

# 投資信託の制度・実態の国際比較

2018年3月

杉田浩治

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  
一般社団法人 投資信託協会 主任研究員

本稿は、日本証券経済研究所ウェブサイトにて2017年5月、9月および2018年1月に掲載したレポート「投資信託の制度・実態の国際比較」第1部～第3部を1冊にまとめたものである。

## 目 次

はじめに	1
Ⅰ 投信運用業界への参入規制と業界の現況	2
Ⅱ 商品	6
Ⅲ 運営のガバナンス	18
Ⅳ 販売仕法	30
Ⅴ 資産運用	41
Ⅵ 分配	67
Ⅶ 情報開示	73
Ⅷ 税制	82
総まとめ	86
おわりに	90

## はじめに

世界の公募証券投資信託（以下「投信」）残高は16年末に36.8兆ドル（1ドル110円換算で4,000兆円強）に達し、10年前に比べ2倍に成長した。この中で、日本の投信残高は97兆円と、世界全体に占めるシェアは2.4%に過ぎない。日本の世界全体GDPに占めるシェアは6.5%程度と推定されるから、実体経済の大きさに比べ日本の投信普及度は著しく低い。見方を変えれば、日本の投信産業の今後の成長性は高いということもできる。

本稿は、主要国の投信制度（主として規制）と実態を、最近の変化を交えながら比較・分析し、今後の日本の投信制度のあり方、および投信ビジネスの展開を考えるにあたっての参考材料を提供しようとするものである。

制度（規制）と実態の両方を取り上げる関係で頁数が多いため、規制の細かい点には興味がないという方は、実態・現況の部分を中心に高覧いただいても良いかと考える。

なお、本稿の内容・意見等は筆者の私見であり、日本証券経済研究所の見解ではない。

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「投資信託協会・投資信託等の運用に関する規則」→投信協運用規則
- ・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
- ・日本「金融商品取引業等に関する内閣府令」→金商法内閣府令
- ・米国「1940年投資会社法」→投資会社法
- ・米国「1940年投資会社法規則」→投資会社法規則
- ・米国「1940年投資顧問法」→投資顧問法
- ・米国「1940年投資顧問法規則」→投資顧問法規則
- ・米国「内国歳入法」→内国歳入法
- ・欧州「第5次UCITSに関する指令（UCITSV）」→UCITS指令

# I 投信運用業界への参入規制と業界の現況

## 1. 投信資産運用業への参入規制

投信資産の運用業務への参入規制の要点を表にまとめると図表1の通りである。

本稿において欧州の規制については「UCITSに関する指令」をベースとしている。UCITSとは Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (譲渡可能証券への集合投資事業) の略で、日本の投信に当たる。EU では 加盟国による投信販売・運用事業の相互乗り入れの推進にあたって、投信制度の統一基準を定めており、それが UCITS 指令である (同指令は域内設立ファンドについて最低要件を定めたものであり、各国当局はより厳しい要件を定めることも可能である)。

なお UCITS 指令は 1985 年に初めて制定された後、数度にわたって改正されており、本稿においては、直近の第 5 次指令 (16 年発効の UCITS V) に基づいて記述する。

〔図表 1〕 投信資産運用業への参入規制の比較

	日本	米国	欧州 (UCITS 規制)
規制の方法	登録制	登録制	認可制
登録・認可の要件			
適格人格	株式会社 (取締役会および監査役、監査委員会または指名委員会等を置くものに限る)	会社・個人	会社
資本要件	資本金および純資産が5千万円以上	なし	125,000ユーロ以上 (運用資産額が2億5千万ユーロを超えるときは、その超過額の0.02%の追加資本を要する。ただし合計で10,000,000ユーロまで)。また常に前年固定費の4分の1以上、または125,000ユーロ以上の自己資本を持つことが必要。
人的要件等	次の場合は登録拒否 ・金融商品取引業を適格に遂行するに足りる人的構成を有しない (業務に関する十分な知識及び経験を有する役員又は使用人の確保の状況並びに組織体制に照らし、業務を適正に遂行することができない) と認められる場合、 ・申請者の役員等が適格性を欠く場合	特に適格要件なし	管理会社業務を実質的に遂行する人物は良い評判 (good repute) と UCITS タイプの資産運用について十分な経験を持つこと、かつ、少なくとも2名以上の適格人物によって業務が遂行されること。
その他	申請者が5年以内に登録取消処分や特定の法律に違反して刑事罰を受けている場合、他に行う業務が公益に反すると認められる場合などは登録拒否。	10年以内に重罪を犯した者 (felony)、証券関係法令に違反した者などについては登録拒否。	管理会社と他の個人・法人との間に密接な関係があるときは、規制当局の監督機能行使を妨げない場合のみ認可する。

〔出所〕日本は金融商品取引法および金融商品取引業等に関する内閣府令、米国は1940年投資顧問法、欧州はUCITS指令Vにもとづき筆者作成。

以下、図表1の各項目について記述する。

### (1) 登録か、認可か

投信資産の運用業務は、日本では金融商品取引法 (以下、図表中の表記をふくめ「金商

法)において「投資運用業」に位置づけられており、同法 29 条にもとづき内閣総理大臣の登録を受けなければならない。

米国では、投資顧問法が投資顧問業務を規制しており、投信（米国では「投資会社」）に対して投資顧問活動を行う者について SEC への登録義務を課している<sup>1</sup>（なお、同法は一定の適用除外規定を設けているほか、運用資産規模の小さい投資顧問業者については州当局の監督下に置く旨を規定しているが、投資会社に対する投資顧問はすべて SEC 登録が必要である<sup>2</sup>）。

一方、欧州は、UCITS の資産運用業務すなわち資産管理会社（management company）としての業務を行うには、その会社の本国規制当局の事前認可（authorisation）を必要とする<sup>3</sup>。

## （2）登録・認可の要件

登録あるいは認可を受ける要件について、日本および欧州は図表 1 のように資本および人的要件を課している<sup>4</sup>。

一方、米国の投資顧問法には資本要件の規定はなく、また人的要件についても、法令違反者等を排除している以外には特段の要件を課していない。人的要件に関連して SEC は、投資顧問規制に関する解説資料の中で「登録についての適格要件はないが、代わりに自己の経歴や資格について顧客に情報開示しなければならない」と述べており<sup>5</sup>、規制より情報開示を重視する米国当局の基本姿勢が表れている。

次に、日・欧の資本要件について、日本は一律 5 千万円としている。一方、欧州 UCITS 指令は最低 12 万 5 千ユーロ（1 ユーロ 120 円で換算して 1 千 5 百万円）とし、運用資産が 2 億 5 千万ユーロ（同 300 億円）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。この結果、必要資本額は、たとえば運用資産 1 千億円で 5 千万円程度、運用資産 1 兆円で 5 億円程度と計算される（いずれも 1 ユーロ 120 円で換算）。なお、UCITS 指令は、管理会社に資本要件を求める理由として、「管理会社の活動から生じる責任を満たし、その安定性を確保できるようにするため」と述べている<sup>6</sup>。

また、前述の通り UCITS 指令は最低要件を定めたもので、各国当局はより厳しい要件を定めることも可能<sup>7</sup>であり、たとえばドイツ投資法 11 条は「資本投資会社」（投信資産の運用会社）の設立時資本金を最低 30 万ユーロと定めている。

---

<sup>1</sup> 投資顧問法 203 条

<sup>2</sup> 投資顧問法 203A 条

<sup>3</sup> UCITS 指令 7 条

<sup>4</sup> 日本は金商法 29 条の 4 に登録拒否のケースを定め、人的構成の審査基準を金商法内閣府令 13 条で定めている。欧州は UCITS 指令 7 条で適格要件を定めている。

<sup>5</sup> “Regulation of Investment Advisers, March 2013, by the U.S. Securities and Exchange Commission” pp19-20

<sup>6</sup> UCITS 指令前文（9）

<sup>7</sup> UCITS 指令前文（15）

## [ I 1. 参入規制についてのまとめ ]

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もっとも緩やかであり、欧州は UCITS 指令で見る限り運用資産が 2 千億円程度までは日本より参入が容易である。

## 2. 投信運用業界の現況

### (1) 投信会社の数

16 年末の主要国の投信残高、投信会社数、1 社あたり運用額を比較すると図表 2 の通りである。

投信会社数は、日本の 80 社 (16 年末現在で公募証券投信の運用残高がある会社の数) に対し、米が 800 社以上、仏が 600 社以上と多い。一方、1 社あたり運用額でみると日本の 12,080 億円は米国の半分であるものの、仏より大きい。

[図表 2] 主要国の投信残高、投信会社数、1 社あたり運用額 (16 年末現在)

	投信純資産額	投信純資産額 (円換算)	投信会社の数	1社あたり運用額 (円換算)
日	96.64兆円	96兆6,415億円	(注1) 80	12,080億円
米	188,681億ドル	2,209兆6,431億円	(注2) 850	25,996億円
英	(注3) 10,039億ポンド	143兆5,577億円	(注3) 93	15,436億円
独	(注4) 3,561億ユーロ	43兆6,935億円	(注4) 33	13,240億円
仏	16,828億ユーロ	221兆7,525億円	(注5) 630	3,520億円

(注1) 公募証券投資信託の運用残高がある会社数。(注2) ICI "Investment Company Fact Book 2017" における記述

(注3) Investment Association 資料 (注4) ドイツ投信協会 (BVI) の公募証券ファンド会社別統計よりドイツ国内籍投信のみ集計

(注5) EFAMA Facto Book 2017 における記述

※円換算レートは16年末レート: 1ドル=117.11円、1ポンド=143.00円、1ユーロ=122.70円(仏は15年末レート131.77円)

### (2) 上位会社への集中度、資本系列

次に各国の運用資産額上位 5 社を取って、そのシェアおよび資本系列を見ると図表 3 の通りである。

上位会社への集中度は日・独で高い (上位 5 社が市場全体の 6 割以上のシェアを持つ) 一方、米・英では集中度が低く 競争が激しいことを示している。

また、運用会社の資本系列を証券系・銀行系・保険系・独立系に分けた場合、米・英は独立系が多い (米について、ICI 発行 "Investment Company Fact Book 2017" によれば会社数で 81% が独立投資顧問会社である。また運用資産額では 12 年現在で 3 分の 2 が独立系との推定がある<sup>8)</sup>)。一方、日本の上位会社は証券系・銀行系で占められており、ユニバーサルバンク制を取る独は銀行系が多い。

<sup>8</sup> Independent Directors Council "Fundamentals for Newer Directors February 2014" p.1

[図表 3] 主要国の投信運用資産額上位 5 社の状況 (16 年末)

日本	会社名	資本系列	運用資産 (億円)	シェア	米国	会社名	資本系列	運用資産 (億ドル)	シェア
1	野村	証券系	245,068	25.4%	1	Vanguard	独立系	30,235	18.5%
2	大和	証券系	139,869	14.5%	2	Fidelity	独立系	17,660	10.8%
3	日興	銀行系	113,050	11.7%	3	Capital Research	独立系	13,997	8.6%
4	三菱UFJ	銀行系	98,184	10.2%	4	JP-Morgan Chase	銀行系	5,261	3.2%
5	アセットマネジメントOne	銀行系	85,039	8.8%	5	T.Rowe Price	独立系	5,219	3.2%
5社計			681,210	70.5%	5社計			72,372	44.3%
業界全体			966,415		業界全体			163,438	

[出所]投資信託協会データをベースに筆者作成

[出所]ICIデータ(ETFを含まず)をベースに筆者作成

英国 (注)	会社名	資本系列	運用資産 (億ポンド)	シェア	独 (注)	会社名	資本系列	運用資産 (億ユーロ)	シェア
1	M&G Securities	独立系	662	6.6%	1	DeutscheAM	銀行系	697	19.6%
2	Scottish Widows	保険系	605	6.0%	2	Union Inv.	組合銀行系	681	19.1%
3	Blackrock	独立系	511	5.1%	3	DekaBank	貯蓄銀行系	643	18.1%
4	Capital Finncial	独立系	483	4.8%	4	BlackRock	独立系	403	11.3%
5	Standard Life	保険系	480	4.8%	5	Allianz	保険系	288	8.1%
5社計			2,261	22.5%	5社計			2,712	76.2%
業界全体			10,039		業界全体			3,561	

(注) 他社ファンドに投資するFOFを含む。

(注) ドイツ国内籍公募証券投信のみの資産であり、ルクセンブルグなどは含まない。

[出所]IA(英国投信協会)データをベースに筆者作成

[出所]DVI(ドイツ投信協会)データをベースに筆者作成

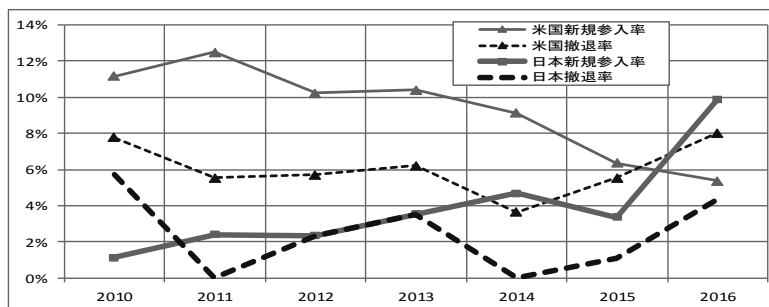
### (3) 投信運用業務への新規参入・撤退の状況

データのある日米について見ると図表 4 の通りである(日本は証券投信会社のみ集計)。

図表 2 で示した通り、会社数は日本に比べ米国が圧倒的に多いため、変化の割合を見る意味で、新規参入・撤退の会社数でなく、比率(前年末会社数に対する新規参入数、撤退(合併をふくむ)数の比率)を取り、新規参入率を実線で、撤退率を点線で示している。

これで見ると、米国は 13 年まで新規参入率・撤退率とも高かったが、14 年以降は新規参入率が低下し、16 年は撤退率の方が大きくなった。投信ビジネスの成熟度が高まったせいかもしれない。一方、日本は 16 年に一気に 9 社が参入して新規参入率は 10%に達し、変化の兆しが見える(17 年に入っても 3 月までに 3 社が新規参入している)。

[図表 4] 日・米の投信運用業務 新規参入・撤退率



[注] いずれも前年末会社数に対する割合。

[出所] 日本は投資信託協会の各年末会員数・各年の新規加入数・退会数(いずれも証券投資信託委託会社のみを対象に集計)より作成。米国はICI "Investment Company Fact Book 2017" 掲載図表より計算。



## [ I 2. 投信運用業界の現況についてのまとめ]

以上(1)~(3)を総括すると、米国は投信の規模が日本の 20 倍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（潜在成長性の高さ）を考慮すると、独立系をふくめ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る。

## II 商品

### 1. ファンドの設立・募集についての規制

ファンドの設立・募集についての規制をまとめると図表 5 の通りである。

ここでは、①ファンドの設立についての規制（当局への届出、登録、当局の認可の別、）②認められるファンドの形態（(イ) 運営方法によって、信託契約などに基づく契約型と会社組織による会社型の別、(ロ) ファンドが発行証券の買戻しを行うかどうかによって、買戻しを行うオープンエンド型と買戻しを行わないクローズドエンド型の別）、③手数料の徴収方法などに対応したクラス別受益権またはシェアの発行が可能かどうか、および④募集方法と規模の要件を掲げた。

[図表 5] 商品に関する規制

	日本	米国	欧州 (UCITS規制)
ファンド設立規制	当局への届出	SECへの登録	各国当局による認可
採用できるファンドの形態			
(イ) ファンドの運営形態	契約型(委託者指図型投資信託、委託者非指図型投資信託)、 会社型(投資法人)	会社型 (実際の組織形態については規制していない)	契約型(コモンファンド、ユニット トラスト) 会社型
(ロ) 発行証券の買戻しの有無	オープンエンド型 クローズドエンド型	オープンエンド型 クローズドエンド型	UCITS指令は オープンエンド型のみを対象
クラス別シェア採用の可否	不可	可	可
募集の形態	公募、私募 (私募は適格機関投資家私募等、特定投資家私募、一般投資家私募に分かれる)	公募のみ法規制の対象としている(100名以下に所有されている公募を行っていない、専ら適格購入者により所有され公募を行っていない場合などは法の適用外)	UCITS指令は公募ファンドのみを対象(「公衆に対し積極的に販売しない」ファンドは対象外)
最低規模の要件	投資信託についてはなし (投資法人については設立時1億円以上、以降、常に5千万円以上の純資産が必要)	公募にあたっては10万ドル以上の資産規模が必要	なし (会社型ファンドについて、管理会社を指定していないファンドについては30万ユーロ以上の当初資本が必要)(注)参照

[出所] 日本は投信法、米国は投資会社法、欧州はUCITS指令Vにもとづき筆者作成。

(注) 欧州UCITS指令は、ファンドの最低規模の要件に関連し、「会社型ファンド(investment companies)については、株主の利益を守るため、またEU域内での公平な競争条件を確保するため、当初資本要件が必要である。しかし、当該ファンドの管理会社を指定済みの場合には、管理会社の資本の積増し(筆者注: 1.の参入規制で述べた通り、管理会社の必要資本は運用資産の拡大とともに増加)によってカバーされるので必要ない」と述べている(UCITS V前文(25))

以下、図表 5 の各項目について記述する。

## (1) ファンド設立規制

ファンドの設立について、日本は投信法により、投資信託にあっては約款を<sup>9</sup>、投資法人にあっては執行役員名・規約などを<sup>10</sup>内閣総理大臣（ただし投信法 225 条により金融庁長官に委任し、さらに政令により財務局長へ委任）へ届出ればよい。

米国は投資会社法により SEC への登録通知書の提出による登録が必要である<sup>11</sup>（なお、ファンドの設立・運営については別途、設立地の州法の規制を受ける）。

また、欧州では UCITS 指令<sup>12</sup>により管理会社（management company）の本国規制当局による認可を必要とする。認可にあたっては、運用会社・ファンド規則のみならず、財産の保管等を行う預託機関の適格性も審査対象となる。

## (2) 採用できるファンドの形態

(イ) 運営方法については、日本では投信法において信託契約型（委託者指図型と委託者非指図型）および会社型（投資法人）を規定している。

米国では投資会社法 4 条の「投資会社の分類」において、「管理型投資会社 (management companies) 以外に「額面投資会社 (face amount certificate companies)」、「ユニット投資信託 (unit investment trusts)」の 3 種類を挙げている。これは 1940 年当時の状況を踏まえたもので、現在、額面投資会社の新規募集は行われていない<sup>13</sup>。またユニット投資信託は銘柄入れ替え等の運用を原則として行わず、取締役会を持たないもので、いわゆるミューチュアルファンドの範疇には入っていない（国際投信協会の世界投信統計の集計対象にも入っていない）。

そこで、本稿においては管理型投資会社を対象として議論を進める。なお、投資会社法では管理型投資会社の実際の組織形態については規制を設けていない。実際には (イ) メリーランド州登録の会社 (Maryland corporation)、(ロ) マサチューセッツ州登録の事業信託 (Massachusetts business trust)、(ハ) デラウェア州登録の法定信託 (Delaware statutory trust) などがある。ファンド数でみた内訳は 16 年末現在で (イ) が 16%、(ロ) が 35%、(ハ) が 40%（その他は有限責任パートナーシップなど）である<sup>14</sup>。

一方、欧州では UCITS 指令 1 条において、契約型（契約法に基づき管理会社によって運

---

<sup>9</sup> 投信法 4 条

<sup>10</sup> 投信法 69 条

<sup>11</sup> 投資会社法 8 条

<sup>12</sup> UCITS 指令 5 条

<sup>13</sup> 米国投信協会 (ICI) 発行の "Investment Company Fact Book 2017" は、米国のファンドスポンサーが募集する管理型投資会社の種類として、オープンエンド投資会社（一般的にミューチュアルファンドと呼ばれる）、クローズドエンド投資会社、ETF、ユニット投資信託の 4 種類を挙げ、額面投資会社は記述していない。

<sup>14</sup> ICI "Investment Company Fact Book 2017" における記述

用されるコモンファンド、信託法に基づくユニットトラスト)、会社型(制定法に基づく投資会社)の3種類を規定している。

(ロ) 発行証券の買戻しを行うか否かについては、日本および米国ではオープンエンド型とクローズドエンド型の両方を規定している<sup>15)</sup>に対し、欧州 UCITS 指令はオープンエンド型のみを対象とし、クローズドエンド型については UCITS の範疇に含めていない<sup>16)</sup>。

