

[研究ノート]

出資の払戻しルールの合理性

——商法第542条を素材として——

三 浦 康 平

はじめに.

1. 商法第542条の解釈の根拠
2. 金銭払戻しルールのメリットとその問題点
3. 金銭払戻しルールと流動性問題
4. 結語

はじめに.

ある人が、広い意味での投資スキーム⁽¹⁾(以下はじめに. において「ファンド」という。特定の法形態を念頭に置いているわけではない。)に何らかの形で出資をしているとする。その後、この人が何らかの理由で当該ファンドへの出資をやめることにする(投下資本の回収)。この際に、この人が当該ファンドからどのような形で出資したものを返してもらえるかは、当該ファンドの法形態による(さしあたり契約によるアレンジメントは考えないものとする)。すなわち、当該ファンドがどの法律に基づいて設立されたものであるのか、さらに言うと、当該法律が出資されたものとそれに対する出資

(1) ここで「広い意味で」というのは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号)上の文脈で論じられる「集団」投資スキーム(同法第2条第2項第5号参照)のみを念頭に置いているわけではないことを示すための表現である。

者の権利をどのように規定しているのかによるということである。このことについては、おおざっぱに言って2種類のルールに分けられる。出資されたものについて出資者への返還を認めるものと、これを認めないものである⁽²⁾。本稿の検討対象は前者のルールである。

本稿の問題意識は次のとおりである。ファンドが出資されたものを出資者に払い戻す場合、「払戻しの形式」が問題となる。出資の形式には金銭が選択されることが多いと思われるが、金銭以外の形での出資（現物出資、労務出資、信用出資等）を認める法律もある。そして、出資の払戻しの形式は、金銭である場合と金銭以外の場合とがある。ファンドの法形態に応じて、それぞれの法律では出資の払戻しの形式を定めている（以下ではこの出資の払戻しの形式を定めたものを「出資の払戻しルール」という）。出資の払戻しルールについては、出資の金銭的評価の問題（算定方法、評価（計算）の時期）、そして、具体的にどのような形で出資の払戻しを行えばよいのか（履行の方法）、ということが従来議論の中心であったといえる。しかし、そのような出資の払戻しルールがなぜ望ましいのか、つまり、当該出資の払戻しルールが合理性を有しているとなぜ言えるのか、という観点からの議論はほとんどなされてこなかった。これが本稿の問題意識である。もっともこれに対しては次のように言うことが可能かもしれない。まず、これまで出資の払戻しルールの合理性を議論する必要性がなかった、つまり何の問題も生じなかったから議論の必要がなかったのだ、と。あるいは、出資の払戻しルー

(2) よく知られているように、株式会社については後者のルールが採用されている。すなわち、出資されたものを出資者への払戻しは原則として禁止である（投下資本の回収は持分——つまり株式——の他者への譲渡によってなされる）。神田秀樹『会社法〔第14版〕』（弘文堂、2012年）8頁など。これに対して、持分会社では出資の払戻しが認められている（退社に伴う「持分の払戻し」につき会社法（平成17年法律第86号）第611条。なお履行済みの出資に関する「出資の払戻し」については同第624条。ただしこれには一定の制限がある。同第632条第1項）。

ルが問題となるような状況があったとしても、そのルールの合理性について検討することなく当該問題を処理できたということであったのかもしれない⁽³⁾。しかし、あるルールに具体的な問題（法的紛争）が生じていないことと、当該ルールが合理的であるかどうかは別問題であるともいえる。現在のルールをどのように説明するかという観点からも、出資の払戻しルールの合理性を検討することには、（議論の空白を埋めるというのはいさぎであるにしても）これまでの議論を補足するものであり、それなりの意味があると考えられる。もっとも本稿は出資の払戻しルールを網羅的に検討するつもりはない。前述したように、出資の形式と出資の払戻しの形式は複数ある。一つの考え方は次のようなものである。つまり、出資の形式と出資の払い戻しの形式の組み合わせは、①金銭出資であって、出資の払戻しも金銭、②金銭出資であるが、出資の払戻しは金銭以外、③金銭以外の出資であるが、出資の払戻しは金銭、④金銭以外の出資であって、出資の払戻しも金銭以外、の4通りがありえる⁽⁴⁾。本稿は商法（明治32年法律第48号）が定める匿名組合（商法第535条以下）の出資の払戻しルールの合理性に検討対象を限定する。匿

(3) これは出資の払戻しルールの多くが任意規定と解されていることとも関連があるかもしれない。つまり当該出資の払戻しルールに問題があったとしても、当事者が別段の定めを設けて問題が発生しないようにしてきたのかもしれない。

(4) ①の場合であっても、理論的には、代物弁済のような形になれば②と異なる結果となる可能性がある。④については、理屈の上では、さらに2つのパターンに分けることができる。つまり、現物出資の場合、当初出資したモノが返還されるのか、ファンドが投資した対象たるモノが返還される（いわゆる現状有姿）ことになるのか、ということである（後者については④はなかなか考えにくい）。なお現状有姿パターンでよく知られているものは、本文で言えば②にあたるが、金外信（金銭信託以外の金銭の信託）をあげることができるだろう。金外信については、三菱UFJ信託銀行・編著『信託の法務と実務〔5訂版〕』（金融財政事情研究会、2008年）21頁〔福井修〕の以下のような説明が簡便である。「金銭の信託は、金銭信託と金銭信託以外の金銭の信託とに分類される。金銭の信託のうち、信託終了時に信託財産を金銭に換価し受益者に金銭で交付するのが金銭信託であり、信託財産を現状有姿で受益者に交付するものが金銭信託以外の金銭の信託である」。なお同書第2編第2章も参照。

名組合契約の場合の出資の払戻しルールは、①と③がデフォルト・ルールとなっているといえる。つまり、金銭出資であろうが、金銭以外の出資であろうが、出資の払戻しは金銭でなされることになっている(同法第542条の解釈。これについては次の1. 参照)。匿名組合を検討対象にする理由は、①以外に③をデフォルト・ルールとして採用している(ことになっている)からである。その合理性を問う、ということである。また、解釈上この③のルールに関する議論がないからである。そのため、シンプルに話を進めていくことが可能である。匿名組合の出資の払戻しルールは商法第542条に定められている。そこで商法第542条を検討の出発点としたい。

1. 商法第542条の解釈の根拠

まず匿名組合契約の当事者に関する基本的なルールを確認する。匿名組合契約とは、当事者の一方(以下「匿名組合員」という)が相手方(以下「営業者」という)の営業のために出資をし、営業者がその営業から生ずる利益を匿名組合員に分配することを約することを内容とした契約である(商法第535条。以下1. から3. において商法の条文については、単に「第〇〇条」と表記する)。出資の払戻しルールとの関係で重要なのは「匿名組合員の出資は、営業者の財産に属する」(第536条第1項)ことである。そして、「金銭その他の財産のみをその出資の目的とすることができる」(同条第2項)。金銭出資のほかに現物出資が認められているということである。労務出資・信用出資は認められないと説明される⁽¹⁾。出資の払戻しは、匿名組合契約の法定終了事由(第541条)が生じた場合と匿名組合契約当事者が匿名組合契約を解除した場合(第540条)に行われることになる。そして、匿名組合の出資の払戻しルールは商法第542条に定められている。それによると、営業者は匿名組合員に対して「その出資の価額を返還しなければならない」と

