

【特集 1】

集団投資スキームに関する法整備について

——SPC法・投信法等の改正の概要——

稲本 護昭

5月23日に成立した「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律」は、21世紀を展望した金融サービスに関する基盤整備として、集団投資スキームに関する法制の整備を図るものである。本稿においては、その主な内容である「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（いわゆるSPC法）及び「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」（いわゆる投信法）の改正を中心に、法律の概要について解説する。

1. はじめに

「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律」が5月23日に成立し、同31日に公布された（平成12年法律第97号）。この公布の日から6月を超えない範囲内で政令で定める日から施行される。

本法律は、21世紀を展望した金融サービスに関する基盤整備として、投資者から資金を集めて市場で専門家が管理・運用する集団的な投資の仕組み（いわゆる集団投資スキーム）について、資金調達者の選択肢を拡大し投資者に対する多様な商品の提供を可能とする観点から法制の整備を図るものである。法律の内容は、①「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」の改正、②「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」の改正、③これらの法改正に伴う税法、宅地建物取引業法等の改正から成っている。

現在我が国においては、経済のストック化や高齢化社会への移行に伴い、国民の金融資産の有利な運用が求められるようになってきている。また、経済が成熟化する中で、積極的なリスクテイクを伴う新規産業への円滑な資金供給も重要な課題になっている。今回の法整備は、このような課題に対して重要な機能を果たすことが期待される集団投資スキームについて、適切な利用者保護を前提としつつ金融仲介者による創意工夫が発揮できる仕組みを整備するものである。

2. 法律の概要

集団投資スキームは、「資産流動化スキーム」と「資金運用スキーム」という2つの類型に分類することが可能であり、本法律は、両スキームについてそれぞれの仕組みに相応しい法制を整備している。以下、その概要を説明する。

（1）資産流動化スキーム——「資産の流動化に関する法律」

資産流動化スキームは、特定の資産を企業本体から切り離して、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う、資金調達のための仕組みである。

平成10年9月に施行された「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「現行法」という。）は、指名金銭債権及び不動産を特定目的会社（以下「SPC」という。）を利用して流動化する仕組み（図1）を定めた法律であり、特定資産を投資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、流動化の器であるSPC自体は簡素な組織となるよう定めている。

今回の改正は、資産流動化スキームという現行法の基本的性格を維持しつつ、流動化対象資産を財産権一般に拡大するとともに、SPCに関する規制を簡素・合理化してより使い勝手のよい制度とするほか、信託を利用した流動化の仕組み（図2）を創設する等の大幅な改正であり、これに伴い、法律名も「資産の流動化に関する法律」（以下「新法」という。）と改められた。

① 流動化対象資産の拡大

現行法では、流動化対象資産が不動産、指名金銭債権、及びこれらを信託した信託受益権に限定されていたが、新法においてはこれを財産権一般に拡大し、様々な資産の流動化を可能とすることとした。これにより、例えば、中小企業の小規模な社債をまとめて一つの債券として組成する、いわゆるCBO(Collateralized Bond Obligation)が可能となるほか、音楽著作権等の無体財産権の流動化も可能となる。

但し、任意組合・匿名組合の出資持分や同一法人の一定割合以上の株式等については、これらの資産を流動化スキームが保有すると、資金運用に関する諸規制の適用のない簡素な流動化スキームの中で実質的に資金運用が行われることとなり、投資者保護上問題が生じる等の理由から流動化対象資産から除外している。

② SPCに関する規制の簡素・合理化等

(ア) SPCの設立・業務開始に係る改善

現行法では、SPCの設立時に資産流動化計画を作成して定款に記載するとともに、業務開始前に金融再生委員会の登録（審査期間は2月程度）を受けることを義務付けていた。この結果、細部が未定の段階での資産流動化計画の作成やその後の変更等に大きな事務負担が生じるほか、機動的な証券化の実施が困難であるという問題が生じていた。

