

## 論 点 3

## 集団投資スキーム（ファンド）について

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。市場の透明性・公正性を確保し、投資家保護を図るため、以下のような措置を講じるべきである。

## 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、幅広くファンドの届出・登録を義務付けるとともに、ファンドの内容に応じた資産管理、運用者の資格要件、受託者責任・利益相反防止措置、運用報告等に関する規定を整備すべきである。

## 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、投資サービス法において販売・資産運用行為を横断的に規制し、ファンドについても横断的な最低限の監督を行うことから、これらのファンド法についてもこれに対応したルールの再整理を行うべきである。
- (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おり、この改正に伴う所要の改正を行うとともに、ガバナンスの整備を前提に投資信託の統合などを認めることが望ましい。
- (3) 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。

## 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1-3）、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。昨年<sup>1</sup>の証券取引法改正において一部のファンドについて販売規制を適用することとした後も、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するとともに、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。

### (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

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ことが適当である。

(注) 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関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、横断的なものとするのが適当である。

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。

## 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望ましいが、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ファンドとみなすべき場合があることに留意が必要である。

## (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、以下のような措置を講ずるべきである。なお、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。

(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。

## 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、当局による必要最小限の監督を行うことが適当である。また、海外において組成されたファンドについても同様の扱いとすべきである。

(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について、資産の内容に応じて分別保管の義務付けを行うことが適当である。

## 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、ファンドが投資商品を含む資産の運用を行う場合についても同様の義務付けを行うことが適当である。

(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

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、最低限の受託者責任や利益相反防止措置について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付けることが適当である。

## 2. 既存のファンド規制法についての再検討(資料3-2)

### (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**適当である**。

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**であると考えられる**。

(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**べきである**。

## (2) 信託法改正に伴う法制の見直し

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り、例えば、受益者が複数の信託についてのガバナンスについての仕組みが検討されている。この改正に伴う**所要の改正を行うとともに、ガバナンスに関する規定の整備を前提に投資信託の統合などを認めることが望ましい**。

## (3) その他の論点

「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など、ビークルの使い勝手について**引き続き検討すべきである**。

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**鑑み**、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、**ファンド全体についても一株主ととらえられるような仕組みとすることについて引き続き検討すべきである**。