

月刊 資本市場

1 Jan.
2011

No. 305

■新春座談会■

証券・資本市場の活力回復の年に

■論文■

ファンド検査の実務

—ファンド業者に対する検査の最新動向

新シルクロードの誕生から成長のトライアングルへ

中央経済工作会議と2011年中国経済運営の主要課題

—インフレ抑制とCPI構成問題に注目

■地球温暖化対策と排出権取引■

商社に見る排出権取引の行方

—二国間オフセットメカニズムとMRV

収束が見えない欧州の財政危機／新たに空売り規制、「総合取引所」は先送り／相次ぐ大型増資にインサイダー取引疑惑／円高で海外買収加速／COP16「カンクン合意」採択の意味／過剰流動性相場続く／嵐の前の静けさ？



ファンド検査の実務

—ファンド業者に対する検査の最新動向

アンダーソン・毛利・友常法律事務所
弁護士

宮本 甲一

1. はじめに

証券取引等監視委員会（以下「監視委」という。）^(注1)は、金融商品取引法（以下「法」という。）の施行に伴い新たに規制対象となった集団投資スキーム（以下「ファンド」という。）の販売・勧誘や運用を行う業者（以下「ファンド業者」という。）に対する検査を、平成21年度以降、本格的に開始した。平成22年度証券検査基本方針において「集団投資スキーム(ファンド)の運用、販売に係る

〈目次〉

1. はじめに
2. ファンド業者に対する集中検査の背景
3. ファンド業者に対する検査の一般的なプロセス
4. ファンド業者に対する検査事例
5. ファンド業者に対する検査の最新動向
6. おわりに

法令遵守状況の検証」が重点検証分野とされていたとおり^(注2)、実際に、平成22年12月15日現在に至るまで、ファンド業者に対して集中的な検査が行われてきたところである。

平成22年10月19日、監視委は、これまでのファンド業者に対する検査の結果認められた問題事例について取りまとめ、公表を行った（以下、当該資料を「ファンド業者検査事例集」という。）^(注3)。そこで、本稿では、筆者が監視委において勤務した際^(注4)の経験を踏まえて、近時の監視委の重点検証分野の1つであり、今後も引き続き重要な取組みと位置付けられるであろうファンド業者に対する検査について、集中検査の背景及び検査の一般的なプロセスや手続上の論点について概略した上で^(注5)、ファンド業者検査事例集を踏まえ、検査において認められた問題点の分析を行うとともに、検査の最新動向等について述べることにしたい^(注6)。

■ 2. ファンド業者に対する 集中検査の背景

監視委によるファンド業者に対する検査が集中的に行われてきた背景には、実際の検査の結果、検査対象先において多数の法令違反等が発見されており、行政処分の勧告に至る程の悪質な事例が跡を絶たないことに起因すると考えられる。平成22年9月末までに検査を実施した35先のうち、約4割の15先に対し行政処分の勧告が行われており、当該15先を含む約7割の25先で法令違反等の事実が認められたとされる(注7)。また、当該行政処分の勧告の結果、すべての事例で業務改善命令に留まらず、業務停止命令(10先)又は登録取消し(5先)という重大な処分が下されている。

また、近年は、無登録業者を含む悪質な業者の関与による個人投資家の投資被害が社会問題化している中、ファンド業者に対する検査においてもこのような悪質な業者の関与が認められている。登録業者・無登録業者含めた悪質な業者についての対応も、公益及び投資者保護の観点から重要な政策的課題と位置付けられており(注8)、ファンド業者に対する集中検査、さらには後記5(2)において述べる裁判所に対する緊急差止命令申立てとそのための調査も、このような政策的課題の実行として位置付けられるものと考えられる。

■ 3. ファンド業者に対する 検査の一般的なプロセス

(1) 検査権限の法令上の根拠

ファンド業者のうち、他の業者が運用するファンドの販売・勧誘を行う業者は私募の取扱い(法2条8項9号)を業として行う者として、自らが運用するファンドの販売・勧誘を行う業者は自己私募(同項7号)を業として行う者として、第二種金融商品取引業(法28条2項)の登録を受け、また、自らファンドの運用を行う業者は自己運用(法2条8項15号)を業として行う者として、投資運用業(法28条4項)の登録を受けるのが原則である。したがって、これらのファンド業者は、いずれも金融商品取引業者(法2条9項)として、監視委による検査(法56条の2第1項)の対象となる。

また、①1名以上の適格機関投資家(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10条)と49名以下の一般の投資家(以下「適格機関投資家等」という。)を相手方とする自己私募に係る業務、又は②適格機関投資家等のみから出資・拠出された金銭等の運用に係る業務については、適格機関投資家等特例業務(以下「特例業務」という。)の届出(法63条2項)により行うことが可能であり、当該届出を行った特例業務届出者(法63条3項)も監視委による検査(法63条8項)の対象となる。

	金融商品取引業者		特例業務届出者	
	報告命令	検査	報告命令	検査
当該業者	○	○	○	○
取引先	○	×	○	×
子特定法人	○	○	×	×
持株会社	○	○	×	×
業務の委託先	○	○	○	○
主要株主	○* 1	○* 1	×	×
親金融機関等・子金融機関等	○* 2	○* 2	×	×
親銀行等・子銀行等	○	○	×	×

