

アセットマネジメント

証券投資法人制度について

ー我が国における会社型投資信託の導入ー

98年6月5日、日本版ビッグバンを具体化する「金融システム改革法」が国会で成立し、15日に公布された。本レポートは、この法律の焦点の一つである投資信託制度改革の柱となっている会社型投資信託制度の導入について紹介する。

1. 金融システム改革と会社型投資信託

1) 投資信託制度改革の焦点

96年11月のビッグバン宣言を受け、97年6月には、金融関連三審議会の報告書が提出された。金融システム改革（日本版ビッグバン）は、この報告書をベースとして進められており、98年6月には、報告書の内容を具体化する「金融システム改革法」が国会で成立した。この法律は、証券取引法、証券投資信託法など金融関連法から税法に至る22の法律を改正するという包括的なものであり、証券会社の免許制から登録制への移行、手数料の完全自由化、業態間の相互参入や業務範囲に関する規制の緩和など、我が国証券市場の在り方を大きく変える内容となっている¹。

今回の金融システム改革法に盛り込まれた証券投資信託法の主要な改正点は、①投信委託会社の参入規制及び業務範囲規制の見直し、②私募投信制度の導入、③会社型投信制度の導入、の三つである²。中でも、会社型投信制度の導入は、我が国投信制度の在り方を根本から変える画期的な意義を有する。

2) 会社型投信制度導入の背景

株式会社形態をとるファンドに対して投資家が株主となって資産運用を行う会社型投信は、米国（ミューチュアル・ファンド、クローズド・エンド・ファンド）、英国（インベストメント・トラスト）、フランス（SICAV）など、各国に存在する。ところが、我が国

¹ 法律の全体像については、大崎貞和「金融システム改革法案の概要」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

² 参入規制及び業務範囲規制の見直し、私募投信制度の導入については、大崎貞和「我が国における私募投資信託制度の導入」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

の証券投資信託法は、従来、投信の定義を「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…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」（旧投信法 2 条）として、英国のユニット・トラストやドイツの投資ファンド、フランスの FCP などと同じ契約型のみを投信の形態として想定してきた³。

我が国においても、証券業界や投信業界を中心に繰り返し会社型投信の導入が提案されており⁴、大蔵省の審議会や研究会においても、導入の是非についてたびたび検討が加えられてきた⁵。これらの提案や検討の中では、会社型投信制度を導入すべき積極的理由として、以下のような点が指摘されてきた。

- ①会社型投信は世界的にみて広く普及しており、制度の国際的整合性やクロス・ボーダー取引の促進といった観点から導入が必要である。従来、契約型のユニット・トラストを中心としてきた英国においても、EU の UCITS 指令採択を受けて 97 年からオープン・エンド・タイプの会社型投信（OEIC）が導入されている⁶。
- ②会社型投信では、投資家はファンドの株主となるため、株主総会や取締役会といったコーポレート・ガバナンスの枠組みを通じてファンドの運営に参加することができる。
- ③ファンドの側からすれば、株主の同意を基礎として運用対象の拡大や運用方針の変更などを弾力的に行うことができる。
- ④会社型投信では長期的な観点に立って運用の安定化を図ることができる⁷。

97 年 5 月に提出された証券取引審議会投資対象 WP 報告書は、こうした過去の議論を踏まえ、改めて検討を行った上で、会社型投信のための特別な法人制度創設の検討と税制面の整備を提言した。これを受けて、6 月の証取審報告においても、会社型投信導入についての検討の必要性が指摘されたのである。

金融システム改革法は、証券投資信託法の名称を「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」と改め、全体を五編に分け、その第三編を「証券投資法人制度」と題して会社型投信に関する規定を置いた（61 条～223 条）。商法上の会社の形態をとる投信を認めるという形ではなく、特別な法人制度を新たに創設するという形をとったため、このように多数の条文を設けることが必要となったのである。

改正法には、証券投資法人の設立、機関、株式会社の株式に相当する投資口の発行や払

³ なお、現行投信法制定前に作成された 1948 年の「証券投資会社法案」では、米国の投資会社法を参考にすることもあって会社型投信についての規定が設けられていた。

