

〔文献紹介〕

落合誠一編著『比較投資信託法制研究』

前田重行

1. はじめに

「比較投資信託法制研究」(以下本書という)は証券投資信託を中心とした投資信託制度についての比較法的研究であり、アメリカを始めとして英仏独の投資信託制度の普及度が高い国々の制度を紹介し、考察したものである。

近年わが国においても、一定の余裕資金を持ち、これを証券等に投資し、運用を図ることを希望する一般投資家が増加してきている。これらの一般投資家の中には投資資金や専門的知識等の点で直接投資市場に参加して投資活動を行うことが困難な者も存在する。特に、一般投資家の多くは投資リスクを少なくして着実な収益が得られるような安全な投資を希望していると考えられるが、そのような希望を満たすには、投資対象を広範囲に分散し、適切なポート・フォリオを組み投資リスクをできるだけ減らし、収益の確実性を図ることが必要である。しかし、一般投資家の多くは、そのような投資スキームを組むための能力も乏しいし、必要な投資資金も不十分である。

そこで以上のような一般投資家の投資ニーズに対応する投資のスキームとして、多数の投資家から資金を集めファンドを組成し、投資専門家がこれを多様な投資対象に投資して運用する集合投資スキームが考えられることになる。そして、そのようなスキームの典型的なものがまさに投資信託であるといえる。投資信託は、投資家から投資された資金によるファンドを専門的管理に委ね、投資専門家がこれを危険の分散を図りつつ、統一的に運用して収益を確保しようとするものであり、専門的能力や資金量等の関係で市場での直接的な投資活動が困難な投資家に対して適切な投資機会を提供し得る投資スキームである。このような投資信託のうち、代表的なものが投資対象を有価証券とする証券投資信託であり、わが国のみならず、諸外国においても広く普及しているものである。

上記のように、現代においては証券投資信託に代表される集合投資スキームは、一般投資家にとって重要な投資制度となっており、余裕資金を有し、預貯金以外の資金運用にも関心を抱いている投資家層が増加するにつれて、その重要性を一層増してきている。その意味では、わが国においても、証券投資信託に代表される、投資信託制度は一般

投資家のための投資対象として重要な位置づけがなされることになるとともに、証券市場の活性化を図るうえでも投資信託制度の重要性が指摘されることになる。ただ、本書も指摘しているように、わが国における投資信託制度に対しては、従来から投資家からの信頼性に関して問題がないわけではなく、投資家からの十分な信頼性を確保するうえで、なお制度的改善が必要である。このため、近年大蔵省においても証券投資信託制度に対する見直しが行われてきている（投資信託研究会「投資信託の改革に向けて——期待される機能、役割の発揮のために——」（1994年）およびこの報告に基づく投資信託制度についての改革参照）。このような状況の下で、共同研究による諸外国の投資信託法制を考察した本書が刊行されたことはまさに時宜を得たものであり、わが国の投資信託制度を見直すうえで有益な資料を提供してくれるものと考えられ、学界のみならず実務にとっても有用である。

2. 本書の内容

(1) 本書は「はしがき」で述べているように、編者の落合誠一教授の外に近藤光男、早川眞一郎、新井誠の諸教授をメンバーとして行われた共同研究の成果を発表したものであり、各メンバーがそれぞれイギリス、アメリカ、フランスおよびドイツを担当して、各国の投資信託法制を考察し、検討したものである。それぞれの報告は、文献のみならず、実態調査も踏まえてなされたものであり、制度のみならず実態についても紹介がなされている。各報告を担当したメンバーはその考察対象となった国の民事法、商法に詳しく、それぞれの専門領域においてすでに優れた比較法的研究を発表しており、本書における報告も従来の研究活動を基礎とし、それぞれの国の法制度の特色を踏まえた着実なものとなっている。本書は全5章から構成され、第1章「序論」、第2章「アメリカ法制」、第3章「イギリス法制」、第4章「フランス法制」、第5章「ドイツ法制」となっている。