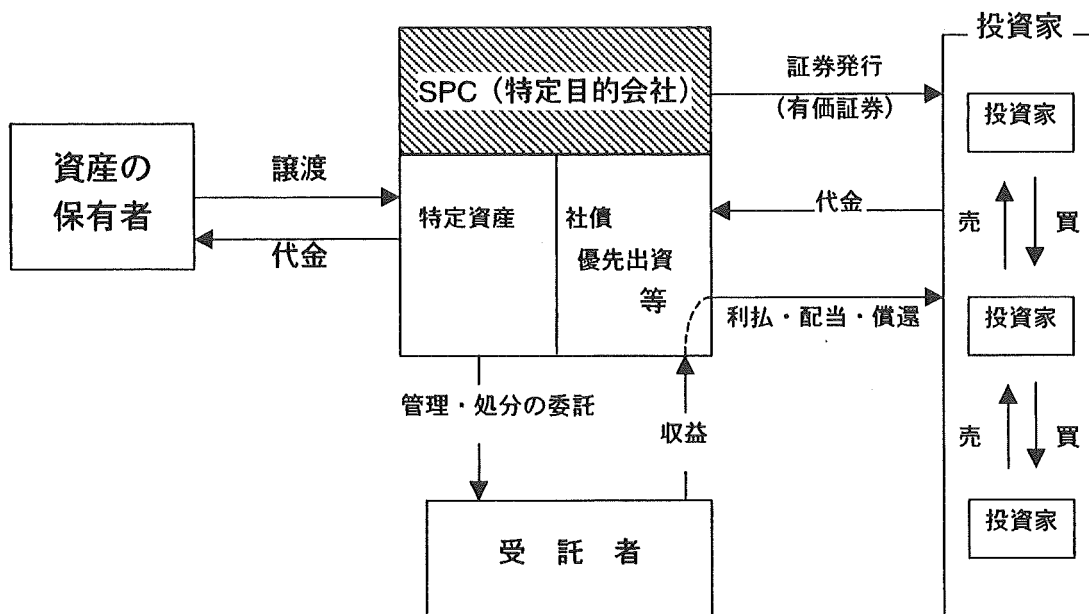
このため今回の改正では、投資者への情報提供やスキームの変動防止という資産流動化計画の基本的役割を維持しつつ機動的な証券化が可能となるよう、①資産流動化計画をSPCの定款事項から外すとともに、②SPCの登録制を廃止し、資産流動化計画を金融再生委員会に届け出れば直ちに業務を開始できることとする一方、③資産流動化計画違反について、投資者等に総会決議の取消訴権及び取締役の行為の差止請求権を付与している。

(イ) 出資者の恣意的影響力の排除措置

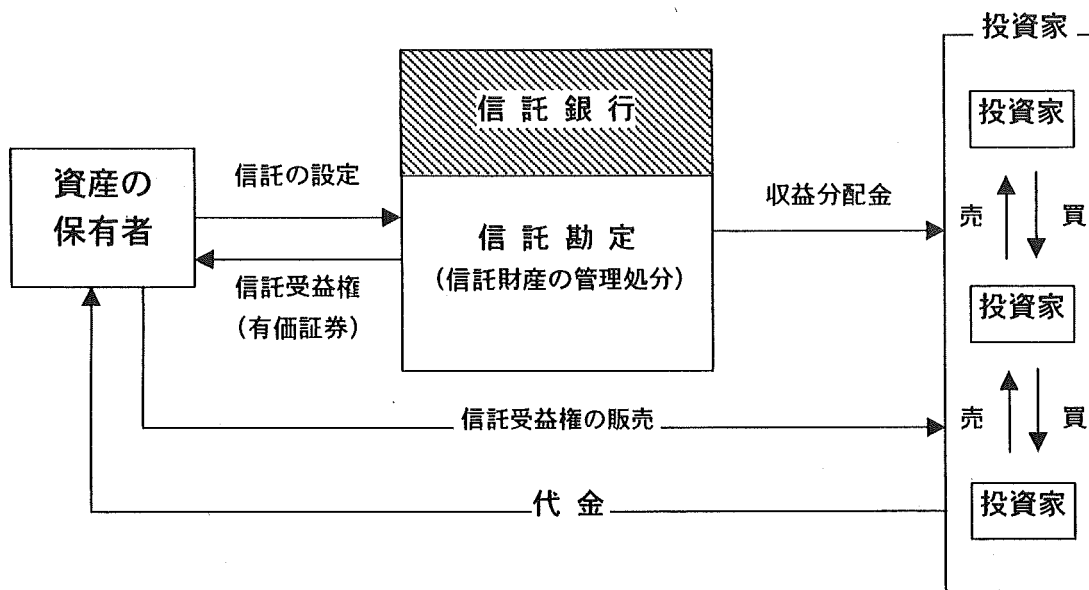
資産流動化の実務においては、出資者が議決権行使を通じてSPCに対して恣意的な影響力を行使することを予防してスキームの安定性を高めるための方法として、海外の制度を利用して出資全体を慈善信託（チャリタブルトラスト：SPCへの出資権を信託会社に管理信託するとともに、こ

