

## 第二種金融商品取引業の研究\*

名古屋大学  
松 中 学

### 1. はじめに

本稿は、金商法が規律の対象とする金融商品取引業のうち、第二種金融商品取引業について論じるものである。第二種金融商品取引業を定める金商法 28 条 2 項は、流動性の低い有価証券などについての売買やその仲介、募集または私募を規律するとされている<sup>1)</sup>。もっとも、流動性の低さのみで全てを説明できるのかは疑問も残り、雑多な行為を規定するようにみえる。このように、第二種金融商品取引業は、第一種金融商品取引業と比べても統一的な性格の把握は難しい。

そこで、規制の内容に加えて現実の第二種金融商品取引業の使われ方も踏まえて、第二種金融商品取引業を何らかの形で統一的に捉えられないかというのが第一の問題意識である。第二に、より具体的な規制内容との関係では、第二種金融商品取引業の中でも特徴的な集団投資スキーム持分等の自己募集・自己私募が、なぜ今あるように第二種金融商品取引業として規律されているのかについて、規制の手法という観点から説明を試みる(それぞれの詳細な問題の設定は 3.1 と 4.1 で述べる)。

なお、本稿では法令名について、以下の略称を用いる。また、紛らわしい表示を避けるため、法令名は逐一示し、文献等からの引用を除き、「同法」「同条」といった語句は用いない。金商法の立法過程の資料のうち、「第一部会報告」は 2005 年(平成 17 年)12 月 22 日の金融審議会金融分科会第一部会の報告を指し(注 1 参照)、「中間整理」は 2005 年(平成 17 年)7 月 7 日の同部会によるもの(注 17 参照)を指す。

金商法：金融商品取引法

金商法施行令：金融商品取引法施行令

金商業府令：金融商品取引業等に関する内閣府令

定義府令：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

兼営法：金融機関の信託業務の兼営等に関する法律

商品ファンド法：商品投資に係る事業の規制に関する法律

\* 日本証券業協会 JSDA キャピタルマーケットフォーラムの参加者の方々から、多くの貴重なご指摘を賜った。また、事務局には資料の手配等も含め、手厚いご配慮を賜った。記して感謝申しあげる。

1) 金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法(仮称)に向けて」(平成 17 年 12 月 22 日) 12 頁 [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\_kinyu/siryou/kinyu/dail/f-20051222\_d1sir/b.pdf (以下、「第一部会報告」)] は、「投資商品のうち、流動性の低い商品(私法上の有価証券とされているもの及び社債などの振替制度の対象となっているもの以外の権利)についての売買、売買の媒介・取次ぎ・代理、募集・私募・売出し若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い(引受け業務は含まれない)」としていた。

## 2. 金商法における第二種金融商品取引業の意義

### 2. 1 金商法の適用を画する諸概念

金商法は、投資の対象となるもの全てを規制するのではなく、そのうち有価証券(金商法2条1項・2項)またはデリバティブ取引(金商法2条20項参照)を規制の対象としている(図1矢印①)<sup>2)</sup>。以下、次段落の説明ではデリバティブ取引は省略し、有価証券に該当する場合を考える。

ある投資対象が有価証券に該当する場合でも、金商法は全ての規制をセットで適用するわけではない。金商法は、おおむね業規制、不公正取引規制、開示規制に分けて適用範囲を画しており、それぞれの規制を適用するには、別途、一定の行為などが必要になる(図1矢印②)。金融商品取引業に対する業規制であれば金商法2条8項各号に掲げられた行為、開示規制であれば募集・売出しという行為や投資者数等の要件(金商法4条1項・2条3項1号・3号・金商法施行令1条の5・1条の7の2、金商法24条1項4号・金商法施行令3条の6第6項など)、不公正取引規制であれば一定の取引(市場を介する必要があるかは規制によって異なる)である。

本稿の検討対象である金融商品取引業は金商法2条8項に定められており、(1)有価証券またはデリバティブ取引について、(2)販売・勧誘、助言・代理または運用のいずれかを、(3)業とする場合に該当することとなる。金融商品取引業に該当すれば、金商法29条以下の規制が適用される。金融商品取引業は、その内容(対象や行為の種類)に応じて、第一種金融商品取引業(金商法28条1項)、第二種金融商品取引業(金商法28条2項)、投資助言・代理業(金商法28条3項)または投資運用業(金商法28条4項)に分類されている。

### 2. 2 第二種金融商品取引業の定義

第二種金融商品取引業は、次のいずれかの行為を業として行うことである(金商法28条2項柱書)。

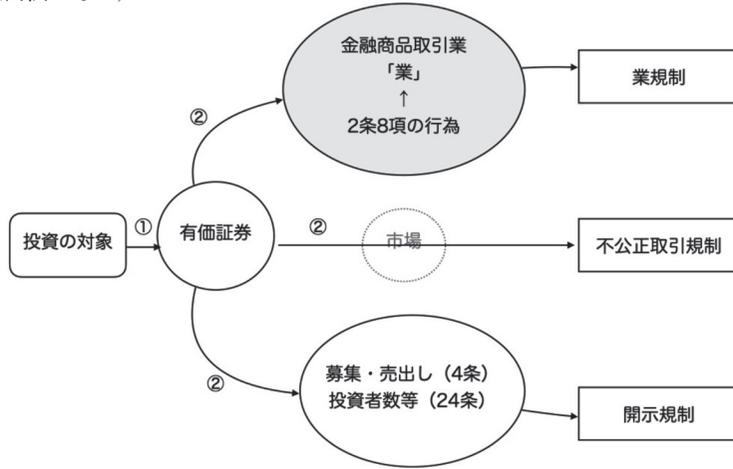
- ①投資信託や集団投資スキーム持分等の自己募集・自己私募(金商法28条2項1号、2条8項7号)。対象となる有価証券については、下で詳述する。
- ②流通性の低い有価証券である金商法2条2項各号のみなし有価証券(第二項有価証券)についての次の行為。売買(金商法2条2項1号)またはその媒介、取次ぎもしくは代理(金商法2条2項2号)<sup>3)</sup>、取引所金融商品市場または外国金融商品市場における売買の媒介、取次ぎもし

2) 神田秀樹「金融商品取引法総論——法の構造と有価証券概念」ジュリスト1368号(2008)2頁、7頁〔以下、「神田2008」〕参照。デリバティブ取引については、開示規制の対象にはならず、業規制と金融商品市場の規制などの中で規制が設けられている。山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説〔第2版〕』(有斐閣、2017)50頁〔山下〕。

3) 信託受益権または外国信託受益権の販売のうち、販売者が勧誘の全部を金融商品取引業者等に委託する場合は、金融商品取引業に当たらない(金商法2条8項柱書、金商法施行令1条の8の6第1項4号、定義府令16条1号)。また、信託業法上の免許を受けた信託会社については二重規制の排除のための調整が行われている(金商法65条の5。また、兼営法2条3項)。神作裕之「商事信託と金融商品取引法」信託法研究45号(2021)49頁、55頁参照。

図1 金商法の適用を画する概念の関係

(図中の条文は金商法のもの)



※デリバティブ取引については省略

くは代理（金商法2条2項3号）、有価証券等清算取次ぎ（金商法2条2項5号）、売出または特定投資家向け売付け勧誘等（金商法2条2項8号）、募集もしくは売出しの取扱いまたは私募もしくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱い（金商法2条2項9号）（金商法28条2項2号）<sup>4)</sup>

4) 令和4年の定義令14条3項の改正（令和4年9月12日内閣府令53号、令和4年10月3日施行）により、特定有価証券に該当しない合同会社、合名会社および合資会社の社員権であっても、金商法3条3号に掲げる有価証券に該当するものは、業務執行社員が発行者とされた（令和4年改正後定義府令14条3項2号イ）。

合同会社の社員権（金商法2条2項3号）の場合、適用関係は次のようになる。この場合の特定有価証券（金商法5条1項）は、有価証券投資事業権利等（金商法施行令2条の13第7号）と、電子記録移転権利かつ有価証券投資事業権利等と同じ要件（「その出資総額の100分の50を超える額を有価証券に対する投資に充てて事業を行う……合同会社の社員権」。金商法施行令2条の10第1項3号。以下「有価証券投資事業権利等の要件」）を満たすもの（金商法施行令2条の13第10号）である。要するに、出資総額の過半を有価証券投資に充てるといふ有価証券投資事業権利等の要件を満たせば、特定有価証券に該当する。そして、金商法3条3号に掲げる有価証券とは、有価証券投資事業権利等（金商法3条3号イ）または電子記録移転権利（金商法3条3号ロ）ではないものである。以上から、業務執行社員が「発行者」となるのは、有価証券投資事業権利等の要件を満たす場合（令和4年改正後定義府令14条3項2号イ（1））と、有価証券投資事業権利等の要件を満たさず、かつ電子記録移転権利でもない場合（令和4年改正後定義府令14条3項2号ロ）である。逆にいうと、有価証券投資事業権利等の要件を満たさない電子記録移転権利については、「発行者」が会社となる（令和4年改正後定義府令14条3項2号イ（2））。

