

# 投資信託のガバナンスについて

## 中間報告

平成 29 年 5 月 18 日

一般社団法人 投資信託協会

資産運用業に係る海外動向等の調査部会

## 目 次

1. はじめに.....	1
2. 投資信託のガバナンスの意義	
(1) 我が国の投資信託のガバナンス.....	1
(2) 今日の課題.....	3
3. 米国の投資信託のガバナンス	
(1) 米国の投資信託の規制の枠組み.....	5
(2) 米国の投資信託ガバナンスの評価.....	9
4. 欧州の投資信託のガバナンス	
(1) UCITS の規制.....	12
(2) ルクセンブルクの規制.....	14
(3) 欧州の投資信託ガバナンスの評価.....	15
5. 投資信託等のガバナンスに関する IOSCO 原則.....	17
6. おわりに.....	18
「資産運用業に係る海外動向等の調査部会」メンバー.....	20

## 1. はじめに

投資信託協会は、2015年9月、理事会のもとに「資産運用業に係る海外動向の調査部会」を設け、グローバルなファンドの組成促進や投資信託の業務効率向上に係る諸問題の見直しを行うとともに、世界の資産運用業の動向を的確に把握し、日本の資産運用業のパフォーマンスと競争力の向上、日本の投資信託の国際的魅力を高めることに資するための調査活動を行ってきた。これまで16回の討議（部会13回、意見交換会等3回）を重ね、今後とも引き続き調査活動を行っていくこととしている。

調査部会で検討してきた事項のうち、投資信託のガバナンスについては、米国と欧州を中心に調査を行ってきた。投資信託の法的形態は、各国により多様であり、規制の体系も異なっている。資産運用業については、機関投資家を顧客とするものと一般投資家を顧客とするものがあり、前者については、各国とも、比較的自由的な規制体系を採っている。しかしながら、多数の一般投資家を対象に広く公募され、頻繁に新しい資金を受け入れ、解約を許容する「オープン・エンド・ファンド」については、各国で投資家保護とフィデューシャリー・デューティーを確保するためのガバナンスの仕組みが手当てされている。もちろん、これらの国々の投資信託のガバナンスの仕組みは、それぞれの歴史的背景や法制度全体のみならず理解すべきであり、我が国にそのまま適用できる性格のものではないが、これらの国々の取り組みには、我が国の資産運用業界の競争力向上や日本の投資信託の国際的魅力向上を考えるうえで参考になる示唆が多数含まれている。

この中間報告では、投資信託のガバナンスについて、何故ガバナンスの観点で今日特に有益と考えられるのかを整理し、米国および欧州の例についてこれまで明らかになった点を呈示している。しかしながら、投資信託のガバナンスの課題は、単なる制度比較や業界の慣行の課題にとどまらず、投資信託委託会社や金融グループの経営方針に直接かかわる事項であり、今後の検討の進め方について、理事会からの方向性の示唆が必要と考えられる。そのため、ここに調査部会でのこれまでの議論を中間報告として整理し、理事会の議論に資することとした。

## 2. 投資信託のガバナンスの意義

### (1) 我が国の投資信託のガバナンス

我が国の投資信託制度は、その発足以来様々な見直しが行われ、近年は特にその開示や販売のあり方について多くの議論が行われ改革が行われてきたが、投資信託のガバナンスについての関心はこれまで必ずしも高くなかった。その背景には次のような要因があると

考えられる。

- ① 我が国の投資信託制度は、投資信託委託会社が委託者として運用指図を行い、信託銀行が受託者として委託者の指図に基づき信託財産を保管・管理するという信託形式をとる公募投資信託が大宗である。この二者間で信託契約が締結され、これにより発生する受益権を投資家が取得する。投資家は投資信託契約の受益者ではあるが、信託契約の当事者ではなく、受益者が行使できる権限は投資信託約款の変更、信託の併合、解約という重要事項の変更の際に限られている。
- ② この仕組みの下で、投資信託委託会社には、顧客のニーズを把握した「商品」を作ることが期待されており、商品を組成するという活動が販売活動と一体となって行われることは当然とされてきた。
- ③ 投資信託委託会社は投資家に対して忠実義務を持つとの規定が設けられているが<sup>1</sup>、投資家と運用会社の利益相反をチェックする制度的な仕組みは必ずしも明示的ではなく、経営ガバナンスの形態も各社の自主性に任されてきた。
- ④ 我が国の投資信託は、戦後の1951年の誕生以降、長い間単位型証券投資信託が中心となって発展してきた経緯がある。存続期限がある単位型の投資信託は、「集団投資スキーム」というより「商品」であり、開示規制や販売規制が中心となった規制体系により大きな問題は生じない<sup>2</sup>。一方、世界の投資信託の主流である追加型投資信託が我が国で急速に発展してきたのは1990年代からであるが、規制の考え方は大きく変わっていない。
- ⑤ 我が国の投資信託約款は、1998年までは監督当局の承認を要する仕組みとなっており商品設計等について当局がチェックする仕組みが機能していた。同年、自由な商品設計やタイムリーな設定を可能とするとの見地から投資信託約款の個別承認制が届出制に変更され、開示義務が強化されたが、商品の組成や運用等について外部からの目でのチェックが必要という観点は重要視されなかった。

---

<sup>1</sup> 1967年の証券投資信託法の改正による。現行では金商法42条（権利者に対する義務）、42条の2（禁止行為）。なお、この忠実義務は、強行規定と考えられ、当事者間の契約による軽減は行えないものと考えられている。

<sup>2</sup> 投資信託制度発足の当初は、投資信託委託業務は証券会社の兼業業務として始まっている。1960年には委託会社の証券会社からの分離が規定され、1967年には委託会社の受益者に対する忠実義務が規定され、2000年には投資信託委託会社の受託者責任が法定されたが、ガバナンス構造の観点からは今日でも販売会社との資本関係等について特段の規制は設けられていない。

- ⑥ ファンドの開示や販売・勧誘に関する規制は近年厳格化されてきており、投資家保護がその面から強化される方向になってきた。金融商品取引法、金融商品販売法や日本証券業協会の自主規制などによる規制の中心は勧誘や販売の適正化であり、適合性の原則の徹底である。
- ⑦ 1998年の法改正で、会社型ファンドが認められ、また、2000年の法改正により不動産も含めて更に幅広い資産に運用が可能になったが、会社型ファンドは、税制等の制約もあり、我が国では基本的にREIT以外には使われていない<sup>3</sup>。

