

集団投資スキームに関するワーキンググループ報告

「横断的な集団投資スキームの整備について」(平成 11 年 11 月 30 日)

金融審議会 集団投資スキームWG委員等名簿

平成11年11月現在

メンバー	岩原 紳作	東京大学法学部教授
	上村 達男	早稲田大学法学部教授
	神田 秀樹	東京大学法学部教授
	道垣内 弘人	東京大学教養学部助教授
	吉野 直行	慶應義塾大学経済学部教授
オブザーバー	浅井 裕史	三井不動産陀不動産証券化推進室長
	柿沼 光宏	興銀第一ライフ・アセットマネジメント陀ジェネラルマネージャー
	住田 俊治	野村アセットマネジメント投信陀総合企画室シニアマネージャー
	福島 秀昭	陀第一勧業銀行投資銀行部企画調査役
	福島 啓修	オリックス陀営業開発部課長
	丸山 高行	住友生命保険相互会社企画調査部部長代理
	三雲 隆	東洋信託銀行陀業務企画部次長
	柳沢 達維	大和証券陀経営企画部付次長
関係省庁等	江原 健志	法務省民事局付検事
	外山 晴之	日本銀行企画室企画第二課調査役
	中原 広	金融監督庁金融会社室長
	野村 守	建設省建設経済局不動産課長
	山下 貴史	農林水産省食品流通局商業課長
	山城 宗久	通商産業省産業政策局商務流通グループ商務室長

[計19名]

(敬称略、五十音順)

「集団投資スキームに関するワーキンググループ」の審議経過

金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」公表以降

平成11年10月13日 第10回

集団投資スキーム法制及びSPC法改正について

10月22日 第11回

集団投資スキーム法制のあり方についての自由討議

10月25日 第12回

集団投資スキーム法制のあり方についての自由討議

11月12日 第13回

第16回第一部会への報告について

集団投資スキーム法制に関する論点についての自由討議

11月17日 第14回

第16回第一部会における議論の概要について

集団投資スキーム法制に関する論点についての自由討議

11月24日 第15回

集団投資スキーム法制に関する論点についての自由討議

「横断的な集団投資スキームの整備について（案）」の
検討

集団投資スキームに関するワーキンググループ報告
「横断的な集団投資スキームの整備について」(平成11年11月30日)

目 次

横断的な集団投資スキームの整備について…………… 27

横断的な集団投資スキームの整備について(別紙)…………… 31

1. 資産流動化スキーム(SPC法改正)に係る論点…………… 31

2. 資産運用型スキーム(投信法の改正)に係る論点…………… 36

横断的な集団投資スキームの整備について

- 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」及び「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」の改正 -

(平成11年11月30日)

(集団投資スキームに関するワーキンググループ報告)

1. 当ワーキンググループは、多数の投資者から資金を集めて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、金融審議会第一部会からの委託を受け、具体的な法整備に向けて専門的・技術的な検討を中心として6回にわたり審議を行い、

(1) 資産流動化型スキームについて、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律(以下、「SPC法」という。)」を改正し、投資者保護に配慮しつつ法制の簡素・合理化を図ることにより使い勝手のよい制度に改めるとともに、流動化対象資産を拡大し流動化の器として信託も利用可能とすることにより幅広く利用できる法制とする、

(2) 資産運用型スキームについて、「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」という。)」を改正し、不動産を含めた幅広い資産に投資運用が可能となるよう横断的な法制とする、

ことが適当であるとの結論に達した。

審議内容は各般にわたっており、それぞれの論点に関する検討結果は別紙に記載するが、法制整備の基本的方向は以下のとおりである。

2. 資産流動化型スキームは、特定の資産を企業本体から切り離し、そのキャッシュフローや資産価値を裏付けとして投資者に証券等を発行することにより流動化を図るといふ、資金調達のための仕組みである。

そのひとつの制度であるSPC法は、指名金銭債権及び不動産等を特定目的会社(以下「SPC」という。)を利用して流動化するものであり、特定資産を投資者の唯一の拠り所とする資産流動化の特質を踏まえてスキームの変動防止などの投資者保護の枠組みを定める一方、流動化の器としてのSPC自体は簡素な組織になるように制度化されている。

S P C法については、資産流動化型スキームという現行法の基本的性格を維持しつつ、以下の方向で法制の簡素・合理化を図り、より使い勝手の良い制度とすることが適当である。