「発行者」が会社ではなく業務執行社員の場合、出資の対象となる会社の従業員を含め業務執行社員以外の者が社員権の発行に際して取得勧誘を業として行くと、第二項有価証券の募集または私募の取扱いとして第二種金融商品取引業に該当することになる（金商法28条2項2号）。

これは、多数の従業員を用いた合同会社の社員権の不適切な取得勧誘が業規制の対象とならなかったことから、証券取引等監視委員会が行った建議（証券取引等監視委員会「金融庁設置法第21条の規定に基づく建議について」（令和4年6月21日）[[https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c\\_2022/2022/20220621-3.html](https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2022/2022/20220621-3.html)]）にもとづく改正である。2020年（令和2年）に、証券取引等監視委員会は合同会社GPJベンチャーキャピタル等に対する緊急差止命令の申立てを行ったが、この点が問題となり、申立てを一部取り下げていた（証券取引等監視委員会「合同会社GPJベンチャーキャピタル及びその代表社員等2名による金融商品取引法違反行為に係る裁判所の禁止及び停止命令申立ての一部取下げについて」（令和2年8月7日）[[https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c\\_2020/2020/20200807-1.html](https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2020/2020/20200807-1.html)]）。この事件と取下げをめぐる経緯については、アクセスFSA206号（2020年10月）5-6頁[<https://www.fsa.go.jp/access/r2/206.pdf>]参照（同資料に掲載されている資料へのリンクはURL末尾に"l"を付加する必要がある）。

- ③有価証券に関連せず、商品関連市場デリバティブ取引ではない、市場デリバティブ取引または外国市場デリバティブ取引またはその媒介、取次ぎもしくは代理など（金商法28条2項3号）
- ④金商法2条8項18号の定める行為、すなわち金商法施行令1条の12に定める行為（金商法28条2項4号）<sup>5)</sup>
- ①は、より正確には、金商法2条8項7号イないしトに掲げられた有価証券の募集または私募であり、次のものである（冒頭の（イ）ないし（ト）は金商法2条8項7号イないしトに対応する）<sup>6)</sup>。
- （イ）委託者指図型の投資信託の受益証券（金商法2条1項10号）
  - （ロ）外国投資信託の受益証券（金商法2条1項10号）
  - （ハ）抵当証券法にもとづく抵当証券（金商法2条1項16号）
  - （ニ）外国または外国の者の発行する上記（ハ）抵当証券と同様の性質を有する証券または証書（金商法2条1項17号）
  - （ホ）上記（イ）ないし（ニ）の権利についての有価証券とみなされるもの（（ハ）（ニ）については、指定する内閣府令が定められていない<sup>7)</sup>。）
  - （ヘ）集団投資スキーム持分と外国法令にもとづく同様の権利（金商法2条2項5号・6号）
  - （ト）金商法施行令1条の9の2に定める次の有価証券
    - （a）商品投資または特定商品（商品ファンド法2条1項1号）、競走用馬、映画、絵画、鉱業権の取得などによる運用を目的とする以下の有価証券
      - （a1）受益証券発行信託の受益証券（金商法施行令1条の9の2第1号イ）
      - （a2）外国または外国の者の発行する（a1）の受益証券と同様の性質を持つ証券または証書（金商法施行令1条の9の2第1号ロ）
      - （a3）上記（a1）（a2）のみなし有価証券（金商法施行令1条の9の2第1号ハ）
      - （a4）投資信託・外国投資信託、貸付信託、資産流動化法にもとづく特定目的信託、受益証券発行信託以外の信託の受益権と、外国または外国の者の発行するこの受益権と同様の性質を持つ証券または証書（金商法施行令1条の9の2第1号ニ）
    - （b）上記（ホ）（ヘ）および（ト）で挙げたもの以外の第二項有価証券となる権利をトークン

5) 金商法施行令1条の12は、委託者指図型投資信託受益権または外国投資信託受益権などの転売を目的としない買取り（金商法施行令1条の12第1号）と、金商法2条8項1号から10号に掲げる行為に関して、顧客から金商法2条2項で有価証券とみなされる権利をトークン化したもの（電子記録移転権利〔金商法2条3項〕を除く、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値〔電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。金商法施行令1条の4第1号ハ（1）括弧書〕に表示されるもの。電子記録移転有価証券表示権利等の定義と同じ）の預託を受けること（金商法施行令1条の12第2号）を定める。

6) この部分の記述は、黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣、2020）614-615頁、622-623頁〔以下、「黒沼・金融商品取引法」〕参照。

7) 松尾直彦『金融商品取引法〔第6版〕』（商事法務、2021）355頁〔以下、「松尾・金融商品取引法」〕。

ン化したもの(金商法施行令1条の9の2第2号)<sup>8)</sup>。合同会社ならびに一定の合名会社および合資会社の社員権のみが対象になる(定義府令16条の2)。

第二種金融商品取引業に含まれる行為には、第一種金融商品取引業(金商法28条1項)と比較すると、次の特徴がある。

まず、①投資信託や集団投資スキーム持分の自己募集・自己私募の規律は、第二種金融商品取引業に特有のものといえる。すなわち、証券の発行者自身が販売・勧誘を行う場合については、投資信託や集団投資スキーム持分などのファンドであれば第二種金融商品取引業が規律することになるが、例えば、株式の発行者による自己募集が第一種金融商品取引業として規律されているわけではない<sup>9)</sup>。他方、元引受を含む有価証券の引受け(金商法2条8項6号)は、有価証券の種類等を問わず、全て第一種金融商品取引業とされている。この点は第二種金融商品取引業として規律できる範囲の限界を示すものともいえる<sup>10)</sup>。なお、第二種金融商品取引業で行えるのはファンドの販売・勧誘であり、主として有価証券またはデリバティブ取引による運用を行う場合は投資運用業(金商法28条4項3号、2条8項15号)として別途規律を受ける<sup>11)</sup>。

次に、②有価証券の売買やその媒介などについては、よく指摘されるように、対象となる有価証券の流通性が低いものが第二種金融商品取引業とされている<sup>12)</sup>。また、③デリバティブ取引については、有価証券に関連するか商品関連市場デリバティブ取引についてであれば第一種金融商品取引業になり、それ以外のものが第二種金融商品取引業とされている。

そして、販売・勧誘など(金商法2条8項1号ないし10号)に関して、顧客から金銭や有価証券の預託を受ける行為(金商法28条1項16号)は、第一種金融商品取引業でなければ行うことができず、第二種金融商品取引業には認められていない<sup>13)</sup>。ただし、資本金または出資の総額が5000万円以上の法人である第二種金融商品取引業者が、②のうち、一定の信託受益権と集団投資スキーム持分および外国における同様の証券・証書の募集または私募の取扱いなどに関して、分別管理を行った上で顧客から金銭の預託を受ける行為は、金融商品取引業の定義から除外されている(金商法2条8項柱書、金商法施行令1条の8の6第1項4号、定義府令16条1項14号)。

8) 正確には、これらの権利が電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値(電子機器その他の物に電子的方法により記録されるもの)に限る。金商法施行令1条の4第1号ハ(1)括弧書)に表示される場合。これは、電子記録移転有価証券表示権利等(金商法29条の2第1項8号、金商業府令1条4項17号。いわゆるトークン表示権利)の定義(金商業府令6条の3)と同じである。電子記録移転有価証券表示権利等のうち、広く流通する蓋然性が高いものは電子記録移転権利とされ(金商法2条3項柱書。第一項有価証券)、その取扱いは第一種金融商品取引業に当たる(金商法28条1項1号)。他方、電子記録移転権利ではない電子記録移転有価証券表示権利等(定義府令9条の2)は、第二項有価証券となる。この点も含め、トークン化された権利については、松尾・金融商品取引法・前掲注(7)57-59頁参照。また、第二種金融商品取引業との関係の概要は同375-376頁参照。

