

「第4回 資産運用業強化委員会」議事要旨  
平成29年1月18日(水) 15:00 ~ 16:00  
於：投資信託協会

議事内容

1. 投資信託運用会社の信頼向上に向けた取組みに関する協会への連絡について
2. 投資家からの信認の一層の向上を図るための取組み

配布資料

- 資料 1-1 (案)「投資信託運用会社の信頼向上に向けた取組み」に関する周知等について
- 資料 1-2 「投資信託運用会社の信頼向上に向けた取組み」に関する協会への連絡について (案)
- 資料 2 省略

## 議事概要

### 1. 投資信託運用会社の信頼向上に向けた取組みに関する協会への連絡について

事務局より、資料 1-1 及び資料 1-2 の内容について説明が行われた後、意見交換がなされた。

○スケジュールについて確認したい。連絡時期について、“なお、既に掲載されているものにつきましては、年度内にご連絡ください”と書いてあるが、今から掲載するものについては、何か必要があるのか。それから、市場 WG の原則との関係についての整理が加わっているが、スケジュール感と web の掲載との関連で何か気をつけることがあるか。

○通知文は案文であり、「年度内」と書かせていただいたが、内容についてご了承いただければ、通知文はこのような形でお出しするのではないかと考えた。なお、年度内とは協会の事務年度であり、3月31日までが今年度という位置づけである。これについてのご了承が得られ、3月31日より早くにこれをお出しできることになれば、3月末までの間に既に掲載されているものについてご連絡くださいという趣旨で書いた次第である。

市場 WG の原則との関係については、金融審議会の総会が開かれて最終的な報告が行われると聞いているが、そのスケジュール感は承知していない。金融庁が最終的にどのタイミングで原則をお出しになるかわからないが、それが出た際には、こうした対応でどうかと考えた次第である。

○既に掲載しているものではなく、たとえば4月とか5月までに公表する取り組みがあったとして、そういうものも順次出していくと理解していいのか。

○この通知をいつ出すのかにもよるが、仮にこれを今年度中にお出しして「年度内にご連絡ください」というような形をお願いするとして、4月5月に出されるものについては、各社でお出しになられた後に、協会の方にご連絡いただければ、それを一覽に掲載させていただきたい。

○周知文の中の対応策のうち、年に一度整理をしてまとめて公表することについて、具体的にどんなことを予定しているのか。

○現時点で具体的なイメージを持っているわけではない。各社において投信会

社の信頼向上に向けた取組みを色々となされ、それを協会にご連絡いただき、当方でその内容を拝見して、それを業界として外に対し少しアピールできるようにしてはどうかと考え、年に一度ではあるが、整理したものを別途、協会でも出していきたいと考えている。社名を伏して何かを出すのか、あるいは、全体の中で、こういう取組みがこれだけの割合で行われているのか、どういう形で行うかについては、各社の取組みの内容を拝見した上で考えていきたい。

○協会としてアピールする、協会としての意志をそちらに出していくということなのか。

○できるだけ業界全体の姿を見せるとともに、それを外に発信することによって、外部の人がそれをご覧になって、あらためて各社の取組みをご覧になっていく。一覧の形でも同様の効果を狙っているが、それを年に一度集計して、それを公表することで、さらに促していきたいと思っている。

○市場 WG の原則と、連絡文中の考え方の具体例を照らすと、わかりやすい商品説明があってもいいのではないか。商品説明についてはいろいろな面で、いろいろなところで議論があったように思うので提案させてもらう。

○各社において運用会社の信頼向上に向けた取組みにあたると思うものを協会にご連絡いただき、それを一覧の形で公表したいと考えている。わかりやすい商品説明は、社としてそれに向けて特別な体制をとられることがあればそれに当たることも考えられるが、個別商品の説明の中でわかりやすく説明するというのは、それがトピックとして出されるような取組みであれば良いのかなとも思うが、どの社も同じようなことをやっているということであれば、これには当たらないのではないか。内容次第である。

○理解した。

○同議については、事務局からの説明案に従って進めていくことにする。

## 2. 投資家からの信認の一層の向上を図るための取組み

事務局より、資料 2-1 から資料 2-3 の内容について説明が行われた後、意見交換がなされた。

○この素案 10 項目の主語は、全て投資信託委託会社となっている。IOSCO の基準は、その販売代理人にも適用されると書いてある。その点でこの素案はどのように整理したのか。製造メーカーがどのような商品を製造するのか、それをどのような形で販売するのか、投資信託なので、これはセットで信頼性の確保は、双方から信頼を得られないと信頼が得られることにならない。その点はどのように整理したのか。