(1) たとえば、近藤光男『商法総則・商行為法〔第5版〕』(有斐閣、2006年)173頁。

いう。この「出資の価額」の意味であるが、次のような説明が一般的である⁽²⁾。「現金出資のときは当然であるが、現物出資のときでも、特約がない限り金銭で評価して返還することになる。すなわち組合員は、出資した財産そのものを返還することを請求することはできない」⁽³⁾。多くの場合、これ以上の説明はされない。すなわち、なぜ「出資した財産そのものを返還することを請求することはできない」のかという説明である。これには、第536条第1項が関係してくる。この規定によれば、前述したように、匿名組合員の出資は、営業者の財産に帰属することになる。すなわち、所有権は営業者に移転するのである⁽⁴⁾。匿名組合員が出資の払戻しを請求できるといってもそれは債権的な権利にすぎない⁽⁵⁾、ということである⁽⁶⁾。以上のような、匿

(2) なお最近の商行為法関連の教科書はこの部分については詳しく述べない。

(3) 近藤・前掲注(1) 176頁。

(4) 大隅健一郎『商行為法』（青林書院新社、1967年）90頁は「出資は一旦営業者の財産に帰属するから、出資の返還は出資の目的物のいかんを問わず、常に金銭をもつてなすべきである。商法が『出資の価額』の返還というのは、この趣旨である。」と述べる。また、田中誠二＝喜多了祐＝堀口亘＝原茂太一『コンメンタール商行為法』（勁草書房、1973年）231-232頁も「出資の返還は、出資の価額を返還すればよい」。「すなわち、出資を金銭に評価し、金銭により支払えばよいのであり、出資した目的物自体を返還する必要はない。なぜなら、出資の目的物は営業のために使用され、営業者の財産に帰属しているからである」とする。高鳥正夫『商法総則商行為法（改訂四版）』（慶應通信株式会社、1988年）232頁も「出資はいったん営業者の財産に帰属するわけであるから、出資の返還は常に金銭をもつてなせば足りる。商法が出資の価額を返還することを要するというのはこの意味である」と述べる。

(5) このことを明確に述べるのは、西原寛一『法律学全集29 商行為法』（有斐閣、1960年）185頁である（「匿名組合員の出資返還請求権は純然たる債権である」）。

(6) 多くの場合、名古屋地判昭和53年11月21日判タ375号112頁が引用される。この事件の事実ははっきりしないが、事件そのものは「所有権移転登記抹消登記手続請求事件」であることからわかるように、匿名組合員が不動産を出資し、その後匿名組合契約を解除したというものである。そして出資の払戻しを求めたわけであるが（その際いろいろと主張しているようであるが、それは無視する）、出資したモノそれ自体（不動産）の返還を請求した（営業者に原状回復義務の履行

名組合契約において現物出資をした場合の払戻しのルールの説明は、学説上異論は（本稿筆者が調べた限り）見当たらない⁽⁷⁾。本稿筆者も解釈論とし

として当該不動産の所有権移転登録抹消登記手続とその引渡をせよ、と)。これに対して裁判所は、次のように述べた。匿名組合員の「出資によつて営業者に帰属した財産は、その使用権のみを出資した場合は別として、特約のない限り、匿名組合員に復帰せず、営業者は右契約終了の効果として、右出資の価額（出資が損失によって減少したときはその価額の残額）のみを返還すれば足りるのである」と述べて、匿名組合員である原告の一人が匿名組合契約を解除したとしても、原告は営業者（被告）に出資の価額の返還請求権を取得するにすぎず、問題となっている土地の所有権は原告に復帰しないと、原告らの請求を棄却した。

(7) これは商法の歴史を通じていえることである。現在の第542条は、平成17年法律第87号による改正前商法第541条に相当する。同条は、さらに、昭和13年法律第72号による改正前商法第303条に相当する。明治32年法律第48号以前では、商法修正案理由書（あるいは商法修正案参考書）において第302条に相当し、いわゆる旧商法（明治23年法律第32号）では第272条がこれに相当する。また、いわゆるロエスレル草案では現在の第542条に相当する規定は「第六卷 商社」の中の第76条とされており、「解約の時は甲者に其差金を還付せざるべからず」としていた（部分的に現代表記に改めた。以下この注において言及する文語体のものについて、一つを除いて、すべて同じ）。『ロエスレル氏起稿 商法草案 上巻』（司法省、出版年不明）227頁。ロエスレル草案では第74条から匿名組合（同草案の司法省訳では「匿名会社」）の説明があり、司法省訳では、現在の匿名組合員に相当するものを「甲者」、営業者のそれを「乙者」と表記して当該制度を記述している（同草案第74条は「甲者定額の差金を入れて乙者又は乙屋号の商業に加はり損益を共分すと雖も其差金を以て全く乙者の専有に帰せしめ且つ商務に参加せず。又自己の本姓を屋号中に加へしめざる場合に於て甲者未だ其差金を払込ざるとき乙者又は乙屋号の所業の爲めに他人に対して義務を負担するは其差入るべき金高に限るものとす」としていた）。同書221頁。同草案第76条はそのまま「解約の時は甲者に其差金を還付せざるべからず」という条文案（法務大臣官房司法法制調査部・監修『日本近代立法資料叢書17 會社條例編纂委員會 商社法第一讀會筆記』（商事法務研究会、1985年）29頁）（このときは第83条）等を経て、明治23年商法第272条の、「契約解除の場合に於ては匿名員の負擔に歸す可き損失及び債務を引去りたる後其出資額を之に拂戻すことを要す」という規定となった。この時点の学説は、現物出資の場合の出資の払戻しの形式について特に言及するものはない。たとえば井上操『日本商法〔明治23年〕講義 日本立法資料全集 別巻236』（信山社出版、2002年）180頁は、明治23年商法第272条について「本条は出資額の払戻に関する規定なり〔原

文改行] 何れの原因に出でたるを問はず総て契約を解除したる場合に於ては匿名組合員の負担に係る損失及び債務を引去りたる後其出資を払戻すべきなり」(〔 〕内は本稿筆者による)と述べるにとどまる。梅謙次郎『日本商法〔明治23年〕講義 日本立法資料全集 別巻360』(信山社出版、2005年)にいたっては関連する記述すらない。同条についてもっとも詳細に述べる磯部四郎『商法〔明治23年〕釈義 第一編第六章～第七章(第二五四條～第三五二條)日本立法資料全集 別巻12』(信山社出版、1996年)936-939頁も特筆すべきことは述べていない。そのほか、井上操『改正商法〔明治26年〕述義(會社法・手形法・破産法)日本立法資料全集 別巻250』(信山社出版、2002年)269頁、高根義人=水野鍊太郎『商法總則及第一編第一章及至第四章 完・會社法 完・破産法 完 日本立法資料全集 別巻702』(信山社出版、2012年)411頁、長谷川喬=岸本辰雄『商法〔明治23年〕正義 第1巻・第2巻 日本立法資料全集 別巻48』(信山社出版、1995年)704頁、本尾敬三郎=木下周一『商法註解 自第一冊至第四冊 日本立法資料全集 別巻705』(信山社出版、2012年)454-456頁、本尾敬三郎=木下周一=石尾一郎助『商法講義 上 日本立法資料全集 別巻706』(信山社出版、2012年)290-292頁を参照したが、注目すべきものはなかった。

