

2010 年 12 月 1 日 全 6 頁

ファンド規制の見直し案

資本市場調査部 制度調査課
横山 淳

2010 年金商法改正関連シリーズ

[要約]

- 2010 年 10 月 22 日、金融庁は「平成 22 年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の公表について」を取りまとめた。これは 5 月に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」のうち公布後 1 年以内の政令指定日に施行する事項を中心にその細目案などを定めるものである。
- わが国の金融商品取引法の下では、いわゆるヘッジファンドの運用形態は、原則、金融商品取引業者として登録義務が課されている。いわゆるプロ向けファンド業務（適格機関投資家等特例業務）については登録義務が免除されているものの、その代わり届出が義務付けられている。その意味では、欧米で進められているヘッジファンド規制問題について、わが国では既に一定の対応が行われていると見ることもできる。
- そのため、今回の政・府令案での見直しも、制度の枠組みは変更せず、外国投資信託を国内から直接設定・指図する運用形態を新たに規制対象に加えることとしている。
- 施行日は 2011 年 4 月 1 日が予定されている。

はじめに

○2010 年 10 月 22 日、金融庁は「平成 22 年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案の公表について」（以下、政・府令改正案）を取りまとめた¹。これは 2010 年 5 月 12 日に成立（公布は 2010 年 5 月 19 日）した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（以下、改正法）²の細目案などを定めるものである。

○改正法は、いわゆる金融危機を受けた国際的な議論や、わが国での処分事案から明らかになった投資者保護上の問題などを受けて、2010 年 1 月 21 日に金融庁がとりまとめた『金融・資本市場に係る制度整備について』³を踏まえて、金融商品取引法などの改正を行ったものである。その主な内容を挙げると次のようになる。

¹ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/22/syouken/20101022-2.html>）に掲載されている。

² 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/174/index.html>）に掲載されている。

³ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7.html>）に掲載されている。なお、拙稿「金融・資本市場の制度整備」（2010 年 1 月 26 日付レポート）も参照。

(1) 店頭デリバティブ取引等の決済の安定性・透明性の向上

- ①一定の店頭デリバティブ取引等について清算機関の利用の義務付け（いわゆる清算集中）
- ②清算関連の基盤整備
- ③取引情報保存・報告制度の創設

(2) 証券会社の連結規制・監督の導入等

- ①金融商品取引業者に対する主要株主規制の強化
- ②一定規模以上の第一種金融商品取引業者に対する連結規制・監督の導入
- ③保険会社又は保険持株会社グループに対する連結財務健全性基準（連結ソルベンシー・マージン基準）の導入（保険業法の改正）

(3) その他の投資者保護のための措置

- ①裁判所の禁止・停止命令に違反した法人に対する罰則（両罰規定）
- ②当局による破産手続開始の申立権の範囲を金融商品取引業者全般に拡大（金融機関等の更生手続の特例等に関する法律の改正）
- ③信託業の免許取消し等の際の当局による新受託者選任等の申立権の整備（信託業法の改正）

○今回の政・府令改正案では、これらの事項のうち公布後 1 年以内の政令指定日に施行する項目を中心に、次のような事項が盛り込まれている。

①清算関連の基盤整備

—清算機関の最低資本金、外国清算機関の直接参入・リンク参入の審査基準など

②証券会社の連結規制・監督

—連結規制・監督の対象、報告事項など

③ヘッジファンド規制の見直し

—外国投資信託を国内から直接設定・指図する運用形態を規制対象に

④地方公共団体に係る特定投資家制度の見直し

—地方公共団体を「アマへ移行可能なプロ」から「プロに移行可能なアマ」に分類を変更

⑤デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等の見直し

—個人向け店頭デリバティブ取引全般について、一定の例外を除き、不招請勧誘等を禁止

⑥不動産デリバティブ取引に対する規制の導入

—不動産インデックス等のデリバティブ取引を業規制・行為規制の対象に

⑦その他

—事業型ファンドに関する契約締結前交付書面の記載事項の見直し、有価証券関連以外の外国市場デリバティブ取引に係る規制の明確化など

○本稿では、これらのうち「③ヘッジファンド規制の見直し」について紹介する。

1. 背景

(1) 金融商品取引法とファンド規制

○2006 年に成立した「証券取引法等の一部を改正する法律」により、当時の証券取引法を母体に、「投資者保護のための横断的な法制（いわゆる投資サービス法）」として現行の金融商品取引法が制定された。その際に、いわゆるファンド規制についても整備がなされている。

