

米国における投資サービスの規制について

早稲田大学 黒沼 悦郎

1 投資商品の範囲

米国には投資サービス法はない。しかし、連邦証券規制がその役割の一端を担っている。周知のように 1933 年証券法、1934 年証券取引所法の適用範囲を画する「証券(securities)」の範囲は広い。銀行・保険を除くと、投資商品は証券と先物(futures)に分類でき、それらは連邦証券規制または連邦商品先物規制のいずれか、または双方の規制に服する。

(1) 証券の定義

証券法 2 条(a)(1) : 資料 3.2 参照。

適用除外証券 証券法 3 条(a) ただし、詐欺防止条項は適用される。

主なもの

政府証券、地方債証券、銀行証券

銀行・保険会社が管理する一定の共同信託基金・分離勘定の持分

コマーシャル・ペーパー

もっぱら宗教、教育、博愛、友愛、慈善、または感化を目的とし、金銭的利益を目的とせず、かつ、その収益のいかなる部分もいずれかの者・個人の利益とならないように組織・運営されている者によって発行される証券

州または連邦の機関によって監督されている貯蓄貸付組合等の発行する証券

州または連邦の機関による監督に服する保険契約・年金契約(投資会社が発行するものについては、投資会社法が適用される)。

判例は、一定の変額保険・変額年金を「証券」と解釈(募集が行われた事例)

SEC は、セーフ・ハーバー・ルールを制定(33 年法規則 151 条)。

制定法に列挙された証券についての解釈(判例)

・株式: 伝統的株式の特徴である配当受領権、流通性、価値の上昇可能性を欠いていることを理由に、当該権利は、stock という名称に拘わらず証券に当たらないとした判例(United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837 (1975))もある。

Cf. 商品ファンド(commodity pools)の持分: 商品ファンドが株式会社・パートナーシップの形式で運営される場合、その持分は株式、リミテッド・パートナーシップの持分として証券法の規制対象となる。Cf. § 4m(2) of CEA.

・**預金証書**：連邦法により規制されている銀行に対する預金証書であり、FDIC によって付保されているなど、所持人が連邦銀行規制によって十分に保護されるので、証券に該当しない (Marine Bank v. Weaver, 455 U.S. 551 (1982))。

Cf. 州により規制された貯蓄銀行 (thrift) の預金証書を証券とした下級審判決もある。

・**ノート**：農業協同組合が資金調達の目的で募集した約束手形は、「ノート」に当たる (Reves v Ernst & Young, 494 U.S. 56 (1990))。

family resemblance test: 制定法に列挙されているものは証券であると推定されるが、売主・買主の取引の動機が投資か、商業取引か、分売の仕組みが投機または投資に通常いられる方式であったか、一般投資家の合理的期待、投資の危険を減じる他の法規制が存在するかどうかの4つの基準に照らして判断する。

ローン・パーティシペーションはノートではなく、従って証券ではないとした下級審判決あり。

投資契約の解釈

Howey test: 投資契約は、ある者が、もっぱら (後の判例は「主として」に修正) 他者の努力によって収益を得ることを期待して共同事業 (common enterprise) に資金を出資することを勧誘される場合に存在する。

・「共同事業性」は水平的なものが必要とされるのか (投資者間で資金のプールがある) 垂直的なもの (業者と顧客の間) で足りるのか、争いがある。

垂直的共同事業性で足りると解すると、証券であれ商品取引であれ、一任勘定取引や投資一任契約は、それ自体が証券となる。

・**不動産投資**：不動産の持分は証券ではないが、利益を期待して契約するような運用契約とセットで不動産の持分を販売する場合には、投資契約に当たる。

・**フランチャイズ契約**：肯定例と否定例がある。「他者の努力」の程度による。

・**従業員年金計画**：任意拠出のものは証券、強制拠出のものは非証券と解されてきた。ただし、ERISA の制定により実益は失われた。

・**パートナーシップの持分**：G P は証券に当たらない、L P は証券とするものが多い。「他者の努力」の程度による。

- ・ L L C の持分：証券性を肯定したものと否定したものに分かれている。

L L C の持分は株式類似だが株式ではないとしつつ、L L C の全持分の譲渡が「投資契約」に該当しないとした裁判例 (Great Lakes Chem. Corp. v. Monsanto Co., 96 F.supp.2d 376 (Del.2000)) あり。

cf. 商法改正に伴う、旧有限会社を含む新株式会社の株式、合同・合名・合資会社の出資持分が「証券」に該当するかどうかは、アメリカ法では、「株式」ないし「投資契約」の解釈による。

