

我が国における私募投資信託の導入

去る3月13日、「金融システム改革法案」が国会へ提出され、証券市場制度及び金融制度全般にわたる改革が法制整備の段階に入った。順調に審議が進めば、本年12月にも証券投資信託制度の大幅な改革が実施されることになる¹。本稿では、今回新たに導入される見込みとなった私募投資信託について、この法案に基づいて、その概要を紹介したい。

1. 現行法の下での私募投資信託の位置づけ

米国やドイツでは、一般の投資家向けに販売される公募投資信託とともに、特定の年金基金、財団、大口個人投資家などを対象とした私募の投資信託が多数設定されている²。最近注目を集めているプライベート・エクイティやヘッジ・ファンドといったいわゆるオルタナティブ・インベストメントにも私募投資信託の形態がしばしば活用される。

これに対して我が国には私募投資信託という制度は存在しない。現行の証券投資信託法（以下、投信法）は、証券投資信託を「信託財産を委託者の指図に基づいて特定の有価証券に対する投資として運用すること（中略）を目的とする信託であって、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をいう。」（現行投信法2条）と定めている。ここでいう「不特定かつ多数」という表現は92年改正以前の証券取引法における公募概念と同じものであり、具体的には50名以上を指すものと解されてきた。このため、50名未満の者を対象とする、証券取引法上の私募に相当する証券投資信託は、法律上認められていないものと考えられてきたのである。

もっとも、現行法においても私募投資信託が明確に禁止されているわけではない。投信法は、証券投資信託以外の有価証券投資を目的とする信託を禁止しながらも、「ただし、信託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しないものについては、この限りでない。」（同3条）と定めており、特定または少数の者が取得する私募投資信託を排除する規定とはなっていない。むしろ、現実に私募投資信託が存在しなかったのは、証券投資信託を取り扱う証券会社及び投資信託委託会社と合同運用指定金銭信託やファンド・トラストを取り扱う信託銀行、投資一任契約を取り扱う投資顧問会社との間

¹ 金融システム改革法の全体像については、『資本市場クォーターリー』本号掲載の拙稿を参照されたい。

² 米国の私募投資信託をめぐる法制度については、本レポート末尾の〈参考〉を参照。また、ドイツを含む海外の私募投資信託制度や実態については、杉田浩治「私募投信の研究」日本投資信託制度研究所『ファンドマネジメント』98年春季号参照。

における「業際問題から関係業界のすべてがこの分野を空白地帯ないし緩衝地帯としてきたからである」とされる³。

2. 金融システム改革法案と私募投資信託

投信法は、証券取引法（以下、証取法）と並んで、金融システム改革法案による最も大幅な改正の対象となる法律である。改正の主眼は、①私募投資信託の導入、②会社型投資信託制度の導入、③証券投資信託委託会社の参入規制及び業務範囲規制の見直し、となっており、法律の題名も「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」と改められる。ここでは、私募投資信託に関する規定とそれとの係わりにおいて参入規制や業務範囲の見直しに関する規定を取り上げることとしたい⁴。

1) 私募投資信託の位置づけ

今回の法案では、証券投資信託の定義が以下のように改められ、「不特定かつ多数の者」に受益権を取得させるという従来の要件が「複数の者」に受益権を取得させることに改められる。これによって、これまで認められないものと解されてきた 2～49 名を対象とする証券投資信託が、法律上明確に位置づけられることとなった。

投信法改正案 2 条

この法律において「証券投資信託」とは、信託財産を委託者の指図（政令で定める者に当該指図に係る権限の全部又は一部を委託する場合における当該政令で定める者の指図を含む。）に基づいて主として有価証券に対する投資として運用すること（中略）を目的とする信託であつて、この法律に基づき設定され、かつその受益権を分割して複数の者に取得させることを目的とするものをいう。