9) 株式の(自己募集ではない)募集であれば、第一種金融商品取引業に当たる(金商法28条1項1号)。

10) これは、本稿の元になった中間報告の際にいただいたご指摘を元にした記述である。

11) 松尾直彦「金融商品取引法における業規制」ジュリスト1368号(2008)12頁、18頁。

12) 例えば、山下=神田編・前掲注(2)386頁[神田]、黒沼・金融商品取引法・前掲注(6)622頁。

13) 黒沼・金融商品取引法・前掲注(6)622-623頁。

## 2. 3 横断化と柔構造化

証券取引法の改正によって金商法を制定した際には、横断化と柔構造化という基本的な視点が示されている。第二種金融商品取引業の規律とも深く関わるため、関係する範囲でこれらについてみておく<sup>14)</sup>。

### 2. 3. 1 横断化

規制の横断化（包括的・横断的な規制）については、第一部会報告において、幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備し、利用者保護のための規制の「隙間」を埋めることと、業法が縦割りとなっていたことを見直して、同じ経済的機能の金融商品には同じルールを適用することが提唱されていた<sup>15)</sup>。具体的には、規制対象については集団投資スキーム持分の包括的な規制とデリバティブ取引の拡充が図られ、業規制の再編については金融商品取引業という概念の下に販売・勧誘などを行う第一種および第二種金融商品取引業に加えて、投資助言・代理業と投資運用業も含めた上で、参入規制を原則的に登録制に統一し、行為規制の整備が行われた<sup>16)</sup>。

規制対象の横断化については、まず、第一部会報告において「集団投資スキーム、及びこれに類似する個別の投資スキーム、を含めて、可能な限り大きな括りで列举するとともに、金融環境の実情や変化を踏まえてきめ細かい適用除外や商品指定ができるようにすることが適当」として、中間整理で示した規制対象の画定の方針を挙げている<sup>17)</sup>。そして、具体的な集団投資スキーム持分の対象として、事業型の組合も含め、有限・無限責任を問わず対象とすべきであり、法人については持分会社も含めて広く対象とすべきとしつつ<sup>18)</sup>、合名会社および合資会社の社員権は一律に対象とすることは望ましくないと整理された<sup>19)</sup>。この方針が具体化して、金商法では、合同会社の社員権、

14) 第二種金融商品取引業を含む業規制のみならず、金商法の横断的・包括的な規制の実現には、基礎的な概念である「有価証券」のあり方自体も考える必要がある。日本とは異なるアメリカおよびEUにつき、それぞれの概念の限界が試されるケースであるICOを素材として検討した、神作裕之「米国証券法における『有価証券』及びEU資本市場法における『流通証券』——信託受益権の金商法上の取扱いの検討に向けた準備作業」樋口範雄編著『外国信託法研究——遺言代替と信託法の緒論点』（トラスト未来フォーラム、2020）143頁参照。

15) 第一部会報告2頁は、背景として、新しい金融商品の登場とそれを利用した詐欺的な行為、業態を超えた取扱い、当時の異なる法律にもとづく商品の内容が類似する現象を挙げて、次の方針を示していた（これらに加えて、英米とEUに触れて、主要国・地域でも「既に幅広い金融商品を対象とする枠組みが構築されて」いることも挙げている。第一部会報告4頁）。

「このような金融環境の変化、また業者と利用者の情報格差といった金融取引の一般的特性を踏まえると、利用者自己責任を問う前提として、幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備し、利用者保護を拡充することによって、既存の利用者保護法制の対象となっていない『隙間』を埋めるとともに、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。」（第一部会報告2頁。下線は筆者による。）

16) 三井秀範＝池田唯一監修（松尾直彦編著）『一問一答金融商品取引法〔改訂版〕』（商事法務、2008）45頁〔以下、「一問一答」〕。

17) 第一部会報告6頁、金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」6頁（平成17年7月7日）〔[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryu/kinyu/dail/f-20050707\\_d1sir/apdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dail/f-20050707_d1sir/apdf)（以下、「中間整理」）〕。金商法の制定に至る第一部会の議論では、規制の対象を「投資商品」という用語で表わしていた。

18) 第一部会報告7-8頁。中間整理6頁の記述を引用したものである。

19) 第一部会報告（別紙2）39頁。

一定の合名会社・合資会社の社員権（金商法2条2項3号・4号）<sup>20)</sup> および集団投資スキーム持分を包括的にみなし有価証券として規律の対象とし（金商法2条2項5号・6号）、信託受益権一般を規律の対象とした（金商法2条1項14号・17号、2条2項1号・2号）<sup>21)</sup>。

上記の規制の横断化は、次の経緯で進められた<sup>22)</sup>。金商法以前は、証券取引法が仕組みの段階ではなく販売の段階を規制する一方、金融商品ごとの仕組み段階の入口で投資者保護のルールがバラバラであったと指摘されていた<sup>23)</sup>。

1990年代後半から「日本版ビッグバン」による金融システム改革が進められたが、規制の縦割りは維持されていた<sup>24)</sup>。もっとも、1997年（平成9年）6月には、横断的な「金融サービス法」の必要性が説かれ<sup>25)</sup>、これを受けて翌月に「新しい金融の流れに関する懇談会」が設置された。同懇談会は、機能的・横断的な法制を提唱した<sup>26)</sup>。これは、行為主体（誰が行うか）ではなく、行為の内容（何が行われるか）に応じてルールを作るという考え方である<sup>27)</sup>。そこで示された、取引ルール、業者ルール、市場ルールの3つにルールを類型化し、機能的・横断的な法制度を整備するという考え方は、基本的には2000年（平成12年）の金融審の答申にも引き継がれた<sup>28)</sup>。また、2002年（平成14年）の金融審の答申においても、「引き続き機能別・横断的な視点に立った法制の整備・拡充に向けた努力が必要」とされていた<sup>29)</sup>。これらを背景に、金融審金融分科会第一部会が、2005年（平成17年）7月に中間整理を公表し、同年12月に第一部会報告を公表した。

横断化の重点の1つであるファンド（集団投資スキーム）の扱いについては、金商法に先立ち、2000年（平成12年）5月に、「日本版金融サービス法」の一環として、当時の証券投資信託及び証券投資法人に関する法律（投信法）の改正（平成12年5月31日法律第97号）などが行われた<sup>30)</sup>。投資対象の拡大をはじめとする横断的な規制の必要性は、既にこの時点でも意識されていた<sup>31)</sup>。ま

20) 社員（合資会社の場合は無限責任社員）の全てが株式会社または合同会社である場合に限定されている（金商法施行令1条の2）。

21) 一問一答・前掲注（16）12頁。また、抵当証券（金商法2条1項16号）も規律の対象とされた。

22) 概要については、一問一答・前掲注（16）59-60頁参照。以下の「論点整理」で示されたものを中心とした考え方と経緯の詳細は、神田秀樹「わが国金融資本市場法制の展望」上村達男＝神田秀樹＝犬飼重仁編著『金融サービス市場法制のグランドデザイン』（東洋経済新報社、2007）65頁〔以下、「神田2007」〕参照。

23) 神田2007・前掲注（22）74頁注6、97-98頁。

24) 神田2007・前掲注（22）67頁。

25) 証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革——豊かで多様な21世紀の実現のために」（平成9年6月13日）〔[https://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm](https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm)〕IV.1. (6)、金融制度調査会答申「我が国金融システムの改革について——活力ある国民経済への貢献」（平成9年6月13日）〔[https://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/kinyusei/tosin/1a602.htm](https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusei/tosin/1a602.htm)〕V.

26) 新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」（平成10年6月17日）〔[https://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/nagare/tosin/1a031aa1.htm](https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/tosin/1a031aa1.htm)〕2および3。

27) 神田2007・前掲注（22）68頁。

28) 金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」（平成12年6月27日）〔[https://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin20000705-2.pdf](https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin20000705-2.pdf)〕4頁、10頁。

29) 金融審議会答申「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」（平成14年9月30日）〔[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryu/f-20020930-2b.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/f-20020930-2b.pdf)〕27頁。

30) 一問一答・前掲注（16）6頁、59-60頁。

31) 金融審議会第一部会「中間整理（第二次）」（平成11年12月21日）〔[https://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/kinyusin/tosin/ki010a.pdf](https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/ki010a.pdf)〕11-12頁（当時の投信法について）。

た、利用者保護の観点からは、組合型投資スキームの規律のための証券取引法改正（平成16年6月9日法律第97号）<sup>32)</sup>といった対応が行われた一方、匿名組合型事業ファンドによる投資被害の事例もあり、この観点からも規制の「隙間」を埋める横断的規制が必要とされた<sup>33)</sup>。