S P Cの最低資本金制度の見直し

S P Cの発行証券の商品性の改善（優先出資の途中減資、優先出資の無議決権化、転換社債・優先出資引受権付社債の発行等）

借入金制限の緩和（特定資産取得のための借入金）

資産流動化計画に関する規制の簡素・合理化（定款記載事項からの除外、反対者の買取請求権を前提とした特別多数決による変更等）

特定社員の影響力の制限（特定出資に関する特別の管理信託等）

S P Cの登録制から届出制への移行

また、流動化対象資産を幅広く拡大するとともに、流動化の器として信託も利用できるようにして、柔軟な法制とすることが適当である。

3．資産運用型スキームは、投資者から集めた資金を合同して専門家が各種資産に投資運用し、その利益を投資者に配分するものであり、資金運用という金融サービスを提供するための仕組みである。

その代表的な制度である投信法は、有価証券の発行により広く一般投資者から資金を集め、これを、信託又は投資法人という器を利用して、主として有価証券に投資運用するための法律であり、利益相反や運用リスク等に対して投資者保護を図る観点から、投資運用業務を担当する会社の適格性確保等のための兼業制限や認可制による検査監督、利益相反による弊害防止のための情報開示、一定事項の禁止、投資者や外部の第三者によるガバナンスの確保等を定めている。

横断性と自由度の高い法制の整備により金融のイノベーションを促進して多様な金融商品の開発が可能となるよう、投信法について、「主として有価証券に対する投資として運用する」という規定を改正し、不動産を含めて幅広く投資運用できるようにするとともに、信託を利用したスキームについて外部の運用会社が運用指図する仕組みに加え、受託者たる信託銀行自らが運用する仕組みも整備することが適当である。

同時に、これによって生み出される新しい金融商品が我が国金融市場に定着し発展していくためには、透明性・公正性の高い仕組みとして広く一般投資者に受け入れられることが不可欠である。資産運用型スキ-

ムの投資証券の信頼性はひとえに運用会社にかかっているといっても過言ではなく、法制整備に当たっては、内外の過去の歴史の教訓を踏まえて透明性・信頼性の高い仕組みとするため、運用会社の在り方をはじめとする投資者保護のための現行法の枠組みを基本とした上で、投資運用対象資産の拡大等に伴う制度の整備・改善を図ることが必要である。

その際、投資者保護の実効性やスキームの円滑な運営が確保されるよう、すべての資産に共通するルールを形式的に規定するのではなく、対象資産の特性や取引市場、取引慣行を踏まえた対応を行う必要がある。

4．なお、このように整備される資産流動化型と資産運用型の集団投資スキームが円滑に機能するためには税制上の措置が必要と考えられることから、所要の措置が取られるよう要望する。

5．以上のような不動産を含む幅広い資産をその対象とする資産流動化型及び資産運用型スキームの整備は、金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」における集団投資スキームの基本的考え方に沿ったものであり、本問題と並行して第一部会で検討中の販売・勧誘ルールと合わせて、いわゆる日本版金融サービス法の重要な枠組みを構成するものである。当面の対応としてその実現を期待するとともに、更に21世紀を展望した金融サービスの在り方を踏まえた金融のルール整備を推進することを要望する。

横断的な集団投資スキームの整備について
(平成 11 年 11 月 30 日 集団投資スキームに関するワーキンググループ報告)

【法制の基本的枠組み】

特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（以下「SPC法」という。）については、特定資産を投資者の唯一の拠り所とする資産流動化の特質を踏まえて投資者保護の枠組みを確保するとともに、流動化の器としての特定目的会社（以下「SPC」という。）について組織の簡素化等を図るという流動化法制の基本的性格を維持しつつ、法制の簡素・合理化を図る。

投資判断の裁量を業者に認める場合には資産運用型の集団投資スキームとして整理し、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」という。）を改正して、幅広い資産への投資運用が可能となるよう法制を整備する。