## (2) 今日の課題

投資信託のガバナンスを検討する意義は、①投資信託に対する投資家の信託の確保やフィデューシャリー・デューティーの実践、②資産運用業の競争力強化、③上場企業のコーポレート・ガバナンス向上など資本市場の機能向上への貢献、などにある。

投資信託が国民の長期にわたる資産形成を目的にするものであり、今後、確定拠出年金制度が改革され、その中で投資信託が重要な役割を担っていくことが期待されているが、長期にわたって投資判断を運用会社に委ね、その結果が投資家に与える影響が大きいような場合には、そのガバナンスについて一層の関心が高まるのは自然と考えられる。

近年、我が国において、投資信託のガバナンスについて強い関心が寄せられているが、それには次のような背景にあると考えられる。

- ① 我が国の投資信託の太宗を占める公募投資信託は投資信託委託会社により組成されている。投資信託委託会社には法令上投資家に対する忠実義務が課されており、投資家に対するフィデューシャリー・デューティーを果たすことが期待されている。近年、投資信託委託会社においては、外部取締役の導入、アドバイザリーボードの設置、取締役会における投資信託業務監視監督のための委員会設置などの動きがみられるが、これらの動きが業界全体の信頼向上に繋がるよう適切な対応を検討していく必要があるとの認識

---

<sup>3</sup> 例外は過去数本の商品があり、現在公募投資信託で存続しているものは「ベンチャー・リヴァイタライズ証券投資法人」であるが、これは未公開株と上場後5年以内の国内株式に投資するクローズド・エンドの商品である。なお、会社型投資信託の税法上の問題点として、投資法人は法人税の対象となり、①90パーセント以上の利益を配当しないと法人税が課されるが、会計上の「利益」と税法上の「利益」の扱いの違いなどにより、会社型とした場合には商品性の設計に大きな制約を受ける、②大口投資者の扱いの複雑さがある、などの実務的な問題があると指摘されており、また、販売・顧客管理システムにも影響する可能性が高く、普及には各方面の本格的な検討が不可欠である。

が高まっていること。

- ② 投資のパフォーマンスよりも販売のしやすさを優先した商品の組成が行われていないか、それを誰がチェックしているのか、といった疑念を払拭し、投資信託に対する信認を確保する仕組みを強化し、外部にも分かり易くする必要があるとの議論が高まってきていること<sup>4</sup>。
- ③ 投資効率の悪い規模の小さなファンドが数多く存在し、それらのファンドについては、償還や併合などをした方が良いと考えられるものも数多いと推定されるが、そのような決定を行う主体が明確でなく、これが投資家の利益や運用会社の経営の効率化を損なっている、との認識が生じていること。
- ④ 欧州などにおいて投資信託の国際化が進み、UCITS ファンドが発達するにつれ、ファンドのガバナンスのあり方についても国際的議論が活発化し、IOSCO でも 2006 年、2007 年にファンドのガバナンスについてのペーパーがまとめられ<sup>5</sup>、集団投資スキームについて「独立した監視機関 (Independent Oversight Entities)」の必要等が原則として謳われるようになって来ているなど、国際的な議論が活発化していること。(この点については、後述。)
- ⑤ アジア地域ファンドパスポート構想 (Asia Region Funds Passport 構想、ARFP) に我が国が参加することとなり、そのなかで「独立した監視 (Independent Oversight)」の設置が求められるなど、我が国の投資信託が外国の投資家に信頼を持って受け入れられるようにするにはガバナンスや責任体制を明確にしていくことが望ましいとの考え方が生じていること<sup>6</sup>。
- ⑥ 我が国では、2014 年に機関投資家にスチュワードシップ・コード「責任ある機関投資家の諸原則」が制定され、また、2015 年には上場企業にはコーポレート・ガバナンス・コードが設けられ、投資先企業との対話の充実やコーポレート・ガバナンスの向上に政策的にも大きな焦点が当たっていること。特にスチュワードシップ・コードでは、機関

---

<sup>4</sup> 金融庁『金融モニタリングレポート』(2015 年 7 月) など。

<sup>5</sup> IOSCO, “Examination of Governance for Collective Investment Schemes – Final Report, Part I”, June 2006; IOSCO, “Examination of Governance for Collective Investment Schemes – Final Report, Part II”, February 2007.

<sup>6</sup> ARFP の Memorandum of Cooperation の解釈上、日本は、「監査役会等の外部役員」、「信託会社」、「信託銀行」が担うことが可能という方向になっている。それで十分な信認が得られていくことが望ましいが、外国の投資家にとって最も分かり易い形態は投資法人、会社型投資信託であり、例えば、豪州でも契約型投資信託のみではなく会社型投資信託を導入する動きがある。

投資家に「顧客・受益者の利益を第一として行動すべきであり、自らの所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合」があり、そうした利益相反を適切に管理することが重要である、との指針が示されていること。

こうした動きを踏まえれば、当協会としても投資信託のガバナンスのあり方について国際的な動きを鳥瞰しつつ議論していくことは時宜を得たものと考えられる。

### 3. 米国の投資信託のガバナンス

#### (1) 米国の投資信託の規制の枠組み

米国の投資信託は、1940年投資会社法、1940年投資顧問業法を連邦規制の基本としている。投資会社法は、公募投資信託を「投資会社」と位置づけ、そのガバナンスの基本を定める一方、投資顧問業法は有償で顧客に助言する行為や顧客資産を運用する行為をフィデューシャリー・デューティーと詐欺防止規定に基づいて規律している。連邦レベルでは証券取引委員会（SEC）が規制の基本的責任を担っている<sup>7</sup>。この二法については一体として成立しているが、投資会社（ファンド）と運用会社との利益相反の防止が最も重要として意識され、両者は別の法体系をもって規制されている。

証券会社による投資信託の販売は、投資信託の組成とは別の体系によって規制されており、1933年証券法、1934年証券取引法を基本とした規制体系で律しられ、SECと並んで自主規制機関である金融業規制機関（FINRA）がその執行を担っている<sup>8</sup>。

