

OPINION

金融商品取引法(投資サービス法)制定に当たっての課題

—— 集団投資スキームの会計・監査・開示規制をめぐる問題を中心に

橋上 徹 (公認会計士
日本公認会計士協会
金融商品取引法(投資サービス法)
検討PT構成員長)
Hashigami Toru

〈はじめに〉

2005年12月22日、金融審議会金融分科会第1部会は「投資サービス法(仮称)に向けて」と題する報告書(以下「本報告書」)を公表した。

金融庁では、本年の通常国会に「投資サービス法(「金融商品取引法」)」を提出し、可決を目指している。

本稿では、本報告書のポイントおよび会計・監査・開示規制の視点からの問題点・対処すべき課題について整理をした。

(なお、本文中意見にわたる部分は筆者が関連する諸団体とは何ら関連のないことを申し添えておく。)

I 「投資サービス法」制定への動きの端緒——日本版ビッグバン

1 日本版ビッグバン

1996年11月11日、橋上首相(当時)が、「わが国金融システムの改革2001年東京市場の再生に向けて」と題する、英国サッチャー政権下のいわゆる「ビッグバン改革」に倣った「日本版ビッグバン」を指示した。

「日本版ビッグバン」は、東京を「2001年にはニューヨーク、ロンドン並みの国際市場に」という題のもとに、以下の改革3原則が提示された。

- ①フリー(市場原理が働く自由な市場に)

- ②フェア(透明で信頼できる市場に)

- ③グローバル(国際的で時代を先取りする市場)

しかし、2001年を過ぎ、必ずしも、東京市場が「ニューヨーク、ロンドン並みの国際市場に」なったとの評価は聞かれない。

この理由として、いわゆる「金融サービス法」が制定できなかったことが指摘されている。1999年から2000年にかけて、金融審議会(1998年8月に当時の大蔵大臣の諮問機関として発足)においても、「金融サービス法」が論議された。金融審議会には、第一部会と第二部会が設置され、第一部会には、「ホールセール・リテール・ワーキンググループ」と「集団投資スキーム・ワーキング・グループ」が置かれた。

第一部会は、1999年7月6日に「中間整理」を公表した。この中間整理は、業態を超えた横断的な金融商品に関する勧誘等およびエンフォースメントのルールとして想定される「金融サービス」法の制定に向けて、重要な一段階とみられた。

2 「金融商品販売法」の成立

このような流れの中で、金融審議会で、金融商品を包括的・横断的に規制する「金融サービス法」が引き続き議論されたが、様々な抵抗勢力に直面し、この方向性は後退せざるを得なくなった。結局、妥協の産物的に、説明義務と損害賠償責任を定める法律を策定することにより、

中央経済社の権威ある5大専門誌

- 企業会計 毎月4日発売 1年間26,000円
- 税務弘報 毎月5日発売 1年間27,000円
- 会計の友 毎月3日発売 1年間18,000円
- 法人経理 毎月7日発売 1年間16,000円
- 経理情報 毎月2日発売 1年間14,000円

この要領書は、郵便局で機械処理をした場合は郵便振替の払込みの証拠となるものですから大切に保存してください。

ご注意
この払込書は、機械で処理します。このため、口座番号及び金額を記入する際は、枠内に1筆に記入してください。
また、下部の欄(表面及び裏面)を汚したり、本票を折り曲げたりしないでください。
(郵政事務用)

送付先	〒	部 番 名	ビル・マンション名なども必ずご記入ください。
	〒	〒	〒
電話	ご購読期間	年 月号から 1年間購読	
メール アドレス			
備考			

*ご記入いただいた個人情報は、商品の発送のほか、新商品・サービスに関する情報のお知らせ(DM、メールマガジン等)、今後の企画開発の参考のために利用する場合があります。

元本欠損に係るリスクの一部の説明義務のみを法定化する「金融商品販売法」が2000年に成立し、2001年4月に施行されるにとどまった。

3 日本版ビッグバンの残されていた課題

金融サービスに関する横断的総合的ルールとしての「金融サービス法」の必要性、特に、開示制度の整備が課題として残されていた。

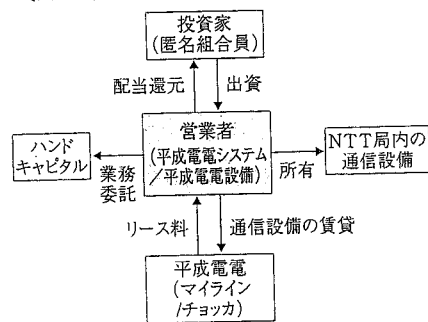
4 本報告書が公表された直接的契機となった事件——平成電電匿名組合出資事件

匿名組合を利用した最近の被害事例としては、2004年10月に民事再生手続を申請した平成電電匿名組合のケースがある。これは、匿名組合で電気設備を購入し、平成電電に賃貸することで収益をあげ、出資者に配当するというスキームだった(図表1参照)が、事業破綻により、1万9000人・490億円の出資金が返還不能になった。平成電電匿名組合の営業者は証券会社を通さず自ら出資を勧誘していた。現行の証券取引法は発行者の自己募集を原則規制の対象としておらず、また、平成電電匿名組合のような「事業型組合」の場合には、資産運用業のような登録も必要とされていない。

