

証券投資信託の法的側面

神 田 秀 樹*

要 約

本稿では、日本の証券投資信託について、その法的な側面を取り上げて、諸外国の制度と比較した場合における日本の制度の特徴を明らかにし、日本の制度についての問題点を指摘するとともに、将来のあり方についていくつかの提言を行う。

諸外国の制度と比較した場合、日本の証券投資信託制度は、さまざまな経緯から、信託法理および証券取引法との関係でやや特殊な制度的な位置づけがなされ、規制の実質の面においてやや規制過剰な面があった。後者の面については、近年急速に規制の緩和と新しい時代へ向けての環境の整備が進められているが、前者の面では、構造的な問題であるだけに従来の法体系を改めることの是非についての議論は従来あまり行われてはこなかった。

証券投資信託の分野は、より広く把握した「集団投資の仕組み」のひとつの分野として位置づけられるべきであって、従来存在してきた「業際的」処理ではなく、「集団投資の仕組み」といった汎用性のある枠組みでこの分野を法制度上もとらえて、今後の法制を整備していくことが望まれる。

I. はじめに

本稿の目的は、日本の証券投資信託について、その法的な側面を取り上げて、日本の制度の特徴と考えられる点を整理し、法制上のいくつかの論点について問題提起を行うとともに、日本の制度の将来のあり方についての視点を示すことにある。とくに、証券投資信託の仕組みに関する基本的な法制上の論点を重視することとしたい。

理念型あるいは理想型としての「投資信託」とは何かと言えば、「多数の投資家からおカネ

を集めてそれを何かに投資ないし運用する仕組み」と定義することができる。英語ではpooled investment fundとかcollective investment schemeとか呼ばれる概念があるが（後者はイギリスの金融サービス法上の概念でもある）、わが国ではこれに対応する概念が存在しない。わが国では一般に後者の英語を「集合投資計画」と訳しているが、いまひとつわかりにくい訳語である。「集団投資の仕組み」とでも訳すほうがまだわかりやすい。さらに言えば、「本

* 東京大学法学部教授

来の」仕組みというか欧米で典型的な仕組みというのは、投資家からおカネを集めることが継続的に行われ、また投資家の希望に応じてその換金も継続的に行われるもの、すなわちいわゆるオープン・エンド型のものである。

いずれにせよ、このようなpooled investment fundという広い概念と比較すると「投資信託」という言葉は、言葉としてやや問題がある。すなわち、pooled investment fundは、何も「信託」の仕組みを用いる場合に限定されているわけではなく、現実には、たとえば、アメリカの証券投資信託は株式会社形態を用いる場合が少なくない。また、運用の対象についても、本来であれば、わが国という有価証券に必ずしも限定しない形で物事を考える必要がある。

しかし、本稿では、わが国における証券投資信託法に基づく証券投資信託を検討の対象とす

ることとしたい。そして、オープン・エンド型のものを主として念頭に置くこととする。なお、わが国の証券投資信託に対応するような諸外国での仕組みに言及する際も、他に適切な言葉がないので一応本稿では「投資信託」という言葉を用いておくこととする¹⁾。

以下、Ⅱにおいて、諸外国における証券投資信託の法制度上の位置づけを概観する。そして、Ⅲにおいて、日本の投資信託の法制度上の位置づけと特徴を検討し、あわせて若干の問題提起を行う。Ⅳにおいては、日本における他の集団投資の仕組みに簡単に言及し、その関係での問題点等を指摘する。最後に、Ⅴにおいて、近年議論がなされたいくつかのトピックを中心として、日本の証券投資信託法制の将来のあり方について若干の提言を行う。

Ⅱ．諸外国における証券投資信託

Ⅱ－１．アメリカ

(1) 制度の特徴

アメリカの制度的枠組みは、連邦レベルの規制と州レベルの規制があってもなかなか複雑であるが、規制の中心は、連邦の1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）という法律である。このほか重要な法律は、連邦レベルでは、1940年投資顧問業者法、そして、わが国の証券取引法の母法である1933年証券法および1934年証券取引所法などである。

アメリカの1940年投資会社法による規制の特色としては、次の点があげられる²⁾。すなわ

ち、第1に、ファンド自体をSECに事前に登録することを要求する。第2に、オープン・エンド型のファンドについては、そのファンドの法律形態のいかんにかかわらず、次のような「ガバナンス」の仕組みを要求する。すなわち、取締役会（と呼んでおく）や投資家による総会（株主総会）を中心とする運営機構を設けることを要求し、ファンドの運営については取締役会（そのメンバーの4割以上は利害関係のない者であることを要する）が義務と責任を負い、投資顧問業者への運用委託契約等の重要事項については毎年取締役会が承認をし直すことを要求し、また、取締役の選任やファンドのタイプの変更などの基本的事項は株主総会が決定

¹⁾ 本稿は、田邊昇氏の多くの研究に負うところが大きい。また、本稿での筆者の主張は、研究会等の場における岩原紳作教授のご教示に負うところが大きい。資料収集等の点では古川文久氏の助力を得た。

²⁾ 神田秀樹「アメリカにおける証券投資信託規制」財団法人資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について』215頁以下（1992年）参照。

することを要求する。第3に、法律自体、立法の動機となった立法直前に生じた各種の不祥事の再発を防止するために、いくつかの実体的な規制をしている。その中心的な規制は、(a)ピラミディングの禁止、(b)利益相反取引の禁止、(c)レバレッジの規制であるが、そのほかにも、(d)報酬・手数料の規制、(e)販売行為の規制などの重要な規制がなされている。これらの規制はかなり厳しい規制であるが、実務では、規制の一部または全部について個別事例ごとにSECから適用除外を認めてもらう途があり、かなり活用されているようである³⁾。

以上のような規制の構造は他国の規制構造と比較するとかなり異なっているが、アメリカでは、この分野の規制は投資会社法制定以来今日に至るまで、基本的にはうまく機能してきたと理解されており、以上のような規制構造が将来大きく変化する可能性はない。

(2) 近年の動向

① SEC投資管理局スタッフによる1992年報告書

SECは、1990年に投資会社法の全面的な見直しを検討するための意見照会を行い、寄せられた各界の意見を基礎として、1992年の5月に投資管理局スタッフの研究成果として「投資家保護のあり方：投資会社規制の半世紀」と題するかなり分厚い報告書を公表するに至った⁴⁾。