---

<sup>7</sup> 米国の投資信託ガバナンスに関しては、American Bar Association, “Fund Director’s Guidebook,” (4<sup>th</sup>. Edition 2016), Independent Directors Council, “Fundamentals for New Directors,” (2014), Mutual Fund Directors, “Practical Guidance for Mutual Fund Directors”(2013)、野村亜紀子「海外の投資信託・投資法人制度」金融庁金融研究センター[2012年1月]などが詳しい。1940年法の成立については、Matthew P. Fink, “The Rise of Mutual Funds – An Insider View”, (Oxford Press, 2008) が詳しい。Finkによれば、当初業界はInvestment Company Act やInvestment Advisers Act に反対していると予想されたが、①それまでのファンド業界の悪弊に批判的だったマサチューセッツ州などの業者が連邦による規制強化を行うことで業界の信頼を高めることに積極的であったこと、②導管性を維持するための税制上の優遇が投資会社方式を採るものに限られていたこと、などにより、この制度の基礎固めが可能であったとしている（同書。P33-38）。

<sup>8</sup> 近年、投資信託の販売には、投資顧問業者(investment adviser)が大きな役割を果たすようになっている。投資顧問業者は連邦レベルでは投資顧問業法で規制されているほか、州による規制を受けている業者もある。杉田浩治「米国における証券と投資顧問の接近の実態」(2008年、日本証券経済研究所)など参照。なお投資信託の販売を巡る各国の動きについては、調査部会において更に調査中である。

米国の公募投資信託は、個々のファンドが、連邦法上、投資会社 (**Investment Company**) として規制されており、株式会社のような形態が擬制されている。投資家（出資者）は **shareholder** と呼ばれ、ボードが設けられて、ボードが投資家を代表する形が取られている。ただし、投資会社は通常の会社のように従業員を雇用することなどは想定しておらず、運用会社（投資顧問業者）に運用を委任し、投資家を代表して利益相反の防止や運用パフォーマンスをモニターすることを主たる業務としている。ファンド（集団投資スキーム）自体は州法で設立されており、株式会社の形態をとることもあるが、**Trust** の形態をとっている場合もある<sup>9</sup>。いずれの場合も、公募投資信託であれば投資会社法によるボードが必要である。株式会社の場合には **Board of Directors**、信託の場合には **Board of Trustees** と呼ばれるが、ボードの機能や責任に実質的な違いはない。

法的な仕組みとして、ボードは、株式会社の取締役会と同様、投資家（株主）の利益を代表し、ファンドの運営の責任を担い、善管注意義務や忠実義務を履行し、運用会社に払う報酬の取り決めはもちろん、基準価額決定のプロセス設定、資産のカストディー契約や販売方針などもボードが決定する建前になっている。ファンドの合併、償還などについての決定主体も明確である。運用会社は、一定の投資目的の下に、投資アドバイザーとして運用を一任されるのであり、そこでファンドの利益を自己の利益に優先してフィデューシャリー・デューティーを全うすることが求められる。

上記のように、投資信託とその運用会社とは観念的には別の主体と考えられているが、実際には運用会社が投資信託を組成するお膳立てをして、それが **Investment Company** として立ち上がり、ファンド・ボードがそれを監督する形となる。ファンドの組成は運用会社が行うし、運用会社の名前がファンドに付されて販売されており、運用会社の名声もファンドの評判を左右することになる。運用会社のトップや腕利きのファンドマネジャーはよく知られているが、ファンドのボードを誰が務めているかというような情報は一般の投資家には殆ど関心は寄せられていない。ボードに関する情報はファンドの目論見書本体には載っておらず、**Statement of Additional Information (SAI)** として開示されているのみで、投資家から要求されたときに無料で提供する扱いである。ただし、この開示では、ボード・メンバーについて運用会社との関係の有無を含め、大変詳しい情報が開示されており、各自がファンドから得る報酬も開示されている。

---

<sup>9</sup> 米国の公募投資信託のうち、15%はメリーランド州の会社法で設立されているが、36%はマサチューセッツ州の信託法、39%はデラウェア州の信託法に基づいて設立されており、この3形態が太宗を占める (**ICI Fact Book 2015**) が、パートナーシップの形態なども排除されていない。米国法では、フィデューシャリー・デューティーは、連邦 **Investment Company Act** に基づくもの、州法（会社法、信託法）に基づくもの、コモンローに基づくもの、の3つがある。



法令上、観念的には、それぞれのファンドにボードが必要のように規定されているが、実際には各運用会社は複数のファンドを運用するのが普通であり（Fund Complex）、運用会社の取締役会とは別にファンドのボードが複数のファンドを運営・監視している、という形が取られている。ICI のサーベイ(2014 年)によれば、86%の運用会社ではファンド・ボードは一つのみ設けられており（unitary board structure）、複数のボードを持つ（cluster board structure）会社は大手会社や、運用会社の買収などにより複数になっている場合に限られている。ファンドのボードは、同一の運用会社の運用する複数の投資信託を、委員会等を作るなどして監督する仕組みとなっている。

ボード会合の頻度については特に規定がないが、年に数回が通例である。米国投資信託協会（ICI）のサーベイでは召集会合（In-person）は年 4 回とする場合が 63%、5 回以上が 34%（2014 年）と報告しているが、監督するファンド数などに左右されるとしている。電話会議等も必要に応じて行われている。法令上は、独立取締役は監督するファンドに投資することを強制されないが、投資状況は開示されており、31%の運用会社が社内ルールによりファンドへの投資を義務付け、また 30%の運用会社が奨励している（2014 年）と報告されている<sup>10</sup>。

ファンド・ボードのメンバーの人数について規制はないが、ボードは運用会社とは独立してその活動を監視することが前提となっており、投資会社法では、その 40%以上は運用会社・元引受人などと利害関係がない独立取締役でなければならないと規定されている。運用会社との投資顧問契約の承認等、利益相反の防止が特に重要な案件については独立取締役の過半数の賛成が必要とされている。投資顧問契約の毎年更新手続きは、「投資会社法 15 条(c)項の手続き」として、特に重視されている。また SEC 規則上、（運用会社が負担するのではなく）ファンドから販売促進のための費用の支払い（規則の条文に即して、「12b-1 Fee」と呼ばれる）を認める場合など特定の場合には、ボードの過半数が独立取締役でなければならない旨が規定されている。ICI のサーベイによれば、事実上、過半数が独立取締役となっている場合が多く、ファンド・ボードにおける独立取締役の割合が 75%を超える運用会社（Fund Complexes）が 1996 年には 46%だったが、2014 年には 83%に達しており、また、65%の運用会社(同)において独立取締役が議長を務めているとしている<sup>11</sup>。また、92%の運用会社(同)において、独立取締役が運用会社の契約する法律事務所とは独立した法律事務所から法務アドバイスを受けている、としている<sup>12</sup>。これは、近年 SEC の規制や監督が

---

<sup>10</sup> ICI “Overview of Fund Governance Practices, 1994-2014”. (2015)

<sup>11</sup> 2004 年に SEC はファンド・ボードの構成について独立取締役を 75%以上とすることを規則化した。2006 年に連邦控訴審でこの規定は無効とされた。

<sup>12</sup> ICI “Overview of Fund Governance Practices, 1994-2014” (2015).

