

# 集団投資スキーム (ファンド)の規制

制度調査部  
横山 淳

金融商品取引法シリーズ 69

## 【要約】

金融商品取引法の下では、新たに、集団投資スキーム持分が「みなし有価証券」として取り扱われることとなる。その結果、各種のファンドも金融商品取引法の規制の対象となる。

その結果、ファンドの販売・勧誘や、主として有価証券・デリバティブでの運用を行うファンド運営者は、原則として、金融商品取引業者として登録し、各種の規制に服する必要がある。

ただし、プロ（適格機関投資家等）を相手方とする場合には、登録義務は課されず、届出のみでよいなど、緩やかな規制となっている。

## 【目次】

1．集団投資スキームとは？.....	1
2．集団投資スキームに関するどのような業務が規制対象となるのか？.....	2
(1)概要.....	2
(2)自己募集.....	2
(3)自己運用.....	3
3．規制の特例が認められる主なケース.....	4
(1)プロ向けファンド.....	4
(2)ファンド運営権限の外部委託.....	6
(3)外国投資ファンド.....	8
(4)一定のファンド・オブ・ファンズ.....	8
4．経過措置.....	9

## 1．集団投資スキームとは？

金融商品取引法の下では、「集団投資スキーム持分」も有価証券とみなされて規制の対象となる(金融商品取引法2条2項5号)。「集団投資スキーム持分」とは、具体的には、次のようなものである<sup>1</sup>。

### 【集団投資スキーム持分】

「集団投資スキーム持分」

= 組合契約等に基づく権利で、出資者が**出資・拠出した金銭**を充てて行う**事業**から生じる**収益の配当**などを受けることができる権利

出資者全員がその事業に関与する場合などを除く

<sup>1</sup> 詳細は拙稿「集団投資スキームの定義の細目」(2007年9月26日付DIR制度調査部情報)参照。



通常「ファンド」（に対する出資等）と呼ばれているものの多くが、この「集団投資スキーム持分」に該当することになる。

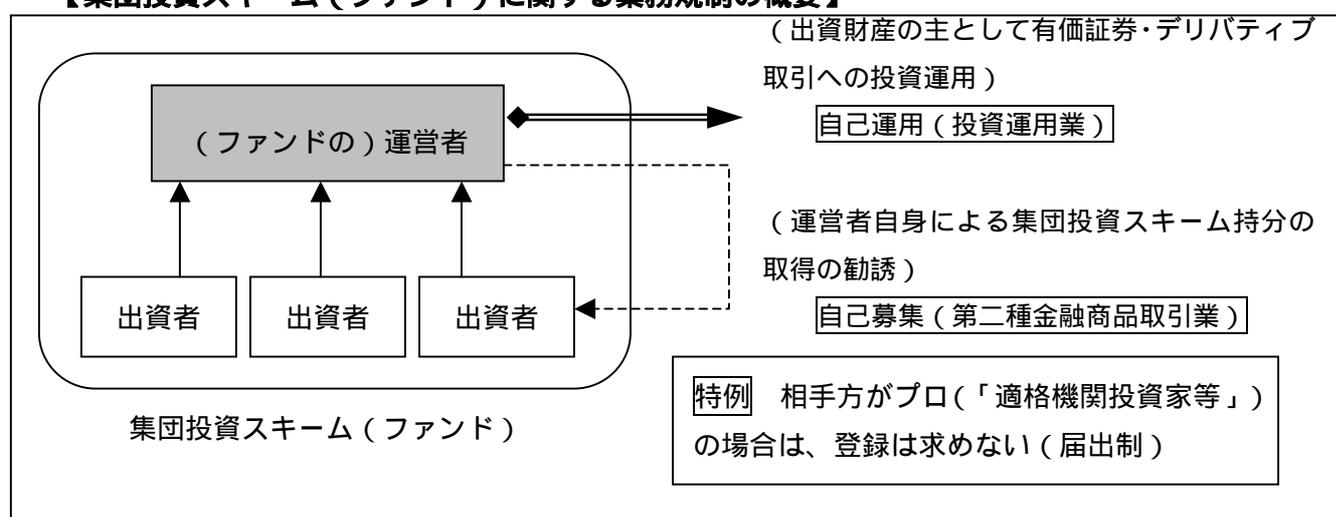
その意味では、金融商品取引法の下での集団投資スキームに対する規制は、いわゆる「ファンド」規制としての性格を持っていると言える。