開示規制の観点からみても、平成電電匿名組合の収益の源泉は平成電電本体の通信事業であり、営業者は「特別目的会社」にすぎないため(なお、本事件では業務自体も別会社に委託されていた。)、営業者の財務内容を開示しても投資情報としての価値はなかったのである。

このような、法規制の網をくぐった金融商品が多く出現し、社会問題化したことが、直接的には、本報告書のとりまとめおよび投資サービス法定化が加速した直接的要因である。(なお、本報告書公開後、ライブドア事件により、事態が深刻化したことは周知のとおりである。)

(図表1) 平成電電匿名組合の仕組み



II 「投資サービス法」の趣旨・目的

本報告書で記述されている内容を要約すると以下のとおりである。

- ①金融商品の多様化・複雑化により、既存の利用者保護法制の対象となっていない「隙間」を埋め、『包括的・横断的な利用者保護の枠組み』を整備する。
 - ・縦割業法・監督体制の見直し。
 - ・同じ経済機能を有する金融商品にはその行為規制に業態を問わず適用。
 - ・証券取引法、金融商品販売法は投資サービス法へ吸収改変。
- ②適正な利用者保護と市場における不公正取引の防止によって、公正かつ円滑な価格形成を軸とする市場機能を十分に発揮し得る、公正かつ活力ある金融システムを構築する。

III 本報告書の構成

本報告書の構成は次頁のとおりである。

- ①「投資サービス法」の趣旨・目的(前掲)
- ②「投資サービス法」の対象範囲
 - イ)基本的な考え方
対象範囲の基準は、
 - A)金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、
 - B)資産や指標などに関連して、
 - C)より高いリターン(経済的効用)を期待してリスクをとるもの
 - ロ)「金融サービス・市場法」への展望(銀行・証券・保険などの枠を統合した「金融サービス」監督法[金融コングロマリット化への対応を含む]へ)
- ③「投資サービス業」の業規制
 - イ)「投資サービス業」の対象範囲
最近の問題事案において集団投資スキーム(ファンド)の自己募集の形式が採られていたことなどを踏まえ、少なくとも組合などによる集団投資スキーム(ファンド)の持分については、自己募集を規制対象とすることが適当。
 - ロ)業規制の柔軟化(業務内容の範囲に応じた規制の強弱=3段階)
- ④「投資サービス業」の行為規制
 - イ)行為規制の全体像
受託者責任などが確保されるよう、機能別・横断的な規制の整理。
 - ロ)適合性原則のあり方
 - ハ)金融商品販売法における説明義務の業法上の明確化
 - ニ)不招請勧誘の禁止
- ⑤プロとアマの区分
 - イ)プロとアマの区分のあり方
 - ロ)プロ向けの場合に適用除外する行為規制
- ⑥集団投資スキーム(ファンド)[詳細後述]
 - イ)実効性ある規制整備の必要性和プロ向けファンドの取扱い
多数の一般投資家を対象とした匿名組合形式の事業型ファンドに関する被害事例が報じられていることなどを考慮すると、ファンドについては、実効性ある包括的・横断的規制の整備が必要。
 - ロ)ファンドに関する規制のあり方
造反者に対する行政の迅速かつ直接的な対応が可能な規制
- ⑦開示規制[詳細後述]
 - イ)投資商品の性格に応じたディスクロージャーのあり方
 - ロ)公開買付制度・大量保有報告制度
- ⑧取引所
 - イ)株式会社形態をとる取引所の組織形態
 - ロ)株式会社形態をとる取引所の上場
- ⑨自主規制機関
 - イ)自主規制機関に付与すべき機能と加入義務付け
 - ロ)投資商品に係る苦情解決・あっせん業務の業態横断的な取組み
- ⑩民事責任規定、エンフォースメントおよび金融経済教育など
 - イ)民事責任規定
 - ロ)エンフォースメント
 - ・「見せ玉」への対応策など、エンフォースメントの強化のため所要の措置を講ずることが適当。
 - ・金融庁は12月30日、ウソの売買注文を出して意図的に株価を上下させて、取引が成立する前に取り消す「見せ玉(ぎょく)」「見せ板、ともいう)行為の規制を強化する方針を固めた。来年通常国会に提出される「投資サービス法案」に盛り込むとのこと。
 - ・「見せ玉」は証券取引法が禁止している相場操縦の一種であるが、金融庁は今回の法案に、見せ玉行為をした個人投資家に対し、従来の刑事罰に加えて新たに課徴金を科すほか、規制がなかった証券会社の自己売買による「見せ玉」行為にも刑事罰と課徴金を適用できるようにするという。
 - ハ)グローバル化への対応
 - ニ)金融経済教育

IV 投資サービス法における 開示規制

投資サービス法における開示規制は、以下のとおりである。

《流動性の高い投資商品についての開示規制》

A) 四半期開示

企業業績等に係る情報をより適時に開示することが求められている状況の下、証券取引所で行われている四半期開示を証券取引法上の開示としても位置づけるため、次のような方向で整備を図っていくことが適切である。