ボードの役割を一層重要視するようになってきていることの反映でもあろう<sup>13</sup>。

投資会社の株主は、投資顧問契約の当初契約の承認等を行い、また投資顧問料の引き上げには株主総会の承認が必要であるが、毎年義務付けられている投資顧問契約の更新等については、ボード（特に独立取締役）の承認に委ねている。なお、投資会社は株式会社と違い株主（投資家）総会を年次を開く必要はなく、一定の要件の下では<sup>14</sup>、ボード・メンバーの交代もボード自体で決められる。ただし、投資の基本運用方針を変更したり、運用業者に支払う報酬を引き上げたり、運用業者を変えたり、監査人を変更したりするなど重要な判断を要する場合には投資家の投票を要する場合がある。

米国の投資信託のボードはファンドの運営に関する重要決定を行うが、その議論の中心課題は運用会社に支払う手数料（信託報酬）、特にファンドの運用資産規模が大きくなった時の引き下げ基準（breakpoint）の決定である。ボードは、毎年運用会社との契約を見直し更新する手続きが求められており（規定 15(c)）、その過程を通じてファンドのパフォーマンスや報酬水準の適切性などを吟味することとなっており、その討議結果を投資家への運用報告書に記載することが求められている。

運用会社にファンドから支払う報酬水準についてボードが適切な判断を行ったのかどうかは訴訟の対象になり得る<sup>15</sup>。これについてはこの分野で有名な 1982 年の「Gartenberg 判決」がある<sup>16</sup>。この判決では、その水準が、「提供されたサービスに比して合理的な関係を有しているとはいえず、均衡を失するほど過大であり、（ボードと運用会社との間で）適切な距離を置いた交渉（arm's length bargaining）結果とはとても言いがたい<sup>17</sup>」かどうかを判断するにあたり、次のような要素を考慮すべき、としている。

#### 1. 提供されるサービスの性格や質

---

<sup>13</sup> なお、米国では、ICI が Independent Directors Council という組織を設け、金融規制の動向等に必ずしも精通していないボード・メンバーに対する研修などを活発に行っている。また、MFDF（Mutual Fund Directors Forum）、NICSA（National Investment Company Service Association）といった組織も存在し、様々な啓蒙活動などを展開している。

<sup>14</sup> 少なくとも 3 分の 2 のボード・メンバーが株主総会で承認されている場合。

<sup>15</sup> 投資会社法の 1970 年改正で、運用会社は fiduciary duty に基づき報酬を決定するとされ、また報酬について投資家が fiduciary duty 違反として提訴できることが明確化された。A. B.R. Lancellotta, P.A.Pike and P. Stevens, “Fund Governance: A Successful Evolving Model,” Virginia Law & Business Review, Spring, 2016 参照。

<sup>16</sup> Gartenberg vs Merrill Lynch Asset Management, Inc. 694 F.2d 923 (2d Cir. 1982).

<sup>17</sup> 英語では、“so disproportionately large that it bears no reasonable relationship to the services rendered and could not have been the product of the arm’s-length bargaining” である。

2. 運用会社から見た当該ファンドの利益性
3. 当該ファンドが存在することによる運用会社への間接的な利益
4. 当該ファンドの規模の拡大による規模の経済の程度
5. 同様のファンドについての報酬
6. 取締役の独立性と良心 (independence and conscientiousness of the directors)

これらの要素を考慮することを **Gartenberg 基準**と呼んでいる。この基準は、その後投資信託のボードが報酬水準を決定する基準ともなっており、その後 2010 年の米国の最高裁判決でもこの考え方が支持されている<sup>18</sup>。

既述のように、ファンドから販売促進のために販売会社に報酬を支払うことを認めること（規則 12b-1）については、本来はファンドではなく運用会社の営業費用とすべきであり、既存の投資家の利益を損なうものであるとの点から批判があるが、それによりファンドの規模を大きくし規模の経済を享受しファンドの経費率を引き下げる可能性を大きくできるとの論理から許容されている。その水準の決定など、重要な決定には独立取締役の過半数の賛成を要する規定がある。多くの運用会社は販売会社にファンドから報酬(12b-1Fee)を払っているので、独立取締役の役割が特に強調されている。

なお、投資会社の合併については、合併する側とされる側のボードの承認が必要であるが、投資家の承認が必要なのは合併される側の投資会社のみであり、議決権の過半数または発行済み証券保有者の 50%以上が出席した場合における出席した発行済み議決権証券保有者の 67%以上のいずれか小さい方の賛成が必要である。ただし、同一の運用会社のファンド（ファンド・コンプレックス）内の合併については、一定の要件（①被合併ファンドの方針が合併ファンドの方針と大きく異ならない、②投資顧問契約が大きく異ならない、③被合併ファンドの独立取締役が合併後の存続投資会社の独立取締役の過半数を構成する、④合併後の 12b-1 手数料が合併される投資会社の 12b-1 手数料より低い。）を満たす場合には、投資家の承認は不要である。

## （2）米国の投資信託ガバナンスの評価

米国においては、投資信託のボードは運用会社とファンドとの利益相反を監視し、それを最小化する一方、ファンドのパフォーマンスを監視し投資家の視点に立った運営を促すうえで、万能薬ではないが、有効な役割を果たしており、他の国の仕組みよりも優れていると考えている専門家が多いと思われる<sup>19</sup>。また、ボードの存在により、不正が防がれ、ま

<sup>18</sup> Jones vs. Harris Associates, L.P., 130 S. Ct. 1418 (2010).