(2) 第1章「序論」では、まず「比較投資信託法制」と題し、本書で取り上げる投資信託の概念を多数の投資家から資金の拠出を得て、プールし、これを専門家により運用・投資し、得られた利益を拠出者に分配する集団投資スキームとして定義し、そのスキームのメリットおよび法規制の必要性を一般的に指摘する。次に、「わが国の投資信託法制の現状」と題して、わが国の法制度を概括し、かつ制度の特徴および近年における法規制の見直し状況を説明している。特に近年における見直しとして、前述した1994年6月の投資信託研究会による報告書を取り上げ、そこでの指摘・提言を紹介している。本書のこの部分は、わが国における投資信託法制の問題の所在を間接的に指摘している

文献紹介

部分でもあり、これにより本書の出発点ともいうべきわが国投資信託制度の問題点を一応理解することが可能となる。ただ本書の構成あるいは序論自体の構成としては、最初にむしろ執筆者の共同研究の中で把握されたと思われるわが国法制度上の問題点を端的に直接提示しておいてくれた方が、読者にとっては以後の各国の法制度をわが国の制度と比較して読むうえで便利だったと思われるし、諸報告において示されているわが国法制への示唆が一層生きてくるようにも思われる。

(3) 第2章「アメリカ法制」では、アメリカにおける証券投資信託に対する法制が取り上げられている。そこでは、まず投資信託の規制立法、投資会社の種類および税制についての説明が順次なされる。すなわち、最初に規制立法として1940年投資会社法が取り上げられ、同法の制定過程および同法の内容が検討される。そしてさらにアメリカにおいて用いられている投資信託の種類が説明され、それらのうちもっとも広く用いられている形態であるミューチュアル・ファンドとよばれるオープン・エンド型の管理型投資会社に関し、その特徴、運営の方式が説明されている。また投資信託に対する税制の特徴として、投資ファンドが得た投資収益は、投資ファンド・レベルでの課税が回避され、直接投資家の所得段階での課税がなされるに留まるということ、換言すれば投資信託の投資家が直接証券を保有するのと変わらない税負担となっていることが説明され、そのことが結果としてアメリカにおける投資信託制度の大きな発展に寄与してきたことが指摘されている。

ミューチュアル・ファンドに代表される管理型の証券投資信託は、主として株式会社形態をとっていることから、投資会社はその機関として取締役、取締役会および株主総会を有し、これらの機関によって運営され、かつこれらの機関の適切な機能の発揮によって、ファンドに投資した投資家の保護が図られることになることとされる。もっともこれらの機関のうち、株主総会は十分機能を発揮していないため、むしろ取締役、取締役会に投資家保護の役割を担うことが期待されていることが指摘されている。そしてそのために、投資会社法上取締役会の構成員の40%以上が投資会社と利害関係を持たない独立の取締役によることが要求され、このような独立の取締役を含む取締役会によって投資会社の資産の運営・管理に当たる投資顧問を効果的に監督することが期待されているとする。ただ近年においては、株式会社構造をとることが最適かどうか疑問も提起され、これに代わるユニタリ・インベストメント・ファンドの形態が提案されたが、SECはその採用に賛成せず、むしろ従来からの会社型の形態についての改善策の提案をしていることが説明されている。

以上のような考察の後、本章では、アメリカにおける証券投資信託に関する重要な法

規制の問題として、「証券投資信託の販売規制」、「投資顧問の報酬」、「証券投資信託の広告規制」が扱われている。これらの法規制の問題のうち、投資顧問の報酬に対する規制の問題は、とくに興味深い点である。この問題を扱う第2章5では、ミューチュアル・ファンドを運営管理する投資顧問は、それ自体の株主を有する会社の場合が多く、ファンドとの利益相反の問題の発生が避け難く、投資顧問が過大な報酬を得ているのではないかという問題がしばしば生じてきていることが指摘されている。そして、このような投資顧問の不当な報酬に対して、これを規制する機能を果たすはずであった、独立取締役も十分期待に応えることができず、この点の改善のために、1970年の投資会社法の改正が行われた。そしてそこでの主要な改正としては、取締役の独立制の判断基準の厳格化による取締役会の機能強化と、登録投資会社の投資顧問に対して報酬等の支払を受けることに関して信任義務を課すことを定める規定(36条b項)の導入であることが指摘されている。また、後者の信任義務に関しては、違反した場合の損害賠償義務が定められているが、この損害賠償請求権の行使による訴訟に関しても、株主代表訴訟と関連させつつ詳細に考察されており、興味深い点である。