- (1) 四半期開示の対象会社は、上場投資商品・会社を基本とする。
 - (2) 開示時期は、四半期終了後、最低限45日以内とした上で、できる限りその短縮化を図る。
 - (3) 開示内容は、四半期貸借対照表、四半期損益計算書、四半期キャッシュ・フロー計算書および四半期セグメント情報ならびに非財務情報とし、原則連結ベースで記載する。
 - (4) 四半期財務諸表に係る作成基準の一層の整備を図る。
 - (5) 四半期財務諸表の保証手続としてレビューの導入を図ることとし、レビュー手続に係る保証基準の整備を図る。
 - (6) 四半期開示を証券取引法上の制度として位置づけていくに当たって、次の要件が満たされることを前提に、半期報告制度を廃止し、四半期報告制度に統一することを検討する。
 - ① 財務情報が投資判断を行うために必要な詳しさのものとなること。
 - ② 必要な非財務情報が開示されること。
 - ③ 必要に応じて単体情報についても開示されること（特に、第2四半期）。
 - ④ 開示企業の内部統制が適正に確保されていることを前提に、公認会計士等によるレビュー手続が投資者の信頼を十分に確保した形で実施されること。
- B) 内部統制

財務報告の適正性を確保する観点から、2005年12月8日に公表された企業会計審議会内部統制部会報告「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準のあり方について」を踏まえ、投資サービス法の適用のある上場投資商品・会社について以下の点の義務化を図る。

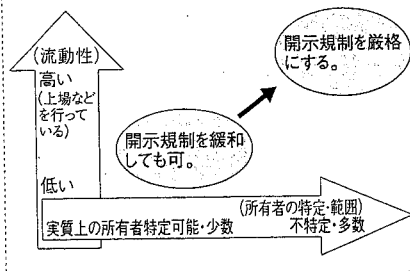
- (1) 財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者の評価
- (2) 財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者の評価に関する公認会計士の監査

《流動性の低い投資商品についての開示規制》

(所有者が確定できるものに限る。したがって、現在問題となっている、違法に流通している未公開株およびそれを繰り込んだ未公開集団投資スキーム（ファンド）は除かれる。）

- A) 所有者に直接、有価証券報告書に該当する情報を提供する。
- B) 公認会計士監査、四半期情報開示に対する公認会計士によるレビュー、内部統制に関する経営者の評価・監査については所有者の大小により決定する。

〔図表2〕 本報告書の開示規制のイメージ図



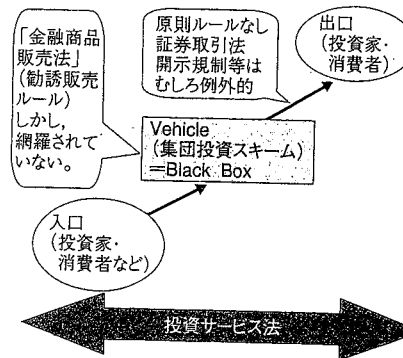
V なぜ今投資サービス法が 必要なのか

- 1 証券取引法の硬直性と縦割行政の弊害
—「金融サービス法」の妥協の産物としての「金融商品販売法」および現行「証券取引法」等の問題
昨今、異なる法律に基づく商品の内容が類似

していたり、複数の法律にまたがるような商品を提供する動きもみられるなど、金融サービスの融合化が進んできている。そのため、現在の縦割り業法を見直し、同じ経済的機能を有する金融商品には同じルールを適用する必要があることが認識されてきた。前述のように、このような弊害を除去するため、橋本内閣の日本版ビッグ・バンに金融サービス法構想が提唱されていたが、「金融商品販売法」が妥協の産物であったため、依然として特に以下の問題が課題として残されていた。

- ① 開示制度
- ② 日本版 SEC 構想による監視システム

〔図表3〕 現行の規制範囲と投資サービス法の規制範囲の比較



(参考)

法律	主な規制対象業務	所轄官庁
銀行法	預金	金融庁
保険業法	保険	金融庁
証券取引法	有価証券取引	金融庁
信託業法	信託	金融庁
金融先物取引法	金融先物取引	金融庁
商品ファンド法	商品投資契約	金融庁、農水省、経産省
投資信託法	投資信託	金融庁
資産流動化法	特定目的会社・信託・債券・出資・信託受益権	金融庁

投資有限責任組合契約法	投資有限責任組合出資持分	経産省、金融庁
不動産特定共同事業法	不動産への匿名組合型共同出資	国交省、金融庁
農業協同組合法	貯金・共済	農水省、金融庁
中小企業等協同組合法	共済	経産省、金融庁
商品取引所法	商品先物取引	経産省、農水省
消費生活協同組合法	共済	厚労省
郵便貯金法・簡易保険法	貯金・保険	総務省
規制なし	任意組合(民法)出資 匿名組合(商法)出資 無認可共済 学校債・病院債 他	管轄官庁なし。 (今後、一定の要件を充たすものは金融庁)