投資契約の解釈として「危険資本テスト」も有力

被勧誘者が企業に出資すること

出資が企業のリスクに晒されること

出資は、被勧誘者が出資を超えるリターンを実現するという理解に結びつく表示によって勧誘されたものであること

被勧誘者が企業に対する実務上または経営上の支配権を行使するものでないことを基準に判断。

共同事業性 (資金のプール) は要求されない。

(2) 先物契約・商品オプション・レバレッジ取引

商品取引所法 (Commodity Exchange Act) が適用される (6c 条)

将来の引渡しを約する商品の売買契約 (先物契約 (futures contract))

対象

商品 (commodity) : 小麦、木綿、・・・、その他全ての物品、サービス、利益であって、先渡し契約が締結されるもの

商品オプション

先物契約に係るオプション、商品に係るオプション

レバレッジ取引：購入者が商品の買付権を取得し、代金を長期に渡り分割払いするとともに、売買の執行またはレバレッジ取引員が商品を買戻すことを請求できる取引。

(3) デリバティブ取引の扱い

- ・ 先物 (株価指数先物を含む) の規制は CFTC による。

SEC と CFTC は 1975 年ころから権限争い、1981 年に協定

商品取引所法 2 条 (a) (1) (B) , 33 年法 2 条、34 年法 3 条に反映

インデックス・パーティシペーションの扱いをめぐり、争いが再燃。

：裁判所は先物であり CFTC に専属管轄があると判示。

SEC: 証券（証券指数を含む）に係るオプション、上場されている通貨のオプション

CFTC: 先物（証券先物・証券指数先物を含む）および先物に係るオプション、非上場の通貨オプション・先物

個別株先物は禁止 2000 年改正で解禁、SEC・CFTC 共管に
仲介業者はいずれにも登録を要する
証券取引所、商品取引所のいずれかに上場される場合も、
SEC・CFTC への登録が必要で、かつ、証券業協会と同等の適合
性原則に服しなければならない。

証券ベースのスワップ CFTC 2000 年改正で証券の定義から除外。

(4) 米国法からの示唆

・商品取引と証券を区別すべきか。

・法的形式よりも経済実体で判断する。

・投資家の目にどのように映ったか、投資家の期待が基準

・「投資契約」のような定義は必要か。

・「詐欺的な儲け話」を開示義務違反および詐欺防止条項で規制するのであれば、投資契約のような定義は有用。

2 投資サービスの範囲：業者の登録規制

(1) 金融（投資）サービスの類型

「新しい金融の流れに関する懇談会」の 8 類型

販売・勧誘、売買、仲介、引受・売出、資産運用、資産管理、助言、仕組み行為

米国の業者規制

証券については、

販売・勧誘、売買、仲介、引受・売出、資産管理：証券法・証券取引所法

資産運用、資産管理、助言：投資顧問法

仕組み行為：投資会社法

州証券法との関係（1996年改正により整理）

ブローカー・ディーラー：州の権限を大幅に制限

投資会社：連邦登録のものは連邦に専属管轄

投資顧問：登録投資会社の顧問、25百万ドル超の資産を運用する者は、連邦の専属管轄

募集規制：NYSE, Amex, Nasdaq に上場されている証券等については州の権限が及ばない。

現在でもメリット・システム（州当局が証券の価値を判断して募集を許可）をとる州はあり、登録が拒否されることもある。

先物については、

すべて商品取引所法がカバー

（2）証券に関するもの：資料3.2参照

ブローカー・ディーラー

（34年法15条によりSECへの登録を要する）

- ・ブローカー：他人の勘定で証券取引を行うことを業とする者
- ・ディーラー：ブローカーその他を通じて自己の勘定で証券の売買を業とする者

ただし、

政府証券・地方債証券（適用除外証券）を扱うブローカー・ディーラーも、15B条に基づき登録を要する。

アンダーライターの登録制度はないが、アンダーライターはその定義上（公衆に分売する目的をもって発行者から証券を取得する者、分売に関して発行者のために証券の売付を勧誘し、または売付ける者、または分売に参加する者）これを業として行うときは、ブローカーまたはディーラーであることが前提となっている。

