

運用対象を拡大する投資信託法改正案

2000年3月17日に「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」の改正案が、閣議決定された。2000年4月現在、国会審議及び法案成立の見通しについては不透明であるが、本稿では横断的な集合投資スキームの整備を目指す新たな投資信託法案のポイントを概説し、影響と今後の課題について考えたい。

1. 投信制度改革の流れ

1990年代に投信業界は2度の大きな制度改革を経験した。表1は、2回の投信制度改革の内容を簡単に整理したものである。

表1 1990年代の投資信託制度改革

項目	1995年改革	1998年法改正
1. 投信委託業務への参入促進	<ul style="list-style-type: none"> ■ 委託会社の免許運用基準の緩和（投信委託業務と投資顧問業務の兼営可） 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 投信委託業務の免許制から認可制の転換 ■ 証券業務、投信委託業務、投資顧問業務の兼業が可
2. 運用規制の緩和	<ul style="list-style-type: none"> ■ ヘッジ目的以外のデリバティブ運用も可 ■ 海外投資対象市場の限定の撤廃 	
3. ディスクロージャー	<ul style="list-style-type: none"> ■ 受益証券説明書（発行時）、運用報告書（年2回の継続開示）の記載内容の充実・明確化 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 投信受益証券の証取法上の開示義務の適用（有価証券届出書提出、法定監査の義務化）
4. 商品設計の自由化・多様化		<ul style="list-style-type: none"> ■ 私募投信の解禁 ■ 会社型投信（証券投資法人）制度の創設
5. 公正取引ルールの整備	<ul style="list-style-type: none"> ■ 省令・協会規則の整備（不公正取引禁止の明文化、違反を行政処分の対象とするなど） 	
6. パフォーマンス評価制度	<ul style="list-style-type: none"> ■ 投信協会が行う運用成績公開制度の充実 ■ 民間評価機関に対する基礎データ提供 	

（出所）各種資料より野村総合研究所作成

1) 1995年の制度改革

1994年12月に発表された大蔵省「投資信託改革の概要について」、証券投資信託協会「投資信託改革の実施」にしたがって95年から実行された投資信託制度改革では、主として投信委託会社業務への参入規制の緩和と運用規制の緩和が目指された。

投資信託と投資顧問業務の併営が認められた結果、外資系を中心に参入が相次ぎ、94年末に28社であった投信委託会社数が、96年末には39社まで増加した。その後も、保険会社、あるいは国内金融機関との合弁を含めた外資系による投信会社設立が相次ぎ、直近の2000年2月末時点で投信会社数は72社まで増加している。

表2 投信会社数の推移

	1993年12月	1996年12月	1998年9月	2000年2月
証券会社系	15	16	12	8
銀行系	5	8	10	12
保険系	0	1	4	12
外資系	6	14	24	33
その他	0	0	0	7
合計	26	39	50	72

* 98年9月までは首藤恵「日本の投資信託の構造的課題」（蠟山編『投資信託と資産運用』〔日本経済新聞社〕所収）の分類に従った

* 2000年2月の分類は野村総合研究所（「その他」には合弁会社、独立系の投信会社を含めた）

（出所）証券投資信託協会資料より野村総合研究所作成

また、運用規制の緩和により、金融派生商品（デリバティブ）をヘッジ目的以外にも利用できることが認められた結果、通称「ブル・ベアファンド」¹などの新商品が生まれた。

販売面では、1995年改革に先だって、93年から委託会社の直接販売が解禁され、さらに1998年12月以降、銀行・保険会社の投信窓口販売開始によって、本格的なチャネルの多様化が図られた²。

これらの制度改革が生み出した投信市場の供給サイドにおける競争激化、販売チャネルの多様化は、株式相場が回復へ向かうにつれ、資金流入の増加という形で徐々にではあるが成果を発揮しつつあるといえよう。

¹ ブル・ベアファンドとは、一般的に追加型株式投信の形態をとりつつ、株価指数先物、債券先物、為替予約などのデリバティブにも積極的に運用し、インデックスをアウトパフォーマンスすることを目指す商品である。