## 2．集団投資スキームに関するどのような業務が規制対象となるのか？

### (1) 概要

金融商品取引法の下で、集団投資スキーム（ファンド）に関する業務で規制の対象となるものは、主に次の2つである。

#### 【集団投資スキーム（ファンド）に関する業務規制の概要】



（出所）金融庁資料

第一に、ファンド（の持分）の販売・勧誘行為である。ファンドの運営者が、自らこれを行う場合は、集団投資スキーム持分の「自己募集」行為として規制対象となる。

第二に、ファンド資産の主として有価証券・デリバティブ取引への投資運用である。ファンドの運営者が、自らこれを行う場合は、集団投資スキームの「自己運用」行為として規制対象となる。

### (2) 自己募集

ファンド（の持分）が、株券や債券のように転々流通することは希であろう。その意味で、ファンドの販売・勧誘が問題となるのは、通常、ファンドの組成時等に出資者を募る局面（つまり、募集等の局面）ということになるだろう。

前述の通り、金融商品取引法の下では、集団投資スキーム持分は有価証券とみなされる。従って、業者がその顧客にファンド（の持分）を販売・勧誘する行為は、集団投資スキーム持分の「募集若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い」として金融商品取引業に該当する（金融商品取引法2条8項9号）。こうした業者は、原則として、第二種金融商品取引業登録を行わなければならない（金融商品取引法28条2項2号、29条）。

加えて、運営者自らがファンド（の持分）の販売・勧誘を行う場合についても、集団投資スキーム持分の「募集又は私募」（自己募集）として金融商品取引業に該当することとなる（金融商品取引法 2 条 8 項 7 号へ）。この場合、ファンドの運営者は、原則として、第二種金融商品取引業登録を行わなければならない（金融商品取引法 28 条 2 項 1 号、29 条）。

第二種金融商品取引業の登録を行ったファンドの運営者は、金融商品取引業者として金融庁の監督に服することとなる。加えて、ファンド（の持分）の販売・勧誘を行う際には、金融商品取引法に基づいて、例えば、次のような行為規制がファンドの運営者に課されることとなる。

顧客に対する誠実義務（金融商品取引法 36 条）

標識の掲示義務（同 36 条の 2）

広告規制（同 37 条）（ ）

契約締結前の書面交付義務（同 37 条の 3）（ ）

契約締結時の書面交付義務（同 37 条の 4）（ ）

各種の禁止行為（虚偽説明の禁止、断定的判断の提供による勧誘の禁止など、同 38 条）

損失補填の禁止（同 39 条）

適合性原則（同 40 条）（ ） など

（ ） 特定投資家が相手の場合には、適用除外。

### (3) 自己運用

金融商品取引法の下では、業者が投資一任契約などに基づいてファンドの運用を行うことは、投資運用業として金融商品取引業に該当する（金融商品取引法 2 条 8 項 12 号）。こうした業務を営む業者は、原則として、投資運用業登録を行わなければならない（金融商品取引法 28 条 4 項 1 号、29 条）。

加えて、ファンドの運営者自らがファンドの出資財産の運用を行うことも、いわゆる（ファンドの）自己運用として、金融商品取引業に該当する（金融商品取引法 2 条 8 項 14 号）。この場合、ファンドの運営者は、原則として、投資運用業登録を行わなければならない（金融商品取引法 28 条 2 項 1 号、29 条）

投資運用業の登録を行ったファンドの運営者は、金融商品取引業者として金融庁の監督に服することとなる。加えて、ファンドの出資資産の（主として有価証券・デリバティブ取引への）運用を行う際には、金融商品取引法に基づいて、例えば、次のような行為規制がファンドの運営者に課されることとなる。

顧客に対する誠実義務（金融商品取引法 36 条）

忠実義務、善管注意義務（同 42 条）

利益相反行為の禁止（同 42 条の 2）

運用報告書の交付義務（同 42 条の 7）（ ） など

（ ） 特定投資家が相手の場合には、適用除外。

### 3. 規制の特例が認められる主なケース

#### (1) プロ向けファンド

##### a. プロ向けファンド業務（適格機関投資家等特例業務）とは

前記2.の通り、ファンドの運営者が自己募集や自己運用を行う場合には、原則として、第二種金融商品取引業や投資運用業の登録を行い、各種の規制に服する必要がある。しかし、「プロ」を相手方とするファンドの場合には、規制が緩和されている。