その後のこの分野の動きは、その報告書で示された線に沿ったものと言うことができる。このような全面見直しの検討が行われるに至った背景には、3つの事情がある。すなわち、第1に、いわゆる証券化（セキュライゼーション）現象が進展し、投資会社法で規制すべきではないかとの声が出てきた。第2に、アメリカの投資会社のガバナンス規制は、ヨーロッパや

日本のような契約型の投資信託の場合と異なり、年1回株主総会を開く等を要求する点でコストをもたらしており、アメリカの投資信託業界を他国の業界と比較すると競争上不利としているとの声が出ていた。第3に、アメリカでは外国投資信託の販売がほとんど不可能な状態であって、これを改める必要があるとの声が強くなった。以上の3つのほかにも、私募投資信託規制の改善やSECによる適用除外手続の迅速化等々、幅広い論点が検討の対象とされた。その結果公表された報告書においては、比較的保守的な結論がとられており、このことは、過去50年間投資会社法のもとでこの分野はうまくやってきたという事実を確認する形となっている。

報告書の内容のうち、本稿の問題意識に関連する点としては、契約型投資信託の導入の是非についての議論がある。この問題については、報告書は消極的な立場をとっている。取締役会が責任をもつというアメリカ特有のガバナンス構造はすぐれているというのがその積極的な理由であり、消極的な理由として、株主総会や取締役会を持たない契約型投資信託を導入すると誰が投資家に対して責任をもつかということが問題となり、結局は、監督官庁ということになるだろうが、それは無理であると指摘されている。

② その他

その他にも近年の動きは無数にあるが、本稿の問題関心と関連するものは、次のような動きである。

第1に、1993年7月1日からオープン・エンド型投資信託のパフォーマンスの目論見書および年次報告書におけるディスクロージャーが強化された⁵⁾。具体的には、過去のパフォーマンスに影響を及ぼしたと考えられる要因等を説明し、パフォーマンスをベンチマークとなるイン

³⁾ 前注文献参照。

⁴⁾ SEC, Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation (1992).

⁵⁾ SEC Release No. 33-6988; No. IC-19382, Disclosure of Mutual Fund Performance and Portfolio Managers, 58 FR 19050(1993).

デックスとの比較で表で示すこと等が要求され、また、ファンド・マネジャーの氏名等のディスクロージャーや取締役による過去のパフォーマンスについてのわかりやすい記述説明が要求されることとなった。

第2に、リミッティッド・パートナーシップ形態のファンドについてリミッティッド・パートナーを関係者でないとする等、この形態でのファンドの設立を容易にする旨の規則が制定された⁶⁾。

II-2. ECの投資信託指令

周知のように、ECでは、いわゆる域内市場の統合との関係で、金融・資本市場分野その他の分野において、加盟国の法制の調整を目指した各種の指令（ディレクティブ）が作成されている。本稿との関係で重要な基本的な考え方は、「シングル・パスポート」という考え方で、銀行業については、これが1993年1月1日からすでに実施されている。証券業については、1996年1月1日の実施を目指している。投資信託分野については、ごく限られた範囲で指令が成立しており、一部実現しているという状態にある。いずれにせよ、イギリス、ドイツ、フランスの近年の投資信託分野の動向は、このEC指令の影響を強く受けている。

「シングル・パスポート」という考え方は、ある国でたとえば銀行免許を受ければ、他国で自由に（すなわちその国で改めて銀行免許を受けなくても）銀行業務を行うことができるものであるが、そのような「相互承認」（mutual recognition）の考え方に付随して2つの原則が承認されている。(a)問題となる機関の監督について責任を負うのは、免許付与国（ホーム国）であり、活動地所在国（ホスト国）ではない（home country control）。(b)前提として、各

国の監督規制が最小限度統一ないし調整されていること（minimum harmonisation）。したがって、ECの各種の指令は、これらを実現するために制定されているわけである。

投資信託の分野については、ある国で認可ないし承認を受けた投資信託は他国で改めて認可ないし承認を受けることなしでその国で販売できるということになるが、その点および最小限度の各国規制の調整を目指したものとして、1985年にUCITSと呼ばれる指令が制定され（85/611/EEC, 20 December 1985）、それが改訂を経て今日に至っている。UCITSというのは、undertakings for collective investment in transferable securitiesの略であり、重要なことは、1985年の指令では、(a)伝統的な株式や社債といった証券に投資するファンドでオープン・エンド型のものだけを対象としているということと、(b)同指令は、仕組みについては各国規制の調整のための最小限度のルールを設けているが、販売規制についてはまったく触れておらず、100%各国の規制にゆだねていることである。

そこで、この指令の内容の骨子を簡単に紹介すると、次のとおりである⁷⁾。すなわち、第1に、ファンドの法律形態は問わない（会社型でも契約型でも同じ）。第2に、ファンドの資産は独立した寄託機関または受託者に保管させることを要求する。第3に、管理会社、投資会社および寄託機関はすべて投資家に対していわゆる善管注意義務・忠実義務を負う。第4に、ファンドの運用については、基本的には「効率的なポートフォリオ運用」という基準での分散運用を要求するが、証券以外の物件についてはファンド資産の10%までとか、借入は一時的なものにかぎり資産の10%以内とするとかの制限を設ける。第5に、投資家に対するディスクロージャーを充実させ、証券販売時における目

⁶⁾ 1940年投資会社法規則 2 a 19-2 ; 2 a 3-1. SEC Release No. IC-19658

⁷⁾ 山下友信「EC・ドイツ・フランスにおける証券投資信託規制」財団法人資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について』263頁以下（1992年）参照。

論見書の作成・交付およびその後の継続開示として運用報告書を半年ごとに作成・交付する。

その後、この1985年指令は、1988年に小さな改正を受けたが(88/220/EEC, 22 March 1988), 1993年に入って、かなり大規模な改正が提案された(COM(93) 37 final, 9 February 1993. その後の修正版は, COM(94) 329 final, 20 July 1994)。1993年の改正提案の骨子は次のとおりである。(a)従来、株式や社債等の証券に投資する投資信託のみをとりあげていたのに加えて、あらたに、MMFとファンド・オブ・ファンドを指令の対象とする。(b)従来の運用規制の緩和を行う。とくに、銀行預金の保有を資産の20%まで認めることとするほか、金融派生商品の組み入れをファンド資産でカバーされる範囲であれば量的限定なしで認めることとする点が重要である。(c)従来は販売行為の規制は指令の対象外であったが、あらたに、銀行指令や証券指令にならって、投資信託の販売について販売国の規制のもとで銀行業務や証券業務を行う場合と同じあらゆる販売チャネルを用いて販売を行ってよい旨の一般的な規定を設ける。