なお匿名組合員の現物出資については、すでにロエスレルによって「財産差入は定額なかるべからず但し一定の金額なると特別の財産(家屋、地所等の如し)なるとを区別せず」と説明されていた。前掲司法省訳222頁。

いわゆる法典論争後は、「商修正原案 第249条乙」(第70回商法委員会議事要録 明治30年4月2日)(法務大臣官房司法法制調査部・監修『日本近代立法資料叢書19 法典調査會 商法委員會議事要録』(商事法務研究会、1985年)432頁)が明治32年商法の規定と同じものを規定し、その後の商法決議案においても第252条として同一の文言が維持された。法務大臣官房司法法制調査部・監修『日本近代立法資料叢書20 法典調査會 商法決議案』(商事法務研究会、1985年)25頁(明治30年10月9日配布)。これはその後の商法修正案参考書(なお東京博文館蔵版(博文館、明治31年)の場合は商法修正案理由書)(法務大臣官房司法法制調査部・監修『日本近代立法資料叢書21 法典調査會 商法修正案参考書』(商事法務研究会、1985年))第302条にも引き継がれた(同参考書132頁)。そして明治32年商法では前述のように第303条として、平成17年法律第87号による商法改正が行われるまで同じ文言(条数変更はあったが)が維持された。すなわち、「組合契約カ終了シタルトキハ営業者ハ匿名組合員ニ其出資ノ価額ヲ返還スルコトヲ要ス但出資カ損失ニ因リテ減シタルトキハ其残額ヲ返還スルヲ以テ足ル」である。

明治32年商法成立以後の学説も、それ以前同様、本稿の問題意識と関連する事柄を述べるものはしばらくない。丸山長渡『改正商法〔明治32年〕要義 上巻

てこれに異議を述べるつもりはない。しかし、「はじめに」でも述べたように、筆者の問題意識は、このような出資の払戻しルールをデフォルト・ルール⁽⁸⁾とすることに合理性はあるのであろうか、このようなルールそれ自体は合理性を有しているといえるものなのであろうか、というものである。これについては、解釈論としての説明以上のものを述べているものは見当たらない。

以下では、第542条の出資の払戻しルールの合理性を検討する。その際同条のような形式のルール、すなわち、金銭出資・現物出資を問わず出資の払戻しは金銭で行うものとする、というルールを「金銭払戻しルール」と呼ぶ。

2. 金銭払戻しルールのメリットとその問題点

第542条の金銭払戻しルールは任意法規であり、特約で別段の定めを設け

日本立法資料全集 別巻358』（信山社、2005年）453頁、堀田正忠＝柿崎欽吾＝山田正賢『商法講義 下巻 日本立法資料全集 別巻198』（信山社出版、2001年）825-826頁、柳川勝二『改正商法〔明治44年〕正解 日本立法資料全集 別巻226』（信山社出版、2002年）411頁、柳川勝二『改正商法〔明治44年〕論綱 初版 日本立法資料全集 別巻273』（信山社出版、2003年）403頁、吾孫子勝＝矢部克己『改正商法通義 日本立法資料全集 別巻680』（信山社出版、2011年）（明治44年出版）378頁など、条文をそのまま述べるだけのものと大差がない説明が続く。これはその次の世代の学説も同様である。青木徹二『商行為論』（有斐閣書房、1906年）200頁、松本烝治『商行為法』（中央大学、二十版、1925年）159頁など。金銭出資以外の出資の場合の出資払戻しについて初めて言及したのは、おそらく、岡野敬次郎『商行為及保険法』（財団法人岡野奨学会、1928年）125-126頁である（「出資の如何に拘はらず計算は金銭を以て之を爲す。第三百三條に於て出資の価額を返還すと定むるよりも明なり」）。この記述の登場以後、教科書等は（すべてではないが）このことについて言及するようになる。竹田省『商行為法』（弘文堂書房、第八版、1933年）100頁、小町谷操三『商行為論』（有斐閣、1943年）190頁など。⁽⁸⁾ 多くの教科書等では「特約のない限り」という留保をおいていることから第542条の規定は任意規定であることを前提として論じている。本稿もこのことを前提とする。2. の注（1）参照。

ることができる⁽¹⁾。すなわち、匿名組合契約終了時に、現物出資の形で出資をした匿名組合員から、出資の価額の返還を求められた場合、そして当該現物出資されたモノの返還を求めたとき、営業者がこれに応じるという内容の定めを置くことが許されているということである。また、事前に別段の定めがなくとも、匿名組合契約終了時に匿名組合員から同じような請求を受けて、営業者がこれに応じるのであれば、同様の結果になる。これらのことを考えると、匿名組合契約の出資の払戻しルールは、ある面において、民法上の組合や持分会社のそれと似ているといえる。すなわち、出資の返還にあたって、その形式の選択について営業者（組合・持分会社）にイニシアティブがあるということである。持分会社に関して、会社法第611条第3項は、退社に伴う「持分の払戻し」について、「退社した社員の持分は、その出資の種類を問わず、金銭で払い戻すことができる。」（下線部は本稿筆者によるもの）としている⁽²⁾。また、民法（明治29年法律第89号）第681条第2項は、脱退した組合員の持分の払戻しに関して、「その出資の種類を問わず、金銭で払い戻すことができる。」（下線部は本稿筆者によるもの）としている。

(1) 田中誠二ほかコンメンタール・1. の注（4）231頁。なお同書が「同旨」として引用する大判昭和6年6月2日法律新報269号16頁（LEX/DBを利用）は現在の商法第542条但書き（当時の第303条但書き）に関するものである。古いもので同条が強行規定ではないと明言するのは1. の注（7）で挙げた吾孫子勝＝矢部克己『改正商法通義 日本立法資料全集 別巻680』（信山社出版、2011年）（明治44年出版）378頁である（「但営業者は必しも本条に従うことを要せざること第三百条に付きて述べたと同じ」と述べている。第300条の解説では、第300条は「単に営業者と匿名組合員との権利関係を規定したるものにして之に違うことを許さざる公益規定と謂うべからざればなり」としている（同書376頁））。

(2) これに対して、同法第624条第1項は、「出資の払戻し」に関して、社員による「出資として払込み又は給付をした金銭等の払戻し」の請求について、「当該金銭等が金銭以外の財産であるときは、当該財産の価額に相当する金銭の払戻しを請求することを妨げない」としている。つまりこの場合は、出資の払戻しの形式について、持分会社の社員側にイニシアティブがあるといえる。