具体的には、次に掲げる業務（適格機関投資家等特例業務）については、金融商品取引業の登録を免除することとされている（金融商品取引法 63 条 1 項、金融商品取引法施行令（以下、施行令）17 条の 12）。

1 名以上（ 1 ）の適格機関投資家と 49 名以下（ 2 ）の一般投資家のみを相手方（ 3 ）として行う集団投資スキーム持分の私募（ 4 ）

出資者が 1 名以上（ 1 ）の適格機関投資家と 49 名以下（ 2 ）の一般投資家のみで構成される（ 3 ）集団投資スキームの出資・拠出財産の（主として有価証券・デリバティブ取引への）運用

- （ 1 ）金融庁の担当官は、ファンドの実質的運営者以外の出資者の内に適格機関投資家がいなければならぬ趣旨と説明している<sup>2</sup>。
- （ 2 ）金融庁の担当官は、一般投資家の「49 名以下」という人数については、取得勧誘の相手方の数ではなく、取得勧誘に応じることにより有価証券を所有することとなる人数であると説明している<sup>3</sup>。つまり、「勧誘者数」ではなく「保有者数」で判定されるということである。
- （ 3 ）資産対応証券を適格機関投資家以外の者が取得している特定目的会社や適格機関投資家以外の者を匿名組合員とする匿名組合の営業者等に該当しない者に限る。
- （ 4 ）上記以外の者が権利を取得するおそれが少ない場合に限る。具体的には、次のもの。
- 1.（取得勧誘に応じる取得者が適格機関投資家の場合）契約等により、権利を適格機関投資家に譲渡する場合以外の譲渡が禁止される旨の制限が付されていること
  - 2.（取得勧誘に応じる取得者に一般投資家が含まれている場合）次のいずれの条件も満たすもの
    - イ 契約等により、権利を取得し又は買い付けた者が、その権利を一括して他の者に譲渡する場合以外の譲渡が禁止される旨の制限が付されていること
    - ロ その権利の取得勧誘に応じて取得する一般投資家の人数とその 6 ヶ月以内に発行された同種の新規発行権利の取得勧誘に応じて取得した一般投資家人数との合計が 49 名以下となること

上記 がプロ向けファンドの自己募集業務、 がプロ向けファンドの自己運用業務に対応するものと言えるだろう。

##### b. プロ向けファンドの届出義務

適格機関投資家特例業務を行うファンドの運営者は、前述の通り、金融商品取引法に基づく業者登録（第二種金融商品取引業、投資運用業）は不要とされている。しかし、所定の事項を内閣総理大臣（実際には財務局長）に届け出ることが義務付けられている（金融商品取引法 63 条 2 項、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、金融商品取引業等府令）236 条）。

具体的には、次の事項を記載した届出書（様式第 20 号）に、写しを添付して、その者の本店等の所在地を管轄する財務局長（所在地が福岡財務支局の管轄区域内にある場合は福岡財務支

<sup>2</sup> 松尾直彦（東京大学公共政策大学院客員教授）・松本圭介（金融庁総務企画局総務課課長補佐）「金融商品取引法制の政令・内閣府令等の概要」（『商事法務』No.1807、2007 年 8 月 5 日）p.41。

<sup>3</sup> 松尾直彦・松本圭介「金融商品取引法制の政令・内閣府令等の概要」（『商事法務』No.1807、2007 年 8 月 5 日）p.41

局長、国内に営業所等を有しない場合は関東財務局長)に提出することとされている(金融商品取引法 63 条 2 項、施行令 17 条の 13、金融商品取引業等府令 236、237、238 条)。

商号、名称、氏名

法人であるときは、資本金の額・出資の総額

法人であるときは、役員( 1 )の氏名・名称

政令で定める使用人があるときは、その者の氏名。なお、政令で定める使用人とは、適格機関投資家等特例業務の届出を行おうとする者の使用人で下記のいずれかに該当する者

イ 適格機関投資家等特例業務に関し、法令等を遵守させるための指導に関する業務を統括する者

ロ その他前記イに準ずる者として内閣府令で定める者。具体的には、部長、次長、課長その他いかなる名称を有する者であるかを問わず、前記イの業務を統括する者の権限を代行し得る地位にある者

