

集団投資スキームに関する規制について —組合理型ファンドを中心に—

財団法人 日本証券経済研究所
証券取引法研究会

ま え が き

今回の『証券取引法研究会研究記録』では、11月16日開催の研究会における、森・濱田松本法律事務所の中村弁護士による「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―」についてのご報告と討論の議事録をお届けする。

集団投資スキームの問題は、「新しい流れに関する懇談会」で横断的な法制を導入する方向で論点が整理され、以来金融審議会等の場で繰り返し議論され、今も投資サービス法（仮称）の検討を進めている金融審議会での中心的課題のひとつとなっている。また、昨今「ファンド」の問題は様々な観点から大きな関心の対象となっているところでもある。集団投資スキームの定義、規制のあり方、投資サービス業としての位置づけ等々問題は多岐にわたっていて、実務家法曹として組合型ファンドを中心に集団投資スキームにかかわっておられる中村弁護士のご報告およびそれについての討論の議事録は、大変参考となるものと思われる。なお、金融庁で投資サービス法（仮称）の法制化準備を担当しておられる、松尾法令準備室長にも今回からオブザーバーとして議論に参加していただくこととした。

ご多忙の中、貴重なご報告をしていただき、また議事録の整理にもご協力いただいた中村弁護士に心からお礼申し上げ、また、研究会に参加していただいた江頭、森本共同会長をはじめ委員の先生方に厚くお礼申し上げたい。

2005 年 12 月

財団法人 日本証券経済研究所

理事長 高 橋 厚 男

[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 |

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—
(平成 17 年 11 月 16 日開催)

報告者 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

中 村 聡

目 次

1	はじめに	1
(1)	議論の沿革	1
(2)	ファンドの役割の増大	3
(3)	投資サービス法の考え方（中間整理）	4
(4)	規制の目的	4
2	規制対象となる集団投資スキーム	6
(1)	定義の趣旨	6
(2)	外国法制における定義	6
(3)	従来の定義	9
(4)	中間整理における定義	10
3	集団投資スキームの規制	12
(1)	基本認識（中間整理）	12
(2)	ファンドの届出・登録	12
(3)	ファンドの資産管理	15
(4)	運用者の資格要件	16
(5)	受託者責任・利益相反防止措置等	17
(6)	運用報告	20
4	投資サービス業	21
(1)	資産運用	21
(2)	販売・勧誘	22
(3)	仕組み行為	22
5	資産運用業者の規制	23
(1)	参入規制	23

(2) 集団投資スキームに対する行為規制の視点	24
(3) 行為規制	26
6 販売・勧誘業者の規制	27
(1) 営業概念	27
(2) 適用除外	30
7 ディスクロージャー規制	32
(1) 証券取引法上のディスクロージャー規制	32
(2) 流動性の低い証券に対する公衆縦覧型開示の見通し	32
(3) 証券の性質に着目した見直し	33
討 議	34
資料 1 報告者レジュメ	57
資料 2 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」	74
資料 3 集団投資スキームに関するワーキンググループ・レポート（抜粋）	108

金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」（平成 11 年 7 月）（①）および第二次の「集団投資スキームに関するワーキンググループ報告」（平成 11 年 11 月）（②）ならびに「中間整理（第二次）」（平成 11 年 12 月）（③）は、下記の財務省のホームページをご参照下さい。

① <http://www.mof.go.jp/singikai/kinyusin/top.htm>

② <http://www.mof.go.jp/singikai/kinyusin/tosin/ki010b.pdf>

③ <http://www.mof.go.jp/singikai/kinyusin/tosin/ki010a.pdf>

証券取引法研究会出席者(平成 17 年 11 月 16 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
共同会長	江 頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森 本 滋	京都大学教授
幹 事	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
委 員	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
〃	青 木 浩 子	千葉大学教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学助教授
〃	太 田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士
オブザーバー	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
〃	小 川 佳 子	金融庁総務企画局投資サービス法(仮称)
		法令準備室開示企画第一係長
〃	永 井 智 亮	野村証券法務部長
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興コーディアル証券法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	坂 下 晃	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会エクイティ市場部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	広 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
〃	新 道 仁 信	日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長
〃	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局長

(敬称略)

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—

江頭共同会長 まだお見えになってない方がありますがけれども、時間になりましたので、研究会を始めさせていただきます。

本日の報告者は中村さんですけれども、本日からオブザーバーといたしまして、金融庁総務企画局投資サービス法（仮称）法令準備室長松尾さんが研究会に参加されることになりました。どうかよろしくお願いいたします。

松尾オブザーバー（以下 OBS） 松尾でございます。よろしくお願いいたします。

江頭共同会長 それでは、早速中村さんをお願いしたいと思います。テーマは「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—」です。よろしくお願いいたします。

中村委員 私、中村の方から「集団投資スキームに関する規制について」ということにつきまして、ご報告申し上げます。

1 はじめに

私は、実務家法曹として組合型ファンドを中心に集団投資スキームにかかわっております。そのあたりの問題意識を中心に、今般、金融審議会金融分科会第一部会で出ました「中間整理」（後掲資料2）を踏まえて投資サービス法が導入されようとしている、その立法作業が現在進められている現状におきまして、最近思うところにつきまして、必ずしも整理された形ではありませんが、「中間整理」に取り上げられた論点に沿いまして、ご報告申し上げたいと思います。

(1) 議論の沿革

まず初めに、議論の沿革ですが、平成10年に金融システム改革4法が成立した直後に、新しい金融の流れに関する懇談会、これは13省庁等の共同勉強会でしたが、こちらの方から「論点整理」が出ております。そこでは、

集団投資スキームに関する横断的な法制を導入する方向で、論点が整理されておりました。それを受けまして、金融審議会の方で議論を引き取って、集団投資スキームに関するワーキンググループを立ち上げて、そのレポート（後掲資料3）が平成11年6月に、それを受けまして第一部会の方の「中間整理」が平成11年7月に出ております。

その後、議論は、金融商品販売法の立法により説明義務を明確化し、それから集団投資スキームの関連につきましては、特定目的信託を追加してSPC法を資産流動化法に衣がえし、また不動産等を特定資産に追加して証券投資信託投資法人法を投資信託投資法人法に改正するという形での改正作業になりました。それらについて、第二次のワーキンググループ報告、それから第一部会の報告「中間整理（第二次）」が出て、翌年の平成12年にそれぞれ3法が成立しているところです。

時を経まして、平成16年に経済産業省所管の中小企業等投資事業有限責任組合法が投資事業有限責任組合法となり、投資対象の拡大という形で、上場株券等あるいは債権につきまして投資を実施することができるようになりました。

このようになってくると、従来ベンチャー企業への産業資金供給といった中小企業等投資事業有限責任組合の性質が本格的に変容いたしまして、投信と余り変わらないではないかということになります。そこで、有限責任組合法につきましても、何らかの投資家保護ルールが必要ということになり、有限責任組合法の中で一定の資格を有するプロのみがベンチャー・キャピタル目的以外の一般的な有限責任組合を使えるという形での法整備が4月になされました。ただ、それは暫定的な形でありまして、12月からは、証券取引法において、有限責任組合の持分あるいはそれに準じた任意組合・匿名組合の持分がみなし有価証券化されることによって、証取法の投資家保護ルールが適用されるということになっております。

その流れを受けまして、今年平成17年に、横断的な投資家保護法制として投資サービス法を導入するということにつきまして、金融分科会第一部会

の「中間整理」が7月に出まして、現在、第一部会が再開されて、12月の報告取りまとめに向かって検討がなされている状況と伺っております。

(2) ファンドの役割の増大

さて、昨今、ファンドの役割は非常に増大していると考えております。その背景にありますのは、何ととっても、銀行の日本の産業金融に占める役割の低下だと感じます。

自己資本に関するB I S規制、それからバブルの崩壊による貸出先の倒産等、不良債権の問題が生じて、それによって貸出しを通じた金融仲介機能を銀行が十分に果たせなくなっています。銀行によるそういう資金供給あるいは産業金融の仲介という機能が低下したところで、その受け皿になっているのがファンドということになってまいります。

また、B I S規制あるいは不良債権問題は、資産の改善という観点から銀行による保有株式の放出につながりまして、それについてもファンドによる市場を通じた株式取得が容易になってきているという状況があります。

それに従いまして、ファンドによる間接金融あるいはファンドによる株式取得が現在非常に世間の耳目を集めるところになってきているわけです。

また、その辺りの背景につきましては、商品ファンド法、不動産ファンド法あるいは中小企業等投資事業有限責任組合法の立法や逐次にわたる改正の形で、ファンド法制が整備されてきたということもあります。

また、外国でのリミテッド・パートナーシップ持分への投資を通じて、日本のファンド関係者が匿名組合形式を使った形でのさまざまなスキームをつくり上げたということもあります。

また、私が仕事を始めた15年前には組合理型ファンドといっても誰も知らなかった時代でしたが、最近は認知度が非常に向上してきていますので、ファンドが投資家にとって非常に身近な存在になってきていることがあります。

このような認識は、平成11年の第一次の集団投資スキームに関するワーキング・レポートにおいても、資本市場を通じた新しい金融仲介チャンネル

の中心的存在となることが集団投資スキームについては期待されているという形でまとめられております。

(3) 投資サービス法の考え方（中間整理）

今回、投資サービス法という形での立法が進められていくわけですが、「中間整理」では、先日松尾室長の方からご説明（本『研究記録』第9号参照）があったとおりであります。まず第1点として、利用者保護ルールの徹底とその選択肢の拡大が目指すものとしてあります。

そのために、幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備し、利用者保護を拡充する。あるいは多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供を可能とする。この2つが第1番目の目的として掲げられております。

2つ目が、市場機能の充実とその信頼性の向上で、全般的に資本市場におけるルールを再検討すること、また実効性確保のためのエンフォースメントの強化ということについても留意することになっております。

3つ目は、国際化に対応した制度の構築ということで、市場法制の整備、それからエンフォースメントの強化、これらを通じて国際的に信頼される市場の確立をねらっているということでもあります。

(4) 規制の目的

ここでさらに進んで、投資サービス法における法規制の目的について少し考えてみたいと思います。

「中間整理」においては、まず英国金融サービス・市場法を参照しつつ、そこにおいて掲げられている市場の信頼確保、公衆の理解の向上、消費者の保護、金融犯罪の削減を、規制目的として参照すべきものとして掲げております。

と同時に、金融・資本市場の国際化への対応、また金融イノベーションの促進を、併せて規制目的として「中間整理」では掲げております。

さかのぼって、集団投資スキームワーキンググループ・レポートにおきます規制の目的を参照してみますと、第1番目は、透明・公正かつ効率的な金融取引の達成、それを通じて金融市場に対する投資家の信頼を確保することです。平たくいえば、投資家の保護ないし投資家の市場に対する信頼の保護ということで、英国金融サービス・市場法の①と③につながるところです。

2つ目のポイントとしましては、金融仲介チャンネルの新たな柱を構築することです。「中間整理」では、必ずしもこのような形での明確な位置づけ等はありませんが、金融イノベーションの促進は、それに関連した目的としてとらえられるものと思います。

1つ注目されるのは、当時のワーキンググループ報告では、悪質商法の排除ないし取締りを直接の目的として集団投資スキームに関する法制、ルールを整備することは必ずしも適当ではないということになっていた点です。これは後ほど、ファンドの登録・届出義務等の関連でまた思い起こされるところになります。

現在の証券取引法の目的につきましては、投資家の保護と国民経済の適切な運営、この2つが両輪となっております。

ところが、私の思うところ、投資サービス法の議論では、効率的な資源配分を可能とするような資本市場の確立という視点が、どうしても抜け落ちがちになっているのではないかという感をぬぐえません。

適切な投資者保護の確保と、より自由な商品開発等を通じた金融イノベーションの促進あるいは円滑な資金供給手段の確立は、法規制にとっては車の両輪になり得るものと思います。

したがって、投資家の保護あるいは投資家の市場に対する信頼確保のみならず、規制の程度あるいは規制の適用除外を考えるに当たっては、円滑な資金供給あるいは金融イノベーションの促進について留意して、考えていくことが必要であると思います。

2 規制対象となる集団投資スキーム

以上が全体的な導入部になりますが、具体的に、まず規制対象となる集団投資スキーム概念についてみてまいりたいと思います。

(1) 定義の趣旨

投資サービス法における集団投資スキームの定義の意味合いについては、証券、不動産、商品あるいはその他の個別資産、事業、こういった投資対象あるいは運用対象にかかわらない、また匿名組合あるいは任意組合といったビークルの形態にかかわらない、横断的に適用できるような定義とすることにあります。

(2) 外国法制における定義

① 英国金融サービス・市場法

ここで外国法制における定義について参照したいと思います。まず、英国金融サービス・市場法では、集団投資スキームとして3つのポイントが挙げられております。

1つ目は、金銭を含むあらゆる種類の財産に関する取決めであって、その取決めの目的または効果が、参加者に対して、当該財産の取得、保有、管理もしくは処分から生じる利益もしくは所得あるいはそのような利益もしくは所得から支払われる金額に参加し、またはこれを受領することを可能にするものということが1つ目のポイントです。

2つ目は、受動性の要件ととらえられますが、取決めは、参加者が当該財産の管理に対して日常的な支配を行っていないものでなければならないことです。若干注書きがありまして、参加者が協議を受ける権利または指図を与える権利を有するか否かは問わないとされております。

3つ目は、共同性への要件として取り上げられますが、参加者の出資金、参加者に支払われるべき利益もしくは所得がプールされること、または財産

がスキームの運営者によりもしくはその者を代理して財産が全体として管理されること、のいずれかまたは両方の特質（character）を有することとされております。

② 米国証券規制

これに対して、米国の証券規制では、米国連邦最高裁判決でハウイ（Howey）事件というものがありましたが、そこで取り上げられている基準でハウイ基準というものがあります。そこにおきましては、米国の証券法における証券（security）の定義の1つに含まれる投資契約（investment contract）につきまして、3つの要件を掲げて、その3つの要件を満たせば投資契約に該当するということを述べております。

1つ目の要件が、ある者がその資金を共同事業に投資すること。2つ目は、共同事業（common enterprise）であること。3つ目が、利益が専ら第三者の努力によって生じること。そのようなスキームにつきましては、投資契約（investment contract）に該当するものとして、証券規制の適用を受けることになります。

これは集団投資スキームに関するワーキンググループ・レポートにおきましても指摘されていることですが、米国では、英国金融サービス・市場法と異なりまして、金銭出資が要件とされております。

他方、共同性あるいは受動性の要件を共通にしておきまして、集団投資スキームに関するワーキング・レポートでは、受動性と共同性をともに満たすことを集団投資スキームのメルクマールとすることになっておりました。

③ 金銭による出資・分配・払戻し

米国では金銭出資が要件とされておりますが、ひるがえって日本の投信法について金銭出資が要件であるかということにつきまして、最近検討することがありましたので、ご報告させていただきたいと思います。

まず、投資信託につきましては、投信法5条の3におきまして、金銭信託でなければならないとされています。例外は政令で定めることができることになっておりまして、上場ETF等が例外となっております。若干の例外は

ありますが、原則として金銭信託なので、信託設定時は金銭でなければなりません。

また、投資法人につきましては、現行の投信法 120 条、また会社法制定後の新投信法 82 条ないしは 84 条におきましては、現物出資の規定がありません。

しかしながら、金銭であることは必ずしも、多数の者が財産の運用管理をお願いして、その運用あるいは管理の結果として、利益あるいは所得を配分するということにはかかわらない話だと思います。当該財産が換価でき得るものである限りにおいては、現物出資による投信を認めてよいのではないかと考えます。

現物出資といいますと、会社法では検査役検査ということになってまいりますが、現物の評価方法については、必ずしも現先検査を義務づけるだけが能ではないと思います。ファンド設立の際の問題ですので、投資家に対して当該現物の評価をどうするという事についてあらかじめ情報を開示して、その情報開示を前提にして約款・規約による自治を認めてよいのではないかと考えます。

少し蛇足になりますが、日本の投信におきまして、金銭による分配あるいは払戻が絶対的かということについて考えてみたいと思います。

組合型のファンドでは、このような規制は全くありませんで、収益の分配あるいは最後の残余財産の分配につきましても、金銭である必要は全くなく、参加者ないし一般組合員が望めば現物による交付も請求できるようにたてつけることが可能です。もちろん、財産の運用管理は G P の裁量にゆだねられているところが多いわけですが、組合契約におきまして、最終的に現物分配を認めるかどうか、どういう基準で認めるかについては、組合契約による自治が可能になっております。

投資信託につきましては、収益分配については特段制限がありません。したがって、明文規定ありませんが、金銭による分配のみならず、現物による分配についての障害はないのではないかと思います。他方、先ほども言及

いたしましたが、投資信託は金銭信託とされておりますので、元本償還につきましては、金銭であることを要することになります。

これに対して、投資法人の方につきましては、現物分配、それから現物払戻しの規定がありません。したがって、投資法人の方につきましては、規定上、金銭の分配と、金銭による投資口の払戻しのみが前提となっていると解さざるを得ないように思われます。

ところが、例えば現行法のもとにおいても認められると考えられております1銘柄投信につきましては、1投資口とそのアンダーライニングとなっている1証券の対応関係を認めて、1投資口の払戻しにつきましては、1証券による現物払戻しを認めていいのではないかと考えられます。また、そのように解することが実務界のニーズに沿うと思います。

この場合の現物の評価方法につきましても、あらかじめ何らか法律で定めているのも手ではありますが、ファンド参加者に対する開示を行うことを前提に、あらかじめ約款・規約によって定めておく自治を認めてもよいのではないかと思います。

(3) 従来の定義

さて、集団投資スキームの定義については、平成10年の新しい金融の流れに関する懇談会の「論点整理」におきまして、仕組み行為者（スポンサー）が投資者の資金をプールし、これを専門家（ファンド・マネジャー等）が運用管理する仕組みと定義しております。

その翌年に出されました集団投資スキームに関するワーキンググループ・レポートと「中間整理」では、集団投資スキームを2種類に分類し、1つは、当時の証券投資信託、商品ファンド、それから実績配当型の合同運用金銭信託等を資産運用型として分類し、そのメルクマールとして、あるいは基準としまして、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・マネジャー等が各種の資産に投資・運用することによって得られたキャッシュフローを投資者に配分するものと定義しております。

もう1つの類型が、資産流動化型です。これにつきましては、特定の資産から生ずるキャッシュフローを専門家たるアレンジャー等が組みかえて、主として多数の投資家に証券等を販売することにより資金調達を行う仕組みという形で定義されております。

また、集団投資スキームに関するワーキンググループ・レポートと平成11年7月の「中間整理」では、先ほども言及いたしましたが、資産運用型・資産流動化型を通じまして、投資の受動性と共同性、この2つをとともに満たすことを集団投資スキームのメルクマールとすべきだということを述べております。

(4) 中間整理における定義

今年平成17年7月の「中間整理」では、その別紙の中で、まず「集団投資スキーム」について定義を定めた上で、集団投資スキームへの参加に基づいて収益その他の財産の分配を受ける権利として「集団投資持分」を定義しております。

① 「集団投資スキーム」

「中間整理」における「集団投資スキーム」の定義では、複数の者から、事業のために金銭その他の財産の拠出を受け、当該財産を用いた事業を行い、当該事業から生じる収益を拠出者に分配することが原則的な内容になっていますが、次のいずれかに該当する場合にはこの定義から外れます。

1つが、拠出者の全員が事業の運営について日常的に関与している場合です。これは先ほど言及いたしました英国の金融サービス・市場法の定義と類似している考え方だと思います。それから、もう1つが、各拠出者の拠出した財産がそれぞれ独立した事業に用いられ、各拠出者がそれらの独立した事業からのみ収益の分配を受ける場合です。この2つが例外となっております。

この1つ目の全員が事業の運営について日常的に関与している場合として、現行の組合型ファンドの実務におきまして想定されるのは、アニメ・映画の製作委員会です。アニメ・映画製作につきましては、任意組合、あるい

は最近では有限責任事業組合（ＬＬＰ）法が施行されましたのでＬＬＰを用いた形で、製作プロダクション、出版社、テレビ局、ＤＶＤの販売会社、広告代理店等の関連企業が製作委員会に参加し、製作委員会が作品の著作権を保有するとともに、関連商品の販売やライセンス営業を行う、こういうことが行われております。このような製作委員会では、参加企業は単に資金だけを拠出するのではなく、全企業が実際に関連業務に従事しております。したがって、これは「中間整理」におきます集団投資スキームの第１の例外に該当する典型例だと考えます。

また、一般的に考えても、有限責任事業組合法につきましては、全員が業務執行を行うという立てつけになっておりますので、基本的には有限責任事業組合法に基づくものは第１の適用除外を受けられるのではなかろうかと考えております。

② 「集団投資持分」

「集団投資スキーム」の概念を定めた上で、実際に投資商品として定義されているのが「集団投資持分」です。

この例としましては、投資事業有限責任組合の持分、それから投資事業を行うか否かにかかわらず民法組合契約の持分あるいは匿名組合契約の持分、ＬＬＰ契約に基づく持分、また商品ファンドや不動産特定共同事業の組合理型、このようなものが代表例として入ってまいります。

ところが、この「集団投資持分」につきましては、集団投資スキームへの参加に基づいて収益その他の財産の分配を受ける権利と定義されつつ、別途定義されております「出資等持分」あるいは「信託受益権等」を除くということになっています。まず第１に、株式その他法人に対する出資等に基づいて、法人の収益その他の財産の分配を受ける権利は含まないことになっております。この典型例が株式やＳＰＣの優先出資証券です。また、２つ目の大きな例外が、信託の受益権でありまして、特定目的信託、商品ファンドの信託型、投信信託の受益権、こういうものがすべて集団投資スキームに関連した「集団投資持分」の定義からは除かれることになっております。

ここは想像するしかありませんが、この集団投資持分と信託型の集団投資スキーム、これを分けた趣旨がどのあたりにあるのかということが、今後実務界に、場合によっては大きな影響が出てくるのではないかと思います。

この「集団投資持分」に類似した概念として、「単独投資持分」が、別途投資商品として定められております。単独で事業のために金銭その他の財産を抛出し、当該事業から生ずる収益の一部または全部の交付を受ける権利です。これにつきましては、多数投資家が関係しないということと、他方で集団投資持分と似たようなスキームであるということから、若干業者規制のあたりが変わってくるのではないかと想像しております。

3 集団投資スキームの規制

このように定義された集団投資スキームにつきまして、規制がかかってくるわけですが、それについてみてまいりたいと思います。

(1) 基本認識（中間整理）

「中間整理」で、集団投資スキームの規制に関する基本認識として掲げられているところをまず押さえたいと思います。

ここでは、多様化するファンドの中には、投資信託投資法人法のような投資家保護を図るための販売規制・仕組み規制が適用されない状態のままで販売されるものも多数見受けられる、また一部には詐欺的なものも見受けられる、したがって、ファンド全般について販売規制の対象として、販売に当たって必要と考えられる情報開示などを義務づけるとともに、資産管理、運用者の受託責任、運用報告などについて、最低限の仕組み規制を適用することが必要であると述べられております。

(2) ファンドの届出・登録

この基本認識を受けて、幾つか集団投資スキームの規制として「中間整理」の方で整理しておりますが、まず一番大きな問題としてファンドの届出・登

録制があります。「中間整理」では、仕組み規制のないファンドについて、幅広く届出または登録を義務づけ、監督を行うとなっております。

ここで「仕組み規制のないファンド」の意図するところは、察するに、投資信託投資法人法のように、何らかのビークル規制があるものについてはそちらにゆだねて、そういうビークル規制のないものについて届出・登録を義務づけるということではないかと想像しておりますが、実際の立法担当の方がどのようにお考えになっているかはちょっとわからないところです。

この「幅広く届出または登録を義務づけ」ということに関連して、米国の投資会社法におきましても、一般的な登録義務がありますが、他方で適用免除も定められております。したがって、そこにおける議論も、日本における投資サービス法のファンドの届出・登録義務を考える際にも、参考にするのが適切ではないかと考えます。

米国投資会社法では、例えばプライベート・エクイティ・ファンドにつきましても、登録義務から適用免除が受けられる場合として、おおむね2つの免除要件が利用可能です。

1 つは、適格購入者ファンド免除 (qualified purchaser fund exemption) というもので、もう1つは、私募投資ファンド免除 (private investment fund exemption) と呼ばれるものです。

概括的にいいますと、この1つ目の適格購入者ファンド免除につきましても、ファンド持分が取得の際に適格購入者である者のみによって所有されていることと、また公募を行っていないことまたはその予定もないことの2つが要件となっております。ここでいう適格購入者 (qualified purchaser) とは、一般に500万ドル以上の投資資産を有する個人、または2500万ドル以上の投資資産を有する企業を意味しております。

このようないわばプロ向けのファンドについて適用免除があるのみならず、米国投資会社法では、2つ目の適用除外として、私募投資ファンド免除があり、ファンド持分の実質的所有者の数が100以内であることと、公募を行っていないことまたはその予定もないことが要件となっております。

このような米国規制との均衡の観点、また情報開示規制でもプロ私募免除や少人数私募免除が認められていることとの平仄の観点から、一般投資者への影響が大きい公募型ファンドとは異なり、プロ向けファンドあるいは少人数私募によるファンドにつきましては、私の思うところ、国家法規制を及ぼす必要性は必ずしも高くないのではないかと考えます。したがって、国家的な後見を及ぼすような届出・登録義務から免除することが適切ではないかと思ひます。そのような届出・登録義務から免除することによって、金融イノベーションを促進し、あるいは円滑な金融仲介機能の阻害を避けられるのではないかと思ひます。

「中間整理」では、プロ・アマ区分が業者規制について大きく取り上げられておりますが、このファンドの届出・登録義務といった文脈では、プロかどうかという投資者の属性のみならず、投資者の人数についても考慮するのが適当であると考えます。

また、ファンドの届出制か登録制か、この2つの選択となった場合にどう考えるかという問題があります。

「中間整理」では、その認識としまして、詐欺的な金融商品の販売を行っている者の多くが無登録業者であると述べております。したがって、詐欺的なファンドの規制については、無届ファンドを罰則をもって禁止しつつ、業務上の何らかの問題が起こった場合における検査権限・処分権限があれば、行政権限としては十分であるように思ひます。その意味で、登録制ではなく、届出制で十分ではないかと思ひます。

登録制をとりまして、登録要件の審査という形でファンドの仕組みの適格性（fit and proper）を事前にチェックし、あるいはその後も監督するという仕組みは、投資家が安心して商品を購入することができる、あるいは市場に対する信頼を確保するという利点がありますが、他方で、今まで問題がなくやってきている大多数のファンドにとりましては、本来不要な時間と手間をかけさせることになってまいります。

したがって、スピード感を持った円滑なリスクマネーの供給というファン

ド金融の役割を制限しやしないかという懸念があり、また規制のコストとベネフィットのバランスという観点からも、登録制については若干疑問が残るところです。

また、法規制で仕組みの適格性の登録要件を設けるとすれば、その審査は、硬直的な法文の登録要件に制約されるか、あるいは逆に広範な行政裁量にゆだねるということになりかねず、先ほどから言及しておりますが、金融イノベーションあるいは円滑な金融仲介機能の阻害につながる懸念があります。

以上がファンドの届出・登録に関する問題です。

(3) ファンドの資産管理

2つ目が、ファンドの資産管理に関する規制です。「中間整理」では、資産の内容に応じた分別保管の義務づけを行うことを念頭に置いております。平成11年6月の集団投資スキームに関するワーキンググループ・レポートでは、この分別保管の義務づけの理由として、受託した資産を自己の信用リスクから隔離するとともに、また利益相反行為による弊害発生を防止するということを挙げております。

現行の組合理型ファンドにおきまして、どのような分別保管がなされているかにつきまして、若干ご披露申し上げます。金銭につきましては、組合名義の銀行口座を開設し、ファンド運営者の財産と分別管理するということをしております。これは、投資家に対する安心感の提供と、またいざとなった場合の倒産リスクからの隔離が大きな理由になっております。また、有価証券につきましては、組合名義に書きかえるとともに、ここは若干ファンドによって取り扱いに差がありますが、組合名義の金融機関の保護預り口座あるいは貸金庫で、ファンド運営者の財産と分別管理しております。

したがいまして、現行の組合理型投資ファンドにおきましても、分別保管の義務づけがされたとしても、大きな問題にはならないと思いますが、実際に資産の内容に応じてどのような義務づけが行われるかというところが関心事となっています。

(4) 運用者の資格要件

3つ目に、運用者の資格要件を「中間整理」は要求することにしております。

その背景としまして、近年ファンドについては、投資対象に有価証券が含まれるにもかかわらず、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いう認識を示しております。そして、法令の規定の実効性を担保するという観点から、商品ファンド法同様、投資商品を含む資産の運用を行う場合については、投資サービス法上の資産運用業者による運用を義務づける対策をとるということを述べております。

ところが、現行の組合理型投資ファンドと投資一任業務の関係の整理につきましては、実は投資顧問業法との関係で経緯があります。

任意組合の投資事業組合、それから任意組合に類似した投資事業有限責任組合につきましては、ファンド運営者がみずからも出資して共同事業として共有に属する組合財産を運用しておりますので、このような場合には投資顧問業法上の一任業務に該当しないという行政解釈がとられておりました。これは大蔵省証券局内の投資顧問業関係法令研究会の出した「投資顧問業法逐条解説」に明記してあります。これにのっとりまして、1982年から任意組合の形でできました投資事業組合は、投資顧問業法の登録・認可を得ない形で安心して組合運営を行っておりました。

しかし、近時、旬刊商事法務 1703 号に金融庁の担当官が書かれました「証券取引法等の一部改正の概要」では、上記のようなざっくりとした、共同事業であるから、あるいは共有に属する組合財産運用であるから、一任業務に該当しないという立てつけは放棄されて、より限定的に、話し合いによって投資対象を選定するなど他人から投資判断を一任されているといえない場合については、証券投資顧問業にあたらないうが、組合理型ファンドの形態をとっていても、他人から投資判断について一任され、その投資判断に基づいて当該他人のために投資を行っている営業の実態があれば、証券投資顧問業にあたるとの解釈が示されております。

少し補足が私の方からあります。この「投資顧問業法逐条解説」で直接カバーされていたのは、その当時存在したピークルとして、任意組合による投資事業組合でありました。また、その後通商産業省（現経済産業省）の立法でできました中小企業等投資事業有限責任組合につきましても、任意組合類似ということで、ここでカバーされると考えられておりましたが、匿名組合について、ここの「投資顧問業法逐条解説」の記述でカバーされるかどうかについては、従来から疑問があったところです。

今般、金融庁の担当官の方から解釈の変更ともいえるべき新しい解釈が示されましたので、任意組合あるいは有限責任組合におきましても、話し合いによって投資対象を選定するというプロセスを組合運営の実務において取り入れるようになってきております。実際には、多くの場合、有限責任組合に、一般組合員の代表が参加する投資委員会ないしは諮問委員会を設けまして、業務執行を行うファンド運営者がその投資委員会・諮問委員会に諮りつつ、投資するか否かを決定するプロセスをとることにしております。

