

財産形成計画と投資信託法

浅野 裕 司

はじめに

一九九八年六月の国会で成立した「金融システム改革法」は、証券取引法、証券投資信託法など金融関連法から税法にいたる二二の法律を改正したものである。実務上も証券会社の免許制から登録制への移行や売買手数料の完全自由化など、わが国の証券市場のあり方を大きく変える契機となった。この法改正の主眼の一つである投資信託法の改正は九八年一二月から施行された。証券投資信託について、従来の「証券投資信託法」が、その題名も「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」（以下「投信法」と略称）に改められた。法律条文も従来の三六条から二五三条になり、商法などの準用条文を含めると実質六〇〇条にも及ぶ膨大な条文となり、投信法の改正が如何に抜本的なものか推考できる。

今回の改正で投信制度は根本的に改善されたといえるが、外国投信など疑わしき投信が跳梁跋扈しているので、企業の資産運用上、また個人の財産計画について投資家の保護もより配慮が必要である。

そこで、投資信託の基礎から現代的運用に関する法的問題点を指摘してゆきたい。なお関連する政省令について説明が不足している点もあり、不勉強なところは御叱正、御教示を仰ぎたい。

一 投資信託の法理の発展と運用実態

英国において一九世紀に発生した投資信託 (investment trust) は米国を経由してわが国に導入された。これまでわが国でいう投資信託は、一般的には証券投資信託とされているもので、証券会社が不特定多数の一般投資家から資金を集め、その結果得た収益を、投資家に分配する金融の仕組みである。株、債券という有価証券で運用するため、預貯金のように確定した収益が得られるわけではないが、株式市場などの活況を反映し関心を集めていた。

Investment Trustは、一九世紀の後半に英国において生まれたものと考察されている。その最初のもものは、一八六八年に設立されたForeign and Colonial Government Trustとされる。このTrustの設立当初の目録見書は「このTrustの目的は、多くの種類の証券に分散投資を行うと共に、剰余金収入の一部を元本返済のための減債基金として積み立てることによって、外国政府証券及び植民地政府証券への投資の危険の減少を図り、中流階級の投資家にも大資本家と同様な利益を享受させることにある」と述べている。一八世紀の後半以降、英国の資本家達は、次第に海外諸国における鉄道事業、鉱山事業、紡績事業などに投資するようになったが、事業の成長性や安全性に対する情報不足と予測の失敗のため、屢々莫大な損失を被り、その結果、十分な調査研究と

投資が必要であるという認識から、中小の多数の資本家が合同して、いわゆる組合的な組織を作ることが考えられるようになった。そのために利用されたのが信託制度である。この最初の本格的な投資信託は、信託により組織され、確定利付きの受益証券を発行することにより行われた。投資対象は主として各国の国債であったようであるが、可成の成績を挙げ、受益証券に対する利息のほか、その償還時にはプレミアムも付けられたようである。一八七九年には、株式会社組織 (Investment Trust Company) に変更された。この頃迄に、凡そ一五件の投資信託が組織されたが、その殆どは会社組織に変革し、完全に企業化された。その後、エジンバラを中心としたスコットランド地方とロンドンに相次いでインベンストメント・トラストが設立されたが、これらはいずれも契約型で解約を行わないクローズド・エンド型であった。現代の英国ではユニット・トラスト (unit trust) を通して投資を促進することが為されている。これは、より単純な形で受託者は、多数の会社で持ち株を保有し得る。そして、その会社の構成員に信託基金でユニットあるいは配当を得るよう依頼する。ユニット・トラストは完全に一般的になるかも知れないし、あるいは保有の大部分が会社に特別な領分を導入するかも知れない。受託者またはトラストのマネージャーは、様々な会社から投資の配当金を受取り、そして、経営支出の支払後、ユニットを得た人々の間で収入の残金を配分するか、あるいは投資の総額を、もしくは投資の個人的なユニットの総額を増加させるための収入を再投資する。ユニット・トラストの投資の結果、ユニットの保有者は多数の会社に瞬時の賭けをし、それ故、危険を拡大し得ることもある。さらに、基金は投資が十分な論拠のもとに監督されるため充分に増大する。広義には、ユニット・トラストが法人組織化されれば、investment trust company (投資

信託会社)として知られる。そのような会社は、会社法(Companies Act 1948-76)の規定を必要とし、ユニット・トラストの場合においては、信託法は必要としない。しかし、ユニット・トラストは一般的な信託法の規定に加えて公衆が詐欺に遇わないようにするための特別な法律も必要とする。ユニット・トラストは、米国の単位型投資信託(unit investment trust)が、一九三〇年頃、英国に逆輸入されたものである。^①

英国に誕生した投資信託は、一八九〇年代から一九〇〇年代の初期にかけて米国に輸入された。現在、米国の投資信託の主流をなしているミューチュアル・ファンド・オープン・エンド型の投資信託(投資会社)の元祖としては、一九二四年に設立されたMassachusetts Investors Trustが挙げられる。一九二〇年代後半には、クロウズド・エンド型のものを中心に、米国の投資信託は急速に発展をみた。しかしながら、一九二九年秋に勃発した大恐慌は、投資信託にも致命的な打撃を与えた。特に社債発行による梃子作用を利用していたクロウズド・エンド型のファンドの打撃は大きかった。その後にくく一九三〇年代の長い苦難期の古い経験から、SEC(証券取引委員会)による実態調査の結果に基づいて、一九四〇年投資会社法が制定された。この投資会社法は、投資家保護の徹底という立場から、投資会社に対して厳しい規制と監督を行うこととした。なお、同法は一九七〇年に改正が行われて規制がさらに強化した。一九四〇年の法制定以後、特に第二次大戦後は、米国経済の繁栄の下で、ミューチュアル・ファンドを中心に、投資信託は長い発展期を迎えることになる。米国における投資信託は、会社法が主流を成しており、一般に投資会社(Investment Company)と呼ばれている。そのうち、主流を成すものは、管理型投資会社であり、しかも、オープン・エンド会社である。^②このオープン・エンドの管理型投資会

