

## 投資信託の制度・実態の国際比較(第3部)

平成30年1月29日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

## 投資信託の制度・実態の国際比較（第3部）

### （要約）

本稿は17年5月および9月に掲載したレポートにつづく第3部であり、投資信託の分配、情報開示、税制について記述し、最後に第1部から第3部を通じての総括を行う。

分配について、日本は評価益の分配が可能である一方で、収益のファンド内留保も可能であり、欧米主要国、特に米国に比べ制約が少ない。実態面を見ると、日本は米国に比べ分配率が高く、分配金流出率も高い。欧州では、マイナス金利下でMMFがマイナス分配（口数削減）を行いながら固定基準価額方式のMMFを維持・存続させている。

情報開示の内容は国によって差がある。ファンド資産の運用にあたって担当者個人の権限が強い米国ではファンドマネージャー情報が重視され、一方、欧州では08年の世界金融危機をふまえて運用関係者の報酬に関する情報を開示要件としている。そして日本では、毎月分配型ファンドの拡大がもたらした問題が契機となって個別投資家へのトータルリターン通知制度が実施されている。

税制について、日本は収益のファンド内留保が可能である点において米国より制約が少なく、また投資家税制も米国に比べ投資家にフレンドリーである。さらに貯蓄・投資優遇税制も種類においては米国より充実している。一方、投信における優遇税制活用度は米国と比べると低く、今後の優遇税制の量的拡大（DC拠出限度額の引き上げなど）を要望する余地、投信への活用余地は米国より大きい。

第1部から第3部を通じて本稿全体を総括してみると、規制が日本の投信の発展を妨げていたとは考えづらく（むしろ90年代後半の金融ビッグバン後は日本の規制は欧米より緩やかになった）、実態面でも、たとえば商品バラエティや販売チャネルが諸外国に比べ限られていたということもなかった。

日本の投信が伸び悩んだ主因は90年代以降の日本の異常な投資環境（超株安・超低金利・超円高）にあったと考えられ、いま環境が好転した中で、投信運用会社にはスチュワードシップ・コードの履行を通じ、日本企業の価値向上に積極的に貢献し、運用パフォーマンスの更なる向上と個人の資産形成促進に結びつけることが期待される。

## 投資信託の制度・実態の国際比較(第3部)

公益財団法人 日本証券経済研究所  
特任リサーチ・フェロー 杉田浩治

本稿は17年5月および9月に日本証券経済研究所ウェブサイトの「出版物・研究成果等トピックス」欄に掲載した「投資信託の制度・実態の国際比較(第1部、第2部)」の続きである。

本レポートの全体像は次の通りであり、今回(第3部)は、「VI 分配」、「VII 情報開示」、「VIII 税制」について記述したうえ、最後にIからVIIIを通じての総まとめを行う。

- I 投信運用業界への参入規制と業界の現況
- II 商品
- III 運営のガバナンス
- IV 販売仕法
- V 資産運用
- VI 分配
- VII 情報開示
- VIII 税制
- 総まとめ

なお、記述にあたって頻出する法令名は以下の通り略称を用いる。

- ・日本「投資信託及び投資法人に関する法律」→投信法
- ・日本「投資信託及び投資法人に関する法律施行令」→投信法施行令
- ・日本「投資信託及び投資法人に関する法律施行規則」→投信法施行規則
- ・日本「投資信託財産の計算に関する規則」→投信法計算規則
- ・日本「投資信託協会・投資信託財産の評価及び計理等に関する規則」→投信協計理規則
- ・日本「投資信託協会・投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」→投信協運用報告書規則
- ・日本「金融商品取引法」→金商法
- ・米国「1940年投資会社法」→投資会社法
- ・米国「1940年法投資会社法規則」→投資会社法規則
- ・米国「1933年証券法」→証券法
- ・欧州「第5次UCITSに関する指令(UCITSV)」→UCITS指令

## VI. 分配

### 1. 分配に関する規制

分配可能原資の範囲に関する規制は図表 1 の通りである。

[図表 1] 分配に充てられる原資の比較

(○は分配可能、×は分配不可能を示す)

|                        |     | 日本 | 米国 | 欧州 |   |   |         |
|------------------------|-----|----|----|----|---|---|---------|
|                        |     |    |    | 英  | 独 | 仏 | ルクセンブルグ |
| インカム<br>(配当・利子収入)      |     | ○  | ○  | ○  | ○ | ○ | ○       |
| キャピタル<br>ゲイン<br>(値上り益) | 実現益 | ○  | ○  | ×  | ○ | ○ | ○       |
|                        | 評価益 | ○  | ×  | ×  | × | × | ○       |

[出所] 日本は投信協計理規則、米国は投資会社法、欧州は各国投信規制法、投信協会資料等にもとづき筆者作成

以下、図表 1 の内容につき詳述する。

[日本] 分配方法について、投信法および投信法計算規則に特段の規定はなく、投信協計理規則の「第 5 編 収益分配等に当たっての計理処理」に規定がある。

追加型株式投信（ETF を除く）に関する規定<sup>1</sup>のポイントは次の通りである。

- ① 配当等収益<sup>2</sup>は全部を分配できる、
- ② 売買等利益（評価益を含む）<sup>3</sup>は前期から繰り越された欠損金がある場合にはそれを補ったうえで残額を分配できる
- ③ 追加設定時に発生する収益調整金<sup>4</sup>については、(イ)有価証券売買等損益相当額は、欠損金がある場合に当該欠損金額又は有価証券売買等損益相当額のいずれかが零になるまで留保し、当該留保額を超える有価証券売買等損益相当額を分配できる、(ロ) その他収益調整金（配当等収益相当部分）は分配に使用できる。
- ④ 配当等収益および売買等利益、収益調整金のいずれも分配に充てないでファンド内に留保することもできる。

なお ETF は配当等収益だけが分配原資となる<sup>5</sup>。

<sup>1</sup> 投信協計理規則 55 条

<sup>2</sup> 受取配当金、受取利子等を指し、外国ではインカムと呼ばれる収入である。

<sup>3</sup> 有価証券の売買益等でありいわゆるキャピタルゲインである。日本では決算日に有価証券の帳簿価額を時価に評価替えして評価益を売買益に加算することにより、評価益を分配可能原資としている。

<sup>4</sup> 追加設定・一部解約により分配原資が変動しないように調整する勘定項目

<sup>5</sup> 投信協計理規則 56 条

一方、単位型投信は、基準価額が元本額以上の場合には元本超過額または配当等収益額のいずれか多い額を分配でき、基準価額が元本額未満の場合には配当等収益額を分配できる<sup>6</sup>。

また追加型公社債投信については、決算日に収益（元本超過額）の全額を分配すると規定している<sup>7</sup>。これは、1961年に公社債投信が発足した際、決算日に元本価額で追加設定する仕組みにしたことによる。

以上のように、日本では（ETFを除き）分配可能原資の範囲が広く、一方で収益のファンド内留保も可能であるため、投信委託会社は分配金額を柔軟に決定できる。このことが毎月分配型ファンドの安定分配を可能とする制度基盤となっている。

【米国】 投資会社法は次のように「配当(dividend)」と「キャピタルゲイン分配(distribute long-term capital gains)」を分けて規定している<sup>8</sup>。

(a)次に掲げる原資以外から配当し、または配当の支払としての性質を有する分配を行ってはならない。

(1) 当該会社に留保された未分配純利益で、健全な会計慣行に従って計上され、かつ証券その他の資産の売却による利益または損失を含まないもの。または、

(2) 前号の方法により決定される当該会社の当期または前期の純利益。

(b)1954年内国歳入法に規定する長期のキャピタルゲインを12ヶ月に1回を超えて分配してはならない。

上述(b)のように、日本と異なり評価益は分配原資には入らない。一方で後掲「Ⅷ 税制」の項で述べるように、内国歳入法に「利益は分配しなければならない」規定があり、ファンド内に利益を留保することは実質的に不可能となっている。

以上を総合すると、米国投信は日本よりも分配可能原資が限定される一方で、収益の内部留保は不可能であり、分配金額の決定につきファンドによる裁量の余地はほとんどない。

【欧州】 UCITS 指令は「UCITS のインカムの分配または再投資は、法およびファンド規則または会社定款に従い行われる」と規定している<sup>9</sup>だけで、具体的な規制は各国当局の裁量に委ねている。

各国の規定を例示すると次の通りである。

英国は、2000年金融サービス市場法に基づき FCA (the Financial Conduct Authority、金融行為監督機構) が定めた規則・ガイダンス集 (FCA Handbook) 中の集団投資スキームに関する部分<sup>10</sup>において、分配に関しインカムの処理方法を規定している<sup>11</sup>。その要点

---

<sup>6</sup> 投信協計理規則 54 条

<sup>7</sup> 投信協計理規則 57 条

<sup>8</sup> 投資会社法 19 条

<sup>9</sup> UCITS 指令 86 条

<sup>10</sup> FCA's Collective Investment Schemes Sourcebook 。略して COLL と呼ばれる

<sup>11</sup> COLL 6.8 Income: accounting, allocation and distribution

は、英国投資協会（Investment Association）の解説書<sup>12</sup>によれば、「インカムは経費控除後、全て投資家に支払われる。なお、追加設定または解約により1口（1株）当りの分配が希薄化または濃縮化するのを防ぐため調整（equalisation）が行われる」ことにある。すなわち、英国ではインカムだけが分配対象になりキャピタルゲインの分配は想定されていない。また、インカムについて日本の収益調整金と類似した仕組みが導入されている。

ドイツは「投資法」が規定する「契約約款の必要記載事項」<sup>13</sup>として「特定資産にかかる収益が分配されるか再投資されるか、および発行価額のうち収益に該当する部分は既発行持分のために配当に組み入れることができるか（収益調整手続）、譲渡利益の配当が予定されているか否か」が掲げられている。この規定から、インカム、実現キャピタルゲインの両方が分配可能（ファンド内留保も可能）なこと、日本の収益調整金と類似した仕組みが導入されていることを読み取ることができよう。