⁴ 比較的最近のものとしては、証券団体協議会「投資信託の現状と課題」（93 年 10 月）、証券投資信託協会「会社型投信の導入に向けて」（95 年 6 月）などがある。

⁵ 1962 年、68 年、76 年の証券取引審議会報告、投資信託研究会「今後の投資信託の在り方について」（89 年 5 月）、同「投資信託の改革に向けて」（94 年 6 月）。

⁶ OEIC については、落合大輔「スタートした英国のオープン・エンド会社型投資信託」『資本市場クォーターリー』97 年夏号参照。

⁷ この点については、運用の安定化という目標は、会社型か契約型かを問わず、クローズド・エンド・タイプの投信であれば達成できるとの認識が広まり、日経 300 指数連動型投信のようなクローズド・エンド契約型の投信も登場したことから、最近ではそれほど強調されなくなってきている。

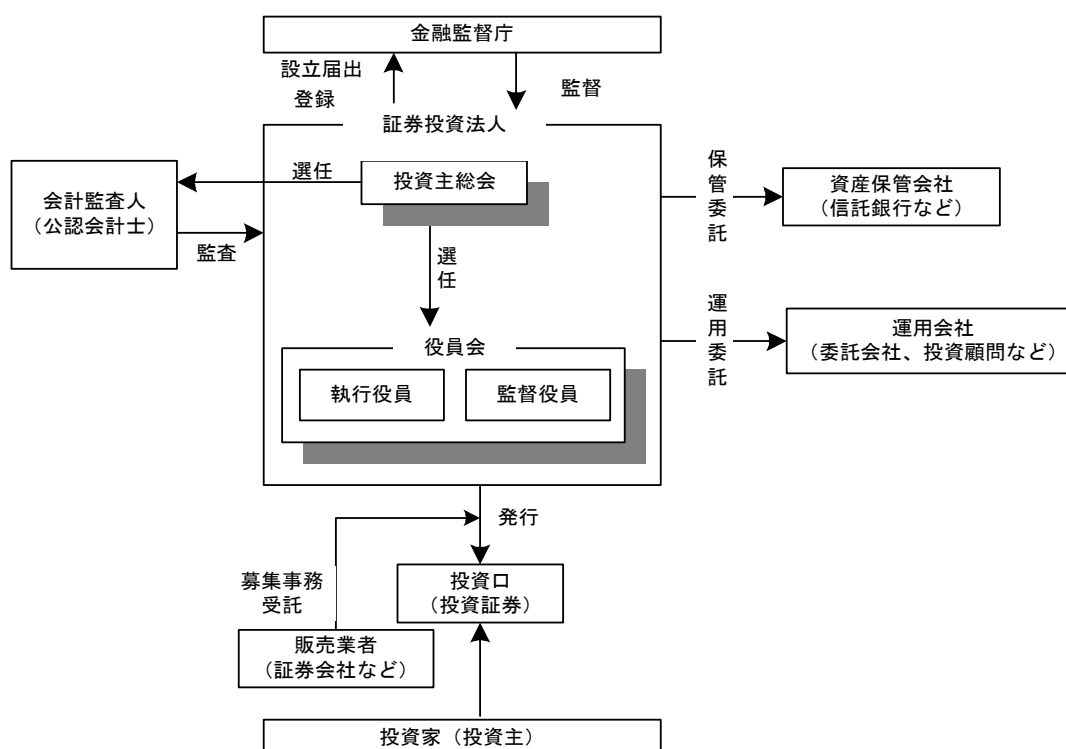
い戻し、計算、解散、合併、精算から業務内容に至るまで、会社型投信の設立と運営に必要な全ての事項が規定されていると言ってよい。今後、関連政省令の整備が進められ、98年12月1日から新しい投資信託制度が施行されることになる。

2. 証券投資法人制度の概要

今回の法改正によって導入される我が国の会社型投信は、「証券投資法人」と呼ばれる。証券投資法人とは、「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、この法律に基づき設立された社団」である（新投信法2条11項）。証券投資法人は、資産の運用以外の行為を営業としてすることができない（63条、以下、新投信法については条数のみを示す）。

