという方向にシフトしたところなのだけれども、平成20年改正で、いわゆるプロ向け市場の創設に伴いまして、特定証券情報と発行者情報の制度が整備され、法律上は、政令では現時点ではそこまでは指定されていませんけれども、ほかの私募についても政令で指定すれば特定証券情報の対象にできるような仕組みになっています。

私は、市場一般への情報開示ないし投資者への間接開示と投資者への直接開示を分けて考えていまして、第1に、市場全体への情報開示が必要なのはどういう場合か、第2に、投資者への直接開示が必要な場合として、それを開示規制における目論見書などによる直接開示で対応するのか、あるいは業規制の契約締結前交付書面の交付で対応するのかという構造的な課題を突きつけているもので、立法論としてはいろいろあり得る課題だと思っています。ここは平成18年改正による金商法では業規制にシフトしたのですが、20年改正でまた開示規制にシフトしていまして、なかなか興味深いなと思います。先生、何かご意見があったらお願いします。

神田会長 金商法の体系にとっては非常に重要な話です。平成18年改正で金商法になったときに、今、松尾さんがおっしゃったほうにかじ取りをしたつもりだったのです。しかし、その後また戻ってしまっているということで、非常に複雑になってしまっているわけです。

まさに二項有価証券については公衆縦覧の原則はもう要らないという形でかじを取ったつもりだったのですけれども、それが戻ってきているのはどういうフィロソフィーなのか。悪くいうと、一貫しないということになるでしょうし、よくいうと、目の前の問題を一生懸命解決しているんですということだとは思いますが。体系的にはわかりにくい方向になっています。ですから、今後、次なるステップは一体どっちに行くんだといわれると、ちょっと困るということがあるように思います。正解は1つだというわけではないことはもちろんですけれども。

もう一言、今日のご報告とは直接関係ないのですが、今の、直接開示か間接開示かということである、金商法上の大きな課題として、一項有価証券のほうは公衆縦覧しているけれども、それに加えて、当然、販売勧誘ルールの適用はあるわけですから、その場合について、目論見書と説明義務というか、法文の言葉でいう契約締結前交付書面とは、本来一本化されてしかるべきではないかという論点があります。このことは当時、問題意識としては強く持っていたのです。どちらも投資家に渡すというか、直接開示書類なのですから。しかし、直接開示と市場に対する公衆縦覧がきれいに整理できればそのほうがいいのだけれどもという問題意識はあったのですが、当時はそこまでは行けなかったということがあります。

二項有価証券のほうは、当時の話をすれば、公衆縦覧のほうを外すので、自動的に目論見書は落ちることになったわけですが、平成20年改正では、——そしてまた今年も改正があるようですが——、ある類型の取引については公衆縦覧型のほうに穴をあけるといって、特例を設けましょうということになっているものですから、とにかく全体がただでさえ複雑なものが一層複雑になっていることは否めないですね。

松尾OBS 今、神田先生のおっしゃった直接開示か間接開示かということで、その分岐点になったのは、ビッグバンのときに、投資信託がそれまで3条で適用除外されていたのが、適用対象になったために開示規制の対象になり、有価証券届出書の提出義務があって、それに乗かって目論見書制度になっているわけです。

個人的には、なぜ投資信託を公衆縦覧型開示する必要があるのだろう、この疑問がいまだに払拭し切れていません。現状、投資信託が公衆縦覧型開示をしているのは、おそらく市場への投資だからとの発想があって、これを正当化する延長線上で、今回、有価証券投資事業権利等のうちの主として有価証券に対する投資のものは公衆縦覧型開示をしますという考え方に結びついていると思うのですけれども、今、大学にいるものですからいろいろ考えるのですが、そもそもどこまでを公衆縦覧型開示の対象にすべきか、あるいは投資者への直接開示だけでいいではないかというところのすみ分けがなかなか難しいところで、そこは政策判断でいろいろあると思うのです。これはまさに純粋な政策論なのですが、その辺、中村先生は実務家の感覚としてどうお考えでしょうか。

中村委員 まとまった整理として考えたことはないですけれども、発行開示については、販売圧力をベースに考えるというのが今までテーゼ的に受け入れられてきて、いったん多数の投資者が関与したからには継続開示も適用しましょう、これは非常に納得しやすいと思います。その場合における考え方としては、実は流動性は本質的な差を設けるものではないだろうと思います。あとは、上場されている投資商品について多数の投資者が関心を持っている場合、そういうものについても、多数の投資者が関心を持っているということで、投資家保護のために国家装置としての情報開示規制をかける意味があると思います。

それ以外の場合は、一定の人数基準で外形基準を設けるというのはあるのかもしれませんが、基本的には流動性の有無にかかわらず、相対型ディスクロージャーというほうに行ってもいいのかという感覚は持っています。

神田会長 投資信託のお話については私も実質のところは松尾さんと同感ですけれども、平成10年改正当時どういう議論だったかということだと思いますと、当時は、投資信託をなぜ証取法のほうのディスクロージャーに合わせるというか、引っ越そうとしたかという、主として2つないし3つ理由があります。

第1の理由は、海外の投資信託は当時から証券取引法で詳細な開示が求められていたので、国内のほうは簡素でいいのかという点です。これは一応の理屈は、国内の投信は仕組み規制がかかっている、だから簡素でいいのだということだったのですけれども、ただ、海外で組成された投信は仕組み規制が及ぼせないだけであって、理屈は、当時の考え方でいえば、投信には仕組み規制があるべきだともいえました。ですから、今の点は理由にはなりにくい面があるように感じます。

2点目は、当時の投資信託法は、説明書とっていましたが、発行開示に当たるものは「作成しなければいけない」と条文に書いてあるだけで、「投資家に交付せよ」とは書いていなかったのです。それで、これでは不十分ではないかという議論があって、ここはもちろん投信法を直せばいいのではないかという議論もありましたけれども、証取法のほうでいわゆる目論見書規制、すなわち有価証券を取得させるときまでには目論見書を交付せよ、渡さなければいけないというルールに一元化しようということになったのです。

3番目は、小さな理由だと思いますけれども、アメリカを見ますと、アメリカでは投信目論見書も形式上は一般の証券の発行開示規制に入っているということかと思います。

ただ、その後の進展を見ると、証券取引法開示に一本化したことによって生じた不都合を解消するために、すなわち投信の発行開示を緩和するために、発行開示規制一般について、目論見書規制を、当然交付目論見書と請求による交付目論見書とに分けて緩和していったわけです。私から見れば、あれは投信目論見書を規制緩和するためだけの改正であって、一般的にあそこまでルールを複雑にする必要は本来ないと思うのです。アメリカでは形式的には

一般の発行開示に入っているのですけれども、実質的には明らかに類型が違って、むしろ松尾さんのおっしゃる感覚に近い。実質的に考えてみると、投信もまさに集団投資スキームの1つであって、こういうものについては、公衆縦覧型の制度というよりは、さっきからの言葉でいえば「直接渡します」という制度のほうがいいのではないか。松尾さんはそういうご趣旨だと思うのです。

過去なぜ証券取引のほうへ行ったかというのは、偶然的というといい過ぎかもしれないですけれども、そのときの議論はいま言ったような議論であったわけです。したがって、今後議論を整理とするとすれば、ファンドの部分を投資信託についても同じ扱いにするということで金商法のときに整理すべきだったのかとか、そういう問題提起はできるとは思います。

ところで、中村先生からの議論していただいてはどうかという点は、一番最後の外せるというのは、これは当然外せるということでいいと思います。

松尾OBS 外せると思います。

神田会長 いろいろ重要な問題提起をいただきましたが、ほかに何かありましたか。

中村委員 スキーム運営者の持分については、先ほど松尾先生から「そこは違和感がある」とのご指摘がありました。私も当初、違和感があったのですが、外してもいいという考え方があり得るのではないかとということで、問題提起させていただきました。ほかの先生方のご意見はいかがでしょうか。

神田会長 藤田さんのときにも議論になった組合、それを概念としてももう少しちょっと広げて、スキーム運営者の持分はほかの人の持分と同じ有価証券だという考え方からいくと、話題になった組合で労務と金銭とを出資する人の場合に、労務を出資する人は金銭の形式要件で外れるのか、これも一応入るのか。組合をつくりました。あなたの持分は有価証券ではなくて、私の持分は有価証券ですというのは何か気味が悪いですね。

藤田委員 あの件に関しては、一応調べた限り、パブリックコメントに、そこは違うと書いてある（『金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等』

に対するパブリックコメントの結果等について（コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方）」（金融庁、平成 19 年 7 月 31 日）（<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>）No.7.8）。その後、転売の局面を考えたときにそれでいいのかとか、それはその先の問題でだれでも答えていないのですけれども、そこまでは一応そういう頭で整理されているようです。こういう整理がいいかどうかはわかりません。実際に取得する人から見ると、「私は何もやっていないのに」といいなくなるかもしれませんが、それは有価証券の定義で外すのではなくて、別のテクニックで外すべきだったところが今そうになっている。あれはそういう問題だと思っています。