この民法上の組合の出資の払戻しルールに関して、ルールの合理性を探るという観点から、興味深い指摘がある。すなわち、今みたように民法第681条第2項は、出資が金銭以外であった場合について、出資の払戻しの形式は金銭でも金銭以外（たとえば出資された何らかの財産）でもよいとしている。この規定について、「脱退組合員の出資した物を返還することによって組合の事業経営に支障を生ずることを防ごうとする趣旨であろうが、持分払戻はすべて金銭によるのがむしろ常道であろう」と述べるものがある⁽³⁾。そして続けて「もつとも、出資した物自体を払い戻しの一部または全部にあてることも、もとよりさしつかえはない」とする⁽⁴⁾。この規定について、これ以上詳しく説明するものは（本稿筆者の知る限り）見当たらない⁽⁵⁾。この説明を前提とすると、金銭払戻しルールのメリットとして次のようなことができる。ある財産が事業（営業）に使用されている場合に、当該財産を出資した出資者（組合員、契約者）による出資の返還請求がなされたとき、金銭による払戻しが可能であれば、当該事業（営業）の継続に支障を来すことなく、出資の払戻しができる。当該財産が事業（営業）に必要なものであればこのメリットは大きなものとなる。

しかしこの論理はそれほど説得力のあるものとは言い難いと思われる。金銭で出資や持分の払戻しをする場合であっても事業（営業）の存続が危うくなる場合は常にある。出資された財産の価値が、事業（営業）全体の価値に比べて大きなものである場合、当該財産の価値に見合う金銭が当該事業（営

(3) 我妻栄『債権各論 中巻二』（岩波書店、1962年）836頁。一部の漢字を常用漢字に改めた。この文献について、以下同じ。

(4) 我妻・前掲注（3）836頁。

(5) 鈴木祿彌・編『新版注釈民法（17）債権（8）』（有斐閣、1993年）180頁〔菅原菊志〕も「脱退組合員の出資したものをもって払戻をしなければならないとすると、組合事業を継続するのに支障を生ずることがあるから、それを防ごうとする趣旨である。もつとも、出資した物自体を払戻の一部または全部にあてることはさしつかえない」と説明する。なお本稿筆者は関連文献を網羅的に検討したわけではないので、見落としの可能性があるので付言しておく。

業）から流出することは、それ自体、事業（営業）の存続に大きな影響を与える可能性がある。そうすると上記のメリットが妥当するのは「当該財産は事業（営業）の遂行に重要（あるいは不可欠）であるが、当該財産の価値は、当該事業（営業）全体の価値と比べて、（当該財産相当の金銭が流出しても）問題がないくらい小さい場合」のみであるといえる（もちろん不可欠なモノが流出するのと、それが金銭の形で出ていくのは質的には異なる。しかし当該モノが代替可能であればその違いは大きなものではないと思われる）。換言すれば、返還すべき出資や持分が大きなものである場合、その事業（営業）存続への影響を考えると、払戻しの形式は問題にならないということである。よく知られているように、これは、出資の払戻しを認める制度、特にいわゆるパートナーシップ制を採用する事業体に共通する問題である。一般的に、ジェネラル・パートナーが死亡・引退・離反等するとパートナーシップ持分の払戻しがなされる。これは当該持分が大きいものである場合（創業メンバー等の場合）パートナーシップの存続に大きな影響を与える（これを回避したければ株式会社など出資の払戻しを認めない制度への変更を選択すること

になる)⁽⁶⁾⁽⁷⁾。

(6) このことは20世紀の米国のパートナーシップ制を採用する事業体（株式会社化する以前の投資銀行（investment bank）やヘッジ・ファンド等）の歴史を観察すれば容易にわかることである。関連文献を挙げると、投資銀行に関するものとして、RON CHERNOW, THE HOUSE OF MORGAN: An American Banking Dynasty and The Rise of Modern Finance (1990)（邦訳書である青木榮一・訳『モルガン家——金融帝国の盛衰 上・下』〔日経ビジネス人文庫版〕（日本経済新聞社、2005年）。特に邦訳書（下）の141頁前後参照）；CHARLES D. ELLIS, THE PARTNERSHIP: The Making of Goldman Sachs (2008)（邦訳書である斎藤聖美・訳『ゴールドマン・サックス 〔上〕〔下〕』（日本経済新聞出版社、2010年））（〔下〕の後半は、ゴールドマン・サックスの株式会社化が一つのテーマとなっている）。ヘッジ・ファンドに関するものとして、ROGER LOWENSTEIN, WHEN GENIUS FAILED: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management (Random House, 2000)（邦訳書である東江一紀＝瑞穂のりこ・訳『最強ヘッジファンドLTCMの興亡』〔日経ビジネス人文庫版〕（日本経済新聞社、2005年））；DAVID CAREY AND JOHN E. MORRIS, KING OF CAPITAL: The Remarkable Rise, Fall, and Rise Again of Steve Schwarzman and Blackstone (Crown Business, 2010)（邦訳書である土方奈美・訳『ブラックストーン』（東洋経済新報社、2011年））など。学術的なものとして、VINCENT P. CAROSSO, INVESTMENT BANKING IN AMERICA: A History (Harvard University Press, 1970)（邦訳が証券研究55巻・56巻に掲載されている。）；ALAN D. MORRISON AND WILLIAM J. WILHELM, JR., INVESTMENT BANKING: Institutions, Politics, and Law (Oxford University Press, 2008) [paperback] がある。なおヘッジ・ファンドに関しては、3. (3) も参照。

(7) もっともこれは払戻しの方法を工夫すれば問題は軽減されるともいえる。ただちに払い戻すのではなく、払戻原因があった日以後一定期間後に払い戻すとか、一定期間かけて複数回にわけて払い戻す、等の方法をとればパートナーシップの資本が危うくなる可能性を少なくすることができる。さらにこのような方法をとることで、払戻原因発生前に当該退職等パートナーがとった行動に基づくリスクを適切に反映させることができる。すなわち、金融取引は現在の金銭と将来の金銭を交換する取引であると定義するのであれば、金融取引が締結された時点とその結果が顕在化する時期は異なる。ある取引をしたことが持分査定に影響を及ぼす場合、この「時点のズレ」は問題となる。巨額の金融取引を締結して、それがどのような巨大なリスクであれ、現実化した時に自分がいなければ、当該パートナーシップにどのような影響を与えようとも関係がない、という組織のリスク管

以上のことを匿名組合にひきなおして述べると次のようになる。ある匿名組合員が出資した金銭以外の財産が営業者の営業に重要（あるいは不可欠）なものである場合に、当該匿名契約終了時に当該匿名組合員への出資の価額の返還が金銭でなされることのメリットは、当該財産の価値が営業者の営業全体の価値と比べて、（当該財産相当の金銭が流出しても）問題がないくらい小さい場合にのみ妥当する。

もっとも、金銭払戻しルールにまったくメリットがないわけではない。たとえば、返還すべき出資の価額が営業者の営業財産に占める割合が大きい場合には、契約当事者の事前・事後の交渉次第であるが、分割して支払うということが可能である。これは現物を返還するという形式をとる場合（最悪の場合、営業者は廃業して返還することになる）にはないメリットである⁽⁸⁾（もっともこれも契約次第であるともいえる）。

