

會社型證券投資信託の問題點

角 政 也

第一章 はしがき

最近會社型證券投資信託制度の樹立ということが識者の間で論議されている。このことは少しでもわが國の證券市場に關心を有していられる讀者諸彦の夙に御氣付きのことであろうと思う。筆者は些かこの問題に關係を有したことがあるので、本稿においてはその問題點又はその構想といったようなことを中心として、その解説を試みて見たい。

しかし説明の都合上この問題の中心點に直ちに筆を進める前に一先ずわが國の證券投資信託の現況、性格及び缺陷について觸れて見ることと致したい。蓋し近時の會社型證券投資信託の問題が、現在の證券投資信託の諸問

題との關連において生じて來てゐることは、後述のとおりであり、その意味において現在の證券投資信託の明確な認識なしには、會社型證券投資信託の問題を十分に理解することが困難であると考えられるからである。

なお、わが國のような資本主義の發展段階における後進國の常として、會社型證券投資信託の構想は決してわが國の獨自な所産として考えられるべきでなく、その類型は既に英米等の先進國特に米國において著しい發達を遂げているものなのである。いわゆるミューチュアル・ファンドの世紀の奇蹟などといわれる所以のものは、多少概念上の相違はあるかも知れないが正にその現象をいい表わしているといつてもよいであらう。しかし本稿のように制約された紙面においては、これら先進國の實情

を詳細に汎って説明することは不可能でもあるし、又本稿の性質上その必要もないと思われるので、本稿の主目的説明上の助けになると思われる限度においてのみ簡単に説明を加えることと致したい。残餘の點については、適當な機會があれば他日稿を改めて説明することと致したい。

第二章 證券投資信託法の制定と

證券投資信託の發展の經過

證券投資信託の根據法である證券投資信託法は、第十回國會に提出され、昭和二十六年五月二十六日兩院を通過し、同年六月四日に公布され、即日施行されたものである。

これより先、かねてからこの法律の施行を見越して準備中であつた現在の委託會社の大多數は、法律施行と同時に信託約款(註一)を當時の證券取引委員會に提出し、その承認を受けた上、早いものにあつては、翌七月證券投資信託業務を開始することとなつたのである。

證券投資信託の委託會社は、現在野村、日興、山一、

會社型證券投資信託の問題點

大和、大阪商事、大阪屋及び大井の七證券會社であり、その受託會社は、大和銀行、三菱信託銀行、三井信託銀行及び住友信託銀行の四社となつてゐる。
昭和二十六年七月から最近までこれらの委託會社と受託會社との間で締結された信託契約額の經過を一覽表にすると左のとおりである。

年月末	當初元本額		解約額		殘存元本額	
	百萬元	千圓	百萬元	千圓	百萬元	千圓
昭和二六年 七月	三、三〇〇	〇	〇	〇	三、三〇〇	〇
二月	三、三〇〇	〇	〇	〇	三、三〇〇	〇
昭和二七年 一月	三、八〇〇	九九七	〇	〇	三、八〇〇	九九七
四月	一八、六五〇	一、七四四	〇	〇	一八、六五〇	一、七四四
七月	二七、〇七	三、八八〇	〇	〇	二七、〇七	三、八八〇
昭和二八年 一月	四六、九四四	九、一八五	〇	〇	四六、九四四	九、一八五
四月	五〇、四四四	一〇、二八八	〇	〇	五〇、四四四	一〇、二八八
七月	六、九五〇	一四、〇三七	〇	〇	六、九五〇	一四、〇三七
昭和二九年 一月	六、〇四四	一八、三六五	〇	〇	六、〇四四	一八、三六五
四月	一六、〇四四	三〇、四七九	〇	〇	一六、〇四四	三〇、四七九
七月	一六、〇四四	三二、一一三	〇	〇	一六、〇四四	三二、一一三
昭和二九年 一月	一六、〇四四	三三、四三三	〇	〇	一六、〇四四	三三、四三三
四月	二〇、九三六	三五、九九七	〇	〇	二〇、九三六	三五、九九七
七月	二二、七六六	三七、七六六	〇	〇	二二、七六六	三七、七六六
昭和二九年 一月	二二、七六六	三七、七六六	〇	〇	二二、七六六	三七、七六六
四月	二七、三六六	三七、七六六	〇	〇	二七、三六六	三七、七六六
七月	二七、三六六	三七、七六六	〇	〇	二七、三六六	三七、七六六
昭和二九年 一月	二八、四六六	三九、〇九六	〇	〇	二八、四六六	三九、〇九六

