

## 論 点 3

## 集団投資スキーム（ファンド）について（2）

インターネットの普及や新たな法的「器」（「ビークル」）の導入などにより、集団投資スキーム（「ファンド」）の多様化が進んでいる。また、今後とも、信託法の改正等によるビークルの変化や多様化が想定される。このような動きを踏まえ、論点1・2における資産運用業者に関する検討と併せて、以下のような点について議論していくこととしてはどうか。

## 1. 仕組み規制のないファンド

現在、仕組み規制のないファンドについて、①規制が必要と考えられるファンドの種類（投資対象、ビークル）、②具体的な規制のあり方（ファンドの届出・監督、資産管理、運用者の資格要件、受託者責任・利益相反防止措置、運用報告等）についてどのように考えるか。

## 2. 既存のファンド法制についての再検討

- (1) 既存のファンド法においては、①販売についての監督、②運用についての監督、③ファンドの監督、④ビークルの組成などが一体として規定されているものが多いが、この構造についてどのように考えるか。
- (2) 信託法の改正に向けた検討において、集団信託のガバナンスの在り方や受益権の有価証券化などについて議論が行われているところであり、この改正に伴って、投資信託法やSPC法についてどのような見直しを行うべきか。
- (3) このほか、ファンド法制についてどのような見直しが必要か。例えば、ビークルの使い勝手やガバナンスなどについてどのように考えるか。

## 1. 仕組み規制のないファンド

現在、ファンドに関連する様々な法律が存在するが、このうち、ファンドを規制する法律としては、投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）、商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）、不動産特定共同事業法があり、投信法が有価証券を含む特定資産に投資する信託（及び投資法人）を規制しているほか、商品ファンド法が特定の商品等に投資する信託・組合を、不動産特定共同事業法が不動産に投資する組合を規制している。

（注1）投信法の特定資産としては、有価証券（有価証券デリバティブを含む。）、不動産（不動産賃借権、地上権を含む。）のほか、これらの信託受益権、金融デリバティブ、匿名組合出資持分などが含まれている。

（注2）なお、アメリカにおいては、主として証券に投資するか、そうした業務を行いかつ資産総額の40%を超える証券を所有している発行者が投資会社として規制される。また、商品先物等による運用を目的として資金を集める者が商品プール運用者として規制される。イギリスにおいては、資産の対象を特に限定せず、ファンドの運営者が管理し（又は出資がプールされ）、参加者が管理運用に日々の支配権を有しない、資産の運用による利益分配への参加を可能とする取り決めを対象として規制している。

一方、これまで審議会において議論されてきたように、インターネットの普及などを背景とした各種ファンドの登場（資料2-2）、投資事業有限責任組合・有限責任事業組合・合同会社等の新たなビークルの導入、信託業法の改正等によるビークルの性格の変化などにより、ファンドの多様化が進んでいる。

このような動きは、投資家に多様な投資商品を提供することにつながるものであり、望ましいものと言えるが、先に述べた既存の規制の枠組みが適用されないまま、一般投資家に販売されるものも多数見受けられるようになってきている。このため、以下のような観点から、現在仕組みについて規制のないファンドについて必要とされる規制の範囲と内容について、投資商品の範囲の定義との関係にも留意しつつ、検討を行う必要があるのではないかと考えている。

なお、検討にあたっては、海外における規制や国際的議論（資料2-3）や規制のコスト・ベネフィットといった観点に留意が必要ではないかと考えている。

### (1) ファンド規制の範囲について

#### ① ビークルの範囲について

規制の対象となるビークルの範囲（法人、組合、信託等）についてどのように考えるか。

例えば、証券に投資するファンドについてみると、投信法は、信託と投資

法人のみを規制しており、投資法人以外の法人や組合については現在、仕組みの届出やこれに対する監督などの規制は課されていない。一方、組合型の証券に投資を行うファンドがインターネットにおいて一般の個人を対象に募集を行い始めている現状や、今後のビークルの多様化がファンドの多様化にもつながっていくと考えられることを踏まえれば、**利用しているビークルや法的仕組みは様々であっても、できるだけ幅広く、横断的に最低限の規制を課すべきではないか。**