神田会長 スキーム運営者の場合は自分もお金を出しているわけですね。

藤田委員 そうですね。そして、労務出資の問題もそれと同じ理屈で処理すべきだったように思います。

神田会長 立法論になるかもしれないのですけれども、今のお話で、1つのスキームがあってそれが組合形態をとっている。そのうちの1人の持分が有価証券に当たれば全部それに当たる。その後個別に適用除外などによりどう外すかということが問題になるだけであるということであれば、結論は余り違和感はないのですけれども、そうでもしないと、労務出資は外れるけれども、お金を出資していると、事業運営者の場合はどうかとか、ややこしくなりますよね。結局どこかで線引きをするという話ではあるのですが。

松尾OBS あれはたしかパブコメ回答に書いたのですね。

神田会長 改めたほうがいいのではないのでしょうか。

松尾OBS 確かに結論からすると、出資者の出資方法によって有価証券に当たったり当たらなかったりというのは、私が先ほどいったことと矛盾していて違和感があるのですけれども、条文で読めないのです。私も当たらないのはおかしいという気持ちは持っていたのですけれども、条文は金銭出資などなものですから当たらないと考えるしかない。立法論としては、変ではないかというのはもちろん正当なご指摘であると思います。

神田会長 運営者について、ほかの皆さんからは特にご意見ございませんか。

よろしゅうございますか。そうしましたら、予定の時間が参りましたので、本日はこのあたりとさせていただきます。今日は学界メンバーの欠席が目立って申しわけありませんでしたけれども、中村先生から非常に興味深い問題提起、ご報告をいただきました。どうもありがとうございました。

次回は、お手元に資料がいつていると思いますけれども、3月11日の水曜日、午後2時ということで、黒沼委員から金融商品取引業の業規制に関連するテーマでご報告をいただきます。その後、5月に中東委員からのご報告を予定し、これで無事終了を迎えることができる予定になっています。

それでは、本日はこれまでとさせていただきます。どうもありがとうございました。

2009 年 1 月 28 日

第 13 回 金融商品取引法研究会

投資スキーム（ファンド）規制について

中 村 聡

Ⅰ 投資スキーム持分の定義

1 はじめに

「集団」投資スキーム持分という表現に代えて、投資スキーム持分という表現を用いる理由

- ① collective investment scheme といえ海外では投信をイメージすることが多く、法第 2 条第 2 項第 5 号が対象とする権利をイメージしにくいこと
- ② 出資者が集団を構成することは金商法上は要件とされていないこと

2 定義規定

国内投資スキーム持分（法第 2 条第 2 項第 5 号）

- (1) ①民法上の組合契約、②匿名組合契約、③投資事業有限責任組合契約、又は④有限責任事業組合契約に基づく権利、⑤社団法人の社員権、⑥その他の権利のうち、
- (2) 当該権利を有する者（「出資者」）が出資又は拠出をした金銭（政令指定の類するものを含む。）を充てて行う事業（「出資対象事業」）から生ずる収益の配当又は当該事業に係る財産の分配を受けることができる権利であって、
- (3) 次のいずれにも該当しないもの
 - イ 出資者の全員が出資対象事業に関与する場合（令 1 条の 3 の 2）
 - ロ 出資者がその出資額を超えて収益の配当又は財産の分配を受けることがないこと
 - ハ 保険契約、共済契約、不動産特定共同事業契約
 - ニ 政令指定の権利（令 1 条の 3 の 3）

海外投資スキーム持分（法第 2 条第 2 項第 6 号）

- (1) 外国の法令に基づく権利であって、
- (2) 前号に掲げる権利に類するもの

3 対象とする投資スキームの網羅性

「その他の権利」→例示列举

投資スキームのビークル（法形式）を問わない

但し、法第 2 条第 1 項各号に掲げる有価証券に表示される権利及び法第 2 条第 2 項の規定により有価証券とみなされる権利を除く（法第 2 条第 2 項第 5 号頭書末尾の括弧書）。

※ 複数のリース会社が参加して行うリース事業（協調リース）

他人（非幹事会社）から出資を受けた金銭等を用いてリース事業を行い、当該事業から得られた収益等を当該出資者に分配するような仕組みに係る権利

→投資スキーム持分に該当する可能性がある（但し、出資者全員が事業に関与している場合等の要件に該当する場合には定義から除外される可能性もある）（H19.7.31 付考え方 3 頁 5 番）

4 投資スキーム持分の権利内容

(1) 3 つの要件

- ① 出資者が金銭（政令指定の類するものを含む。）を出資すること（金銭出資の要件）

- ②出資された金銭（政令指定の類するものを含む。）を充てて事業が行われること（事業の要件）
- ③事業から生ずる収益の配当又は事業に係る財産の分配を出資者が受けることができること（収益配当・財産分配可能性の要件）

(2) ハウイ事件連邦最高裁判決（SEC. v. W.J. Howe Company）

米国証券法の「投資契約（investment contract）」の意義

"an investment contract, for purposes of the Securities Act, means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party"

- 4要素： (i) the investment of money（金銭出資の要件）
(ii) in a common enterprise（共同事業の要件）
(iii) with an expectation of profits（利益の期待の要件）
(iv) solely from the efforts of another（他者の努力への依存の要件）

共同事業の要件について3つの考え方

- ①水平的共同性（horizontal commonality）（Third/Sixth/Seventh Cir）
複数の投資者の資金をプールし、各投資者の利益が他の投資者の利益と相関すること
- ②狭義の垂直的共同性（narrow vertical commonality）（Ninth Cir）
事業の成否について運営者と投資者が成功不成功の運命を共にすること
- ③広義の垂直的共同性（broad vertical commonality）（Fifth Cir）
投資者の運命が運営者の知識経験に依存すること

(3) 金銭出資の要件

出資者が複数であることは要件とされていない

→垂直的共同性でも足りる（＝単独投資持分を含む）

金銭に類するものとして政令で定めるもの（令第1条の3）

- ①有価証券（第1号） →有価証券の現物出資を含む
 - ②為替手形・約束手形（第2号・第3号）
 - ③信託受益権又は投資スキーム持分に係る権利者から出資を受けた金銭の全部を充てて取得した物品（定義府令第5条で競走用馬に限定）（第4号）
 - ④内閣府令で定めるもの（定義府令では空振り）（第5号）
- 単なる貸付けや商品・サービスに対する支払いを除かれる

※ 物の購入とサービス提供の組合せ取引に係る権利の規律

ハウイ事件：果樹園区画の販売と関係会社による果樹栽培等のサービス提供の組合せ

事業者による物の販売とサービス提供が一体として行われてその収益配当又は財産分配がなされる（ことが予定される）場合には、事業者に対する金銭出資、出資金銭の事業への充当、事業からの配当・分配可能性のいずれの要件も満たすと解すべきではないか

一体性認定の要素：物の購入者が自ら管理・利用・処分できる可能性、購入者の取引の目的が物の購入だけでも達せられるか否か、事業者による勧誘内容など

例）スキーム運営者が電話設備を共同購入させた上で第三者へのリースを請け負うサービス提供を行う場合、金銭出捐者の保護の要請は、金銭出資を受けたスキーム運営者が電話設備を購入して第三者にリースする営業を行う場合と異なるか

特定商品等の預託等取引契約に関する法律との関係

3ヶ月以上の期間にわたり特定商品の預託を受けること（又は施設利用権を管理すること）及び当該預託（又は管理）に関し財産上の利益を供与することを内容とする契約

(4) 事業の要件

事業の種類を問わない →有価証券投資ファンドのみならず、事業ファンドを含む
「（金銭を充てて行う）事業」とは何か

→スキーム運営者による対外的な経済活動を意味していると解すべきでないか

※ トータルチョコは投資スキーム持分か

参加者から金銭出資を受けてこれをプールし、そのプールされた財産をゲームの勝敗などの一定のルールに従って（場合によって胴元が取り分をとった上で）参加者間で分配する場合→スキーム運営者が経済活動を行ってその成果を分配するという要素が認められない

※ 現物出資された株式（有価証券）の管理だけを行う組合は投資スキーム持分か

当該組合で配当を受領したり、株式分割や株式の無償割当てによって追加株式を取得したりしても、それは当該株式の発行会社の決定の結果であって、管理者は受動的にこれを受領するに過ぎないため、管理者が「金銭等を充てて事業を行う」という要素はないと考えられる
他方、公開買付けに応募するか、株式買取請求権を行使するか、社債の早期償還請求権を行使するか、期限の利益喪失を宣言するかなどの組合財産の処分や経済的利益の変動について管理者に判断権がある場合には、組合の対外的経済活動を管理者が行っていると考えられる

(5) 収益配当・財産分配可能性の要件

配当・分配については金銭分配か現物分配かを問わない

運営者が事業に係る収益又は財産の分配にあずかることは要件とされていない

→狭義の垂直的共同性ではなく、広義の垂直的共同性で足りる

(6) スキーム運営者の持分は投資スキーム持分の定義に該当するか

米国では(iv)の他者の努力への依存の要件を満たさないように思われる

実質的な考慮要素は、投資者保護規制を発動する定義に包含させる必要があるか否か

情報開示規制において運営者は「発行者」とみなされる

→開示の相手方として保護する必要はない（所有者数に算入する必要もない）のではないか

→発行者の手元を離れる時に「有価証券」と認識すればよいのではないか

業規制においても運営者は保護すべき相手方ではない

運営者が自己の持分を譲渡することは、業規制上、「私募」と取り扱われる（金融庁の見解）

事業の要件については、「他人の行う事業又は他人と共同で行う事業」（自己のみが出資対象事業を行う場合を除く。）の趣旨と理解し、有価証券に該当しないと解すべきではなかろうか