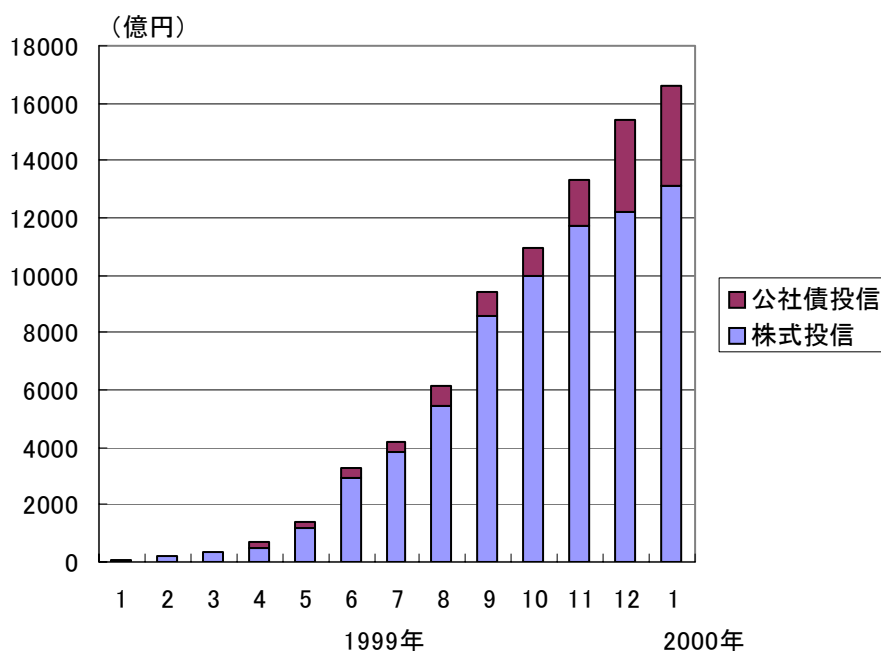
² 林宏美「スタートした我が国における銀行の投信窓販」『資本市場クォーターリー』1999年冬号を参照。

2) 1998年の投信法改正

1998年12月に施行された金融システム改革（日本版ビッグバン）³では、中核的な施策の一つとして、証券投資信託法（改正後「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」）の改正が行われた。主な改正点は、①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、②私募投信制度の導入、③会社型投信制度（証券投資法人）の導入であった⁴。

このうち、参入規制の見直しは、前項でみたように新規参入の増加という形で成果を発揮しつつある。また、50人未満の特定投資家向けにオーダーメイド型商品として販売される私募投信制度は、企業年金などに活用され、制度開始後1年間で1兆5000億円を超える資金を集めた。

図1 私募投資信託の残高推移（各月末）



(出所) 証券投資信託協会

会社型投信は、海外の投信制度などを参考に、たびたび我が国への導入が提唱され、ようやく実現にいたったものである。執行役員制度、投資主総会など、株式会社に類似した構造を有し、運用成果に対する投資者のガバナンスという点で望ましい仕組みの創設と期待されたが、99年中は1件も設立されなかった⁵。

³ 金融システム改革法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』1998年春号を参照。

⁴ 98年法改正における参入規制緩和と私募投信制度の概要については、大崎貞和「我が国における私募投資信託の導入」『資本市場クォーターリー』1998年春号、会社型投信制度の概要については、大崎貞和「証券投資法人制度について—会社型投資信託の導入」『資本市場クォーターリー』1998年夏号を参照。

⁵ 日本不動産投信は、2000年4月4日にSPC社債などに運用する「ジェイ不動産証券投資法人」の設立届を関東財務局に提出し、受理された。このファンドが設立されれば我が国での会社型投信の1号となる。

3) 今回の投信制度改革の焦点

今回の投信法の改正は、一連の制度改革からさらに一歩進んで、21世紀を展望した新しい金融の枠組みづくりの一環として行われるものである。すなわち、我が国の金融サービスに関わる法制度が、従来、各金融商品ごとの縦割り規制となっていたとの認識にたち、投資者から資金を集め市場で専門家が管理・運用する、いわゆる集団投資スキームについて幅広い資産を対象に包括的なルールを創設し、機能別規制に転換しようというのが今回の投信法改正の目標である。