フランスについては、フランス投信協会によれば、インカム、実現キャピタルゲインの両方が分配可能である。

ルクセンブルグでは、「集団投資事業に関する2010年12月17日法」において「コモンファンドの純資産は本法23条に定める制限を条件として分配できる」と規定し<sup>14</sup>、その23条においては「コモンファンドの純資産額は125万ドルを下回ってはならない」と規定している。したがってファンドの純資産額が125万ドル以上であれば、自由に（収益のみならず元本部分も）分配できると解釈できる。

## 〔VI.1 分配に関する規制のまとめ〕

日本は前述のように評価益の分配が可能である一方で、全ての収益についてファンド内留保も可能であり、欧米主要国、特に米国に比べ制約が少ない。

なお、日本で追加型株式投信について評価益分配が認められるようになったのは1961年である。その経緯は、投資信託協会発行の『証券投資信託十年史』によれば次の通りである<sup>15</sup>。

改正前の方式では評価益からの分配が許されなかった関係上、収益分配を行うに際して評価益を実現益に変えるための組入株式の同時売買を余儀なくされていたが、この同時売買を禁止するかわりに評価替えが認められたもので、その結果、評価損を全額売買益で補てんしない限り、売買益からの分配はできないことになった。（下線は筆者が付した。）

筆者は、評価益分配が認められた経緯について、上司から「追加型ファンドについて各

<sup>12</sup> THE INVESTMENT ASSOCIATION MEMBER GUIDANCE ” Authorised Funds: A Regulatory Guide March 2017” pp.31~32

<sup>13</sup> ドイツ投資法43条4項（なお、邦訳は日本証券経済研究所刊「新外国証券関係法令集 ドイツ」（2009年発行）の記載を引用させて頂いた。）

<sup>14</sup> Luxembourg law of 17 December 2010 relating to undertakings for collective investment 16条、23条

<sup>15</sup> 社団法人投資信託協会『証券投資信託十年史（本論編）』（1966年発行）171頁

社間の分配金競争があり、多額分配を出すために決算前に評価益の出ている銘柄を売って実現益に変換（分配原資を確保）したうえで、同じ銘柄を買い直すことが行われていた。当時は株式売買委託手数料が高かったこともあり、同時売買の弊害（コスト発生）を是正するために、大蔵省が決算時の評価替えを認めた」と聞いていた。

確かにその側面が強かったのであろうが、一方で、制度変更以前は「評価損があるときは売買益の 2 分の 1 を限度として評価損を補てんした残りの売買益が全額分配可能」であったものが、制度変更後は、「評価損を全額売買益で補てんし、かつ売買益は繰越欠損補てん後の 2 割を株価変動準備金として積み立てた後の残額を分配できる」こととなった。すなわち、売買損益と評価損益を一体化させることにより評価損の補てんを徹底したうえ、株価変動準備金制度を導入して内部留保の充実を図った側面もある。

なお、米・欧において評価益を分配しない（決算期末に組入れ有価証券を評価替えして売買損益と評価損益を合算することをしない）ことは、裏返せば評価損があっても実現売買益は分配することを意味する。近時、企業会計が時価主義へ移行していることを勘案すると、日本の方式は現在においては一定の合理性を持っていると言えるのではないかと。

## 2. 分配の実態および関連事項

### （1）日米の分配率比較

ETF を除く長期投信（MMF・MRF など日々決算型以外の投信）について「年間支払分配金の年間平均純資産に対する比率」を「分配率」として捉え、日米比較すると図表 2 の実線の通りである（日本の投信協会による分配金支払データが存在する 2010 年以降について計算した）。

日本の分配率は 8～10%前後と計算され、米国の 3～4%前後の 2 倍以上になっている。毎月分配型ファンドの比重が高いことによることは言うまでもない。

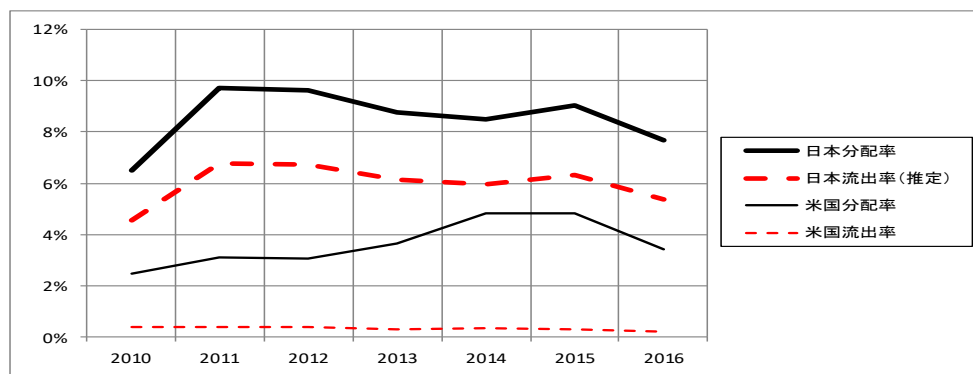
また、図表 2 の点線は「分配金のうち再投資されずに投信から流出した金額の平均純資産に対する比率」を「流出率」として示している。米国では分配金の 9 割以上が再投資されているため、平均純資産に対する流出率は 0.5%以下と極めて低いのに対し、毎月分配型ファンドの多い日本の分配金流出率は 5%以上と推定される（日本の流出率は分配金再投資率を 3 割とみて計算した<sup>16</sup>）。

残高で勝負する投信ビジネス推進上の観点からすると、「もったいない」と言わざるを得ない。

---

<sup>16</sup> ETF を除く株式投信残高に占める毎月分配金型ファンドの比率は近年 6 割程度に達していたから、その他のファンドを含めて分配金流出率を 7 割と見た。

〔図表 2〕 日・米の分配率、分配流出率の推移



(注) 分配率は〔年間支払分配額／年間平均純資産〕、流出率は〔(年間支払分配額－再投資額)／年間平均純資産〕により計算、年間平均純資産は前年末と当年末の平均による簡便計算。日本の流出率は分配金の再投資率を3割とみて計算。

## (2) 米国でも「元本払戻し」分配はある。

世界共通の事例であるが、投信においては全ての投資家が公平に（言い換えれば一律に）扱われる結果、分配金を受け取った投資家の中には、ファンドの時価（基準価額）が自己の買付コストより下がっているにも拘わらず分配金を受け取ることがある。

日本では、個別元本方式により分配金のうち元本の払戻しに当たる部分（決算日の分配落ち基準価額が投資家のコスト＝個別元本を下回る部分）については「元本払戻金（特別分配金）」として非課税になっている。

米国においても（当然のことながら）投資家によっては元本の払戻し分配が発生する（ファンドの期中受取インカムに加え、実現キャピタルゲインがあれば、決算日の時価に関係なく投資家に一律に分配される）。したがって、高値で買った投資家はコスト割れでも分配金を受け取らざるを得ず、しかも後掲の「Ⅷ 税制」において詳述するように、米国では受取分配金の全額を当年所得として申告・納税の必要がある（日本のように元本払戻金をその時点で非課税にする仕組みは導入されていない）。

## (3) 米国投資家は分配を嫌っている

上記のような税制のもとで、米国投資家は一般的には分配金受取りを嫌う傾向が強い。米国モーニングスター社（投信評価会社）は、各ファンドの分配実績に基づき「受取分配金に対する課税により投資家リターンが年何%減少したか」を計算し、「タックス・コスト・レシオ」として各ファンドの評価シートに掲載している。そして、この数値が高いことは投資家にとってマイナス材料として評価されている<sup>17</sup>。

また、米国でETFの人気の高い理由の一つとして、キャピタルゲイン分配がほとんどないことが指摘されている。すなわち、ETFはアクティブ運用ファンドのような銘柄入替えないうえ、従来型インデックスファンドのように解約にともなう証券売却もない（現物がそのまま引出される）。したがって、通常はファンド内で売買益が発生しないのでキャピ

<sup>17</sup> “Mutual Funds Might Pack a Capital-Gains Punch” Wall Street Journal (Nov. 6, 2017)



タルゲイン分配は行われず、保有 ETF を売却するまでキャピタルゲイン課税を繰り延べる事ができる訳で、これは従来型ファンドにはない税のメリットとして認識されている。

#### (4) マイナスの収益分配つづく欧州の MMF

欧州では日本より早くマイナス金利が導入され、固定基準価額方式を採用する MMF についてマイナス分配が行われている。具体的には、マイナス分配金額に見合う分だけ投資家の持分（口数または株数、以下「口数」）を減少させて固定基準価額を維持している。

簡単な数式例を挙げよう。MMF を含む投信の基準価額は [ファンド純資産総額 / 口数 = 基準価額] により計算される。MMF は図表 3 のように、通常時には毎日決算・毎日分配により、たとえば 1,000,000 円 / 1,000,000 口 = 1 円となる。

そして、組入資産の価格低下などにより分配支払前の純資産総額が、たとえば 990,000 円に減少した場合、日・米は図表 3 のように、分母の口数を変動させないので基準価額は元本割れとなる。過去に一部のファンドで元本割れが発生したことは周知の通りである。

しかし、欧州の固定基準価額方式 MMF は、図表 3 のように純資産総額がたとえば 990,000 円に減少した場合、「基準価額が 1 円になるように分母の口数を削減する」方式を採用して固定基準価額を維持している。

こうした中で、ESMA（欧州証券監督機構）は欧州 MMF の制度変更に関し 17 年 5 月に発出した市中協議書<sup>18</sup>において「MMF のマイナス分配（口数削減）は認められない」という見解を示した。これに対し、Institutional Money Market Funds Association（欧州の固定基準価額方式 MMF を運用する会社の団体）やブラックロック社が、「マイナス分配にともなう口数削減は、UCITS 指令の下で実施され、既に幅広く認知されている」として、ESMA の見解に反対する文書を ESMA に提出している<sup>19</sup>。

[図表 3] MMF の基準価額計算方式（例）

|        |     | 分配前<br>純資産総額 | 決算・<br>分配 | 純資産総額 | 口数                      | 基準価額    |
|--------|-----|--------------|-----------|-------|-------------------------|---------|
| 通常時    |     | 1,000,100円   | - 100円    | ...   | 1,000,000円 / 1,000,000口 | = 1円    |
| 純資産減少時 | 日・米 | 990,000円     |           |       | 990,000円 / 1,000,000口   | = 0.99円 |
|        | 欧州  | 990,000円     |           |       | 990,000円 / 990,000口     | = 1円    |