証券投資法人は、株式会社の場合の発起人に相当する「設立企画人」が定款に相当する「規約」を作成して設立する（66条）。その機関も株式会社と同じような構成となっており、株式に相当する「出資口」を所有する「投資主」（株主に相当）が「投資主総会」（株主総会に相当）を構成し、業務執行にあたる「執行役員」（取締役）と執行役員職務の執行を監督する「監督役員」（監査役に相当）を選任する。執行役員と監督役員は、株式会社の取締役会に相当する「役員会」を構成する（図1）。

図1 証券投資法人の仕組み



(出所) 野村総合研究所

以下では、証券投資法人に関する法律の規定の概要を一般の株式会社や米国のミューチュアル・ファンドとの比較を交えつつ、みていくこととしたい。

証券投資法人の設立

誰もが発起人となって株式会社を設立することができるのに対し、証券投資法人の設立企画人となることのできる者は制限されている。すなわち、設立企画人（複数の場合はそのうち少なくとも一人）は、①証券投資信託委託業者、②投資一任業務認可を受けた投資顧問業者、③「他人の資産の運用に係る事務のうち政令で定めるものについて知識及び経験を有するものとして政令で定める者」、のいずれかでなければならない（66条）。③については、銀行や証券会社などが該当することになるものと予想される。

設立企画人となることのできる資格が制限されているのは、我が国の会社型投信が、一般的な株式会社等として設立された後に業務免許や登録等によって投信としての法的地位を認められるのではなく、当初から特別な法人として設立されるという形をとったためであろう。もっとも、設立企画人は、証券投資法人による資産運用に携わるわけではなく、こうした制限が必要かどうかは疑問なしとしない。

設立企画人は、内閣総理大臣（金融監督庁長官に権限を委任）に対して、事前に証券投資法人を設立しようとする旨及び執行役員の候補者の氏名と住所を規約などの文書を添えて届出なければならない（68条1項、2項）。投資口の申し込みの勧誘など、設立のために必要な活動は、この届出の後でなければ行えない（69条3項）。

適法に設立された証券投資法人が、実際の投資運用を行うためには、この設立の届出と設立手続きを経た後、内閣総理大臣（金融監督庁長官に権限を委任）の登録を受けなければならない（187条）。①登録申請書や添付書類に虚偽記載や重要な事実の記載漏れがあった場合、②不法な目的で証券投資法人が設立された場合、③設立企画人や役員が欠格事由に該当する場合、などには、金融監督庁長官は登録を拒否することができる（190条）。

証券投資法人のガバナンス —役員会と監督役員—

証券投資法人の執行役員は、業務の執行にあたるとともに、証券投資法人を代表する（97条）。執行役員は、投資主総会によって選任され、同じく総会によって選任される監督役員とともに役員会を構成する。「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」（102条）とされており、役員会メンバーの過半数は執行役員の職務の執行を監督する監督役員によって占められることになる。

監督役員には、当該証券投資法人の設立企画人や設立企画人たる法人の役員、使用人等、当該証券投資法人の発行する投資口の募集の委託を受けた証券会社の役員、使用人等、などは就任できないとされ（101条）、米国の投資会社における独立（外部）取締役のような位置づけを与えられている。米国の投資会社法では、独立取締役が取締役総数の40%以上を占めなければならないとされているが（1940年投資会社法10条）、監督当局であるSEC

も独立取締役の番犬機能によって株主（投資家）の利益が守られるとの期待を寄せており、独立取締役の割合を引き上げることも検討しているという⁸。そうした観点からは、我が国の証券投資法人制度では、米国以上に充実したガバナンス構造が用意されているとみることもできよう。

なお、証券投資法人においては、監督役員のみならず、役員会もまた「執行役員の職務の執行を監督する」ものとされており、執行役員が職務怠慢、非行、心身の故障などの要件に該当する場合には解任するといった権限を与えられている（107条1項、2項）。これは、株式会社の取締役会が業務執行に関する監督機関とされていることにならったものであろう。

証券投資法人のガバナンス —投資主総会—

米国などで、独立取締役とともに、会社型投信のガバナンスに重要な役割を果たすものと期待されている機関が、株主総会である。証券投資法人の投資主総会は、役員及び会計監査人を選任するほか、投資口の併合、規約の変更（特別決議による）、解散（特別決議による）、一定の場合を除く合併（特別決議による）についての決議、運用委託契約の締結の承認（成立時の契約を除く）、などの権限を与えられている。