## 2. 3. 2 柔構造化

柔構造化については、第一部会報告では必ずしも明示されていない点であるが<sup>34)</sup>、立案担当者による解説では、従来は有価証券の概念が公衆縦覧型の開示規制や業者規制に直結する「ワンセット規制構造」であったことから、投資者保護とイノベーションの促進の両立のために必要であったとされている<sup>35)</sup>。この観点から、流動性の低い有価証券について公衆縦覧型の開示規制の対象外とすることをはじめとした開示規制の柔構造化に加えて、業規制と行為規制も柔構造化が図られた。このうち、業規制については、対象範囲を投資商品に関する「販売・勧誘」「資産運用・助言」「資産管理」と横断化しつつ、業務内容の範囲に応じて区分することが提唱されていた<sup>36)</sup>。金商法では、第一部会報告の提唱した内容から多少変化しつつ、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、投資運用業、投資助言・代理業という区分が採用された<sup>37)</sup>。

柔構造化は規制緩和という側面があったのも確かではあるが<sup>38)</sup>、単純な規制緩和というわけではない。理論的には、一定の観点から横断的・包括的な規制を設けると、別の観点からは一律の規制

32) これは金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」(平成15年12月24日) ([https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20031224\\_sir/02.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20031224_sir/02.pdf)) にもとづく。

33) 第一部会報告20-21頁。また、一問一答・前掲注(16)7頁、60頁参照。包括的な定義ではなく、政令により追加する方式もあり得たが、2005年(平成17年)10月に明らかになった証券法の規制対象外の事業型ファンドの問題事例も勘案して、現在の姿になったとされている。松尾直彦「金融商品取引法制定過程における主要論点と今後の課題〔II〕」旬刊商事法務1824号(2008)22頁、24頁。

34) 第一部会報告では、柔構造化の基本的な方向性について次のとおり記載されていた。

「他方、一般国民も含めた我が国全体の投資の収益は、究極的には運用その他の業者の事業の成果に依存せざるを得ないことから、規制の簡素化・明確化や新たな金融商品設計の自由化をつうじ、コストを抑えつつ金融イノベーションを促進し、多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供を可能とすることが重要である。その際には、一般投資家を念頭に置いた規制を特定投資家(プロ)を顧客とする場面について緩和するなど、規制の柔構造化により、利用者保護の必要性と両立を図ることが適当である。」(第一部会報告2-3頁。下線は筆者による。)

35) 一問一答・前掲注(16)21頁、49頁。

36) 第一部会報告は次の方針を示していた。

「『投資サービス業』の対象範囲については、投資商品に関する『販売・勧誘』『資産運用・助言』『資産管理』と横断的なものとしつつ、業務内容の範囲に応じ、次のような三段階の区分(いわゆる第一種業、第二種業、仲介業(仮称))を設け、各区分に応じた参入規制などを設けることにより、業規制を柔構造化することが適当である。」(第一部会報告11-12頁)

37) 第一部会報告12頁は、「投資商品のうち、流動性の低い商品(私法上の有価証券とされているもの及び社債などの振替制度の対象となっているもの以外の権利)についての売買、売買の媒介・取次ぎ・代理、募集・私募・売出し若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い(引受け業務は含まれない)」に加えて、「投資商品に関する資産運用」と「投資商品に関する投資助言」も「第二種業(仮称)」に含まれるものとしていた。金商法制定時には、これらを第二種金融商品取引業として包摂する実質的意義が乏しいとして、投資運用業と投資助言・代理業と整理された。一問一答・前掲注(16)215頁。

38) 典型的には、投資家のプロ・アマの区分とプロ投資家に販売する場合などの規制緩和(第一部会報告17頁、中間整理13頁)である。集団投資スキームとの関係では、「一般投資家(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、もっぱら特定投資家のみを対象とするファンドについては、一般投資家を念頭においた規制を相当程度簡素化し、金融イノベーションを阻害するような過剰な規制とならないよう、十分な配慮が必要と考えられる。」とされた(第一部会報告21頁)。

は過剰となる。そのため、何らかの形で規制に差異を設ける必要が出てくる<sup>39)</sup>。そこで、金融商品取引業の区分とそれに応じた登録拒否要件の差異化（金商法29条の4）などの柔構造化が図られたものと理解できる。また、開示規制との関係では、集団投資スキーム持分等については、投資型ファンドを除き、原則として公衆縦覧型の開示規制は適用されないこととなった（金商法3条3号イ(1)(2)、金商法施行令2条の9、2条の10）点も柔構造化の反映といえる<sup>40)</sup>。

### 2. 3. 3 横断化・柔構造化と第二種金融商品取引業

第二種金融商品取引業との関係では、横断化はみなし有価証券を含む有価証券概念の拡大が特に関係がある。とりわけ、金商法2条2項各号には、従来は他の法律で扱われていたものや、規制の対象外だったものも含まれ、その販売などが第二種金融商品取引業とされている。

柔構造化については、拡大した有価証券概念に対応して、第一種金融商品取引業と区別した規制を設けている<sup>41)</sup>。その際に、上記②第二項有価証券の販売などのように、第一種金融商品取引業に含まれる行為と性質が異なるわけではないものの、比較的軽量の規制を課すだけでなく、上記①の集団投資スキーム持分等の自己募集・自己私募のように、行為の性質に応じた規律の導入も行われている。横断化と柔構造化が反映された典型が、集団投資スキーム持分に関する規律といえる。

## 3 第二種金融商品取引業をどのように位置づけるか

### 3. 1 問題の所在

2でみた第二種金融商品取引業は、何らかの形で1つのものとして説明することはできるだろうか。2.2のとおり、第二種金融商品取引業に含まれる業の内容自体に統一性があるわけではない。他方、2.3でみた金商法制定時のルール整備の方針からは、どのような括りにするかはともかく、従来の証券会社とも、投資助言・代理あるいは投資運用を行う事業者とも異なる類型を設ける必要はあったものと考えられる。そうすると、こうしたルール整備の方針とそれが現実に反映された姿である第二種金融商品取引業の使われ方も踏まえて、何らかの説明ができるのではないだろうか。

39) 神田2008・前掲注(2)5頁は、「投資サービス分野での横断化といっても相当広いので、業者ルールを横断化するために、『柔構造化』と呼ぶべき規制構造が実現されている」とし、これは「『一律規制から差異のある規制に』と表現することもある。」としている。そして、その背後にあるのが、「論点整理」で示された、誰が行うかではなく何が行われているかに着目した規制であるとする。

40) 松尾・前掲注(33)25-26頁。金商法令和元年改正（令和元年6月7日法律第28号）により、電子記録移転権利も適用除外の対象とならない（開示規制が課される）ものとなった（金商法3条3号ロ）。

41) 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール2——業規制』（商事法務、2014）19頁〔大越有人〕参照。

## 3. 2 第二種金融商品取引業の位置づけ

### 3. 2. 1 兼業を容易にした「弱いフィデューシャリー」

3.1で示した観点から検討すると、第二種金融商品取引業（者）を他業との兼業を容易にした「弱いフィデューシャリー」と位置づけられるのではないだろうか。

まず、2.2でみた第二種金融商品取引業の対象をみると、その登録のみで行えることは多くない。例えば、有価証券またはデリバティブへの投資を主としない事業ファンドの自己募集・運用である。他方、主としてこれらへの投資を行うファンドであれば、自己募集は第二種金融商品取引業として行えるものの、その運用は投資運用業に該当する（金商法28条4項3号、2条8項15号）<sup>42)</sup>。すなわち、第二種金融商品取引業は、それ自体で完結しないことが多いと考えられる。

現実の第二種金融商品取引業の使われ方の一端として、金融庁に登録された件数をみると、2022年7月31日現在で第二種金融商品取引業は1213の業者が登録されている<sup>43)</sup>。もっとも、第二種金融商品取引業のみを登録している（第一種金融商品取引業、投資助言・代理業、投資運用業のいずれの登録もない）業者は640に過ぎない<sup>44)</sup>。そして、第二種金融商品取引業の登録のみを行った業者には、株式会社以外の形態も含むファンドも存在するものの、その商号などから、典型的には不動産業やリース業を営む会社のように他に営む事業を有する会社やその子会社が多いことが分かる。このように、第二種金融商品取引業はそれだけでは事業として完結しづらいものである一方、他の金融商品取引業や金融商品取引業以外の事業（とりわけ金融業や不動産業のように投資や資金の流れの組み替えを伴うもの）と組み合わせることで価値を追求しやすいものといえる。

そして、第二種金融商品取引業の登録拒否要件や財務規制は、第一種金融商品取引業や投資運用業と比べて軽量のものとなっている。具体的には、登録制であることは共通するが（金商法29条）、最低資本金規制は原則として1000万円であり（金商法29条の4第1項4号イ、金商法施行令15条の7第1項5号<sup>45)</sup>）、高速取引行為を行わない限り純資産額規制は適用されない（金商法29条の4第1項7号参照）。また、法人要件、主要株主規制、兼業規制は置かれていない<sup>46)</sup>。