### (3) クラス別シェア発行の可否

販売手数料の前取り型・後取り型などのクラス別シェアの発行については、米・欧において認められている。

米国では、クラス別シェアの発行はオープンエンド型ファンドについて禁止している「上位証券の発行」<sup>17)</sup>とみなされる恐れがあったが、SEC は 95 年に新たに規則<sup>18)</sup>を制定し、一定の条件を満たせばクラス別シェアが発行できることとした<sup>19)</sup>。また欧州 UCITS 指令においてはクラス別シェアの禁止規定はなく、各国レベルで規定することが可能となっている(例えば独の投資法は 34 条で種類持分の発行を認めている)。

一方、日本では投信法に「委託者指図型投資信託の受益権は、均等に分割し、その分割された受益権は、受益証券をもつて表示しなければならない」との規定があり<sup>20)</sup>、クラス別シェアは「均等」に反するため認められていない。

### (4) 募集の形態(公募と私募)

募集の形態別には、日本の投信法は公募(50人以上の者を相手とするもの)<sup>21)</sup>と私募を規定し、いずれも投信法の適用範囲に含めている。なお私募については、「適格機関投資家私募」(金商法第二条第三項第一号に規定する適格機関投資家のみを相手方として行う場合)<sup>22)</sup>、「特定投資家私募」(金商法第二条第三十一項に規定する特定投資家等を相手方として行う場合)<sup>23)</sup>、および「一般投資家私募」(公募又は適格機関投資家私募等のいずれに

---

<sup>15)</sup> 日本の投信法は、オープンエンド・クローズドエンドについて、「投資信託」については何も規定がなく(どちらも可能と解釈できよう)、「投資法人」に関する規定において「投資主の請求により投資口の払戻しをしない旨の規約の定めがある投資法人は、規約で定めた額を限度として、投資法人債を発行することができる」(139条の2)とし、オープンエンドとクローズドエンドの両方の存在を想定している。一方、米国の投資会社法は5条(管理会社型の細分類)において、オープンエンド型とクローズドエンド型を明記している。

<sup>16)</sup> UCITS 指令 3 条

<sup>17)</sup> 投資会社法 18 条 (f) 項 1 号

<sup>18)</sup> 投資会社法規則 18f-3

<sup>19)</sup> クラス別シェアのメリット等については K&L Gates “Organizing a Mutual Fund”が参考になる ([http://www.klgates.com/files/Upload/DC\\_IM\\_03-Organizing\\_Mutual\\_Fund.pdf](http://www.klgates.com/files/Upload/DC_IM_03-Organizing_Mutual_Fund.pdf))

<sup>20)</sup> 投信法 6 条

<sup>21)</sup> 投信法 2 条 8 項、投信法施行令 7 条

<sup>22)</sup> 投信法 2 条 9 項 1 号、投信法施行令 8 条 1 項

<sup>23)</sup> 投信法 2 条 9 項 2 号、投信法施行令 8 条 2 項

も該当しないもの)<sup>24</sup>の3種類を規定している。

米国投資会社法は、「100名以下に所有されていて公募を行わず、行おうともしていない、あるいは専ら適格購入者により所有され公募を行っていない場合」などは投資会社法の適用外と規定している<sup>25</sup>。

欧州 UCITS 指令は「公衆に対し積極的に販売することを行わないで資本調達をするファンド」は同指令の適用外と規定している<sup>26</sup>。そして別途「UCITS 指令に基づく認可を受けたファンド以外の集団投資事業」（ヘッジファンド等）について「オルタナティブ投資運用者指令（AIFMD）」を2014年に施行している。

### （5）最低規模の要件

米国では公募を行うファンドについて最低10万ドルという要件を課している<sup>27</sup>。一方、日・欧は規模の要件はない。なお、規模の要件について欧州の考え方は図表5の注に記載した通りであり、管理会社の資本規制により投資家保護はなされるという立場を取っている。

## 〔II 1. 商品設立規制についてのまとめ〕

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、日本は設立規制が最も緩やかであると言えるだろう。

一方、クラス別シェアの発行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。

## 2. 商品の現況および関連事項

### （1）ファンドの運営形態（契約型・会社型）別

日本は1941年に英国のユニットトラストに範をとって投信を導入した（戦後1951年に投信を再開した時にも信託契約型を採用し「証券投資信託法」を制定した）ことから、契約型が主流を占めていることは周知の通りである。欧州は国によって事情が異なり、欧州全体としてみれば契約型と会社型が併存している。一方、米国は1920年代に英国から当時

<sup>24</sup> 投信法2条10項

<sup>25</sup> 投資会社法3条(c)項(1)号

<sup>26</sup> UCITS 指令3条

<sup>27</sup> 投資会社法14条

主流であった会社型を導入し、その後も一貫して会社型を維持している。

主要 5 か国（日・米・英・独・仏）について残高規模を比較すると図表 6 の通りである（後述するオープンエンド型・クローズドエンド型の区分を縦軸にとってマトリックスの形で掲載した）。図表 6 に見る通り、会社型の残高が多く（5 か国合計で 2,886 兆円の投信残高のうち会社型が 2,497 兆円）、全体の 87% を占めている。ただし、この 5 か国合計残高のうち米国の占める割合が 82% と圧倒的に影響が強く、米国を除いた 4 か国で見ると契約型が 74% と計算される。

〔図表 6〕 主要国の投信の分類と規模（円換算、単位：兆円）

	契約型		会社型		計
オープン エンド	日本の投資信託	96.6	アメリカのミューチュアルファンド	2,209.6	2,713.6
	ドイツの投資信託	43.9			
	フランスのFCP(推定)	198.2	フランスのSICAV(推定)	22.0	
	イギリスのユニット・トラス	50.8	イギリスのOEIC	92.5	
		389.5		2,324.1	
クローズド エンド			アメリカのクローズドエンドファンド	30.7	173.0
			アメリカの不動産投信	119.1	
			日本の不動産投信	8.3	
			イギリスのインベストメントトラス	14.9	
			173.0		
計		389.5		2,497.1	2,886.6

(注)公募ファンドのみを集計した。フランスはFCPとSICAVの内訳が14年以降不明のため推定値による(13年末はFCPが85%であり、00年の56%から増加傾向にあるため16年末のFCP比率を90%と推定した)。円換算レートは16年末レート：1ドル=117.11円、1ポンド=143.00円

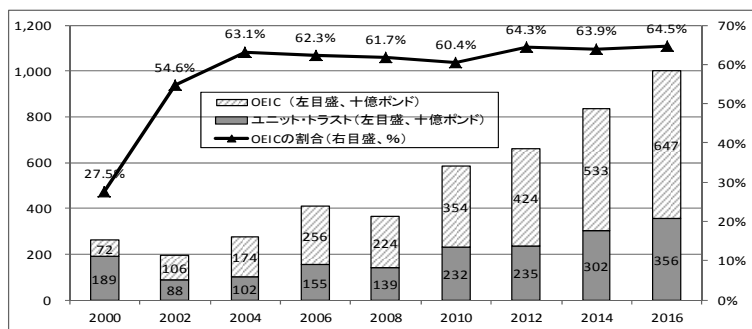
〔出所〕国際投信協会、米ICI、英Investment Association、Association of Investment Companies、仏afg データより筆者作成。

なお、97年に投信のグローバル標準に合わせる観点から会社型ファンド（Open-Ended Investment Companies、略称 OEIC）を導入した英国について、会社型と契約型（ユニットトラス）の残高の変化を見ると図表 7 の通りである。

OEICであれば、アンブレラーファンド（1個のファンドスキームの中に投資対象国別など複数のサブファンドを設ける仕組み）や、クラス別シェアの導入が可能である<sup>28</sup>ことから、既存ユニットトラスからの転換を含め、2000年代初頭までOEIC化が進んだ。しかし、最近、OEIC化率は6割台で頭打ちとなっている。ある英国投信会社の関係者は「ユニットトラスもOEICも実態的な差はない。当社は英国内にファンドを作る場合にはユニットトラス一本でやっており、OEICを導入する場合にはルクセンブルグに設立して英国に持ち込む形をとっている」と語っている。

<sup>28</sup> The Investment Association[2017] “The Investment Association Members Guidance, Authorised Funds: A regulatory Guide March 2017” p.5

【図表 7】英国のオープンエンド型投信の内訳の推移



【出所】英Investment Association資料より筆者作成

## (2) 発行証券の買戻しの有無（オープンエンド型・クローズドエンド型）別

図表 6 に掲げた通り、オープンエンド型の残高が圧倒的に多く 5 か国合計で 94%（米国を除いても 95%）を占めている。

### （参考）オープンエンド型とクローズドエンド型の歴史的推移

世界最初の投信である Foreign and Colonial Government Trust（1868 年設立）は、ファンドが投資家の換金請求には応じないクローズドエンド・ファンドであった。

このタイプのファンドは、投資家に換金性を付与するため、発行証券を証券取引所に上場する。取引所における売買価格は需給関係で決まるため、必ずしもファンドの純資産価値とは一致しない。多くの場合は、プレミアムが付くよりも、純資産価値を下回るディスカウント価格で取引されていた。

1924 年に米国において、ファンド純資産価値によって換金請求に応じるオープンエンド型（いわゆるミューチュアルファンド）が開発された。このオープンエンド型ファンドは 1929 年大恐慌を経て投信の主流を占めていくことになった。すなわち、売りが売りを呼ぶ株価急落過程で、クローズドエンド・ファンドは純資産価値の下落に加えて、市場取引価格が株価上昇時のプレミアム付き（29 年に平均 47%）からディスカウント（30 年に平均 25%）に反転し<sup>29</sup>、投資家は多大な損害を蒙った。その後、オープンエンド型の人気が高まり、1940 年投資会社法の制定を経てオープンエンド型が主流を占めるに至った。

### （参考）オープンエンド型とクローズドエンド型の長・短所の比較

投信ビジネス推進上の観点からは、常時販売をおこなうオープンエンド型（可変資本金会社ともいう）は積極的に追加資金を取り込むという「攻め」に向くタイプであり、逆にクローズドエンド（固定資本金会社ともいう）は解約が発生しないので「守り」に向くタイプといえよう。

現在は図表 6 の通り主要国においてオープンエンド型が主流を占めている。また前述の

<sup>29</sup> Lee Gremillion (2001) "A Purely American Invention: The US Open-End Mutual Fund Industry" (稲野和利監訳『投資信託ビジネスのすべて』東洋経済新報社、2002 年 p. 44)

通り欧州 UCITS 指令はオープンエンド型のみを対象としているほか、国際投信協会（以下「IIFA」）も世界投信統計を集計するに当りオープンエンド型のみを対象としている。

しかしクロズドエンド型は資金を固定できるが故に、ベンチャー企業、エマージング地域、不動産等への投資をはじめ、オープンエンドでは難しい商品設計も可能である。クロズドエンドの弱みであるディスカウントの問題も、現物拠出型 ETF に見られるような工夫（現物引出しを可能とすることにより価格裁定が働く仕組み）を取り入れることにより、解決の方法があるかもしれない。クロズドエンド型の長所を取込んだ商品設計も一考に値しよう。

なお、米国では、最近インターバル・ファンドと呼ばれるファンドが成長している。これは、オープンエンド型であるものの、投資家の換金可能時期を 3 か月に 1 回などに制限するファンドであり、近年の証券リターンの低下の中で、流動性の薄い高利回り債に投資し流動性プレミアムを取ろうとするものである<sup>30</sup>。

#### （参考）ETF の特性と急成長の状況

ETF は可変資本型であるものの、証券会社を中心とする指定参加者のみがファンドの設定・解約に参画し、一般投資家は流通市場でしか取得・換金ができないことから、オープンエンドとクロズドエンドの中間的商品とも考えられる<sup>31</sup>が、世界的にオープンエンド型ファンドの範疇に含めている。

最近の ETF の成長は特筆すべきことであるので、以下にその状況を掲げる。

2000 年代に入って以降、投資家の低コスト志向の流れの中で ETF が急成長し、世界の ETF 残高は 16 年末に 3 兆 3 千億ドルを超えた<sup>32</sup>。パッシブ運用が主体の ETF の対極にある（超アクティブ型運用の）ヘッジファンド残高を上回るに至っている。

そして IIFA のデータによって計算すれば、図表 8 のとおり 16 年末現在で ETF は世界の公募証券ファンド残高の 9% に達している。各国公募ファンド残高に占める比率で見ると、日本が 21.1% と高いが、日銀の ETF 保有（16 年末現在 11.14 兆円で日本の ETF 残高 20.35 兆円の 55% を占める）の影響が大きく、日銀保有分を除けば日本の公募ファンド全体に占める ETF の比率は 10.8% である。

ETF 市場で圧倒的なシェアを持つのは米国であり、16 年末現在で世界 ETF 残高の 4 分

<sup>30</sup> “Are Interval Funds the Next Big Thing”

<http://www.morningstar.com/advisor/t/118783094/are-interval-funds-the-next-big-thing.htm>

<sup>31</sup> 米国 ICI が設立したミューチュアルファンドの独立取締役サポート機関である Independent Directors Council が、新任独立取締役向けに発行したミューチュアルファンドの解説書

“Fundamentals for Newer Directors February 2014” は、ETF について「ある部分はオープンエンド、ある部分はクロズドエンドのハイブリッド型ファンドである。すなわち、構造上また法的にはミューチュアルファンドあるいはユニット・インベストメント・トラストであるが、クロズドエンド・ファンドのように日中、取引所で取引されるものである」と説明している。

<sup>32</sup> IIFA 集計では 3 兆 3,060 億ドル、ETF 調査会社 ETFIGI の集計では 3 兆 3,950 億ドルとなっている。

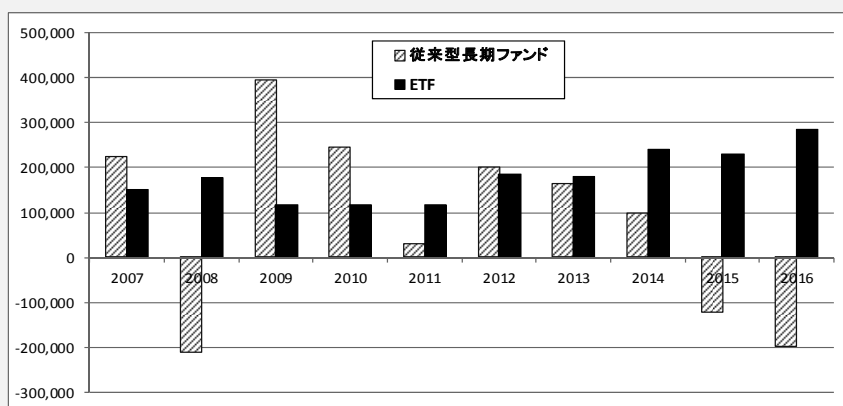
の3を占めている。その米国においては、図表9のように15年から従来型ミューチュアルファンドから資金が純流出してETFへ振り替わる動きとなっている。

〔図表8〕ETF各国残高、公募ファンド全体に占める割合、世界全体に占めるシェア

国	ETF残高 (百万ドル)	各国公募投信残高に 占めるETFの比率	世界全体のETF市場 に占めるシェア
アメリカ	2,524,376	13.4%	76.4%
アイルランド	303,621	17.4%	9.2%
日本	173,970	21.1%	5.3%
ルクセンブルグ	86,607	2.5%	2.6%
フランス	73,996	3.9%	2.2%
中国	55,330	4.5%	1.7%
ドイツ	43,979	11.7%	1.3%
韓国	20,809	5.6%	0.6%
台湾	8,047	13.0%	0.2%
インド	5,057	2.3%	0.2%
その他13か国	10,230	0.4%	0.3%
世界合計	3,306,022	9.0%	100.0%

〔出所〕IFA統計より筆者作成

〔図表9〕米国の従来型ミューチュアルファンドとETFの資金流入状況（百万ドル）



〔出所〕IC統計より筆者作成

（なお、ETFの詳細については、杉田浩治「拡充をつづける世界のETF その現況と成長の背景、今後の展開」（2017年1月）日本証券経済研究所ウェブサイト「出版物・研究成果等 トピックス」欄に掲載）をご参照頂きたい。

### （3）クラス別シェア

前述の通り日本以外はクラス別シェアの発行が可能である。米国では16年末現在で8,066ファンドについて25,109クラス（単純計算すれば1ファンド当り3クラス）のシェアがある。なお、シェアクラスは主に販売手数料の徴収方式の違いに基づくものであり、米国の投信販売手数料の徴収方式の変化については、次回「IV. 販売の項目」で取り上げる。



#### (4) 公募ファンドと私募ファンド

IIFA が集計している世界 40 か国以上の投信統計において、私募ファンド（同協会では「Institutional Funds」と呼んでいる）の残高を報告しているのは 12 か国である。

その合計残高は 16 年末現在 3.7 兆ドルで、公募ファンド残高 37.1 兆ドルに対する比率は 10%である。12 か国のうち 5,000 億ドル以上の私募ファンド残高がある国は独（1 兆 6,020 億ドル、公募ファンドの 3.23 倍）と日本（6,880 億ドル、公募ファンドの 79%）の 2 か国のみである。

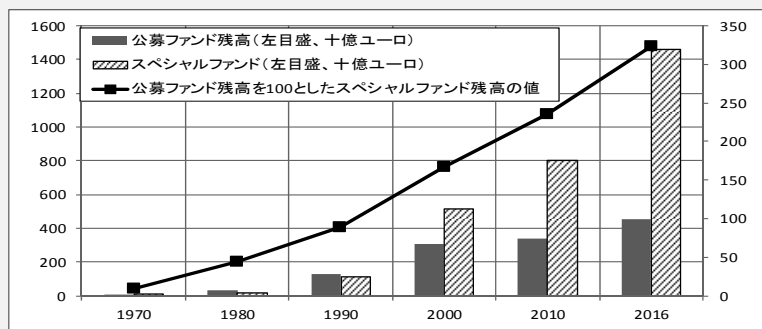
独には数十年前から機関投資家を対象として募集するスペシャルファンドと呼ばれる私募ファンドが存在し、大きな成長を続けてきた。当ファンドは 10 頁で触れた EU の「オルタナティブ投資運用者指令（AIFMD）」の範疇に入るファンドであり、独「投資法」第 2 条 3 項では「その持分が、資本投資会社（筆者注：投信運用会社の意味）との書面による合意に基づき、自然人でない投資者によってもっぱら保有されるもの」と規定している。

以下、独のスペシャルファンドについて概略を述べる。

#### (参考) 独・スペシャルファンドの概況

図表 10 は独の公募ファンドとスペシャルファンドの長期的な残高変動を見たものである。スペシャルファンドの残高は 70 年末に公募ファンドの 10 分の 1 に過ぎなかったが、90 年代前半に公募ファンドを上回り、16 年末には公募ファンドの 3.2 倍になった。ちなみに 70 年末から 16 年末に至る 46 年間の残高増加倍率は、公募ファンドの 47 倍に対しスペシャルファンドは 1,619 倍と計算される。ドイツでは、たとえば保険会社が 350 社もある（13 年現在）<sup>33</sup> など、中小機関投資家が多く存在しており、そうした機関投資家のニーズに対応していることがスペシャルファンド成長の要因であろう。

〔図表 10〕 独のスペシャルファンドの成長（公募ファンドとの比較）



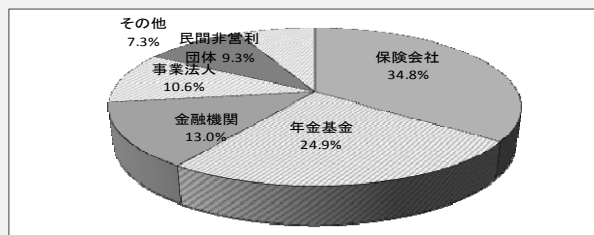
〔出所〕ブンデスバンク統計より筆者作成

<sup>33</sup> 小林雅史 [2014] “ドイツの保険監督と市場概況” 『保険・年金フォーカス』（ニッセイ基礎研究所）2014 年 10 月 28 日

### 【誰が何のために買っているか】

スペシャルファンドの顧客は、図表 11 に見る通り、保険会社、年金基金、金融機関や事業法人が中心である。またファンドの種類別残高を公募ファンドと比べると、下記のメリットを生かしたい顧客ニーズを反映して、バランスファンドや債券ファンドの比率が高い。

【図表 11】 独スペシャルファンドの顧客層（16 年末現在）



【出所】フンデスバンク統計月報より作成

顧客がスペシャルファンドを利用するメリットとしては、(イ) 有価証券に直接投資する場合は多数の個別銘柄管理が必要になるが、スペシャルファンドなら「ファンド受益証券」という 1 銘柄の管理で済むこと、(ロ) 小規模の保険会社や年金基金にとって難しい国際分散投資も可能になること、(ハ) ファンドの収益分配を弾力的に行えるので、顧客サイドの決算ニーズ等に合わせて収益分配金の調整が可能といった点が挙げられる。