1. 資産流動化スキーム（SPC法改正）に係る論点

検 討 項 目	検 討 結 果
1. 最低資本金の引下げ (現行法：300万円)	一般の会社においては、最低資本金は会社財産を唯一の担保とする債権者のための財産的基礎として設けられているが、資産流動化のための単なる器としてのSPCについては、最低資本金を定める必要性に乏しい。
2. 1つのSPCによる複数の流動化計画に基づく証券発行 (現行法：1SPC1流動化計画)	発行される証券と資産の対応関係が不明確となり、投資判断が難しくなったり各スキームの法的安定性が弱まるといった問題がある。実務上もSPCの最低資本金引下げや設立手続の簡素化が図られれば、現行の1SPC1流動化計画で支障はなく、また、特定社債に付することができる担保の範囲が広がれば、相当程度利便性は向上することとなる。このため、一つの流動化計画に一つのSPCを対応させるという現行の仕組みを維持すべきである。
3. 組織の簡素化 (1) 取締役の義務・責任の緩和 (現行法：競争禁止義務、利益相反取引・違法配当・総会屋への利益供与の禁止等)	簡素な仕組みのSPCにおける投資者保護の仕組みである取締役の義務・責任を法的に緩和すべきではない。
(2) 監査役の廃止 (現行法：監査役一人以上)	SPCは取締役が1人でもよいとされていることから、取締役の行為をチェックするものとして監査役は必要である。

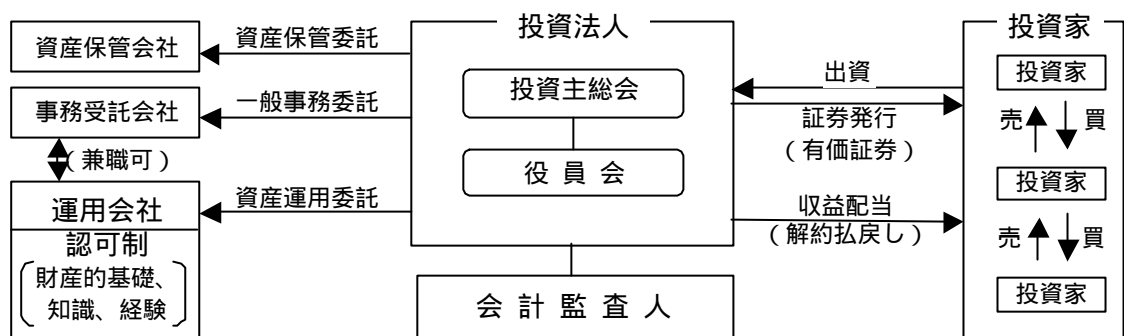
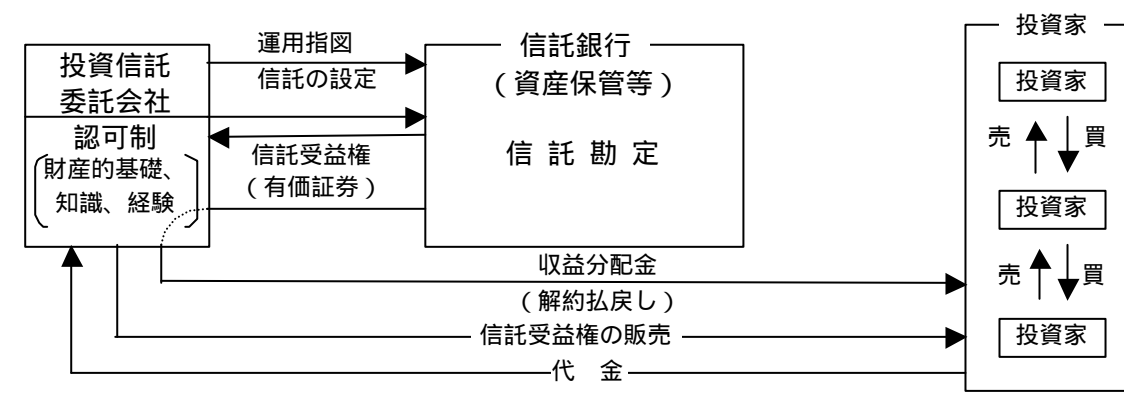
検 討 項 目	検 討 結 果
<p>4. 商品設計の自由度拡大 (1) 対象資産の範囲の拡大 (現行法：指名金銭債権、不動産これらの信託受益権)</p>	<p>金融イノベーションを促進し自由な商品設計が可能となるよう横断性と自由度の高い集団投資スキームを整備する必要があり、財産権を幅広く対象資産とすべきである。</p> <p>但し、任意組合の出資持分や同一法人の一定割合の株式のようにSPCがこれを取得するとSPCが実質上主体的に事業等を行う結果となるものや、資産運用が行われる匿名組合の出資持分権や特定金銭信託の受益権のように、流動化対象資産に加えると資産流動化型スキームの中で実質的に資産運用が行われるのと同様の効果が生じ、資産運用型スキームに係る規制が回避される結果となるものについては、流動化対象資産から除外する必要がある。このように実質的に資産運用にあたるようなものについては、投資者保護や横断的な共通ルール構築の観点から、資産運用型スキームにより対応することが必要である。</p> <p>なお、流動化対象資産が不動産・指名金銭債権から幅広く拡大されることにより、資産保管会社の破綻時のコミングルリスクへの対応が必要であり、有価証券等のコミングルリスクの大きい資産については、資産の保管について信託を設定する等の手当てを講ずる必要がある。</p>
<p>(2) 転換社債、優先出資引受権付社債の導入 (現行法：社債、優先出資、CP)</p>	<p>商品設計に柔軟性を付与する観点から転換社債及び優先出資引受権付社債を発行できるようにすることが適当である。</p>
<p>(3) その他</p>	<p>優先出資証券の投資商品としての魅力を高めるため、特定出資者には当初の払込金額を超える残余財産の払戻しを行わず、すべての残余財産を優先出資者に払い戻すこととしたいとの実務上の要望がある。特定出資は流動化の器としてのSPCを設立するために行われるものであることや、あらかじめ資産流動化計画に定めておけば特定出資者に不測の損害を与えることはないため、資産流動化計画の定めにより残余財産の全額を優先出資者に分配できるようにすべきである。</p>
<p>5. 行為規制の緩和 (1) 特定資産の弾力的処分、追加取得 (現行法：流動化計画に記載されたおりに資産を取得・管理・処分)</p>	<p>流動化型は資産が特定していることが前提であり、計画外の弾力的な処分や追加取得は投資者の利益が害される恐れがあるので原則として認められるべきではないが、不動産の流動化の場合、中長期の計画期間内においては、想定し得ない収益力や価格の低下等が生じ、不動産を計画通り保有し続けるよりは早期に売却して資金を回収した方が投資者の利益が保全される場合もありうるので、反対者への買取請求権付与を前提とした特別多数決により流動化計画を変更して資産の処分及び投資者への払戻しができるようにすべきである。なお、計画外の追加取得についてはこのような変更を認める必要性は乏しく、資産運用型スキームで対応すべきである。</p>

