

「第1回 資産運用業強化委員会」議事要旨
平成28年10月19日(水) 15:00 ~ 16:15
於：投資信託協会

議事内容

1. 委員会の運営等について
2. 検討事項に関する説明
 - (1) 資産運用等に関するWG報告書における提言
 - (2) 「資産運用業に係る海外動向等の調査部会」におけるガバナンスに関する検討状況の中間報告
3. 意見交換

配布資料

- ・資料1 「資産運用業強化委員会」の運営等について(案)
- ・資料2 「資産運用等に関するワーキング・グループ報告書(平成28年6月30日)」における提言等
- ・「資産運用業に係る海外動向等の調査部会 サブグループ:資産運用会社のフィデューシャリー・デューティーとファンドのガバナンス 中間報告」

議事概要

1. 委員会の運営等について

事務局より、資料 1 の内容について説明が行われた。

2. 検討事項に関する説明

(1) 資産運用等に関する WG 報告書における提言

事務局より、資料 2 の内容(今後の取組み)について説明が行われた。

(2) 「資産運用業に係る海外動向等の調査部会」におけるガバナンスに関する検討状況の中間報告

PwC あらた有限責任監査法人 辻田氏より「資産運用業に係る海外動向等の調査部会 サブグループ:資産運用会社のフィデューシャリー・デューティーとファンドのガバナンス 中間報告」の説明が行われた。主な要点は以下の通り。

P.2 米国～ファンドボードを中心としたガバナンス

- ・ ファンドサイズが大きい～
ファンド当たり平均運用資産額(米国:1,792 億円。日本:130 億円)
- ・ ファンドボードの役割～
投資顧問契約、証券保管契約、販売契約の承認。ファンドパフォーマンス、利益相反取引の監視。
- ・ ファンドボード運営コスト～
取締役の責任範囲拡大。訴訟リスク。

- ・ アメリカでは、1940 年投資会社法に基づいて、ファンド自体が独立した法的主体として成立し、投資会社における取締役会(ファンドボード)がガバナンスの中核を担っている。法律上は 40%以上、独立した取締役を置かなければならないが、実際には 80%以上のファンドにおいて、独立した取締役が 75%を超えている。
- ・ ファンドボードの役割としては、投資顧問契約、カストディ契約に加えて、販売契約の承認の責任も負っている。利益相反取引の監視については、独立した取締役の半数以上が賛成しないと成立しない。極めて厳しいガバナンス体制が敷かれている。
- ・ 米国型のガバナンスは綺麗であるが、コストがかかる。日米比較では、ファンドの数自体は変わらないものの、純資産額では 13～14 倍という差がある。ファンド一本当りで賄えることができるコストにはそれだけ差がある。
- ・ ファンドボードに関する報酬はファンドから支弁されている。運用会社が

らは独立した形で支弁されるため、実質的に独立性が担保される仕組みになっている。

P.3 欧州～プレイヤー間の相互牽制によるガバナンス

- ・ ファンド運営に関するガバナンス
管理会社を中心に、各プレイヤーが役割分担しながら、相互牽制を図る仕組み
- ・ 商品設計・販売に関するガバナンス(プロダクトガバナンス)
顧客の利益に資する商品の提供に際し、販売会社だけに任せるのではなく、商品組成会社もモニタリングする仕組み

- ・ 欧州 UCITS のガバナンスの仕組みとしては、「ファンド運営に関するガバナンス」と、現在進行形のものとして、商品設計・販売に関して販売会社と運用会社との間のコンフリクトをどう管理していくかという「商品設計・販売に関するガバナンス(プロダクト)」の二つのガバナンスが並列している。
- ・ 「ファンド運営に関するガバナンス」については、欧州では、会社型・契約型の両方が存在する中で、管理会社がガバナンスの中心になっている。必ずしもボードの独立性を強く求められているわけではない。実際には管理会社だけでなく、カストディも含めて色々なプレイヤーが相互に監視する形でモニタリングを効かせる仕組みである。「UCITS-V」で、預託機関の責任がさらに強化されたところである。
- ・ 「商品設計・販売に関するガバナンス」は現在進行形の議論である。2018年1月から「MiFID-II」と言われる金商法にあたる法令の改正が予定されている。販売時の販売者による適合性原則のモニタリングに加え、商品組成会社に対し、自身が開発設計した商品が販売会社によって本当に適切に販売されているかどうかをモニタリングさせるものである。具体的には、販売会社からサマリーを入手し、商品組成会社が当初想定している顧客層に販売されているかどうかを間接的にモニタリングする仕組みであり、その導入が進められている。
- ・ 米国に比べて欧州は、プレイヤーの自主性に任せられている点が多く、レギュレーションもプリンシプルベースになっている。その中で、運用会社や管理会社の判断として、何をどこまでやるのか、きちんとした社内ルールを作ってそれを遵守していくのが、基本的なヨーロッパの規制の在り方である。
- ・ 参考になるのがオーストラリアの取組みである。日本と同様、契約型が主体であるが、それが海外投資家に対して訴求力を持つのか検討した結果、新しく会社型スキームを導入することを決め、制度改正等を進めている。オー

