

日米欧における有価証券・投資サービスの定義と規制
- パートナーシップ、集団投資スキームを中心として -

神戸大学 黒沼 悦郎

1 日本

(1) 有価証券の定義

権利について証券・証書が発行されるべきもの(2条1項) 限定列举+政令指定

みなし有価証券(2条2項) 限定列举+政令指定

ex.) 株券 = 有価証券

有限会社・合名会社・合資会社の持分・匿名組合への出資

民法上の組合の持分・投資事業有限責任組合等の特別法上の組合の持分

有価証券

証券取引法の有価証券の定義は「閉じている」

cf.) 平成3年の証券取引審議会報告書:「幅広い有価証券」概念の導入を提唱

平成4年改正:個別列举規定の整備

個別立法の整備:特定債権規制法、不動産特定共同事業法

資産流動化法:特定目的会社・特定目的信託を利用する限り投資先の資産を限定せず

特定目的会社の証券・信託の受益証券を証取法の「有価証券」に

証取法による保護

投資信託・法人法:対象を有価証券から不動産その他の資産に拡大

スキームの媒体は投資信託と投資法人に限定

匿名組合・組合・投資事業有限責任組合を利用した集団投資スキーム

は適用対象外

cf.) 新しい金融の流れに関する懇談会(1998)の「論点整理」

投資対象や投資ビークルの形態にかかわらず、横断的に適用されるべきルールについて検討していく必要・幅広い集団投資スキームをカバーできる包括的な「金融商品」の定義のあり方について考える必要を指摘

(2) 開示規制・営業規制・不公正取引規制

証取法上の有価証券

・証券や発行者について開示規制が適用

・証券の売買や媒介をすることは証券業として規制

・取引について証取法上の不公正取引規制が適用
有価証券概念を介した三つの規制の同時発動 有価証券の定義を困難に

cf.) 平成4年証取法改正：金融機関による証券業務（65条2項）

法律に規定を置けば、ある証券を有価証券としつつ、金融機関以外の者にその取り扱いを認めることもできるのでは？

2 米国

(1) 有価証券の定義

・1933年証券法2条 証券 (securities) の定義

株式、担保付社債、無担保社債、・・・投資契約 (investment contract) ・・・一般に証券として知られている権利または商品 (instrument)

(1934年取引所法3条による証券の定義もほぼ同じ)

・判例上の投資契約 (Howey 基準)

資金の出資、 共同事業、 収益の期待、 他者の努力

リミテッド・パートナーシップの持分：投資契約に該当するとする裁判例が多い

不動産に対する投資契約：Howey 基準を満たせば証券

cf.) 預金証書：連邦法により預金者が十分保護されているから証券に該当しない(判例)

・投資信託の受益証券・投資会社の持分

証券法・取引所法の証券 証券法下の登録、取引所法下の登録・強制開示制度

1940年投資会社法 投資会社の登録(8条) 開示・報告要件

「投資会社」：主として証券に対する投資・再投資・取引の業務を行っており、もしくはその業務に従事しているとされ、またはそれに従事しようとしている発行者。契約型、信託型、会社型の別を問わない。

パートナーシップを用いた集団投資も投資会社の概念に当てはまる。

投資対象：「証券」(証券法・取引所法の証券の定義とほぼ一致)

・一定の条件を満たす資産担保証券 (Asset-Backed Securities) の発行者は投資会社の定義から除外

(2) 開示規制・営業規制・不公正取引規制

(開示規制)

証券 公募：証券法による発行開示規制
小規模事業投資会社 (SBICs) の発行する証券は適用除外
ただし、投資会社法上の規制を受ける。
公募 or 上場：取引所法による継続開示規制
投資信託 投資会社法上の開示規制

規制の重複 調整が行なわれている。

(営業規制)

ブローカー・ディーラーの登録規制 (exc.) 開示適用除外証券を扱う業者
取引所・証券業協会による自主規制

内容：投資勧誘の規制、財務規制
SEC 規則 10 b - 5 が重要な役割

投資信託：投資会社法上の販売規制 (手数料規制等)
投資会社と利害関係人の取引規制 (投資顧問の報酬規制)
1940 年投資顧問法による投資顧問業者の規制

(不公正取引規制)

「証券」の取引 規則 10 b - 5 (一般的詐欺禁止規定)
投資勧誘、相場操縦、インサイダー取引にも適用

3 E U

(1) 投資サービスの定義

・ 1993 年投資サービス指令 (investment services directive)

投資サービスを提供する企業が加盟国のいずれかで認可を受け、当該国 (ホーム・カントリー) の監督に服している場合に、他の加盟国 (ホスト・カントリー) において投資サービス業務を営むことができる (ヨーロッパ・パスポート) 。

・ 投資サービス：特定の商品について行なう、 売買注文の受付・伝達・執行、 自己勘定での売買 (ディーイング) 、 個別のポートフォリオ管理、および 引受業務

特定の商品 (instruments): 譲渡可能証券 (transferable securities) 集団投資計画 (collective investment undertakings) のユニット、 マネー・マーケット商品、 金融先物契約、 金利先渡契約 (FRAs)、 金利・通貨・エクイティのオプション、 上記商品のオプション

・ 1985 年 UCITS 指令 (集団投資計画指令)