しかしながら、投資一任でないというためには、話し合いが絶対要件かということにつきましては少し疑問があります。ファンドに関する契約の中で、投資方針を詳細に規定していて、またその規定にのっとって投資を行っている限りにおいては、ファンド運営者に全く投資判断を一任しているとはいえないのではないのかと思います。ただ、このような考え方につきましては、どうも金融庁の担当官の方のご納得は得られていないということを聞いたことがあります。

(5) 受託者責任・利益相反防止措置等

4つ目に、集団投資スキームの規制として掲げられておりますのは、受託者責任・利益相反防止措置等です。

「中間整理」では、ファンドの運用者、ファンド資産の管理者など、ファンドの業務に携わる者につきまして、投資サービス法上の業者でない場合には、業者規制にはかかりませんが、それとは別個に、投資サービス業者や会

社法上の取締役の義務等を参考にして、受託者責任や利益相反防止措置等についての規定を整備するとされております。

業者規制における受託者責任あるいは利益相反防止措置等につきましては、後ほどまた言及いたしますが、まず現行の組合型投資ファンドにおいて、どのような利益相反処理を行っているか。あるいは善管注意義務の内容たる忠実義務に沿った処理を行っているかにつきまして、ご披露申し上げたいと思います。

典型的なファンド運業者では、1つのファンドだけを運営するというものではありません。少なくとも複数のファンドを運用することを行っております。また、場合によっては自己勘定でも投資をするということをしております。このような場合には、1つのファンドをとってみると、利益相反の関係が生ずる局面がどうしても出てまいります。

そのような場合に備えまして、ファンド契約の中におきまして、利益相反処理ルールをあらかじめ定めまして、出資者に対してこの利益相反処理ルールを開示した上で、その規定に納得した者だけがファンドに参加するという仕組みをとっております。

この利益相反処理ルールの具体例としては、例えば、ある投資機会や組合財産の処分機会がある場合に、どのように投資・処分機会を各ファンドあるいは自己勘定も含めて割り振るかという問題の処理があります。各ファンドのコミットメント総額（出資約束金額の総額）であん分したり、場合によっては投資残高であん分することが定められます。また、各ファンドによって投資方針が違う場合、例えばバイオ専門です、IT専門です、このような投資方針があるようなケースでは、そのようなファンドの投資方針も勘案しつつ、一定の利益相反処理ルールを組合契約の中で定めておきます。そして、その利益相反処理ルールにのっとって、ファンド運営者が忠実義務を果たすという仕組みをとっております。

また、投資機会あるいは処分機会につきましては上記のとおりですが、各ファンド間での取引につきましては、どうしてもファンドの間のパフォーマンス

ンスを調整するといった乱用のリスクがありますので、ファンド持分の特別多数の承認がないとできないという形で利益相反処理ルールを定めることが行われております。

「中間整理」におきましても、できるだけ基本的な義務を中心に規定の整備を行い、これを前提に個別の利益相反防止規定は減少させていくべきであるという認識を示しております。多様なファンドがあって、またさまざまなファンド運営者がいることを考えますと、法規制で硬直的な利益相反防止の具体的な規定を設けるのではなく、一般的な善管注意義務あるいは忠実義務、こういうものを明定することは必要だと思いますが、具体的な利益相反処理方針につきましては、投資家あるいはファンド参加者に対する開示を行うことを前提に、ファンド契約による自治を認めていくのがしかるべきであると思います。

また、ファンド運用者の自主規制団体等がある場合には、必要に応じて、実情に合ったガイドラインを策定することにより、十分な利益相反防止措置を構築できるのではないかと考えます。

これに関連した議論としまして、平成 11 年 6 月の集団投資スキームに関するワーキンググループ・レポートにおいて報告されたガバナンス機能の活用という観点があります。

このレポートでは、集団投資スキームにおける運営管理に直接ないし間接的に影響を与える手段であるガバナンス機能を活用した規制を提言しております。このガバナンス機能の活用の例としましては、典型的なものとして、例えば、受託者責任の明確化を含むファンド運営者の行為規範の確立、投資者による直接の権利行使を通じたファンド運営者に対する制肘、第三者による外部チェック等が掲げられております。

今年平成 17 年 7 月の「中間整理」では、仕組み規制のないファンドについての受託者責任あるいは利益相反防止措置等の規定の整備について言及するにとどめておりまして、横断的な法制として、投資者による直接の権利行使、第三者による外部チェック等を義務づけることを指向していないように

見受けられます。

これらの投資者による直接の権利行使あるいは外部チェックというガバナンスにつきましても、投資者に対する情報開示を前提とした上でファンド契約による自治を認めるのが適切であると考えます。

ここで、現行の組合型ファンドにおけるガバナンスについてご紹介したいと思います。投資事業有限責任組合等の典型的な組合型ファンドでは、年1回の投資者総会があります。また、多数組合員が要求すれば、臨時投資者総会を招集することも可能です。また、先ほども言及いたしましたが、一般組合員の代表者を含む諮問委員会を設置し、そこにおきまして、投資実行の際の協議あるいはファンド運営者の利益相反行為の承認という機能を担わせることがあります。そのほか、特別多数の一般組合員の同意により、ファンド運用者を解任することも可能ですし、ファンドにおきましては、ファンド運用者が運用管理についてある程度裁量を有することが必要ですので、ファンド運営者の同意も要件にしておりますが、特別多数の一般組合員の同意によって、運用方針等を含む組合契約の変更も可能になっております。

反対組合員の持分買戻しという論点につきましては、組合契約上必ずしも明記はされていませんが、投資事業有限責任組合法あるいは民法では、やむを得ない事由がある場合に、組合員が脱退することが可能であって、その場合には持分払戻請求権があります。このやむを得ない事由につきましては、先例がほとんどありませんが、運用方針等について深刻な意見の相剋があるようなケースにつきましては、やむを得ない事由による脱退と認めることができるのではないか、それによって反対組合員の持分の買戻しに等しい効果がねらえるのではないかと考えております。

(6) 運用報告

仕組み規制のないファンドについての最小限の規制に関する最後ですが、運用報告の義務づけがあります。ファンドの財務状況・運用状況につきまして、投資家に定期的に報告することを義務づけることが適当とされております。

す。当たり前の話ではありますが、明定することが投資家の方には資すると考えます。

実務では、組合型ファンドを例にとりますと、年次決算の財務書類につきましては、監査を経た上で投資家に送付することになっております。株式会社にならしまして、たいてい決算日から3カ月以内となっております。

また、中間決算の財務書類につきましても、これを作成し、出資者に対して送付することになっています。中間決算の財務書類について監査を経るかどうかは、そのファンド運営者の方針かつファンド契約の自治によって定められたところによります。

この年次・半期の財務書類のほかに、インターバルについてはさまざまな例がありますが、半期ごと、四半期ごと、あるいは随時に、どのような会社に対して投資をしたか、どのような証券を取得したか、その投資先の会社がどのような状況か、あるいはその証券をいつ処分したかなどにつきまして、投資・運用報告を行っております。

したがいまして、このあたりの投資・運用報告は常識的な話ですので、法律に定期的な報告を義務づけることも一案ですが、他方で、ファンド契約の自治に任せることも考えられます。基本的なところのみ法律で規制して、それ以外はファンド契約の自治に任せることが適当ではないかと思います。

4 投資サービス業

以上が、仕組み規制のないファンドについての議論でしたが、引き続いて、投資サービス業に含まれます資産運用業者の規制、それからファンドにかかわる販売勧誘業者の規制につきまして、進んでまいりたいと思います。

まず、投資サービス業としてファンド関係者をみた場合に関係するのは、資産運用、販売・勧誘、それから仕組み行為であると思います。

(1) 資産運用

「中間整理」では、投資商品を含む、あるいは含み得る資産の運用や投資

信託など、投資商品の運用を広く投資サービス法の規制対象とするということで、資産運用業者を投資サービス業として規制する方針を示しております。

ここでは、資産運用業者と助言業者の2つの規制を一元化することが述べられています。

また、多様化する集団スキームにおきまして、その運用の適正性を確保するために、運用方法の自由度を高めることが必要であるという視点が示されております。この運用方法の自由度を高めるという点は、「中間整理」の中では数少ない金融イノベーションの促進あるいは円滑な資金供給という観点で示されているところです。

最後に、資産運用にまつわる詐欺的行為を効果的に防止することも、資産運用業者の規制の趣旨として掲げられております。

(2) 販売・勧誘

また、販売・勧誘業では、集団投資スキームに係る投資商品につきましても、ほかの投資商品と同様に、その販売・勧誘は投資サービス法の一般的な販売・勧誘規制に服することにより、仕組みをつくった後の出口の部分は、ほかの投資商品と同様になるかと思います。この点につきましては、特に違和感はありません。

(3) 仕組み行為

スキームを組成する仕組み行為につきましては、規制は必要ないのではないかという意見が多かったと「中間整理」で述べられております。ただ、条件がついておりまして、1つ目は、適切な開示を含む販売・運用・資産管理に関する規制があることで、2つ目が、集団投資スキームについての最低限の監督があることです。

適切な開示や販売・運用・資産管理に関する規制という点は、先ほど述べた仕組み規制のないファンドに関する最小限の規制のところで達成できるかと思いますが、集団投資スキームについての最低限の監督という点は、立法

を待つ実務界の方々にとっては気になるところであります。

私の考え方としましては、最初に言及いたしましたとおり、問題が起こった場合の検査権限あるいは処分権限が最終的に担保されていれば、この仕組み行為を外す要件とすることが可能ではないかと考えております。

5 資産運用業者の規制

具体的に、まず資産運用業者の規制について言及してまいりたいと思います。

(1) 参入規制

資産運用業者の規制として、まず第1に、参入規制が取り上げられております。

「中間整理」では、参入規制につきましては、原則登録制とし、財務の健全性の確保、コンプライアンスの実効性（これは、コンプライアンス体制の構築ということだと思います。）、経営者の資質といった適格要件（fit and proper）などに配慮しながら、業務内容に応じた要件を定めるべきであるとしております。

これにつきましては、3つのレベル感を出しております。1つ目は、現行の証券会社に対応する幅広い投資商品の勧誘・販売あるいは保護預りの資産管理を行う業者について、現行の証券会社と同等の参入規制とすることになっております。一定の登録要件を定めた上での登録制ということになるかと思っております。

2つ目のレベルが、流動性の低い商品のみを勧誘・販売し、保護預りを行わない業者あるいは顧客資産を預からない投資顧問業者につきましては、自己資本規制などは適用しないこととするなど、現行の法律が定める参入規制に配慮しつつ、横断的に整理するとなっております。

3つ目のレベルは、証券仲介業に対応する、ほかの投資サービス業者の委託を受けて、投資サービスを提供する業者については、財務規制を最低限と

するなど、その枠組みを維持することになっております。

ここで一般的な投資サービス業者の参入規制については、3つのレベル感
が示されているわけですが、はたして資産運用業者がこの3つのレベル感の
どこにフィットインするかということが判然といたしません。

公募ファンド以外のファンドは、ファンド持分に転売制限が通常ついてい
ますので、流動性が低いですし、ファンド運営者は投資商品そのものである
集団投資持分を保護預りすることはないため、推測ですが、2つ目の類型に
当たるように思われます。しかしながら、他方で、ファンド運営者は投資者
の出資に基づき、ファンド財産を運用管理する権限がありますので、他人の
資産を預かるという要素がないわけではありません。したがって、2番目の
レベルなのか、それとも1番目のレベルになってしまうのが懸念されるこ
ろです。

「中間整理」では、原則登録制としておりますが、そもそも、詐欺的な金
融商品の販売を行っている者の多くが無登録業者であるという認識が示され
ています。

そうであるならば、無登録業者を罰則をもって規制しつつ、行政上の監督
権限としては、登録業者において業務上の問題が起こった際の検査・処分権
限があれば十分ではないかと考えます。

また、ファンドの資産運用業者につきまして登録制を仮にとった場合に、
最低資本金あるいは自己資本規制、純資産額規制等の財産的基礎を要件とす
ることになりますと、投資者に対して一定程度の安心感を与え、あるいは損
害賠償の担保となるという観点からの利点はありますが、他方で金融イノ
ベーションに資するアイデアをもった者が新規参入してくることを阻害する
ことになりはしないかということが懸念されます。したがって、このような
財産的な要件は極力避けるのが適切であると考えます。

(2) 集団投資スキームに対する行為規制の視点

資産運用業者の参入規制に引き続きまして、行為規制に進んでまいりたい

と思います。この行為規制につきましては、平成 11 年 7 月の集団投資スキームに関するワーキンググループ・レポートにおきまして、集団投資スキームに対して行為規制をするならば、こういう視点が重要であるという形の整理がされておりますので、ご紹介申し上げます。

資産運用型の集団投資スキームでは、事前に定められた基本的な投資方針に従いつつ、他方で資産運用業者が投資者から集めてプールした資金を一定の裁量により運用するということが行われます。したがって、この裁量があるというところから、利益相反行為による弊害発生を防止するという観点、また事前に決められた投資方針に従って資金を拠出しているわけですから、その投資法人にのっとった運用が行われるという視点が重要になるということが示されております。

そのほか、行為規制に関連して、レポートでは、集団投資スキームは、仕組みが複雑であるのみならず、2つの大きな構造的な問題があるとの重要な指摘がなされております。

1つは、ファンドの参加者である一般的な投資者は、ファンドの財産に対して、支配・管理を行っていない受動的な存在ですので、ファンド運営者がその裁量によって不正行為や利益相反行為を行う余地があるという問題です。

このような問題に対応するために、情報開示を十分に行う、また投資者の権利行使、外部チェック等のガバナンス機能を活用する、あるいは受託者責任、行為規範の明確化によって対処するのが規制のあり方だという視点が示されております。

もう1つの構造的な問題が、集団行動の問題です。多数の投資者が資金あるいは財産を出捐しますので、各投資者にとっては、ファンド運営者の行動について個別にモニタリングするというインセンティブが欠如しているということがあります。

このような構造的な問題がありますので、単独の投資者の権利行使可能性を認め、あるいは第三者による外部チェック等のガバナンス機能を活用し

て、このような集団行動の問題を解決できないかということを規制のあり方の視点として示しております。

(3) 行為規制

そこで、集団投資スキームに対する行為規制として、「中間整理」で掲げられているところにつきまして、進んでまいります。

まず、受託者責任につきましては、資産運用・助言業者につきましては、善管注意義務、忠実義務、自己執行義務、分別管理義務、これらのものを規定すべきであるとの考え方が示されております。

他方、これらの受託者責任を具体化した義務としては、必ずしも資産運用・助言業者に限りませんが、適合性原則、最良執行義務、価格公表義務など、証券取引法や投資顧問業法において定められている義務について、その内容を再検討しつつ、金融商品やサービスの性質を踏まえて横断的な義務づけを行うという考え方が示されています。

ここで言及されている受託者責任では、他者の信認を得て一定範囲の任務を遂行すべき者である fiduciary という英米法上の概念が、受託者という表現で用いられております。

平成 11 年 6 月の集団投資スキームに関するワーキンググループ・レポートでは、この受託者責任につきまして、例えば忠実義務等については各法律ごとにその規定条項についてばらつきがあり、またその具体的な内容は明確にはなっていない場合が多いということが報告されております。

このような受託者責任につきまして、具体化・明確化の方法として 3 つほどレポートの方では言及しております。1 つ目は、法令による対応です。2 つ目は、自主規制団体等が、場合によっては利用者も含めた形での参加者が、自主ルールとしてガイドラインを策定する方法です。3 つ目として、ファンド契約書等によって当事者間の責任関係の明確化を図る方法が示されております。その中で注目されるのは、法令による対応を受託者責任についてはかかる場合には、その内容が弾力性に欠けるおそれがあることが指摘されている

点です。

多様なファンドがあり、またさまざまなファンド運営者がいることを考えますと、法規制で硬直的な受託者責任の具体的な規定を設けるよりは、むしろ一般的な忠実義務あるいは善管注意義務というものを定めるにとどめるのがよいと考えます。そして、このいずれかの義務について例外を創設すること、あるいは具体的なファンド運営者の責任関係を明確化することにつきましては、先ほどから述べているのと同じような考え方ですが、投資者に開示することを前提に、ファンド契約による自治を認めてしかるべきであると考えます。

また、ここにおきましても、必要があれば、実情に合った形の自主規制団体等においてガイドラインを策定していくのが実務的ではなかろうかと思えます。

ファンドの資産運用業者の善管注意義務の履行に当たりましては、特段、「中間整理」では言及されていませんが、実務的な問題としましては、米国のプルーデント・インベスター・ルール（prudent investor rule）を参考にし、あるいはそれにのっとって行っていくことになろうかと思えます。

6 販売・勧誘業者の規制

ファンドの仕組みあるいは資産運用・資産管理に直接かかわる話ではありませんが、ファンドの出口あるいはファンド投資家に対して勧誘していくという局面につきましては、横断的な投資者サービス法の規制がかかってまいります。この販売・勧誘業者の規制につきまして、ファンドに関連して気になることに限って言及してまいりたいと思います。

(1) 営業概念

まず、「中間整理」では、販売行為が「営業」に該当するか明らかではない場合が多いのではないかと指摘があったため、その指摘を踏まえた上で業として規制の対象とする範囲について、営利性などを要件とせず、可能な

限り広くとらえることが望ましいと整理されております。また、発行者自身による販売・勧誘行為についても、業者ルールによる規制の対象とすることが適当であると述べられております。

ここで1つ例をお考えいただきたいと思います。実務上、流動性のないファンド投資持分につきましては、その譲渡希望がある場合に、ファンド運営者はそれを放っておくことはせずに、第三者を紹介してその売買を媒介する、あるいはみずから売買の当事者となってあげることがよく行われております。

現在の法規制では、このような売買を媒介しても、紹介・仲介・あっせん手数料その他の対価をとらない限りは、「営業」とはなりません。したがって、業者規制には服しないことになります。また、転売予定でいったん自己取得するとしても、時価変動のほとんどない投資持分、例えば未公開株式が組入資産であるようなファンドにおける投資持分を、短期間で取得原価で譲渡する場合は、営利目的は認められないことになると思います。このような場合は、引受けの「営業」には該当しないと考えられると思います。

しかしながら、「中間整理」で示されているように、営利性を要件としない場合には、これらの無償でサービスとして提供している、流動性のないファンド投資持分に関する仲介機能まで、販売・勧誘規制に服することになってしまいます。そのようになりますと、そのような業者規制の負担があるのであれば、仲介をしないというファンド運営者が出てくることが懸念されます。したがって、結局、流動性のないファンド投資持分についてなかなか売ることができないという、一般投資者の投資回収に関する悪影響が懸念される事態が生じるのではないかと思います。

したがって、販売・勧誘業の定義につきましては、営利性を、一般的に要件として維持するか、あるいは本件を含むような一定の場合には適用除外とするという手当てが必要になってくることと思います。

次に、もう1つ例をお考えいただきたいと思います。(レジュメ別紙2の)1つ目の図によって、匿名組合を使った不動産ファンドの事例についてお話

ししたいと思います。

まず、不動産所有者のオリジネーターは、信託銀行を受託者として不動産に信託を設定し、信託受益権を取得します。オリジネーターは、有限会社に対してこの信託受益権を譲渡し、その信託受益権をベースに、有限会社が匿名組合の形で投資家を募ります。投資家から払い込まれた資金をもって、有限会社はオリジネーターに対して代金を支払う、という一連の取引がなされます。

このような事例におきまして、信託受益権に投資する匿名組合契約の出資持分は、みなし有価証券に該当するのではないかと考えられます。

このような場合に、不動産会社であるスポンサーが匿名組合出資について投資家を勧誘することにつきましては、このスキーム全体に関連して、投資家を勧誘することによって不動産会社が経済的な利益を得ているとみられるリスクがあります。そこで、業者規制がかかってくるリスクがあるために、不動産会社であるスポンサーが投資家を直接勧誘することは難しいということになります。

そこで、どういう形で投資家を集めるかということになりますと、匿名組合の営業者である有限会社は、現行の証券取引法ではみなし発行者になっておりますので、有限会社は自己募集として投資家を勧誘することができます。

この場合、有限会社はハコに過ぎないわけですが、スポンサーである不動産会社が有限会社の設立発起人に就任し、その有限会社の開業準備行為として匿名組合の出資者を勧誘することは、発行者の自己募集と同様に考えられ、一般には証券業には該当しないという見解が、平成 16 年 11 月の金融庁のパブリックコメントに対する回答において示されております。

また、スポンサーである不動産会社から出向した者あるいはオリジネーターから出向した者が、有限会社の役員あるいは職員として投資家を勧誘することも、労働契約がきちんとある限りにおいては有限会社の役職員ということになりますので、みなし発行者が自己募集する形で投資家を勧誘できるという見解が、平成 16 年 11 月の金融庁のパブリックコメントに対する回答

において示されております。

販売・勧誘業者規制につきましては、発行者自身による販売・勧誘行為は、今お話ししたとおり、自己募集として業者ルールの規制対象外になっておりました。しかし、「中間整理」では、発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象とすることが適当と述べられています。

ここにつきましては、業者ルールによる規制の対象とすることが適切なのか、それとも業者ではない一般的な市場参加者が服すべき市場ルールあるいは取引ルールに服すれば十分なのかという問題があり得るところだと思います。

なるべく行政による後見的な監督を少なくして、円滑な資金供給を可能にし、金融イノベーションを盛んにしたいという観点からは、必ずしも業者ルールをかける必要はなく、一般的な市場ルールあるいは取引ルールによる規制で十分ではないかと考えます。

(2) 適用除外

また、「中間整理」のように業者ルールをかけるという考え方をとった場合でも、適用除外があります。「中間整理」では、これまで証券取引法における業者ルールを適用する必要がないとされてきた株式会社自体による自社株式の募集や、集団投資スキームの仕組み行為時における形式的な販売・勧誘行為規制の抵触などについては、例えば、自社株式の募集などについて取引ルールの適用が必要であると考えられる一方、業者ルールについては投資家保護に支障のない範囲で適用除外とするような措置を講ずることが望ましいとしております。

ここで、集団投資スキームの仕組み行為時における形式的な販売・勧誘行為規制への抵触について言及されております。しかしながら、具体的な取引ルールの適用が必要であって業者ルールは投資家保護に支障のない範囲で適用除外という点については、自社株式の方は言及がありますが、集団投資スキームの方は言及がないということが懸念されるところです。この点につき

ましては、先ほど述べましたとおり、集団投資スキームのみなし発行者についても、業者ルールではなく、一般的な取引ルールあるいは市場ルールで十分ではないかと考える次第です。

（レジュメ別紙2の）2つ目の図では、スポンサーである不動産会社みずからが匿名組合員となって、投資家1名で組成する不動産ファンドについて記載しています。

スポンサーみずからが匿名組合員となってこのように出資するスキームを組む場合には、実態としては、どのような不動産についてどのような投資スキームをつくり上げるかについて、投資者であるスポンサーみずからが主体的・能動的な投資判断を行っています。形式的に発行者とみなされます有限会社の方からは、何ら実質的な投資勧誘が行われるわけではありません。したがって、発行会社からの投資勧誘を基礎として投資家が投資判断を行うということがフィクションである場合であるといえると思います。

このように、既に投資判断を固めた投資家が、自発的に有価証券あるいはみなし有価証券の取得を申し込む場合には、勧誘行為が前提とされない場合があるという整理ができるのではないかと考えております。

現行の証券取引法上も、例えば、銀行が顧客の書面による注文を受けて証券の売買を行うことができること、また、外国証券業者の適用免除の関係で、勧誘ないし勧誘類似行為をすることなく国内からの注文を受けて外国から一定の証券取引をすることが認められていることからしても、このような「勧誘なき注文」という概念が業者規制上認められていると考えられます。

したがって、2つ目の図のような場合、すなわち、投資家みずからがスキームをつくり上げて、有価証券あるいは集団投資持分を取得するような場合については、「勧誘のない取得」という概念を認めることができ、したがって、特にだれか証券会社のような仲介者を介することなく、また、のみなし発行者である有限会社が勧誘するというフィクションを使わずに、投資家が有価証券あるいは集団投資持分を取得するという類型が認められるのではないかと考える次第です。

なお、業者規制の文脈で「勧誘がない」という整理をしたとしても、情報開示規制の文脈では、どうしても募集か私募かの二者択一になっていますので、実務的には、私募の要件を遵守し、また、転売の際には私募の場合の告知義務を履行することによって、情報開示規制を遵守することが適切であると考えております。

7 ディスクロージャー規制

投資サービス法におけるディスクロージャー規制がどのようなになるかはまだ予断を許しませんが、今年平成 17 年 6 月のディスクロージャー・ワーキング・グループのレポートの中で、ファンド規制に関連しそうなところについて、2 点ほどお話ししたいと思います。

(1) 証券取引法上のディスクロージャー規制

まず、前提として、現行の証券取引法上におけるディスクロージャー規制は、株式、社債等といった伝統的な投資商品をもともと念頭に置いてつくられている制度です。そして、このような伝統的な投資商品は、不特定多数の投資者に保有される可能性があるため、有価証券届出書、有価証券報告書等による公衆縦覧型の間接開示制度を中心に、制度が構築されております。その間接開示制度にプラスして、発行開示の局面においては、目論見書による投資者に対する直接開示が行われているということになります。

(2) 流動性の低い証券に対する公衆縦覧型開示の見直し

このディスクロージャー・ワーキング・グループ報告では、流動性の低い証券に対する公衆縦覧型開示の見直しが取り上げられております。その中で、譲渡性が制限されている有価証券については、当該有価証券に係る潜在的な投資者が存在しない、あるいは限定されるため、有価証券の発行時における有価証券届出書や有価証券報告書の提出といった公衆縦覧型開示を求めている必要性が乏しいという認識が示されております。

したがって、有価証券の発行時に、あるいは、その後継続的に情報開示を行う際に、有価証券の所有者に直接開示をすれば十分であって、公衆縦覧型開示を免除することを検討することが述べられております。

ファンドについてみますと、公募型ファンドは別にしまして、一般的に、組合型ファンドには譲渡制限がついている場合が多いという状況があります。そのような譲渡制限がついている集団投資持分については、一般的な市場が存在しないため、一般投資家向けの公衆縦覧型の間接開示をさせる必要がなく、当事者あるいは参加者に対する直接開示のみを義務づければ十分であると考えております。したがって、ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告の方向で立法がなされるとよいと思っております。

(3) 証券の性質に着目した見直し

ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告では、もう1つ、有価証券の性質に着目した見直しということが掲げられております。ファンドに関連しましては、類似の有価証券間における開示規制の不整合があるということが関係しますので、最後にご紹介申し上げます。

この開示規制の不整合という点につきましては、投資信託証券のうち投資証券のみが現在発行登録制度の対象とされていて、それ以外の投資信託証券やABSについては発行登録が認められていないため、投資信託証券やABSについても発行登録を認めて円滑かつ迅速な資金調達の可能性を確保することが必要と考えます。また、議決権証券のうち投資証券のみが大量保有報告書制度の対象外とされていることも報告書で取り上げられておりますので、この点も手当てされることが必要と思います。

以上、必ずしも網羅的ではありませんが、今年平成17年7月の「中間整理」を踏まえつつ、投資サービス法立法に当たりまして、私がこれまで検討して考えるところについてご報告させていただきました。至らない点が多々あるかと思いますが、いろいろご教示いただければ幸いです。ありがとうございます。

ました。

江頭共同会長 どうもありがとうございました。

投資サービス法の「中間整理」につき組合型ファンドというものを念頭に置いたときにどういう問題点があるかについて、大変詳しいご説明をいただきました。

私も、数年前、ベンチャー・キャピタルをゼミで扱ったときに、ベンチャー・キャピタルの方から話を伺ったりしたことがあったのですが、これほど詳しいお話を聞くのは初めてで、大変興味深く伺いました。

討 議

江頭共同会長 どの点でも、ご質問、ご意見をお願いします。中村さんは松尾さんに質問したいということかもしれないのですが、きょうは、中村さんに質問する研究会ですので。もちろん逆であってもよいのですけれども。

どうぞ、どの点でもお願いいたします。

松尾 OBS それでは、私も中村先生にお伺いしたいのですが。

江頭共同会長 そちらの方が順序が先ですね。どうぞ。

松尾 OBS 現時点でどういう方向性かというのは、また後ほどコメントさせていただきますが、実務がどうなっているかということを幾つかご質問させていただきますと思います。

1つは、(資料1) 5ページのところで有限責任事業組合のことをいわれているのですが、法律上は組合員の人数制限とかはないと承知していますが、まだ施行したばかりであります、実務的にLLPを使う場合、大体どれぐらいの組合員というイメージなのかということを教えていただきたい。

2点目は、7ページ目の組合型ファンドの持分ですけれども、一般的に実務的に譲渡制限というものがかかっているのか、かかっていないのか、一部の組合についてかかっているのか、他方、一部の組合員についてはかかっていないのか、どういう実務的な扱いになっているかということを教えていた

だきたい。

3点目は、同じ7ページ目、分別保管で、組合名義の銀行口座というのがあるのですが、これは匿名組合とか民法上の組合ですと、どういう名義になるのか。

あと、8ページ目、自主規制団体でガイドラインということがあるのですが、今、民間における団体としてベンチャー・キャピタル協会とか、プライベート・エクイティ協会というのが新しくできたと聞いていますが、そうした団体で何かガイドライン的なものをつくられているような例があるのかどうか教えていただきたいと思います。

中村委員 1つ目のLLP法に基づく有限責任事業組合の人数のイメージですけれども、私のご相談を受けている案件では、数名ないし数社で、イメージとしては10にはなかなかいかないのではないのかという感覚をもっております。

ただ、場合によって、研究開発を共同で行うようなケースにおいては、もう少しふえてくることもあると思いますが、そのような事例はそう多くないものというように思います。

2つ目の、組合について譲渡制限が一般的にあるのか、それともどうなのかというご質問ですけれども、ポイントが2つあります。1つ目は、組合契約自体の話としまして、一般的にファンド運営者の同意がない限りはファンド投資持分を譲渡できない形になっているのが圧倒的多数です。そういう形での譲渡制限がついています。これはどういうファンドを立ち上げるかによるので、ファンド運営者の方針あるいはファンド契約の中身次第ではありませんけれども、投資ファンドの場合には、圧倒的多数に譲渡制限がついています。2つ目のポイントは、みなし有価証券化されたことに伴って転売制限が入っているということです。したがって、プロ私募あるいは少人数私募で、それぞれプロ以外への譲渡禁止あるいは一括転売以外の譲渡禁止という制限が入っておりますので、そういう観点からも一般的な市場というものはないというように考えられるのではないかと思います。

3つ目の分別保管ですけれども、有限責任組合と任意組合につきましては、組合名義での銀行口座を開設可能ですが、匿名組合につきましては、もちろん営業者名義になってまいります。そこで倒産リスクからの隔離に難点が生じるということで、有限会社と匿名組合の2層構造をとることによって解決するということが行われていると思います。

