

集団投資スキーム（ファンド）について

中間整理における指摘

1. 基本認識

- ・「ファンド全般について販売規制の対象として、販売にあたって必要と考えられる情報開示などを義務づけるとともに、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。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、規制内容については、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。」

2. 具体的規定

「(1) ファンドの届出・登録

仕組み規制のないファンドについて、届出又は登録を義務づけ、以下のような監督を行うことが適当である。なお、海外において組成されたファンドについても同様の取扱いとすべきである。

(2) 資産管理

資産の内容に応じた分別保管の義務づけを行うことが適当である。

(3) 運用者の資格要件

近年、ファンドについて、投資対象に有価証券が含まれるにも係わらず、認可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。法令の規定の実効性を担保する観点から、商品投資に係る事業の規制に関する法律（以下「商品ファンド法」）同様、投資商品を含む資産の運用を行う場合については、投資サービス法上の資産運用業者による運用を義務づけることが適当である。

(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法上の業者でない場合、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、受託者責任や利益相反防止措置などについての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づけることが適当である。」

3. 既存のファンド法制との関係

- ・「投資サービス法において販売・資産運用行為を規制し、ファンドについての横断的な最低限の監督を行うこととすれば、これらのファンド規制法についても規制の内容ごとに機能別・横断的にルールを再整理していくことが望ましく、これ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といった流れにも沿うものと考えられる。」
- ・「例えば、投資信託・法人法については、投資信託や投資法人といったビークルの組成や個人向け商品としてのファンド自体についての追加的なガバナンスに関する規定などが置かれ、これらを前提とした商品として定着していることから、法律自体は特別法として残すことが必要である。」

4. 別表における「集団投資スキーム」定義案

- ・「「集団投資スキーム」とは、民法第六百六十七条第一項に規定する組合契約、商法第五百三十五条に規定する匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約に関する法律第三条第一項に規定する投資事業有限責任組合契約又は有限責任事業組合契約に関する法律第三条第一項に規定する有限責任事業組合契約の締結[、信託の引受、持分会社の設立]、その他いかなる方法をもってするかを問わず、複数の者から事業のために金銭その他の財産の拠出を受け、当該財産を用いた事業を行い、当該事業から生じる収益を拠出者に分配することであって、次のいずれにも該当しないものをいう。
 - ・ 集団投資として財産の拠出を行う者（以下、「拠出者」という。）の全員が事業の運営について日常的に関与している場合
 - ・ 各拠出者の拠出した財産がそれぞれ独立した事業に用いられ、各拠出者がそれらの独立した事業からのみ収益の分配を受ける場合」

主要国等における集団投資スキームに対する規制（資料１—１）

- 主要国等では、仕組み規制は、従来、主として伝統的なファンドを中心に発展。他方、非伝統的なファンドへの規制は、主に投資サービス業規制（販売・勧誘、資産運用・助言）がカバー。
- なお、米国SECがヘッジファンドのマネージャーの登録義務づけ、ドイツがドイツ籍のシングル・ヘッジファンド及びファンド・オブ・ファンズの登録義務付けを行うなど、国際的にヘッジファンドに対する規制のあり方が注目されている。

わが国における集団投資スキームに対する規制（資料１—２）

わが国における各種ビークル（資料１—３）

わが国における各種ファンドの実態（資料１—４）

検討にあたっての考え方

（１）論点

論点 1 投資商品としての集団投資スキームの対象範囲について具体的にどう考えるか。中間整理の別表において包括定義の規定ぶりが見されているところ、各種組合によるスキームのほか、株式会社、持分会社（合名会社、合資会社又は合同会社）、有限責任中間法人、信託によるスキームも含まれ得ることとなることについて、どう考えるか。