○IOSCO の 1990 年の原則は、証券監督当局が対象とする業者全体にかかる非常に幅広い原則であり、特に投資信託運用会社を直接対象としているものではない。また、投資信託に関する原則はほかにもいくつか IOSCO で検討されており、集団投資スキームのガバナンスの原則も含まれている。今回、素案を作るにあたっては、いろいろな原則、外国の投資信託の協会も参考にしたが、より根本的な原則に戻って 1990 年のものを参考にしながら作った。但し、これをそのまま使っているわけではない。いろいろなものを参考にしながらも、根本原則はどこになるのだろうかと考えて作ったものである。

投資信託委託会社を主語にしているが、当協会の正会員は、投資信託委託会社と REIT を運営する資産運用会社の両方になるわけだが、資産運用会社の場合、特にガバナンスの問題は投資法人の形をとっているので手当てされていると考えられるので、信頼性を向上する観点では投資信託委託会社の側面が非常に大きいことから、素案としてはこのような書き方にした。資産運用会社にも共通するものであることを文章に加えているが、この書き方がいいのかどうかは、本日の議論を踏まえながら検討させていただく。

○賛助会員の販売会社はどのような位置づけにするのか。

○販売会社は、協会の立場からすれば、協会の目的に賛同してサポートをいただいているということであるので、ここに当てはまるというものではないと理解している。むしろ、会員の信頼を高める、特に投資信託の信頼を高めるためにどういうことをしなければいけないか、どういうことをしているか、ということアピールするということで整理した。

○公表文の中で、市場 WG の原則との関係についての説明を敢えて表明する必要があるのか。これを読んでほしい人が投資家であるとするならば、この部分は難しいのではないかと。なぜこれをわざわざ入れたのか。もう 1 点は、「VI. 効率性」の項目で、効率性のひとつとして併合・償還を、敢えてこれだけを出しているのは違和感がある。背景は何か。

○1点目のご指摘の「市場WGの原則」の説明は、時期が重なったこともあり、前回、違いについての指摘をいただいたので、協会としては、投信の業界全体の取組みであることを明らかにしてはどうかと考え、このような形で書いた次第である。一般の方にこれを見ていただく上で説明が必要かどうかは、皆さまにご意見をいただいで考えていきたい。

2点目の「VI.効率性」の併合・償還についてだが、これはタイトルも含めて、協会としてのまったくの素案であり、敢えて書いた上でご意見をいただきたいと思い、載せた次第である。「ここは、ほかの項目に比べて具体的すぎるので、入れない方がいいのではないか」とのご意見もいただいている。

○「VI.効率性」については、確かに我々投資信託会社の今後に向けての課題ではあるが、投資家が見て、本当に自分のためになることなのか、これは会社の効率性のことを言っているのではないかととらえられる可能性がある。海外のほとんどの国籍のファンドでは、ファンドに固定費用がかかるので、小さなファンドを大きなファンドにくっつけることは、小さなファンドの受益者のためになるので、そういうことが書いてあることに違和感はないのだが、日本の投資信託は、商慣習上の問題だが固定費をとっていないので、投資家がこれを見ても、自分にとって何の利益になるのかわかり辛い。これは、項目として落とすか、別のアプローチ、切り口で書いた方がいいと思う。

○「VI.効率性」の併合・償還は、言葉はぎらつくが、そうは言ってもみんな身動きができず、投資信託業界はなんとか併合したいと思っけていてもなかなか動きがとれない状態だ。逆に、投資家にとってもそぐわない状況が発生しているわけであり、文章から落とすのは止めた方がいい感じがする。我々は顧客のために考えて能動的に動くことをどこかに書き、具体的にはこういうこともあると書いた方がいいと思う。

それから、販売会社の点について、販売会社は賛助会員として賛同していただいているということではあるが、投資信託委託業者は必ずしもすべて販売会社と考え方が一致しているわけではないんだと、むしろそういうふう働きかけて、お互いにマーケットを運営していくということを強調した方がいいのではないかと。