社は、通常、ミューチュアル・ファンド (Mutual Fund) の名で親しまれている。しかし、最近では、ミューチュアル・ファンドのなかでも、マネー・マーケット・ファンド (MMF) が急速に発展し、資産総額の大半を占めるに至っている。通常のミューチュアル・ファンドは、各種の株式あるいは株式と債券とに分散して投資運用を行うことを目的とする株式会社 (信託の形態を採るものもある) で、買取請求権付証券を継続的に発行すると共に、証券所有者の要求に応じて、何時でも時価で買戻しを行う。すなわち、オープン・エンドであるところに特色がある。投資目的によって、キャピタル・ゲイン・ファンド、グロウス・インカム・ファンド、バランスド・ファンド、インカム・ファンドなどに分類される。投資目的は、記のファンドの順に、キャピタル・ゲインを積極的に追求するタイプからインカムを重視する型に移行する。ボンド・ファンド (Bond Fund) は、債券に投資することによって、インカムを取得しようとするファンドである。また、ミュニシパル・ボンド・ファンド (Municipal Bond Fund) は、州・都市その他の地方自治体の発行する免税債券に投資してインカムを得ることを目的とするもので、このファンドから得た収益については、株主 (受益者) は連邦税を免税される。クロージド・エンド型投資会社 (Closed-end Investment Company) は原則として、通常の株式会社の組織を採っており、投資家は、その発行株式を取得することにより株主としての立場で投資利益を享受するが、当該株式は発行会社で買戻しを行わず、取引所または店頭市場で売買される。米国の投資信託の当事者は基本的には次の五者で構成されている。(1) 投資運用を行う投資会社 (ファンド) (Investment Company (Fund))、(2) 投資会社との契約により、投資会社のために、証券などへの投資運用上の助言を定期的に行うか、運用上の事実上の決定権を

委ねられている管理会社（投資顧問）(Management Company (Investment Adviser))、(3)投資会社株式の元引受を行う元引受人 (Principal Underwriter)、(4)自己の計算で、投資家に株式を小売するディーラー (Dealer)、(5)組入証券の保管、配当金の支払、基準価額の算定などを行う保管会社 (Custodian)。しかし、これらの五当事者が各ファンドすべてに各々別個に存在するわけではない。投資会社は、連邦政府及び州政府によって厳重な規制を受けており、証券発行に際してミューチュアル・ファンドほど詳細に規定されているものはないと言われている。投資会社を規制する法律は、その事業活動の濫用の防止を目的としており、投資会社とその構成員の活動に関し、SEC、州当局及びファンドの株主に対して徹底的な開示を要求すると共に、事業活動に関して継続的な規制をしているが、投資判断の実行については関与していない。投資会社を規制する主要な連邦法としては、一九三三年証券法、一九三四年証券取引法、一九四〇年投資会社法及び一九四〇年投資顧問業者法がある。証券の公募に關しての登録義務を課している一九三三年証券法は、公募内容及び当該証券を発行する会社に関する完全な情報をSECに登録すべきことを規定すると共に、目論見書の交付によってファンドの運営、投資政策その他、詳細な情報を買主に対しても提供することを要求する。オープン・エンドの投資会社は、通常の場合、常時、公衆に対して株式の公募を行っているため、この法律の規定は、不実表示に対する賠償責任などを含めて、殆どのオープン・エンドの投資会社に対して常に適用されることになる。一九三四年証券取引所法は、委任状の勧誘、定期報告書の作成、セールスマンの訓練及び行為に関する諸要件について、殆どの投資会社について影響を及ぼしている。一九四〇年投資会社法は、投資会社の創設、構成及び経営について規制すると共に、取締会社の基準

を示し、さらに投資会社の管理契約、元引受契約などを規制している。また、一九四〇年投資顧問業者法は、ミューチュアル・ファンドに対する投資顧問活動を規制する規定を含んでいる。SECは、これらの連邦諸法に関わる行為を監督し、これらの諸法の目的を遂行するための規制を定めることができる。マネー・マーケット・ファンド (Money Market Fund) は、投資信託 (ミューチュアル・ファンド) の一種として考案され、近年、脚光を浴びているが、これは次のような背景があった。政府、金融界、産業界共に、高金利時代における資金調達の方法としては、長期負債によることを避け、短期の負債によって切り抜けようとする傾向が強い。このため、短期の高金利商品としてのTB (財務省証券)、CD (譲渡可能預金証書)、CP (コマースヤル・ペーパー) が多量に市場に出回った。しかしながら、これらの商品は売買単位が大きい (通常一〇万ドル) ため、一般投資家の投資対象となり難いところから、これを投資信託という仕組を利用して、これらの商品を運用対象とするミューチュアル・ファンドを作り、このミューチュアル・ファンドを比較的小口の単位 (通常千ドル) で売出すというものである。^③ オープン・エンドの投資信託とクローズド・エンドの投資信託の相違点は、オープン・エンドの投資信託は買取請求権付証券を発行するのに対して、クローズド・エンドの投資信託は自社では発行証券の買戻しを行わず、その発行証券は取引所または店頭市場で売買される。従って、前者は一株当りの資産価値で売買されるのに対して、後者は市場における相場で取引される。オープン・エンドの投資信託は、通常一種類の証券を発行するのに対して、クローズド・エンドの投資信託は複数 (普通株の他に、優先株、社債) を発行することができるため、上位証券を発行して調達した資金をもって証券投資を行い、その成果を普通株の株主が享受できると