一橋論叢 第三十三卷 第三號

六月	一〇、五九六	四一、三三九	七九、三三七
七月	一三、七九六	四四、二六	七六、六八〇
八月	一三、八九六	四五、五五六	七六、三六〇
九月	一六、一四六	四六、六五	七六、五三〇
一〇月	一七、五五六	四七、三七	七七、七九
十一月	一九、三六六	四八、四	七八、〇〇三

この表を見る上に多少注意すべきことは、いわゆるオープン型証券投資信託も本表中に包含されており、解約額の中にはいわゆる一部解約額と全部解約額（償還額）の両方を包含していることである。オープン型証券投資信託というのは、信託契約の期間中において信託元本の追加信託をなし得る証券投資信託であり、従って信託期間も現行の信託約款上十年とされ、又その受益証券の販賣方式も賣出方式をとっているものである。^(註三)証券投資信託法第五條第七項に「元本の追加信託をすることができ「証券投資信託」という表現が用いられているものがそれである。

又一部解約額というのは、委託者が信託約款の規定に基いて、受益者より受益証券の買戻をした場合において、その口数が一定額以上になったときに、所有受益証券の

買持による危険負擔を回避する見地から、信託約款の規定に基いて受託者に對して信託契約の一部の解約をした額である。

全部解約額というのは、証券投資信託法又は信託約款の規定するところにより、信託契約の解約をした額である。

残存元本額というのは、當初元本額から解約額を控除した残額即ち現實に信託契約の締結せられている信託元本の總額をいふのである。

この表について見ると明かかとおり、残存元本額は、昭和二六年七月の三三億圓より逐次増加を示し、翌二七年七月には、二三一億圓、更に二八年七月には五七六億圓となり、二九年四月には七九六億圓とそのピークを示し、同年一月には、七八〇億圓に落ち著している。昭和二六年証券投資信託法制定當時の豫想としては、募集額は三〇億圓乃至は四〇億圓見當といわれていたものである。それが豫想を裏切りこのような巨額な募集が行われた理由としては、各委託會社の努力及び宣傳が盛んに行われたこと、受益証券が無記名である結果資金源を税

務當局から捕捉される惧のなかつたこと、受益證券に買戻の規定のあること等々が挙げられているが、折柄勃發していた朝鮮事變を契機として生じた證券市場における好況が最も重要な要因であつたことは何人も否定し得ないところであろう。即ち市場の好況は、一般投資者大衆の投資意慾をそそり、當初設定分に關しては事實元本の確實な値上りがあり、一割二分五厘以上の配當が行われたのである。

このことは同時に、昭和二九年に入つてから残存元本額にさしたる變動がない所か、四月の七九六億圓を頂點として證券投資信託の残存元本額が漸減の方向にあることを逆の意味において證明するものである。即ちこの年において證券市場は不振であり、組入株式の値下りによる信託財産の著しい損失が見られたのである。なお、ここで注意しなければならないことは、二九年一〇月以降に償還期限の到來する信託契約に關するものについては、その證券市場に與える影響の甚大なることを考慮して、個々の信託契約の内容が十分に審査せられた上、償還期限が一ヶ年延長せられていることである。従つて若

會社型證券投資信託の問題點

しこのような措置が執られなかつたとしたならば、残存元本額の減少傾向はより激化したと考えられるのである。

(註一) 證券投資信託法第一二條第一項の規定によると、委託會社は、信託契約を締結するには、あらかじめ大藏大臣の承認を受けた證券投資信託約款に基かなければならないこととなっている。

(註二) 證券取引委員會は、昭和二十七年七月廢止せられ、その事務は大藏省に引き繼がれている。

(註三) オープン型以外のものは、受益證券の販賣方式を募集方式によつてゐるから、受益證券の發行せられる前に拂込金の徴收をしている。オープン型のものが、販賣方式によらざるを得ないのは、信託契約が存するためである。

