

基準価額の算定についての考え方について（案）

投資信託のガバナンス懇談会

1. 問題の所在

投資信託の基準価額は、投資者（受益者）に対して信託財産の価値を表示するとともに、投資者間の公平を保つ重要な役割を果たすものであり、その計算は投資信託にかかる業務のなかで最も重要なものの一つである。この基準価額の計算については、投資信託委託会社（以下「委託会社」という。）にとっても、あるいは、受託銀行にとっても法令上の義務と理解され、双方で計算した結果を照合し、基準価額を確定させる作業が、長年の実務慣行として日々行われてきた。

このように委託会社と受託銀行とが基準価額の計算を日々二重に行い、計算結果を照合してきたことは、一種の牽制機能を通じ基準価額の評価に関する公正性を高めることでわが国の投資信託に対する信認を確保し、投資者に良質なサービスを提供することに寄与してきた。しかしながら、その法令上の根拠は必ずしも明確ではなく、このような不明確さが残されていることは、いわゆる「二重計算問題」として認識され、その法的根拠を明確にすることが重要との指摘がなされていた¹。

すなわち、このような慣行は、グローバルに見て、わが国独特のものであり、①計算の責任の所在を不明確にしているのではないか、例えば、上場有価証券の場合とは異なり、流動性が必ずしも高くない有価証券の評価等について、両者の依拠する情報や作業が異なるような場合に、どちらが責任を持つと考えられるのか、②情報技術が急速に変化してきているなかで、投資者に対し追加的なコストが生じているのではないか、③委託会社と受託銀行の双方に計算を求められていると認識されていることは、内外の新たな事業者に対する参入障壁の一つになっているのではないかと、といった指摘である。

投資信託法²が制定されてから 70 年近くが経ち、制定当時に比べて投資信

¹ 投資信託協会「資産運用業強化委員会」報告書（平成 29 年 6 月 29 日）（投資信託協会 HP（<http://www.toushin.or.jp/topics/2017/16722/>））

² 1998 年 12 月までは証券投資信託法、現在は投資信託及び投資法人に関する法律を指す。

託業務を巡る環境は大きく変化し、情報技術も格段に進んでいる。また、関係する多くの法令の改正も行われている。更に、投資信託市場がグローバルな競争環境に置かれるなかで、委託会社の多くは、基準価額の計算を外部に委託して効率化を図るなどの対応を進めている。

そのようななかで、基準価額の計算に係る制度的な位置付けに関する解釈が未だ関係者間で明確化・共有化されていないことは、関係者が、顧客本位の視点で責任の所在を明確にした上で、実務の適切な合理化・効率化を進め、内外の投資環境の変化に柔軟に対応していく上での支障になっている可能性があると考えられる。

この報告案は、基準価額計算業務について法制度上の考え方を明らかにすることを主眼とするとともに、関連する諸問題を整理したものである。

2. これまでの検討

投資信託財産の計算の主体については、昭和 26 年に投資信託法が制定されてから何度か検討された経緯があるが、必ずしも明確な結論は出ていない。法制度的な側面から検討が行われた試みとしては、昭和 39 年に委託会社の役員や法学者で構成された研究会がある。この研究会は、当時の法律の規定を基に次のように報告している³。

- ・ 投資信託法上は委託者が信託財産に関する帳簿書類の作成義務者であり、信託財産の計算に関する通ちょう⁴は委託者が計算責任者であることを前提にしている。
- ・ 一方、信託法は受託者に対し信託財産の計算を明らかにして、毎年一回、一定の時期に財産目録を作成することを義務付けており、信託財産の計算の責任は受託者にもある。
- ・ 委託者、受託者とも計算義務を負うこととなるが（中略）、このことは信託財産の運用責任者としての委託会社の立場と、信託財産の善良なる管理義務者としての受託者の立場を考えた場合、当然のことと言える。

³ 「証券投資信託法制研究会(幹事会)報告書」昭和 39 年 6 月 社団法人証券投資信託協会

⁴ 昭和 26 年 7 月 19 日付通ちょう証取第 1265 号

ただし、この検討は信託財産の計算に係る検討であり、必ずしも、日々の基準価額を計算する義務者を明示的に特定したものではないとも考えられる。

3. 基準価額算定に係る現行の法制面等からの検討

投資信託の基準価額は、特に、今日主流となっている追加型の場合、日々の追加設定と一部解約を行う上で基礎となるものであり、適切な態勢のもとでその計算が行われることは、受益者である投資者保護の観点から極めて重要である。こうした観点から委託会社及び受託会社(銀行を含む。以下同じ。以下では、銀行である受託会社を「受託銀行」という。)の双方における基準価額の計算及び照合について、現行の法制面からの検討を行うと、以下のように整理できる。

