

投資信託に関する監督法上の課題

加藤貴仁*

概 要

投資信託に関する規制には、投資信託の受益証券や投信法人が発行する投資証券などの発行が原則として金商法第2章の開示規制の対象になることに加えて、投資信託及び投資法人に関する法律(以下、投信法という)という特別法が存在するという特徴がある。しかし、金商法が集団投資スキームについて包括的な規制を設けた以上、投資信託について投信法という形で特別の規制を設ける必要性の有無について、再検討する必要がある。

金商法の開示規制・勧誘規制の実効性に問題がある場合には、それらを補う形で、投信法においては、最低限の商品規制・仕組み規制を設ける必要がある。ただし、投資信託の商品性の多様化を前提とすると、投信法の規制対象を個人投資家向けの投資信託に限定するなど、焦点を絞った規制を構築することが検討されることが望ましい。

キーワード：投資信託、集団投資スキーム

*神戸大学大学院法学研究科准教授

なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

1. はじめに

投資信託とは、投資家から集めた資金を有価証券・デリバティブ取引・不動産等へ投資し、その成果を分配することを目的とする集団投資スキームの一種である。投資信託に関する規制には、他の集団投資スキームに対する規制と比較して、次の2つの特徴がある。第1に、集団投資スキーム持分を表章する、投資信託の受益証券や投信法人が発行する投資証券は、いわゆる第1項有価証券とされている（金商法2条1項10号11号）。したがって、投資信託の受益証券の発行などは、原則として、金商法第2章の開示規制の対象となる。これに対して、集団投資スキーム持分（金商法2条2項5号）は、例外的に、金商法第2章の開示規制の対象となるにすぎない（金商法3条3号）。

第2に、集団投資スキームの仕組み規制として、投資信託及び投資法人に関する法律（以下、投信法という）が存在する。もちろん、集団投資スキームとして利用される「器」については、民法上の組合や匿名組合に関する一般規定の適用がある。これに対して、投信法は、その規制対象を、集団投資スキームとして利用される「器」に特化している点に特徴がある。

本稿では、投資信託に関する規制について、後者の点、すなわち、仕組み規制としての投信法の意義を再検討することを目的とする。具体的には、金商法制定後も残存する投信法の規制にどのような意義があるのか、また、金商法への統合を考慮する場合に仕組み規制としてどのような規制を構築することが望ましいかに焦点を絞って検討する。なお、紙幅の都合上、本稿では投信法における委託者指図型投資信託に関する規制を中心に検討する。¹

2. 投信法上の規制の現状

2. 1 投資信託の当事者間の法律関係と投信法の規制の概要

日本法の投資信託は、主に沿革上の理由から、委託者が運用権限を持ち、受託者は運用財産の受動的な管理者として位置づけられてきた。²そのため、投資信託の当事者間の関係は、信託法理が想定するものとは大きく異なる。特に、委託者と受益者の法律関係をどのように規定するかは、投信法の前身である証券投資信託法が昭和26年に制定されて以来、大きな問題であった。³しかし、この点については、投資信託委託会社は、投資運用業を行う者として、受益者に対して善管注意義務・忠実義務を負うことが立法により明示されることで、解決済みである（金商法42条1項2号2項）。⁴むしろ、受託者が受動的な役割を果たすに過ぎないことが、信託法

¹ 実務上、投信法人はRIETを組成する際に利用されることが多いと指摘されている。近藤光男ほか（2009）468頁。投信法人については、前田雅弘（2000年）、浜田道代（2002年）などに詳細な解説がなされている。なお、委託者指図型投資信託と投資法人という経済的機能が極めて類似する制度を併存させることの意義について、批判的に検討するものとして、藤田友敬（2002年）がある。

² 神田秀樹（1996年）235-237頁、鴻常夫編（1998年）161-162頁。

³ 岸田雅雄（1986年）541-549頁、森本滋（1990年）183-184頁、神田秀樹（1995年）153-154頁、鴻常夫編（1998年）168-170頁。