資産流動化スキーム

【図1】会社型（SPC）



【図2】信託型（特定目的信託）



の信託がSPCの業務終了まで解除・変更されないことを確保するために、信託終了時の信託財産の受取人を慈善団体とする。)する措置がとられることが一般的である。今回の改正では、国内でも同様の措置が講じられるようにするため、SPCの特定出資持分を信託する制度を設けるとともに、そのためのコストとなる特定出資の最低金額を現行法の300万円から10万円に引き下げている。

また同様の観点から、取締役の選任・解任について社員総会招集請求権及び社員提案権を定款により排除することができるようにするとともに、優先出資社員の議決権を法定せず、定款に特別の定めを置かない限り優先出資社員は議決権を有しないこととした。

(ウ) 発行証券に関する改善

現行法では流動化計画終了前の途中段階での優先出資の減資はできないが、不動産の流動化の場合、SPC内に滞留する減価償却費相当額の資金や不動産の一部売却代金を優先出資者に払い戻したいとの実務上のニーズがあることから、予め資産流動化計画に定めを置くことにより取締役会の決定で優先出資の減資を行うことができることとし、同時に債権者保護のための異議手続きを整備した。

また、転換特定社債及び新優先出資引受権付特定社債の発行を可能とするための規定を整備し、SPCが発行する証券の商品性を拡大することとした。

(エ) 借入れ制限の緩和

現行法は、「流動化」を資産を裏付けとして証券を発行する「証券化」と定義し、SPCが行う借入れについては一時的な借入れ等に限って補完的に認めていた。これに対し、投資者サイドにおいては社債よりも柔軟な条件設定が可能な融資も行いたいというニーズがあり、資金調達者サイドにおいても市場の状況に応じて有利な資金調達を行うために多くの選択肢を持ちたいとのニーズがあることから、今回の改正において、資産流動化計画に予め記載しておけば、流動化対象資産を取得するための借入れ(特定目的借入れ)を行うことができることとした。

(オ) 資産流動化計画の中途変更規定の整備

資産流動化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重要であり、現行法においては、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とされていた。しかし比較的長期間にわたる不動産の流動化においては、計画策定時には予想しえない事態が生じ、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回収を行う方が投資者の利益に資することもあり得ることから、今回の改正においては、計画変更に反対する者に対する証券買取請求権を付与する等の投資者保護措置を付した上で、投資者の2/3以上の特別多数決で資産流動化計画を変更できることとした。

③ 信託を用いた流動化スキームの創設

現行法は、SPCという法人を器として利用する流動化スキームを規定しているが、新法においては、これに加えて信託を器として利用する流動化スキームとして「特定目的信託制度」を創設し

た。この制度は、資産の原保有者が資産の管理・処分・収益分配等を信託会社に委託し、この信託契約（特定目的信託契約）に基づく信託受益権を分割して受益証券として投資者に販売することにより資産の流動化を図る制度であり、基本的な仕組みはSPCを利用した流動化スキームと同じである。