5 投資スキーム持分の定義からの適用除外

(1) 出資者の全員が出資対象事業に関与する場合（令1条の3の2）

①出資対象事業に係る業務執行がすべての出資者の同意を得て行われるものであること（すべての出資者の同意を要しない旨の合意がされている場合において、当該業務執行の決定についてすべての出資者が同意をするか否かの意思を表示してその執行が行われるものであることを含む。）、及び

②出資者のすべてが(i)出資対象事業に常時従事すること又は(ii)特に専門的な能力であつて出資対象事業の継続の上で欠くことができないものを発揮して当該出資対象事業に従事することのいずれかに該当すること

※ 映画の製作委員会

制作会社、配給会社、テレビ局、ビデオ販売会社、広告代理店等の各出資者が出資対象事業において中心的な役割を担う時期が異なり、必ずしも日常的・継続的かつ実質的に従事しているとは認められない場合

→「常時従事すること」の要件に該当しない（H19.7.31 付考え方9 頁28 番）

(2) 出資者がその出資額を超えて収益の配当又は財産の分配を受けることがないこと

※ 有限責任中間法人の定款における手当て

基金には利息を付さず、かつ、基金拠出者に対してその拠出した金額を超えて残余財産の分配を行わない旨の規定が置かれている場合で、こうした条件が実際に遵守されるとき

(H19.7.31 付考え方 11 頁 38 番など、一問一答 110 頁)

(3) 保険契約、共済契約、不動産特定共同事業契約

(4) 政令指定の権利（令 1 条の 3 の 3）

持株会の場合（第 5 号・定義府令第 6 条、第 6 号・定義府令第 7 条）

例) 会社・被支配会社等の役員（役員と同等以上の支配力を有する者を含む）・従業員持株会

例) 関係会社の従業員持株会

例) 取引関係者（会社の指定を要する。）の持株会

①他の役員等と共同して当該会社の株券の買付けを一定の計画に従い個別の投資判断に基づかず継続的に行うことを約する契約

②各役員等の 1 回当たりの拠出金額が 100 万円に満たないこと

6 有価証券の定義に該当することの意義

(1) 金融商品取引法規制を発動する概念としての「有価証券」

①情報開示規制における定義の絞り込み

適用除外有価証券（法第 3 条第 3 号）

②業規制における定義の絞り込み

投資スキームに係る投資運用業：「主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資」（法第 2 条第 8 項第 15 号）

(2) 投資・取引対象としての「有価証券」

例) 「主として有価証券・・・に対する投資」（法第 2 条第 8 項第 15 号、第 3 条第 3 号イ、投信法第 2 条第 4 項など）

例) 「有価証券の売買」「有価証券の私募」「有価証券の私募の取扱い」

(3) 投資一任契約に基づき収益配当・財産分配を受けることができる権利

投資一任契約の要件（法第 2 条第 8 項第 12 号ロ参照）

①金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されること

②当該投資判断に基づき当該相手方のため投資を行うのに必要な権限を委任されること

(2)の定義として用いられる場合でも有価証券と取り扱うことが適切か

II 業規制

1 自己募集・私募業務

投資スキーム持分の募集又は私募（法第2条第8項第7号へ）

投資スキーム持分のみなし発行者（法第2条第5項・定義府令第14条第3項第4号）による取得勧誘を業規制の対象化

形式的には業務執行組合員や無限責任組合員ではない構成員が勧誘行為を担う実体がある場合には、当該者が規制対象になる（松下ほか17頁）

第二種金融商品取引業（法第28条第2項第1号）

※ 運営者が投資スキーム持分の取得勧誘を第三者に委託して自らは全く行わない場合

募集又は私募を行っているとは認められず、業登録は不要（H19.7.31付考え方58頁103番）

実際の勧誘行為を行う第三者が募集又は私募の取扱いを行うものと認められる（松下ほか17頁）

※ 運営者による新規発行投資スキーム持分の取得及び譲渡

投資スキーム持分は、契約の効力発生時に発行したものとみなされる（定義府令第14条第4項第3号イ）

運営者の取得する持分が投資スキーム持分として有価証券に該当すると考える見解に立つ場合には、投資スキームに係る契約の効力発生時に、発行者の手元で既発行有価証券となる

また、運営者の取得に際し、転売する可能性がある場合には、引受業務（募集又は私募に際し他人に取得させることを目的として全部又は一部を取得すること）（法第2条第8項第6号、同条第6項第1号）に該当する可能性がある → 第一種業（法第28条第1項第3号）」

その後の譲渡については、売買業務（法第2条第8項第1号）に該当する可能性がある

金融庁の取扱い：引受業務ではなく私募業務と整理している

考えられる主な理由

①新規発行を業として行う場合が第二種業であり、私募は適格機関投資家等特例業務の対象となりうることとのバランス

②投資者保護の必要性も、自己募集・私募の場合と既存持分の譲渡の場合で異なること
運営者の取得する持分が投資スキーム持分として有価証券に該当しないと考える見解に立つ場合には、発行者の既存持分の譲渡により投資スキーム持分としての権利を取得することとなる契約の効力発生時に発行したものとみなされることとなる

2 自己運用業務

(1) 自己運用業務（法第2条第8項第15号ハ）

①金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて

②主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として

③投資スキーム持分を有する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こと
投資判断には（売買の別、銘柄、数量のほか）価格や時期などについての判断も含まれる（H19.7.31付考え方81頁198番）

第三者に投資判断等を委託して、いわば間接的に投資判断に基づく投資運用を行うことも規制対象として想定されている（松下ほか15頁）

事業ファンドは除かれる → 投資者保護の均衡

(2) 運営者が運用権限の全部を第三者に委託する場合（令第1条の8第4号、定義府令第16条第1項第10号）

委託先において出資者への受託者責任が適切に果たされる場合の適用除外

①運営者が金融商品取引業者等との間で投資一任契約を締結し、その運用権限の全部を委託すること

②出資契約等において、投資一任契約に関する事項の定めがあること

- ③出資契約等及び投資一任契約において、金融商品取引業者等が対象権利者のため忠実義務・善管注意義務を負って投資運用業を行うべきことの定めがあること
 - ④出資契約等及び投資一任契約において、金融商品取引業者等が、原則として、個別の取引ごとに全ての対象権利者に取引説明を行い、全ての対象権利者の同意を得なければ、自己取引又は運用財産相互間取引を行うことができないことの定めがあること
 - ⑤運営者が運用財産の分別管理を行い、金融商品取引業者等がその管理を監督すること
 - ⑥金融商品取引業者等が、出資契約等の成立前に、運営者に関する所定の事項を行政当局に届け出ること
 - ⑦届出事項に変更があったときは、金融商品取引業者等が遅滞なく届け出ること
- (3) 商品ファンドの権利者から出資を受けた金銭その他の財産の全部を充てて行う他の法人への出資に係る親ファンド運営者の自己運用業務の適用除外（令第1条の8の3第1項第3号）
当該他の法人が商品投資顧問業者等に対して投資判断を一任することなどの要件を満たす場合 →一定の投資者保護規制あり
- (4) 競走用馬ファンドにおいて、匿名組合契約の権利者から出資を受けた金銭の全部を充てて取得した競走用馬を、出走させる目的で他の営業者（クラブ法人）に対して現物出資することについての、親ファンド運営者（愛馬会法人）の自己運用業務の適用除外（令第1条の8第4号、定義府令第16条第1項第12号）
- (5) 二層構造不動産私募ファンドにおける子ファンド運営者の自己運用業務の適用除外（令第1条の8第4号、定義府令第16条第1項第11号）
投資家が匿名組合契約に基づき営業者（親ファンド運営者）に金銭を出資し、当該親ファンド運営者が、個別物件に係る不動産信託受益権取得のために、他の営業者（子ファンド運営者）に匿名組合契約に基づき出資する場合
例外とされた理由（松下ほか19頁）
- ①匿名組合契約を用いた二層構造ファンドであるため、親ファンド運営者が非適格投資者に該当し（法第63条第1項第1号ロ）、子ファンド運営者が適格機関投資家等特例業務の特例を受けられないこと
 - ②親ファンドであらかじめ資金を集めておくことにより物件取得のタイミングに機動的に対応できること及び物件ごとに子ファンドを組成することにより最適な条件でローンを調達できることといった合理性があり、規制潜脱のためではないこと
- 要件
- ①不動産信託受益権に対する投資として一の親ファンド運営者と締結した匿名組合契約に基づき出資を受けた金銭その他の財産の運用を行うもの
 - ②親ファンド運営者が投信運用業を行う金融商品取引業者等、自己運用を行う適格機関投資家等特例業務届出者又は特例投資運用業務（附則第48条第1項参照）を行う者であること
 - ③親ファンド運営者が、匿名契約の締結前に、子ファンド運営者に関する所定の事項を行政当局に届け出ること
 - ④届出事項に変更があったときは、親ファンド運営者が遅滞なく届け出ること
- 3 金融商品取引業者等に係る行為規制
- (1) 一般的行為規制（法第36条以下）
分別管理が確保されていない投資スキーム持分の募集・私募等の禁止（法第40条の3）
- (2) 投資運用業に関する特則（法第42条以下）
- ①忠実義務・善管注意義務（法第42条）
※ 投資スキームに係る契約上、利益相反処理ルールや義務の軽減を定めている場合
 - ②禁止行為（法第42条の2）
自己取引の禁止（1号）と例外（業府令第128条）