大蔵省の諮問機関である金融審議会では、第1部会の中に「集団投資スキームワーキンググループ」を設置して、約10カ月間の検討を行った後、1999年12月21日に第二次中間整理を公表し、その中で投信法の改正について大きな方向性を示した⁶。この答申が、今回閣議決定された投信法改正案に強く反映されている。

法案に盛り込まれた主要な改正点は、①運用対象の拡大、②投資信託委託業者に関する規制（受託者責任の強化、利益相反行為の禁止など）、③特定資産の受託者である信託銀行が自ら運用できる委託者非指図型投信制度の創設である。なかでも、運用対象の拡大は、有価証券への集団投資スキームとされてきた従来の我が国投信制度を、根本から変える画期的な意義を有するものといえよう。いわば、投信制度の目的自体が改正されるのであり、これにともなって法律名称も「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」（以下現行投信法）から、「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下新投信法）へと、「証券」の文字が削除されることとなる。以下、主要改正点を概説する。

2. 運用対象資産の拡大

新投信法は、法律の目的を「投資信託または投資法人を用いて投資者以外の者が投資者の資金を集めて運用し、その成果を投資者に分配する制度を確立し、これらを用いた資金の運用が適正に行われることを確保するとともに、この制度に基づいて発行される各種の証券の購入者等の保護を図ることにより、投資者による有価証券等に対する投資を容易にし、もって国民経済の健全な発展に資すること」とした（新投信法第1条）。現行投信法が投資信託を「主として有価証券への投資として集散的に運用する仕組み」と表現していることと比較すると、横断的な集合投資スキームを規制する法律としての目的を前面に出している。

新投信法によれば、これまで「主として有価証券」への運用を目的、定義としてきた我が国の投資信託制度は、「主として有価証券、不動産その他の資産で投資を容易にするこ

⁶ 集団投資スキームの解説と第二次中間整理の内容については、関雄太「日本版不動産投資信託の導入論議について」『資本市場クォーターリー』2000年冬号を参照。

とが必要であるものとして政令で定めるもの」に運用する制度となる（第2条第1項）。

明記された有価証券と不動産を除き、何に投資できるのかという範囲については、政令によって細部を定めるということになる。しかし、金融審議会における議論を振り返れば、広く財産権一般に投資できる集団投資スキームの整備が新投信法に期待されていることは明らかであり、かなり自由な商品設計、運用が認められることが予想される。そうなれば、新投信法の影響は、すでに注目されている不動産投資信託の登場にとどまらない。現行法では組成できなかった斬新な新商品を開発しようとの動きも活発化するのではないかと考えられる。一方で、運用対象の拡大にともない、公開の有価証券のように流動性が高く時価表示が容易な資産以外への運用に関して、適切な情報開示をどのように行っていくべきか、といった新たな課題もでてくる。政省令など今後の詳細規制の方向性が注目される。なお、受益証券の募集業務については、投資信託の受益証券が有価証券であることから、これまで通り証券取引法の規定にしたがうものと解される。

3. 投資信託委託業

従来の証券投資信託委託業者の定義も変わる。まず、証券投資法人（会社型投信）の資産運用に係る業務を受託する主体として想定されていた「運用会社」（現行投信法第3編第2章第3節に関連規定）の表現を変えて「投資法人資産運用業」とした。この結果、「投資信託委託業」（業として委託者指図型投資信託⁷の委託者となること）とまたは「投資法人資産運用業」（業として登録投資法人の委託を受けてその資産運用に係る業務を行うこと）を営む者を投資信託委託業者として定義した（新投信法第2条第16～18項）。

1) 認可の基準

投資信託委託業者になろうとするものは、金融再生委員会の認可を受けなければならない（新投信法第6条）。

認可申請書には、定款などの他、投資契約または資産運用委託契約の締結に関する計画書その他総理府令で定める書類を添付しなければならない。また、申請書類には「業務の方法」として、運用の指図または運用を行う資産の種類（主として不動産に対する投資として運用することを目的とする投資信託の運用指図または投資法人の資産運用を行う場合にはその旨）を記載しなければならない（同第8条）。