4つ目の、ベンチャー・キャピタル協会あるいはプライベート・エクイティ協会の方で何らかのガイドラインの作成があるのかというご質問ですけれども、今までのところ、特にそういうガイドラインというものを定めたという話は伺っておりません。また、自主規制を行うような団体という位置づけも、現在のところはされていないということになります。

松尾 OBS 1点だけですが、別紙2で、いわゆるYK・TKスキームがあるのですが、ちょっと勉強不足で申しわけないのですけれども、YKを使うとして、イコール有限会社を使うというのは、なぜ有限会社という仕組みを使われるかを教えていただけますか。

中村委員 スポンサーが投資家を募ってみずから営業者になってしまうと、先ほど申し上げたように、スポンサーの財産と投資家が出資した財産が混同してしまうということで、独立のエンティティーとして有限会社を利用するということに理解しています。

松尾 OBS ビークルとしては、世の中には有限会社以外もあるわけですね。

中村委員 そうですね。

松尾 OBS その中で有限会社を使われるというのは。

中村委員 最近は有限責任中間法人も使われてきているようですが、有限責任中間法人与有限会社の選択の詳細につきましては承知しておりません。あとは、日本では300万円で設立することができるということで、有限会社が当初活発に用いられた理由の1つだと思います。

松尾 OBS ありがとうございます。

森本共同会長 ついでに関連してよろしいでしょうか。いろいろところで、自主規制団体で実情に合ったガイドラインを策定するというのが、弾力性の

ある円滑なものではないかという指摘があるのですが、先ほどのように、現状はそういうことはないわけですね。そして、ご趣旨は、登録制と届出制だったら届出制の方がいいということで、届出制という形に載せれば、こういう動きも自然と起こるというのか、あるいは、やはりこういうことは法律で規定する必要があるのか、そこら辺のお考えをお教えいただけたらと思います。

中村委員 それについての考えは、特にこれと決まったものがあるわけではないのですが、ここで表現としては、自主規制団体という表現を用いていますが、それは別に親睦的な業界団体であったとしても、ガイドラインを示す意義というのはあるというように思っています。一般的に法令において、利益相反の処理とか、あるいは受託者責任一般について細かいところまで定めてしまうと、法改正あるいは政令・内閣府令の改正をお願いするのは、非常にエネルギーが要ることになってきて、なかなか実務上回りにくいということがございます。

ただ、他方、一般的な形で法令で定めますと、一般的なファンド運営者にとってみると、法令の文言には善管注意義務とか忠実義務と書いてあるけれども、さて、一体どういうように運用したらいいのか、どういうように対処したらいいのかというのがなかなかわからないということがあるやにも仄聞しておりますので、そういうところに対しては、やっぱり何らかのガイダンスが必要だと思います。

それが従来の方法であれば、法令に定めなくても、例えば行政がこういう形はどうかということでガイドラインで示すという方法もあるかと思いますが、他方で、自主規制団体あるいは業界団体がガイダンスを示すということがあってもしかるべきであろうというように思います。

前田幹事 先ほどの松尾室長のお話とも関連するのですが、組合型ファンドの実態がわかりませんので、お教えいただきたいのですが、現在使われている組合型のファンドは、実質同じこと、あるいは実質それに近いことを、例えば投資法人を使ってやりなさいといわれれば、相当できるものも含まれているのでしょうか。

つまり、投資法人でやるなら、既に制度としての完成度は高いわけですね。規制も非常にやりやすい。投資法人を使うとなりますと、いろいろコストがかかるというような問題があつて、実務的には使いにくいということはあるのかもしれないのですけれども、実質それでできることを、それを使わずにやっているというような実態はあるのでしょうか。

中村委員 沿革的な話と現状での話という2つの局面があるかと思います。沿革的な話でいうと、投資ファンドのもともとの出発点として、ベンチャー・キャピタル・ファンドないしはプライベート・エクイティ・ファンドが日本における始まりだということがございます。そこにおいては、当初より、投信類似といわれないようにしようと、脱法的な投信ではないようにしようということに注意が払われておりました。

実際、投信法の歴史をひもときますと、昭和初期だったかと思いますがけれども、ある証券会社が組合形式で上場株式に投資するようなスキームを立ち上げたところ、それが脱法投信じゃないかということが問題になったということがありまして、そういう歴史も踏まえると、組合型ファンドにおいては、上場株式には投資をしないということを、民法上の組合の段階から行っていたということがございます。

そのような沿革から、投資事業有限責任組合についても、中小企業等投資事業有限責任組合法という形でできたときから、上場株式等については投資をしないということでしたけれども、経済産業省の後押しで、逆に投資対象がふえてきました。今、ちょうどそれがクロスオーバーしてきているということです。

現状において、投資法人でできることを、無理に組合型ファンドで行おうとしていることはありません。

従来、組合型ファンドを運営されてきた方たちは、現在、自由な形で運用しています。自由な形といっても、もちろん民法上の善管注意義務、そしてその内包されるところの注意義務と忠実義務に従った形で運用されていると思いますけれども、そのもとにおいて、組合契約にのっとった運営を行って

きております。そのようなファンド運営者は、投資法人資産運用業や投資信託委託業の認可をとっていないということがございますので、あえてそういう規制を受けることはしたくないということで、投資信託委託業者あるいは投資顧問業の方の許認可というものはとらないということでやっております。

あと、投資法人や投資信託と、組合型ファンドとの違いは、対象資産というところに出てくるかと思います。

前田幹事 投資法人についても、投資の対象は広げられてきていますし、法律上は分散投資する必要はないのですよね。特定の不動産だけに投資するというようなこともできる。そうすると、境界はかなりあいまいになってきているということですね。

江頭共同会長 投資顧問業の登録というのは取っているわけですか。

中村委員 まずとっていません。あくまでも共同事業としてやっているということで、従来、大蔵省時代の行政解釈があったので、それにのっとってやってきております。しかし、最近、金融庁の担当官による解釈の変化があり、話し合いという点を重視しているということがあります。

黒沼委員 ファンドの届出・登録の話なのですが、これはその目的をどこに置くかによって、結論はいろいろと変わってき得ると思うのですね。その目的が何かというのもまた難しいのですが、結局は監督ということだろうと思います。

私が1つ疑問に思ったのは、届出制で監督の体制ができるのかということなのです。届け出なければ罰則を適用する、それから、届け出た書類に虚偽記載があれば訂正命令ができるというのはわかるのですが、登録の取消しのような処分がないのだとすると、届出でうまく監督ができるのかなという感じがします。

登録制であれば、その登録の要件は別に形式的なもので構わないのであって、恐らくは監督のためにその登録をさせるということでしょうから、そういう形であれば、特に負担にならないのではないかと感じました。

神田幹事 今のお話とは多少離れるかもしれませんが、間接的には関連すると思うのですが、よくいわれる話が、ご紹介があったような組合型ファンドというのは、これまで問題を起こしたことがないので、それに新たに規制を加えることはやめるべきだという意見でして、実態は確かにそうなのかもしれませんが、私がお聞きしたいのは、その理由はどこにあるかということなのですね。

例えば、それは組合型だから問題を起こしてこなかったのか、あるいは、先ほど数人とおっしゃいましたが、お金を出す人が数人にとどまるからなのか、あるいは、その数人が個人なのか法人なのか。個人でないのかは知らないのですけれども。最近よく挙げられる例で、平成電電というケースがあるわけですが、ああいうものとはおよそ違うとすると、どこが違うのかですよ。ですから、「私がやっているから大丈夫だ」といういわれ方をすると、線が引けないものですからね。

何をもって類型の線を引くかというときに、組合という法形式ではないと私は思うのですけれども、でも、そうなのか。あるいは、その人数なのか。お金を出している人の属性というか種類なのか。そういうようになってきますと、平成電電とどこが違うのか。あるいは平成電電も同じなのか、あれは例外であり、あるいは延長線に位置づけられるものなのか。そういうあたりはどのように整理したらいいのでしょうか。

中村委員 これも沿革と現状とに分けてお話しした方がいいと思います。沿革的には、ベンチャー・キャピタル・ファンドあるいはプライベート・エクイティ・ファンドについては、もともと1982年の導入当時は、不特定多数に対する勧誘が公募であるという枠組みがとられていたということがありまして、特定かつ少数の者に対して勧誘を行うことにしようということで、投資ファンドの歴史は始まっています。

また、実質的な持分をもって参加していただくために、当初は、出資金額の単位を非常に高く設定しておりました。それは1億円です。組合期間はたいてい10年です。最近は7年とか5年というのも出てきています。そうい

う期間、1億円を寝かせられる投資家というのは、非常に限定された投資家である。したがって、そのような投資家を勧誘できるファンド運用者は、おのずと優良なファンド運用者に限られていたということがございます。

しかしながら、ファンドビークルというものの認知度が高まって、いろいろな方がファンドを運用して一般の方からお金を集めることができると気がつき始めてからは、別に法律のどこを見たって1億円ということは書いてないよねということで、そのような大口の投資家あるいは機関投資家に限らない、一般の投資家からもお金を集めるようになりました。それがだんだん進んでくると、ビークルの形はそもそも問いませんが、通信設備に関する匿名組合のようなファンドができてくるという話になります。

それで、組合型ファンドだから悪質なファンドが少ないかといわれると、ファンドだからというのは理由にならないと思います。ただ、それは会社であっても、同じことだと私は思っていて、一定の事例があれば、一定量の悪質な事例はどうしても出てくるというふうに思います。会社であったとしても、一般の投資家さんから、うちの会社は公開するから、今、株を買えば安いということでどんどん出資を募って、そのままお金を集めた人がドロップするというケースは、まああり得るわけですね。同じようなことは組合であっても起こり得ます。

しかしながら、会社におけるそのようなケースというのは、非常に例外的な場合だと思います。集団投資スキームにおけるそういう悪質な事例も、やはり例外的なものだと考えます。会社におけるそういう悪質な事例が、会社の登録制という形で規制されていないのであれば、ファンド投資スキームにおきましても、登録制というものをことさらに導入する必要はないのではないかと考える次第です。

黒沼委員 先ほどは自分で何をいっているかわからなくなってしまって、途中でやめてしまったのですが、結局、登録を取り消したときにどういう効果が生じるのかが問題だろうと思うのです。登録を取り消すと、清算しなければならないという形で、出資者にお金がきちんと戻っていくようにするのか。

あるいは、登録と同時に資金を一定程度プールさせておいて、そこから返還するような方策をとるのかによって、届出・登録義務の目的を果たすための何かうまい制度を組むことができるかどうかということがポイントになるのではないかと思います。

松尾 OBS 黒沼先生から、ファンド自体の届出や登録は一体何を目的にしているのかというのがありまして、私は8月に来たものですから、「中間整理」が出た後ということで、私なりの理解では、あそこにいろいろ書いてあるのは、恐らく現行法でSPC法があるというのが念頭にあるのかと理解しています。つまり、SPC法は、ご承知のように最初は登録制で、それがゆえに、業務是正命令とか、監督手段もあった。その後、2000年の集団投資スキーム、中村先生がご紹介された、以前の集団投資スキームの見直しの結果、届出制にして、最低資本金も下げて、設立しやすくなったということがあるかなと理解しています。

結局、あの仕組み規制の目的は何かというと、監督の面を強調すると、だんだん業規制に近くなるのですね。仕組み規制イコール業規制と仕組みのいいのかどうかと個人的には思っていました、そうすると、あの目的としては、私はむしろ、世の中にはファンドがいろいろありますねという実態を、当局として一定程度把握するための情報収集の目的かなというように考えておりまして、そうすると、黒沼先生のご指摘のとおり、制度というのは、ある意味で目的を達成するための手法というか手段でございますから、そういう目的を達成する上でふさわしい仕組みを検討するということになろうかと思います。

先に申し上げればよかったのですが、実は、来週の24日の金融審議会第一部会で、集団投資スキームについてご審議いただくことになっていまして、その前の来週月曜日には私もオブザーバーで出ている、中村先生も委員でおられる経済産業省のファンド研究会があって、ファンドが大変ホットな1週間ということで、この研究会は大変時宜を得た形で参加させていただきまして、大変感謝しております。

中村委員 私も1つ質問をさせて頂きたいと思います。今の関係で、差し障りのないところでお伺いさせていただければと思いますが、1つは、情報収集の目的として整理された場合に、将来、国家的な後見監督をするようなことまでも必要ないだろうという私募ファンドについて、適用除外を想定できるのかという点です。

もう1つは、届出ということになった場合に、情報収集の目的が、スキームとファンド運営者に関する情報収集の目的にとどまるのか、あるいは出資者に関する情報収集も含むのかという点です。もし2つ目の質問について、後者、すなわち情報収集の目的が出資者に関する情報も含むということであると、かなり実務界では大問題になるかと思います。

松尾 OBS まさにご指摘の点は審議会でご議論いただくべき重要なポイントだと思います。結局、行政としてどこまで把握することが望ましいかというそもそも論にさかのぼるわけで、私募の場合まで把握する必要があるのかというご指摘はもっともな面もあるのですが、一方、現行法でも、例えばディスクロージャーで私募の場合であっても、一定金額以上のものは有価証券通知書の制度がありますとか、あるいは、ここはご批判もあるのですが、私募投信についての届出制もございます。ですから、私募についてどうするかは論点としては当然ありまして、それはまさに今後ご意見を拝聴した上で制度設計をしたいという点がございます。

あと、後者の情報収集の目的ですけれども、昨今、ファンドの出資者はだれだということがいろいろマスコミ上をにぎわしておるわけですが、投資サービス法の視点は利用者の視点が中心です。昨今にぎわしているのは、むしろファンドの行動がマーケットに影響を与えているのではないか。それはどういう形でマーケットの関係で整理するか。現在、金融審議会第一部会の公開買付制度等ワーキング・グループにおいて大量保有報告制度の見直しを議論しています。出資者がだれかというのは、投資サービス法上の利用者の観点からはちょっと違うのかなというふうに考えています。

中村委員 リアルなご説明をありがとうございます。

神田幹事 感想になってしまいますが、結局、この話というのは、沿革と実体が合わなくなってきたという話だと思うのですね。沿革的には、中村さんのいわれたように、証券投資信託法という世界は、一方ですごく固い世界としてあって、他方、ベンチャー・キャピタルという世界があって、それをすみ分けるためのルールとして、1億円ルールです、譲渡制限します、不特定多数にはしませんというようにやってきた。これは逆にいうと、従来の証券投資信託法というのは、ベンチャー企業には投資しませんとしてきた。未公開企業株式への運用は禁止だったのですね。また、証券投資信託は投資家50人以上に限る。2人から49人はなしだったのですね。1人というのは投資顧問業のことですけれども、そういうことをやってきたわけです。証券投資信託法の方は非常にかたい世界であったわけです。それが徐々に緩和されてきて、2人から49人は制度がないというのはおかしいのではないかなってきて、私募投信が解禁されました。

他方、組合型ファンドの方も、当時はすべて1億円ルールで事実上のルールとしてそろっていたようなことがなくなってきました、人数もよく見れば法律には書いてないし、もちろん譲渡制限だとしてもいいしなくてもいいでしょうという話になってきたのだと思うわけです。

そうやってきたときに、結局、法律論として何で線を引くかですよ。抜く類型なら抜く類型、入る類型なら入る類型を。一方で、恐らくものすごくラフに言えば、投資信託のようなかたい世界は、だんだん弱めていかなければいけない。実際にもそういう傾向だと思うのですけれども。そうでないものは、すみ分けて来たうちがいいのかもしれませんが、1つの例にすぎないにせよ、その延長線に平成電電もありという話になってきますと、ルールとしては、さっきおっしゃったように交錯してきますので、何かルールがあって、その何かが原則であり例外ですというようにしなければならない。それは繰り返しになりますけれども、法律上の要件として書かなければいけないのですよね。何がでは書けるけれども、誰がでは書くわけにはいきませんから。

そうってきますと、おっしゃるように、私も、株式会社だからどうだと

か組合だからどうだということではないと思います。そうすると、ファンド自体の届出制という点については、いまだにというか、投資信託法の世界では、2人以上はすべて届出なのですね。それで、組合理型ファンドのほうは投資顧問業法には当たらないという行政解釈で当時やっていたようですけども、本来からいえば、組合理型ファンドは2人以上の世界ですから、顧問業法ではなくて、本当は投信運用業に当たるかどうかということて機能としては整理しなければいけなかったはずのことてすよね。もっとも、今回の投資サービス法では、1人も2人以上も同様になるべきと思います。本来は、1人なら投資顧問業で2人以上なら投信運用業というのはおかしいと思いますので。そういう国は日本以外にありませんので。理想をいえば、運用業として一本化されるべきだと思います。

いずれにしても、そういうものに当たるとか当たらないとかいう話も、法形式を問わず連続的であるような気がします。それが株式会社だったらどうだとか、組合だったらどうだとか、信託だったらどうだとかことてはない。これらを主要3形態だとしますと。もっとも、組合の中にも、任意組合から匿名組合から、いろいろありますけれども。

ですから、何がそろえば適用除外となるべきなのか。やっぱり人数で線引きをするのか、投資家の属性でいくのか。さっきおっしゃったように、事故は起きるのだからというだけでは、法律は書けそうにありません。何を基準にルールを書くのかということて提案いただくと、非常にありがたいのですが……。現状から見ると、そうした線引きが難問であるように思います。

中村委員 もともと組合理型ファンドというのて、信託の法形式をとってないということて、投信法とは違う世界ですよという意識があって、その上で、それに準じた形できちんとやっていますということてやってきました。そういう意味では、もともと法制というのてピークルに着目した形でて法制になっておりました。ところが、今、ピークルにかかわらない横断的な法制をしようということて考えますと、従来、そもそも私募投信であってても投信

法上の届出が必要というのは、証取法上の開示が必要ないにもかかわらず、金融庁の方には届出をしないといけないということで、ここまで必要なかという疑問がありました。非常に煩瑣であるし、なおかつ、それで何らか金融庁がいいことをしてくれているのかということについての疑問がございます。

その点、そもそも投信法上の私募についての届出は、実務上問題があるというように考えておまして、そこで、ピークルにとらわれない法制を考えてみた場合に、ご提案したいのは、プロ私募あるいは少人数私募というように、人数と属性の2つの基準を業者規制についても設定し、公募型商品についてはあまねく業者規制をかけるとともに、ファンドについて届出を必要とするかわりに、そうでない私募のファンドについては届出・登録というものを外していいのではないかとこのように考える次第です。

黒沼委員 ただ、それだったら、ディスクロージャーの方の届出で足りるのではないかという考え方もできますよね。

中村委員 そうですね。それで規制の一元化ができと、本当はいいと思います。

松尾 OBS 人数のことですけれども、ディスクロージャーの届出のとき、少人数私募は50人なわけですし、アメリカの投資会社法は、ご指摘のとおり100人です。組合理型ファンドの場合、共同事業制ということを考える場合、例えば、では500人いたらどうか。これが果たして共同事業なのかとかですね。

中村委員 ちょっと誤解がなきようにと思いますが、私は共同事業性というところで区分するのが適当だとは必ずしも思っていない。むしろ人数ですね。

松尾 OBS 人数で考える場合、今のディスクロの私募みたいに50人ぐらいがいいのか、例えばアメリカみたいに100人ぐらいでも私募だと。アメリカの私募で、35人というのがありますよね。今のLLPの話で、10人以上いないのではないかとかですね。どれぐらいが真の意味での仲間うちの世界と

いえるのかというのはなかなか難しいなと思っていまして、実務的感覚からすると、どのあたりのイメージがおありでしょうか。

中村委員 そこについては、私は即答可能な回答をもっておりませんが、従来のままの50人でもいいのではないのかという感覚はあります。というか、ほかに動かす積極的な理由があるかというところですね。100にするのか、それとも accredited investors プラス35みたいな形にするのがいいのかというところについては、ちょっと判断しかねるところです。そのあたりの実務的な感覚のところを、もし証券会社の皆様の方で、お持ちでいらっしゃれば、教えていただきたいところです。

浅場 OBS 人数の問題からちょっと離れるかもしれないのですが、匿名組合契約を結ぶに当たって、結構悩ましい問題があります。人数が少なくなってくると、投資家の口うるさい方々が、匿名組合契約の中にいろいろガバナンスにかかわることも書き込みたがるわけですね。匿名組合員にすぎないはずといっても、例えば、デイリー・オペレーションではないのだけれども、投資対象のデューデューリをちょっとやりたいとか、営業者の業務執行にかなり踏み込んだような形の話言ってくるケースがあります。そういう意味では、人数が多くなれば、大体このような契約のひな形でやってますよということで通せるのですけれども、人数が少ない場合はケース・バイ・ケースで、まさにここでおっしゃられている受動性とは反対の方向なのですが、投資家がかなり踏み込んだことをいってくる。実際には匿名組合だけではなくて、任意組合でも、有責法の話でも、やっぱりそういう話がありまして、ガバナンスの点から見ても、かなり違いが出てくるかなという感じはいたします。

ですから、人数が少なくなればなるほど、そういった投資家のボイスみたいなものがどうしても聞こえてくるという形になるのかなという感じがいたします。ちょっと参考までなのですから。

中村委員 それは匿名組合の抱えている悩みであるので、「中間整理」にも使い勝手のよいファンド法制については今後も検討した方がよいというよう

にありましたけれども、有限責任性の担保された、投資対象についても制限のない、米国等の外国におけるリミテッド・パートナーシップ法みたいなもので、かつ税制上も transparent な形のものがあるといいと思います。ここは要望です。

黒沼委員 販売・勧誘についての規制なのですが、確かに「中間整理」では、発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象とすることが適当であるといっているのですが、これは業者としての登録を要するということではなくて、業者に適用されるのと同じルールが適用されるということだと思うのです。そうだとすると、これはファンド運営者が販売・勧誘行為を行う場合でも、そういう規制ぐらいただたかかけてもいいのではないかと。かけて当然ではないか。それがかかることによって、ここには「持分の譲渡による投資回収に悪影響を与える」と書かれているのですけれども、一たんつくってしまってからそういうルールがかけられると、困るかもしれませんが、最初からそういうルールがある場合には、ファンドが余りたくさんできなくなるという悪影響が考えられることは考えられるのですが、しかし、それは相手方の保護のためには仕方ないのではないかと思います。うのですが、いかがですか。

中村委員 業者ルールと一般的なルールの振り分けにかかわる話だと思います。どれほど業者ルールの方に盛り込まれるかだと思います。それで、その負担をファンド運営者がどれだけ避けたいと思うかという問題だと思います。

黒沼委員 例えば、断定的判断を提供してはならないとか、そういうルールは別にかかっても構わないのではないかと思います。

中村委員 業者規制の中でも、不公正取引にかかわるような、勧誘行為にかかわる部分については、本来それが業者規制であるべきところなのか、それとも一般的の不公正取引規制の方に持ってきてよいのかという問題意識がありまして、そういうところについて業者ルールというのであれば、不公正取引規制の限度であれば、やむを得ないというか、規制のあり方としては十分

理解できるというように思います。

ただ、その上で、財産的基礎がどうのこうのと、法令遵守体制がどうのこうのというところまで踏み込んでいくのかというあたりにかかわってくるかと思います。

黒沼委員 「中間整理」は、恐らくそこまで考えていないのではないかと私は理解していたのですが。

森本共同会長 中村さんの12ページのところと、資料でいただいた「中間整理」の8ページあたりだと思うのですが、確かにこの8ページの記述も、例えば適用除外のところでは、前段では集団投資スキームの仕組み行為云々があるけれども、適用除外のところでは自社株の募集しか書いてないとか、それで気になるとおっしゃったのですが、少しわかりにくいかも知りませんが、この8ページを合理的に理解しようと思って読んだ結論と、12ページで中村さんがおっしゃっていることと、それほど違いがあるのかなという感じがして。

それで私も、黒沼さんが最初におっしゃったように、悪者をベースにするのがおかしいという立場からは異論があるのかもわかりませんが、そういう実態があり、かつ営利性というのは非常にあいまいであることは確かなのですね。間接的にいろんな利益のためにやっていけば、広い意味での営利性ともいえるし、そういう意味で営利性概念でいろいろ法律のもんちゃくを起こすよりは、広げることにも合理性があるようにも思えます。しかし、中村さんがおっしゃるように、不必要なところは一般的に適用除外する。そういう形にした方が、例えばみなし発行者の自己募集でやったことも適用除外をきちっとすればうまくいくということで、むしろ広げた上、中村さんのご意見に配慮しながら、適用除外とかいろいろなことを考える方が、結論としてコストは安くなるかなという気がしたのですが。

少なくとも中村さんの報告をお聞きになって、松尾さんは、これをお読みになった印象とそんなに変わってないのではないかと思ったのですけれども、やっぱり基本的発想が大分違うのですか。

松尾 OBS 大変申しわけないのですが、「中間整理」の８ページがわかりにくいのは事実でございまして、ここの業者ルールの意味なのですけれども、例えば８ページの上の方で、「発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象とすることが適当」とされている意味は、私どもの理解では、まさに業登録のことです。ただし、何でもかんでも業登録すると、例えば、現行では証券会社でなくては扱えないのですね。証券会社の登録となると、最低資本金 5000 万円で、自己資本比率規制もかかるということで、例えば全国 100 万を超える株式会社の自己募集をすべて登録となると、これは現実的ではないので、下の方で、「株式会社自体による自社株式の募集」などについては、業者ルールについては適用除外してもいいのではないかとされているわけです。

一方、行為規制についてですが、行為規制というのは、こうこうこういう行為をしてはいけないと。ただ、その違反についてどうやって担保するかは、例えば、何か問題が起きたら民事上で担保するとか、あるいは、場合によっては刑事罰かもしれませんけれども。ということで、行政が何か措置するという事ではないという理解でございます。

そうすると、中村先生のご指摘のように、業登録の問題になりますので、では、何でもかんでもかかると、今、健全な業を行っている方々には大変ではないかという議論があって、では、そこをどこまでどうするのだというのが、まさに来週の審議会でご議論いただく点でございます。

森本共同会長 中村さんの直観は正しかったということですか。

黒沼委員 私の方が誤解をしていました。でも、恐らく結論的にはそれほど変わらないところに落ちつくだろうということですね。

松尾 OBS ここはちょっとわかりにくい書きぶりで、大変申しわけありませんでした。

山田委員 せっかくの機会なのでお伺いしたいと思いますが、先日、平成電電の事件がありまして、それを見て思いましたのは、昔、ドイツの灰色市場（grauer Kapitalmarkt）で匿名組合持ち分を新聞広告で販売したことです。

それについて投資サービス法で行為規制までいくのかどうかということをお伺いしたいのですが、調べた限りでは、投資持ち分は証券会社等を通じて販売したわけではないと思います。そうすると、まさにドイツで80年代、90年代に新聞広告で匿名組合持ち分とか、いわゆる灰色市場というところで行われた方法に非常によく似ているなというふうに思ったわけです。

ただ、ドイツの方では投資家保護改善法で確かに情報開示ということは聞きましたけれども、基本的に、例えば今回のように営業主自身が破綻をする、最終的には損害賠償請求をしても投資家は保護されないのではないかということになりますと、そのようにインターネットなり大手の新聞会社に広告を出して、直売の方法でそのような投資持ち分を1万9000人に販売をするという場合に、投資家保護としては大きな問題となります。先ほどの話ですと、機関投資家であれば、匿名組合契約でいろいろいたり、内容を見たりすることができるとは思いますけれども、小口の場合には、恐らくそういうような契約の交渉能力や、実際に公表された数字を見てもよくわからないということが出てくるかと思います。

松尾室長が同席されておられますので、ちょっと逆行するかもしれませんが、行為規制で、恐らく似たような事例が今後起こることも予想される。そういう場合に、ドイツの例では、かなり一般司法で判例法というものが大きな役割を果たしたと思うのですけれども、今後、業法としての金販法ないし投資サービス法でどのように行為規制というのを見ていくべきかという点、もしよろしければ、中村先生と松尾室長のご意見をお伺いできればと思います。

中村委員 あえて問題提起していなかったのですが、ファンド運営者、あるいはファンドの販売・勧誘業者についても、私募のファンドのみ取り扱う者については業者規制はかけなくてもいいのではないのかというように、実は個人的には思っています。

インターネット直販だったり、あるいは営業とかで1万9000人も投資家を集めているということであれば、それはとりもなおさず公募型ですので、

それこそ無届営業ということで罰則の対象になり得て、届け出たとしても、問題のある事例については、黒沼先生のご指摘がございましたけれども、例えば届出業者について何らかの行政処分をかけるという立法技術が可能であるならば、そういう方法で取り締まることが可能ではないかと思います。

松尾 OBS ご指摘の平成電電の事案では、二重の意味で現行の業規制の対象になっていません。まず第1に、この2分法は実務界からご批判が多いのですけれども、ファンドを単純に投資型ファンドと事業型ファンドに分けた場合、証取法のみなし有価証券で投資事業有限責任組合に類する投資を行う民法上の組合や匿名組合につきましては、証取法の対象になりましたが、それ以外の事業を行う民法組合や匿名組合につきましては、証取法の対象になっていないというのが第1点でございます。

したがって、平成電電の事案においても、新聞広告にも証券取引法の対象になっていないとちゃんと書かれておりました。

2点目は、あれは平成電電自体ではなくて平成電電システムという別の会社が匿名組合の営業者になっているわけでございますけれども、勧誘を行ったのが営業者自身ということで、まさに自己募集ということになりまして、現行の証取法上は自己募集につきましては販売・勧誘も業規制の対象になっておりません。

ですから、これを業規制の対象にしようと思いますと、まず事業型ファンドも商品として投資サービス法の対象にする必要がある。その上で、自己募集についても業規制をかける必要が出てくるわけでございます。この点をどうするかについては、まさにまた来週の審議会でご議論いただく点でございます。

これは難しいのは、世の中、エンフォースの手段が、刑事、行政、民事と3分類いたしますと、要は、金融行政として、一種詐欺的な事案にどこまで行政がエンフォースするのかということも問題提起であるとも個人的には考えておまして、いや、これは詐欺的な事案なので、刑事事件である、詐欺罪で対応すればいい、一般行政ではないという見方が1つあります。

しかし、私の感覚でもそうなのですけれども、大事件であれば刑事事件として取り上げられやすいのですけれども、一般の無登録営業は、現実として、なかなか取り上げられにくい面があります。そうすると、行政が出ていかないと放置されるというのがある。それでは、仮に行政がこういう事案でも対応するとして、結果的に事業型ファンドとか自己募集も対象になると、相当広がってくるわけでございますね。そうすると、適用除外をどうするかという先ほど来の議論に当然なりまして、森本先生がおっしゃるとおり、株式会社は全部入るのか、株式会社はある意味では事業型ファンドなのですね。では、合資会社、合名会社はどうするのかとか、大変難しい議論になってまいります。