⁴ また、利益相反防止を目的とした各種の行為規制を遵守することも要求されている（金商法42条1項2号2項・42条の2）。

理の観点からは問題とされるべきである。⁵

投信法の規制は、組成段階と運用段階に分けられる。そして、規制の内容は、日本法の投資信託の特色を踏まえて、投資信託委託会社に関する規定が中心となっている。以下では、組成段階に関する規制の現状を概観する。⁶

2. 2 委託者指図型投資信託の定義

投信法では、「委託者指図型投資信託」が定義されている（投信法 2 条 11 項）。この定義は、次の 3 点で投資信託の仕組み規制として機能する。第 1 に、委託者資格が投信運用業を行う金融商品取引業者に限定されるとともに、信託会社が除外されている（投信法 2 条 11 項）。投資信託の運用対象財産に不動産が含まれる場合には、さらに資格が限定される（投信法 3 条）。また、委託者資格の限定は、2. 3 で検討する証券投資信託の委託者資格を限定するという点でも重要な意味を持つ。

第 2 に、運用対象資産は「特定資産」に限定されている。投信法が明文で認める有価証券・不動産に加えて、投信法施行令(以下、投信令という)によって、デリバティブ取引に係る権利などが指定されている。⁷2009 年改正によって、特定資産に商品・商品デリバティブ取引が追加されたことにより、「特定資産」の範囲は大幅に広がった。ただし、「有価証券」、「デリバティブ取引」などの定義は、金商法の定義に連動していることに注意する必要がある(投信法 2 条 5 項 6 項)。⁸

第 3 に、投資信託は、均等に分割された受益権を表章する受益証券(投信法 2 条 7 項)を発行する義務を負う（投信法 6 条 1 項）。その結果、受益証券間に優先劣後関係を設けたり、いわゆるデュアル・ファンドを利用することが禁止される。

2. 3 証券投資信託

投信法には、委託者指図型投資信託の一類型として、証券投資信託が定義されている。証券投資信託とは、投資信託財産の総額の 2 分の 1 以上を、流動性の高い有価証券等で運用する委託者指図型投資信託である（投信法 2 条 4 項，投信令 6）。⁹そして、流動性の高い有価証券等

⁵ 投資信託の当事者間の法律関係の明確化の必要性は、実務上も、重要な問題として認識されている。投資信託懇談会（2008 年 3 月）22 頁。

⁶ 運用段階の規制として、運用手法に関する規制（投信法 9 条～11 条・223 条の 3）、運用権限の委託に関する規制（投信法 2 条 1 項・12 条）、利益相反のおそれがある場合の書面交付義務（投信法 13）が定められている。

⁷ 投信令 3 条は、以下の資産を特定資産として指定している。有価証券、デリバティブ取引に係る権利、不動産、不動産の賃借権、地上権、約束手形、金銭債権、匿名組合出資持分、商品、商品投資等取引に係る権利、である。

⁸ 「特定資産」の範囲が現行法ほど広くなかった時代、投資信託の運用対象資産に、証取法上の有価証券以外の資産を加えるべきことが主張されることがあった。森本滋(1990 年)182-183 頁。確かに、金商法上の有価証券・デリバティブ取引の範囲も、投信法上の特定資産の範囲も、大幅に広がっている。しかし、特定資産の範囲を金商法上の定義に連動させる意義は、立法費用の削減と業際規制以外には想定できないように思われる。神田秀樹(1995 年)158 頁。

⁹ 「流動性の高い有価証券等」とは、第 1 項有価証券(金商法 2 条 1 項)、有価証券表示権利(金商法 2 条 2 項)、特定電子記録債権(金商 2 条 2 項)と、これらについての有価証券関連デリバティブ取引(投信令 5)である。