（ア）信託受益権の有価証券化

特定目的信託の受益権の譲渡を容易にして流通性を高めるため、信託受益権を私法上の有価証券とするとともに、投資者保護の充実を図るため、証券取引法上の有価証券としている。

（イ）投資者の権利行使関係の明確化

資産流動化においては多数の投資者が受益証券を保有することが想定されることから、集団的な権利行使関係を明確化する必要がある。新法では、受益者等の権利は個別には行使できず、権利者集会のみが決議により行使することができることとするとともに、権利者集会は、受益証券の権利者の中から代表権利者を選任して一定の権利行使を委任することができることとするなど、集団的な権利行使に係る規定を整備し、投資者保護を図ることとしている。

（2）資金運用スキーム——「投資信託及び投資法人に関する法律」

資金運用スキームは、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。

「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」（以下「現行法」という。）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、これを投資法人（図3）又は信託（図4）という器を利用して、主として有価証券に投資運用する仕組みを定めた法律であり、投資者保護を図る観点から、運用業務を担当する投資信託委託業者の適格性確保のための認可制、利益相反行為による弊害防止のための禁止行為、情報開示、投資者等によるガバナンスの仕組み等を定めている。

今回の改正は、従来「主として有価証券」とされていた主たる運用対象を不動産等にも拡大するものであり、この拡大に伴い、法律名も「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下「新法」という。）と改められた。

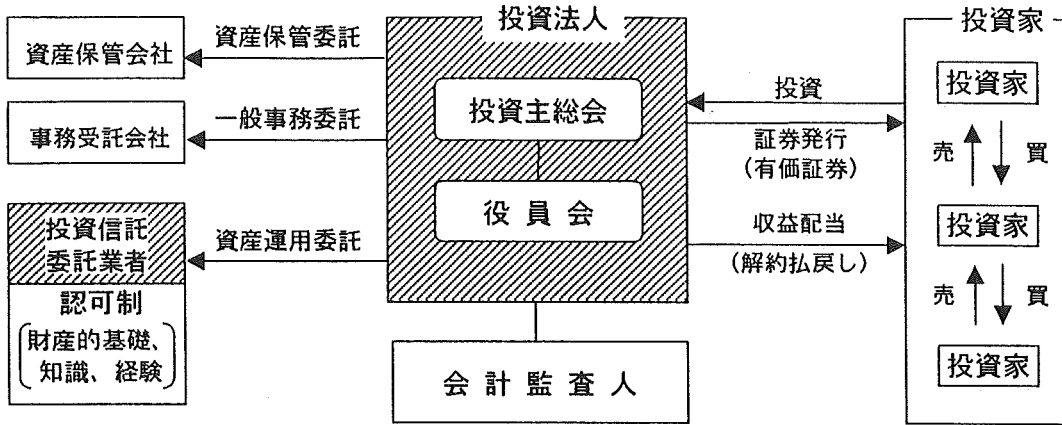
① 主たる運用対象資産の拡大

現行法では、証券投資信託及び証券投資法人を「主として有価証券に対する投資として運用する」と定義している。「主として」とはファンドの資産の50%超と解釈されており、従たる部分（50%以下）の運用対象資産の範囲に制限はないが、常時、ファンド資産の50%超が有価証券に投資されていなければならない。

