

## 論 点 1

## 対象範囲・定義方法について（3）

前回の議論を踏まえれば、以下のような方向で考え方を整理していくこととしてはどうか。

## 1. 投資商品の範囲

投資商品の範囲については、規制の内容（論点2参照）に対応させつつ、明確性を保ちながらも包括的な定義とすべきではないか。具体的には以下のような対応が考えられるのではないか。

- (1) 投資商品の定義については、個別列挙の内容や包括的な定義のあり方について検討を進めるべきではないか。
- (2) この際、他の法律により投資家保護の講じられていない投資商品として例示された四類型の投資商品（各種法人、組合、デリバティブ取引、医療機関債等）について、証券取引法においてどのような措置を行うことができるかを定義方法とともに検討することにより、論点を明らかにしていくこととしてはどうか。
- (3) また、他の投資者保護を目的とする法律との関係をどのように整理していくかについて、投資サービス業の範囲についての考え方と併せて、検討を行ってはどうか。

## 2. 投資サービス業の範囲

投資サービス業の範囲については、① 販売・勧誘等、② 資産運用・助言、③ 資産管理、④ 仕組み行為の取扱いについての考え方、特に、資産運用・助言について参入・行為規制を課すべき範囲、資産運用と仕組み行為との関係等について整理していくべきではないか。また、規制の名宛人となる「業者」の範囲についてどのように考えるべきか。

## 1. 投資商品

これまでの当部会における議論を踏まえれば、(法律による)投資家保護の講じられていない投資商品などについて、広く証券取引法(ないし「投資サービス法」)により投資家保護を講ずることが望ましく、また、投資家にとっても安心して投資できる環境が整い、これらの投資商品を通じた投資が活性化していくのではないか。また、諸外国の法制との整合性の確保につながり、金融・資本市場の国際化に資するのではないか。

### (1) 投資商品の定義のあり方

#### ① 「投資商品」の定義についての基本的考え方

証券取引法は、その目的として「国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめること」(第1条)を掲げ、第2条第1項で「有価証券」を第2項で「みなし有価証券」を定義している(資料1-2)。

このように「有価証券」をまず投資家保護の対象とした理由としては、有価証券の譲渡性が投資家に換金による回収性を与えることが円滑な資金調達を可能にするうえで重要であったことによるものと考えられる。

一方、その後、「有価証券」に表彰されないが、投資家保護を必要とする権利が登場してきたことから、平成4年、これらの権利が「みなし有価証券」として保護の対象とされた。また、いわゆる証券決済法制の整備により、「有価証券」の交付のかわりに、口座簿の記録により権利の移転を行う振替制度が整備されてきているほか、前述の会社法制の現代化の検討にあたっては、株券については原則不発行の方向で検討が進められてきている。

投資家保護の範囲の拡大に際しては、まず、現行の「有価証券」の範囲がどこまで広がりうるかについて検討を行うべきと考えられるが、IT技術の進展や海外において組成された投資商品の増加なども背景に、今後無券面化が一般化していくであろう流れを踏まえれば、「有価証券」とらわれず、必要とされる規制の内容を踏まえながら、投資家保護の必要な「投資商品」についての定義について考えて行くべきではないか。

#### ② 具体的な定義方法についての考え方

「投資商品」を定義するにあたっては、以上の考え方を踏まえながら、個別列挙と包括的な規定を併用することにより、明確性に配慮しながら包括的な定義とすることが考えられるのではないか。なお、この点については、個別列挙と包括的な定義の併用は、個別列挙において定義から除外されたものが包括的な定義に入るかが不明確となることから、包括的な定義を置いた上で適用除外を規定するほうがわかりやすいとの意見があったが、(4)におい

て議論する包括的な定義の具体的な規定方法と併せ、どのように考えていくべきか。

なお、個別列挙と包括的な定義を併用する場合、個別列挙の内容については、これまでの「有価証券」（及び「みなし有価証券」）についての定義を基に検討を進めるべきであると考えられるが、まず、(2)の投資家保護の講じられていない投資商品として例示された四類型の投資商品について、証券取引法において「有価証券」に加えることが可能であるかどうかを定義方法とともに検討することにより、論点を明らかにしていくこととしてはどうか。

## (2) 投資家保護が講じられていない投資商品

現時点で、投資家保護が講じられていない投資商品としては、以下のようなものが考えられるが、それぞれについてどのように考えていくべきか。また、このほかに検討すべき投資商品はあるか。