II-3. イギリス

(1) 制度の特徴

イギリスの制度の特徴は、投資信託に関するかなり包括的な法制が1986年の金融サービス法のもとで整備されたために、制度としては、非常に広い範囲での、ある意味では理想型に近い形での制度ができあがっているという点であろう⁸⁾。すなわち、金融サービス法は、あらたに「collective investment scheme」という概念を導入し、何に投資するものであれ、集団投資の仕組みは投資家保護のために金融サービス法の定める規制に服するという制度を構築した。しかしながら、仕組みの形態としては、オープン

・エンド型のもので、イギリス国内で認可される(認可を受けないと一般投資家に販売することができない)ものは、法制上もユニット・トラストという信託型の仕組みだけとなっている。もっとも、この法律ができる前までは、ユニット・トラストで認可を受けられたものは「証券」投資信託だけであったが、この法律によって、その他のものに投資するユニット・トラストについても認可を受けて一般投資家へ販売することが可能となり、実際にも、不動産に投資する不動産ユニット・トラストや先物・オプションのみに投資する先物・オプション・ユニット・トラストが、数は少ないが、認可を受けて、一般投資家向けに販売されるに至っている。

オープン・エンド型のものについて、イギリスの制度の特徴を述べると、つぎのような点があげられる。(a)認可をうけて初めて一般投資家への販売が認められる。(b)国内でのオープン・エンド型投資信託は、認可を受けられるものは、信託型のものにかぎる。(c)運用会社と受託者(普通は銀行)とは別個であることが要求され、いずれも金融サービス法上の認可業者である必要がある。なお、受託者は運用会社の行動を監視する権限を有し義務を負い、その結果を受益者(投資家)に報告する義務を負う。(d)信託の法理との関係では、投資家が委託者兼受益者となり、管理会社および受託者はいずれも、信託法理上は「受託者」とされ、善管注意義務および忠実義務を投資家に対して負う。

(2) 近年の動向

イギリスの制度の近年の動向としても、いろいろな動きがある。2, 3の点を紹介すると、次のとおりである。(a)伝統的な証券投資信託のほかに、不動産ユニット・トラスト、先物・オプション・ユニット・トラストについても認可

⁸⁾ 以下本文では、筆者なりに過去の調査に基づく要点を述べるが、イギリスの規制の概要については、たとえば、森田章「英国の証券投資信託制度」財団法人資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について』235頁以下(1992)参照。

が可能となった旨は上述したが、そのほかにも、MMF、ファンド・オブ・ファンド等の類型に応じて、キメ細かい運用規制等が定められた⁹⁾。(b)UCITS指令の影響で運用規制が緩和された。とくに、金融派生商品の組み入れ規制等が緩和された¹⁰⁾。(c)アメリカのような「会社型」投資信託の導入のための法改正が検討されている。その背景としては、数年前から、先物・オプション・ファンドの場合に、信託型だと株式会社と異なり有限責任の原則が法律上必ずしも明確でないで、会社型を導入すべきだとの声が高くなったことと、他国（とくにアメリカとフランス）では会社型投資信託がかなり普及しているため会社型投資信託のほうが投資家（とくに外国投資家）になじみが深く、イギリスでも競争上、会社型投資信託の導入が必要であるとの認識が強まったことが挙げられる。会社型投資信託についても、規制との関係では、「機能」に応じた規制を行うこととし、信託形態のものと同じ規制の適用がなされることとなっている¹¹⁾。

II-4. ドイツ

ドイツの制度の特徴は、オープン・エンド型の投資信託（証券投資信託のほか不動産投資信託等がある）のために特別の法律を作っているという点であり、その点では、わが国に近いとも言える。その特別の法律とは、1957年投資会社法（KAGG：Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften）である。しかし、注意すべきことは、投資会社（Kapitalanlagegesellschaft）と

言っても、アメリカのようにファンドそのものが投資会社というわけではなく、ファンドの法律形態は「契約型」である。では何が投資会社かと言えば、それは、わが国でいう投資信託委託会社である。ドイツには信託法というものが存在しないので、ファンドに対する投資家の権利をどのように法的にとらえるか、そして、またファンドの資産を投資家に属するものとしてどのようにして安全に保管するかが、制度を作る際に問題となった。その結果、ファンドの資産を「特別財産（Sondervermögen）」と制度上名付け、その資産の所有権としては、投資会社がこれを所有するか、または、多数の投資家が共有するかのいずれかの法律構成をとることとした。そして、ファンドの資産自体は運用を行う投資会社とは別個独立の寄託機関（通常は銀行）に寄託する（信託ではない）こととした¹²⁾。

また、規制面では、投資会社を規制・監督するところに重点が置かれ、ディスクロージャーや運用・販売面での行為規制はそれほど詳細ではない。

なお、近年の動向としては、ドイツについては、UCITS指令に対応するためのいくつかの制度改正がなされたほかは、本稿の問題意識との関係で言及すべき動向は見当たらない。

II-5. フランス

(1) 制度の特徴

フランスの制度の特徴のうち一番重要なものは、いわゆる大陸法系の国でありながら、わが

⁹⁾ SIB, The Financial Services (Regulated Schemes) Regulations 1991 : Reissued Text (1993). なお、この規則自体は他の点でその後さらに改正を受けている。SIB, The Financial Services (Regulated Schemes) (Amendment) Regulations 1994.

¹⁰⁾ Id.