第三章 證券投資信託とは何か

現行の證券投資信託は、契約型であるとされている。これはロビンソン(註)の分類によつたものである。即ちロビンソンによれば、投資信託は契約型と會社型の二つに大別される。

先ず契約型というのは、信託契約に基いて組織、運営されるものであり、委託者、受託者及び受益者の三者を

豫想するものである。この中委託者とは、投資信託運営の中樞體である。これは受託者と信託契約を結び、その契約に基き證券又は現金を受託者に委託し、これにより生ずる受益権を分割して一般投資者に賣却し、自らは賣手敷料を得るに止るものである。受託者となるものは、銀行又は信託會社等であり、委託者との間に締結された信託契約に基き信託財産の管理をすることを任務とする。受益者とは、受益證券を購入すること等によって取得したものであり、その有する受益権に基き信託財産の上に権利を有するものである。

これに對して會社型とは、直接型又は法定型ともいわれるものであり、會社又はマサチューセツツ信託^(註)として組織せられる投資信託である。

この場合においては、會社又は受託者（契約型の委託者に相當する。）は、その計算において投資を行い、受益者は株主又は債權者として利益又は殘餘財産に對する請求権を有するものである。通常會社の有する財産は保管契約によつて、銀行、信託會社等に保管せられる。

證券投資信託法は、第二條において「この法律におい

て證券投資信託とは、信託財産を委託者の指圖に基いて特定の有價證券に對する投資として運用することを目的とする信託であつて、且つ、その受益権を分割して不特定且つ多數の者に取得させることを目的とするものをいう。」として、委託者、受託者及び受益者の三者よりなる契約型證券投資信託であることを明かにしている。

この規定を更に詳述すると

(1) 現行の證券投資信託は、特定金銭信託の一種である。金銭信託であるから、委託者は信託設定の際に信託財産として金銭を引き渡し、且つ、信託終了に際しても金銭をもって返還を受けなければならないものとされる。

(2) 信託財産に對する運用の指圖權は、委託者のみが有している。従つて運用の結果信託財産に損失を生ぜしめた場合において、その責は委託者にあるものと解せられる。

(3) 證券投資信託は、特定の有價證券に對する投資として運用することを目的とする信託であればよいから、信託財産がすべて具體的に有價證券をもって構成せ

られる必要はないことは勿論、信託財産の餘裕金を銀行預金、金銭信託、コール・ローン等に運用しても差し支えないものと解せられる。

(4) 証券投資信託の受益権は不特定且つ多數の者によって取得せられるのであるから、受益権が不特定であっても少數又は多數であっても一定の者によって取得せられるような場合には、証券投資信託と考えることができない。

(註1) L. R. Robinson: Investment Trust, Organization and Management, 1929 参照。

(註2) 一九二二年以前の米國のマサチューセツ州においては、不動産の所有又は賣買の目的のために會社型態をとることが禁じられていたため、任意信託という特殊の形で略々同様の目的が達せられていたのである。この形が証券投資に應用せられたもので、會社に近い性格を有しているといえることができる。この型態は、設立の際信託宣言によるものであるが、この信託宣言については、第八章において説明するところである。

第四章 証券投資信託の缺陷

以上においてわが國の証券投資信託の發足、發展の經

會社型証券投資信託の問題點

過、その性格が明かにされたのであるが、本章においてはその有する缺陷について検討をして見たい。

しかし私は、証券投資信託の果し又は果しつゝある証券市場への好影響又は國民經濟的意義というものを否定するものでは勿論ない。例えば

(1) 証券投資信託の發展は同時に證券市場の規模の擴大を齎し、有價證券の大量な需給の出合を容易にする結果、その價格の公正な決定が行われるに至ったこと。

(2) 証券投資信託は、信託財産を安全且つ有利に運用することを目的とするから、株價が騰貴した場合には、信託財産中の組入株式を賣却するであろう。又株價が低落した場合には、株式を買い入れるであろう。このようにして株價を一定の振幅範圍内に安定化するような要因を形成するに至ったこと。