いう資金運用面の有利性（いわゆる梶子作用—Leverage）を持ち合わせている（反面、リスクも大きい）。米国においても、英国におけると同様に、クロウズド・エンドのものが自然発生的に誕生し、その後においてオープン・エンドのものが設立された。なお、米国の不動産を主たる投資運用対象とする投資信託は広く「不動産投資信託（real estate investment trust, REIT）」と呼ばれる。このREITはビジネス・トラストの形態を採る契約型で、その持分証券は証券取引所において取引されるものが多い。その主な運用対象はアパート、独立家屋、店舗、オフィス・スペースなどの賃貸建物（賃貸収入）及びモーゲージ債権（金利収入）である。また米国のREITは銀行借入やCP発行などの資金調達が認められる。このようにREITは投資家の持分資本の他、債務を負うことが認められることから、不動産市場の好況時に、米銀はREITに対して多額の融資を行ったが、そのブームが去った一九六〇年代後半から七〇年代初め、特に一九七三年〜七四年のスタグフレーション下の不動産不況期にREITの破綻、持分証券価格の下落、REIT融資銀行の経営不振が生じた⁴。

米国のミューチュアル・ファンドは、会社型投資信託として活況を呈しているが、これは証券投資を目的とする会社を設立し、一般投資家（株主）がその発行株式を取得する形態の投資信託で、自己責任原則が徹底している米国の風土で大きな伸びを示している。七〇年代から八〇年代にかけて米国の消費をリードしてきたベビーブーマの高齢化は老後対策をする世代となり資産形成に手をつけ始めた。米国の個人資産に占める投信の比率は一般に高く、老後資金のためにミューチュアル・ファンドで運用しているので、株高を支えている。米国の投資信託は多種多様な販売・手数料形態をもって発展している。一九七一年に登場したMMFは、それまで投資信託は主と

して株式と債券に運用するものであったが、金利上昇時に、銀行預金以外に待機資金の受け皿を提供し、従来のファンドとの往来が抵抗なく行えるようになった。しかし、株式人気は根強いものがあり、その背景にはファンドの乗換え時に手数料を取らないノーロード・ファンドの台頭がある。インターネットを通じて、手数料なしで行える。ノーロード・ファンドの場合、投資信託会社は資産ベースの手数をブローカーに支払い、ブローカーは当該ファンドのために取引、保管、顧客口座管理、報告書及びマーケティングを行う。一方、手数料を取って販売するロード・ファンドは、証券会社、銀行、投信会社の直接販売を通じて販売される。米国では、専門のファインアンシャル・プランナーが総合的な資産運用の一部として投資信託を提案する形態が多いようである。証券会社の中には、ファンド・ラップ・プログラムを設けているところもある。これは複数の投資信託会社の商品を集めて、そのなかで投資家や市場環境に応じて投資信託を乗換えるサービスを提供し、資産ベースで手数料を徴収するWrap Accountの口座である。ファンド・ラップ口座は、顧客の資金を包み込む(Wrap)ことからこの名があり、ラップ・アカウントは、一九七五年五月一日に株式委託手数料が自由化されたことを契機に活発に利用されるようになった。さらに銀行窓口での投資信託販売、インターネットに代表されるエレクトロニック・ブローキング(電子仲介)による販売など多様な販売チャンネルがある。⁵⁾

ドイツは、第二次大戦後に投資信託が発展した。現代的要素をもつ投資信託の最初のものは、一九四九年に設立された「ADIG (Allgemeine Deutsche Investment-Gesellschaft mbH)」がある。一九五七年には、投資会社法(Gesetz über Kapitalgesellschaften)が制定され、ドイツにおける投資信託の法的枠組みが整備された。

同法第一一条一項には「投資会社 (Kapitalgesellschaften) とは、当該会社に払込まれた金銭を、危険分散の原理に従い、払込人との共同計算により、且つ自己名義で、自己の固有財産とは分別して有価証券に投資すること並びにその結果、生じる払込人 (持分者 (Anteilhaber)) の権利に対し、証券 (持分証券 (Anteilscheine)) を発行することを営業範囲とする企業をいう」と定められている。ドイツにおいては、銀行が信託業務を兼営しているので、投資会社は委託会社を意味するが、受託、販売などの業務は全て銀行が行っている。銀行の多くは、有限会社形態の投資会社を子会社として有している。投資対象としての投資信託は、投資会社法に基づいて設立された株式もしくは有限会社が発行する持分証券 (Anteilscheine) ということになる。投資信託は大別して、パブリック・ファンド (Publikumsfond) とスペシャル・ファンド (Spezialfond) とに区分される。パブリック・ファンドは、小口で不特定多数の個人投資家向けに販売される。株式ファンド、債券ファンド、不動産ファンドの三つがあり、債券ファンドが多数を占めている。スペシャル・ファンドは、保険会社、年金基金などの機関投資家に限定して販売される投資信託で、株式を主たる運用対象とする。両ファンド共に投資会社法の規定を受けるオープン・エンド型の契約型投資信託である。⁶⁾

ドイツにおいては、一九九八年三月、第三次金融市場振興法が可決され、老齢保障を目的とした投資信託が解禁された。高齢化社会の到来により、公的年金制度の見直しが必要となっている現在、こうした年金ファンドは、公的年金を補完するものとして重要性を増している。

