

いわゆる会社型投資信託(正式名「証券投資法人」)は、九八年の金融制度改革関連法の一環として解禁された制度であるが、施行後一年九ヶ月経過した現在、登録認可は一件のみで、活用されているというにはほど遠い状況である。ところが、最近になって会社型投資信託が注目されるような変化が生じている。

第一に、投資法が今年の五月に再び改正され、主たる運用対象が有価証券のほか不動産その他政令で定める資産にまで拡大されることになった(一一月施行)。この結果、いわゆる不動産投資(REIT、Real Estate Investment Trust)の設立が可能となった。不動産投資は、クロスエンド型の会社型投資の形態をとるものが一般的である。これにあわせ流動性確保の観点から東証が不動産投資の売買市場の創設を準備している(来年三月開設の予定)ことも明らかとなった。第二に、大阪でも未公開のベンチャー企業の株式を組み込んだクロスエンド型の会社型投資を作って、これを大阪証券取引所に上場することで流動性を付与し、大阪府下ベンチャー企業への直接投資に道筋を付けようという、いわゆるエンゼルファンド構想が進んでいる。こうした状況変化が重なって会社型投資が再び脚光を浴びようとしているのである。

これまでわが国では、不動産や未公開株のような個性が強くしたがって流動性に乏しくて時価評価の難しい資産を、投資のような集合投資スキームに組み入れて不特定多数に販売するということはなかった。このことが不動産の流動化やベンチャー企業へのリスクマネー供給を停滞させている原因の一つとなっていたのであるが、こうした状況を打破して「市場型間接金融」を押し進め、広く薄く家計からリスクマネーを動員して不動産を流動化させ、あるいは未公開株への投資資金を供給する受け皿として、会社型(とりわけクロスエンド型の)投資信託が有望視されているのである。以下では、未公開株を組み入れた会社型投資が設立された場合に、あらためて検討しなければならない論点について整理したい。

1 会社型投資の特徴

会社型投資は投資を目的とする株式会社を設立して、投資家はその発行株式を取得し、その配当金やキャピタルゲインの形で運用の成果を享受するものである。九八年に解禁された日本の会社型投資は、商法上の会社の形態をとる投資ではなく、資産を主として証券に運用することを目的とする特別な法人制度(「証券投資法人」)を新たに創設し、これに基づき設立された社団ということになる。したがって会社型投資というのは正確ではないのだが、一般的に使われているので以下でもこの名称をつかうことにしよう。ところで会社型投資はこれまでの契約型投資と比較してどのような特徴があるのだろうか。

第一に、会社型投資には、投資家がファンドの株主(正式には「投資主」といわれる——以下同様)となるため株主総会(「投資主総会」)や取締役会(「役員会」)を通じてファンドの運営に参加するというガバナンス機能が存在する。場合によっては代表訴訟も可能である。契約型ではこのように投資家が積極的に意見表明する場がない。第二に、このことはファンドの側からみると、株主(「投資主」)の同意を得ることを前提にして運用対象を広げたり、運用方針を変更するなど弾力的な運営が可能であるというメリットがあることになる。すなわち、会社型投資の場合には、運用の対象や方針、基準価格の算定方法などは原則的に「規約」に盛り込むこととなっ

ているほか、規約の変更、解散、他のファンドとの合併などファンド運営における重要事項も投資主総会の決議を得ることが出来れば可能になっている。

もっと具体的にいうと、これまで契約型投資信託に適用されている投信協会等の自主ルールの多くは会社型投信（とりわけクローズドエンド型）には適用されないものである。運用に関する重要事項は「規約」ならびに「投資主総会」などの一種の私的自治に委ねられているのである。とくに投資家からの払い戻しに応じないクローズドエンド型の場合には、払い戻しのために組み入れ資産を処分する必要がないから未公開株などの流動性の低い資産の組み入れもフルに可能となるわけである。