<sup>19</sup> A. B.R. Lancellotta, P.A.Pike and P. Stevens, “Fund Governance: A Successful Evolving Model”、Virginia Law & Business Review, Spring, 2016. など参照。

たパフォーマンスの悪いファンドの運用担当者の交代などが行われた例は多い、との指摘もある。

しかしながら、その役割に懐疑的な意見もないわけではない。懐疑的な意見の典型は次のようなものである<sup>20</sup>。

- ① ボードの運営にはコストがかかる。またボード・メンバーの報酬は非常勤の仕事の報酬としては低くないので、ボード・メンバーはファンドの監視をするより自己の地位を守ることのほうを優先しているのではないか。
- ② ボード・メンバーのファンドへの投資は限られており、どれほど真剣に投資家の利益を代弁してくれているのか分かりにくい。
- ③ 投資信託は株式会社とは異なり投資家はいつでも解約できるなどの特徴があるので、会社と同じようなガバナンスを考えることは過重ではないか<sup>21</sup>。
- ④ 単純なインデックス投資信託などパッシブな投資信託であれば、運用内容や手数料などが適切に開示され、会計監査が適切に行われていればボードの必要性は低い<sup>22</sup>。
- ⑤ 運用会社同士の競争は激しいので、ボードがなくとも手数料の引き下げ等は可能である。また、運用会社の情報は十分開示されており、投資家はそれを基に自分に適したファンドを選択すればよい。(主として経済学者に多い意見。)

また、法令上、ファンドのボードは運用会社を変更することが可能となっているが、運用会社を変えようとした例はごくわずかであり、実際に変えられた例は伝えられていない。また、変えようとした場合も、ボード・メンバーが運用会社から訴訟を提起され、個人的損害を被った例もある<sup>23</sup>。このような事例を踏まえ、ボードの役割については、これをもつ

---

<sup>20</sup> Robert Pozen and Theresa Hamacher, *“The Fund Industry – How Your Money is Managed”* Second Edition, 2015, Wiley, Chapter 2 などに詳しいが、次の注も含め多数の論文がある。

<sup>21</sup> Eric Roiter, “Disentangling Mutual Fund Governance from Corporate Governance”, *Harvard Business Law Review* (2015)など。

<sup>22</sup> 低コストの Index 投資信託で業界をリードした Vanguard の創設者、John Bogle は Fund Board の役割に懐疑的である、と伝えられている。

<sup>23</sup> Robert F. Radin and William B. Stevenson, “Comparing Mutual Fund Governance and Corporate Governance” (2006). なお、同論文は、これまでボードが運用会社を変更させようとして問題提起した例は 2 例であるとして、Yacktman Fund と Navellier Aggressive Small Cap Equity Fund のケースを取り上げている。両方のケースでその問題提起は株主

と強化すべきであるとの意見もある。

一方、近年、SEC はファンドのボードの責任範囲を広げる傾向にあり、運用会社のサイバーセキュリティ対策、ファンドの流動性管理規制案（2015年9月）、デリバティブ利用規制案（2015年11月）などについてもボードに有効な監視を求めるようになってきている<sup>24</sup>。特に、ファンドの流動性規制案では、ボードに求められる役割が本来の利益相反の防止のための監視等を超えて、運用会社が行うべき業務的な監視までを求めるようになってきているのではないかと懸念も示されている。また、本来のボード業務である運用会社に支払う報酬についても、Gartenberg 判決を狭義に解釈してボードに過度の責任を負わせる下級審判決が増えており、ボードの法的義務が拡大解釈される傾向にあるのではないかと、といった懸念も示されており、今後ボードのあり方について更に議論が深まっていくことも予想される<sup>25</sup>。

なお、我が国では運用会社のガバナンスが販売会社のガバナンスとの関係で論じられているが、ファンドのガバナンスと運用会社のガバナンスとは分けて考える必要がある。米国の運用会社には、上場している運用会社、非上場で創業家や従業員が所有している運用会社、金融機関の子会社となっている運用会社など、多様な形態があるが、投資信託に関していえば、運用会社がどのような形態をとっていても、連邦法上投資会社としてのボードが設けられているので、運用会社自体のガバナンス形態について規制上の縛りはない。運用会社には投資顧問業法の一般的規律を中心とした規制がかかるのみである。

米国の投資信託の規制体系を改めて大筋で整理すれば次の通り。ファンドにボードが設けられ、ファンドの投資家の代表として適切な監視を行っていくことが期待されているのは、投資家と運用会社・販売会社との利益相反をできるだけ防止するという観点からである。投資家と運用会社との利害関係についていえば、信託報酬の水準を決定することが基本的に重要であるし、投資家と販売会社との利害関係も、「運用会社の負担ではなく、既存の投資家の資金であるファンドから新規の投資家を獲得するためのコストを支弁してよいのかどうか」、「ファンドの規模が大きくなることにより経費率が下がり、パフォーマンスの向上に貢献するかどうか」という観点からボードが決定する。要するに、ボードが投資家と運用会社・販売会社との利益相反を監視する、という建前に立っているので、運用会社が

---

総会で否決されており（変更には3分の2の株主の賛成を要する）、問題提起したボード/メンバーは解任された。

<sup>24</sup> SEC 委員長のスピーチ、Mary Jo White, “The Fund Director in 2016: Keynote Address at the Mutual Fund Directors Forum 2016 Policy Conference, March 29, 2016” など参照。

<sup>25</sup> 注 16 参照。

どのような形態をとって利益を上げてても基本的に問題にならない仕組みである。逆に言えば、投資家を代表するボードが存在し、それが運用会社とは距離を保って手数料水準などを決定している、という構造があり、その仕組みが定着し、強化されてきた歴史があるので、運用会社は思い切ってビジネスを展開し、利益を上げ、運用産業を活発化させる、ということも当然と考えられている。

#### 4. 欧州の投資信託のガバナンス

##### (1) UCITS の規制

欧州の投資信託は、その約 7 割が EU の UCITS 指令による UCITS ファンドである<sup>26</sup>。UCITS(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)とは、譲渡可能証券の集団投資事業(ファンド)であり、譲渡可能な有価証券に共同で投資し、設立母国の認可があれば広く EU 域内の一般投資家に販売される投資信託である。