本書におけるアメリカ法制の考察は、アメリカの投資信託制度の特徴を適切に示し、わかりやすい説明がなされている。また、アメリカにおける投資信託法制上の基本的問題についての取り組みについても具体的に検討しており、投資信託に関するアメリカ法制を理解する上では大変有益である。

著者は最後にアメリカの会社型証券投資信託の問題点を挙げ、わが国への会社型投資信託の導入が必ずしも投資信託制度の改善となり、一般投資家の投資への信頼が高まることにはならないと主張する(「日本法への示唆」)。すなわち、わが国への会社型投資信託の導入論に対して批判し、さらに会社型か契約型かの二者択一的に考えることへの疑問を提起している。ただ著者がわが国法制の改善策として受益者に委託会社に対する直接の権利を認め、委託会社の受益者に対する義務違反の場合には、受益者は委託会社に対して責任追求をしようとするような制度を設けることを提言しているが、会社型と異なる契約型を採用するわが国において、投資家の投資信託の運営自体への発言権等の権利をいかにして認めるのか、あるいは委託者と受益者との法的関係をどのように構成するのか等の疑問が生じることから、このあたりの問題についても、具体的な考え方を提示してくれることが望ましかった(この点については、第5章のフランス法制が示唆に富むようにも思われる)。

(4) 第3章では、「イギリス法制」を扱っている。イギリスの投資信託の代表的なものとしてはユニット・トラストとインベストメント・トラストの二つからなり、前者は

文献紹介

契約型でオープン・エンド型であり、後者はクローズド・エンド型の会社型投資信託であることが、まず指摘されている。そしてユニット・トラストに対しては金融サービス法により規制がなされており、インベストメント・トラストに対しては、金融サービス法は適用されず、会社法が適用されることになることとされている。

ここでは、上記二つの投資信託のうち、資産総額で2倍以上の規模を有するユニット・トラストが主として取り上げられている。すなわちまずユニット・トラストとよばれる集合的投資スキームの定義およびその具体的内容が説明され、さらにユニット・トラストに対する具体的な規制は金融サービス法に基づき自主規制機関である証券・投資委員会によって行われてきていることが指摘されている。そしてユニット・トラストを設定し、ユニットを募集販売するためには、証券・投資委員会の認可が必要であり、そのほかユニット・トラストに対しては、金融サービス法および証券投資委員会の定める規則によって種々の点に関して規制がなされており、その規制内容が詳細に説明されている。また英国外で設定され、英国内で募集販売されるユニット・トラストについてはその扱いは証券・投資委員会の承認が必要とされ、承認されたユニット・トラストは承認スキームとよばれている。そしてこれら承認スキームのうち、EU加盟国内で設定され、1985年のEC指令に従ったユニット・トラストについては、それ以外のものと区別され特別の扱いがなされるが、この点の詳細が説明されている。

英国の投資信託制度における投資家保護のための規制に関しては、本書ではもっぱらユニット・トラストについて検討されており、その具体的な特徴としては大幅な自主規制に委ねられているということ、紛争解決手続が充実しているということ、投資家に対する補償基金制度の存在、損害賠償の特則による投資家の損害賠償訴訟の容易化、ユニット保有者のトラスト運営への参加・発言権の確保などである。特に上記のうち、紛争解決に関しては、個人投資家にとって有益な自主規制団体やオンブズマンによる簡易な裁判外の解決手段が設けられ、かなり積極的に利用されていることが述べられている。特にこのオンブズマン等による裁判外の紛争解決手段は、著者の「日本法への示唆」にも取り上げられているように、わが国の法制度の改善を考える上でも十分に注目されるべき点であり、きわめて興味深い点である。またイギリスの証券取引規制の特色が自主規制——法律に基づく自主規制——である点はつとに知られている点であり、本書が詳細に論じているように投資信託制度における投資家保護についてもこの自主規制（著者の指摘する特徴としての二層システムによる自主規制）が主要な役割を果たしてきているわけである。そしてこのような自主規制のメリットとしては本書が挙げているようにコスト・エフェクティブであり、また実態に即したきめ細かい規制が可能となる等の点