⁷ 委託者指図型投資信託は、従来の契約型投信と同じ仕組みで行われる投資信託制度である。法律上の定義は「信託財産を委託者の指図に基づいて主として有価証券、不動産、政令で定めるその他の資産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、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」（第2条第1項）となっている。

新投信法第9条第2項は、委託業者として認可を受けることができない不適格条件を定める。具体的には、①資本金額が政令に定める金額に満たない株式会社等、②関連法律の違反実績（次表参照）である。運用対象の拡大に合わせて、違反実績がある場合に認可を受けられない法規の種類も多数追加されている。なお、不動産投信の運用に携わる場合には、宅建業法上の免許・認可を受けていない株式会社は不適格となる。

表3 違反した場合に投資信託委託業者の不適格事由となる関連法律

<ul style="list-style-type: none"> ■ 下記の法律に違反して罰金刑に処せられ、刑の執行後もしくは刑の執行を受けることがなくなった日から5年を経過しない株式会社等 ■ 下記の各法律における認可、許可、もしくは登録を取り消され、その取り消しの日から5年を経過しない株式会社等 ■ 取締役もしくは監査役または政令で定める使用人のうち、下記の法律に照らして不適格・不適切な者のある株式会社等
<ul style="list-style-type: none"> A) 投信法* B) 信託業法 C) 金融機関の信託業務の兼営等に関する法律 D) 証券取引法* E) 商品取引所法 F) 宅地建物取引業法 G) 出資の受入・預り金及び金利等の取締りに関する法律 H) 割賦販売法 I) 外国証券業者に関する法律* J) 海外商品市場における先物取引の受託等に関する法律 K) 貸金業の規制等に関する法律 L) 特定商品等の預託等取引契約に関する法律 M) 有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律* N) 抵当証券業の規制等に関する法律 O) 金融先物取引法 P) 商品投資に係る事業の規制に関する法律 Q) 特定債権等に係る事業の規制に関する法律 R) 不動産特定共同事業法 S) 資産の流動化に関する法律 T) 金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律

(注) 現行法では、*印の付いた法律に違反した場合に不適格事由となる。

(出所) 「投資信託及び投資法人に関する法律」案より野村総合研究所作成

2) 業務の範囲

現行投信法第18条では、証券投資信託委託業者が証券投資信託委託業以外に営める業務は「運用会社の業務（証券投資法人の運用）」と「投資顧問業もしくは投資一任契約に係る業務」とされていた。

新投信法では上記条文を削除し、代わりに、投資信託委託業者は、投資信託委託業及び投資法人資産運用業のほか、金融再生委員会への届出によって①投資顧問業または投資一

任契約に係る業務、②不動産の管理業務、③不動産特定共同事業、④その他政令で定める業務を営むことができる、とした（第34条の10第1-2項）。

「不動産の管理業務」は、不動産投信の運用を受託する場合に、管理・修繕や賃貸借契約の更新・作成なども投信委託会社が実施できることを確認した規定といえよう。「不動産特定共同事業」が入ったのは、投資信託委託会社が、不動産投信の組成・運用と平行して、もしくは不動産投信の組成前に、共同事業組合の形態で出資者を募り資産運用することなどが想定されているものと考えられる。さらに、投資信託委託業者は金融再生委員会の認可を受けて証券業、宅地建物取引業を営むことができる（同条第3項）。その他の兼業については、基本的に営むことはできない（第34条の11）。

3) 投資信託委託業者の行為準則

(1) 受益者に対する義務

まず、投資信託委託業者は、現行投信法での忠実義務（受益者のため忠実に投資信託財産の運用指図その他の業務を遂行しなければならない）に加えて、善管注意義務（善良な管理者の注意をもって投資信託財産の運用指図その他の業務を遂行しなければならない）を負うことになった（委託者指図型について第14条、委託者非指図型について第49条の8、投資法人資産運用業について第34条の2）。