他方、このことは、会社型投信のファンド運営を弾力的かつ機動的にする反面で、投資家側には厳しい自己責任、ファンド側にはfiduciary duty（信託義務）が課せられることを意味する。これまでに前例のない金融商品であり、ファンドを組成する側は、今後の永い健全な発展につながるようなやり方で、運用対象や運用方針、時価評価の算定等の運用に関する重要事項を自ら決定すべきことが求められる。運用についていわば高度の自己規律が要求されるわけである。このほか、投資主総会の開催、役員報酬などガバナンスに関わる費用が発生することも契約型との違いである。なお、クローズドエンド型の場合には換金性を確保する手段として証券取引所などへの上場あるいは店頭市場におけるマーケットメイクが必要となるが、これは会社型に特有というわけではなく契約型でも同様である（例えば契約型クローズドエンドの日経三〇〇投信は東証、大証に上場されている）。

2 運用対象の範囲

それでは具体的にどの点が投信協会などの自主ルールによらず自律的に決定すべき事項となるのであろうか。

まず第一は運用対象の範囲である。従来の契約型投信を前提とする、投信協会の運用に関する自主ルールでは、未登録・未上場の株式を組み入れる場合には、①私募債、証券化関連商品などの流動性の乏しい資産との合算で純資産額の一五%以内（量的制限）とされ、かつ②証券会社等から価格情報が得られるものであって、③一定のディスクロージャー基準に達している企業であること、という制限が課せられている。ところでクローズドエンド型の会社型投信の場合には、これらの条件は適用されないとされる（オープンエンド型の会社型投信の場合には払い戻し請求に応じなければならぬため、投資主総会で別段の決議を行った場合を除きこれらの制限は適用される）。こうした適用除外は当然であろう。クローズドエンド型は投資家からの払い戻しに応じないのだから、流動性のある無しは考慮する必要が無く、①の量的制限は不要であろう。また、未登録・未上場株のうちで②価格情報が得られるもので、かつ③法定監査を受けている企業、ということになると、実質的に証券業協会の管理する「店頭取扱有価証券」（グリーンシート銘柄そのほか）に限られることとなってしまい、運用対象が狭められてしまふであろう。こう考えると、この制限を適用除外としたことも首肯できよう。

しかし、このことは何らのディスクローズも行っていない企業の株を組み入れても構わないということの意味しないだろう。法定監査を受けるような企業は、上場を目指すか、もしくはある程度の規模に達した企業かであって、そうした企業に限定してしまえば、設立間もない、あるいは純資産も僅少な小規模な企業は、たとえ独自の技術、ビジネスモデルをもった新規性の高いベンチャー企業であっても会社型投信を経由したりスクマナーを調達できなくなる。そうした弊害を回避するための消極的な適用除外規定に過ぎないと解釈すべきである。

したがって、ファンドの運用者はそうした企業の株を組み入れる際には、投資先決定の判断材料ならびに時価評価の際のデータとして、さらには投資主総会での説明責任を全うするためにも、当該企業に対して任意監査を

受けさせるべきである。歴史的な理由から、わが国では監査といえば「法定監査」が主となっているが、法定監査とは別に特別な目的で任意に行う「任意監査」はもつと重視されてしかるべきではなからうか。もともと欧米各国における公認会計士制度は、この任意監査から発展したものであり、わが国でも、近年この任意監査にかかわる業務が増加しているといわれる。自己責任はディスクロージの充実を伴わなければ果たし得ない。それが世の流れである。

3 株価評価の問題

ところで、運用対象を証券会社の気配提示もない小規模な企業にまで広げた場合、時価評価の算定方法が問題となってくる。クローズドエンド型の会社型投信においても証券取引所は上場要件の一つとして一口あたり純資産額 (NAV, Net Asset Value) のディスクロージを要求するはずである。NAVの水準ならびにその変化は投資家の重要な投資判断材料だからである。したがって、純資産額算定の前提として組入銘柄の株価評価方法を決めなくてはならない。

投信法 (証券投資信託及び証券投資法人に関する法律) 一三三条および同施行規則八九条は証券投資法人の資産評価について規定しているが、これらはすべて上場証券、店頭売買有価証券、証券業協会等において気配が公表されている有価証券であり、それ以外の気配が提示されていない未公開・未上場株についての規定は見あたらない。したがって、投信法六五条一により、商法三四条の「資産評価の原則」に準拠することになるが、そこでは、固定資産の評価は取得原価によることとされ毎決算期ごとに相当の減価償却ならびに予測せざる毀損が生じた場合にも相当の減額をなすべしとなっている。