あと、中村先生がおっしゃったとおり、では、公募はいいけれども、私募はどうするとか、あるいは似たような概念かもしれませんが、アマチュア、一般投資家向けであれば対象にするけれども、プロ向けまでどうかとか、いろいろ難しい問題提起がございまして、ここはまさに論点として私ども提示をさせていただいて、来週、ご議論いただく予定にしています。

黒沼委員 実は「中間整理」の方の話ですけれども、運用業者は投資サービス法上の業者でなければならないということが書かれていまして、他方で、運用業者が投資サービス法上の業者でない場合には「受託者責任や利益相反防止措置などについての規定を整備することが適当である」と17ページに書かれているのですが、これは運用業者による運用を義務づけるけれども、例外があるということを書かれたことなののでしょうか。字づらだけを見ると、矛盾しているようにも読めてしまうのですけれども。

単発のファンドのようなものを念頭に置いて、そういうものについては投資サービス法上の運用業者でなくていいけれども、受託者責任などの規定を適用する、そういう理解でよろしいのでしょうか。

松尾 OBS これは(3)の方は、投資商品を含む資産の運用を行う場合には、資産運用業者による運用を義務づけというようになっていまして、ですから、要は、投資商品を含む資産の運用を行う場合ではないファンド、つまり、先

ほど申し上げましたように、投資型と事業型に分けた場合は、(3)でいっているのは、投資型のファンドの場合は投資サービス法上の資産運用業者による運用を義務づけることが適当だと。事業型の場合は、例えば典型的に株式会社を念頭に置いていただければわかるのですけれども、まさに事業の運営を行っているのは会社の経営者であり、それを全部運用業者として義務づけるのはおかしいので、当然、ファンドも事業型ファンドも含めて広くとらえますと、資産運用業者による運用の義務づけがない場合もございますので、そういうことが念頭にあるということです。

江頭共同会長 いかがでしょうか。まだ若干時間ありますが、証券会社の方とか、ご質問、ありませんか。

永井 OBS 4ページで中村先生がお書きになっているような、アニメ、映画の製作委員会などへの投資では、山田先生がおっしゃるように、インターネットで実際に売られているものもあります。LLPを使うところも出てきたようですが、これが組合なのかどうなのか、松尾さんのおっしゃられた「事業制」とか、「運営者」とかいう概念に整理されないということもあるようです。運営業者というものがそもそもないというようなくくりでとらえてもいいのでしょうか。

中村委員 そうなると、全員参加型ではなくて、他者の努力に依存して収益分配というところにまきに入ってくるので、それはやっぱり法の規制の対象になってくるのだらうと思います。

あとは、みなし発行者だから業規制がかからないというよりは、人数基準と属性基準で適用除外をつくり、私募のファンドでないものを運営する者のみを届出業者とすればいいのではなかろうかというのが、今のところの私の持論ですので、インターネット直販についていえば、コンテンツファンドとか製作委員会みたいなものというのは、規制は多分あるのだらうなというように想像しています。

永井 OBS 現状が既に許されているものとして存在しており、何ら規制されていないので、そこが一般の人には理解しにくいのではないかと思うので

すが。

松尾 OBS 映画製作というのは、まさに事業型なのですね。現行上は対象になっていないですね。

関顧問 平成電電の話が出ていますけれども、法律で業者とかファンドとかに登録規制をかけるということは、もちろん先ほど松尾さんがいわれたように情報収集とかいうのはありますけれども、何か事件が起きたときに報告を徴集する権限とか、場合によっては検査をする権限とか、そういうものがくっついてくるといことになると思います。また、例えば、平成電電について活字になったものを見ると、被害に遭った人が残った財産を押さえようとしても、ほとんど実行する法的な手段がないというようなことも書かれています。ビークルの法的性格が何であっても、ああいう問題が起きたときに、悪い業者が問題を起こすケースというのはそんなに多くないにしても、きちんと対応できるようにしておく必要という問題はあるのだと思うのです。そのあたりは何ルールになるかわかりませんが、そういう面の検討というのは今後議論されるのでしょうか。

松尾 OBS ご指摘のとおりでございまして、行政が対応するのは行政上の権限でございます。今ご指摘の、投資家あるいは利用者が実際に被害をこうむった場合に、その金銭的な損失をどうやって回復するかという点につきましては、諸外国を見ますと、例えば、国が徴収したものを投資家に返すとかいう例がアメリカなんかにもございます。私、IOSCO（証券監督者国際機構）の仕事をやったときにアジアの中で調査したことがあるのですが、シンガポールとか、アジアの中でもこういう制度を持っている国がかなり多くて、この辺、日本はそういうのがまだ、課徴金がやっと入った程度というのが現状です。

日本でこういう新しい仕組みをつくるのは、法制的に大変難しい。つまり、これまでの法制的な蓄積のもとで議論されますので、課徴金などは典型ですが、利得か制裁かという議論で、利得が基準にならざるを得なくなっています。こうした問題は、今回の投資サービス法の議論には入ってきませんが、

将来の課題として、そういうのも国際的な動向を見た場合に検討課題には入ってくる可能性はあるだろうとは思いますが。

江頭共同会長 いろいろ問題点のご指摘等をいただきましたが、来週が重要な1週間のように、それに関する大変よい準備になったなと思います。中村先生、どうもありがとうございました。

きょうは、長時間ありがとうございました。

2005 年 11 月 16 日

第 9 回 証券取引法研究会

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～

森・濱田松本法律事務所
弁 護 士 中 村 聡

1 はじめに

(1) 議論の沿革

- 平成 10 年 6 月 5 日 金融システム改革 4 法の成立
- 平成 10 年 6 月 17 日 新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」
(金融を巡る諸問題に係る 13 省庁等の共同勉強会)
- 平成 11 年 6 月 30 日 集団投資スキームに関するワーキンググループレポート
- 平成 11 年 7 月 6 日 金融審議会第一部会「中間整理 (第一次)」
- 平成 11 年 11 月 30 日 集団投資スキームに関するワーキンググループ報告「横断的な
集団投資スキームの整備について」
- 平成 11 年 12 月 21 日 金融審議会第一部会「中間整理 (第二次)」
- 平成 12 年 4 月 28 日 改正資産流動化法・改正投資信託投資法人法成立
- 平成 12 年 5 月 23 日 金融商品販売法成立
- 平成 16 年 6 月 2 日 改正証券取引法成立 (みなし有価証券化、12 月 1 日施行)
- 平成 17 年 7 月 7 日 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」

(2) ファンドの役割の増大

BIS 規制、バブルの崩壊、不良債権問題

→銀行等の金融仲介機能の低下 →ファンドによるリスクマネーの供給

→銀行等の保有株式の放出 →ファンドによる株式取得の容易化

ファンド法制の整備

ファンドの認知度の向上

資本市場を通じた新しい金融仲介チャネル (市場型間接金融) の中心的存在となること
が期待されている (平成 11 年 6 月 CISWG レポート)

(3) 投資サービス法の考え方（中間整理）

①利用者保護ルールの徹底とその選択肢の拡大

- 幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備し、利用者保護を拡充する
- 多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供を可能とする

②市場機能の充実とその信頼性の向上

- 資本市場におけるルールの再検討
- ルールの実効性を確保するためのエンフォースメントの強化

③国際化に対応した制度の構築

- 市場法制の整備
- エンフォースメントの強化

(4) 規制の目的

投資サービス法の規制目的（中間整理）

- 英国金融サービス・市場法
 - ①市場の信頼確保
 - ②公衆の理解の向上
 - ③消費者の保護
 - ④金融犯罪の削減
- 金融・資本市場の国際化への対応
- 金融イノベーションの促進

集団投資スキームに関する規制の目的（平成 11 年 6 月 CISWG 報告）

- 透明・公正かつ効率的な金融取引を達成し、金融市場に対する信認を確保すること
- 金融仲介チャネルの新たな柱を構築すること
- 悪質商法の排除・取締りを直接の目的として集団投資スキームに関する法制・ルールを整備することは必ずしも適当でない

※ 投資サービス法の議論では、効率的な資源配分を可能とする資本市場の確立という観点が抜け落ちがち。

①適切な投資者保護の確保と②より自由な商品開発等を通じた金融イノベーションの促進あるいは円滑な資金供給手段の確立は車の両輪

2 規制対象となる集団投資スキーム

(1) 定義の趣旨

投資対象資産やビークルの形態に関わらず横断的に適用されるような定義とする

(2) 外国法制における定義

① 英国金融サービス・市場法

集団投資スキーム (collective investment scheme)

- 金銭を含むあらゆる種類の財産に関する取決めであって、当該取決めの目的または効果が当該取決めの参加者に対して当該財産の取得、保有、管理もしくは処分から生じる利益もしくは所得、またはかかる利益もしくは所得から支払われる金額に参加しまたはこれを受領することを可能にするもの
- 取決めは参加者が当該財産の管理に対して日常的な支配を行っていないものでなければならないこと（参加者が協議を受ける権利または指図を与える権利を有するかを問わない）（受動性）
- 参加者の出資金および参加者に支払われるべき利益もしくは所得がプールされること（共同性）、または財産がスキームの運営者によりもしくはその者のために財産が全体として管理されることのいずれかまたは両方の特質を有すること

② 米国証券規制

連邦最高裁判決によるハウイ基準 (Howey test)

投資契約 (investment contract) = 「証券」の一つ

- 金銭出資が行われること
- 共同事業であること（共同性）
- 利益が専ら投資者以外の者の努力によって生じること（受動性）

※ 米国では金銭出資が要件である

日本の投信法 (cf.組合)

投資信託：金銭信託（例外：ETF等）（投信法5条の3）

投資法人：現物出資の規定ない（投信法120条／新投信法82-84条（会社法207条非準用））

現物出資による投信も認めてよいのではないか。その際の現物の評価方法については、投資家への開示を前提に約款・規約による自治を認めてよいのではないか。

※ 金銭分配・払戻が必要か

日本の投信法 (cf.組合)

投資信託：収益分配について制限ない、元本償還は金銭信託（投信法5条の3）

投資法人：現物分配・現物払戻の規定ない（投信法136条・125条／新投信法137・125条）

現物分配による投信も認めてよいのではないか（1銘柄投信等）。その際の現物の評価方法については、投資家への開示を前提に約款・規約による自治を認めてよいのでは

ないか。

(3) 従来の定義

① 平成 10 年論点整理

仕組み行為者（スポンサー）が投資者の資金をプールし、これを専門家（ファンド・マネジャー等）が運用・管理する仕組み

② 平成 11 年 7 月中間整理・平成 11 年 6 月 CISWG レポート

2 種類に分類

- 資産運用型（証券投資信託、商品ファンド、実績配当型合同運用金銭信託等）
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ジャー等が各種の資産に投資・運用することによって得られたキャッシュフローを投資者に配分するもの
- 資産流動化型
特定の資産から生じるキャッシュフローを、専門家たるアレンジャー等が組み換えて主として多数の投資家に証券等を販売することにより資金調達を行う仕組み

投資の受動性と共同性をともに満たすことをメルクマールとする

- 資産運用型・資産流動化型のいずれにおいても、スキームの運営は専門家たる金融サービス業者に委ねられており、投資者が投資対象資産を直接支配・管理できない状況にある（受動性）。会社型のピークル等で投資者が議決権等を使用することによるガバナンス機能を有していても受動性の要件を満たす。
- 資産運用型では主として多数の投資家から集めた資金をプールして資産運用を行い、資産流動化型では特定の資産から生じたキャッシュフローを組み替えて主として多数の投資家に証券等を販売することにより資金調達を行う（共同性）

(4) 中間整理における定義

① 「集団投資スキーム」

(i)複数の者から(ii)事業のために金銭その他の財産の拠出を受け、(iii)当該財産を用いた事業を行い、(iv)当該事業から生じる収益を拠出者に分配することであって、次のいずれにも該当しないもの

- 拠出者の全員が事業の運営について日常的に関与している場合
- 各拠出者の拠出した財産がそれぞれ独立した事業に用いられ、各拠出者がそれらの独立した事業からのみ収益の分配を受ける場合

※アニメ・映画の製作委員会

アニメ・映画製作について、制作プロダクション、出版社、テレビ局、ビデオ販売会社、広告代理店等の関連企業が「製作委員会」に参加し、製作委員会が作品

の著作権を保有するとともに関連商品の販売やライセンス営業を行う。参加企業は単に資金だけを拠出するのではなく、全企業が実際に関連業務に従事する。法形式としては、従来、任意組合が用いられてきたが、平成 17 年 8 月の有限責任事業組合（LLP）法施行を機に LLP を用いたものが出てきている。

② 「集団投資持分」

集団投資スキームへの参加に基づいて収益その他の財産の分配を受ける権利（出資等持分、信託受益権等を除く。）

（例）投資事業有限責任組合契約持分、投資事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、有限責任事業組合契約、投資以外の事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、商品ファンド（組合理）、不動産特定共同事業（組合理）、ラップロ座、その他投資契約に基づく権利等であって、出資者が複数のもの

cf. 「出資等持分」（株式その他法人に対する出資又は法人の基金の拠出に基づいて法人の収益その他の財産の分配を受ける権利）
株式、協同組織金融機関への優先出資証券、SPC 優先出資証券、持分会社の社員権、有限責任中間法人の基金への拠出等

cf. 「信託受益権等」（信託の受益権）
銀行等の貸付債権の信託受益権、投資信託受益権、SPT、銀行等の貸付債権以外の信託受益権、商品ファンド（信託型）等

cf. 「単独投資持分」
(i)単独で(ii)事業のために金銭その他の財産を拠出し、(iii)当該事業から生じる収益の一部又は全部の交付を受ける権利

3 集団投資スキームの規制

(1) 基本認識（中間整理）

多様化するファンドのなかには、投資信託・法人法のような投資家保護を図るための販売規制・仕組み規制が適用されない状態のまま販売されるものも多数見受けられるようになってきており、一部には詐欺的なものもみられる。

ファンド全般について販売規制の対象として、販売にあたって必要と考えられる情報開示などを義務づけるとともに、資産管理、運用者の受託者責任、運用報告などについて、最低限の仕組み規制を適用することが必要である。

(2) ファンドの届出・登録

仕組み規制のないファンドについて、幅広く届出または登録を義務付け、監督を行う。
（中間整理）

※米国投資会社法における登録義務と適用免除

例えばプライベートエクイティファンドについては、登録義務からの適用免除として、①適格購入者ファンド免除（qualified purchaser fund exemption）や②私募投資ファンド免除（private investment fund exemption）が利用可能である。概括的にいうと、①については、ファンド持分が取得の際に適格購入者である者のみによって所有されていることと、公募を行っていないその予定もないことが要件である。適格購入者（qualified purchaser）とは、一般に、5 百万ドル以上の投資を有する個人または 25 百万ドル以上の投資を有する企業を意味する。また、②については、ファンド持分の実質的所有者の数が 100 以内であることと、公募を行っていないその予定もないことが要件である。

※私募ファンドと適用免除

情報開示規制との平仄、米国規制との均衡といった観点から、一般投資者への影響が大きい公募型ファンドとは異なり、国家法規制を及ぼす必要性が必ずしも高くないプロ向けファンドや少数人数私募によるファンドについては、届出・登録義務から免除してもよいように思う。法規制を適用するか否かについては、投資者の属性のみならず人数についても考慮するのが適当であると考ええる。

※ファンドの届出制と登録制

「詐欺的な金融商品の販売を行っている者の多くが無登録業者」（中間整理）であるならば、詐欺的なファンドの規制についても、無届ファンドを罰則をもって禁止しつつ、業務上の問題が起こった際の検査・処分権限があれば十分であるように思う。その意味で、登録制ではなく届出制で十分である。登録制をとって、登録要件の審査の形でファンドの「仕組みの適格性」を事前にチェックすること（およびその後も監督をすること）は、投資者が安心して商品を購入することができるという利点はあるが、他

方で業務上の問題がない大多数のファンドにとっては本来不要な時間と手間をかけさせることになって、スピード感をもった円滑なリスクマネーの供給というファンド金融の役割を制約し、規制のコストとベネフィットのバランスに疑問がある。そして、法規制で、「仕組みの適格性」の登録要件を設けるとすれば、硬直的な法文に制約されるか、あるいは逆に広汎な行政裁量に委ねることになり、金融イノベーションと円滑な金融仲介機能を阻害することになる。

(3) ファンドの資産管理

資産の内容に応じた分別保管の義務づけを行う。(中間整理)

受託した資産を自己の信用リスクから隔離するとともに、利益相反行為による弊害発生を防止する(平成11年7月 CISWG レポート)

※組合理投資ファンドにおける分別保管

金銭については、組合名義の銀行口座を開設し、ファンド運営者(GP)の財産と分別管理する。有価証券については、組合名義に書き換えるとともに、組合名義の保護預り口座または金庫にて、GPの財産と分別管理する。

(4) 運用者の資格要件

近年、ファンドについて、投資対象に有価証券が含まれるにも係わらず、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。法令の規定の実効性を担保する観点から、商品ファンド法同様、投資商品を含む資産の運用を行う場合については、投資サービス法上の資産運用業者による運用を義務づける。(中間整理)

※組合理投資ファンドと一任業務

任意組合の投資事業組合については、ファンド運営者が自らも出資して共同事業として共有に属する組合財産を運用することは、投資顧問業法上の一任業務に該当しない旨の解釈がとられていた(大蔵省証券局内投資顧問業関係法令研究会「投資顧問業法逐条解説」17・18頁・平成6年)。しかし、近時は、より限定的に、話し合いによって投資対象を選定するなど、他人から投資判断を一任されているといえない場合については、証券投資顧問業に当たらないが、組合理ファンドの形態をたっても、他人から投資判断について一任され、その投資判断に基づいて当該他人のために投資を行っている営業の実態があれば証券投資顧問業に当たるとの解釈が示されている(田原・端本・谷口・吉田「証券取引法等の一部改正の概要」商事法務1703号10頁)。

(5) 受託者責任・利益相反防止措置等

ファンドの運用者やファンド資産の管理者などファンドの業務に携わる者が投資サービス法上の業者でない場合、これらの者について投資サービス業者や会社法上の取締役の義務等を参考に、受託者責任や利益相反防止措置などについての規定を整備する。

(中間整理)

※組合型投資ファンドにおける利益相反処理

ファンド運営者（GP）が、自己勘定でも投資する場合、あるいは複数のファンドを運営する場合には、ファンドの利益との相反関係が生じる場面がある。そのような場合に備えて、ファンド契約の中に利益相反処理ルールを定め、出資者に対してこれを開示した上で当該利益相反処理規定に納得した者だけがファンドに参加することとされている。例えば、ある投資機会や組合財産の処分機会がある場合にどのように投資・処分機会を割り振るかという問題については、典型的には、各ファンドのコミットメント総額で按分したり、場合によっては各ファンドの投資方針を勘案することを明記することがある。また、各ファンド間の取引はファンド持分の特別多数の承認がないとできないと規定することが行われている。

※利益相反防止措置

中間整理でも「できるだけ基本的な義務を中心に規定の整備を行い、これを前提に個別の利益相反防止規定は減少させていくべきである」としている。多様なファンドがあり、様々なファンド運営者（GP）がいることを考えると、法規制で硬直的な利益相反防止の具体的な規定を設けるのではなく、一般的な善管注意義務・忠実義務を定めるにとどめ、利益相反処理方針については、投資家への開示を前提にファンド契約による自治を認めてよいと思う。また、必要があれば、自主規制団体で実情にあったガイドラインを策定するのがよいと思う。

※ガバナンス機能の活用

平成 11 年 7 月 CISWG レポートにおいては、集団投資スキームにおける運営・管理に直接ないし間接的に影響を与える手段としてのガバナンス機能を活用した規制を提言している。例えば、受託者責任の明確化を含むビークルの運営者の行為規範、投資者による直接の権利行使、第三者による外部チェック等である。

中間整理は、仕組み規制のないファンドについて受託者責任や利益相反防止措置等の規定の整備について言及するにとどめ、横断的な法制としては、投資者による直接の権利行使、第三者による外部チェック等を義務づけることを指向していないように見受けられる。

これらの投資者による直接の権利行使、第三者による外部チェック等によるガバナンスについても、投資者に対する情報開示を前提とした上で、ファンド契約による自治を認めるのが適切であると思う。

※組合型ファンドにおけるガバナンス

投資事業有限責任組合等の典型的な組合型ファンドにおいては、年 1 回の投資者総会、多数組合員による臨時投資者総会の招集請求権、一般組合員の代表者を含む諮問委員

会の設置等がある。また、特別多数の一般組合員の同意により、ファンド運用者の解任や（ファンド運用者の同意も必要だが）運用方針等の組合契約変更やが可能である。そして、やむを得ない事由がある場合には脱退が可能で、持分払戻請求権がある。

(6) 運用報告

ファンドが財務・運用状況などについて、投資家に定期的に報告することを義務づけることが適当である。（中間整理）

※組合型ファンドにおける運用報告

典型的な組合型ファンドにおいては、監査を経る年次決算財務書類の作成・送付、中間決算財務書類の作成・送付、半期毎、四半期毎または随時の投資報告等がある。

4 投資サービス業

(1) 資産運用

投資（金融）商品を含む、あるいは含みうる、資産の運用や投資信託など投資商品の運用を広く投資サービス法の規制対象とする（中間整理）

- 信託法の見直しなどによる投資信託のガバナンスの向上に併せて投資信託委託業者についても投資サービス法上の資産運用・助言業者として証券投資顧問業者と規制を一元化する
- 多様化する集団投資スキームにおいてその運用の適正性を確保するとともに運用方法の自由度を高めることが必要である
- 資産運用にまつわる詐欺的行為を効果的に防止する

(2) 販売・勧誘

集団投資スキームに係る投資商品についても、他の投資商品と同様に、その販売・勧誘は投資サービス法の一般的な販売・勧誘規制に服する

(3) 仕組み行為（スキームを組成すること（arranging））

適切な開示を含む、販売・運用・資産管理に関する規制とともに集団投資スキームについて最低限の監督が担保されれば仕組み行為自体についての規制は必要ないのではないかとの意見が多かった。（中間整理）

5 資産運用業者の規制

(1) 参入規制

参入規制については、原則登録制とし、財務の健全性の確保、コンプライアンスの実効性、経営者の資質(fit and proper)などに配慮しながら、業務内容に応じた要件を定めるべきである。(中間整理)

- 現行の証券会社に対応する幅広い投資商品の勧誘・販売及び保護預りを行う業者については、現行の証券会社と同等の参入規制とする
- 流動性の低い商品のみを勧誘・販売し保護預りを行わない業者、あるいは、顧客資産を預からない投資顧問業者については、自己資本規制などは適用しないこととするなど、現行の法律が定める参入規制に配慮しつつ、横断的に整理する
- 証券仲介業に対応する、他の投資サービス業者の委託を受けて、投資サービスを提供する業者については、財務規制を最低限とするなどその枠組みを維持する

※資産運用業者の参入要件

公募ファンド以外のファンドは転売制限があるなど流動性が低く、ファンド運営者は集団投資持分そのものを保護預りすることがないため、上記の 2 番目の類型にあたるように思われる。ただし、ファンド運営者は、投資者の出資に基づきファンド財産を運用・管理する権限がある点に特徴がある。

※業者の登録制

「詐欺的な金融商品の販売を行っている者の多くが無登録業者」(中間整理)であるならば、無登録業者を罰則をもって規制しつつ、行政上の監督権限としては、登録業者に業務上の問題が起こった際の検査・処分権限があれば十分であるように思う。登録制をとる場合、最低資本金、自己資本規制や純資産額規制等の財産的基礎を要件とすると、投資者に対して一定程度の安心感を与えることは確かであるが、金融イノベーションに資するアイデアをもった者の新規参入の障害になるため、要件とすることは極力避けるのがよいと思う。

(2) 集団投資スキームに対する行為規制の視点(平成 11 年 7 月 CISWG レポート)

資産運用型の集団投資スキームにおいては、事前に定められた基本的な投資方針に従いつつも、資産運用業者が投資者から集めてプールした資金を裁量により運用する
→利益相反行為による弊害発生を防止するという視点や、投資方針を遵守した忠実な運用指図の遂行という視点が重要になる

集団投資スキームの構造的問題

- ファンド運営者等による不正行為や利益相反行為が生じやすい(受動性の問題)
 - 情報開示規制の必要
 - 投資者の権利行使・第三者による外部チェック等のガバナンス機能の活用

→受託者責任の明確化

- 投資者に個別にモニタリングを行うインセンティブが欠如する（集団行動の問題）
→投資者の権利行使・第三者による外部チェック等のガバナンス機能の強化

(3) 行為規制

受託者責任については、資産運用・助言業者について、①善管注意義務、②忠実義務、③自己執行義務、④分別管理義務を規定すべきである。（中間整理）

受託者責任を具体化した義務については、適合性原則、最良執行義務、価格公表義務など、証券取引法や証券投資顧問業法において定められている義務について、その内容を再検討しつつ、金融商品やサービスの性質を踏まえて横断的な義務づけを行う。（中間整理）

※「受託者（fiduciary）」＝他者の信託を得て一定範囲の任務を遂行すべき者

忠実義務等については各法律ごとにその規定状況にばらつきがあり、具体的内容が必ずしも明確になっていない場合が多い。

受託者責任の具体化・明確化の方法（平成11年7月CISWGレポート）

- 法令による対応（弾力性に欠けるおそれ）
- 自主規制団体等が自主ルールとしてガイドラインを策定する
- 契約書等によって当事者間の責任関係の明確化を図る

※多様なファンドがあり、様々なファンド運営者（GP）がいることを考えると、法規制で硬直的な受託者責任の具体的な規定を設けるのではなく、一般的な義務を定めるにとどめ、いずれかの義務について例外を創設することや具体的な責任関係の明確化については、投資家への開示を前提にファンド契約による自治を認めてしかるべきである。また、必要があれば、自主規制団体で実情にあったガイドラインを策定するのがよいと思う。

※資産運用業者の善管注意義務の履行に当たっては、米国のブルーデント・インベスター・ルール（投資者にとって、運用目的に合致した、安全性だけではなく収益性も十分に考えた思慮深い運用を行うべきこと）が参考になろう。

6 販売・勧誘業者の規制

(1) 営業概念

販売行為が「営業」に該当するか明らかではない場合が多いのではないかと指摘を踏まえれば、業として規制の対象とする範囲について、営利性を要件とせず可能な限り広くとらえるなどの措置を検討していくことが望ましい。発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象とすることが適当である。(中間整理)

※ ファンド運営者による投資持分の売買の媒介

流動性のないファンド投資持分については、譲渡希望がある場合には、ファンド運営者（GP）が第三者を紹介して売買を媒介するか、自ら売買の当事者となることが多い。現在は、例えば、売買を媒介しても紹介・仲介・斡旋手数料その他の対価を取らなければ営業とはならず、業者規制に服しない。また、転売予定でいったん取得しても、時価変動のほとんどない投資持分を短期間で取得原価で譲渡する場合には、営利の目的がないので引受けの営業には該当しない。しかし、営利性を要件としない場合には、これらの無償でサービスで提供している仲介機能まで販売・勧誘規制に服することになるので、その負担を避けるため仲介をしないGPが出てくることが想定され、投資持分の譲渡による投資回収に悪影響を与える。販売・勧誘業の定義については、営利性を一般的に要件とするか、本件を含む一定の場合には適用除外とすべきである。

※ みなし発行者の自己募集（別紙2上段）

信託受益権に投資する匿名組合契約（TK）出資は、みなし有価証券に該当する。スポンサー会社がTK出資について投資家を勧誘することは、対価を得ているとみられるリスクがあるため、証券会社でなければ直接勧誘することは難しい。YKはみなし発行者（証取法2条5項・定義府令8条3項）として、自己募集として勧誘することができる。この場合、スポンサーがYKの設立発起人に就任し、YKの開業準備行為としてTK投資家を勧誘することは、発行者の自己募集と同様と考えられ、一般には証券業に該当しない（11月11日パブコメ結果）。また、YKの役員としてスポンサー会社から出向した者が勧誘することも可能である（平成16年11月11日パブコメ結果）。

(2) 適用除外

これまで証券取引法における業者ルールを適用する必要がないとされてきた株式会社自体による自社株式の募集や集団投資スキームの仕組み行為時における形式的な販売・勧誘行為規制への抵触などについては、例えば、自社株式の募集などについて取引ルールの適用が必要であると考えられる一方、業者ルールについては投資家保護に支障のない範囲で適用除外とするような措置を講ずることが望ましい。(中間整理)

※ 勧誘なき取得の申込み（別紙２下段）

スポンサー自らが匿名組合員となって出資するスキームを組む場合には、実態としては、スポンサーが自ら主体的・能動的な投資判断を行っており、発行者側からの投資勧誘を基礎として投資判断が行われるわけではない。既に投資判断を固めた投資家が自発的に証券の取得を申し込む場合には、勧誘行為が前提とされない場合があるといえるであろう。銀行が顧客の書面による注文を受けて証券の売買を行うことができること（証取法 65 条 1 項）や、外国証券業者が勧誘ないし勧誘類似行為をすることなく国内からの注文を受けて外国から一定の証券取引をすることが外国証券業者法の登録義務の適用免除とされていること（外証法施行令 2 条 2 号）も、勧誘なき注文という概念が業者規制上受け入れられていることを示す。ただし、情報開示規制の文脈では、募集か私募かの二者択一となるため私募の要件を遵守し、かつ転売の際には私募の場合の告知義務を履行するのが適切である。

7 ディスクロージャー規制

(1) 証券取引法上のディスクロージャー規制

不特定多数の投資者に保有される可能性のある伝統的な投資商品

→公衆縦覧型の間接開示+投資者に対する直接開示

発行開示：有価証券届出書等の提出・公衆縦覧+目論見書の交付

継続開示：有価証券報告書等の提出・公衆縦覧（直接開示はピークルの根拠法による）

(2) 流動性の低い証券に対する公衆縦覧型開示の見直し（平成 17 年 6 月 28 日 DWG 報告）

譲渡性が制限されている有価証券については、当該有価証券に係る潜在的な投資者が存在しない又は限定されるため、当該有価証券の発行時における有価証券届出書やその後の有価証券報告書等の提出といった公衆縦覧型開示を求めていく必要性が乏しいものと考えられる。したがって、当該有価証券の発行時及びその後において継続的に当該有価証券に関する情報を当該有価証券の所有者に直接開示することが行われている場合には、公衆縦覧型開示を免除することも検討していくべきである。

※公募ファンドは別にして、譲渡制限が付いているような集団投資持分については一般的な市場は存在せず、一般投資家向けの公衆縦覧型の間接開示をさせる必要がなく、投資者あるいは参加者に対する直接開示のみを義務づければ十分である

(3) 証券の性質に着目した見直し（平成 17 年 6 月 28 日 DWG 報告）

類似の有価証券間において開示規制の不整合があるものについては、その妥当性を検討し、必要があれば是正を行っていく

- 投資信託証券のうち投資証券のみが発行登録制度の対象とされており、投資証券以外の投資信託証券や A B S には発行登録が認められていない
- 議決権証券のうち投資証券のみ大量保有報告書制度の対象外とされている

以上

別紙 1 (集団投資スキームの定義)

投資サービス法の定義 (中間整理) (出資等持分および信託受益権等を除く。)

投資サービス法において、「集団投資スキーム」とは、民法第六百六十七条第一項に規定する組合契約、商法第五百三十五条に規定する匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約に関する法律第三条第一項に規定する投資事業有限責任組合契約又は有限責任事業組合契約に関する法律第三条第一項に規定する有限責任事業組合契約の締結 (、信託の引受、持分会社の設立)、その他いかなる方法をもってするかを問わず、複数の者から事業のために金銭その他の財産の拠出を受け、当該財産を用いた事業を行い、当該事業から生じる収益を拠出者に分配することであって、次のいずれにも該当しないものをいう。

- ・ 集団投資として財産の拠出を行う者 (以下、「拠出者」という。) の全員が事業の運営について日常的に関与している場合
- ・ 各拠出者の拠出した財産がそれぞれ独立した事業に用いられ、各拠出者がそれらの独立した事業からのみ収益の分配を受ける場合

英国金融サービス市場法の定義

235. (1) In this Part "collective investment scheme" means any arrangements with respect to property of any description, including money, the purpose or effect of which is to enable persons taking part in the arrangements (whether by becoming owners of the property or any part of it or otherwise) to participate in or receive profits or income arising from the acquisition, holding, management or disposal of the property or sums paid out of such profits or income.