(注) 上記(注)のとおり、アメリカにおいては「発行者」(個人のほか、株式会社、パートナーシップ、組合、株式会社団、信託、ファンド、法人であるかどうかに係らず組織された団体、管財人等が含まれる。)、イギリスにおいては「取り決め(arrangement)」との用語が用いられており、ビークル横断的になっている。

## ② ファンドの投資対象について

現行法においては、規制の対象は、主として証券(特定資産)、主として特定の商品等、不動産に投資を行うファンドとされているが、規制の対象とすべき投資対象資産については、**できるだけ幅広く、横断的に考えるべきではないか。**

**ただし、その場合においても、例えば、コンテンツの制作に投資するファンドなど、運用者の資格要件の義務付け等になじまないもの(後述(2)③参照)については当該義務付けを適用除外とする等、必要に応じ、規制内容の柔軟化を図ることが望ましいのではないか。**

(注) 米国では、ファンドの投資対象が証券(投資会社)又は商品(商品プール)以外の場合は、投資会社法や商品先物取引所法の規制は適用されないこととなるが、そのようなファンドの持分も証券法上の「証券」として、公募等の場合の登録届出義務や証券詐欺条項(いわゆる10b5ルール等)が適用される。

英国では、ファンドの保有資産額に基づく償還可能性等、一定の要件を満たすファンドについてはFSAの認可を受けなければならない反面、一般公衆に対する勧誘も許される。一方、こうした要件を満たさないファンドは認可を受ける義務もないが、その勧誘は原則として禁止され、プロ投資家や富裕個人等に対する勧誘に限って認められている。コンテンツ制作等を行うファンドは、ファンドの保有資産額に基づく償還可能等の要件を満たさないと判断され、一般公衆への勧誘が禁止される可能性が高い(資料2—4参照)。

## ③ その他の論点

例えば投資クラブなど、少人数の知り合いから構成され、投資判断に全員の参加が確保されているものについては、適用除外とすることが考えられるが、これについてどのように考えるか。また、投資クラブであっても、メンバーを広く募集するような場合については、一定の規制が必要とも考えられるが、これについてどのように考えるか。このほか、適用除外についてどの

ように考えるか。

## (2) 具体的な規制のあり方について

現時点で仕組み規制のないファンドについての具体的な規制のあり方としては、以下のような論点があるが、これらについてどのように考えるか。また、これ以外にどのような措置が必要か。

さらに、適格機関投資家等をはじめとするプロ投資家のみを対象とするファンド等については、適用する規制を極力制限すべきとの意見がある一方、市場の透明性確保の観点からは基本的に他のファンドと同様の規制を課すべきとの考え方もあるが、どう考えるべきか。

(注) 米国では、従前、ヘッジファンドの投資顧問は 15 以上のファンドの運用を行わない限り SEC への登録が免除されてきたが、本年 2 月の SEC 規則改正により、ファンドに投資している投資者数が 15 人以上の場合は投資顧問業としての登録義務が課されることとなった。その結果、従来より幅広いヘッジファンドの投資顧問が、SEC への定期的な報告書の提出・検査の受入れを義務付けられるほか、顧客との利益相反行為、詐欺的行為、広告規制等の行為規制が課されることとなっている（資料 2—5）。

### ① ファンドの届出・監督

ファンドについて届出や登録を義務付け、当局による監督を行うことについてどのように考えるか。

(注) 日本では、投資信託・SPC・SPTは届出、投資法人は登録とされている（商品ファンド、不動産特定共同事業については事業の許可は求められているが、個々のファンドの届出義務はない。）。アメリカの投資会社は登録、イギリスの集団投資スキームは認可が義務付けられている。

