金融商品取引法研究会
研究記録第 25 号

有価証券の範囲

財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

まえがき

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

今回の研究記録は、平成20年7月30日開催の研究会における藤田友敬委員（東京大学大学院法学政治学研究科教授）による「有価証券の範囲」についてのご報告と、このご報告をめぐる研究会でのご討論の記録である。

「有価証券の範囲」については、証券取引法の全面改正、金融商品取引法の制定における主要なテーマのひとつであり、多くの関心が寄せられている課題である。藤田先生は、この問題につき、我が国金融商品取引法の規定を、米国33年証券法、英国金融サービス市場法と比較のうえ、「個別列举と、2項5号の包括条項の組み合わせ」という我が国の方式が、法的安定性に資するとしても、形式基準が広すぎたり、あるいは、狭すぎたりする場合がないか（社債券、信託受益権、合名会社や合資会社の社員権等）という問題、集団投資スキームについて、その要件が現金またはそれに類するものの出資に限定されていること、出資者の集団性が要件となっていないこと、投資家の受動性という要件が、出資者全員が出資対象財産に関与する場合を例外とするという形で、「いわば裏から」定義されていること、等様々な観点から問題を提起され、分析を示された。特に、集団投資スキームの「出資対象事業から生ずる収益の配当または出資対象事業に係る財産の分配」の要件に関連し、確定利付きの貸付債権をどう考えるか、英米法との比較、政策論、解釈論に立って興味深い論議を展開された。これらの問題を中心に、委員の先生方からいつものように活発なご論議があり、大変有意義な研究記録となっている。

ご報告いただき、また議事録の整理にご協力いただいた藤田先生に厚くお礼申しあげ、神田会長、前田副会長をはじめ、ご参加いただいた先生方、オブザーバーの方々から心から感謝申し上げる次第である。

2008年9月

財団法人 日本証券経済研究所
理事長 高橋厚男

有価証券の範囲

(平成20年7月30日開催)

報告者 藤田友敬

(東京大学大学院法学政治学研究科教授)

目次

1. はじめに	1
2. 金融商品取引法における有価証券概念	2
(1) 有価証券概念：形式的維持と実質的な変更	2
(2) 金融商品取引法の立法技術な特徴：その1	2
(3) 金融商品取引法の立法技術な特徴：その2	4
3. 社債券	6
4. 信託受益権	9
(1) 問題の所在	9
(2) 具体例：担保のための信託	10
(3) その他の例	12
5. 合名会社もしくは合資会社の社員権	13
6. 集団投資スキーム	15
(1) 総説	15
(2) 金銭等の出資	16
(3) 出資対象事業と共同性	18
(4) 投資家の受動性	18
(5) 出資対象事業から生じる収益の配当または 出資対象事業に係る財産の分配	20
(6) 法人に関する出資・拠出に関する権利の除外	25
7. むすび	27
討議	27
報告者レジュメ：「有価証券の範囲」	50
資料	57

金融商品取引法研究会出席者(平成20年7月30日)

報告者	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	戸田暁	京都大学大学院法学研究科准教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	山田剛志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
〃	永井智亮	野村証券執行役
〃	桑原政宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永山明彦	日興シテイホールディングス法務部長
〃	浅場達也	みずほ証券法務室長
〃	小川宏幸	日本証券業協会客員研究員・ 亜細亜大学法学部准教授
〃	柿崎環	日本証券業協会客員研究員・ 東洋大学法科大学院准教授
〃	木村真生子	日本証券業協会客員研究員・筑波大学ビジネス科学研究科アシスタントリサーチャー
〃	金賢仙	日本証券業協会客員研究員・早稲田大学 法学研究課博士課程
〃	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	高橋厚男	日本証券経済研究所理事長
〃	若林良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関要	日本証券経済研究所顧問
〃	小林和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所研究員
〃	安田賢治	日本証券経済研究所事務局次長
特別参加	高橋洋明	金融庁総務企画局市場課課長補佐

(敬称略)

有価証券の範囲

前田副会長 定刻になりましたので、金融商品取引法研究会の第10回会合を始めさせていただきます。

本日は、金融庁の市場課から、高橋洋明さんにご参加いただいています。よろしく願いいたします。

それでは、早速でございますが、報告に移らせていただきます。既にご案内のとおり、本日は、東京大学の藤田友敬先生より、「有価証券の範囲」についてご報告をいただくことになっています。

藤田先生、よろしく願いいたします。

藤田委員 それでは、報告させていただきます。

1. はじめに

随分たくさん資料を配りましたが、本日「有価証券の範囲」と書いている報告レジュメを配付しております。必要な条文や判決等は、このレジュメに引用していますので、これを見ていただければ、大体のところは足りると思いますが、引用が一部だけですので、たとえば判決全文を見たいとき等には、別途配布している資料を参照していただければと思います。

きょうの報告は、レジュメの順でお話しいたしますが、金融商品取引法上の有価証券の範囲というテーマです。有価証券の範囲あるいは定義に関する報告では、本来ですと有価証券の周辺にある金融商品の定義との関係とか、さらに業規制や開示規制との関係で、これらの定義がどう関係してくるかといった話もすべきだとは思いますが、そういった話はほかの報告でも触れられている可能性もありますし、時間の関係もありますので、有価証券の概念それ自体についてだけ、お話しさせていただくことにしようと思います。最初、しゃべることがあるのだろうかとも思っていたのですが、かなりの量の報告になってしまいました。

2. 金融商品取引法における有価証券概念

(1) 有価証券概念：形式的維持と実質的な変更

金融商品取引法におきましても、依然有価証券概念が適用範囲を画する概念として維持されていて、その点では、外形的には証取法の時代と連続性が保たれていますが、その実質が大きく変わって、券面に表章されるような権利、つまり有価証券表示権利はもとより、およそ証券・証書の発行とは無縁な2項有価証券についても、適用範囲が拡大されると同時に、流通性の要件も外れ、しかも投資契約の包括条項が入るといった形で、金商法の適用を画する概念としての有価証券概念は、実質としては大きく性格を変えていることになります。

レジュメには、松尾さんの解説が引用されていますが（「形式的には『有価証券概念』は維持されているものの、・・・その概念内容は、『仕組み性』と『投資対象性』をメルクマールとするものに実質的に変容しているものと考えられる。これにより、平成元年頃から議論されていたものの、平成4年証取法改正では実現されなかった、いわゆる『幅広い有価証券』概念をようやく実現することができるといえる」（松尾直彦「金融商品取引法性の制定過程における主要論点と今後の課題〔Ⅱ〕」商事法務1824号24頁（2008））、一般にこういうふうに認識されていると思います。ただ、金融商品を包括的にカバーするという傾向そのものは諸外国でも共通なのかもしれませんが、そのための立法のテクニックはいろいろあり得ますし、また、日本の金商法も、それなりにユニークな手法を使っているということだと思います。

そこで、まず抽象的に、——規制が何をカバーしているかという実質ではなく——、現行法の立法技術に関する特徴を2点ほど見ておきたいと思います。

(2) 金融商品取引法の立法技術な特徴：その1

まず1つの特徴は、1項で証券・証書を列挙して、政令指定でそれを適宜

補う、次いで2項の本文の前段で、証券・証券に表示され得る権利を列挙し、これは一部内閣府令で限定する、最後に証券・証券と無関係なものに移って、それも政令指定でも補うけれども、5号で包括規定を置く。非常に乱暴にいうと、こんなつくりになっております。

特徴の1つは、あくまで証券・証券を出発点に規定がつくられているということで、幅広い有価証券概念をとるというのであれば、むしろ端的に金商法の適用範囲の対象となる権利の内容とか、アレンジメントの内容から定義できなかったのだろうかというのが、自然な疑問としては出てくることになります。

これに対する答えは幾つもあるのでしょうけれども、1つは技術的な観点で、難しい権利の中身をいきなり書くのは難しいから、手がかりがある一部の証券から始めて、そこに表象されるものといった形で具体的にルール化しているのだということです。ただ、そういう純粹に技術的な容易さという話と別に、証券・証券の存在は、現行法上、流通性の有無の徴表という性格も与えられていて、それが1項有価証券、2項有価証券の区別につながっていくことで、公衆縦覧型の開示規制の適用にも、——完全に一致はしないですけれども——、かなり連動しているという違いをもたらしています。もしそうだとすると、その限りで、証券・証券ということが規制内容の実質としての違いに結びついていることになります。

この点も、そもそも権利の流通性ということと公衆縦覧型の開示規制の適用の有無が論理必然的に結びつくのかということが、必ずしも自明ではない——この点についての批判がすでにあるところですが————ことに加えて、仮に権利の流通性と開示制度のあり方というのを結びつけるにしても、果たして流通性の高低の徴表として、証券・証券の存在が適切なのかどうかもよくわからない点があります。例えば記名証券——1項有価証券にはそういうものも含まれますが——と指名債権で、どの程度流通性に差があるかというのはちょっとわからないところがあります。また特例有限会社の社員持ち分は、現行法上は株式ですから1項1号の有価証券あるいは2項有価

証券表示権利なのですが、これが合同会社持ち分などと比較して、どこまで流通性の差があるのかという疑問がないわけではありません。

したがって、流通性の有無との関係で証券・証書から始めるのだという説明は、それほど必然性のあるものでもないような気がいたします。ただ、いずれにせよこれは立法論の話で、現行法の特徴の1つと、それが必然的かどうかということについての感想にすぎません。

(3) 金融商品取引法の立法技術な特徴：その2

①アメリカ証券法の定義とハウイ判決

金商法上の有価証券の定義のうち1つの特徴は、政令指定で補いますが、法形式を指定する個別列挙と、2項5号の包括条項の組み合わせによっているという点です。この点は、たとえば徹底した実質基準1本で行くアメリカ法とは、かなり対照的です。

資料でアメリカの証券法の33年法の定義規定（2条1項(a)号）と判例、いわゆるハウイ判決（SEC v. W. J. Howey Company, 328 U.S. 293 (1946)）の一部を引用してご紹介します。見ていただければ分かるように、証券法には抽象的な一般条項以外に、ノート（note）とか株式とか担保付社債とか、いろいろ個別列挙もあるのですが、アメリカのハウイ基準は、こういった個別列挙されているものには適用がないと理解されています。例えば事前配付資料の中に入れましたリーヴス判決（Reves v. Ernst & Young, 494 U.S. 56 (1990)）、——これはノートの解釈をした判決ですが——、においてはっきり示されています。ただ、ハウイ基準そのものはノートの解釈に適用がないものの、ノートという言葉を実質的に解釈するというのは徹底しておりまして、つまり包括条項以外の個別列挙されているような単語についても、経済実質を見て法形式だけでは判断しないと解釈方針のは徹底しているわけです。たとえばレジユメのその次に挙がっているフォーマン事件（United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837 (1975)）では、ストック（stock）も実質解釈ということから、corporationの発行するstockな

のだけれども、security ではないとされる、——ちょっと特殊な例ではあるのですが——、そういう例もあるぐらいです。

ですから、アメリカの 33 年法の定義の仕方というのは、個別列挙プラス包括条項（「投資契約、その他一般に証券といわれているすべての権利」の組み合わせではなくて、非常に弱い意味での若干の例示を伴う包括一般条項というのが、正確な性格づけだと思います。

②金融サービス市場法

そういう意味では、金商法は、立法手法としては、アメリカ法とは非常に性格が違ってしまっていて、むしろイギリスの金融サービス市場法のほうが近いのかもしれませんが。金融サービス市場法については条文を引用してごさいます。法律上は一般的な包括規定を置きつつ、規則などで具体化したり、適用除外規定を置く形をとっています。同法の適用範囲を決める定義は、“regulated activities” ですが、22 条 5 項を見ますと、「“Specified” means specified in an order」と書いてあり、それを受けて The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (SI 2001/544) [その後の改正 (i) S.I. 2001/3544, (ii) S.I. 2002/682, (iii) S.I. 2002/1310, (iv) S.I. 2002/1776, (v) S.I. 2002/1777, (vi) S.I. 2003/1475, (vii) S.I. 2003/1476] が出されています。そのほか集団投資スキームにつきましても、法律には別途集団投資スキームの条文 (235 条) があって、それに対してやはりレギュレーション (The Financial Services and Markets Act 2000 (Collective Investment Schemes) Order 2001 (SI 2001/1062)) で、これは当たらない、当たるというのが具体的に書かれているわけです。

ちなみに、やや脱線ですが、参考までに申し上げておきますと、有価証券の定義が問題となるコンテクストも、金商法とアメリカ証券法だと若干違う面があるような印象を受けています。つまりアメリカでは、証券法上の登録の不履行の責任とか不公正取引との関係で、ある金融商品が有価証券に当たるか否かというのが問題とされることが多いのに対して、日本ですと、そういう種類の判例はほとんどないですし、金商法のもとでも恐らく一番意識さ

れているのは、業規制がかぶるか否かだと思います。イギリスはどのような形で定義が問題となっているかは余りよく知らないのですけれども、多分アメリカと比べると、業規制との関連がより意識されていそうで、その意味でも、日本の金商法はイギリスの金融サービス市場法に近いのかもしれませんが。もちろん金融サービス市場法は、今の日本の金商法とはカバーする範囲は全然違うのはありますが、規制のスタイルとしては近いのかもしれませんが。

③日本の金商法の規制手法の問題点

いずれにしても、日本の金商法の2番目の特徴、——法形式による個別列挙と包括条項を組み合わせるとい手法は——、一定の範囲で法的安定性に資するのですが、固有の問題を引き起こす可能性があります。

第1に思いつくのは、形式基準が広過ぎたりする場合あるいは狭過ぎる場合です。例えば信託受益権といった多様な実質を持つものを、形式だけに着目して定義したとすると、本来なら不要なものも拾ってしまうのではないかという疑問が生じるというのがその例です。これは後で触れさせていただきます。

また、逆に集団投資スキームの定義は包括条項ですが、政令を見ると形式基準で大幅な適用除外が行われています。それで落ち過ぎてないかという疑問があったりもします。これも後で触れさせていただきます。

それらと関連して、法形式による形式的な基準をある程度実質解釈することができないかといったことも、個々の条文で問題となります。これもすぐ後で例に触れさせていただきます。

こういった諸問題について現にどういう解釈問題が提起されているかということが、現在の金商法上の有価証券概念がどのくらい成功しているかという評価にかかわってくると思います。そこで、以下個別に、基本的には条文であられる順序に沿ってお話しします。

3. 社債券

まず最初は社債券です。1号有価証券は列挙されているのは、解釈として

問題のあるのは少ないのですが、その中で唯一気になったのが、社債券の定義です。社債券は、法形式から一義的に適用範囲が決まりそうに見えるのですが、若干実質解釈が必要なのではないかと思われる例です。

素直に解釈すると、社債券というのは、会社法上の社債を受けて、それを表章する有価証券と理解するのが自然ですが、結論からいいますと、金商法上の社債券は、——相互会社の発行するものを含んでいるという明文で書かれている点を別にしても——、会社法上のそれよりは広いといわざるを得ないと思います。

若干議論を整理しておきますと、実際に発行されている社債もいろいろ種類がありますが、そのほとんどは、法律上は会社法上の社債の一種です。新株予約権付社債は、会社法上「新株予約権を付した社債」と定義されており、MSCBとかも、転換条件が複雑なだけで、会社法上の新株予約権付社債であることは変わりありません。担保附社債も、担保附社債信託法の適用はありますが、会社法の社債ではないわけではありません。交換社債とか他社株転換社債みたいなものも、社債の償還条件は特殊ですけれども、会社法上の社債としての性格です。したがって、こういった多種多様なものを捨てるという目的のために、会社法上の社債と金商法上の社債の概念が違うといったことをいう必要はありません。

問題なのは、我が国の企業が海外市場で外国法を準拠法として発行する証券です。会社法の立案担当者の説明をレジюмеに引用しておきました（「わが国の会社が外国法に準拠して発行する債券（会社法ではなく外国法の規定により割当てや償還が行われるという意味であり、社債契約の準拠法が外国法であるということではない）は、社債の定義には該当しない」（相澤哲＝葉玉匡美「社債」『立案担当者による新・会社法の解説』別冊商事法 295号 170頁（2006））。少なくとも立案担当者は、このように解釈をしている。これ自身いろいろ議論はあるのですけれども、こういう解釈を前提とする限り、外国の市場で外国法を準拠法にして発行される債務証券は、たとえ日本の企業が「社債」と名前をつけて発行しても、会社法上の社債じゃないこと