運用財産相互間取引の禁止（2号）と例外（業府令第129条）

取引に基づく価格等の変動を利用して自己又は第三者の利益を図る目的で正当な根拠を有しない取引を行うこと（3号）

通常の取引条件と異なる条件で、かつ、権利者の利益を害することとなる条件での取引を行うこと（4号）

運用として行う取引に関する情報を利用して自己の計算において有価証券の取引等を行うこと（5号）

損失補てん又は利益追加のための財産上の利益の提供（事故による損失の補てんを除く）（6号）

内閣府令で定める場合（7号、業府令第130条）

③運用権限の委託（法第42条の3）

④分別管理（法第42条の4）

⑤金銭又は有価証券の預託の受入れの原則禁止（法第42条の5）

⑥金銭又は有価証券の貸付け又はその媒介等の原則禁止（法第42条の6）

⑦運用報告書の作成交付義務・届出義務（法第42条の7）

届出義務の例外（第3項但書）

→一の投資スキームの権利者の数が499以下である場合（令第16条の14）

→有価証券報告書提出義務がある場合（業府令第135条）

4 適格機関投資家等特例業務（法第63条）

(1) 規制の柔構造化

自己私募業務

自己運用業務

(2) 私募に係る適格機関投資家等特例業務の要件（法第63条第1項第1号）

①私募であること

②相手方のうち適格機関投資家が1名以上であること

出資割合は基本的に問わない（考え方538頁6番）

③相手方のうち適格機関投資家以外の者（一般投資家）が49名以下であること

④相手方が法第63条第1項第1号イロハのいずれにも該当しない者であること

⑤転売制限等の定めがあること（令第17条の12第3項）

適格機関投資家については、適格機関投資家以外への譲渡禁止特約

一般投資者については、一括譲渡以外の譲渡禁止特約+6か月通算49名以下

(3) 自己運用に係る適格機関投資家等特例業務の要件（法第63条第1項第1号）

①法第2条第8項第15号に掲げる運用であること（証券投資型投資スキームの運用）

②相手方のうち適格機関投資家が1名以上であること

出資割合は基本的に問わない（考え方538頁6番）

③相手方のうち適格機関投資家以外の者（一般投資家）が49名以下であること

④相手方が法第63条第1項第1号イロハのいずれにも該当しない者であること

※転売制限等の定めは不要

(4) 二層構造ファンドにおける親ファンドの取扱い→非適格出資者の除外

適格機関投資家以外の者を出資者とする投資スキーム等がある場合

→原則として特例の適用なし（法第63条第1項第1号イロハ）

例外①：親ファンドが投資事業有限責任組合・有限責任事業組合であって、運営者が投資運用業を行う金融商品取引業者等である場合

→親ファンドを1名とみなす（業府令235条2号イ(2)、パブコメ回答550頁55番・58番）

例外②：親ファンドが投資事業有限責任組合・有限責任事業組合であって、親ファンドと子ファンドの一般投資者の数が49名以下である場合（業府令235条2号イ）

例外③：親ファンド（匿名組合を除く）と子ファンドの運営者が同一であって、親ファンドと子ファンドの一般投資者の数が49名以下である場合（業府令235条2号ロ）

(5) 業者の届出制（法第63条第2項）

(6) 行為規制の原則排除（同条第 4 項）

虚偽告知による勧誘と損失補填の禁止のみ

(7) 監督規制（同条第 5 項以下）

共通：報告・資料提出命令

投資運用業務：立入・質問・検査権、要件遵守の措置命令

III 情報開示規制

1 規制対象となる投資スキーム持分

第二項有価証券 →原則として適用除外有価証券（法第3条第3号）

投資スキーム持分に係る出資対象事業が主として有価証券に対する投資を行う事業であるもの
→「有価証券投資事業権利等」として情報開示規制の対象（法第3条第3号イ）

運用財産の価額の総額の50%超を有価証券に対する投資に充てて運用を行う場合（令第2条の9・第2条の10）

2 募集・私募・売出しの定義

(1) 第二項有価証券に係る「有価証券の募集」（法2条3項3号）

その取得勧誘に応じることにより、その取得勧誘に係る有価証券を500名以上の者が所有することとなる取得勧誘を行う場合（令1条の7の2）

(2) 第二項有価証券に係る「有価証券の私募」（法2条3項柱書）

取得勧誘であつて有価証券の募集に該当しないもの

(3) 第二項有価証券に係る「有価証券の売出し」（法2条4項2号）

その売付け勧誘等に応じることにより、当該売付け勧誘等に係る有価証券を500名以上の者が所有することとなる取得勧誘を行う場合（令1条の8の2）

※ 証券取引法からの変更

①勧誘対象者から取得者ベースへの変更

②人数が49名から499名に拡大

③私募の要件として転売制限不要

※ 人数の計算

取得勧誘のまとまりごとに人数計算（「その取得勧誘に係る有価証券」）

新たな取得勧誘が従前の取得勧誘と異なるものと認められる場合には、それぞれの取得勧誘ごとに判断する（考え方28頁48番）

取得勧誘の開始時期において判断する（考え方30頁55番）

※ 他のファンドが投資スキーム持分を取得する場合

原則：運営者をもって1名の保有者と数える

例外：組合等が当該第二項有価証券の取得勧誘と合わせて組成される等の法を潜脱する目的で組成されたもの（考え方29頁49番）

3 継続開示義務（法24条5項・1項）

(1) 募集・売出しに係る届出を行うべき有価証券（1項3号）

(2) 特定期間の末日におけるその所有者の数が500名以上となる内国所有有価証券投資事業権利等（1項4号・令4条の2第4項・5項）

特定期間＝発行者（運営者）の事業年度（特定有価証券開示府令23条1号）

4 私募に係る告知義務（法23条の13第4項・第5項）

(1) 義務者（4項2号イ）

少人数向け勧誘（第二項有価証券の私募）を行う者

少人数向け勧誘に係る有価証券の転売を行う者（売出しに係る届出を行うべきものを除く。）

(2) 告知事項（第4項・特定有価証券開示府令19条）

①少人数向け勧誘に該当するため法第4条第1項による届出が行われていないこと

②法第2条第2項第5号に掲げる権利であること

(3) 告知義務の免除（第4項但書・特定有価証券開示府令20条）

発行価額の総額が1億円未満である場合

(4) 告知書の交付（第5項）

5 旧証券取引法に基づく転売制限

証券（権利）の内容になっているので、従前どおり効力を有する
金融商品取引法では情報開示制度上の転売制限は不要となっているので、発行者と組合員の同意によりはずせると解すべきか

以上

配布資料

資料1 松尾直彦「金融商品取引法における集団投資スキームの規制」

(警察学論集第61巻第11号55頁以下)

資料2-1 松下美帆=酒井敦史=館大輔「金融商品取引法の対象商品・取引」

(商事法務第1809号20頁以下)

資料2-2 谷口義幸=峯岸健太郎「開示制度に係る政令・内閣府令等の概要〔下〕」

(商事法務第1811号23頁以下)

資料2-3 松本圭介=松下美帆=館大輔「集団投資スキームの業規制」

(商事法務第1813号15頁以下)

資料3 中村聡『集団投資スキームに関する規制について—組合型ファンドを中心に—』

「証券・会社法制の潮流」(日本証券経済研究所、2007年)

(注) 配布資料のうち、資料1を次頁以降に掲載。

他の資料については掲載を省略。

●特集 生活経済事犯対策と消費者保護(上)

金融商品取引法における集団投資スキームの規制

松尾直彦

東京大学大学院
法学政治学研究科 教授
客員教員
前金融庁金融商品
取引法令準備室長

目次	I はじめに
	II 集団投資スキームの法的枠組み
	III 金融商品取引法の整備
	IV 金融法における集団投資スキームの規制の全体像
	V 金融法における集団投資スキームの規制の内容
	VI 金融庁の監督・監視部局による取組み
	Ⅶ おわりに

I はじめに

近年、「元本保証」や「高利回り」等を謳い文句として、「ファンド」への出資等を名目として一般投資家から金銭等を集めるが、実際には運用は行わず自転車操業であり、投資家から返金の求めがあっても応じないといった事例が見られる。その中には、多数の投資家が多額の被害を受け、詐欺や出資法違反として警察の強制捜査が行われ、刑事事件となったものも見られる。

具体的には、競馬の勝ち馬を高い確率で的中させる方法で資金運用するとした東山倶楽部事件(平成18年11月)、IP電話の中継局に投資するとした近未来通信事件(同年12月)、通信機器を購入してリースするとした平成電機事件(平成19年3月)、真珠とマダいの養殖事業に投資するとしたキューート事件(同年4月)、「円天」と称する疑似通貨を用いたエル・アンド・ジー(L&G)事件(同年10月)、フィリピンのエビ養殖事業に投資す