¹¹⁾ HM Treasury, Open Ended Investment Companies — A Proposed Structure (1993) ; HM Treasury, Open Ended Investment Companies — A Second Consultation Document & Draft Regulations (1995). この会社型投資信託のガバナンスのあり方については、とくに取締役会のあり方をめぐっておいに議論されている。

¹²⁾ 山下・前掲(注7)参照。

国で言えば商法に株式の償還等についての特別規定を設けて、会社型の投資信託（SICA V）をかなり昔から制度的に承認してきたという点であろう。その後、契約型の投資信託（FCP）も導入されたが、UCITS指令への対応のため、この両者をオープン・エンド型ファンド（OPCVM）概念のもとに統合して機能的に規制する立法が1988年になされ、その後の規制の体系ができあがっている¹³⁾。なお、投資信託の残高はアメリカに次いで世界第2位であるが、その大部分はMMFであり、銀行の資金調達手段となっているとも推測される。

(2) 近年の動向

UCITS指令に対応するための改正のほ

か¹⁴⁾、フランスでは監督官庁である証券取引委員会（COB）がこの分野の規制の改善にきわめて積極的な態度をとってきており、1991年以来ファンドの個別承認手続および内容の改善等がなされたが、1993年にはファンドの透明性を高めるために、経理基準の改正やファンドの分類方法の改善、ディスクロージャーの改善等が相次いで行われ、1994年1月1日から新体制がスタートすることとなった¹⁵⁾。その結果、各ファンドは、株式ファンド、公社債ファンド、MMF、元本保証ファンド、その他の5分類を機軸とする分類に従ってファンドのタイプ（8種類）を投資家に開示して販売されることとなっている（ファンドのタイプの変更にはCOBの承認を要する）。

III. 日本の投資信託

III-1. 信託法理との関係

(1) 制度の特徴

日本の証券投資信託（以下、単に「投資信託」と呼ぶ）は、証券投資信託法が制定される以前から存在していたが、それ以前のものはいろいろな仕組みがあった。昭和26年に証券投資信託法が制定された際、なぜ信託の仕組みを次に述べるような特殊な形で採用することとなったのかは、必ずしも明らかではない。おそらく、適切な規制を施すには特殊な形で信託の仕

組みを採用することが望ましいと考えたのではないかと推察される。

その結果、証券投資信託法においては、委託会社を免許制とし（同法6条以下）、信託会社または信託業務を行う銀行を受託者として両者の間で信託約款を締結するととし（同法4条1項）、その約款について大蔵大臣の個別承認制（同法12条以下）を採用するという形で制度的な枠組みが構築されることとなった。そして、両者の間で締結される信託契約に基づいて成立する受益権を分割することとし、分割され

¹³⁾ 山下・前掲（注7）参照1988年法のもとでの基本法令等はつぎのとおりである。1988年12月13日法律88-1201号、1989年9月6日デクレ89-623号、同89-624号、1989年9月28日COB規則89-02号、1989年9月30日COB通達、1990年7月5日COB規則90-06号。デクレ以下はその後たびたび改正されているが、主要なものは、後掲（注14）（注15）参照。なお、その後の改正も含めたフランスの規制の概観は、たとえば、Pezard, Droit des marchés monétaire et boursier, p. 239 et s. (1994)。

¹⁴⁾ 1991年6月21日デクレ91-605号（デクレ89-623号の一部改正）（分散運用規制の緩和等）、1992年11月27日デクレ92-1242号（デクレ89-624号の一部改正）（スワップ取引の利用の承認）等。

¹⁵⁾ Arrêté du 6 mai 1993 relatif aux dispositions comptables applicables aux OPCVM（経理基準）；COB, Instruction du 27 juillet 1993 relative aux OPCVM pour l'application du règlement no 89-02 du septembre 1989（ファンド承認手続、分類、開示等に関する包括的な通達。1989年通達の全面改正版）。

た受益権を不特定多数の投資家が取得・保有するという法律構造をとることとなった（同法2条1項）。そして、信託財産の運用については、委託会社の指図に基づいて受託者がこれを行うという体制がとられることとなった（同法2条1項）。

ところが、このような法律構成は、形式的には信託法と整合性が保たれているものの、実質的にみると、証券投資信託についてのあるべき信託の法理とでも言うべきものを修正したものとするべきである。すなわち、信託法理との関係では、委託会社を委託者としたため、受益者と委託会社との間には信託法理からは直接には権利義務関係が出てこない。とくに、財産の運用指図を行うのは委託会社であるので、委託会社は受益者に対して善管注意義務や忠実義務を負うべきであるが、そのような結論は信託法理を形式的に適用すると出てこない。むしろ、受託者だけが受益者に対して善管注意義務や忠実義務を負うということになる。

このような問題点は、その後、昭和30年代にいろいろな形で議論の対象となった。とくに、委託会社は投資家に対して善管注意義務や忠実義務を負うということを明確にすべきであるという点と、約款は形式上は委託会社と受託者の間で締結されるものの、実質的には、投資家を相手方とするものとみるべきであるといった点が、指摘された¹⁶⁾。その結果、昭和42年の証券投資信託法の改正において、委託会社は投資家（受益者）に対して善管注意義務および忠実義務を負うことが明定された（同法17条1項）。

以上のほかにも、昭和41年の商法改正によって株主の議決権行使についていわゆる不統一行使の規定が整備されたこととの関係で、投資信

託による議決権行使についても、形式的には受託者が行使するものの、委託会社が指図を行うべきものか、また、その際、委託会社は善管注意義務や忠実義務を負うべきかが議論され、この点についても、委託会社は受託会社による議決権行使について指図を行うことが明定されるとともに（証券投資信託法17条2項）、その際には善管注意義務および忠実義務を負うべきことが確立した解釈となつた¹⁷⁾。

以上の結果、信託法理との関係では、委託会社も実質的には信託法理にいう受託者とともいうべき地位に立つことが明らかとなった¹⁸⁾。

(2) 問題点

上記のように、運用指図を行う会社を信託法理との関係で委託者と位置づけ受託者としなかったことから生ずる不都合は、その後の法律改正で、特別規定を証券投資信託法のなかに置くことにより解決されている。したがって、委託会社が投資家に対して忠実義務を負うこととなる等といった結論のところでは、現在は不都合はない状態にある。

しかしながら、他方において、上記のような信託法理上の位置づけは、いくつかの問題点を残しているように思われる。たとえば、第1に、証券投資信託法4条1項は「証券投資信託契約は、委託会社を委託者とし、信託会社または信託銀行を営む銀行を受託者とするのでなければ、これを締結してはならない」と規定し、同3条では「何人も、証券投資信託を除くほか、信託財産を主として有価証券に対する投資として運用すること〔中略〕を目的とする信託契約を締結してはならない」、「ただし、信託の受益権を分割して不特定かつ多数の者に取得さ

¹⁶⁾ 鈴木竹雄「証券投資信託約款の法的性質」同『商法研究Ⅲ』357頁以下（初出は「経済法」4号）（1961年）参照。

¹⁷⁾ 鈴木竹雄「証券投資信託と議決権」同『商法研究Ⅲ』113頁以下（初出は「商事法務」484号）（1969年）参照。

¹⁸⁾ たとえば、信託法についての教科書である四宮和夫『信託法〔新版〕』50頁（1989年）は、「証券投資信託の委託者は機能的には受託者に近く、実質的委託者は一般投資家であろうと考えられる」と述べている。