への投資を目的とする信託は、原則として、証券投資信託の形式をとることが要求されている（投信法 7 第 1 文）。

ただし、有価証券等への投資を目的とする信託であっても、流動性の低い有価証券への投資を目的としたり、受益証券を発行しなかったり、受益権を分割しなかった場合には、証券投資信託に関する規制の適用はない（投信法 7 条第 2 文）。また、信託形態を利用せずに組成された、流動性の高い有価証券等への投資を目的とする集団投資スキームも同様である。

証券投資信託に関連する規制の意義は、悪質な業者の参入を防止することで、投資家を保護する点にあると説明されており、¹⁰また、証券投資信託の委託者資格から信託会社が除外されているが、これは資産運用を行う委託者と資産保管を行う受託者の牽制機能を発揮させることにより投資者保護を図ることが目的であると説明されている。しかし、これについては業際調整の意味合いも大きいように思われる。¹¹

2. 4 その他の仕組み規制

既に述べた規制に加えて、投資信託の仕組みに関連する規制として、投資信託約款に関する規制と金銭信託の原則に関する規制が存在する。順に検討する。

第 1 に、投資信託委託会社は、投資信託の受益証券が販売される前に、投資信託約款を作成し、内閣総理大臣に届出なければならない（投信法 4 条）。投資信託約款の内容は法定されている（投信法 4 条 2 項）。投資信託約款には、運用に関する事項や償還・収益の分配に関する事項など、受益証券の保有者の権利に関する重要な事項が定められている。そのため、投資信託約款の変更を行うためには、受益証券保有者の書面による決議を経る必要がある（投信法 17 条）。ただし、書面による決議を経なければならないのは、投資信託約款の「重大な変更」に限られる（投信法 17 条 1 項括弧書）。¹²書面による決議が必要である場合には、反対の議決権行使をした受益証券保有者に受益権買取請求が認められる（投信法 18 条 1 項）。

第 2 に、原則として、委託者指図型投資信託は金銭信託でなければならない（投信法 8 条 1 項）。すなわち、投資家は、投資信託に受益証券と引き替えに金銭を交付し、償還の際には、投資信託は投資家に受益証券と引き替えに金銭を交付する必要がある。金銭信託の原則は、投資額と投資収益の評価と、投資収益の換価という 2 点において、投資家保護に寄与していると説明されている。¹³

ただし、例外的に換価が容易な資産に投資することを目的とする投資信託については、金銭信託の原則の適用が除外される（投信令 12 条、投信規則 19 条）。2008 年と 2009 年の改正で

¹⁰ 神崎克郎ほか(2006 年)638 頁。

¹¹ 神田秀樹(1995 年)157-158 頁。

¹² 変更の内容が重大か否かは、受益証券保有者の利益に関わる事項(投信法 4 条 2 項 1 号 2 号 5 号～11 号 13 号～15 号、投資信託及び投資法人に関する法律施行規則(以下、投信規則という)7 条各号)に関する変更か否か、商品としての同一性を喪失させる程度の変更であるか否かという観点から判断される（投信規則 29）。

¹³ 池田唯一ほか（2008 年）61 頁。ETF は、通常、現物拋出型 ETF として組成される。すなわち、募集に応じて受益権を取得するためには、指数に連動する現物株式ポートフォリオを拋出する必要がある。現物拋出型 ETF の仕組みについては、野村アセットマネジメント株式会社(2008 年)144 頁を参照。

は、ETFの多様化を目的に、金銭信託の原則の例外が緩和された。¹⁴しかし、金銭信託の原則の例外を満たす条件として、適格指標(投信規則 19 条 1 項)との連動や適格指標の変動率が受益証券価格の変動率に適正に反映していること(投信規則 19 条 2 項)が要求されるなど、間接的な商品規制として機能していることに注意する必要がある。

