

# ファンドに対する 短期売買規制

制度調査部  
横山 淳

## 金融商品取引法シリーズ-27

### 【要約】

2006年6月7日、証券取引法等改正法案が可決・成立し、14日には公布された。

同法により、証券取引法は、金融商品取引法に改組されることが予定されている。

金融商品取引法の下では、ファンドに対する規制強化の一環として、組合に対する短期売買規制の適用を定めている。

具体的には、組合等が発行会社の議決権の10%以上を保有する場合、その組合に対して売買報告義務、短期売買差益の提供などが課されることとなる。

## 1. 金融商品取引法とファンド規制の強化

金融商品取引法の下では、各種のファンドに対する規制強化が行われている<sup>1</sup>。

例えば、組合形態のファンドを「集団投資スキーム」として位置づけて（金融商品取引法25）、開示規制、販売・勧誘規制の対象としている（同33、37～40など）。また、ファンドの募集・販売（ファンド自身による自己募集も含む）などを「金融商品取引業」として位置づけ、取り扱う者に対して業者として登録義務（機関投資家等のみを相手方とする場合には届出義務）を課している（金融商品取引法28、63）。

加えて、金融商品取引法では、組合形態のファンドに対する短期売買規制についても見直しが行われている。

本稿では、金融商品取引法の下での組合形態のファンドに対する短期売買規制について紹介する。まず、2.で、現行の証券取引法の下での短期売買規制の概要を説明し、3.で金融商品取引法の下で、組合形態のファンドの取扱いがどのように変わったのかを解説する。

## 2. 現行の短期売買規制とファンド

### (1) 短期売買規制とは？

短期売買規制とは、上場会社等の役員と、その会社の10%以上の議決権を保有する主要株主に対して課される次のような規制のことである（証券取引法163、164、165）。なお、基本的な規制の枠組みは金融商品取引法でもほぼ同じである（金融商品取引法163、164、165）。

<sup>1</sup> 詳細は、拙稿「集団投資スキームとは？」（2006年5月31日付DIR制度調査部情報）、「集団投資スキームの規制」（2006年6月6日付DIR制度調査部情報）など参照。

**【報告義務】**

その上場会社等の株券などを売買した場合には、翌月 15 日までに内閣総理大臣に報告しなければならない。

**【利益の返還】**

6 ヶ月以内に反対売買を行った場合、会社（ ）からの請求があれば差益を提供しなければならない。

**【空売り等の規制】**

その上場会社等の株券などについて、保有する額を超えて売付けなどを行うこと（一定の調整あり）は、原則、禁止される。

（ ）会社が請求しない場合（厳密には会社の株主が請求を行うことを要求してから 60 日以内に請求を行わない場合）には、その会社の株主が会社に代わって請求することができる。

これらの規制の趣旨は、会社の未公表の重要情報に接触する機会の多い会社役員と主要株主の短期売買を規制することによって、インサイダー取引規制を補完し、その実効性を担保する点にあると説明されている。

**(2) 組合形態のファンドの取扱い**

これまで短期売買規制とファンドとの関係で問題となってきたのは、法人格のない組合形態のファンドが、短期売買規制上の主要株主に該当するかどうか、という点であった。

この点について、従来は、2002 年 7 月 15 日付の証券取引法第 163 条に基づく報告義務に関する「法令解釈に関する照会」と同年 9 月 6 日付の金融庁の回答<sup>2</sup>によって、次のような考え方が示されていた。

民法上の任意組合の保有する株式は、契約に基づいて（その組合の）構成員が共有している。そのため、株主は（その組合ではなく）各々の構成員であり、議決権も（その組合ではなく）各構成員が共有持分に応じて保有する。

従って、仮に組合として発行会社の議決権の 10% 以上を保有することになっても、各構成員が出資割合に応じて報告義務の有無を判断すればよく、組合自体には報告義務はない。

外国のいわゆるパートナーシップ（照会事例ではケイマン諸島の法令に基づくもの）についても基本的に同様に解釈する。

上記の考え方は、つまり、組合形態のファンド自体は、法人格がないため、短期売買規制の適用はない。個々の（組合の）出資者が株式を保有しているものと考えて、短期売買規制の適用の有無を判断するというものである。

例えば、組合形態のファンド全体で上場会社等の議決権の 15% を保有しており、出資者が 3 名でそれぞれの持分が 1/3 ずつであるというケースを考えてみる（4 ページの図表参照）。

<sup>2</sup> 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/common/noact/kaitou/index.html#032>）に掲載されている。

この場合、ファンド全体で見ると 15%保有しているが、上記の考え方に従えば、組合にはそもそも短期売買規制の適用はなく、個々の出資者レベルで判断することとなる。

個々の出資者レベルで見ると、計算上、議決権は 5% (15% × 1/3) しか保有していないこととなる。その結果、個々の出資者も主要株主に該当せず、短期売買規制の適用 (上記の照会事例の場合は売買等の報告義務) もないということになる。

しかし、こうした取扱いについては、ファンドを「隠れ蓑」にした短期売買規制の脱法行為に悪用される危険性があるのではないかと、との指摘がなされていた。こうした指摘を受けて、2005 年 12 月 22 日の金融審議会報告「投資サービス法 (仮称) に向けて」では、次のように従来の取扱いの見直しを求めている。