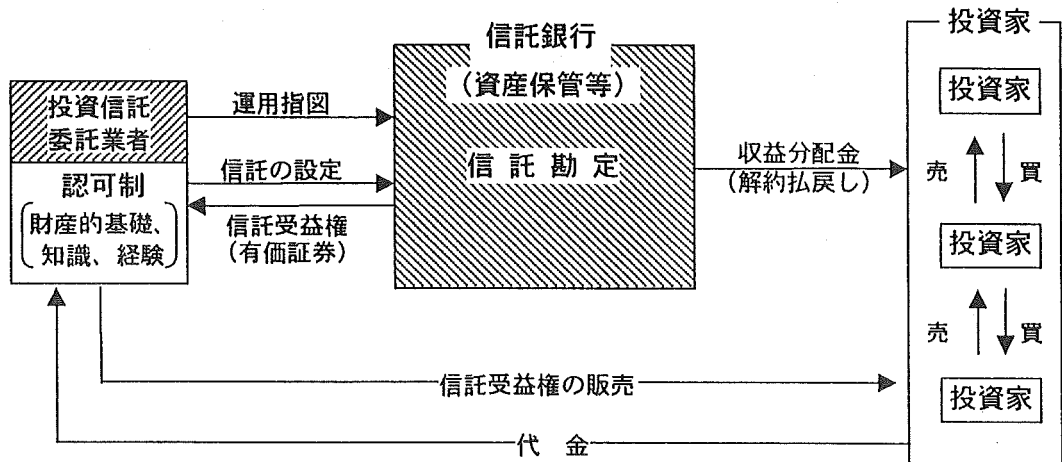
今回の改正では、金融イノベーションを促進し多様な金融商品の提供を可能とするため、主たる投資対象を「有価証券、不動産、その他の資産で投資を容易にすることが必要であるものとして政令で定めるもの（特定資産）」に拡大している。特定資産全体でファンドの資産価値の50%を超えていればよく、有価証券、不動産といった個々のカテゴリーの資産が50%超である必要はない。

資金運用スキーム

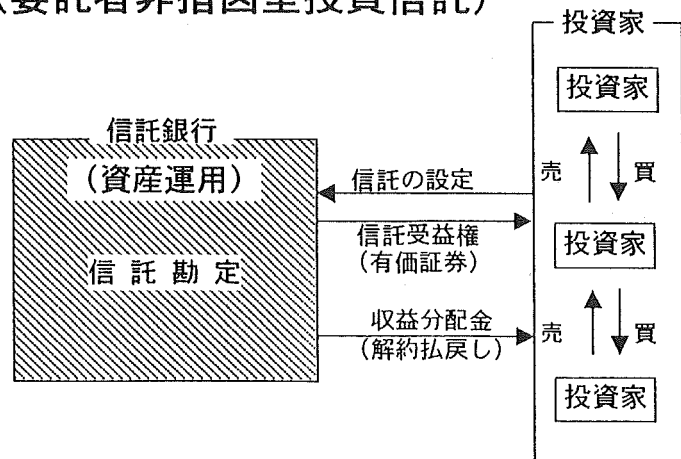
【図3】会社型（投資法人）



【図4】信託型①（委託者指図型投資信託）



【図5】信託型②（委託者非指図型投資信託）



② 運用業者に関する認可規定の整備

(ア) 金融再生委員会の認可

資金運用スキームにおいては運用業者の裁量による投資運用が行われるため、投資者保護の観点から各国とも運用業者について金融当局の検査監督を通じてその適格性の確保を図っている。現行法において、投資信託委託業者は金融再生委員会の認可取得が義務付けられているが、この認可制を通じた適格性の確保は主たる投資対象資産如何に関わらず共通して妥当するものであることから、新法においても現行制度を引き続き維持している。

(イ) 不動産への投資運用に関する規定の整備

業として宅地・建物の取引を行う者については宅地建物取引業法の適用があり、投資信託委託業者が投資信託、投資法人の資金の運用として、宅地・建物の売買や賃貸を行う行為は一般に同法の規制する媒介・代理行為に該当する。このため、今回の法改正においては、資金の一部でも宅地・建物に投資するファンドを運用する投資信託委託業者については、認可を行うに当たり宅地建物取引業の免許取得を要件とした。