○具体例を挙げると、例えば、投資媒体（ヴィークル）の法形式を問わない包括的な「集団投資スキーム」の概念を導入し、その持分を有価証券とみなして、金融商品取引法の適用対象と定めている（金融商品取引法 2 条 2 項 5 号など）。

○また、ファンドの運用と関連の深い次の行為を「金融商品取引業」と定めて、これらを業として行うためには、原則、内閣総理大臣の登録を受けて、「金融商品取引業者（投資運用業）」としての規制に服することが義務付けられている（金融商品取引法 2 条 8 項 12、14、15 号、28 条 4 項、29 条など）。

- ◇投資一任契約、投資法人との資産運用委託契約等に基づき、有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、金銭その他の財産の運用を行うこと
- ◇有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、投資信託等に拠出された金銭その他の財産の運用を行うこと
- ◇有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、受益証券発行信託の受益証券、信託の受益権、集団投資スキーム持分等の保有者から出資、拠出された金銭その他の財産の運用を行うこと

○こうした「金融商品取引業者（投資運用業）」の登録義務は、専ら「プロ」を相手方とするいわゆるプロ向けファンドに関する業務（適格機関投資家等特例業務）については免除されている。その代わり、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）。

○加えて、適格機関投資家等特例業務の届出者に対しては、顧客の本人確認や疑わしい取引の届出（いわゆるマネーロンダリング防止）などの義務が課されているほか（犯罪による収益の移転防止に関する法律 2 条 2 項 22 号、4 条、9 条など）、当局による報告徴求や立入検査の対象にもなり得ることとされている（金融商品取引法 63 条 7、8 項）。

(2) 近時の国際的な議論とその対応

○金融危機以後、世界的にはヘッジファンドに対する規制強化の流れが顕著である。

○例えば、2009 年 6 月に、各国の市場監督当局等の国際機関である証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions、IOSCO) の専門委員会が、ヘッジファンド等を義務的な登録の対象とすべきことを含む、報告書 (“Hedge Funds Oversight Final Report”) を発表している⁴。また、米国では、2010 年 7 月に成立したドッド・フランク法 (“Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”) において、小規模なものなど一定の例外を除き、ヘッジ

⁴ IOSCO のウェブサイト (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>) に掲載されている。なお、拙稿「IOSCO のヘッジファンド規制原則」（2009 年 7 月 24 日付レポート）も参照。

ファンド等に対して 1940 年投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）に基づく登録義務を課すこととしている（ドッド・フランク法§403 による 1940 年投資顧問法§203(b)など）⁵。更に、EU でも欧州議会が 2010 年 11 月に AIFM（alternative investment fund managers）の認可制（authorisation）を含むヘッジファンド規制を可決している⁶。

○こうした国際的な動きに対して、わが国においては、金融商品取引法上、既に前記(1)のような一定の対応がなされているとの考えが支配的である。例えば、金融庁がとりまとめた前述の『金融・資本市場に係る制度整備について』も、わが国の現状について次のように整理している。

投資一任運用者及び投資信託運用業者についてはすべて登録制の下、集団投資スキーム（自己運用）については原則登録制（プロ向けについては届出制）の下、それぞれ規制されている。届出制における対象者に対しても、報告徴取等の監督が実施されており、国際的に見ると、「登録」に相当する実態を備えている。

○こうした立場を受けて、今回の政・府令改正案も、ヘッジファンドに対する規制制度の枠組みは変更せず、規制の「穴」を塞ぐための小規模かつ技術的な変更にとどまっている。具体的には、『金融・資本市場に係る制度整備について』の指摘する次の点に対応するものである。

外国投資信託を国内から直接設定・指図する運用形態（投資一任運用業務と整理されるものを除く。）については、現在の金融商品取引法による規制の対象外となっているが、この形態によるヘッジ・ファンドの運用も、ごく一部に見られる。従って、これを行う者を、登録対象とすることとする。

○ただ、将来的には、国際協調の観点から各国の規制の流れを受けて、わが国においても、ファンド運用者に対する報告義務を中心とした更なる見直しが行われる可能性があるといえるだろう。