3. 投資信託の監督法上の課題

3. 1 規制手法の変遷

投資信託に関する規制は、金融技術の発展と顧客層の拡大に伴う投資信託のニーズの多様化を受けて、大きな変化を被った。規制手法の観点からは、次の 3 つの変化が重要である。第 1 に、平成 10 年改正により、投資信託約款が個別承認制から事前届出制に改められた。ただし、同時に裁判所の緊急停止命令が導入された(投信法 26 条)。¹⁵第 2 に、平成 10 年改正により、投資信託の受益証券が証券法第 2 章の開示規制の対象となった。同改正以前は、投資信託に独自の開示規制が設けられていた。¹⁶第 3 に、金商法制定時に、投資運用業である投資信託委託業の参入規制が、認可制から届出制に緩和された(金商法 29 条)。

このように、投資信託の規制手法は、商品規制の緩和と、開示規制・勧誘規制による代替という形で変遷した。商品規制の意義は、投資家保護の観点から、いわば後見的な役割を果たすことにある。¹⁷しかし、投資信託の商品性の多様化と顧客層の多様化は、後見的規制の対象を曖昧にする。¹⁸実務的にも、監督官庁が商品の内容を逐一規制することは、費用対効果の観点から現実的ではない。また、後見的規制には、投資信託のリスクの程度について投資家に誤った印象をいただかせるなど、負の側面があることにも留意されるべきである。¹⁹投資信託の商品性が多様化したとしても、開示規制や適合性の原則(金商法 40 条 1 号)などの勧誘規制が機能していれば、監督当局の役割が限定されても、特段の問題はないように思われる。²⁰

以上の検討を踏まえると、投資信託に関する特別法の必要性は、金商法の開示規制・勧誘規制の有効性と密接に関係することが明らかになる。しかし、現在、投資信託について、開示規制・勧誘規制によって必要十分な規制がなされているか否かは別に検討される必要がある。特に、勧誘規制を通じて、投資家が購入した投資信託と投資家の適合性がどの程度確保されているかは、慎重に判断される必要がある。また、開示規制の有効性は、投資信託の販売会社間の市場競争と投資信託委託会社間の市場競争が十分に機能しているか否かを踏まえて、評価さ

¹⁴ 池田唯一ほか(2008年)61頁。

¹⁵ 裁判所の緊急停止命令は、投資信託約款の事前届出制の弊害を防止する措置と理解されている。神崎克郎ほか(2006年)628頁(注3)。

¹⁶ 神田秀樹(1996年)237頁。平成10年改正以前の、投資信託の受益証券の販売に関する規制については、岸田雅雄(1986年)537-539頁において詳細な解説がなされている。

¹⁷ 森本滋(1990年)184頁

¹⁸ 森本滋(1995年)436-437頁。

¹⁹ Henry T. C. Hu(2000), at 837-838; Stephen J. Choi & A. C. Pritchard(2003), at 7.

²⁰ 神田秀樹(1995年)161頁、森本滋(1995年)428-443注35-36。商品規制の緩和と、開示規制・勧誘規制による代替は、金融技術の発展に応じて、投資信託が、多様な資産運用の手段を迅速に提供することを可能にするという意義があることも指摘されている。投資信託懇談会(2008年3月)7頁以下。

れる必要がある。²¹

3. 2 集団投資スキームと投資信託

仮に、金商法の開示規制・勧誘規制を補うために、投資信託に関する特別法を設ける必要性があるとした場合、どのような規制を設ける必要があるのでしょうか。投資信託の商品性の多様化は、「投資信託」を一括りにして規制対象とすることを困難にしている。規制対象の不明確がもたらす問題は、既に、現行投信法にも表れている。

第1に、投資信託は個人投資家向けの投資商品と説明される場合が多い。²²しかし、投信法上、いわゆる私募投資信託を設定することも認められている。²³金商法では、公募・私募に応じて木目の細かい対応がなされている。また、特定投資家制度と適格機関投資家等特例業務も同様の意義を有する。しかし、投信法上、公募投資信託と私募投資信託について、特段の規制上の差異が設けられているわけではない。²⁴