になります、しかし、この手のものが日本に還流してきて国内市場で流通したときに、「いや、これは金商法上の社債ではないから有価証券ではありません」とは、いくら何でもいえないと思います。その限りでは会社法上の社債と金商法上の社債とは違うといわざるを得ないと思います。

もちろん金商法上の社債になるからといって、海外の市場で発行しているその行為について、金商法の発行開示規制等が適用あるかどうかということ、これはまた別問題です。ただ、それは金商法上の有価証券ではないから適用がないのではなくて、金商法上の有価証券ではあるが、金商法の地理的適用範囲、いわゆる属地主義から来る制約によって、そういう証券の発行には発行開示の規制が当然にはかぶらない。そういうふうに整理すべきなのだと思います。さもないと、日本に還流したときに、不公正取引規制も一切かぶらないということになって、それは明らかに不当だからであります。

恐らくここまでの議論、——日本企業が海外市場で発行するような債務証券も社債券で読まないといけない——、は、一種の実質解釈ですけども、さすがに結論として余り異論はないと思います。ただ、ひとたび「会社法上の社債券ではないけれども、社債に当たるものがある」と言い出すと、それは海外での起債の例だけではないのではないかという疑問が生じることになります。

実は一般的な債務証券を有価証券の定義では拾わずに、社債、CPといった形で、特定の債務証券、債務証券だけを拾っているのは、諸外国には余り例のない、日本の金商法の特徴とっていいかと思います。これは恐らくローンについて、ごく一部を例外として政策的に金商法の対象外としていることとも関係があるのだと思いますが、もしそういうポリシーがあるんだとすると、さっき申し上げたような幾ら何でも明らか例を除いて、社債の解釈を拡張するというのはしないほうがいいのかもかもしれません。

ただ、そうはいつても貸付債権について、包括条項2条2項5号である程度は拾えないかということは、後で問題にするとおり、少し議論の余地はあるかと思います。ただ社債のほうを、今いった海外の起債の例以外に余り広

げることについては、解釈論としては慎重であるべきなのではないかと思っております。

4. 信託受益権

次がより実務的にも問題視されている2項の有価証券に移ります。

(1) 問題の所在

2項有価証券の最初に取り上げるのが、2項1号の信託受益権です。これも一種の法形式に着目した基準なのですが、信託というのは、その性質上極めて多様な目的で用いられますので、通常の出発点からは、およそいかなる意味でも投資とはいえないような目的のために信託が用いられている場合にも、よく見たら有価証券があったという現象がいろんなところで生じることになります。

いい例かどうかよくわからないんですが、例えばマンション住民が、マンションの管理組合に金銭を預託した場合、預託金の返還に関する権利があるわけですが、こんな権利はおよそ有価証券とは考えないし、集団投資スキームにも当たらない典型例だといわれています。それはそれでいいのですが、もし預託金に信託を設定し、「住民が受益権を持つ」といってしまうと、とたんに、「信託受益権を取得しましたね。それは有価証券ですね」となってしまいかねないというわけです。

こんなばかなことを問題にするなどいわれるかもしれませんが、実はパブリックコメントでちゃんと具体的な言及があって、答えまで書いてあるので気にしている人は気にしているのです(『金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等』に対するパブリックコメントの結果等について(コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方) (金融庁、平成19年7月31日) (<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>)、有価証券の募集(私募)・売り出しの定義〔第2条第3項・第4項〕、No. 2.)。そして結論としては、金商法の規制はかぶらないとしているのですが、その意味も、

どうも有価証券には当たるけれども、取得の勧誘等に当たらないということではねているようで、こういうケースでも受益権には当たるという解釈のようです。

信託の場合たちが悪いのは、法人と違って、当事者が全く信託と意識してなくても、組合なんかと同じで、後で信託と性質決定されてしまう危険があることに加えて、外国で設定された信託も外されてもいないものですから、外国法に基づいて信託が認識されたりしますと、それでも適用範囲に入ってきてしまうということにもなるという点です。形式基準によるものといいながら、かなり包括的な内容を持ってしまっているということでもあります。

問題の所在は明らかで、こういったものについて、何らかの実質的な基準による制約というのをおよそかけなくてよいのか。もし実質的な基準で制約をかけるとしたら、どのレベルでかけるのか。この有価証券概念そのものでかけるのか。それとも有価証券の引き受けとか取得とか売買とか、そういったところでかけるのかといった問題です。いずれにせよどこかの段階で、ある種の実質的な解釈が入って来て、規制範囲を限定せざるを得ないということとは異論がないのでしょうか、それをどこでするかということなのです。

(2) 具体例：担保のための信託

抽象論は以上ですが、具体的に、既にかなり議論されている例として、——マンション管理組合の例はちょっと置いておきまして——、セキリティトラストがあります。本当はもっと複雑なアレンジメントをするのですが、一番単純化したもので説明しますと、例えば4行か5行の銀行が組んでシンジケートローンをつくる。その場合に、担保のためにセキリティトラストを設定し、各銀行が受益者として担保の利益を享受する。そのうちのある1行がすべての取りまとめを行って、受益権の割付その他を全部アレンジメントする。こういう場合の担保目的の信託受益権もすべて有価証券だとすると、——形式的にはそうなるはずですが——、今申し上げた割付等をアレンジした銀行というのは、金融商品取扱業をやっていることになる

のではないかという可能性があります。そして現に一般論としては、そう思われていると思います。しかし、そのことに関連して、常にそうなるのですかといった形で何度も疑問が提起されて、いろんなところでいろんな意見が出されています。

レジュメのほうで引用させていただいたのは、「金融商品取引法の疑問に答えます」という金融庁の発表している文章と、それについての松尾さんのコメントです。前者は、「シンジケートローンの担保について、銀行が直接担保権者となるのではなく、担保権の信託を用いる場合、その信託の受益権がローンと不可分一体であることが信託行為などにより確保されていれば、その受益権の取扱いは第二種金融商品取引業に該当しないものと解される」（金融庁・証券取引等監視委員会「金融商品取引法の疑問に答えます」（平成20年2月21日）（<http://www.fsa.go.jp/policy/br/20080221.pdf>））と言ってやや柔軟といえますか、ローンと信託受益権が不可分一体になっていれば、これは実質的に担保なので、担保の設定にすぎない以上は第二種金融商品取引法には該当しないとされています。

これに対して松尾さんのコメントは、もうちょっと慎重にということ、[[「信託受益権とローンの不可分一体性」]が厳格に確保される必要があり、例えば、シンジケートローンの債権者とセキュリティトラストの受益者が必ず一致することが単に信託行為の定めにおいて形式的に確保されるのみならず、実質的にも確保される必要があるものと考えられる」（松尾直彦「金融商品取引法の解釈について」金融法務事情1831号（平成20年）23頁）、つまり「実質が確保されている」ということを要求されています。実質が確保されているのは、このコンテキストがどういうことを意味しているのか十分わからなかったので、後でお聞かせいただければと思いますが、ともかくやや慎重なスタンスなのです。

いずれにしても、以上の議論は、担保目的の信託受益権の有価証券該当性そのものに関する解釈ではなくて、そういった場合の担保目的の信託の受益権、セキュリティトラストの受益権も全部有価証券ですといった上で、有価

証券の引き受け募集、私募なんかに関する解釈をしているようです。

ただ、このように有価証券に該当することを当然の前提にしてしまうと、その後、問題のローンを信託受益権と一緒に売却する場合などもありますので、大丈夫だろうかという気もします。信託受益権は有価証券だとしつつ、有価証券の売買は含まれていないというふうにいるのは、さらに文言的に難しくなってくるからです。業として売買しているかというのが、もう1つクリアにされなきゃいけない要件になりますので、そこで限定することも可能かもしれませんが、同じ実質基準を持ち込むのであれば、これは、受益権が2項有価証券に該当するかの段階で何とか持ち込めないかということを考えております。ちょっと文言的には苦しいですけれども、どこかの段階で実質解釈をするというのであれば、一番前の段階でもする可能性もあっていいのではないかと思っております。

(3) その他の例

受益権については、今、セキュリティトラストが一番盛んに議論されているのですが、それ以外にも問題となりそうなケースは幾らでもあります。あまり空想だけでものをいわないようにしようと思ったので、弁護士さんに「実際にどんな例を思いつきますか」と聞いて教えてもらったところ、たちどころに返ってきたのが2つぐらいあります。

その一つが、レジюмеに書いた「知財の管理信託の受益権」です。企業グループ内で信託受託者として信託を設定して、グループ内の知財を管理してもらうような設定をして、それを今度また、再編なんかに伴ってグループ内で移動させるといったことをやる場合、例えば持ち株会社が、最初の設定からその後の移転までみんな仕切るようなことをやった場合、該当するのではないかといった議論です。

また別の例として、例えば高齢の扶養目的の信託というのをレジюмеに挙げておきました。高齢のある資産家が、老後の扶養のために、持っている不動産を信託銀行に信託して、受益者として収益を受け取っていたのですが、

一時的なキャッシュが必要になったので、信託は維持しつつ受益権を売却するというときに、いろいろなものの売買を仲介することを業としているような人がこれを手がけると、これは業規制をかぶるのではないかといった疑問があるわけです。

こういった行為について、一律に業規制を適用することが問題であることまでは、ある程度コンセンサスがあると思います。ただ、それをどういう文言で、どの段階ではねるかについてはいろいろ意見もあるかと思います。

1つは業規制関連の条文で、業としての売買かとか、あるいはその他そういった文言にひっかけて外すというのもあり得るのかもしれませんが。ただ、根本的に金商法のもとで、「業」という概念が非常に柔軟に解釈されていることを考えますと、そんな段階で切るのではなくて、少なくとも立法論的には、信託受益権についても制約をかけて、ある一定の目的のものは有価証券から外すということをしておくのが本来の筋だったように思います。現行法の解釈論として、どこまで行けるかというのはいろいろ疑問があって、むしろ業規制の関連業務でやったほうが、解釈論としては自然なのかもしれませんが、筋としては、本来は有価証券の概念のところで絞るべき話なのだと思います。

5. 合名会社もしくは合資会社の社員権

今とは逆に今度は外し過ぎている話も考えましょう。合名会社・合資会社の社員権の問題を取り上げたいと思います。

2項3号は、合名会社・合資会社の持ち分は、政令指定されたものだけが2号有価証券になるという形をとっております。そこで金商法施行令1条の2を見ますと、すべての社員が株式会社、合同会社である合名会社か、その無限責任社員のすべてが株式会社、合同会社である合資会社というのが指定されております。

同じ持ち分会社でも、合同会社の持ち分については、従前の証取法時代から有価証券扱いだったので、当然それは引き継ぐわけですが、合名会

社・合資会社については、実態もさまざまですので、一律に有価証券扱いするのが問題である——金融審の第1部会の報告にもそういう記述がありますし（金融審議会第1部会報告別紙2）——、そう考えたことから政令指定することにしたわけでしょう。その政令指定の考え方は、差し当たり、合同会社の持ち分と同視し得るような有限責任を実質的に享受している者に限定しようという発想だと理解できます。

ただ、これらの会社形態、とりわけ合資会社は、プロモーターを無限責任社員として有限責任社員を募るという形で、集団投資スキームの器としても利用は可能です。無限責任社員が会社以外の法人形態をとって、有限責任の性格を持つ。その他の会社以外の法人形態をとることも可能ですし、また、合資会社というのは、もともと匿名組合と非常に性格の似た企業形態ですけれども、匿名組合については、そもそも営業主が有限責任の法人である場合に限るといった要件はなく、2項5号で集団投資スキームとして拾われることになっています。したがって、合名会社・合資会社の持ち分を一律に有価証券としないのがいいというところまではよくわかるのですけれども、その用い方次第では、本来は集団投資スキームとして2号有価証券になる余地もあってしかるべきではないかというふうに思っております。黒沼先生はそういう趣旨のことを、この政令が出る前の解釈論としてお書きで（黒沼悦郎「金融商品の種類」河本一郎＝龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』（2007年）16頁参照）、私も考え方としては全くそういう方向がいいと思っております。しかし現行法上がどうなっているかといいますと、施行令1条の3の3第2号を見ますと、法人持ち分は一律に除外されておりまして、その結果、合名会社・合資会社持ち分という形さえとれば、その用いられ方の実態を一切問わず、2条2項5号の集団投資スキームとはなり得ないということになっています。

ちなみに施行令の1条の3の3の立法趣旨は後で見ますが、どうも法人については、通常、その根拠法に監督規定が整備されているから適用を除外したのだという説明がされておりまして、そうなりますと、合名会社・合資会

社はその説明が当てはまりませんので、今の施行令による除外も当然には正当化されないということになります。

施行令の1条の2と施行令1条3の3第2号の組み合わせによって、合名会社・合資会社持ち分が、およそ一切金商法上の有価証券にならないというこの仕組みは、少なくとも立法論としてはかなり疑問があると思っております。これは解釈でどうこうできる問題ではありませんけれども、施行令のほうについて何か修正したほうがいいのではないかと考えている点であります。

6. 集団投資スキーム

最後に、集団投資スキーム（2条2項5号）に移らせていただきます。

(1) 総 説

集団投資スキームと呼ばれる包括規定が、一番抽象的に書かれているだけに、多くの解釈論的な問題を含んでいるところです。2条2項5号は、匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約、有限責任事業組合契約に基づく権利、社団法人の社員権、その他の権利のうち、当該権利を有する者が、出資または拠出した金銭を当てて行う事業から生ずる収益の配当または当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利であって、以下、除外規定があるという作りをとっております。

これは集団投資スキームの定義で、投資商品一般をカバーするための包括条項というふうに理解されています。ですから、いろいろ挙がっている契約形態はもちろん例示でありまして、条文上の要件としては、第1に金銭等の出資、第2に金銭を当てて行う事業、出資対象事業があつて、第3に出資対象事業から生じる収益の配当や出資対象事業に係る財産の分配を約する、この3つの要素が伴わなきゃならないし、また、これさえ伴えばよいということになります。除外規定で外すのは別とすれば、そういうことになります。

金商法上の有価証券の概念の中では、例外的に実質基準で書かれているも

ので、しばしばアメリカ法のハウイ基準を参照したものと説明されているものですから、以下ハウイ基準とも対照し、また、イギリスの金融サービス市場法における集団投資スキームの定義も参照しながら、その特徴を見て、同時に現行法上の問題点を見ていくことにしたいと思います。

ハウイ基準は、レジユメの最初のほうに引用しており、金融サービス市場法については235条の集団投資スキームの定義を引用してございます。またし、The Financial Services and Markets Act 2000 (Collective Investment Schemes) Order 2001 (SI 2001/1062) を見ますと、こういうのは当たる、当たらないといった具体例が列挙されておりますが、そちらは別途配付した資料のほうを参照していただければと思います。

(2) 金銭等の出資

そこで要件を順番に1つ1つ見ていきたいと思いますが、まず特徴の1つは、出資の対象が金銭（金銭に類するものとして政令で定めるものも含まれますが）に限定されているという点です。

これは少なくともアメリカ法やイギリス法には見られない特徴で、例えばそこで引用しております International Brotherhood of Teamsters v. Daniel, 439 U.S. 551 (1979) というアメリカの判決は、一般論として、金銭の出資に限定しないということを明示したものです。事案が非拠出型の強制加入年金という特殊なもので、そういう意味ではちょっと特殊なのかもしれませんが、アメリカ法上、金銭の出資に限定するという考え方がないこと自身は非常にはっきりしていると思います。いずれにせよ投資スキームの要件として、現金またはそれに類するもの出資じゃなきゃいけないという考え方は、それほど普遍的でないことは一応知っておく必要があると思います。

ただ、現行法はそれを要求しておりますので、その前提で1、2お話を続けたいと思うのですが、まず金銭以外に出資対象として認められるもの（「金銭に類するもの」）については、施行令の1条の3が規定してございます。

そのうち1条の3第1号が「有価証券」と書いてあるんですが、この有価

証券は、金商法の2条1項あるいは2項どこかでカバーされているもの、つまり金商法上の有価証券、みなし有価証券すべてを指すので、集団投資スキームの持ち分とか信託受益権を現物出資することによって組成される集団投資スキーム持ち分が金商法の規制範囲から免れるということは、これで一応防止されているとっていいかと思います。以前のこの研究会で中村先生が指摘されていた問題ですが（中村聡「集団投資スキームに関する規制について」証券取引法研究会『証券・会社法制の潮流』（日本証券経済研究所、2007年）58-59頁）、一応それはこういう形で手を打っているというふうに理解していいのだと思います。