ストラリアのアジア地域ファンド・パスポート(Asia Region Fund Passport)への情熱、前向きな姿勢の表れと言えよう。

P.4 今後検討すべき課題

1. 受益者、運用会社、販売会社の利益調整
2. 行動規範策定の是非
3. 商品設計におけるガバナンスのあり方
4. ファンドの併合・償還に関するガバナンスのあり方
5. 投資法人制度活用の是非

・ 米国や欧州を中心とした海外におけるファンドガバナンスのあり方を参考としながら、日本独自のファンドガバナンスのルールを策定

- ・ 米国、欧州とも業界構造は日本と全く異なる。従って、いずれかの仕組みをそのまま持ち込んだとしても、必ずしも日本に通用するかは難しい問題である。日本の業界環境や経営環境の中で、どうやって受益者・運用会社・販売会社の間を調整していくのかが、まさに今、検討すべき課題である。
- ・ ルクセンブルグでは、投信協会にあたる ALFI が「Code of Conduct」を作っている。行動規範であり、管理会社のボードがどういったことを遵守しなければならないかについて、ハイレベルな項目を列挙しており、それを準拠することを各運用会社に推奨している。日本でも業界の自主的な取り組みとして、各社がフィデューシャリー・デューティ宣言やアドバイザーボードの設置等、色々な取り組みをしている。素晴らしいことではあるが、世間一般からはなかなか横串を通して比較することができないといった問題がある。行動規範を作ることが、情報開示として役にたつのかどうか、海外調査部会でも議論している。
- ・ また、日本でガバナンスを強化していくにあたり、小規模ファンドが乱立している状態で、これ以上、ガバナンスを強化するためのコストをどう賄っていくのか、避けて通れない議論である。このため、今後、ガバナンスを考えていく上では、ファンドの併合・償還に関する考え方を併せて整理していく必要がある。逆に言えば、ガバナンスを整理していくことによって、併合・償還についてのプロセスを以前よりも簡略化させることが、可能性としてはあり得る。
- ・ アメリカ型のガバナンスを入れていくためには、有価証券に投資するものについても、投資法人制度にあたるものを入れていかないと、綺麗な形にな

らない。ただ、有価証券に投資するものについても、規制上、特に税法上のハードルが高い。“今日やる”と決めて“来月から”というわけにはいかない話である。中長期的な検討課題にするとして、その間は何もしないのか、今すぐ出来ることはないか、合わせ技で検討していくことが必要である。

P.4～5は参考として付けたものであり、P.4のIOSCOのガバナンスに関する報告書では、「独立した監視機関を置くべきだ」と提言している。P.5はALFIの行動規範である。

3. 意見交換

- ガバナンスは、今の日本の契約型形態では非常に難しい。アドバイザーボードを加えても、本質的に意思決定権限がないものを入れたところで国際的に通用するかということと、IOSCOガイドラインに合うかという問題が残る。オーストラリア的なアプローチを行う必要があるという感じがする。
- 現行制度では、ファンドの併合・償還についての意思決定にかなり時間がかかる。責任を持ったボードが意思決定することで、間接的にはあるが、業務の効率化に資することになる。それ以上に、投資家のために受託者責任をきちんと履行できることにもつながると思う。独立したボードによる意思決定を可能にすることが望ましい。
- IOSCOで2006年にこうした勧告が出ている。直ちにメスを入れないといけないのではないか。
- オーストラリアも、契約型が中心のファンドスキームではあるが、会社型を展望した具体的な行動に出ている。日本と同じような課題があったのではないかと思うが、どのように対応しているのか、参考になると思われる。
- オーストラリアは契約型がほとんどで、年金市場が投信の主要マーケットであり、そこであれば今の仕組みのままでいける。運用会社がガバナンスの中心になっており、日本と似ている。一方で、必ず外部のファンド格付けを取らないと売れないといったチェック&バランスがマーケットの中で働いている。こうした合わせ技の中で、ワークしている。

オーストラリアの問題意識は、おそらく国外にある。オーストラリア特有のガバナンスの仕組みやマーケットの仕組みをそのまま海外に持っていったとしても、海外の投資家に分かってもらえるのか、現地の販売会社が投資家に説明できるのかということが、最大の問題意識なのだと思う。契約型を無くそうとしているのではなく、並列して存在させようとしている。

