

資産運用業強化委員会 第1回 意見内容と今後の議論の進め方

議論の目的

■論点を明確化した議論

何のためにガバナンスの議論をするのかをまず明確にすることが必要である。“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、オーストラリアのように、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。

■現状及び方向性を見据えた上での議論

早急に取り組まなければならない信頼向上の課題と、ファンドの国際化という課題を平行して進められるかどうか、分からない。UCITSも浸透するのに相当な時間を要している。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はっきりしない中で”、“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。

ガバナンス

■議論の経緯

会社型やガバナンスの議論が出てきた背景は、併合を進めるために責任を持って決定する主体が必要なのではないか、それによってファンドを大きくしてコストを下げ、投資家に資するのではないかという論理が展開されてきたことにあるのではないか。

■海外の調査

アメリカの法制ではファンドの一つ一つにボードを作るようになっているが、実際には、運用会社には、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つ程度しか持っていない。実務的には、現在、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、アドバイザーボードとかなり近い面もある。こうした点もよく分析して検討していく必要がある。

■契約型におけるガバナンス議論の論点

今の日本の契約型形態では、ガバナンスの議論を進めることは非常に難しい。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。前者は国際的に見て、マーケティングをどう遂行するのか問題が残る、後者は IOSCO のガイドラインに合うのか疑問なので、日本でもオーストラリア的な意思決定を行う必要がある。

■オーストラリアの取組み

オーストラリアはチェック&バランスがしっかりしている国で、ARFP においてもオーストラリアの制度で充分だと言える立場にあるにもかかわらず、会社型スキームの導入を決め、制度改正等を進めている。

日本の投資信託を、胸をはって、アジアでこのままの形で流通させてくださいと言うには、少しハードルが高くなってしまったという感じがする。

■ガバナンス議論における日本の契約型投信の問題

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。利益相反が存在しているのに、あまり気にされず、運用会社は委員会を設けてチェックしているといっても、個別のファンドを見る仕組みにはなっていない。ファンドパスポートの枠組で輸出したら、不透明で他国に競争で負けてしまうという意見を述べたことがある。今の契約型の投資信託は、敢えて言えば「匿名組合」みたいなものであり、それを解決しないとガバナンスは実現できないだろう。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。

■現状取組例開示の必要性

各社が真面目に取り組んでいることは認めるが、外から見たときに、それをどこまで説明できるか、システムのどこまで説明できるかという、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。

■商品面効果

投資信託を 20 年 30 年と継続させていくためには、中身が変わっていく。その点からすると、個人に最終的な判断をさせ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。ガバナンスを強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ると思う。今の一番の問題は、何かある時に個人投資家に賛否を聞かなければならない点である。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。その結果、ファンドとして残ってしまい、コスト増につながり、運用会社の経営にとってかなりの重しになる。

低収益・低金利の時代に、信託報酬を我々がいただくには、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、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きているが、日本ではヘッジファンド的運用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の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は分かりかねるが、強力なリーダーシップがないとなかなか機能しないのではないかと。

■ 説明の容易性

現状において、「運用会社の人たちと、例えば仲の良い証券会社の商品部門の人とが結託して云々」などということはやっていない。色々なルールを社内で定めてきちんとやっていることも事実である。

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。

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、せっかく作業しているわけであるから、対外的に、簡単に説明可能な形を作ることだと考える。

■ 現状例と現状体制下の可能性

法的な拘束力(権限)は別として、今の流れの中で、独立社外取締役を置いたり、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、当社では従来は色々な規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した。利益相反があるという前提のもとで、そうした規定を作り直しているので、100%ではないかもしれないが、現状の体制の中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と感じている。

■ ガバナンス議論の効果

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、容易に比較できるような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と。

併合・償還

■ 議論の経緯

会社型やガバナンスが出てきた(資産 WG)議論は、併合を進めるには責任を持って決定する主体が必要なのではないか、それによってファンドを大きくしてコストを下げ、投資家に資するという論理展

開ではなかったか。

■アメリカにおけるファンドの合併

アメリカの場合、ファンドの合併は会社の合併と同じで、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わけだが、現実論として、買収される方のファンドの株主はほとんど投票することなく、原案通り承認されている。

■現状レベルでの解決方法模索

アメリカは会社の合併と一緒になので、極めて分かりやすい。UCITS の合併は簡単に行える。これに対して日本は、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。ファンドがそのまま残るのは辛いので、償還期限を5年程度にする。しかし、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。

投資法人

■投資法人制度の活用可能性上の問題点、税制

投資法人制度は既に出来上がっているが、それがどうして使えないのか、税制が一番大きいという説明もあったが、その点について、また他の点についても、小委員会などを通じて分析していく必要がある。

オープンエンド型を導入すると、税務上の取り扱いとして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、税務上の情報を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。

■オーストラリアにおける契約型と会社型の並存

オーストラリアも同じような状況の中で、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という話があった。そこには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、海外の投資家に説明して分かってもらえるのか、或いは現地の販売会社が投資家に対して説明できるのか、ということが、恐らく彼等の最大の問題意識なのだと思う。

今あるオーストラリアのマーケットをどうしようという話よりは、オーストラリアで作った商品や運用力を海外で展開していくには、別のスキームが必要ではないかというのが、今のオーストラリアの考え方である。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。

■オーストラリアの会社型の税の問題

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。

■オーストラリアの取組み

オーストラリアはチェック&バランスがしっかりしている国で、ARFP においてもオーストラリアの制度で充分だと言える立場にあるにもかかわらず、会社型スキームの導入を決め、制度改正等を進めている。

日本の投資信託も、胸をはって、アジアでこのままの形で流通させてくださいと言うには、少しハードルが高くなってしまったという感じがする。

■投資法人制度有効活用上の課題、人材不足

投資法人にした場合、ガバナンスが効いていることから、お客様に安心感をいただいていると思うが、一方で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ただく方の顔ぶれの広さである。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。

IOSCO 報告書への意識

IOSCO の報告書にはかなり厳しい要件が課されている。会社型投信を日本で作ったとしても、オーストラリアのような発想で作ったとしても、大変だという感じがする。アメリカはこの報告書の提言をクリアしたと言っているようだが、果たしてどうなのかと思われる規定もある。さらに言えば、何故このような報告書が当時の日本も了承した形で出来てしまったのかがよく分からない。あまりこれに囚われる必要がないのであれば、我々の議論ももっと自由に進められるのではないかと思う。