フランスの投資信託は、一九八八年一月二三日法 (法律第八八一—二〇一号) により、有価証券集合

投資機関 (Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières: OPCVM) に集約されてくる。さらに O P C V M は、投資共同資金 (Fonds Commun de Placements) と可変資本型投資会社 (Société d'Investissement à Capital Variable) とから構成される。投資共同資金は、オープン・エンド型の契約型投資信託であり、当初は従業員の持株会に対する資産運用機会としてのみ機能していたが、一九七九年七月一三日法 (法律第七九一五九四号) により、一般投資家からも資金を募集しての運用が可能となった。一九八八年の法整備によって、O P C V M という体系のなかで投資信託としての形態が整備されることとなった。また、可変資本型投資会社は、オープン・エンド型の会社型投資信託であり、フランスにおける投資信託の主流をなしている。その設立には証券取引委員会 (Commission des Opérations de Bourse) の認可が必要とされる。投資対象は内外有価証券の他、不動産金を主とするものまで多様であるとする¹⁷⁾。

投資信託といえば米国とのイメージが強いが、その米国に次ぐ世界第二の投資信託の国がフランスであり、家計の金融資産構成比で投資信託は九パーセントを占めている。そのフランスで最初に商品を開発し、投資信託市場の育成に主導的な役割を演じてきたのは、フランス国有クレディ・リヨネ銀行の運用子会社クレディ・リヨネグループである。クレディ・リヨネ・アセット・マネジメント投資信託では、わが国での第一号ファンド「クレディ・リヨネ・ユーロ転換社債ファンド」を一九九八年九月にスタートさせた。同社は、新通貨ユーロが誕生した欧州経済圏を投資対象にし、追加型株式投資信託、転換社債型、R R 3、A コース・為替ヘッジ型、B コース・為替オープン型などの設定・運用を行っている。

スイスにおける投資信託は、一九三八年に不動産投資信託を誕生させ、欧州で最初の固定型で契約型の投資信託となっている。運用と販売両面で国際化もスイス投資信託の特徴となっているが、その殆どが契約型でオープン・エンド型、運用面では融通型である。

EU諸国の投資信託については、一九九九年一月に欧州統一通貨「ユーロ (EURO)」がスタートし、米国に匹敵する巨大経済圏の誕生により、これまでの欧州の株式市場は大きく変わろうとしている。通貨統合に参加したドイツ、フランス、イタリア、ベルギー、オランダ、ルクセンブルク、オーストリア、スペイン、ポルトガル、アイルランド、フィンランドの一一カ国は、欧州域内資本市場を激変させ、欧州内外の投資家に対しても新たな投資機会を提供することになる。域内の為替相場変動をリスク要因としてみなしていた投資家にとって、ユーロ導入は域内クロスボーダー投資を拡大させる契機となった。年金ファンドや保険会社のように、負債が自国通貨建ての長期型機関投資家は、為替差損の発生を回避するため、種々の外貨建て運用規制を受け、主な運用先通貨を自国通貨に制限されていた。ユーロ導入によって、もはや参加一一カ国通貨は外貨ではなく自国通貨となるため、こうした規制はなくなった。従って、これまで以上にユーロ圏内全体への国際分散投資が促進される。欧州における投資信託の市場規模は、拡大傾向にあるが、市場成長の背景にはEU域内投資信託市場での規制緩和の動きがある。こうした規制緩和が投資信託の市場拡大を促す。ユーロ建て資本市場に対する域外からの投資が活発化し、ドルからユーロへの資金シフトが起るか否かは、ユーロ圏のマクロ経済ファンダメンタルズに大きく依存することになる。その意味でも、ユーロ圏の金融政策を遂行するECB (欧州中央銀行) が市場の信認を得

られるか、また、安定成長協定の各国ごとの遵守状況が今後注目される⁽⁸⁾。

- (1) D. B. Parker and A. R. Mellows, *The Modern Law of Trusts*, 4th (1979).
- (2) 水島廣雄「信託法史論」二五六頁以下。
- (3) Wiesenberger Investment Companies “Management Results”, Investment Companies Institute “Mutual Fund Fact Book (1981)” ; Wiesenberger “Investment Companies (1981)” ; Louis Loss, *Commentary on the Uniform Securities Act*, (1976) ; Susan M. Phillips & J. Richard Zecher, *The SEC and the Public Interest*, (1981). 日本証券経済研究所「アメリカの証券市場」一一二頁以下。
- (4) Frank J. Fabozzi (ed), *The Handbook of Mortgage-backed Securities*, 1985. 竹内一郎監修「国際金融・資本市場」。
- (5) Donald Christensen, *Surviving The Coming Mutual Fund Crisis*, 1998.
- (6) 高橋元「投資信託のしくみ」五八―六〇頁。
- (7) 高橋元・前掲書六〇―六一頁。
- (8) Hoppenstedt *Fondsfuehrer*, 1998 ; Christian Chabot, *Understanding the Euro*, 1998.

二 投資信託制度改正と問題点

一九九八年六月、投資信託法の改正が成立し、同年一二月から施行された。証券投資信託について、従来の証券投資信託法が、その題名も「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」(以下、投信法と略称する)に改められるなど抜本的な改正がなされた。

わが国の投資信託は、従来、証券投資信託を觀念して立法した。昭和二六年六月に成立した証券投資信託法は、昭和二二年の証券取引法の成立、二三年にその全面的改正、二五年に証券取引所の再開という一連の制度的整備と第二次大戦終了後の經濟機構改革による株式の大量流通などの諸事情を踏まえて、成立させたものである。この法律は、本法所定の構成で証券投資信託を定型化し、これに基づくもの以外の証券投資信託を認めないものとしていた(第三条)。但し、一般投資家を汎く対象としないものは除かれているから、特定の投資家を対象として、個別的に証券投資を目的とすることは差支えないとした(同条但書)。なお、この旧証券投資信託法は、証券投資信託の基本的な法律構成を定めたものであつて、その実現のための詳細な手続きなどは大蔵省令(施行規制その他)に譲られていた(同二八条¹)。