行為規制との関係では、まず、第二種金融商品取引業も含む金融商品取引業者等には、誠実公正

42) 松尾・前掲注(11)18頁参照。

43) 金融庁ウェブサイト「免許・許可・登録等を受けている業者一覧」[<https://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyo.html>]の「金融商品取引業者等」のうち「金融商品取引業者」のデータによる。

44) 投資助言・代理業と第二種金融商品取引業の双方の登録をした業者は452、投資運用業と第二種金融商品取引業の双方の登録をした業者は248あった。これらのうち重複しているもの、すなわち、投資助言・代理業、投資運用業、第二種金融商品取引業のいずれも登録した業者は219あった。

45) 第二種少額電子募集取扱業務のみの場合、500万円（金商法施行令15条の7第1項8号）。個人の場合は最低資本金規制に代えて営業保証金制度が設けられている（金商法31条の2）。

46) この点も含め、他の金融商品取引業との比較は、松尾直彦『第二種金融商品取引業実務必携〔第6版〕』（第二種金融商品取引業協会、2020）86頁図表4-1〔以下、「松尾・必携」〕参照。

義務が課される（金商法 36 条 1 項）。誠実公正義務を具体化した行為規制<sup>47)</sup>の中では、一定の範囲で利益相反行為の禁止規定（例えば、金商法 38 条 9 号、金商業府令 117 条 1 項 10 号）や利益相反行為の規制の趣旨のある規定（例えば、金商法 37 条の 2）の適用を受ける<sup>48)</sup>。その他に、専門業者としての一定の注意義務を課すものと理解できる規定も適用される（例えば、説明義務につき、金商法 38 条 9 号、金商業府令 117 条 1 項 1 号）。

以上から、第二種金融商品取引業は、他業と組み合わせる用いることが予定されており、参入規制は比較的軽量である一方、その業務の範囲では他の金融商品取引業と同様に誠実公正義務に由来する規制が課されている。そこで、このような第二種金融商品取引業を「弱いフィデューシャリー」と位置づけられるのではないかと考えられる。

ここでは「フィデューシャリー」という語をアメリカ法における fiduciary よりも広い意味で用いている。すなわち、単に「他人のために仕事をする者」<sup>49)</sup>をフィデューシャリーと捉えるほど広くはないが、それに加えてその他人が専門性や一定の信頼を寄せる関係にあり、その範囲では自己の利益を優先させてはならない者といった意味で用いている。例えば、ファンドの自己募集に際しては、ファンドは専門性を有する業者であり、勧誘を受ける投資者としては一定の信頼を寄せるのが通常だと考えられ、前記の意味でフィデューシャリーと捉えることができる<sup>50)</sup>。このような定義は、第二種金融商品取引業も含む金融事業者が対象となる「顧客本位の業務運営に関する原則」において言及されている、金融審議会市場ワーキング・グループの審議に際して「フィデューシャリー・デューティー」を負う者とされた内容と基本的に同様と考えられる<sup>51) 52)</sup>。

47) 誠実公正義務の位置付けにつき、松尾・金融商品取引法・前掲注(7) 435 頁。

48) これらの分類については、松尾・必携・前掲注(46) 174 頁に拠った。

49) 松尾・金融商品取引法・前掲注(7) 428 頁は、「受託者責任 (fiduciary duty)」の説明に際して、「ここでの受託者は広く『他人のために仕事をする者』である」としている。

50) 松元暢子「金融分野における『フィデューシャリー・デューティー』の用語法についての一考察」能見善久＝樋口範雄＝神田秀樹編『信託法制の新時代——信託の現代的展開と将来展望』（弘文堂、2017）223 頁、229 頁は、アメリカの fiduciary の概念を参照しつつ、委託者指図型投資信託の運用は fiduciary の概念となじみやすいが、販売と組成・仕組み段階の行為はこれに当てはまると理解するのは困難であるとする。アメリカにおいてブローカー・ディーラーが信託義務を負うかどうかについては、小出篤「米国における投資商品の販売とフィデューシャリー・デューティー」神作裕之編『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』（岩波書店、2019）229 頁、239-245 頁参照。

51) 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」（2021 年 1 月 15 日改訂）[<https://www.fsa.go.jp/policy/kokyakuhoni/gensoku3.1.15.pdf>] 1 頁は、市場ワーキング・グループにおいて「顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）等」について審議が行われたとした上で、「フィデューシャリー・デューティー」について次の説明を加えている。

「フィデューシャリー・デューティーの概念は、しばしば、信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指すものとして用いられてきたが、欧米等でも近時ではより広く、他者の信託に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称として用いる動きが広がっている。」（1 頁注 1）。

制定の過程で「フィデューシャリー・デューティー」と「顧客本位の業務運営」が区別されていった点については、小出・前掲注(50) 229-231 頁。英米法における fiduciary duty（信託義務）との関係については、松元・前掲注(50) 224-230 頁参照（平成 28 年度事務連絡の内容との関係で検討している）。

52) 「顧客本位の業務運営に関する原則」の対象は「金融事業者」であるが、特にその内容を定義していない（「顧客本位の業務運営に関する原則」・前掲注(51) 2 頁）。もっとも、市場ワーキング・グループにおいては、「国民の安定的な資産形成を図るためには、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等（以下「金融事業者」）が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要との観点から審議」されたとしており（同 1 頁）、広い範囲の者が含まれる。

### 3. 2. 2 第二種金融商品取引業の規律のポリシーとその評価

3.2.1 でみた第二種金融商品取引業の位置づけから、具体的な解釈・立法論が直ちに導けるわけではない。しかし、このようにみると金商法に移行した際の規制の方法についてのポリシーが浮かび上がり、これについて論じることが可能になる。第二種金融商品取引業を「弱いフィデューシャリー」とすることで、他業を行っている者が金融商品取引業に当たる行為を行う場合に、規制されない途を設ける（あるいは探しやすいようにする）のではなく、現実に遵守できる規制を設けた上で登録を行わせて（あるいは登録した者を通じて行わせて）規制に服させるというポリシーがとられたものと理解できる。そして、これは肯定的に評価できるのではないだろうか。

規制の遵守のコストが一定程度高い規制業種に、他業を行っている者などを参入しやすくするためにとりうる規制方法のポリシーを考える。1つの方法として、(ア) 従来の規制は維持したまま、参入を容易にするための適用除外を設けることが考えられる。この場合、重い規制が維持される反面、比較的多くの適用除外が必要になるだろう（「重い規制＋多くの適用除外」のポリシー）。(ア) のバリエーションとしては、規制の要件の解釈を通じて問題となる業規制が適用されない帰結を導くこともありうる。

いずれの場合でも、実質的に問題が生じないのであれば社会的には望ましい帰結を達成できる。しかし、業規制全体の適用を除外する（解釈による場合、例えば「業」の範囲を狭める）場合、何ら規制がかからないことにもなるため、（その業規制が必要なものである限り）別の業法などを通じた規律がない場合には過少規制になる可能性も小さくない。他方、個別の規制の適用除外を設けるのであればそうした問題は生じにくいですが、解釈でこれを達成する手がかりがあるとは限らない。

これに対して、(イ) 業務範囲を限定するなどした上で遵守のコストが現実的なものにとどまる規制を設けた上で、この規制に服させるというポリシーも考えられる（「軽い規制＋遵守」のポリシー）<sup>53)</sup>。(イ) のポリシーも、(ア) 「重い規制＋多くの適用除外」のポリシーで個別の適用除外を重ねる場合と同様に、規制の複雑化といった問題は生じうる。また、複数の規制区分を設ける場合、ある区分に該当するののか別の区分に該当するののかによって規制内容が大きく異なり、非連続的な規制になることも考えられる。この場合には、規制のアービトラージを行う余地も生まれやすい。しかし、そうした問題を考えても、(ア) 「重い規制＋多くの適用除外」のポリシーが必然的に生み出す過剰規制の問題や、論理必然とはいえなくても生み出す可能性が高い上記の部分的な過少規制の問題を考えると、守れる規制を守らせるという(イ) のポリシーは魅力的であるように思われる。さらに、(ア) のポリシーの下で、規制の適用を逃れるためのロジックを生み出す社会的なコ