では投信協会の自主ルールではどうなっているか。会社型投信における組み入れ資産の評価について、未上場・未公開株の場合には証券業協会発表の店頭基準気配値、証券会社・銀行等の提示する価額、ロイター、ブルンバーグなど価格情報会社の提供する価額によることとされているが、これはあくまでも原則としてこの方法を準用すると云うことであり、それ以外の方法でも「規約」に明記すれば可能である、とされる。

気配相場が公表されていない未公開株の評価について、先の商法の規定 (原則的に取得原価) も、投信法に規定がないことからくる消極的な解釈である。取得原価であれば、NAVを公表してもほとんど変動せず、投資家の判断材料としては大した意味をもたないかも知れない。運用対象であるベンチャー企業を持つ技術的特性やビジネスモデルを適切に評価し、その収益性、資産価値を合理的に算出できる方法があるのであれば、そうした方法を使って合理的に算出した額でNAVを計算した方が投資判断としては意味があるかもしれない。したがってそうした算定方法を採用することも可能と解釈できる。ただし、その際には「規約」にその算定方法をわかりやすい形で明記しなければならないのは云うまでもない。

4 情報提供の問題

ところで未登録・未上場株の発掘とそれへの投資は、これまではベンチャーキャピタルの主たる事業領域であった。ベンチャーキャピタルがこれらベンチャー企業を発掘し、自らの資金を投資するか、さもなければ、機関投資家や富裕な個人投資家を募って投資事業組合を設立し、そこへ組み入れてきたのである。投資事業組合は投資家が四人以下であり、投信法の適用外にあるが、もしこれを会社型投信の形にするのであれば、設立企画ならびに運用会社は、投信法により投資信託委託業者、認可投資顧問業者または政令で定める者 (証券会社等) に

限定される。つまりベンチャーキャピタルは投信委託業または認可投資顧問の認可を受けなければファンドを設立することも運用することもできない。ところが他方では、投信委託業者または認可投資顧問業者は未登録・未上場株の発掘とそれへの投資に関する経験、ノウハウがない。

したがって考えられる方法としては、投信委託業者等が設立企画人および運用会社となり、ベンチャー企業の発掘とそれへの投資の可否、取得価格の水準等についてベンチャーキャピタルから情報提供を受ける契約を締結することであろう。ただし、この場合でもベンチャーキャピタルはあくまでも情報提供者にすぎず、運用の外部委託と受け取られないようにコンプライアンス体制を整備しておく必要がある。投信の運用に関しては運用会社はこれをさらに外部に再委託することは可能であるが、その場合でも外部委託先は投信委託業者、認可投資顧問業者または政令で定める者に限定されているのである。

5 イギリスのベンチャーキャピタルトラスト

ところで、未上場の小規模・ハイリスクの事業会社に投資するベンチャーファンドのうち、一定の要件を満たした証券取引所上場ファンドについては、税制上の優遇措置を施して個人投資家からの資金供給を誘導しようとする制度がイギリスには存在する。そこで参考のために、この制度を簡単にみておこう。

一九九五年四月に発足したVenture Capital Trusts scheme (ベンチャーキャピタルトラスト制度、以下VCTと略)がそれである。イギリスの国税当局は、一定の要件を満たすVCT発行の証券については、これを保有する個人投資家に対して、①配当金への所得税の免除、②VCT発行株式への投資額についてその年度の所得税を投資額の二〇%分だけ減額(ただし五年以上保有することが条件)、③VCT発行の普通株式を処分した際のキャピタルゲイン課税を免除、④この制度が発足した九五年四月六日以降、何らかの資産を売却した際のキャピタルゲイン課税について、VCT発行株式への投資額まで課税繰延べができる(ただし前期②の所得税二〇%減税を受けた者に限る)。