(2) The arrangements must be such that the persons who are to participate ("participants") do not have day-to-day control over the management of the property, whether or not they have the right to be consulted or to give directions.

(3) The arrangements must also have either or both of the following characteristics:

- (a) the contributions of the participants and the profits or income out of which payments are to be made to them are pooled;
- (b) the property is managed as a whole by or on behalf of the operator of the scheme.

(4) If arrangements provide for such pooling as is mentioned in subsection (3)(a) in relation to separate parts of the property, the arrangements are not to be regarded as constituting a single collective investment scheme unless the participants are entitled to exchange rights in one part for rights in another.

(5) The Treasury may by order provide that arrangements do not amount to a collective investment scheme-

- (a) in specified circumstances; or
- (b) if the arrangements fall within a specified category of arrangement.

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

米国証券法の「投資契約 (investment contract)」の意義

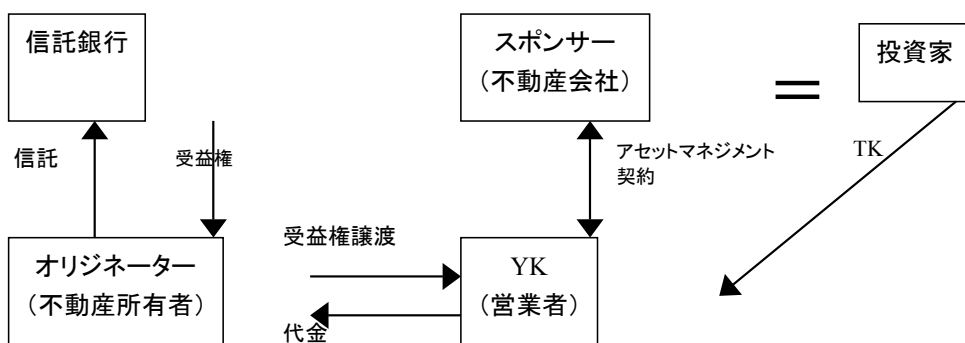
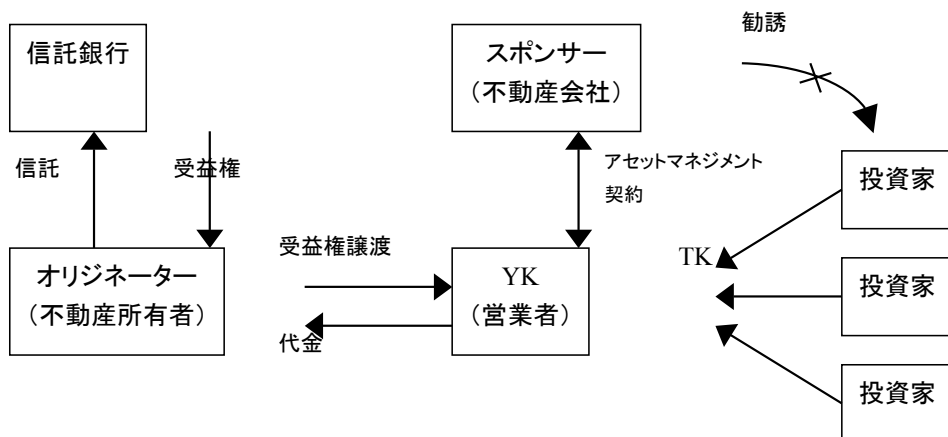
「ある者がその資金を共同事業 (common enterprise) に投資し、専ら (solely) その推進者又は第三者の努力によって生ずる利益を期待することになる契約、取引又は仕組みを意味する」

米国投資会社法の「投資会社 (investment company)」の定義

a. When used in this title, "investment company" means any issuer which--

1. is or holds itself out as being engaged primarily, or proposes to engage primarily, in the business of investing, reinvesting, or trading in securities;
2. is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or has been engaged in such business and has any such certificate outstanding; or
3. is engaged or proposes to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 percentum of the value of such issuer's total assets (exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis.

別紙2（販売・勧誘業）



中 間 整 理

金融審議会金融分科会第一部会委員等名簿

平成17年7月現在

部 会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	淵 田 康 之	(株)野村資本市場研究所執行役
部 会 長 代 理	池 尾 和 人	慶應義塾大学経済学部教授
	岩 原 紳 作	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委 員	植 田 和 男	東京大学大学院経済学研究科教授
	翁 百 合	(株)日本総合研究所調査部主席研究員
	嘉 治 佐 保 子	慶應義塾大学経済学部教授
	木 村 裕 士	日本労働組合総連合会総合政策局長
	今 野 由 梨	ダイヤル・サービス(株)代表取締役社長
	斎 藤 静 樹	明治学院大学経済学部教授
	佐々木 かをり	(株)イー・ウーマン代表取締役社長
	島 崎 憲 明	住友商事(株)代表取締役副社長執行役員
	高 橋 伸 子	生活経済ジャーナリスト
	田 中 直 毅	21世紀政策研究所理事長
	根 本 直 子	スタンダード・&・アース マネージング・ディレクター
	野 村 修 也	中央大学法科大学院教授
	原 早 苗	埼玉大学経済学部非常勤講師
	藤 沢 久 美	(株)ソフィアバンク副代表
	堀 内 昭 義	中央大学総合政策学部教授
	水 上 慎 士	早稲田大学ファイナンス研究センター教授
臨 時 委 員	山 下 友 信	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	東 英 治	(株)大和総研専務取締役
	今 松 英 悦	(株)毎日新聞社論説委員
	上 柳 敏 郎	東京駿河台法律事務所・弁護士
	川 本 裕 子	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	田 島 優 子	さわやか法律事務所・弁護士
	吉 野 直 行	慶應義塾大学経済学部教授
専 門 委 員	和 仁 亮 裕	外国法共同事業法律事務所リンクレータース パートナー弁護士
	太 田 省 三	(株)東京金融先物取引所代表取締役専務
	岡 内 欣 也	三菱信託銀行(株)専務取締役
	草 壁 悟 朗	川崎信用金庫常務理事
	高 橋 厚 男	日本証券業協会副会長
	田 中 浩	野村證券(株)執行役
	西 川 茂 樹	(株)損害保険ジャパン取締役専務執行役員
	羽 田 幸 善	外国損害保険会社協議会議長
	古 市 健	日本生命保険相互会社取締役
	町 田 充	(株)みずほ銀行常務取締役
	吉 野 貞 雄	(株)東京証券取引所代表取締役専務
	[計39名]	
幹 事	鮎 瀬 典 夫	日本銀行企画局参事役

(敬称略・五十音順)

目 次

はじめに	1
I 投資サービス法の対象範囲	3
II 規制内容	10
III 集団投資スキーム（ファンド）	16
IV 市場のあり方	19
V ルールの実効性の確保（エンフォースメント）	22
おわりに	27

中 間 整 理

はじめに

金融審議会金融分科会第一部会では、一昨年当部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」の提言を踏まえ、投資サービスにおける投資家保護のあり方について審議を行った。また、この間、

- ・ 昨年10月以降、証券取引法上のディスクロージャーを巡り不適正な事例が相次いで判明し、企業開示について違反抑止の枠組みの整備が求められたほか、
- ・ 本年に入ってから、放送会社に対する敵対的買収事案を契機として、公開買付制度や敵対的買収に対する企業防衛策、企業統治（コーポレートガバナンス）のあり方が、また、
- ・ 投資ファンドによる証券取引所株式の大量取得やニューヨーク証券取引所（NYSE）の改革案の発表を契機に取引所の自主規制機能のあり方が議論されるなど、

資本市場のあり方や規制の枠組みを巡り様々な課題が提起されたことから、市場のあり方など、資本市場を巡る法制全般のあり方についても検討を行った。

日本経済がキャッチアップ時代を終え、右肩上がりの経済成長、賃金のベースアップ、不動産などの家計保有資産の価格上昇などが必ずしも前提でなくなり、社会保障制度のあり方についても議論が高まるなか、家計における資産運用の重要性が高まるとともに、資産形成ニーズも多様化してきている。企業等の調達手法も多様化し、金融技術やIT技術の進展なども背景に、これまでになかった新たな金融商品が、既存の利用者保護法制の対象となっていないものも

含め、次々と販売されるようになってきている。

外国為替証拠金取引の例にみられるように、このような規制のない新しい金融商品については、詐欺的な販売が行われる例もみられ、利用者保護策を講じる必要性が指摘されている。一方、証券会社など既存の金融機関も、利用者ニーズが認められれば、このような商品や他の業法に基づく商品を業態の枠を超えて取り扱う傾向がみられるほか、異なる法律に基づく商品の内容が類似してきたり、複数の法律にまたがるような商品を提供する動きもみられるなど、金融サービスの融合化が進んできている。機関投資家のレベルにおいてもオルタナティブ投資への関心が高まるなどニーズの多様化が進んでおり、さらにこれが個人へ波及するといった動きもみられる。

このような流れを踏まえれば、幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備し、利用者保護を拡充するとともに、多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供を可能とすることが望ましい。

一方、市場のあり方を巡っては、当面、企業開示やコーポレートガバナンス、公開買付制度、自主規制機能のあり方などについての問題提起に応え、これらに対応する資本市場におけるルールの再検討を行うことやルールの実効性を確保するためのエンフォースメントの強化に向けた検討を行うことが急務であると考えられる。また、「貯蓄から投資」に向けて、市場の信頼性や効率性、透明性を高めていくためには、これらを含む金融・資本市場ルール全体についての不断の整備とその実効性の確保を図るための継続的な取り組みが不可欠である。ビッグバン改革以来、東京市場をニューヨーク、ロンドン市場並みの国際市場とすることを目指し、仲介者の新規参入や業務の自由化、市場間競争の促進などの諸施策を講じてきているが、アメリカ、イギリスはもとより、アジア近隣諸国が法制や市場について着実にインフラ整備を進めるなか、国際市場としての東京市場の魅力を更に高めるためにも市場法制の整備やエンフォースメ

ントの強化を軸とするインフラ整備を急ぐことが求められている。

「金融改革プログラム」において示されたように、日本の金融システムを巡る局面が将来の望ましい金融システムを目指す未来志向の局面に転換するなか、以上のような状況に対応して、利用者保護ルールの徹底とその選択肢の拡大、市場機能の充実とその信頼性の向上、国際化に対応した制度の構築に取り組み、利用者の満足度の高い、活力ある金融システムを構築することが喫緊の課題となっている。

このような基本的認識を踏まえれば、適正な利用者保護を図ることにより、市場機能を十分に発揮しうる公正・効率・透明な金融システムの構築を目的として、証券取引法を改組し、投資サービス法（仮称）を制定することが適当である。

英国金融サービス・市場法においては、①市場の信頼確保（market confidence）、②公衆の理解の向上（public awareness）、③消費者の保護（the protection of consumers）、④金融犯罪の削減（the reduction of financial crime）を規制の目的として掲げている。これらは、日本における市場行政が目標としてきた理念や先に述べた基本的認識とも共通する要素が多く、投資サービス法の検討にあたって、その理念として参考になる。また、金融・資本市場の国際化への対応や金融イノベーションの促進といった観点も必要である。

I 投資サービス法の対象範囲

1. 投資商品

証券取引法は投資家保護に関する基本法としての性格を有することから、平成4年の「みなし有価証券」規定の創設や昨年の証券取

引法改正による組合理投資スキームのみなし有価証券化など、これまでも新たな金融商品の登場に対応し、証券取引法による投資家保護の範囲を拡大してきている。しかしながら、金融技術やIT技術の進展などを背景に、新たな金融商品が次々と登場してきており、企画立案から施行まで最低1～2年を要する法律改正などにより迅速に投資家保護策を講じることが困難となってきた。

また、新たな金融手法が登場してきているなか、金融商品によってこれを規制する法律が異なっていることから、例えば、銀行等の貸付債権の信託受益権はみなし有価証券として証券取引法が適用されるが、これを更に信託した受益権は信託受益権として証券取引法ではなく信託業法の適用対象となることとなり、ディスクロージャー規制も異なるといった問題も生じてきている。類似の問題は、株式会社が事業資金を社債や株式を発行して集める場合と匿名組合を組成して集める場合にも生じている。このような規制の違いについては、変額保険と投資信託、損害保険とデリバティブ、デリバティブ預金と金融先物取引、との間などについても指摘されている。

今後とも金融イノベーションが進むなか、新たな金融商品が登場しても、これを購入する利用者の保護に欠けることがなく、新たな商品にどのような規制が適用されるかを事前に明確にすべきである。また、業法が縦割りであることから、これをまたがるような金融商品の開発に支障を来したり、異なる金融商品を販売する場合にはその都度、行政手続を要したりすることを極力避け、金融イノベーションを促進するようにすることが望ましい。

このように、利用者保護を前提に、活力ある金融市場を構築すべく、現在の縦割り業法を見直し、幅広い金融商品を対象とした法制を目指すことが必要である。このため、投資サービス法においては、

- ・ 証券取引法により投資家保護策が講じられてきた有価証券、みな

- し有価証券、有価証券デリバティブ取引など、
- ・ 法律上の投資家保護策が講じられていない、各種法人・組合などへの出資持分、スワップなどを含むデリバティブ取引、流通性のある金銭債権などの権利や取引など、
 - ・ 証券取引法以外の法律による投資家（利用者）保護の対象となっている、デリバティブ取引、抵当証券、信託受益権、投資性を有する保険・預金など、
- といった可能な限り幅広い金融商品を対象とすべきである。

利用者保護の対象とすべき金融商品に該当するかどうかの基準について、例えば、平成11年の金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」においては、（１）キャッシュフローの移転を実現しているかどうか、（２）リスク負担の変更を行っているかどうか、のいずれかの基準を満たすかを基礎に、取引の実態等を踏まえ、総合的に判断されるべきであるとし、これに該当しうるものとして有価証券、信託受益権、預貯金、保険、デリバティブ取引、集団投資スキームなどを掲げている。

また、諸外国について見ると、英国金融サービス・市場法の端緒ともいわれるガウアー報告においては、「投資物件(Investments)」について、「購入者が購入後に排他的コントロールを有する有体物を除くあらゆる種類の資産」との基準が多くの支持を集めたとして、法制化において基準を正確な定義とするにあたっては、広く投資物件を定義し、規則により適用除外や追加できるようにすることが唯一の方法であろうと結論づけている。このような考え方を踏まえ、英国金融サービス・市場法は、集団投資スキームについて包括的な定義を置くとともに、規則による投資物件の適用除外や追加などができるような構造となっている。米国証券法・証券取引所法においては、「証券(Securities)」が限定列挙されているが、「投資契約(Investment contract)」についての「Howey基準」や「危険

資本基準(Risk capital test)」、「ノート」についての「同種の類似性基準(Family resemblance test)」に代表されるような法律形式よりも経済実態を重視した証券性の判断基準により、集団投資スキームを含む極めて幅広い商品が証券とされている。

このような、これまでの検討や諸外国の例、日本の法制度を踏まえば、投資サービス法の対象となる金融商品（以下「投資商品」）について、例えば、

- ① 金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、
 - ② 資産や指標などに関連して、
 - ③ より高いリターン（経済的効用）を期待してリスクをとるもの
- といった基準の設定を試みつつ、投資商品の具体的な定義については、投資者保護の観点から適当と考えられる商品について、集団投資スキーム、及びこれに類似する個別の投資スキーム、を含めて、可能な限り大きな括りで列挙するとともに、金融環境の実情や変化を踏まえて行政の判断できめ細かい適用除外や商品指定ができるようにすることが適当であると考えられる。このため、別紙のような定義を基に議論を深めていくべきである。この際、

- ・ 法人については、持分会社などのほか、中間法人等についても広く対象とすべきであるほか、
- ・ 組合については、集団投資スキーム（「Ⅲ 集団投資スキーム」参照）として、いわゆる事業型の組合も含め、有限・無限責任を問わず対象とすべきであり、
- ・ デリバティブ取引についても原資産を問わず、対象とすべきである。

このような金融商品を投資サービス法の対象となる投資商品とすることに伴い、他の法律との間で適用関係を整理することが必要になる。投資サービス法が金融商品の販売や資産の運用に関する一般法としての性格を有するものと位置づけつつ、外国証券業者に関す

る法律なども含め、可能な限り同種の性格を有する法律についてはこれに統合することが適当である。この際、ポートフォリオの対象となりうる幅広い金融商品の販売・運用について可能な限り包括的な枠組みを構築し、規制の簡素化・明確化や新たな金融商品設計の自由度の拡大を図ることが、適切な利用者保護と金融機関経営の選択肢の拡大をつうじ、利用者利便の向上につながることに配慮すべきである。このような観点からすれば、金融商品の販売等に関する法律（以下「金融商品販売法」）についても投資サービス法に統合すべきであるほか、銀行法や保険業法についても、販売・勧誘等に関するルールなどについて投資サービス法と一元化することについて検討を行うべきである。もとより、このような検討にあたっては、預金・保険といった金融商品としての性格や現在の業務の実態を踏まえつつ行う（「金融サービス・市場法」を展望しつつ議論を行う）ことが必要であると考えられる。

なお、投資商品として規定すべき金融商品のうちには、医療法人債や学校法人債のように現行の証券取引法による政令指定が可能であると考えられるものもあることから、これらについては、金融庁において現行法のもとで政令指定を行うことについての検討を進めるべきである。

2. 投資サービス業

（1）基本認識

投資サービス法において業者ルールとして規制の対象とすべき業（「投資サービス業」）としては、① 販売・勧誘（売買、仲介、引受、売出し、多角的取引システムの運営（MTF）を含む。）、② 資産運用・助言、③ 資産管理が挙げられ、これらの業務については投資サービス業の本来業務として規制の対象とすることが適当である。このほか、④ 仕組み行為、⑤ 格付機関や証券アナリスト等のいわゆるフィナンシャル・ゲートキーパー業務などについ

ても、規制の必要性等について検討を行った。

（２）販売・勧誘

販売・勧誘行為として規制の対象とすべき具体的範囲を、証券取引法は、有価証券の売買等を行う営業としている。一方、詐欺的な金融商品の販売を行っている者の多くが無登録業者であり、その販売行為が「営業」に該当するか明らかではない場合が多いのではないかと指摘を踏まえれば、業として規制の対象とする範囲について、営利性などを要件とせず可能な限り広くとらえるなどの措置を検討していくことが望ましい。対象とする金融商品の範囲が広がることから、発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象とすることが適当である。

このように販売・勧誘行為について、可能な限り幅広く規制の対象とする一方、これまで証券取引法における業者ルールを適用する必要がないとされてきた株式会社自体による自社株式の募集や集団投資スキームの仕組み行為時における形式的な販売・勧誘行為規制への抵触などについては、例えば、自社株式の募集などについて取引ルールの適用が必要であると考えられる一方、業者ルールについては投資家保護に支障のない範囲で適用除外とするような措置を講ずることが望ましい。

証券取引法における有価証券の販売・勧誘行為についての規制は、業態別ではなく、機能別に適用されており、銀行、保険会社といった業態に係わらず、同様の行為については同様の証券取引法上の規制が適用される。投資サービス法についても、銀行、保険会社といった業態に係わらず、投資商品の販売等に関する一般法として、その行為規制を業態を問わず適用することが適当である。

なお、金融機関による有価証券の書面取次ぎの特例については、

行為規制が適用されないといった問題があることから、投資サービス法の制定に併せ、販売・勧誘業務に一本化すべきである。

（３）資産運用・助言

有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（以下「証券投資顧問業法」）においては、有価証券の価値等又はその分析に基づく投資判断に関して助言することや投資判断の一任を受けることを規制している。また、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投資信託・法人法」）においては、「主として有価証券、不動産その他の資産」に資産を運用することを規制している。

信託法の見直しなどによる投資信託のガバナンスの向上に併せて投資信託委託業者についても投資サービス法上の資産運用・助言業者として証券投資顧問業者と規制を一元化することが考えられること、多様化する集団投資スキームにおいてその運用の適正性を確保するとともに運用方法の自由度を高めることが必要であること、また、資産運用にまつわる詐欺的行為を効果的に防止する観点からは、英国の金融サービス法も参考とし、投資（金融）商品を含む、あるいは含みうる、資産の運用や投資信託など投資商品の運用を広く投資サービス法の規制対象とすることが適当である。また、助言については、投資（金融）商品の価値等又はその分析に基づく投資判断に関して助言することを規制対象とすることが適当であると考えられる。助言業務の規制対象については、フィナンシャル・プランナーのようなより幅広い資産運用のあり方について助言する業務も登録業務とすべきであるとの意見もあったが、この点については、業務の実態を踏まえつつ、引き続き検討を継続すべき課題であると考えられる。

また、勧誘と助言との関係については、引き続き検討を行うべきである。

なお、資産運用規制の保険会社、信託会社、信託業法上の指図権者などへの適用関係についても、引き続き検討を行うべきである。

（４）資産管理

金融商品について製販分離や仲介・代理販売が進むなか、販売者と資産管理者が異なる場合も出てきている。このため、投資（金融）商品の保護預りについても本来業務として位置づけ、保護預りのみを行う業者についても行為規制を課することができるようにすることが適当である。

また、販売・勧誘、資産運用・助言と同様に、投資サービス法における資産管理の信託会社、銀行等への適用関係についても、引き続き検討を行うべきである。

（５）仕組み行為

適切な開示を含む、販売・運用・資産管理に関する規制とともに集団投資スキームについて最低限の監督が担保されれば仕組み行為自体についての規制は必要ないのではないかとの意見が多かった。

（６）その他

アナリスト等のいわゆるフィナンシャル・ゲートキーパー業務については、証券取引法においても、有価証券に関連する情報の提供又は助言として付随業務と位置づけている。これを本来業務として規制すべきかどうかについては、諸外国においても規制のあり方について議論が進行中であることから、これらの議論も参照しつつ、引き続き検討していくべき課題であると考えられる。

Ⅱ 規制内容

１． 基本認識

投資サービス法の規制対象が投資商品の販売・勧誘、資産運用・助言、保護預りを中心とするものであることから、規制については、現行の証券取引法及び証券投資顧問業法における開示規制、業規制、自主規制、セーフティ・ネット、市場規制、不公正取引規制といった枠組みを基本とすることが適当である。

この際、基本的な方向性としては、規制の柔構造化を図ること、すなわち、

- ・ 対象となる投資商品の拡大に応じて、これらを規制する既存の業法の規制内容を取り込みつつ、機能別・横断的に整理し直す、
- ・ 規制内容を定めるにあたっては、これまでの規制全体について点検を行い、機関投資家などを中心とするプロに投資商品を販売する場合についての規制緩和など、規制緩和を推進する、
- ・ 一方、個人投資家を中心とするアマに投資商品を販売する場合については、適正な投資家保護を確保する観点から、必要な規制の見直しを行う、

ことが適当である。

2. 業務範囲

投資サービス法においては、本来業務として、投資商品として位置づけられる幅広い金融商品に係る販売・勧誘やこれに関する資産運用・助言、資産管理を、一体として規制すべきである。この際、現行法の下においては、例えば、現在、証券業と証券投資一任業を兼業するためには、証券業の登録、投資顧問業との兼業の届出、投資助言業の登録、一任の認可、証券業との兼業の認可といった手続が必要となるほか、兼業に伴う弊害防止措置についても証券取引法と投資顧問業法にそれぞれ規定が置かれているなど、縦割りの法律が健全な兼業を妨げているといった指摘があることに留意が必要である。

また、本来業務に付随して行われる可能性の高い投資商品の売買に伴う外国為替取引やM&A業務を含む経営相談業務等について付随業務と位置づけることにより、業務の自由度を高めるとともに、利用者保護上の問題が生じた場合には必要な措置を講じることができるようになることが適当である。業務の自由度を高める観点からは、届出による兼業業務についても、兼業の実態を踏まえつつ、幅広く規定することが適当である。

3. 参入規制

参入規制については、原則登録制とし、財務の健全性の確保、コンプライアンスの実効性、経営者の資質(fit and proper)などに配慮しながら、業務内容に応じた要件を定めるべきである。

具体的には、

- ・ 現行の証券会社に対応する幅広い投資商品の勧誘・販売及び保護預りを行う業者については、現行の証券会社と同等の参入規制とする、
- ・ 流動性の低い商品のみを勧誘・販売し保護預りを行わない業者、あるいは、顧客資産を預からない投資顧問業者については、自己資本規制などは適用しないこととするなど、現行の法律が定める参入規制に配慮しつつ、これを横断的に整理する、
- ・ 証券仲介業に対応する、他の投資サービス業者の委託を受けて、投資サービスを提供する業者については、財務規制を最低限とするなどその枠組みを維持する、

というように参入規制に段階を設けることにより、幅広い業者がその業務の内容に応じた参入規制の適用を受けることが適当である。また、同様の観点から、退出ルールも適用されるべきである。

4. 行為規制

(1) 基本認識

行為規制については、証券取引法及び証券投資顧問業法における規制を基本としつつ、対象となる投資商品を規制する既存の業法の規制等を勘案し、機能別・横断的に整理することが適当である。この際、以下に述べるように、アマを対象とする投資商品の販売については投資家保護規定を拡充する一方、プロを対象とする投資商品の販売については規制を緩和すべきである。また、併せて規制全般について点検を行い、役割の低下したものについては、規制の見直しを行うべきである。

（２）投資家保護規定の拡充

受託者責任については、英国金融サービス法のもとで、金融サービス業者が誠実義務（Integrity）や公正義務（Treat Customers Fairly）などを義務づけられていることや証券監督者国際機構（以下「IOSCO」）等の国際機関の原則なども踏まえ、業務上の義務として、誠実・公正義務や善管注意義務を投資サービス業者に義務づけるほか、資産運用・助言業者について、①善管注意義務、②忠実義務、③自己執行義務、④分別管理義務を規定すべきである。

また、受託者責任を具体化した義務については、適合性原則、最良執行義務、価格公表義務など、証券取引法や証券投資顧問業法において定められている義務について、その内容を再検討しつつ、金融商品やサービスの性質を踏まえて横断的な義務づけを行うことが適当である。この際、金融システムが機能するためには、受託者責任やこれを具体化した義務が、販売業者、資産運用業者等のそれぞれの段階で履行されることが必要であることに十分配慮すべきである。この点については、製販分離がいち早く進んだ分野である集団投資スキームについて、特に留意が必要であるとの指摘があった。

このほか、表示事項も含めた広告規制について規定を設けるとともに、各種の手数料の開示についても義務づけを行うなど、投資家

保護の強化を図るべきである。

適合性原則を如何に担保していくか、あるいは、広告規制の内容や書面交付・説明義務の内容、そのエンフォースメント手段などについては、元本欠損のおそれがあるか、元本を超える損失のおそれがあるか、といった商品のリスクの程度にも配意して検討が続けられるべきである。なお、元本欠損のおそれについては、元本保証をうたっていても信用リスクや手数料など、実質面で元本保証でないこともあり、このような場合を含めて検討すべきとの意見もあった（なお、金融商品販売法はこのような場合も折り込んで元本欠損のおそれとしている。）。適合性原則、禁止行為や元本欠損のおそれがある場合の説明義務を整備していく観点からは、金融商品販売法を、その内容の見直しを行いつつ、投資サービス法に統合することが望ましいと考えられる。また、元本を超える損失のおそれがある場合について配意すべきであるとの意見が多く、このような意見も踏まえ検討を継続すべきである。

なお、投資による損失を巡るトラブルは不招請の勧誘に端を発している事例が多く、適合性の原則も徹底されているとはいえないことから、元本欠損のおそれや元本を超える損失のおそれがある場合について、不招請勧誘の禁止の義務づけを検討すべきであるとの意見があった。他方、外国為替証拠金取引について不招請勧誘の禁止が導入された際には、適合性の原則が遵守されるのであれば営業活動を制限すべきでないとの意見もあったところ、レバレッジが非常に高いものもあり容易に元本を超える損失のおそれがあるという商品性や、電話や個別訪問による勧誘から生じたトラブルが社会問題に発展していることを理由として不招請勧誘が禁止されたことからすれば、禁止の範囲の拡大には慎重であるべきとの意見や、投資家に対する情報提供の機会が失われるなどの意見もあった。これらの意見やトラブルの実態などを踏まえつつ、この点について、引き続き検討を行うべきである。

このような投資家保護規定については、「V ルールの実効性の

確保」においても述べるように、実効性の確保を如何に図っていくかが重要であることから、規制の内容とその実効性の確保について更に検討を進めるべきである。

（３）「プロとアマ」の区分

行為規制についてプロ・アマの区分を設け、区分内容に応じた行為規制とすることにより、プロ間の市場の自由度を高め、その活性化を図るべきである。投資家保護と規制緩和を両立させるためには、一義的にプロとされる範囲について明確な基準が必要である一方、アマとされる投資家であっても、その選択に応じてプロとなることについて投資家保護上の問題がなければ、プロとして取り扱われる選択肢を、あるいはプロとされる投資家であっても、アマとして取り扱われる選択肢を、用意することが適当である。ＥＵ指令におけるプロ・アマの区分もこのような考え方にに基づき整理されており、このような例を参考として、国際的な整合性や利用者による理解のしやすさにも配慮しつつ、具体的な基準を定めていくことが適当である。

（４）その他

投資サービス業の範囲を広げるにあたり、販売業務と資産運用業務について利益相反が存在するのではないかとの意見があったが、以上のように、販売業者としての誠実・公正義務、資産運用業者としての善管注意義務・忠実義務とこれを具体化するための最良執行義務等が規定されることを前提とすれば、販売業務において利益を得るために資産運用業務において不要な注文を行う、あるいは資産運用業務における注文の前にフロント・ランニングを行うことは違法である。現行法においては、受託者責任についての規定やこれを具体化するための規定が必ずしも横断的に規定されていないこともあり、各種業務を兼業する際には詳細な利益相反防止規定を置いているが、これについては硬直的で過剰な規制であるとの意見もある