ファンドが市場において果たす役割が重要性を増すなかで透明性が求められていることに鑑みれば、市場の公正確保の観点から、より実態を反映し、法人格の有無にかかわらず、**ファンド自体について主要株主として位置づける**など、投資サービス法上の規制を適用していくといった整理を進めていくことなどについて検討すべきである。

### 3 . 金融商品取引法による見直し ~ 組合等にも短期売買規制 ~

現行制度の問題点を踏まえて、金融商品取引法では、特例規定を設けて、**組合形態のファンドに対しても短期売買規制を適用する**こととしている (金融商品取引法 165 の 2)。

即ち、次の組合等の財産に属する (上場会社等の) 株式についての議決権割合が 10% 以上の場合には、その組合等を短期売買規制の対象としているのである。当然、組合形態をとるファンドについても、短期売買規制が課されることとなる。

民法上の組合

「投資事業有限責任組合契約に関する法律」に基づく投資事業有限責任組合

「有限責任事業組合契約に関する法律」に基づく有限責任事業組合

これらの組合に類似する団体で政令で定めるもの

基本的な短期売買規制の内容は、前記 2 . (1) で紹介した内容 (報告義務、短期売買差益の提供など) とほぼ同じである<sup>3</sup>。

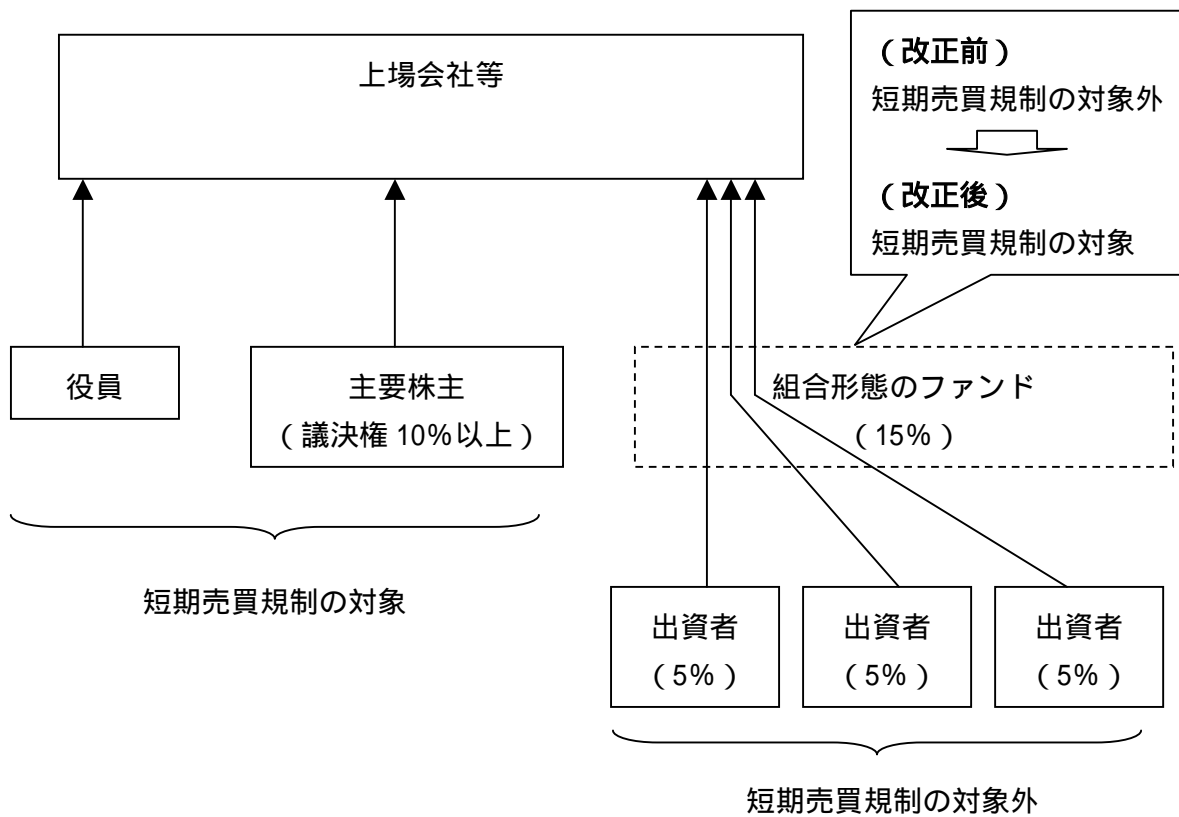
金融商品取引法の下では、組合等に対しても短期売買規制が課されることになることから、ファンドを「隠れ蓑」にした脱法行為を防止することが期待されている。

### 4 . 施行日

金融商品取引法は、公布日 (2006 年 6 月 14 日) から 1 年 6 ヶ月以内の政令指定日から施行される。具体的には、2007 年 7 月からの施行が有力視されている。

<sup>3</sup> なお、差益の提供については、組合財産をもって完済不能な場合や強制執行がその効を奏さなかった場合などには、一定の範囲で、組合員に対して請求することが認められている (金融商品取引法 165 の 2 ~ )。

### 【組合形態のファンドに対する短期売買規制】



( 出所 ) 金融庁資料を基に大和総研制度調査部作成