論点 2 ファンドに関する仕組み規制のあり方についてどう考えるか。また、プロ向けのファンドの取扱いについては、どう考えるか。

論点 3 既存のファンド法制との関係についてどう考えるか。

(2) 集団投資スキーム（以下「ファンド」）の対象範囲 論点1

投資商品としてのファンドの対象範囲は、投資サービス法における①開示規制、②業規制（販売・勧誘、資産運用・助言）、③行為規制、④仕組み規制の対象となるかどうかに関連する。

現行の証券取引法（2条）は、

- ① 株式（1項6号）
- ② 特殊法人等への出資（1項5号）
- ③ 協同組織金融機関の優先出資（1項5号の2）
- ④ 特定目的会社の優先出資、特定目的信託受益権（1項5号の3、7号の4）
- ⑤ 投資信託受益権、投資法人の投資証券（1項7号、7号の2）
- ⑥ 貸付信託の受益権（1項7号の3）
- ⑦ 投資事業有限責任組合及びこれに類する民法・商品組合に基づく権利（2項3号）
- ⑧ 有限責任事業組合に基づく権利で公益又は投資者の保護の確保が必要とされるもの（2項4号）
- ⑨ 合同会社の社員権（2項6号）（18年5月施行予定）

を有価証券とし、その規制の対象としている。

「中間整理」では、投資商品としてのファンドの対象範囲を、現在の証券取引法で対象とされている組合等にとどまらず拡大すべきとしているが、次の各ビークルを投資商品の範囲に含めるかどうかについて、どのように考えるか。

● 信託

「中間整理」では、信託受益権についても、投資商品の一類型として位置付けているが、どうか。

● 有限責任事業組合（LLP）

有限責任事業組合（LLP）については、有限責任事業組合法において、全ての組合員が業務執行の少なくとも一部を担うことが義務づけられていること（同法13条2項）から、ファンド定義中の「集団投資として財産の拠出を行う者の全員が事業の運営について日常的に関与している場合」との要件に該当し、投資商品としてのファンドの対象範囲から除外し、投資サービス法を適用すべきでないとの意見があるが、どう考えるか。

● 合名会社・合資会社

従前、証券取引法は、その規制対象を私法上の有価証券を典型とする流通性のあるものに限定してきており、合名会社・合資会社の社員権は、株式会社の社員権（株式）と異なり流通性に乏しいことから、これまで、証券取引法の規制対象とされてこなかった。

しかし、平成16年の証券取引法の改正において投資事業有限責任組合等に基づく権利が有価証券指定されるとの法改正が行われ、その後、本年成立した会社法において新規の会社形態として導入された合同会社の社員権が会社法整備法において有価証券指定されたほか、有限責任事業組合法の制定に伴う整備により同組合に基づく権利で公益又は投資者の保護の確保が必要とされるものが証券取引法上の有価証券指定されている。

このような近年の法改正の動きに加え、「中間整理」も、投資サービス法における規制対象（投資商品）について、流通性の有無に捉われないとの考え方をとっている。合名会社・合資会社の社員権の取扱いについて、どのように考えるか。

● 有限責任中間法人

有限責任中間法人については、「基金の返還に係る債権には、利息を付することができない（中間法人法66条）」との規定により、基金拠出者への利益配当が認められていないことから、一律に投資商品の範囲に含めることは適当でないとも考えられる一方、清算時の残余財産の拠出者への分配は可能であることから、利用者保護上必要な場合については柔軟に政令指定できるような仕組みも必要であると考えられるが、どうか。

● NPOバンク

NPOバンクとは、NPOその他、主として公益事業に対する出資・融資を目的とした匿名組合等によるファンドである。

米国では、非営利組織（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（pecuniary profit）を目的とせず、かつ、その収益のいかなる部分もいかなる個人等の利益とならないような組織）の発行する証券は証券法の規制が適用除外されている（証券法3条(a)項4号）。

NPOバンクに対しては、現行証券取引法上、投資事業有限責任組合に類する匿名組合として開示規制（18年6月以降適用）、販売・勧誘の業規制・行為規制が適用されるが、特に開示規制の適用となる場合における監査費用等により活動が困難になるとの意見がある。