私がこの要件でよくわからなかった点の1つは、金銭出資者と非金銭出資者、——非金銭出資者もいろいろありますが、例えば現物出資者とか労務出資者が典型です——、が混在しているようなスキームへの適用です。規定の文言からすると、出資対象財産がすべて金銭出資によって成り立っていないとあってはならないという制約にはなっていないようですから、金銭出資者と非金銭出資者が混在するようなスキームそれ自体が適用除外になるわけではなくて、金銭等の出資をして取得した者の権利だけが有価証券となって、非金銭的な出資をした者の取得する権利はならないという整理なのではないかと思います。その点は、資料として配付させていただいたパブリックコメントに対する金融庁の考え方の中でも、そういうことを前提に整理させたと思います（「『金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等』に対するパブリックコメントの結果等について（コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方）」（金融庁、平成19年7月31日）（<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>） No.7.8）。

たしかに条文上そうなってますし、それが現行法のつくりだと思っただけですが、そうだとすると、スキームの設立時は、現物出資者との関係では有価証券扱いしないということでもいいのかもしれないのですが、その後、譲渡が行われたりした場合に適用される業者ルールの適用等について、困難な問題が生じる危険はないかという疑問があるといえはあります。例えば最初に現物

出資によって持ち分を取得した者から、今度、お金で持ち分を取得した者にどう適用されるか。また、そういう人が譲渡される場合も、その後もずっとその持ち分というのは有価証券にならないのか。そういった疑問が出てくるような気がします。

(3) 出資対象事業と共同性

次の要件が、「出資対象事業と共同性」とレジュメには書いてあるところです。2条2項5号はよく「集団投資スキーム」といわれます。実際そういうケースが多いでしょうが、条文上は出資者の集団性は要件となっていません。したがって、1対1の投資契約でも適用されるつくりになっています。

アメリカの投資契約概念は、ハウイ基準が“common enterprise”というのを要件としており、イギリスの金融サービス市場法の集団投資スキームの定義でも、「pooled」という言葉が使われていることから、ある種の共同性というのが示唆されているわけですが、少なくとも日本法は条文ではそういうことを要求してないということになります。

共同性の要件は、例えばアメリカの判例ではいろんな複雑な問題を引き起こしていますので、むしろこれが外れてしまってよかったのではないかという気はするのですけれども、ただ、日本法の金商法上の集団投資スキームの性格の特徴だとは思いますが。解釈としては座談会を引用しましたが（神田秀樹ほか「座談会 新しい投資サービス法制——金融商品取引法の成立」商事法務 1774号6頁（2006）参照）、結論としては、恐らく条文上もそうですし、実質としても、座談会でいわれているように、1対1の投資契約というのもカバーされていると私も思っております。

(4) 投資家の受動性

次の要件が投資家の受動性ですけれども、諸外国の例を見ても、集団投資スキームの特徴として求められているのが通常であります。ハウイ基準は、「専ら他人の努力により」と表現されているところで、金融サービス市場法

では、235条の2項の要件を見ていただくと、「day-to-day control over the management of the property」があるのは集団投資スキームに該当しないという形で受動性を表現しております。

金商法は、受動性の要件は2条2項5号の柱書きでは要求されていないのですが、除外規定のイを見ますと、「出資者全員が出資対象財産に関与する場合として政令で定める場合」は有価証券にならないという形で、いわば裏から受動性の要件を書いているような形になります。

この規定の仕方ですが、ハウイ基準等の「専ら他人の努力により」といった要件は、少なくとも現在のアメリカの判例法では文言どおりには運用されてなくて、かなり緩やかに解釈されているようです。投資家の行う努力が、疑いなく重要な要素を占めている場合といった程度の要件と理解されているようで、それと対比しますと、2条2項5号イの除外規定は若干形式的であり、かつ狭いように思います。狭いということは、逆にいうと有価証券に当たる場合が広がっている形になるのだと思います。

もう1つの特徴は、この除外規定の要件を満たさない場合は、出資対象事業に関与する出資者の権利も有価証券となるだろう、少なくとも条文上はそうなっているということであります。そこで、この出資者の全員が出資対象財産に関与する場合に、該当するか否かの判断をどのようにするかという問題があります。どのような基準で、どの時点で行うかという問題があるように思います。

まず、該当するか否かの判断は、契約書等による記載を基準とするのではなくて、実際の出資者がどのように出資対象事業に関与するかという事実判断である。施行令の定め方も、その趣旨を明確にしようとしていると説明されておりまして、そのこと自身は全く異論がない、当然のことだと思います。ただ、仮に実質基準で出資対象事業への関与を判断すると、判断時点の問題と相まって、若干面倒な問題が生じるような気がします。

例えば2条2項5号のそのほかの要件は満たしているようなスキームについて、そのスキームの遂行途中で要件が満たされなくなった場合には、その

時点から投資スキーム持ち分は有価証券となるということになると思います。

これも当然に不当なわけではなくて、例えば、もともとは出資者全員が出資対象事業に関与していたが、その後、事業に関与しない出資者を募るべく募集を行って、新規にたくさん出資者を募ったとなれば、その新規募集は、当然金商法の規制に服するべきだと思います。ですから今言ったような適用の仕方が当然におかしいわけではないのですが、こういう考え方を押ししていきますと、例えば、当初はすべての投資者が出資対象事業に関与するものとしてスキームを組み立てて、実際そのとおりになっていたのですが、その後、一部の出資者が出資対象事業への関与を事実上やめてしまったというふうになりますと、その瞬間から、その他の出資者の有する権利も含めて、全部が2項有価証券となるといわざるを得ないのではないかと思います。その関与をやめた人の持ち分のみならず、関与を続けている人の持ち分も、みんな2項有価証券になると思います。

そうすると、その時点以降、この権利についての取り扱いについては業規制をかぶりますし、その人が関与しているか否かを問わず、例えばその持ち分の譲渡等については、金商法の業規制がかぶってくる可能性があります。これは不当かといわれると、ちょっと微妙なのですが、ただ、もともと有価証券ではなかった権利が、スキーム生成後に、しかもアレンジメントが根本的に変わるのではなくて、特定の参加者の事実上の行動の変化によって有価証券に転化するという例は、恐らくこれまで全く想定されてこなかったと思われるので、それが実務的に問題を引き起こすことがないかどうかは検討の必要があると思われます。現段階で具体的にこんな問題が起きますというような特定はできませんが、何か問題が起きそうな気はいたします。

(5) 出資対象事業から生じる収益の配当または

出資対象事業に係る財産の分配

次の話が、出資対象事業から生じる収益の配当または出資対象事業に係る

財産の分配の要件です。ハウイ基準ですと、「生じる利益を期待することとなる。(is led to expect profits)」という形で表現されるところですし、金融サービス市場法ですと、「to participate in or receive profits or income」といった形で表現されているものです。集団投資スキームは、こういった形で要件がつけられていることが多いと思います。

①貸付債権をどう考えるか

この要件をめぐるっては、いろいろ問題があるのですけれども、ここでは1点だけ絞ってお話しさせていただきたいと思います。この要件との関係で、貸付債権をどう考えるかという問題があります。私は、今回の報告の中では、理論的には一番大きな問題だと思っております。

まず争いがないだろうところから申しますと、貸付債権の形をとっても、例えば利息の額が事業収益に連動するような約定があるようなもの、——いわゆる利益参加社債のようなタイプのローン——であれば、これが経済実質から見て収益の配当を出資しているという要件を満たすと考えるべきことは当然で、ここまではだれも異論がないところだと思います。

問題はそこまで極端な場合ではなくて、基本は信用リスクだけが問題となる確定利付債券——英語では「fixed income security」と呼ばれるもの——がどう扱われるかで、これは2条2項5号には該当しないと考えられているというのが、立案担当者です（花水康「集団投資スキームの規制」松尾直彦編著『金融商品取引法・関係政府令の解説』（商事法務、2008）65頁）。

確かに出資または拠出、収益の配当、財産の分配という表現は、原則としては確定債券のようなものは含んでないように解するのが、用語法としては自然なのかもしれません。ただ、これをおよそ解釈の余地がないとまで固く考えるべきか、利益連動型の利息のようなものを除いては当たらないとまでいえるかどうかは、議論の余地があり得るところだと思っております。

黒沼先生が早くからこの点を問題提起されており、レジュメに引用させてもらったものではかなり慎重に、「もし、貸金を事業に充てて、その事業から生じる収益の分配を受けるという合意が貸付けとともにされている場合に

は、集団投資スキームに該当すると考えられよう。」(黒沼悦郎「金融商品の種類」河本一郎＝龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』(2007年)16頁)という表現をされておりますが、金融法研究のほうでお書きになったものでは、事業に投資するという目的での貸付だと、含める余地もあり得るのではないかともう少し広くとらえる余地を示唆されています(黒沼悦郎「金融商品取引法の適用範囲と開示制度」)。このように、ここをやや柔軟に解釈する可能性もありうるというふうに理解しております。

②アメリカ法・イギリス法

解釈論としてどこまで行くかということとはともかく、この問題について若干検討を続けたいと思うのですけれども、例えばアメリカ法ですと、ハウイ基準の”led to expect profit”の要件というのは、確定利息であっても足りるというのが確立した考え方であります。引用しているSEC v. Edwards, 540 U.S. 389 (2004)は、セール・アンド・リースバック契約がsecurityに当たるとしたもので、一般論として確定的なfixed income schemeであっても、有価証券であることは否定されないといっているものです。これに対して金融サービス市場法上の集団投資スキームでは、明文でdebt issuesは含まれないといっております。このようにみると集団投資スキームに確定利付き債権を含むかどうかはいろいろだと見えそうなのですが、ただ、外国法制との比較は慎重にする必要があって、忘れてはならないのは、金商法上の集団投資スキームの位置づけは、これらの外国法のそれとはかなり違っているということです。

例えば1933年証券法では、投資契約の解釈としてはいろいろ議論があるにしても、——それでも今見たとおり確定的な収益も含むのですけれども——、いずれにせよ債務証券というのが例示として挙がっておりますので、そちらで拾われる可能性はあります。金融サービス市場法は、集団投資スキームからは明示的に除いているのですが、そのかわり、22条の投資の定義の中で、「債務をつくり出す、あるいは確認する証券・証書」は包括的に拾われています。したがって、確定利付の債務投資は広くそっちでカバーされて

いることとなります。

③金商法の扱い

これに対して、我が国の金商法だと、債務を表章したり証したりする書面は、かなり狭く、個別的に限定列挙されておりまして、もし確定利付の債務の投資のうち、金商法上規制に服せしめるのが適切なものが存在すし、かつ個別列挙で拾われていないものがあれば、アメリカ法やイギリス法とは違って、2条2項5号の集団投資スキームで読むしかないのです。アメリカやイギリスは、そこで読まなくても、いずれにせよ別のところで拾われるという構造なのですけれども、日本法は集団投資スキームしか受け皿はないという状況です。このように金商法上の集団投資スキームの位置づけが外国法と違うので、そう簡単に比較できないのが、外国法を見るときに難しいポイントということになります。

実はこの問題は、2条2項5号それ自体の問題とか集団投資スキームの本質といった問題というよりは、そもそも貸付という形で行われる事業リスクへの投資というのを、金商法上どういう形で位置づけ、記述するかという基本的な問題の一環でありまして、そこで明確なスタンスがとれてないことが、すべてここの解釈のところに流れ込んでしまっているという印象を持っております。

④政策論

条文解釈そのものを少し離れた政策論になりますが、経済実質だけ見れば、事業リスクをとる貸付というのは立派な投資で、確定利付債券も社債等一定のものは金商法も拾っている。だから、金商法も確定利付であれば、およそ投資じゃないと発想はとってないのは明らかです。ただ、他方で銀行による事業資金の貸付——ローンパーティシペーション、シンジケートローンも含めてですけれども——は、事業に対するリスク投資の一種であることは明らかであるにもかかわらず、今のところは金商法ではカバーしないというふう考えられている。権利の流通性に着目して証券規制の適用を考えていた時代は、証券の出ている事業資金の貸付債権、社債、CPと、そうじゃな

いローンの対比で理解しやすかったのですが、金商法では流通性という要件を完全に適用条件から外していますので、そうすると証券が出ない貸付は全部外すのですかという疑問がクローズアップされてしまうことになるわけです。

さらに細かなことを言い出すと、例えば事業資金のための1本の貸付を、信託を使って小口化すれば、例外なく2条2項1号でカバーされますし、組合その他のビークルを使えば、2条2項5号でカバーされる可能性がある。複数の人が貸し付ければ、組合契約を認定されてしまえば2条2項5号でやはりカバーされることになります。これに対して貸付本体は、一切外れるのですかという疑問を大きくすることになります。証券化されてない事業貸付の取り扱い、実は金商法の制定に関して、十分な形で整理されずに残された一番大きな論点の1つなのではないかという印象を持っています。

⑤現行法の解釈論

以上が条文を離れた政策論ですが、条文に戻るとどうなるのかが決断がつきかねている点です。

以上のような議論から、2条2項5号に戻ると、——解釈論としてはかなり難しく、かつ十分論理整合性がない線引きになるかもしれませんが——一、利息が債務者の利益そのものに連動するようなタイプの貸付はもちろんですが、そのみならず、例えば一定のもの、責任財産を特定の事業主体に限定した貸付とか劣後条項をつけた貸付のような、当該事業の成否に非常に強く依存するようなタイプの貸付であって、投資家を対象としているようなものであれば、2条2項5号の適用を一律に排除しないという立場をとった方がいいのではないかという印象を持っています。これは立法論、——貸付についての本格的な整理を待つ——、というふうに割り切るべきか、そこがなかなか決断がつきかねないので、ご意見いただければと思っています。実質はさっきから申し上げているとおりで、貸付それ自体の金商法上の扱いが明確ではないことを反映し、どういうスタンスで集団投資スキームの解釈に押し込むか迷うところであります。

(6) 法人に関する出資・拠出に関する権利の除外

時間も残り少なくなってきましたので、次に法人に関する出資・拠出に関する権利の除外の話について触れておくことにいたします。

集団投資スキームについては、非常に大きな除外が規定されておりまして、それは当該権利を有価証券とみなさなくても、公益または出資者の保護のために支障を生じることがないと認められているものとして政策で定める権利、2条2項5号の2であります。

これを受けて、さっきもちょっと触れましたが、施行令の1条の3の3第2号が、本法の法令に基づいて設立された法人に対する出資または拠出に係る権利を適用除外としてあります。

ただ、法人の持ち分は2条2項5号からは外れるのですが、2条1項、2項で別途列挙されているものはみんな有価証券となりますので、別の言い方をすると、今の政令の施行令の除外規定というのは、有価証券となる法人の持ち分については、金商法は限定列挙プラス政令指定で規定するというやり方をとっているといいかえてよいと思います。包括規定では読まない、そのかわり限定列挙し、さらに必要なら政令による追加指定でカバーするという建て前になっていることを意味します。

ただ、この包括的な除外の合理的な説明——包括規定であることをやめて、法人持ち分を限定列挙主義にしますという説明——は、なかなか説明が難しいと思うのですが、レジュメ引用されている立案担当者の説明は、「法令において行政機関による監督規定が整備されている法人は、重疊的に金商法の規制対象とする必要はないこと等から、当該法人に対する出資・拠出に係る権利は、集団投資スキーム持分から除外している」、「たとえば、財団法人・社団法人であれば民法に、宗教法人であれば宗教法人法に、学校法人であれば私立学校法に、当該法人に関する監督規定が整備されていること等から、すべて除外対象となる」、「ただし、例外として有限責任中間法人については、その根拠法である中間法人法に行政機関による監督規定が整備されていないこと等から、その出資・拠出に係る権利は除外の対象とされていない」

(松下美帆＝酒井敦史＝館大輔「金融商品取引法の対象商品・取引」松尾直彦編著『金融商品取引法・関係政府令の解説』（商事法務、2008）140-141頁）ということです。要するに、「法人であれば、何か根拠法がありますね。根拠法があるということは、監督規定がありますね。それで規制されているから、金商法で規制する必要はありません」というロジックのようです。

どこまで本気で書かれているかわからないので、正面から論じるのに躊躇も覚えるのですが、この手の法人の根拠法上の監督規定が金商法にとってかわる監督だと納得する人は少ないと思います。「監督法上の監督があるか、不公正取引の規制を含め金商法は一切不要」とは、多くの人は思わないと思います。もうちょっと理解のある言い方をすると、監督法があって主務官庁が決まっているとすると、証券の発生、持ち分の取得それ自体から金商法で規律するということになると、法人の設立の認可と非常に重なるようなことまで、金融庁が口出しすることになってしまいます、そういうところから遠慮しているというのが実態なのかもしれません。ただ、そういう理由だったら有価証券ではないというのではなくて、業規制のところを外したほうがいいんという印象を持ちます。不公正取引を含むあらゆる規制が除外されてしまうことは、それは幾ら主務官庁があって監督しているとしても正当化できないので、そこまではする必要はないというふうに思っております。