証券投資信託は、従来の規定では信託財産を委託者の指図に基づいて有価証券に對する投資として運用することを目的とする信託であつて、その受益権を分割して、不特定かつ多数の者に取得させることを目的とするものであるとされてきた。改正法は、その「不特定かつ多数」の文言を「分割して複数」に改めた(投信法第二条)。今回の改正では、私募投信も認められた。一般に、受益権の分割(均分)したものを、一単位を一口として、多数の一般投資家に売ることを公募というが、私募とは少数の投資家や機関投資家に販売先を限定することである。生命保険などのいわゆる専門投資家(適格投資家)または五〇名未満の者に新規発行される有価証券の買付けの勧誘とされる。専門投資家には販売数の制限がなく、その他は人数二〜四九名に限定されているが、投信法の私募も証券取引法と同様の定義となる。

改正法では、ディスクロージャ（情報開示）制度を充実し、投資信託を公認会計士がチェックすることになる。証券投資信託の受益証券及び貸付信託の受益証券は、証券取引法上の有価証券であり、証券取引法上の開示制度の適用があるはずであるが、同法第二章「企業内容等の開示」の規定は原則として適用されないことが明文をもつて定められていた（改正前証券取引法第三条）。改正法は、証券投資信託の受益証券及び投資法人の投資証券のいずれもが「企業内容等の開示」の規定を受けることとした（証券取引法第三条）。貸付信託については従来通りである。ディスクロージャとは、株式を上場する際に、その企業の会社内容、財務内容などを詳細に記載し、これを公認会計士がチェック、大蔵省に届出て、多数の者がその内容を把握できるようにするのが一般的である。投資信託は、元来、証券取引法にいう有価証券であるにもかかわらず、わが国で設定される投資信託については、証券取引法上のディスクロージャの適用がなかった。設定される投資信託の約款も大蔵省が個別承認していたに過ぎなかった。証券取引法第四条・第五条に基づいて、不特定多数を対象とした証券投資信託受益証券及び投資法人の投資証券の募集は、原則として有価証券の発行開示制度の適用を受け、大蔵大臣に有価証券届出書の届出をしなければならぬ。届出の効力が発生してからでないと取得させることができない（証券取引法第一五条一項）。私募投資信託については、発行開示の適用はないままとなる（証券取引法第四条一項但書^②）。改正法は、投資信託の情報開示については、これまでの投信法に加えて証券取引法を適用することが決まり、上場企業の有価証券報告書並みの詳しい開示することになった。最大の変更点は、顧客への投資信託の商品説明に際して、これまでの「受益証券説明書」ではなく、「目論見書」を示すようにしたことである（証券取引法第一五条二項）。九

八年一二月の情報開示の充実を狙いスタートした新制度は、従来の投資者には不便であった間接開示から直接開示となったが、これまでに比べ、開示すべき情報量は圧倒的に増えた一方、その内容が複雑で、かえって理解しにくくなっている面がある。投資信託は、今後、個人の財産形成の運用手段として育ってくると予測されるだけに、内容を出来得る限り平易にするとともに、投資家が商品内容を本当に理解できたか否か、確認する制度も検討すべきである。受益証券説明書は普通、十数頁の小冊子であり、約款の要約やファンドの内容、申込み手続などについて、図表や一問一答形式を用いたりして説明するものが多数であった。目論見書は五〇頁から一〇〇頁あり、約款全文や投資信託会社の概況を掲載させるなど、情報量は充実した。しかし、ファンド設定の際に大蔵省に提出する「有価証券届出書」とほぼ同じ内容でなければならぬため、専門用語が直接記載されていたり表現が硬かったりし、図表もほとんど見当らない。大蔵省は、従来の受益証券説明書は基本的には企業のPR文書であり、一見分かりやすいよりも、正確さを確保する方が投資家の保護につながると説く。しかし、受益証券説明書でさえ読まない投資家が多く、目論見書であると余計に敬遠される。投資信託購入層の高齢者には特に読みにくい。新制度は、情報量を増加しただけという印象が強く、商品内容やリスクを説明する際、投資家が理解したことをチェックし、書類に残すような制度を考慮すべきである。米国においては、SEC（証券取引委員会）が、目論見書に当たる説明書の項目や書き方を出来得る限り簡素にすることを義務付けているほか、易しい言い回しや図表を積極的に使用することも指導している。

なお、わが国のこれまで発行された投資信託については、このディスクロージャ制度に暫定措置が設けられ、

二年間は従来のままでもよいことになっている。

信託約款については、従来、内閣総理大臣の事前承認が必要であったが（旧投信法二二条一項）、改正法は、事前の届出のみで足りることとし、承認を不要とした（投信法第二六条）。

証券投資信託委託業については、従来の免許制から認可制に改められた（投信法第六条）。實際上、認可制へと参入規制が緩和されたが、免許よりやや緩く、一定の条件を満たせば積極的に業務への参入を認める。また、外国の業者が、国内での投資信託運用業務を行う場合には国内で会社形態にしないと業務ができなかったが、支店形態でも投資信託会社を営むことが可能となった。証券投資信託委託業者が、証券投資法人の資産の運用に係る業務、投資顧問業または投資一任契約に係る業務を兼業することについて届出制とし、証券業を兼業することについて認可制とするとともに、兼業している場合における利益相反行為などについて規定の整備がなされた（投信法第一八条―第二二条）。委託会社は、証券投資信託の受益者のため、忠実に信託財産の運用の指図その他の業務を遂行しなければならない（投信法第一四條）。委託会社は、また受託会社に対して、次のような事項を指図することは禁止される。(1)自己の資産と信託財産間の取引、(2)信託財産間の取引、(3)価格の変動を利用して第三者の利益を図る目的をもった取引、(4)通常の条件でなく受益者の利益を害する取引である。忠実義務の規定と、(1)及び(2)の規定は、改正前の規定（旧投信法第一七条）を引継ぐものであるが、(3)及び(4)の規定は、改正法により新設された（投信法第一五條）。但し、委託業者が証券業を兼営する場合は、自己の資産と信託財産との間の取引を行うことができる（投信法第二二条二項）。これらの諸点について、投信委託会社は、専業主義を採っているが、