現物を返還する場合のメリットについて一言だけ述べる。匿名組合員の出資の価額に相当する金銭を営業者が有していない場合、金銭払戻しルールであれば、営業者は他の何らかの財産を売却して金銭を獲得する必要がある。現物返還の場合はその必要がない。このことに言及することに意味がある局面がある。それは上記の説明で言えば「他の何らかの財産を売却」することが難しい局面である。具体的には、そのような「他の何らかの財産」の市場に流動性が失われた場合である。これについては、次の3. で詳しく述べる。

理の観点からは不適切なインセンティブをパートナー達に与えることになる。こうしたことを避けるためには、パートナーが退職（等）しても即座に持分払戻しを行うのではなく、一定期間後、あるいは一定期間かけて複数回に分割して払い戻すという方法をとることは合理性がある。なお株式会社化してしまえばこの手のリスク管理は役職員のボーナス査定の場合において類似の機能を果たすことになるだろう。

⁽⁸⁾ 現物返還の場合、現物をどう評価するかの問題がある。もっともこれは現物出資の形式には常につきまとう問題であり、金銭で払い戻す場合であっても避けられない。なお金銭出資の場合、金銭払戻しルールの方が使い勝手が良いのは当然である。

もっともこのような現物返還のメリットも、前述したように、金銭払戻しルールは任意規定であり契約当事者が都合の良いようにアレンジすれば同じ結果を得ることができる⁽⁹⁾。

3. 金銭払戻しルールと流動性問題

(1) 金銭払戻しルールが実際に問題となる可能性がある局面をとりあげる。まず、金銭払戻しルールと集団投資スキーム（以下単に「ファンド」という）における出資者の解約一般に伴う問題の関係について簡単に述べる。金銭払戻しルールを採用する場合、出資者の解約に備えて、ファンドは手元に現金をある程度用意しておく必要がある。あるいは、現金に代えて、流動性（換金性）の高い資産を保有しておく必要がある。言い換えると、こうした現金、あるいは流動性の高い資産を保有しているということは、その分を別のより利回りの高い投資に回せないということでもある（投資の効率性が悪くなる）。もっとも、現物返還であればこの事態を避けられるかというところではない。いわゆる現状有姿返還の形式を採用しないのであれば、別次元ではあるが、問題があることは同じである⁽¹⁾。

(2) (1) で述べたように、金銭払戻しルールを採用する場合、出資の返還への準備をある程度する必要がある。しかしもしこのような準備をしない場合⁽²⁾、条件によっては次のような問題が生じる。すなわち、ファンド

(9) 事前に現物返還の同意をしている場合であって、実際に現物返還が行われると営業者の営業の継続が困難になるときがあるとする。しかしこの場合は、そのような事態は想定可能であり、その上で現物返還の約束をしたのだから、そのようなリスクは営業者において引き受けたと考えることになるだろう。

(1) むしろ一度出資された財産を売却してしまった場合は、出資の返還に金銭払戻しルール以上の手間がかかることになる。

(2) 出資の返還への準備のためにファンドの投資効率性（リターン）が下がる可能性がある。ファンドのリターンがファンド・マネージャーの報酬に直結する（あるいはそれなりに関係する）ことが多いことを考えると、こうした準備をしない

が流動性の低い（あるいは一時的に失われた状況にある）モノ⁽³⁾ばかり保有している場合に、市場の状況が急激に悪化し、これに反応——状況によっては「過剰に」といえる場合もあるだろう——した出資者がファンドの解約に殺到する、という状況である⁽⁴⁾。そのような状況では、出資者への金銭の支払のために保有資産を売却するということが困難になる。あるいは、強引に換金することができたとしても、事前の評価よりもはるかに割り引かれた価格での売却を余儀なくされる可能性が高い⁽⁵⁾⁽⁶⁾⁽⁷⁾。

ということは、ファンド・マネージャーの行動としては（その限りで）合理的であるといえる。

(3) たとえば構造がかなり複雑な証券化商品を念頭においているが、非公開会社株式（プライベート・エクイティ・ファンドの場合）や、金融商品ではない不動産の場合も考えてこのような表現にした。

(4) 以下の記述は、TIMOTHY SPANGLER (ed.), INVESTMENT MANAGEMENT: Law and Practice (Oxford University Press, 2010) 1223とDICK FRASE, LAW AND REGULATION OF INVESTMENT MANAGEMENT 2nd ed. (Sweet & Maxwell, 2011) 395, 477に依拠している。

(5) このように売却が不可能である場合——あるいは本文で述べたような状況を避けるために——、売却ではなく、当該ファンドが保有する当該流動性のないモノを担保に出して現金を確保することもありえるのかもしれない。しかしその場合でも担保価値の算定でかなり不利な取り扱いを受けることが予想され、結局同じことになりかねない。

(6) レバレッジをきかせたファンドの場合はさらに深刻な状況になる可能性がある。つまりレバレッジをきかせるためにはどこからか（通常はブリッジ・ファイナンスをしてくれるのは銀行であろうか）資金を借りる必要がある。その資金の融資に当たって締結した契約の条件次第では、上記の問題が生じる。すなわち、資金の貸し手が市況の悪化等の場合には借り手に対して弁済を要求することができるというような取り決めをしていた場合である。このような場合、ファンドは貸し手に対する弁済のために保有する資産を売却することを余儀なくされる。

(7) また、これら一連のプロセスに対しては、時間的な制約から実行が難しい場合もあるのかもしれない。出資返還請求（償還請求）がなされてから、いつまでに換金・振込がなされるのかは本稿筆者にははっきりとは分からない（なお注（19）参照）。当事者が事前に締結した契約に記載されている内容が、このような市場の激変を想定していなかった場合、種々の問題が発生しそうである。

このように、市場が急激に悪化した場合（流動性が失われるレベルを想定）、ファンド・マネージャーは2つの困難なことに同時に直面する。第1に、運用しているファンドのポートフォリオ中のものが通常の方法では処分できなくなる（流動性が失われているため）。第2に、市場の急激な悪化に反応したファンド出資者からの出資返還請求（償還請求）が急激に増えることである。この2つは相互に関連して状況をより悪化させる可能性がある（負のスパイラル）。すなわち、出資者の出資返還請求（償還請求）に応じるために、ポートフォリオ財産を換金しなければならない。しかしポートフォリオ財産が通常の価格帯では処分できないため（処分そのものが困難な状況にある）、従前よりはるかに割り引かれた価格で処分することになる。他のファンドも同じような状況にあるとすると、ファンドのポートフォリオと市場の状況はさらに悪くなる。そしてさらに悪くなった市場に反応してさらにファンド出資者が持分を処分しようと出資返還請求（償還請求）をしてくる。この繰り返しが続く、ということである。