ハ 適格機関投資家等特例業務に関して、運用を行う部門を統括する者

ニ その他前記ハに準ずる者として内閣府令で定める者。具体的には、金融商品の価値の分析に基づく投資判断を行う者

業務の種別

主たる営業所・事務所の名称・所在地

他に事業を行っているときは、その事業の種類

その他内閣府令で定める事項。具体的には下記の事項

投資事業有限責任組合権利に関する適格機関投資家等特例業務( 2 )を業として行う場合はその旨

( 1 ) 外国法人にあっては、国内における代表者を含む。

( 2 ) 厳密には、金融商品取引法 194 条の 6 第 3 項各号に掲げる行為と定められている。

上記の届出事項に変更があった場合などにも、遅滞なく、変更等の届出を行うことが義務付けられている(金融商品取引法 63 条 3 項など)。

### c. プロ向けファンドの規制

適格機関投資家等特例業務について届出を行ったファンドの運営者(特例業務届出者)に対して課される規制は、(届出義務を除けば)次のものがある。

虚偽説明の禁止(金融商品取引法 63 条 4 項)

損失補填の禁止(同)

本人確認義務等(金融機関等による顧客等の本人確認等及び預金口座等の不正な利用の防止に関する法律施行令 1 条 1 号、2 条 9 号)

疑わしい取引の届出義務(マネーロンダリング防止、疑わしい取引の届出に関する政令 1 条 2 項、2 条 10 号)

一般投資家向けのファンドと比べると規制は極めて限定的であると言えるだろう。

#### d. プロ向けファンドに対する監督権限

適格機関投資家等特例業務について届出を行ったファンドの運営者(特例業務届出者)に対して、内閣総理大臣(実際は、金融庁長官及び証券取引等監視委員会に委任、金融商品取引法194条の7第3項、施行令38条の2第2項)は、一定の監督権限を行使することができる。

具体的には、内閣総理大臣(実際は、金融庁長官及び証券取引等監視委員会)は、特例業務届出者の業務状況を確認するため特に必要があると認めるときは、その必要の限度において、次の権限を行使することができる(金融商品取引法63条7、8項)。

次の者に対し、前記 b.の届出に関し参考となるべき報告・資料の提出を命じること(いわゆる報告徴求権限)

- 特例業務届出者
- 特例業務届出者と取引をする者
- 特例業務届出者から業務の委託を受けた者

職員に次の者の営業所、事務所その他の施設に立ち入らせ、前記 b.の届出に関して質問させ、書類その他の物件の検査(前記 b.の届出に関し必要なものに限る)をさせること(いわゆる立入検査権限)

- 特例業務届出者
- 特例業務届出者から業務の委託を受けた者

なお、金融庁は、上記の報告徴求権限に基づいて、(業者登録が義務付けられる一般投資家向けファンドだけではなく)特例業務届出者に対しても、『ファンド名、ファンドの種類、運用財産総額の3点のモニタリング調査』を行うことを予定している(金融庁「平成19事務年度金融商品取引業者等向け監督指針」)。

これは「調査を通じて全体的な動向を把握するとともに、これを契機として業者との対話を進め、業界の実態を常時把握、調査・分析し、将来のリスクの顕在化を見越した早めの対応」を行う趣旨だと説明されている(同前)。

#### (2) ファンド運用権限の外部委託

ファンドの運営者が、ファンドの出資財産の運用権限を外部委託した場合、ファンドの運営者自身が、ファンドの自己運用(前記2(3))について投資運用業登録を行う義務は免除される。

具体的には、集団投資スキームの自己運用であっても、その運営者が、金融商品取引業者等との間で投資一任契約を締結し、その契約に基づいて、出資者のために運用を行う権限の全部を委託する場合は、一定の要件の下で「金融商品取引業」からの適用除外を認めることとされている(金融商品取引法2条8項括弧書、施行令1条の8の3第1項4号、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令(以下、定義府令)16条1項10号)。

上記の登録義務免除が認められるためには、次の要件を満たす必要がある(定義府令16条1項10号)。

出資契約等において、次の事項の定めがある。

- 運用を行う権限の全部を委託する旨
- (委託先の)金融商品取引業者等の商号・名称

(委託に当たっての)投資一任契約の概要

投資一任契約の報酬を運用財産から支払う場合は、報酬の額( 1 )