(1) 委託会社の義務

委託会社が受託会社との間で委託者指図型投資信託契約を締結しようとするときは、あらかじめ、投資信託約款の内容を届けなければならない(投資信託法第4条第1項)。投資信託約款には、「投資信託財産の評価の方法、基準及び基準日に関する事項」が記載されることとされているが(同条第2項第7号)、通常、基準価額の算定の主体については記載されていない。このことは、基準価額の算定義務が委託会社と受託会社のどちらにあるかということを示している。

委託会社における基準価額の計算は、現行法令上、投資信託法第15条及び同法施行規則第26条に規定される「受益証券基準価額帳」の作成義務も含めた帳簿作成義務の一環として理解されてきた。これらの条文は帳簿書類に関する規定であり、基準価額の算定について明示的に規定したものではなく、必ずしもこれをもって日々の基準価額を計算する義務を負う主体を特定したものと断定することまではできないと考えられる。

しかしながら、委託会社は投資信託の組成全般を担っており、また上記のように「受益証券基準価額帳」の作成義務を課されているほか、投資信託法は、委託会社を投資信託受益権の発行者としても位置付けており⁵、その発行者で

⁵ 金融商品取引法第2条第5項及び投資信託法第2条第7項

ある委託会社が基準価額計算の適切性を確保する責任を負うと考えることには合理性があると考えられる。

さらに、投資信託法制定以来、基準価額に関する通達⁶の名宛人は委託会社になっており、また、金融商品取引業者等検査マニュアル⁷においても、委託会社対象のものには基準価額の計算に関する記載があるが、受託会社に対しては記述がないことから見ても、現行法令の下では、基準価額の計算の適切性を確保する責任は委託会社にあると考えられる。

なお、金融商品取引法上、委託会社が事務の外部委託を行うことは容認されており、基準価額の計算事務を外部に委託することも禁止されていない。このような取り扱いは広く許容されており、実際の実務においても、現状、多くの委託会社がこの事務を外部に委託している。このことは、専門的なサービスが利用できることや、委託会社が計算事務を行うことに伴う利益相反を回避するなどの効果もあると考えられる。ただし、この事務を外部委託する場合でも、この委任事務に係る最終的な責任を免れるものではないことから、顧客保護及び経営の健全性を確保するため、業容に応じて、①外部委託の対象とする事務や外部委託先の選定に関する方針・手続きの明確化、②外部委託している事務のリスク管理が十分に行える態勢整備、③委託契約によっても委託会社と顧客との間の権利義務関係に変更がないよう顧客の権利を確保すること、などが要請されている⁸。

(2) 受託会社の義務

受託会社の基準価額算定事務については、信託業法第 28 条第 3 項に基づき信託業法施行規則第 39 条第 3 項、受託銀行については、金融機関の信託業務

⁶ 「受益証券の基準価額の算定について(昭和 26 年 10 月 10 日証取 1872、証券取引委員会委員長から各委託会社代表者宛)」。その後、通達の廃止に伴い、平成 4 年 7 月 17 日より「投資信託協会理事会決議」となり、現在は協会正会員(委託会社)に対する規則(投資信託財産の評価及び計理等に関する規則)等とされている。

⁷ 金融商品取引業者等検査マニュアルⅡ-1-5 態勢編・投資運用業者 1.内部管理態勢 (4)基準価額管理

⁸ 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅲ-2-7(2)「事務の外部委託について」。なお、金融商品取引法第 56 条の 2 第 1 項ならびに第 198 条の 6 第 10 号・第 11 号および第 207 条第 1 項第 4 号では、業務の委託を受けた者も含め、報告の徴取及び検査、罰則について規定している。

の兼営等に関する法律(以下、「兼営業法」という。)第2条第1項の準用する信託業法第28条第3項に基づき兼営業法施行規則第21条第3項の「帳簿作成義務」に関連した事務と理解されてきた。しかし、委託会社の場合と異なり、受託会社が作成義務を負う帳簿の記載事項の中には基準価額が含まれていないことなどからすれば、これらの条文は、必ずしも受託会社が基準価額を計算する義務を負うことの根拠とはならないと考えられる。