ことから、できるだけ基本的な義務を中心に規定の整備を行い、これを前提に個別の利益相反防止規定は減少させていくべきである。

Ⅲ 集団投資スキーム（ファンド）

1. 基本認識

金融技術やIT技術の進展、新たな法的「器」（「ビークル」）の導入や企業等の調達手法の多様化を背景に、集団投資スキーム（「ファンド」）の多様化が進んでいる。言うまでもなく、金融商品の多様化自体は望ましいことであるが、一昨年、当部会において議論されたとおり、これらのファンドのなかには、投資信託・法人法のような投資家保護を図るための販売規制・仕組み規制が適用されない状態のままで販売されるものも多数見受けられるようになってきており、一部には詐欺的なものもみられる。このうち、有価証券等に投資を行うファンドなどについて、昨年の証券取引法改正において販売規制を適用することとしたが、その後も各種ファンドが増加していることを踏まえれば、ファンド全般について販売規制の対象として、販売にあたって必要と考えられる情報開示などを義務づけるとともに、資産管理、運用者の受託者責任、運用報告などについて、最低限の仕組み規制を適用することが必要である。市場の透明性・公正性を確保する観点から、ファンドについては幅広く届出・登録を義務付けるべきであるが、ファンドの目的・投資家層・規模はさまざまであると考えられることから、規制の内容については、横断性に配慮しながら、ファンドの内容に応じて柔軟性を持たせるべきである。

2. 具体的規定

（１）ファンドの届出・登録

仕組み規制のないファンドについて、届出又は登録を義務づけ、以下のような監督を行うことが適当である。なお、海外において組

成されたファンドについても同様の取扱いとすべきである。

（２）資産管理

資産の内容に応じた分別保管の義務づけを行うことが適当である。

（３）運用者の資格要件

近年、ファンドについて、投資対象に有価証券が含まれるにも係らず、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。法令の規定の実効性を担保する観点から、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」）同様、投資商品を含む資産の運用を行う場合については、投資サービス法上の資産運用業者による運用を義務づけることが適当である。

（４）受託者責任・利益相反防止措置等

ファンドの運用者やファンド資産の管理者などファンドの業務に携わる者が投資サービス法上の業者でない場合、これらの者について投資サービス業者や会社法上の取締役の義務等を参考に、受託者責任や利益相反防止措置などについての規定を整備することが適当である。

（５）運用報告

ファンドが、財務・運用状況などについて投資家に定期的に報告することを義務づけることが適当である。

３．既存のファンド法制との関係

ファンドを規制する法律としては、投資信託・法人法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法があり、販売行為についての規制、資産運用行為についての規制、ファンド自体の規制、ビークルの組成などを一体として規制している。投資サービス法において販売・資産運用行為を規制し、ファンドについての横断的な最低限の監督

を行うこととすれば、これらのファンド規制法についても規制の内容ごとに機能別・横断的にルールを再整理していくことが望ましく、これは金融商品における製販分離や金融のアンバンドリング化といった流れにも沿うものと考えられる。

例えば、投資信託・法人法については、投資信託や投資法人といったビークルの組成や個人向け商品としてのファンド自体についての追加的なガバナンスに関する規定などが置かれ、これらを前提とした商品として定着していることから、法律自体は特別法として残すことが必要であるが、販売行為・資産運用行為の規制については、信託法の見直しなどによる投資信託のガバナンスの向上が見込まれることもあり、投資信託委託業者等の果たしている役割・業務の内容に配意しつつ、投資サービス法における横断的な業者規制を適用することが適当である。

4. その他

ファンドが市場において果たす役割が重要性を増すなかで透明性が求められていることにかんがみれば、より実態を反映し、法人格の有無にかかわらず、ファンド自体についても主要株主規制等の投資サービス法上の規制を適用していくといった整理を進めていくことなどについて検討すべきである。

また、ファンドの今後の方向性について、ファンドが多様なファンドを組み込んだファンド・オブ・ファンズの果たす役割がますます大きくなる可能性が高いことから、そのディスクロージャーのあり方について検討する必要があるとの意見があった。さらに、当該検討にあたっては、変額保険においても私募投資信託を組み込むことにより実質的にファンド・オブ・ファンズとして個人に公募されているものもあることから、変額保険も含めた広義のファンド・オブ・ファンズについて、適切なディスクロージャーが確保されているか検討すべきとの意見もあった。

なお、現在、法制審議会において信託法の改正に向けた検討が進められており、例えば、受益者が複数の信託についてのガバナンスの仕組みが検討されている。この改正に伴う所要の改正を行う際、ガバナンスに関する規定の整備を前提に投資信託に関する法制などの再整理を行うことが望ましい。

このほか、ビークルの使い勝手などについて、引き続き検討すべきである。

IV 市場のあり方

1. 基本認識

ビッグバン改革においては、東京市場をニューヨーク、ロンドン並みの国際市場とすることを目指し、仲介者の新規参入や業務の自由化、市場間競争を促進するため、取引所集中義務の撤廃などの諸施策を講じた。また、昨年の証券取引法改正においては、更に、市場間競争を促進する観点から、取引所取引原則の見直し、証券会社の最良執行義務の導入、MTFのオークションによる価格決定の解禁、事前・事後の透明性（価格公表義務）の向上などの諸施策を講じたところである。投資サービス法の制定により、販売業者や市場の取り扱う商品の範囲が広がるなか、東京市場の魅力を高める観点からも、引き続き、市場の効率性、公正性、透明性の向上に努めることが必要である。

2. 市場制度のあり方

（１）取引所の上場商品の拡大

世界的な潮流として、電子的な取引システムにおいて、債権やエネルギー、排出権など、様々なものが取引されるようになってきているなか、投資サービス法上の取引所においては、有価証券や金融

先物などの投資商品に加え、幅広い商品の取扱いが可能となるようにすることにより、取引所の機能を活用するとともに、利便性を高めるべきである。また、対象となる投資商品の範囲の拡大に応じ、最良執行義務を適用することや価格公表義務、MTF制度について所要の見直しを行っていくことなど、市場制度について、引き続き検討を行うべきである。また、商品上場に際しての届出制の範囲を広げるなどの規制緩和により市場の効率性を向上させることが望ましい。

（２）株式上場制度

株式の上場制度については、ビッグバン改革においてグリーンシート制度を創設したほか、平成１１年以降、各証券取引所がいわゆる新興市場を設立した結果、ベンチャー企業の公開・上場は着実に増加している。一昨年、当部会において議論した銀行による市場誘導ビジネスの進展や、これらの公開制度の周知や見直しをつうじ、中小企業の直接金融による資金調達の一層の円滑化が図られることが望ましい。一方、上場した企業のなかには、上場後、架空増資や粉飾決算が問題になるなど、上場企業としての資質が問われるような企業があるとの指摘もあり、証券取引所による上場審査・管理の適正化が求められる。また、企業買収・合併の活発化や倒産法制の整備などにより企業再生が活発化しているが、これまで想定されていなかったような企業再生の過程で上場基準の適正さやその運用のあり方に疑問が呈される状況も生じていることから、証券取引所において、上場基準の見直しを検討することが望まれる。

また、上場企業のあり方についてみると、米国におけるエンロン事件などを契機として、世界的に、コーポレートガバナンスのあり方についての関心が高まっている。日本においても、会社法改正や敵対的買収事案、転換価格修正条項付転換社債型新株予約権付社債（いわゆるMSCB）の発行などを契機に公開買付制度や企業防衛

策などを中心にコーポレートガバナンスのあり方が議論されている。コーポレートガバナンスについては一義的には会社法上の問題であるが、会社法の改正などに伴い、企業や企業を巡る活動が一層多様化していくことが想定されることから、上場企業に関しては、投資家保護を図る観点から、証券取引所においてコーポレートガバナンスを確保するための規則整備などを行うことが必要になると考えられる。このため、投資サービス法における自主規制機関としての証券取引所がコーポレートガバナンスに果たすべき役割について、引き続き検討を行うべきである。

3. ディスクロージャー制度

(1) 企業内容等の開示制度

投資サービス法の制定に併せたディスクロージャー制度の見直しについては、投資商品の性格に応じたディスクロージャーのあり方や適格機関投資家の範囲の見直し、四半期報告制度のあり方などについて、当部会の下に設置されたディスクロージャー・ワーキング・グループの報告がとりまとめられており、これに沿ってさらに詳細な検討を進めるべきである。

また、昨年12月24日の当部会報告「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」において指摘を行った、財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価と公認会計士等による検証のあり方についても、引き続き、真剣な検討が行われるべきである。

(2) 公開買付規制等

公開買付規制については、会社支配権の移動を伴う取引等が行われる場合に、投資家に予め情報開示を行うと共に、株主に平等に株式売却の機会を与えることを義務づける制度として、証券取引法において手続の整備が図られてきた。

最近の企業の合併・買収（M&A）をめぐる動きとこれに伴う会社法制や公開買付規制にかかる議論は、公開買付規制のあり方について、企業価値の最大化の観点から、再点検を行っておく必要がないかとの論点を提示している。企業価値の最大化は、株主の利益の最大化を通じて証券市場において取引される株式等の価値を高めていくものであり、証券市場の効率性を追求していく上で極めて重要な要素となる。

更に、合併・買収（M&A）に関する最近の動きは、公開買付けにおける透明性、投資者間の公平性の一層の確保という論点をも提起している。公開買付けの手続において、買付者や対象会社等にどこまで情報の提供を求めていくか、また、公開買付けを利用した合併・買収（M&A）の一連の過程において、株主・投資者間の公平をどこまで追及していくか等について検討していくことが求められている。

以上を踏まえ、公開買付規制のあり方について、証券取引法と会社法の整合性にも留意しながら検討を行っていくべきである。

なお、公開買付規制のあり方の検討に当たっては、大量保有報告書制度のあり方についても検討を行う必要がある。

V ルールの実効性の確保（エンフォースメント）

1. 基本認識

一般の個人が市場への参加を躊躇する背景として、市場において自らが公平に扱われるかどうかについての疑念が存在し、これをできる限り払拭していくことが必要であるとの観点から、昨年の証券取引法改正において、課徴金制度の導入や民事責任に関する規定の充実、証券取引等監視委員会の検査範囲の拡大等の措置を講じたところである。

更に、投資サービス法の制定により、市場行政の対象となる投資商品や投資サービス業の範囲が大幅に増加するなか、ルールの実効

性を確保し、金融改革プログラムに掲げられたように日本市場を国際的に魅力ある金融センターとするため、以下のような措置を講じていく必要がある。

2. 市場行政体制の強化

(1) 市場行政体制の強化

いわゆる「日本版SEC」論などにおいて指摘があるように、日本における市場行政体制を米国SECなどと比較した場合、その陣容は企画立案、監督、監視（検査）の各部門とも大きく見劣りする。

投資サービス法の制定により、市場行政の対象範囲が大幅に拡大すること、規制緩和と事後監視型行政の徹底に伴い監督対象となる業者数が増加すると見込まれること、また、金融立国を目指し国際金融センターにふさわしいルール策定を行っていく必要があることから、企画立案、監督、監視のいずれの部門においても、大幅な体制強化が必要であるほか、金融先物取引業、抵当証券業、商品ファンド業、不動産特定共同事業等に係る組織の再編・統合を行うことが必要である。

また、省庁をまたがる問題については、ルールの横断化や一元化に併せ、エンフォースメント体制を一元化していくことが望ましく、利用者にも分かりやすいが、そのような理想的な姿に至るには課題も多いことから、まずはルールの横断化や一元化を最低限達成すべきであるとの指摘もあった。

(2) グローバル化への対応

国際的なM&Aの活発化やヘッジ・ファンドの増大から一般投資家の外国株投資まで、投資活動が国境を越えることが一般化し、金融・資本市場がグローバル化するなか、証券監督者国際機構（IOSCO）など国際機関の重要性が増すとともに、諸外国の証券規制当局との連携が加速度的に重要となってきた。資本市場の公正性を確保し、グローバル化する市場における適切なルール作りを行

っていくため、国際的な連携・執行のための体制を整備することも必要である。

また、このような環境のなか、証券規制当局が証券取引・市場を適切に監視・監督するためには、外国当局との間での情報交換が必要不可欠であり、証券分野の情報交換枠組み（証券MOU）の早期構築が必要である。国際的にIOSCOの多角的MOUが主要先進国のほとんどの参加を得て主流となってきたなか、日本は、①証券取引法第189条（外国証券規制当局に対する調査協力）に基づき金融庁から提供される情報は相手国で「裁判所又は裁判官の行う刑事手続」に使用されてはならず、②これを担保するため、外交当局間の文書交換を行う必要があるという特殊な国内的制約から、2国間MOUの締結が5か国・地域にとどまっているほか、IOSCO・MOUにも未参加となっている。IOSCOが加盟国に対し、早期のIOSCO・MOUへの署名を求めていることもあり、今後、この問題の早期解決に向けた取り組みが必要である。

3. 市場監視機能の強化

（1）課徴金

今後の国会における証券取引法に関する審議を踏まえ、独占禁止法改正に伴って今後行われる予定の課徴金にかかる制度の在り方等に関する検討などと連携しつつ、引き続き、課徴金制度について、その適用範囲、内容、他のエンフォースメント手段との関係について検討を継続していくべきである。

（2）民事責任規定

一昨年の当部会においても指摘されたとおり、証券取引法違反に対する民事訴訟をつうじた責任追及が、エンフォースメントの重要な手段であるにもかかわらずあまり行われていないのは、原告による業者の義務違反や損害額の立証が困難であることによる。このような課題に対処し、民事訴訟をつうじたエンフォースメントを促進

する観点から、金融商品販売法においては、元本欠損のおそれなどについての説明を怠った場合の損害賠償規定、損害額の推定規定が置かれたほか、昨年の証券取引法改正においては、有価証券報告書に虚偽記載を行った場合の損害賠償規定、損害額の推定規定が整備された。

行為規制についての民事上の効果の付与については、民事法制の原則を修正するものであることから十分な検討が必要であるが、エンフォースメント充実の観点から、投資サービス業者が投資商品を販売する場合の行為規制や未登録業者による販売・勧誘行為などについて民事上の効果を付すことの是非について検討を継続すべきである。

なお、同様の観点から、団体訴権や行政に対する措置請求権について検討すべきであるとの意見があった。

4. 自主規制機関の機能強化

自主規制機関のあり方や機能については、現在、個別の業法毎に差異が認められるが、根拠規定は投資サービス法とし、自主規制機関としての性格を最も強く有する証券業協会と同等の機能を各機関が有することとすることにより、自主規制機関の機能強化を図るべきである。また、自主規制の実効性を高め、投資家が安心して市場に参加できるようにするため、自主規制機関への加入義務付けについて検討を行うべきである。

また、苦情処理・あっせん業務の業態横断的な取り組みなどの関連自主規制機関間の連携のあり方について、引き続き検討を行うべきである。この点に関連して、紛争解決については、一元的な組織を立ち上げるべきである、あるいは、必要に応じ、自主規制機関の統合を進めるべきであるとの意見があった。

自主規制機関のあり方については、欧米においても議論が行われ

ており、例えば英国においては金融サービス・市場法の制定に伴う金融サービス機構（F S A）の設立にあたり、それまで存在した自主規制機関がF S Aに統合された。米国においては、N Y S Eのガバナンス問題などを契機として、証券取引委員会（S E C）より、自主規制機関のガバナンスの強化に関する新規則の制定と自主規制に関するコンセプト・リリースが公表された。また、N Y S Eは上場に向け、自主規制部門を独立性の高い非営利法人として切り離すとの発表を行った。このような国際的な流れも踏まえ、日本における自主規制機関のあり方について引き続き検討を進めるべきである。

また、より効率的なエンフォースメント体制を構築する観点から、一昨年、当部会においても検討を行ったように、行政、自主規制機関、日本銀行などの役割分担について引き続き検討を行っていくべきである。

5. 投資サービス業者のコンプライアンス強化

投資サービス業者自身のコンプライアンス強化を図る観点から、登録等に当たっての要件を整備するなど、コンプライアンス強化のための措置を講じることが望ましい。

また、コングロマリット化や事業再編・譲渡、業務のアウトソーシングが進むなか、法令違反行為を行った業者が事業譲渡した場合についても、必要な場合には事業を譲り受けた側について行政処分等ができるようにする、また、業務の委託先に対し調査や行政処分を行うことができるようにするなどの措置を講じることが適当である。

6. その他

以上の措置については、可能な措置から総合的・有機的に組み合わせ、エンフォースメント全体としての強化を図るべきである。また、引き続き行政、刑事、民事上の手段によるその他のエンフォースメントの強化のあり方について検討を行うべきである。

これまでも当部会において提言を行ってきたとおり、投資家一人一人の金融に関する知識の向上こそがエンフォースメント強化に直結する。このような観点から、金融経済教育の重要性を指摘する意見や、その際、学校教育における一層の充実を求める指摘があった。金融経済教育については、6月に「金融経済教育懇談会」の「論点整理」が公表されたところであるが、その検討内容を踏まえつつ、投資サービス法上、このような金融経済教育の位置づけを行うことについて検討を行うべきである。

おわりに

これまでの審議をつうじて得られた改革の方向性については、投資サービス法の法制化や金融・資本市場から信頼される市場行政を実現するための体制整備に向けた検討を開始するなど、金融庁において所要の措置を講じられたい。当部会においては、引き続き、当中間整理において今後検討すべきとされた課題について、中長期的な金融制度の在り方や新たに提起された課題も含め、検討を続けていくこととしたい。

(別紙)

投資サービス法の対象範囲についての考え方

[投資（金融）商品]

- ① 国債
- ② 地方債
- ③ 金銭債権であって以下のいずれかに該当するもの（以下「社債等」という。）
 - 社債その他これに類する金銭債権であって法律で発行につき特別の定めのあるもの（抵当証券その他の有価証券に表示されるべき金銭債権を含む。）

（例）社債、金融債、特定社債、短期社債ＣＰ、独立行政法人債、投資法人債、約束手形ＣＰ（その他の手形を除く。）、抵当証券等
 - 金銭消費貸借による貸付け（当該貸付けを受ける者に対して同時期に均一の条件で行われる二以上の貸付けのうちの一に該当するものに限る。）に係る債権

（例）組合債、学校債、病院債、ＡＢＬ、シンジケートローン等
- ④ 株式その他法人に対する出資又は法人の基金の拠出に基づいて法人の収益その他の財産の分配を受ける権利（以下「出資等持分」という。）

（例）株式、協同組織金融機関への優先出資証券、ＳＰＣ優先出資証券、持分
会社の社員権、有限責任中間法人の基金への拠出等
- ⑤ 信託の受益権（以下「信託受益権等」という。）

（例）銀行等の貸付債権の信託受益権、投資信託受益権、ＳＰＴ、銀行等の貸
付債権以外の信託受益権、商品ファンド（信託型）等
- ⑥ 集団投資スキーム（定義は下記のとおり。）への参加に基づいて収益その他の財産の分配を受ける権利（④及び⑤並びに⑧から⑩に掲げる権利を除く。以下「集団投資持分」という。）

投資サービス法において、「集団投資スキーム」とは、民法第六百六十七条
第一項に規定する組合契約、商法第五百三十五条に規定する匿名組合契約、投
資事業有限責任組合契約に関する法律第三条第一項に規定する投資事業有限

責任組合契約又は有限責任事業組合契約に関する法律第三条第一項に規定する有限責任事業組合契約の締結（、信託の引受、持分会社の設立）、その他いかなる方法をもってするかを問わず、複数の者から事業のために金銭その他の財産の拠出を受け、当該財産を用いた事業を行い、当該事業から生じる収益を拠出者に分配することであって、次のいずれにも該当しないものをいう。

- ・ 集団投資として財産の拠出を行う者（以下、「拠出者」という。）の全員が事業の運営について日常的に関与している場合
- ・ 各拠出者の拠出した財産がそれぞれ独立した事業に用いられ、各拠出者がそれらの独立した事業からのみ収益の分配を受ける場合

（例）投資事業有限責任組合契約持分、投資事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、有限責任事業組合契約、投資以外の事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、商品ファンド（組合理型）、不動産特定共同事業（組合理型）、ラップ口座、その他投資契約に基づく権利等であって、出資者が複数のもの

- ⑦ 民法第六百六十七条第一項に規定する組合契約又は商法第五百三十五条に規定する匿名組合契約の締結（、信託受益権の取得、持分会社に対する出資）、その他いかなる方法をもってするかを問わず、単独で事業のために金銭その他の財産を拠出し、当該事業から生じる収益の一部又は全部の交付を受ける権利（当該事業の運営について日常的に関与している拠出者に係る権利並びに④及び⑤並びに⑧から⑩に掲げる権利に該当するものを除く。以下「単独投資持分」という。）

（例）投資事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、投資以外の事業を行う民法組合契約持分及び匿名組合契約持分、商品ファンド（組合理型）、不動産特定共同事業（組合理型）、ラップ口座、その他投資契約に基づく権利等であって、出資者が単独のもの

- ⑧ 投資商品に係る権利であって以下に掲げるもの

- 投資商品の共有持分（⑥及び⑦の組合契約に基づく権利に該当するものを除く。以下「共有持分」という。）

（例）株式累積投資等

- 預託された投資商品に係る権利（以下「預託権利」という。）

（例）DR、ミニ株

- 投資商品に係るオプション（定義は下記のとおり。以下「オプション」という。）

当事者の一方の意思表示により当事者間において投資（金融）商品の取引を成立させることができる権利。

（例）ワラント、新株予約権

- ⑨ 外国若しくは外国法人に対する権利又は外国の法令に基づく契約に基づく権利で前各号に掲げる権利の性質を有するもの

（例）外国証券等

- ⑩ 前各号に掲げるもののほか、投資性その他の事情を勘案し、投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定める権利

- ⑪ 預貯金契約に基づく債権又は銀行法第二条第四項の契約に基づく一定の給付を受ける権利（以下「預貯金債権等」という。）

（例）預金、貯金、定期積金等

- ⑫ 保険契約又は共済契約に基づき一定額の保険金の支払いを受け、又は損害のてん補を受ける権利（以下「保険契約債権等」という。）

（例）保険、共済

- ⑬ 無尽業法第一条の無尽による給付を受ける権利（以下「無尽契約持分」という。）

（例）無尽

（注）投資サービス法における取扱いや銀行法、保険業法等との関係につき引き続き検討。

[投資（金融）サービス]

- ① 投資（金融）商品の売買（デリバティブ取引で定めるものを除く。以下同じ。）
- ② デリバティブ取引
- ③ 前二号に掲げる取引の媒介、取次ぎ又は代理
- ④ 投資（金融）商品の募集又は私募
- ⑤ 投資（金融）商品の売出し
- ⑥ 投資（金融）商品の募集若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い
- ⑦ 投資（金融）商品の引受け
- ⑧ 投資（金融）商品清算取次ぎ
- ⑨ 投資（金融）商品多角的取引業務（MTS）
- ⑩ 資産運用
- ⑪ 投資助言
- ⑫ 資産管理
- ⑬ 保険契約又は共済契約の締結又はその媒介若しくは代理
- ⑭ 預金等の受入れを内容とする契約の締結又はその媒介若しくは代理
- ⑮ 信託契約の締結又はその媒介若しくは代理
- ⑯ 無尽に係る契約の締結又はその媒介若しくは代理

（注）投資サービス法における取扱いや保険業法、信託業法、銀行法等の関係について引き続き検討。

- ⑰ その他前各号に類するものとして政令で定める業務

（注）投資（金融）商品、投資（金融）サービスの定義として定めることが適当でないものについては、英国・金融サービス・市場法の例等も参考にしつつ、政令で除外することとする。

平成11年6月30日

集団投資スキームに関するワーキンググループ

レポ ー ト

(抜 粋)

集団投資スキームに関するWG名簿

メンバー	岩 原 紳 作	東京大学法学部教授
	上 村 達 男	早稲田大学法学部教授
	神 田 秀 樹	東京大学法学部教授
	道垣内 弘 人	東京大学教養学部助教授
オブザーバー	柿 沼 光 宏	興銀NWアセットマネジメント業務企画部長
	佐 藤 一 雄	前不動産シンジケーション協議会専務理事
	福 島 啓 修	オリックス株式会社営業開発部課長
	丸 山 高 行	住友生命保険企画調査部部長代理
	三 雲 隆	東洋信託銀行業務企画部次長
	柳 澤 達 維	大和証券経営企画部付次長
関係省庁等	外 山 晴 之	日本銀行企画室調査役
	西 原 政 雄	金融監督庁監督部銀行監督課長

(敬称略、50音順)

「集団投資スキームに関するWG」の審議経過

平成11年2月3日 第1回

- 顔合わせ
- 集団投資スキームに関する主な論点①

平成11年2月25日 第2回

- 集団投資スキームに関する主な論点②

平成11年3月15日 第3回（ホールセール・リテールに関するWGとの合同会合）

- 受託者責任（fiduciary duty）関連について

平成11年4月21日 第4回

- メンバー・オブザーバー意見発表①
 - 神田 秀樹 東京大学法学部教授
 - 上柳 敏郎 東京駿河台法律事務所・弁護士
 - 佐藤 一雄 前不動産シンジケーション協議会専務理事
 - 丸山 高行 住友生命保険企画調査部部長代理

平成11年4月28日 第5回

- メンバー・オブザーバー意見発表②
 - 上村 達男 早稲田大学法学部教授
 - 岩原 紳作 東京大学法学部教授
 - 福島 啓修 オリックス株式会社営業開発部課長
 - 柳澤 達維 大和証券経営企画部付次長

平成11年5月12日 第6回

- メンバー・オブザーバー意見発表③
 - 道垣内弘人 東京大学教養学部助教授
 - 柿沼 光宏 興銀NWアセットマネジメント業務企画部長
 - 三雲 隆 東洋信託銀行業務企画部次長

平成 11 年 5 月 26 日 第 7 回

○「議論のためのたたき台」について

平成 11 年 6 月 15 日 第 8 回

○「素案」について

平成 11 年 6 月 30 日 第 9 回

○ WG のとりまとめ

集団投資スキームに関するWG

レポ ー ト

目 次

1. ワーキンググループにおける基本的な問題意識・・・・・・・・・・	1
(1) 「新しい金融の流れ」と集団投資スキームの意義・・・・・・・・	1
(2) 我が国の集団投資スキームに関する法制・ルール現状・・・・・	2
(3) ワーキンググループにおける基本的な問題意識・・・・・・・・	2
2. 集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象・・・・・・・・	5
(1) 集団投資スキームの定義・メルクマール・・・・・・・・・・	5
(2) 集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象・・・・・	6
3. 集団投資スキームに関するルールの必要性和基本的アプローチ・・・	9
(1) 集団投資スキームに関するルールの必要性・・・・・・・・・・	9
イ、投資の受動性・共同性に起因する問題の解決・・・・・・・・	9
ロ、リスクの所在、リスク分担の具体化・明確化・・・・・・・・	9
(2) 情報開示による対応・・・・・・・・・・	11
(3) ガバナンス機能の活用による対応・・・・・・・・・・	11
イ、ビークルの運営者の行為規範・・・・・・・・・・	13
ロ、投資者の権利行使・・・・・・・・・・	13
ハ、第三者による外部チェック・・・・・・・・・・	13
(4) 受託者責任の具体化・明確化による対応・・・・・・・・・・	14
イ、受託者責任の具体化・明確化の必要性・・・・・・・・	14
ロ、受託者責任に関するルールの内容・・・・・・・・・・	15
ハ、責任関係の具体化・明確化の方法と手続き・・・・・・・・	16
ニ、受託者責任のエンフォースメント・・・・・・・・・・	17
4. 集団投資スキームに関するルールの枠組みと基本的内容・・・・・・	18
(1) 集団投資スキームに関するルールの枠組み・・・・・・・・	18

イ、スキームの「仕組み」に関するルール	18
ロ、スキームの運営に関するルール	18
ハ、スキームから組成された金融商品の取引に関するルール	18
(2) 資産運用型スキームに関するルール	19
イ、ガバナンス機能の活用に関するルール	19
ロ、仕組み行為に関するルール	20
ハ、資産運用、助言に関するルール	20
ニ、資産管理に関するルール	22
(3) 資産流動化型スキームに関するルール	23
イ、ガバナンス機能の活用に関するルール	23
ロ、仕組み行為に関するルール	24
ハ、資産管理等に関するルール	25
(4) スキームの適格性 (fit and proper)	25
(5) その他の論点	26
イ、業者の適格性 (fit and proper) に関するルール	26
ロ、その他の仕組み行為に関するルール	27
ハ、投資者の属性によるルールの相違	28
ニ、クロスボーダー取引	29
5. スキームから組成された金融商品の取引に関するルール	30
(1) 販売・勧誘に関するルール	30
(2) 市場ルール	30
イ、ディスクロージャーに関するルール	30
ロ、その他の市場ルール	32
6. 横断的な集団投資スキームに関する法制のあり方	33
7. 新しい集団投資スキームに関する法制・ルールに対応した環境整備	34
(1) 税制・会計制度の整備	34
(2) エンフォースメント体制の整備	34
(3) その他の環境整備	34
II	

(参考資料)

1. メンバーの意見発表資料

- 「集団投資スキームに関する法制整備のあり方」 39
(東京大学法学部教授 神田秀樹)
- 「集団投資スキームの考え方と金融サービス法」 48
(早稲田大学法学部教授 上村達男)
- 「金融サービス法試論」 66
(東京大学法学部教授 岩原紳作)
- 「集団投資スキームに関するルールのあり方
～いわゆる専門家・受託者責任をめぐって～」 80
(東京大学教養学部助教授 道垣内弘人)

注) 資料の順番は、メンバーの意見発表順である。

2. 参考資料 99

1. ワーキンググループにおける基本的な問題意識

(1) 「新しい金融の流れ」と集団投資スキームの意義

我が国の金融に対する家計や企業等のニーズは、1200兆円の個人金融資産に象徴される経済の成熟化に伴う経済のストック化の進展、さらにその背景にある高齢社会への移行や経済のグローバル化といった経済・社会の基礎的な構造変化により大きく変化している。すなわち、資金供給面においては、個人・家計の資産運用ニーズが多様化する一方、資金需要面においては、経済構造の大きな変化の中で、相応のリスクのある資金需要に対して経済社会全体でリスクをテイクしていくような対応が求められている。こうした需給双方のニーズを結びつけ、広範な主体が自らの判断に基づきリスクをテイクすることを容易にし、経済全体としてのリスク配分の効率化・分散化を促すような新しい金融仲介チャンネルを整備・拡充していくことが「新しい金融の流れ」として重要になると考えられる。

「新しい金融の流れに関する懇談会（金融を巡る諸問題に係る13省庁等による共同勉強会）」の「論点整理」（昨年6月公表。以下「論点整理」という。）でも指摘されているように、各種の金融の専門家がそれぞれ責任を持って資産の運用・管理あるいは資産の流動化等を行う形態である集団投資スキームは、多様なリスクとリターンを組み合わせた金融商品を組成する仕組みとして、資本市場を通じた新しい金融仲介チャンネル（いわゆる「市場型間接金融」）の中心的存在となることが期待されている。