出資契約等及び投資一任契約において、次の事項の定めがある

(委託先の)金融商品取引業者等は、出資者のために忠実に投資運用業を行わなければならないこと

(委託先の)金融商品取引業者等は、出資者に対し、善良な権利者の注意をもって投資運用業を行わなければならないこと

次の条件を満たさなければ、自己、その取締役・執行役、その運用を行う他の運用財産との間における取引を行うことを内容とした運用(いわゆる自己取引等)を行うことができない旨( 2 )

個別の取引ごとに全ての出資者に取引の内容及び取引を行おうとする理由の説明を行う  
出資者から一定の同意手続( 3 )を得ること

(ファンドの)運営者が、(ファンドの)運用財産と自己の固有財産及び他の運用財産を分別管理し、その管理を(委託先の)金融商品取引業者等が監督すること

(委託先の)金融商品取引業者等が、出資契約等の成立前に、(ファンドの)運営者に関する次の事項を所管金融庁長官等に届け出ること

商号、名称・氏名

法人であるときは、資本金の額・出資の総額

法人であるときは、役員( 4 )の氏名・名称

法令、法令に基づく行政官庁の処分、定款その他の規則を遵守させるための指導に関する業務を統括する使用人又はその権限を代行し得る地位にある使用人があるときは、これらの者の氏名

主たる営業所・事務所の名称・所在地

他に事業を行っているときは、その事業の種類

前記の届出事項に変更があったときは、(委託先の)金融商品取引業者等が、遅滞なく、その旨を所管金融庁長官等に届け出ること

( 1 ) 予め報酬の額が確定していない場合は、報酬の額の計算方法。

( 2 ) 金融商品取引業等府令 128 条 1、3 号(自己取引等の禁止の適用除外)、129 条 1、3 号(運用財産相互間取引の禁止の適用除外)に該当するものを除く。

( 3 ) 原則、すべての出資者の同意が必要とされている。ただし、同意しない出資者に解約請求権を認めるなど一定の要件を満たす場合には、全出資者の半数以上(これを上回る割合を定めることも可能)かつ全出資者の対象権利の 3 / 4 以上(これを上回る割合を定めることも可能)の多数の同意とされている。

( 4 ) 外国法人にあっては、国内における代表者を含む。

なお、運用ではなく、販売(私募)を外部委託する場合について、ファンドの運営者自身が、ファンドの自己募集(前記 2 (3))について、第二種金融商品取引業登録を行う義務があるか否かについては、明文の規定はない。

この点について、金融庁は「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(以下、「考え方」)の中で、取得勧誘を第三者に委託して自らは全く行わない場合は、登録義務が免除されるという見解を示している。詳細は下記の通りである。

金商法第 2 条第 8 項第 7 号イ～トに掲げる有価証券の発行者が、その取得勧誘(同条第 3 項)を第三者に委託して自らは全く行わない場合には、「有価証券の自己募集(私募)」(同条第 8 項第 7

号)を行っているとは認められず、「有価証券の自己募集(私募)」に係る金融商品取引業の登録を受ける必要はないものと考えられます。なお、当該発行者が「取得勧誘を全く行わない」かどうかは、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられます。

(出所)金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」

### (3)外国投資ファンド

一定の外国ファンドについては、金融商品取引法上の「金融商品取引業」に該当しないものとして、投資運用業の登録義務や適格機関投資家等特例業務の届出義務が免除されている。

登録・届出義務免除の対象となるのは、外国集団投資スキーム(外国投資ファンド)であって、出資を行うわが国の居住者が適格機関投資家などに限られ、かつ、その規模も限定的である場合の、その外国投資ファンド運営者自身が行うファンドの自己運用(前記2(3))である。

具体的には、外国集団投資スキーム(外国投資ファンド)の自己運用であって、次の要件を充たすことが要件となる(金融商品取引法2条8項括弧書、施行令1条の8の3第1項4号、定義府令16条1項13号)。

その外国投資ファンドへの出資者のうちわが国の居住者である者(直接出資者)が、適格機関投資家又は特例業務届出者(前記3(1))に限られること

その外国投資ファンドに対する投資事業を行う(国内)集団投資スキーム(いわゆるファンド・オブ・ファンズ)の出資者(間接出資者)が適格機関投資家に限られること

直接出資者の数( )と間接出資者の数の合計が10名未満であること

直接出資者からの出資額が、その外国投資ファンドの出資総額の1/3以下であること

( )間接出資者から出資・拠出を受けた財産を充てて、その外国投資ファンドに対する投資事業を行う、又は行おうとする者を除く。

### (4)一定のファンド・オブ・ファンズ

親ファンドが調達した資金を子ファンドに出資し、実質的な運用を子ファンドが行うようないわゆる「ファンド・オブ・ファンズ」の場合、子ファンドの直接の出資者は親ファンドなどに限定されるものの、実質的には親ファンドの出資者が子ファンドに間接的に出資していることとなる。