<sup>18</sup> European Securities and Markets Authority “Draft technical advice, implementing technical standards and guidelines under the MMF Regulation” 24 May 2017

<sup>19</sup> MMFA (Institutional Money Market Funds Association) “ESMA CP 24 May 2017: Draft technical advice, implementing technical standards and guidelines under the MMF Regulation” 3 August 2017

BlackRock “Re: Consultation on Draft technical advice, implementing technical standards and guidelines under the MMF Regulation.” 7 August 2017

## [VI.2 分配の実態および関連事項のまとめ]

日本は毎月分配型ファンドが主流を占めていたことから、米国に比べ分配率が高く、しかも（分配金再投資率が低いことから）分配金流出率が高い。なお、米国の投資家は一般的に課税回避のため分配を嫌う傾向が強い。

欧州では、マイナス金利下で一部の MMF がマイナス分配（口数削減）を行いながら、固定基準価額方式 MMF を維持・存続させている。

## VII. 情報開示

### 1. 情報開示に関する規制

情報開示に関する要件を、発行開示（募集時開示）と継続開示（運用中開示）に分けて掲げると、図表 4 の通りである。

[図表 4] 公募投信の情報開示の要件

|                                  | 日本   | 米国  | 欧州                             |
|----------------------------------|--|---|--------------------------------|
| <b>発行開示（募集時開示）</b>               |  |   |                                |
| <b>法定開示</b><br>監督当局向けと<br>公衆縦覧開示 | 金商法に基づく有価証券届出書の提出<br>投信法に基づく信託約款の届出  | FORM N1-Aの提出<br>(1940年法にもとづくファンド登録届出書の様式と1933年にもとづく公募の届出書の様式を兼ねる) | UCITS認可申請書<br>正規目論見書・簡易目論見書の提出 |
| 投資家向け<br>個別交付開示                  | 金商法に基づく交付目論見書<br>請求目論見書<br>投信法に基づく信託約款記載書面<br>(目論見書記載で可)                         | 要約目論見書<br>目論見書<br>追加情報書   | 重要情報書(KIID)<br>正規目論見書          |
| <b>継続開示（運用中開示）</b>               |  |   |                                |
| <b>法定開示</b><br>監督当局向けと<br>公衆縦覧開示 | 金商法に基づく有価証券報告書、<br>半期報告書の提出<br>投信法に基づく運用報告書の届出                                   | (以下を提出)<br>半期報告書<br>(年次)議決権行使記録報告書<br>(四半期)保有証券報告書<br>株主向け報告書の写し  | 投資家向け年次・半期報告書の提出               |
| 投資家向け<br>個別交付開示                  | 投信法に基づく交付運用報告書<br>運用報告書(全体版)   | 年次報告書<br>半期報告書  | 年次報告書<br>半期報告書                 |
| <b>自主開示</b>                      | ・毎月、各投信会社のホームページに<br>ファンド運用内容を掲載(適時開示)<br>・販売会社から投資家毎に保有ファンドの<br>トータルリターンを定期的に通知 |   |                                |

[出所]日本は金商法、投信法、投信協会規則、日本証券業協会規則、米国は投資会社法、証券法、欧州はUCITS指令にもとづき筆者作成

以下、公募投信について日・米・欧の共通点・相違点を中心に記述する。

### (1) 発行開示（募集時開示）

監督当局向けと公衆縦覧開示については、監督当局に対し届出書（欧州にあっては認可申請書）を提出する点は共通している。すなわち、日本については金商法に基づく有価証券届出書の提出<sup>20</sup>と、投信法に基づく信託約款の届出<sup>21</sup>、米国にあっては投資会社法に基づく登録届出書の提出<sup>22</sup>および証券法に基づく有価証券公募の届出書の提出<sup>23</sup>（投資会社法、証券法の規定により様式は FORM N1-A として一個にまとめられている）である。なお、欧州における認可申請書の内容については各国規制当局に委ねられている<sup>24</sup>。

投資家向け開示についても、目論見書によることは日<sup>25</sup>・米・欧共通である。しかし、日・欧が重要度によって 2 段階に分けているのに対し、米国は 3 段階に分けていることが異なる（日本は①交付目論見書と②請求目論見書<sup>26</sup>、欧州は①重要情報書＝Key Investor Information と②目論見書＝Prospectus）<sup>27</sup>、米国は（①要約目論見書＝Summary prospectus、②目論見書＝Prospectus、③追加情報書＝Statement of Additional Information）<sup>28</sup>。なお、いずれも①が投資家への交付義務があること（ウェブサイトで交付も可）、②③のいずれもウェブサイトに掲載するとともに、投資家からの請求があれば交付することで良いとされている。

#### [交付目論見書の記載項目の違い]

投資家に交付を要する目論見書の必要記載項目を掲げると図表 5 の通りである。

ファンドの投資目的、リスク、運用実績、コストを記載することは共通しているが、米国では、運用担当者情報が入っていること、および「ファンドまたは 投信会社からの販売会社への報酬支払い（利益相反の可能性）」に関する記述義務があることが日・欧と異なる。

また、欧州の重要情報書（Key Investor Information Document、略称 KIID）は、A4 版で 2 ページと決められているが、日本の交付目論見書、米国の要約目論見書については確たる量的制限はない。

---

<sup>20</sup> 金商法 5 条

<sup>21</sup> 投信法 4 条

<sup>22</sup> 投資会社法 8 条

<sup>23</sup> 証券法 6 条～7 条、投資会社法 24 条

<sup>24</sup> UCITS 指令 5 条

<sup>25</sup> 日本では、金商法 37 条の 3 により、金融商品取引業者が顧客と金融商品取引の契約を締結するときには、顧客に対しあらかじめ契約締結前交付書面を交付しなければならないが、投資信託については金商法 80 条により交付目論見書が契約締結前交付書面となる。

<sup>26</sup> 金商法 13 条

<sup>27</sup> 重要情報書について UCITS 指令 78 条から 82 条、目論見書について UCITS 指令 68 条～72 条、74 条から 75 条

<sup>28</sup> 投資会社法 24 条、証券法 10 条、Form N1-A

[図表 5] 投資家に交付を要する目論見書の必要記載項目

| 日本<br>(交付目論見書) | 米国<br>(要約目論見書)                   | 欧州<br>(重要情報書)                                    |
|----------------|----------------------------------|--|
| ①ファンドの名称       | ①ファンドの投資目的                       | ①投資目的・投資政策                                       |
| ②委託会社等の情報      | ②手数料・報酬の一覧表                      | ②リスク・リターン・プロフィール                                 |
| ③ファンドの目的・特色    | (付)ポートフォリオ回転率                    | ③手数料・報酬  |
| ④投資リスク         | ③ 投資戦略、リスク、パフォーマンス               | ④運用実績  |
| ⑤運用実績          | ④投資顧問会社・サブアドバイザー・運用担当者(担当年数をふくむ) | ⑤その他概要情報<br>(運用者への報酬支払方針の詳細がウェブサイトで得られることの記述を含む) |
| ⑥手続・手数料等       | ⑤購入・売却方法、税制                      |  |
| ⑦追加的信息         | ⑥ファンドまたは 投信会社から販売会社への報酬支払いに関する記述 |  |

[出所]日本は金商法、米国は投資会社法と証券法に基づくForm N1-A、欧州はUCITS指令にもとづき筆者作成

### [目論見書におけるリスク表示方法の違い]

各国とも目論見書にファンドのリスクを表示することを義務付けていることは共通であり、文章による記述と図表による提示を求めていることも共通であるが、図表による「リスクの量的表示方法」が異なる。

実例は次頁の通りであり、日本では過去 5 年間の年間騰落率と分配金再投資基準価額の推移に加え、「他の代表的資産（株式・債券）との比較」を提示している（なお、別途「運用実績」の項において過去 10 年間の基準価額・純資産の推移を記載）。

これに対し米国は、過去 10 年間の年別リターンを棒グラフで表示（期間中の四半期別リターンの最高・最低値を付記）するとともに、過去 1 年、5 年、10 年の年平均リターンを表で記載、さらに市場指数のリターンを併記することを求めている。