検 討 項 目	検 討 結 果
(2) 借入金制限の緩和 (現行法：借入金は資産価値の維持増加や一時借入れに限定され、流動化計画に記載された範囲内で可能)	<p>資産流動化のための S P C の資金調達手段の多様化を図るため、資産流動化計画に記載することを前提に、特定資産の取得のための借入金を認めるべきである。</p> <p>なお、不動産流動化に関し、予想外の事態により建物の大規模改修が必要となった場合に、流動化計画に記載された借入限度を超えて弾力的に借入ができるようにしたいとの要望があるが、追加的な担保設定等、投資者の利害に直接影響を与えるため、流動化計画の借入限度や用途を超えての借入については投資者の同意が必要であり、反対者への買取請求権付与を前提とした特別多数決により流動化計画を変更して対応することとすべきである。</p>
(3) 余裕金運用制限の緩和 (現行法：国債、預金等に限定)	<p>不動産の流動化の場合、減価償却費相当額の資金や物件の一部売却代金が S P C 内に滞留することから余裕金運用制限の緩和要望があるが、リスク資産による運用は、投資者保護のために運用型スキームの規制を及ぼす必要があり、流動化型では認めるべきではない。S P C 内に滞留する資金については、後述 (5) の優先出資の減資・払い戻しを可能とすることにより対応すべきである。</p>
(4) 優先出資の計画外増資 (現行法：流動化計画に記載のある場合にのみ可能。額面発行)	<p>予想外の事由により必要となる特定資産の価値の維持・向上のための予定外の支出に対応できるよう、反対者への買取請求権付与を前提とした投資者の特別多数決により流動化計画を変更して優先出資発行総額の増額ができるようにすべきである。また、額面発行だけでなく時価発行増資ができるようにすることが必要である。</p>
(5) 優先出資の減資 (現行法：流動化計画期間の途中での減資はできない。)	<p>不動産の流動化の場合に S P C 内に滞留する減価償却費相当額の資金や物件の一部売却代金について投資者への払い戻しができるよう、優先出資について、流動化計画への記載に基づく減資や、債権者異議手続等の手続に基づく減資ができるようにすべきである。なお、流動化計画に基づく減資であっても一般債権者については流動化計画の記載を知らない可能性があることから、別途異議申述手続を経ることが必要である。</p>
(6) 業務委託制限の緩和 (現行法：資産管理等の外部委託)	<p>S P C は証券化を行うための器に過ぎないため、資産の管理処分等の外部委託を義務づけることはやむを得ない。</p>