店頭デリバティブ・ディーラー

- ・証券と認められるデリバティブの店頭取引を業とするにはブローカー・ディーラーの登録が必要

BDでない者がオフショアに設立した子会社にデリバティブ業務をさせる例が増加。
SECは、店頭デリバティブ・ディーラー向けに簡易な登録制度を導入（1988年）。

投資顧問（investment adviser）

（投資顧問法203条によりSECへの登録を要する）

- ・定義：証券の価値または投資適格性について対価を受けて顧客に助言を行う者、証券に

関する分析または報告書に対価を受けて営業として発行する者

適用除外：銀行、弁護士・公認会計士等の専門家（投資助言が本来の業務に付随する場合に限る）、ブローカー・ディーラー（投資助言が本来の業務に付随する場合で、助言につき特別の報酬を受け取らない場合に限る）、広範かつ継続的に発行している新聞・雑誌・ビジネス出版、政府証券についてのみ助言を行っている一定の者）

ファイナンシャル・プランナー：登録を要するものとそうでないものがある。

証券投資を目的とするパートナーシップのゼネラル・パートナーが投資顧問に当たるとされた例がある（常にそうなるわけではない）。

商品取引顧問との調整

2000年改正で、商品取引顧問として登録しており、主たる業務が投資顧問業でない者は、SECへの登録を要しないこととされた（203条(b)(6)）。

（3）先物に関するもの：資料3.2参照

商品取引員（futures commission merchant）

（商品取引所法4d条によりCFTC[全米先物協会へ授権]への登録を要する）

・定義：先物契約の勧誘または受託を行うこと、代金の受け入れの双方が要件
仲介ブローカー（introducing broker）も登録を要する。

商品プール運用者（commodity pool operator）

（商品取引所法4m条によりCFTCへの登録を要する）

・CFTCに適用除外権限があり、小規模プール等が除外されている。

投資会社との調整

CFTC規則§4.5により、登録投資会社、保険会社、預金機関、一定の年金計画を除外。

ヘッジ目的で商品取引を利用していること、投下資産が5%を超えないこと等を要求

商品取引顧問（commodity trading adviser）

（商品取引所法4m条によりCFTCへの登録を要する）

投資顧問との調整

2000年改正で、投資顧問として登録しており、主な業務が商品取引顧問業でない者については、商品取引所法による登録を要しないこととされた（4m条(3)項）

（4）米国法からの示唆

・他の業法によってきちんと規制されている権利は「投資商品」としないことでよいが。

発行者の弁済能力は規制されているが、「売り方の詐欺」についての規制は欠けるの

ではないか。

- ・ 共管とし、同一ルールに服させる。

3 集団投資スキーム

投資会社 (investment company)

(投資会社法 8 条により SEC へ登録。ただし、業者規制ではない。)

- ・ 定義 (3 条 (a) 項)

主として証券の投資、再投資、または証券の取引に従事している発行者

分割払型の額面証券の発行業務に従事している発行者

証券の投資、再投資、または証券の取引に従事している発行者であって、資産総額の 40% 以上を投資証券が占めている者

「証券」の定義は、証券法と同様で、投資契約を含む。

「発行者」: ビークルの法的形式を問わない。

ただし、 について

主として、投資以外の業務に従事している者

投資以外の業務に従事していると SEC が認めた者

発行済み証券のすべてが、非投資会社によって直接または間接に所有されている者は投資会社ではない (3 条 (b) 項) 。

- ・ 適用除外 (3 条 (c) 項) (主なもの)

- ・ 実質的所有者が 100 名以下である場合

- ・ 適格購入者によってのみ所有されている場合

- ・ アンダーライター、ブローカー、銀行、銀行が管理する共同信託基金、保険会社

ただし、変額保険を発行している保険会社の特別勘定は、適用除外とならない (判例) 。

SEC は規則を制定し、一定の変額年金・変額保険の特別勘定を適用除外としている。

日本への示唆

・ ファンドと呼ばれるような集団投資スキームは、すべて同様の規制に服させるのが適当。

・ 定義を工夫し、かつ、適用除外を設ければ、適切妥当な範囲に適用を制限できるのではないか。