(○は権限の範囲内とし、×は範囲外とする。)

* 1 当該業者が第一種金融商品取引業又は投資運用業を行う者である場合に限り、外国法人を除く。

* 2 当該業者が特定金融商品取引業者等である場合に限り。

(2) 検査の予告

現在、監視委は、検査の予告については、「原則として無予告制とするが、検査対象先の業務の特性、検査の重点事項あるいは検査の効率性と実効性を総合的に勘案してケースバイケースで検討を行い、予告することが適当と判断した場合は予告検査とする。」としている^(注9)。あくまで無予告が原則であるが、証券会社に対する検査については広く予告が行われているのが実態のようである。

予告制導入の趣旨は、法令等遵守状況の検証だけでなく、リスク管理態勢にも着目した検証を行う場合には、事前準備等の観点から予告制を導入することが効率的であるためとされている^(注10)。この点、ファンド業者に対する検査においては、法令等遵守状況の検証が中心であり、これまでの検査の中で把握されたファンド業者の法令等遵守態勢の現状に鑑みれば、原則どおり無予告制での運用が今後も続くものと考えられる。

(3) 検査権限の及ぶ範囲

ファンド業者に対しては、当該業者のみならず、一定の関係先に対しても報告命令又は検査の権限が及ぶ。検査対象先が金融商品取引業者であるか、特例業務届出者であるかにより、上記の表のとおりその範囲は異なる。報告命令又は検査を忌避等した場合、登録又は届出の有無にかかわらず罰則（法198条の6第10号、11号）の適用があり得ることに留意する必要がある。

なお、特例業務届出者に対する報告命令及び検査権限は、適格機関投資家等のみから出資・拠出された金銭等の運用を行う業務（法63条1項2号。以下「自己運用特例業務」という。）を行う特例業務届出者の業務の状況を確認するため特に必要があると認めるときに、その必要の限度において認められている。したがって、適格機関投資家等を相手方とする自己私募に係る業務（法63条1項1号。以下「自己私募特例業務」という。）のみを行う

特例業務届出者については、監視委の検査が行われることはない。

もっとも、自己運用特例業務を行う特例業務届出者に対する検査の結果、当該業者が同時に営む自己私募特例業務に関して問題点が認められた場合には、当該問題点は検査の結果認められた事実として指摘されることになる(注11)(注12)。さらに、金融商品取引業者に対する検査において、当該業者が営む特例業務も検査の対象となり、当該特例業務に問題があると認められる場合は指摘・行政処分の勧告が行われ得る(注13)。

(4) 検査終了後の手続

監視委は、検査の結果について、監視委の議決後速やかに監視委委員長名において、検査対象先の責任者に対して文書で交付するが、必要があると認められる場合には、内閣総理大臣及び金融庁長官に対し行政処分その他の措置を行うことを勧告する(金融庁設置法20条1項)(注14)。勧告が行われると、金融庁の監督部局が行政処分その他の適切な措置を検討し、必要な監督上の処分を命ずる(金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(以下「監督指針」という。)Ⅱ-5-1(1)④)。

なお、金融商品取引業者ではない特例業務届出者については行政処分の対象とならないので(法51条、52条)、監視委による勧告が行われることもない。特例業務届出者に対する検査の結果、重大な問題点が認められた場合、現在の運用としては、勧告が行われた場合

と同様、監視委のホームページで検査の結果認められた事実が公表されている(注15)。

また、特例業務届出者が無登録で金融商品取引業を行っている事実が認められた場合(特例業務として認められる範囲を超えた行為を行っていた場合)、金融庁は、必要に応じ文書による警告を行い、警告を発したにもかかわらず是正しない者については、必要に応じ捜査当局に対し告発を行うこととしている(監督指針Ⅱ-1-1(7)②③)。さらに、警告又は告発の措置をとった場合、警告を行った者の名称等をホームページで公表することとしている(監督指針Ⅱ-1-1(7)④(平成22年9月22日改正部分))(注16)。

■ 4. ファンド業者に対する検査事例

ファンド業者検査事例集においては、これまでのファンド業者に対する検査において認められた主な問題点として、以下の5つの類型を挙げている。もっとも、以下で紹介する事例は、いずれも悪質・重大な法令違反等であり、通常の法令等遵守意識をもって業務を遂行している「まっとうな」業者からすれば、いずれも留意するまでもない事例とも思われる。しかしながら、以下に述べるとおり、例えば、ファンドの販売・勧誘のみを行う業者についても、自己が取り扱うファンドの運用状況の把握につき一定の責任を求めているように読み取れる点や、取引先や業務委託先が無登録

業者である場合についても厳正に対処する姿勢を打ち出していること等、行政の考え方や姿勢を推察するための参考となる点も見受けられる。そこで、以下、類型ごとに公表された事例と指摘の根拠を分析し、留意すべき点について触れたい。

(1) ファンドへの出資金の分別管理が不適切な状況 (出資金の流用、使途不明金等)

本類型については、顧客の出資金がファンドの運用以外の使途に費消されている投資者保護上極めて問題の大きい事例として、①ファンド販売業者の販売したファンドについて出資金の分別管理が確保されておらず、同業者が出資金を自らの借入金の返済に充当した事例、②ファンドの運用も行うファンド販売業者に関し、出資金を自社の運転資金等に流用した事例、及び③多額の出資金の使途が不明となっていた事例等が挙げられている。