せることを目的としないものについては、この限りでない」と規定している。この規定は、要するに、証券投資信託法の規制を受けないような形で、証券投資信託と同じことを行うことを禁止する趣旨の規定である。ところが、このような規定では、十分でないことは明らかである。たとえば、第1に、信託という法形式を使わないで経済的実体は証券投資信託と同じ仕組みを作ったとしても、上記の規定でこれを禁止することはできない。また第2に、信託を使ったとしても、受益権を分割しなければ、上記の禁止規定に文言上触れないということになる。実際、ベンチャー・キャピタルや合同運用指定金銭信託などのような有価証券に運用する仕組みが存在するが、これらは、いずれも、上記の3条に触れるわけではない。これらの仕組みは、後述するように、現在のところ別の規制に服しているが、法的には、何の規制にも服さず、かつ、上記の3条の禁止にもあたらないような仕組みを作することは容易である。

この点については、後述するが、広く有価証券に運用する仕組みのすべてについて、それが信託の仕組みを使うか否か、信託の仕組みを使うとして受益権の分割という手法を使うか否かにかかわらず、同じルールを設ける必要がある。

第2に、委託会社が、通常は証券会社を通じて、投資家から集めたおカネについて、現在の仕組みについての法形式では、信託が成立するまでの間に、かりにもし委託会社が倒産したような事態が生じたとすると、投資家を保護することが法的に困難である。この点について、たとえばイギリスでは、投資家からおカネを集めた時点では、業者は信託を成立させる義務を投資家に対して負い、その投資家との関係は信託に準じた関係として、業者は投資家に対して忠実義務を負うと解されている¹⁹⁾。日本では、こ

の問題は、(a)一般的な問題として、証券会社が顧客から預かったおカネ（およびその他の有価証券等）について、もし証券会社が倒産したような場合に、どのように顧客を保護すべきかという問題と、(b)投資信託に固有の（法律）問題として、信託成立までの間の投資家のおカネをどのように保護すべきかという問題に区分することができる。そして、前者については、より一般的な証券会社と顧客との法的関係についての問題として適切な法制整備を早急に行う必要がある²⁰⁾。また、後者については、イギリスのような考え方を現行法上の解釈論として採用することは困難である面があるので、立法的な手当てを行う必要がある。

III-2. 証券取引法との関係

(1) 制度の特徴

証券取引法との関係についても、証券投資信託はやや特殊な位置づけがなされている。すなわち、証券投資信託の受益証券は、証券取引法上の有価証券とされているが（同法2条1項7号）、ディスクロージャーとの関係では、適用除外証券とされている（同法3条）。したがって、投資信託の受益証券の販売その他の取扱いの面については証券取引法が適用されるが（その他、投資信託の受益証券には流通市場が存在しないのであまり現実的ではないが、不公正取引禁止関係の規制についても証券取引法の適用がある）、ディスクロージャーについては、証券取引法の適用はなく、たとえば、一般の企業が証券発行に際して証券取引法に基づいて行うような詳細なディスクロージャーは行われない。

そこで、証券投資信託法のほうで、20条の2という規定を設け、ディスクロージャーを要求することとなった。すなわち、この規定は、委託会社に受益証券説明書の作成を求め（証券取

¹⁹⁾ この点は、ヘイトン教授に教えていただいた考え方である。

²⁰⁾ 最近、ベアリングズ社の倒産の際にこの問題が一時顕在化した。小林秀之ほか「国際倒産と証券取引」金融法務事情1427号23頁以下（1995年）参照。

引法上の発行開示に相応)、また、受益証券についての運用報告書の作成を求めている(証券取引法上の継続開示に相応)。

(2) 問題点

上記の証券投資信託法の規定に基づくディスクロージャーは、従来は、その内容において、証券取引法に基づくものと比較すると、簡易にすぎたきらいがある。ただし、この点は、理論的には、それほどおかしいとは言えない。なぜなら、一般の企業の証券発行の場合とは異なり、証券投資信託においては、一般投資家に販売される証券(受益証券)を作りだす主体を免許制とし、かつ、証券の作りだし方を個別承認制にしているのであって、これらの形で投資家保護をはかっている以上、証券販売に際しての投資家に対するディスクロージャーは簡略なものでも不思議ではない。

ただ、このような体制は、今後のことを考えると、なお改善される必要があるものと考えられる。

第1に、現行法は、受益証券説明書を作成することまでしか要求しておらず(証券投資信託法20条の2第1項)、証券取引法上の目論見書の場合と異なり(証券取引法15条参照)投資家に対する交付義務がない。現在この点は、証券投資信託協会の自主ルールとして交付を求めているが、この点については、法律上も、交付を義務づけることが望ましい。

第2に、運用報告書の作成の頻度について、法律上定めがない。従来は、年1回であったの

が、最近、年2回となった。この点も、法律上明定することが望ましい。

第3に、より根本的には、後述するように、今後、委託会社の免許制や約款の個別承認制(とくに後者)については、大幅な規制緩和または規制の撤廃が検討されることとなるものと予想される。そのような場合には、上記の実質論のロジックからいっても、ディスクロージャーが一層重要となる。そうすると、たとえばアメリカ法におけるように、投資信託受益証券についても、基本的には、証券取引法によってディスクロージャーを行うこととし、必要な特別扱いがあればそれを証券投資信託法で行うこととする方向が検討されるべきもののように思われる。

なお、この点に関連して、現行法のもとでは、外国の投資信託の受益証券についてのディスクロージャーは証券取引法で行われている(同法2条1項8号。同法3条の適用はない)。これは、実質論としては、外国の投資信託の場合には、仕組みレベルで日本の監督当局の規制が及ばないためであるが(上記のロジックによればこの点が国内の投資信託との違いとして重要であることになる)、結果として、外国投資信託についてのディスクロージャーのほうが国内の投資信託についてのディスクロージャーよりも詳細になっている。おそらく、将来は、日本の投資信託についても、現在の外国投資信託についてのディスクロージャーと同じ程度のディスクロージャーが要求されることとなるものと考えられる。