2 集団投資スキーム（ファンド）の不健全な活用の実態

昨今の一連の不祥事（平成電電匿名組合事件、ライブドア事件）が、従前の経済犯罪に比しわかりにくいものとなっているのは「集団投資スキーム（ファンド）」を通じた資金の流れが不明瞭であるからである。しかし、「集団投資スキーム（ファンド）」と一口にいても下記のごとく様々な器（Vehicle）がマネー・ローンダリング（資金洗浄：違法な資金の流れを正常な資金の流れに転換すること）の手段として利用され、ほとんど世間にもその内容が開示されていないためである。以下、Vehicle ごとにその実態と問題点を紹介する。

(1) 任意組合・匿名組合

民法上の任意組合・商法上の匿名組合を利用した集団投資スキームは国際的にも有名である（それぞれ、「NK」、「TK」と海外では呼称されている）。なぜならば、

- ① ライブドア事件でも問題となったような「匿名」である組合を利用した投資組合等が

資金の流れを非常に不透明にしている。それにもかかわらず一定の場合(4)に該当する有限責任事業組合(日本版LLP)を除き開示規制等がない。この点を悪用して集団投資スキーム(ファンド)を行う例が後をたたない。

- ② 匿名組合・任意組合等の投資対象は原則なんでもよい。そのため、違法な未公開株投資が行われたり、ラーメンファンド・韓流ファンド・ゲームファンド・ラブホテルファンド・アイドルファンドなどすぐにつぶれたり、ファンドの資金使途が反社会的勢力や政治資金、議決権の一定の行使を目的とする株主への利益供与に向けられたりなどの問題を起こしている。そもそも、通常資金使途・投資家等が開示されないの一般には問題が生じていることすらわからない。
- ③ たとえば、買収企業を連結からはずすためとみられるSPCの介在、さらに銀行等が本体外で禁止されている商業用不動産保有について連結範囲からはずすための不動産開発型SPCや組合等の介在などが見られるなか、日本の証券取引法上、連結は支配力基準で行うとされるものの、基準の運用解釈が明確でないこともあり、通常連結されていないことを悪用するケースが見られる。連結子法人等に当たらなければ、情報開示すらなされない。
- ④ 外部監査制度や監督官庁の検査もほとんどなされていないか、任意で監査がなされていても会計・監査の基準がなく、問題となることはない。
- ⑤ ライブドア事件のように組合を使って企業を買収し、その後「株式交換」がなされているケースがある。「株式交換」といっても現金による買収と被買収企業の株式と自社株の交換であり、実態は、商法・会社法が想定していない、株式と組合持分の交換(株式と株式の交換ではなく)の潜脱行為が行われている。完全に違法ではないもの、極めてグレーな買収の器ともなり、企業結合法制を揺るがすようなことが行われている。

(2) 無認可共済

無認可の共済(たとえば破綻したオレンジ共済など)を利用して不当に資金を集めている団体がある。これらは、「ネズミ講」とも呼ばれ、海外では「Kyosai」として有名である。

今般の保険業法の改正で一定規模(2)の無認可共済について外部監査の導入が行われることとなった。しかし、共済一般として「無認可共済等が、営利的な投資事業の規制逃れに利用されてきた側面があることは否定できない」として投資サービス法の網をかけることを提言している。

(3) 預金・保険

従来、銀行の預金や、保険会社の保険は「安全性」が大前提とされてきた。しかし、積立元本が保証されない預金・保険が登場した。

具体的には、

- ① 為替変動により円建て元本の欠損が生ずるおそれがある外貨預金、円建ての元本保証はあるが中途解約の場合に発生する違約金により実質的に元本欠損が生じ得るデリバティブ預金など。
- ② 変額保険、年金保険、外貨建保険など運用状況や為替変動により解約払戻金、満期保険金や年金原資が大きく変動する可能性があるもの。
- これらは、資金の提供者へのリスクの説明と証券取引法上の有価証券に匹敵する財務内容の開示が必要と判断されている。

(4) 信託

信託は元々その性質上、公益性が高くなくてはならないものであるが、日本においては匿名組合・任意組合などと同様の器として使われている。公益性の高い本来の信託または信託受益権を除き、投資サービス法の規制対象とし、不透明といわれる資金の流れを開示させる必要性がある。金銭の信託で匿名組合・任意組合などに投資を行うと、財務諸表では「金銭信託」としてのみ表示され、内容が開示されない。これは連結の問題では解決されない。

金銭信託の資金が匿名組合などへの出資へつとながっているのであれば、金銭信託の信託財産・帰属損益の財務諸表への直接的反映が必要であり、これにより、匿名組合等の連結の議論と平仄が合う。

(5) 中間法人

中間法人も本来は公益性の高い業務を行うことが想定されていたが、有限責任の中間法人がやはり匿名組合・任意組合などと同様の器として使われ、かつ連結から除外されること、法人