本類型における検査対象先が投資運用業者である場合、運用行為自体に関する分別管理義務違反(法42条の4)^(注17)や善管注意義務違反(法42条2項)が直接問われることになると考えられる。

他方、本類型における検査対象先が、金融商品取引業としては私募の取扱い又は自己私募のみを行っている業者である場合、運用行為自体の法令違反を直接問われることはないと考えられる。すなわち、(i)別法人である運用業者のために私募の取扱いを行っており、

自らは運用行為に関与していないケース、又は(ii)主として有価証券又はデリバティブ取引に対する投資以外の事業に投資するファンド(以下「事業型ファンド」という。)の運用を自ら行い、さらに、当該ファンドの自己私募を行っているケースが想定できるが、いずれの業者も、運用行為自体については金融商品取引法の規制を受けない。しかしながら、当該業者に対する検査の過程で、不適切な運用が行われている事実が把握された場合、以下のような指摘がなされる余地があると考えられる。

まず、(i)及び(ii)のいずれのケースにおいても、ファンドに関する出資金が、ファンドの運用を行う業者の固有財産等と分別管理されることが当該ファンドに係る契約(例えば匿名組合契約)等において確保されていない場合には、法40条の3違反を問われる可能性がある^(注18)。また、分別管理以外の点でファンドの運用状況に問題が認められた場合^(注19)には、当該ファンドの販売・勧誘を行う業者が不適切な運用状況を知りながら、又は過失により知らずに私募の取扱いを行った点についての指摘がなされる可能性がある。これは、具体的な法令違反に該当する行為ではないが、業務改善命令の要件である「業務の運営の状況に関し、公益又は投資者保護のため必要かつ適当と認めるとき」(法51条)^(注20)、又は業務停止若しくは登録取消しの要件である「金融商品取引業に関し、不正又は著しく不当な行為をした場合において、その情状が

特に重いとき」(法52条1項9号)^(注21)に該当し得る。また、ファンドの販売・勧誘に際し、不適切な運用状況についての虚偽告知・誤解表示が行われたものとして指摘がなされる可能性(後記⁽²⁾参照)もある。

さらに、(ii)のケースでは、当該業者は、金融商品取引法の規制は受けないものの自ら運用行為を行っていることから、出資金・ファンド財産の管理不備等の指摘を受ける可能性もある。この場合も具体的な法令違反に該当する行為ではないが、業務改善命令^(注22)の要件に該当し得る。

上記からも明らかなとおり、ファンドの販売・勧誘のみを行う業者についても、当該業者が取り扱うファンドの運用状況は検査の対象となっている。したがって、自らはファンドの運用行為に関与せずに私募の取扱いのみを行う業者であっても、不適切な運用状況を把握した場合には、当該ファンドの取扱いの中止を含めた対応を検討する必要があると考えられる^(注23)。

(2) 顧客に対する虚偽の説明・告知や誤解を生ぜしめる表示等

本類型については、契約締結のため顧客に虚偽の情報等を提示している投資者保護上極めて問題の大きい事例として、①ファンドの運用も行うファンド販売業者に関し、ファンド持分を保有していないにもかかわらず、これを保有しているように装って販売契約を締結して資金を集めた事例、及び②出資対象事業

の運用実績の裏付けがないにもかかわらず自社のホームページに虚偽の利回りを表示した事例等が挙げられている。

本類型については、誇大広告の禁止(法37条2項)や^(注24)、ファンドの契約締結・勧誘に関しての虚偽告知^(注25)、誤解させるおそれのあること等の告知又は虚偽若しくは重要事項につき誤解を生ぜしめるべき表示^(注26)の禁止(法38条1号、2号、7号・金融商品取引業等に関する内閣府令(以下「金商業等府令」という。))117条1項2号)の適用が問題となる。

本類型に関しては、ファンドの私募の取扱いを行う業者が、ファンドの運用業者に対し、当該ファンドの運用内容に係る情報提供を要請する機会が多数あったにもかかわらず、これを怠り、虚偽の表示を看過したという重大な過失があったという状況の下で、当該ファンドの取得勧誘に際して、ファンドの運用方法及び実績につき、虚偽の告知を行ったとの指摘がされている事例が目される。過失の認定の中で具体的な状況についての言及がされたものであり、ファンドの私募の取扱いを行う業者がファンドの運用業者に対し、上記のような情報提供を要請する一般的な義務を負うものとまで解することはできない^(注27)。

(3) 無登録業者に対する名義貸し等

本類型については、登録制度を潜脱し、法令の規制下でない無登録の者に販売をさせている投資者保護上極めて問題の大きい事例と

して、ファンド販売業者が、自社の名義で無登録の者に対してファンドの販売を行わせた事例等が挙げられている。

金融商品取引業者が無登録業者に自社名義でのファンドの販売・勧誘を委託していた場合、名義貸しの禁止(法36条の3)が問題となる(注28)。他方、仮に無登録業者である委託先が自己の名義で販売・勧誘又は運用を行っていた場合には、名義貸しの問題とはならないが、委託者は無登録業者に業務を委託したことの責任を問われる余地がある。これは、具体的な法令違反に該当する行為ではないが、業務改善命令の要件に該当し得る(注29)。