最初の UCITS 指令は 1985 年に発出されており (UCITS I)、EU 域内において投資ファンドについての統一的で競争的な市場を形成し、個人投資家のクロスボーダー投資を円滑にするために調和のとれた規制上の仕組みを形成することを意図していた。当初は、①「譲渡可能な有価証券」の範囲があいまいで狭くとらえられていたこと (短期金融市場の商品に投資が認められなかったこと) ②分散投資規制が厳しかったこと (Index 投資信託が組成できないなど)、③EU 各国の規制や税制の違いが大きかったこと、などの理由から、その発展は限定的であったが、2001 年に改正指令 (UCITS II 及び UCITS III) が発出され、投資対象が拡大し (デリバティブも含む)、目論見書の簡素化等も盛り込まれたほか、管理会社(Management Company)の規則も導入された。その後、運用の自由度の拡大等に伴い、UCITS は飛躍的に伸びることとなったが、更にクロスボーダーの販売や業務展開などを可能とする改正指令 (UCITS IV) が 2009 年に発出されている<sup>27</sup>。また、2014 年には、ファンドの利益相反防止の強化や預託機関等に対して直接保管できる金融商品を喪失した場合には速やかな原状回復の責任を負う義務などを盛り込んだ改正指令 (UCITS V) が発出され、2016 年 3 月に発効している。

UCITS V は、近年の欧州におけるファンド一般のガバナンスに対する機関投資家などの関心の高まりを反映しており、Alternative Investment Fund (AIF) の運用者に関する指令 (AIFMD) や金融商品の販売に係る MiFID の規制と連関して検討され、順次実施に移

---

<sup>26</sup> EFAMA “Trends in European Investment Funds, “ 13<sup>th</sup> edition, 2015 FACT BOOK による。

<sup>27</sup> Christian Szylar (ed.) UCITS Handbook, 2012, Wiley 参照。

されてきている。UCITS の規制と AIF の規制は平行になっているが、UCITS の規制のほうが商品設計に関して一層厳格なリスク管理等を求めている。

UCITS V の規制を中心にファンドのガバナンスについて見ると次の通り。

UCITS は、契約に基づく形態、信託に基づく形態、会社に基づく形態など多様な形態が許容されて、それぞれが設立形態に基づくガバナンス等の規制を受けるが、UCITS として機能するためには、①管理会社(Management Company)、②約款または定款(Fund Rules)、③預託機関(Depository)の設立が必要であり、統一したリスク管理規制、分散投資規制に服している。UCITS 規制は明示的にフィデューシャリー・デューティーを課しているわけではないが、管理会社と預託機関を中心とした相互牽制機能の構築を求めることにより、投資家の保護、利益相反の防止を図ることが意図されている。

管理会社はファンドのガバナンス体制を構築し当局の認可を得る。管理会社は、資本規制、株主規制、健全性規制を受けるほか、利益相反の防止に努め、市場のインテグリティにとって最善の利益を促進するようにするなどの行為規制に服している。適切なリスク管理体制を構築する責任も負っている。

管理会社が自ら運用を行うことは排除されておらず、その場合にはより重い資本規制を受ける。しかしながら、運用は運用会社に外部委託することが一般的であり、また、資産の預託、ファンドのアドミニストレーション、販売等については外部委託している場合がほとんどである。要するに、管理会社は、ファンドの運営全体について責任を持つ会社であると位置づけられている。

預託機関は、管理会社とは別の法人として、ファンド設立国等に設置されている必要があり<sup>28</sup>、投資会社や契約型の資産を保管する機能と責任を有するが、資産保管機能に加え、監視機能や資金繰り管理（勘定の記帳や分別管理等）の機能も担っている。特に監視機能に関しては、①受益権の設定等が法令・規則等に基づいて行われているかどうか、②基準価額が法令・規則等に基づいて計算されているかどうか、③管理会社からの指示を実行する際に規則・法令等に違反していないかどうか、④通常の期間内にファンドの資産に関連する取引対価の受渡が完了しているかどうか、⑤収益分配が法令・規則等に基づいて行われているかどうか、等を監視している。

UCITS の規制は、管理会社に全体的なファンドの運営管理の責任を課しているが、管理

---

<sup>28</sup> ルクセンブルクの場合にはルクセンブルクで設立された金融機関（または EU 加盟国に設立された金融機関のルクセンブルク支店を通じて設立された機関）に限られる。

会社と預託機関の独立と相互牽制により適切なファンドのガバナンスを確保しようと意図していると考えられる。UCITS の規制上、管理会社と預託機関はそれぞれ、誠実、公正、プロフェッショナルに、独立の立場でファンド及びファンドの投資家のために行動しなければならない、とされ、預託機関の独立が強調されている。預託機関または管理機関が、相手に対し資本関係を有していること自体は禁止されていないが、仮に 10%以上の株式を保有している場合には、①預託機関の客観的な選定基準を定めること、②預託機関の選定に関する分析結果（コスト、経験、財務健全性、能力等）を文書化しておくこと、③当局に対して、当該預託機関の任命理由を説明すること、④投資家から要求があれば当該預託機関の任命理由を説明すること、⑤利益相反防止の手続を構築することが求められる。また、管理会社と預託機関が同一の連結財務諸表グループに存在する場合には、少なくとも 3分の 1 以上または 2 名以上のマネジメントは管理会社及び預託機関のから独立していることが求められている。

## （2）ルクセンブルクの規制

欧州の UCITS の 3 割以上はルクセンブルク籍となっている<sup>29</sup>。同国の規制により投資信託のガバナンスを整理すると次の通り。

ルクセンブルクの投資信託は、契約型と会社型に分類され、後者は、変動資本（SICAV）と固定資本（SICAF）の二つのタイプがある。契約型（コモンファンド、FCP）は法人格を有さず、管理会社の設置が要請される。FCP の資産は預託機関に保管される<sup>30</sup>。

会社型（大宗は SICAV）は、法人格を有し、原則 3 名以上の取締役を設ける必要がある。管理会社の設置は求められず、もし設置しない場合には自己が管理会社となる。自己管理型投資会社の場合、取締役の名声、経験等についての規制があり、SICAV の事業は 2 名以上の常勤業務執行担当者（コンダクティング・オフィサー）により決定されなければならない（「4 つの目の原則」）。管理会社には自己資本規制、株主規制や兼業禁止規制があり、顧客および市場のインテグリティの最善の利益を図るとの原則のもとで、運用、管理、販売等の業務を管理する役割を担う。運用業者、販売業者、アドミニストレーター、トランスファー・エージェント等に外部委託する場合にはこれを監督する。資産は管理会社とは独立した預託機関に保管する必要がある。会社型の場合もその資産は預託機関に保管される。

---

<sup>29</sup> EFAMA, "Trends in European Investment Funds," 13<sup>th</sup> edition. Fact Book 2015. によれば、UCITS の国籍を資産ベースで大きい順にみると、ルクセンブルク（33%）、アイルランド（16%）、フランス（14%）、英国（13%）、スイス（4%）、その他（20%）である。