検 討 項 目	検 討 結 果
<p>6. 資産流動化計画の簡素化等 (1) 定款事項からの除外、記載内容の簡素化 (現行法：計画期間、発行証券、特定資産の取得・管理・処分等を流動化計画に定めて定款に記載)</p>	<p>流動化計画は定款記載事項であるため会社設立時に作成する必要があるが、実務上は証券発行直前まで内容が確定できないことが多く（SPCは登録完了後でないで証券の発行ができないが、登録審査の標準的処理期間は2ヶ月程度とされている。）会社設立時の作成には困難を伴うとともに、その後の変更のための事務コストもかかるという問題がある。投資者への情報提供・スキームの変動防止という資産流動化計画の基本的役割を維持しつつ、実務上の要請に応えるため、投資判断の前提として流動化計画には現状通り詳細な情報を記載するが、定款記載事項からは外すとともに、別途、流動化計画違反の行為に対する投資者や監査役の差止請求権を認める規定を設けることが適当である。</p>
<p>(2) 計画の公衆縦覧の限定 (現行法：流動化計画は公衆縦覧)</p>	<p>証券が私募形式や適格機関投資家向けに発行される場合には、証取法でも公衆縦覧によるディスクロージャーは不要とされており、投資者に対する情報の提供は相対により行われればよいと考えられることから、この場合には流動化計画を公衆縦覧しないこととする。</p>
<p>(3) 計画の中途変更 (現行法：流動化計画の中途変更には原則として利害関係人全員の同意が必要)</p>	<p>流動化型スキームにおいては、スキームの変動防止により投資者保護を図ることが基本となっているが、他方で予め予想しえない事由への対応（上記5(1)特定資産の計画外処分、(2)計画外借入、(4)計画外増資等）の必要が生じることもありうることから、この両者の要請の調整のため、予め定款や信託約款に記載しておけば、反対者に証券買取請求権を付与することを前提として投資者の特別多数決（書面投票を含む。）により流動化計画を変更できることとすべきである。</p>
<p>7. 行政庁の関与のあり方 (現行法：SPCの登録制)</p>	<p>SPCの登録の審査（標準処理期間2ヶ月）のため市場の状況に応じた迅速な流動化に支障があるとの指摘がある。SPC法においては登録審査は法令違反の有無のみを審査することとされ、流動化計画の健全性、妥当性は投資者の自己判断に委ねられていること、実際には行政の関与のない海外SPCを利用した証券化商品が国内販売されるケースが多いこと、一般の会社の証券発行は事前登録なしに行われていることに鑑み、登録制による事前審査を届出制に改め、法令違反に対しては事後チェックにより対応することとすべきである。</p> <p>但し、行政の事前審査がなくなることから、詐欺的な証券発行防止のため届出時点で流動化対象資産の取得が確保されていることを義務づけるとともに、投資者の自己判断に資するよう特定社債の利回り等に加えて、これらの計算の前提となっている根拠もあわせてディスクローズさせることとすべきである。</p> <p>なお、登録制から届出制への移行は、行政の関与が事前審査から事後審査に変わるだけであり、引き続き金融監督当局が法律に基づき監督することに変わりはない。金融監督当局は一般の会社の証券発行に対する証券取引法の執行体制も含め、事後チェックの実効性があがるよう執行体制の充実に努める必要がある。</p>