第2に、証券投資信託に関する規制を投資家保護の観点から基礎付けることは、もはや困難ではないかと思われる。なぜなら、金商法の制定により、集団投資スキームの運営の大部分が業規制の対象とされたからである。その結果、少なくとも有価証券投資を目的とする集団投資スキームについては、悪質業者の参入防止という点で、証券投資信託の規制の重要性は著しく減少している。また、証券投資信託が想定する流動性の高い有価証券への投資を目的とする集団投資スキームよりも、流動性の低い有価証券への投資を目的とする集団投資スキームの方が、投資家保護の必要性は強い。今後は、業際調整以外の観点から、集団投資スキームの中で特に規制の必要性が高いものを抽出する作業が必要になると思われる。²⁵

3. 3 今後の規制の方向性

投資信託に関する監督法上の課題として、第1に挙げられるべきは、投資信託委託会社や販売会社と受益者との利益相反の防止である。しかし、この問題については、新たな規制を設けるよりも、まずは、エンフォースメントを強化することが当面の課題となろう。²⁶金商法の制

²¹ 投資信託の販売会社間と投資信託委託会社間の市場競争の現状については、本報告書の岩井論文で検討されている。また、日本では、投資信託委託会社は投資信託の販売を担当する証券会社の兼営から発展したという沿革上の理由から、投資信託委託会社の証券会社に対する独立性を確保する必要性が高いという問題もある。森本滋(1990年)184頁。投資信託業界の市場競争の現状については、アメリカにおいても活発な議論の対象となっている。See, e. g., William A. Birdthistle(2009), at 5 note 20.

²² かつては、証券投資信託法の目的として、「証券投資信託の制度を確立し、証券投資信託の受益者の保護を図ることにより一般投資者による証券投資を容易にすること」が挙げられていた。そのため、証券投資信託法の目的として、「一般投資者の保護」が重要である説明されていた。岸田雅雄(1986年)534頁。しかし、現行法投信法1条では、「一般投資者」という用語は用いられていない。

²³ 平成10年改正によって、私募投資信託を設定できることが明文化された。神田秀樹(2000年)227-228頁。

²⁴ 最も大きな差異は、裁判所の緊急停止命令の対象範囲ではないかと思われる。

²⁵ ただし、商品取引と金融取引の業際調整や統合に関する議論は、今後も継続すると思われる。この点については、紙幅の都合上、別稿で改めて検討したい。

²⁶ ただし、投資信託における受託者の地位と、投資信託委託会社に義務違反が存在した場合の受益者の権利(投信法21条)などを再検討することは考えられる。この場合、信託法や信託業法の規律を、投信法において変更すること、又は投資信託委託会社と受益者の関係に、信託法や信託業法における受託者と受益者の関係に関す

定により、規制の手段は、それなりに整備されたとも思われるからである。²⁷

第2に、最終的に金商法と投信法を統合するか否かはともかく、投信法の規制を再検討する必要がある。すなわち、商品規制の緩和と開示規制・勧誘規制による代替の果てに、最後に残るべき商品規制・仕組み規制の内容が明らかにされなければならない。²⁸投資信託の商品性の多様化を前提にすると、全ての投資信託に共通する原則を設けるよりは、規制の必要性が高いと思われる商品に焦点を絞った規制を構築することが望ましい。焦点の絞り方としては、投信法の適用がある投資信託を、個人投資家向けの投資商品に限定することが考えられる。²⁹

具体的な仕組み規制の内容については、今後の検討課題である。ただし、既に存在するETFの仕組み規制は重要な示唆を与えてくれる。ETFの仕組み規制の要点は、指数連動型投資信託として投資家に販売する以上、指数との連動を可能にするような運用手法の採用を要求する点にあると思われる。このことを一般化すれば、投資信託の内容として投資家に提示した運用手法の実行が著しく困難である場合には、そもそも当該投資信託は商品に欠陥があると評価されよう。投資信託の運用対象財産が多様化したことを踏まえると、運用手法に着目して投資信託を分類し、それを規制に反映させてもよいのではなかろうか。いずれにせよ、新たな仕組み規制を構築する際には、現存する投資信託の商品性とそれらの顧客層を包括的に分析する必要があることはいうまでもない。³⁰