IV. 集団投資の仕組みと証券投資信託

日本の証券投資信託制度は、他の金融・資本市場にかかわる制度と同様、複雑な歴史のうに成立し発展してきた。とくに、戦後の金融・資本市場分野における業界の縦割りと棲み分けという歴史のなかで、投資信託制度は運営され

発展をとげてきたことが重要である。このような点の詳細は、他の論稿にゆずるが²¹⁾、本稿の問題意識との関係では、次の2点が注目される。

すなわち、第1に、日本の証券投資信託は、戦後の証券投資信託法制定時において、その担

い手を証券界とするという途を選択した。この選択は、同法が「証券」投資信託に関する法律として制定されたことからきわめて自然な選択であったと考えられる。しかし、制度導入の当初は、受託者として関与することが制度上要求される信託業界（信託銀行界）を担い手として制度を導入することも検討されたようである²¹⁾。証券投資信託法の作り方からみると、証券界と信託業界との双方が必然的に関与せざるをえない。しかし、いろいろな事情で、証券界を担い手として制度が発足した。その結果、信託銀行のかかわり方は、他の商事信託において信託銀行が果たしてきた役割と比較すると、きわめて異例な形となった。すなわち、信託銀行は、証券投資信託においては、他の商事信託におけるのと異なり、信託財産の受動的な管理のみを行うという純粋なカストディ業務のみを担当することとなった。このことは、信託業界は、この分野の発展によって信託報酬を期待できるものの、その報酬の割合は他の商事信託の場合と比較すると格段に小さく、したがって、信託業界としては、他の形での「集団投資の仕組み」の開発や発展により積極的になるわけである。

他方、証券界を担い手とするという意味は、制度の作り方との関係では、投資信託委託会社を証券界が担うということを意味する。実際、委託会社が証券会社から法律的に分離された後も、委託会社には「設立母体」としての「親」証券会社が存在するという状態で（ただし法律的には、独占禁止法11条1項により「親」証券会社は委託会社の株式を現在でいえば5%を超えて保有することはできない）、この分野は歩んできた。実際にも、証券会社を「設立母体」とする委託会社のみが免許を付与されるという行政が行われてきた。その結果、投資信託の運営は、親証券会社の経営戦略のなかでのみ存在

しえてきた。この点については、昔から委託会社の親証券会社からの独立性を確保・強化すべきであるという主張が投資信託研究会のような場で何度もなされてきたが、そのような主張はそれ自体は正しい面があるものの、問題の提起のしかたそのものが日本の特殊性を示している好例である、諸外国では「設立母体」などという概念は存在せず、平成元年に証券会社以外を設立母体とする旨の規制緩和が行われた際にも、諸外国からはこの設立母体という概念がよく理解してもらえなかったようである。

この点で対照的な分野は、投資顧問業の分野である。この分野は、昭和61年に投資顧問業法（正式名称は「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」）を制定する際に特定の業界を担い手とするという政策は採用されなかった。その理由としては、おそらく、同法制定の契機となったのは、投資ジャーナル事件等の不祥事の再発防止という点にあったため、法律の作り方が当該分野を育てるという政策を基本とする形になっていなかったこととも関係があるものと推察される一方、すでに投資顧問の分野には各業界が参入していたという事実があったためと考えられる。証券投資信託の分野が、戦後の証券取引法65条による銀行・証券分離政策が採択された時期に、証券界に割り振られたことが、この分野のその後の歴史的な発展、「日本型証券投資信託」の発展の歴史にとって大きな意味をもつこととなったわけである。

第2に、上記の点とも関係するが、証券投資信託がひとつの業界に割り振られた結果、その活動範囲等については、他の分野と同様に縦割り規制に基づく棲み分けのルールが適用されるに至った。つまり、制度発足当初に認められる範囲の活動を超えた活動を展開しようとする、他の業界との「業際問題」を生ずることとなり、そのために、資本市場の発展に即した投

²¹⁾ 日本の投資信託の特徴点の詳細については、本誌における田邊昇氏の論稿を参照。

²²⁾ 筆者が見聞したところによれば、当初、信託業界に対して話が持ちかけられたが、信託業界はそれを断ったという経緯があるそうである。

資信託業界の発展が阻害されがちになる。

もともと、多数の投資家からおカネを集めてそれを合体して何かに投資・運用するという仕組みは汎用性が高く、また経済合理性のある仕組みである。したがって、そのような仕組みは特定の業界が担当するにはあまりに大きな分野にすぎる。日本では、この点、「証券」投資信託という運用対象を限定する制度を作り上げることによって、この投資信託を証券界に割り振ったわけであるが、その結果、いくつかの問題点を内包することとなった。すなわち、(a)証券投資信託は結局のところ「証券」に運用する投資信託の域をでることができない（できないという意味は、法改正を行えば法的には可能であるが、そのような法改正は業際問題となるという意味である）。証券投資信託法2条1項は、証券投資信託を定義して「(前略)特定の有価証券に対する投資として運用すること（当該運用に関連して有価証券指数等先物取引、有価証券オプション取引又は外国市場証券先物取引を行うことを含む。…）を目的とする信託」としている。カッコ書の部分を除けば、この法律に基づく集団投資の仕組みは「特定の有価証券」への運用を目的とするしかないのである。

しかし、経済実体から言えば、有価証券以外のものを運用対象に含めたほうが合理的な運用を行いうる場合がないではない。たとえばアメリカの投資会社法は投資会社（日本の証券投資信託）の定義として「主として証券に運用するもの」と定義しているが(同法3条(a)(1))、日本では「主として」という表現を法改正で導入することさえ業際問題を惹起すると懸念から公式の場での検討課題になったことはない。他方、有価証券以外のものへの運用は「余資」運用と位置づけられ、例外的にのみ（従来は10%まで）これを認めるというルールが採用されてきた。とくに、「有価証券」概念そのものが、証券取引法上の有価証券概念（同法2条1項2項参照）と直結しているために（この点もそのような理解を貫徹しないと業際問題を引き起こすためにそのような理解が確立してきたと見受けら

れる）、証券取引法上の有価証券に該当しないものは、欧米では有価証券であっても、余資運用の対象ということになり、平成4年の金融制度改革の結果、証券取引法上の有価証券概念が拡大されると、こんどはその拡大によって新たに有価証券となった部分については（たとえばコマーシャル・ペーパー）、自動的に余資運用の対象から有価証券に移行するという結果が生じた。