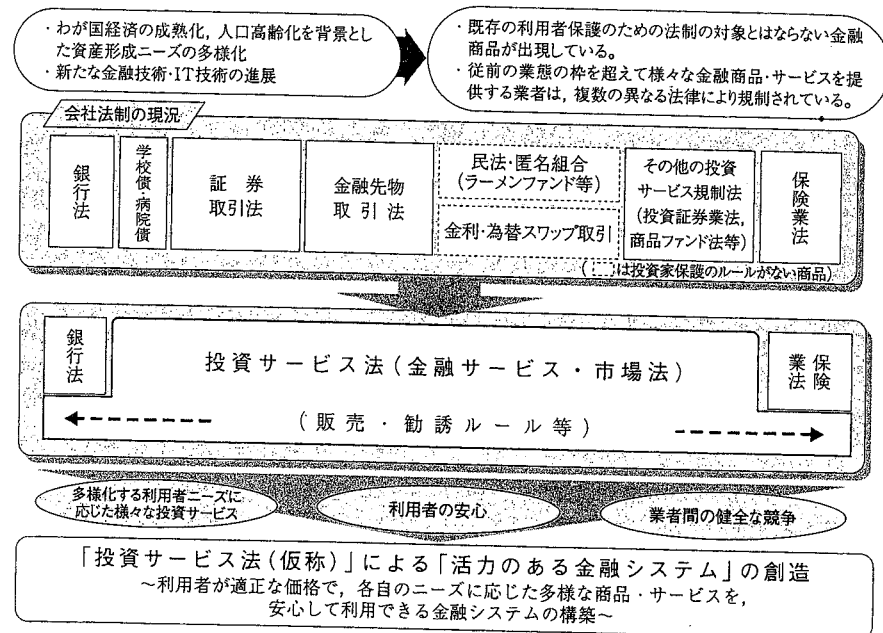
税等が安いことを悪用しているケースが増加している。

公益性の高い本来の中間法人を除き、投資サービス法の規制対象とし、不透明といわれる資金の流れを開示させる必要がある。

(6) NPO

公益性を隠れ蓑にした投資ファンドが組成されている。公益性の高い本来のNPOを除き、投資サービス法の規制対象とし、不透明といわれる資金の流れを開示させる必要がある。

【図表4】 現行法と投資サービス法との関係



(出所:金融庁HP)

3 英米の動向

米国では、証券取引法において包括条項があり、たとえば農業協同組合の発行したノートが証券取引法の対象になるか否かについて農業協同組合の発行したノートの投資家と大手監査事務所との間で裁判になった有名な判例等があり証券取引法の規制を受ける投資商品等の範囲が

広い。

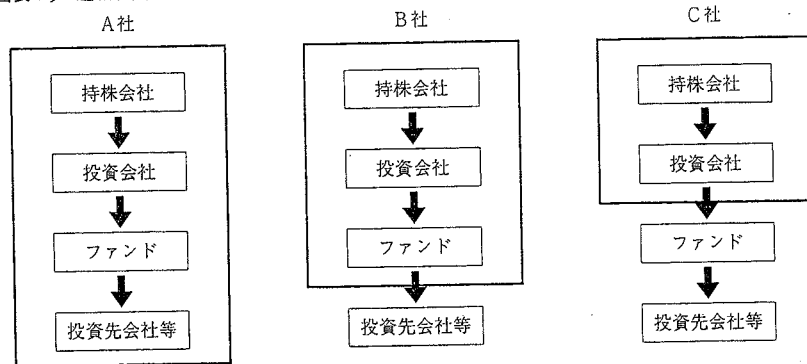
英国では2000年に「金融サービス・市場法」により横断的に投資商品等を規制し、監督官庁としてFSA(Financial Service Authority: 金融サービス機構)が設置された。

4 集団投資スキーム（ファンド）に関する会計処理のばらつき

米国では、集団投資スキーム（ファンド）について、エンロン事件等の大会計スキャンダルの問題を受け、2003年FASB解釈指針（FIN）第46号「変動持分事業体の連結—ARB51の解釈」を公表した。当初は問題となった特別目的会社（SPE）を連結範囲に取り込むことを目的としていたが、現在では、「持分変動事業体」の定義を、持分比率のみでなく、

「誰がリスクや利益を最終的に負担または享受しているのか」で連結範囲を決定することとなっている。したがって、持分比率が50%以下の事業体についても、実態に応じて連結することを要求している。これに対し、日本の証券取引法上は、支配力・影響力基準を原則としつつも、一定の特別目的会社等については連結の範囲からはずすことも許容されており^③会計処理にばらつきがみられ、投資家の判断に重大な影響を及ぼしている可能性が顕在化しつつある。

〔図表5〕 連結範囲のばらつきの例



太枠内が連結対象。矢印は出資関係。

5 「ハゲタカ・ファンド」の問題

バブル崩壊後のいわゆる「失われた10年」の間、欧米の集団投資スキーム（ファンド）による日本企業の買収が活発に行われてきたことは周知の事実である。このような中、日本では2004年に西武鉄道の有価証券報告書虚偽記載問題が発生し、親会社が非公開会社であるコクドであったことから、支配従属関係の不明瞭さが指摘された。これを受け、2005年の証券取引法改正により有価証券報告書の中の「提出会社の参考情報」に「提出会社の親会社等の情報」欄が新設された。