検 討 項 目	検 討 結 果
8. 倒産隔離 (1) 特定社員の議決権制限 (現行法：特定社員は完全な議決権を有する。)	<p>議決権を通じたS P Cへの特定出資者の影響力を限定してスキームの安定性を高めるため、有限会社のように定款で特定社員の社員総会招集権、議案提出権を制限することを認めるとともに、取締役の解任にかかる議案提出権を監査役に限定することを認めることも考えられるが、この場合取締役の欠員への対応が困難となるなどスキームの運営自体に支障が生じて投資者の利益が損なわれることのないようにする必要がある。</p>
(2) 倒産隔離のための信託	<p>議決権を通じたS P Cへの特定出資者の影響力を遮断してスキームの安定性を高めるため、特定出資者が信託銀行との間で、受託者は信託財産たる特定出資持分を、当初のスキームの変動防止、その他の信託契約で定める目的に従い管理する義務を負う、委託者はS P Cの業務終了まで指図及び信託契約の変更又は解除を行うことができない、という内容の信託の設定ができるようにすべきである。</p>
(3) 優先出資の無議決権化 (現行法：優先出資権者には取締役解任権あり。また優先配当が行われない場合には議決権復活。)	<p>取締役解任権等の議決権を有する優先出資社員の構成が変化する状況においては特定社債権者が安心して投資することができないため、オリジネーターが優先出資証券を保有せざるを得ない場合がある。優先出資証券を広く一般投資者に販売できるよう、定款により優先出資を無議決権化できるようにすべきである。</p>
9. 信託型スキームの導入	<p>資産流動化スキームにおけるビークル(器)として信託の利用が可能となるよう、資産流動化型信託スキームについてS P Cと同様の法制度を整備し、当該スキームの信託受益権を私法上及び証取法上の有価証券とすべきである。この場合、投資者保護の観点から、複数の受益者の権利行使関係の明確化が必要であり、受益権を取得した者はその取得により委託者の地位を承継する、受益者の意思決定について、多数決原理を導入するなど、集団的権利行使のスキームを整備する、全ての受益者について計算書類等の閲覧請求権を認める、等の措置を講ずる必要がある。</p> <p>なお、投資者の数が少ない場合や期間が短い場合など、信託受益権を有価証券としない従来のスキームの方がコスト面から有利な場合もあり、幅広い選択肢を用意するという観点から、従来型のスキームも併存させるべきである。</p>

2. 資産運用型スキーム（投信法の改正）に係る論点

検討項目	検討結果
1. 基本スキーム	<p>資産運用型スキームについても会社型と信託型について法整備を行う。</p> <p>会社型スキーム：資産の器としての投資法人、実際に業務を行う運用会社、資産保管会社、一般事務受託者という構成とする。</p>  <p>(注) 不動産ファンドの「運用」は、不動産の売買だけでなく、賃貸や修繕・改装等の管理業務の判断等も含む。「保管」は、不動産を保管するのではなく資産保全という観点から現金や口座等の分別保管を行う。</p> <p>信託型スキーム：外部の運用会社が運用指図を行う委託者運用型に加えて、受託会社が自ら運用できる受託者運用型も整備する。</p>  <p>(注) 受託者運用型は、投資信託委託会社ではなく、信託銀行が投資家から集めた資金を自ら運用する。</p>

検 討 項 目	検 討 結 果
2. 対象資産等 (1) 対象資産の範囲	<p>金融イノベーションを促進し自由な商品設計が可能となるよう、横断性と自由度の高い運用型集団投資スキームを整備する必要があり、財産権を幅広く投資運用の対象とすべきである。</p> <p>法制の整備にあたっては、既存の資産運用型法制との関係について、過重な二重規制とならないよう配慮する必要がある。また、それぞれの資産には特有の性格や取引形態・市場があるので、すべての資産に共通する行為規制を形式的に定めるのではなく、投資対象資産の特性も踏まえた対応を行う必要がある。</p>
(2) ファンドのポートフォリオ等	<p>リスク分散の可能性も含めて商品設計の自由度を広げる観点から、1つのファンドが様々な資産に投資して運用する混合運用もできるようにすべきである。また、ファンドの設計や運用にあたっては、設立したファンドが想定された成果をあげられるよう、適切な投資やファンドのタイプに応じた流動性の手当て等を図る必要があるが、具体的にどのような内容とするかはファンドの内容に大きな影響を与えるものである。創意工夫により多様なファンドの創設が可能となるよう、法令では、適切な投資やファンドのタイプに応じた流動性の手当てを講ずることを求める一般的な規定を設けるとともに、具体的な内容の設定は各ファンドが行い、これを投資者にディスクロースさせることが適当である。</p>
(3) 資産の適正評価の担保	<p>組織化された公開の市場による価格形成が行われていない資産について一定規模以上のものをファンドが取得、売却するにあたっては、ファンドの運営の透明性、公正性を確保し投資者保護を図る観点から、SPC法のように外部の者による価格評価の適正手続を義務付ける等の手当てを講ずることが必要である。</p> <p>オープンエンド型のファンドについては、解約価格や新規投資価格算出のためファンドの資産価値を定期的に時価評価する必要がある。公開市場による価格形成が行われていない資産については、ファンドごとに個別に評価基準を定めて規約に記載するとともに、時価評価の計算根拠等も含めて資産の時価評価額及び解約価格・新規投資価格をディスクロースすべきである。これとは別に、財務諸表の作成については、投資目的の金融資産のように市場価格で売買することで利益を得る目的で保有する資産については時価評価すべきであるが、使用により収益を得る目的で保有する資産については取得原価又は低価法で評価することとする。</p> <p>クローズドエンド型のファンドについては、常時新規投資価格等を算出する必要性はないが、投資者自らが当該ファンドの価値を判断するに足る時価情報を開示していくことが重要であり、運用報告書等において、財務諸表に加えて、資産の時価を判断するに足る情報も開示することが必要である。なお、不動産は日々の時価評価が困難なほか、流動性が低く大規模な入替えも困難なことから、投資者の意思に基づく追加投資や一部解約に対応しにくい。ため、オープンエンド型よりはクローズドエンド型のファンドに馴染みやすいと考えられるが、この場合、投資証券を取引所に上場するなどして一般投資者が随時購入・換金できるようにすることが必要である。</p>