### ② 資産管理

ファンドに属する運用資産の分別保管の義務付けについてどのように考えるか。信託等を義務付けるべきか。

### ③ 運用者の資格要件

近年、特に匿名組合の形態をとり、証券に投資するファンドについて、認可証券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が、例えば商品ファンド法では商品投資顧問業者による運用を義務付けており、証券同様の義務付けが必要ではないか。一方、規制の範囲によっては、運用者の義務付けになじまないものもあると考えられるが、その仕分けについてどのように考えるか。

(注) 商品ファンドについても、映画ファンドなどについては商品投資顧問業者によ

る運用の義務付けは行われていない。

#### ④ 受託者責任・利益相反防止措置等

③により設置を義務付けられる運用者が投資サービス業者である場合、受託者責任や利益相反防止措置については、まずは投資サービス業者としての規制が適用されることとなるが、さらに、ファンドであることに着眼した追加的な規制（運用制限やガバナンスのあり方など）の必要性についてどのように考えるか。また、②に基づき資産管理者が置かれる場合についてはどうか。

#### ⑤ ディスクロージャー（運用報告）

運用報告の内容についてどのように考えるべきか。例えば、投資家が出資した資産の現状とその運用状況について報告すべきこととすることが考えられるかどうか。

## 2. 既存のファンド規制法についての再検討（資料2-6）

以下のような論点についてどのように考えるか。

### (1) ファンド法制についての考え方

既存のファンド規制法においては、①販売についての監督、②運用についての監督、③ファンド自体の監督、④ビークルの組成についての規制などが一体として規制されているものが多い。

例えば、投資信託・法人法においては、投資信託・投資法人といったビークルの組成、当該ビークルをベースとしたファンドについての規制・監督のほか、運用者である投資信託委託業者の運用・直販についての規制が規定されている。信託業法においては、受託者である信託会社、商品ファンド法・不動産特定共同事業法においては、販売業者に関する規制を軸としてファンドの組成・運用・販売に関する規制が規定されている（商品ファンド法は運用規制を商品投資顧問業者への規制として規定している。）。

これらの既存のファンド規制法は、制度創設当時の社会的ニーズ等を反映して、それぞれ規制に若干の相違はあるが、基本的スキームや監督、販売・運用ルールといった制度の主要な要素は共通する部分が多い。

したがって、これらの既存のファンド規制法における各スキームの法的類型を広く投資商品とし、その運用・販売を投資サービス業として位置づけることを前提に、ファンドの規制・監督のうち、可能な部分については、投資サービス法の中で横断的に規定することが考えられるのではないか。

このように各ファンド規制法の構成を、規制の内容ごとに機能別・横断的な

ルールとして再整理することは、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の流れにも沿ったものであり、望ましいのではないか。

(注) なお、再整理についての検討にあたっては、どのような整理が可能か（例えば、どこまでがビークルの組成に関連するもので、どこからがファンドの監督に関連するものか、ビークルの組成とファンドの監督を一体として規制するほうが効率的な場合もあるのではないかなど）といった論点のほか、ビークルやファンドについての税制上の取扱いに配慮する必要があるのではないかなど。

## (2) 信託法改正に伴う法制の見直し（資料2-7）

現在、法制審議会において信託法の改正に向けた幅広い検討が進められているところであるが、これに併せて、投資信託法やSPC法についてどのような見直しを行っていくべきか。例えば、受益者が複数の信託の意思決定方法について多数決を導入することやガバナンスについての仕組みが整備された場合、その投資信託への適用についてどのように考えるべきか。

## (3) その他の論点

このほか、ファンド法制についてどのような見直しを行っていくべきか。例えば、現行のビークルの使い勝手やガバナンスなどについてどのように考えるか。例えば、「会社法案」で提案されている持分会社制度について、投資ビークルとして活用することについてどのように考えるか。

また、今後、ファンドが市場において果たす役割や求められる透明性についてどのように考えるか。例えば、ファンドの保有する株式の割合が一定以上となる場合等については、大量保有報告書の提出義務（証取法第27条の23）や主要株主の売買報告義務（同法第163条）の適用について、法人格の有無といった法的形態にかかわらず、ファンド全体を一株主ととらえられるような仕組みとすることが適切ではないか。