そこで、金融商品取引法は、親ファンドの出資者に1人でも一般投資家がいる場合、ファンド・オブ・ファンズの子ファンドについては、原則として、適格機関投資家等特例業務の特例(登録義務の免除、届出制の適用)を認めないこととしている(金融商品取引法63条1項1号イ、ロ、ハ、金融商品取引業等府令235条)<sup>4</sup>。これは『プロ向けファンド業務の届出制の潜脱的な取扱いを防ぐ観点』と説明されている<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 厳密には、資産対応証券を適格機関投資家以外の者が取得している特定目的会社や適格機関投資家以外の者を匿名組合員とする匿名組合の営業者などは、適格機関投資家等特例業務の特例の適用要件となる「適格機関投資家等」から除外されている。

<sup>5</sup> 松尾直彦・堀弘・酒井敦史・平下美帆・館大輔・篠宮寛明・大越有人「金融商品取引法制の政令案・内閣府令案等の概要」(『金融法務事情』No.1803、2007年5月25日)p.14。

ただし、例外として、次のいずれかの場合については、親ファンド・子ファンドの出資者を合せて人数要件（1名以上の適格機関投資家＋49名以下の一般投資家）を充たせば、子ファンド運営者（この場合は親ファンド運営者と同一）について、適格機関投資家等特例業務の特例（届出制）の適用を認めることとしている（金融商品取引業等府令235条2号イ、ロ）。

親ファンドが投資事業有限責任組合（LPS）・有限責任事業組合（LLP）（1）である場合（2）

親ファンド・子ファンドの運営者が同一の場合

（1）これらに類する外国の法令に基づく契約を含む。

（2）親ファンド運営者が投資運用業登録業者である場合は、親ファンドの出資者はカウントしない。

その他、いわゆる2層構造不動産ファンド<sup>6</sup>について、親ファンド運営者が予め子ファンド運営者に関する所要の事項を当局に届け出るなど一定の要件を充たす場合は、子ファンドの運営者の登録義務（投資運用業）を免除する特例が設けられている（定義府令16条1項11号）

## 4. 経過措置

金融商品取引法施行の際に、現に集団投資スキーム（ファンド）について「金融商品取引業」を行っている者については、原則、6ヶ月間の経過措置が設けられている（証券取引法等の一部を改正する法律附則17、49条）。

つまり、既存のファンド運営者については、『施行日後6ヶ月（当該期間中に登録申請をした場合には、審査結果の通知を受けるまでの期間）は、引き続き、「第二種金融商品取引業」や「投資運用業」に係る登録を受けずに、当該業務を行うこと』（金融庁「考え方」）が認められるということである。

更に、金融商品取引法施行後は出資の勧誘は行わず、運用のみを行っているファンドの運営者に対しては、（投資運用業登録なしで）届出により業務を継続できる特例が設けられている。

即ち、金融商品取引法施行日前に、出資の募集が終了している集団投資スキーム（ファンド）の自己運用については、施行日後3ヶ月以内に届出を行えば、引き続きそのファンドについての自己運用業務を行うことができるとされている（同法附則48条）。

また、金融商品取引法施行の際に、現に適格機関投資家等特例業務を行っている者については、（事前の届出は必要ではなく）施行日後3ヶ月以内に届出を行えばよいこととされている（同法附則49条）。

ただし、これらの経過措置は、登録・届出に要する事務・対応に配慮したものである。6ヶ月（あるいは3ヶ月）の無資格営業を認容する趣旨ではないことは言うまでもない。

金融庁も「考え方」の中で、（経過措置は）『施行日後に登録申請を行うことを想定しているものですから、「登録申請を行う予定はない」にもかかわらず、登録することなく6ヶ月「継続」又は「新規受託」することは、当該規定の趣旨を潜脱するものとして許容されないものと

<sup>6</sup> 不動産信託受益権を投資対象とするファンド・オブ・ファンズで、親ファンド・子ファンドとも匿名組合で、子ファンドの出資者は一の親ファンドに限定されるもの。

考えられます』との見解を明らかにしている。