(3) 証券投資信託は、株式投資に對する一般大衆の知識と關心とを増加せしめる作用を有しており、證券民主化の實を擧げしめる効果を有すること。

(4) 証券投資信託によって零細な投資者層による株式投資が可能となるものと考えられ、浮動購買力を長期

産業資金の調達のために吸収することができるから、企業の資本蓄積の促進に寄與し得たものと考えられること。

等々證券投資信託の有する效用を數え擧げることができ。

その反面その有する缺陷をば無視することができない。その主なものは次のとおりである。

(1) 現行の證券投資信託の信託契約の期間は、二年乃至三年となっている。その解約期において偶々證券市場が活況を呈し、その規模が著しく擴大されている場合にあつては一應問題がない。しかし市況の悪化している場合にあつては、一度に多量の株式を賣却することによって證券市場を壓迫し、更には受益者の利益をも損うこととなるであろう。又このような事態を避けようとするれば、償還に際しいわゆる乗り換えを行わざるを得ず、このために無理な新規募集を行うことになるであろう。

(2) 現在の證券投資信託の委託者は、多數のユニットを管理しなければならないから、その管理の手数は蓋し莫大なものがある。

(3) 現行の證券投資信託の委託會社は、證券會社によって營まれてゐる。しかるに證券業者と一般の受益者とは必ずしも利害が一致しないから、受益者の利益が不當に侵害せられはしないかという懸念がある譯である。

(4) 現行の證券投資信託は金銭信託であるから、あらかじめ約定せられた信託元本の額に相當する金銭の信託を行わなければならない。従つて豫定せられた受益證券の募集が行われない場合においては、受益證券の賣れ残り額に相當する金銭を委託會社において立て替え拂いしなければならぬ。それだけ委託會社の危険負擔が増大することとなる。

以上の四點が現行制度の下における最も注意せらるべき缺陷である。識者の間で會社型證券投資信託が論議せられてゐる場合の主な狙いは、このような缺陷に對する救済策を考へるといふ所にあるものと推定してよいであろう。

第五章 會社型證券投資信託の歴史

會社型證券投資信託の發生の地は英國である。一八七

九年英國裁判所は、投資信託は普通法信託によって組織せられてはならず、すべて會社法によって組織せらるべしと判決を下している。爾後英國の會社型證券投資信託は、英國の海外植民地の發展につれ、その投資對象を主として海外の證券に求め、多大の發展をしたのである。その後一八九〇年のベエリング商會の破産に基因する有名なベエリング恐慌及び一九二九年のニューヨーク證券取引所の株式大暴落に端を發した世界的な大恐慌の二度の試練を経て、一時は契約型證券投資信託の隆盛を見た。しかし昨今では再び證券投資信託の主潮は會社型のものとなっている。

米國における證券投資信託は、一九二〇年代に顯著な發達を見た。しかし一九二九年の大恐慌は、英國の證券投資信託に對すると同様米國の證券投資信託に對しても大打撃を與えた。この苦い經驗に鑑みて米國連邦政府は、證券投資信託を法規の下に置かねばならぬと痛感するに至った。一九三五年公共事業持株會社法の規定に基き、證券取引委員會(いわゆるS・E・C)は、證券投資信託に關する廣汎な調査を行った。この調査に基き一

九四〇年投資會社法が制定せられるに至った。その後第二次世界大戰の戰勝に伴う米國經濟の躍進とともに、オープン・エンドの會社(いわゆるミューチュアル・ファンド)の發展には目覺しいものがあり、クローズド・エンドの會社を遙かに凌駕している。

なお、ここにいうオープン・エンド及びクローズド・エンドの分類は、契約型及び會社型の分類とは必ずしも軌を一にしないものである。オープン・エンドの會社とは、買戻可能證券を繼續的に一般に賣り出している會社又は信託をいう。買戻可能證券とは、當該證券の所有者が何時にても、會社から、會社の總純資産現在額から當該證券の比例部分に相當する金額を、當該證券との引換で受け取ることのできる證券をいう。この型態の投資會社は、通例「ミューチュアル・ファンド」と呼ばれるものである。

クローズド・エンドの會社とは、一般の會社と同じく普通株、優先株又は社債を發行し、買戻可能證券を發行しない會社をいう。従つてこの型態の會社の發行する證券の賣買價格は、その時々需給關係又はそれに基く市