(2) 受益者の利益を害する取引の禁止

いわゆる利益相反行為の禁止に関しては、現行投信法における行為準則規定がほぼ踏襲される。委託者指図型投信及び投資法人において禁止される取引は、以下のとおりである。

表4 利益相反取引規制の内容

①投資信託委託業者自身及びその取締役－投資信託財産間の取引（政令で定めるものを除く、委託者指図型投資信託のみ規制される）（第15条第1項1号） ②（ある投信委託会社が複数のファンドを運用しているとき）投資信託財産相互間の取引または投資法人間の取引、投資信託財産－投資法人間の取引（第15条第1項2-3号、第34条の3第1項5号） ③特定の有価証券等の取引に基づく価格等の変動を利用した、自己または当該投資信託財産の受益者以外の第三者の利益を図る取引（第15条第1項4号、第34条の3第1項6号） ④通常取引条件と異なり、かつ受益者または投資法人の利益を害する取引（第15条第1項5号、第34条の3第1項7号） ⑤利害関係人等の利益を図るため当該投資信託財産の受益者または投資法人の利益を害する取引（第15条第2項2号、第34条の3第2項2号） ⑥利害関係人等の顧客等の利益を図るため受益者または投資法人の利益を害する取引（第15条第2項1号、第34条の3第2項1号） ⑦利害関係人等の利益を図るため、運用方針等に照らして不必要と認められる取引（第15条第2項3号、第34条の3第2項3号） ⑧利害関係人等である証券会社が有価証券の引受を行う場合で、作為的な相場を形成することを目的とした取引（第15条第2項4号、第34条の3第2項4号） ⑨その他総理府令で定める行為

（出所）「投資信託及び投資法人に関する法律」案より野村総合研究所作成

上記⑤～⑧は、運用を受託している投資信託委託業者に影響力を持ち得る者（親会社など）が、自己もしくは自己の顧客等の利益を図るために、投信委託業者に取引を指図してはならないとの規定である。「利害関係人」とは、当該投資信託委託業者の過半数の株式を所有している者、その他当該投信委託業者と密接な関係を有する者として政令で定める者をいう。また上記⑥は、一定の業務に携わる利害関係人等⁸が、自己の顧客等の利益を図るため、当該投信委託業者が運用指図を行う特定の投資信託財産に係る受益者の利益を害することとなる取引を受託会社に指図してはならないとの規定である。

投資信託委託業者は、利益相反のおそれがある取引が行われたときは、総理府令で定めるところにより、当該取引に係る事項を投資信託財産に係るすべての受益者に対して交付しなければならない（新投信法第 28 条第 1 項）。ただし、当該投資信託財産の受益証券において、申込勧誘が公募で行われた場合には、「知られたる受益者」に対して交付しなければならない（同条）。

なお、委託者非指図型投資信託における信託会社等の行為準則については、第 49 条の 9 にほぼ同様の規定がある。

（3）資産の価格等の調査

投資信託委託業者は、投資信託財産の運用（特定資産の取得または譲渡その他の総理府令で定める行為）に際して、利害関係人等及び受託会社以外の者であって政令で定めるものに、当該特定資産の価格その他総理府令で定める事項を調査させなければならない（新投信法第 16 条の 2、第 34 条の 4、第 49 条の 11）。不動産投信の場合には、不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえて調査しなければならない（第 16 条の 2 第 2 項）。

4）投資信託約款の変更に関する異議申立て

新投信法では、現行投信法では信託約款の変更について届出と交付で足りていた点を改正し、投資者に異議の申立てや買取り請求を認める。具体的には、投資信託委託業者は、投資信託約款の重大な変更を行おうとする場合、受益者に公告し、1 カ月以上の異議申立て期間をとらねばならない。この期間内に異議を述べた受益者の当該投信約款に係る受益者の口数が受益者の総口数の 1/2 を超えるときは、約款の変更はできない（第 30 条第 1～4 項）。また、約款の変更が行われる場合、異議を述べた受益者は、受託会社に対し、当該変更がなければ受益証券が有すべき公正な価額で買い取る旨を請求することができる（第 30 条の 2）。