また、特例業務届出者が特例業務の要件を充足していない場合も同様に無登録で金融商品取引業を行っていることになる。したがって、このような特例業務届出者に関与する者(特例業務届出者に業務を委託する者や特例業務届出者と取引をする者)も同様に責任を問われる余地がある(注30)。もっとも、特例業務届出者に関与する者からは、当該特例業務届出者が特例業務の要件を充足しているか明らかでない場合もあり得るため、実際に指摘の対象となるかは、当該特例業務届出者が特例業務の要件を充足していないことを知っていたか、又は知り得べき状況にあったかなど、個別具体的な事情に基づく判断によらざるを得ないと考えられる。

(4) ファンド販売業者自らが登録業務を逸脱している状況等

本類型については、前記(3)と同様に、法の業規制を逸脱し、登録制度により投資者の保護を図るとの法の趣旨に反する事例として、①投資助言・代理業者が第二種金融商品取引業の登録を受ける前にファンドの販売を行った事例、及び②業務範囲が限定されている特例業務届出者が、同特例業務の要件を満たさず、登録が必要となるファンドの販売や運用を行った事例等が挙げられている。

本類型は、典型的には、必要な登録又は届出を行わずにファンドの販売・勧誘や運用を行うような場合が想定され、法29条違反を問われることになる(注31)。

また、前記(3)において述べたとおり、特例業務の要件を充足しない結果、無登録で金融商品取引業を行っていることになる場合もあることに留意する必要がある。例えば、適格機関投資家以外の者からの出資が49名を超えていた場合(注32)、適格機関投資家からの出資がない場合(注33)、一般の投資家を匿名組合員とする匿名組合の営業者が出資者となっていた場合(注34)等があり得る。

(5) 自己の利益を図るため ファンド出資者の利益を害する 運用を行う行為

本類型については、ファンドに不要な負担をさせることにより自社が利益を得ている投資者保護上極めて問題の大きい事例として、投資運用業を行うファンド販売業者が、投資対象である未公開株式を既存株主から高値で取得してファンドに組み入れ、譲渡代金の一部を当該株主から自社に還流させていた事例が挙げられている。

本類型は、前記(1)と同様、ファンドの運用について問題が認められる類型といえよう。投資運用業者である場合、自己又は第三者の利益を図るため、ファンド出資者の利益を害することとなる取引を行うことを内容とする運用を行うことの禁止（法42条の2第7号・金商業等府令130条2号）が問題となる（注35）。

■ 5. ファンド業者に対する 検査の最新動向

(1) 監視委による建議

監視委は、平成22年10月19日、金融庁長官に対して、事業型ファンドの販売に係る契約締結前交付書面における分別管理に関する記載事項を拡充する必要があるとの建議を行った。これは、前記4(1)において述べたとおり、事業型ファンドにおいて分別管理が適切に行われていない状況が多く認められたため、

事業型ファンドの販売・勧誘を行うファンド業者に分別管理の具体的な内容について投資者に対して情報提供させることで、出資金の分別管理の徹底を図ろうとする趣旨とされている（注36）。

上記建議を受け、金融庁は、平成22年10月22日、事業型ファンド持分に関する金銭の管理の方法の区分に応じた詳細を、当該持分の売買その他の取引を行う場合の契約締結前交付書面の記載事項とする関係府令の改正案を公表し、同年12月15日現在、パブリック・コメント手続中である（注37）。具体的には、金商業等府令125条2号に規定する金銭の管理方法の区分に応じ、①預託先（銀行等／受託者）の商号又は名称、②預託（預金又は貯金の口座／金銭信託）に係る営業所又は事務所の名称及び所在地、③預託（預金又は貯金／金銭信託）の定義、④預託（預金又は貯金／金銭信託）の口座番号その他の当該預託（預金又は貯金／金銭信託）を特定するために必要な事項、⑤管理の実施状況及び事業型ファンド持分の売買その他の取引を行う金融商品取引業者等が当該実施状況の確認を行った方法を記載事項とする案となっている（金商業等府令案92条の2）。

(2) 緊急差止命令申立ての活用

ア 緊急差止命令の趣旨・沿革

法192条1項は、「裁判所は、緊急の必要があり、かつ、公益及び投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、内閣総理大臣

又は内閣総理大臣及び財務大臣の申立てにより、この法律又はこの法律に基づく命令に違反する行為を行い、又は行おうとする者に対し、その行為の禁止又は停止を命ずることができる。」と定めている。本条は、英米法のインジャンクション (injunction) の制度、米国の1933年証券法20条(b)項の規定に倣って定められた裁判所の緊急差止命令の制度であり、証券取引法制定時から存在した制度であった(注38)。米国証券取引委員会(以下「SEC」という。)がインジャンクションを積極的に利用しているのに対し、我が国においては、近時まで実際に本条が利用されることはなかった。