### (5) 主要国のファンド数

次に、主要 5 か国のファンド数の現況をまとめると図表 12 の通りである。

日本は残高規模との相対比較でファンド数が多く、1 本当りの規模は 5 か国中最低となっている。追加募集を行わない単位型ファンドがある (6,060 本中 404 本) ことにもよるが、後述するように新商品の設定が多く、一方で小規模ファンドの整理・統合が進んでいないことは良く指摘されている通りである。

【図表 12】 公募・証券ファンド数と 1 本当たり金額の比較（16 年末現在）

	ファンド数	純資産 (百万ドル)	純資産 (円換算, 億円)	1 本あたり金額 (円換算, 億円)
日	6,060	-	966,415	159
米	(注) 9,782	18,868,105	22,096,438	2,259
英	2,802	1,510,976	1,769,504	632
独	1,834	375,253	439,459	240
仏	10,952	1,880,355	2,202,060	201
世界合計	92,218	36,815,649	43,114,807	468

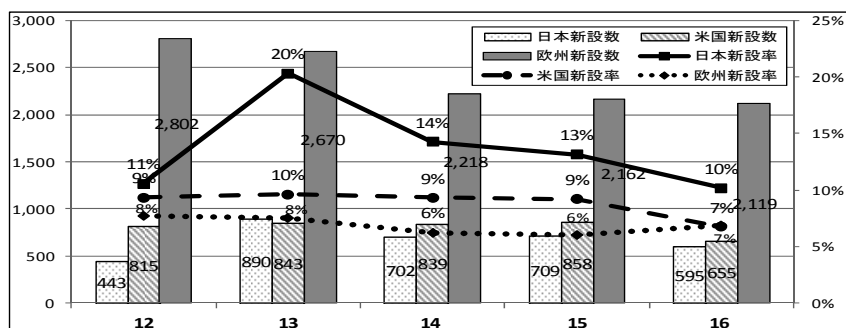
(注) 米国は手数料率などの異なるシェアクラスで数えれば 26,825 (一般ファンドのクラス数 25,109 + ETF 本数 1,716 本) で、1 クラスあたり金額は 824 億円である。

【出所】国際投信協会およびICI Fact Book 2017より計算。円換算は16年末レート(1ドル=117.11円)

## (6) 新設ファンドと償還・合併ファンド

日・米・欧について最近5年間のファンド新設状況を比較すると図表13の通りである。新設ファンド数（縦棒）と、前年末ファンド数に対する新設ファンド数の割合を新設率（折れ線）として掲げている。日本の新設率の高さが目立ち、他国に比べやや新商品に偏った営業が行われていたことを窺わせる。

[図表13 日・米・欧のファンド新設率]

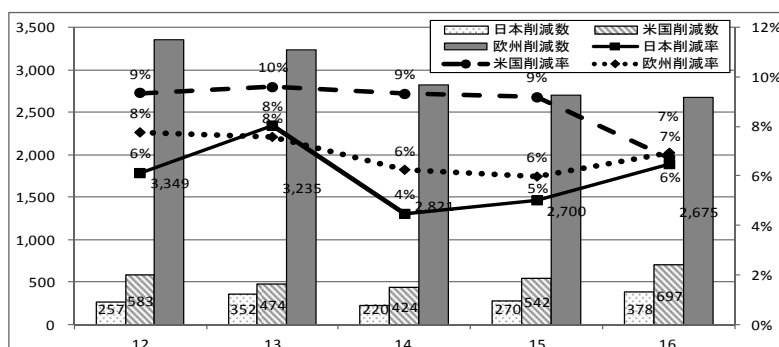


[出所] 日本は投資信託協会、米国はICI、欧州はThomson Reuters “Monday morning memo: 2016 a year of changing market dynamics”(06 Feb 2017)より筆者作成。

一方、日・米・欧のファンド償還・合併などにより削減したファンド数と、前年末ファンド数に対する削減ファンド数の割合を削減率として掲げると図表14の通りである。

日本の削減率はやや低く、削減ファンドには単位型等の定時償還を含んでいるため、実質的な整理統合率は図表14の数字よりもっと低い（追加型株式投信だけについて計算すると、12年4%、13年6%、14年4%、15年5%、16年6%である<sup>34</sup>）。

[図表14] 日・米・欧のファンド削減率



[出所] 日本は投資信託協会、米国はICI、欧州はThomson Reuters “Monday morning memo: 2016 a year of changing market dynamics”(06 Feb 2017)より筆者作成。

<sup>34</sup> 追加型株式投信の償還本数については、野村アセットマネジメン調べの数字を使用させて頂いた。

## (7) 日本と外国の商品バラエティーの比較

図表 15 は、世界の多様な投信商品を紹介した書籍「投資信託の商品・サービス革命」(日本投資信託制度研究所<sup>35</sup>編、東洋経済新報社 1997 年発行)に掲載されたファンドについて、日本における存在の有無を 95 年当時と最近時点とで比較したものである。

不動産投信が創設されたことをはじめ、二十年前にくらべ日本のファンドバラエティーはかなり広がった。今や欧米にあつて日本にはないファンドは、「デュアルファンド」や「複数クラスの証券を発行するファンド」など、法の制約によるものに絞られているように思われる(米の非課税地方債ファンドなども日本とは異なる税制によるものである)。

【図表 15】日本の投資信託の商品バラエティー (20 年前と現在の比較)

(○は存在、△は類似ファンドが存在、×は存在せず)

ファンド	95 年	16 年	ファンド	95 年	16 年
<b>1. 運用対象</b>			<b>4. 投資手法</b>		
①デリバティブ・ファンド	○	○	①空売りファンド	△(注 8)	△(注 9)
②コモディティ・ファンド	×	○	②借入れによるレバレッジ	×	△(注 10)
③ゴールド/シルバー・ファンド	△(注 1)	○	③貸株・貸債	○	○
④モーゲージ証券ファンド	△(注 2)	△(注 3)	④クオンツ運用	○	○
⑤不動産投資信託	×	○	⑤固定型ファンド	×	×
⑥ベンチャー・ファンド	×	○(注 4)	<b>5. 発行証券・資本構成</b>		
⑦エマージング国ファンド	○	○	①デュアル・ファンド(注 11)	×	×
⑧銀行ローン・ファンド	×	○(注 5)	②ワラントの発行	×	×
⑨物価連動国債ファンド	×	○	③複数クラスの証券発行(注 12)	×	×
<b>2. 投資テーマ</b>			④現物出資	×	△(注 13)
①道徳ファンド	×	△(注 6)	⑤現物解約	△(注 13)	△(注 13)
②ライフサイクル・ファンド	×	○	<b>6. 税制</b>		
③民営化ファンド	×	×	①非課税地方債ファンド	×	×
④スポーツ・ファンド	×	×	②非課税交換ファンド	×	×
<b>3. 仕組み</b>			③非課税投資家専用ファンド	×	×
①インデックス・ファンド	○	○	④外人専用ファンド	×	×
②逆インデックス・ファンド	○	○	⑤贈与用ファンド	×	×
③資産配分ファンド	○	○	<b>7. 販売マーケット</b>		
④ファンド・オブ・ファンズ	×	○	①特定グループ向けファンド	×	○(注 14)
⑤マスター・フィーダー・ファンド	○	○	②企業の従業員向けファンド	×	○(注 14)
⑥アンブレラー・ファンド	×	×	③機関投資家向けファンド	○	○
⑦ミラー・ファンド(注 7)	×	×	④年金向けファンド	×	○(注 14)
⑧元本(利回り)確保ファンド	○	○	⑤投資顧問顧客向けファンド	×	○(注 15)
⑨ターゲット・マチュリティ・ファンド	○	○			

(注 1)金鉱株ファンド (注 2)一部組入れ (注 3) アセット・バクト・セキュリティーズ・ファンド (注 4)大証上場ファンド (注 5)単  
位型ファンドなど (注 6)SRIファンド (注 7)外国投信販売禁止の米圏で販売するために、国内ファンドに“生き写し”のファンド  
を米圏で設定するもの (注 8)保有株式数の範囲内での信用売り (注 9)ファンド純資産の範囲内での信用売り (注 10)クロー  
ズドエンド不動産投信による債券発行 (注 11)インカム受益権口とキャピタル受益権口を発行するファンド (注 12)販売手数料  
前取り口と後取り口など (注 13) ETF (注 14) 確定拠出年金向けファンド (注 15)私募投信のほか、ラップアカウント向けフ  
ォンド

<sup>35</sup> 野村投資信託委託(現・野村アセットマネジメント)が 90 年に創立 30 周年記念事業の一環として設立した投信専門の研究所であり、現在は野村アセットマネジメントに吸収されている。

### [Ⅲ 2. 商品の現況についてのまとめ]

主要国 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。

商品の新設・消滅率を見ると、日本は新設率が高く、消滅率は低い。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、欧米にあつ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である。

## Ⅲ 運営のガバナンス

### 1. ガバナンスについての規制

ファンドの運営に当つてのガバナンスは、契約型と会社型とで大きく異なる。

契約型にあつては、ファンドに人格がないためファンドの運営は契約当事者（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）に委ねられる。一方、ファンドに法人格がある会社型にあつては、ファンドの執行機関（取締役会など）がガバナンス機能を果たす。

ガバナンスの規制は、各地域とも上記のファンド形態別に規定されており、日本の投信法は契約型（委託者指図型と委託者非指図型）と会社型（投資法人）について、米国投資会社法は会社型について、欧州 UCUIT 指令は契約型と会社型について規定している。

ただし欧州 UCITS 指令は、会社型ファンドの業務執行について、わずか 2 条（30～31 条）の規定しかなく、それも「ファンドが管理会社を指定していない場合、ファンドに管理会社と同様の条件を課すこと」を規定しているに過ぎない。言い換えれば、会社が持つべき機関や、その構成要件などの規定はない。すなわち、欧州 UCITS 指令は、会社型においても契約型と同様に管理会社を中心となって運営する姿を想定していると考えられる。

以下、契約型と会社型に分けて規制内容を記述する。

#### (1) 契約型

契約型について米国投資会社法は規定していないので、日本および欧州について比較すると図表 16 の通りである。

〔図表 16〕 契約型ファンドのガバナンス規制

	日本	欧州 (UCITS規制)
ファンド運営規則	ファンド約款に規定	ファンド規則に規定
運営当事者規制	金商法で投信委託会社の顧客に対する誠実義務、善管注意義務、受益者に対する忠実義務を課しているほか、多くの禁止行為を規定。別途、投信法で、投信委託会社に対し、任務を怠った場合の損害賠償責任を規定。 受託者(信託銀行)は信託法・信託業法により受託者責任(善管注意義務・忠実義務・損失てん補責任等)を負う。	加盟国の規制当局は、①管理会社が常に順守すべきブルーデンシヤル・ルール、②管理会社の行為規則を制定すること また③管理会社に対し、一定の要件を満たす報酬支払方針の整備と実施を求めることを規定している。 UCITS指令に預託機関の業務、義務、行為規制も規定
ファンドの重要事項の変更	約款の重大な変更(商品としての基本的な性格の変更)について受益権口数の3分の2以上の賛成による書面決議が必要	ファンド規約の変更は規制当局の承認を要する
ファンドの併合・合併	(併合が受益者の利益に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定めるもの以外は)受益権口数の3分の2以上の賛成による書面決議が必要。	①消滅ファンドの母国当局の事前承認が必要、②加盟国の規制当局が、ファンド合併について保有者の承認を義務付ける場合には、行使議決権の75%超の基準を設けてはならない。
運用の外部委託	可能	可能
監査	財務諸表について特別の利害関係のない公認会計士または監査法人の監査証明が必要	年次報告書の会計情報はDirective 2006/43/ECに従い監査人の監査が必要

〔出所〕日本は投信法、金商法、信託法。 欧州はUCITS指令Vにもとづき筆者作成。

以下、図表 16 の主要項目について記述する。

#### ① 運営当事者規制

〔日本〕投信委託会社の行為規制に関して、金商法が (i) 金融商品取引業者全般について業務管理体制の整備を求め<sup>36</sup>、顧客に対する誠実義務を課している<sup>37</sup>ほか、(ii) 投資運用業に関し特別の行為規則を定めている。(ii) について投信委託会社に関しては、善管注意義務<sup>38</sup>と受益者に対する忠実義務<sup>39</sup>を課しているほか、次の行為の禁止規定を設けている<sup>40</sup>。

(イ) 自己またはその取締役・執行役との間における取引 (内閣府令で定めるものを除く)。(ロ) 運用財産相互間の取引 (内閣府令で定めるものを除く)。(ハ) 特定の金融商品等に関して、取引に基づく価格等の変動を利用して、自己または第三者の利益を図る目的をもって、正当な根拠を有しない取引を行うこと。

(ニ) 通常の取引と異なる条件で、かつ、その条件での取引が受益者の利益を害することとなる取引を行うこと。(ホ) 運用として行う取引に関する情報を利用して、自己の計算において有価証券の売買その他の取引等を行うこと。(ヘ) 損失補てん・利益追加のため、自己または第三者が受益者または第三者に財産上の利益を提供すること。(ト) 以上のほか、投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為。

(ト) について内閣府令では次のような取引行為を規定している<sup>41</sup>。

<sup>36</sup> 金商法 35 条の 3

<sup>37</sup> 金商法 36 条

<sup>38</sup> 金商法 42 条 1 項

<sup>39</sup> 金商法 42 条 1 項

<sup>40</sup> 金商法 42 条の 2

<sup>41</sup> 金融商品取引業等に関する内閣府令 130 条

④自己の監査役、役職員との間における取引⑤自己又は第三者の利益を図るため、受益者の利益を害することとなる取引⑥第三者の利益を図るため、運用の方針、運用財産の額又は市場の状況に照らして不必要な取引をおこなうこと⑦他人から不当な取引の制限その他の拘束を受けて運用を行うこと⑧有価証券の売買その他の取引等について、不当に取引高を増加させ、又は作為的な値付けをすることを目的とした取引を行うこと。

その他、デリバティブ取引の制限、信用リスク管理方法についての規定があるが、これらについては、運用当事者の行為規制というより資産運用のリスク規制に関する事項であるので「V. 資産運用」の項で取り上げる。

また、**受託銀行の行為規制**については、投信法には受託者に関する特段の規定はないので、受託銀行は信託法・信託業法の規定により受託者責任（善管注意義務・忠実義務・分別管理義務・損失補てん責任等）を負うことになる。

**【欧州】 管理会社（運用会社）の行為規制**に関し、UCITS 指令は加盟国規制当局に対し、次の規制を設けるよう求めている。

①管理会社が常に順守すべきブルーデンシヤル・ルールを制定すること<sup>42</sup>。特に、従業員の個人的取引や管理会社の自己資産による金融資産の保有に関する規則を定めること、管理会社と UCITS の間、および UCITS 間などに生じる利益相反リスクを最小限に抑える会社の構造・組織にすること、管理会社が投資一任顧問業務を兼営する場合には、その口座に（顧客から事前承諾を得ない限り）UCITS を組み入れないことなど。

②管理会社の行為規則を制定すること<sup>43</sup>。その中では、管理会社が正直・公正に、技能・配慮・勤勉さをもって、運用する UCITS の最大利益と市場の信認のために行動すること、利益相反を回避し、それが避けられない時には運用する UCITS が公正に扱われることを確保することなど。

さらに日・米にはない事項として、08 年のリーマンショック後の世界における一連の金融規制（中でもリスク管理）強化の流れの中で、UCITS 運用者報酬についての規制が導入された。すなわち、16 年施行の UCITS V において、加盟国の規制当局は、管理会社に対し、UCITS 運用者への報酬支払について、当該運用者が運用する UCITS の健全かつ有効なリスク管理の推進に沿う方針の整備と実施を求める規定が導入された<sup>44</sup>。具体的内容は次の通りである。

#### （欧州投信会社の運用者報酬の制限についての規定）

- ・規制対象者はファンドのリスクテイクに影響を与える全ての関係者とする。
- ・パフォーマンス評価にあたっては、長期実績に基づくこととし、パフォーマンス連動報酬は長期に分割して支払われるようにする。

<sup>42</sup> UCITS 指令 12 条

<sup>43</sup> UCITS 指令 14 条

<sup>44</sup> UCITS 指令 14a 条、14b 条

- ・固定報酬と変動報酬を適切にバランスさせ、固定報酬を多くする。
- ・変動報酬については、その 50%以上を当該運用者が運用する UCITS の受益権（契約型ファンドの場合）または株主権（会社型ファンドの場合）で支払うようにする。
- ・変動報酬の最低 40%以上（変動報酬部分が特に多い場合には 60%以上）は、ファンドの投資家に推奨する保有期間に適合するような長期繰延払いとし、その最低期間は少なくとも 3 年とする。

一方、**預託機関の行為規制**について、UCITS 指令は預託機関の行う業務、義務、行為基準等を 7 条（22～26b 条）にわたって規定している<sup>45</sup>。

その中では、資産の保管関連以外に（イ）UCITS 持分の販売・発行・買戻し・償還・解約が、各国の法・ファンド規則（会社型ファンドにあつては定款、以下同じ）に即して行われることを確保する、（ロ）UCITS 持分の価格が各国の法・ファンド規則に即して計算されることを確保する、（ハ）各国の法・ファンド規則に反しない限りにおいて、管理会社または投資会社の指図を実行すべきこと、を規定している<sup>46</sup>。

また別途、管理会社と預託機関の兼業禁止規定を設けたうえで、管理会社と預託機関の両方が、正直に、公正に、プロとして、独立して、UCITS 投資者の利益の為だけに行動しなければならないと規定している<sup>47</sup>。

以上のように、UCITS 指令においては預託機関の責任・守備範囲を幅広く規定している。

### ②ファンドの重要事項の変更

【日本】約款の重大な変更（商品としての基本的な性格の変更）について受益権口数の 3 分の 2 以上の賛成による書面決議が必要である<sup>48</sup>。

【欧州】ファンド規約の変更は規制当局の承認を要すると規定している<sup>49</sup>だけで、投資者の承認は求めている。したがって各国規制当局が決定する事項となり、例えば英国の場合は、投資方針の変更など基本的変更（Fundamental Change）については、受益者（ユニットトラストの場合）または株主総会（OEIC の場合）における承認が必要であるとし、特別決議を要する事項については投票総数の 75%の賛成が必要としている<sup>50</sup>。

### ③ファンドの併合・合併

【日本】併合が受益者の利益に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定めるもの以外は、受益権口数の 3 分の 2 以上の賛成による書面決議が必要である<sup>51</sup>。

【欧州】ファンド数の削減（それによる運営コストの低下）を実現することにより、米国

---

<sup>45</sup> UCITS 指令 26 条～26 b 条

<sup>46</sup> UCITS 指令 23 条

<sup>47</sup> UCITS 指令 25 条

<sup>48</sup> 投信法 17 条 8 項

<sup>49</sup> UCITS 指令 5 条

<sup>50</sup> COLL (FCA's Collective Investment Schemes Sourcebook) 4.3.4

<sup>51</sup> 投信法 17 条



ファンドに対する競争力を高めようとする意識が官・民ともに強く、規制もそれに対応している。

11年発効のUCITSIVにおいては、EU域内における「国をまたいでファンド合併」も可能とする措置を取り入れた。そして、16年発行のUCITSVにおいては前文(27)で「国際間だけでなく、形式の異なるファンド(契約型と会社型)間の合併も容易にすべきである(たとえば、契約型ファンドしか認めていない国の場合、他国の会社型ファンドとの合併に際し、自国に新しく会社型の法令を設けることなく合併を認めるようにすべきである)」と述べている。(また、ファンド数削減の見地から、既存ファンドのマスター・フィーダーファンドの仕組みを使ってフィーダーUCITSへ転換することも可能とすべきであると述べている<sup>52</sup>。)

さて、UCITSVはファンド合併について、消滅ファンドの母国規制当局の事前承認が必要であること<sup>53</sup>、消滅ファンド・存続ファンド双方の保有者に対する情報提供義務<sup>54</sup>を規定しているが、ファンド保有者の承認は義務付けていない。そして、規制当局がファンド合併について保有者の承認を義務付ける場合には、行使議決権の75%を超える基準を設けてはならないと規定している<sup>55</sup>(英国について見ると、消滅ファンドの受益者・株主総会における特別決議—75%の賛成が必要—としている<sup>56</sup>)。

#### ④運用の外部委託

日本にあっては投信委託会社、欧州にあっては管理会社による資産運用業務の外部委託が可能である<sup>57</sup>。ただし、いずれも業務の全部を委託することはできない<sup>58</sup>。