が考えられ、本書も摘指するように、まさにわが国への示唆として大いに顧慮しうる点である。ただ自主規制については業界の利害の影響を受け易いという点および自主規制団体の規制行為として競争制限的な行為を行い易いという問題も存在しており（拙稿「証券取引における自主規制」『証券取引法大系』河本一郎先生還暦記念論文集（昭和61年）94頁以下、117頁以下参照）、イギリスの自主規制においてこのような問題に対してどのような対策がたてられているか、興味深い点であり、本書に対してもこの点についての一層突っ込んだ考察が望ましかった。

(5) 第4章は「フランス法制」が扱われるが、その冒頭でフランスにおける投資信託制度が運用財産額の規模でアメリカに次ぎ世界第2位の地位を占め、投資信託として成功していることが指摘されている。フランスにおける投資信託（厳密には日本の投資信託概念と一致しているわけではないとされる）のうち証券投資信託としては、会社型投資信託と契約型投資信託とがあり、前者はクローズド・エンド型とオープン・エンド型とに分かれるが、これらのうち圧倒的に利用されている形態はオープン・エンドの会社型（可変資本投資会社 SICAV）と契約型（投資合同ファンド FCP）であるとされている（両者の形態をまとめて、OPCVM（有価証券集合投資体）と呼んでいる）。

上記のオープン・エンド会社型投資信託は、株式会社形態をとり、投資家は会社に対する出資により、株主となって利益配当により収益の分配を受け、出資の回収は会社に対する株式の買取請求または他への株式譲渡によりこれを行うものとされている。そして会社たる SICAV の財産は別法人である受託者が保管し、運営の適正さを確保するとともに、会計監査役が会計の監査のみならず SICAV の運営に対してもチェック機能を果たすものとされている。契約型である FCP は、その財産を運用会社が投資・運用するが、財産自体はその共同所有者たる持分権者のために運用会社とは別個の受託者が保管する仕組みをとり、投資家は FCP の持分権の募集に応じ、または持分権を他から購入して持分権者になるものとされている。FCP の管理運営に対する監督は会計監査役が任命され、これに当たるが、受託者もまた運営に対するチェック機能を果たすものとされている。

上記 OPCVM (SICAV および FCP) に対する規制は、1988年12月23日の法律第88—1201号を中心としてその他一連のデクレ、規則によってなされているが、SICAV に対しては会社法（1966年商事会社法）が基本的に適用されるとされている。また規制機関の重要なものとしては、証券取引委員会（COB）が挙げられており、上記証券投資信託に対して重要な役割を果たしていることが指摘されている。そして以上の法律にもとづく規制の具体的な内容や COB の監督・規制が、第4章では詳細に述べられている。こ

文献紹介

これらの考察の中で注目されるのは、投資信託における投資家保護に関して重要な役割を果たしているのが、会社型（SICAV）および契約型（FCP）に共通して存在する受託者および会計監査役であり、特に会計監査役については会計監査のみならず投資信託の運営全般にわたってチェックすることが期待されている点である。