本条は、法令違反行為が行われた場合に、事後に行政処分・罰則の適用が行われたとしても不十分であり、投資者保護のため、事前にその行為を禁止又は既に行われている行為を停止することを目的とするものであると説明される(注39)。しかしながら、法令違反行為が何ら行われていない段階において法令違反行為が行われようとしている事実を疎明することは容易でないと考えられ、このような段階における事前の禁止という意味での実効性には疑問がある。実際に利用される場面としては、既に法令違反行為が行われており、現在も行われているか又は今後も行われる蓋然性が高い場合になろう(注40)。本条の実務上の意義は、むしろ行政処分の対象とならない無登録業者や特例業務届出者も対象とすることができ、これらの者に対する、緊急差止命令

の申立てについて必要な調査権限(法187条)が認められている点にあると考えられる。

上記のとおり近時まで本条の利用実績はなかったものの、平成20年の法改正(注41)による申立権限及び申立てのための調査権限の監視委に対する委任(法194条の7第1項、4項)や平成22年の法改正(注42)による本条違反の罰則(法198条8号)の両罰規定化(法207条1項3号)等、利用のための土台は着実に整備されており、無登録業者による被害防止のための活用の期待も高まっていた。また、監視委は、無登録業者の関与が認められた事案については、必要に応じ、法192条に基づく裁判所に対する差止命令の申立て及び法187条に基づく申立てのための調査に係る権限を行使する等厳正に対処することを表明していた(注43)。

イ 緊急差止命令申立ての実例

このような状況の下、監視委は、平成22年11月17日、株式会社大経(以下「大経」という。)及びその取締役ら(以下、併せて「被申立人ら」という。)に対し、初めて法192条に基づく申立てを行い、同月26日、東京地方裁判所より申立て内容どおり、被申立人らに対し、緊急差止命令が下された。本事案は、大経が、第一種金融商品取引業の登録を受けずに、業として株式会社生物化学研究所(以下「生物化学」という。)の株券等の取得の勧誘を行い、約100名の投資家に生物化学の株式等を1億円弱で取得させていたほか、その

後予定されていた新株発行に向けて投資家に対する取得勧誘を行っていたとされるものである。これに対し、東京地方裁判所は、無登録で株券等の売買、売買の媒介若しくは代理又は募集若しくは私募の取扱いを業として行うことの禁止を命じた。なお、生物化学に対しても、有価証券届出書を提出せずに募集を行うこと(法4条1項本文違反)の禁止・停止命令を求める申立てを行っている(注44)。

ウ 緊急差止命令申立ての実務上の意義

近年、悪質・詐欺的な無登録業者による未公開株や私募ファンドの販売等による投資被害が社会問題化している中、金融庁は、無登録業者に対しては、必要に応じ文書による警告を行い、その名称を公表すること等で対応してきた。しかしながら、無登録業者に対しては行政処分を行うことができず、問題を把握したとしても最終的な出口としては、捜査当局に対する告発しかなく、手続上の負担・機動性の点で、実効性に欠けるものであった。このような中、監視委が、違法行為の抑止のため、従前利用されてこなかった緊急差止命令の申立てを行った実務上の意義は大きいと考えられる。

緊急差止命令には執行力はなく、罰則による担保があるのみであり、その実効性に懐疑的な見方もあろう。しかしながら、従前証券検査の対象とされてこなかった無登録業者に対し、申立てのための法187条に基づく調査を行うことにより実態を把握し、当該事実を

公表することにより、被害拡大の防止を図ることの意義や、緊急差止命令による一般予防としての効果を無視することはできない。

また、裁判手続には時間がかかるとの指摘もあったところであるが(注45)、大経の事案では申立てから9日後に裁判所の命令が下されており、実用に耐え得る制度であることが明らかにされた。公益及び投資家保護のため、悪質・詐欺的な業者に対する対応として、今後も緊急差止命令の申立てが積極的かつ効果的に活用されることが望まれる。

(3) ファンド業者に対する 破産手続開始申立て

ファンド業者に対して行政処分を行う場合、ファンド財産の顧客への返還・ファンド財産回復に関する方策等を策定し、確実に実施すること、又は会社財産の不当な費消を行わないことといった内容を含む業務改善命令を発することが可能であり、実際に行われてきた。しかしながら、ファンド財産はあくまで業者の管理下にあり、悪質な業者の場合は、業務改善命令に従わず、ファンド財産の不当な費消を行うこともあり得る。

したがって、顧客財産を保護するための方策として、金融庁が、金融機関等の更生手続の特例等に関する法律に基づき、破産手続開始の申立てを行い(同法490条)、顧客財産の保全を図ることが考えられる。この点に関し、平成22年の法改正(注46)により、申立て可能な対象業者の範囲が一部の金融商品取引業者

(証券会社)から金融商品取引業者全般に拡大されたため、第二種金融商品取引業者や投資運用業者といったファンド業者に対しても上記申立てを行うことが可能となった。

■ 6. おわりに

前述のように、監視委はファンド業者に対する検査に積極的に取り組んでおり、これまで多数の法令違反等の事実を明らかにしてきている。また、監視委及び金融庁は、警告を行った無登録業者等の名称等の公表、事業型ファンドに関する建議、裁判所に対する緊急差止命令の申立て等、悪質なファンド業者に対し厳正に対処する姿勢を打ち出している。さらに、監視委は、「引き続き、ファンド販売業者に対する検査に取り組み、分別管理の状況を含む法令遵守状況について問題が認められる場合には、行政処分を求める勧告を行う等厳正に対処し、その是正・改善を求めていくこととする。」として、今後もファンド業者に対する検査を重点的に行うことを明らかにしている^(注47)。このような監視委及び金融庁の取組みは、悪質な業者による投資被害の防止、公正な市場の実現のために大きな意義を有するものである。