投資サービス法においては、米国の例も参考に、契約等において、出資額を上回る配当・残余財産の分配を禁止している場合は、規制対象（投資商品）から除外することが考えられるが、どうか。

(3) ファンドに対する仕組み規制のあり方 論点2

① 仕組み規制の目的

最近も、多数の一般投資家を対象とした匿名組合形式の事業ファンドに関する被害事例が報じられていること等を踏まえると、利用者保護の観点から、ファンドに対する実効性ある規制の整備が必要であると考えられる。

「中間整理」では、ファンドに対する最低限の仕組み規制が必要であるとされているが、その目的は、投資サービス法におけるファンドに関する他の規制（開示規制、販売・勧誘及び資産運用に対する業規制、行為規制）とあいまって、ファンドに関して実効的な利用者保護を図ることにあると考えられるが、どうか。

② 仕組み規制の対象範囲

次の各ビークルに対する仕組み規制の適用についてどう考えるか。

● 株式会社

株式会社については、定時総会の開催その他、株主の権利義務が一定程度整備されているが、一律に届出・登録等のファンドの仕組み規制の対象とすることについてどう考えるか。

● 合名会社・合資会社

合名会社・合資会社については、中小規模の事業会社の形態として幅広く活用されていると考えられ、これらについて、一律に届出・登録等のファンドの仕組み規制の対象とすることについてどう考えるか。

● 営業信託

信託のうち、信託業法又は兼営法による業規制を受けている営業信託について、仕組み規制の対象とすることについて、どう考えるか。

③ 仕組み規制の具体的内容

● 基本的考え方

ファンドに対する仕組み規制について検討するにあたっては、「中間整理」で掲げられている「利用者保護を前提に、活力ある金融市場を構築」するとの観点から、一般の投資家（＝アマ）を対象とするファンドについては利用者保護の観点から十分な規制を課すこととしつつ、もっぱらプロのみを対象とするファンド（プロ向けファンド）については、アマを念頭においた規制を相当程度、緩和・除外することが考えられるが、どうか。

● 届出と登録

「中間整理」においては、仕組み、開示、販売、運用等、全体について適切な規制がなされればよく、仕組み行為自体についての業規制は必要ないとの指摘もあることを踏まえれば、登録制（原則禁止としつつ、登録により禁止を解除）とすることは適当ではなく、届出制とすることが考えられるが、どうか。また、ファンド組成スケジュールが極めてタイトであることから、事後届出とすべきとの意見があるが、どうか。

プロ向けファンドについても、ファンドの透明化確保の観点から、届出事項を必要最小限のものとしつつ、（事後）届出を義務づけることについて、どう考えるか。

また、同様に、ファンドの透明化確保の観点から、必要最小限の届出事項について公衆縦覧することについて、どう考えるか。

● 分別保管、受託者責任、利益相反防止措置等

「中間整理」では、ファンドに対して、分別保管、受託者責任、利益相反防止措置等について規定を整備することが適当とされているが、どうか。

この点について、有限責任事業組合法では、分別管理が義務付けられている（同法20条）が、どうか。

プロ向けファンドについては、現状法律上特段の規制がなくとも、プロについては保護に欠けるようなこととはならず、新たな立法により保護すべき必要性がないとの意見があるが、どう考えるか。

● 定期報告

「中間整理」において、「ファンドが財務・運用状況について投資家に定期的に報告することを義務づけることが適当であると」とされているが、

この点につき、留意すべき点はあるか。なお、有限責任事業組合法では、事業年度毎の会計帳簿の写しの交付が義務付けられている（同法29条2項）が、どうか。

● ファンドの対する報告徴求・検査

行政による報告徴求や立入検査に関する規定を設けることについてどう考えるか。この点につき、まず投資家間で話し合いを持ち、その上で組合契約等への違反を理由に投資家からの求めに応じ、検査等を行うべきとの意見があるが、どうか。