#### ⑤監査

日本・欧州のいずれも財務諸表について独立の専門家の監査が必要である。日本の金商法193条の2は、特別の利害関係のない公認会計士または監査法人の監査証明が必要と規定し、欧州UCITS指令73条はDirective 2006/43/ECに従い監査人の監査が必要と規定している。

## (2) 会社型

会社型ファンドのガバナンス規制を日・米・欧について比較すると図表17の通りである。

---

<sup>52</sup> UCITSV前文(56)

<sup>53</sup> UCITS指令39条

<sup>54</sup> UCITS指令43条

<sup>55</sup> UCITS指令44条

<sup>56</sup> COLL(FCA's Collective Investment Schemes Sourcebook)7.7.4、7.7.5、

<sup>57</sup> 日本は金商法42条の3、欧州はUCITS指令13条

<sup>58</sup> 日本は金商法42条の3、投信法12条、欧州はUCITS指令前文(16)

[図表 17] 会社型ファンドのガバナンス規制

	日本	米国	欧州 (UCITS規制)
ファンド運営規則	投資法人規約に規定	ファンド定款に規定	ファンド定款に規定
会社が持つべき機関	投資主総会、役員会、会計監査人	(株主総会)、取締役会	規定なし
業務の執行	資産運用、保管、一般事務、募集の業務を外部に委託しなければならず、投資法人として従業員を雇用することができない。	法は外部委託を義務付けていないが、通常、資産運用・募集・保管・株主口座管理・一般事務等を外部に委託している。	契約型と同様に管理会社を中心に業務を執行することを想定している
株主(投資主)総会の決議・承認事項	(イ)投資法人の基本的な事項(規約変更、合併、解散、資産運用委託契約の締結・解約・承継)、(ロ)機関に関する事項(執行役員および会計監査人の選任・解任、執行役員、監督役員および会計検査人の免責、(ハ)投資口併合など	(イ)当初投資顧問契約の承認、(ロ)取締役の選任、(ハ)ファンド資産から12b-1フィーを支払う場合の販売計画の承認、(ニ)重要な投資方針の変更、(ホ)その他州法にもとづく事項など。	規定なし
役員会、取締役会の構成	執行役員(1名または2名以上)、監督役員(執行役員数よりも1名以上多いこと、利害関係者の就任禁止)	投資会社の利害関係者は取締役会構成員の60%以下とする。ただしファンドの元引受人の関係者が取締役に becoming している場合など多くの場合は過半数が独立取締役であることが必要。独立取締役の更新は他の独立取締役による選任によって行う。	管理会社を指定していない投資会社については、取締役は良い評判(good repute)と、投資会社遂行ビジネス類型について十分な経験を持つことが必要
役員会・取締役会の決議承認事項	(イ)執行役員・監督役員・会計検査人の報酬額の決定、(ロ)計算書類の承認、(ハ)募集投資法人債に関する事項の決定、(ニ)投資法人と当該資産運用会社の利害関係人等との間で取引を行う場合など	(イ)投資顧問契約の更新、(ロ)ファンド資産から12b-1フィーを支払う場合の販売計画の承認、(ハ)元引受人契約の承認、(ニ)公認会計士の選任	規定なし
役員、取締役の義務	投資法人に対して忠実義務と善管注意義務、任務を怠ったときは損害賠償責任を負う。	取締役の善管注意義務、忠実義務(州法)	
ファンドの重要事項の変更	規約の変更は投資主総会の決議が必要(議決権の過半数を持つ投資主が出席し、出席投資主の議決権の2/3以上の賛成が必要)	オープンエンド型からクローズドエンド型への変更、基本的投資方針の変更などについては株主議決権の過半数の賛成が必要	ファンド定款の変更は規制当局の承認を要する
ファンドの合併	投資主総会の決議が必要(決議要件は規約変更と同じ)	設立地の州法でファンドの合併について株主の承認が必要な場合には、それに従う。投資会社法規則では同一投資会社内のファンドの合併については要件を満たせば投資家の承認は不要と規定。	契約型に準ずる
ファンドの行為規制	ファンドの利害関係者との取引禁止	ファンドの利害関係者との取引禁止	投資会社が管理会社を指定していない場合には、ほぼ契約型の管理会社規制に準ずる。
運用の外部委託	可能	可能	可能
監査	財務諸表について、特別の利害関係のない公認会計士または監査法人の監査証明が必要	財務諸表について独立の公認会計士の監査証明が必要	年次報告書の会計情報は、Directive 2006/43/ECに従い監査人の監査が必要

[出所]日本は投信法、米国は投資会社法および同法規則など、欧州はUCITS指令Vにもとづき筆者作成。

以下、図表 17 の項目のうち、日・米・欧で異なる点を中心に記述する。

### ①会社が持つべき機関

日本の投資法人は、投資主総会のほか、①一人又は二人以上の執行役員、②執行役員の員数に一を加えた数以上の監督役員、③役員会、④会計監査人 を置かなければならない<sup>59</sup>。

米国は、投資会社法は取締役会について規定しているが、株主総会の規定はない。株主総会の開催については登録地の州法に従うことになる。

欧州 UCITS 指令は会社型ファンド(投資会社)の機関について規定していない。前述の

<sup>59</sup> 投資主総会について投信法 89 条～94 条、投資主総会以外の機関の設置について投信法 95 条

ように、会社型においても契約型と同様に管理会社が中心となって運営する姿を想定し、管理会社規制に重きを置いているためと思われる。

## ②株主（投資主）の決議・承認事項

【日本】 図表 17 の記載事項につき投資主総会の決議が必要である<sup>60</sup>。

なお投資主が投資主総会に出席せず、かつ議決権を行使しない場合に、議案について賛成するものとみなす旨（みなし賛成制度）を投資法人規約に定めることが認められている<sup>61</sup>。

【米国】 図表 17 の記載事項につき株主の承認が必要である<sup>62</sup>。

なお、「発行済議決権証券の過半数の承認」は、①株主総会で発行済議決権証券の 50%以上を保有する株主が出席の場合は出席者が保有する議決権証券の 67%以上の賛成、②発行済み議決権証券の 50%以上の賛成、のいずれか小さい方、と定義されている<sup>63</sup>。

【欧州】 前述のように、欧州 UCITS 指令は、会社型についても契約型と同様に管理会社を中心に業務を執行することを想定しており、株主決議の規定は設けていない。

## ②役員会・取締役会の構成

取締役会（日本の投資法人にあつては役員会）の構成要件が異なる。

【日本】 監査役員が執行役員より 1 名以上多くなければならず、その監査役員については利害関係者の就任を禁止している。

【米国】 投資会社の利害関係者は取締役会構成員の 60%以下（言い換えれば独立取締役を 40%以上）としなければならない<sup>64</sup>。ただしファンドの元引受人の関係者が取締役になっている場合<sup>65</sup>や、ファンド資産から 12b-1 フィー（販売経費）を支払う場合<sup>66</sup>などは過半数が独立取締役でなければならない。また、独立取締役の更新は、（ファンドスポンサーと利害関係のある取締役でなく）他の独立取締役による選任によって行われなければならない<sup>67</sup>としている。

【欧州】 UCITS 指令は、投資会社の機関について規定していないので、投資会社の取締役会の構成についても規定を設けていない。そして投資会社が管理会社を指定していない場合には管理会社と同様の条件を課すことを規定しているが、管理会社役員についても利害関係者の制限規定はない。

---

<sup>60</sup> 根拠は、「(イ) 投資法人の基本的な事項」が投信法 140 条、「(ロ) 機関に関する事項および会計検査人の選任・解任等」が投信法 96 条 1 項、104 条 1 項、「執行役員、監督役員および会計検査人の免責」が投信法 115 条の 6 第 3 項、投信法施行規則 167 条、「(ハ) 投資口併合」が投信法 81 条の 2 第 2 項、会社法 180 条 2 項である。

<sup>61</sup> 投信法 93 条 1 項

<sup>62</sup> 根拠は、「(イ) 当初投資顧問契約の承認」が投資会社法 15 条、「(ロ) 取締役の選任」が投資会社法 16 条、「(ハ) ファンド資産から 12b-1 フィーを支払う場合の販売計画の承認」が投資会社法規則 12b-1、「(ニ) 重要な投資方針の変更」が投資会社法 13 条である。

<sup>63</sup> 投資会社法 2 条(a)項(42)号

<sup>64</sup> 投資会社法 10 条(a)項

<sup>65</sup> 投資会社法 10 条(b)項(2)号

<sup>66</sup> 投資会社法規則 12b-1 ,CFR 270.0-1

<sup>67</sup> 投資会社法 16 条(b)項

### ③役員会（取締役会）の決議事項

〔日本〕 次の事項について役員会の決議が必要である。(イ) 執行役員・監査役員・会計検査人の報酬額の決定<sup>68</sup>、(ロ) 計算書類の承認<sup>69</sup>、(ハ) 募集投資法人債に関する事項の決定<sup>70</sup>、(ニ) 投資法人と資産運用会社の利害関係人等との間で有価証券・不動産の取得・譲渡・貸借の取引（投資法人の資産に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定めるものを除く）を行う場合<sup>71</sup>、など。

〔米国〕 次の事項について取締役会の決議が必要である。(イ) 投資顧問契約の更新（独立取締役の過半数の承認）<sup>72</sup>、(ロ) ファンド資産から 12b-1 フィーを支払う場合の販売計画の承認（取締役の過半数、独立取締役の過半数の承認）<sup>73</sup>、(ハ) 元引受人契約の承認（取締役の過半数、独立取締役の過半数の承認）<sup>74</sup>、(ニ) 公認会計士の選任（独立取締役の過半数の承認）<sup>75</sup>。

### ④ファンドの重要事項の変更

〔日本〕 規約の変更は投資主総会の決議が必要（行使できる議決権の過半数を有する投資主が出席し、出席した投資主の議決権の 2/3 以上による多数の賛成を必要とする）<sup>76</sup>。

〔米国〕 オープンエンド型からクローズドエンド型への変更、基本的投資方針の変更などについては株主義決権の過半数の賛成が必要<sup>77</sup>。

### ⑤ファンドの併合・合併

〔日本〕 ファンドの合併については、投資主総会の決議が必要（決議要件は規約変更と同じ）<sup>78</sup>。

〔米国〕 設立地の州法でファンドの合併について株主の承認が必要な場合には、それに従う。投資会社法との関連では、SEC が 02 年に、同一投資顧問会社が運用するファンド間の合併について新ルールを制定した<sup>79</sup>。このルールは、次の全ての条件を満たす場合は不要とした。(i) 消滅ファンドの方針（変更について過半数の投資家の承認を必要としている重要事項）の内容が、合併（存続）ファンドの方針と大きくは異ならない。(ii) 存続ファンドと消滅ファンドの投資顧問契約の内容が大きく異ならない。(iii) 消滅ファンドの独立取締役が合併後も存続ファンドの独立取締役の過半数を構成する。(iv) 存続ファンドの 12b-1 フィーの料率が消滅ファンドのそれ以下である。

<sup>68</sup> 投信法 109 条 4 項、111 条 3 項、111 条の 5 第 2 項

<sup>69</sup> 投信法 131 条 2 項

<sup>70</sup> 投信法 139 条の 3 第 2 項

<sup>71</sup> 投信法 201 条の 2

<sup>72</sup> 投資会社法 15 条(c) 項

<sup>73</sup> 投資会社法規則 12b-1

<sup>74</sup> 投資会社法 15 条 (b) 項

<sup>75</sup> 投資会社法 32 条 (a) 項

<sup>76</sup> 投信法 140 条

<sup>77</sup> 投資会社法 13 条

<sup>78</sup> 投信法 149 条の 2 第 1 項、149 条の 7 第 1 項、149 条の 12 第 1 項

<sup>79</sup> 投資会社法規則 17 条(a)項 8 号

## ⑥ファンドの行為規制

日・米とも、ファンドの利害関係者との取引を行うことを禁止している<sup>80</sup>。

### [付記] 運用業者の行為規制

当然のことであるが、会社型ファンドにおいても、ファンド資産の運用者に対しては、業者の行為規制が適用される。日本の証券投資法人に関しては 20～21 頁に記述した投資運用業者規制が、欧州については 21～22 頁に記載した管理会社規制が適用される。

米国の投資顧問会社については、投資顧問法により、顧客に対するフィデューシャリー・デューティ（受託者責任）を負う<sup>81</sup>（また多くの判例の集積がある）ほか、同法 206 条により詐欺的・欺瞞的・相場操縦的行為を行うことなどが禁じられている。また投資会社法において、SEC が、投資会社の取締役、投資顧問、元引受人等が個人的違反行為を含む受託者責任を犯した旨を裁判所に申し立てる権限を有すること<sup>82</sup>、投資会社の投資顧問は報酬の受領に関し受託者責任を負うものとみなし、SEC または投資会社の証券保有者が受託者責任違反の訴えを提起できる（ただし、原告は受託者責任違反を立証する責任を負う）と規定している<sup>83</sup>

### [Ⅲ 1. ファンドのガバナンス規制のまとめ]

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 指令で見える限り、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。また I で述べたようにファンドの管理会社の設立・営業を認可制としていることに加え、II で述べたように 1 本 1 本のファンドの設立・募集も当局の認可制とし、さらに III で述べたようにファンド設立後も（ファンド規約の変更について当局の認可制とするなど）当局の監視下においていることが、ファンド段階でのガバナンス規制を厳しくしていない背景にあるとも考えられる。

<sup>80</sup> 日本は投信法 195 条、米国は投資会社法 17 条

<sup>81</sup> 投資顧問業者のフィデューシャリー・デューティについては、投資顧問法に書かれているわけではない。SEC は「投資顧問法の根底には「投資顧問はフィデューシャリーである」という概念「がある（“Fundamental to the Act is the notion that an adviser is a fiduciary”）」としている（出所は注 5 と同じ、p.22）。また、米国における証券と投資顧問の接近の実態に関するランドコーポレーションのレポート（“Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers” RAND Corporation (2008) p.13）においては、「連邦登録の投資顧問は、“categorical matter”として、顧客に対しフィデューシャリー義務を負う」としている。

<sup>82</sup> 投資会社法 36 条 a 項

<sup>83</sup> 投資会社法 36 条 b 項

## 2. ガバナンスの実態及び関連事項

米・欧の投信運営のガバナンスの実態について、幾つかの参考事項を挙げる。

### (1) 米国のファンド・ボード（取締役会）の実態

米国投信協会（ICI）は米国投信運用会社を対象に定期的にファンドガバナンスの実態を調査している。直近のレポート<sup>84</sup>により、14年現在の状況を見ると次の通りである。

(イ) 調査対象投信会社のうち、自社の運用している全ファンドについて取締役会のメンバーを同一（共通）にしている（すなわち単一のファンド取締役会しか持たない）投信会社が全体の85%を占めている。ファンドの性格（株式ファンド、債券ファンドなど）に応じて異なるメンバーの取締役会を持っている（すなわち複数のファンド取締役会を持つ）投信会社は全体の14%に過ぎない。

(ロ) ファンド取締役会メンバーの4分の3以上を（運用会社等と利害関係のない）独立取締役で構成している投信会社が83%を占めている（投資会社法で要求している40%よりはるかに高い）。また65%の投信会社がファンド取締役会の議長を独立取締役としている。

(ハ) 1ファンドの独立取締役の数は平均して6人である。独立取締役に対して当該ファンドの保有を要求している会社が30%、保有を推奨している会社が31%ある。

(ニ) 独立取締役が専任顧問（ファンドまたは投信会社の顧問とは別の顧問）を有している投信会社は51%である。

(ホ) 取締役会の開催回数は年4回としている会社が63%、5回以上開催している会社は34%である。

(ヘ) ファンド取締役に定年・勤続年数など退職規定を設けている会社は69%であり、定年制を設けている会社の平均定年は75歳である。なお、現時点における独立取締役の平均年齢は66歳、平均勤続年数は12年である。

上記の米国取締役会の実態について、筆者が特に興味深かったのは（イ）の「多くの投信会社が、多数の自社運用ファンドに共通の単一取締役会しか持っていないこと」である。

これに関し、投資信託協会の大久保良夫副会長は、「投資信託の日米比較」と題する論考<sup>85</sup>の中で、「米国では・・・ファンドにはボードの設置が求められている。ただし、実際には、ファンドごとに異なったボードが設置されているわけではなく、各運用会社の中にその会社の運用する多数のファンドの運営監督を担う組織が運用会社自体の取締役会とは別に設けられているというのが実態である。」と指摘されたうえで、「あえて日米の違いを単純化すれば、投信の法的形態が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

<sup>84</sup> " Overview of Fund Governance Practices, 1994-2014"

<sup>85</sup> 『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）

か、というところに本質がある」と喝破されている。

## (2) 欧州の会社型ファンドの実態

規制の項で触れたように、欧州では会社型ファンドの役員構成等について規制はなく、独立取締役も要求されていない。実態は分かりにくいですが、17年4月24日付のフィナンシャルタイムズ紙は、格付会社フィッチ社の調査結果として「欧州ファンドの取締役会のメンバーのうち独立取締役の占める割合は33%であり、また4分の1のファンドの取締役会には独立取締役が存在していない」と伝えている<sup>86</sup>。

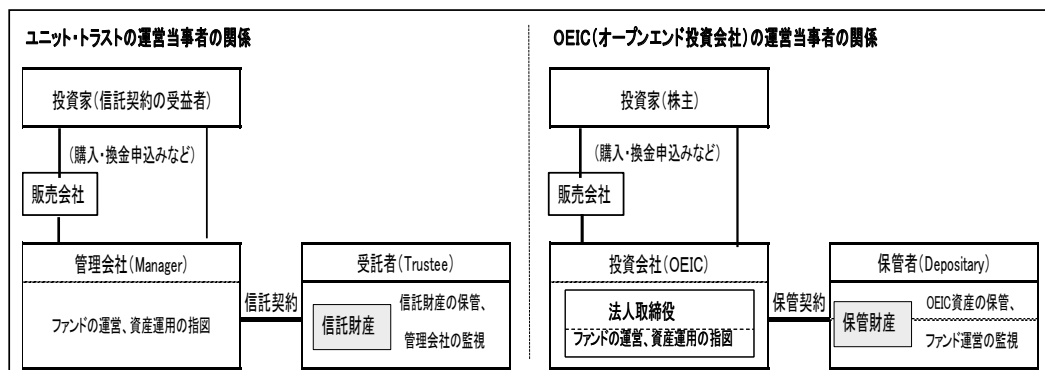
## (3) 英国の契約型と会社型

英国では90年代に従来の契約型（ユニットトラスト）に加え、会社型（Open-ended Investment Company、略称OEIC）を導入した。

英国投信協会（Investment Association、略称IA）発行の英国投信規制に関する解説書<sup>87</sup>は「OEICには最低1人の取締役が必要であり、もし取締役が1人の場合には、その取締役は業務執行に責任を持つ法人取締役でなければならない。実際には、OEICには一人の法人取締役が居るだけである<sup>88</sup>」と述べている。そして、筆者はOEICの法人取締役はユニットトラストの管理会社と同一であると理解している。

したがって、ユニットトラストとOEICの運営の仕組みは、図表18のように大きな差はないと思われる。前掲のIAの解説書においても、「ユニットトラストとOEICの規制は（会社法・信託法の規定が技術的に異なるだけで）同一である（identical）」と述べている<sup>89</sup>。

【図表18】英国のユニットトラスト（契約型ファンド）とOEIC（会社型ファンド）の比較



[出所] 諸資料にもとづき筆者作成

<sup>86</sup> “Many fewer independent fund directors in Europe than the US” Financial Times, April 24, 2017

<sup>87</sup> “Authorised Funds: A Regulatory Guide March 2017”

<sup>88</sup> 注 82 の解説書 p.5

<sup>89</sup> 注 82 の解説書 p.6

#### (4) 独立取締役の存在と投資パフォーマンスの関係

独立取締役の存在がファンドの投資パフォーマンスにどう影響しているかについて興味深い実証分析がある。

ルクセンブルグ大学の Jan Jaap Hazenberg 氏と ING Investment Management の Edwin Terink 氏が、ルクセンブルグ籍 UCITS ファンドを対象に 03～10 年の実績を分析したところ、「独立性の高い取締役会を持つファンドが、コストの引き下げや投資パフォーマンスの向上によって投資家に付加価値をもたらしたという証拠はなかった」としている<sup>90</sup>。

そして、独立取締役の存在に関係なく、取締役会のコスト監視の優先度が高いファンドはコストが下がっていることや、ファンドのスポンサー（運用会社）が独立系である場合に良いパフォーマンスを挙げていることから、独立取締役の存在よりも、取締役会の業務執行姿勢やスポンサーの販売モデル（筆者注：特定の販売会社との関係が深いかなど）の方がより重要だと結論付けている。