証券投資法人の投資主総会については、通常の株式会社のような定時総会に関する規定は設けられていない。計算書類等についても、執行役員が役員会に提出してその承認を受けるとともに、その旨を投資主に通知しなければならないとされるのみで、株式会社の場合のような総会による承認は求められていない（131条）。但し、執行役員の任期は二年を超えてはならず（99条での商法256条1項の準用）、執行役員の選任は投資主総会によるとされていることから、少なくとも二年に一度は、投資主総会が招集されることになるものと解されよう。

投資主総会の決議については、「みなし賛成」の制度が設けられている（93条）。すなわち、投資主が投資主総会に出席せず、かつ議決権を行使しないときは、総会に提出された議案に賛成するものとみなすという内容を規約に定めることができるとされている。これは、投資主の多くが、証券投資法人の運営に積極的に関わろうとはしないであろうことを前提として、提出された議案が投資主総会において円滑に成立するようにするための規定であろう⁹。

「みなし賛成」の制度は、米国の投資会社の多くが年次株主総会の開催が義務づけられ

⁸ 落合誠一編『比較投資信託法制研究』有斐閣（1996年）、第二章「アメリカ法制」（近藤光男執筆）参照。

⁹ 投資主総会を招集するのは原則として執行役員だが、監督役員も招集を請求できる。また、株主提案権に関する商法の規定も準用されているが、みなし賛成の規定は複数の相反する議案には適用されないことから、例えば、株主提案の趣旨に相反する議案を執行役員が提出すれば、いずれの議案にもみなし賛成規定の適用はないことになる。

ていないメリーランド州、デラウェア州、マサチューセッツ州で設立されており¹⁰、株主による投票を求めるコストはそこから得られる利益をしのぐとまで言われていることからすれば¹¹、現実に即した規定であると評価できよう。実際、米国では、株主総会開催のコストは膨大で、定足数を確保し、議案の承認に必要な委任状を回収するための事務処理を請け負う専門会社が存在するほどである¹²。もっとも、投資主総会によるガバナンスの意義を強調する立場からすれば、総会の形骸化を促しかねない「みなし賛成」の制度には問題があるとも考えられよう。

投資口と投資証券

証券投資法人は、株式会社の株式に相当する投資口を発行する。投資口は無額面であり（76条）、投資主の責任は、その有する投資口の引受価額を限度とする有限責任である（77条）。投資口は、譲渡することができ、株式の場合とは異なり、役員会の承認を必要とするといった譲渡制限を設けることはできない（78条2項）。

証券投資法人は、規約において、「投資主の請求により投資口の払戻しをする、又はしない旨」を定めることができる（67条3号）。つまり、証券投資法人には、オープン・エンド・タイプのものと同様にクローズド・エンド・タイプのものであり得ることになっている。投資口の払戻しは、「当該証券投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な価額によらなければならない」とされる（125条1項）。

投資口を表章する有価証券は投資証券と呼ばれ、外国証券投資法人が発行する投資証券に類する証券である外国投資証券と共に、今回成立した金融システム改革法によって証券取引法上の有価証券とされることになった（証券取引法2条7号の2）。投資口を譲渡するには投資証券を交付しなければならず、投資証券を占有する者は、適法に所持しているものと推定される（78条4項、5項）。投資証券の移転を発行者である証券投資法人に対抗するためには、株式の場合と同じように、投資主名簿に取得者の住所、氏名を記載することが必要とされる（79条）。

オープン・エンド・タイプの会社型投信の場合、投資家から投資の申し込みがあれば投資会社が株式を追加発行し、換金の申し込みがあれば株式の払い戻しに応じる、という形がとられるため、投資会社株式を投資家間で流通させる必要はない。このため、証券投資法人においても、オープン・エンド・タイプの仕組みをとる場合には、規約において、「投資主の請求があるまで投資証券を発行しない旨を定めることができる」とされている（84条1項）。