場相場によって刻々變化する。

因に、わが國における證券投資信託は、買戻可能の受益證券を發行しているから、この意味では皆オープン・^(註一)エンドであるといえるであらう。

ところでわが國において會社型證券投資信託の構想が問題とされたのは何時からであらうか。それは現行の證券投資信託法が制定せられるに當り、どの様な型式のものが妥當であるかが検討されたときである。當時において、證券投資會社案と證券投資信託會社案との二種類ものが考案せられ、前者をば會社型後者をば契約型としたのである。しかし前者は時宜に適せずとして廢案となり、後者が現行の法律の母體となつたのである。

前章で觸れたように現行の證券投資信託は、幾多の欠陥を有している。最近のように證券市場が不振となり、證券投資信託の運営が難しくなると潜在化していた欠陥が顕在化して來る。昨今再びこの問題がとり上げられるようになった理由なのである。

(註一) より正確にいうとミューチュアル・ファンデたるオープン・エンドのものは、發行證券の買戻が可能であると

ともに元本自體の増減が可能でなくてはならない。わが國における現行のものは、皆受益證券の買戻はするが、元本自體の増加は必ずしも可能でない。(元本自體の減少が可能なことはいうまでもない。)そこで第三〇頁において、オープン型とは「元本の追加信託をすることができる」ものであるといっているのは、この意味においてなのである。

第六章 會社型證券投資信託とは何か

第三章において、會社型證券投資信託に關するロビンソンの意見を引用して置いた。しかし仔細に検討するにロビンソンの考える會社型證券投資信託が果して會社型證券投資信託一般をつくしているかどうか若干疑問の餘地がある。

しかし同じく會社型證券投資信託というもその型態に種々のものがあるのであり、一體その間に共通概念があるかどうか多少疑問となる。むしろ各々の型態の會社型證券投資信託が獨自の存在價值を有するのであり、その定義づけを行うことが無内容に近いとも考えられないこともない。

現に米國の一九四〇年投資會社法も、會社型證券投資

信託が何であるかというような議論はせずに、投資會社を次の三つに分類している。

(1) 額面證券投資會社

割賦拂込方法による額面金額證書の發行業務に従事するものである。ここにいう額面金額證書というのは、發行會社が定期的に一定金額づつの拂込を受け、發行の日から二四ヶ月経過後の一定期日に一定の金額の支拂をなすことの債務を表わす投資契約證書をいう。

(2) 單位投資信託

これは信託契約、財産管理契約又はこれらに類似する契約によって組織され、取締役會を持たず、特定の證券によって構成されるユニットの持分を表彰する買戻可能證券を發行する投資會社である、契約型の一種である。

(3) 管理投資會社

前各號以外の投資會社をいい、これを更にオープン型及びクローズド型並びに分散型及び非分散型という風に分っている。

また私は、證券投資信託という用語を使用して來たが、會社型のもの論ずる限り、この用法は不正確といわな

會社型證券投資信託の問題點

ければならない。蓋し會社型における證券投資信託の概念は、證券投資信託法第二條にいう「證券投資信託」の概念と異なるものと考えられるからである。これは證券投資信託法の豫想する受益者と委託者との間に信託關係のある場合のみならず、この兩者の間に經濟上一種の信託關係がある場合をも包含するものと考えられる。このように考えて來ると會社型證券投資信託ということ自体が誤解の基であるともいえる。しかし不特定且つ多數の者から集めた資金を主として有價證券に對する投資として運用する經濟現象を表示する適当な用語がないので、いわば人口に膾炙している證券投資信託という用語を差し當り使用することとしたのである。

さて會社型證券投資信託とは、事業團體の事業目的が、その發行する有價證券の募集若しくは賣出又は信託又は出資等の方法によって不特定且つ多數の者から集めた資金を主として有價證券に對する投資として運用するものであって、當該團體の目的たる事業遂行の基礎となる資本金、基金、信託財産、出資金等の財産は、當該事業團體の解散せられない限り永久的に存在するものであると