なお、この立法理由からすると、合名会社・合資会社持ち分の適用除外は説明できないこと、それとの関係で、合資会社等はちょっと問題があるんじゃないかといったことは、さっき申し上げました。さらにそれ以外の法人でも、例えば公益認定を受けてない一般社団法人、一般財団法人も監督はないですが、やはり適用除外になっております。こういうものは、剰余金または残余財産の分配を目的としない法人だから、およそ出資対象事業から生じる収益の配当または出資対象事業に係る財産の分配という要件を満たすことがないというふうに割り切ることもできるのかもしれませんが、ただ、定款で定めることができないというだけですので、実際は残余財産を分配することは自由です。解散時に、社員に対してそれをするのも全く自由ですので、事実上定

款外でそれを約束しておくことは幾らでも可能ですから、こういったものも全部脱法的に使う余地もあり得るとしたら、一律に外すようなことが必要なかどうかというのは、技術的にはちょっと問題があるかと思います。現段階では乱用されて、弊害がそれほどたくさん生じているわけではありませんけれども、申し上げたかったのは、正当理由として挙げられているものから、必要十分なところで限定された除外になっているかというの、よく見ると疑問がないわけじゃないということでもあります。

7. むすび

金商法のもとで新しい有価証券概念の大きなブレイクスルーで、それ自体として大変意義があることは異論の余地がないですし、またその性質上、あんまり解釈論の余地が多いような条文でもないと思います。そういう意味では、きょうの報告で触れたのは、典型ですけれども、基本的には細部に関するマイナーな技術的なディテールです。

ただ、貸付債権の取り扱いの問題のように、具体的な解釈論のレベルで何ができるかということとはまた別に、かなり重要な政策的な問題にかかわるようなところも、定義との関係であらわれてくる、そういう局面もないわけではありませんので、いずれの点でも、ご意見いただければと思います。

報告は以上です。

討 議

前田副会長 どうもありがとうございました。

それでは、ただいまの藤田先生のご報告につきまして、どこからでも結構ですので、ご質問、ご議論をよろしく願います。

中東委員 大変興味深いご報告を、ありがとうございました。最後の貸付債権の話ですが、これは最初の社債券のお話とどのようにつながるのでしょうか。

藤田委員 最初の方で申し上げたとおり、社債（2条1項5号）を実質解釈

によって広げて貸付債権をどんどん取り込んでいくというのは、やめたほうがいいたらと思うのですね。こちらは本当の形式基準なので。そこで、貸付債権を広くカバーする余地があるとしたら、集団投資スキーム（2条2項5号）の方だと思うのですが、それをどこまでやるべきかどうか、正直まだ踏ん切りがついていないというところではあります。報告で申し上げた通り、貸付債権一般について、ローンそのものについて、金商法上の位置づけをどうするかということが必ずしもはっきりしていないことの反映ですが、ただいずれにせよ貸付債権を仮に拾うとすれば、社債のほうを広げるのではなくて、2項5号の方でと思っています。

中東委員 先生ご自身は、社債券のほうも、実質解釈として広げないといけない場合もあるだろうというお立場ではあるわけですね。

藤田委員 それは、幾ら何でも明らかにまずいというケースだけです。報告で申し上げたような、外国で日本の会社が発行する社債と名前がついている債務証券は、たとえ会社法上の社債じゃなくても社債と見ざるをえないのではないかと、そこまでは多分誰も異論はないと思うのです。そこまでは、いいたらいいけれども、それ以上実質解釈で広げるかということ、たとえば約束手形をたくさん同時に出せばみんな金商法の社債の定義にあたるといったような解釈はすべきではない。CPをわざわざ限定列挙していることと整合的ではない（2条1項5号）。このように社債の解釈については、少なくとも現行法を前提とすれば、形式的な解釈をあまり崩さないほうがいいという印象です。

青木委員 水を差すようで悪いんですけども、こういう有価証券の範囲、特に今の貸付債権なんかを厳格に、あらかじめ、この場合は金商法の適用はあり、この場合はなしとする（そして、その道具として米国判例理論などを延々と検討する）ことの意義がいまひとつ私にはわからないのです。というのは、「さあ、訴訟してくれ」といっているようなアメリカの定義を持っていても、訴訟がこうやって起こることは1975年とか1990年の判決がポツポツあるぐらいで、実際には起こることではない。起こってしまったものは仕

方がないといったらいい過ぎかもしれませんが、どんなに初めからきちんと規制していても、起こるものは起こる。そういう意味では、日本のように、いってみれば閉鎖型か、とにかく限定列挙した上に政令指定をつけるタイプであろうと、イギリスやアメリカみたいに、開放型、不確定概念を使っている場合にしても、どっちにしても問題は起こると思います。

藤田さんが、いろいろ例えばこういう問題があるとおっしゃって、それに関連する様々な考え方をおあげになりますが、むしろそれが本当に深刻な問題かどうか、蓋然性を踏まえた上で考えるべきじゃないかと思うんです。

蓋然性という意味でいえば、さっきおっしゃった外債は、明らかに問題となる。そして対応しなくてはいけないことがわかりながらも、数年間放置されてきました。それから貸付債権等について、さっき具体的に事例をお挙げになりましたけれども、これが実際に問題になるか私は知りません。しかし、それほど問題にならないということであるならば、そういうものを含めたすべての有価証券をきちんと定義しよう、説明できる理論を考えようとするよりは、先ほど別の段階で捕まえるとおっしゃいましたけれども、現行以上に手当てをよくする方法を考える方が実際的ではないかと思います。

藤田委員 うまく答えることができないですが、今言われたことと、私がいろいろ申し上げたことと、何か抵触するのかがよくわからないところです。例えば、信託受益権なんかについては、業規制との関係で、どこで外すのですかということはさんざん議論されていて、——たとえば、セキュリティー・トラストは、本当に問題となっています——、私も今日の報告でそれを繰り返したわけです。現に起きて問題となっていることと、その問題を整理しているだけです。福祉型の信託の受益権の話とかあんなのは想像でいっているだけですが、全く起きようのない問題だけでもない。

社債は、事例はいくらでもあるわけでしょう。問題となっていないですが、余りにも当たり前だから問題としないのかもしれませんが。そういう意味では確認です。合資会社の持ち分なんかは、有価証券から外れるということになると、投資スキームとしてこれを使おうという人がいつ出てきてもおかしく

ない。それほど全く現実味のない話でもないし、政策的な考え方も割とはっきりしている問題ではないかと思うのです。

解決するのに2段階ある。有価証券の概念で解決したほうがいい問題と、業法の業規制の適用要件で外したほうがいい問題を丁寧に分けたほうがいいというのは、これもおっしゃるとおりでしょう。私もそういうことをかなりいったつもりで、定義の方で外しちゃうと、不公正取引を含めてみんな外れちゃう。後のほうで外すと、売買等のところがうまく外れてくれるかどうかという問題があったりする。「業として」の解釈のあたりがあんまり頼りにならないというのがあとすれば、あんまりにも明らかなものは最初のところで外しておいたほうが安全かもしれないといったことを申し上げたと思います。

だから、2段階あるのはそのとおりですが、その仕分けの仕方については、ある程度考え方を整理しておかないと、紛争が起きてから考えるというのだとちょっと困ることが出てくるのじゃないかと思います。

青木委員 さらにお言葉を返すようで悪いんですけども、例えば貸付債権について、先ほど、「これは政策判断の問題があって、どういう場合にどうすればいいかわからない」ということをおっしゃいましたね。そのような状況のときに、監督機関が、あえて要件を具体化するのがよいのですか。

藤田委員 貸付債権の話は、ポリシーを今後金商法として決めなきゃいけないですねという問題提起ですね。こちらはポリシーを決めてもらわないと最終解決できない。それに対して、ポリシーとしての考え方ははっきりしていて、条文の方をどう解釈しようかということに悩んでいる問題もある。セキュリティトラストについて、債権と担保としての受益権とを一緒に譲渡したら、これは有価証券の売買だから金商法を適用しましょうと積極的に思っている人は、まずいないでしょう。こういった問題は、金商法上のポリシーも程度ははっきりしていて、あとはテクニックとして、どの概念で、どの段階でどう外すかという問題にすぎません。大分次元が違う話があるので、性格をきちんと分けて、決められるものは決める、決められないものはなぜ決められな

いかを明らかにするということでしょう。

前田副会長 貸付債権につきましては、少なくとも一定のものについては、2条2項5号に基づいて有価証券と見るべきであるというお話はよくわかったのですが、立法論としては、2条2項5号の解釈で読み込むことが難しいのであれば、2条2項7号のほうで1つずつ丁寧に貸付債権の性格を洗い出していったって、政令指定していくということは考えられるのでしょうかね。

藤田委員 はい、それはもちろん考えられますし、また2条2項5号を広げておいて、除外の方で丁寧に1つずつ外していくというやり方もあります。そっちのほうがいいのかもしれない。どちらがいいかは、よくわかりません。何を外すか、そこのポリシーがないと、最終的にどっちの手法がいいともいいにくいですね。

ローンそのものは基本的に一切外すというポリシーを維持するか自身も、別の根本問題としてあります。それをクリアしてしまえば、2条2項5号の問題にはせず、外国法のように、債務証券を規定してしまえばいいことになるわけです。

前田副会長 7号のほうで1つずつ政令指定していくということは考えられると思うのですが、7号の規定の作りが、「前各号に掲げるもののほか」となっていますので、5号で解釈上含まれてしまうと政令指定できない仕組みになっているのですね。

藤田委員 5号の方は非常に広く解釈した上で、一定の貸付債権を5号の中で除外するのです。

前田副会長 5号では貸付債権を拾わないようにすると。

藤田委員 5号は貸付債権を含むという解釈を前提に、貸付債権の一部を列挙して除外するわけですね。

前田副会長 わかりました。ありがとうございました。

黒沼委員 信託の受益権についてなんですが、これは私も初めて見たときは広いなと思ったのです。藤田先生のご報告では、有価証券に該当するとした上で、金融商品取引業に当たらないとするよりは、そもそも有価証券概念か

ら外してしまったほうがいい場合があるのではないかといわれました。

ただ、信託の設定時に生じる受益権については、有価証券に当たらないという整理をしたとしても、その後にそれを販売する段階では、むしろ投資性があるわけですから、有価証券に当たると解したほうがいい場合が出てくるように思うのです。そうすると、初めから有価証券から除外してしまうと問題があるのではないかと思うんですけれども。

藤田委員 本質的な問題のご指摘です。具体例として、例えば、セキュリティトラストを考えてほしいのですけれども、貸付債権と一体化した担保ですね。ローンが一般に有価証券と扱われるべきであったら、それと一体として、全体としてそれを有価証券として拾って、その売買等もみんな規制対象でいいと思うのです。

ただ、ローンそれ自体は金商法でおよそ対象に含まれないとしておきながら、それに付随する従たる担保（受益権）だけを取りだして、それを有価証券として規制する。ローンの譲渡に随伴する担保権だけを別途とりだして、それが有価証券の譲渡だという扱いをして規制するというのは、何か気持ち悪いなということです。

中村委員 黒沼先生の今のご指摘で、受益権の譲渡性がある限りは、有価証券性を認めたほうがよいという趣旨ですか。

黒沼委員 切り離して譲渡をすることが可能なものであれば、最初に有価証券性を否定してしまうと、後のほうも全部有価証券でないということになってしまうので、有価証券性を肯定した上で、都合の悪いところは当たらないように解釈なり立法なりで手当てをしたほうがいいのではないかという趣旨です。

中村委員 そこで、ポリシー問題として、貸付債権だったり指名債権だったり、譲渡性のあるところで、受益権とどう違うのか。指名債権は有価証券には今入っていないけれども、それでよしとするのか、受益権だけなぜ特別扱いになるのかというあたりが、私自身も整理をし切れていないところなので、黒沼先生に、もし何かお考えがあれば、お聞かせいただきたいと思った

次第です。

藤田委員 しかし担保なら、主たるものである被担保債権と運命を一緒にしてもいいとは思われませんか。ローンが規制されないなら、それと一体をなす担保は規制しないというのが一貫するような気がするのですが。もちろん、受益権だけで別個独立に譲渡できるとなると話は別ですが。

神田会長 ついでに質問です。問題は、形式基準一本で書くと含め過ぎではないかという話だと理解したのですが。では、株式会社の株式というのは、福祉目的の株式会社であっても、——会社で福祉目的とは何かという議論はありえますけれども——、全部含まれますよね。これは立法論的には、政策論として見直すべきとお考えなのでしょうか。

藤田委員 程度問題でしょうね。株式会社については、一応営利のため、投資のための企業形態であると一般に正確づけられているのに対して、信託はそうじゃない。もともとその用途の限定が全くない、そしてないようなことが柔軟性として長所とされている。だから本来は立法論としては形式基準だけで規定してはまずい法形式だったかも知れないぐらいなので、解釈の債にも何らかの実質基準が入ってこなきゃいけないのではないかということに結びつく。株式会社ぐらいなら、純粹に形だけの基準というのもあり得るかなという気はします。まあアメリカはストックですら実質解釈で限定してきますから、ここも含めて実質基準一本にすることも論理的にはありうるかもしれませんが、そこまでの必要もないのかなという感覚ですけれども。

これに対して、信託は、余りにも目的が広くて、福祉のためのものから遺贈代替手段まで、みんな含んでいますので、解釈としても形式的なものを貫くのも、どうかと思うのですが。金商法上は遺産承継のための信託受益権は有価証券となりそうですが、遺産の分配は、いかなる意味でも事業でも投資でもない。そうなると、仮にそれが転売可能だからといって、金商法の規制に本当になじむのだろうかという気もします。

神作委員 今の点に関連して、とりとめのない感想にすぎませんが、私も、有価証券概念について非常に興味があるのは、神田先生がご指摘され

た「株券」のように形式基準一本でいくところと、金商法2条2項5号の集団投資スキーム持分のように、いわゆる実質基準でいくところとがある。それからまた、この実質基準というのも、よく見ると2項5号前段の方はその実質基準を形式的にとらえていると思われるのですが、適用除外のところでは、たとえば「出資者の全員が出資対象事業に関与する場合として政令で定める場合」というように再び実質基準が前面に押し出されている。しかし、政令の定めを見てみると、とくに金商法施行令1条の3の2第1号とりわけその括弧書きは「すべての出資者の同意を得て行われるものであること（すべての出資者の同意を要しない旨の合意がされている場合において、当該業務執行の決定についてすべての出資者が同意をするか否かの意思を表示してその執行が行われるものであることを含む。）」非常に形式的に定められている。この形式基準と実質基準が一体何を根拠に、どのように使い分けられているのかということに非常に関心があります。

その点で、信託受益権について申しますと、私も、受益権を一般的に有価証券に指定するというのは非常に広いのではないかと最初は思ったのです。その理由は、藤田先生がいわれたように、会社は基本的に営利目的だけれども、信託というのはいろんな目的に使われるので、必ずしも受益権をすべて金商法の保護のもとに置くということについて期待というんでしょうか、必ずしも了解というか期待というのがない場合もあるのではないかと考えたからです。これに対して、株式会社における株式というのは、普通といいますか、社会一般に、金商法がどのような株券に対しても適用されるであろう、そういう社会的な期待があるのではないかと。

ただ、今度、「期待」が問題となってくるとすると、本当に客観基準と実質基準の2つだけでうまく切り分けられるのか。さらに第3、第4の何らかの基準というのが必要になってくるのか、なっていないのかということが個人的に興味を持っているところで、ちょうど神田先生や藤田先生のほうからご指摘がありましたので、単なる感想ということで申し上げさせていただきました。

神田会長 会社は営利というのは、営利法人性を意味しているのか。それとも、事業が営利という話なのか。

会社は一律入ってもいいけれども、信託というのは、私も感覚としてはわかる気もするのですが、そうすると、一般社団法人はということになって、藤田さんがおっしゃったような問題意識になるのですね。特に、ハウイのような発想に立つと、なかなか厳しいなと私は感じています。

神作委員 先ほどの発言に補足させていただきたいのですが、私も信託受益権を一般的に受益権とすることは広すぎるのではないかと考えていたのですが、よく考えてみると、信託というのは財産を移転するということで、結局受益権というのは財産的な権利に還元されて、中間的なもの、すなわち財産的なものと非財産的な目的が受益権の中に混在しているという場合がやや難しくなると思うのですが、基本的には財産に対する権利である。