投資口の追加発行にあたっては、執行役員が投資口の発行価額及び口数、払込期日を決

¹⁰ 前出、証券投資信託協会「会社型投信の導入に向けて」、16頁。

¹¹ 前出、落合編著、20頁参照。

¹² 近藤哲夫、野村亜紀子「会社型投資信託の導入に向けて」『正協レポート』5号（98年5月）36～38頁参照。

定し、役員会の承認を得なければならない（120条）。しかし、随時買い付けが行われるオープン・エンド・タイプのファンドの場合、こうした手続きをとることは事実上不可能である。そこで、一定の発行期間内における発行について、執行役員が一括して役員会の承認を求める制度が設けられる（120条2項）。この制度が適用されるのは、投資証券を発行しない旨を予め定めた証券投資法人に限られる。

証券投資法人の業務遂行

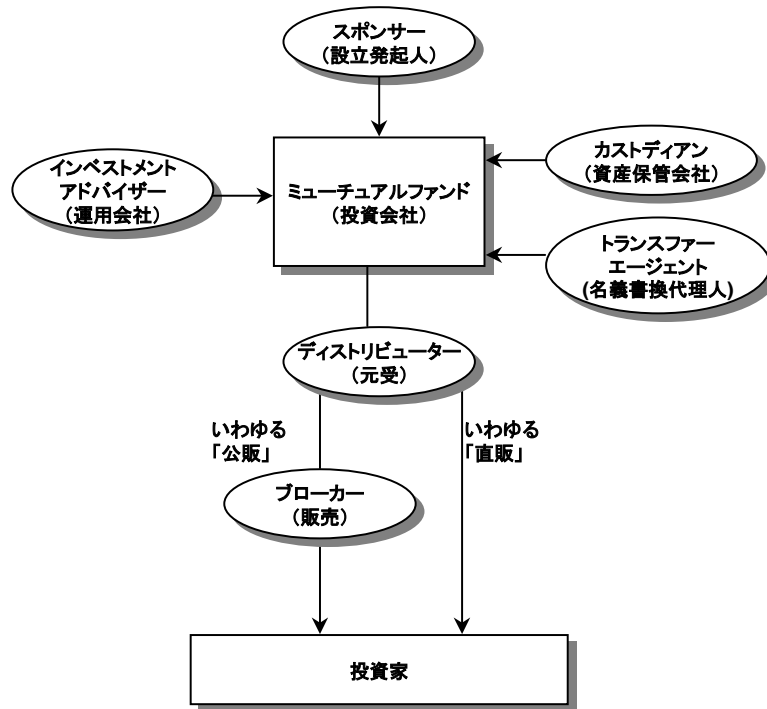
証券投資法人の業務は、規約に定められた資産運用の対象及び方針に従って、有価証券その他の資産に関連する取引を行うことである。しかし、証券投資法人は、本店以外の営業所を設けたり使用人を雇用することができない（63条2項）という、いわばペーパー・カンパニーであり、資産運用のための取引や必要な事務を自ら行うことを禁じられている。すなわち、資産運用に係る業務は「運用会社」に（198条）、資産の保管に係る業務は「資産保管会社」に（208条）、投資口の募集や名義書換に関する事務、投資証券の発行に関する事務、機関の運営や計算に関する事務などは「一般事務委託者」に（111条）、それぞれ委託しなければならない。

これらの事務委託先のうち、運用会社は、①証券投資信託委託業者、②投資一任業務認可を受けた投資顧問業者、③総理府令・大蔵省令で定めるその他の法人、のいずれかでなければならない（199条）。また、資産保管会社は、①信託会社または信託銀行、②証券会社、③総理府令・大蔵省令で定めるその他の法人、のいずれかでなければならない（208条2項）。それぞれについての欠格事由、証券投資法人に対する忠実義務、責任なども規定されている。

証券投資法人が成立時に契約しようとする運用会社、資産保管会社、一般事務委託者については、規約に明記することが義務づけられている（67条1項）。また、運用会社との委託契約については、投資主総会の承認を得なければ効力が生じないものとされていることから、証券投資法人成立後の委託先の変更にあたっては、投資主総会の承認が必要となる（198条2項）。これは、運用会社の選択が、投資家に大きな影響を及ぼすことを考慮した規定であろう。