認可を受ければ証券業務が行えることとなった。他方、証券会社も同様に投資信託委託会社の業務が兼業で可能となった。このため、投資信託運用業務と証券業務を兼ねることによる利益の相反、例えば、証券会社の保有する証券を投資信託ファンドに引取らせるなどの問題がおこる可能性があることから防止規定を設けた。しかし、わが国の投資信託制度は、五一年に証券会社が兼業で開始したが、利益相反の観点から六〇年にこれを分離させ別会社としたいきさつがある。規制緩和策だからといって委託と証券会社を一緒にするのは今後課題を残す。わが国には、投資信託と証券との情報遮断のチャイニーズ・ウォールが確実に存在するか、お互いに有利な取引をするような素地はないのかという疑問もある。實際上、証券取引など監視委員会の人員強化もなく、米国のような証券会社と関連する委託会社とは一定の距離を置くという鉄則もない。投資信託委託会社が証券業務をするということは常にそのような懸念が残る。行政面での配慮を欠いているといえよう。

委託会社は、自ら設定する証券投資信託の受益証券の募集などについて、証券取引法上の有価証券の販売に関する規定の準用がある（投信法第二七条）。顧客に対する誠実かつ公正な業務の遂行、取引報告書の交付、断定的判断・損失補填の禁止、適合性の確認、不公正な利害関係取引の禁止などである。内閣総理大臣は、証券投資信託委託業者の業務の状況に照らして、証券投資信託委託業者の業務の健全かつ適切な運営を確保し、投資者の保護を図るため、必要と認める場合は、業務改善を命令できることになった（投信法第四〇条）。証券投資信託業者並びに証券投資信託の受益証券の売買その他の取引を行う証券会社及び登録金融機関は、投資者の保護を図るとともに、証券投資信託の健全な発展に資することを目的として、証券投資信託協会を設立することが出来るもの

とされ（投信法第五〇条）、証券投資信託の受益証券の売買その他の取引を行つ金融機関を協会の会員に含めるように改正された。また協会の業務に、受益者などからの苦情の解決が加えられた（投信法第五二条四号・五三条）。

会社型投資信託の新たな導入については、わが国はこれまで信託契約を利用した契約型投資信託のみが認められてきたが、改正法は会社型投資信託を認めるために「証券投資法人」の制度を採用した。証券投資法人は、資産を主として有価証券に対する投資として運用することを目的として、投信法に基づいて設立される社団である（投信法第二条一項）。証券投資法人は、法人であるが、資産の運用以外の行為を営業としてすることができず、また、本店以外の営業所を設けたり、使用人を雇用することができない（投信法第六三条）。会社型投資信託とは、株式や債券などの投資を目的とする株式会社を設立して、投資家は、その発行株式を取得し、株主になる形態の投資信託である。会社型投資信託は、投資家が株主権を有し、この株主権を行使して、株主総会、取締役会などを通じてファンドの運用に参加できる。株主の同意をもとに、運用方針の変更や運用対象拡大が弾力的に行え、長期運用にも適した形態となる。会社型の法的構成により投資家の発言権が増すとともに、投資家の自己責任原則が出てくる。会社型投資信託の実態は、役員は三名（代表取締役）に相当する執行役員一名、監査役に相当する監督役員二名の合計三名が最低構成人数）で社員は一名も存在せず、会社業務は、すべて外部委託しなければならない。執行役員は、証券投資法人の業務を執行し、証券投資法人を代表すると規定（投信法第九七条）し、監督役員は、執行役員の職務の執行を監督する（投信法第一〇三条）と規定している。そして、社外者を予定している（投信法第一〇一条）。監督役員の員数は、執行役員の員数に一を加えた数以上でなければならない（投信法

第一〇二条)。証券投資法人には、執行役員及び監督役員からなる役員会が置かれ(投信法第一〇五条)、役員会は執行役員の職務の執行を監督し、執行役員を解任し得ることとされている(投信法第一〇七条)。執行役員は、三月に一回以上業務の執行の状況を役員会に報告しなければならない(投信法第九七条三項)。執行役員は、計算書類を作成し、会計監査人の監査を受けなければならない(投信法第二二九条)、役員会が計算書類を承認することとなる(投信法第一三二条)。法律上、「証券投資法人」と呼ばれるのが国の会社型投資信託の設立には、設立企画人が規約を作成しなければならないが、設立企画人は、証券投資信託委託業者や投資顧問業者などである必要がある(投信法第六六条)。従って、設立企画人により資産運用の方針及び対象を決め、資産の規約作成を行い、内閣総理大臣(金融監督庁長官に委任)への登録が必要となる(投信法第一八七条)。登録証券投資法人は、規約に定める資産運用の対象及び方針に従い有価証券の取引を行うことができる(投信法第一九三条)。但し、運用会社及び資産保管会社に業務の委託をしなければならない(投信法第一九八条・二〇八条)。運用及び保管以外の業務についても、一定の業務は他の者への委託が強制されている(投信法第一二一条)。証券投資法人の発行する投資口の総口数、設立に際して発行する投資口の発行価額及び口数、及び証券投資法人が常時保持する最低限度の純資産額が規約に記載されるが(投信法第六七条)、株式会社における資本という概念ではないとされる。証券投資法人の成立時における出資総額は、その設立の際に発行する投資口の発行価額の総額とされ、一億円を下回ることでできない(投信法第六八条)。しかし、証券投資法人が常時保有すべき最低純資産額は、五千万円以上の政令で定める額とされる(投信法第六七条四項)。また、自己投資口の取得が一応禁止されているが(投信法第八〇条)、