るとしたワールドオード・シヤン・ファーム事件（平成20年7月）などである¹⁾。

このうち、平成電電事件では、出資者は平成電電システムなどの関連会社を営業者とする匿名組合に出資するスキームとされていた。平成電電は平成19年10月3日に民事再生法の適用申請をしたが、関連会社はその直前の同年9月中旬に大手日刊紙に、「予定現金分配 年10%相当」などとした「平成電電匿名組合」への出資を募集する広告を掲載していた。当該広告においては「本証券化商品は、証券取引法における有価証券には該当しません。」と記されていた。ワールドオード・シヤン・ファームにおいても、平成電電の手法を模倣して匿名組合方式が悪用されたとされている²⁾。

このようないわば詐欺的な事例において販売・勧誘が行われている「ファンド」の持分の中には、いわゆる従前の金融関係法令の対象商品（例えば証券取引法（以下「証券法」という。）上の「有価証券」）の定義に該当せず、投資者保護のための規制が及んでいないものがあるとの問題があった。すなわち、いわゆる組合型投資スキームについては、投資者保護の仕組みを整備する観点から、平成16年の証券法改正（平成16年法律第97号）により、投資事業有限責任組合契約に基づく権利、投資事業有限責任組合契約に類似する組合契約に基づく権利等を有価証券とみなして、証券法の規定を適用するとされた^{3), 4)}が、いわゆる事業型ファンドについては、依然として証券法の規制対象外とされていた。

また、いわゆるライブドア事件や村上ファンド事件においても、「ファンド」が悪用されている。ライブドア事件では、民法上の組合である複数人の「投資事業組合」を悪用してライブドアの完全子会社であるライブドアファイナンスが実質的にライブドア株式を売却したものと認定され、当該売却益をライブドアの連結損益計算書上、売上げとして計上することは許されず、有価証券報告書の虚偽記載罪（証券法197条1項1号、24条1項）が成立するとされた（東京地判平成19年3月16日判時2002号31頁、東京高判20年7月25日公判物未登載（上告））。村上ファンド事件では、投資ファンドとして、ケイマン諸島に籍を置くりミッドパートナーシップや民法上の組合を用いてニッポン放送株の買付けを行ったことについて、大量買

集めに係るインサイダー取引罪（証券法198条18号、167条3項）が成立するとされた（東京地判平成19年7月19日公判物未登載（控訴））。

平成19年9月30日に、金融商品取引法を中核として銀行・保険業法・信託業法等の一連の金融関係法律の改正等からなる金融商品取引法制が完全に施行された⁵⁾。これにより昭和23年（1948年）に制定された「証券取引法」の題名が約60年振りに「金融商品取引法」に変更された。

金融商品取引法（以下「金商法」という。）では、上記のような「ファンド」を巡る状況に対応して、新たにいわゆる「集団投資スキーム（ファンド）」に係る規制が導入された。本稿では、当該規制について解説する。

II 集団投資スキームの法的枠組み

1 集団投資スキームの分類

いわゆる集団投資スキーム⁶⁾は、多数の投資者から資金を集めて市場で専門家が管理・運用する仕組みである。集団投資スキームは、大まかに「資産運用型」と「資産流動化型」の2種類に分類することができる。「資産運用型」は、多数の投資家から集めた資金をプールし、これを専門家たるファンドマネージャー等が各種の資産に投資・運用することにより得られたキャッシュフローを投資者に配分するものである。これに対し、「資産流動化型」は、特定の資産から生じるキャッシュフローを、専門家たるアレインジャー等が組み立て主として多数の投資家に販売することにより資金調達を行う仕組みである⁷⁾。本稿で取り上げるのは、「資産運用型」である。

2 集団投資スキームの法的枠組み

集団投資スキームに関する法的枠組みについては、「仕組み規整」と「事業者規制」に分類することができる。「仕組み規整」は、集団投資スキーム（ファンド）の受け皿となるビークル（器）を定めるものである。「事業者規制」は、事業者によるスキームの運営に関するルール（資産運用・助言・資産管理）、及び組成された金融商品（ファンド持分）の取引

に関するルール（販売・勧誘や開示（ディスクロージャー）等）である⁸⁾。

「仕組み規整」を定める法律（「仕組み規整法」と呼ぶことができる。）としては、任意組合を定める民法、匿名組合を定める商法、株式会社・持分会社を定める会社法、信託を定める信託法、投資信託・投資法人を定める「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下「投信法」という。）、特定目的会社・特定目的信託を定める「資産の流動化に関する法律」、投資事業有限責任組合を定める「投資事業有限責任組合契約に関する法律」や有限責任事業組合を定める「有限責任事業組合契約に関する法律」などがある⁹⁾。

「事業者規制」を定める法律としては、金商法、「商品投資に係る事業の規制に関する法律」（以下「商品ファンド法」という。）や不動産特定共同事業法などがある¹⁰⁾。

Ⅲ 金融商品取引法の整備

1 金融商品取引法の対系

金商法は、投資者保護及び市場の公正性・透明性を確保する観点（同法1条参照）から、「有価証券」や「金融商品取引業」等について定義した（同法2条参照）上で、以下のような章立てで構成されている。

- ① 開示（ディスクロージャー）規制（同法第2章、第2章の4）¹¹⁾
- ② 公開買付規制（第2章の2）及び大量保有報告規制（第2章の3）
- ③ 金融商品取引業者などの事業者規制（第3章、第3章の2、第5章の4）
- ④ 金融商品取引業協会や金融商品取引所などの自主規制機関などに関する規制（第4章～第5章の3）
- ⑤ 不正取引等規制（第6章）
- ⑥ 課徴金や罰則等のエンフォースメント（法の実現）に関する規制（第6章の2、第8章、第9章）
- ⑦ その他（第7章）

2 金融商品取引法制の整備

金融商品取引法制は、「利用者（投資者）」、「市場」及び「国際化」の3つの基本的観点から、以下の4つの柱から成るものである。

第1の柱は、利用者保護ルールの徹底及び利用者利便の向上を図る観点から、包括的・横断的な投資者保護法制の整備を行う部分である。具体的には、集団投資スキーム（ファンド）の包括的定義やデリバティブ取引の範囲拡大等による規制対象商品・取引の拡大（包括化・横断化）、それに伴う業者の業務範囲の拡大（包括化）、投資者の属性や業者の業務類型に応じた規制の差異化（柔軟化（柔軟適化））である。

第2の柱は、市場の公正性・透明性の一層の向上を図る観点から、開示制度の整備を行う部分である。具体的には、四半期報告制度の導入、財務報告に係る内部統制報告書制度及び確認書制度の導入、公開買付制度及び大量保有報告制度の見直し等である。

第3の柱は、市場の公正性・透明性の一層の向上を図る観点から、金融商品取引所の自主規制業務の適切な運営を確保するための制度の整備を行う部分である。

第4の柱は、市場の公正性・透明性の一層の向上を図る観点から、罰則の引上げ、いわゆる「見せ玉（みせぎょく）」を通じた相場暴落行為に対する課徴金・罰則の拡大を行う部分である（厳正化）。

このように金融商品取引法制の内容については、「包括化・横断化」、「柔軟化（柔軟適化）」、「公正化・透明化」および「厳正化」がキーワードとなる。

Ⅳ 金商法における集団投資スキームの規制の全体像

金商法では、利用者保護ルールの徹底を図るために規制の「すき間」を埋める観点から、集団投資スキーム持分について新たに包括的な定義を設け（同法2条2項5号・6号）、有価証券とみなしていることから、集団投資スキームについて、金商法の各種規制が適用される。

第1に、いわゆる投資型の集団投資スキーム持分（「有価証券投資事業権利等」）の募集又は売出しについて、開示規制が適用される（3条3号、4条1項、24条1項等）。

第2に、事業者規制において、①集団投資スキーム持分の自己募集（集団投資スキーム持分の発行者自身による当該持分の取得の申込みの勧誘であって、募集及び私募の両方を含む。）（2条8項7号へ）、及び②集団投資スキーム形態による主として有価証券又はデリバティブ取引に対する投資運用（自己運用）（同項15号ハ）が、新たに「金融商品取引業」の定義に追加されている。

これにより、集団投資スキーム持分の募集・売出しの取扱い又は私募の取扱い（2条8項9号）を業として行う場合はもとより、上記の業務を行う場合についても、原則として金融商品取引業者又は登録金融機関としての登録が必要となる（29条、33条の2）。仮に金融商品取引業の登録を受けずに一般投資家に対して集団投資スキーム持分の販売・勧誘を行う者があれば、無登録業として、罰則（3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金又は併科）の対象となる（198条1号）。

第3に、これら登録業者である金融商品取引業者等に対しては、各種行為規制が適用される（34条～45条）。集団投資スキーム持分を取り扱う金融商品取引業者等が、広告等の規制（37条）、契約締結前の書面交付義務（37条の3）や適合性の原則（40条1号）といった販売・勧誘ルールに照らして不適切な販売・勧誘を行っている実態があれば、行政処分等の対象となり得る（51条～52条の2）。

もともと、第4に、集団投資スキームに係る事業者規制については、利用者保護を前提とした上で、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ないよう配意され、規制の「柔軟化（柔軟化）」が図られている。具体的には、適格機関投資家等のいわゆるプロ投資家のみを相手方として行う集団投資スキーム持分の自己募集（私募）に係る業務及び投資運用業（自己運用）については、「適格機関投資家等特例業務」として、登録義務が適用除外される一方、実態把握を行う観点から、届出制とする