○こうした前提に立った上で、『金融・資本市場に係る制度整備について』は、わが国におけるヘッジファンド規制の中心論点を次のように指摘している。

我が国として検討すべき中心論点は、既に登録されたヘッジ・ファンド運用者に対する報告事項の拡充である。……中略……ヘッジ・ファンド運用者から当局に対する報告については、国際的な議論等を踏まえ、また、運用者の事業実態を勘案しつつ、運用財産のリスク管理状況等を継続的に当局へ報告する等の報告事項の拡充を、各国と協調して行う必要がある。

2. 登録義務の拡大（外国投資信託を国内から直接設定・運用する形態）

○金融商品取引法の下、ファンド等の運用に関わる行為として、原則、内閣総理大臣の登録を受けることが義務付けられる「金融商品取引業（投資運用業）」としては、次のものが挙げられている（金融商品取引法 2 条 8 項 12、14、15 号）。

⁵ ドッド・フランク法については、拙稿「米国金融規制改革法（ドッド＝フランク法）成立」（2010 年 7 月 22 日付レポート）など参照。

⁶ 欧州におけるヘッジファンド規制の議論については、鈴木利光（ロンドンリサーチセンター）「【連載⑥】ヘッジファンド規制（欧州）」（2010 年 11 月 4 日付レポート）、同「EU ヘッジファンド規制、2013 年 1 月より適用」（2010 年 11 月 26 日付レポート）など参照。

- ①投資一任契約、投資法人との資産運用委託契約等に基づき、有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、金銭その他の財産の運用を行うこと
- ②有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、投資信託等に拠出された金銭その他の財産の運用を行うこと
- ③有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、受益証券発行信託の受益証券、信託の受益権、集団投資スキーム持分等の保有者から出資、拠出された金銭その他の財産の運用を行うこと

○これらのうち、今回の政・府令改正案で対象範囲が拡大されるのは前記②である。

○前記②はいわゆる投資信託等運用業務と呼ばれる業務類型であるが、その具体的な範囲の画定は政令（金融商品取引法施行令）に委任されている。今回の政・府令改正案は、この点を次のように見直すことを予定している（政・府令改正案による金融商品取引法施行令 1 条の 11）。

現行	改正案
（金融商品取引法第 2 条）第 1 項第 10 号に 規定する投資信託の受益証券 に表示される権利	（金融商品取引法第 2 条）第 1 項第 10 号に 掲げる有価証券 に表示される権利

○即ち、現行の金融商品取引法施行令の下では、前記②の業務類型の対象となるのは、原則、国内投資信託（「金融商品取引法 2 条 1 項 10 号に規定する投資信託の受益証券」）の運用のみであるのに対して、政・府令改正案では、いわゆる外国投資信託を含む投資信託全般（「金融商品取引法 2 条 1 項 10 号に掲げる有価証券」）の運用を対象としている。

○ただし、今回の政・府令改正案では、別途、「金融商品取引業」から除外する行為として次のものを定めている（政・府令改正案による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 16 条 1 項 9 号の 2）。

法第二条第八項第十四号（筆者注：前記②の業務類型のこと）に掲げる行為のうち、外国の法令に準拠し、外国において投資運用業（同号に掲げる行為を行う業務に限る。）を行う者が、外国投資信託の受益証券に表示される権利を有する者から拠出を受けた金銭その他の財産の運用を行うもの

○つまり、外国業者が母国法等に基づいて外国投資信託を国外で設定・指図する運用形態については、そもそもわが国の金融商品取引法に基づく「金融商品取引業」の範囲から除外され、登録義務などの適用もないこととなる。

○その結果、今回の政・府令改正案によって、新たに登録義務を含めた規制の対象として想定されるのは、基本的に「外国投資信託を国内から直接設置・指図する運用形態」⁷ということになるだろう。

⁷ 金融庁総務企画局・監督局「平成 22 年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の概要」（2010 年 10 月）。金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/news/22/syouken/20101022-2/01_b.pdf）に掲載されている。

これは、前記 1. (2) で紹介した『金融・資本市場に係る制度整備について』の考え方に則したものと考えられる。

3. 施行日

- ヘッジファンド規制の見直しに関する改正については、**公布日から 1 年以内の政令指定日**から施行することとされている（改正法附則 1 条、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等の一部を改正する内閣府令案附則 1 条）。
- 具体的な日程について、金融庁は今回の政・府令改正案の中で、**2011 年（平成 23 年）4 月 1 日**を予定していることを明らかにしている。