証取法では、私募概念を①適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないもの（いわゆるプロ私募）、及び②多数の者（証取法施行令 1 条の 4 により 50 名以上とされる）に譲渡されるおそれが少ないもの（いわゆる少人数私募）、としている（現行証取法 2 条 3 項）。証券取引審議会市場整備部会（以下、証取審部会）における審議では、この私募概念を私募投資信託にも適用してはどうかという考え方が示されている。このことは、後で説明する私募投資信託のディスクロージャー規制との関係で重要な意味をもつ。

³ 神田秀樹「証券投資信託の法的側面」大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』36 号（1995 年 11 月）、161 頁。

⁴ 会社型投資信託制度の導入に関しては、今後、別途レポートを作成する予定である。

なお、証券投資信託の定義に関する規定が見直されるのに伴い、証券投資信託以外の有価証券投資を目的とする信託の禁止に関する規定も改正される。すなわち、先に触れた 3 条但書が、「信託の受益権を分割して複数の者に取得させることを目的としないものについては、この限りでない。」と改められることになる。

2) 私募投資信託の運用者

投信法改正案では、証券投資信託委託契約は、証券投資信託委託業者（以下、委託業者）を委託者とし、信託会社または信託銀行を受託者として締結しなければならないとされており、私募投資信託の運用指図を行えるのは、原則として委託業者（従来は委託会社）に限られる（投信法改正案 4 条）。

委託業者となろうとする者は、内閣総理大臣による認可（従来は免許）を受けなければならないとされる（同 6 条）⁵。この場合の「免許」、「認可」は、いずれも一般的に禁止されている行為を特定の場合に解除するという意味で講学上の「許可」にあたるものと考えられるため、免許制から認可制への移行をもって直ちに参入規制が緩和されたということとは言えない。

しかし、以下のような理由から、今回の認可制への移行によって実質的には参入がこれまでよりも容易になることが予想される。

- ①委託会社は資本金 5,000 万円以上の株式会社でなければならないとした規定が削除されたこと。
- ②認可の基準が従来の免許基準に比べて簡素化され、「証券投資信託及び証券市場の状況に照らし、必要かつ適当なものであること」としたいわゆる「経済条項」が削除されること。
- ③証取審部会の議論で免許基準から設立母体概念及び実績要件を廃止する方向が打ち出されていること⁶。

もっとも、法案でも、認可申請者が資本の額が政令で定める金額を上回る株式会社でない場合には認可を拒否できるとしており（同 7 条 2 項）、現行の規制内容と同程度の最低資本金要件などは残されることになろう。

委託業者の認可基準について、証取審部会の議論では、当初、公募投資信託と私募投資信託では法律上保護されるべき受益者の数に大きな違いがあるとして、公募投資信託委託業者と私募投資信託委託業者とを区分（第一種と第二種）する考え方も提示された。しか

⁵ 投信法改正案では、内閣総理大臣の権限のほとんどは、金融監督庁長官に委任されることになっている。但し、法案 225 条では、この認可権限と認可の取消しに関する権限は、委任の対象となっていない。

⁶ 現行の「証券投資信託業務の免許基準の運用について」の通達では、設立母体が投資信託の設定・運用もしくは販売業務、または投資一任業務を 3 年以上継続して営んでおり、その運用資産もしくは契約資産の直近 3 カ年における平均残高が 3,000 億円以上である等の実績を有すること、などが免許基準として定められている。

し、最終的な取りまとめ段階では、明確に異なる基準を設ける必要性は低いという考え方が示されており、私募投資信託のみを扱う業者も、通常の委託業者としての認可基準を適用されることとなる可能性が高い。

新たに会社を興してこうした認可を受けるほかに、他業態からの兼業や子会社設立による参入も可能である。金融システム改革法案では、各業態の業務範囲規制や兼業規制が大幅に緩和されることになっており、委託業務についても、様々な業態からの参入が現在よりも容易になる見込みである（表1）。