53) これは、岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー——開示制度・不公正取引・業規制編』（有斐閣、2011）27頁〔神田秀樹発言〕が、アメリカの1934年法および1940年法（投資顧問）について「登録してやります。あるいは、登録した者を使ってやる。こういうの〔グループ内の適用除外等〕を議論しているのは日本だけではないでしょうか。」として、(ア) 「重い規制＋多くの適用除外」のポリシーへの疑問を指摘したことから着想を得たものである。

ストも無視できない<sup>54)</sup>。

金商法の業規制において、「柔構造」という考え方にもとづいて採用されたのは、こうした（イ）遵守コストを引き下げた規制を設けてそれを守らせるというポリシーであると考えられる。金融商品取引業以外の事業を「本業」とする企業が様々な形で参入することも考えると、その中から問題の小さい場面をすくい上げるよりも、（イ）のポリシーにもとづいて登録させる方が適切だと考えられる。

### 3. 2. 3 各論 1 — 金商法制定時の適格機関投資家等特例業務

第二種金融商品取引業を（イ）「軽い規制＋遵守」のポリシーの具体化であり、それが望ましいのだとすると、純粋なプロ投資家向けのファンド以外にも及ぶ金商法制定時の適格機関投資家等特例業務という例外の設け方が適切であったのか疑問も残る<sup>55)</sup>。もちろん、適格機関投資家等特例業務に該当する場合でも、規制が全くなかったわけではない。しかし、単純な届出制であったことから、行政処分などの監督手段の対象にならず、このことは制度の悪用による被害を効果的に抑止できない要因の1つになったと考えられる。実際、平成27年金商法改正では、49名以内の適格機関投資家ではない投資家への販売が可能であったことが悪用され、それに対する規律の問題として、他の金融商品取引業者と比べて行為規制が緩いことと並んで、行政処分の対象ではなかったことが改正の理由とされている<sup>56)</sup>。これは、規制の入口で例外を設けると必要な規制も抜けてしまうという、上でみた（ア）多くの適用除外を設けるポリシーの弊害の変種といえる。

平成27年金商法改正では、届出制は維持されたものの、欠格事由が設けられ（金商法63条7項）、金融商品取引業者の行為規制の相当部分が準用される（金商法63条11項）などの規制強化が行われた。また、自己私募が可能になる適格機関投資家ではない投資家については、人数制限（49名以下。金商法63条1項1号柱書、金商法施行令17条の12第3項）に加えて、その範囲を絞って一般の個人が含まれないように、ファンド資産運用等業者とその密接関係者をはじめとする一定の属性の者に限定された（金商法63条1項1号柱書、金商法施行令17条の12第1項〔ベンチャー・ファンドの場合につき金商法施行令17条の12第2項〕、金商業府令233条の2<sup>57)</sup>）。規制全体をみると、自己私募との関係では、適格機関投資家等特例業務自体の範囲を狭めた上で第二種金融商品取引業の規律に近づけたものともいえる。そうであれば、後知恵による評価ではあるが、自己私募については第二種金融商品取引業の規律を及ぼし、その中で純粋なプロ投資家とその関係者向けに

54) 神作裕之ほか「(座談会)金融商品取引法施行10年を振り返って」ジュリスト1512号(2017)14頁,20頁(森下国彦発言)は、「その依頼者の利益を短期的に捉え、その場面で何か規制を逃れればよいと考えるのではなく、将来的に健全にビジネスを展開していくためにはこのようにしたほうがよいというアドバイスをすべき場合もあるのかなど、若干抽象的ですが、そういうことを考えています」と指摘する。これは（イ）「軽い規制＋遵守」のポリシーに適切な考え方である。

55) 第二種金融商品取引業に関連する問題が起きた行政処分などの事例のうち無登録業についてのものとみると、第二種金融商品取引業の登録がない他の金融商品取引業者による事例や、適格機関投資家等特例業務の逸脱・濫用の事例が多い。松尾・必携・前掲注(46)資料1参照。

56) 田原泰雅監修(梅村元史ほか編著)『逐条解説・2015年金融商品取引法改正』(商事法務,2016)6頁。

57) 適格機関投資家等特例業務の要件の詳細は、松尾・金融商品取引法・前掲注(7)392-393頁参照。

ついで例外を設けてもよかったとも思える。

### 3. 2. 4 各論 2 —有価証券との関連と第二種金融商品取引業

第二種金融商品取引業は有価証券との関連が薄い金融商品取引業の規制の受皿となっている。すなわち、市場デリバティブ取引やその仲介行為のうち、有価証券または商品に関連しないものは第一種金融商品取引業に当たらず、第二種金融商品取引業となる（金商法 28 条 2 項 3 号）。また、運用対象が主として有価証券またはデリバティブ取引ではない集団投資スキームの運用は、投資運用業に当たらない（金商法 28 条 4 項 3 号, 2 条 8 項 15 号参照）。自己募集・自己私募を行う場合には、第二種金融商品取引業の規律を受ける（金商法 28 条 2 項 1 号）。

金商法に内在するロジックは、投資の入口となる部分が市場デリバティブ取引または集団投資スキームとなっている場合に、その部分だけ第二種金融商品取引業として規律するというものと考えられる。これによれば、入口の先については別のロジックにもとづいて規制をしない限り、金商法の規律対象とは関係ないことになる。

もっとも、これには疑問も指摘されている。市場デリバティブ取引については、有価証券に関するかどうかで区別する必要はないと指摘されている<sup>58)</sup>。また、投資運用業については、「有価証券の販売・勧誘行為が金融商品取引業に該当する場合に、有価証券を発行することによって得た資金の運用行為を、運用対象財産によって区別することなく、金商法の規制対象とすることは論理的に矛盾しない」と指摘されている<sup>59)</sup>。

第二種金融商品取引業は、他の金融商品取引業として規制されない場面（の一部）に対処する側面もあるものの、他の区分との設計によっては（イ）のポリシーの問題として指摘した規制のアービトラージを生み出しうる。上記の指摘はこうした問題が存在する余地を示すものといえる。

## 4 集団投資スキーム持分等の自己募集・自己私募について

### 4. 1 問題の所在

4 で検討するのは、集団投資スキーム持分等の自己募集および自己私募が、なぜ第二種金融商品取引業として規律されているのかという問題である。

証券取引法の時代には自己募集および自己私募は規制の対象ではなかった。金商法制定時に、第一国会報告は、一部の法律では自己募集を業として規制していたこと、問題のある事案で自己募集が用いられていたこと、および実態として組成と販売が一体であることを規制の根拠として挙げて

58) 黒沼・金融商品取引法・前掲注 (6) 623 頁。

59) 加藤貴仁「金融商品取引業」河本一郎 = 龍田節編『金融商品取引法の理論と実務（別冊金融・商事判例）』（経済法令研究会、2007）54 頁，60 頁注 9。

いた<sup>60)</sup>。そして、具体的な規制の内容として、中間整理で示された、(1) 開示規制、(2) 販売・勧誘に関する業規制・行為規制、(3) 資産運用に関する業規制・行為規制、(4) 資産管理・運用者の受託者責任、(5) 運用報告などについての最低限の仕組み規制が必要である旨が引用されている<sup>61)</sup>。

規制の必要性は以上のとおりであるとして、なぜ現在のような規制になったのか。本稿の研究課題との関係では、なぜ自己募集・自己私募という販売の段階を第二種金融商品取引業として規律しているのか<sup>62)</sup>。特に、自己募集を行う者は証券の発行者でもあるため、株式や社債と同様に発行者として規制することも考えられるところ、そうはなっていない。これに関連して、立案当事者は、仕組みの規制ではなく業規制を採用した理由として、①実効性確保、②仕組み自体の登録・届出制に伴う膨大な事務負担、③主要国もファンド規制は業規制を用いていること、④民商法などの「仕組み規整法」を前提に規制するのが金商法であり、⑤金商法は仕組み規制を行う法律ではなく、金融庁は「仕組み規整法」一般を広く所管するわけではないことを挙げている<sup>63)</sup>。

## 4. 2 現在の規律のポリシーとその評価

### 4. 2. 1 現在の規律についての議論

4.1の最後で挙げた事情は、いずれも考慮が必要なもっともな事情ではある一方、現実的な事情であって理論的な説明ではない。理論的な議論は多くはないが、大崎が株式会社と比較して、次の説明を提示している<sup>64)</sup>。株式会社が発行する株式の自己募集を行う場合、会社はそれによって利益をあげるのではなく、別の事業のための資金調達として行っているにすぎない。株式を取得する投資者も、発行会社のサービスなどに対価を払っているわけではない。そのため、株式とその発行者