とともに、簡素な行為規制等とされている（63条～63条の4）。

第5に、集団投資スキーム持分の取引についても、各種の不正取引等規制（金商法第6章）が適用される。また、金商法では、組合等が組合等の財産として上場会社等の議決権の10%以上保有している場合について、新たに売買報告書の提出義務や短期売買利益の提供義務の適用対象とされている（165条の2）。

V 金商法における集団投資スキームの規制の内容

1 集団投資スキーム持分の定義

(1) 包括的定義

金商法では、利用者保護ルールの徹底を図るために規制の「すき間」を埋める観点から、新たに包括的な定義（同法2条2項5号・6号）が設けられており、当該権利が「集団投資スキーム（ファンド）持分」と呼ばれているものである¹⁹。当該権利として、国内の法令に基づく権利（同項5号）及び外国の法令に基づく権利（同項6号）の両方が規定されている。集団投資スキーム持分の定義は、以下の3つの要素からなる（同項5号、金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という。）1条の3）。

- ① 権利を有する者（「出資者」）が金銭等を出資又は拠出すること。
- ② 出資又は拠出された金銭等を充てて事業（「出資対象事業」）が行われること。
- ③ 出資者が出資対象事業から生ずる収益の配当又は当該事業に係る財産の分配を受けることができる権利であること。

当該定義における国内の法令に基づく権利として、民法上の組合契約、商法上の匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約及び有限責任事業組合契約に基づく権利並びに社団法人の社員権が列挙されている（同項5号）。これらは、集団投資スキームのビークルとして用いられているものを例示的に列挙するものにすぎず、「その他の権利」を規定していることから明らかにかなように、集団投資スキーム持分に該当するかどうかについては、

法形式の如何は問わない。

また、事業の内容を問わず、ファンド全般が規制対象とされている。例えば、ベンチャー・ファンド、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、投資事業組合、不動産信託受益権等に対する投資を行う不動産ファンド等における投資者の権利も、対象となる。

(2) 定義からの除外

金商法では、集団投資スキーム持分に係る包括的な定義が設けられている一方、金商法の適用対象とすることにより投資者保護を図る必要性が類型的に低いと考えられる権利が当該定義から除外されることにより、適用範囲の明確化が図られている（同法2条2項5号）。具体的には、以下の権利が除外されている（同号イ～ニ、金商法施行令1条の3の2、1条の3の3、金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令6条・7条）。

- ① 投資者全員が自ら出資対象事業に関与しており、出資者を投資者として保護する必要性が低い権利。
- ② 出資者が出資又は拠出された額を超えた収益の配当又は出資対象事業に係る財産の分配を受けることがなく、投資としての性格が認められない権利。
- ③ 金商法の行為規制を準用している他の法律（保険業法、農業協同組合法、中小企業等協同組合法、不動産特定共同事業法等）により出資者の保護が図られている権利。
- ④ 他の法律に必要な規制・監督制度が設けられていること等により、公益又は出資者保護のため支障を生ずることがないと認められる権利³⁾。

2 集団投資スキーム持分の開示規制

金商法に基づき開示規制は、有価証券の発行者に対し、当該有価証券及びその発行者についての情報を記載した開示書類の提出を義務づけ、当該開示書類を公衆縦覧に供することにより、当該有価証券に対する投資判断を行うために必要な情報を広く投資者そして市場に提供し、投資者保護を図ることを目的とするものである。

一方、金商法において有価証券とみなされる集団投資スキーム持分等（いわゆる「みなし有価証券」）は、有価証券の券面が発行されないことや譲渡性が制限されていること等から、一般的に流動性に乏しく、その情報を公衆縦覧を通じて広く開示する必要性は低いものと考えられることから、原則として、開示規制の適用除外とされている（同法3条3号）。

ただし、主として有価証券に対する投資を事業とするもので、投資規模等に関し相当な広がりを持つ集団投資スキーム持分等についての情報は、その集団投資スキーム等への直接の出資者はもとより、市場における他の投資者の投資判断にとっても重要な情報であり、その投資運用の状況等について定期的に開示させる必要性が高いものと考えられる。

このような観点から、「主として有価証券に対する投資を事業」とする集団投資スキーム持分等（「有価証券投資事業権利等」）については、開示規制の対象とされている（同号）。具体的には、集団投資スキーム持分にについては、総出資総額の50%を超える額を有価証券に投資する事業（金商法施行令2条の9第1項柱書）が対象となる。

3 集団投資スキーム運営者の事業者規制

(1) 自己募集に関する事業者規制

従前の証取法では発行者自身による販売・勧誘行為（自己募集）が業規制の対象とされていなかった。第一部会報告では、従前の商品ファンド法や不動産特定共同事業法において自己募集を業規制の対象としている例があったこと、最近の問題事案においては集団投資スキーム（ファンド）の自己募集の形式がとられていたことを踏まえれば、少なくとも組合等によるファンドの持分については、商品組成と販売が一体化して行われることが多いこと等も勘案し、自己募集を規制対象とすることが適当と考えられるとされていた。

このような観点から、金商法では、金融商品取引業に該当する行為の一つとして、「有価証券の募集又は私募」と規定され（同法2条8項7号）、自己募集を業として行うことについて、「金融商品取引業」に該当するとされている。この「募集又は私募」とは、有価証券の発行者自らが新たに

発行される有価証券の取得の申込みの勧誘（「取得勧誘」）を実質的に行う場合をいう（同条3項参照）。

「金融商品取引業」に該当する「募集又は私募」の対象となる有価証券の種類については、投資者保護の必要性和発行者の資金調達の便宜を考慮し、限定列举とされている。集団投資スキーム持分は当該列举に含まれている（同条8項7号へ）。

(2) 自己運用に関する事業者規制

また、第一国会報告では、集団投資スキーム（ファンド）について投資対象に有価証券が含まれているにもかかわらず、認可投資顧問業者の関与なく運用を行っているものが見受けられるところ、法令の規定の実効性を確保する観点から、商品ファンド（組合型）について商品投資顧問業者等による運用が義務づけられている例も考慮し、集団投資スキーム（ファンド）の運用についても、運用業の対象とすることが適当と考えられるとされている。

このような観点から、金商法では、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、集団投資スキーム持分等を有する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ことが「金融商品取引業」に該当する行為として規定され（同項15号）、集団投資スキーム等を組成して主として有価証券又はデリバティブ取引に対する投資として財産の運用を行うこと（いわゆる自己運用）について、「金融商品取引業」に該当するとされている。

なお、金商法上、自己運用行為を行って「投資運用業」に該当するのは、主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として運用する場合である。集団投資スキーム等を組成して主として不動産等から以外の財産に対する投資として運用する行為は、業として行われるものであっても、「金融商品取引業」に該当するものではない。したがって、いわゆる事業型ファンドは、投資運用業に該当しないことになる。

(3) 事業者規制の対象

上記の事業者規制の対象となる者は、法律上の用語ではないが、いわば集団投資スキームの運営者と呼ぶことができる。

集団投資スキーム（ファンド）は様々な法形式を用いて組成され得るが、例えば、民法上の組合を利用したファンドであれば当該組合の業務執行組合員となる者が、商法上の匿名組合を利用したファンドであれば当該匿名組合の営業者となる者が、投資事業有限責任組合を利用したファンドであれば当該組合の無限責任組合員となる者が、有限責任事業組合を利用したファンドであれば重要な業務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が、投資家から出資を募ってファンドを組成し、投資家から出資された金銭等の財産を投資等の一定の事業により運用することが多いと考えられる。

そのようなファンドの場合には、当該民法組合の当該業務執行組合員、当該匿名組合の当該営業者、当該投資事業有限責任組合の当該無限責任組合員、当該有限責任事業組合の当該組合員が、当該ファンドの運営者として、事業者規制の対象となる。もっとも、事業者規制が適用される者は必ずしもこれらの者に限られるものではない。例えば、形式的にはこれらの者以外の組合員であっても、実質的にファンドに出資する投資家を勧誘することやファンドの財産を投資運用することによって自己募集又は自己運用を業として行う場合には、事業者規制の適用対象となる。

(4) 登録制

金商法では、認可制（同法30条1項）を維持するいわゆるPTS（私設取引システム）業務を除き、金融商品取引業に関する参入規制が登録制に統一されている（29条）。金融商品取引業者は、その業務内容にかかわらず、PTS業務を除き、1つの登録の下で金融商品取引業を行うことができる。

一方、金融商品取引業者が行う業務の内容如何によって、金融商品取引業者の財産的基礎等を確保して投資者保護を図るべき必要性の程度は自ずと異なるところである。そこで、金商法では、金融商品取引業の業務内容の範囲に応じ、「第一種金融商品取引業」、「第二種金融商品取引業」、「投

資助言・代理業」及び「投資運用業」という類型に区分され（28条1項～4項）、各区分に応じて段階的な登録拒否要件が定められることにより、参入規制の柔軟化（柔構造化）が図られている（29条の4第1項）。第一種金融商品取引業（従前の証券業や金融先物取引業に相当）に係る登録拒否要件が最も重く、投資運用業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業の順に、より軽いものとなっている。

集団投資スキーム特分の販売・勧誘業（自己募集を含む。）は「第二種金融商品取引業」に該当し（28条2項1号・2号）、自己運用業は「投資運用業」に該当する（同条4項3号）。