<sup>30</sup> アングロサクソン系では SICAV の形式を、大陸系では FCP の形式をとっていると言われる。



口座、投資ユニットの発行・償還、ユニット保有者の登録簿管理、目論見書等の文書の作成など、アドミニストレーションの中核部分はルクセンブルクに設置させる必要がある。ただし、管理会社や投資会社自身がアドミニストレーション機能を直接担うことは義務付けられていない。

UCITS の合併については、監督当局の事前認可を必要とし、投資家の承認が必要とされる場合などについては約款に定めるが、賛成は過半数を必要とし、75%を超える賛成を求めはならないこととされている。FCP については、約款に規定がある場合を除き、管理会社が決定する権限を持つ。投資会社については、株主総会またはボードの承認を要する。投資家は保有する持分の償還・買戻しを要求するか、同じ管理会社が運用する他の投資信託の持分への転換を要求することが出来る。

### (3) 欧州の投資信託ガバナンスの評価

欧州の投資信託ガバナンスは、我が国の制度と類似している面があると考えられる。即ち、管理会社は、預託機関にポートフォリオ・マネジメント業務を委託してはならない、とされている点で、指図型投資信託を運営する投資信託委託会社に類似しており、また、リスク管理の責任等も基本的に管理会社が負っている点で投資信託委託会社と同様の義務を負っている。また、投資信託の受託者責任を負っている信託銀行は預託機関に類似していると考えられる。

しかしながら、①投資信託は、法的形態にかかわらず、単なる金融商品ではなく共同投資スキームとして位置づけ、管理会社をファンド運営全体の責任を負う形で規制の中心としていること、②管理会社と預託機関が牽制しあいつつ利益相反をコントロールしていること、③管理会社が販売も含めてファンド業務全体を総括する仕組みになっており、販売会社が管理会社に対して影響力を持っていると認識・誤認されうる仕組みとはなっていないこと、などの点において、我が国との違いが見られる。

また、管理会社は自ら投資信託の運用を行うことを禁止されているわけではないが、むしろ運用は運用会社に外部委託する方が一般的であり、販売も含めた個々の業務を外部委託しその全体的な管理をすることが期待されている点<sup>31</sup>、その機能は、むしろ我が国における投資法人の機能と類似しているとも考えられる。即ち、我が国の投資法人は、その制度上、運用を運用会社に、資産の保管を資産保管会社に委託しなければならないこととされており（投資信託法 117 条、198 条、208 条等）、①投資法人及びその役員は投資家のた

---

<sup>31</sup> 委託業務の一義的な責任は管理会社にあり、これが「レター・ボックス・エンティティ」となるまで業務を再委託してはならない、とされていることから、管理会社は外部委託の管理を中心とした形態が一般的であることが推測される。

めに善管注意義務および忠実義務を果たすことが義務付けられていること、②監督当局に対する資料提出の責任や立ち入り検査受忍義務を第一次的に負っていること、③運用会社、資産保管会社、販売会社とは独立していることなど、ガバナンス側面の側面から見ると、欧州の管理会社の責任や役割に類似している。

欧州のファンドのガバナンスの仕組みは米国のようにルール・ベースで詳細に規定されたものではなく、EU加盟国内の多様性にも配慮し、規制当局の関与や業界内の取り組みとして自主的に発展してきたと考えられている。例えば、ルクセンブルクの場合、法令による規制ではないが、監督当局（CSSF）は、管理会社とファンドのボード・メンバーの兼務を防止するよう強く推奨するなどのレターを発出するなどの措置を取っており<sup>32</sup>、また、投資信託協会（ALFI）やアドミニストレーター団体（ILA）の出すガイドラインが重視されている<sup>33</sup>。

ALFIは、ILAと共同して、2009年にファンドのガバナンスに関する8項目のCode of Conductを取りまとめ会員企業に採択を推奨し、85パーセントの会員が採択するなど、民間での取り組みを強化してきた。2013年にこれを10項目に改定し、民間関係者が実施状況をサーベイするなどの活動を行っている<sup>34</sup>。このCode of Conductは、ファンドのボードに対し遵守を求めるものであり、その場合のボードとは、ルクセンブルク・ファンド（会社型投資信託）のボードのみならず、管理会社（Management Company）のボードも念頭に置いている。その内容は、①健全で透明性の高いガバナンスを常時確保すること、②責任を果たすうえで必要な人材等を確保すること、③投資家の利益を最優先し、ボード・メンバーの出身に拘わらず公正で独立した行動をとり、手数料の適性などを確保すること、④善管注意義務を果たすこと、⑤適切なコンプライアンス体制を確保すること、⑥投資家に対する適切な開示を確保すること、⑦適切なリスク管理体制を確保すること、⑧利益相反の防止に努めること、⑨投資家の議決権が適切に行使されよう確保すること、⑩ボード・メンバーの報酬が合理的で公正でありまた適切に開示されるよう確保すること、などを挙げている。特に、⑨及び⑩は、近年の投資信託ガバナンスに関する当局や投資家の意識の高まりを背景に、2013年に加えられたものであり、同年には、②に関連して、一名以上の独立取締役を含めることを検討すること、ボードの議長が適切なリーダーシップを発揮することや、ボードが定期的にその成果や活動を点検することを盛り込んでいる。

一般に欧州の規制やルクセンブルクの規制では、米国に比して独立取締役の役割を特に

---

<sup>32</sup> CSSF Circular 12/546 as amended by Circular 15/633, Section 4.1.

<sup>33</sup> ALFIは、ルクセンブルク投資信託協会（Association Luxembourgeoise de l'Industrie des Fonds d'Investissement）、ILAはルクセンブルク・ファンド管理者協会（Institut Luxembourgeois des Administrateurs）である。

<sup>34</sup> PWC, “Luxembourg Fund Governance Survey, 2014” など。

強調しているわけではない<sup>35</sup>。「ルクセンブルグファンドに関する 2014 年の民間のサーベイによれば、過半数のボード・メンバーがファンド・スポンサーと雇用関係にあることが通例であるが、独立取締役を起用する例が増加しつつある。UCITS ファンド・ボードの 73 パーセントは独立取締役を起用しており、また UCITS ファンドのみを管理する管理会社の 33 パーセントが独立取締役を起用している。また独立取締役がボードの議長を務める例は、UCITS では 2 年前の 18 パーセントから 42 パーセントに増加している。また、UCITS のみを管理する管理会社のボードでも、ファンドのプロモーターに雇用されている取締役の 56 パーセント、サービス・プロバイダーに雇用されている取締役の 75 パーセントは、ボードに参画する上で要請される職務責任範囲を書面で明示した任命書が交付されている。このサーベイでは、まだこのような書面任命書が交付されていない例が多く残されていることは遺憾であるが、今後改善が見込まれる、としている<sup>36</sup>。