60) 第一部会報告10頁には、次の記載があった。

「証券取引法では発行者自身による販売・勧誘行為（自己募集）が業規制の対象とされていない。他方、商品ファンド法や不動産特定共同事業法において自己募集を業規制の対象としている例があること、最近の問題事案においては集団投資スキーム（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れば、少なくとも組合などによるファンドの持分については、商品組成と販売が一体化して行われることが多いことなども勘案し、自己募集を規制対象とすることが適当と考えられる。」

61) 第一部会報告20頁。中間整理16-17頁は、ファンドについて広く届出制・登録制の対象とした上で、規制の内容は「ファンドの内容に応じて柔軟性を持たせるべきである」として、資産の分別管理、商品ファンド法と同様の運用者の資格要件、運用者と資産の管理者などの受託者責任と利益相反防止措置および運用報告の義務づけを提言していた。

62) 第一部会報告までの時点では、販売と運用について一括して扱っていたが、金商法の規律は販売と運用を基本的に分離している。中間整理17-18頁では、既存のファンド法制（投資信託・法人法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法）との関係について、これらが販売、運用、ファンド自体およびビークルの組成などを一体として規制しているとした上で、「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」としていた。第一部会報告22頁における「既存のファンド法制との関係」の記述では、この点への言及はないが、同（別紙3）41-42頁で整理の方向性が示されている。自己募集の規制の沿革については、大越有人＝岩井宏樹「発行者概念と業規制（上）—自己募集等との関係を中心に」金融法務事情2184号（2022）35頁、39-42頁が詳しい。

63) 松尾・前掲注（33）26頁。ビークルのガバナンスなどについての個別の法律は残すという金商法定時の判断については、第一部会報告22頁。

64) 大崎貞和『解説金融商品取引法〔第3版〕』（弘文堂、2007）51-52頁。

の情報が開示されていれば足り、業規制は必要ない。これに対して、ファンドの自己募集では、投資者を勧誘し、資金を集めて運用すること自体が事業である。そして、投資者は資金の拠出（投資）によって、間接的に運用者に対する報酬（運用の対価）を支払うことになる。そのため、この行為自体に業規制を課すことになる。

また、神田は、発行者に開示を課す場合の困難さを指摘する。すなわち、リパッケージと単純な貸付債権の小口売却の場合を例に、誰が「発行者」といえるのかは自明ではないことを指摘する<sup>65)</sup>。そして、仲介者に開示義務を課すこともありうるとする<sup>66)</sup>。この点は単に規制の作り方という技術的な問題にとどまらず、そもそもファンドについては、ある株式を発行する株式会社といった場合と同様の形で「発行者」が存在しているわけではないことを示すものといえる。

## 4. 2. 2 集団投資スキーム持分等の自己募集・自己私募の規制の意義と機能

4.2.1の議論を踏まえて、株式会社と比較しつつ、ファンドの規制の方法について検討する。

図2は、左側が株式を上場している株式会社、右側がファンド（集団投資スキーム）に必要な規制の機能とそれらを担っている法や他のルールを示している。丸ゴシック体が必要な規制の機能を示したものであり、左右とも、下から順に仕組みの基盤、仕組み自体の制約や規制、開示規制、業規制としている。なお、開示規制や業規制は仕組みの制約・規制の機能を持つこともある。点線で開示規制と業規制の範囲を下に伸ばしているのは、これを表したものである。「→」とともに明朝体で示したのが、各機能をどのような法ルールが担っているかである。

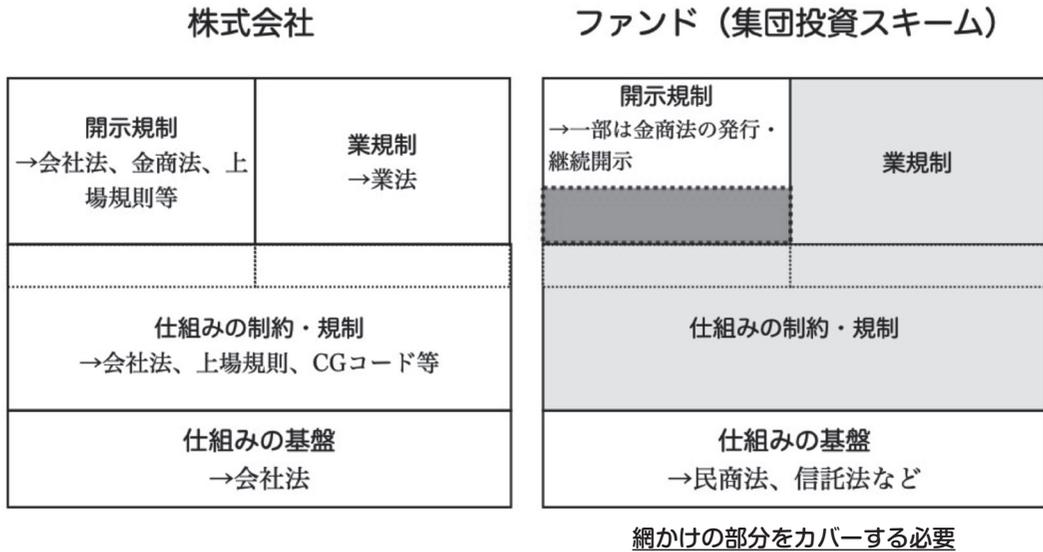
株式会社（左側）であれば、仕組みの基盤は会社法が提供している。設立手続や法人格には始まり、意思決定の方法や、複雑な機関設計など上場会社が使う仕組みも基本的には全て提供している。そして、そのすぐ上にあるとおり、仕組みである株式会社の利用方法の制約については、会社法が基本的なものを提供し、他の法ルールも重層的に規律の役割を担っている。すなわち、株主（投資者のうち実際に投資した者）や他の利害関係者の保護のために、会社法が一定の規制を設けている（例えば、会計監査人の設置強制〔会社法327条5項・328条〕などの機関設計の制約）。これに加えて、上場規則やCGコードなどにも同様の機能を担うものがある（先の例であれば、大会社ではない監査役設置会社にも監査役会とともに会計監査人の設置を求める東証有価証券上場規程437条2号・3号）。そして、開示規制については、会社法も株主総会や計算書類を中心に一定の規律を設けつつ、より広い範囲の者に対する充実した情報の開示が必要な上場会社などについては、金商法の開示規制や上場規則による適時開示規制などが重要になる。他方、業規制については、事業の内容が様々であるため、会社法や金商法などでは扱わず、必要に応じて個々の業法が担っている。

ファンドの場合（右側）、仕組みの基盤は民商法や信託法といった一般的な私法、場合によって

65) 神田2007・前掲注(22)96-97頁,100頁。信託受益権の「発行者」と、「発行者」概念を通じた規制の問題については、神作・前掲注(3)61-62頁。また、「発行者」概念と業規制の関係については、大越有人＝岩井宏樹「発行者概念と業規制（下）—自己募集等との関係を中心に」金融法務事情2186号(2022)41頁の問題提起も重要となる。

66) 神田2007・前掲注(22)96頁。

図2 ファンド規制に必要な機能



は個別の法律が提供している。他方、仕組みの制約については民商法などの一般私法が提供するものがごく僅かなものに限られる（例えば、商法の匿名組合）か、規律があってもファンドに必要なものが全てカバーされているとは限らない（図2右側中段の薄い網かけの部分）。開示規制については、金商法上の発行開示・継続開示の対象になる場合にはそこでカバーされるが、そうでなければ別途規制が必要になる（図2右側上段の濃い網かけの部分）。また、業規制については、個別の法律で規制しているものはあるものの、そうでなければ何らかの規制が必要になる（図2右側上段の薄い網かけの部分）。もっとも、投資対象はファンドによって異なるものの、業としては同じであるため、個別に規制する意義は薄く、むしろ規制内容の齟齬が生じる。

以上から、ファンドについては図2の薄い網かけの部分（仕組みの制約と業規制）および濃い網かけの部分（金商法の発行開示と継続開示でカバーされない部分の開示規制）の規制が必要になる。そして、集団投資スキーム持分等の自己募集・自己私募を第二種金融商品取引業として規律するのは、これらの仕組みの制約、業規制、開示規制をまとめて行うためのツールと位置づけることができる。

上でみたファンドの特色を考えると、このような規制の方法に一定の合理性を見いだすことができる。また、異なる規制の方法としては仕組み自体の規制も考えられるものの、エンフォースメントには行政による監督の手がかりが必要となるため、結局、業規制を重ねるか業規制と同じような形になる可能性もある<sup>67)</sup>。もちろん、販売・勧誘を起点に規律を行う現在の規制が必然的なものと

