

包括定義の考え方について

包括定義を考えるに当たって参考となる基準としては、以下のようなものが考えられる。

I 米国の判例関連

1. 投資契約に関する基準

- (1) *Howey test* (SEC v. W. J. Howey (1946), オレンジの樹木の販売に加えて、売主が育成・収穫・販売しその収益を交付する契約が、投資契約に当たるとされた事例)

次に掲げる基準に該当する契約に基づく権利を、「証券」とする。

- i) 資金の投資 (investment of money)
- ii) 共同事業に (in a common enterprise)
- iii) 利益の期待 (with an expectation of profit)
- iv) 他人の努力から (from the efforts of others)

ii) の共同事業性については、複数の同じ立場に立つ投資家の存在という水平的共同が必要であるとの見解と、投資家とブローカーの間で垂直的共同があれば十分であるとの見解の双方がある。

- (2) *Risk Capital test* (State Commissioner of Securities v. Hawaii Market Center, Inc. (1971) 等)

次に掲げる基準に該当する契約に基づく権利を、「証券」とする。

- i) 被勧誘者が事業に出資すること
- ii) 出資が事業のリスクに晒されること
- iii) 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
- iv) 被勧誘者が事業に対する実務上又は経営上の支配権を行使するものではないこと

ii) の危険性の判断の基準があいまいであり、具体的な事例には適用が困難との見方がある。

2. ノートに関する基準

Family Resemblance test (Reves v. Ernst & Young, (1990)、農業協同組合が発行した「要求払い式の約束手形 (promissory note)」が「証券」に当たるとされた事例)

以下の除外リスト (Exchange National Bank v. Touche Ross & Co.) と強い家族的な類似性があると証明できたものを除き、「証券」と推定する。

- ・ 消費者金融取引において交付されるノート (consumer financing)
- ・ 住宅を担保にしたノート (home mortgages)
- ・ 中小企業又はその財産を担保にしたノート (liens on small businesses)
- ・ 銀行の顧客に対する「キャラクター・ローン」を証するノート (character loans)
- ・ 受取勘定の譲渡により担保される短期のノート (assignments of accounts receivable)
- ・ 通常事業におけるオープン勘定債務を証するノートというノートが発行される取引 (open-account debt)

類似性の判断に当たっては、以下の基準を用いる。

- i) 取引に入る際の貸主と借主の動機
- ii) 当該ノートが「投機あるいは投資のための一般的取引」の対象であるか
- iii) 当該ノートがどのように合理的な一般人に認識されているか
- iv) 当該取引が、他の規制を受けることとなり、それゆえ証券諸法の適用を不要とするか

i) ~ iv) の基準に基づく判断を必要としたことにより、むしろ「証券」性に関する外形的な判断が困難となっているとの指摘がある。また、基準 ii) については、私募証券があてはまらなくなるとの意見がある。基準 iii) についても、適用の基準があいまいであるとの見解がある。

II 英国の法令関連

金融サービス市場法における集団投資スキームの定義

貨幣を含む何らかの資産 (property of any description) について、次のような目的又は効果を有する取決め (arrangements) を、すべて「集団投資スキーム (collective investment scheme)」として、投資 (investment) とする。

- i) 人々が、その資産の取得、保有、運用若しくは処分から生まれる利益又は所得、又はその利益若しくは所得から支払われる金額の全部又は一部を受領することが可能となっている。
- ii) 参加者が、相談を受けたり (consulted) 指令を出す (give direction) 権利を有しているか否かにかかわらず、その資産の運用を日々管理 (day-to-day control) しない。
- iii) 以下の一方又は両方の条件を満たすもの。
 - ・参加者の出資金及び参加者へ支払がなされる利益又は所得がプールされている。
 - ・資産が全体として (as a whole) スキームの運営者により又は運営者のために管理されている。

Ⅲ 日本の法令関連

1. 証券取引法における定義

- (1) 流通性その他の事情を勘案し、公益又は投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定める証券又は証書（証券取引法第2条1項第11号）
- (2) 流通の状況が証券取引法に規定する有価証券に準ずるものとして認められ、かつ、それらの有価証券と同様の経済的性質を有することその他の事情を勘案し、公益又は投資者保護のため必要かつ相当と認められるものとして政令で定める金銭債権（証券取引法第2条第2項第5号）

証券法の規定は、私法上の有価証券又はそれに準ずる権利を念頭に、規制の対象とすべきものを、明確性の観点から可能な限り具体的に列挙することを原則としつつ、それ以外のものについては、流通性、投資性及び他法令による規制の有無等を考慮して、規制の対象とすべきか否かを個別に検討する形式を取っている。