UCITS の定義: 公衆から集めた資金を、リスク分散の原則に基づいて、譲渡可能証券
その他流動性の高い金融資産 (liquid financial assets) へ集団的に投資するもので、そのユニットが、保有者の請求により、集団投資計画の資産から直接または間接的に払い戻されるもの。当該計画が契約に基づくか、信託法に基づくか、制定法上の投資会社形態をとるかを問わない (1 条)。

パートナーシップを利用した集団投資計画も UCITS に該当する。

(2) 開示規制・営業規制・不公正取引規制

(開示規制)

証券の上場と公募の際の開示

上場目論見書指令・目論見書指令 欧州単一目論見書指令 (案)

UCITS のユニットは目論見書指令の適用除外

UCITS 指令: 目論見書の開示項目と定期的報告の内容を定める。

(営業規制)

投資サービス業者一般に関するもの 投資サービス指令、適正資本金指令

投資サービス指令 (financial services directive)

・ 行為原則 (11 条)

・ 行為規制 (rules of conduct) は加盟国に

投資サービス指令の改正案

UCITS 指令: UCITS は認可の対象。運用会社・保管会社の義務について詳しい規定。

(不公正取引規制)

インサイダー取引規制指令 市場濫用規制指令案 (market abuse directive)

(相場操縦規制を含む)

4 英国

(1) 投資サービスの定義

2000年金融サービス市場法

- ・ある者が規制業務を営むためには、同法の Part4 の1つ又は複数の許可を受けることによって認可業者とならなければならない(19条、31条)。
- ・規制業務：投資物件 (investment) の取引、投資物件の取引のアレンジ、投資物件の管理、投資助言、集団投資スキームの設立・運営・解散等(付属規定2)
- ・投資物件：証券、社債、債務証券、預金、保険契約、集団投資スキームのユニット、オプション、先物取引等

パートナーシップの持分は投資物件としての証券の定義には該当しない。

「集団投資スキームのユニット」：オープン・エンド型投資会社の株式又は証券、および集団投資スキームに参加する権利

- ・集団投資スキーム：何らかの種類 of 財産に関する取決めであって、その目的又は効果は、参加者が、対象となる財産の取得・運用・処分から生じる利益に参加できるようにすることであり、参加者が財産の管理について日常的なコントロールを有さず、(a)参加者の出資金及び参加者へ支払いがなされる利益がプールされる、(b)財産は全体としてスキームの運営者により管理されている、のいずれか又は双方の特徴を有するもの(235条) 信託、会社、契約等の法形式は問わない。

米国の判例における投資契約 (investment contract) の定義とほぼ同じ。

証券又は投資物件に対する集団投資に限定されない点で、アメリカの投資会社の概念より広い。

パートナーシップを媒体とする投資スキームもこの定義に該当し、集団投資スキームのユニットたるパートナーシップの持分は投資物件となる。

cf.) クローズド・エンド型の投資会社は集団投資スキームの定義から除外。

その株式は投資物件に該当するので、金融サービス市場法の適用は受ける。

(2) 開示規制・営業規制・不正行為規制

(開示規制)

- ・証券について初めて公衆に申込 (offer) を行うとき：
上場規則に従い、目論見書を適格機関 (金融サービス機構) に提出し、承認を受けなければならない (87 条)。
- ・取引所への上場する場合： 上場明細書による開示
上場後は継続開示義務を負う。

(営業規制)

金融サービス機構

認可業者の業務原則 (Principles for business)

業者と顧客との取引に関する規則

販売促進に関する規則

顧客資産の管理規則、財務規則、財務報告規則等 (Conduct of Business Sourcebook)

(不公正取引規制)

認可業者に適用される規則

何人にも適用される規則

市場濫用行為 (market abuse) の禁止 (118 条) : 上場投資物件

風説の流布の (397 条) : 投資物件一般

インサイダー取引の禁止 (1993 年刑事司法法) : 上場証券

(集団投資スキームの場合)

- ・認可業者は、認可ユニット・トラスト、認可オープン・エンド型投資会社により構成されるスキーム、または公認スキーム (海外のスキームで公認されたもの) でなければ、販売促進 (promotion) を行なうことを禁止される (238 条)。

集団投資スキームは認可制。ユニット・トラストか、オープン・エンド型投資会社でなければ認可を受けられない。

認可業者以外の者は、投資サービスに該当する集団投資スキームのユニットの販売促進をすること自体が禁止される (21 条)。

- ・ユニット・トラスト、オープン・エンド型投資会社とも、詳細な規則の下で、スキームの仕組み、投資対象、内容の規制、参加者に対する情報開示について規制される。

5 まとめ

- ・ 多様な投資形態に投資者保護のための法規制を及ぼすために、
 - 米国：(a)証券の一つである「投資契約」の定義を開かれたものにする事、
(b)法形式を問わず、投資会社法を適用することで対処。

 - 英国：「集団投資スキーム」の定義を開かれたものにする事で対処。

- ・ 日本：政令指定には要件 制約になる可能性あり

- ・ 改善の方向性
 - (a) 有価証券の概念を幅広いものとする。
 - (b) 集団投資スキームを幅広く定義したうえで、そのユニットを有価証券とする。