また、上記論文の中で引用している米国ミネソタ大学の Felix Messhke 氏の研究論文<sup>91</sup>は、95 年～04 年の米国ファンドの実績を分析したところ、独立取締役が取締役会議長となっているファンドの経費率は 0.12%低かったものの、投資パフォーマンスは悪かったとしている。そして「独立性の高い取締役会は、経費引下げ交渉には成功したが、その努力は、有能な運用者が独立性の低い取締役会を持つファンド（運用者が高い収入を得られるファンド）で働く結果をもたらしたように思われる」と述べている。

### [Ⅲ 2. ガバナンスの実態まとめ]

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、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も規制がないこともあって、独立取締役がいないケースもあり、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ように見える。

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、ということにあるのではなく、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、ということにある」と言えよう。

<sup>90</sup> Jan Jaap Hazenberg & Edwin Terink "Effectiveness of Independent boards of UCITS funds" (2015) *European Journal of Finance*

<sup>91</sup> Felix Messhke "An Empirical Examination of Mutual Fund Boards" (2007) Working Paper, University of Minnesota



## IV 販売仕法

### 1. 販売仕法に関する規制

投信の販売仕法（換金性の確保を含む）に関する主な規制は図表 19 の通りである。

〔図表 19〕 投信の販売仕法に関連する規制

	日本	米国	欧州(UCITS規制)
販売・買戻し(解約)価格	法令には規定がない	投資家の注文を受け取ったのちに計算される純資産価格に基づかなければならない	各国の法、ファンド規則または会社定款で規定する
販売手数料			
自由化されているか	自由化されている (同一ファンドについて、販売会社により、また顧客・販売時期・販売方法によって異なる料率を適用できる)	自由化されていない (各ファンドの目論見書記載の販売価格以外による販売を禁止)	UCITS指令には規定がない
手数料の上限	法令には規定がない	FINRA規則により上限規定	UCITS指令には規定がない
販売経費のファンド資産からの支弁	法令には規定がない	SEC規則により認めている (12b-1フィー)	UCITS指令には規定がない
換金制限を付けられるか	法令には規定がない	原則禁止、ただし投資家の短期売買に対してペナルティを課すことを容認。 また別途、流動性規制との関連から容認規定あり	原則禁止、ただし各国規制当局が買戻しの一時的停止措置を設けることを容認

〔出所〕日本は投信法、米国は投資会社法および同規則、FINRA規則、欧州はUCITS指令にもとづき筆者作成。

以下、図表 19 のうち主要項目について述べる。日本および欧州は多くの事項について規定がないので、米国中心の記述となる。

#### (1) 販売・買戻し(解約)の価格

日本の投信法には特に規定はなく、また欧州 UCITS 指令は「各国の法、ファンド規則または会社定款で規定する」とし<sup>92</sup>、特段の規制等を設けていない。

一方、米国は投資会社法 22 条 (d) 項において「目論見書に記載された公募価格で販売しなければならない」とし、さらに投資会社法規則 22c-1 において、「買付・売付注文受領後、最初に算出される純資産価格に基づかなければならない」と規定している（投資会社法規則 22c-1 は償還・買戻し価格についても同様に規定している）。

なお、ETF については、純資産価格によらず市場価格で売買することについて、SEC が、個別ファンドの申請に応じて投資会社法および投資会社法規則の適用除外命令<sup>93</sup> (exempt relief) を発出している。

また、16 年にはファンドの流動性確保の観点から「スウィング・プライシング」(後述)

<sup>92</sup> UCITS 指令 85 条

<sup>93</sup> 投資会社法 6 条 (c) 項に基づくもの

の採用を認める規定<sup>94</sup>が入った。

### (参考)世界の投信販売・買戻し価格の決め方

投信の販売・買戻し価格の決め方については、下記のとおり三つの考え方がある。

英国では三つとも認められており、英国投資協会（Investment Association）は、英国投信規制に関する解説書において、三つの方法を次のように解説している<sup>95</sup>。

#### ① シングル・プライシング

販売・買戻しとも、常に 1 本値（ファンドの純資産価格）で行う。組入れ証券はオファー（アスク）とビッドの中値で評価する（筆者注：組入れ証券の評価について、日・米など多くの国では証券取引所の終値を基本としている）。

#### ② デュアル・プライシング

英国の伝統的な方法であり、常に販売価格と買戻し価格を別建て（2本建て）にする。すなわち、販売価格は「組入れ証券をオファー価格で評価したうえ、これに証券買付コストを加えた価格」とし、買戻し価格は「組入れ証券をビッド価格で評価したうえ、これから証券売却コストを控除した価格」とする。

#### ③ スウィング・プライシング

①のシングル・プライシングの変形である。販売・買戻しとも 1 本値で行うが、投資家の買いが多い時は「純資産価格に買付コスト等の調整額を上乗せした価格」とし、投資家の売りが多い時は「純資産価格から売付コスト等の調整額を控除した価格」とする。

[筆者注] 日本では、上記の分類に従えば①のシングル・プライシングが採用されている。

### 「フォワード価格」による販売・買戻しの意義

上記の三つの方式のいずれを取る場合でも、追加型投信の（ファンド発足後の）販売・買戻しは、投資家の注文受領後に算出される純資産価格に基づくことは先進国共通である。このように、投資家の発注後に算出される価格に基づく方式をフォワード・プライシングと呼んでいる（日本では、投資家の発注時点では買付・換金価格が「見えない」ことから「ブラインド方式」とも呼んでいる）。

フォワード・プライシングは、顧客が買付・換金を発注する時点で価格が確定しない点で不便である。筆者は、ETF の開発に携わった米国人が「モノを買う時に値段が分からないなんておかしい。車を買うときにディーラーに行くと、この車は幾らかと聞いた時に、“まだ分かりません”と言われたら、買う気がしなくなるだろう。」と述べたうえで、常に「見

<sup>94</sup> 取締役会の承認・実施手続きの制定などの条件付きである。投資会社法規則 22 条(c)項 1 号

<sup>95</sup> “Authorised Funds: A Regulatory Guide March 2017” (Investment Association) pp26-28

えている市場価格」で売買できる ETF のメリットを強調していた記事を読んだ記憶がある。

しかし、投資家の売買が即ファンド資金の増減につながる一般のオープンエンド型ファンドにあっては、投資家の入れ替わり・資金の出入りによるファンドの純資産価値の毀損を防ぐ（言い換えれば投資家間の公平性を保つ）仕組みが欠かせない。

歴史的に見ると、米国ですら 68 年までは前日の純資産価格に基いて販売・買戻しが行われていた（日本は 70 年に前日価格から当日価格へ移行した）。

念のため、既知の価格で売買するバックワード・プライシング（前日価格、あるいは証券取引所の取引終了後も当日価格で売買する方式）の弊害を例示すると次の通りである。

### バックワード・プライシングの弊害（例）

(イ) たとえば当日 3 時の終値で評価したファンドの基準価額が 10,000 円、ファンドの口数が 1 口（純資産総額 10,000 円）であるとし、その後の好材料発生（たとえば日銀が大金融緩和を発表）により翌日株価が上昇し基準価額が 10,200 円になると想定された場合、追加設定がなければ翌日の基準価額は 10,200 円となるが、もし当日の基準価額 10,000 円で 1 口の追加資金が入ってくると、翌日のファンド基準価額は  $\{(10,200 \text{ 円} + 10,000 \text{ 円}) \div 2 \text{ 口}\}$  で 10,100 円となってしまう。すなわち新規受益者が利益を得る代わりに既存受益者の利益が損なわれる。

(ロ) また、当日の終値で評価した基準価額が 10,000 円、ファンドの口数が 2 口である（純資産総額 20,000 円）とし、悪材料発生により翌日の基準価額が 9,800 円（純資産総額 19,600 円）になると想定された場合、解約がなければ翌日の基準価額は  $(19,600 \text{ 円} \div 2 \text{ 口})$  で 9,800 円となるが、もし当日の基準価額 10,000 円で 1 口解約される（資金流出する）と、翌日のファンド基準価額は  $\{(19,600 \text{ 円} - 10,000 \text{ 円}) \div 1 \text{ 口}\}$  で 9,600 円となってしまう。すなわち解約受益者が損失を防げる代わりに残存受益者の損失が大きくなる。

## (2) 販売手数料

日本の投信法、欧州 UCITS 指令とも特に規定を設けていない。

そして日本では、販売手数料が自由化されている（各ファンドの約款が定める上限率の範囲内で販売会社が任意に決められる）ことは周知の通りである。

一方、米国は販売手数料を固定化し、販売会社が任意に決めることはできない。投資会社法 22 条 (d) 項で「目論見書に記載された公募価格で販売しなければならない」と規定しているからである。ここで「公募価格」とは純資産価格に販売手数料を上乗せした価格であり、その販売手数料は目論見書にクラス別および申込金額別に明記されている。

したがって、同一シェアクラスの同一金額の申込みには同一の手数料を適用しなければならない。たとえば、投資家が販売手数料前取りのクラス A シェアを 1 万ドル購入する場

合には、誰が、どの販売会社で、いつ買おうと一律の手数料が適用されることになる。日本のように販売会社によって異なる手数料を適用することはもちろん、各販売会社が顧客（たとえば常得意先かどうかなど）により、販売方法（対面かネットかなど）により、また時期により（キャンペーン期間中はゼロにするなど）自由に決めるといったことはできない。

言い換えれば 22 条 (d) 項は、米国独占禁止法の例外を規定していることになる。

また、投資会社法 22 条 (a) 項は、手数料について自主規制機関である証券業協会（現在は FINRA<sup>96</sup>）が規則を設けることができると規定しており、FINRA は、ファンド資産から手数料を支払わないファンドの場合で販売価格の 8.5%、資産から手数料を支払うファンドの場合で「新規グロス販売額<sup>97</sup>」の 6.25%を上限とすることなどを定めている<sup>98</sup>。

#### 〔(参考) 米国はなぜ販売手数料を固定化している（自由化していない）か〕

投資会社法制定時（1940 年）に 22 条 (d) 項が意図したと思われることは次の三点である（92 年に SEC が発行した米国投信規制に関する報告書<sup>99</sup>—1940 年投資会社法制定 50 年を機に米国投信の規制を抜本的に見直すため、当時の SEC ブリーデン委員長の命により SEC 投資管理局が作成した報告書—の記述による）。

##### （1）ファンドの資産価値の稀薄化を防ぐこと

当時、投信の買付・売付は（現在のように当日価格でなく）前日価格に基づいて行われていた。そのため、株価が上がっている日に前日の安い価格で買って、すぐ翌日に（上昇した当日価格で）売却することにより、無リスクで利益を得ることが可能であった。一般投資家は、数%の手数料がネックとなって難しかったが、無手数料で買付できる業界関係者、一部の優遇顧客などはこうした取引を行っていた。

そこで、こうした不当取引と、それに伴うファンドの資産価値の稀薄化を防ぐため、一律に数%の手数料を支払うことなしにはファンドの買付ができないようにした。

##### （2）秩序ある取引を維持すること

（ミューチュアルファンドは、ファンドと契約を結んだ元引受人が販売を統括しており）当時、ファンドの元引受人と契約を結んだ正規ディーラーは、契約に基づき目論見書記載の価格で取引することを強制されていた。一方、元引受人と契約を結んでいない非正規ディーラーは自由に取引できるため、ファンド保有者から正規の買戻し価格（純資産価格）

<sup>96</sup> Financial Industry Regulatory Authority の略

<sup>97</sup> ローリングキャップと呼ばれる計算方式で賦課していく。詳細は “93-12 Questions and Answers About New NASD® Rules Governing Investment Company Sales Charges — Article III, Sections 26(b) and (d) of the Rules of Fair Practice” 参照

<sup>98</sup> NASD 規則 2830

<sup>99</sup> SEC (Division of Investment Management) “Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation” May, 1992.

より若干高い価格で買取り、それを正規の販売価格（純資産価格＋正規の販売手数料）より若干低い価格で転売する（筆者注：たとえば販売手数料が5%、純資産価格が10.00ドルであるときに、ファンド保有者から10.10ドルで買取り、それを10.30ドルで転売する）ことが可能であり、活発なセカンダリー市場が形成されていた。このため、正規ディーラーが元引受人との契約を解除してセカンダリー市場に参画する動きが広がり、元引受人を経由する正規販売システムの維持が危うくなった。

オープンエンド型ファンドは、常に投資家からの買戻し請求に応じる義務があるため、残高を維持するために常に積極的に販売しなければならない。そして、販売を維持するためには販売ディーラーの収入を確保することが不可欠である。また、元引受人との契約に基づく販売システムを維持しないと、元引受人の販売促進コストを非正規ディーラーが負担しなくて済むことになってしまうといった問題を指摘する関係者もいる（筆者注：米国投信は、現在でも投資家が支払う手数料のうち0.75%程度を元引受人が受取り、残りを販売者が受け取る仕組みになっている）。

### （3）投資家間の不公平を排除する

投資家によって異なる手数料を適用しても良いことにすると、投資家を差別することになる。ただし、この点については、SECは報告書の中で「22条（d）項が全ての投資家に同一料率の適用を求めている訳ではない（大口割引などを認めている）こと」と矛盾すると述べている。むしろ、SECは66年に「販売者が投資家（の知識度など）によって異なるレベルの販売努力を要する（説明の必要度などが異なる）にもかかわらず同一の手数を適用することは却って不公平ではないか」との懸念を表明したことがある。また、関係者の中には、投資家間の不公平とは、（1）の「前日価格による売買の利益を得られる者と一般投資家の間の不公平」を意識したものだと指摘する向きもある。

以上のように、米国投資会社法22条（d）項（販売手数料固定）の大きなねらいは、前日値売買によるファンドの資産価値の稀薄化防止にあった。しかし、前日値売買は68年に廃止されて、現在の当日値（買付・売付注文受領後に算出される価格）売買に変わっており、22条（d）項制定時の意義は薄れているように思われる。

後述する米国におけるクリーンシェアの出現も、販売手数料をファンドに関する規制対象から外して、ETFなどと同様に販売業者の裁量に委ねようとする動きだと解釈する向きもある<sup>100</sup>。

<sup>100</sup> “Rethinking Mutual Fund Pricing, Entirely” John Rekenhale 01/18/2017  
<http://www.morningstar.com/advisor/t/118138867/rethinking-mutual-fund-pricing-entirely.htm?&single=true>  
“Clean shares could revolutionize the fund industry” InvestmentNews ,Feb 2, 2017  
<http://www.investmentnews.com/article/20170202/free/170209977/clean-shares-could-revolutionize-the-fund-industry>

### (3) 販売経費のファンド負担

日本の投信法、欧州 UCITS 指令とも特に規定を設けていない。禁止していないと考えることができる。

米国は、株主議決権の過半数・取締役会の過半数・独立取締役の過半数の承認を条件に、ファンド資産から販売促進費用を支払うことを認めている(80年に導入された措置であり、投資会社法 12条(b)項 1号に規定されたことから、12b-1 フィーと呼ばれる)。

### (4) 換金制限

日本の投信法は特に規定を設けていない(ただし、投信法は投資信託約款の記載事項として「信託契約期間中の解約に関する事項」を定めており<sup>101</sup>、それを受けて各ファンドの約款において「金融商品取引所等の取引停止などやむを得ない事情があるときは、一部解約実行請求の受付の中止等が可能なこと」などを規定している)。また、投資信託協会は「緊急事態発生時における投資信託の運営等に係るガイドライン」を定めている。

欧州 UCITS 指令は「UCITS 保有者から請求があった時には買戻すこと」を原則としたうえで、各国規制当局が買戻しの一時的停止措置を設けることを容認している<sup>102</sup>

米国は、「投資家の買戻し請求権を停止させてはならない。代金は7日以内に支払わなければならない」と規定したうえで、非常事態発生などの場合などの例外を定めている<sup>103</sup>。

ただし、SEC は、最近十数年間に特定の目的を達成する見地から、下記の通り投資家の換金を制限できる措置を取り入れた。

① 03年に発覚した投信不祥事(投資家の短期売買の容認など。後掲「2. 投信販売の現状」の中で詳述)を受けて、05年に長期投信(株式投信・債券投信)について、投資家の短期売買を防止する規則<sup>104</sup>を制定した。具体的には、(イ)投資家が購入後7日以内に換金する場合にファンドが2%以内の換金フィー(一種のペナルティ)を課すことを認めるとともに、(ロ)ファンドが販売仲介人(証券会社、銀行など)と投資家情報提供契約(販売仲介人がファンドに対し投資家情報を提供する契約)を締結することを義務付けた。

② 14年にMMFについて流動性を維持するため、1週間以内に換金可能な流動性資産の保有比率が一定水準未満に低下した場合には、ファンド取締役会が換金フィーを課す、または一時的に買戻しを停止する権限を与えた<sup>105</sup>。

③ 16年に、世界の金融規制当局が懸念した「市場混乱時における投信の流動性問題(投信に大量解約が発生した場合に、大量の組入れ証券が市場で売却されて市場に混乱を与える恐れ)」に対処するため、長期投信について前述のスウィング・プライシングの採用(投資家の換金が大量に発生した時に、純資産価値の調整により換金コストをファンド(=残

---

<sup>101</sup> 投信法 4条 2項 9号

<sup>102</sup> UCITS 指令 84条

<sup>103</sup> 投資会社法 22条 (e) 項

<sup>104</sup> 投資会社法規則 22c-2.

<sup>105</sup> 投資会社法規則 2a-7.