また、集団投資スキームは、仕組み行為、資産運用、助言、資産管理、販売・勧誘といった金融サービスの機能に応じて、多数の金融サービス業者が専門家としてスキームに関与するものであり、分業体制の下、各業者がその専門性を発揮する形で運営されるものである。このような集団投資スキームが一層発展することにより、投資者にとってより魅力的な金融商品がより効率的に提供されることが期待されている。

（注）本レポートでは、仕組み行為、資産運用、助言、資産管理、販売・勧誘等の「金融商品」に係る諸行為（「論点整理」における「金融サービス」）を専門的に事業として反復・継続して行う者を「金融サービス業者」と呼んでいる。

また、集団投資スキームにより組成された金融商品に投資する者を「投資者」と呼び、投資者に集団投資スキームを活用して資金調達を行う者等を加えたものを「利用者」と呼んでいる。

（２）我が国の集団投資スキームに関する法制・ルール現状

集団投資スキームは、「新しい金融の流れ」において重要な役割を果たすことが期待されているが、我が国の集団投資スキームに関する法制・ルールについては、以下のような問題が存在するといわれている。

- ① 我が国の法制は、投資対象毎、商品毎の縦割りのものとなっており、各法律に基づく集団投資スキームにおいては、多様な投資対象を組み合わせた商品の設計や利用しうる資金の受け皿となる組合、信託、会社といったファンド等（いわゆるビークル）の種類に一定の制約が存在するため、金融イノベーションの進展の支障となるおそれがある。
- ② 各法律間でルールの整備状況にばらつきが見られることから、投資対象や商品の違いによって適用されるルール内容に不整合が生じている。
- ③ 縦割り法制の対象とならない集団投資スキームについては、スキームが実際に組成されてはいるが明確に対応するルールが存在しないものや、スキームの組成自体が困難なものも存在する。

（注）本レポートでいう「ルール」とは、金融サービス業者または利用者の間の権利義務関係や責任関係等について、例えば、どういう場合に、誰がどのような種類のリスクを負担するのか、また、それぞれの主体がなすべきこと、してはならないことは何か、等を事前に決めておく約束事（規範）の総体を指している。従って、法令で定められた規則のみを意味するものではなく、判例により形成された法理、自主規制団体による自主ルール、当事者間での契約等による取り決め、金融サービス業者のコンプライアンス（法令遵守）のための社内規則等のすべてを含むものである。

（３）ワーキンググループにおける基本的な問題意識

我が国の集団投資スキームについては、先般の金融システム改革において、証券投資信託制度における私募投信の導入、受益証券への証券取引法上のディ

スクロージャーの適用等の大幅な改革が行われるとともに、証券投資法人（いわゆる会社型の投資信託）を利用した資産運用のための制度やSPC（特定目的会社）を利用した資産流動化のための制度が創設されるなど、法制・ルールの整備が進められている。

さらに、21世紀における我が国の金融を展望すると、このような金融システム改革の本格的な進展や情報処理・通信技術の発展とともに、業態の枠にとられない多様かつ高度な金融商品・サービスの提供が広がっていくことが予想される。このような状況に対応するためには、現行の縦割り法制の体系を金融サービスの機能面に着目した横断的かつ整合的な法体系へと見直し、市場メカニズムや金融取引の参加者の自己規律を前提とした利用者本位の法制・ルールとしていくことが必要である。このように、社会的なインフラである法的基盤を整備することが、より自由な金融商品開発等を通じた金融イノベーションの促進にもつながるとともに、円滑で効率的な金融取引と適切な投資者保護の確保にも資するものと考えられる。

このような状況の下で、集団投資スキームについて、投資対象資産やビークルの形態に関わらず横断的に適用されるような法制・ルールを整備することにより、

- ① ルールの具体化・明確化が図られることにより、投資者のニーズに適うような多様な商品提供が可能となるなど、金融市場の活性化等につながるとともに、金融の新しい変化に対しても柔軟かつ整合的に対応しうる、
- ② 金融商品に関する法制・ルールの整合性が図られることにより、多様な金融商品について調和のとれた発展が可能となる、
- ③ リスクの所在やリスク分担の明確化が図られることにより、取引の効率性や安定性が高まるとともに、適切な投資者保護も図られる、
- ④ 金融仲介チャネルの多様化が図られることにより、経済社会の変化にも柔軟に対応しうるとともに、経済の活性化にも資する、

といった効果が期待しうる。

「論点整理」では、集団投資スキームのような「新しい金融の流れ」に対応した新しい金融法制・ルールの枠組み（以下、いわゆる「金融サービス法」という。）について、広範な論点が提起されているが、本WG（ワーキング・グループ）においては、いわゆる「金融サービス法」の議論の一環として、集団投資スキームに関する法制・ルールについて、「集団投資スキームとは何か」、「あるべき集団投資スキームに関する法制・ルールは何か」といった基本的な視点も踏まえて検討を行った。

(注) 本レポートにおける「集団投資スキームに関する法制・ルール」とは、その法形式(「器」)を問わず、集団投資スキームに対して適用されるべき法制・ルールのことを指している。「横断的な」という用語を使用した場合には、そのような集団投資スキームに関する法制・ルールにおけるルール内容等の横断性を意味するものである。

2. 集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象

(1) 集団投資スキームの定義・メルクマール

「論点整理」では、集団投資スキームについて「仕組み行為者（スポンサー）が投資者の資金をプールし、これを専門家（ファンド・マネージャー等）が運用・管理する仕組み」としてとらえるとともに、このような集団投資スキームから組成される商品として、証券投資信託、商品ファンド、不動産共同投資商品、実績配当型の金銭信託商品、SPC等を通じた証券化商品等を挙げている。

このような金融商品を個別により詳しくみると、証券投資信託、商品ファンド、実績配当型の金銭信託商品等の仕組みは、投資者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・運用することによって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り、「資産運用型」の集団投資スキームとしてとらえることができる。

他方、SPC法や特定債権法による証券化商品等の仕組みは、専門家たるアレンジャー等が特定の資産から生じるキャッシュフローを組み替えて、主として多数の投資者に証券等を販売することにより資金調達を行うものであり、「資産流動化型」の集団投資スキームとしてとらえることができる。

このように集団投資スキームは「資産運用型」、「資産流動化型」といった二つの大きな類型にわけてとらえることができると考えられるが、横断的な集団投資スキームに関するルールを検討する前提として、まずは両類型に共通する性質を抽出し、「集団投資スキーム」としての統一的な定義・メルクマールを考える必要がある。

ここで英米の法制における集団投資スキームの定義・メルクマールをみると、英国の金融サービス法では、適用対象として「投資物件」が定められており、この「投資物件」の一つとして「集合投資計画（Collective Investment Scheme）のユニット」がある。「集合投資計画」は「通貨を含むあらゆる種類の財産に関する取決め」であり、「取決めの参加者に対して財産の取得、保有、管理または処分から生じる利益や所得に参加したり、これらから支払われる金銭の受取りを可能にするもの」をいう。また、「取決めは参加者が財産の管理を日々支配できないものでなければならない（受動性）」が、取決めは「参加者の出資金や参加者に対して支払われる利益や所得がプールされること（共同性）、または財産

が計画の運営者等によって管理されることのいずれか、または両方の特質を有すること」とされている。

一方、米国においては、連邦証券法の適用対象として「証券」が定められており、この「証券」の一つとして「投資契約」がある。連邦最高裁の判例によると、①金銭出資が行われること、②共同事業であること（共同性）、③利益が専ら投資者以外の者の努力によって生じること（受動性）という三つの要件を満たせば「投資契約」に該当するものとされている（ハウイ基準:Howey test）。金銭による出資が求められる点を除き、ハウイ基準の要件は英国の「集合投資計画」の定義とほぼ同じ内容となっている。

我が国における「集団投資スキーム」についても、基本的には英国の「集合投資計画」の定義や米国の「ハウイ基準」の要件と同じ考え方に立つものとして整理することが可能であると考えられる。すなわち、資産運用型、資産流動化型のいずれにおいても、スキームの運営は専門家たる金融サービス業者に委ねられており、投資者が投資対象資産を直接支配・管理できない状況にあることから、「受動性」が存在する。また、資産運用型では主として多数の投資者から集めた資金をプールして資産運用を行うこと、資産流動化型では特定の資産から生じたキャッシュフローを組み替えて主として多数の投資者に証券等を販売することにより資金調達を行うことから、「共同性」が存在する。以上の点に鑑みれば、投資の「受動性」と「共同性」をともに満たすことを集団投資スキームのメルクマールとすることが考えられる。

（注）会社型のピークル等では、投資者が議決権等を行行使することにより一定のガバナンス機能を発揮することが可能であるが、投資者は投資対象資産を直接に支配・管理することができず、金融サービス業者が支配・管理を行っている。このため、「ガバナンス機能」を有していても「受動性」の要件を満たすものとして整理することが可能である。

（２）集団投資スキームに関する法制・ルール適用対象

「論点整理」では、集団投資スキームの機能と仕組みを活用する金融商品・サービスとして、「証券投資信託、商品ファンド、不動産ファンド、実績配当型の金銭信託商品、ＳＰＣ等を通じた証券化商品、プロジェクト・ファイナンス、投資事業組合、変額保険等の投資性をもった保険商品、確定拠出型年金等が該

当すると思われる」としているが、ルールの横断性、整合性の確保という観点からみれば、投資の「受動性」と「共同性」をともに満たす金融商品については、幅広く集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象としてとらえていくことを基本とすることが適当であると考えられる。

ただし、このように投資の「受動性」、「共同性」の概念を押し広げていけば、例えば製造業やサービス業を営む事業会社についても、株式や社債等の金融商品を組成する仕組みとして集団投資スキームと同じ機能をもつものと整理することが可能となるが、株式会社一般を集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象とすることは必ずしも適当とは考えにくい。また、銀行や保険会社等の金融機関についても、その仕組みを集団投資スキームと同じ機能をもつものとして整理することが可能であるが、これらの金融機関については、健全性確保等のためのルールが、別途定められていることを考慮する必要がある。他方、仮に株式会社一般は集団投資スキームの適用対象にはならないものとするとしても、中には実質的に資産運用会社や特別目的会社として機能し、場合によっては集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象とすることが適当なものもあると考えられる。本WGでは、個々のスキームや金融商品を、それぞれ集団投資スキームに関する法制・ルールの適用対象とするか否かについては、例えば事業会社を適用対象とすることが適切かどうか、ビークルの根拠法制となる民商法等のルールで十分かどうか、スキームの周知性や信頼性があるかどうかといった点等に着目して議論が行われたが、いずれにせよこの問題については、投資の「受動性」、「共同性」をともに満たすものを幅広く適用対象としてとらえるということを基本的な考え方としつつも、それぞれのスキームや金融商品の属性をも考慮しながら、最終的には総合的な判断を行っていくことが必要と考えられる。

なお、現物出資の形態をとるものに対する英米の法制における取扱いとは異なっているが、この点については、幅広く集団投資スキームの対象をとらえていくことを基本として、今後さらに検討を深めていく必要がある。

(注) 英国の金融サービス法では、オープン・エンド型投資会社は「集合投資計画」に該当するが、クローズド・エンド型投資会社等の法人は、英国会社法の規制を受けること等の理由により、「集合投資計画」とはされていない。

なお、集団投資スキームに関する法制・ルールは、透明・公正かつ効率的な金融取引を達成し、金融市場に対する信認を確保するという意義と、金融仲介チャネルの新たな柱を構築するという意義を併せ持っている。こうした観点か

らは、いわゆる「悪質商法」の排除・取締りを直接の目的として集団投資スキームに関する法制・ルールを整備することは必ずしも適当でないと考えられるが、結果的にこのような法制・ルールが「悪質商法」の排除にも一定の効果を持つことが期待される。また、勧誘方法が悪質なものについては販売・勧誘に関するルール等による対処が、事業運営が詐欺的なもの等については、刑事法規等による取締りが効果的であると考えられる。このように、様々な手段を適切に組み合わせることにより「悪質商法」への対応が図られていくことが必要である。

また、横断的な金融関連法制の整備が進むことにより、適切な投資者保護の確保とともに公正かつ効率的な金融取引の場が拡大し、結果的に「悪質商法」の場の縮小につながっていくことも期待される。いずれにしても、いわゆる「金融サービス法」等、公正かつ効率的な金融取引のための法的基盤を幅広く整備していくことが、広く我が国金融市場の効率化・適正化にも資することになると考えられる。

(注) なお、米国のハウイ基準の考え方を集団投資スキームの定義・メルクマールとして用いる際に、この考え方を示した連邦最高裁判決がいわゆる「悪質商法」に関するものであったことから、ハウイ基準自体を「悪質商法」に関する判例法理ととらえる向きもあるが、ワーキンググループの議論においては、そうした個別事例に着目するよりも一般的な考え方としてのハウイ基準の意義を重視すべきであるとの指摘があった。

また、我が国の場合、出資法が「悪質商法」の取締り等に大きな役割を果たしているところではあるが、いわゆる「金融サービス法」等の金融関連法制と出資法のかかわり合い、適用関係等が、経済社会情勢の進展に対応し、その発展に貢献するものとなるよう、引き続き制度整備の努力をしていくことが必要であると考えられる。

3. 集団投資スキームに関するルールの必要性と基本的アプローチ

(1) 集団投資スキームに関するルールの必要性

イ、投資の受動性・共同性に起因する問題の解決

集団投資スキームに関するルールは、投資の「受動性」および「共同性」に起因する以下のような問題を解決するために必要になると考えられる。

- ① 集団投資スキームから組成される「金融商品」は、共同性ゆえに無形の権利になることが多く、また、受動性ゆえに投資者による投資対象資産の直接の把握が困難であることから、投資者が「金融商品」の内容を十分に理解することができず、そのままでは適切な投資判断ができにくいのではないかという問題がある。
- ② 投資者がスキームの投資対象資産の運用・管理を直接行わないことから、スキームの運営者等による不正行為や利益相反行為が生じやすいのではないかという問題がある。
- ③ モニタリングのコストを回避するフリーライダーの存在等により投資者が個別にモニタリングを行うインセンティブが欠如するといったような、いわゆる集団行動の問題（collective action problem）が生じる可能性が高いのではないかという問題がある。

ロ、リスクの所在、リスク分担の具体化・明確化

金融商品の取引に付随するリスクには、価格や金利の変動といった市場リスクのみならず、スキームに関与する金融サービス業者の破産等による信用リスク、金融商品の適法性や有効性に係る法的リスクといった様々なものがあり、金融サービス業者と投資者との間、あるいは金融サービス業者間において、誰がどのような種類のリスクを負担しているのかといった点が、上記イ、のような理由から不明確になる場合が多い。とりわけ、集団投資スキームには多数の投資者や様々な金融サービス業者が関与する場合が多く、その分、リスクの所在等が不明確になる可能性が高くなることが考えられる。

多様な専門家による高度な分業体制のメリットを十分に活かし、より効率的かつ柔軟な金融仲介を実現していくためには、集団投資スキームに関する

ルールにおいて、当事者間におけるリスクの所在、リスク分担を具体化・明確化していくことが重要である。

(注1) 上記の点を踏まえれば、集団投資スキームが適切にその機能を果たすようにするための基盤となるルールについて、次のような基本的アプローチが考えられる。

- ① 情報の非対称性の問題については、適切な情報開示による対応が考えられる。
- ② スキームの運営者による不正行為や利益相反の問題については、情報開示のほか、ビークルのガバナンス機能の活用や受託者責任の具体化・明確化による対応が考えられる。
- ③ フリーライダー等のいわゆる集団行動の問題については、ビークルのガバナンス機能の中でも、必要に応じ、個々の投資者の権利行使のためのルールの整備や第三者による外部チェック等の活用が考えられる。

(注2) なお、「論点整理」では、いわゆる「金融サービス法」を検討していく際のアプローチとして、

- ① 「取引ルール」：金融取引の当事者間の（私法的な）権利義務関係の明確化に関するルール
- ② 「市場ルール」：市場機能の維持・発揮に関して、すべての取引参加者に適用されるルール
- ③ 「業者ルール」：業者（特定の専門家等）に対する行為ルール

という3つのルールを挙げており、集団投資スキームに関するルールの検討にあたって、このようなアプローチを適切に組み合わせることが重要である。

すなわち、取引ルールは、スキームに関与する金融サービス業者の行為に対する規律付け、金融サービス業者または利用者間のリスクの所在やリスク分担の具体化・明確化、さらに私法等におけるルールの不明確性の解消を図るものであり、重要な位置付けを持つと考えられる。

しかしながら、我が国の司法インフラの整備状況やエンフォースメントにおける実効性の確保等の問題に鑑みると、引き続き「業者ルール」も重要性を有するものと考えられることから、「取引ルール」と「業者ルール」を適切に組み合わせ、相互に補完しあうような形でルール整備が行われることが重要であると考えられる。さらには、「市場ルール」も加えた体系的なルール整備を行うことにより、適正かつ効率的な金融取引の実現を図っていく必要があると考えられる。

(注3) なお、「市場ルール」には狭義・広義のものが考えられる。

狭義の「市場ルール」(前述②)としては、ディスクロージャーに関するルール(公衆縦覧型、相対型)、公正取引ルール(インサイダー取引、相場操縦、詐欺的行為の防止)、価格形成機能に関するルール(取引所やマーケットメーカー等に関するルール)がある。

一方、金融取引や金融市場の信認の確保に資するルール全体を広義の「市場ルール」としてとらえる考え方もある。この意味では、「取引ルール」や「業者ルール」も、幅広い「市場ルール」を担うものとして位置付けられることになる。

(2) 情報開示による対応

金融取引の透明性・公正性を担保するためのルールとしては、まず情報開示が挙げられる。

金融サービス業者と投資者間の情報の非対称性に起因する問題を解決するため、適切な情報開示を投資者に対して行うことにより、金融商品の内容やスキームの仕組み、リスクの種類とその所在等が明らかになり、投資者が自己責任に基づき投資判断を行うことができるようになると考えられる。

また、スキームに関与する主要な金融サービス業者間における利益相反に関する情報開示についても、集団投資スキームの関係当事者間におけるリスク分担の具体化・明確化を図るために重要であると考えられる。

(3) ガバナンス機能の活用による対応

スキームの運営における適正性を確保するため、ビークルの運営者の行為規範、投資者の権利行使、第三者による外部チェックといったガバナンス機能を活用する方法が考えられる。

集団投資スキームの受け皿となるビークルに関する主な根拠法制としては、任意組合は「民法」、匿名組合、株式会社は「商法」、信託は「信託法」、SPC(特定目的会社)は「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律(SPC法)」、証券投資法人は「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」等がある。これらの根拠法制においては、組織形態、出資者等の責任、業務の執

行方法や業務執行者等の責任、業務執行に対する監視等に関するルールが定められており、集団投資スキームに関するルールは、まずはこのような根拠法制におけるルールを踏まえることが必要である。しかしながら、民法、商法、信託法といった私法のルールのみで集団投資スキームの運営の適正性や多様な商品開発等のための環境整備が必ずしも十分に図られない場合には、集団投資スキームに関するルールにおいて、各ビークルの構造の特性も踏まえながら、必要に応じて所要のルールを整備する必要があると考えられる。

(注1) 一般に「ガバナンス機能」とは、様々な関係当事者が集団投資スキームの運営・管理に直接ないし間接的に影響を与える手段としてとらえることが可能である。具体的には、①市場メカニズムを通じるもの（例：流通市場での証券等の売却、社会的・経済的評判や格付けを反映したリスク・プレミアムの要求等）、②ビークルの運営者の行為規範を通じるもの、③投資者による直接の権利行使を通じるもの、④第三者による外部チェックを通じるものが考えられるほか、さらにはエンフォースメントの範疇にも入るものとして、⑤民間レベルの制裁等を通じるもの（例：自主ルール違反に対する制裁、民間の紛争処理機関の裁定等）、⑥公権力を通じるもの（例：民事責任、刑事罰、行政処分等）、といったものが考えられる。この項では、以下②、③、④について記述する。

(注2) 現行の信託関連法制については、財産の管理等を行う民事信託を前提としており、合同で資産運用等を行う商事信託の実態には必ずしもそぐわない面もあることから、商事信託に関するルールをより具体化・明確化していくことが重要ではないかとの意見もあった。

(注3) 各集団投資スキームの目的・機能については、例えば資産運用型と資産流動化型の差異に基づくもの等種々の態様が考えられるところである。このため、適切なルールについては、投資者の権利行使等が重要になる類型が考えられるとともに、場合によっては、投資者による差止請求権の行使等エンフォースメントの問題も視野に入れることが必要になるものも考えられる。また、むしろ運営者の行為規範や受託者責任の具体化・明確化が重要になる類型も考えられる。いずれにしても、集団投資スキームに対するガバナンス機能が効率的かつ効果的に発揮されるためには、ガバナンスに要するコスト等も勘案しつつ、各手段の適切な組み合わせが必要になると考えられる。

イ、 ビークルの運営者の行為規範

ガバナンス機能としては、まず、ビークルの運営者の行為規範を具体化・明確化することにより、業務運営が適正なものとなるよう規律付けを行っていくことが重要であると考えられる（（４）と関連）。

ロ、 投資者の権利行使

次に、リスクテイクを行っている投資者自身が自己の意思に基づき権利を行使し、これによって、集団投資スキームの運営の規律付けを行っていくことも重要であると考えられる。

投資者の権利行使については、例えば、①投資者総会における議決権行使により、集団投資スキームの投資政策・投資対象の決定や変更、取締役の選任・解任等といった投資者の利益に影響を及ぼすような事項について投資者の意思を反映させること、②決定されたスキームの運営方針等に投資者が不服な場合に、保有する持分権等の買取請求や譲渡等が容易にできるようにすること等が考えられる。集団投資スキームに関するルールにおいては、このような投資者の権利行使のためのルール整備も検討課題の一つとして考えられる。

（注）とりわけ会社型のビークル等においては、投資者の権利行使が重要になると考えられる。

ハ、 第三者による外部チェック

また、独立した第三者による外部チェックを活用する方法も考えられる。投資者自身によるスキーム運営の規律付けについては、特に多数の投資者が存在している場合や投資者の権利行使が必ずしも容易ではないビークルが使用されている場合、権利行使に伴うコストの問題や投資者自身によるモニタリングが有効に機能しないのではないかなど問題があることから、中立的・専門的な第三者をしてスキームの運営に関するモニタリングを行わせる方法等も考えられる。

なお、社外監査役による監査、会計監査人による会計監査も外部チェック機能の一翼を担うものである。

(注) 英米の法制をみると、英国のユニット・トラスト（契約型の投資信託）等については、スキームの運営者とは独立したトラスティー（受託者）の設置が必要である。トラスティーは運営者の業務運営をモニタリングするが、金融サービス法に基づく認可業者であることが求められる。

一方、米国の投資会社（会社型の投資信託）においては、その取締役会を構成する取締役のうち4割以上を独立した社外取締役とし、投資会社の運営に対する外部チェック機能を担わせている。

我が国の証券投資法人においては、役員会の構成員として独立した監督役員の設置や計算書類等に対する会計監査人による監査が求められている。また、証券投資法人及び証券投資信託のいずれにおいても、それらの計算書類等について、証券取引法上公認会計士による監査証明を受けることが求められるようになった。

なお、集団投資スキームのガバナンスにおいてチェックを行う第三者の果たす役割が大きいような場合には、チェックに必要な専門的知識や投資者による損害賠償等に対する支払能力等が必要になるため、一定の資格や財産的基礎を求めることも考えられる。

（４）受託者責任の具体化・明確化による対応

イ、受託者責任の具体化・明確化の必要性

情報開示やガバナンス機能の活用を図ったとしても、集団投資スキームの運営者の不正行為や利益相反行為をモニタリングすることは実際には困難が伴うことが考えられる。このため、ビークルの運営者を含む金融サービス業者の受託者責任を具体化・明確化することにより、業者の規律付けを行っていくことが重要な意味を持つことになる。

(注) 本レポートでは、我が国で一般的に使用されている信託契約における **trustee** を指すものではなく、英米における **fiduciary** を示すものとして、受託者という用語を用いている。また、「受託者責任 (**fiduciary duty**)」についても、**fiduciary** が負う責任のうち、何か特別な性格を持つものを **fiduciary duty** としているのではなく、**fiduciary** が負うさまざまな責任を総称して **fiduciary duty** として広くとらえている。

英米においては、他者の信認を得て一定範囲の任務を遂行すべき者を幅広い概念として「fiduciary（受託者）」としてとらえ、「fiduciary duty（受託者責任）」に関する法理が確立されている。他方、我が国においては、例えば忠実義務等に関する規定を有している法律も見られるものの、各法律ごとにその規定状況にばらつきがあるとともに、忠実義務等の具体的内容が必ずしも明確になっていない場合が多いという状況にある。このように、我が国の場合、広い意味での受託者責任に関する法理は必ずしも私法上の法理としては確立しておらず、金融サービス業者の行為規範として未だ十分に浸透していないと考えられる。

集団投資スキームの適正性を確保するためのルールを考えるにあたっては、我が国においても広い意味での受託者責任を具体化・明確化していくことの重要性を再認識するとともに、金融サービス業者に対する横断的な行為規範として積極的に位置付けていく必要があると考えられる。

なお、受託者に求められる責任を具体化・明確化していくことは、スキームの関係当事者間の責任関係を明確にし、将来的に予測不可能な事態が発生した場合にその解決のための基本原理を明確にする等のメリットもあると考えられる。

ロ、受託者責任に関するルールの内容

受託者責任に関するルールの内容としては、様々な類型が指摘されているが、主なものとしては、仕組み行為、資産運用、助言、資産管理等における利益相反防止義務（忠実義務）、資産運用における適切投資義務（善管注意義務）、資産管理における分別管理義務等が挙げられる。

（注）具体的な受託者責任の内容としては、説明義務、分別管理義務、忠実義務（利益相反防止義務）、善管注意義務、財産価値保持・適切投資義務、公平義務、計算書類調製義務、自己執行義務、秘密保持義務といったものが挙げられる。

受託者責任については、金融サービスの種類や金融商品の特性等に応じて、ルールを具体化・明確化していくことが必要である。ただし、ルールをあまりにきめ細やかに規定すると、逆に、反対解釈の問題やルールの漏れが生じるおそれもあるため、例えば最低限度のルールを一般的に規定する方法も考

えられる。なお、受託者責任については、契約関係にかかわらず、提供される金融サービスの機能に基づいて事実にもとづいて実質的に判断することが必要であると考えられる。

また、ルール具体化・明確化にあたり、法令による対応だけでは弾力性に欠けるおそれもあり、このため、①自主規制団体が自主ルールとしてガイドラインを策定すること、②金融サービス業者のみならず機関投資家等も加わり共通の自主ルールとしてガイドラインを設ける等の対応を図ること、③個別の金融取引において当事者間の責任関係の明確化を契約書等の書面によって図ること等の様々な対応が考えられる。このように法令、自主ルール、契約等による当事者間の取組み等が適切に組み合わせられることが必要であると考えられる。

(注) 自主規制団体が公平かつ効率的にその機能を果たすためには、組織面、ルール制定面における中立性・透明性の確保等が必要になると考えられる。

契約等に特約を設けることにより金融サービス業者が受託者責任を軽減しようとする事態も想定される。しかしながら、特約の設定、とりわけ免責条項の設定については、受託者責任を個別の契約等で限定することになるという問題があるため、例えば全面的な免責を認める条項の無効化などルールの強行規定性の明確化を含めた何らかの対応を考える必要があるのではないかと意見があった。

ハ、責任関係の具体化・明確化の方法と手続き

受託者責任の具体化・明確化と並んで、集団投資スキームの関係当事者間における責任関係の具体化・明確化も重要と考えられる。まず、集団投資スキームに関与する金融サービス業者間の責任関係の明確化については、当事者間の責任関係を個別に明確化する方法もあるが、スキームが複雑で責任関係を個別に明確化することが難しい場合には、主要な関係者間の責任関係を明確化するとともに、それ以上は関係者間それぞれの求償関係により対応する方法が考えられる。

次に、投資者によるスキームに関与する金融サービス業者に対する民事責任の追及については、販売業者や投資者の契約相手となる業者が投資者との間で責任をいったん負った上で（これを「窓口責任」と呼ぶ意見もあった。）、販売業者等が他の関係者への責任追及を行っていく方法があるのではないかと

との指摘があった。これに対し、販売業者等が十分な注意を払っていた場合において、他の業者の過失責任をこれらの業者に対して追及することには実際上限界が存在することから、このような状況における販売業者等の免責要件の明確化の検討も必要ではないかとの指摘もあった。

なお、グローバルな金融取引が進展する中で、集団投資スキームに関与する当事者に海外の金融サービス業者が存在する場合、責任関係が不明確となったり、思わぬリスクが発生するといった問題が生じるおそれがあることから、グローバル取引における当事者間の責任関係やリスクの所在の明確化の問題についても、各国間の法制のインターフェイス（抵触法：conflict of laws）の観点にも留意しつつ、今後さらに検討する必要があると考えられる。

二、受託者責任のエンフォースメント

集団投資スキームにおいて受託者責任に関するルールが十分に機能するためには、エンフォースメントに関するルールの整備も必要であると考えられる。受託者に対する民事責任の追及において、投資者が集団投資スキームの運営をモニタリングすることは困難であること等により、投資者等による過失の立証や損害額の立証が難しい場合も多いと考えられることから、エンフォースメントにおける立証責任の緩和等についての検討も必要ではないかとの意見があった。

（注）「論点整理」においては、金融取引におけるエンフォースメントの実効性確保の問題を解決する方法として、不当利得に対する没収・追徴、民事制裁金、民事差止請求、行政等の申立に基づく裁判所による違反行為者に対する差止命令や是正命令等の活用等に関する指摘がなされている。

4. 集団投資スキームに関するルールの特組みと基本的內容

(1) 集団投資スキームに関するルールの特組み

イ、スキームの「特組み」に関するルール

ビークルを用いて金融商品を組成するスキームの「特組み」に関するルールとして、ビークルの運営の前提となるガバナンス機能の活用に関するルールや、「特組み行為」に関するルールが挙げられる。

(注) 集団投資スキームは新たな金融商品を組成する特組みであることから、スキームの構築(特組み行為)に関するルールは、集団投資スキームに関するルールの中でも中心的なものの一つになると考えられる。

また、資産運用、助言、資産管理に関するルールのうち、スキームの「特組み」そのものの内容に関わるものやスキームの運営方針・運営内容等に関わるもの、およびこれらに関する情報開示についても、広い意味において「特組み行為」に関するルールとしてとらえることも可能である。

ロ、スキームの運営に関するルール

スキームが運営されていく段階において必要となるルールとして、運用方針の遵守、利益相反行為の防止といった資産運用、助言に関するルールや、受託資産の分別管理といった資産管理に関するルールが挙げられる。