### ① 合同会社、合名会社、合資会社に対する出資持分

会社法制の現代化については、次期通常国会に向けて法制化作業が進められている。その検討作業においては、株式会社と有限会社を一つの会社類型（株式会社）に統合することや、有限責任で会社の内部関係について組合的規律が適用される特徴を有する新たな会社類型（合同会社（仮称））を導入することが検討されている。なお、合同・合名・合資会社については、社員の変動又は責任の変更（有限・無限）に応じて類型を相互に変更しうる、ないし、変更される方向で検討が行われている。

このうち、合同会社については、社員全員が有限責任とされていることから、その持分は株式に類似するものと考えられ、その出資持分については、会社法制の現代化と併せて、みなし有価証券に指定すべきである。

一方、合名・合資会社については、社員に無限責任の者があることから、株式会社との類似性でこれを論じることは必ずしも適当ではないとも考えられる。ただし、

- i) 有限責任の出資持分については同様の取扱いが求められること、
- ii) 無限責任の出資持分についても投資家保護の観点からは同様の取扱いが求められると考えられること、
- iii) 無限責任の出資持分についても借入を制限するなどの措置を講ずれば実質的に有限責任とできること、
- iv) 投資型の組合については有限・無限責任いずれの場合にもみなし有価証券とするとの整理を行ったこと、
- v) 合同・合名・合資会社については類型を相互に変更しうることも踏まえ、これらの出資持分についてどのように考えるか。

また、このほかの法人（中間法人等）についてどのように考えるか。その持分を投資商品と位置付けるべきか。

## ② 事業型の組合等に対する出資持分

昨年の第一部会における議論を踏まえ、投資型の組合（ファンド）のうち有価証券等に投資するものについてはみなし有価証券とされた。一方、近年、組合員から出資を受け、映像・音楽ソフトを作成したり、ラーメン店舗を営んだり、公演を行うなどの事業を行う事業型の組合（ファンド）も多数組成されてきている（資料1-3）。

これらの投資商品については、インターネット利用者の更なる拡大などにより、今後さらに多様化することが見込まれる。投資型の組合のうちみなし有価証券とされていないもの、事業型の組合のうち有限責任の出資持分については、投資者保護の観点から、みなし有価証券とすべきと考えられるが、これについてどのように考えるか。また、無限責任の出資持分について、①の論点も踏まえどのように考えるか。

（注）なお、投資型・事業型の区分は、例えば事業に設備投資などを伴うことから、境界が必ずしも明らかでない点に留意する必要がある。

また、経済産業省「有限責任事業組合制度に関する研究会（日本版LLP研究会）」は、先般、有限責任、内部自治、構成員課税を特徴とする有限責任事業組合制度の創設について提言を行った。当該組合においては、組合員はすべて有限責任とされる見込みであることから、株式会社や合同会社同様、その持分は原則としてみなし有価証券とすべきであり、有限責任事業組合の導入に併せてみなし有価証券とすることを措置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。一方、当該組合制度については、共同事業性を確保する観点から、

i) 業務執行のうち、重要な財産の処分・譲受け、多額の借財については、重要度や金額に応じ、総組合員又は3分の2以上の同意が必須

ii) 組合員は、組合の業務の執行の一部のみを委任することが可能とする方向で立法作業が進められている。このため、組合員が業務執行を均等に分担する組合などについては、投資者保護が必要ないとも考えられるが、これについてどのように考えるか。また、このほか、どのような類型について投資者保護の必要性が低いと考えられるか。

（注）業務執行を均等に分担する場合などについてみなし有価証券とすると、投資者保護の必要性が低いと考えられる一方、その構成員募集にディスクロージャー義務などが課され、規制が過重となるのではないかと指摘がある。なお、米国においては、LLPにはHowey基準が適用され、このうち「他者の努力」の基準については、利益が主として（primarily）又は実質的に（substantially）他者の努力による場合とされている。英国においては、LLPは法人とされており、その持分は「証券」として投資物件とされている。

## ③ デリバティブ取引

臨時国会に提出された金融先物取引法一部改正法案においては、一般顧客との間で店頭金融先渡取引、直物為替先渡取引等の店頭金融デリバティブ取引を行う場合、金融先物取引法による投資者保護の対象とすることとされたところである。