最後に、今後のファンド業者に対する検査について望まれることや注目すべき点について述べたい。

(1) 特例業務届出者・無登録業者 に対する検査・監督の枠組み

前記3(3)及び(4)において述べたとおり、特例業務届出者に対しては、検査・監督の権限は限定的な範囲においてのみ認められている。例えば、特例業務届出者の自己私募特例業務について、虚偽表示等の問題のある勧誘が行われている事例が容易に想定されるにもかかわらず、法は自己私募特例業務のみを行う特例業務届出者を検査の対象としておらず、さらに、いかに悪質な行為が行われていたとしても、特例業務届出者に対しては行政処分を行うことも認められていない。これは、特例業務届出者がプロ投資家を対象とするファンドを取り扱う業者であり、金融イノベーションを阻害するような規制とならないようにとの配慮に基づくものであると考えられる^(注48)。すなわち、特例業務届出者に対する検査も、そもそもは自己運用特例業務が事後的に特例業務の要件に該当しないこととなっていないかを検証することを目的とするものであったと推察される(法63条5項参照)。しかしながら、現在監視委による集中検査の対象となっている多数の特例業務届出者は、主に一般の投資家から資金を集めることを目的として組成されたものであり、中には一般の投資家に被害を及ぼすような悪質な業者や詐欺的な業者すら存在しているのが現状である。

このように、法が想定している特例業務届出者に対する規制の枠組みは、現在監視委の

集中検査の対象となっているような特例業務届出者に対するものとしては不適合であるといわざるを得ない面がある。

他方で、特例業務制度が本来想定するような「まっとうな」特例業務届出者にまで過剰な規制を及ぼすことは、金融イノベーションの促進という本来の制度趣旨を没却することにもなりかねない。

また、無登録業者については、原則として金融商品取引法による規制の枠外にある。

そこで、前記5(2)において述べた裁判所に対する緊急差止命令の申立てを積極的に活用することも現在の法制度内における1つの方策であると考えられる。しかしながら、より積極的に、監視委又は金融庁に対して、特例業務届出者や無登録業者に対する一定の権限(特例業務届出者に対する一定の行政処分権限、無登録業についての検査権限、課徴金調査権限、捜査権限等)を与える立法的な方策も検討すべきではないかと思われる。この点、米国においては、SECが無登録のファンドに対し、制裁金賦課や資産凍結を積極的に求めている制度・運用も参考となるものと考えられる。

(2) ヘッジファンド規制

一口にファンド業者といっても、個人投資家を中心顧客とする小規模な業者から、市場において相応の影響力があり、又はシステミック・リスクが問題とされるような大規模なヘッジファンド等まで様々である。現在監視委

による集中検査の対象となっており、本稿の対象としてきたのは前者のファンド業者である。膨大な数のファンド業者が存在する中、限られた監視委の人的リソースを有効に活用するためには、個人投資家保護のため、前者のファンド業者に対する検査に優先的に取り組まざるを得ないことはやむを得ないと考えられる。

しかしながら、今般の世界的な金融危機以降、各国でヘッジファンド規制、特にシステミック・リスクをいかに防止するかという点が注目されている。この点について、金融庁が平成22年1月21日に公表した「金融・資本市場に係る制度整備について」においては、ファンドのリスク管理状況に係る報告事項等の拡充の一環として、ヘッジファンド運用者からの報告事項の拡充を各国と協調して行うこととされており(注49)、今後、このようなファンド業者に対する検査・監督の動向が注目される。

(注1) 実際の検査は各財務(支)局・沖縄総合事務局の証券取引等監視官部門によっても行われるが、本稿では便宜上監視委として記載する。

(注2) 監視委「平成22年度証券検査基本方針及び証券検査基本計画」(平成22年4月6日)6頁

(注3) 監視委「ファンド販売業者に対する検査結果について」(平成22年10月19日)

(注4) 筆者は、平成20年5月より平成22年5月までの間、監視委事務局証券検査課に課長補佐・専門検査官(任期付公務員)として勤務した。

(注5) 金融商品取引業者等に対する検査の一般的な

手続等については、渋谷武宏「転換期にある証券検査—ベター・レギュレーション、改正検査指針下における留意点—」商事法務1884号（商事法務、2009年）参照。

(注6) 本稿において意見にわたる部分はあくまで私見を述べたものであり、筆者の勤務していた監視委及び筆者の所属する法律事務所の見解を述べたものではない。また、事実関係については公表資料に依拠している。なお、本稿の執筆に際し、森下国彦弁護士から有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝申し上げます。もとより、本稿に関するすべての責任は筆者一人に帰すべきものである。

(注7) 監視委・前掲（注3）1頁、監視委事務局証券検査課課長補佐高邑聡「ファンド販売者に対する検査結果及び建議について」証券業報平成22年10月（日本証券業協会、2010年）1頁