表1 他業態から投資信託委託業務への参入方法の変化

業態	現行の参入方法	今後認められる参入方法
銀行	系列投資顧問会社が設立母体となるか投資顧問業法に基づく兼業承認を受ける。	①子会社の設立（改正銀行法案16条の2、9号にいう金融関連業務として）。 ②銀行持株会社の子会社として設立（銀行法52条の7、1項6号、施行規則34条の8）。
証券会社	設立母体となって系列委託会社を設立。	①兼業の届出（証取法改正案34条2項、3項）による本体での兼業。 ②子会社の設立（独禁法ガイドラインにいう金融会社固有の業務に準ずる業務を営む会社として）。 ③証券持株会社の子会社として設立。
投資一任業者	設立母体となって子会社を設立するか兼業承認を受ける。直近3年間の契約資産の平均残高3,000億円以上などの要件。	①兼業の届出（改正投資顧問業法案23条）による本体での兼業。 ②子会社の設立（実績要件は廃止される見込み）。

注) 3月17日に施行された金融持株会社関連法で可能となった参入方式は、「今後認められる」の項目に入れた。

(出所) 野村総合研究所

なお、委託業者が、投資顧問業務もしくは投資一任業務を兼営しようとする場合についても、従来の大蔵大臣による承認に代えて、届出のみで足りることとなる（投信法改正案18条）。また、証券業を兼営しようとする場合については、内閣総理大臣（金融監督庁長官に委任）による認可が必要となる（同条3項）。

3) 私募投資信託に対する規制

(1) 行為規制

現行投信法は、委託会社に対して受益者のための忠実義務を課し、同一法人の発行する有価証券への過大な投資につながるような運用指図を行うことなどを禁止している（現行投信法17条）。改正法案でも、こうした忠実義務や行為準則に関する規定をより詳細な形

で置くとともに、委託業者が証券業や投資一任業務を兼営する場合に遵守すべきルールについて、新たな規定を設けている（投信法改正案 14 条～16 条、20 条、21 条）。

これらの規制の多くは、委託業者が自己の利益を図って受益者の利益を害することを防ぐ趣旨で設けられており、受益者保護という観点からは、公募投資信託と私募投資信託で区別を設ける必要性はないものと考えられる。証取審部会でも、そうした方向が示されている。行為規制の詳細は、現行の「証券投資信託の委託会社の行為準則に関する省令」を改正して定められることになる。

（２）運用規制

現行の「証券投資信託の委託会社の行為準則に関する省令」は、委託会社と受益者の間における利益相反を防止するというよりも、リスクの高い運用方針の採用を不可能にするような規定も設けている。例えば、流動性の乏しい資産の組み入れに対する制限（省令 4 条 9 号）などである。こうした運用規制は、証券投資信託協会の自主ルールによって、更に詳細かつ具体的に定められている。

しかし、私募投資信託はオーダーメイド的な性格が強く、運用の内容については、受益者と委託業者との間で十分な意思の疎通が図られるものと予想される。そこで証取審部会における議論でも、私募投資信託の運用規制については公募投資信託よりも緩やかなものとしてはどうかという方向性が示された。

（３）ディスクロージャー規制

従来、証券投資信託に関しては、受益証券についての有価証券届出制度の適用はなく、目論見書の交付も必要とされてこなかった。これらに代わるものとして、委託会社が受益証券説明書を作成して投資家の利用に供することを義務づけるとともに、大蔵大臣による信託約款の承認制度がとられてきたのである（現行投信法 12 条、20 条の 2）。このうち信託約款承認制度に対しては、自由かつ機動的な商品設計という要請に応えられない制度であるとの批判が寄せられてきた⁷。

今回の金融システム改革法案では、信託約款の承認制度を届出制に改める（投信法改正案 26 条）とともに、証券投資信託受益証券を証券取引法上のディスクロージャー規制の対象として位置づけることとしている（証取法改正案 3 条）。

具体的な開示項目や基準は、今後検討されることとなろうが、公認会計士による外部監査が必要となるなど、投資信託業界としては、従来とは相当異なった対応を要求されることになる⁸。このようなディスクロージャーが義務づけられるのは、原則として募集または売出しに該当する場合に限られる（証取法 4 条）ため、私募投資信託については、証取