いうことができる。

即ち會社型證券投資信託とは、

(1) 事業團體の資金が不特定且つ多數のものから集められたものであること。

(2) 前號の資金は、主として有價證券に對する投資として運用せられるものであること。

(3) 當該團體の事業目的遂行の基礎となる財産は、當該團體の解散せられない限り永久的に存在するものであること。

の三要件を具備するものである。

こういう要件を備えるものである限り次の各號に掲げるような諸事項は、何れも任意的であるということができ。

(1) 當該事業團體が法人格を有しなければならぬかどうかということ、

(2) 事業團體の資金を不特定且つ多數の者から集める場合に、證券取引法第二條第一項に規定するよう有價證券を必ず發行しなければならぬかどうかということ。

(3) 事業團體の資金が特定の第三者に必ず保管せられなければならないかどうかということ。

(4) 當該事業團體がその資金の返還、利息の支拂等において必ず條件を一にしなければならぬかどうかということ。

(5) 當該事業團體が有價證券を發行する場合にあっては、當該有價證券は當該事業團體によって買戻されるかどうかということ。

(6) 當該事業團體の事業目的遂行の基礎となる財産の増減が行われるかどうかということ。

(7) 前號によってその財産の増減が行われる場合に、あつても、増加又減少の何れか一が行われるかどうかということ。

何れにせよこれらのことは、會社型證券投資信託の本質的な要素を形成するものではない。但しそういうことは同時にこれらのことが内容的に無價値であるというのでは毫もない。寧ろ政策的に論じた場合に次のように考へることが妥當であると思われる。

(1) 當該事業團體は法人格を有する方がよいである

う。

(2) 當該事業團體は有價證券を發行する方がよいであらう。

(3) 當該事業團體の資金は特定の第三者に保管せられる方がよいであらう。

但し、その保管は民法上の寄託契約によることは勿論差し支えないが、信託契約の方法によることは、その性質上できないと解すべきであらう。

(4) 當該事業團體の發行する有價證券は、當該事業團體によって買戻せられる方がよいであらう。

(5) 當該事業團體の事業目的遂行の基礎となる財産の増減は共に行われる方がよいであらう。

これらのやり方は何れも、會社型證券投資信託が不特定且つ多數の投資者を相手とするのであるから、その有する公共的性格をより明確にした方がよいということと、最近の米國におけるミューチュアル・ファンドの發展の原因となっている諸事項を参考にしたこと等から由來しているのである。何れにせよいよいよ會社型證券投資信託が實施せられるような場合において、最も議論の

對象となるのはこれらのことであらう。

第七章 會社型證券投資信託の利點

この問題に關しては、種々議論の餘地もあるであらうし、前章において述べた會社型證券投資信託の本質論から逸脱して多分に政策論的な議論に陥ることを慮れるのであるが、私は次のように要約して見たい。

(1) 會社型證券投資信託の存續は永久的である。従つて第四章において述べたように、契約型證券投資信託に見られる解約期の到來に伴う諸難點に陥ることがない。

(2) 會社型證券投資信託は、唯一種(時に二、三種)の證書を發行するに過ぎず、その有する財産は一本化して考えられるので、事務上の簡素化に資することが多い。

(3) 會社型證券投資信託は、新證券を發行する毎に追加投資をしてゆくことになるから、時間的分散投資を自然に實行することとなる。

(4) 會社型證券投資信託にあっては、證券會社又は販賣會社、引受會社との兼營ということが考えられない

から、兼營に伴う諸弊害に陥ることがない。

(5) 會社型證券投資信託にあっては、株主總會又はこれに代るべきものの存在が認められるであろうから、株主又はこれに相當する者の保護に徹底し得ることとなる。

因に現在の證券投資信託法では、受益者の議決機關たるべき受益者集會というものを認めていない。そのため、最近證券投資信託の契約期間の延長という難しい問題を處理するに當り、監督官廳たる大藏省としては、受益者の意向を何等かの方法によって確認することを要求したことがある。こういったことから現行の證券投資信託法の規定を改正して受益者集會に關する規定を設けてはどうかという意見も存するのである。

(6) 會社型證券投資信託は、一定額の資本金、基金又はこれらに代るべきものがあれば、成立するものと考えられる。爾後の増資等のことは、株式、基金證券又はこれらに代るべきものの募集によることができるから、現在の證券投資信託の委託會社が、新規募集にかかる受益證券について、その賣れ残り額がある場合においては、