そのような財産に対する権利である受益権という形で考えると、一般社団法人なんかは、例えば最後は解散して社員の下に残余財産が分配されうる、そういう可能性は法律上排除されておられませんので、そういう意味では、受益権も、一般社団法人（中間法人）の社員権なんかも、一応財産に対して何らかの権利を持っているという点では、形式基準を採用する余地はあると思います。

黒沼委員 集団投資スキームの要素の1つである投資家の受動性についてなんですが、一部の出資者が事業に関与しなくなると、他の出資者の持ち分も有価証券になってしまうのではないかというのは、大変鋭い指摘だと思いました。

技術的には、今回の金商法のような割り切り方をしなければ難しかったんだろうなと思いますが、理論的には、有価証券というのはだれにとっての有価証券かというのが、投資者によって変わってくるものではないかと思うのです。事業に関与する者が譲り受ける場合には、その者にとっては有価証券ではないけれども、事業に関与しない者が譲り受ける場合には、それには投資性があって、有価証券と見て規制をかける必要がある。

アメリカ判例も、そういう基準を採用していると思うのですが、これを制定法に書き込むというのは非常に難しいなと思っています。

藤田委員 基本的には黒沼先生とほとんど同じ感触です。ただ、相対的にいきますと、業規制との関係で微妙に難しいかもしれません。業規制だとだれが譲り受けるか、譲り受ける人の属性、譲り渡しとの属性を把握しないと、それが業規制にかかるか否かがわからない。つまり、売り主、買い主があらわれる前から業をやっているわけですから。詐欺防止規制に当たるかみたいなときはその基準で非常にうまくいくんですけども、業規制と連動すると、微妙に難しいかもしれないという気がします。このように業規制では、だれが受け取っても、客観的に決まってくれないと困るかもしれません。規制の仕組みと関係するかなり宿命的な難点ですけども。

中村委員 今の黒沼先生のご指摘に関連して、私自身が今まで悩んでいたところは、民法上の組合とか投資事業有限責任組合のような集団投資スキームの場合には、G Pが自己出資を行っている。その持ち分が有限責任組合員あるいは一般組合員が出資している組合員持ち分と実体法上は同じ権利なのですが、金商法上G Pの出資持ち分が有価証券になっているのかどうかという問題があります。一応実務の中では含まれるという形で処理はしていますが、ギリギリ考えると、有価証券と扱う必要性はないんじゃないのかとも考えられるのですが、もしお考えがあればお聞かせいただきたいと思います。

藤田委員 実質的な感覚は非常に共有するのですが、法制としてどう書けば実現できるのかというのは、すぐには思いつかないですね。さっきの業規制と結びついたときの相対的なのが難しいのと同じように、規制対象外の人を切り離す基準をどういうふうに書けばいいのか。法律に書けるような何かうまい属性があるでしょうか。

中村委員 条文上一応業務執行者みたいな概念が用いられているので、業務執行者が組合員に対して有している権利みたいな形での特定はもちろん可能では……。

藤田委員 なるほど、それは一案ですね。

中村委員 もう1つ別な論点がありまして、先ほど藤田先生にご指摘いただいたように、途中で全員関与がなくなってしまったようなケースというのも幾つか場合分けできるんじゃないかと思っております。出資対象事業の内容が、例えば映画制作だったりで、その時々においてメンバーが果たす役割が違う場合がある。一時点をとってみると、何人か、一部の人しか働いてないんだけど、出資対象事業全体としてはそれぞれの役割分担をして関与をしているといえるようなケースは、その時点時点で考える必要は必ずしもなくて、解釈問題として、出資対象事業全体に全員が関与をしていればよいと考えられるのではないかと思っておりますが、いかがでしょうか。

藤田委員 どのくらいの期間を通して事業と見るかということの解釈でいける場合もあると思います。ただ、私は今後何もやらないという人が出てきってしまうと、その解釈だけでは難しい。だから切り抜けられるタイプとそうじゃないのがあり得るということですね。

中村先生の例は非常に有益な分類ですね。2つの中間があるかもしれません。途中から新規の無機能投資家を募るような形になると、もう完全にそこで性格が、ファンドが変わってしまう。これが一方の局。それとまったくファンドの性格は変わっていないけれども、一部の人単に仕事をしなくなるというのが対極にある。中村先生の例は真ん中辺のものかもしれません。

金融庁は、これ、全部当然含まれると。

松尾オブザーバー（以下OBS） 今の中村先生のご指摘は、「出資対象事業に常時従事すること」（金商法施行令1条の3の2第2号イ）の解釈の問題ですが、この全員関与の場合の除外（金商法2条2項5号イ）は「有価証券」に当たらなくなるための除外ですから、金融庁のパブコメ回答（平成19年7月31日）でも「当該出資対象事業の常務に日常的・継続的に実質的に従事する」必要があるとして厳格に解釈しています。中村先生がおっしゃったケースは、基本的には除外の要件に当たらないと思います。もちろん「日常的」ということの時点の幅の余地というのがあって、1日のうち、ある日は

たまたま関与していなかったけど、次の日は関与したというのが除外されないかという、必ずしもそうではないだろうとは思いますが。

神作先生が指摘された「形式基準」と「実質主義」ということはある意味で根本的な問題提起であります。もともと神田先生の80年代の終わりの論文（「金融の証券化と有価証券概念」旬刊商事法務1187号2頁）からすると、理想は「実質主義」であるということなのですが、今回の改正では、時間的・技術的な制約もあって、そこまで徹底できていないのかもしれませんが、仮に立法論としてどうあるべきかというのは今後の課題としてあらうと思えます。

日本では、インサイダー取引規制に見られるように、どうしても実務界が形式的明確性を重んじる場所がありますので、「実質主義」一本だと運用が難しいという問題があります。当局の観点からも、ルールをつくる場合、金融庁というのは他の行政当局と違って責任を持ってエンフォースに一生懸命取り組みます。エンフォースできるだけの法令になっているかどうかというのがあります。そうしますと、どうしても「実質主義」一本には現時点ではなり切れてなくて、「形式主義」プラス「実質主義」になっています。そうした中で、法人については「形式主義」で除いていて、全員関与の除外は「実質主義」的だという必ずしも一貫性のないような形になっているのは、ご指摘のとおりだと思います。今後の課題だろうと思えます。

青木委員 証取法時代には、政令指定が機動的に行なわれなかったわけですが、金商法になって、施行令1条の3の3の括弧書きのような例外規定を機動的にどんどんつくっていくということによって、例えばさきほどの信託の問題を解決することが可能であり、かつ、そういう対処法を予想しているわけなんでしょうか。

藤田委員 私が答えるんじゃなくて、金融庁の方のほうがいいと思いますが、ただ、性格としてそういう形でどんどん書いていけるタイプのものと、そうじゃないのがあって、信託の受益権への適用の制約というのは、これを外す、これを外すと、明らかなものを列挙していく手法でいいのか、そういうので

書き切ることが適切な条文かどうかということが問題になるタイプですね。もちろん書けるのはどんどん書いたらいいと思うんですけども。

青木委員 書けないときはどうするんですか。

藤田委員 だから、むしろ信託受益権なんかについては、例えば5号のような、投資性の要件みたいなものを一般論として加えるかどうかですね。

青木委員 それを金融庁の解釈として。

藤田委員 いや立法論で、法形式だけで拾ったら広過ぎるようなものについて、何か実質基準を条文それ自身に入れないとまずいのじゃないかということですね。別のやり方だと、広過ぎる形式基準を入れて、外すほうを形式基準を個別にどんどんどんどん入れますとするかやり方ですが、信託受益権などは前者にした方がいいのではないかと。

青木委員 外す場合の形式基準をどのように考えればよいでしょうか。

藤田委員 信託受益権なんかについては、何もポリシーのない列挙がずっと続くだけになりそうですね。目的が全く無限定ですからね。規制の必要のないものを片っ端から、理論なしに挙げていくことになる。だから、ちょっと書きにくいかなという印象を持っているのですけどね。私の感覚より、むしろ立法される方の感覚を聞いたほうがいいと思いますけど。

松尾OBS 発言はできるだけしないようにしてはいたのですが（笑）、ちょっと順番に申し上げますと、藤田先生のご報告またご質問等を受けてのことですけども、まず、社債券につきましては、私も藤田先生のご指摘と同様の論点は感じていました。これはまず会社法との関係で、会社法の整備に伴い、当時の証取法の改正も行い、新たに合同会社を有価証券として追加したのですが、ここの社債券のところは特段改正をしていないのです。これはどういうことだろうと思い、会社法の整備に伴う金融関係法の整備のとりまとめを担当していた大来補佐に質問したところ、基本的には、この「社債券」について、会社法における概念と異なるものとする考えは金融庁にはなかったようです。ただし、解釈論としては、会社法の定義と100%連動しないといけないかということと必ずしもそうではなく、藤田先生が指摘される外国

で発行するものが含まれるというのは正当な解釈だと思います。

信託の受益権は広すぎるのではないかというご指摘があって、これは黒沼先生や神作先生からご指摘があったとおり、譲渡性がある場合は投資性が出てくるので対象にしましたということです。それでは広過ぎるのではないかというご指摘なのですけれども、現状では、政令で除外できるようにはなっていません。

セキュリティトラストについては、金融庁の解釈（「金融商品取引法の疑問に答えます」平成20年2月21日）が示されましたが、私が個人的に論稿に書きましたのは、少し緩いではないかと、私がいなくなった途端に実務界の意向を考慮した緩い解釈を示すのはいかがなものかという趣旨（笑）で書いたわけでありまして。しかも、その解釈の根拠が必ずしもはっきりしないという問題があります。ご指摘のとおり。その辺をもうちょっとQ&Aを出すなら解説してはどうかと思います。

私はこういう解釈のやり方はやや危惧があって、ビジネス上のニーズに応じて適宜実質的な解釈をするやり方は、今までもずっとやってきていて、今回のように解釈が一般にQ&Aの形で明らかにされているだけで多大なる進歩だと思います。実は一般に知られておらず、一部の業界関係者だけしか知らないような実質的な解釈が、かなりあります。中には首を傾げるような解釈もあったわけでありまして、今回金商法制の整備の過程でそうした解釈を整理したつもりなのですが、またこういうことがあってはいけないと思っております。

合名会社もしくは合資会社の社員権につきまして、ご指摘のとおりでありまして、政令（金商法施行令1条の3の3第2号）で除き過ぎではないかというご指摘は、信託受益権の逆の方向のご指摘として多々いただいております。それはそうかもしれません。

この法人の除外の説明について本気でいっているのかというご指摘もありましたけれども、理屈としては、「商事法務」の解説に書いたとおりです。実質的な理由としては、1つの割り切りです。結局、実質的な考え方として

は、金融庁は一たん規制対象に入るとまじめにエンフォースしますので、果たして—これは関係省庁との関係というよりは、そういう意識は必ずしもあったわけではなくて—エンフォースがどこまで現実的にまじめに可能か、またその必要性があるかという問題意識から、1つの割り切りとして、除外をしたわけであります。

ご指摘のとおり、除外し過ぎで、問題が出てくる可能性はあるのですけれども、この点については、内部で議論したのですけれども、これは政令による除外です。合名会社や合資会社が投資のためのビークルとして使われるという実態はなかったと承知しており、その意味で「有価証券」とする必要性が小さかったということが出来ます。仮にビークルとして使われるようになる実態が出てくれば、エンフォースする必要があるしますので、有限責任中間法人と同じように機動的に政令除外をやめればいいという割り切りで考えているものであります。

貸付けについては、永井さんもお意見あるかもしれませんが、もともとこのときはシンジケートローンをどのように取り扱うかという議論が金融審議会第一部会においてあって、現時点では対象にしていらないということになっています。ご指摘のとおり、まず貸し付けについても当然2条2項7号で、政令指定の可能性はあります。実務の進展により譲渡性が実際にどんどん出てくれば、投資性が出てきますので、政令指定することもあり得べしと銀行界には申し上げております。

2条2項5号のほうで読めるかどうかにつきましては、確かに、藤田先生のご指摘のとおり、個人的には読めないということはないと思います。ご指摘のとおり、そういう解釈の余地を残しておくのもいいと思います。そうすると、形式的・画一的に明確にしてほしいという実務界の要請があるものですから、基本的には貸付けは当たらないとしているのですけれども、学説上、当たり得るではないかという議論があるのは非常にいいことだと私は思います。

こういう形でご議論いただくのは、将来の立法上の課題を考える上で重要

なことでありまして、残された課題として、最近当局も余り検討していないのではないかと思うものもあり、例えば2条2項7号で、学校債は指定したのですけれども、医療機関債が課題として残っています。これは、いろいろな考慮から当時は指定するまでに至らなかったわけでございます。宿題として残っている分野でありますので、課題がなくなったということではありません。今後の引き続きの検討課題だろうと思っております。このように、いろいろ課題は残っておりますので、ぜひご議論をいただければと思います。

藤田委員 仮に、貸付債権的なものを仮に何かを含めるような立法をするときには、政令指定するとして、積極的に含まれるのを指定してゆくやり方と、ローン債権あるいは債務証券一般を一般的に指定した上で、こういう人がやるこういうタイプのローンは外しますよというやり方で、主体あるいは業を特定するといったやり方で外すという手法と両方ありそうです。後者のほうが実効性があるかなという気もしたのですが、そうでもないでしょうか。

松尾OBS 実務の立場からしますと、包括的な定義というのは怖い規定なのです。結局何でも入ってくるわけでありまして、適切に除外をしないと、想定していなかったようなものが入ってきまして、実は規制対象になっていたという可能性があります。ですから、2条2項5号でかなり思い切った包括的定義を設けたというのを、政令でかなり除いてはおりますけれども、包括的定義自体が思い切ったものでありまして、逆にそういう観点から、デリバティブ取引については、ご批判はあるのですけれども、包括的定義規定を置いていないわけです。

ご指摘の貸付債権も、仮に包括的に入るとして上で除外をするとすると、世の中では貸付けというのは銀行の世界だけではなくて、例えば企業間信用みたいなところとか、かなり行われているように思いますので、そういう包括的な追加をするときに考えますのは、果たして入ってはいけないものを完全に抜け切れるかどうかという悩みがあります。日本では特に形式性を重んじますので、抜け切れる自信が、実務的な感覚からしますと、ポジ方式といえますか、例えばシンジケートローンのこういうものは当たりますというこ

とを2条2項7号の政令で書くというほうが実務的には対応しやすい面があります。理想的には確かに包括的に追加するというのは、やり方としてはあり得ると思いますけれども、実務的にはかなり慎重に検討する必要があるというのが実情であろうと思います。

藤田委員 貸付債権は、除外される属性は割と拾いやすいが、積極的に拾うための属性というのがなかなか観念しにくいという気がしたので、質問してみたのですね。アメリカなんかでも一般的に債務証書で拾っておいて、ショートタームノートを除くとかいった形で除いている。ただ一般的な感覚はよくわかりました。

川口委員 別な点なのですが、債券のところで、社債券の定義自体の解釈は限定的にすべきだということをお話されていました。金融商品取引法の規定と会社法の規定がリンクするとしますと、会社法の定義自体が、何でも含むような概念になっており、相当広がり得るものになっていますが、この点で、金融商品取引法上の社債券の定義を限定的に解することとのバランスはどういうふうにお考えでしょうか。

藤田委員 社債といわなければ社債じゃないという定義なので、会社として自分で選べるのだから、会社法の社債はむしろ全部拾われてもいいわけですね。会社法上の社債に当たれば、金商法上の社債券に当然になるのです。ただ、会社法上の社債から落ちているもので、拾わなきゃいけないのがわずかだがあるだろうという限りで、完全なリンクにはなっていないだけです。自分が意図もしなかったものが金商法上の社債券に当たってしまうという危険は、会社法の社債が柔軟になったとしても、自分で選べるものなので、それをあんまり心配する必要はない。少なくとも発行者のために心配している必要はないと思います。

川口委員 社債発行を仮装した場合どうなりますかね。例えば、架空の会社をもとに、社債と称してそれを売ったといった場合です。この場合は、会社法上は社債にはならないと思うのですが、金融商品取引法上はどのように考えられますか。

藤田委員 それは社債券の定義の話じゃなくて、一般に、およそ存在しない、ありもしないものを、紙にその名前を書いて配れば金商法上の有価証券に当たるかという一般的な問題です。会社が存在もしていないのに、架空の会社の名前を書いて「株券」と書いた紙を出したらどうなるかといった話と同じですね。社債券の定義が会社法にリンクするか否かの問題ではないと思います。