⁷ 例えば、森本滋「証券投資信託の将来」『鴻常夫先生古稀記念 現代企業立法の軌跡と展望』商事法務研究会（1995）。

⁸ 『日経金融新聞』98年3月20日付けの証券投資信託協会山下剛正氏へのインタビュー参照。

法上のディスクロージャーは要求されない。なお、信託約款の変更に際しては、事前の届出が義務づけられ、変更内容が重大なものである場合には、変更内容の公告と受益者への交付が義務づけられる（投信法改正案 29 条、30 条）。

また、法案では、信託財産の計算期間の末日毎に作成される運用報告書については、引き続きその作成を義務づけるものとしている（投信法改正案 33 条）。この規定は、私募投資信託にも公募投資信託と同様に適用される。

4) 私募投資信託の税制

従来、証券投資信託の収益の分配に係る個人の配当所得は、他の金融商品の利子、配当金と同様に 20%源泉分離課税とされてきた⁹。金融システム改革法案に含まれている租税特別措置法の改正案では、私募投資信託については、この措置が適用されないこととなっている（租特法改正案 8 条の 2）。

私募投資信託の配当に関する課税は、むしろ株式と同じ取り扱いとなっており、個人の場合、少額配当に関する申告免除（租特法改正案 8 条の 6）、配当控除（租特法改正案 9 条、所得税法 92 条）、の規定が適用されることになる。また、受益証券の購入金額と償還もしくは解約金額との差額（キャピタルゲイン）については、株式に係る譲渡所得と同じ取り扱いがなされることになる（租特法改正案 37 条の 10）。

おわりに

投資信託委託会社や投資一任業者の間では、資金規模の小さい厚生年金基金や適格年金の資金を取り込む手段として、私募投資信託に対する期待が高い。また、私募投資信託が導入されれば、ヘッジ・ファンドのような特殊な運用を売り物にするファンドが我が国にも本格的に登場し、資産運用の世界が一層多様化することになるろう。

金融システム改革法案は、4 月 9 日に衆議院本会議で趣旨説明が行われ、本格的な審議が始まった。政府与党は、5 月中にも法案を成立させたいとしている。法案成立後、12 月 1 日の施行までに関連政省令の整備が進められることになる。私募投資信託を巡る制度の細目が明らかにされるのはそれからである。

⁹ 公社債投資信託の場合、収益分配金は利子所得となり、同じく 20%源泉分離課税の対象となる。

＜参考＞ 米国における私募投資信託の制度

米国の証券投資信託は、投資会社（investment company）と呼ばれる会社型の形態をとっている。中でも、オープン・エンドのいわゆるミューチュアル・ファンドは、個人の資産運用手段として重要な位置を占めており、最近では、その残高が小口預金残高を上回るまでに成長している。

一般に投資会社は、「1940年投資会社法」を始めとする法令の規制の下に置かれ、SECへの登録を義務づけられているが、一定の要件を満たす場合には、同法による規制の適用を受けないものとされている。この適用除外の代表的な例が、私募投資信託である。投資会社法第3条(c)項は、以下のように規定している。

投資会社法第3条(c)項

…次の各号に掲げる者は、いずれも本法における投資会社ではない。

(1) その社外証券（短期手形を除く）が100名を超えない者によって実質的に所有されており、かつその証券の公募を行っておらず、または行おうとしていない発行者。（以下略）

すなわち、米国における私募投資信託は、我が国の「50名未満」よりも幅広い投資家を対象とすることが可能となっている。

この適用除外規定に基づいて設立された投資を目的とする会社の代表的な例として、いわゆるヘッジ・ファンドがある。ヘッジ・ファンドは、レバレッジを高くしたり、デリバティブを多用するといった投資手法を通じて高い投資パフォーマンスを達成することを狙いとしているが、SECに登録した投資会社がこうした運用手法を採用することは、投資会社法によって制限されている¹⁰。また、40%以上を独立の外部取締役とする取締役会を設置しなければならないといった投資会社法が定める組織上の要件も、ファンドの運営コストを大きくしてしまう。このため、ヘッジ・ファンドは、投資会社法の適用除外に依拠しつつ、証券法上の登録が必要となる「公募」を行わない形で運営されている¹¹。