第4章におけるフランス法制の考察において注目される点は「日本法への示唆」でも指摘されているようにフランスでは会社型および契約型のいずれに対しても基本的には共通した法規制がなされており、投資家保護のためにいずれの形態においても、受託者および会計監査役が任命され、この二つの機関が重要な役割を担っていると言う点である。この点に関しては、特にわが国法制の改善に関して示唆に富む点であるが、ただこの両者がそのような役割を期待された通り十分に果たし得るのかどうかという点が注目される。この点に関しては、本書によれば特に会計監査役の選任等に対して十分な規制がなされており、かつ選任され得る人材の面においてもかなり期待しうるようであり、これらの点から会計監査役制度の有効性をある程度推測し得るが、受託者については運用会社の親会社である場合が多いようであることを考えると、当然投資家との間に利益相反問題が生じ易いと思われる。もちろん本書においてもこの点については触れられているが、現実の問題が発生しているのかどうか、発生しているとすればどのような利益相反なのか、それに対する対策はどうか、といった点についてさらに考察されていれば、わが国への示唆としては一層迫力があつたように思われる。

(6) 「ドイツ法制」を扱う第5章では、他の章とはやや異なり、投資信託のうち不動産投資信託を中心として扱っている。ドイツの投資信託制度としては、大きく証券投資信託制度と不動産投資信託制度に分けられるが、わが国におけるドイツの制度の紹介・研究としては証券投資信託に比して不動産投資信託制度の研究が十分になされてきていないという点はその理由として挙げられている。もっとも、本章でも不動産投資信託の考察に先立って証券投資信託の制度、実態および法規制の概略が取り上げられている。

第5章での説明によれば、ドイツにおいて設定されている不動産投資信託はオープン・エンド型で契約型であり、投資会社はその設定した特別財産により不動産投資を行い、得られた利益を投資家に分配する制度である。不動産投資信託においては寄託銀行を定めることが要求されており、設定された特別財産はこの寄託銀行に寄託されるが、寄託銀行はこれを管理するとともに投資会社による不動産の処分につき監視する権限を有し、かつ投資家に対して持分証券（受益証券）の発行、償還義務を行うものとされている。上記の不動産投資信託における投資家保護に関しては、主として投資会社法が規定しているが、投資会社に対する法規制に関しては、ドイツにおける投資会社が信用制度法

(本書では銀行業法と訳されている) 上同法の適用を受ける金融機関とされていることから金融機関として同法の規制も受けることになることとされている。これらの法律に基づく監督・規制機関としては、連邦銀行監督庁が存在し、不動産投資信託のみならず証券投資信託も含めて投資信託一般を監督・規制していることが指摘されている。

第5章では、その外に特定の不動産投資信託会社の具体的な不動産投資信託の実際を取り上げて、その内容を紹介しつつ、検討を行っており、興味深い点である。そして最後にドイツにおいては契約型のみであるが、投資会社法による規制が十分に機能していることから、新たに会社型を導入しようとする意見は存在しないこと、証券投資信託と不動産投資信託が単一の法規制によって規制されていること、および信託法理の採用により特別財産を信託財産として高度の独立制を付与し、投資家の保護を図っていることなどがわが国の法制を考える場合に大いに参考になる点であるとする。すなわち以上の点は、わが国における契約型のみからなる証券投資信託法制の意義を再認識させ、かつ同法による投資信託の対象を不動産にまで拡張することについての顧慮を促がすものであり、さらに証券投資信託法に関して受益者保護法としての性格を一層明確にする必要性を示すものであるとしている。

本章では、前述のように主として不動産投資信託を取り上げており、わが国において従来ドイツの不動産投資信託の制度はあまり紹介されてこなかったこと、また投資信託という場合には証券投資信託を考える場合が多く、不動産投資信託の制度についての検討はそれほどなされてきていない等の点を考えると、本章でのドイツにおける不動産投資信託の制度および実務の実際についての考察は、大変興味深く有益であり、わが国において不動産投資信託の導入を考えるとすれば、大いに参考になる資料を提供するものといえよう。ただドイツ以外の諸国についての考察と較べると、第5章のみが不動産投資信託を主として取り上げている点は、全体の整合性という観点からはやや気になる点である。この点はドイツ以外の国においては不動産投資信託がそれほど重要性をもたないことを反映しているのかもしれないが、そうだとすれば、そのあたりについての総論的なコメントが欲しかったという気がする。特にドイツの投資信託における不動産投資信託の位置づけやその経済的背景等についての詳しい説明があれば本章における考察が一層生きてくるように思われる。