検 討 項 目	検 討 結 果
3. ファンドの設立等 (1) 設立時の最低規模、常時保持すべき最低純資産額	詐欺的な小規模ファンド設立を防止するため、一定以上の規模とすることは必要であるが、具体的な金額レベルについては商品設計の自由度を阻害しないよう十分な配慮が必要である。
(2) ファンドを設立する者	ファンドを企画・設立する者は、ファンドを適切に設計するとともに適正な運用会社を選択する必要があり、この観点から対象資産に関する十分な知識と経験を有する者に限定する必要がある。
4. ガバナンス	<p>会社型については、投資者が投資法人の社員として規約違反行為の差止請求権や規約変更の議決権等、種々の権利を有している証券投資法人と同様の仕組みとする。</p> <p>信託型については、現行の証券投資信託では、投資者の帳簿閲覧権と外部の会計監査人の監査が定められているが、他方で商品としての同一性が失われるような信託約款の重大な変更についても投資者の同意なしに変更可能な法制となっている。信託約款の変更は、投信委託会社と信託銀行の合意が必要であることや、投資者や市場の評価を受けることから、現実には投資者の利益を害するおそれのある変更が行われることは稀であると考えられるが、他方で投資者間で評価が分かれる可能性のある変更を行うことは事実上困難である。約款の重大な変更も必要に応じて現実に行うことができるようにするため投資者のガバナンスの仕組みを整備する必要がある。既に、多数の投資者が受益証券を保有しており、新たなガバナンスの仕組みのコストは投資者の負担となることや、約款の変更には受託会社たる信託銀行の同意が必要であり事実上のチェック機能が期待できることも踏まえ、信託約款の重大な変更については公示するとともに、反対者が異議を述べるができることとし、反対者が過半数に達しない場合には変更が承認されたとする手続を導入することとする。また、当該ファンドがクローズドエンド型である場合には反対者には信託受益権の買取請求権を与えることが必要である。</p>
5. 発行証券 (1) 投資証券	資産運用型スキームにおいては複数の種類の投資証券を発行すれば投資者間の利害対立が生じるため、エクイティ型の発行証券は1種類とすべきである。なお、会社型のクローズドエンド型については、エクイティ型証券1種類に加えてデット型の証券の発行ができるようにすることが望ましい。
(2) オープンエンド型の可否	投資者の選好を考え、随時の払戻が可能であるオープンエンド型の組成も引き続き可能とすべきである。なお、流動性の低い資産に投資するオープンエンド型については、払戻資金の手当てを講ずるとともに、払戻手続や払戻制限等について定め、投資者に対して十分なディスクロージャーを行うことが必要であるが、どのような内容とするかはファンド毎に異なるため、法令では適切な対応を求める一般的な規定を設けるとともに、具体的な内容はファンドの組成者が定めることとするのが適当である。