(注8) 平成22年度から平成26年度までの5年間を対象とする「消費者基本計画」（平成22年3月30日閣議決定）において、ファンドを取り扱う登録業者についての情報収集、金融商品取引法の厳正な運用及び投資家保護上必要な行政対応の実施、未公開株の取引等を利用した高齢者を狙った詐欺的商法による新たな消費者被害の事案についての取締りの強化及び無登録業者による違法な勧誘行為による被害の未然防止及び拡大防止を図ること、差止命令の申立て制度活用の検討等が定められている。

(注9) 監視委「証券検査に関する基本指針」（平成17年7月14日）II 5（平成22年7月29日に該当部分が一部改正された。）

(注10) 監視委「証券検査に関する『よくある質問』」（平成21年6月26日改訂）3頁3番

(注11) 自己運用特例業務を行う特例業務届出者の行う自己私募特例業務についても検査権限が及ぶか

という点が問題となり得るが、文言上、①自己運用特例業務を行う特例業務届出者の「業務に係る状況」の確認であり、当該特例業務届出者の「自己運用特例業務の業務に係る状況」の確認に限定されているわけではないこと（法63条8項）、②質問又は書類その他の物件の検査の対象は「特例業務の届出」に関するものに限られているが、特に「自己運用特例業務の届出」に関するものに限定されているわけではないこと（同項）から、肯定的に解することも可能であろう。もっとも、そもそも検査の対象が自己運用特例業務を行う特例業務届出者に限定されている趣旨が、現在監視委が集中的に取り組んでいるファンド業者に対する検査の目的と整合的でないと思われる点については後記6(1)参照。

(注12) 特例業務届出者に対する検査の結果が公表された初めての事例として、監視委「トップゲイン株式会社に対する検査結果に基づく勧告及び株式会社ハヤシファンドマネジメントに対する検査結果について」（平成22年4月16日）参照。

(注13) 投資助言・代理業者に対する検査において、その営む特例業務上の問題点が指摘され、当該業者の業務運営に関し、公益及び投資者保護のため必要な改善を図る必要がある業務の状況（法51条）に該当するとして行政処分の勧告が行われている（監視委「株式会社トラフィックに対する検査結果に基づく勧告」について（平成22年9月7日）、「ソーシャル・イノベーション株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」（平成22年9月22日）参照）。この点につき、特例業務届出者に対しては行政処分がなされないこと（後記(4)参照）との均衡が一応問題となり得るが、文言上金融商品取引業者の行う特例業務の状況に関し、公益又は投資者保護上の問題点が認められる場合に行政処分が

できないと解すべき理由はないし、実質的にも登録業者としての一定の信用の下で行ってきた特例業務に問題点が認められた場合には、行政処分の必要性が高いと考えられる。また、特例業務は例外的に金融商品取引業の登録が不要とされているのみで、法2条8項に定める「金融商品取引業」に該当することには変わらないため、法52条1項6号又は9号を適用して業務停止又は登録取消しを命ずることも可能であると考えられる。

(注14) 監視委・前掲(注9) II 13、14

(注15) 監視委・前掲(注12)(株式会社ハヤシファンドマネジメント) 参照。

(注16) 金融庁は、「警告書の発出を行った無登録業者」及び「警告書の発出を行った適格機関投資家等特例業務届出者」を随時更新し、ホームページで公表を行っている。

(注17) 監視委「株式会社コンコードに対する検査結果に基づく勧告について」(平成21年10月29日) 参照。

(注18) 監視委「株式会社RSTに対する検査結果に基づく勧告について」(平成22年1月20日)、「株式会社エプソム愛馬会及び株式会社ジャパンホームマンクラブに対する検査結果に基づく勧告について」(平成22年5月21日) 参照。

(注19) ファンドに関する出資金が、ファンドの運用を行う業者の固有財産等と分別管理されることが当該ファンドに係る契約等において規定されており、法40条の3違反を問うことはできないが、実際には分別管理がなされていないような事例も想定できる。

(注20) 監視委・前掲(注18)(株式会社RST)、「株式会社Art Investment Bankに対する検査結果に基づく勧告について」(平成22年1月29日)、「イニシア・スター証券株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」(平成22年4月9日) 参照。

(注21) 監視委「New Asia Asset Management株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」(平成21年9月11日) 参照。

(注22) 監視委・前掲(注18)(株式会社RST)、前掲(注18)(株式会社エプソム愛馬会及び株式会社ジャパンホームマンクラブ) 参照。

(注23) 自らはファンドの運用行為に関与せずに私募の取扱いのみを行う業者が、どこまで取り扱うファンドの運用状況について把握する必要があるかは、当該ファンド組成への関与の程度や運用を行う業者との関係を含めた個別具体的な事情に基づく相対的判断によらざるを得ないと考えられる。この点、「多くの事例において、ファンド販売業者とファンドの運用を行う者が同一の者であるか、形式上は別の者であっても実質的には一体的に運営されているといった実態が認められ、このような実態を背景に、分別管理の状況をはじめとするファンドの運用状況に対するファンド販売業者のチェックが形骸化している状況も認められた。」とされている(高邑・前掲(注7) 2頁)。

(注24) 監視委・前掲(注21)(New Asia Asset Management株式会社)、「ゲインズ・アセット・マネジメント株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」(平成21年6月26日) 参照。