しかし、いわゆる「ハゲタカ・ファンド」と揶揄される海外の事業買収集団投資スキーム（ファンド）の情報開示については規制がない

のが現状であり、実態は不明瞭であることが多い。場合によっては、日本の投資家への情報開示が不十分のまま、日本の投資家の利益を損ねる懸念もある。

VI 法令の成立時期・適用時期

金融庁は本年（2006年）通常国会への法案提出・可決をめざしているといわれている。本年（2006年）通常国会への法案提出・可決の場合、適用時期は、2007年度からになると思われる。

しかし、内部統制の経営者による評価・それについての公認会計士の監査導入時期自体が確定していないので、その動向も適用時期に影響を与えるものと思われる。

VII 開示規制の問題点・対処すべき課題

1 『II.「投資サービス法」の対象範囲』

（以下『』内は本報告書の題目を示している）
まず、「投資契約」で規制するのか、「投資商品」で規制するのがまず課題となる。次に、それらについて、英米のような包括規定を置くのか、現行の日本の諸法のような限定列挙するのかが課題となる。以下、英米と日本の規制を検討する。

(1) 米国の判例関連

—1933年証券取引法の包括定義の考え方
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。

① 投資契約に関する基準

A) 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)

B) Risk Capital test (State Commissioner of Securities v. Hawaii Market Center, Inc (1971))

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
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)
- ・中小企業また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
- 上記の 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ければならないかとの意見がある。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。

(2) 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(ファンド)の定義は、次のようになっている。

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

- ① 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または所得、またはその利益もしくは所得から支払われる金額の全部または一部を受領することが可能となっている。
- ② 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、その資産の運用日々管理 (day-to-day control) に対して支配権を有していない。
- ③ 以下の一方または両方の条件を満たすもの。
 - ・参加者の出資金および参加者へ支払がなされる利益また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または運営者のために管理されている。

(3) 日本の法令関連

① 証券取引法における定義

証券法の規定は、私法上の有価証券また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、投資性およ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

A) 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およ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)

B) 当事者の一方が相手方の行う前各号また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)

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も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、または暗黙のうちに示されていたもの (出資法第1条)

④ 金融商品販売法における定義

預貯金、定期積金、投資信託、金銭信託、株式、社債、保険・共済、抵当証券、商品ファンド、デリバティブ取引 (金融派生商品)、有価証券オプション取引、外国為替証拠金取引など。ただし、郵便貯金と簡易保険、商品先物取引は対象となっていない。

なお、「投資サービス法 (仮称) に向けて」には包括的定義規定にするか限定列挙するかについて特段記載はない。

2 『IV.「投資サービス業(仮称)」の行為規制』

(1) 『6. 手数料開示のあり方』

本報告書では触れられていないが、商品の組成業者がファンドから受け取る手数料の開示が課題である。すなわち、いわゆる組成業者に支払われる手数料が、

- ① アームス・レングス・ルールの観点から問題になっていないのか。
- ② 集団投資スキーム (ファンド) および組成業者等の利益操作の好材料 (すなわち粉飾決算) になり、また温床になっていない

のか。

- ③ アレンジャー (商品の組成業者) が、資金の出手 (レンダー) になっていたりするケースが多く、資金が循環し、不透明な資金の流れの源泉となっている節もある。

(2) 『7. 投資サービス業者』

未公開株集団投資スキーム (ファンド) に関する問題についての整理が課題である。

すなわち、本報告書では、「投資サービス業者」に対する登録義務等を定める、いわゆる業者規制を問題としている。しかしながら、なお未だ以下の点をも触れる必要があろう。

・未公開株式については、通常、譲渡制限 (会社法第107条第1項) 付であるが、たとえば匿名組合に組み入れられることにより、間接的に組合員が未公開株を取得することになる。

- ① この際、会社法上の脱法行為 (会社法第107条第1項違反) が行われているかグレーゾーンである。
- ② 証券取引法の脱法行為になるか否かグレーゾーンである。すなわち、証券取引法上、同一条件・同一価格で50名以上への売出 (証券取引法第2条第4項、施行令第1条第8項) の潜脱行為となる虞が高い。この場合、有価証券届出書・有価証券報告書の財務局への提出が必要であり、公認会計士による監査が必要となる。

3 『VI. 集団投資スキーム (ファンド)』

集団投資スキーム (ファンド) については毎日のように報道がなされているので、詳細に課題を検討する。

- ① 集団投資スキーム (ファンド) の定義が規定されていない。なお、その際、日本の現状の「証券取引法」「金融商品販売法」等のような限定列挙ではなく、日本版「投資サービス法」の実効性を在らしめるため、英米の規制に倣った包括定義を設ける方向性を明確に打ち出すべきであろう。
- ② 個々の集団投資スキーム (ファンド) だけ