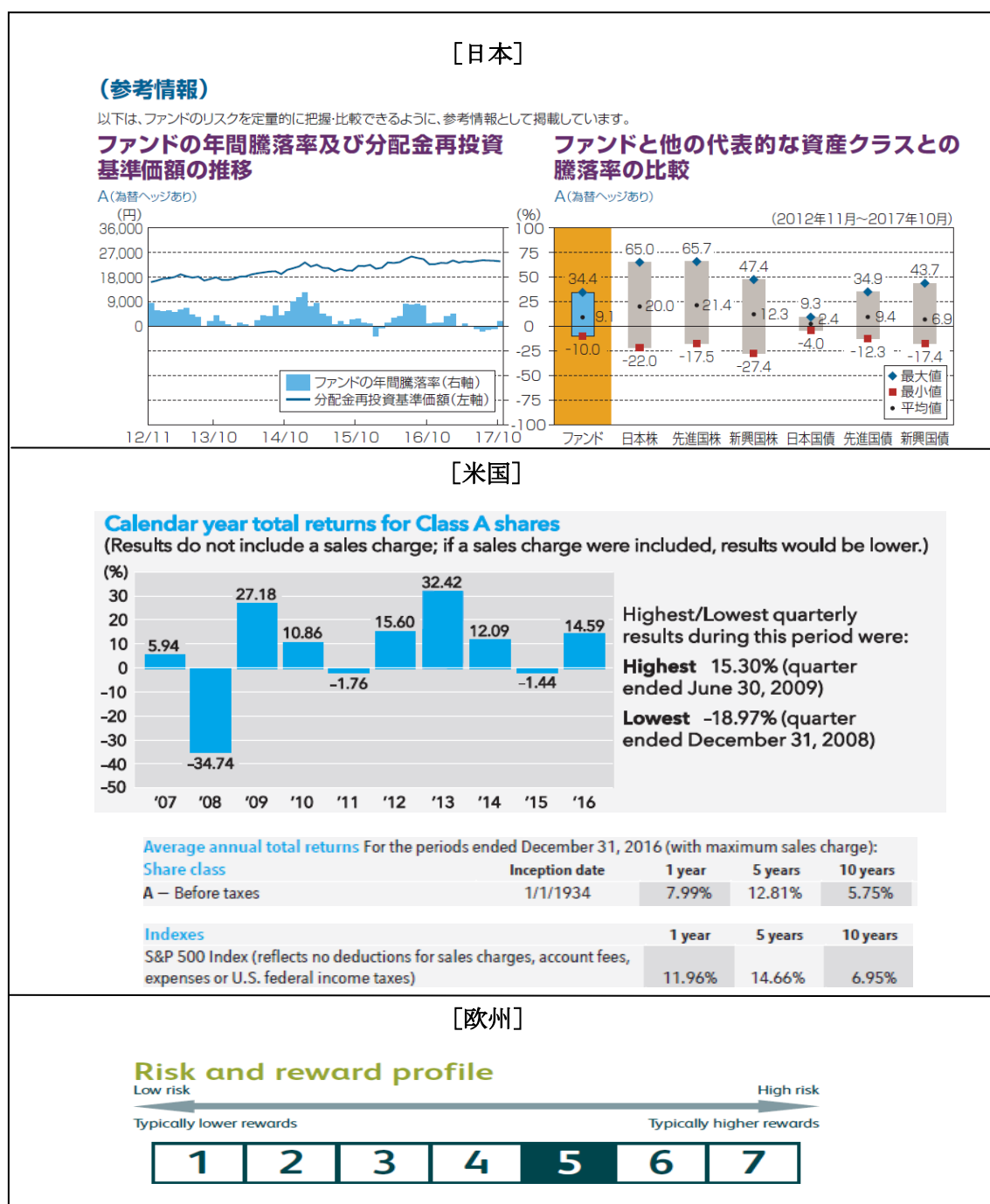
一方、欧州は過去 5 年間のファンド基準価額・分配金の週次データをもとに計算したリターンのボラティリティ（標準偏差）によって「7 段階に分けたリスク度表示」（標準偏差が 0.5%未満ならリスク 1、・・・5%～10%未満がリスク 4、・・・25%以上はリスク 7 に分類）を提示している。

実は米国でも 90 年代に、基準価額変動率の標準偏差などによるリスク表示の数値化を検討したことがあった。しかし、投資家間で「リスク」の概念が異なり、また投資目的も多岐にわたる中で、リスクを一元的数値で表示することは困難であり誤解を招く恐れもあるとして見送った（その結果、リターンの変動を棒グラフで示す等の現行方法が採用した）経緯がある。このため、ICI（米国投信協会）は、当時、欧州委員会の下部機構であった CESR（The Committee of European Securities Regulators, 欧州証券規制者委員会）が 07 年 10 月に「標準偏差によるリスクの段階別表示」を提案した際に CESR に意見書を送り、米国における検討の経緯を説明した上で、「競争投資商品との比較もなしにリスクの法的表示を行うことは、投信が競争投資商品とは別のリスクを持っていると誤解させる恐れがある」などとして、一元的リスク表示を見送るべきだと述べていた<sup>29</sup>。

<sup>29</sup> ICI Comment Letter by Susan Olson “Re: CESR/07-669—Consultation on Content and Key Investor Information Disclosure for UITs” February 15,2008

筆者は日本のリスク表示方式（株式・債券との比較をも加えた方法）は、米国方式（当該ファンドだけの過去の変動実績を図示すること等によりリスク度を示す方式）や、EU方式（投信の中だけでのリスク度 7 段階分類）よりも投資家の理解を得られやすいと考えている。しかも、株式・債券がそれぞれ日本・先進国・新興国に分けて表示されることは、グローバル投資時代に即した投資教育効果を生むことも期待される。

〔図表 6〕 目論見書におけるリスクの量的表示方法（例）



### [その他の発行開示要件の違い]

米国では追加情報書において、運用担当者に関する詳細情報（運用担当者の当該ファンド保有状況を含む）などの開示が必要である。

また、目論見書の表紙ページ・要約・リスク説明の記述にあたり、証券法規則に「明快な言葉（Plain English）を使用しなければならない」と規定し、具体的に次の6原則に従うことを義務づけている<sup>30</sup>。

①文章は短くせよ、②意味明瞭、具体的かつ日常使用する言語を用いよ、③動詞は能動態を使え（受動態は使わない）、④複雑な事柄については、可能な限り表や箇条書きを使用せよ、⑤法律用語や、難しいビジネス用語は使わない、⑥二重否定は使わない。

このほか、「見出し・小見出しは内容を要約したものにせよ」といった記述に当たっての一般原則や、4つの避けるべき事項（量だけ多くし情報の質を高められないような繰り返し記述など）も規定している。さらにSECは、上記の趣旨を徹底するために、明快な言葉の手本を示した「プレーン・イングリッシュ・ハンドブック」を刊行している<sup>31</sup>。

なお、日本でも投信協会規則・細則により、交付目論見書を分かりやすいものにするため「注意すべき文章表現等」を定めている<sup>32</sup>。

### (2) 継続開示（運用中開示）

監督当局向けと公衆縦覧開示については、監督当局に対し年次・半期報告書等を提出することは共通している。すなわち、日本については金商法に基づく有価証券報告書と半期報告書の提出<sup>33</sup>、投信法に基づく運用報告書の提出<sup>34</sup>、米国にあつては投資会社法に基づく半期報告書（Form N-SAR）<sup>35</sup>、年次の議決権行使記録報告書（Form N-PX）<sup>36</sup>、4半期毎の保有証券報告書（Form N-Q）<sup>37</sup>の提出、欧州にあつては投資家向け年次報告書、半期報告書の提出<sup>38</sup>である。

投資家向け開示については、日本については運用報告書<sup>39</sup>、米国では年次報告書および半期報告書<sup>40</sup>、欧州も年次報告書および半期報告書<sup>41</sup>により行われる。日本は運用報告書について、（目論見書と同様に）極めて重要な事項を記載した「交付運用報告書」と、より詳細

<sup>30</sup> 証券法規則 421 条(d)項

<sup>31</sup> <https://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>

<sup>32</sup> 投資信託協会「交付目論見書の作成に関する規則」7条、同「交付目論見書の作成に関する規則に関する細則」7条

<sup>33</sup> 金商法 24 条

<sup>34</sup> 投信法 14 条

<sup>35</sup> 投資会社法 30 条(b)項、投資会社法規則 30b1-1

<sup>36</sup> 投資会社法 30 条(b)項、投資会社法規則 30b1-4

<sup>37</sup> 投資会社法 30 条(b)項、投資会社法規則 30b1-5

<sup>38</sup> UCITS 指令 74 条

<sup>39</sup> 投信法 14 条 1 項、4 項、投信法計算規則 58 条、58 条の 2、投信協・運用報告書規則

<sup>40</sup> 投資会社法 30 条 (e) 項

<sup>41</sup> UCITS 指令 68 条、69 条、of Schedule B Annex 1

な運用状況等も含めて記載した「運用報告書（全体版）」の2段階に分けている<sup>42</sup>。

### [運用報告書（年次・半期報告書）の記載要件等]

投資家に交付を要する運用報告書（米・欧にあっては年次・半期報告書）の記載要件は図表7の通りである。なお、日本については交付運用報告書について記載しており、運用報告書（全体版）については、たとえば株式について全組入れ銘柄を記載するなど米国の年次報告書より詳細な部分がある。また米・欧については半期報告書ではなく年次報告書について記載している。

[図表7] 投資家に交付を要する運用報告書の記載要件（米・欧は年次報告書について記載）

| 日本   | 米国  | 欧州   |
|--|---|--|
| (1)運用経過の説明<br>基準価額等の推移、基準価額の主な変動要因                             | ファンドのパフォーマンスについてファンド経営陣の見解  | 当該期間におけるUCITS資産の変動要因（以下の事項を含む）   |
| 当期中の1万口当たりの費用明細<br>(信託報酬、売買委託手数料、有価証券取引税、その他費用(保管費用、監査費用、その他)) | 投資額1,000ドル当たりのファンド経費額、<br>(イ)実際の発生金額にもとづくものと、<br>(ロ)ファンド運用利回りが年5%であったと仮定した場合の金額の二通りを表示する。           | ・投資証券からのインカム、その他の収益<br>・運用報酬、保管銀行の手数料、その他の経費および税金<br>・純利益、分配、再投資インカムの状況<br>・資本勘定の変化、投資証券の価格変動<br>・資産と負債に影響を与えたその他の変化<br>・ポートフォリオの取引コスト                                   |
| 最近5年間の基準価額等の推移、投資環境  | 最近10年間のパフォーマンス(10,000ドル投資の場合で、指数との比較を含む)グラフと、最近1年・5年・10年の年率実績、期中の証券売買状況                             | その他、投資家がUCITSの活動の経緯・その結果を判断できる助けとなる全ての重要な情報  |
| ポートフォリオ、ベンチマークとの差異、分配金等の表示                                     |   |  |
| (2)今後の運用方針   |   |  |
| (3)お知らせ<br>(重大な約款変更・運用体制の変更等)                                  |   |  |
| (4)当該投資信託の概要<br>(商品分類、信託期間、運用方針、主要投資対象、運用方法及び分配方針の表)           |   |  |
| (5)代表的な資産クラスとの騰落率の比較   |   |  |
| (6)当該投資信託のデータ  |   | 資産・負債の状況   |
| ①組入資産の内容、<br>期末の全銘柄数及び上位10銘柄以上とその組入比率の表                        | 保有証券の数量・評価額<br>組入れ上位50銘柄およびファンド純資産の1%を超える銘柄のみ(要約表)で良い。<br>またMMFは組入れ銘柄の記載を省略しても良い。                   | ・譲渡可能証券 銀行預金 その他資産<br>総資産 負債 純資産総額<br>・流通しているユニットの数<br>・1口当り純資産価額<br>・ポートフォリオの内容(個々証券についてファンド純資産総額に対する割合として記載する)<br>・期中のポートフォリオ構成の変化<br>・リスク管理運用(デリバティブ利用等)について取引の種類別の金額 |
| 資産別配分、国別配分、通貨別配分   | ファンドの運用内容を表示する1個以上の図表(たとえば証券別、業種別、地域別など)  | 過去3年間の純資産総額、1ユニット当たりの純資産価額の表   |
| ②純資産等<br>純資産総額、受益権総口数及び1万口当たりの基準価額                             | 貸借対照表、損益計算書、純資産変動状況書、ファンド取締役等への支払い報酬額   |  |
| ③組入上位ファンドの概要<br>(ファミリーファンド、ファンド・オブ・ファンズの場合)                    |   |  |
|  | ファンド取締役、オフィサーの情報(氏名、当該ファンド業務従事年数、主たる業務と責任)<br>投資顧問契約承認に関する記述・契約締結・更新について取締役会が承認した理由など(半期報告書への記述でも可) | 運用関係者への報酬支払実績<br>・固定報酬と変動報酬に区分した支払総額と受領者数<br>・経営者、リスクテイカー、統制者に区分した支払額<br>・報酬の計算根拠、など   |