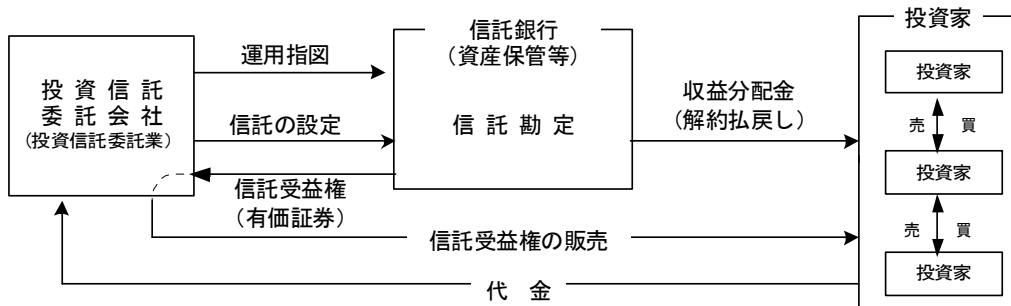
⁸ 利害関係人が以下である場合に問題となる：投資信託委託業者、信託会社、信託業務を営む金融機関、投資顧問業者、宅地建物取引業者、不動産特定共同事業者、その他特定資産に係る業務を営むものとして政令で定めるもの。

4. 「委託者非指図型投資信託制度」の創設

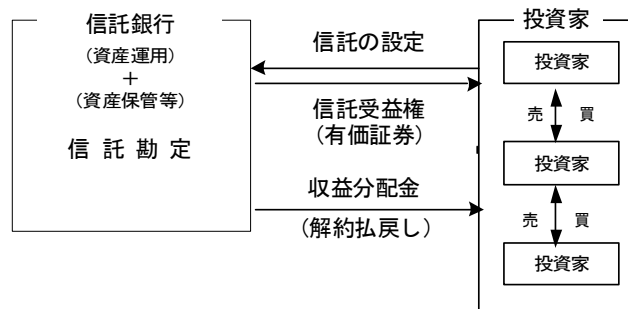
新投信法では、従来の証券投資信託スキームを委託者指図型投資信託と呼びかえる一方で、契約型投信の一類型として、委託者非指図型投資信託制度を創設する。その結果、新たな投信制度は次図の3タイプとなる。

図2 我が国の新たな投資信託制度

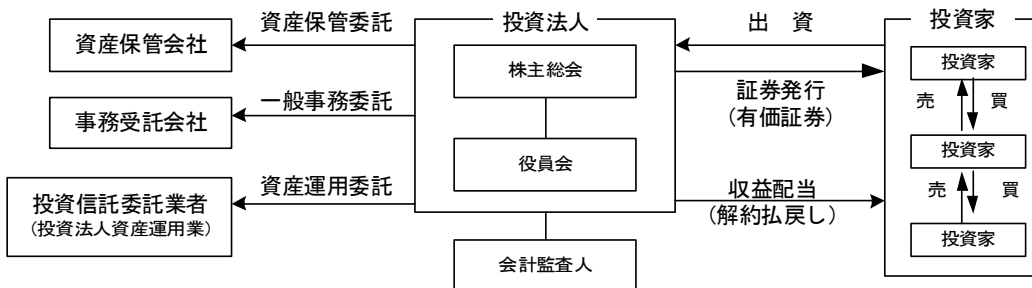
委託者指図型投資信託制度（契約型投信）



委託者非指図型投資信託制度（契約型投信）



投資法人制度（会社型投信）



(出所) 大蔵省資料より野村総合研究所作成

法律上の委託者非指図型投信の定義は、「一個の信託約款に基づいて、受託者が複数の委託者との間に締結する信託契約により受け入れた金銭を、合同して、委託者の指図に基づかず、主として特定資産に対する投資として運用することを目的とする投資信託」となっている（新投信法第2条第2項）。

委託者非指図型投信制度は、信託会社または信託業務を営む金融機関が、信託勘定の下で特定資産への運用を自ら行うことができる新たな投信制度である。従来の契約型スキームである委託者指図型と比較すると、投資信託委託業者を必要とせず、信託銀行が単独で投信を設立し、運用することが可能な点が特徴となる。

ただし、主として有価証券に対する投資を目的とする委託者非指図型投信は禁止されている（第49条の3）。したがって、委託者非指図型投信は、運用対象資産の拡大に伴う新たなタイプの投信の設定、典型的には不動産投信の設定に用いられることを想定した制度といえる。