なお、米国のミューチュアル・ファンドの場合も、投資会社自体は事実上のペーパー・カンパニーであり、運用に関するアドバイス、運用資産の保管、株式（受益証券）の投資家への販売などは、投資顧問会社、信託銀行、証券会社などが、行うという機能の分化が進んでいる（図2）。しかし、これは、あくまでも歴史的に形成されてきた事実上の分担であり、法令上は、一定の場合を除いて資産を自ら保管することが認められない外は、投資会社自らが様々な業務や事務を行うことも可能である。

図2 米国におけるミューチュアル・ファンドの運営をめぐる関係者



(出所) 野村総合研究所

証券投資法人に対する規制・監督

証券投資法人のような集合投資スキームを利用することによる最大の利点の一つは、複数の投資家の資金を併せることで、効率的な資産運用を行えることである。そこで、証券投資法人については、一定の資産規模を確保することが義務づけられている。すなわち、成立時の出資総額は1億円以上で政令で定める額を下回ることができず(68条2項)、それだけの出資が確保できない場合には、設立をとりやめることとされる(71条2項7号)。また、規約に定める「常時保持する最低限度の純資産額」を常に維持しなければならないとされている(67条1項6号)。この最低純資産額は、5,000万円以上で政令で定める額を下回ることができない(67条4項)。

最低純資産額と並んで、資産規模維持の目安となるのが、最低純資産額に5,000万円以上で政令で定める額を加えた基準純資産額である。投資家への配当支払いにあたっては、資産が、この基準純資産額を下回ることがないようにしなければならない(136条1項)。証券投資法人は、純資産が基準純資産額を下回っておそれがあるときには、金融監督庁に対して臨時報告書を提出しなければならない(215条1項)。その後、大量の払戻し請求などによって更に資産が減少し、資産が最低純資産額を下回った場合には、一定の期間内に最低純資産額を回復しない場合には登録を取り消すという旨の通告が発せられる(215条2項)。通告に示された期間経過後も最低純資産額が回復できない場合には、証券投資法人として

の登録が取り消される（216条2項）。

このほか、法令違反等が行われた場合にも、証券投資法人の登録が取り消されることがある（216条1項）。監督の実効性を確保するために、証券投資法人に対しては営業報告書の提出が義務づけられるとともに、金融監督庁による立ち入り検査や関係者への質問が行われることがある（212条、213条）。

証券投資法人に係わる税制

会社型投信が、集合投資スキームとして有効に機能するためには、法人段階での収益に対する課税と投資家が利益の分配を配当として受け取る段階での課税の重複を避け、運用収益をそのまま投資家に帰属させる導管性を確保することが必要である。金融システム改革法に盛り込まれた租税特別措置法の改正では、こうした観点から、登録証券投資法人に関する課税の特例を設けている。

すなわち、適法に登録された公募証券投資法人（発行済投資口が50人以上の者によって所有されている者又は適格機関投資家のみによって所有されているもの）については、法令違反がないことや当該事業年度における配当可能利益の90%以上を投資家に配当していることといった要件を満たす場合には、支払配当金の損金算入が認められ、法人段階での課税が排除される（租税特別措置法67条の15）。また、証券投資法人が国内で支払いを受ける一定の利子や配当については、所得税の源泉徴収を行わない（租税特別措置法9条の3）。

一方、証券投資法人の投資家に対する課税については、オープン・エンド・タイプのものについては現行の契約型投信と同様に配当に対する20%源泉分離課税が行われ、クローズド・エンド・タイプのものについては、大阪証券取引所に上場されているカントリー・ファンドと同じように、株式と同様の取り扱いが行われることになる（租税特別措置法8条の4、5、6、9条）。

3. 会社型投信導入の意義と今後の展望

最初に触れたように、会社型投信の導入は、過去数十年にわたって議論されてきた課題であり、それがようやく現実のものとなったことは、我が国投信市場の歴史に一つの画期をもたらすものである。従来、我が国への会社型投信の導入にあたっては、商法や税法の在り方が障害となると指摘されてきた。今回の改正では、そうした問題を一挙に解決するために、新たな法人制度を設け、同時に税制上の手当も図るという思い切った立法措置をとることで、集合投資スキームとしての会社型投信にふさわしい法的環境が整えられることになった。上で概観したように、新法の内容は極めて包括的かつ詳細にわたっており、実際に証券投資法人を設立しようとする動きが現れても、十分に対応できるものと予想される。