(注)日本は、株式投信および日々決算型以外の公社債投信について記述した。

[出所]日本は投信協会「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」、米国は投資会社法、投資会社法規則、およびSEC Investor Bulletin「How to Read A Mutual Fund Shareholder Report」、欧州はUCITS指令にもとづき作成。

<sup>42</sup> 根拠は注39と同じ

他国にはない記載項目を挙げると、日本は前述の目論見書のリスク表示を受けて「代表的な資産クラスとの騰落率の比較」が入っており、米国は「ファンド取締役・オフィサーの情報（氏名、当該ファンド業務従事年数、主たる業務と責任）」、「投資顧問契約承認に関する記述（契約締結または更新について取締役会が承認した理由など）」が入っている。

一方、欧州は「運用関係者への報酬支払実績」を記載する点が日・米にない特色である。これは、17年5月掲載の本稿第1部「運営のガバナンス」の項で触れた UCITS 運用者報酬に関する新たな規制導入（08年の国際金融危機後の一連の金融規制強化、中でもリスク管理強化の流れの中で欧州が16年に導入した措置）を受けたものである。

また、細部について言えば、経費の記載について、日・欧はポートフォリオの取引コスト（株式売買委託手数料など）を記載要件としているが、米国は入っていない<sup>43</sup>。また、欧州の年次・半期報告書の組入れ銘柄記載にあたっては、各銘柄の組み入れ金額ではなく、ファンド純資産に対する割合（%）を表示することを義務付けている。

なお、図表7には記載していないが、運用報告書の作成・交付時期について、日本は計算期間が半年未満のファンドは半年毎、その他のファンドは決算時毎（半年決算のファンドは半年毎、1年決算のファンドは1年毎）となっている<sup>44</sup>のに対し、米・欧は全てのファンドについて年次報告書および半期報告書の作成（すなわち半年毎開示）を義務づけている。交付方法については、日・欧は電子交付が可能であるが、米国ではそうになっていない。SECは電子交付を認める規則改正を提案中である。

またETFについて、指数連動型ファンドしか存在しない日本においては運用報告書の作成は不要とされている<sup>45</sup>が、米国投資会社法・欧州UCITS指令においては、ETFの年次・半期報告書作成免除規定は見当たらない。

#### **[議決権行使についての開示（行使方針、行使結果）]**

組入れ証券についての議決権行使の開示について、日本では投資信託協会制定のガイドライン「議決権の指図行使に係る規定を作成するにあたっての留意事項」、および「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）」を受入れた会社については同コードに沿って、議決権行使の方針および行使結果の開示が行われている。

米国はSECへの議決権行使記録報告書の提出（年1回）が投資会社法規則により義務づけられている<sup>46</sup>。一方、欧州については、UCITS指令に規定はなく、たとえばスチュワードシップ・コードの本家である英国において、同コードに則った開示が行われている。

#### **[自主開示が充実している日本]**

日本は米国や英国と異なり、法定の自主規制機関（金商法に基づく投信協会・日本証券業協会）が存在し、図表4に記載したように自主開示規則を制定している。

<sup>43</sup> 米国は、募集時の開示資料である追加情報書の項目21「ブローカレッジの割り当て・その他」において、過去3年間について支払株式売買委託手数料総額の記載を記載要件としている。

<sup>44</sup> 投信法14条、投信法計算規則59条

<sup>45</sup> 投信法14条、投信法施行規則25条

<sup>46</sup> 投資会社法規則30b1-4、Form N-PX



投信の継続開示に関しては、投信会社による適時開示と、販売会社による投資家への個別報告（トータルリターン通知制度）がある。

#### ①投信会社による適時開示<sup>47</sup>

各投信会社がホームページ等に月次ベースで、基準価額の推移、各ファンドの資産構成、組入上位銘柄及び業種別比率等を開示するものである。またファンド基準価額に重大な影響を与えた事由が生じた場合、その判断内容をホームページ等を開示している。

なお、この適時開示開始のいきさつと目的を確認すると次の通りである。

02年に金融庁が公表した「証券市場の改革促進プログラム」の中で投信について要請された「信頼される投信サービスの確立」を実現するため、02年12月に投信協会は「国民に信頼される投信に向けての取り組み」をまとめた。この中で、「販売会社には投資家への十分な説明について一層の協力をお願いしつつ、委託会社としても自らが積極的にこれに関与し、自社の商品やその運用について積極的にアピールしていく」ことがうたわれ、その具体的な施策の一つとして適時開示が取り入れられた。

#### ②販売会社によるトータルリターン通知制度

日本証券業協会は、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」23条の2（投信等の損益の通知）において「協会員は、顧客から保管の委託を受けている又は振替口座簿への記載若しくは記録により管理している投信等について、別表に定めるところにより、顧客に当該投信等に係る損益（「トータルリターン」という。）を通知しなければならない」と規定している。そして別表では、トータルリターンは（「評価金額」＋「累計受取分配金額」＋「累計売付金額」－「累計買付金額」）により計算すること、年1回以上通知することなどを定めている。

このトータルリターン通知制度は、12年に「投信・投資法人法制の見直し」について検討した金融審議会のワーキング・グループの報告に沿って実施されたものである。同グループの問題意識は、毎月分配型ファンドの販売が急速に増加した中で、「分配金はファンド資産から支払われ、元本の払い戻しに相当する場合があることを理解していない投資家が多い。投信の収益は分配金に基準価額変動を加えたトータルリターンで見ることを徹底すべきだ」という点にあった。

なお筆者の知る限り、投信を保有する投資家一人一人に対し、保有ファンドのトータルリターンを定期的に通知する制度は米国・EUには存在しない。

### [VII.1 情報開示に関する規制のまとめ]

投資家への情報開示の内容は国によって差がある。ファンド資産の運用にあたって運用担当者個人の権限が強い米国にあっては、ファンドマネージャー情報が重視され、一方、08年の世界金融危機をふまえて金融機関経営者の報酬体系を問題視した欧州にあっては、投信についても運用関係者の報酬に関する情報が開示要件として盛り込まれた。そして日

---

<sup>47</sup>投信協運用報告書規則 18～20 条

本では、毎月分配型ファンドの拡大がもたらした問題が契機となって、個別投資家へのトータルリターン通知制度が実施されている。

情報開示について筆者が強調したいのは、目論見書や定期報告書の内容を中心に「常に見直し・改善が必要だ」ということである。

米国では 30 年以上も前（83 年）に目論見書を 2 分冊化（目論見書と追加情報書とに分冊化）した。それ以来、98 年の表現方法の改善（プレーン・イングリッシュ）の使用義務付け、09 年の要約目論見書の導入（3 段階化）など数次にわたって目論見書の改善を重ねてきた。そして今また SEC はディスクロージャーの改善に取り組む意向を示している。17 年 12 月に ICI 主催のコンフェレンスで演説した SEC ダリア・ブラス投資管理監督局長は「21 世紀のテクノロジーの進歩は、今まで以上に双方向、かつ個々の投資家に対応するディスクロージャーへの扉を開くものだ」と指摘し、効果的ディスクロージャーの徹底に向けての意欲を示している<sup>48</sup>。

日本でも目論見書について 04 年に交付目論見書と請求目論見書に 2 分冊化し、09 年に交付目論見書の内容の簡素化を実施するなどの措置を取り、また運用報告書についても 2 分冊化を実現した。しかし、表現方法の改善を含め常に見直しに取り組む必要がある。

## 2. 情報開示の実態

顧客に交付する開示書類の量（頁数）をサンプル比較すると図表 8 の通りである。欧州については英国の例を掲げた。例示したファンドは、日本については 17 年末現在で規模の大きいファンドの中から主たる投資対象（REIT、債券、株式）別に 3 本、米・英については、16 年末現在で運用資産額の大きい投信会社 3 社の運用するファンドである。

募集時の交付目論見書（欧州は KIID）については、欧州が UCITS 指令により 2 頁に制限しているため、全てのファンドが 2 頁にまとめているのに対し、米国は 7 頁程度、日本は 12 頁程度となっている。一方、運用報告書（米・欧にあつては年次報告書）については、日本が交付運用報告書を別建てにした効果により米・欧より少ない頁数に収めている。

【図表 8】 顧客向け交付書類の頁数の比較

|    | ファンド名   | 交付目論見書<br>(欧州はKIID) | 交付運用報告書<br>(米・英は年次報告書) |
|----|---|---------------------|------------------------|
| 日本 | 新光US-REIT オープン                                    | 12                  | 12                     |
|    | フデリティ・US/ハイ・イールド・ファンド                             | 12                  | 12                     |
|    | ピクテ・グローバル・インカム株式ファンド                              | 12                  | 16                     |
| 米国 | Vanguard 500 Index Fund                           | 7                   | 38                     |
|    | Fidelity Contrafund                               | 7                   | 72                     |
|    | Capital Group ICA (Investment Company of America) | 7                   | 42                     |
| 英国 | M&G Global Themes Fund                            | 2                   | 25                     |
|    | Scotish Widows Balanced Growth Fund               | 2                   | 35                     |
|    | BlackRock UK Fund                                 | 2                   | 24                     |