2. 商品ファンド法、不動産特定共同事業法、投信法施行令における定義

- (1) 各当事者が出資を行い、業務の執行を委任された者が共同の事業としてその出資された財産を主として商品投資により運用し、当該運用から生ずる収益の分配及び当該出資の価額に応じて分割された残余財産の価額の返還を行うことを約する契約（商品ファンド法第2条2項第2号）
- (2) 当事者の一方が相手方の行う前各号又は次号に掲げる資産の運用のために出資を行い、相手方がその出資された財産を主として当該資産に対する投資として運用し、当該運用から生じる利益の分配を行うことを約する契約（投資信託及び投資法人に関する法律施行令第3条第16号）

こうしたアプローチは、Howey test（垂直的共同の場合）とも整合的であると考えられる。任意組合及び匿名組合以外の形態による投資契約についてどう考えるか。

3. 出資法における定義

出資であって、不特定かつ多数の者に対し、後日出資の払い戻しとして出資金の全額若しくはこれを超える金額に相当する金銭を支払うべき旨が明示され、又は暗黙のうちに示されていたもの（出資法第1条）

元本保証のない出資について、如何に定義すべきか。

(参考)

○商品投資に係る事業の規制に関する法律（平成三年五月二日法律第六十六号）

（定義）

第二条 この法律において「商品投資」とは、次に掲げるものをいう。

一～三 （略）

2 この法律において「商品投資契約」とは、次に掲げる契約であって、商品投資に係る事業の公正及び投資者の保護を確保することが必要なものとして政令で定めるものをいう。

一 当事者の一方が相手方の業として行う商品投資のために出資を行い、相手方がその出資された財産を主として商品投資により運用し、当該運用から生ずる利益の分配及び当該出資の価額（当該出資が損失によって減少した場合にあっては、その残額）の返還（以下「利益の分配等」という。）を行うことを約する契約

二 各当事者が出資を行い、業務の執行を委任された者が共同の事業としてその出資された財産を主として商品投資により運用し、当該運用から生ずる収益の分配及び当該出資の価額に応じて分割された残余財産の価額の返還（以下「収益の分配等」という。）を行うことを約する契約

三 外国の法令に基づく契約であって、前二号に掲げるものに類するもの

3 （略）

○不動産特定共同事業法（平成六年六月二十九日法律第七十七号）

（定義）

第二条 （略）

2 （略）

3 この法律において「不動産特定共同事業契約」とは、次に掲げる契約（予約を含む。）であって、契約（予約を含む。）の締結の態様、当事者の関係等を勘案して収益又は利益の分配を受ける者の保護が確保されていると認められる契約（予約を含む。）として政令で定めるものを除いたものをいう。

一 各当事者が、出資を行い、その出資による共同の事業として、そのうちの一人又は数人の者にその業務の執行を委任して不動産取引を営み、当該不動産取引から生ずる収益の分配を行うことを約する契約

二 当事者の一方が相手方の行う不動産取引のため出資を行い、相手方がその出資された財産により不動産取引を営み、当該不動産取引から生ずる利益の分配を行うことを約する契約

三 当事者の一方が相手方の行う不動産取引のため自らの共有に属する不動産の賃貸をし、又はその賃貸の委任をし、相手方が当該不動産により不動産取引を営み、当該不動産取引から生ずる収益の分配を行うことを約する契約

四 外国の法令に基づく契約であって、前三号に掲げるものに相当するもの

五 前各号に掲げるもののほか、不動産取引から生ずる収益又は利益の分配を行うことを約する契約（外国の法令に基づく契約を含む。）であって、当該不動産取引に係る事業の公正及び当該不動産取引から生ずる収益又は利益の分配を受ける者の保護を確保することが必要なものとして政令で定めるもの

4～6 （略）

○投資信託及び投資法人に関する法律施行令（平成十二年十一月十七日政令第四百八十号）

（特定資産の範囲）

第三条 法第二条第一項に規定する政令で定める資産は、次に掲げるものとする。

十六 当事者の一方が相手方の行う前各号又は次号に掲げる資産の運用のために出資を行い、相手方がその出資された財産を主として当該資産に対する投資として運用し、当該運用から生じる利益の分配を行うことを約する契約に係る出資の持分（以下「匿名組合出資持分」という。）

○出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律（昭和二十九年六月二十三日法律第九十五号）

（出資金の受入の制限）

第一条 何人も、不特定且つ多数の者に対し、後日出資の払いもどしとして出資金の全額若しくはこれをこえる金額に相当する金銭を支払うべき旨を明示し、又は暗黙のうちに示して、出資金の受入をしてはならない。