以上の点について、別の言い方をすれば、日本の証券投資信託が証券界を担い手として出発したことそれ自体は自然な流れであったと評価できるが、その結果、望むと望まないにかかわらず、運用対象その他の面で、業際問題から証券取引法上の有価証券その他の担い手に関する規制と直結せざるをえないという宿命を背負うこととなり、その結果、投資信託の合理的な発展が阻害されうる場合があったということになる。将来の課題としては、この分野を、業際問題から解放し、同時に、有価証券概念等についても、証券取引法上の有価証券概念との連結にこだわらない方向を目指すことが必要である。

(b)他方において、証券界以外の業界においては、有価証券以外に運用する集団投資の仕組みを作ることは、関係法令を遵守するかぎり可能であり、また実際にも行われてきたが（たとえば、貸付信託法に基づく貸付信託）、戦後、日本の証券市場が大きく発展するなかで、「有価証券」に運用する仕組みが続々登場した。その際に、現行の証券投資信託法がそのような仕組みを禁止したり規制したりできない構造になっていることは前述した。その結果、これらの証券投資信託以外の仕組みで有価証券に投資する仕組みについては、その範囲等の面について、事実上の「業務分野調整」が行われて今日に至っている。

たとえば、合同運用指定金銭信託という商品は、信託銀行が多数の一般投資家からおカネを集めてそれを合同運用する金銭信託であるが、その運用対象として、証券市場が発展すれば、有価証券を組み入れるニーズが出てくることは

きわめて自然である。この商品は、その作り方からして、前述した証券投資信託法3条には抵触しない（同条の趣旨に抵触するという見解はありうるかもしれないが、そのような見解は、従来の縦割りの制度的な制度の作り方からいうと成り立ちえない）。そこで、この金銭信託における有価証券運用の程度については、業務分野調整という行政指導によって、現在でいえば信託財産の4割まで（株式は2割まで）というルールが採用されるに至っている。

また、業際というよりも「省際」の領域であるが、ベンチャー・キャピタルは、新規企業育成のために公開前の企業の株式に投資するもので、そのファンドの形態は事業組合方式を採用しているため上記の証券投資信託法3条と抵触しないが、ここでもまた、分野調整は別の形となって現れている。すなわち、証券投資信託のほうで、公開前の株式への運用は行わないこととしてきたのである。

このような業際問題は、有価証券に運用する仕組みを位置づけるにあたって、「多数の」投資家からおカネを集めることを認めるか否かという点でも線引きを行うこととなった。法制的には、証券投資信託法は、証券投資信託の定義として「（前略）その受益権を分割して不特定かつ多数の者に取得させることを目的とするものをいう」と定義しており、前述の同法3条も「信託の受益権を分割して不特定かつ多数の者に取得させることを目的としないもの」は禁止の例外としている。たとえば、ファンド・トラストという商品は、信託銀行が通常、事業会社のような法人顧客のために有価証券運用を行う

信託であり、大きく発展した商品であるが、この場合には、合同運用は行わないこととし、投資家はつねに1人という線を維持してきた。証券投資信託法上は、投資家が不特定かつ多数にならないかぎり、また、仕組みが受益権の分割という形をとらないかぎり、たとえば10人の大口投資家からおカネを集めてそれを100%有価証券に合同運用したとしてもさしつかえないわけであるが、業際問題から、ファンド・トラストは1人ごとというルールが採用されてきた。また、投資顧問業についても、「投資顧問は相対、投資信託は不特定多数」という線引き基準が設けられ、投資顧問業者については、有価証券売買を複数の顧客分について合同で発注することもできないとするルールが採用されてきた。信託銀行や投資顧問会社がこれらの分野を改善しようとする、つねにそれは業際問題ということとなり、見送られるか、または、逆に当該業界のほうで、問題を正面から提起することを（他の業際問題との関係で）差し控えてきた。

なお、上記の証券投資信託法上の「不特定かつ多数」という表現は、平成4年改正前の証券取引法上の「公募」概念の基準を使ったものであるが、平成4年の改正でこの表現は証券取引法上改められ、現在では、この表現は証券取引法上は存在しない。したがって、証券投資信託法上も、この概念を見直す必要があるが、将来、見直しを行う際には、ついでに、証券取引法上の公募・私募の線引き概念から解放された新しい概念を採用すべきである。この点については、私募投資信託との関係で後述する。

V. 日本の証券投資信託の今後の課題

ここでは、以上の検討に基づいて、日本の証券投資信託について将来改善を検討する際に採用すべき方向や留意点について、いくつかの問題提起をしてみたい。

V-1. 一般的問題

まず、一般的な方向としては、上述したとこ

ろからも明らかなように、理想は、「集団投資の仕組み」をできるかぎり一般的、汎用的な次元でとらえて、(a)投資家からの資金の流入（あるいはファンドのユニットの投資家への販売）および(b)ファンドの組成・運用という2つの局面について、必要な規制ないしルールを整備することが望ましい。その際には、どの業界が何を担当するかではなく、何が行われるかに応じた機能的な規制ないしルールが採用されるべきである。「誰が行うか」ではなく「何が行われるか」が重要である。本来、法律上の概念は、「有価証券」概念にせよ「信託概念にせよ誰が行うかということとは無関係の、換言すれば誰が行うかということとは中立の概念のはずである（たとえば「株式会社」概念など例は無数にある）。ところが、これらの概念が戦後の金融・資本市場発展の歴史のなかで業際問題との関係で特殊な位置づけをされる概念として使われてきたことは、過去はともかく、将来的には日本の発展を阻害することとなるおそれが大きい。本稿の対象を大きく超えるが、できることの範囲を制約しながら業態間の業務分野の調整をはかるというやり方は思い切って捨てる必要がある。できることの範囲を制限することはせずに、することに応じたルールを設け、「集団投資の仕組み」という次元で大きくこの分野をとらえてルールの整備を行うことが、将来の日本の金融・資本市場の発展にとって不可欠である。

V-2. 各論的問題

日本の証券投資信託について今後の改善を論ずる際に取り上げることができる各論的な論点にはいろいろなものがあるが、以下では、最近の投資信託研究会の場では取り上げられた論点を中心として²³⁾、いくつかの論点を取り上げて、将来あるべき方向性を模索してみたい。