- 税法上どう会社型を扱うか、正にいま検討を進めている状況である。かなりのスピード感で話を進めており、来年にはスキームが出てくると聞いている。
- 欧州では運用会社自ら投資家の適合性をモニタリングするとのことだが、顧客情報までモニタリングしようと考えているのか。
- セグメンテーションして出す形を考えているようだ。
- “貯蓄から投資へ”、“貯蓄から資産形成”を進めていくため、運用会社やファンドに対する投資家からの信頼性を高めるためにガバナンスや利益相反の防止を議論するのか、海外でファンドを販売するために議論するのか、或いはその両方なのか、その点を明確にして議論する必要がある。業界の中でも海外にファンドを出そうという会社は限られると思うので、業界全体の話とは違ってくる。何のためにガバナンス強化を議論するのか、区別しながら議論した方がまとまりやすいのではないか。
- UCITS も浸透するのに相当な時間を要している。早急に取り組まなければならない話と平衡して進められるかどうか分からない。特に、オーストラリアのように、自国のスキームを残したまま輸出向けのプロダクトとして新たなものを作ろうとするのであれば、“既にスタンダードになるものが存在する中で”、“我々がどういう道を選べば良いのかはつきりしない中で”、“誰がどの程度やりたいのかも分からない中で”議論すると、焦点がぼけるのではないか。
- 証券投資信託は契約型だが、不動産投資法人は 100%会社型だ。会社型が使われないわけではなく、ある分野では使われている。これはどのような理由で、住み分けや状況が出来ているのか。
- REIT 以外で証券投資法人は 1 本だけ存在する。しかし、それはクローズド型であり、取引所で取引される商品である。オープンエンド型を導入すると、税務上の導管性を満たさなければいけないが、設定・解約が頻繁にある中できちんと管理していくには手間がかかる。こうした税務上の要件を満たすことはかなりハードルが高く、そこをクリアしなければならないという問題がある。もう一つは、投資法人を前提としたインフラが販売会社に無いことである。契約型に加えて会社型のファンドをきちんと扱えるだけのオペレーションや仕組みを、委託会社だけではなく販売会社にも作って貰う必要がある。
- 長期の資産形成に資する資産運用について強化することが議論されているが、一所懸命ガバナンスを強化し、信頼性を高める或いは運用力を高める努力をしても、それがお客さまに伝わらない“もどかしさ”を感じる。一般の投資家から見たときに、平易、容易に比較できるインフラがない中で、“資

産運用会社のガバナンス”であるとか“信頼性回復”と言っても、或いはそれをやったとしても、結果として貯蓄から投資への流れは加速されないのではないか。

- 信頼性を高める観点から、或いはフィデューシャリー・デューティーの観点から、現状、各社で独立取締役を運用会社のボードに入れることや、アドバイザリーボードを作ること、ファンド監視委員会のような第三者が参加する委員会を作ることなど、色々な取り組みが行われている。こうしたことは、各社や各グループで発表されているが、全体として一般の方々に十分に伝わっているのかという問題についてワーキングで議論された。一つの方策として、各社の取組みを協会で集め、公表することについて議論したい。
また、各社で取組んでいることについて、協会という一つの枠組みの中でそれをサポートする方法がないか、一般の方にアピールできる方法がないかを議論したい。
- 法制上は、アメリカの運用会社がファンドの一つ一つにボードを作っているが、実際には運用会社に運用会社としてのボードがあるほか、ファンドとしてのボードが1つ乃至2つ、大きなところでも4つしか持っていない。実務的には、日本の各社が取り組んでいる外部取締役の導入やファンド監視委員会、アドバイザリーボードとかなり近い運用になっている。法的には随分違うように見えるが、実務上はそれほど大きな違いがあるとは言えない面がある。こうした点もよく分析する必要がある。
- 併合・償還について、誰がどういう形で決定しているのか、投資家の立場で見たときに、誰がどうイニシアティブを取っていくのかがはっきりしていることが望ましい。
- 投資法人制度は既に出てきているが、それがなぜ使えないのか、税制や他の点についても小委員会などを通じて分析していく必要がある。
- 一般投資家は運用会社で選ぶのではなく、商品で選ぶ。もちろん、運用会社あるいは投資信託商品としてガバナンスの強化はとても大事なことであり、やっていくわけだが、それをやれば日本の長期の資産形成が飛躍的に伸びるということについて、今までの議論はどのようなものがあつたのか。
- 一つの論点として、日本は小さいファンドが多く、併合もされず、償還もされないで小さいファンドが残る。その結果、コストがかかって運用会社の負担が大きくなり、回り回って投資家のプラスになっていない。併合等の決定が何故出来ないのか。アメリカは会社型でボードが投資家の代表として法的な責任を持ち、併合や償還について決定できる。一つの解決策の中で、会社型やガバナンスの話が出てきた。
- 日本の今の契約型は、ガバナンスという点からすると、批判されやすい。