ハ、スキームから組成された金融商品の取引に関するルール

集団投資スキームにより組成された金融商品が取引される段階において必要となるルールとして、販売・勧誘に関するルールやディスクロージャー等が挙げられる。

(注) これについては、他の金融商品と基本的に同様のルールとなると考えられることから、集団投資スキーム商品の特徴に留意しつつ、次章において整理することとする。

このうち、スキームの「仕組み」に関するルールおよびスキームの運営に関するルールについては、資産運用型スキームと資産流動化型スキームとの間で必要とされるルールに違いがあると考えられるため、以下では資産運用型と資産流動化型に区分した上で整理を行っていく。

(注) 本レポートにおいては、資産運用型、資産流動化型それぞれの特質に即した検討を行っているが、実際には両方の性格を併せ持ったスキームの存在も考慮する必要があり、このようなスキームに対しては、本レポートの考え方を踏まえ、具体的な検討を行う必要がある。

なお、以下の検討の中で挙げられているルールは、必要と考えられるルールの例示または選択肢であり、金融イノベーションを促し、効率かつ適正な金融取引を実現する等、集団投資スキームのメリットを十分に引き出せるよう配慮しつつ、ルールの具体的内容や適切な組み合わせ方等について、今後さらに検討を行っていく必要がある。

(2) 資産運用型スキームに関するルール

資産運用型の集団投資スキームにおいては、事前に定められた基本的な投資方針に従いつつも、資産運用業者が投資者から集めてプールした資金を裁量により運用する側面がある。このため、利益相反行為による弊害発生を防止するという視点や、投資方針を遵守した忠実な運用指図の遂行という視点が重要になる。それとともに、資産運用の適切性を確保しつつ、いかに多様な商品開発等を可能にするかという視点も重要になると考えられる。

(注) 資産運用型スキームには、証券投資信託のように、スキームの仕組み者が直接に資産を運用する場合と、証券投資法人のように、スキームの仕組み者が資産運用を投資顧問等の資産運用業者に委託することを義務付ける場合がある。

イ、ガバナンス機能の活用に関するルール

ガバナンス機能の活用に関するルールについては、ビークルの形態（組合型、信託型、会社型等）によって内容が異なってくるが、例えば会社型のビークルを用いたスキーム等では、まず、投資者の権利行使が重要になると考え

られる。例えば、投資方針の決定や変更等に対する投資者総会における議決権の行使、持分権等の買取請求権の行使等に関するルールが挙げられる。また、第三者による外部チェックとしては、独立したトラスティーの設置等により、ビークルの運営における規律付けを確保すること等が考えられる。

ロ、 仕組み行為に関するルール

スキームを仕組むスポンサー（仕組み行為者）はスキームに関する詳細な情報を有していることから、受託者責任に関するルールとして、利益相反防止義務、善管注意義務、ブローカーに対する説明義務等の取引ルールおよび業者ルールを検討していくことが重要である。

ハ、 資産運用、助言に関するルール

① プルーデント・インベスター・ルール

資産運用業者に対する受託者責任に関するルールとして、まず、米国で確立されたプルーデント・インベスター・ルールが考えられる。これは、投資者にとってプルーデントな運用（安全性だけでなく、収益性も十分に考えた思慮深い運用）を行うべきことを定めたものである。

（注）米国では、１９９０年の信託法第３次リステイトメント（判例法を中心に確立した法理を条文形式でまとめたもの）や１９９９年統一信託法案等においてプルーデント・インベスター・ルールの内容が示されており、具体的には、モダン・ポートフォリオ理論にしたがった資産運用業者の合理的な投資行動が求められ、業者の投資行動はポートフォリオ全体の中で評価されることになる。

なお、プルーデント・インベスター・ルールは、運用目的・方針に合致した多様な金融商品に対する業者の思慮深い投資行動を意味し、業者等の置かれた立場自体が論点になる利益相反防止に関するルールとは異なるものである。

資産運用については、ファンドの流動性を確保する観点やリスクを一定範囲内に抑制する観点から、予めポートフォリオに一定の条件を設けるルールも考えられるが、一方、このようなルールが自由な商品開発に制約を与えるおそれもあるため、プルーデント・インベスター・ルールの浸透の程度や投資対象資産のリスクの態様等も考慮しながら、このようなルールの可否

および必要とされる場合のルール内容について検討することが必要と考えられる。

② 適切な助言に関するルール（best advice）

資産運用に対し助言行為を行う業者については、受託者責任に関する取引ルールとして、依頼者のニーズに見合った助言の確保（best advice）等に関するルールが考えられる。

③ 利益相反行為に関するルール

資産運用に伴う裁量性ゆえに、資産運用業者や助言業者は利益相反を起こしやすい環境にある。具体的な利益相反の事例としては、裁量性を利用して自己や第三者の利益を図ることや、他の投資者のための取引から得られる情報を自己や第三者の利益のために利用すること等が考えられる。

このため、受託者責任に関するルールとして、利害関係にある旨の投資者に対する情報開示、一定の利益相反関係にある取引の禁止、利益相反の立場であることの禁止等に関するルールが挙げられる。また、これらに併せて、投資者の受託者に対する民事責任の追及に関するルール等についても検討する必要がある。

また、情報優位性の濫用等に起因する問題に対しては、情報隔壁（チャイニーズ・ウォール）等に関するルールが挙げられるが、どこまで実効性を担保しうるかという点に留意する必要がある。また、手数料の自由化が進展する中で、ソフト・ダラーへの対応といった論点も存在する。

一方、助言業者に特徴的な業者ルールとしては、顧客との金融商品の取引やスカルピングの禁止等のルールが考えられる。

（注）ソフト・ダラーとは、資産運用業者等が投資者のためにブローカーに売買注文を出す見返りに自己または他の投資者のための投資情報を受領し、当該情報の対価を売買手数料の一部として支払う場合をいう。

また、スカルピングとは、自己の保有する金融商品を顧客に推奨することをいう。

④ 資産運用・助言に関するその他の論点

従来の我が国の法制においては、例えば証券投資信託と証券投資顧問における投資一任業務のように、投資者が多数の場合と一人の場合とでルールが異なっているが、米国の法制においては両者の区別は行っていない。機能面に着目したルールという意味では、例えば年金基金のように業者から見れば投資者は一人であっても、背後に多数の投資者が存在していることから、全体としてみれば集団投資スキームに該当すると考えるべきものも存在する。このため、実態に着目した判断が重要であり、形式的な投資者の多寡をメルクマールとした取扱いとは適当ではないとの意見があった。

なお、年金基金のように資産運用等の委託、再委託が行われるような場合には、投資者と一次受託者、二次受託者間の権利義務関係および責任関係に関するルールの明確化が必要になるとの意見もあった。

二、 資産管理に関するルール

① 分別管理に関するルール

資産管理業者は、受託した資産を自己の信用リスクから隔離するとともに、利益相反行為による弊害発生を防止するといった観点から、受託した資産を自己の財産と分別して管理することが必要になると考えられる。

このため、今後、取引ルールとしての分別管理義務の要件・効果の明確化、業者ルールとしての受託資産の分別管理の義務付け、あるいはその実効性を担保するためのルールについて検討することが必要と考えられる。また場合によっては、EUの投資信託指令（UCITS）のように資産運用業者と資産管理業者との分離・独立を求めるといったルールも考えるとの意見もあった。

② 破産リスクからの遮断に関するルール

資産管理業者の破産から受託資産を隔離するという観点からは、取引ルールとして破産リスクの遮断に関する要件・効果を明確化することが必要である。具体的には、信託財産のように、資産を分別管理していること等を要件として、業者の破産の際に他の資産とは分離して取り扱われる旨を明確化することが考えられる。これに併せて、取引の種類や資産の種類等に応じ、信託財産のほか、特別勘定、別段預金等の分別管理の形態や法的効果、さらには第三者対抗要件の具備等についての検討も必要となる。

③ 資産管理に伴う種々の論点

金融システム改革においては、信託業法の改正により信託財産たる有価証券については公示なくして第三者に対抗しうる措置が講じられたところであるが、信託財産の保全の観点からすれば、登録債についても同様の手当てが必要ではないかとの意見があった。

また、組合形式のビークルを利用した集団投資スキームにおいては、スキームの対象資産を組合員たる投資者が共有することになる。このようなスキームにおいて業務執行者が破産した場合、登記制度の制約により、業務執行者名でしか登記できないときは十分な倒産隔離が確保しえないのではないかとといった意見や、多数の投資者が共有しているスキームの対象資産の処分は非常に困難となるため、投資者にかわって権利を実行するための仕組みを事前に用意しておくか、あるいは、事前にこうしたリスクを開示するといった対応が考えられるのではないかととの意見があった。

(3) 資産流動化型スキームに関するルール

資産流動化型は、資金調達のために特定の資産が生み出すキャッシュフローを用いて金融商品を組成する仕組みである。このため、キャッシュフローを独立させ維持・管理することが必要であり、ストラクチャリングが終了しスキームが運営される段階においては、スキームの変動を防ぐことが重要になる（導管性の確保）。また、資産流動化型のスキームは、その構造が単純なものから、例えば複数のビークルを組み合わせたり、信用補完措置を講じるためにビークル内部のキャッシュフローの階層を多段階に分けたりする等、構造が非常に複雑なものまで、多様なストラクチャーの構築が可能であるという特徴がある。資産流動化型のルールには、資産運用型と同じ内容のものもあれば、そもそも資産運用が行われていないため不要となるもの（資産運用、助言に関するルール）、さらにはルール内容に差異が存在するものもある。以下では、重複を避けるため、前述した資産運用型と比べて特徴的なものを中心に検討を進めていく。

イ、ガバナンス機能の活用に関するルール

資産流動化型では、投資者の権利行使はかえってスキームに予定外の変動

を生じさせる可能性がある。このため、積極的に投資方針の決定等を行っていくことが期待される資産運用型とは異なり、投資者の権利行使はスキームの変動を防止し導管性を確保することが中心となり、その役割は限定的なものになるのではないかと考えられる。このため、ピークルの運営者の行為規範の具体化・明確化や、独立したトラスティーの設置等による外部チェックに関するルールを中心とした適切な役割分担について考える必要がある。

ロ、 仕組み行為に関するルール

資産流動化型では、スポンサーが原資産保有者（オリジネーター）であったりする等、様々な形でスキームに関与するケースが多いことも踏まえて、利益相反に関するルールを中心としたスポンサーに対する受託者責任に関するルールを考える必要がある。また、仕組み行為全般に関するルールについては、投資者の権利行使の果たす役割が限定的であること、ストラクチャーが複雑になれば投資者保護上の問題が生じるおそれがあること、投資対象資産のリスクの態様によりストラクチャーが異なること等を踏まえるとともに、諸外国におけるルールのあり方やその考え方を参考にしながら、仕組み行為に関するルールの要否および内容を検討していく必要がある。

（注）米国における資産流動化型の仕組み行為に関するルールの場合、連邦投資会社法では、資産担保型証券（ＡＢＳ）の発行体等は一定の要件を満たせば適用除外となる。この背景は、ＡＢＳに関する悪用事例が少なかったこと、機関投資家が中心であること、ほとんどの公募債が高格付けを取得していること、格付機関によるチェックがなされていること等、ＡＢＳのこれまでの実態や市場慣行等を踏まえたものであると考えられる。具体的な適用除外の要件としては、償還可能型証券を発行していないことを前提とした上で、負債性証券等の発行、一定の格付取得（適格機関投資家向けを除く）、追加的に裏付けとなる資産の取得・処分を行う際に一定の要件を満たすこと（証券発行時の契約書等の条件に沿って取得・処分がなされること、市場価値の変化からくる利益の実現や損失の減少を主要な目的としないこと等）、独立したトラスティーを設置すること等があり、いわば間接的に資産流動化型スキームに対するルールが定められている。

また、ポートフォリオが固定されている投資会社についてはトラスティーの設置等が求められる一方で、資産運用に裁量性が存在しないこと等から取締役

会に関する一連のルール等は適用されないなど、ルールの内容が簡素化されている。

ハ、資産管理等に関するルール

資産流動化型では、資産の管理等を行うサービスに対するルールについて問題とされる場合が多い。具体的には、オリジネーターがサービスを兼ねる場合や、管理・回収委託に基づき取得した債権と自らが保有する債権とを同一人に対して有している場合等においては、利益相反が発生しやすい環境にあることから、これを防止するためのルールを検討することが考えられる。

(4) スキームの適格性 (fit and proper)

仕組み行為に関するルールとも関連するが、スキームそのもののあり方は商品性の内容を決定することに他ならないことから、投資者が安心して商品を購入することができるようにするために、スキームに対し一定の適格性 (fit and proper) を求めることが考えられる。適格性の要件としては、スキームの「仕組み」に関するルール（ビークルのガバナンス機能の活用に関するルール、仕組み行為に関するルール）を満たしていることを求めることが考えられるが、各スキームにおけるビークルの運営者の行為規範、投資者による権利行使や外部チェック機能の実効性、投資対象資産のリスクの態様や運営者等の裁量性の程度等を踏まえつつ、必要とされる適格性の内容について、今後さらに検討していくことが必要と考えられる。

スキームの適格性を確保する方法としては、

- ① スキーム自体の認可・登録等を行うことにより、スキームの適格性を直接チェックする方法、
 - ② 適正な仕組みを組成する義務を有する仕組み業者の適格性をチェックすることにより、スキームの適格性を間接的に担保していく方法、
 - ③ ①および②を組み合わせしていく方法、
- が考えられる。

実際に、英米や我が国の法制を見ても様々な方法がとられており、それぞれの方法のメリット・デメリットを勘案しつつ、今後さらに検討していくことが必要と考えられる。

(注) 英米の法制をみると、英国では、金融サービス法において業者の認可制およびスキームの認可・承認制がとられている。米国では、連邦投資会社法においては投資会社を含めたスキーム自体の登録制がとられている。商品取引所法においては商品ファンドに関し、仕組み業者（CPO : Commodity Pool Operator）や資産運用業者（CTA : Commodity Trading Advisor）の登録制がとられているが、スキーム自体の登録は行われていない。

我が国の法制の場合、資産運用型について、証券投資信託制度では、金融システム改革により委託会社は免許制から認可制に、信託約款は承認制から届出制にそれぞれ改められている。商品ファンド法においては、商品投資販売業者および商品投資顧問業者について許可制がとられているが、スキームの仕組みに関するルールは存在しない。また、資産流動化型について、特定債権法では、特定債権等譲受業者の許可制と流動化スキームの届出・確認が行われているが、SPC法ではSPCの登録制（スキームの仕組みは定款に記載し登録の要件となる）がとられている。

（５）その他の論点

イ、業者の適格性（fit and proper）に関するルール

① ルールの基本的な考え方

金融商品・サービスの提供全般に関わる問題ではあるが、金融サービス業者の財務または業務の健全性が確保されない場合には、金融取引の安定性・効率性が損われるとともに投資者保護上の問題が発生し、ひいては金融市場に対する信認の低下につながるという問題がある。このため、金融サービス業者に対し一定の適格性（fit and proper）を求めた上で、業者に必要な行為ルールを遵守させることにより、問題が発生しないようにすることが考えられる。業者の適格性に関するルールとしては、参入の要件に関するルールと財務の健全性に関するルールが考えられるが、こうしたルールが競争制限的にならないよう留意する必要がある。

② 参入の要件に関するルール

参入要件としては、(a)最低資本金、自己資本規制や純資産額規制等の一定の財産的基礎、(b)業者の人的構成や知識・経験、一定の資格要件といった業務の遂行能力や法令遵守能力等を求めることが考えられる。

適格性の要件を満たした金融サービス業者に対しては、免許、許可、認可、登録といった開業資格の付与等が行われることになる。このような資格付与のレベルの相違は、司法、行政、自主規制機関等を通じたエンフォースメントの役割分担のあり方、ガバナンス機能の活用等に関するルール等の整備状況を踏まえながら、業者に求められる適格性の要件のレベルの差異や行政等による検査・監督の必要性の程度等に応じて使い分けることになると考えられる。なお、前述したスキームの適格性の担保のための資格の付与についての考え方も同様である。

③ 財務の健全性に関するルール

情報開示と分別管理が徹底しているのであれば、原則として仲介業者等に対し財務の健全性を求める意義は低下するものと考えられるが、完全な分別管理がなされない場合や顧客資産の流用といった事態に備えるため、参入の要件に関するルールを補完するものとして、一定の財務の健全性に関するルール（自己資本規制や純資産額規制等）を定めることが考えられる。ただし、こうしたルールについては、仕組み行為、資産運用、助言、資産管理といった金融の各機能毎にその必要性およびルールのレベル等について、さらに検討する必要があると考えられる。

(注) 財務の健全性の低い業者については、損害賠償を支払う余力がなく、民事責任等による制裁が十分に働かないおそれがあるため、最低限の財務の健全性に関するルールを設けることは、取引参加者の自己規律を高め、過大なリスク・テイクや不正行為を抑制するという効果も期待できるといった考え方もある。

ロ、その他の仕組み行為に関するルール

スキームの運営経費や金融サービス業者に対する報酬、投資者へのキャッシュフローの分配、元本保証・元本確保の方法、発行した証券等の解約・買

取りにおける買取価格の決定や買取資金の確保、借入れ、レバレッジ等に関するルールについても仕組み行為に関するルールとして位置付けられる。金融サービス業者による利益相反行為の防止等のスキームの運営における適正性確保の観点から、これらに関する情報開示のほか、金融イノベーションに与える影響も考慮しつつ、必要な場合については一定のルールを整備する等の対応を行うことも考えられる。

例えば、オープン・エンド型の投資ファンドのように償還可能 (redeemable) 型証券等を発行している場合には、発行した証券等の償還を確保する観点から、一定規模以上の純資産額を求めるといったルールや、流動性確保のためのポートフォリオに関するルール等により対応することが考えられる。また、投資者保護の観点から、必要な場合には過度なレバレッジを制限することも考えられる。一方、これらのルールは多様な商品開発を妨げるおそれもあること等から、その要否及び必要とされる場合のルール内容については、慎重に検討する必要があると考えられる。

ハ、 投資者の属性によるルールの相違

集団投資スキームにより組成された金融商品には、商品の性格等から主として機関投資家向けの商品となっているものも存在する。商品ファンド法、特定債権法、不動産特定共同事業法では、知識および経験を有する者との取引について、一定の行為規制を適用除外としている。米国の法制をみると、連邦投資会社法では公募ファンドに対するレバレッジ規制やポートフォリオ規制が厳しいものとなっている一方、私募ファンドやオフショア・ファンドは同法の適用除外となっており、この形態を利用したヘッジ・ファンドに対するルールのあり方が国際的な問題となっている。

一方、一般投資者の保護の観点から、ファンドに債務の残るようなスキームの構築や、投資者に債務の残るような融資と金融商品のセット販売に対しては一定の制約を設けることが必要であるとの意見もあった。

投資者の属性（プロの投資家か、一般の投資者か）に着目して、スキームの組成に関するルールに相違を設ける考え方については、金融取引の効率性や投資者、とりわけ金融取引に知識・経験を有しない一般投資者の権利保護、金融商品の流通性（一般の投資者も投資しうる状況が想定されるか否か）等の観点も踏まえながら、今後とも検討を行う必要があると考えられる。

ニ、クロスボーダー取引

海外のスキームにより組成された金融商品が我が国に持ち込まれた場合の集団投資スキームに関する法制・ルール適用のあり方についても考える必要がある。この場合においては、各国間におけるルールの共通性の確保と、ルールを満たした金融商品に対する各国の共通認識の形成が重要になるとの指摘があったが、情報通信技術の発展に伴い、海外とのインターネット取引が増加すること等も踏まえながら、今後の論点として検討を行っていく必要があると考えられる。

5. スキームから組成された金融商品の取引に関するルール

(1) 販売・勧誘に関するルール

販売・勧誘においては、説明義務や情報提供義務、適合性原則といった点に関し、取引ルールにおける要件と効果および業者ルールの内容のあり方について検討を行う必要があるが、機能面に着目した横断的かつ整合的な法制の確立という観点からすれば、集団投資スキームから組成された金融商品についても、他の金融商品と同様に横断的なルールの対象とすることが必要であると考えられる。

販売・勧誘に関するルールについては、別途検討が行われているホールセール・リーテイルに関するワーキンググループの議論を踏まえ、整理していく必要があると思われるが、その際、集団投資スキームから組成された金融商品は、我が国では、株式や社債といった伝統的な金融商品と比べまだ歴史が浅く、馴染みがうすい金融商品であることが多いといった点に留意する必要があると考えられる。

(2) 市場ルール

イ、ディスクロージャーに関するルール

① ディスクロージャーの形式

不特定多数の投資者に保有される可能性のある金融商品については、投資者が的確な投資判断を行うために必要な情報を入手できるよう、証券取引法において公衆縦覧型のディスクロージャー方式を中心とした制度が整備されており、発行開示として有価証券届出書等が、継続開示として有価証券報告書等が公衆縦覧されている。

他方、商品ファンド法、特定債権法、不動産特定共同事業法に基づく金融商品のように相対型取引が行われるものについては、発行開示にあたるものとして契約前や契約時の書面の交付が、継続開示にあたるものとして運用報告書の交付が行われている。また、証券投資信託については、証券取引法に基づく公衆縦覧型のディスクロージャー方式の対象となっているが、商品ファンド等と同様に、運用報告書の交付といった相対型のディスクロー

ジャー方式も採られている。

集団投資スキーム商品については、不特定多数の投資者に保有される可能性がある場合もあれば、そうでない場合もあるため、公衆縦覧型と相対型といった異なる開示体系を踏まえた上で総合的なディスクロージャーのあり方について、整理を行うことが適当であると考えられる。

なお、継続開示については、

- i 資産運用型においては、投資対象資産の入替えが恒常的に行われているため開示の適切なタイミングの確保について、
- ii 資産流動化型においては、投資対象資産に変動のない金融商品の開示のあり方について、

さらなる検討を行う必要があると考えられる。

② ディスクロージャーの内容

集団投資スキームにおいては、その仕組みが新たな金融商品を組成するための装置としての特徴を持っていることから、仕組みそのものが投資判断にあたり重要な判断要素の一つとなっている。このため、我が国における集団投資スキーム商品については、証券取引法における資産金融型証券を対象とする特定有価証券の開示において、金融商品の内容のみならず、投資対象資産の内容、資産運用・管理の方法や発行者と資産管理会社、サービサー等との関係といった仕組みに関するディスクロージャーが行われることとされている。我が国においては、資産運用に関し主要な関係者との間の契約書を有価証券届出書の添付書類として提出することが求められているが、米国においては、サービシング契約等、関係するすべての契約書を有価証券届出書の添付書類として提出することが求められている。我が国でも仕組みのディスクロージャーのさらなる充実が必要になるものと考えられる。

また、仕組み自体のディスクロージャーに加え、資産運用型においては運用方針・運用実績に関するディスクロージャーが、資産流動化型においては金融商品の価値の裏付けとなる投資対象資産の管理状況に関するディスクロージャーがそれぞれ重要になると考えられる。

なお、ディスクロージャーの内容のさらなる充実にあたっては、それに伴うコストの問題や、記載内容と投資者にとってのわかりやすさの問題をも考慮する必要がある。

ロ、その他の市場ルール

① 公正取引に関するルール

現行の証券取引法における公正取引ルールについては、相場操縦関連規制のような上場や店頭登録を前提としたルールもあれば、不正取引行為の禁止規制といったあらゆる有価証券等に対して適用されるルールも存在する。

集団投資スキームにおいては、受動性ゆえに金融サービス業者等に利益相反が生じるおそれがあることから、リスクに関する情報生産・仲介という金融取引の本質に照らして、情報の歪曲や情報優位の濫用等の行為を排除するため、市場型取引、相対型取引といった取引類型を踏まえた公正取引ルールが必要になると考えられる。公正取引ルールは、幅広い金融市場に対する信認の確保やルールの横断性・整合性の確保という観点から、集団投資スキームに限らず金融商品一般に対して適用されるべきものと考えられるが、これについてはいわゆる「金融サービス法」全体の中で整理を行っていく必要があると考えられる。

② 価格形成機能に関するルール

取引所のような高度に組織化された市場における取引のみならず、相対型の金融商品の取引においても、例えばオープン・エンド型の仕組みにおいて、金融商品の解約や買取における価格決定に関するルールが投資者の利害に影響を与えるように、公正な価格形成が公正な金融取引の実現のために必要である。金融市場に対する信認を確保するためにも、仲介サービスにおける公正な価格形成に関するルールが重要な意味を持っていると考えられる。

(注) 価格形成機能に関するルールは売買（ディーリング）に関する業者ルールに分類することも可能である。

6. 横断的な集団投資スキームに関する法制のあり方

集団投資スキーム関連の縦割り法制において定められているルール内容を横断化するためには、各法律のルール内容を共通化する方法や、集団投資スキームに関する包括的・横断的な法制を整備する方法等が考えられるが、横断的な集団投資スキームに関する法制については、投資者保護を適切に確保するとともに、投資対象資産の種類や利用可能なビークルの種類の制約といった縦割り法制に起因する問題点を解決し、金融イノベーションの促進を図るものとして整備することが必要であると考えられることから、包括的・横断的な法制を整備することを基本方向として検討を進めるべきではないかと考えられる。なお、横断的な法制を検討する際には、投資対象資産の種類およびそのリスクの態様、対象とする投資者の属性（機関投資家向け、一般投資者向け）、金融商品の流通性の有無や流通市場の状況等について勘案するとともに、各法律で定められているルールを横断化するにあたっての調整やルールの重複の回避といった問題も踏まえる必要がある。

また、集団投資スキームに特徴的なルールとしては、仕組み行為に関するルールやスキームの適格性に関するルールが挙げられるが、例えば資産運用、助言、資産管理については、集団投資スキーム以外の金融取引においてもみられる金融サービスであるため、どのような内容のルールを集団投資スキームに特徴的なルールとして整理するのかといった論点について、さらに検討する必要がある。

7. 新しい集団投資スキームに関する法制・ルールに対応した環境整備

集団投資スキームによる金融仲介機能の多様化が進むためには、集団投資スキームに関する法制・ルールの整備と併せて、新しい法制・ルールに対応した税制や会計制度、エンフォースメント体制の整備等が、併せて実施されることが望ましいと考えられる。

(1) 税制・会計制度の整備

税制については、金融商品の開発に対する制約や資源配分のゆがみが発生しないよう、同種の商品性に対して同種の課税が行われるような中立的な税制の整備を図ることや、金融イノベーションに対応するため、新たな金融商品に対する租税上の取扱いの明確化を図ることが望まれる。

会計制度については、金融システム改革において、金融商品に係る包括的な会計基準の整備が行われたところでありその適切な執行が望まれるが、金融イノベーション等の進展を踏まえつつ、今後とも会計制度の整備を行っていく必要があるのではないかと考えられる。

(2) エンフォースメント体制の整備

横断的な集団投資スキームに関する法制・ルールの整備を図る一方で、ルールの実効性の確保、金融イノベーションの促進や投資者保護の確保を図るためには、エンフォースメントの体制についても検討する必要がある。

エンフォースメント体制については、司法、行政、自主規制機関、金融サービス業者による自主的な取組み等による対応の適切な役割分担が重要であると考えられるが、ルールの横断性に対応できるようなエンフォースメントの体制が確立されることも望まれる。

(3) その他の環境整備

横断的な法制・ルールの整備とともに、金融イノベーションの進展、金融取引の活性化のためには種々の環境整備を併せて図る必要がある。集団投資スキームの関係としては、制度面については金融商品に対する流通性の付与等の論点があり、例えば金銭債権信託の信託受益権の私法上の有価証券化を可能と

する措置を講じることが考えられる。また、実態面については、格付機関やレーティング会社、消費者団体による格付けやレーティングの充実、運用手法の改善や流動化のストラクチャリングのノウハウの蓄積等、市場インフラの整備も併せて行われることが望ましい。

(以 上)

証券取引法研究会メンバー

(平成 17 年 11 月 15 日現在)

共同会長	江 頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森 本 滋	京都大学教授
幹 事	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
委 員	近 藤 光 男	神戸大学教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
〃	神 作 裕 之	東京大学教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学教授
〃	藤 田 友 敬	東京大学教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学教授
〃	青 木 浩 子	千葉大学教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学助教授
〃	戸 田 暁	京都大学助教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	太 田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士
オブザーバー	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
〃	永 井 智 亮	野村證券法務部長
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興コーディアル証券法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	坂 下 晃	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会エクイティ市場部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	美濃口 真 琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
〃	大 島 真	証券保管振替機構業務部次長
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
〃	新 道 仁 信	日本証券経済研究所主任研究員・企画調整室次長
〃	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局長

(敬称略)

当研究所刊行の法律関係出版物

(金額は消費税込みです)

近年の証券規制を巡る諸問題

A5判 211頁 2,940円 送料290円(2004年11月)

証券取引法研究会編

市場改革の進展と証券規制の課題

A5判 219頁 3,045円 送料290円(2002年8月)

証券取引法研究会編

金融システム改革と証券取引制度

A5判 279頁 3,360円 送料340円(2000年6月)

証券取引法研究会編

欧米における証券取引制度の改革

A5判 253頁 3,360円 送料290円(1998年9月)

証券取引法研究会国際部会編

証券取引における自己責任原則と投資者保護

A5判 236頁 3,262円 送料290円(1996年6月)

証券取引法研究会国際部会編

コーポレート・ガバナンス

—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—

証券取引法研究会国際部会訳編

A5判 291頁 4,077円 送料340円(1994年12月)

ドイツ第四次資本市場振興法の概要

当研究所訳編

A5判 112頁 1,680円 送料210円(2005年2月)

外国証券関係法令集 (当研究所訳編)

イギリス 2000年金融サービス市場法

A5判 385頁 4,515円 送料290円(2001年3月)

ドイツ 証券取引法、取引所法、投資会社法、販売目論見書法、寄託法他

A5判 232頁 3,465円 送料290円(2002年1月)

証券取引法研究会研究記録 (証券取引法研究会編)

第1号 裁判外紛争処理制度の構築と問題点

B5判 57頁 525円 送料210円(2003年11月)

第2号 システム障害と損失補償問題

B5判 66頁 525円 送料210円(2004年1月)

第3号 会社法の大改正と証券規制への影響

B5判 69頁 525円 送料210円(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)

B5判 91頁 525円 送料210円(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—

B5判 110頁 525円 送料210円(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—

B5判 62頁 525円 送料210円(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—

B5判 82頁 525円 送料210円(2005年9月)

第8号 目論見書制度の改革

B5判 112頁 525円 送料210円(2005年11月)

第9号 投資サービス法(仮称)について

B5判 102頁 525円 送料210円(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—

B5判 86頁 525円 送料210円(2005年11月)

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込み下さい。
当研究所の出版物案内はホームページ <http://www.jsri.or.jp/> でご覧いただけます。

証券取引法研究会研究記録 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—

平成17年12月20日

定価（本体500円＋税）

編 者 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>