黒沼委員 藤田先生はどうお考えですか。アメリカ法は投資者にとっての見かけを重視しますよね。

藤田委員 今の金商法でそれをやるのは無理だろうと思います。ポリシーとしてそういう行為がけしからぬというのは確かなのですが、金商法の有価証券に当たるとして、そのサンクションで規制するというのはちょっと無理かなと思います。

川口委員 具体的には、投資者保護基金の保護対象になるかという問題になりますよね。投資者保護を優先するのかどうなのかという話になってくると思います。

藤田委員 それをいい出すと、投資者保護基金の方からなんでもかんでも補償してしまっているのかという懸念がでてくるかとも思うのですが、まあ、有価証券に含める法制があることはよくわかるのですが、基金なんかと結びつくと、かえって逆に限定すべきとなるかも知れません。

神田会長 2点感想です。1点は今のことに関係するのですが、社債ということであろうと、藤田さんがおっしゃった実質論には賛成なのですが、現行法で読むのは私はちょっとなかなか厳しいかなと思っています。金商法では、証取法時代から、社債とか株式・株券という言葉は会社法上の概念を使っていて、会社法上、株券・株式でないものや社債でないものは全部ほかに書き切るという条文の書き方をしているのです。括弧内の相互会社もそうですし、4号がそうで、3号もそうです。ですから、会社法上社債とか株式でないものについて、ここに含まれるといたら、ほかに書き出す必要はないということになります。ここはつらいところで、おっしゃる実質論には

賛成しますけれども、解釈論としてやれるのはせいぜいプラスアルファ程度の部分で、限界があると感じます。

それから、もう1つ、学問的な見地からのやや根本論なのですけれども、「集団投資スキーム」というアプローチがいいかということなのですね。日本では、集団投資スキームと呼び得るものが規制対象になっていなかったということから社会問題等が発生したので、歴史的にはこれで全くよかったと思うのですが、先ほどのように受動的な出資の人と能動的な事業者と混在していたらどうかという問題が逆に生じるわけですね。

アメリカでは集団投資スキームという概念はなくて、ハウイ事件というのは投資契約（インベストメント・コントラクト）ですね。ですから、学問的に抽象的に考えた場合は、入り口概念は、むしろインベストメント・コントラクトというアプローチのほうがよくて、集団投資スキームというアプローチは、いろいろな意味でかえって問題を難しくするのではないかと。

イギリスは、なぜ集団投資スキームというアプローチかというのと、これは仕組み規制をしているからなのですね。イギリスのこの規定は、日本のような有価証券該当性ではなくて、仕組み規制がかかる特別なコレクティブ・インベストメント・スキームという定義なのですね。

しかし、日本は、この集団投資スキームというのは仕組み規制をするための規定ではなくて、業規制という形で体系を整理しようということで入れたわけです。したがって、純粹に学問的に考えた場合には、むしろインベストメント・コントラクトという概念でアプローチしたほうが、体系というか法の本来の趣旨にはかなっているという面があるといえそうです。

藤田委員 確認させていただきますが、2点目について、アメリカは確かに投資契約の解釈としてハウイ基準があるのですが、そのハウイ基準に、集団性といいますか、共同事業という要件が入っているのですね。日本は「集団投資スキーム」と呼んでいるのですが、条文上はどこにもそんな要件は入ってなくて投資契約なのですね。だから、むしろ日本のほうが投資契約アプローチを純化して徹底しているような気もして、それはまさに神田先生が

おっしゃったとおりになっているのではないかという印象を持ったのですが。

神田会長 同じことを逆の言い方をしているかもしれないですけども、集団投資スキームで日本は議論してきたものですから、それを前面にして説明してきたように思います。でも、実質はインベストメント・コントラクトでよくて、かつそれは2人を要求する必要はぎりぎりいうとないわけです。たとえば匿名組合というのは1人でも成り立ちますので。そこを理由にして1人でもよいと解釈で頑張ろうというのが、実際のところだと認識しているのですが。

藤田委員 そういうご趣旨でしたか。

神作委員 アメリカについて教えていただきたいのですが、投資契約に当たるというときに、先ほどの黒沼先生や中村先生が指摘された問題なのですけども、事業に非常に深くコミットしている人とそうでない人がいるときに、私は、インベストメント・コントラクトとなったら1つであって、たとえ、事業に密接に関与している人と密接には関与していない人とが并存しているとしても、いずれも当該契約に基づく権利は証券なのではないかと誤解しておったのかもしれませんが、アメリカのハウイ基準のもとではそうではなくて、個別に見ていく、つまりインベストメント・コントラクトというのは投資家ごとに1本1本というイメージなのか。私は、集団投資スキームといいますか、共同性というか仕組みとして考えて、それに当たるとなれば、だれが持っているように、セキュリティには当たると考えていたのですが、そのところを少し教えていただければと思います。

藤田委員 まず、インベストメント・コントラクトを全部ばらして、1本1本、1対1の関係に還元することはしていないと思います。ただ、その上でセキュリティに当たるか否かを個別ベースで判断しているかどうか、適切な判例はすぐに出でこないなので、少し調べてみます。

神作委員 株式については、株式保有者の属性により「セキュリティ」にあたるかどうかを判断するというアプローチは否定されております。昔はアメ

リカでも数十%の株式を譲渡するときはセキュリティに当たらない、それは事業譲渡であるという議論があったという時代もありましたが、現在では完全に否定されていると思うのですが、インベストメント・コントラクトのほうではそこは実質的に考えているのか、それとも株式と同じように考えているのかというご質問だったのですけれども。

藤田委員 あれは事業譲渡というのが外れるということとの関係で株式の持ち分について議論していたものですね。だから、インベストメント・コントラクトの解釈に直結するような論点ではないから、そこは影響を受けてないと思うのですが。能動的な人、マネジャーとそうじゃない人が持分を持っているときに、両方とも同じ形で適用しているかどうかというところかなり疑問だと思うのですが、確認させていただきます。

神田会長 結局ケース・バイ・ケースだと思うのですが、ハウイ基準では含めることはできないと思いますね。つまり、自分自身のエフォートからその結果を受け取るということになってしまいますので、藤田さんの5ページにある「solely from the efforts of the promoter or a third party」なので、自分自身がこれに含まれていると、ハウイ基準では読めない。ただ、ほかのいろいろなものがありますので、インベストメント・コントラクトもハウイだけではもちろんありませんので、ハウイ基準では含められないということだけだと思います。

松尾OBS 「集団投資スキーム」という言葉を使ってきたのですが、ご指摘のとおり、「集団投資スキーム」というのは法令用語ではありませんで、説明上の便利な概念として使っているということでもあります。

藤田委員 投資契約と呼ぶことには抵抗あるんでしょうか。

松尾OBS それはないです。特にないのですが、説明概念として日本でわかりやすいかどうかという問題はあります。「集団投資スキーム」ないし「ファンド」という用語の方がわかりやすいわけです。

前田副会長 もう少し時間がありますが、いかがでしょうか。

集団投資スキーム持分の包括定義の要件の1つに、「事業から生ずる収益

の配当」または「事業に係る財産の分配」を受けることができる権利とあります。先ほどの議論の確認なのですけれども、これは、法人自体が利益を上げてそれを構成員に分配するというところまで必ずしもいっているのではなくて、例えば公益的な目的のために資金を集め、公益的な事業をやってみたところ、資金を集め過ぎていたので、それを出資者に返還するというスキームが初めから組まれているのであれば、満たされると考えてよろしいのでしょうか。

藤田委員 儲かるか儲からないか、わからないとか、やっている事業が公益だからということで否定されることはないと思いますが、仕組み上、出したお金以上のものが返ってこないことがはっきりしているようなものであれば、それは外れる。マンションの預け金みたいなものは外れるとされています。

前田副会長 ありがとうございます。

黒沼委員 藤田先生はどうお考えですか。アメリカ法は投資者にとっての見かけを重視しますよね。

藤田委員 それは極限のやつですね。集めたお金を丸ごと非常にリスクの高い証券に投資するのは当たるのですね。その延長で考えれば、当たってもおかしくないのかもしれませんがね。

黒沼委員 個々の出資者にとっては利益が得られる可能性はあるけれども、組合なり団体にとっては利益はないという関係ですね。

藤田委員 あ、質問を取り違えました。出資者間にくじをやるのですね。難しいな。各投資家毎に見て、それは当たるんじゃないでしょうかね。

中村委員 定義からいうと、財産の分配というほうが当たるのかなと私自身は思っていて、そういう意味で、まさに黒沼先生が挙げた事例で、ビンゴゲームみたいなもので全員で分配するというものも、1人1人に自分が出資したものよりも上回るものが返ってくる可能性があるれば、当たってしまうのかなと。じゃ、なぜビンゴゲームは業規制がかからないのかというのは謎ではあるんですが、全員関与なのかどうかというのも、時間のあるときに考えたい

なと思ったんですが。(笑)

藤田委員 ただ、加入している人の間だけでの利益の移転を目的とするのをどう扱うかは、大きな問題ですね。保険というのはそういうシステムですが、それは基本的に金商法からは除外している。だから絶対に含まないということになるかどうかはよく分からないですね。本質的な問題ですね。くじだから、あんまりリアリティーなかったですけれども、よく考えると理論的にはかなり難しいポリシーに関わる問題ですね。

永井OBS もともと保険や銀行取引も全てを横断的に含めて「金融サービス法」として拡張する改正論が、議論のスタート時点ではあった経緯もございますので、将来につながる包括的なご議論を是非お願いしたいと存じます。

藤田委員 除いたことから、いま問題としているようなところの解釈が難しくなった。かといって保険を含めれば、今問題となっているのが当然に含まれるというものでもないでしょうが。

前田副会長 まだご議論があるかもしれませんが、時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。

藤田先生、どうもありがとうございました。

次回は、お手元の資料にございますように、9月22日月曜日の午後2時より、近藤光男先生から「民事責任規定・エンフォースメント」に関するテーマでご報告をいただくことになっています。

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

有価証券の範囲

2008年7月30日

藤田友敬

1. はじめに

2. 金融商品取引法における有価証券概念

(1) 有価証券概念：形式的維持と実質的な変更

－「形式的には『有価証券概念』は維持されているものの、・・・その概念内容は、『仕組み性』と『投資対象性』をメルクマールとするものに実質的に変容しているものと考えられる。これにより、平成元年頃から議論されていたものの、平成4年証券法改正では実現されなかった、いわゆる『幅広い有価証券』概念をようやく実現することができるといえる」(松尾直彦「金融商品取引法性の制定過程における主要論点と今後の課題〔Ⅱ〕」商事法務1824号24頁(2008))。

(2) 金融商品取引法の立法技術的な特徴

－1993年証券法

Article 2(1)(a)

“The term "security" means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.”

－いわゆる Howey 基準

“an investment contract for purposes of the Securities Act means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect

profits solely from the efforts of the promoter or a third party, it being immaterial whether the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interests in the physical assets employed in the enterprise.” (SEC v. W. J. Howey Company, 328 U.S. 293 (1946))

-Reves v. Ernst & Young, 494 U.S. 56 (1990)

-United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837(1975)

2000年金融サービス市場法

Regulated activities

22.—(1) An activity is a regulated activity for the purposes of this Act if it is an activity of a specified kind which is carried on by way of business and ---

(a) relates to an investment of a specified kind; or

(b) in the case of an activity of a kind which is also specified for the purposes of this paragraph, is carried on in relation to property of any kind.

(2) Schedule 2 makes provision supplementing this section.

(3) Nothing in Schedule 2 limits the powers conferred by subsection (1).

(4) “Investment” includes any asset, right or interest.

(5) “Specified” means specified in an order made by the Treasury.

-The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (SI 2001/544) その後の改正 (i) S.I. 2001/3544, (ii) S.I. 2002/682, (iii) S.I. 2002/1310, (iv) S.I. 2002/1776, (v) S.I. 2002/1777, (vi) S.I. 2003/1475, (vii) S.I. 2003/1476)

3. 社債券 (2条1項5号)

— 「わが国の会社が外国法に準拠して発行する債券（会社法ではなく外国法の規定により割当てや償還が行われるという意味であり、社債契約の準拠法が外国法であるということではない）は、社債の定義には該当しない」（相澤哲＝葉玉匡美「社債」『立案担当者による新・会社法の解説』別冊商事法 295号 170頁（2006））

4. 信託の受益権 (2条2項1号)

(1) 問題の所在

(2) 具体例：担保のための信託

－「シンジケートローンの担保について、銀行が直接担保権者となるのではなく、担保権の信託を用いる場合、その信託の受益権がローンと不可分一体であることが信託行為などにより確保されていれば、その受益権の取扱いは第二種金融商品取引業に該当しないものと解される。」金融庁「金融商品取引法の疑問に答えます」(平成 20 年 2 月 21 日)

－(上記質疑応答集の解釈に対して)「当該解釈は、法令の文言に形式的に該当するが、実質的に規制の筆旺盛がないこと等を理由として、規制対象にならないと解釈する『縮小的実質解釈』である。実務上の要請があるからといって、恣意的な『縮小的実質解釈』が行われてはならず、慎重に検討される必要があるものと考えられる。

このような観点からすると、『信託受益権とローンの不可分一体性』が厳格に確保される必要があり、例えば、シンジケートローンの債権者とセキュリティトラストの受益者が必ず一致することが単に信託行為の定めにおいて形式的に確保されるのみならず、実質的にも確保される必要があるものと考えられる」(松尾直彦「金融商品取引法の解釈について」金融法務事情 1831 号(平成 20 年)23 頁)

(3) その他の例

- －知的財産管理信託の受益権
- －扶養目的の信託の受益権

5. 合名会社もしくは合資会社の社員権 (2 条 2 項 3 号)

－「合名・合資会社の社員権は、2 条 2 項 3 号により政令で指定されない限り有価証券に該当しないが、政令指定がない場合に 5 号を適用できるか。5 号によると、2 条 2 項の規定により有価証券とみなされる権利は除かれるが、政令指定がないと『有価証券とみなされない』ため、なお 5 号を適用する余地はある。明確性を確保するために政令指定条項を設けた趣旨を重視すると、政令指定が可能なのに指定されていない権利に包括条項を適用する余地はないようにも思われる。しかし、他方で、個別列挙や政令指定では対処できない事態に対応し投資者保護を図るという包括条項の趣旨を重視すると、5 号を適用する余地を残しておくべきだとも考えられる。

この点につき政令では、5 号二の政令で定める権利に、各種法人に対する出資を指定することにより、5 号の適用が除外されるようにしている(施行令 1 条の 3 の 3)。(黒沼悦郎「金融商品の種類」河本一郎＝龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』(2007 年) 16 頁)

6. 集団投資スキーム (2条2項5号)

(1) 総説

—ハウイ基準 (2(2)参照)

—2000年金融サービス市場法

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.