利益相反は存在するのに、あまり気にされない。運用会社は委員会を設けてチェックするが、それは運用会社を見ているのであって、個別のファンドを見る仕組みにはなっていない。これでは不透明で、他国に競争で負けてしまう。アメリカのスキームをそのまま日本にもって来ても上手くワークしないとすれば、「それでは、どうするのか」という話であろう。

- アメリカは会社の合併と一緒なので、極めて分かりやすい。UCITS の合併は簡単に行える。日本は、実際には色々な要件があるが、レギュレーションレベルでは非常に簡単に書いてあるだけである。合併が簡単に出来ないとファンドがマーケットに残ってしまう。初めから償還期限を 5 年程度にすると、10 年 20 年といった長期に運用するファンドが作れない。こうした点を解決する必要がある。これはレギュレーションをどう作るかという問題である。
- 今の流れの中で、独立社外取締役を置き、運用面に関わる利益相反をコントロールする或いは利益相反に関する基本的な考え方について、従来は色々な既定の中に散在していたものを分かりやすい形でまとめ直す。そうした形で整え、足りないところは強化するというプロセスを行ったことで、社内の業務フローはかなり変わってきたと感じている。100%ではないかもしれないが、現状でも投資家に説明責任を果たせるような体制に少しずつ変えていくことは、ある程度は可能なのではないか。
- 外から見たときに、それをどこまで説明できるか、疑問が残る。こうしたルールがあり、ここでやるべきことは「プラクティスとしてやっていることを」、「こうした対応をして、ベストエフォートとしてやっていることを」、外に対して表明することは必要なことだと思う。
- ハンディキャップは何かと言えば、一言で説明不能であることである。特に海外の人たちからその質問を受け、それに対する答えが 10 分かかると、ミーティングの時間はほぼ無くなってしまう。しかも、説明を聞いた人が本社にそれを説明しなければならず、本社ではボードに納得してもらわなければならない。ここで我々がする仕事は二つあり、一つは、日本での仕事をきちんとやっていくこと。もう一つは、対外的に簡単に説明可能な形を作ることだと考える。
- 当初、作った約款等で投資対象を規定するが、その頃には 5 兆円だった市場が今では 80 兆円になったので投資対象に加えたいと考え、変えていく。投資信託を 20 年 30 年と継続させていくためには、中身を変えていく必要がある。その点、個人に最終的な判断を求める契約型の投資信託はどうしても色々な制約を受けてしまう。ガバナンスを高めれば商品設計やファンドの併合など諸々の面で自由度が高まり、継続的に商品を提供していくことが出来

と思う。今の一番の問題は、何かある時に個人投資家に聞かなければならない点であり、そうなると、ちょっと変えるにしても、ほぼ変えられなくなる。低収益・低金利の時代に、信託報酬を我々がいただくとなると、高度化した商品を提供していかなければならない。海外では、ファンド・オブ・プライベート・エクイティファンドなど色々な商品が出ているが、日本ではヘッジファンドもなかなか出来ない。良いものをいかに作っていくか、そのために障害となるものがあるのなら、規制、税法上の問題をクリアしていく必要がある。重要なのは、誰がイニシアティブをとるかという議論がクリアではないので、行政が行うのか、投信協会なのか、あるいは第三者機関なのか、強力なリーダーシップがないと機能しないのではないのか。

- アメリカの場合、ファンドの合併は会社と同じで、残る側のファンド、即ち大きい方のファンドのボードが決めればよい。大きいファンドは、合併する先が小さいので、重要性の原則から株主総会を開かなくてもよい。買収される方は株主総会を通すが、現実論として原案通り承認されている。つまり、あくまでも会社型であるが故に、ボードは責任をもって意思決定しなくてはならないが、小さい方は、実態があるかどうかは別として、株主総会を通すことは、行わなければならない。
- アメリカやヨーロッパと比べて違うと思うのは、取締役やボードに入っている方の顔ぶれの広さである。アメリカや欧州は経験者が多く、どんなところに運用会社の問題がありうるのかよく分かっている、それを突いてくるところがあるが、日本は人材が不足しているので、やや形式的になることもある。顔ぶれが広がらないと、実際には投資法人の有効性は発揮できないと思う。