3. むすび

(1) 従来わが国においては、証券取引制度についての比較法的研究はかなり行われてきているが、証券投資信託を中心とする投資信託制度についての比較法的研究は必ずし

文献紹介

も十分に行われてきていたわけではない。その意味では、本書は米英仏独の先進4カ国の法制を検討したものとして、投資信託法制の本格的な比較法的研究であるといえる。もちろんアメリカの投資信託法制については、わが国においてもかなり研究がなされてきているが、その他の国々、特にヨーロッパ諸国の投資信託法制の研究は必ずしも十分に行われてきたとは言い難い。それゆえ、本書がアメリカの法制の外にヨーロッパ諸国の投資信託法制を取り上げ、詳細に考察している点は、従来の比較投資信託法制の研究に較べて特色を有するものであり、特に投資信託が大いに発達しているにもかかわらず、その法制度の研究が十分なされてこなかったフランスの法制度や、今までそれほどわが国において紹介されていなかったドイツの不動産投資信託制度が詳細に検討されていることは、わが国の投資信託法制を考える上で有益な資料を提供するものといえよう。

また本書の特色として、各国の法制の検討の結果、いかなる点が日本の投資信託法制を考えるうえで参考になるのか、あるいは日本の投資信託法制への示唆としていかなる点が評価しうるのかという点を具体的に検討しており、この点は本書の大きな特色であるとともに、本書における比較法的研究におけるメリットとして評価しうる点であろう。そしてこのような示唆するものとして、報告の多くが、わが国における会社型投資信託制度の導入に関しては、どちらかと言えば消極的な考え方を示しており、かつ投資信託制度のような集合投資スキームに対する統一的、包括的な規制の必要性を指摘している点が興味深い。特に、前者の会社型投資信託の導入に関しては、前記の投資信託研究会の報告書で引き続き検討の必要性を指摘していること（投資信託研究会・前掲報告書Ⅱ8参照）の点との関係で見ると、一層示唆的である。

(2) 本書は上記(1)で述べたような特色と意義を有し、これからの投資信託法制の研究に際しては、大いに参考になり、有益な文献である。ただ本書を読んでいて湧いてきた若干の希望を述べるとすれば、以下のような点が存在する。

まず全体の構成に関しては、本書は各国の法制について個別的には詳細に考察しているが、これらの国々の制度の横断的な比較・検討の部分が省略されている点が多少気になる点である。もちろん全体を読むことによって読者が自ら比較検討することが可能であるが、読者の便宜という点を考えると、そのあたりについての総論的なコメントが欲しかったという気がする。端的に言えば、取り上げられた4カ国の制度および実態の比較を行うために独立の章を設けて、総括的検討を行えば、全体の構成としては一層バランスのとれたものとなったのではないかという気もする。

そのほか、投資信託制度においては、ファンドの運用者あるいは運用指図をする者

(投資顧問、マネージャー、運用会社あるいは投資会社等)と投資信託へ投資している投資家(株主、ユニットの所有者、持分権者等)との利益相反の問題の発生は、いかなる形態をとる場合においても避け難く、いかにして効果的な規制を図るかという点が重要な問題となると思われるが、この点についての本書における検討は各章ごとに深淺あり、やや不満が残る。特に、運用者に対する報酬の規制の検討については、アメリカ法制の検討ではかなり詳細であったが、他の国に関してもう一步突っ込んだ検討が望ましかった。また各国において証券投資信託における投資家保護に関して、どのような紛争が従来生じてきており、それに関する裁判例の有無や、もし判例があるのであればその具体的な紹介がなされることが望ましかったという気がする。

以上種々気のついた点を述べたが、もちろんこれらの点は本書の価値をいささかも減ずるものではなく、本書により主要な4カ国の投資信託法制を容易に理解し得ることが可能になったことに感謝しつつ、あえて述べた点であり、いわば望蜀の感にすぎないものといえる。

(法政大学教授)

〔落合誠一編著『比較投資信託法制研究』有斐閣、1996年、A 5判、189頁、定価3,914円〕