では問題がないように見えても (個々の集団投資スキーム (ファンド) には、1号組合・2号組合等または適当な名前が付されている)、個々の集団投資スキーム (ファンド) の「連鎖」(Chain Of Collective Investments: COCI) を見ると問題が生じている場合がある。たとえば、先述のように、事業型の組合形式の出資に関し、社会的な問題となる事例が顕在化している。この点に対処するためには、個々の集団投資スキーム (ファンド) の「連鎖」における資金の「入口」(誰が何のために集団投資スキーム (ファンド) を組み、資金を出資しているのか、匿名性を悪用したマネー・ロンダリング [資金洗浄] や未公開株式の取得・流通その他違法行為を意図したものでないか) と「出口」(最終的に誰の懐に資金が支出されているのか、また、それは合法的なものなのか) を集団投資スキーム (ファンド) の「連鎖」について開示させる等の規制が善意の利用者保護につながるものと思われる。このような実態を踏まえ、問題の所在について明らかにし、具体的な利用者保護の枠組規定の在り方を出していくことが必要である。

③ どのような Vehicle を利用しても、連結の問題、開示の問題等につき実質的に同一の法的効果・経済的效果が具現できるような集団投資スキーム (ファンド) における規制の在り方を明確にすべきである。

④ 集団投資スキーム (ファンド) における Vehicle から組成業者に支払われる手数料がアームス・レングス・ルールの観点から問題になっていないのか等の問題点および開示規制を明確にすべきである。

⑤ 集団投資スキーム (ファンド) については、上述のような理由もあり、開示規制の緩和は安易に導入すべきではない。仮に導入するとしても厳格な適用が行われるような法規制が必要である。

⑥ 開示制度・監査制度の運用については、集

団投資スキーム（ファンド）の財政状態・経営成績の開示に当たっては、個別集団投資スキーム（ファンド）の「連鎖」による迂回した資金循環を防止できるような制度設計にしなければならない。そのような規制の方向性を明確にすべきである（「内部統制」についての規制も個別集団投資スキーム（ファンド）の「連鎖」の「入口」から「出口」までの資金の流れの統制を行うものでなくては実効性がない。）。

⑦ 公開買付制度・大量保有報告書について、集団投資スキーム（ファンド）による匿名性・組合性を利用した企業買収等についてより具体的・実質的な規制を明確にする必要がある。

⑧ 「営業者」についての規制についても規制の在り方を明確にすべきである。たとえば、投資事業とは全く関係のない事業を行っていた休眠会社を利用して、投資事業が目的であることを定款上、不明瞭にしている場合もある（したがって、商業登記を見てもその実態が解らないこともあり得るのである）。

⑨ 証券取引法上の「連結」の問題
支配力または影響力があっても各 Vehicle（集団投資スキーム（ファンド））が小さければ重要性の基準値の観点から連結からはずされる。しかし、ある一定の意図を有しているいくつかの Vehicle（集団投資スキーム（ファンド））を合算すると重要性の基準値を超えることも想定される。連結は必ずしも容易であることは想像に難しくなく、従来の概念の再定義構築が必要である。

⑩ Vehicle（集団投資スキーム（ファンド））（株式会社、有限会社、合名会社、合資会社、合同会社、投資事業有限責任組合、その他匿名組合・任意組合、信託、無尽、中間法人、NPO、投資クラブ、個人事業者、無認可共済等）の違いによらず包括的な規制を課すことが必要である。

⑪ たとえば、信託スキームを Vehicle（集団

投資スキーム（ファンド））で使用する場合「金銭信託」等でオンバランスされるものの、そのコンテンツは開示されない。信託スキームについても会計処理・開示規制を考える必要がある。なお、同様なことは、証券取引法上の有価証券（第2条）に該当しない信託の受益証券を保有する場合にもあてはまる。

- ⑫ 様々な Vehicle（集団投資スキーム（ファンド））、Funds of fundsの連鎖、個人などを迂回した複雑な一連のスキームによるマネー・ローディングを防ぐことを可能とし得るため「関連当事者」概念の広義な定義と開示規制、監査義務などを規定する必要がある。
- ⑬ 一連の集団投資スキーム（ファンド）の上流から下流まで一連の資金の流れ等を開示させるような法規制が必要である。

4 「VII. 開示規制」

(1) 投資商品の特性

本報告書では、実質上の所有者数が限定されており、所有者が明確に限定できる場合は開示規制の緩和が提唱されている。しかし、Funds of funds、有限責任中間法人の介入、個人事業者の介入などで、違法行為を意図とする集団スキームほど、実質所有者の特定は困難を極める。また、個々の集団投資スキーム（ファンド）の Vehicle（集団投資スキーム（ファンド））単独でみた場合は問題がなくとも、一連の複数の集団投資スキーム（ファンド）の Vehicle（集団投資スキーム（ファンド））で見た場合、違法行為（インサイダー取引、偽計、粉飾決算等の証券取引法違反、ファンド融資の銀行法上の大口信用規制脱法行為、株主・反社会勢力への利益供与、政治資金への流用、利益相反取引等）等の問題が生じている虞は否定できないことがある。

したがって、開示規制の緩和は安易に導入すべきではない。仮に導入するとしても厳格な運用が行われるような法規制が必要である。

開示制度の運用については、以下の点が課題

である。

- ① 集団投資スキーム（ファンド）の財政状態・経営成績の開示に当たっては、個別集団投資スキーム（ファンド）の「連鎖」による迂回した資金循環を防止できるような開示制度設計にしなければならない。
- ② 「内部統制」は個別集団投資スキーム（ファンド）の「連鎖」の「入口」から「出口」までの資金の流れの統制を行うものでなくては実効性がない。