このような状況で出資返還請求（償還請求）に応じるには幾つかの方法があるという（そもそもそのような場合には出資返還請求（償還請求）に応じないという選択肢については（3）で述べる）。一つは、金銭の代わりにファンドの投資対象物（の一部）を直接出資者へ引き渡すことである。現状有姿での返還ということになる。これは金銭払戻しルールではできないことである。もっともこれには——出資者がそれに同意するかという問題を度外視しても——引渡しの方法などについて実現には困難な問題が存在する⁽⁸⁾。別

(8) FRASE, *supra* note 4, at 478. これを解決方法の一つとして紹介するFRASE自身、こうした引渡しが困難な場合があることを認識している（デリバティブのポジションの一部を引き渡す場合を想定している）。また、本文で示唆したように、このような措置をとることについての出資者の同意が問題となる。事前の契約で定めている場合はともかく、定めていなかった場合、出資者の出資返還請求（償還請求）に対してこのような措置をとることは、（やむを得ないものとして）同意なくして認められるであろうか。もっとも、これを認めないとしたとしても、ファンド側は（資産の売却が困難なのであるから）出資者の請求にこたえられない（履

の方法としては、いわゆる「サイドポケット条項 (side pocket provision)」による解決がある。サイドポケット⁽⁹⁾とは、たとえば、次のようなスキームである。まず新しい特別目的ビークル (special purpose vehicle (SPV)) を設立する。そしてファンドが保有している流動性のない資産 (illiquid assets) をこの新SPVに譲渡する。その後この新SPVの持分をファンドの出資者に (それぞれの出資額に応じて) 配分する、というものである⁽¹⁰⁾⁽¹¹⁾。

行遅滞の状況が続く)。また、本文で述べたように、無理に売却を試みると一層事態を悪くする可能性がある。これは当該請求をする出資者以外の出資者に悪影響を及ぼす。他方でこのような措置を同意なく認めるのも困難なようにも思われる。⁽⁹⁾ サイドポケットについては、関雄太「新たな収益機会の獲得が課題となるヘッジファンド」資本市場クォーターリー 2006年春号の注8やそれに対応する本文参照 (ただし平時における活用が中心)

(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/backno/2006spr.html>)。

また、Alternative Investment Management Association (以下「AIMA」という) の金融安定化理事会 (Financial Stability Board : FSB) レポートに対するコメントのAnnex1 (p.13) も参照。

http://www.financialstabilityboard.org/press/c_110901a.pdf、または、

http://www.financialstabilityboard.org/press/c_110901.htm

このAnnex1自体は“Common redemption limitations” (償還請求を制限する一般的な手段) を紹介するものであり、サイドポケットはその一つとして挙げられている。なおFSBの前身は金融安定化フォーラムであり、法学系ではこちらの方が知られていると思われる。これについては

<http://www.financialstabilityboard.org/about/history.htm>を参照。

このAIMAのコメント自体は、FSBレポートであるShadow Banking: Scoping the Issues (A Background Note of Financial Stability Board) (April 12, 2011)

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412a.pdf

に対するもので2011年5月17日付である (コメント公表日は同年9月1日)。

⁽¹⁰⁾ 新SPVに譲渡された流動性のない資産は、一定期間後市場が流動性を取り戻したときに処分されるという。要は「つなぎ」の措置ということである。FRASE, *supra* note 4, at 478. AIMA・前掲注(9)資料。

⁽¹¹⁾ この新SPV持分をファンドの出資者に配分することは“payment in kind” (通常は「代物弁済」の語があてられる) あるいは“distribution in kind” (通常は「現物配当」の語があてられる) と呼ばれている。

ただし、この場合そのような流動性のない資産の評価が問題になる（そもそも本来当該資産をプライシングすべき市場に流動性がないから適切な評価ができない⁽¹²⁾）。またサイドポケット（SPV）に移された資産は、もとのファンドのパフォーマンスからも除外されるため、評価額の下落した資産をサイドポケット（SPV）に移すことにより、ファンド全体のパフォーマンスが不透明になるとの懸念も指摘されている。実際サイドポケットを悪用したヘッジ・ファンド関係者が、米国の証券当局であるSEC（証券取引委員会）に摘発された事例がある⁽¹³⁾。

（3）⁽¹⁴⁾ 出資返還請求（償還請求）が相次ぐと、ファンドから資本が流失

⁽¹²⁾ SPANGLER, *supra* note 4, at 1224は「過去には、サイドポケットの利用は、流動性リスクに対処するために使用されたツールであった」としながらも、資産の評価の困難性の問題があり、サイドポケットは「完全な解決策とはほど遠い」としている。

⁽¹³⁾ SEC v. Paul T. Mannion, Jr., et al., SEC, Litigation Release No. 21699, 99 S.E.C. Docket 2218, 2010 WL 4112845 (October 19, 2010)。このMannion訴訟についてはS.E.C. v. Mannion, 789 F.Supp.2d 1321 (N.D.Ga., 2011) も参照。SECはかねてからサイドポケットをヘッジ・ファンドの問題の一つと考えていたように思われる。ヘッジ・ファンド規制で論争を引き起こした2004年のSEC投資顧問リリース2333 (Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, Investment Advisers Act Release No. 2333 (December 2, 2004) [69 FR 72054 (December 10, 2004)] (Final Rule) (これについては拙稿「米国一九四〇年投資顧問法における投資顧問の定義について(三)」同志社法学60巻8号(333号)(2009年)の注(106)(276頁)で引用されている文献参照)のFoot note 183とそれに対応する本文参照。なお本稿4. の注(2)も参照。

⁽¹⁴⁾ この3. (3)については各注に挙げている文献のほか、光定洋介・編著、白木信一郎・著『投資ファンドのすべて——投資信託、バイアウト、ヘッジファンドなどの全容』（金融財政事情研究会、2006年）、寺本名保美『ヘッジファンド運用入門 第2版』（財経詳報社、2008年）、HARRY CENDROWSKI, ADAM A. WADECKI, LOUIS W. PETRO AND JAMES P. MARTIN, PRIVATE EQUITY: History, Governance, and Operations (John Wiley & Sons, Inc., 2008) (邦訳書である若杉敬明・監訳、森順次＝藤村武史・訳『プライベート・エクイティ』（中央経済社、2011年)）を参照した。

することにより、当初定めていた投資計画・投資方針が維持できなくなる場合⁽¹⁵⁾もありえる。そうするとファンドを解散・清算するという選択がなされる可能性がでてくる。これはヘッジ・ファンドに限定された話ではない。よく知られているように、投資信託の世界では、投資信託約款に繰上償還条項がある。多くの場合、投資信託の純資産残高が著しく減少したときに、商品性に沿った運用が困難になるとの理由から繰上償還が選択される⁽¹⁶⁾。出

(15) 単純に考えて、分散投資には相応の資本が必要である。そして、どのような種類のファンドであれ、1種類のモノに全資本を投資していることはまず考えられない。そうすると出資者との事前の契約で、なんらかの形で、一定程度の分散投資を前提にした投資方針・投資計画があると考えられる。そうすると、こうした投資方針・投資計画に従って行動するためには、ファンドに一定額の資本が常に存在している必要がある。出資返還請求（償還請求）が相次ぐとこのような投資方針・投資計画の維持は困難になる。本文後述のように投資信託ではこのことが起こりやすい（出資返還請求（償還請求）に制限を設けていない場合が多いから）。このことは、投資信託が商品的本質（あるいはセールスポイント）として分散投資をかなり行っていることとも関係するかもしれない。