(1) ファンドの形態

より広く集団投資の仕組みについて言えることではあるが、証券投資信託について、信託型ないし契約型と会社型とのどちらがすぐれているかはむずかしい問題である。アメリカでの議論を見ていると、会社型にメリットがあることがよくわかる。しかし、そのメリットはアメリカのような風土で発揮されるということかもしれない。イギリスで会社型導入への法改正がなされようとしていることはきわめて興味深い。わが国では、従来の会社型投資信託の導入の是非をめぐる議論では、まず、一方で、その運用の安定性ということが言われたが、本来は、オープン・エンド型のものについての議論をすべきであって、したがって、この点は議論がすれ違っていった感がある。クローズド・エンド型へのニーズがあることは確かであろうが、それはそれとしてまず現在の信託型のもとで実現を目指すべきである。この点は、最近の投資信託研究会における議論を契機として正しい認識がえられ、その結果、信託型でのクローズド・エンド型の仕組みが日本において初めて登場し、上場されるに至った。

また、従来は、会社型投資信託の導入というと、商法がどうかとか税法がどうかとか足を引っ張る議論ばかりが目立った。これも議論のしかたとして正しくない。会社型投資信託の導入が必要であれば関係法律を改正してこれを実現すべきである。アメリカで議論されたように、会社型投資信託の特徴はそのガバナンスの仕組みにあると言ふべきであり、したがって、わが国でも投資信託のあるべきガバナンスの仕組みは何かといった基本的な議論をすべきである。そして、そのように考えると、ファンドの形態について、信託、会社、あるいはその他のいずれが優れているかは、法律ではなくマーケットが決めるべきことがらであると言ふべきである。したがって、ファンドの形態を限定す

²³⁾ 投資信託研究会「投資信託の改革に向けて一期待される機能、役割の発揮のために―」(平成6年6月22日)。

るような規制は将来撤廃する方向を目指すべきである。

(2) ファンドの種類

EC諸国では、ファンドを類型に分けたうえで、投資家に対してもどの類型かを明らかにして販売することとし、また運用規制等も当然のことながら類型に応じて異なる規制をしている。すなわち、伝統的な株式や社債に投資する投資信託、MMF、ファンド・オブ・ファンド、先物・オプション専門ファンド等々といった具合である。なお、アメリカでは、ファンドのタイプは投資方針等として開示されるので、実体的にはヨーロッパ諸国とあまり差はないが、制度的には一応アプローチが異なるということもできる。以上のような点は、今後、日本での制度的枠組みの一層の整備を考えるうえで参考となるものと思われる。

(3) 監督当局の関与、ディスクロージャー、運用規制など

世界の流れは、ディスクロージャーの一層の充実とこれに対応した運用規制の緩和、そして監督当局の関与のしかたの変化である。日本において、これまで、ディスクロージャーが必ずしも詳細でなかったことは、前述したように、委託会社の免許制と約款の個別承認制があったこととのバランスであるが、今後は、一般的な方向性としては、ディスクロージャーを充実させる一方で、監督当局の関与のしかたも公正取引ルールを重点とする形に変化していくべきではないかと考えられる。

ディスクロージャーについては、最近急速に改善がなされるに至っているが、報酬面での内訳の開示等はなお促進される必要がある。また、ディスクロージャー違反があった場合の民事責任等についても、現在の投資信託法にはなんら規定がないが、証券取引法の規定を適用するようにすべきである。公正取引ルールについても最近改善がなされているが、各種の利益相反取引規制、販売に関する行為規制などについ

ては、できるかぎり法律上の透明な規制である必要があろう。たとえば、委託会社による受益証券の「直接販売」について、顧客に対する不当勧誘等を禁止するルールは現在では省令で手当てをしているが、本来であれば、証券取引法50条のような規定を、証券会社だけでなく「何人」が行う場合にも適用できるように改善して、対応すべきである。

(4) 私募投資信託

諸外国ではいずれも私募投資信託（私募ファンド）とでも呼ぶべきものが存在する。わが国では、相手方が不特定多数（投資信託）か1人（投資顧問、ファンド・トラスト）かだけで中間がないのが現状であるが、いかにもおかしい。現在の法制との関係では、前述した証券投資信託法3条は、私募投資信託を禁止してはいない。実際に私募投資信託が日本に存在しないのは、業界問題から関係業界のすべてがこの分野を空白地帯ないし緩衝地帯としてきたからである。しかし、マーケットには私募投資信託あるいは複数しかし多数ではない投資家の資金を有価証券あるいはその他のものに運用する仕組みに対するニーズがあることは明らかである。従来は、投資信託業界のほうも、不特定多数を相手にするものだけを証券投資信託と呼ぶといった主張を公式の場では繰り返してきたが、マーケットにニーズがある以上、名称はともかく私募ファンドがいずれ日本に登場することは明白である。そうだとすれば、法制上も、私募投資信託を正面から位置づけたうえで（ディスクロージャーについては免除するという方向が望ましい）、これを認めるべきである。その際には、公募ファンドと私募ファンドとの線引きを法律上明確に行う必要が生ずるが、この線引きは証券取引法上の有価証券の公募・私募についての線引き基準と同じである必要はなく、投資信託の実体に即した線引き基準を作るべきである。

(5) 投資一任業務との関係

日本では、最近、投資顧問業と投資信託委託業との兼業の可否という形での議論が行われ、それを認める方向が決定された。その方向自体はともかく、本稿の問題関心からすれば、そのような問題のたて方はあまりに「業際的」であって、問題のたて方自体に問題がある。諸外国を参考とすると、誰が何を行うかということよりも、業務の機能に応じた規制を考えるべきである。そのように考えると、わが国の現在の証券投資信託法は、委託会社が自ら運用を行うことを想定して作られているが、この点について、自分で運用を行ってよいことは当然であるが、必ずしも、つねに自分で運用を行わなければならないというのは妥当かどうか再考の余地がある。すなわち、外の運用業者等に運用を委託するというのがアメリカやイギリスでの自然な姿であって、「機能的」な規制という見地からみると、委託会社はファンドの管理に責任をもつという体制が軸となるべきである。すなわち、委託会社は、運用を自ら行う場合には、運用者としての責任も負うが、運用を外へ委託する場合には運用者の選任・監督について責任をもつという具合に、ファンドのスポンサーにはスポンサーとしての責任と義務、その運用者には運用者としての責任と義務、そして受託者ないし保管者には保管者としての責任と義務という形で、それぞれの機能に応じた義務と責任とをきちんと整備することが重要である。繰り返しになるが、「誰が」行うかではなく、「何が」行われるかを軸として、規制体系を整序する必要がある。