④ 仕組み規制以外の規制との関係について

「中間整理」は、ファンドについて、仕組み規制のほか、①開示規制、②販売・勧誘の投資サービス業規制・行為規制（自己募集）、③資産運用の投資サービス業規制・行為規制が課されるとの枠組みを提示している。

「中間整理」の仕組み規制に関する考え方に対しては、

- ・一般投資家のみを対象とする場合であっても、出資者が複数名であれば届出・登録等の諸規制がかかることとした場合、届出・登録等の対象が膨大となり、規制としての実効性、行政関与の必要性とその効果について慎重な検討が必要、
 - ・広範な届出・登録義務が、現行の投資信託・投資法人法と同様に有価証券届出書等の発行開示制度とは別に当局による監督・規制目的から導入された場合、過剰な規制となり妥当でない。利用者保護のためには、投資サービス業者の関与がある場合には、投資サービス業者に対する規制で十分、
- との意見がある。

ファンドについて、過剰な規制を回避しつつ、利用者保護の観点から実効的な規制の枠組みを構築するためには、どのような方策が考えられるか。

（４）既存のファンド法制との関係 論点3

「中間整理」では、「投資信託委託業者についても投資サービス法上の資産運用・助言業者として証券投資顧問業者と規制を一元化することが考えられる」

としつつ、投資信託・投資法人法は、「ビークルの組成や個人向け商品としてのファンド自体について追加的なガバナンスに関する規定などが置かれていることから残すことが必要」とされているが、その他の既存のファンド法制についてどう考えるか。

① S P C法

S P C法についても、投資信託・投資法人法と同様に、資産流動化に特化したビークルとして、ファンド業務の制限や追加的なガバナンスに関する規定などが設けられており、残すことが必要と考えられるが、どうか。

② 商品ファンド法

商品ファンド法については、

- ・近年、商品ファンドはその運用資産が減少傾向にあり、その魅力を向上させる観点から、より柔軟なファンドの組成が可能となるよう運用制限を緩和すべき。

との意見もある一方、

- ・仮に商品ファンドが投資サービス法において規制される場合には、
 - (ア) 商品ファンドの実態や特性を踏まえた規制内容とすべき。具体的な規制内容の検討に際して、的確に現状の把握を行うべき。
 - (イ) 既存の商品投資販売業者が継続してその事業を行うことが可能な措置を講ずるべき（経過的措置のみならず恒久的措置が必要）。
 - (ウ) 商品ファンドは、その運用市場としての商品市場に対する政策を阻害しない規制内容となることが必要。特に一次産品のマーケットを整備し、世界経済における日本の価格主導権を確保することは、将来の国益に関わる問題であり、投資商品という側面のみを捉えた議論とならないことが肝要。

との意見もある。

商品ファンド法の取扱いの問題については、商品投資販売業を投資サービス業に含めるかどうかの問題と併せて検討する必要があるが、より柔軟なファンドの組成を可能とすることを重視する観点からは、商品ファンドについて、投資サービス法におけるファンド規制に再整理していくことが望ましいとの意見がある一方、商品特性等を勘案して現在の商品ファンド法を残すことが望ましいとの意見があるが、どうか。

③ 不動産特定共同事業法

不動産特定共同事業法についても、不動産特定共同事業について投資サー

ビス業に含めるかどうかと併せて検討する必要があるが、

- ・ 同法は、投資家保護のために施行されたものであり、十分な投資家保護がなされていること。
- ・ 不動産特定共同事業法の規制対象は投資対象が実物不動産である時に限定されていること。
- ・ 不動産投資の特殊性を踏まえ販売、運用を含めた一体規制を行う投資家保護法として、市場の支持を得ていること、

から、現在のまま残すことが必要との意見があるが、どう考えるか。