今回の法改正においては、外国為替証拠金取引とこれに類似する取引を規制することを目的としたものであることから、スワップ取引、クレジット・デリバティブ取引等の店頭金融デリバティブ取引については規制の対象には含まれていないが、これらの取引についても投資家保護の対象としていくことが適当ではないか。また、IT技術の発達により、これらを預金などと組み合わせた商品も今後ますます増加するものと見込まれ、このような商品についても広く対象とすべきではないか。

この場合、これらの取引は、金融先物取引法の対象となるが、**金融先物取引法と証券取引法との規制の差異も踏まえつつ、これを統合することについてどのように考えるか（資料2-4参照）。**

証券・金融商品以外の資産を原資産とするデリバティブ取引についてどのように考えるか。**また、損害保険のうち、類似の機能を有するものについてどのように考えるか。**

#### ④ 医療機関債・学校債

厚生労働省においては、先般、医療法人が資金調達のため債券を発行するに際してのガイドライン（資料1-4）についてパブリック・コメントを行ったところである。医療機関債については、民法上の消費貸借として行う金銭の借入れに際し、これを証する目的で作成する証拠証券をいうものであり、証券取引法上の有価証券には該当しない、と定義されているが、証券取引法上の債券との平仄を考えれば、政令指定する方向で検討を行うべきではないか。

ただし、当該パブリック・コメントにおいて、1億円を超える程度の医療機関債に毎年1千万円～3千万円の監査費用をかけることは現実的でない等のコメントが寄せられていることについてどのように考えるか。

また、同様の債券として、学校債があり、これまでは学生の父母など学校関係者を資金調達先の対象としていたが、最近、一般に募集を行う動きも出てきている。このため、これについても政令指定する方向で検討を行うべきではないか。

#### (3) 証券取引法以外の法律により投資者保護が図られている投資商品との関係

証券取引法以外の法律により投資者保護が図られている投資商品であって、検討の対象となりうるものとその販売等を規律する法律としては以下のものが考えられる。これらの取扱いについては、現行の証券取引法にこれを取り込んだ場合の影響や規制の差異について、まず、検討を行うこととしてはどうか

(論点2参照)。

① 金融庁所管

- 金融先物取引（金融先物取引法）
- 抵当証券（抵当証券業の規制等に関する法律）
- 変額保険（保険業法）
- **デリバティブ預金（銀行法）**
- 信託受益権（信託業法）

(注) 信託受益権は、一部有価証券（又はみなし有価証券）とされている。

② 他省庁との共管

[経済産業省・農林水産省]

- 商品ファンド（商品投資に係る事業の規制に関する法律）

[国土交通省]

- 不動産特定共同事業契約上の権利（不動産特定共同事業法）

また、他省庁所管（主管）の法律により規制を受ける取引であって、これまで部会において検討の対象とすべきであるとされたものに以下のような法律があり、これらについても金融法制との関係を検討していくこととしてはどうか。

[経済産業省・農林水産省]

- 商品先物取引（商品取引所法）

[経済産業省等]

- 特定商品及び施設利用権の預託等取引（特定商品等の預託等取引契約に関する法律）

(4) 包括的な定義のあり方について

包括的な定義のあり方については、米国における証券の定義を巡る議論等や我が国におけるこれまでの規定の例（資料1-5）を踏まえ、どのような定義が考えられるか。

2. 投資サービス業

(1) 投資サービス業の種類

「新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」（平成10年6月）においては、金融サービスとして、i) 販売・勧誘、ii) 売買（ディーリング）、iii) 仲介（ブローカレッジ）、iv) 引受（アンダーライティング）・売出（セリング）、

v) 資産運用（アセット・マネジメント）、vi) 資産管理（カストディ）、vii) 助言、viii) 仕組み行為、の八類型を挙げている。当面、これらの業務について、既存法制を整理しつつ、規制の対象とすべき範囲を検討するとともに、証券取引法への一元化について議論することとしてはどうか。

① 販売・勧誘、売買（ディーリング）、仲介（ブローカレッジ）、引受（アンダーライティング）・売り出し（セリング）（多角的取引システム（Multilateral Trading facilities:MTF）の運営を含む。）

現在の証券取引法は、これらの行為を規制対象としているが、投資商品の範囲が広がった場合においても、これを引き続き規制の対象とすることでよいか。

証券取引法においては、発行者自身による募集自体については業者ルールの適用がないが、例えば、投資信託の直販や商品ファンド・不動産特定共同事業については自己による募集も業者ルールの適用を受けており、今後、証券取引法の対象となる投資商品が拡大することにより、発行者自身による募集のうち一定のものについては業者ルールの適用が必要となるのではないか。