(16) 田村威『八訂 投資信託 基礎と実務』（経済法令研究会、2011年）289頁では簡単ではあるが約款例がある（同書では「途中償還」と表現している）。

なお、投資信託及び投資法人に関する法律（昭和26年法律第198号）の「投資法人」部分である第67条第1項第6号は「投資法人が常時保持する最低限度の純資産額」を投資法人の規約の記載等事項等と定め、同条第4項はこの「最低限度の純資産額」が5000万円以上であることを要求している（正確には「五千万円以上で政令で定める額」であるが、投資信託及び投資法人に関する法律施行令（平成12年政令第480号）第55条はこれを「五千万円」としている）（なお投資法人の設立時の最低出資総額は1億円である（同法第68条第2項、同施行令第57条））。投資法人の純資産額が最低純資産額を下回った場合は、内閣総理大臣から一定期間内（三ヶ月を下回ることができない）に当該投資法人の純資産額が最低純資産額以上に回復しない場合には登録を取り消す旨の通告が発せられる（同法第215条第2項・第3項）（投資法人は内閣総理大臣の登録を受けなければ、資産運用行為ができない（同法第187条））。この一定期間内に純資産額が最低純資産額以上に回復しない場合には、登録が取り消される（同法第216条第2項）。登録の取消しは法定解散事由である（同法第143条第7号）。

東京証券取引所が定める不動産投資信託（いわゆるREIT）の投資証券の上場廃止基準（有価証券上場規程（平成19年10月17日制定。最終改正平成24年5月10日）

資の払戻しにつき制限を設けていないとこのようなことになりやすい⁽¹⁷⁾。こうしたことを回避する方法は、出資返還請求（償還請求）を何らかの形で制限することである。これは同時に、（２）で述べた問題にもある程度事前的に対処することになる。ここでは制限の方法として、①クローズド期間（凍結期間。英語文献ではロック・アップ期間と紹介される）、②ゲート条項の二つをとりあげる⁽¹⁸⁾⁽¹⁹⁾。クローズド期間とは、ファンド設定から一定期間解約等出資の払戻しを請求することが禁止される期間のことである。たとえばヘッジ・ファンドは、投資信託のように、出資者（投資家）に対していつでも投下資本の回収を認めることはない。少なくとも設立して最初の数年は出資者による引き出しを認めないという契約になっているのが通常のようなものである⁽²⁰⁾（あまり一般的ではないが、投資信託もクローズド期間を設けるもの

第1218条第2項第4号）では「純資産総額が、上場不動産投資信託証券に係る毎営業期間又は毎計算期間の末日において、一年以内に五億円以上とならないとき」と定められている。

⁽¹⁷⁾ そして、これもよく知られていることであるが、投資信託ではこうした出資の払戻しの制限（ここではいわゆるクローズド期間を念頭に置いている）を設けていない（あるいはあっても短期間）のが通常である。クローズド期間については本文で後述する。

⁽¹⁸⁾ 以下の記述については、SPANGLER, *supra* note 4, at 1223-1224, 1261; FRASE, *supra* note 4, at 395, 477-478を参照した。また注（９）で挙げたAIMA関連の資料も参照。

⁽¹⁹⁾ これ以外にも、出資返還請求（償還請求）に対応するために、償還対応取引日に工夫するものもある。たとえば投資信託のように原則毎営業日解約（ただしいわゆるファンド・オブ・ファンズのうち海外ヘッジ・ファンドに投資するものは除く）を受け付けるのではなく、3か月ごとの特定の営業日のみ受け付ける、というやり方である。FRASE, *supra* note 4, at 478.

またAIMA・前掲注（９）資料では、償還請求は実際に支払われる日より相当前（45～120日前が一般的）に通知（撤回不可）する必要がある、という定めをおくことを紹介している。

⁽²⁰⁾ SPANGLER, *supra* note 4, at 1261では、プライベート・エクイティ投資契約ではペイアウトに関して「ロック・アップ条項」があるのが一般であり、3年から5年（場合によっては10年間）ペイアウトしないのが通常であると述べる（２．

がある⁽²¹⁾。このような期間を設けないと、投資方針・投資計画の遂行に支

注（6）であげた『ブラックストーン』の邦訳書347頁では投資家の投資が最大10年間固定されているファンドが紹介されている）。FRASEの説明は次のようなものである。集団投資スキームのうち個人向け（一般人向け）の場合は、通常、出資の払戻しは毎日または毎週（悪くても2週間ごとに）受け付けるようになっている。このため当該投資スキームが投資可能な資産は限定されることになる（出資者に対して払い戻すための現金を確保するという観点から、流動性のある資産が中心となる）。これに対してヘッジ・ファンドの場合は月に一回程度（伝統的なロング・ショート戦略（この戦略については、例えば志賀勝則＝志賀祥子『ヘッジファンドの投資戦略——ブラックボックスを解き明かす』（中央経済社、2012年）42頁以下など、証券投資系・ヘッジファンド系の書物を参照）をとるファンドの場合）だが、3か月に一度というものも珍しくないという。より流動性の低いものを投資対象としている場合、この期間は長くなる可能性がある（ただし同書では、このようなアレンジメントは不十分である場合があるとして2008-2009年の信用危機の時期を挙げている）として、プライベート・エクイティ・ファンドの場合は数年、場合によってはファンドの選択による、ということ述べている。FRASE, supra note 4, at 395. AIMA・前掲注（9）資料では「ロック・アップ期間の長さは当該ファンドの質と評判、それと、〔当該ファンドの〕投資ポートフォリオの流動性」による、としている（〔 〕内は本稿筆者によるもの）。

(21) これはいわゆるオープン・エンド型（受益証券の買戻しが認められているもの）投資信託の話である。そもそも買戻しが認められないクローズド・エンド型の話ではない。以下でもこのことを前提とする。

単位型投資信託はクローズド期間が数か月から1年、換金を認めないのが通常であるという（場合によっては運用期間終了時まで）。追加型投資信託では、これよりも短い期間、もしくは決算時のみ、または全くないのが通常であるようだ。田村・前掲注（16）216頁では「クローズド期間のついたファンドは、単位型の株式投信に多い。追加型の株式投信でも、当初設定時にはクローズド期間をつける場合もある」とする。

なお投資信託協会の発表資料を見ると、単位型と追加型では、追加型が主流であることが分かる。たとえば2012年9月末時点で、株式投信4177本（純資産総額48兆2975億2200万円）のうち、追加型は3923本（同4兆1783億7900万円）であるのに対して、単位型は254本（同1兆1191億4300万円）にすぎない。これは公社債投信（174本。同10兆4494億円）についても言える（単位型は30本・同308億2000万円。追加型は144本・同10兆4185億8000万円）。http://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/backno_I011BG/

障を来すからである。つまり、ファンドの投資対象が流動性の低いモノである場合、出資者の資本回収が容易な仕組みであればファンドの運営は安定的なものにはならない可能性が高いということである。このことはパイアウト・