存受益者)でなく換金者に負担させる措置<sup>106)</sup>を認めた。

#### (5) その他の規制

図表 19 に記載した販売仕法とは別問題であるが、近年、欧米では金融商品販売業者に対して投資家との利益相反を避けるための新たな規制が導入されている。

具体的には (イ) 英国におけるリテール投資商品販売制度改革 (Retail Distribution Review、略称 RDR、12 年末から実施)、(ロ) EU の第 2 次金融商品市場指令の制定 (MiFID II、18 年 1 月実施予定) (ハ) 米国労働省による「退職準備投資に関して証券会社などにも受託者義務を適用する規則」の制定である。

いずれも投資勧誘にあたって「販売者が自らの収入の多い商品売るなどによる投資家との利益相反を防ぐこと」を意図している。

上記 (イ) (英国) においては非独立をふくむ FA (フィナンシャル・アドバイザー) が、(ロ) (EU) においては独立 FA が、それぞれ商品の発行者からコミッション等を得ることを禁止した。その主旨は、今まで FA による顧客へのアドバイスの対価が、販売商品の発行者会社から受取る販売報酬でまかなわれていたことを止め、アドバイスの対価を顧客から直接受取る仕組みにすることにより、販売報酬率の高い商品売ろうとする利益相反行為を排除することにある。

また (ハ) (米国) においては、退職準備投資商品の販売者に対し、従来からの「適合性原則」だけでなく、自らの利益より投資家利益を優先する“忠実義務”をふくむ「受託者責任」を課した。

#### [IV 1. 販売・換金制限に関する規制のまとめ]

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ついての問題 (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。

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、各国規制当局あるいはファンド規約に委ねている。

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。

---

<sup>106</sup> スウィング・プライシングは、投資家の大量購入に対しても、それにとまなうファンドコストを購入者に負担させることも含む。

## 2. 販売仕法等の現状および関連事項

ここでは、(1) 米国における投信販売方法と販売手数料の変化、(2) 英・米における新しいシェアクラスの出現、(3) 米国の投信売買ルール違反事件を取り上げる。

### (1) 米国における投信販売方法と販売手数料の変化

投信先進国の米国における投信販売方法の歴史的变化を整理すると図表 20 の通りである。

株価の変化・IT化の進展などの環境要因、401(k) 導入などの制度要因が投信販売方法の変化に大きな影響を与えてきた(たとえば 70 年代の株価長期低迷期に運用会社による直接販売が始まり、80 年代後半から 401(k) 営業が本格化、90 年代の株価本格上昇期にラップアカウントが成長したことなどである)。

そして FA (フィナンシャルアドバイザー) の投信営業手法は、個別商品販売型から資産管理型に進化し、手数料收受方法は「販売コミッション」から「販売コミッション+ファンドの残高に対するフィー」へ変化、さらに最近は「顧客から別途アドバイスフィーを受け取る方式」に変わりつつある。

〔図表 20〕米国の投信販売方法の歴史的变化

	環境・制度	ダウ平均 (各年代末)	販売主体	販売方式	販売担当者 (FA) の 投信営業手法	手数料收受方法
60年代	株価好調(黄金の60年代)	679-800	証券会社中心	営業マンによる対面販売	個別商品販売営業	顧客から販売時に コミッション收受
70年代	株価長期低迷、 手数料規制の強化 株式売買委託手数料自由化	838	証券会社の投信販売意 欲後退、 投信会社の直販勃興	通信販売(コールセンター) 始まる		
80年代	ファンド資産から販売経費を支 弁する12b-1フィー認可 401(k)スタート	(10年で 3.3倍)	再び証券会社の比重が 高まる			販売コミッションに加え、 ファンドから対残高フィー (12b-1フィー)を收受
	株価上昇基調へ転じる	2753	銀行が参加	401(k)プラン外交本本格化		
90年代	株価本格上昇継続 (ITバブルへ)	(10年で 4.2倍) 11497	ネット証券が参加	ファンドスーパー出現 ラップアカウント成長 変額年金保険経由も増加		
00年代	株価波乱 (ITバブル崩壊、 リーマンショック)	10428	IFAの増加		資産管理型営業へ変化	顧客から預かり資産に対する フィーを別途收受の方向へ →ファンドはノーロード化
10年代	IT化の進展				ゴールベース(人生設計 のサポート)助言を志向 する動きも出る	00年代の動きが加速
	利益相反防止規制の強化 (コストの透明化促進)	(17年9月) 22000		ロボアドの成長		

[出所]各種資料より筆者作成

なお、販売手数料について、目論見書記載料率と、大口割引などを織り込んだ平均実効料率の変化を見ると図表 21 の通りであり、次の点を指摘できる。



①各ファンドの目論見書に記載している手数料率（図表 21 の左側半分）は殆ど変化していないが、②投資家が実際に支払った手数料の平均料率（全投資家加重平均、図表 21 の右側半分）は大きく低下している。

そして、②の背景には、(イ)確定拠出年金勘定経由など無手数料（ノーロード）クラスの買い付けが増えていること（図表 22 参照）、(ロ)買付金額 25,000 ドル程度から大口割引の適用があること、(ハ)証券会社および FA が、ビジネスモデルを販売コミッションベースから対残高フィーベースに転換している（ファンド販売により手数料を収受するのではなく、顧客から別途預かり資産に対するフィーを収受する形になっている）ことによってもノーロード・クラスの選択が増えていることなどがある。

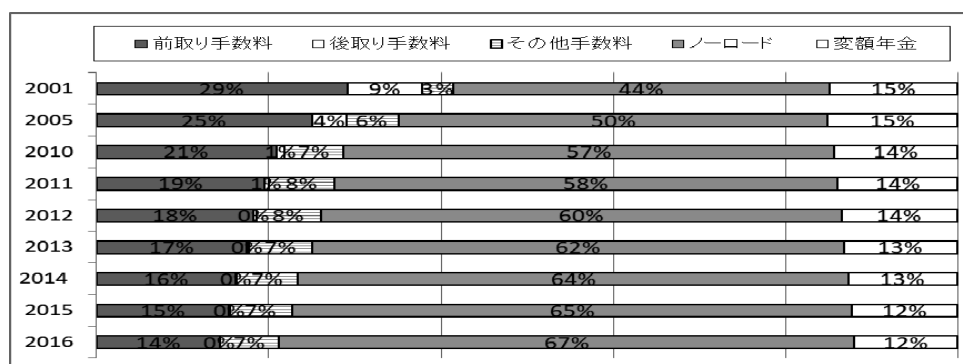
[図表 21] 米国投信の販売手数料率

	目論見書記載の最高料率(%)			投資家が実際に支払った手数料の平均料率(%)		
	株式投信	バランス投信	債券投信	株式投信	バランス投信	債券投信
1990	5.0	5.0	4.6	3.9	3.8	3.5
1995	4.8	4.7	4.1	2.5	2.4	2.1
2000	5.2	5.1	4.2	1.4	1.4	1.1
2005	5.3	5.3	4.0	1.3	1.3	1.0
2010	5.4	5.2	3.9	1.0	1.0	0.8
2016	5.4	5.2	3.7	1.1	1.0	0.7

[出所]図表3、4とも “Investment Company Fact Book”各年版 より作成

米国長期投信の販売手数料徴収方式別の残高の変化を見ると図表 22 の通りであり、前述の要因により、ノーロードの割合が圧倒的に大きくなっている。

[図表 22] 米国長期投信の手数料徴収方式別 残高内訳の変化



また、前述の「投信販売モデルのコミッションからフィーへの転換」の結果に関連し、米国の投信調査会社ストラテジック・インサイト社は、2012 年発行のレポート<sup>107</sup>の中で

<sup>107</sup> Strategic Insight ”A Perspective on the Evolution in Structure, Investor Demand,

「FA が顧客から直接受取る対残高フィーは年 1.0 から 1.5%、これにファンドの経費率を加えた投資家のトータルコストは年 2%程度となっており、このうち 3分の 1 を運用者が、3分の 2 を販売者が収受している。ブローカーは、フィーベースの方がコミッションベースより収入が多くなるとの認識を高め、フィーベースに移行するよう努めてきた。そしてフィーベースへの移行の結果、多くの長期投資家にとって投信保有のトータルコストは上昇している」と述べている。

## (2) 英・米における新しいシェアクラスの出現

1. (5) で触れた欧米における規制変更（販売報酬率の高い商品を売ろうとする利益相反行為を排除する措置）を受けて、英国では既に多くのファンドが運用会社報酬を引き下げた（運用会社報酬に含まれていた販売会社報酬部分をカットした）「クリーンシェア」に切り替わっている。

また、米国でも 17 年に入って、株式投信・債券投信などの商品の種類に関係なく販売手数料を 2.5%程度・12b-1 フィーを 0.25%程度に統一した「Tシェア」や、12b-1 フィーなど一切の販売者報酬をファンド経費から除いた「クリーンシェア」を発行する動きが出ている。

### 【投信のコスト論についての私見】

最近、投信投資家コストに関する議論が各方面で盛んである。筆者は次のように考える。

1. これまで世界的に投信のコスト論はもっぱらファンドの販売手数料や経費（「ファンドコスト」）を対象としてきた。しかし、FA のアドバイスフィー、あるいはファンドラップ・フィーなど、投資家が別途（ファンドの外で）フィーを負担するケースが増加している状況を踏まえると、今後はこれらファンド外で投資家が負担するコストを加えた「投資家総コスト」のベースで議論していくべきであろう。
2. コストを日米比較することが多いが、国際比較の観点からは、投信残高が日本の 20 倍もある米国とだけ比較するのではなく、欧州等も比較対象に入れるべきである。
3. 投信の投資家コストには、買付額に対する募集手数料と残高に対する信託報酬があり、販売業者が前者の募集手数料を確保するため投資家を短期売買に誘導しているという批判がある。投資家の利益と販売業者の利益を一致させるためには、時価評価残高に対するフィーの部分を多くする（投資家の収益が増えれば業者の収入も増えるというウィン・ウィンの関係にする）ことが望ましいであろう。
4. なお、投信への投資について、一般にコストだけが強調され過ぎるのではないかと。投資家にとって重要であるのは「コスト控除後リターン」であり、また後述する（65～67 頁）投信の基本的機能をふくめた付加価値の質であろう。

### (3) 米国の投信売買ルール違反事件

米国では03年に投信不祥事として知られる「投資家の不正取引を容認した行為」が明るみに出た。その内容は次の二つである。

- ①一部の投信会社が、投資家からの注文を締切る所定時刻（午後4時）を過ぎた後（6時半頃と言われる<sup>108</sup>）に、ヘッジファンドなど一部の大口顧客からの買付注文を受付けた。すなわち、午後4時以降に株価上昇に結びつく好ニュースが伝わり、翌日に株価が（したがってファンド基準価額が）上昇すると想定できた時に、その好ニュースをまだ反映していない当日基準価額による買付を容認した。翌日に上がることが分かっているものを当日の値段で買えるのだから、後出しジャンケンのようなもので当該投資家は濡れ手で粟の利益を得た。その分、翌日のファンド純資産価値は希薄化し、既存投資家が不利益を被った。
- ②一部の大口顧客が、日本株ファンドなど外国証券ファンドについて、時差を利用して短期売買で利益を得た。すなわち、米国東部時間の午後4時現在で基準価額を計算する際に用いる日本株の時価は時差の関係で前日値であり、その後、日本株に好材料が出て今日は上がると分かっている日に外国証券ファンドを買って、翌日売却することによって利ザヤを得た<sup>109</sup>（既存投資家が不利益を被った）。

（以上の①②とも5頁で述べたバックワード・プライシングの弊害である。）

この事実が明らかになった後、上記の不正取引に関与した投信会社の中には顧客資金が大量に流出したうえ、以後の新規資金流入も細った会社もあった。当時存在した500社程度の投信会社のうち19社が関わったといわれ<sup>110</sup>、その中には古い歴史を持つある大手投信会社も含まれていた。同社は不正発覚前の02年末には米国第9位の投信運用資産を持っていたが、その後16年末までに、（米国投信全体の規模が2.6倍に拡大したにも拘わらず）投信運用資産額は半減し、資産額ランキングは16年末に47位に転落している。資産運用ビジネスにおいて、信用・レピュテーションが如何に大事であるかを物語っている。

なお、SECは上記②の投資家の短期売買による不当利益の獲得（言い換えればファンド純資産価値の希薄化による長期投資家の不利益）を防止するための措置を05年に導入したことは1.(4)①で述べた通りである。

## [IV 2. 販売仕法等の現状および関連事項まとめ]

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するにともない、投信販売・サービス報酬をファンドの外枠で（投資家から直接）受け取る方式への移行（言い換えれば、サービスフィーのアンバンドリング化）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。

<sup>108</sup> Matthew P. Fink “The Rise of Mutual Funds” (Oxford University Press, 2011) p.233

<sup>109</sup> 日本では、外国証券ファンドについて、顧客の買付・売付発注日の翌日を約定日（翌日基準価額による売買）として、時差を利した不当売買を防止している。

<sup>110</sup> 注16掲載書 p.242

## V 資産運用

### 1. 資産運用に関する規制

投信の資産運用に関する主な規制は図表 23 の通りである。なお、表には要点だけを記しているの、詳しくは本文を参照いただきたい。

〔図表 23〕 投信の資産運用に関する規制

	日本	米国 (分散型ファンドについて記載)	欧州(UCITS規制)
投資対象の範囲	有価証券、不動産、インフラ設備等	証券全般	譲渡可能証券、短期金融証券、短期預金、金融デリバティブ
有価証券への最低投資比率	信託財産の50%超	総資産の75%以上を証券・現金で保有し、収入の90%以上が配当・利子・証券の売却益等から成ること	規定なし
ファンドへの投資制限	純資産の5%以下(ファンド・オブ・ファンズは100%可能)	資産の10%以下(同一運用会社のファンドへ投資するファンド・オブ・ファンズは100%可能)	UCITS以外のファンドへは資産の30%以下(ファンド・オブ・ファンズについての特別規定なし)
信用リスク規制 (分散投資要件)	同一者へのエクスポージャーは株式・債券・デリバティブのそれぞれについてファンド純資産の10%、合計で20%以下に制限(公共債等は制限なし)	総資産の75%の部分について同一発行者の証券への投資をファンド総資産の5%以下に制限(政府債は制限なし)	同一者へのエクスポージャーは、証券5%・預金20%・OTCデリバティブ10%または5%、合計で20%以下が原則だが、公共債等について多くの例外規定あり
レバレッジ規制			
借入れ制限	解約代金支払い目的等に限定	借入れ前純資産の50%以下	一時的な借入れに限りファンド資産の10%まで
デリバティブ利用制限	委託会社が合理的方法により算出したリスク金額がファンド純資産以下になるようにする	デリバティブ決済義務に相当する金額の高流動性資産を保管銀行に分別預託する (SECは新規規制を提案中)	デリバティブのグローバルエクスポージャーが、ポートフォリオの純資産価値を超えないこと
流動性規制	MMF、MRF以外はなし	MMF規制のほか、長期ファンドについても、非流動性資産をファンド資産の15%以内に抑えるなどの規制あり	MMF規制のほか、一般ファンドについて規制市場で取引されているなど適格対象資産以外への投資を10%以下に制限。
企業支配の制限	一委託会社が運用する全てのファンドの合計で、一企業の発行株数の50%以下に抑える	各ファンドにつき、一発行者の社外議決権証券の10%以下に保有を制限(運用会社ベースの制限はない)	発行体の経営に重要な影響を与える議決権を持つ株式を保有できない(数値規制は各国ベース)
ファンド支配の制限	一委託会社が運用する全てのファンドの合計で、対象ファンド純資産の50%以下に抑える	対象ファンドの社外議決権証券の3%以下に保有を制限(運用会社ベースの制限はない)	対象ファンド残高の25%以内に制限
利益相反取引規制		あり(日・米・欧とも規制の重要な部分を占めている)	
パフォーマンスフィーの採用	可能	可能(方式に制限あり)	可能

〔出所〕日本は投信法・投信法施行令・投信法施行規則・投信協運用規則・金商法・金商法内閣府令、

米国は投資会社法・投資会社法規則・投資顧問法・投資顧問法規則、欧州はUCITS指令にもとづき筆者作成。

#### (1) 投資可能範囲

〔日本〕投信法は、投資信託および投資法人のいずれも、「主として有価証券、不動産その他の資産で投資を容易にすることが必要であるものとして政令で定めるもの(「特定資産」)

に投資することを目的とする」<sup>111</sup>と定義している。

そして、特定資産の範囲について、政令は17年8月現在「①有価証券、②デリバティブ取引に係る権利、③不動産、④不動産の賃借権、⑤地上権、⑥約束手形、⑦金銭債権、⑧匿名組合出資持分、⑨商品、⑩商品投資等取引に係る権利、⑪再生可能エネルギー発電設備、⑫公共施設等運営権」の12種類の資産を規定している<sup>112</sup>。

また、組入株式の範囲について、投資信託の自主規制機関である投資信託協会の「投資信託の運用に関する規則」（以下「投信協運用規則」）は、次のように規定している<sup>113</sup>。

（1）金融商品取引所（金商法第2条第16項に規定する金融商品取引所をいう。）又は外国金融商品市場に上場されているもの及び外国において開設されている店頭売買金融商品市場に登録等をされているもの

（2）未上場株式又は未登録株式のうち、金商法又は会社法（平成17年法律第86号）若しくはこれらに準じて開示が行われているもので細則に定める要件を満たすもの（外国で発行される株式でこれらと同様のものとして自主規制委員会が定める株式を含む。）

なお、他の投資信託を組入れる場合の、組入投資信託証券の範囲についても投信協運用規則12条において限定している（記載省略）。

【米国】投資会社法は、投資会社とは「主として証券への投資、再投資、または証券取引に業務として従事し、または従事しようとする者、もしくはそのような者として自らを表示する者」と定義している<sup>114</sup>。

そして、「証券」とは、「ノート、株式、金庫株、証券先物、担保付社債、無担保社債、債務証券、利益分配契約における権利もしくは参加を表示する証券、信託担保証券付証券、会社設立前発行証券または設立前応募権、譲渡可能持分、投資契約、議決権信託証券、証券預託証券、石油・ガスその他の鉱業権の非分割部分権、証券（預金証券を含む）または証券グループもしくは証券指数（それらに対する権利、それらの価値に基づく権利を含む）に関するプット・コール・ストラブル・オプションもしくは特権、外国通貨に関して国法証券取引所で取引されるプット・コール・ストラブル・オプションもしくは特権、一般に「証券」とされている全ての権利、上記のいずれかのものにおける権利または参加を表章する証券、それらに対する仮証券、仮領収書、仮保証契約書、もしくはそれに応募しもしくはそれらを買取るための買取権証券もしくは引受権証券をいう」と幅広く定義している<sup>115</sup>。

【欧州】UCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）指令は、その名の通り、譲渡可能証券への集合投資事業を律するものであり、その譲渡可能証券を「株式、債券、他の有価証券」と定義している<sup>116</sup>。また、短期金融証券（money market instruments）を、「通常マネーマーケットで取引され、流動性があり、常時正確に計測で

<sup>111</sup> 投信法2条1項1号、2号、12号

<sup>112</sup> 投信法施行令第3条

<sup>113</sup> 投信協運用規則11条

<sup>114</sup> 投資会社法3条(a)項(A)

<sup>115</sup> 投資会社法2条(a)項36号。なお、この部分については日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集 アメリカ(II)』（2008年発行）における邦訳を使用させて頂いた。

<sup>116</sup> UCITS指令2条1項(n)号

きる価値を有するもの」と定義している<sup>117</sup>

そして、UCITS 指令は 50 条 1 項において、具体的投資対象を詳細に列記している<sup>118</sup>。これについては、本稿（V.資産運用）の最後に付属資料として掲げる。

なお、50 条 1 項の規定に加え、UCITS 指令は 50 条 2 項において、UCITS が 1 項に定める対象以外の譲渡可能証券および短期金融証券に資産の 10%以内を投資できること、貴金属および貴金属を表章する証書を取得しないこと、付属的流動資産を保有できることを定めている。また 50a 条において、(2011 年以降に発行される) ローン証券化商品への投資については、オリジネーターが権利の 5%以上を保有するものに限定すると定めている。

## （２）有価証券への最低投資比率

【日本】 投信法は「委託者指図型投資信託のうち主として有価証券に対する投資として運用することを目的とするものであって政令で定めるもの」を証券投資信託と定義し<sup>119</sup>、政令は証券投資信託の範囲を「投資信託財産の総額の二分の一を超える額を有価証券に対する投資として運用すること（有価証券についての有価証券関連デリバティブ取引を行うことを含む）を目的とする委託者指図型投資信託とする」と規定している<sup>120</sup>。

したがって証券投資信託は、財産の 50%超を有価証券に投資することを目的としなければならない。

【米国】 投資会社法は、管理型投資会社について分散型投資会社と非分散型投資会社の分類を設け<sup>121</sup>、分散型投資会社については、「総資産の少なくとも 75%が、現金および現金項目（未収入金を含む）、政府証券、他の投資会社の証券、および他の証券（1 発行者の証券につき、当該投資会社の総資産額の 5%を超えず、かつ 1 発行者の発行済み議決権証券の 10%を超えない範囲に制限）から成ること」という制限を設けている<sup>122</sup>。すなわち総資産の 75%以上を現金および証券で保有しなければならない。

上記の「他の証券」のカッコ書き部分は、政府証券および他の投資会社の証券以外の証券（株式・社債など）についての分散投資要件（ファンド総資産額の 5%以下）と、会社支配の制限条項（1 発行者の発行済み議決権証券の 10%を超えないこと）であり、これらについては後述の信用リスク規制、会社支配の制限においても触れる。

なお、米国ファンドについては、分散型投資会社・非分散型投資会社を問わず、規制投資会社として税法上の特典（ファンド段階の非課税）を得るためには、税法上の投資制限がある。内国歳入法は、その要件を「所得の少なくとも 90%が配当・利子・証券の売却益

<sup>117</sup> UCITS 指令 2 条 1 項(o)号

<sup>118</sup> この部分の記述にあたっては、投資信託協会 2002 年発行『世界の投資信託』の「第 II 章ヨーロッパアンユニオン」における邦訳を参考にさせて頂いた。

<sup>119</sup> 投信法 2 条 4 項

<sup>120</sup> 投信法施行令 6 条

<sup>121</sup> 投資会社法 5 条(a)項

<sup>122</sup> 投資会社法 5 条(b)項

等から成り、4 半期毎の最終日にファンド総資産の 50%以上が現金および現金項目（未収入金を含む）、政府証券、他の投資会社の証券、および他の証券から成ること」としている<sup>123</sup>。（税法上の分散投資要件、会社支配の制限条項については後述する。）

以上の投資会社法および税法の規定を総合すると、米国の一般的なファンド（分散型投資会社）は総資産の 75%以上を証券・現金とするという資産構成要件（投資会社法）と、ファンド所得の 90%以上が配当・利子・証券の売却益等から成るといった所得構成要件（税法）の二つを満たす必要があることになる。

### **ファンド名称と資産運用の整合性要件**

なお、投資会社法 35 条(d)項は「登録投資会社は、名称の一部として、SEC が欺瞞的または誤解を生じさせるものであると認める文言を使用してはならない」と規定している。そして、SEC は投資会社法規則 35d-1 において、「ファンドが特定の資産（特定の投資物件、産業、国、地域など）に投資することを示すファンド名を用いる場合には、ファンド資産の 80%以上を当該特定資産に投資する方針を採用すること」を求めている。