<sup>48</sup> Keynote Address: ICI Securities Law Developments Conference by Dalia Blass Director,, Division of Investment Management (Dec. 7, 2017)

また日本の運用報告書については、投信協運用報告書規則で項目の配列（記載順序）も決めているため、ファンド間の比較も容易である。

一方、米国の年次報告書は頁数も多いが、必要記載項目に加え、会社によってはファンド保有者に訴えたい事柄を記載していて興味深い点もある。たとえば、キャピタル・グループのICAの年次報告書は、長期投資の重要性を強調しており、同ファンドの設立（1934年）以来の投資実績を掲げているほか、2016年の報告書においては「S&P500株式を過去10年間持ち続けていたら、1万ドルが15,785ドルに増えた。しかし、もしタイミング投資を試みて10年間のうちの最良の10日間について投資していなかったら、1万ドルが7.977ドルに減っていた」というデータを示して、持ち続ける（市場に居続ける）ことの重要性を訴えている。

## VIII. 税制

投信税制について、ファンド段階と投資家段階に分けて要点を記述すると図表9の通りである。

[図表9] 投信税制の比較

|        | 日本                        | 米国   | 欧州          |
|--------|---------------------------|--|-------------|
| ファンド段階 | 非課税<br>利益留保可能(非課税)        | 分配益について非課税<br>利益留保は実質的に不可能<br>(留保すれば課税される) | 原則非課税       |
| 投資者段階  | 株式投信は株式並み、<br>公社債投信は公社債並み | ファンドの種類に関係なく<br>収益の源泉別にそれぞれの<br>税制を適用      | 国によって大きく異なる |

[出所]各種資料より筆者作成

### 1. ファンド段階の税制

日本は、所得税法176条（「信託財産についての利子等の課税の特例」）によりファンド段階は非課税であり、またファンド内に利益を留保することを禁止する条項はない。

米国は、内国歳入法サブチャプターM（851～860条）が投信税制を定めており、851条が規定する規制投資会社の要件（所得の少なくとも90%が配当・利子・証券の売却益等から成ること、分散投資要件を満たすことなど。詳細は17年9月掲載の本稿第2部「資産運用」の項を参照）を満たし、収益の90%以上を分配すれば分配収益についてファンド段階は非課税となる。しかし、収益をファンド内に留保すればファンド段階で課税される。したがって、米国ファンドは一般的に発生収益の全額を当該課税年度中に分配している。

一方、欧州は国によって大きく異なるが、英国の例を Investment Association の解説書<sup>49</sup>によって見れば次の通りである。

OEIC（会社型投信）およびユニットトラストは、キャピタルゲインについては非課税である。インカムについては株式ファンドと債券ファンドによって扱いが異なる。株式ファンドが受け取る配当金に対しては本来 20%の法人税の対象であったが、09年7月以降、従来から非課税であった国内株の配当金に加え、外国証券の配当金についても非課税となった。したがって主として株式に投資するファンドのインカムについては一般的にはファンド段階ではゼロ課税である。そしてファンドは経費控除後のインカムを全て投資家に配当（dividend）として分配しなければならず、投資家段階で各投資家の税ポジションに応じ課税される。債券ファンド（60%以上を利付資産に投資するファンド）については、経費控除後のインカム分配（利子の形をとる）について非課税である。英国人投資家についてはファンドが 20%の源泉徴収を行う。

## 2. 投資家税制

日本は分配金について、株式投信の分配金は（収益の源泉に関係なく全て）配当所得として<sup>50</sup>、公社債投信の分配金は全て利子所得として<sup>51</sup>課税され、投資家は原則として源泉徴収により課税関係を終了させることができる。また換金・償還時の損益は譲渡所得として課税され、「源泉徴収ありの特定口座」を利用すれば申告の必要はない。

なお、株式投信の元本払戻しに相当する部分（特別分配金）については非課税である<sup>52</sup>。ただし特別分配金を受領した投資家の買付コスト（個別元本）は、その分引き下げられることになる。

米国投信の投資家税制について、ICI 発行の“2017 Investment Company Fact Book”の記述を要約すると「分配金については、ファンドの種類に関係なく、インカム（利子・配当収入）および 1 年以内の短期キャピタルゲインを原資とする普通配当金（ordinary dividend distributions）は配当所得として、1 年超の長期キャピタルゲイン分配は長期キャピタルゲインとして課税される」<sup>53</sup>。米国では源泉徴収制度がなく、投資家は全て申告する必要がある。また、投資家によってはファンド時価が自分の買付コストを下回っている状態で受け取った分配金についても（日本のような非課税措置はないので）、受取分配金の全額を当年所得として申告・納税しなければならない。

---

<sup>49</sup> THE INVESTMENT ASSOCIATION MEMBER GUIDANCE “Authorised Funds: A Regulatory Guide March 2017” p.35

<sup>50</sup> 所得税法 24 条

<sup>51</sup> 所得税法 23 条

<sup>52</sup> 所得税法 9 条、所得税法施行令 27 条

<sup>53</sup> 米国では地方債の利子について所得税が非課税となり、地方債ファンドも非課税となるが、ここでは一般の課税ファンドの部分について記述する。

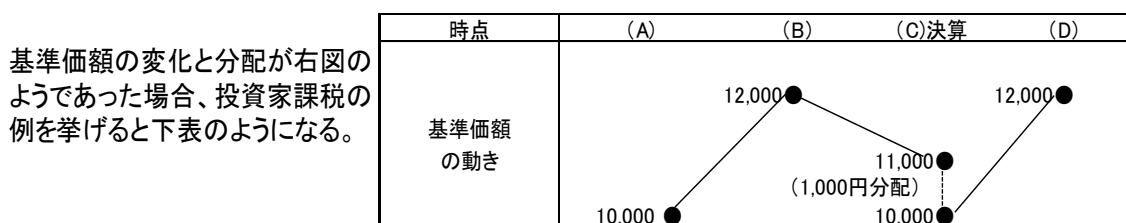
換金時の損益は保有期間に応じ、長期または短期キャピタルゲインとして申告の必要がある。

**[元本払戻金に関する投資家税制の日米比較]**

日本で「分配受領時に元本払戻金が非課税である一方でコストの引下げが行われること」と、米国で「分配金受領時にコスト割れでも課税される一方でコストの引き下げはないこと」の効果を比較例示すると図表 10 の通りである。

この例では、日本の投資家は、図の(C)決算時においては税を支払わない代わりに、(D)換金時において税が発生する。一方、米国の投資家は(C)決算時に税を払う代わりに、(D)換金時には税が発生しない。したがって、取得時から換金時までを通算した課税対象額は日米同じであり、早く納税する（米国）か、遅く納税する（日本）かの違いである。しかし、米国では投資家が決算時（分配金受取時）に課税されることをマイナス材料として評価していることは 7 頁で述べた通りである。

**[図表 10] 投信投資家税制の日米比較（例）**



| 時点          | ファンドの動き                 |          | 投資家行動<br>(例) | 課税上の扱い     |                           |         |                       |
|-------------|-------------------------|----------|--------------|------------|---------------------------|---------|-----------------------|
|             | 基準価額                    | 決算・分配    |              | 日本         |                           | 米国      |                       |
|             |                         |          |              | コスト(個別元本)  | 課税対象額                     | コスト     | 課税対象額                 |
| (A)         | 10,000円                 |          |              |            |                           |         |                       |
| (B)取得時      | 12,000円                 |          | 12,000円で取得   | 12,000円    |                           | 12,000円 |                       |
| (C)決算時      | 11,000円<br>↓<br>10,000円 | 1,000円分配 | 1,000円分配受領   | 11,000円に変化 | 0円 (元本払戻金として非課税)          | (変化なし)  | 1,000円                |
| (D)換金時      | 12,000円                 |          | 12,000円で売却   |            | 1,000円<br>(12,000-11,000) |         | 0円<br>(12,000-12,000) |
| 通算<br>課税対象額 |                         |          |              |            | 1,000円                    |         | 1,000円                |

[出所]筆者作成

**[貯蓄・投資優遇税制の国際比較]**

投信に限定した事項ではないが、各国の貯蓄・投資優遇税制を比較すると、図表 11 の通りである。老後準備・教育資金など資産形成の目的を限定した優遇税制を採用している米国に対し、日本は、「老後」等の目的限定優遇に加え、目的を問わず資産形成全般についても優遇税制を取り入れている。また、米・英等にはないエクイティに限定した優遇制度もあり、投資優遇制度が充実している。

[図表 11] 貯蓄・投資優遇税制の国際比較

|   | 目的を問わず資産形成全般を優遇する税制       | 資産形成の目的を限定して優遇する税制               | 優遇する税制 | 貯蓄・投資商品を限定して優遇する税制        |
|---|---------------------------|----------------------------------|--------|---------------------------|
| 日 | NISA ジュニアNISA<br>つみたてNISA | 確定拠出年金、<br>年金財形、住宅財形、            |        | NISA ジュニアNISA<br>つみたてNISA |
| 英 | ISA, ジュニアISA              | 確定拠出年金(自動加入)<br>ライフタイムISA(住宅等積立) |        |                           |
| 米 |                           | 確定拠出年金、<br>529教育資金プラン            |        |                           |
| 独 |                           | 確定拠出年金(リースター年金)                  |        |                           |
| 仏 | PEA(個人持株プラン)              | 確定拠出年金(PERCO)                    |        | PEA(個人持株プラン)              |