當該額に相當する金錢の危險負擔をしなければならぬというような厄介な問題を生ずる惧れがない。

(7) その他いわゆる底の浅い日本證券市場にあっては、色々な形の證券投資信託の存することは望ましいことである等が擧げられるであろう。

なお、以上述べた會社型證券投資信託の諸利點の中(1)から(3)までの諸點は、確かにオープン型證券投資信託によっても相當程度満足せられるであろうが、(4)以降の諸點は會社型證券投資信託制度の確立によって強力に推進せられることとなるものと思われる。

たゞ一部には誤解もあるようであるから、ここに指摘して置きたいことは、會社型證券投資信託が現今の證券投資信託の諸矛盾を一舉に解決する萬能藥であると考えられるはならないということである。例えば會社型證券投資信託制度が樹立されたが故に證券市場が一時に活況を呈するとも考えられない。又やゝ低調の憾のある現行の證券投資信託の受益證券の應募状態以上の狀況がこの制度に基く募集に當り出現するとも考えられない。しかしそれにもかかわらず昨今の會社型證券投資信託が論議

せられているのは一途にその有する制度的優秀性の故に外ならない。

第八章 會社型證券投資信託の在り方

現在こゝに會社型證券投資信託の在り方を論ずるのは、率直の所時期尙早の憾がないでもない。それはすべて今後の關係者の議を経て決定せられるべき問題なのである。その場合議論の大きな枠を構成するものに二つある。その第一はいかなるものが法律的に可能であるかということであり、その第二はいかなる形態のものが實際界として最も歓迎せられるかということである。實際界としては、コマーション・ベースの觀點から自ら最も好ましい形態のものを望むであろうが、それは法技術的に掣肘を受けることがあるのであろう。又逆に法技術的に容易な形態のものにあつても、實際界の要請の前に法技術的により困難なものへと移り變つてゆくことがあるかも知れない。以下の所論において、私はこの二つの大きな枠を念頭に置きながら筆を進めることと致したい。

考察の便宜上私は、會社型證券投資信託を狹義のもの

會社型證券投資信託の問題點

と廣義のものとの二つに分けて見たい。

(1) 狹義の會社型證券投資信託

これは會社型態を採るものである。これを更に商法上の會社であるものと、特別法上の會社であるものとに分ける。

第一の商法上の會社であるものとしては、合名會社、合資會社、株式會社又は實質的に商法上の會社である有限會社を擧げることができる。しかし會社型證券投資信託の事業遂行の基礎となる資金は、不特定且つ多數の者から募集又は賣出の形式によって集められるものであるから、株式會社型態が望ましいものであることはいうまでもない。

當該會社が商法の規定に基く會社である以上商法の諸規定に違反することができないことは勿論であるが、米國におけるミューチュアル・ファンドの特色を生かし、且つ前章において述べた諸利點を加味しようとするならば、勢い商法に對する種々の例外規定を設けなければならぬであらう。例えば次のようなことが考えられるであらう。

(1) 會社の設立に際して發行する株式の總數に關する商法第一六六條第二項及び會社が發行する株式の總數に關する同法第三四七條第一項の規定は、會社型證券投資信託たる會社には適用しないものとする。

(2) 商法第二一〇條の規定にかかわらず、會社型證券投資信託たる會社は、利益準備金等一定の限度内において自己の株式の取得をすることができるものとする。

前項の場合において、會社型證券投資信託たる會社は商法第一五條の規定にかかわらず、商法第一八八條の規定により登記した資本の額の變更の登記をしないことができる。

(3) 自己の株式の取得をすることができる會社型證券投資信託たる會社は、商法第二二二條及び第二九六條の規定にかかわらず、優先株式及び社債を發行することができない。

(4) 商法第三七五條第一項の規定にかかわらず、會社型證券投資信託たる會社は、取締役會の決議によって資本の減少をなすことができるものとする。

(5) その他會社型證券投資信託たる會社の發行する

株式は、無記名株式を原則とするから、株主總會に代るべき機關が設けられるものとし、當該機關には株主總會に關する商法の規定が準用せられるものとする等。

しかし立法論としては、このように數多くの例外規定が設けられた會社が商法上の會社として考えられるかどうかという批判も考えられる。そこで次に述べるような特別法上の會社という構想が生れて來るのである。