**【欧州】** UCITS 指令は有価証券の最低保有比率に関して特に定めていない。

### **（3）ファンドへの投資制限**

**【日本】** 投信協運用規則は、公募ファンドについて、他のファンドへの投資を「ファンド純資産の 5%以下」に制限している<sup>124</sup>。なお、他のファンドへ投資することを目的とするファンド（ファンド・オブ・ファンズ<sup>125</sup>）については、当然のこととしてファンド組入れ比率の制限はない<sup>126</sup>。

**【米国】** 投資会社法 12 条(d)項(1)号(A)は、他のファンドへの投資はファンド資産の 10%以下（1 ファンドへの投資はファンド資産の 5%以下）に制限している。

ただし、投資会社法 12 条(d)項(1)号(G)は、同一運用会社に属するファンドへ投資するファンド・オブ・ファンズを認めている。すなわち、以下の条件に合致する場合は、上記の制限を適用しないと規定している（ファンドへの合計投資制限や 1 ファンドへの投資制限もない）。

①当該ファンドが同一グループ内のファンド発行証券、政府債および短期ペーパーのみに投資するものであること、②当該ファンドが販売手数料または販売関連フィーを徴しないファンドでない限り、組入れファンドに対し販売手数料または販売関連フィーを支払わないこと、もし当該ファンドが販売手数料または販売関連フィーを徴する場合には、当該販売手数料または販売関連フィーと組み入れファンドの販売手数料または販売関連フィーの合計が、FINRA または SEC が 22 条(b)項または 22 条(c)項により定めた規則の下において

<sup>123</sup> 内国歳入法 851 条

<sup>124</sup> ただし ETF など上場ファンドについてはファンド保有額として計算しない（投信協運用規則 12 条 2 項）

<sup>125</sup> 投信協運用規則 2 条 3 項

<sup>126</sup> 投信協運用規則 23 条

過大でないこと。

【欧州】 UCITS 指令は、1 個の UCITS・その他の集団投資スキームへの投資をファンド資産の 10%以内（ただし、各国レベルで 20%まで引上げ可能）にすること<sup>127</sup>、UCITS 以外の集団投資スキームへの投資を合計でファンド資産の 30%以内にする<sup>128</sup>、自社または関係会社の運用する UCITS・その他の集団投資スキームへ投資する場合には、投資対象ファンドについて買付・売付手数料を徴しないこと<sup>129</sup>、資産の相当量 (substantial portion) を他の UCITS・その他の集団投資スキームへ投資する場合には、目論見書に当該 UCITS、および投資対象とする UCITS・集団投資スキームの双方で徴収されるであろう運用報酬の上限水準を開示し、年次報告書において、その最高割合を示すことを要求している<sup>130</sup>。

以上のように UCITS 指令は、UCITS 以外の集団投資スキームへの投資については合計で資産の 30%以内という制限を設けているが、UCITS への投資については 1 ファンドへの投資制限だけで、合計投資比率について制限を設けていない。したがって、ファンド・オブ・ファンズの特例規定もない。この点は、日・米が一般ファンドについて他ファンドへの投資を「純資産の 5%（日）、10%（米）」に制限したうえで、ファンド・オブ・ファンズについて別途規定を設けていることと規制の構成が異なっている。

#### （４）信用リスク規制

本件については、分散投資要件とファンド資産の貸付制限を取り上げる。

##### ①分散投資要件

【日本】 金商法 42 条の 2 は「金融商品取引業者等は、その行う投資運用業に関して、次に掲げる行為をしてはならない」と規定し、その 7 号に「投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為」を挙げている。そして、内閣府令は「運用財産に関し、信用リスク（保有する有価証券その他の資産について取引の相手方の債務不履行その他の理由により発生し得る危険をいう。）を適正に管理する方法としてあらかじめ金融商品取引業者等が定めた合理的な方法に反することとなる取引を行うこと」を規定している<sup>131</sup>。

この内閣府令を受けて、投信協運用規則は、「ファンド純資産総額に占める同一者へのエクスポージャー（筆者注：同一発行者の有価証券の保有額等）の比率は、株式、債券、デリバティブのそれぞれについての 10%、合計で 20%を超えてはならない」と規定している<sup>132</sup>。ただし、政府債、地方債、政府保証債、国際機関債、満期までの期間が 120 日以内の

---

<sup>127</sup> UCITS 指令 55 条 1 項

<sup>128</sup> UCITS 指令 55 条 2 項

<sup>129</sup> UCITS 指令 55 条 3 項

<sup>130</sup> UCITS 指令 55 条 3 項

<sup>131</sup> 金商法内閣府令 130 条 1 項 8 号の 2

<sup>132</sup> 投信協運用規則 17 条の 2 第 1 項



金融商品等については、エクスポージャーをゼロとする<sup>133</sup>(すなわち、ファンド資産の100%まで投資可能)などの特例と、インデックスファンド等について例外がある<sup>134</sup>。

また、他の投資信託への投資に関して、公募ファンド・オブ・ファンズについては、一部のETFを除き、原則として複数ファンドへの投資を義務付けている<sup>135</sup>。

**【米国】** 内国歳入法は、各課税年度の四半期末に、総資産の50%以上の部分につき、政府債および他の投資会社証券以外の証券(筆者注:一般の株式・社債など)への投資について、1発行者への投資をファンド総資産の5%以下とすること、残りの50%については、1発行者への投資をファンド総資産の25%以下とすることを定めている<sup>136</sup>。これについて、ICIの解説資料は「2銘柄に25%ずつ、10銘柄に5%ずつで最低12銘柄に分散することが必要」と述べている<sup>137</sup>(筆者注:上記内国歳入法規定の後半の「残りの50%」の部分について、25%ずつ2銘柄、前半の「50%以上」の部分について5%ずつで10銘柄という計算である)。

また、投資会社法は、「分散型投資会社」について、総資産の少なくとも75%の部分について、政府債および他の投資会社証券以外の証券(株式・社債など)については1発行者につき、当該投資会社の総資産額の5%を超えないことという、内国歳入法より厳しい要件を課している<sup>138</sup>。

以上の規制に関し、ICIは「分散型」の採用については強制ではないが、全てのファンドが目論見書に当該ファンドが分散型かどうかを表示することが求められている。現実には、分散型ファンドの多くが、税法・投資会社法が求めているより分散度の高い運用を行っており、16年末現在の国内株ファンドの平均組入れ銘柄数(中位数)は83であった」と述べている<sup>139</sup>。

なお、上記の通り、税法・投資会社法とも、政府債については投資制限を設けていない。

またETFについては、SECから適用除外命令を得ている場合がある。

**【欧州】** UCIT指令は、52条1項で、同一発行者の譲渡可能証券または短期金融証券への投資をファンド資産の5%以下、同一金融機関への預金をファンド資産の20%以下に制限している<sup>140</sup>。またOTCデリバティブ取引のカウンターパーティー・リスクのエクスポージャーを、50条1項(f)号に掲げる金融機関がカウンターパーティーである場合にはファンド資産の10%、それ以外のカウンターパーティーについては、5%に制限している<sup>141</sup>。

また、52条2項は、52条1項の個別制限に加え、同一発行者の発行する譲渡可能証券お

---

<sup>133</sup> 投信協運用規則17条の2第2項

<sup>134</sup> 投信協運用規則17条の3

<sup>135</sup> 投信協運用規則23条

<sup>136</sup> 内国歳入法851条(b)項3号

<sup>137</sup> ICI” Comprehensive Regulatory Regime for U.S. Mutual Funds” p.3.

<sup>138</sup> 投資会社法5条b項1号

<sup>139</sup> ICI “2017 Investment Company Fact Book” p.263.

<sup>140</sup> UCITS指令52条1項

<sup>141</sup> UCITS指令52条1項

および短期金融証券、預金、OTC デリバティブのカウンターパーティー・リスクの合計をファンド資産の 20%以下とすることを規定している<sup>142</sup>。

ただし、以上の制限については多くの例外がある。

すなわち、52 条 2 項において、前掲 52 条 1 項の「5%」（筆者注：下線部分）については、加盟国は 10% に引き上げることができるとし、その場合には、資産の 5%以上を保有する同一発行者の譲渡可能証券および短期金融証券の合計が資産の 40%を超えないこと（この 40%制限はプルーデンシャル規制の対象となる金融機関への預金、および OTC デリバティブ取引には適用しない）と規定している（筆者注：一般に 5/10/40 rule と呼ばれる）。

さらに、加盟国ができることとして、先ず 52 条 3 項は 52 条 1 項の譲渡可能証券および短期金融証券に関する「5%」制限に関し、それが、加盟国またはその地方公共団体、第三国、加盟国が属する公的国際機関によって発行されるか保証されている場合には「35%」へ引き上げることができると、更に 52 条 4 項は「5%」制限に関し、加盟国に登録オフィスを有し、債券投資家保護のための特別公的監督の下にある金融機関が発行する債券については、25%へ引き上げることができる（ただし、その場合は、当該債券の合計額がファンド資産の 80%を超えない）ことを規定している。

また、52 条 5 項は、同条 3 項・4 項の譲渡可能証券および短期金融証券（公共債等）は、同条 2 項の「40%」制限の計算には含めないことを規定している。すなわち同一発行者合計で 100%可能である。

52 条 5 項は、更に 1 項から 4 項までの制限は合算しないこと、すなわち同一主体が発行する譲渡可能証券および短期金融証券、その主体への預金、その主体とのデリバティブの合計額はファンド資産の 35%を超えないこと、企業グループの合算に関し、Directive 83/349/EEC によって定義され、または国際会計規則により連結決算の対象となる企業群は、52 条で述べられている制限の計算にあたり単一主体として見なされること、加盟国は、同一企業グループの譲渡可能証券および短期金融証券の合計投資額の制限を 20%まで引き上げることができると規定している。

#### インデックスファンドについての特例

UCITS 指令 53 条は、加盟国は、基準を満たす指数に連動するインデックスファンドについては、52 条の同一発行体の株式または債券への投資制限を 20%に引き上げられること、そして規制市場で高度に支配的であるなど特殊なケースとして正当化される場合には、1 発行体に限り 35%まで引き上げられることを規定している。

#### 公共債についての特例

UCITS 指令 54 条は、加盟国は、加盟国またはその地方公共団体、第三国、加盟国が属する公的国際機関によって発行されるか保証されている異なる銘柄（筆者注：同一発行体の発行証券であって、発行時期や発行条件が異なる銘柄）の譲渡可能証券および短期金融証券を合計で UCITS 資産の 100%まで投資することを認めることができること、ただし、その場合は 6 銘柄以上に投資し、1 銘柄の保有比率をファンド資産の 30%以下に抑えること、ファンド資産の 35%を超えて投資することをファンド約款または定款に記載するとともに、目論見書および販売用資料に大きく表示することを規定している。

#### ②貸付等の制限

---

<sup>142</sup> UCITS 指令 52 条 2 項

【日本】投信協運用規則は「投資信託財産が保有する有価証券を貸付けることができる」と規定している<sup>143</sup>。その金額等について制限を設けていないが、委託会社が社内規定を整備し適切に執行することなどを要求している<sup>144</sup>。

【米国】投資会社法は「金銭または財産を貸し付けてはならない場合」として、「(a)ファンドの投資方針により貸付が認められない場合」または「(b)貸付の相手方が当該ファンドを支配している場合、または貸付の相手方と当該ファンドが共通の者による支配を受けている場合」を規定している<sup>145</sup>。したがって、これ以外は貸付可能であると考えられ、量的制限などは設けられていない。

【欧州】UCITS 指令はローン（金銭貸付）の提供を禁止しているが<sup>146</sup>、有価証券の貸付については記述がない（可能と解釈できる）。

## （５）レバレッジ規制

本件については、借入れ制限とデリバティブ利用制限を取り上げる。

### ①借入れ制限

【日本】投信協運用規則は、資金の借入れについて「解約代金支払い目的及び分配金再投資型投資信託の分配金支払い目的に限り、細則で定める限度額の範囲内で資金の借入れの指図を行うことができる」と規定している<sup>147</sup>。細則では「解約代金支払い目的の場合、借入期間は顧客への解約代金の支払日から投資信託財産で保有する有価証券等の売却代金等の受渡日・入金日まで、限度額は当該有価証券等の売却代金等の額とし、分配金再投資型投資信託の分配金の支払いの場合は、分配金の支払日から翌営業日まで分配金再投資額を限度額とする。」ことを規定している。

【米国】投資会社法は、オープンエンド型ファンドによる上位証券（社債など）の発行を禁じる一方で銀行借入れは認めている。ただし、資産担保率（借入金に対する資産の割合）を 300%（3 倍）以上に保つことを要求している<sup>148</sup>。借入前純資産を 100 とし借入限度額 X を計算すると、 $(100 + X) / X = 3$  から X は 50 となり、借入前の純資産に対しては 50%以内ということになる。

【欧州】UCITS 指令は、借入れを原則として禁止<sup>149</sup>したうえで、加盟国は、一時的な借入れに限りファンド資産の 10%まで認めることが出来る<sup>150</sup>としている。

### ②信用取引・空売り規制

【日本】投信協運用規則は信用取引を売付に限って認めており、「建玉の時価総額は、当該

---

<sup>143</sup> 投信協運用規則 15 条 1 項 3 号

<sup>144</sup> 投信協運用規則 15 条 2 項

<sup>145</sup> 投資会社法 21 条

<sup>146</sup> UCITS 指令 88 条

<sup>147</sup> 投信協運用規則 15 条 1 項 9 号

<sup>148</sup> 投資会社法 18 条(9)項(1)号

<sup>149</sup> UCITS 指令 83 条 1 項

<sup>150</sup> UCITS 指令 83 条 2 項

投資信託の財産の純資産総額の範囲内とする。なお、現渡し又は買戻しによる決済のいずれも可能とする」と規定している<sup>151</sup>。また、債券の空売りを認めており「空売りに係る債券の時価総額は、当該投資信託の財産の純資産総額の範囲内とする」と規定している<sup>152</sup>。

【アメリカ】投資会社法は、「取引の清算のため必要な短期信用を除き、証拠金により証券を購入すること」、「当該ファンドが参加している引受に関する場合を除き、証券の空売りを行うこと」を禁止している<sup>153</sup>。

【欧州】UCITS 指令は譲渡可能証券等の空売り（uncovered sales）を禁止している<sup>154</sup>。なお、信用取引における買いについては、借入れ規制に抵触するため出来ない。

### ③デリバティブの利用制限

【日本】投資運用業のデリバティブ利用制限を規定した金商法内閣府令 130 条 1 項 8 号を受けて、投信協運用規則 17 条は、デリバティブ取引等に係る投資制限として「金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動その他の理由により発生し得る危険に対応する額としてあらかじめ委託会社が定めた合理的な方法<sup>155</sup>により算出した額が当該投資信託財産の純資産総額を超えない」よう要求している。

【米国】米国投信のデリバティブ規制は、従来、ファンドの資本構成（負債）規制<sup>156</sup>の一環として取り扱われてきた。その経緯は次の通りである。

1940 年投資会社法は、1929 年の大恐慌時の教訓（当時主流を占めていたクローズドエンド型ファンドが、社債発行や銀行借入れにより数倍のレバレッジを効かせた運用を行っていた結果、株価暴落によりファンド純資産価値が株価の数倍も下落したこと）を生かして制定された。そのため、レバレッジ規制の観点からオープンエンド型ファンドについても（5）①で記述した借入れ制限を設けた。しかし、当時はデリバティブ取引が一般的でなかったことから、デリバティブ取引については特に明記していなかった。

そのため、デリバティブの種類・取引量が拡大する中で、SEC は 1979 年発出のガイダンス<sup>157</sup>や、その後 30 通以上もの（個別ケースに対応した）ノーアクション・レター<sup>158</sup>の積み重ねによりデリバティブ取引を規制してきた。その基本的考え方は、デリバティブ取引の決済義務を、投資会社法 18 条が禁止する「上位証券の発行」とみなす<sup>159</sup>が、決済義務をカバーするため、現金・米国政府債など流動性の高い資産をファンドの保管銀行に分別預

<sup>151</sup> 投信協運用規則 15 条 1 項 1 号

<sup>152</sup> 投信協運用規則 15 条 1 項 6 号

<sup>153</sup> 投資会社法 12 条(a)項(1)号、(3)号

<sup>154</sup> UCITS 指令 89 条

<sup>155</sup> 投資信託等の運用に関する規則に関する細則 6 条の 2 において、簡便法、標準的方式、VaR 方式の三つの方法を規定している。

<sup>156</sup> 投資会社法 18 条

<sup>157</sup> SEC Investment Company Act Release 10666, issued in 1979

<sup>158</sup> SEC “Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies” “December 11, 2015, p.19

<sup>159</sup> 18 条(g)項の上位証券の定義の中にある “evidence of indebtedness” の範疇に入るとしている（注 67 の提案文書の pp22,23）

託するなどを行えば、その部分について「上位証券の発行」とはみなさないというものである。

そして、SEC はデリバティブ規制の一元化と強化をはかるため、15年12月に新デリバティブ規制を提案した<sup>160</sup>。そのポイントは、デリバティブ取引による過度な投機を防止するために、ETFを含めデリバティブ取引のエクスポージャーをファンド純資産の150%以下に制限する（ただし、デリバティブ取引がリスクヘッジに用いられていると判断される場合にはファンド純資産の300%以下とする）ことにある。

この提案に対し、ICI（米国投信協会）は、エクスポージャー数値による規制に反対し、代わりにSEC提案にも盛り込まれている「デリバティブ取引をカバーする高流動資産の分別管理」によって対応すべきだとしている<sup>161</sup>。また、世界最大のETF運用会社であるブラックロック社は、SECが懸念するリスクのある「レバレッジETF」は米国ETF総資産の2%に過ぎないと指摘したうえで、ETFは一般ファンドと分けて取り扱うべきだと主張している<sup>162</sup>

以上のSEC提案の帰着については、提案時から2年近く経過した本稿執筆時点でも結論が出ていない。仮に原案通り規則化された場合には、現存するレバレッジ型（インバース型を含む）ETFの中には解散等を余儀なくされるファンドが出ると見られている（なお、レバレッジETFは対象指数の値動きに追随して先物ポジションを変動させるため「市場価格の変動を増幅させる（プロシクリカルな）側面がある」と一般に指摘されている）。

【欧州】UCITS指令は、デリバティブのグローバルエクスポージャーがポートフォリオの純資産価値を超えないことと規定し、エクスポージャーの計算方法等を定めている<sup>163</sup>。なお、個別のカウンターパーティー・リスクについては、他の投資と合算のうえ制限されることは前述の通りである。

## （6）流動性規制

世界的に投信の規模が大きくなったことから、近年「証券市場にショックが発生した場合に投信に解約が殺到して、投信の組入れ証券が大量に売られてショックを増幅させるのではないか」といった懸念がFSB、IMFといった国際機関から表明された。それを受けて、後述するように米国ではSECが16年に流動性規制を導入した。

【日本】MMF、MRFについては流動性規制があるが、一般ファンドについては特に規制はない。

---

<sup>160</sup> 注67に記載の文書

<sup>161</sup> David W. Blass General Counsel, Investment Company Institute [2016] Re: *Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies* (File No. 24-15)", March 28 2016

<sup>162</sup> Barbara Novick, Vice Chairman and Benjamin Archibald Managing Director, BlackRock Inc. "Re: Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies, File Number S7-24-15 March 28, 2016

<sup>163</sup> UCITS 指令 51条3項

【米国】MMFについては以前から流動性規制があった。SECは15年9月にMMF以外のオープンエンド型ファンド全般について、「解約請求に応じられなくなるリスクやファンド資産の稀薄化を防ぐため」新たな流動性規制を提案、各方面からの意見を集約したうえで、16年10月に最終的に規則を制定した<sup>164</sup>。

最終規則においては、MMF以外の各ファンドに対し、①資産を流動性に応じ4つに区分して管理すること、②高流動性資産（現金および3営業日以内に市場価格に大きな変動を与えずに換金できる資産）の最低保有比率を設定すること、③非流動性資産（市場価格に大きな変動を与えずに7日以内に換金できないと見込まれる資産）の比率を15%以内に収めること、を含む流動性管理プログラムの策定を求めている。

なお、ETFについては提案段階ではすべて一般（非上場）ファンドと同様の規制を適用するとしていたが、最終規則においては、現物引渡しの形で解約請求に応じるETFについては一般ファンドとはリスクが異なるとして、上記の①②についての適用を除外した。そして別途ETF特有のリスクに対応するため、ポートフォリオの流動性と裁定機能との関係などに配慮した流動性管理プログラムの策定を求めるに止めている。なお、上記③については、従来SECのガイダンスに記載していた事柄をSEC規則として明文化したものである（非流動性資産としてプライベート・エクイティ、不動産などを想定していた）<sup>165</sup>。