—The Financial Services and Markets Act 2000 (Collective Investment Schemes) Order 2001(SI 2001/1062)

(2) 金銭等の出資

—International Brotherhood of Teamsters v. Daniel, 439 U.S. 551 (1979)

(3) 出資対象事業と共同性

—ハウイ基準 “a person invests his money in a common enterprise”

—金融サービス市場法 “the contributions of the participants and the profits or income out of which payments are to be made to them are *pooled*” (235 条 3 項(a)号)

—「黒沼 ファンドの持分の定義規定をみますと、出資が合同運用されることは要件になっていません。そうすると、いわゆる投資契約、たとえばAが金銭を出資しBがそれを運用し、成果をAとBで分け合うといった契約から生ずる権利も、有価証券と考えてよいかという問題が生ずるように思います。AとBの間に組合契約が成立していると考えれば、有価証券にあたると思うのですが、異論があるかもしれません。

神田 これは一般にはどう考えたらよいのでしょうか。法形式のほうをいえば、Aさんからお金を受け取ってBさんが運用しますというのは、たとえばそれで商法の匿名組合契約は成り立ちますね。そうであれば、入ってきますね。

黒沼 実際に適用できる条文は限られたものになると思うのですが、たとえば157条などはすべてに適用されますから、適用しようと思えばできますね。

神田 新法では含まれているようによめますけれども、どうなのでしょう。

松尾 一般論で申し上げますと、そのような場合も含まれることになります。」(神田秀樹ほか「座談会 新しい投資サービス法制——金融商品取引法の成立」商事法務 1774 号 6 頁 (2006))

(4) 投資家の受動性

—ハウイ基準 “solely from the efforts of the promoter or a third party”

—金融サービス市場法 “the arrangement must be such that the persons who are to participate(“participants”) do not have day-to-day control over the management of the property” (235 条 2 項)

—金商法「出資者の全員が出資対象事業に関与する場合」ではないこと

(5) 出資対象事業から生じる収益の配当または出資対象事業に係る財産の分

—「通常の貸付や特定の財産やサービスに対する対価の支払いなどのように「出資」または「抛出」としての性質が認められない行為によって金銭の支払いが為される場合には、集団投資スキーム持分には該当しない」(花水康「集団投資スキームの規制」松尾直彦編著『金融商品取引法・関係政府令の解説』(商事法務, 2008) 65 頁)

— 「預金やその他の貸付債権は集団投資スキーム持分に当たるか。立法担当者の解説によると、貸付けは「出資」に当たらないので5号の有価証券に該当しないという。もし、預金が集団投資スキームに当たるならば、保険契約と同様に適用除外としておかなければならなかったので、法は預金が集団投資スキームに該当しないことを前提にできていると思われる。もっとも、「出資」や「拠出」の定義規定はないのでこの点は解釈の余地がある。もし、貸金を事業に充てて、その事業から生じる収益の分配を受けるという合意が貸付けとともにされている場合には、集団投資スキームに該当すると考えられよう。」(黒沼悦郎「金融商品の種類」河本一郎＝龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』(2007年)16頁)

—SEC v. Edwards, 540 U.S. 389 (2004)

—The Financial Services and Markets Act 2000 (Collective Investment Schemes) Order 2001(SI 2001/1062)

Debt issues

5. - (1) Arrangements do not amount to a collective investment scheme if they are arrangements under which the rights or interests of participants are, except as provided in sub-paragraph (2), represented by investments of one, and only one, of the following descriptions:

(a) investments of the kind specified by article 77 of the Regulated Activities Order (instruments creating or acknowledging indebtedness) which are -

(i) issued by a single body corporate other than an open-ended investment company; or

(ii) issued by a single issuer who is not a body corporate and which are guaranteed by the government of the United Kingdom, the Scottish Administration, the Executive Committee of the Northern Ireland Assembly, the National Assembly for Wales or the government of any country or territory outside the United Kingdom;

and which are not convertible into or exchangeable for investments of any other description;

(b) investments falling within sub-paragraph (a)(i) or (ii) ("the former investments") which are convertible into or exchangeable for investments of the kind specified by article 76 of the Regulated Activities Order ("the latter investments") provided that the latter investments are issued by the same person who issued the former investments or are issued by a single other issuer;

(c) investments of the kind specified by article 78 of the Regulated Activities Order (government and public securities) which are issued by a single issuer; or

—The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001(SI 2001/544)

Instruments creating or acknowledging indebtedness

77.—(1) Subject to paragraph (2), such of the following as do not fall within article 78 -

- (a) debentures;
- (b) debenture stock;
- (c) loan stock;
- (d) bonds;
- (e) certificates of deposit;
- (f) any other instrument creating or acknowledging indebtedness.

(2) If and to the extent that they would otherwise fall within paragraph (1), there are excluded from that paragraph -

- (a) an instrument acknowledging or creating indebtedness for, or for money borrowed to defray, the consideration payable under a contract for the supply of goods or services;
- (b) a cheque or other bill of exchange, a banker's draft or a letter of credit (but not a bill of exchange accepted by a banker);
- (c) a banknote, a statement showing a balance on a current, deposit or savings account, a lease or other disposition of property, or a heritable security; and
- (d) a contract of insurance.

(3) An instrument excluded from paragraph (1) of article 78 by paragraph (2)(b) of that article is not thereby to be taken to fall within paragraph (1) of this article.

(6) 法人に対する出資・抛出に係る権利の除外

—「法令において行政機関による監督規定が整備されている法人は、重畳的に金商法の規制対象とする必要はないこと等から、当該法人に対する出資・抛出に係る権利は、集団投資スキーム持分から除外している」「たとえば、財団法人・社団法人であれば民法に、宗教法人であれば宗教法人法に、学校法人であれば私立学校法に、当該法人に関する監督規定が整備されていること等から、すべて除外対象となる」「ただし、例外として有限責任中間法人については、その根拠法である中間法人法に行政機関による監督規定が整備されていないこと等から、その出資・抛出に係る権利は除外の対象とされていない」(松下美帆＝酒井敦史＝館大輔「金融商品取引法の対象商品・取引」松尾直彦編著『金融商品取引法・関係政府令の解説』(商事法務, 2008) 140-141 頁)

7. むすび

- 資料 1. 金融商品取引法・金融商品取引法施行令・金融商品取引法第二条に
規定する定義に関する内閣府令関連条文
- 資料 2. 金融審議会金融分科会第一部会報告
「投資サービス法（仮称）に向けて」（平成 17 年 12 月 22 日）
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/
dail/f-20051222_dlsir/00.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20051222_dlsir/00.html)
- 資料 3. アメリカ 1933 年証券法の security の定義（抜粋）
- 資料 4. SEC v. W. J. Howey Company, 328 U.S. 293 (1946)
- 資料 5. Reves v. Ernst & Young, 494 U.S. 56 (1990)
- 資料 6. United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837(1975)
- 資料 7. EU 金融商品市場指令 (M i F I D) の金融商品の定義（抜粋）
- 資料 8. イギリス 2000 年金融サービス市場法（抜粋）
- 資料 9. The Financial Services and Markets Act 2000
(Regulated Activities) Order 2001 統合版 Part III
http://www.hm-treasury.gov.uk/media/3/8/consol_rao.pdf
- 資料 10. The Financial Services and Markets Act 2000
(Collective Investment Schemes) Order 2001 (SI 2001/1062)
<http://www.opsi.gov.uk/si/si2001/20011062.htm>
- 資料 11. 竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」『河本一郎先生還暦記念
証券取引法大系』（商事法務研究会，昭和 61 年）21 頁
- 資料 12. 黒沼悦郎「金融商品取引法の適用範囲と開示制度」
金融法研究 23 号 78 頁（2007）

- 資料 13. 小島宗一郎＝松本圭介＝中西健太郎＝酒井敦史「金融商品取引法の目的・定義規定」『金融商品取引法・関係政府令の解説』
(別冊商事法務 318 号) 16 頁 (2008 年)
- 資料 14. 谷口義幸＝野村昭文「企業内容等開示制度の整備」『金融商品取引法関係政府令の解説』(別冊商事法務 318 号) 24 頁 (2008 年)
- 資料 15. 花水康「集団投資スキームの規制」『金融商品取引法・関係政府令の解説』(別冊商事法務 318 号) 63 頁 (2008 年)
- 資料 16. 松尾直彦＝松本圭介「金融商品取引法制の政令・内閣府令等の概要」『金融商品取引法・関係政府令の解説』(別冊商事法務 318 号)
121 頁 (2008 年)
- 資料 17. 松下美帆＝酒井敦史＝館大輔「金融商品取引法の対象商品・取引」『金融商品取引法・関係政府令の解説』(別冊商事法務 318 号)
137 頁 (2008 年)
- 資料 18. 谷口義幸＝峯岸健太郎「開示制度に係る政令・内閣府令等の概要(下)」『金融商品取引法・関係政府令の解説』(別冊商事法務 318 号)
165 頁 (2008 年)
- 資料 19. 「金融商品取引法の疑問に答えます」(金融庁, 平成 20 年 2 月 21 日)
<http://www.fsa.go.jp/policy/br/20080221.pdf>
- 資料 20. 「『金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等』に対するパブリックコメントの結果等について(コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方)」(金融庁, 平成 19 年 7 月 31 日)
<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>
(目次+1 頁～20 頁)

(注) 配布資料のうち、資料 1 を次頁以降に掲載。他の資料については掲載を省略。

資料 1

金融商品取引法・金融商品取引法施行令・金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令関連条文

第二条 この法律において「有価証券」とは、次に掲げるものをいう。

- 一 国債証券
- 二 地方債証券
- 三 特別の法律により法人の発行する債券(次号及び第十一号に掲げるものを除く。)
- 四 資産の流動化に関する法律(平成十年法律第百五号)に規定する特定社債券
- 五 社債券(相互会社の社債券を含む。以下同じ。)
- 六 特別の法律により設立された法人の発行する出資証券(次号、第八号及び第十一号に掲げるものを除く。)
- 七 協同組織金融機関の優先出資に関する法律(平成五年法律第四十四号。以下「優先出資法」という。)(に規定する優先出資証券)
- 八 資産の流動化に関する法律に規定する優先出資証券又は新優先出資引受権を表示する証券
- 九 株券又は新株予約権証券
- 十 投資信託及び投資法人に関する法律(昭和二十六年法律第百九十八号)に規定する投資信託又は外国投資信託の受益証券
- 十一 投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資証券若しくは投資法人債券又は外国投資証券
- 十二 貸付信託の受益証券
- 十三 資産の流動化に関する法律に規定する特定目的信託の受益証券
- 十四 信託法(平成十八年法律第百八号)に規定する受益証券発行信託の受益証券
- 十五 法人が事業に必要な資金を調達するために発行する約束手形のうち、内閣府令で定めるもの

金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令

(コマージュアル・ペーパー)

第二条 第一条第十五号に規定する内閣府令で定めるものは、当該法人の委任によりその支払いを行う次に掲げる金融機関が交付した「CP」の文字が印刷された用紙を使用して発行するものとする。

- 一 銀行
- 二 信用金庫及び信用金庫連合会並びに労働金庫及び労働金庫連合会
- 三 農林中央金庫及び商工組合中央金庫

四 信用協同組合及び信用協同組合連合会並びに業として預金又は貯金の受入れをすることができる農業協同組合、農業協同組合連合会、漁業協同組合、漁業協同組合連合会、水産加工業協同組合及び水産加工業協同組合連合会

十六 抵当証券法（昭和六年法律第十五号）に規定する抵当証券

十七 外国又は外国の者の発行する証券又は証券で第一号から第九号まで又は第十二号から前号までに掲げる証券又は証券の性質を有するもの（次号に掲げるものを除く。）

十八 外国の者の発行する証券又は証券で銀行業を営む者その他の金銭の貸付けを業として行う者の貸付債権を信託する信託の受益権又はこれに類する権利を表示するものうち、内閣府令で定めるもの

金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令

（外国貸付債権信託受益証券等）

第三条 法第二条第一項第十八号に規定する内閣府令で定めるものは、外国の者の発行する証券又は証券で銀行業を営む者その他の金銭の貸付けを業として行う者の貸付債権を信託する信託の受益権又はこれに類する権利を表示するものとする。

十九 金融商品市場において金融商品市場を開設する者の定める基準及び方法に従い行う第二十一項第三号に掲げる取引に係る権利、外国金融商品市場（第八項第三号ロに規定する外国金融商品市場をいう。以下この号において同じ。）において行う取引であつて第二十一項第三号に掲げる取引と類似の取引に係る権利又は金融商品市場及び外国金融商品市場によらないで行う第二十二項第三号若しくは第四号に掲げる取引に係る権利（以下「オプション」という。）を表示する証券又は証券
二十 前各号に掲げる証券又は証券の預託を受けた者が当該証券又は証券の発行された国以外の国において発行する証券又は証券で、当該預託を受けた証券又は証券に係る権利を表示するもの

二十一 前各号に掲げるもののほか、流通性その他の事情を勘案し、公益又は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証券又は証券

金融商品取引法施行令

（有価証券となる証券又は証券）

第一条 金融商品取引法（以下「法」という。）第二条第一項第二十一号に規定する政令で定める証券又は証券は、次に掲げるものとする。

一 譲渡性預金（払戻しについて期限の定めがある預金で、指名債権でないものをいう。）の預金証券のうち、外国法人が発行するもの

二 学校法人等（私立学校法（昭和二十四年法律第二百七十号）第三条に規定する学校法人又は同法第六十四条第四項に規定する法人をいう。以下同じ。）が行う割当てにより発生する当該学校法人等を債務者とする金銭債権（指名債権でないものに限る。）を表示する証券又は証券であつて、当該学校法人等の名称その他の内閣府令で定める事項を表示するもの

<p>金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令 (学校債券に表示する事項)</p> <p>第四条 令第一条第二号に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。</p> <ol style="list-style-type: none"> 一 令第一条第二号に掲げる証券又は証書(以下「学校債券」という。)を発行する学校法人等(同号に規定する学校法人等をいう。以下同じ。)の名称 二 当該学校債券に係る金銭債権の金額 三 当該学校債券に係る金銭債権の償還の方法及び期限 四 当該学校債券に係る金銭債権の利息並びにその支払の方法及び期限 	<p>2 前項第一号から第十五号までに掲げる有価証券、同項第十七号に掲げる有価証券(同項第十六号に掲げる有価証券の性質を有するものを除く。)及び同項第十八号に掲げる有価証券に表示されるべき権利並びに同項第十六号に掲げる有価証券、同項第十七号に掲げる有価証券(同項第十六号に掲げる有価証券の性質を有するものに限る。)及び同項第十九号から第二十一号までに掲げる有価証券であつて内閣府令で定めるものに表示されるべき権利(以下この項及び次項において「有価証券表示権利」と総称する。)は、有価証券表示権利について当該権利を表示する当該有価証券が発行されていない場合においても、当該権利を当該有価証券とみなす。]</p>	<p>次に掲げる権利は、証券又は証書に表示されるべき権利以外の権利であつても有価証券とみなして、この法律の規定を適用する。</p> <ol style="list-style-type: none"> 一 信託の受益権(前項第十号に規定する投資信託の受益証券に表示されるべきもの及び同項第十二号から第十四号までに掲げる有価証券に表示されるべきものを除く。) 二 外国の者に対する権利で前号に掲げる権利の性質を有するもの(前項第十号に規定する外国投資信託の受益証券に表示されるべきもの並びに同項第十七号及び第十八号に掲げる有価証券に表示されるべきものに該当するものを除く。) 三 合名会社若しくは合資会社の社員権(政令で定めるものに限る。)又は合同会社の社員権 <p>金融商品取引法施行令 (有価証券とみなされる合名会社又は合資会社の社員権)</p> <p>第一条の二 法第二条第二項第三号に規定する政令で定めるものは、次に掲げるものとする。</p> <ol style="list-style-type: none"> 一 その社員のすべてが次のいずれかに該当する合名会社の社員権 イ 株式会社
---	--	--

ロ 合同会社
二 その無限責任社員のすべてが次のいずれかに該当する合資会社の社員権

イ 株式会社
ロ 合同会社

四 外国法人の社員権で前号に掲げる権利の性質を有するもの

五 民法（明治二十九年法律第八十九号）第六百六十七条第一項に規定する組合契約、商法（明治三十二年法律第四十八号）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（平成十年法律第九十号）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（平成十七年法律第四十号）第三条第一項に規定する有限責任事業組合契約に基づく権利、社団法人の社員権その他の権利（外国の法令に基づくものを除く。）のうち、当該権利を有する者（以下この号において「出資者」という。）が出資又は拠出した金銭（これに類するものとして政令で定めるものを含む。）を充てて行う事業（以下この号において「出資対象事業」という。）から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利であつて、次のいずれにも該当しないもの（前項各号に掲げる有価証券に表示される権利及びこの項（この号を除く。）の規定により有価証券とみなされる権利を除く。）

金融商品取引法施行令

（金銭に類するもの）

第一条の三 法第二条第二項第五号に規定する政令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一 有価証券

二 為替手形

三 約束手形（第一号に掲げるものに該当するものを除く。）

四 法第二条第二項第一号、第二号、第五号又は第六号に掲げる権利を有する者から出資又は拠出した金銭（前三号に掲げるものを含む。）の全部を充てて取得した物品（当該権利を有する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内閣府令で定めるものに限る。）

五 前各号に掲げるものに準ずるものとして内閣府令で定めるもの

金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令

（金銭の全部を充てて取得した物品）

第五条 令第一条の三第四号に規定する内閣府令で定めるものは、競走用馬とする。

イ 出資者の全員が出資対象事業に関与する場合として政令で定める場合における当該出資者の権利

金融商品取引法施行令

(出資対象事業に関与する場合)

第一条の三の二 法第二条第二項第五号イに規定する政令で定める場合は、次の各号のいずれにも該当する場合とする。

一 出資対象事業(法第二条第二項第五号に規定する出資対象事業をいう。以下この条及び次条第四号において同じ。)に係る業務執行がすべての出資者(同項第五号に規定する出資者をいう。以下この条において同じ。)の同意を得て行われるものであること(すべての出資者の同意を要しない旨の合意がされている場合において、当該業務執行の決定についてすべての出資者が同意をするか否かの意思を表示してその執行が行われるものであることを含む。)