(5) 登録拒否要件

第二種金融商品取引業の登録拒否要件のうちの財産要件として、法人に於いて1千万円の最低資本金要件（29条の4第1項4号、金商法施行令15条の7第1項4号）、個人に於いて1千万円の営業保証金要件（金商法31条の2第1項・2項、金商法施行令15条の12第1号）が定められている。

投資運用業の登録拒否要件のうちの財産要件として、5千万円の最低資本金要件（金商法29条の4第1項4号、金商法施行令15条の7第1項3号）に加えて、同額の純財産額要件（金商法29条の4第1項5号ロ、金商法施行令15条の9第1項）が定められている。また、株式会社要件（金商法29条の4第1項5号イ）、兼業に関する要件（同号ハ）や主要株主に関する要件（同号ニ・ホ）が定められている。

また、金商法では、金融商品取引業（投資助言・代理業を除く。）についての登録拒否要件として、業務を「適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者」であることを定めている（同法29条の4第1項1号ニ）。これは、不適格業者が金融商品取引業に参入することにより投資者保護上の問題等が生じ、金融商品取引業に対する国民の信頼が損われてしまうことがないようにするために設けられた登録拒否要件である。

内閣府令において人的構成要件の審査基準が規定されており（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という。）13条）、これらの基準に該当する場合には、登録が拒否されることになる。

① 業務に関する十分な知識・経験を有する役員・使用人の確保の状況及び組織体制に照らし、当該業務を適正に遂行することができないと認められること（同条1号）。

② 役員・使用人のうちに、経歴、暴力団又は暴力団員との関係その他の事情に照らして業務運営に不適切な資質を有する者があることにより、金融商品取引業の信用を失墜させるおそれがあると認められること（同条2号）。

なお、登録拒否要件は、登録申請時において登録を拒否するかどうかという観点から問題となるのみならず、登録後において事後的に登録拒否要件に該当したものであるとして登録取消し等の対象となり得るかという観点からも問題となる（同法52条1項1号～3号）。

(6) 行為規制

金商法では、第二種金融商品取引業又は投資運用業を行う金融商品取引業者に対する行為規制として、以下のものが定められている。

① 顧客に対する誠実公正義務（36条）、標識の掲示（36条の2）及び名義貸しの禁止（36条の3）。

② 販売・勧誘等に関するものとして、広告等の規制（37条）、取引態様の事前明示義務（37条の2）、契約締結前の書面交付義務（37条の3）、契約締結時等の書面交付義務（37条の4）、保証金の受領にかかるとる書面交付義務（37条の5）、書面による解除（クーリング・オフ）（37条の6）、禁止行為（虚偽告知・断定的判断等提供など）（38条）、損失補てん等の禁止（39条）、適合性の原則等（40条）、最良執行方針等を記載した書面交付義務（40条の2）及び分別管理が確保されていない場合の売買等の禁止（40条の3）。

③ 投資運用業に関するものとして、禁止行為（38条の2）、顧客に対する忠実義務・善管注意義務（42条）、禁止行為（42条の2）、運用権限の委託（42条の3）、分別管理（42条の4）、金銭・有価証券の預託の受入れ等の禁止（42条の5）、金銭・有価証券の貸付け等の禁止（42条の6）及び運用報告書の交付義務（42条の7）。

(7) 監 督

金融法では、金融商品取引業者が法令等違反などを行った場合、内閣総理大臣（金融庁長官等に権限委任（194条の7第1項））は、業務改善命令、業務停止命令や登録取消し等の行政処分を行うことができるとされている（同法51条、52条、54条）。このうち、51条の業務改善命令の規定は新設されたものである。

従前の取法では、証券会社に対する業務改善命令の発動について、個別に列挙された条項に違反した場合（法令違反等の場合）に限定されていた（同法56条1項）。これに対して、金融法では、金融商品取引業者の不適切な業務運営又は財産状況に対し、十分な投資者保護を迅速かつ適切に図る必要があることから、従前の金融先物取引業者や投資信託委託業者等に対する業務改善命令の規定に合わせて、金融商品取引業者に対する業務改善命令の発動要件を法令違反等の場合に限定せず、「金融商品取引業者の業務の運営又は財産の状況に関し、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」という一般的な要件とする改正が行われている（同法51条）。

4 プロ向けファンド運営者の事業者規制

(1) 届 出 制

金融法では、プロ投資家を対象とするファンドの販売・勧誘や投資運用を行う業者については、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ないよう、一般投資家を念頭に置いた規制が相当程度簡素化され、業者としての登録を求めずに届出制とされている（同法63条、63条の3第1項）。

いわゆる「プロ向けファンド」（「適格機関投資家等特例業務」）の範囲については、以下の要件が定められている（63条1項）。

- ① 当該ファンドへの出資者は、1名以上の適格機関投資家（2条3項1号）及び49名（金融法施行令17条の12第2項）以下の適格機関投資家以外の者（「適格機関投資家等」）であること（同条1項）。
- ② 自己募集（同法2条8項7号へ）については私募（2条3項柱書）

であること。

これは、基本的に適格機関投資家が出資者となるファンドであっても、当該ファンドと関係の深い一般投資家（たとえばファンド運営会社の役員等）も出資している場合が多いとの実態を踏まえ、そうした者が少数に限られる場合には、一般投資家を念頭に置いた規制を一律に適用するのではなく、プロ向けファンドとして簡素な規制とされているものである。

(2) 届 出 事 項

適格機関投資家等を出資者とするいわゆるプロ向けファンドを取り扱う業者（「特例業務届出者」）の届出事項は、①商号、名称又は氏名、②資本金の額又は出資の総額（法人の場合）、③役員の氏名又は名称（法人の場合）、④重要な使用人（法令等遵守の指導業務の統括者及びその権限を代行し得る地位にある者、並びに運用部門の統括者及び金融商品の価値等の分析に基づく投資判断を行う者）がいる場合におけるその氏名、⑤業務の種別（自己募集又は投資運用の別）、⑥主たる営業所又は事務所の名称及び所在地、⑦他に事業を行っている場合における当該事業の種類、⑧その他内閣府令で定める事項（当該ファンドが投資事業有限責任組合である場合にはその旨）とされている（金融法63条2項、金融法施行令17条の13、金融業等府令236条～238条、別紙様式20号）。

(3) 行 為 規 制

届出事業者（特例業務届出者）については、原則として、一般投資家を対象とするファンドを取り扱う登録業者（金融商品取引業者等）に適用される契約締結前の書面交付義務等の行為規制が適用除外されている（63条1項柱書）。

もっとも、取引の公正性を確保するための限定的な規制は、プロ向けファンドに係る業務を行う者についても適用することが適当と考えられることから、虚偽告知の禁止（38条1号）及び損失補てん等の禁止（39条）に係る規制は、特例業務届出者にも適用される（63条4項、63条の3第3項）。これら行為規制違反には罰則が定められている（198条の6第2号、198条の3、207条1項3号・4号）。

(4) 報告徴取・検査

届出事業者（特例業務届出者）に対しても、市場の公正性・透明性等を確保する観点から必要な場合には、当局が当該業者の行う業務の実態を把握できるよう、「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」、報告徴取や検査を行うことができる（63条7項・8項）。

(5) 届出事業者のその他の義務

届出事業者（特例業務届出者）については、金商法制の施行時（平成19年9月30日）に、①本人確認義務等、本人確認記録の作成義務等及び取引記録の作成義務等、並びに②疑わしい取引の届出義務の対象とされ、平成20年3月1日から、「犯罪による収益の移転防止に関する法律」（平成19年法律第22号）に引き継がれている（同法2条2項22号、4条、6条、7条、9条1項、同法施行令7条8号）。

5 組合の短期売買規制

従前の証取法では、上場会社等の役員及び主要株主（10%以上の議決権を保有している株主）による株式等の取引について、売買報告書の提出を義務づけるとともに、6ヵ月以内に売買等及びその反対の取引を行うこと（短期売買）により得た利益の上場会社等への提供を義務づけるなど、一定の規制が設けられていた（同法163条～165条）。その趣旨は、役員又は主要株主は上場会社等の内部情報に接しやすい立場にあることから、それらの者によるインサイダー取引を間接的に防止することにあるとされていた（最判平成14年2月13日民集56巻2号331頁参照）。これらの規定は金商法に引き継がれている（同法163条～165条）。

従前の証取法における「主要株主」については、法人格を有しない民法上の組合等の組合財産として保有されている株式の場合、組合自体ではなく当該組合の各組合員が株主であると解されており、各組合員がその共有持分の割合に応じて議決権を保有していると考えて「主要株主」に該当するかを決定するとされていた（証券取引法等に関する法令適用事前確認手続に係る平成14年7月15日付け照会に対する金融庁の同年9月6日付け回

答）。したがって、ある上場会社等の議決権を組合全体として10%以上保有している場合であっても、当該組合の各組合員の持分に対応する議決権が10%以上にならない限り、証取法163条から165条までの規制は適用されなかった。

しかしながら、民法上の組合等の組合員は、組合として一体的に行動し、組合全体として10%以上の議決権を保有している場合には、当該議決権も一体として行使されると考えられる。したがって、上述の規制の趣旨や法人の取扱いとの公平性を確保する必要があることから、組合等による場合についても、短期売買等に係る規制を適用することが適当であると考えられる。このような観点から、金商法では、組合財産として保有している株式について、当該組合財産として保有している議決権が10%以上になる場合には、短期売買等に係る規制が適用されている（同法165条の2）。