ヘッジ・ファンドを始めとする私募投資信託の市場規模については、ファンド数 3,000本、資産残高 750～1,600億ドルという推定値が知られており、資産規模でみて公募投資信託の20分の1に達しているという¹²。

¹⁰ 投資会社法第18条は、投資会社の資本構成に制約を課している。SECは、この条項を厳格に解釈し、投資会社による借入のみならずヘッジされないデリバティブ取引や空売りなども制限するものとしている。

¹¹ 米国外で設立することによって投資会社法の適用を排除するというケースもある。しかし、その場合には、海外証券の販売に関する規制や税制上の取扱いが課されることになる。

¹² 注1前掲杉田論文、6頁。

最近になって、私募投資信託をめぐる規制に新たな制度が付け加えられた。96年10月11日にクリントン大統領による署名を受けて成立した「1996年全国証券市場改革法」は、投資会社法の適用除外に「プロ向け私募投信」とも呼ぶべき新たなルールを付け加えたのである（投資会社法第3条(c)項(7)）。

これは、一定の要件を満たす「適格購入者（qualified purchaser）」のみを対象として持ち分権を販売するファンドは、持ち分権保有者の人数にかかわらず、投資会社法上の投資会社とはならないというものである。私募形態で発行された証券について一定の要件を満たす機関投資家間における転売を事実上自由とした1934年法規則144Aの投資信託版とすることができよう。もっとも、下に示すように、ここでいう適格購入者は、規則144Aの対象となる適格機関投資家（qualified institutional buyer）とはかなり異なっており、一定の個人投資家をも含んでいる。

適格購入者の定義（投資会社法第2条(a)(51)(A)）

- 500万ドル以上の投資¹³を行っている自然人（同じような権利または共有権を有する配偶者を含む）。
- 2人以上のお互いに関係のある自然人によって直接または間接に保有されている会社。
- この条項による適用除外を受ける会社に投資することを目的として設立されたのではない、適格購入者のみによって運用されている信託。
- 自己勘定もしくは他の適格購入者の勘定で投資を行っており、総額2,500万ドル以上の投資を一任勘定として保有し運用している者。

この改正は、特にヘッジ・ファンドを念頭に置いて行われたというよりも、ベンチャー・ファンドや仕組み金融商品などを通じた産業資金供給をより円滑化しようとする狙いが込められたものであるとされるが、結果的にヘッジ・ファンドの設定や運用を容易にするものであることは間違いない¹⁴。

96年の法改正では、投資顧問法による規制緩和も行われた。通常、会社型の投資信託は、会社と契約を結んだ投資顧問業者のアドバイスに従って資産運用を行う。投資顧問業者は、SECもしくは州の監督当局に登録することを義務づけられ、「1940年投資顧問法」による規制に服する。

¹³ 投資会社法規則2a51-1(b)項は、「投資」の具体的内容として有価証券、投資目的で所有している不動産、投資目的で保有している商品に関する権利、投資目的で保有している商品、有価証券でない投資契約、外貨を含む現金通貨並びに現金と同等のもの、を列挙している。

¹⁴ 田村 威「世界のファンド・バラエティ〔投資ファンド編〕」日本投資信託制度研究所『ファンドマネジメント』96年冬季号、14頁。

従来、いわゆるパフォーマンス・フィー、すなわち「顧客の投資資金またはその投資資金の一部についてのキャピタル・ゲインまたは評価益の分け前に基づいて定められる投資顧問の報酬」を運用アドバイスに従事する投資顧問業者に支払うことは原則として禁じられてきた（投資顧問法第 205 条(a)項(1)）¹⁵。しかし、プロ向け私募投信については、こうしたファンド・マネジャーが収益の分配に参加するという純粋なパフォーマンス・フィーに関する取り決めが、認められることになったのである。

(大崎 貞和)

¹⁵ なお、SEC が認めたベンチマークとの比較における運用成績の優劣によって報酬を増減するという契約など、一定の要件を満たすものは以前から認められてきた（同法第 205 条(b)項(2)）。