参考文献

近藤光男ほか(2009)『金融商品取引法入門』商事法務

池田唯一ほか(2008年)『逐条解説・2008年金融商品取引法改正』商事法務

野村アセットマネジメント株式会社(2008年)『投資信託の法務と実務』金融財政事情研究会

る規律を適用することが検討されるべきことになる(鴻常夫編(1998年)88頁、関貴志(2007年)316-317頁)。前者については、信託法・信託業法上、投資信託委託会社の指図に従った信託事務処理を行ってれば、善管注意義務(信託法29条2項・信託業法28条2項)を履行したことになると考えられているようである(関貴志(2007年)315-316頁)。しかし、投信法によって、受託者が受益者の代わりに投資信託委託会社を監督することを義務付けることが考慮されてもよいのではなかろうか。後者については、投信法人に関する規制(投信法116条)と同じく、会社法の株主代表訴訟に関する規定の準用が考慮されるべきではなかろうか。これらの点については、信託法理又は会社法理にとらわれることなく、あるべき投資信託のガバナンスの仕組みを検討するという視点も重要である。神田秀樹(1995年)160-161頁。

²⁷ ただし、本報告書の岩井論文で取り上げられているように、欧米においても、利益相反にまつわる問題は継続して重大な関心事で有り続けている点に留意される必要はある。

²⁸ 鴻常夫編(1998年)170頁。

²⁹ なお、日本はアメリカと比較して、投資信託の顧客層に占める中・若年層の割合が著しく低いといわれている。投資信託懇談会(2008年3月)2~6頁。このことは、裏返せば、中・若年層と比較してリスク許容度が高いとはいえない高齢者層に、顧客層が固まっていることを意味する。ただし、投資信託の顧客層の偏りは、一般的な金融資産保有層の偏りを反映しているにすぎないかもしれない。しかし、投資信託に限らず、リスク許容度が高いとはいえない世代に顧客層が偏ることは、規制の必要性を肯定する要素である。

³⁰ 森本滋(1995年)444-445頁

投資信託懇談会（2008年3月）「投資信託懇談会」報告書

関貴志（2007年）「投資信託と新信託法」新井誠編『新信託法の基礎と運用』300頁以下 日本評論社

神崎克郎ほか（2006年）『証券取引法』青林書院

神田秀樹（2000年）「証券投資信託の改正」証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』227頁以下 日本証券経済研究所

前田雅弘（2000年）「証券投資法人制度」証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』233頁以下 日本証券経済研究所

藤田友敬（2002年）「組織法からみた金融システム改革諸法」商事法務 1637号 36頁以下

浜田道代（2002年）「集団投資スキームー資産流動化と投資信託」証券取引法研究会編『市場改革の進展と証券規制の課題』125頁以下 日本証券経済研究所

鴻常夫編（1998年）『商事信託法制』有斐閣

神田秀樹（1996年）「証券投資信託の誕生」『昭和商法学史』227頁以下 日本評論社

森本滋（1995年）「証券投資信託の将来—商品ファンド法も視野に入れて—」鴻先生古稀記念論文集『現代企業立法の軌跡と展望』417頁以下 商事法務研究会

神田秀樹（1995年）「証券投資信託の法的側面」フィナンシャル・レビュー36号 147頁以下

森本滋（1990年）「証券投資信託の現状と課題」ジュリ 948号 181頁以下

岸田雅雄（1986年）「証券投資信託」『証券取引法大系』531頁以下 商事法務研究会

William A. Birdthistle(2009), „Investment Indiscipline: A Behavioral Approach to Mutual Fund Jurisprudence(June 1, 2009). University of Illinois Law Review, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1412878>.

Stephen J. Choi & A. C. Pritchard(2003), Behavioral Economics and the SEC, 56 Stan. L. Rev. 1

Henry T. C. Hu(2000), Faith and Magic: Investor Beliefs and Government Neutrality ,78 Tex. L. Rev. 777