(2) 公開買付制度・大量保有報告書

集団投資スキーム（ファンド）による匿名性・組合性を利用した企業買収等についてより具体的・実質的な規制を明確にする必要がある。これも、合法ではあるが、小口の集団投資スキーム（ファンド）の「連鎖」により突発的に買収が表面化することがないよう規制が必要である。

5 その他

① 組織再編関連

会社法では株式と合同会社等の人的会社の「（有限責任）持分」との交換が認められた。

会社法施行後（2006年5月1日）1年経過後は、「投資事業有限責任組合」の「持分」との交換が可能となる予定である（対価の柔軟化による）。企業買収の局面での利用も考えられ、所謂、詐欺的／敵対的買収などへの規制についても留意が必要である。

② 電子マネー普及の問題

紙幣によらないネットワーク型電子マネーが普及してきた。英国の金融サービス市場法（2000年）では、電子マネー発行・決済機関の規制を行っている

日本においても、不透明な資金が紙幣ではなく電子マネーを利用して行われることも想定され、電子マネー発行決済機関を登録制にし、投資サービス法の対象とすることにより、業者の

財務情報の開示について検討するべきであろう。

〈おわりに〉

今後も投資サービスの多様化は進歩を遂げるものと推定されるが、法規制の隙間をくぐるような潜脱行為（グレーゾーン）を回避できるように、投資サービスを横断的・網羅的に包含する投資サービス法の制定が望まれる。

(注)

(1) LLPに常時、従事していない組合員がある場合など。

	少額短期保険業者	保険会社
参入要件等	登録制	免許制
最低資本金	1000万円程度 (+一定の供託)	10億円
取扱商品	少額、短期、掛捨てに限定	無限定（高額、長期、適用型も可）
資産運用	安全資産（預金、国債）	原則自由（株式、不動産、融資等）
その他	情報開示、募集規則、責任準備金、検査・監督等	

(3) 「連結財務諸表原則」第三二では、連結する子会社の範囲について、議決権の所有割合以外の要素を加味した支配力基準（いわゆる実質支配力基準）によることとしている。一方、「連結財務諸表制度における子会社及び関連会社の範囲の見直しに係る具体的な取扱い」（平成10年10月30日企業会計審議会）では、特別目的会社については、子会社に該当するか否かの判定上、「連結財務諸表原則」で示す実質支配力基準の特則が設けられている。すなわち、以下の一定の要件を満たしている場合には、当該特別目的会社に対する出資者および当該特別目的会社に資産を譲渡した会社（以下「出資者等」という。）から独立しているものと認め、出資者等の子会社に該当しないものと推定するとされている。

《参考》個別集団投資スキーム（ファンド）の「連鎖（Chain Of Collective Investments : COCI）」

〈159頁参考図の見方〉

TK=商法上の匿名組合
NK=民法上の任意組合

また、図中の①～③の関係は次のとおり。

- ① 親密関係にあり。両方で集団投資スキームの連鎖の仕組みを構築。この親密金融機関等がファイナンスの役割を担うこともある。
- ② 仕組み構築の対価としてアレンジメントフィーの支払/出資損益計上=ファイナンス・実質支配者へのキックバック
- ③ 反社会勢力等への流出、私的流用など

（例）資金循環による違法支出の資金洗浄

資金の入り口と資金の出口が同じ（資金循環）。しかし、資金循環をさせる目的が、多数の集団投資スキーム（ファンド）、個人事業者、海外投資銀行等をからませ、違法な支出等を一連の「連鎖」経路の中で行うことにある。

個々のファンドは小さく分断されているようにみえても、資金洗浄・利益吐き出しのための一連のファンドの「連鎖」であるので、現行の日本の証券取引法上の支配力・影響力基準を使用して全体を連結し網にかけ開示をさせることも可能のように思われる。

しかしながら、間に個人事業者・中間法人・NPO・海外事業者などが入ると全体的に仕組みられたものであり、ゆえに支配力・影響力基準により連結開示を求めるといった判断に極めて困難な課題が突きつけられる。

さらに、金銭信託を利用すれば、連結の問題も生じないという抗弁が成立する。

この点については以下のように課題を提示したい。

■集団投資スキーム（ファンド）の「連鎖」による資金の流れを開示させるシステムが必要。



①「連鎖」の「開示ルール」の概念の整理の必要性がある。

②「内部統制」を「連鎖」を前提としたものとして捉える必要性がある。

■監査/保証基準もこの観点策定しなければ意味がないのではないか？＝「監査人の権限と責任」の範囲と限定をどう考えるか？

■会社法の下で、監査役設置会社における監査役の監査は「適法性」監査に止まらず「妥当性」監査にも及ぶことになった。さらに「企業集団」を単位とするものとなった。会計監査人より取締役の身近にいて情報収集のしやすい監査役が取締役の業務執行を、特に精神的に「独立」した立場から監査をし、その責務を果たし、法が期待する機能発揮をすることが不可欠である。

〔参考図〕 個別集団投資スキームの連鎖