67) 4.1でみた、金商法制定時に業規制が選ばれた理由は、規制の実効性の確保と従来の監督方法の整合性に関する事情を含む行政による監督のコストを増大させないようにする意味を持つものといえる。

いうわけではない（例えば、運用の規制が別立てになることに伴う課題も考えられる<sup>68)</sup>）。ただ、規制の起点にかかわらず、販売・勧誘の規律は必要になるため、入口の段階を捉えることも一応合理性があるとはいえよう。

#### 4. 2. 3 課題——開示規制を素材に

4.2.2 でみたとおり、金商法による集団投資スキーム持分等の自己募集・自己私募の規律方法が一定の合理性を持つとしても、開示については検討の余地がある。

まず、集団投資スキーム持分を含む第二項有価証券については、有価証券の「募集」の意義が第一項有価証券とは異なる<sup>69)</sup>。第一項有価証券の場合は、基本的には「多数の者」（50名以上。金商法施行令1条の5）を相手方として取得勧誘を行う場合に募集に該当する（金商法2条3項1号。なお2条3項2号）。これに対して、第二項有価証券の場合は、「相当程度多数の者」（500名以上。金商法施行令1条の7の2）が取得勧誘にかかる有価証券を所有することとなる場合に募集に当たる（金商法2条3項3号）。そのため、発行開示が課される範囲は狭い。また、集団投資スキーム持分の出資対象事業が主として有価証券に対する投資ではない場合、金商法第2章の開示規制はそもそも適用されない（金商法3条3号イ（1））。そのため、募集・売出しに該当しない投資ファンドの持分の販売と、いわゆる事業型ファンドについては、業規制を通じた開示規制のみが課される<sup>70)</sup>。

集団投資スキーム持分に関する業規制を通じた開示としては、次のものがある<sup>71)</sup>。第1に、契約締結前書面の交付（金商法37条の3第1項・2項）とこれを基礎とした説明義務（禁止事項を定める金商業府令117条1項1号）である。この書面は勧誘前に内閣総理大臣への届出が必要となるが（金商法37条の3第3項）、500名以上の者が勧誘にかかる金融商品取引契約を締結する場合に限られる（金商法施行令16条の2）。第2に、集団投資スキームに投資された資金の運用が投資運用業に当たる場合には、運用報告書の作成交付義務が課される（金商法42条の7第1項・2項。なお金商業府令134条5項）。運用報告書も内閣総理大臣への届出義務が定められているが、権利者が499名以下の場合には例外となる（金商法42条の7第3項、金商法施行令16条の14。他の例外は金商業府令135条）。以上の規律に対しては、発行開示に相当する部分の開示規制が十分な水準となっているかという問題とともに、継続開示に相当する部分が不十分であることが指摘されている<sup>72)</sup>。

68) 中間報告の際にご指摘をいただいた点にもとづく。これは、発行者の概念をめぐる議論と類似して、ファンドの中核・本質をどこに見出すかという問題の1つともいえる。例えば、運用を起点に捉えて入口の段階まで規制を及ぼすことも論理的には考えられる。

69) 黒沼悦郎「金融商品の種類」河本＝龍田編・前掲注（59）12頁、17-18頁。また、龍田節「金融商品取引法の趣旨・目的」河本＝龍田編・前掲注（59）6頁、8頁も参照。

70) 黒沼悦郎「金融商品取引法の適用範囲と開示制度」金融法務事情1779号（2006）8頁、14頁〔以下、「黒沼2006」〕、加藤・前掲注（59）59頁。

71) 黒沼2006・前掲注（70）14-15頁参照。

72) 黒沼2006・前掲注（70）14-15頁、加藤・前掲注（59）59頁。

上のおり、金商法第2章の開示規制が課されない部分については、業規制を通じた開示規制という規律の方法がとられている。そのため、このような手法が合理的かという問題がある。必要な機能を果たせるのであれば規制の形式はいつでもよいとも思えるが、実際にそのようにいえるかという問題でもある。

業規制は、規制の対象となる「業」を定義することで適用範囲を決め、(必要であれば)参入規制を課して行政による監督の手がかりとする。それとともに、業が実施される個々の場面で行為規制を課す。業規制を通じた開示規制は、この行為規制の中で設けられる。

この手法の特徴はどこにあるか。ファンドについていえば、組成、勧誘・販売、運用の各段階にかかわる者が「業者」として把握され、規制の対象になっているのであれば、その中で誰に開示義務を負わせるのかを柔軟に選択することが可能になる<sup>73)</sup>。他方、「業」として一定のセットで規制を設けることの限界もある。すなわち、誰に義務を負わせるのかは対象とする「業」の範囲を変えることで一定のコントロールが可能になるものの、「業」からこぼれた部分は補足できない。開示以外の行為規制も課すことから、開示の必要性があることのみからある者を「業者」とするのは困難も残る。この問題は、上でみた有価証券を主たる投資対象としない集団投資スキーム持分については投資運用業にならないことから、継続開示が担保されない点に現れている。

この問題のみであれば、投資運用業の範囲を変えれば足りるともいえる。もっとも、上記の業規制を通じた開示規制の一般的な問題からは、開示規制については異なるアプローチも考える。すなわち、業規制を通じて開示規制を行う代わりに、あるいは基本的には業規制によるものとしても補足的に、開示義務を負う者をスキームに応じて実質的に捉えた上で<sup>74)</sup>、その者に対して端的に開示義務を負わせる(一定の金融商品取引業を行っているから開示義務を負うのではなく、一定の役割を担う者であるから開示義務を負う)ことも考えられる。

## 5 おわりに

本稿では、第二種金融商品取引業をテーマに、その内容と位置づけを検討し、規制の方法という観点からいくつかの個別のトピックを素材に現行法の問題を検討した。本稿の内容を要約すると、次のとおりである。

第二種金融商品取引業は他業との兼業や他業からの参入を容易にした「弱いフィデューシャリー」と位置づけることができる。軽量の規律のみを課す「弱いフィデューシャリー」の類型を設け、確実に規制を遵守させようとする規制の方法は、重い規制と多くの適用除外の組み合わせと比べて、金商法制定時に考慮された政策課題との関係で合理的な方法と評価できる。

73) 誰に開示義務を課すかについては、金商法制定前の時点で集団投資スキームについて勧誘を行う仲介業者に開示義務を課す可能性を示唆していた、大崎貞和「投資サービス法と情報開示制度」神田秀樹責任編集(資本市場研究会編)『投資サービス法への構想』(財経詳報社、2005)33頁、47頁参照。

74) 前田敏博ほか「信託受益権を中心とする投資商品概念・発行者概念・ファンド規制等のあり方」神田秀樹責任編集(資本市場研究会編)『利用者の視点からみた投資サービス法』(財経詳報社、2006)19頁、47-48頁参照。

次に、集団投資スキームの自己募集・自己私募が第二種金融商品取引業となっている点については、仕組みの制約、業規制と開示規制をセットにした規律の方法といえ、一定の合理性を有する。もっとも、開示規制については業規制を通じたもののみとすべきかという課題がある。

本稿の検討には多くの制約や不十分な点も残る。例えば、「弱いフィデューシャリー」という位置づけ自体が受け入れられるとは限らない。また、これが形成されるに至った経緯の検討も十分とはいえない。

異なる観点からは、「弱いフィデューシャリー」の背後にある参入を容易にするという政策判断に伴う問題への対処という課題も挙げられる。すなわち、参入を容易にすると、問題のある業者も業規制に一応は服する形で適法に参入しやすくなる。登録拒否要件（金商法 29 条の 4）の厳格化はこれに対処する手段にはなるが、参入を容易にすることは相容れない部分がある。そのため、早い段階で問題のある行為を止め、問題の大きい業者を強制的に退出させることが必要になる。また、業規制については、無登録・無届により問題のある行為を起こす者や、業に該当しない部分で問題を引き起こすことも問題になる。規制のアービトラージが起きやすい構造であれば、後者の問題はより大きくなる。以上の点を含むエンフォースメントについては検討できていないが、将来の課題として残る<sup>75)</sup>。

---

75) 無登録業はともかく、業者に対する規制のエンフォースメントとの関係では自主規制（団体）の存在も重要となる。第二種金融商品取引業については、他の事業を行っている者も多いことから利害が多様である点について、中間報告の際にご指摘をいただいた。理論的には、自主規制団体を構成する業者の利害が均一な方が意思決定コストは低くなり、エンフォースメントに対するリソースの分配などもスムーズに行われると考えられる（もちろん、均一な利害に反する部分では、反対にエンフォースメントがなされにくくなる）。こうした点も踏まえた自主規制団体のガバナンスなども検討課題になる。