## 5. 投資信託等のガバナンスに関する IOSCO 原則

国際証券監督者機構（IOSCO）の資産運用業部会（SC5）は、投資信託等の集団投資スキームに関し、各国の法的規制、投資家の権利、内部統制、透明性、市場業界関係者の役割等の問題を検討しているが、2007 年、各国の共同投資スキームがフィデューシャリー・デューティーを遵守し、特に利益相反を防止するためのガバナンスのあり方を検討するとともに、特に一般投資家( retail investors)に焦点を置いて、ガバナンスの原則をまとめた報告書を公表した<sup>37</sup>。

この報告書では、投資信託など共同投資スキームの原則として、特に次のようなものを挙げている。

- ① 意思決定のプロセスが資産運用業者や関連業者との利益相反に影響されて曲げられることがないように、独立した監督組織（Independent Oversight Entities）を設立、任命すべきである。

---

<sup>35</sup> Jan J. Hazenberg & Edwin Terink, “Effectiveness of independent boards of UCITS funds”, *The European Journal of Finance*, January 2016 によれば、EU でも米国のように独立取締役の存在を義務付けるべき等の議論はあるが、独立取締役が存在することにより UCITS ファンドのパフォーマンスのみを実証研究してみると、それによりパフォーマンスが向上したということは必ずしも言えない、と結論している。

<sup>36</sup> PWC, “Luxembourg Fund Governance Survey, 2014” 参照。

<sup>37</sup> IOSCO, “Examination of Governance for Collective Investment Schemes – Final Report, Part I”, June 2006; IOSCO, “Examination of Governance for Collective Investment Schemes – Final Report, Part II”, February 2007.

- ② 独立した監督組織の組織や実際の運営が、資産運用業者や関連業者から不当な影響を受けないようにすべきである。
- ③ 独立した監督組織の責任と資産運用業者の責任を混同されないようにすべきである。
- ④ 独立した監督組織は監督の役割を果たすために必要な情報を入手する権限を持つべきである。
- ⑤ 独立した監督組織が資産運用業者にその活動全般を依存する場合、自らの責任を果たせるような手段を確保すべきである。
- ⑥ 独立した監督組織は資産運用業者の活動を監視できる機能を持つべきである。(例として、基準価額の計算プロセスの適切性を管理することなど。)
- ⑦ 独立した監督組織は、投資家の資産や利害が侵食されることのないよう適切なメカニズム（取引手数料も含む支払い費用の監視等）が働いていることを確保できるような機能を持つべきである。
- ⑧ 独立した監督組織は、規制当局あるいは投資家に報告を行う義務を持つべきである。

IOSCO は、これらの機能は投資信託制度が投資法人制度のようにになっている場合には比較的明白であるが、それ以外の形態をとる場合には独立監視組織の機能を何らかの形で盛り込むことが可能かつ必要であるとし、各国の規制の枠組みの違いを考慮し、①資産運用業者の独立取締役、②預託機関や信託銀行、③独立したコンプライアンス委員会あるいは資産運用業者の監督委員会(Supervisory Board)などがこうした機能を持つこともありうることを示唆している。また、業界の自主規制による対応（例えば行動規範の制定等）もありうることにも言及している。

## 6. おわりに

調査部会では、これまで以上のように、米国や欧州の投資信託のガバナンスの枠組み等を検討してきた。投資信託のガバナンスについては必ずしも理想的な例があるわけではなく、各国の業界や規制当局も時代の変化に応じて常により良いものを模索しているのが実情であると考えられる。しかしながら、我が国の投資信託のガバナンスについては、その仕組みが一般の投資家や外国の投資家にとって必ずしも明確ではなく、改善の余地がある

ことは否めない。これらの検討を参考に、今後、我が国の投資信託に対する信託の一層の向上のために投資信託のガバナンスのあり方について更に議論を進めることは有意義であると考えられる。

「資産運用業に係る海外動向等の調査部会」メンバー

平成 29 年 4 月末現在

<部会長>

大和証券投資信託委託 取締役兼常務執行役員 森 剛朗

<委員>

野村アセットマネジメント 総合企画部 シニア・マネージャー 北島 信賢

日興アセットマネジメント 経営企画本部 経営企画グローバルヘッド兼経営企画本部長 浅井 公広

シュローダー・インベストメント・マネジメント 法務部 シニアリーガルオフィサー 高木 潔子

フィデリティ投信 フィデリティ退職・投資教育研究所 所長 野尻 哲史

ドイチェ・アセット・マネジメント 資産運用研究所 所長 藤原 延介

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント 戦略マーケティング部ビジネス戦略オフィス ヴァイス・プレジデント 岩本 紀子

三菱 UFJ 国際投信 経営企画部 副部長 浦野 通雄

ピクテ投信投資顧問 ビジネス・リスク・マネジメント室ヘッド・オブ・ビジネス・リスク・アジア 大谷 幸大

アセットマネジメント One 商品本部 商品戦略企画グループ 商品戦略企画G長 兼 商品戦略企画部長 浜田 好浩

東京海上アセットマネジメント 投信企画部 部長 佐藤 浩史

三井住友アセットマネジメント 国際部 担当部長 山内 裕也

BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン コンプライアンス部 部長 鈴木 明久

ニューバーガー・バーマン 法務・コンプライアンス部 法務・コンプライアンス部長 酒井 秀哉

大和総研 金融調査部 部長 保志 泰

野村資本市場研究所 執行役員 関 雄太

日本証券経済研究所 特任リサーチ・フェロー 杉田 浩治

PwC あらた有限責任監査法人	第3金融部（資産運用）	パートナー	辻田 大
外国法共同事業法律事務所リンクレーターズ	パートナー	弁護士	坂田 絵里子
伊藤 見富法律事務所	シニア・カウンセラー	弁護士	和仁 亮裕
<オブザーバー>			
金 融 庁			
日本証券業協会	企画部	部長	松本 昌男
PwC あらた有限責任監査法人	第3金融部（資産運用）	ディレクター	久保 直毅
伊藤 見富法律事務所	アソシエート	弁護士	宇波 洋介