(注)独は18年から確定拠出年金制度を拡充の予定 [出所]各種資料より筆者作成

### [投信における優遇税制活用度の比較]

前述のように、日本は投資優遇制度の範囲が広いが、投信保有者の優遇制度利用度で見ると米国が抜きんでている。

すなわち、ICIによれば16年末現在で米国投信残高の54%は、401(k)・IRAといった確定拠出年金(以下「DC」)プランや、教育資金(529)プランなど、優遇税制(税支払繰延)口座で保有されている<sup>54</sup>。日本は16年末現在の投信残高96兆円のうち、DC保有分が5兆円程度<sup>55</sup>、NISA保有分が4兆円程度、合計9兆円程度と推定され投信全体に占める比率は9%程度である。英国は16年末現在の投信残高1兆454億ポンドのうちISA(個人貯蓄口座)分は1,491億ポンドであり、投信全体に占める比率は14%程度である<sup>56</sup>(確定拠出年金分は不明)。

### [税制まとめ]

日本の投信税制は、収益のファンド内留保が可能である点において米国より制約が少なく、また投資家税制も米国に比べ投資家にフレンドリーである。

また、貯蓄・投資優遇税制も種類においては米国より充実している。しかし、日本は①優遇税制が導入されてからの期間がまだ短いこと(DCについて言えば、導入時期は米国401(k)が1981年、日本は2001年)、②拠出限度額が小さいこと(個人拠出限度額は18年現在、米国401(k)が50歳未満で18,000ドル、50歳以上は24,000ドルに対し、日本の企業型確定拠出年金は企業分と併せて33~66万円)③DC資産の運用において、今まで加入者が投信を選択する度合いが低かったことなどから、投信における優遇税制活用度は米国に比べると著しく低い。逆に言えば今後の成長余地が大きいと言えよう。

<sup>54</sup> ICI “2017 Investment Company Fact Book” pp249

<sup>55</sup> 格付投資情報センター刊『DC年間2017』掲載の16年3月末データより計算

<sup>56</sup> Investment Association 統計

## 総まとめ（本稿全体の要約）

「投資信託の制度・実態の国際比較」について、3回にわたって連載した内容を要約すると次の通りである。

### 1. 制度（規制）について

#### 〔参入規制〕

投信資産の運用業務は、日米は登録制、欧州は認可制である。

資本要件について、日本は一律5千万円としている。米国には資本要件はない。一方、欧州 UCITS 指令は最低12万5千ユーロとし、運用資産が2億5千万ユーロを超えると必要資本額が増加（超過額の0.02%を加算）する（ただし1千万ユーロを上限とする）仕組みを取り入れている。人的要件について、日・欧は一定の要件があるが、米は特にない。

以上の規制内容を総括すると、投信資産運用業への参入規制は米国が緩やかである。

#### 〔商品設立規制〕

商品の設立・募集について、欧州は認可、米国は登録を要するのに対し、日本は約款を当局に届け出れば済むという点で設立規制が最も緩やかである。

一方、同一ファンドについて、手数料收受方法等の異なるクラス別シェアを発行することは日本だけが認められていない。このため、同一ポートフォリオにつき、DC年金用などで異なる販売手数料や信託報酬率を採用するためには、マザーファンドを組み入れる別個のベビーファンドを組成する「ファミリーファンド方式」を採用せざるを得ない（目論見書・運用報告書など情報開示資料が複雑化し投資家にとって分かりにくい）状況になっている。米国では以前は日本のファミリーファンドに類似したマスター・フィーダー方式を取っていたが、95年にクラス別シェアの採用が認められてからはクラス別シェアが主流となっている。

#### 〔ファンドのガバナンス規制〕

契約型ではファンドに人格がないため、契約当事者（日本においては投信委託会社と受託銀行、欧州では管理会社と預託銀行）段階のガバナンスが重視されている。

会社型では、ファンド段階のガバナンスがあるが、その規制方法は国によって異なる。日本の会社型は多くの事項を投資主総会で決める方式を取っているのに対し、米国は取締役会（ボード）に多くを委ねている、すなわちボードがファンド運営の中心を占めている。一方、欧州は UCITS 指令で見る限り、会社型であっても管理会社を中心に運営することを想定した枠組みとなっており、管理会社規制が中心となっている。

#### 〔販売・換金制限に関する規制〕

米国は1929年の大恐慌時に発生したクローズドエンド型ファンドに関する問題（レバレッジを効かせた運用を行っていたほか、ファンドが証券取引所において需要・供給を反映

した価格で取引されていたことによる取引価格の暴落)を踏まえて、1940年投資会社法を制定した。そのため、オープンエンド型ファンドの販売価格・販売手数料・換金性の確保などについて、投資会社法で厳格に規定している。特に、販売手数料を日本のようには自由化していないことが特筆される。

欧州 UCITS 指令は、オープンエンド型の特色である換金性の確保を規定しているだけで、販売価格・販売手数料等については制限せず、各国規制当局に委ねている。

一方、日本は、販売価格、販売手数料、換金制限をふくめて投信法に特段の規定がない。したがって、たとえば換金を制限したクローズド期間付きのファンドも設定可能であるなど、商品設計の自由度が高くなっている。

#### **[資産運用に関する規制]**

概していえば米国の規制は厳しい(分散投資要件、流動性要件、ファンド名称と資産運用の整合性要件、パフォーマンスフィーの採用要件など)。なお、米国ではファンドに独立した法人格があることから、ファンド単位での規制がベースになっており、日本の企業支配規制に見られるような運用会社ベースの制限はない。

一方、欧州 UCITS 指令は、リスク規制を細かく定めている(これが UCITS の世界的信頼につながっていると言われる)が、その他については各国当局に委ねている部分が多い。

また日本は、投信運営に関する自主規制機関がない米英などと異なり、金商法上の自主規制機関である投信協会の運用規則によって規制している部分が多い。

#### **[分配に関する規制]**

日本は評価益の分配が可能である一方で、収益のファンド内留保も可能であり、欧米主要国、特に米国に比べ制約が少ない。

#### **[情報開示に関する規制]**

投資家への情報開示の内容は国によって差がある。ファンド資産の運用にあたって運用担当者個人の権限が強い米国にあっては、ファンドマネージャー情報が重視され、一方、08年の世界金融危機をふまえてリスク管理の観点から金融機関経営者の報酬体系を問題視した欧州にあっては、投信についても運用関係者の報酬に関する情報が開示要件として盛り込まれた。そして日本では、毎月分配型ファンドの拡大がもたらした問題が契機となって、米欧には存在しないと思われる「個別投資家へのトータルリターン通知制度」を義務付けている。

なお、募集時の投資家向け開示(目論見書)について、日・欧は2段階となっているが、米国は3段階に分けている。また、投資家への交付書面につき欧州は2頁に統一している。

一方、運用中の投資家向け報告書については日本のみが2段階化を実現している。

#### **[税制]**

日本の投信税制は、収益のファンド内留保が可能である点において米国より制約が少なく、また投資家税制も米国に比べ投資家にフレンドリーである。また、貯蓄・投資優遇税制も種類においては米国より充実している。



## 2. 実態および関連事項について

### [投信運用業界の現況]

米国は投信の規模が日本の20倍以上と大きいこともあって、投信会社数が多いうえに入れ替わりも激しく、投信ビジネスはダイナミックに動いている。

日本は投信の普及率の低さ（言い換えれば潜在成長性の高さ）を考慮すると、独立系をふくめ投信運用業界への新規参入の余地が十分あると思われ、事実、16年以降新規参入が増加していた。

### [商品]

主要5か国の投信残高をファンドの運営形態別に分類すると会社型が主流であるが、日本・欧州では契約型の残高も多い。一方、オープンエンドとクローズドエンドに分けると前者が圧倒的に大きい。

その中で近年、投資家のコスト志向の高まりなどによりETFが急成長している。

過去数年間の商品の新設・消滅率を見ると、日本は新商品中心の募集が行われていたことから新設率が高く、一方、ファンド併合の困難さなどから消滅率は低かった。したがって現存ファンド数が多く1ファンド当り規模は主要5か国のうちで最低である。

日本の商品バラエティーは今や欧米並みに充実しており、欧米にあって日本にないファンドは複数クラスのシェアを発行するファンドなどに限られている。

### [運営のガバナンス]

米国では、ファンドの運営にあたって取締役会が重要な役割を果たしているが、実態的には1投信会社が運用する全てのファンドの取締役会を同じメンバーで構成している場合が多い。欧州では、投資会社の取締役会の構成について規制がないこともあって独立取締役がいらないケースもあり、また英国では会社型も契約型も運営の実態は大きく変わらない。

投資信託協会・大久保良夫副会長が指摘されるように、ガバナンスの本質は、「契約型か会社型であるか、というところにあるのではなく、運用会社の中にファンドを管理・監督する法的責任を持つ独立した組織が存在するかどうか、というところにある」<sup>57</sup>と言えよう。

### [販売仕法等]

米国では、証券会社やFAのビジネスモデルが、売買コミッションから対残高フィーへ転換し、さらに最近ではアドバイス報酬をファンドからではなく、投資家から直接受け取る方式への移行が進んでいる。一方、欧州では、規制当局主導でコストの透明化、利益相反の排除が進んでいるように見える。

なお、第2部では、販売仕法に焦点を当てていたため取り上げなかったが、販売の実体面について国際比較すると、日本は①若年層の投信保有率が低い、②大量販売・大量解約

---

<sup>57</sup> 「投資信託の日米比較」『証券アナリストジャーナル』2017年5月号（日本証券アナリスト協会）

(投資家の平均保有期間が短い) 傾向があった、③新商品中心の営業に偏っていた、④DC市場に浸透していない、などの問題がある<sup>58</sup>。

このうち、②③については「顧客本位の業務運営」の徹底を通じ既に改善方向にある。①④については、幸い、つみたて NISA、iDeCo など制度的バックアップが拡充している。これらを通じ着実に投信の普及に取り組む必要がある。

### [資産運用]

日・米・欧とも資産運用のグローバル化が進展している。

ファンドの運用方式は、日本と米国とは異なるが、マルチマネージャー制をふくめ最善の運用方式を追求する努力が必要であるとともに、特に日本については運用人材の育成が喫緊の課題であろう。