追加型投資信託であっても、海外ヘッジ・ファンドに投資するもの（いわゆるファンド・オブ・ファンズの一類型）については、比較的長期（1年が多いと思われる）のクローズド期間を設けている。

なおクローズド期間を設けていない投資信託であっても、買取り・解約請求から実際に支払われるまで数日（大体四営業日）かかるのが通常であるという。投信協会HPより。

こうしたクローズド期間は投資家が投資判断をするにあたって重要な情報である。そのため、金融商品の販売等に関する法律（平成12年法律第101号）第3条第1項第7号は「当該金融商品の販売の対象である権利を行使することができる期間の制限又は当該金融商品の販売に係る契約の解除をすることができる期間の制限があるときは、その旨」を「重要事項」（同法第3条柱書）としている。投資信託のクローズド期間はこれに該当する。松尾直彦（監修）・池田和世（著）『逐条解説 新金融商品販売法』（金融財政事情研究会、2008年）124頁（「たとえば、ある種の投資信託については、設定後一定期間は解約できないとされていることなどである」）。

投資信託協会の「投資信託委託会社の『金融商品販売法に基づく説明義務に関するガイドライン』（平成12年12月8日制定。最終改正平成21年3月19日）の「Ⅲ. 説明の内容」の「2. 実務上の取扱い」の「○外貨建の受益証券の取扱い等」の「ハ. 権利行使期間又は解約時期に制限のある受益証券」では「主な投資対象が国内株式である投資信託のうちクローズド期間のあるものの具体的な説明の参考事例」として、

「・この投資信託は、主に国内株式を投資対象としています。組み入れた株式の値動き等により基準価額が上下しますので、これにより投資元本を割り込むことがあります。また、組み入れた株式の発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。なお、クローズド期間中は、換金することができませんので御留意ください。」

「・この投資信託は、主に国内株式を投資対象としています。組み入れた株式の株価の下落や、それらの株式の発行者の信用状況の悪化等の影響による基準価額の下落により、損失を被ることがあります。なお、クローズド期間中は、換金することができませんので御留意ください。」

（下線部は本稿筆者によるもの）
としている。

ファンド（プライベート・エクイティ・ファンド）について特にいえる⁽²²⁾。ただしクローズド期間経過後に金融危機のような事態が生じた場合には、やはり前述した問題は生じる⁽²³⁾。

ゲート条項とは出資返還請求（償還請求）に制限を設けるものである。すなわち、ファンドは通常1取引日（償還請求に応じる日）あたりの出資返還請求（償還請求）に制限を設けており、その制限を超える請求は次回以降の取引日に応じる、というものである⁽²⁴⁾⁽²⁵⁾。

（4）このように本稿が検討対象とするルールのメリットや関連する問題点（およびそれに対処する手法）をみると、かなりの部分、関係当事者の事前の契約でアレンジすることができるものであり（また、そうしている）、むしろそれが望ましいものであるように思われる。そうすると、本稿が検討対象とするルールについては次のようにいうことになる。法律で定められたものはデフォルト・ルールであり、それがうまく機能しない場合は契約当事者らによるアレンジメントがなされており、現状それはそれなりに機能している。つまり、デフォルト・ルールがどのような形であれ大差はないという評価になる。

⁽²²⁾ 不動産に投資するタイプのファンドもこれと同様のことが言えるだろう。

⁽²³⁾ そのため、非常時には出資返還請求（償還請求）に応じないという条項を契約にいれるのも一つの手段であるようだ。その他の対処法も含めFRASE, *supra* note 4, at 478による。

⁽²⁴⁾ 志賀・前掲注（20）150頁の注10では「投資家からの中途解約請求があらかじめ決められたある一定の割合を超えると、資金の引き出しが制限される。ゲート条項が発動されるとファンドが破たんに近いことを示唆することもある」と説明する。

⁽²⁵⁾ その際、履行されなかった出資返還請求（償還請求）には優先的順位が与えられるようである。ただしこの処理の問題点は投資家に好ましくないインセンティブを与えることが知られている。とりあえず出資返還請求（償還請求）をしておいて（償還の「順番の列」に並ぶ。つまり順番を確保しておく）、その後の市況をみてこの判断を取りやめるということを可能にしてしまうということである（そのため請求の撤回はできないようにするようだ）。SPANGLER, *supra* note 4, at 1224.

4. 結語

本稿では、商法第542条を通じて、金銭による出資の払戻しルールの特長とその問題点（といえそうなもの）の理論的な検討をした。結局問題点の多くは当事者間の契約のアレンジの仕方である程度対処できそうである。つまりデフォルト・ルールが何であれ、当事者間でそれをかなりの部分修正できるのであれば、違いはなさそうだとということである。そうであれば、現在の、金銭による払戻しをデフォルト・ルールとして設定しておき、そこから生じるデメリットについては契約当事者が自分達で適切な契約条項を設けることで対処させるという形は、それなりに好ましいものであると言えそうだ⁽¹⁾。これが本稿の一応の結論である。

本稿が十分に検討しなかった問題について一言述べる。流動性のないモノを投資対象としたファンドが、恐慌状態にある出資者から大量の出資返還請求（償還請求）を受けた場合の処理の方法（たとえばファンド側の義務。事前の取り決めがない場合、金銭ではなく代替物を引き渡すことで履行がされたといえるか。また、事前に取り決めがあった場合でも、流動性のない資産の評価はそもそも困難であるから適切な割合の代替物を渡すことが現実に可能か。事後に適切とはいえないと判明した場合、それは何らかの義務違反といえるか。その場合に生じる様々な法律関係（不当利得等の可能性）をどう処理するのか等々）については興味深い論点が含まれているが、本稿ではそれらについては簡単に言及するにとどまった。これについては今後の検討課題としたい⁽²⁾。

(1) もちろん、契約当事者が合意しなかったことが発生した場合、または、合意はしたが守られなかった場合には様々な問題が生じうる。また、一般的な問題ではあるが、ファンドからその投資家に対する情報提供（情報開示）の問題もある。

(2) 本稿で述べたサイドポケットの問題、クローズド期間（ロック・アップ期間）の問題等については、米国の関係当局の対応も検討すべき事項である。いわゆるDodd-Frank法に基づいて、CFTC（商品先物取引委員会）とSEC（証券取引委員会）

が共同で提案した規則（Joint proposed rule）（Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors on Form PF, Investment Advisers Act Release No. 3145, 100 S.E.C. Docket 1032, 2011 WL 242758 (January 26, 2011) [76 FR 8068 (February 11, 2011)]）はこれらの問題も扱っている。この規則は共同最終規則（Joint proposed rule）として採択された。Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors on Form PF, Investment Advisers Act Release No. 3308, 2011 WL 5130051 (October 31, 2011) [76 FR 71128 (November 16, 2011)] . 同様のことは投資顧問業者がSECに提出するForm ADVにおいても扱われている。Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940, Investment Advisers Act Release No. 3221, 2011 WL 2482892 (June 22, 2011) .