（注）米国、英国においても、発行者自身による募集を業者ルールの対象としたうえで、企業による自己株式の募集を業者ルールの適用除外としている（なお、米国においては、一定の要件を満たす必要がある。）。

② 資産運用（アセット・マネジメント）、助言（アドバイス）

現在、証券投資顧問業法は、有価証券の価値等又はその分析に基づく投資判断に関して助言することや投資判断の一任を受けることを規制しているが、投資商品の範囲の拡大等に併せ、資産運用と助言についてどこまでを規制の対象とするべきか。

（注）資産運用については、証券投資顧問業法のほか、商品ファンド法が商品先物や一部商品（商品先物の原資産や競走馬、映画等）について、信託業法、投資信託・法人法が信託財産の運用について、**保険業法が保険資産の運用について**規制している。

特に資産運用について、これまで同様、有価証券・商品先物等のみを対象とすべきか、それとも、投資商品を含む資産の運用一般まで対象とするべきか。また、信託会社、（信託業法上の）指図権者、投資信託委託業者による運用については、その資産内容が有価証券（や商品先物等）でなくとも運用規制等の対象とされるが、これらとの関係についてどのように考えるか。

（注）米国においては、証券の価値等や証券への投資に対する助言、英国・EUにおいては、投資商品を含む資産の運用、投資商品に関する助言が規制の対象とされている。

### ③ 資産管理（カストディ）

資産運用における資産等の管理行為については、集団投資スキーム毎に分別管理や運用会社と保管会社の分離、保管会社の資格要件（信託会社等）が定められているが、資産運用における資産等の管理行為について、別途規制を拡充する必要があるか。

### ④ 仕組み行為

仕組み行為及びこれに係わる投資サービス業者を規律する法制としては、投資信託・法人法、信託業法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法等が存在し、それぞれ投資サービス業者として、投資信託委託業者、信託会社、商品投資販売業者、不動産特定共同事業者等が仕組み業者（兼販売業者）とされているが、これらの関係についてどのように考えるか。

また、規制の対象とすべき仕組み行為の範囲についてどのように考えるか。適切な開示を含む、販売・運用・資産管理に関する規制を前提とすれば、仕組み行為についての規制は必要ないと考えてよいか。

（注）米国においては、仕組み行為自体について規制は行われていない。一方、英国・EUにおいては、集団投資スキームの仕組み行為等は包括的に規制の対象とされている。

### ⑤ その他

以上のほか、アナリスト、格付け機関といったいわゆるフィナンシャル・ゲートキーパー等についても検討すべきであるとの意見があったが、どのように考えるべきか。

（注1）ここでは、「ゲートキーパー」を上のような意味で用いるが、金融商品の販売の事実上の仲介機能を果たす商品や団体について「ゲートキーパー」と呼ぶことがある（このような商品や団体は「ゲートウェイ」と呼ばれることもある。）。

（注2）EUにおいては、「企業の資本構成・業界戦略及び関連事項に関する助言、企業の合併・買収に関する助言及びサービス」が付随業務とされてきたほか、今回の改正により「投資調査及び財務分析又は金融商品の取引に関するその他の形式での推奨」が付随業務に加えられたところ。

## (2) 投資サービス業の範囲

規制の名宛人となる「業者」の考え方としては、一般に「当該行為を反復・継続して行う者」とされ、証券取引法においては、「(売買等の)行為のいずれかを行う営業をいう。」とされている。

（注）この「営業」については、一般には、営利目的があり、反復継続性のある行為で、対公衆性の認められる行為とされている。



一方、問題を起しているのはこのような「業者」ではない者、いわばノンプロ、であるとの意見も踏まえれば、例えば、新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」にあるように、「不特定多数の者を相手として当該行為を行う者」を「業者」の範囲に含めるなどの手当が考えられるのではないか。

(注) このような考え方については、「論点整理」においても、ルールの横断性・包括性の観点から、行為類型や取引実態に応じ適宜ルールの緩和や適用除外を設けるべきとの指摘もあったところ。また、「不特定多数」については、形式的には特定しているが実質的に不特定多数である場合、発行時点では私募でも流通市場で不特定多数の者が購入する可能性がある場合等についてルールの明確化が必要との指摘もあった。

また、「営利目的」についても同様の視点から検討を行う必要があると考えられるが、これについてどのように考えるか。