「VII.議決権行使」について、適切に議決権を行使しなければならないが、そこまで覚悟した上での言葉なのかどうか、協会はどうか考えたのか。

それから、市場WG原則との関係の説明は、書かなくてもいいのではないかと。我々は我々でやっていく。金融審は金融審でやっていく。我々が考えているこ

とは、実は金融庁の行政方針でも書かれていることであり、それを考えつつやってきたことである。別にわざわざここに書くのは、喧嘩を売るといふほどでもないが、唐突感を感じる。もっと表現方法を考えた方がいい。

○行動憲章というのは、実際にそれを実現化するためには、人材の育成、組織の育成、運営管理をどうしていくかということトップマネジメントで考えながらやっていく必要がある。そうした中では考え方が重要になる。この中に、英語でいう **excellence** とか、**independence**、**conflict of interest**、**disclosure** も入っているが、あとひとつ重要なパートとして、**respect** の考え方を是非入れた方がいいと思う。投資家に対する **respect** という考え方。他のパートでは、アグリー・ディスアグリーはあると思うが、投資家の利益を最大限、リターンが最大化することを努力するという、投資家に対する尊重・重視の考え方が重要である。**respect** を入れた方がいいと思う。

○行動憲章の出し方だが、もちろん、我々がこういうことをやりますというテーゼを出すのは必要で良いことだと思うが、なぜこういうふう考えたのか、背景や経緯の説明があつて然るべきだと思う。こういうことを考えた故に、凝縮するとこういうことになるという、ここに至った経緯の説明が必要ではないか。いろいろなところの行動憲章にも、どういう分析を行ったのかという経緯とか説明がある。単に項目だけを掲げて採択するというだけではなく、これを作るだけが目的ではないので、我々が何を考えて、どういうふうにしてこういう結論に至ったのかという過程を、たとえば、文章編として、ビシッとしたものを作って出した方がいいのではないかと思う。

○**comment** や **explanatory note** を作るという意見について、そのような考えは事務局にはあるか。

○なぜこのような行動憲章を考えたか、あるいは纏めたか、ということをもう少し明らかにした方がいいのではないかという指摘はその通りと考える。たとえば前文の中に、そういうことを盛り込むことを考えてみたいと思う。もともと、こういう行動憲章ができた背景を各業界で見ると、何らかの信頼を失墜するような、業界として信頼を失墜するような事件があったことに対応した例が多い。ルクセンブルグの協会でも、同じような憲章を出しているが、マドフ事件でルクセンブルグ籍のファンドがあったことも背景のひとつになっていると聞いている。そうした、スキャンダルに対して対応するという側面がないわけではなかったのだろうと思う。そういう意味では、幸いにして日本の投資

信託については、そうした信頼を失墜するようなことが直接起きたことはないわけだが、現在、投資信託に非常に高い信頼があるかという、やはり、そうではないところもあるのだらうと思う。業界の姿勢が十分にコミュニケーションされていないところがあるのだと思う。業界としてどういう姿勢で取り組んでいるということを、何らかの形で明らかにすることについては、意味のあることだと思うので、今の指摘をどう盛り込んだらいいのかを考えて議論することは、大きな価値があることだと思う。

併合・償還の可能性について、こうした形で盛り込むことについては、本当に投資家のためにこれを考えていくのか、会社のために考えていると疑念を生じさせないだろうか、ということだらうと思う。特に、日本は規模が小さくなっているファンドが多いわけだが、必ずしも規模が小さいからパフォーマンスが悪い（基準価額で見ただけではあるが）というものでもない。規模の小さいファンドについて、十分な分散ができていないのか、そのようなことがなぜ起きているのかについて、必ずしも理解されていないので、信頼につながっていないということがあるのだと思う。そうしたことに対する考え方をどう整理したらいいのか、ということがある。もうひとつの観点は、ビジネス環境整備のWGで議論するが、そもそも併合が実務上可能なかどうかということもあり、充分可能であるという検証がないまま、ここに掲げることはどうかということもある。一方で、この問題は、投資信託委託会社と販売会社の協力も含め、そのガバナンスがどうなっているのか、どう理解してもらおうのかという問題でもある。いろいろなお知恵を借りながら、どういう表現をすれば業界の信頼になるのかを考えていく必要があると思う。投資先企業との関係については、スチュワードシップコードの見直しの作業が進んでおり、そうしたことも見ながら、ここにどういう表現をしたらいいのか、タイミングも含めて考えていく問題ではないかと思う。

○「V.利益相反」だが、「利益相反を特定して適切に開示しなければならない」とあるが、恐らく、利益相反を回避するための方法のひとつとしてディスクロージャーがあるのであって、それ以外の方法でも利益相反を回避することができると思う。この表現では、特定した場合はすべて開示しなければならないことになってしまう。その点を検討していただきたい。