第二の特別法上の會社型證券投資信託たる會社としては、丁度保險業法第三章の相互會社が商法に對する特別法上の會社であると同趣旨のものが想定せられるであろう。

この場合においては、同法中に當該會社の基金に關する事項、總會に關する事項、取締役會の決議に關する事項、投資者の權限に關する事項等實體的規定が盛り込まれると同時に、これらに關する非常に複雑な商法の準用規定が設けられなければならないであろう。従つて相當大きな法律となることが豫想せられる。

しかしこの型態のものは、法律的には證券投資信託という用語が用いられないであろう。

故に當該會社の發行する有價證券は受益證券といふことができないであらう。これらのことは、折角こゝ數年間證券投資信託の受益證券といふことで一般投資者層に認識を深めて來たといふ事實を没却しているものであるから、この型態の會社型の新規設定及び發展が非常に困難であるといふ實際界方面よりの批判があるのである。

尤も同じく實際界の一部には、最近の證券投資信託の聲望は必ずしもよろしくないから、この際このような新しい型態のものを打ち出して新鮮な空氣を漲らすことは大いに好ましい現象である。従つてよろしくこの新型式のものゝ宣傳普及に意を注ぐべきであるといふ聲もあるのである。何れにせよこの雙方の見解には共に見るべき所があり、今後大いに議論せられなければならないところであらう。

(2) 廣義の會社型證券投資信託

廣義の會社型證券投資信託といふのは、狹義のものゝ外に、會社型證券投資信託の定義に合致するものと考えられるものである。これを二つに分ける。第一信託宣言型又はそれに類するものであり、第二は組合組織のもの

である。

第一にいう信託宣言といふのは、英米信託法の特有の法理であつて「ある財産の所有者が爾後特定の信託目的のため自己自らその財産の受託者として管理又は處分することにより信託が設定せられる關係である。」と定義せられてゐるものである。しかしこの信託宣言といふことは、わが國では認められない信託行爲であるといふのが通説である。蓋し信託法第一條において「本法ニ於テ信託ト稱スルハ財産權ノ移轉其ノ他ノ處分ヲ爲シ他人ヲシテ一定ノ目的ニ從ヒ財産ノ管理又ハ處分ヲ爲サシムルヲ謂フ」とある規定の「他人ヲシテ」に牴觸すると考えられるからである。

故にこの型式のものに多少手を加えて、一般投資者を委託者とし、信託財産の運用者を受託者として信託契約を締結し、信託會社等を信託財産の受寄者とする信託宣言型に類する證券投資信託制度が考えられて來るのである。この場合における證券投資信託とは、

(1) 一個の信託約款に基いて受託者が多數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錢を主と

して有價證券に對する投資として合同して運用する金錢信託である。

(2) 受託者が前號の金錢を銀行・信託會社等に寄託するものである。

(3) 第(1)號の信託契約に係る受益權を受益證券によつて表示するものである。

この場合においては、證券投資信託及び受益證券という用語を法律的に用いることができるから、この型式の證券投資信託の設定及びその受益證券の募集という點に難點はない。

従つて前述したような實際界の要望を満足するものと考えられるが、當該受託者は信託業を営むことになるから、信託業法の規定に牴觸することとなり、(信託業法第一條において、信託業は主務大臣の免許を受けた信託會社のみが營めることとなっている。)その調節をどうするかということとは、將來に困難な問題を殘している。

第二の組合組織は、民法第六六七條の組合契約又は商

法第五三五條の匿名組合契約によるものである。この型態のものは必ずしも法人格を有しない。

しかし米國におけるように證券投資信託制度がいわば自然發生的に發生し、州法にしろ一九四〇年投資會社法にしろ、法律は現に存する經濟組織をどの様に規制しようかということに考慮を拂う場合とことなり、わが國においては、今後の證券投資信託制度はどういう風に組み立てられなければならないかということが問題になっているのである。このような場合において、この組合組織はいかにもプリミティブであり、證券投資信託制度のように一般大衆を相手とし、高度の經濟社會の一環をなしている機關として、妥當でないことは明白である。

以上ごく概略的にいわゆる會社型證券投資信託について、その問題點を考へて見た。種々の事情から説くべくして説き得なかつた點も多いし、論理その他の點において過誤なきを期し得ない。大方の御批判を戴ければ幸いである。

(一九五五・一・七記)