二 出資者のすべてが次に該当すること。

イ 出資対象事業に常時従事すること。

ロ 特に専門的な能力であつて出資対象事業の継続の上で欠くことができないものを發揮して当該出資対象事業に従事すること。

ロ 出資者がその出資又は拠出の額を超えて収益の配当又は出資対象事業に係る財産の分配を受けることがないことを内容とする当該出資者の権利(イに掲げる権利を除く。)

ハ 保険業法(平成七年法律第百五号)第二条第一項に規定する保険業を行う者が保険者となる保険契約、農業協同組合法(昭和二十二年法律第百三十二号)第十条第一項第十号に規定する事業を行う同法第五条に規定する組合と締結した共済契約、消費生活協同組合法(昭和二十三年法律第百号)第十条第二項に規定する共済事業を行う同法第四条に規定する組合と締結した共済契約、水産業協同組合法(昭和二十三年法律第百四十二号)第十一条第一号、第九十三条第一項第六号の二若しくは第百条の二第一項に規定する事業を行う同法第二条に規定する組合と締結した共済契約、中小企業等協同組合法(昭和二十四年法律第百八十一号)第九条の二第七項に規定する共済事業を行う同法第三条に規定する組合と締結した共済契約又は不動産特定共同事業法(平成六年法律第七十七号)第二条第三項に規定する不動産特定共同事業契約に基づく権利(イ及びロに掲げる権利を除く。)

ニ イからハまでに掲げるもののほか、当該権利を有価証券とみなさなくとも公益又は出資者の保護のため支障を生ずることがないとして政令で定める権利

金融商品取引法施行令

(有価証券とみなさなくとも公益等のため支障を生ずることがない認められる権利)

第一条の三の三 法第二条第二項第五号ニに規定する政令で定める権利は、次に掲げるものとする。

一 保険業法(平成七年法律第百五号)第二条第一項各号に掲げる事業に係る契約に基づく権利

二 本邦の法令に基づいて設立された法人(有限責任中間法人を除く。)に対する出資又は拠出に係る権利(法第二条第一項第六号から第九号まで及び第十一号に掲げる有価証券に表示される権利並びに同条第二項の規定により有価証券とみなされる同項第三号に掲げる権利を除く。)

三	分収林特別措置法（昭和三十三年法律第五十七号）第二条第三項に規定する分収林契約に基づく権利
四	次に掲げる者のみを当事者とする組合契約等（民法（明治二十九年法律第八十九号）第六百六十七條第一項に規定する組合契約その他の継続的な契約をいう。）に基づく権利であつて、当該権利に係る出資対象事業が専ら次に掲げる者の業務を行う事業であるもの イ 公認会計士 ロ 弁護士（外国法事務弁護士を含む。） ハ 司法書士 ニ 土地家屋調査士 ホ 行政書士 ヘ 税理士 ト 不動産鑑定士 チ 社会保険労務士 リ 弁理士
五	株券の発行者である会社の役員、従業員その他の内閣府令で定める者（以下この号において「役員等」という。）が当該会社の他の役員等と共同して当該会社の株券の買付けを、一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行うことを約する契約のうち、内閣府令で定める要件に該当するものに基づく権利
	金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令 (持株会)
	第六条 令第一条の三の三第五号に規定する内閣府令で定める者は、会社又はその被支配会社等の役員（相談役、顧問その他いかなる名称を有する者であるかを問わず、当該会社又はその被支配会社等に対し役員と同等以上の支配力を有するものと認められる者を含む。）又は従業員とする。
	2 令第一条の三の三第五号に規定する内閣府令で定める要件は、各役員等（同号に規定する役員等をいう。）の一回当たりの拠出金額が百万円に満たないこととする。
	3 第一項の「被支配会社等」とは、次の各号のいずれかに該当する会社をいう。 一 会社が他の会社の総株主等の議決権（法第二十九条の四第二項に規定する総株主等の議決権をいう。次号及び次条第二項第一号において同じ。）の百分の五十を超える議決権を保有する場合における当該他の会社（次号において「被支配会社」という。） 二 被支配会社が他の会社の総株主等の議決権の百分の五十を超える議決権を保有する場合における当該他の会社
六	前各号に掲げるものに準ずるものとして内閣府令で定めるもの

金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令

(出資対象事業に係る収益の配当等を受領する権利から除かれるもの)

第七条 令 第一条の三の三第六号 に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。

- 一 株券の発行者である会社の関係会社の従業員が当該関係会社の他の従業員と共同して当該会社の株券の買付けを、一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行うことを約する契約(各従業員の一回当たりの拠出金額が百万円に満たないものに限る。)に基づく権利
- 二 株券の発行者である会社の取引関係者(当該会社の指定する当該会社と取引関係にある者をいう。以下この号において同じ。)が当該会社の他の取引関係者と共同して当該会社の株券の買付け(金融商品取引業者に媒介、取次ぎ又は代理の申込みをして行うものに限る。)を、一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行うことを約する契約(各取引関係者の一回当たりの拠出金額が百万円に満たないものに限る。)に基づく権利
- 2 前項第一号の「関係会社」とは、次の各号のいずれかに該当する会社をいう。
 - 一 会社が他の会社の総株主等の議決権の百分の二十五以上の議決権を保有する場合における当該他の会社
 - 二 会社に対する前事業年度における他の会社の売上高が当該他の会社の売上高の総額の百分の五十以上である場合における当該他の会社
 - 三 会社からの前事業年度における他の会社の売上高が当該他の会社の仕入高の総額の百分の五十以上である場合における当該他の会社

65

六 外国の法令に基づく権利であつて、前号に掲げる権利に類するもの

七 前各号に掲げるもののほか、前項に規定する有価証券及び前各号に掲げる権利と同様の経済的性質を有することその他の事情を勘案し、有価証券とみなすことにより公益又は投資者の保護を確保することが必要かつ適当と認められるものとして政令で定める権利

金融商品取引法施行令

(有価証券とみなす権利)

第一条の三の四 法第二条第二項第七号 に規定する政令で定める権利は、学校法人等に対する貸付け(次の各号に掲げる要件のすべてに該当するものに限る。)に係る債権とする。

- 一 当該貸付けに係る利率、弁済期その他の内閣府令で定める事項が同一で、複数の者が行うもの(当該貸付けが無利息であるものを除く。)であること。
- 二 当該貸付けの全部又は一部が次のいずれかに該当すること。
 - イ 当該貸付けを受ける学校法人等の設置する学校(私立学校法第二条第一項 に規定する学校をい、同条第二項 に規定する専修学校及び各種学校を含む。)に在学する者その他利害関係者として内閣府令で定める者(ロにおいて「利害関係者」という。)以外の者が行う貸付けであること。
 - ロ 当該貸付けに係る債権の利害関係者以外の者に対する譲渡が禁止されていないこと。

7

金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令

(学校法人等に対する貸付けに係る債権)

第八条 令第一条の三の四第一号 に規定する内閣府令で定める事項は、利率及び弁済期とする。

2 令第一条の三の四第二号 イに規定する内閣府令で定める者は、次に掲げる者とする。

一 学校法人等の設置する学校(令第一条の三の四第二号 イに規定する学校法人等の設置する学校をいう。次号において同じ。)に在学する者の父母その他これらに準ずる者で授業料その他在学に必要な費用を負担する者

二 学校法人等の設置する学校を卒業した者

三 学校法人等の役員(私立学校法(昭和二十四年法律第二百七十号)第三十五条第一項 に規定する役員をいう。)、評議員(同法 に規定する評議員をいう。)及び職員(同法第三十八条第五項 に規定する職員をいう。)

適用除外有価証券

(適用除外有価証券)

第三条 この章の規定は、次に掲げる有価証券については、適用しない。

一 第二条第一項第一号及び第二号に掲げる有価証券

二 第二条第一項第三号、第六号及び第十二号に掲げる有価証券(企業内容等の開示を行わせることが公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして政令で定めるものを除く。)

三 第二条第二項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利(次に掲げるもの(第二十四条第一項において「有価証券投資事業権利等」という。))を除く。)

イ 第二条第二項第五号に掲げる権利のうち、当該権利に係る出資対象事業(同号に規定する出資対象事業をいう。)が主として有価証券に対する投資を行う事業であるものとして政令で定めるもの

ロ 第二条第二項第一号から第四号まで、第六号又は第七号に掲げる権利のうち、イに掲げる権利に類する権利として政令で定めるもの

ハ その他政令で定めるもの

四 政府が元本の償還及び利息の支払について保証している社債券

五 前各号に掲げる有価証券以外の有価証券で政令で定めるもの

金融商品取引法施行令

(法第二章の規定を適用する有価証券)

第二条の八 法第三条第二号 に規定する政令で定めるものは、医療法(昭和二十三年法律第二百五号)に規定する社会医療法人債券とする。

(法第二章の規定を適用する有価証券投資事業権利等に係る出資対象事業の範囲)

第二条の九 法第三条第三号イに規定する政令で定めるものは、法第二条第二項第五号に掲げる権利を有する者が出資又は拠出した金銭その他の財産の価額の合計額の百分の五十を超える額を充てて有価証券に対する投資を行う出資対象事業(同号に規定する出資対象事業をいい、次に掲げるものを除く。)に係る権利とする。

一 商品投資に係る事業の規制に関する法律第二条第六項に規定する商品投資受益権(同項第一号に掲げる権利に係るものに限る。)を有する者から出資又は拠出した金銭その他の財産の全部を充てて行う一の法人(以下この号において「特定法人」という。)への出資(以下この条において「特定出資」という。)であつて、次に掲げる要件のすべてに該当するもの

イ 当該特定法人が特定出資に係る金銭その他の財産の価額の合計額の百分の五十を超える額を充てて有価証券に対する投資を行うものでないこと。

ロ 法令又は当該特定法人の定款、寄附行為その他これらに準ずるものにより当該特定法人が二以上の者から出資を受けることにつき禁止がされていること。

二 第一条の三第四号に掲げる物品のうち内閣府令で定めるもののみを充てて行う出資(以下この号において「特定現物出資」という。)であつて、次に掲げる要件のすべてに該当するもの

イ 法令、当該特定現物出資を受ける者の定款、寄附行為その他これらに準ずるもの又は当該特定現物出資に係る契約により当該特定現物出資を受ける者が二以上の者から出資を受けることにつき禁止がされていること。

ロ 当該特定現物出資に係る契約により当該特定現物出資を受ける者が当該特定現物出資に係る物品をもつて有価証券を取得しない旨が定められていること。

2 前項第一号に規定する特定法人が特定出資に係る金銭その他の財産の全部又は商品投資により運用するもの以外のものの全部を充てて他の法人に出資を行う場合には、同号イ及びロの規定の適用については、当該他の法人を当該特定法人とみなす。

(法第二章の規定を適用する有価証券とみなされる権利の範囲)

第二条の十 法第三条第三号ロに規定する政令で定めるものは、次に掲げる権利とする。

一 法第二条第二項第一号に掲げる権利のうち、その信託財産に属する資産の価額の総額の百分の五十を超える額を有価証券に対する投資に充てて運用を行う信託の受益権(次に掲げるものを除く。)

イ 厚生年金保険法(昭和二十九年法律第百十五号)第百三十条の二第一項及び第二項(同法第百三十六条の三第二項(同法第百六十四条第三項において準用する場合を含む。))において準用する場合を含む。、)及び第百三十六条の三第一項第一号、第四号二及び第五号へ(同法第百六十四条第三項において準用する場合を含む。))並びに第百五十九条の二第二項及び第二項に規定する信託の受益権

ロ 国民年金法(昭和三十四年法律第百四十一号)第百二十八条第三項及び第百三十七条の十五第四項に規定する信託の受益権

ハ 国民年金基金令(平成二年政令第百四号)第百三十一条第一号、第四号二及び第五号へ並びに第二項(同令第五十一条第一項において準用する場合を含む。))に規定する信託の受益権

ニ 法人税法（昭和四十年法律第三十四号）附則第二十号第三項に規定する適格退職年金契約（信託の契約に限る。）に係る信託の受益権

ホ 確定給付企業年金法（平成十三年法律第五十号）第六十五号第三項に規定する資産管理運用契約（同条第一項第一号に掲げる信託の契約に限る。）、同法第六十六条第一項（同法第九十一条の七において準用する場合を含む。）の規定により締結する同法第六十五号第一項第一号に掲げる信託の契約及び同法第六十六条第二項（同法第九十一条の七において準用する場合を含む。）に規定する信託の契約に係る信託の受益権

ヘ 確定拠出年金法（平成十三年法律第八十八号）第八条第二項に規定する資産管理契約（同条第一項第一号に掲げる信託の契約に限る。）に係る信託の受益権

ト 年金積立金管理運用独立行政法人法（平成十六年法律第百五号）第二十一条第一項第三号に規定する信託の受益権

チ 社債等の振替に関する法律（平成十三年法律第七十五号）第五十一条第一項の規定により締結する加入者保護信託契約に係る信託の受益権

リ 法第四十三条の第二項に規定する信託の受益権

ヌ 商品投資に係る事業の規制に関する法律第二条第六項に規定する商品投資受益権に該当する信託の受益権であつて、当該信託の信託財産の全部を充てて法第二条第二項第五号に掲げる権利（当該権利に係る同号に規定する商品投資受益権が商品投資を行う事業であるもの又は一の法人（以下この号において「特定法人」という。）への出資（以下この号及び第三項において「特定出資」という。）を行う事業であつて次に掲げる要件のすべてに該当するものに限る。）又はこれに類する同条第二項第六号に掲げる権利が取得される場合における当該信託の受益権

(1) 当該特定法人が特定出資に係る金銭その他の財産の価額の合計額の百分の五十を超える額を充てて有価証券に対する投資として運用するものではないこと。

(2) 法令又は当該特定法人の定款、寄附行為その他これらに準ずるものにより当該特定法人が二以上の者から出資を受けることにつき禁止がされていること。

ニ 法第二条第二項第二号に掲げる権利のうち、前号に掲げる権利の性質を有するもの

三 法第二条第二項第三号に掲げる権利のうち、その出資総額の百分の五十を超える額を有価証券に対する投資に充てて事業を行う合名会社、合資会社又は合同会社の社員権

四 法第二条第二項第四号に掲げる権利のうち、前号に掲げる権利の性質を有するもの

五 法第二条第二項第六号に掲げる権利のうち、前条第一項に規定する権利の性質を有するもの

2 法第三条第三号ハに規定する政令で定めるものは、第一条の三の四に規定する債権とする。

3 第一項第一号ヌに規定する特定法人が特定出資に係る金銭その他の財産の全部又は商品投資により運用するもの以外のものの全部を充てて他の法人に出資を行う場合には、同号ヌ(1)及び(2)の規定の適用については、当該他の法人を当該特定法人とみなす。

(法第二章の規定が適用されない有価証券)

第二条の十一 法第三条第五号に規定する政令で定めるものは、法第二条第一項第十七号に掲げる有価証券のうち日本国の加盟する条約により設立された機関が発行する債券で、当該条約によりその本邦内における募集又は売出しにつき日本国政府の同意を要することとされているものとする。

金融商品取引法研究会メンバー

(平成 20 年 7 月 30 日現在)

顧問	森本 滋	京都大学大学院法学研究科教授
会 副 委 員	長 神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	長 前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
	員 青木 浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
	〃 太田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
	〃 川口 恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
	〃 神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	〃 黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	〃 近藤 光男	神戸大学大学院法学研究科教授
	〃 戸田 暁	京都大学大学院法学研究科准教授
	〃 中東 正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
	〃 中村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
	〃 藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	〃 山田 剛志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
	オブザーバー	松尾 直彦
〃	永井 智亮	野村証券執行役
〃	桑原 政宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永山 明彦	日興シティホールディングス法務部長
〃	浅場 達也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平田 公一	日本証券業協会常務執行役
〃	菊地 鋼二	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	小川 宏幸	日本証券業協会客員研究員・ 亜細亜大学法学部准教授
〃	柿崎 環	日本証券業協会客員研究員・ 東洋大学法科大学院准教授
〃	木村 真生子	日本証券業協会客員研究員・筑波大学ビジネス科学研究科アシスタントリサーチャー
〃	金 賢 仙	日本証券業協会客員研究員・早稲田大学 法学研究課博士課程
研 究 所	廣瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
	高橋 厚男	日本証券経済研究所理事長
	〃 若林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
	〃 関 要	日本証券経済研究所顧問
	〃 小林 和子	日本証券経済研究所主任研究員
	〃 萬澤 陽子	日本証券経済研究所研究員
	〃 安田 賢治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

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

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

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

金融商品取引法研究会研究記録 第25号

有価証券の範囲

平成20年9月15日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会
（証券取引法研究会）

発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-641-9 C3032 ¥500E