VI 金融庁の監督・監視部局による取組み

1 概要

金融庁の監督・監視部局は、金商法による集団投資スキーム規制の施行（平成19年9月30日）を受けて、その適切かつ円滑な実施を図る観点から、各種取組みを行っている。

2 登録と届出

まず、「ファンド関連ビジネスを行う方へ（登録・届出業務について）」（平成19年11月19日）を公表し、経過措置が定める平成20年3月30日以降は、原則として登録又は届出をした者でなければ、業務（集団投資スキーム（ファンド）持分の自己募集や出資を受けた財産の自己運用（有価証券等投資））を行うことができないことを注意喚起した。

金融庁のホームページにおける「免許・許可・登録等を受けている業者一覧」では、登録業者（金融商品取引業者）の登録番号・登録年月日・業者名・本店等の所在地や業務の種類等が公表され、届出業者（適格機関投資家等特例業務の届出者）の届出者名・届出日等が公表されている。

平成20年6月27日現在における集団投資スキーム持分の自己募集又は自己運用を行う金融商品取引業者は、登録済みで134事業者（同年3月末19事業者）、登録申請受理済みで35事業者（同年3月末83事業者）である。また、同日付の届出事業者は4,297事業者（同年3月末で4,158事業者）である。

3 監督指針

金融庁監督局は、金融商品取引法制の施行に合わせて、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（平成19年7月31日。以下「監督指針」という。）を策定・公表し、金融商品取引業者等の監督の考え方、監督上の着眼点・留意点や具体的監督手法等を明らかにしている。

監督指針では、ファンド関連の登録業者に関する項目として、「ファンド運用業に係る業務の適切性」（Ⅵ-2-4）や「不動産関連ファンド運用業者に関する特に留意すべき事項」（Ⅵ-2-5）が記されている。また、ファンド関連の届出業者に関する項目として、「適格機関投資家等特例業務に係る業務の適切性」（Ⅸ-1）が記されている。後者では、「適格機関投資家等自己運用業者の実態把握」（Ⅸ-1-2）として、金商法63条7項に基づき、①ファンド名、②ファンドの類型、及び③運用財産総額に関してモニタリング調査票の提出を求めるとされている。

4 監督方針と検査方針・検査計画

金融庁監督局は、上記の監督方針を踏まえ、毎事務年度（当年7月～翌年6月）の監督方針を策定・公表している。「平成19事務年度金融商品取引業者等向け監督方針」（平成19年8月24日。以下「19事務年度監督方針」という。）においては、ファンド関連の留意事項として、以下を記していた。

- ① ファンド持分に係る権利を取り扱う金融商品取引業者の監督においては、当該権利に係る組合契約等の概要、当該ファンドが現に行っている事業の概要や当該権利のリスクに関する事項を適切に把握し、これらの説明が出資者等に対して十分になされているかについて留意し、また、その業務の実態が特定商取引法における連鎖販売業である

はそれに類似する取引と思われる場合には、関係当局とも適切に連携を図り、必要な対応を行う。

- ② 不動産関連ファンド運用業者については、不動産取得及び売却の際のデュエリリジェンス態勢や利益相反取引の防止態勢について、必要な検証・監督対応を行う。

- ③ 登録や届出が義務付けられる監督対象のファンド取扱い業者については、利用者保護等の観点から十分な実態把握をした上で、適切な監督を行う。

また、「平成20事務年度金融商品取引業者等向け監督方針」（平成20年9月5日）においては、以下の留意事項が記されている。

- ① 無登録で金融商品取引業を行っている業者に対しては、警察当局等とも連携し、厳正に対応する。特に、金商法で新たに規制対象となったファンドの運営に関して、詐欺的事案が見られており、情報収集に努める。

- ② ファンドの実態について、可能な限り把握に努める。

証券取引等監視委員会は、毎事務年度の検査方針及び検査計画を策定・公表している。「平成19事務年度証券検査基本方針及び証券検査基本計画」（平成19年7月27日）及び「平成20事務年度証券検査基本方針及び証券検査基本計画」（平成20年7月25日）のいずれにおいても、投資運用業者等の業務の適切性に係る検証が記されている。平成20事務年度証券検査基本計画では、投資運用業者と投資助言・代理業者については70社の検査が予定され、第二種金融商品取引業者等については必要に応じて検査を実施するとされている。

5 連絡協議会の設置

平成19年12月4日に、金融庁監督局、証券取引等監視委員会証券検査課、内閣府国民生活局、公正取引委員会取引部、警察庁生活安全局・刑事局・組織犯罪対策部、経済産業省商務情報政策局及び国民生活センター相談室の課長クラス等をメンバーとする「集団投資スキーム（ファンド）連絡協議会」（以下「連絡協議会」という。）が設置された。

連絡協議会は、集団投資スキームを利用した詐欺的な事件による消費者被害が多発しており、そうした悪徳業者は、形法、出資法、特定商取引法等の各種法令に加え、金商法に照らし、法令違反行為を行っていることが高いと考えられることから、これら法律を所管する各省庁と関係機関が連携し、定期的に情報交換・意見交換を行っていくことで、こうした事案における利用者被害の発生防止や被害の拡大防止等に取り組むとされている。

Ⅶ おわりに

集団投資スキーム（ファンド）については、「一方で、その多様性の適切な発掘を通じて、厚みのある市場の形成、金融イノベーションの促進、我が国金融・資本市場の国際化への貢献が期待される」ところであるが、他方で、特定の潜在的なリスクを有すると考えられる。」（19事務年度監督方針）。金融行政においては、利用者保護及び市場の公正性・透明性確保を図る観点から、金商法の規定を適切かつ円滑に運用し、ひいては集団投資スキーム（ファンド）の事業が健全に発展することを期している。

- 1) 朝日新聞の名報道に基づく。年月はいずれも強制捜査の時点を指す。
- 2) 朝日新聞平成20年7月3日夕刊記事。
- 3) 田原泰雅＝菊本秀夫＝谷口義幸＝吉田修「証券取引法等の一部改正の概要——平成16年法律第97号の解説——」商事法務1703号（2004）9頁参照。
- 4) さらに、「有償責任事業組合契約に関する法律」（平成17年法律第40号）の制定に伴って証券法が改正され、一定の有償責任事業組合契約に基づく権利が証券法上の有価証券とみなされた（同法2条2項4号、証券取引法施行令1条の3の3）。
- 5) 金融商品取引法制については、金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」（平成17年12月22日。以下「第一部会報告」という。）を踏まえ、関係法案が平成18年3月10日に閣議決定され、同月13日に第164回国会（通常国会）に提出された。そして、平成18年6月7日に「証券取引法等の一部を改正する法律」及び「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」が成立し、同月14日に公布された（平成18年法律第65号及び第66号）。
- 6) 「集団投資スキーム」は法令上の概念ではなく、いわば通称である。
- 7) 金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」（平成11年7月6日）（以下「中間整

理（第一次）」という。）21頁参照。

- 8) 中間整理（第一次）25頁参照。
- 9) これらのうち、投信法と資産の流動化に関する法律は、主務大臣である内閣総理大臣への届出制等の規制を定めていることから、「仕組み規制法」と呼ぶことができる。
- 10) 金融商品取引法制による改正前の投信法は、投資信託委託業者に係る事業者規制を定めるものであった。また、現行の商品ファンド法は商品投資顧問業者に係る事業者規制を定めるものであるが、金融商品取引法制による改正前の商品ファンド法は、これに加えて商品投資販売業者に係る事業者規制を定めていた。
- 11) 平成20年6月13日に公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成20年法律第65号）は、第2章の5「特定証券情報等の提供又は公表」を追加している。
- 12) なお、「集団」投資スキームという用語からは、複数の者が出資又は拠出を行うスキームのみがこれに該当するように見えるが、法律上、複数の者によって出資又は拠出がなされることは集団投資スキームの要件とはされない。したがって、単独の者が出資又は拠出を行う場合であっても、集団投資スキーム特分に係る包括的な定義に該当し得ることになる。
- 13) 例えば、国内の法令に基づいて設立された法人に対する出資又は拠出に係る権利が除外されている（金商法施行令1条の3の3第2号）。

金融商品取引法研究会名簿

(平成 21 年 1 月 28 日現在)

顧問	森 本 滋	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
〃	永 井 智 亮	野村證券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興シティホールディングス法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	菊 地 銅 二	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	小 川 宏 幸	日本証券業協会客員研究員・ 亜細亜大学法学部准教授
〃	柿 崎 環	日本証券業協会客員研究員・ 東洋大学法科大学院准教授
〃	木 村 真生子	日本証券業協会客員研究員・筑波大学ビジネス科学研究科アシスタントリサーチャー
〃	金 賢 仙	日本証券業協会客員研究員・早稲田大学 法学学術院（法学研究科）客員研究助手
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要 子	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月
第13号「敵対的買収に関する法規制」 報告者 中東正文名古屋大学教授	2006年5月

- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月
報告者 太田洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 4 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 28 号

集団投資スキーム（ファンド）規制

平成 21 年 3 月 9 日

定価（本体 500 円 + 税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
（証券取引法研究会）

発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8

東京証券会館内 〒 103-0025

電話 03 (3669) 0737 代表

URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-644-0 C3032 ¥500E