検 討 項 目	検 討 結 果
6. 借入制限・レバレッジ規制	<p>個別性の強い資産については、売却のオファーがされている時期を逃すと取得は困難であることから、このような資産に投資するファンドについては、機動的で柔軟な資金調達の道が用意されている必要があり、その手段として借入が行えるようにすることが必要である。この場合、貸し手と投資者の間で利害の対立が生じることがあるので、オープンエンド型ファンドの解約に関する利害調整措置が必要である。</p> <p>デリバティブ取引に関するレバレッジ規制については、投資者保護の観点から様々な議論があり、投資者に対する適切なディスクロージャーを行えばレバレッジ規制は必要ではないとの意見がある一方で、投資判断の情報として意味があるとともに理解が容易な適切なディスクロージャーを行うことは困難であり規制が必要との意見もある。この問題については各国においても様々な議論が行われているが、未だコンセンサスが得られている状況にはない。当面は、法令レベルでのレバレッジ規制は定めず各ファンドの設計に委ねるとの現行法制を前提に、ディスクロージャーの充実に努めることが現実的である。</p>
7. 運用（指図）会社 （1）資格要件	<p>今回整備を検討している資産運用型スキームは、有価証券の発行により広く一般投資者から資金を集めて多様な資産に運用するファンドであり、この新しい投資ファンドが我が国金融市場に定着し発展していくためには、透明性・信頼性の高い仕組みとして一般投資者に受け入れられることが必要不可欠である。資産流動化型スキームは企業の資金調達のための手段であり、その投資証券は裏付けとなる特定資産に支えられているのに対し、資産運用型スキームは、一般投資者から資金を預かって運用するという金融サービスを提供するための仕組みであり、その投資証券の信頼性はひとえに運用会社にかかっている。</p> <p>このため資産運用型スキームの運用会社については、投資者保護の観点から各国とも金融監督当局による適格性の確保が図られており、我が国においても投資者保護の観点から、運用会社について、健全な財産的基礎・良好な収支見通し、運用対象資産についての十分な知識・経験や社会的信用を有する人的構成、的確な業務執行体制等を要件とする認可制とすべきである。</p>
（2）兼業制限	<p>運用会社については、投資者との間の利益相反の問題について情報開示や利益相反行為の禁止規定で対処する一方、ファンドの運用に必要な各種情報の入手、有能な運用担当者の確保や経営基盤の強化を図ることができるよう、業務範囲を制限せず、ファンドと同種の投資事業を自ら営むことも含めて幅広い業務が行えるようにすべきとの要望がある。</p> <p>しかしながら、利益相反のリスクは単に禁止行為を定めることによって防止しうるものではなく、その実効性が確保されなければならない。このためには運用会社の事業や保有資産の内容の透明性が確保され投資者が利益相反の有無を現実にチェックできることが必要であり、この点は、組織化された公開の市場がなく、客観的かつ公正な</p>

検 討 項 目	検 討 結 果
	<p>価格評価が難しい資産を投資対象とするファンドの運用会社においては特に重要である。このため、運用会社は専門制を基本とすることが望ましい。更に、他業の事業リスクを遮断し運用会社の健全性を確保するとともに、適格性確保のための検査・監督の実効性を確保するためにも、運用会社は専門制を基本とすることが必要である。以上の理由から、運用会社は専門制を基本とし、兼業範囲はファンドの運用業務を営むにつき公益又は投資者の保護に欠けるおそれがないと認められるものに限るべきである。また、兼業部分についても投資者に対して透明性が確保される必要があるとともに、ファンドの運用に与える影響という観点から業務及び財産の状況について検査・監督の対象とする必要がある。</p>
(3) 受託者責任	<p>利益相反防止のため、ファンド相互間の取引、運用会社とファンドの間の取引、運用会社の利害関係者とファンドの間の取引、ファンドが第三者との間で行う取引であって、投資者の平等を害する行為や運用会社、利害関係者及びこれらの顧客等、ファンドの投資者以外の者の利益を優先する行為、運用会社又はその利害関係者が第三者と行う取引であってファンドの運用・管理に何らかの関連性を有する取引、等について情報開示義務や一定の行為の禁止等を定める必要がある。</p> <p>但し、利益相反取引の禁止については、大量に流通し価格・利回り等の条件だけで売買される資産と個別性の強い資産とは区別して考える必要があり、不動産等の個性の強い資産についてはファンドのパフォーマンスをあげるためには利害関係人との取引等が有益な場合もあり、取引行為そのものを禁止するのではなく情報開示や投資者等のガバナンスの確保により対応することが必要である。</p> <p>このほか、売買価格の適正性確保のためのアームズ・レングス・ルール、プルーデント・インベスター・ルール、関係者が複数存在する場合の責任関係の明確化等を図る必要がある。</p>
8 . 資産保管会社	<p>コミングルリスクへの対応や相互牽制の観点から、資産運用会社と資産保管会社は分離することが適当である。また、金銭や有価証券等の即時取得の対象となる資産については、コミングルリスクに対応するため資産保管会社を一定の者に限定する必要がある。</p> <p>但し、信託勘定については破綻の場合に独立性が法的に担保されているため、受託者運用型について信託銀行の外に更に資産保管会社の設置を義務付ける必要はない。</p>