(注25) 監視委・前掲(注17)(株式会社コンコード) 参照。

(注26) 監視委・前掲(注17)(株式会社コンコード)、前掲(注20)(イニシア・スター証券株式会社)、前掲(注21)(New Asia Asset Management株式会社)、前掲(注24)(ゲインズ・アセット・マネジメント株式会社) 参照。

(注27) 但し、後記5(1)のとおり、事業型ファンドについては、ファンド販売の契約締結前交付書面を通じて分別管理の内容について投資者に適切な情報

提供が行われる必要があるという問題意識から建議がなされたところであるが、本事例も事業型ファンドの事例であり、ファンドの私募の取扱いを行う業者を通じて、当該ファンドの運用内容について投資者に適切な情報提供が行われる必要があるという同一方向での問題意識を読み取ることもできるのではないと思われる。

(注28) 監視委・前掲(注13)(ソーシャル・イノベーション株式会社)、前掲(注21)(New Asia Asset Management株式会社)、前掲(注24)(ゲインズ・アセット・マネジメント株式会社)参照。

(注29) 監視委・前掲(注13)(株式会社トラフィック)、前掲(注20)(株式会社Art Investment Bank)参照。

(注30) 監視委・前掲(注12)(トップゲイン株式会社)参照。

(注31) 監視委・前掲(注21)(New Asia Asset Management株式会社)、「株式会社モーゲージ・サポートに対する検査結果に基づく勧告について」(平成22年2月26日)参照。

(注32) 監視委・前掲(注12)(トップゲイン株式会社)参照。

(注33) 監視委・前掲(注13)(株式会社トラフィック)、前掲(注13)(ソーシャル・イノベーション株式会社)参照。

(注34) 監視委・前掲(注12)(株式会社ハヤシファンドマネジメント)参照。

(注35) 監視委「株式会社ウィズダムキャピタルに対する検査結果に基づく勧告について」(平成21年11月12日)参照。

(注36) 前記4(1)において述べたとおり、事業型ファンドの運用業者の行う運用行為は金融商品取引法上の規制の対象外であり、分別管理義務違反の責任を直接問うことは困難であるため、事業型ファンドの販売・勧誘を行う業者を通じて規制の実効性を高めようとしたものと考えられる。

(注37) 金融庁「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」(平成22年10月22日)

(注38) 神田秀樹監修『注解証券取引法』(有斐閣、平成9年)1329頁、神崎克郎=志谷匡史=川口恭弘『証券取引法』(青林書院、平成18年)124頁、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法第3巻』(金融財政事情研究会、平成22年)476頁

(注39) 田中誠二=堀口巨『再全訂コンメンタール証券取引法』(勁草書房、平成8年)1118頁以下、河本一郎=関要監修『逐条解説証券取引法』(商事法務、三訂版、平成20年)1460頁、岸田・前掲注38476頁以下

(注40) 後記イの事案について、投資者から多数の苦情があったことから警告書を発していたにもかかわらず、その後も未公開株式の勧誘が行われているとの情報が寄せられていたとされており(監視委事務局総務課長寺田達史「金融商品取引法192条申し立てについて」東証メールマガジンNo.2619(2010年))、また、法187条の調査の結果、繰り返し違法行為が行われていたものとされていることから、法令違反行為を今後とも継続する蓋然性が高い事案であったと推察される。

(注41) 金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成20年法律第65号)1条

(注42) 金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成22年法律第32号)1条

(注43) 監視委・前掲(注3)5頁、監視委事務局証券検査課長其田修一「証券検査を巡る最近の動向」本誌304号(2010年)63頁

(注44) 平成22年12月15日、甲府地方裁判所より申立て内容どおりの命令が下された。また、金融庁は、平成22年6月4日に改正された「企業内容等の開示に関する留意事項について」B4-23に従い、同年

11月26日、生物化学に対して文書による警告を發し、その旨を「有価証券届出書を提出せずに募集を行っている者の名称等について」として公表している。なお、大経及び生物化学の事案の詳細については、寺田・前掲（注40）のほか、監視委事務局証券検査課課長補佐高邑聡「無登録業者等に関する金商法192条申立てについて—証券監視委が投資家被害拡大を食い止める強力な武器に一」金融財政事情2911号（金融財政事情研究会、2010年）24頁以下参照。

（注45）近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門』（商事法務、平成21年）500頁

（注46）金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成22年法律第32号）4条

（注47）監視委・前掲（注3）4頁。また、其田・前掲（注43）66頁も、今後も引き続き注力していく検証分野としてファンド業者の検査を挙げ、「投資者の被害の拡大を防ぐため、問題のありそうな業者には、検査の優先度を高め、早期に検査に入り、問題が確認された場合には検査結果の処理を迅速化し、行政処分に結び付けるようにしています。」としている。

（注48）松尾直彦編著『改訂版一問一答金融商品取引法』（商事法務、平成20年）325頁

（注49）13頁。なお、金融庁・前掲（注37）によれば、ヘッジファンド規制に関する改正案として、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とする改正案が公表されている。



宮本 甲一（みやもと こういち）
2003年慶應義塾大学法学部卒業
2008年5月から2010年5月まで証券取引等監視委員会事務局証券検査課に勤務
アンダーソン・毛利・友常法律事務所
第二東京弁護士会所属弁護士
MAIL koichi.miyamoto@amt-law.com