また、宅地建物取引業法は、売買・賃貸の媒介・代理を行う場合には、宅地・建物を特定した媒介・代理契約書を作成して依頼者に交付するとともに、売買・賃貸契約の締結前に重要事項の説明を行うこと等を義務付けている。投資信託委託業者がファンドのために行う取引についてこれらの手続を踏まなければならないとなると、ファンドの機動的な運営が困難となるとともに、余計なコストを投資者に負担させることになる。このため、今回の法改正において宅地建物取引業法を改正し、宅地建物取引業者が建設大臣の認可を受けた場合には、不動産を特定した媒介・代理契約の締結や重要事項説明を要しないという「取引一任代理等」の制度を創設するとともに、主として宅地・建物に投資するファンドの運用を行う投資信託委託業者の認可に当たっては、この認可の取得を要件としたところである。

③ 投資者保護の充実

(ア) 投資者に対する受託者責任の明確化

現行法において、投資信託委託業者は投資者に対して忠実に業務を遂行する義務を負うことが規定されている。また、専門家としての注意を払って事務を遂行する善管注意義務も負うとの解釈が一般的に行われてきたが、この点については明文の規定がなく、必ずしも明らかでなかったことから、この点を明確化するため善管注意義務を法文上規定した。また同様に、投資信託委託業者が任務を怠ったことにより投資者に損害を生じさせた場合の損害賠償責任も明定した。

(イ) 利益相反行為の禁止措置

投資信託委託業者は投資者に対して忠実義務を負っており、業務運営に当たっては、投資者の利益を考えて行動する義務がある。この義務を明確化するため、利益相反の危険性の高い行為を類型化して禁止する規定を置いている。

今回の改正では、有価証券取引を中心として規定している現行法の規定を一般的な規定に改め、

①ファンドと投資信託委託業者等との間の取引、②ファンド相互間の取引、③投資信託委託業者の利害関係人等の利益を図るために行う取引、④投資信託委託業者の営む兼業業務の利益を図るために行う取引等を禁止している。これらの禁止規定は、忠実義務違反の代表例を典型的に規定したものであり、これらの規定に該当しない行為であっても忠実義務や善管注意義務に反する行為は許されない。

(ウ) ディスクロージャーの充実等

現行法は投資者に対する運用報告書の交付や、証券取引法に基づく有価証券届出書・有価証券報告書の公衆縦覧等により投資者に対する情報開示を図っている。今回の改正により主たる投資対象に不動産等が加わることから、客観的な価格評価の困難な資産をファンドが取得した場合には、外部の独立した者による価格調査を義務付けることとした。

また、ファンドと投資信託委託業者の利害関係人等との間の取引等、利益相反の危険性のある取引が行われた場合には、その具体的な内容を投資者等に開示することを義務付け、投資者のチェック機能の実効性を確保している。

④ 信託銀行による運用スキームの創設

従来から信託銀行は、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律に基づく認可を受け、金融再生委員会の監督のもと、多数の投資者から資金を集めて合同して運用する合同運用指定金銭信託に関する業務を営んできている。

この合同運用指定金銭信託は、信託受益権が私法上の有価証券ではなく流通性が低いという違いはあるが、投資者から見れば集団的な資金運用という点では投資信託と同様の金融商品である。

このため、今回の法改正において、信託銀行が自ら運用を行う合同運用指定金銭信託について、信託受益権を有価証券化する一方、利益相反行為の禁止、外部の者による価格調査、利益相反の恐れのある取引の開示等、投資信託委託業者と同様の規制を信託銀行にも適用する制度（委託者非指図型投資信託）を創設した。（図5）

3. おわりに

本法律は21世紀を展望した金融サービスに関する基盤整備の一翼を担うものであり、本法律により幅広い資産を対象とする横断的な集団投資スキームに関する法制が整備されたものと考えている。今後、民間による創意工夫によって本法律に基づく様々な新しい金融商品が生み出されることにより、本法律が企業の資金調達手段の多様化や投資者に対する多様な資金運用手段の提供に資することを期待したい。

（文中、意見にわたる部分は筆者の個人的見解である。）

[いなもと もりあき]

[前大蔵省金融企画局企画課課長補佐]