またイギリスでは、ベンチャーファンドに対して組み入れ株式の時価評価についてのガイドラインが業界団体によって策定されており(British Venture Capital Association, Guidelines for the Valuation and Disclosure of Venture Capital Portfolios)、前記VCTもこのガイドラインに沿った価格評価を行っている。このガイドラインでは投資先企業が「アーリーステージ」の段階の場合には取得原価(に相当の減価償却を施した額)としているが、「発展段階」に達している企業の場合には、①投資後一年間は取得原価(に相当の減価償却を施した額)によるが、②その後新規に株を発行するとか当該企業の株が売買されるなどの際に独立の第三者の評価によってプライシングされた場合にはその価格に引き直される、あるいは③投資が一年以上経過した後は収益還元法あるいは純資産額による評価も可とされる。

6 小括

会社型投信の設立、運営はわが国ではあまり前例のないことであり、これに携わる業者も手探りでビジネスを進めざるを得ない。しかし、業界の健全な発展とリпутেশヨンスク(reputation risk)回避のためにも、その運用方針については自らを律することが必要であろう。とりわけ自由な商品設計を可能にするため、投信協会等の自主規制機関は運用に関する自主ルールの重要な一部分について適用除外としていることを考えると、尚一層そのことがあてはまる。ここでは未公開株を組み入れた会社型投信について取り上げたが、この点につき不

不動産投信について一瞥しておこう。

東証は不動産投信の上場市場創設を検討しているが、その上場基準では運用資産の五〇%以上は「安定的な収益を生む不動産および不動産を裏付けとする有価証券に投資すること」とし、五〇%以上は安定した賃料収入のある優良物件に限定している。また、不動産の時価評価について改正投信法一六条二では不動産の取得及び譲渡に際しては運用会社、受託会社以外の第三者（外部の公認会計士または不動産鑑定士など）に価格調査させることとなっているが、東証の上場基準でも上場不動産投信の運用内容について年二回の公表を義務づけるほか、保有不動産の時価情報を年一回公表することとしている。このように上場基準の形で商品設計のガイドラインを決め、業界の健全な発展を誘導する方法も一案であろう。

またイギリスの例にみたように業界団体が時価評価基準については大まかなガイドラインを公表することも一計であろう。

注。

- (1) 「ジェイ不動産証券投資法人」がそれである。これは一種の「疑似不動産」投信である。海外に設立した特別目的会社（SPC）が不動産を購入し、そのSPCが発行する証券を運用対象とするクローズド型の証券投資法人である。こうした商品設計は、不動産投信の解禁前であり投信の主たる運用対象が有価証券に限定されていたためであろう。
- (2) 会社型投信には、投資家の請求に応じて払い戻し（買い戻し）を行う「オープンエンド型」と、払い戻しをしない「クローズドエンド型」がある。クローズドエンド型の場合には証券取引所に上場し、証券取引所で売買することで換金性を確保するのが一般的である。

- (3) 未公開株組入れの投信は、これまでに二件（ソフトバンク未公開株組入ファンド）、「未公開株・債券ファンド」があるが、いずれも外国籍の契約型投資信託であり、未公開株の組入れ額も限定されている。
- (4) 具体的には、①証取法二四条に基づき有価証券報告書（総合意見が適正である旨の監査報告書のあるもの）を継続的に提出しているか、②商法特例法に基づく監査をうけ総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が添付された財務諸表を入手できるか、あるいは③公認会計士又は監査法人により証取法又は商法特例法に準ずる監査をうけ総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が添付された財務諸表を入手できるか、のいずれかの企業であること、とされる。

- (5) その趣旨は、ファンド・オブ・ファンド（投信を組み入れた投信）を可能にするためであったとされる。
- (6) その要件とは、①直近の会計年度の所得が主として株式又は有価証券から生じている、②上記年度における投資額の七〇%以上が新規発行の有資格証券（qualifying holdings）（未上場会社であり、かつ手取り資金がイギリス国内で適格事業に投資されること）である、③この有資格証券のうち三〇%以上は適格証券（eligible shares）（配当や残余財産分配請求権について優先権をもたない普通株）である、④同一発行体の証券に対する持ち分が全投資額の一五%以下である、⑤当該トラストがロンドン証券取引所に上場している、⑥投資有価証券から生じた所得の一五%以上を内部留保しないこと（すなわち八五%以上をトラスト保有者に分配すること）、等である。The External Communications

Unit of the Inland Revenue, IR 169: Venture Capital Trusts.

(にかみ きよし・当所主任研究員)