このように、法律の内容自体、また法案作成に尽くされた各方面の努力は、真に敬服に値するものと言わなければならないが、果たして、この証券投資法人（と言うよりも会社型投信一般）が、集合投資スキームの在り方として望ましいものであるかどうかという点については、疑問なしとはしない。

そもそも、我が国における会社型投信導入論は、かつては、株式市場低迷時に、安定運用を可能にし市場の活性化につながるとの理由で唱えられることが多かった。しかしながら、こうした議論は、我が国の投信の主流が、予め満期を定めたスポット型の商品であったため、クローズド期間満了時に資金が大幅に流出するといった実態があったことを背景に主張されたものであり、しかも、会社型投信はクローズド・エンド・タイプであるという先入見にとらわれている面があった。既に触れたように、契約型の上場投信が現実存在する今となつては、こうした議論に大きな意義があるとは思われない。

安定運用という旗印に代わって、近年強調されるようになってきたのが、会社型投信はコーポレート・ガバナンスの枠組みを通じて投資家保護に資する仕組みだという議論である。しかしながら、既に触れたように、米国の投資会社の場合、株主総会の開催には多大なコストがかかり、しかも投資家の多くは無関心だというのが現実である。今回の改正法では、この点に鑑み、投資主総会における「みなし賛成」という制度を導入することとしたわけである。この制度自体は、証券投資法人の運営を円滑化するための現実的な対応と評価することができるが、こうした制度が必要とされるほど投資家が積極的に参加しないと予想される機関が、投資家の利益をファンドの運営に反映させるための機関として有効に機能するとは考えにくい。

既に触れたように、米国では、株主総会に代わって投資会社におけるガバナンス機能を発揮するのが独立取締役であるという意見もある。実際、投資会社の監督機関である SEC もそのように考えているようである。しかしながら、米国においても、独立取締役がいつでも投資家のために行動するとは限らず、しかも、ファンドは、取締役報酬の支払いというコストを負担しなければならないという現実がある¹³。また、取締役会の開催が四半期に一度程度といった実態では、運用会社などによって投資家の利益を損なうような行為が行われていたとしても、それを発見し是正することは困難ではなかろうか。少なくとも、取締役会や株主総会の維持にかかるコストに見合うだけの効果は期待しにくいように思われる。また、取締役が投資家の利益を守る責任を負うことで有効なガバナンスが可能だという点については、我が国の契約型投信のように信託形態をとっている場合にも、運用受託者は受益者である投資家の利益を守る義務、いわゆる受託者責任を負っており、取締役と同じような役割を担っていることを無視するのではバランスを欠くであろう。

むしろ、米国のミューチュアル・ファンドが、投資家からの高い信頼を受け、今日の隆盛を極めている背景には、400社以上の運用会社が、9,000本以上のファンドを運用し、様々

¹³ 会社型投信制度への疑問については、前掲落合編著、49～54頁。米国の独立取締役の実態については、前掲近藤、野村論文、38～41頁。

な評価会社やリサーチ会社が常時パフォーマンスを厳しくチェックするという苛烈なまでの競争的環境が存在することを見逃してはならない。こうした激しい競争の下では、株主総会や独立取締役に指弾されるまでもなく、投資家の利益を損なうような姿勢をとり続けるファンドは、長く市場に留まることを許されないのである。

また、会社型投信制度がグローバル・スタンダードであるとか、クロスボーダー取引の促進に役立つといった議論にも疑問がある。世界には英国のユニット・トラストを始めとして契約型投信は珍しくないし、既に我が国で外国の会社型投信が多数販売されていることから明らかなように、法的形態が取引の障害になるとは限らない。会社型投信の国である米国においても、契約型投信を販売することが制度上不可能とは言えないという事実も指摘しておかねばなるまい。

このように、我が国における会社型投信制度導入の背景となった過去の議論には疑問点が少なくない。従って、本年12月の金融システム改革法施行後、証券投資法人制度が急速に普及するといった可能性もあまり高くないように思われる。とはいえ、法的な枠組みが用意されてさえいれば、それをどのように活用するかは市場のプレーヤーの工夫次第である。今後、関係者の創意工夫によって、我が国の証券投資法人制度が、十分に意義のある発展を遂げることを期待したい。

(大崎 貞和)