受託会社には、信託法等の制度的な位置付けの中で、委託会社から独立した立場で、投資者に対する善管注意義務を全うして、投資信託の信頼性を確保していくことが期待されている。即ち、受託会社は信託財産の受託者として、指図を受けて財産のデリバリーを受け、又は払い出しをする立場にあり、受託される財産の種類、銘柄及び数について正確に把握する責任がある。しかし、このことから直ちに、受託会社自身が基準価額を計算する義務を負うと考える必要はない。むしろ、受託会社は、委託会社によって確定された基準価額において受入れ・解約を正確に行う責任を負っていると考えられる。この場合、委託会社と受託会社の責任の範囲をより明確にするために、受託会社は、原則として、委託会社によって確定された基準価額に依拠して受入れ・解約業務を行えば足りる旨を信託約款上明示的に定めることも考えられよう。

ただし、当然のことながら、受託会社が担っている業務、特に解約業務(信託財産払戻し)は極めて重要な業務であり、受託会社において委託会社により算出された基準価額が信頼できないと認めた場合には、直ちに解約に応じることをせず、再計算や確認を求めるなどの対応を必要とする場合がありうると考えられる。また、仮に委託会社において基準価額を計算することが出来ない不測の事態が生じた場合には、受託会社が自ら又は計算事務受託会社⁹に委託して計算を行うことも考えられる。それらは実務の状況に応じ、善管注意義務・及び忠実義務を果たしていくことの一環として捉えられるべきものである。受託会社が担うべき責任の範囲は、計算実務の合理化・効率化のニーズを踏まえつつ、投資者保護等の観点から委託会社と受託会社との間で明確にすることにより定められると考えられる。

(3) 照合について

委託会社と受託会社との間で行う基準価額の照合については、何れの法令

⁹ 投資信託のミドル・バックオフィス事務を請け負う専門会社や資産管理専門信託銀行等を指す。

にも規定されていない。照合事務は、基準価額の正確性を担保する上で有効な方策の一つではあるが、法令で明示的に求められているものではなく、委託会社と受託会社が事務の実態に応じて必要と認識し、実質的に対応してきたものであると考えられる。

この照合事務は、基準価額の正確性を担保するだけでなく、委託会社と受託会社との間で一種の牽制機能を果たし、受益者保護に寄与してきた面もあることに留意が必要であり、委託会社と受託会社は、基準価額計算の公正性を確保するために、それぞれの権限及び責任の範囲を明確化して投資信託の信頼を確保していくことが不可欠である。

(4) 法制面等による検討の整理

基準価額の算定については、これまで、日々、委託会社と受託会社の双方で計算し、両者で照合して確定する法令上の義務があるものと理解されてきたが、現行の法令等にそれを直接求める規定は存在しない。

しかしながら、委託会社は投資信託の組成全般を担っており、また、投資信託法は「受益証券基準価額帳」の作成義務者や投資信託受益権の発行者を委託会社と規定していることなどから、発行者である委託会社が基準価額の算定に係る全体的な責任を負っていると考えられる。したがって、日々の基準価額をどのような態勢で算定するかについては、委託会社はその業務の実態に照らし、適切な態勢を構築するとともに、説明責任を負っていると考えられる。

また、受託会社は基準価額を自ら確定する義務を一般的に負うわけではないが、善管注意義務・及び忠実義務の一環として、委託会社から独立した立場で、信託財産を適切に管理し、状況に応じて委託会社に必要な対応を求めるなど、一種の牽制機能を果たしていくことが求められていると考えられる。

なお、基準価額の計算が委託会社自らにおいて行われている場合には、適切な牽制機能が働くよう、受託会社と協働して、利益相反の管理を適切に行い計算プロセスの公正性を確保し、投資者からの信頼を確保できる適切な態勢を構築することが不可欠である。

4. 基準価額の正確性とその計算プロセスの公正性の確保

委託会社と受託会社の双方で基準価額を計算して照合することは、基準価

額の正確性の確保と適切な牽制機能を担保する上で一つの有効な方策であり、このような業務運営態勢を採用することが否定されるものではない。しかしながら、欧米では、専門の業者が単独で基準価額を計算するのが主流となっている。また、委託会社と受託会社の両者が同一の情報や作業方法に依拠している場合には、情報技術の格段の進展により、両者で誤差が生ずることは僅少である。さらに、流動性が低い有価証券等については、必ずしも一つの評価額が存在するものではないことから、どのような情報で計算するかについて、予め両者で共有されていれば照合という形を取らなくても基準価額算定の正確性は担保されると考えられる。また、公正性確保については、一方の計算と他方によるモニタリングによって相応に達成できると考えられる。