5. 投資法人制度について

1) 投資法人債

証券投資法人制度は、新投信法では投資法人制度という名称となる。新たに盛り込まれる規定としては、借入金及び投資法人債に関するものが注目される。

現行の証券投資法人制度には、借入金が可能であるかどうかの規定がなかったのに対し、新投信法は、投資法人の設立の際に作成される規約記載事項に「借入金及び投資法人債発行の限度額」という項目を挿入した（第67条第1項第16号）。借入を行う際の条件、純資産に対する限度額の比率などが、後に政令で定められることになると考えられるが、この規定によって、投資法人に債務調達の手が開かれたことになる。

株式会社における社債に類似した投資法人債は、クローズドエンドタイプの投資法人（投資主の請求により投資口の払戻をしない旨を規約に定めた投資法人）が、規約に定める額を限度として募集することができる（新投信法第139条の2）。投資法人債を募集するときには、投資法人債管理会社を定め、弁済の受領、債権保全その他の管理を委託しなければならない。投資法人が発行する投資法人債は、商法（第2編第4章第5節）の規定により発行される社債とみなされ、社債管理会社関連規定を投資法人債管理会社に適用するほか、社債登録法などの関連規定が準用される（新投信法第139条の5第7項、第139条の6）。

2) 関連主体の義務

投資法人に係る設立企画人、一般事務受託者及び資産保管会社について、投資法人に対する善管注意義務が追加された（新投信法第70条、第112条、第209条）。また、資産保管会社について、投資法人の資産を分別保管する義務（確実に、かつ整然と保管する方法として総理府令で定める方法により、自己の固有財産と分別して保管しなければならない）が規定された（第209条の2）。

6. 課題と展望 ～ 期待される投資信託の商品革命

改正法案の実施スケジュールについては、2000年6月まで開催予定の通常国会で成立、政令の策定などを経て同年秋の施行、という予測がなされていたが、現在、政治的要因から先行きについて不透明感が強まっている。しかし、当法案を基本方向として、新制度が近い将来にスタートすることはほぼ間違いなく、関係者の間では来るべき制度改革へ向けた検討が始まるのではないかとと思われる。

今後の展望を考えてみると、まず、今回の改革による運用対象の拡大が、我が国における投資信託の商品革命を促進することが期待される。欧米では、コモディティファンド、金・銀・資源ファンド、未公開株ファンド、モーゲージ証券ファンド、銀行ローンファンド、エマージング・カントリー・ファンドなど、極めてバラエティに富む投資信託が発達し、それらを組み合わせた総合ファンド、あるいはファンド・オブ・ファンズのような商品も開発されている⁹。我が国でも、外資系金融機関、不動産業界のみならず、商品先物取引業者、商社、ノンバンクなどが投信市場へ新規参入してくる可能性もあり、商品開発競争は激化していくことが予想される。

さまざまな投信スキームが制度上可能になっても、真に魅力ある市場として成長するかは、市場環境や関係者の努力によるところが大きい。期待されて始まった証券投資法人が、現在のところあまり活用されていないのは、執行役員会を積極的な引き受け手のあまり想定されない独立取締役(株主代表訴訟の対象となりえる)で構成しなければいけない点や、投資主総会を開催しなければならないコストなど、制度創設時に懸念されていた短所¹⁰に加えて、オープンエンド型を主体とする契約型証券投資信託が資金流入・運用パフォーマンスとも比較的好調で、投資信託委託会社が会社型投信を組成するインセンティブをもたなかったというのが実態であろう。不動産のような流動性の低い資産への運用には、投資家あるいは第三者のモニタリング機能が強い会社型投信が合致しやすいとの意見もあるようだが、上記の欠点などを乗り越えていくことができるのかは現時点では評価が難しいところである。新たな投信制度と投信市場がどのような発展を遂げるか、今後の動向に注目していきたい。

(関 雄太)

⁹ 欧米のさまざまなファンドについては、例えば日本投資信託制度研究所編「投資信託の商品・サービス革命」(東洋経済新報社)に紹介されている。

¹⁰ 大崎貞和「証券投資法人制度について—会社型投資信託の導入」『資本市場クォーターリー』1998年夏号を参照。