証券投資法人は、所謂、オープンエンドかクローズドエンドかの選択を認められており（投信法第六七条一項三号）、オープンエンド型の場合は、原則として払戻しがなされる（投信法第二二四条）。そのように、設立企画人は、投資信託委託会社・一任勘定の認可を受けた投資顧問業者などに限定されており、会社型投資信託では、公募・私募投資信託、またオープンエンドとクローズドエンドの投資信託の両方が可能である。

出資者は、投資主と呼ばれ、その責任はその有する投資口の引受価額を限度とする有限責任（投信法第七七条）である。投資口は、譲渡が可能であり、投資証券が発行されるが（投信法第七八条）、投資主名簿に記載しないと投資口の移転を証券投資法人に対抗できない（投信法第七九条）。投資主総会は、投信法及び規約において投資主総会の議決を要する事項とされるもの（投信法八九条）に限り決議できる（投信法八九条）。執行役員及び監督役員、並びに会計監査人は、原則として投資主総会で選任される（投信法九五条・一〇〇条・一一四条）。一定の投資口を有する投資主には、提案権や総会招集権が認められているが（投信法第九四条が商法規定を準用する）、計算書類の承認のための投資主総会の開催は予定されず、投資主には通知により報告されるのみ（投信法第一三一条）である。投資主総会が規約の変更について決議することは、明文の規定になっている（投信法第一四〇条）。会社型投資信託は、一応、会社法に準拠した会社であることから、公認会計士の監査も受けるなど、チェック機能も有している。株主の権利としては、総会議決権、帳簿などの閲覧権、総会への提案権、総会招集権、執行役員の解任請求権、収益の分配権、執行役員・運用会社に対する損害賠償請求権、代表訴訟の提起権などがある。

一九九七年二月一日から、銀行の証券業務を禁止している証券取引法第六五条一項の適用除外を定める同条

二項四号が規定されているので、投資信託委託会社の金融機関からの店舗借りによる投資信託受益証券の直接販売が実施されている。

実務上、銀行や生損保などでの投資信託の販売が可能となった。銀行本体が投資信託の販売をなし得ることとなった。すなわち、証券取引法第二条一項七号及び七号の二に掲げる証券（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律に規定する証券投資信託又は外国証券投資信託の受益証券）及び「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律に規定する投資証券又は外国投資証券」以下「証券投資信託等」という）について、証券取引法第二条八項一号から三号までに掲げる行為及び六号に掲げる行為（有価証券の売出しの取扱いを除く）を行うことができることとされた。金融機関が、証券投資信託などの販売簿を営業として行うためには、内閣総理大臣の登録を受けなければならない（証券取引法第六十五条の二）。さらに、証券投資信託などの営業の登録を受けた金融機関の代理者として、保険会社が証券投資信託などを販売することが予定されている（証券取引法第六十五条の二第一項）。

銀行において投資信託委託会社が間貸し方式により証券投資信託受益証券の販売を行うことについては、預金との誤認が最大の課題である。米国においては、預金との誤認防止のガイドラインが作成されている。米国では、銀行員が預金や投資信託販売で顧客訪問を行うことは殆どなく、証券外務員でさえも、あまり顧客訪問をしておらず、顧客先への訪問は、上司に訪問先、会話する内容を記載した書面で申請を行い、了解を得た後に初めて訪問できる状況にある。顧客訪問による投資信託販売を行う場合には、特に注意が必要になる。

米国では、適合性の原則が徹底されており、米国証券業協会の投資勧誘規則によると「先ず、顧客の財産、証券の保有状況、資産や投資目的を把握しなければならず、その上で顧客に有価証券を推奨するに当っては、顧客から知らされた状況に基づき、適切と信じる合理的な根拠を有していなければならない」と規定している。従って、顧客のことを良く調査する義務があり、その上で当該顧客に適した証券を推奨しなければならないとしている。最初に売り手責任が課せられており、これに違反すると処分や損害賠償の対象ともなる。このため、顧客の投資目的と顧客の証券知識やリスク許容範囲は大切なものとなる^③。わが国における適合性の原則が唱えられながらも、その適用は米国と異なっており、売り手は基本的に商品の説明義務に留まっている。

改正銀行法第一二条の二第二項によると、銀行は、預金などの受入れ業務以外の業務に関しても「他の法律に別段の定めがあるものを除くほか、総理府令・大蔵省令で定めるところにより、その業務に係る重要な事項の顧客への説明その他の健全かつ適切な運営を確保するための措置を講じなければならない」こととされた^④。

リスク開示の問題については、証券投資信託協会の「証券投資信託受益証券の直接募集・解約等に関する規則」（自主ルール）ができていますが、書面によって預金保険の対象ではないこと、元本保証がないこと及びリスクは購入者が負うことの開示をし、顧客に確認書の署名捺印を求めるところとしている。広告においても、開示内容の記載を求めている。

MMFを例にすると、これは投資信託の一つで人気の金融商品である。勿論、投資信託である以上、預金とは違って元本の保証はなく、利回りも一定でない。投資信託会社の運用に左右されるわけであるから、それがピツ

グバン時代の事故責任というものである。MMFなど、顧客から信託された個別のファンドは、信託法によって、受託銀行でそれぞれ「信託財産」として管理、保管される。信託銀行が独自に保有する株や土地、さらには顧客から直接預かった預金といった「固有財産」とは完全に切り離されており、仮に信託銀行が破綻しても、信託財産には影響が及ばず保全される。ところが、一九九九年二月に、米国の格付け会社S&P（スタンダード・アンド・プアーズ）が公表したりポートで受託銀行リスクを問題にした。S&Pは受託銀行が破産した場合のリスクが見過ごされがちだとして、「日本において、受託銀行が保管・管理する信託財産の分別管理及び所有権の問題に関し、ある程度の不確かさがある」と指摘した。要するに、受託銀行が万が一破綻してしまった場合、ファンドごとの分別があいまいなため、MMFで預けているお金に何らかの支障が生じる可能性がぬぐい切れない、という懸念を示した。しかし、格付け指摘は間違っている。わが国の信託銀行にとって、信託財産の厳格な分別管理は当り前の大原則である。信託法は大正一一年制定の法律であり現代金融取引に対応できていない面もあるが、最高裁の判例などによっても現在の実務でも「信託財産」は守れるという考え方は確立している。

(1) 水島廣雄「信託法史論」二七八頁。拙稿「投資信託の法理と運用上の問題点」比較法第二七号、六八頁以下。

水島廣雄 Japanese Investment Trust, Washington Law Review Vol. 39, No. 3 1964, 8.