○利益相反のところをどう書くかは本当に難しいところだと思う。IOSCOなどの原則を参考にしながら作っており、解決するひとつの手段は開示であろうと思いき、それを中心に書いているが、ほかの書き方もあるのかもしれない。

○バリューコードを高々と打ち上げる精神はすごく重要だと思う。その中で、「V.」の「利益相反」のところまでは精神的なものだが、「VI.」以降はプロセスが入っており、文章上に精神とプロセスが混在している。資産運用ビジネスで重要なのは、大手も独立系も今度新しく参入してくる人たちも、**diversity and inclusion**、多様化された人材をいかに取り込んでいけるかといった時に、精神はすごく重要であり、どういうバリュー行動が必要なのか、我々として打ち出していく必要はあると思うが、さらにそのプロセスまで限定すると **diversity** の面が欠けてくるのではないか。精神とプロセスを分けるのもひとつの手ではないか。

○「VII. 投資先企業との関係」についてだが、文章を読むとデフォルトで株式投資ファンドになっている。当社が出しているファンドはクレジット物が圧倒的に多く、企業対話をして企業価値はあげられない。ここで、単純に株式になってしまっているのはいかがなものかと思う。

○2点指摘する。1つは販売会社との関係について。今、求められているのは、国が（コーポレートガバナンスとスチュワードシップ）という2つのコードを作ってやっているのを見ると、形式から実質へという流れであると思われる。そうすると、投資信託の信頼をより高くするという観点では、やはり、販売会社も含めて考えた方が効果的ではないか。素案には、「不動産投信の運用会社にも共通する」と書いてあるが、「この精神は、賛助会員も含めた販売会社の行動にも共通する」と書いておかなければいけないのではないか。憲章の主語が投資信託委託会社なのは、運用会社の団体であるので仕方がないが、この考え方は、販売会社も同じで、共通するものだというを入れることを提案する。

もう一つは、今月から始まろうとしている、スチュワードシップコードの実効性を持たせるための改訂版の会議で議論することは、フォローアップ会議で提案された内容であり、その内容はほとんどこの憲章の中に関わっているものである。「利益相反関係」、「運用会社のガバナンス」、「運用会社の経営陣の選出の在り方」、「議決権行使の開示」と、ほとんどが重なっている。スチュワードシップコードの新しい改訂の受け入れをするかどうか、ここに出席されている多くの会社は受け入れを表明すると思われるが、それと重なってくるので、時期的なものを考えておいた方がよいと思う。

○今回は、こういうことを協会としてやるかどうかを含め、また、タイミングも含めてご議論いただきたいという趣旨であるので、今後行われるスチュワードシップコードの見直しの作業や、各会員における対応も含め、どうしたらべ

ストなのかを考えていきたい。協会としては、できることもあれば、できるだけ早くやった方がいいこともあるので、そういうことも含めて考えていきたい。

○市場 WG との関係の説明は、前回の委員会で、金融庁が策定し公表するとされている原則と本行動憲章との違いについての質問があり、それを踏まえて記述したものである。形式的な違いかもしれないが、大きく違うと思うのは、金融庁の原則は、各金融業者がサインアップすることによって規範性をもつことになるわけだが、協会で作って出すものは、その会員は拘束されることになるという理解している。そうすると、行動憲章の公表についての中で、顧客に向けて発信する必要があるのかどうか、問題になると思うが、趣旨としては、協会で作るものは、個々の金融業者ごとの判断ではなく、「この業界の会員としてこの拘束を受ける」という、規範性を持つということではないか。併せて、販売会社という、射程を正会員の外にまで広げることを言及するというのは、個々の企業では言いづらい影響力に限りがあることであっても、協会が発信することに相応の意味があるのではないか。

精神的な部分とプロセスに関する部分については、精神的な部分だけであると、独自性というか、この協会の「投資信託の信託のための行動憲章」の独自性、オリジナルな部分が、やや希薄化する気がする。

併合や償還を残すかどうかという議論もあるが、そのような投資信託に関する具体的な行動憲章を規定する可能性も残して、さらに検討を進めてほしい。

○今後の進め方について、もう少し具体的なタイムラインが考えられるかどうか、検討してみたい。難しい課題がたくさんあるので、金融庁のご協力も得ながら進めてまいりたい。