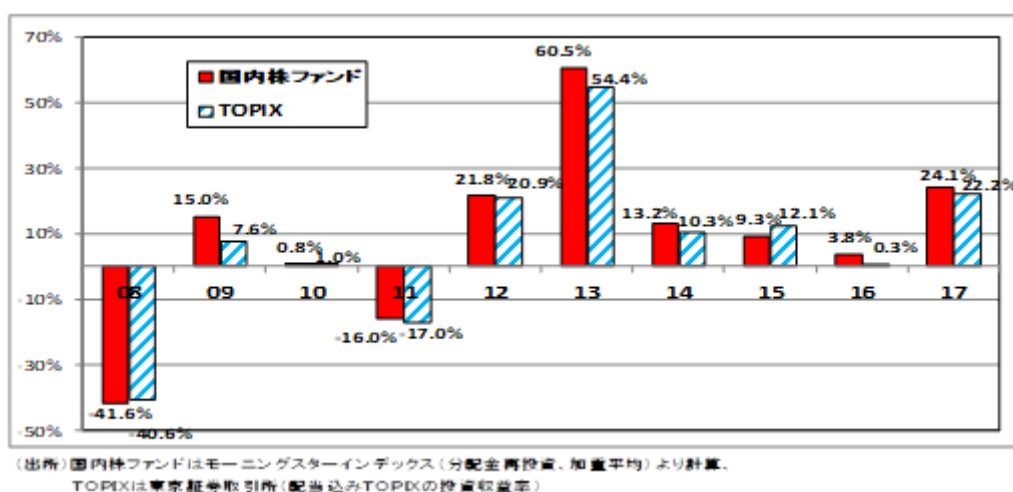
アクティブ・パッシブの議論は続こうが、投資家が素朴に求めるものは「“パッシブかアクティブか”などはどうでもよいから、とにかくリスク資産にふさわしいリターンを挙げてくれ」ということではないだろうか。

また、経済成長の鈍化にともなって証券リターンは以前より低下しており、アクティブ運用をふくめ IT 活用によるコスト削減、AI 活用などによる資産運用の一層の高度化が求められている。(一方でサイバー・セキュリティへの配慮が必要なことは言うまでもない)

そして英国 Oxera 社が主張するように、業界は投資パフォーマンスだけでなく、資産運用業の幅広い機能を見直して、そのメリットを投資家に訴えていく努力も必要であろう。

なお、過去 10 年間の日本の国内株ファンドのパフォーマンスを配当込 TOPIX と比べると図表 12 の通りである。10 年間の年平均収益率は、国内株ファンドが 9.1%、配当込 TOPIX が 7.1%と計算され、国内株ファンドが配当込 TOPIX を上回っている。

[図表 12] 日本の国内株ファンドと配当込 TOPIX の収益率比較



<sup>58</sup> 販売の実態をめぐる詳細については、杉田浩治「投信の販売をめぐる世界の動向」(日本証券経済研究所ホームページ→出版物・研究成果等→トピックス欄掲載レポート [http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1609_01.pdf)) をご覧頂きたい。

## 【分配】

日本は毎月分配型ファンドが主流を占めていたことから、米国に比べ分配率が高く、しかも（分配金再投資率が低いことから）分配金流出率が高い。なお、米国の投資家は一般的に課税回避のため分配金受取りを嫌う傾向が強い。

欧州では、マイナス金利下で一部の MMF がマイナス分配（口数削減）を行いながら、固定基準価額方式 MMF を維持・存続させている。

## 【情報開示】

募集時の交付目論見書（欧州は重要情報書=KIID）については、欧州が UCITS 指令により、全てのファンドが 2 頁にまとめられているのに対し、米国は 7 頁程度、日本は 12 頁程度となっている。一方、交付運用報告書（米・欧にあっては年次報告書）については、日本が、極めて重要な情報に絞った「交付運用報告書」制度を設けた効果により、米・欧より頁数が少なくなっている。

投資家のより良い理解を得るために、情報開示については「常に見直しと改善」が必要である。

## 【税制】

日本は、貯蓄・投資優遇税制も種類においては米国より充実している。しかし、投信における優遇税制活用度は米国に比べると著しく低い。その理由としては、日本は①優遇税制が導入されてからの期間がまだ短いこと、②拠出限度額が小さいこと（個人拠出限度額は米国 401(k)が 18 年現在で 50 歳未満 18,000 ドル、50 歳以上は 24,000 ドルに対し、日本の企業型確定拠出年金は企業分と併せて 33~66 万円）③確定拠出年金資産の運用において、今まで加入者が投信を選択する度合いが低かったことなどが挙げられる。

逆に言えば、日本における貯蓄・投資優遇税制の量的拡大（DC 拠出限度額の引き上げなど）を要望する余地、投信への活用余地は、米国より非常に大きいと言えよう。

## 終わりに

本レポート「投資信託の制度・実態の国際比較」の作成にあたって、筆者の問題意識は「日本の投信はなぜ過去 4 半世紀にわたって低迷したのか—欧米に比べ規制面の制約があったのか、または実態的に商品体系・販売チャネルなどが限定されていたのか、を明らかにしたい」ことにあった。

そのため、規制については幅広い角度から洗い直し（なお、業界関係者・研究者の便宜のため法的根拠を全て記載するよう努めた）、実態については国際比較と歴史的変化の両面から検討を試みた。

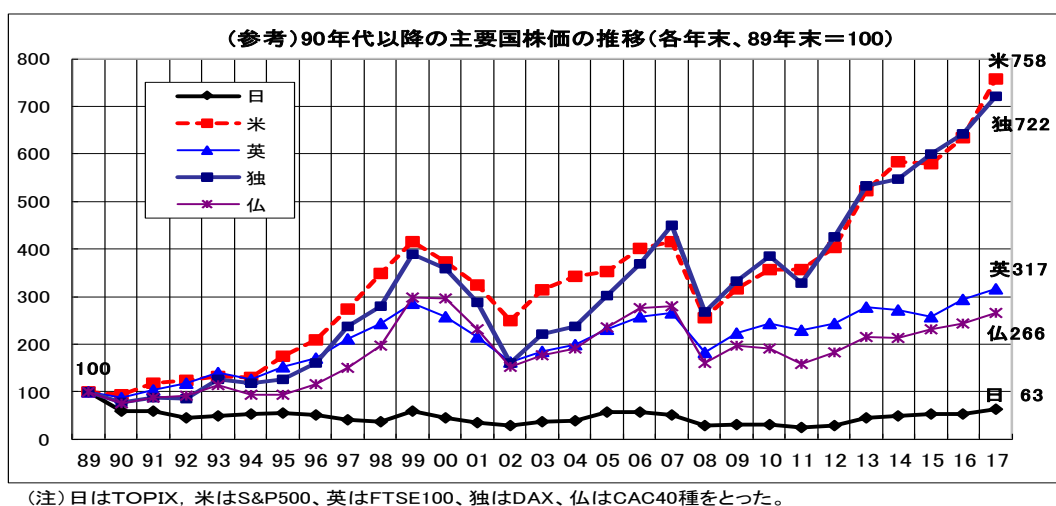
分析の結果、ざっくり言えば、規制が日本の投信の発展を妨げていた面は少ない（特に 90 年代後半の金融ビッグバン後は日本の規制は欧米より緩やかになった）、実態面でも、た

たとえば商品バラエティや販売チャネルが諸外国に比べ限られていたこともなかった。

では、なぜ日本の投信は米・欧に比べ伸び悩んだのか。

筆者は 90 年代以降の日本の超株安・超低金利・超円高が主因だと考えている。

株価を例にとれば下図の通りであり、90 年代初 (=89 年末) を 100 として 17 年末に米が 758、独が 722 に上昇したのに対し、日本は 63 に落ち込んでいる。



投資環境の投信ビジネスへの影響については、米国（公募証券投信残高は 89 年末から 17 年 11 月までに 22.3 倍に増加、日本は同期間に 1.9 倍）と対比すれば鮮明になる。

米国は「株価の長期上昇・数%台の金利の継続→シンプルな商品の提供と長期保有により報われる投信パフォーマンスの実現→投信残高の安定的拡大→対残高フィーをベースとした無理のない販売→投資家の信頼定着→更なる残高拡大（17 年 11 月末残高は日本の 23 倍）」という好循環を生んだ<sup>59</sup>。

一方、日本では米国とは反対の悪循環が起こっていた。すなわち「株価の長期下落・債券の超低利回りの継続→海外証券に投資する高分配商品（批判の多い毎月分配型や複雑な仕組みの通貨選択型）を販売（しかし超円高に見舞われた）→投資家は長期投資への不信感から少し利が乗れば売却→投信残高は拡大しない→販売会社はフロー収入（募集手数料）に頼る営業姿勢（新商品への乗換推奨も）→顧客の信頼を確立できない」といったサイクルになっていた。

上記の二つの循環の起点となった要因（結果をもたらした根源）はマーケット（証券市場）であって、商品政策や販売姿勢ではない。米国においても国内株価が長期低迷した 70 年代には、投信の人气が離散し、証券会社が投信販売から一時撤退するなどの結果を招いた事実がある。

<sup>59</sup> 米国投信関係者（元 ICI President フィンク氏）も著書の中で、米国投信成長の大きな要因として「長期的株価上昇」を指摘している。（Matthew Fink “The Rise of Mutual Funds” Oxford University Press, 2011 pp. 7, 76, 144, 277）。

以上のように、投信ビジネスの基盤となるのは証券市場である。

そして、日本の証券市場は失われた 20 年を経て、株価については漸く企業業績、企業の株式価値を反映して動くようになった。その企業価値を高めるための施策（企業のコーポレート・ガバナンス・コード、機関投資家のスチュワードシップ・コード）も充実・定着しつつある。前述のように国内株ファンドの過去 10 年間のリターンは、08 年（世界金融危機）の 41% 下落を織り込んでも年平均 9.1%（算術平均）に達しており、投資家に長期投資を訴えられるパフォーマンスになってきた。さらに投資優遇税制も拡充し、投資家心理も徐々に好転することが期待される。

こうした状況下、投信運用会社はスチュワードシップ・コードの履行を通じ、日本企業の価値向上に積極的に貢献し、運用パフォーマンスの更なる向上と個人の資産形成促進に結びつけるべきであろう。そして、中長期的には日本の金利が正常化し、国内債ファンドや MMF も本来の機能・商品魅力を復活する日が来ることを望みたい。