これらのことから、基準価額の算定プロセスに係る全体的な責任を委託会社が負うことを前提とした上で、基準価額の計算実務に習熟した専門的な主体が計算事務を担い、それが委託会社又は受託会社により公正かつ適切に監視される態勢を整備すること、委託会社と計算事務受託会社の間に独立当事者間の関係があるとは言えない場合で、委託会社が計算事務受託会社に対する直接の監視主体となる場合などには受託会社は状況に応じて委託会社に必要な対応を求めるなど、適切な牽制機能を担保していくことが合理的であると考えられる。そうした前提の下で委託会社と受託会社がそれぞれの義務を果たしていくことが、グローバルな慣行にも沿っていると考えられる。

顧客本位の業務運営を徹底するためには、委託会社と受託会社が、上記のような法制度上の考え方に則って、外部委託先も含めた業務運営上の権限及び責任の明確化や業務運営の公正性・効率性の確保に相応しいビジネス判断を適切に行い、全体として投資者の信認に伝えていく必要があり、また、各委託会社や受託会社等の関係者がその在り方を不断に見直していくことが適当である。

5. 適切な経営判断と投資信託ガバナンス

欧米の投資信託では、ファンドの運営全般について責任を負う主体が中心に置かれ、そこから委託を受けた専門会社が基準価額の計算を行い、責任を負う主体が当該事務の内容を監視・監督する構成をとるのが通例である。ファンド等(米国の場合は投資会社、欧州の場合は管理会社)から業務を委託されたア

ドミニストレーターが単独で基準価額の計算を行っており¹⁰、複数の者がその計算に携わっていないことから、計算結果を日々照合することは行われておらず、責任の所在が明確で効率的な体制がとられている。

現在、わが国でも多くの委託会社では、委託会社における計算事務を外部に委託している。現状、委託会社の基準価額計算事務の外部委託先は、計算事務受託会社が担っている¹¹。委託会社は外部委託先の業務運営態勢等を厳格に審査のうえ選定し、その業務を継続的に監視する責任を負っている。

委託会社が、外部委託先にこの事務を委託する場合には、その実務運営態勢の適切性を定期的に監視することにより、公正性を確保することが期待されている。この点、投資法人制度においては、こうした計算事務をむしろ外部に委託することを義務付けているが、そこでは、投資法人の役員会による外部委託先の監視・監督がなされることが意識されていると考えられる。また、基準価額計算事務の公正性に係る投資者の信託を確保する観点から、投資信託協会が自主規制機関として、委託会社における外部委託先を選定する際の検討及び選定後の適切性の確認等について把握することが考えられる。

いずれの態勢を取るかは、実務の実態に応じた適切な経営判断の問題であるが、投資信託業務全体への信頼を維持する見地から、委託会社は受託会社と協働し、この事務の執行態勢を構築し、適切な説明責任を果たしていくことが求められる。

投資信託の信頼性を確保する上では、投資信託業務を担う主体のそれぞれの責任を明確化しつつ、内外の環境変化に応じて合理性・効率性を追求するとともに、堅固なガバナンスを確立していく取組みが不可欠である。基準価額算定業務の責任を明確化し、公正性と効率性を追求するとともに、基準価額算定業務に対するモニタリングのあり方も一層明確化することは、投資信託のガバナンスを確立する課題の一環と考えられる。

¹⁰ UCITS V の規定においては、Depositary が基準価額計算の適正性を確保する義務を負っている。この場合、Depositary とアドミニストレーターとが同一法人（信託銀行等）であることがあり得るが、その場合には同法人内に独立した監督主体が置かれることが想定されている。

¹¹ 投資信託協会が会員委託会社に照会した各社の基準価額計算態勢のイメージ図は別紙の通り。

投資信託のガバナンスについては、グローバルな基準（IOSCO や UCITS など）の見直しが行われ、また、オーストラリアやシンガポールなど各国で証券投資法人制度の見直しなどの動きが進んでいる。我が国においてもアジア地域ファンド・パスポート構想への参加を進めるなど、投資信託業務をグローバルな見地から考える機運が高まっている。これらの動きを念頭に、投資信託のガバナンスのあり方について、諸外国のベストプラクティスを参考に、更に検討を進めていくことが望まれる。