水島廣雄 Unit-type Investment Trust, Washington Law Review Vol. 39, No. 3, 1964.

なお、証券投資信託法に関するわが国の著書・論文は数多く主に次のようなものが挙げられる。佐々木功・証券投資信託法。河本一郎他編・証券取引ハンドブック。井上道広「投資信託の現状と今後の課題」証券一九八九年一

○月号三六頁以下。岸田雅雄「証券投資信託」（河本還暦・証券取引法大系）。神崎克郎・証券取引法（新版）。鈴木竹雄「証券投資信託約款の法的性質」（商法研究Ⅲ）。河本一郎「投資信託」ルイ・ロス／矢沢惇監修・アメリカと日本の証券取引法。森本滋「証券投資信託の現状と課題」ジュリスト、一九九〇・一・一一五、一八一頁以下。

(2) 森田章「資産運用手段の多様化」ジュリスト、一九九八年一月十五日号、五頁以下。

(3) William A. Lovett, *Banking and Financial Institutions Law*, 2nd. ed. 1992.

(4) 森田章・前掲、一〇頁。なお同教授「金融サービース法」法時一九九八年九月号、「非預金投資商品販売と銀行顧客の保護」商事法務一四三六号四六頁以下、「英国における投資者保護と自己責任原則」証券取引法研究会国際部会・自己責任原則と投資者保護（一九九六年）一二五頁、一三四—一三五頁、「デリバティブ取引仲介証券会社の法人顧客に対する責任」商事法務一四八三号三〇頁等の優れた論文がある。

三 投資信託の拡充と問題点 —— 結語に代えて ——

一九九八年二月一日から銀行の窓口での投資信託の販売が始まり、超低金利時代の個人金融資産の運用先として投資家の視線が向けられている。日本版ビッグバン（金融制度の抜本改革）の目玉商品として規模の拡大が期待される投資信託の市場は、今後、如何に変化していくかという問題がある。株式市場が低迷し、金利も安いという環境下で、老後の資金をどのようにしたらよいかと考える個人投資家も増加し、証券会社に口座がない者も銀行には口座があり、銀行を利用する頻度は高く、二、三年後を見極める必要がある。個人金融資産に占める投資信託の割合は、三パーセントであるが米国ではその割合は一〇パーセント弱である。二〇〇五年には、現在の米国並みの水準に達すると予測できる。為替の変動リスクがあるにもかかわらず、外資系が開発した投資信

託や外国投資信託などに人気がある。外資系のファンドと国内系のファンドは、相互補完的關係にあり、外国系のファンドも適当に入ってきたり、外資系の資産運用会社が増えるのはわが国にとっては歓迎できる。

米国では、401Kプランに代表される確定拠出型年金（拠出額は確定しているが給付額は運用実績による）が投資信託販売の推進力になっている。従来の確定給付型年金は、投資信託には無縁の分野であったが、確定拠出型年金が導入されるとその役割は重要となる。二〇〇〇年には導入できるのではないかと期待もされているが、税制面での優遇措置が整備されるか否かが要点となる。

投資信託制度改正により、極く少数の投資家を対象に資金を集めて運用する私募投資信託などの新商品も解禁され拡充する可能性はある。例えば規模の小さい企業年金が個別に運用を行うより、私募投資信託の形式でまとめて運用すると効率も良い。コスト面でも安くなるものと思われる。

投資信託に組入れられている債券のうち、上場されていない債券を時価で計算する「非上場債券の時価評価」が、一九九九年七月から導入される。債券相場の変動がそのまま投資信託の評価額にはね返ることになり、特に、株式に投資しない公社債投資信託では、安定運用というイメージが薄れる可能性もある。一九九九年七月からは、予想分配率に基づいて運用されている中期国債ファンドなどのように預金に近い性格の投資信託を除いて、投資信託に組入れられている非上場債券の時価評価が開始されるから、投資信託の価格の変動幅が大きくなる可能性がある。時価評価は投資信託の透明性を高めるとともに、信頼性を高めるためにも必要である。債券の実勢価格が大きく下落した時に、割高な評価価格になっている投資信託の解約が殺到すると、投資信託の運用が破綻して

しまう可能性がある。海外においては時価評価が主流となっている。とくに、有価証券への投資を主目的とする証券投資法人では、時価の把握なくしては、その業績を評価するテクニックがなく、制度自体を形骸化させてしまうことになるであろう。投信法は、商法と同様に原価主義を原則としながらも、商法の規定する事由の有無にかかわらず、時価の併記を要請するものである。

会社型投資信託に関する投信法の仕組みは、前に触れた一九四〇年米国投資会社法 (Investment Company Act) の管理会社 (management company) に類似したもので、各種の要件や行為準則なども精緻に規定されているので一応の評価ができる。今後は、米国にみられるように、オープン・エンド型が会社型投資信託の中心となる可能性が大である。

最後に、日頃御指導下さっている信託法の権威水島廣雄博士に心から感謝を申し上げたい。