【欧州】MMFについては、UCITS指令を補完するMMF規制（17年6月30日官報掲載、18年1月施行）<sup>166</sup>の中に流動性規制が設けられた。一般ファンドについては、（16頁で触れた）UCITS指令50条2項における「50条1項に定める対象以外の譲渡可能証券および短期金融証券への投資を資産の10%以内に制限」を流動性規制とする解説がある<sup>167</sup>。

なお、IOSCO（証券監督者国際機構）は、13年に公表した「集団投資スキーム（CIS）の流動性管理原則」を強化するものとして、17年7月に「ファンドの流動性リスク管理に関する提言<sup>168</sup>」と題する市中協議文書を公表している。

## （7）企業支配・ファンド支配の排除

【日本】投信法および内閣府令は株式について、一投資信託委託会社が運用する全ての委託者指図型投資信託において保有する同一企業の株式が、当該企業の発行済株式総数の50%を超えてはならないと規定している<sup>169</sup>。

<sup>164</sup> SEC "Investment Company Liquidity Risk Management Programs" October 13, 2016

<sup>165</sup> SEC "Open-End Fund Liquidity Risk Management Programs; Swing Pricing; Re-Opening of Comment Period for Investment Company Reporting Modernization Release, September 22, 2015

<sup>166</sup> REGULATION (EU) 2017/1131 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 14 June 2017 on money market funds。なお、本規制はUCITS指令と異なり、加盟国に直接適用される。

<sup>167</sup> EY(Ernst & Young) "European mutual funds, An Introduction to UCITS for US asset managers"

<sup>168</sup> IOSCO "Consultation on CIS Liquidity Risk Management Recommendations" July 2017

<sup>169</sup> 投信法9条、投信法施行規則20条

また、ファンドへの投資につき、投信協運用規則は一投資信託委託会社が一ファンドに投資できる額は、投資されるファンドの純資産総額の 50%を超えてはならない（ただし組み入れ対象ファンドを運用する委託会社の同意があれば 50%超も可能）と規定している<sup>170</sup>。

【米国】投資会社法は、分散型ファンドについて、総資産の 75%部分につき一発行者の社外議決権証券の 10%以下に保有を制限している<sup>171</sup>。また、内国歳入法は、ファンド総資産の 50%以上の部分につき一発行者の社外議決権証券の保有を 10%以下に制限している。

ただし、日本のような運用会社ベース（運用ファンド全部の合計値）の制限はない。

他ファンドへの投資については、当該ファンドの社外議決権証券の 3%を超えることを禁止している<sup>172</sup>（ただし、(3) で述べたファンド・オブ・ファンズについては適用しない）。また、日本のような運用会社ベースの制限は見当たらない。

【欧州】UCITS 指令は、「投資会社または契約型ファンドの管理会社は、発行体の経営に重要な影響を与える議決権を持つ株式を保有できない」と規定したうえで「更なる調整がなされるまで加盟国は他の加盟国が現行法下で規定する規則に注意を払うものとする」と規定し<sup>173</sup>、具体的な制限方法は各国に委ねている。ちなみに、ドイツ投資法は一運用会社が管理する全てのファンド（特定資産）合計で、同一発行者の株式保有を総議決権の 10%までに制限している。

なお、ファンドへの投資は対象ファンド残高の 25%以内に制限している<sup>174</sup>。

## （8）利益相反行為規制、その他投資家保護のための規制

【日本】金商法は、投資信託委託会社が次の行為を行うことを禁止している<sup>175</sup>。

① 自己またはその取締役・執行役との間における取引を行うこと（内閣府令で定めるものを除く）、② 運用財産相互間において取引を行うこと（内閣府令で定めるものを除く）、③ 特定の金融商品等に関して、取引に基づく価格等の変動を利用して、自己または第三者の利益を図る目的をもって、正当な根拠を有しない取引を行うこと、④ 通常取引と異なる条件で、かつ、その条件での取引が受益者の利益を害する取引を行うこと、⑤ 運用として行う取引に関する情報を利用して、自己の計算において有価証券の売買その他の取引等を行うこと、⑥ 損失補てん・利益追加のため、自己または第三者が受益者または第三者に財産上の利益を提供すること。⑦以上のほか、投資者の保護に欠け、もしくは取引の公正を害し、または金融商品取引業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為。

なお、上記の⑦について、金商法内閣府令は、①自己の監査役、役員に類する役職にある者又は使用人との間における取引を行うこと、②自己又は第三者の利益を図るため、受益者の利益を害することとなる取引を行うこと、③第三者の利益を図るため、運用の方針、運用財産の額又は市場の状況に照らして不

<sup>170</sup> 投信協運用規則 12 条 3 項

<sup>171</sup> 投資会社法 5 条(b)項 1 号

<sup>172</sup> 投資会社法 12 条(d)項(1)号(A)

<sup>173</sup> UCITS 指令 56 条 1 項

<sup>174</sup> UCITS 指令 56 条 2 項(c)号

<sup>175</sup> 金商法 42 条の 2

要な取引を行うこと、④他人から不当な取引の制限その他の拘束を受けて運用財産の運用を行うこと、⑤有価証券の売買その他の取引等について、不当に取引高を増加させ、又は作為的な値付けをすることを目的とした取引を行うこと、⑥第三者の代理人となって当該第三者との間における取引を行うこと、⑦運用財産の運用に関し、取引の申込みを行った後に運用財産を特定すること、その他を規定している<sup>176</sup>。

また、投信協運用規則は、「委託会社は、投資信託財産と利害関係人との取引若しくは利害関係人が発行する有価証券等の取得又は処分に係る指図を行うに当たっては、受益者に対する忠実義務に十分留意するものとする」と規定している<sup>177</sup>。

なお、上記に加え投資信託協会は、17年5月に、利益相反の管理をふくめ投信委託会社が実践すべき10項目から成る「投資信託の信認のための行動憲章」を策定し公表した<sup>178</sup>。

【米国】投資会社法17条は、ファンドの関係者、発起人、元引受人、またはそれらの関係者がファンドと取引することを幅広く規制している。これについて、ICI発行の2017 Investment Company Fact Bookは、「1940年投資会社法は、ファンドとファンドのインサイダーまたは関係会社（ファンド投資顧問の親会社など）との取引を強固かつ詳細に規制している。これは、1920年代に（ファンド組入れ証券の売買、ファンドによる貸付、関連ファンドへの投資等に関して発生した）ファンド関係者の問題取引への対応として規定された」とした上で、規制のポイントとして次の3点を挙げている。

- ①ファンドと関係者との直接取引の全般的禁止。
- ②ファンドと関係者が共同して第三者と取引することの全般的禁止。
- ③ファンドが関係投資銀行の引受証券を買い付けることの禁止により、投資銀行が売れない証券をファンドに押しつけることの防止。

【欧州】UCITS指令は加盟国規制当局に対し、次の規制を設けるよう求めている。

①管理会社が常に順守すべきプルーデンスル・ルールを制定すること<sup>179</sup>。特に、従業員の個人的取引や管理会社の自己資産による金融資産の保有に関する規則を定めること、管理会社とUCITSの間、およびUCITS間などに生じる利益相反リスクを最小限に抑える会社の構造・組織にすること、管理会社が投資一任顧問業務を兼営する場合には、その口座に（顧客から事前承諾を得ない限り）UCITSを組み入れないことなど。②管理会社の行為規則を制定すること<sup>180</sup>。その中では、管理会社が正直・公正に、技能・配慮・勤勉さをもって、運用するUCITSの最大利益と市場の信認のために行動すること、利益相反を回避し、それが避けられない時には運用するUCITSが公正に扱われることを確保することなど。

---

<sup>176</sup> 金商法内閣府令130条

<sup>177</sup> 投信協運用規則5条

<sup>178</sup> <http://www.toushin.or.jp/topics/2017/16583/>

<sup>179</sup> UCITS指令12条

<sup>180</sup> UCITS指令14条



## (9) 運用の外部委託

本稿第1部においても触れた通り、運用の外部委託は日・米・欧とも可能である。

日本にあつては金商法・投信法、欧州にあつては UCITS 指令が、投信委託会社（日本）、管理会社（欧州）による資産運用業務の外部委託を認めている<sup>181</sup>。ただし、いずれも業務の全部を委託することはできない<sup>182</sup>

また、米国の投資会社法・投資顧問法は、ファンドの投資顧問会社が他の投資顧問会社とサブアドバイザー契約を結ぶことを禁止していない。

## (10) パフォーマンスフィー（投資実績による変動運用報酬）採用の可否

【日本】金商法、投信法等に特に規定はない。採用可能であり、フィーの決め方にも制限はないと考えられる。

【米国】投資顧問法は、「譲渡益または値上がり益の一部として運用報酬が支払われる」投資顧問契約を禁止している<sup>183</sup>。しかし、投資会社法に規定するファンドとの契約については、一定の条件を満たす場合にパフォーマンスフィーの採用を認めている。

その条件とは、①投資成果がファンドの一定期間における平均値に基づき計算され、②ファンドの投資成果が適当な株価指数等の配当込収益率（以下「指数等」と同一である場合を基準とし、③ファンドの投資成果と指数等との比較により加算・減算を同一方法で（上下対称で）行うことである<sup>184</sup>（言い換えればヘッジファンドのように、「市場指数等との相対比較でなく絶対収益率に基づく」方式、「加算だけあって減算はない」方式、あるいは「加算・減算方法が対称でない」方式は認められない。）

【欧州】UCITS 指令は、管理会社がファンドに請求できる報酬等については、参加国またはファンド規則が定めると規定している<sup>185</sup>。したがって、パフォーマンスフィーは、各国当局が禁止しない限り採用可能であるといえよう。

## 【V 1. 資産運用に関する規制のまとめ】

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要件など）。一方、米国では会社型ファンドである（ファンドに独立した法人格がある）ことから、ファンド単位での管理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国と異なり、自主規制機関である投資信託協会の運用規則によって規制している部分が多い。

<sup>181</sup> 日本は金商法 42 条の 3、欧州は UCITS 指令 13 条

<sup>182</sup> 日本は金商法 42 条の 3、投信法 12 条、欧州は UCITS 指令前文 (16)

<sup>183</sup> 投資顧問法 205 条(a)項(1)号

<sup>184</sup> 投資顧問法 205 条(b)項(2)号、(c)項、投資顧問法規則 205-1,205-2

<sup>185</sup> UCITS 指令 90 条

## 2. 投信資産運用の現状と関連事項

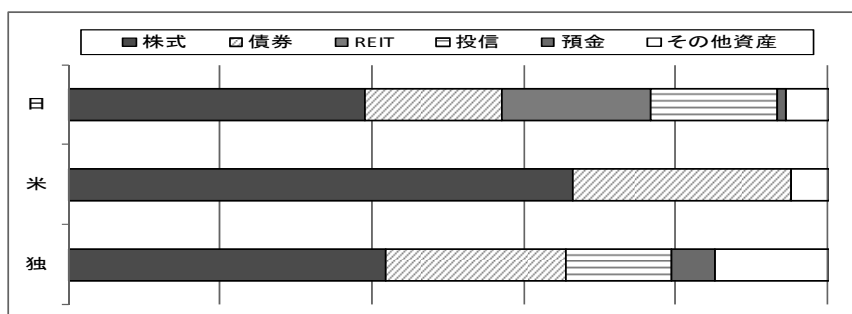
ここでは、(1) 主要国の投信資産構成、(2) 投資のグローバル化の状況、(3) ポートフォリオの売買回転率、(4) ファンドの運用方式（ファンドマネージャー制、委員会制など）、(5) パッシブ運用とアクティブ運用（①歴史的推移、②投資パフォーマンス）、(6) パフォーマンスフィー、(7)（パフォーマンスだけでなく）資産運用業の幅広い役割の見直しの必要性について取り上げる。

### (1) 主要国の投信資産構成

16年末現在の日・米・独の公募長期投信の資産構成を比較すると図表 24 の通りである。国によって区分が異なること、米国はファンド・オブ・ファンズの数字を含めていないことから単純には比較できないが、日・独にくらべ米国は株式への投資割合が高いことを指摘できよう。一方、日本は投資証券（REIT）の比率が高く、独は債券の比率がやや高い。

なお、投信全体の資産構成を決めているのは運用会社ではなく投資家である。何故なら、株式・債券・現金のどれにも自由に（運用会社の裁量で）投資するファンドは少なく、各ファンドは国内株・国内債・外国株・外国債のいずれか等に投資範囲を限定しているので、投資家のファンド選択の集合が投信全体の資産構成となると考えられるからである。

【図表 24】日・米・独の公募投信全体の資産構成



（注）米はファンドオブ・ファンズを含んでいない。

【出所】日本は投信協会統計、米はICI統計、独は Bundesbank 統計月報より作成

### (2) 投資のグローバル化の状況

外国への投資割合（これも（1）の資産構成と同様に投資家の選択を反映している）の変化を比較すると図表 25 の通りである（米国については内外の構成データがないため、外国投資ファンドの割合を取っている）。

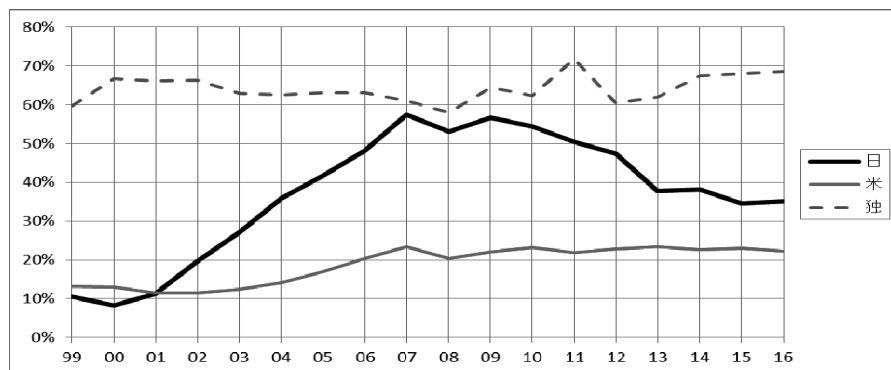
日本は、2000年代に入って外債に投資する毎月分配型ファンドの拡大にともない外国投資比率が急上昇し、07年に5割を超えた。その後、円高による為替差損の発生、13年頃からの国内株価の回復などを反映して、16年末には35%程度となった（なお、ETFを除く）

た株式投信に占める外貨建純資産比率は16年末で46%である<sup>186</sup>)。ただし、近年ファンド・オブ・ファンズが増えており、組入れ対象の円建て投信が保有する外貨建証券は投資信託協会集計の外貨建資産にカウントされていないため、実質的な外貨建証券比率はもっと高いと思われる。

独は、投信の規模にくらべ自国市場が小さいことなどにより以前から外国投資比率が高く、一貫して6~7割を維持している。一方、自国の証券市場が大きくリターンも良好な米国においても、外国投資ファンドの比率が02年の1割から07年に2割を超えた。

なお、図には示していないが、株式と債券とに分けて外国投資比率を見ると、日本は毎月分配型ファンドのインカムニーズを反映して圧倒的に債券の外国投資比率が高く(16年末で株式は19%、債券は70%)、独はほぼ同水準(株式66%、債券74%)、米国は株式の外国投資比率が高くなっている(株式25%、債券14%)。

【図表 25】 日・米・独の外国投資比率の推移



(注) いずれも株式・債券合計(余資その他は含まない)の海外投資比率。米は株式ファンド・債券ファンド

(免税地方債ファンドを除く)合計のうちの世界株式ファンド・世界債券ファンド合計の比率をとった。

【出所】日本は投信協会統計、米はICI統計、独はブンデスバンク統計月報より作成

### (3) ポートフォリオの売買回転率

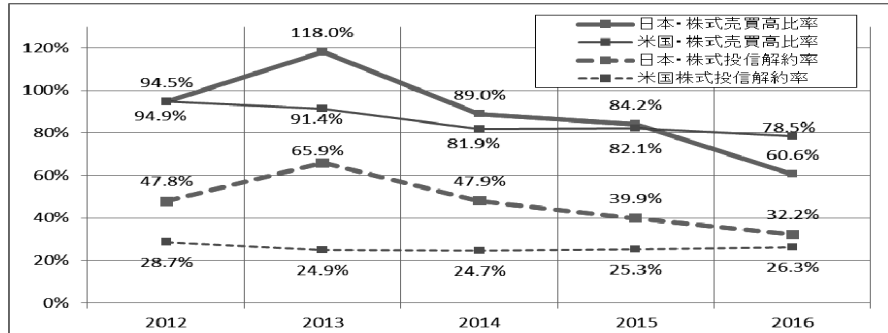
投信組入れ株式の売買高比率(年間株式売買金額の平均組入株式時価総額に対する割合)を、データの得られる日米について比較すると、図表 26 の通りである。

日本の売買高比率は米国よりやや高い傾向にあったが、その理由として、図表 8 の下段に点線で示すように、ファンドの解約率(年間解約額の平均純資産に対する割合)が高く、組入れ株式の多額売却を迫られたことが影響していたと考えられる。事実、解約率が低下した16年には、日本の売買高比率は米国より低くなっている。

なお、図には示していないが、日本の売買高比率を国内株式と外国株式に分けて計算してみると、外国株式の売買高比率が恒常的に高く国内株の2倍程度で推移していた。

<sup>186</sup> 投資信託協会「投資信託の主要統計等ファクトブック」(2017年6月)

【図表 26】日米の株式売買高比率



【出所】日本は投信協会データ、米国はICIデータより計算・作成

また、「売買回転率」という見方をする場合、米国ではSECがファンド年次報告書に「(期中の有価証券「買付額“か、”売却額“のどちらか小さい方)の(期中平均組入有価証券時価総額)に対する割合」を”Portfolio Turnover Rate”として記載するよう定めている。その考え方は次のようなことであると思われる。

**(参考) 米国の売買回転率の考え方 (ポートフォリオ入れ替え率を売買回転率とみる)**

ファンドから資金が流出している(解約が多い)ときは、運用も売りが多くなるであろう。その状況下では、小さい方の「買い」の金額が純運用(ポートフォリオ入れ替え)部分を表すであろう。逆に資金が流入している(設定が多い)ときには、運用も買いが多くなるであろう。その状況下では、小さい方の「売り」の金額が純運用(ポートフォリオ入れ替え)部分を表すことになろう。

以上を総合すれば、売りか買いのどちらか小さい金額が、資金変動にもなう売買を除いた純運用(ポートフォリオ入れ替え)部分を表すであろう。

上記のSECの考え方により売買回転率を簡便計算<sup>187</sup>すると、当然のことながら上記の売買高比率の2分の1以下になり、16年の場合、日本が30.2%、米国が38.6%となった。

**(4) ファンドの運用方式 (ファンドマネージャー制、委員会制など)**

ファンドを運用する方式としては、ファンドマネージャー制、マルチマネージャー制(ファンド資産を数個に分割し、各々を異なるマネージャーが裁量権を持って運用する方式であり、米国キャピタルリサーチ社が古くから採用していることで有名)、チーム制、委員会制等がある。

日本は、各社のホームページを見ると、「主たる投資方針は投資委員会で決定し、それにもとづき各ファンドの担当者が運用を行う」組織運用を採用している会社が(特に国内系会社について)多いように思われる。

<sup>187</sup> 厳密には株式・債券合計について計算すべきであるが、ここでは株式だけについて買付額・売却額のどちらか小さい額を、保有株式時価総額の前年末と当年末の平均で除して計算した。

一方、米国では一般的にファンドマネージャー個人の裁量権が強い。そのため、投信評価機関がファンドの定性評価をおこなう際には、ファンドマネージャーの担当年数の長さ、交代頻度、ファンドマネージャーが自己の運用するファンドを保有しているか、などが重要な評価基準になっている。

以上の運用方式の違いを反映して、目論見書などにおける投資家への情報開示要件が日・米で異なる。組織運用をおこなう日本は、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令が、交付目論見書の記載要件として「ファンドの運用体制（組織、当該運用体制に関する社内規則、内部管理およびファンドに関する意思決定を監督する組織、人員および手続ならびにこれらの者の相互連絡等・・・）」を掲げている<sup>188</sup>のに対し、米国ではファンドマネージャー個人に関する情報が重視されている。

### [ファンドの運用方式に関する私見]

組織運用制とファンドマネージャー制のどちらが良いかについては、図表 27 に示すように一長一短がある。筆者は、「個人の能力を存分に発揮させることができる」などファンドマネージャー制の良さを生かしながら、その欠点（ファンドマネージャーが離脱した際のリスクが大きいこと）をカバーする方法としてマルチマネージャー制は優れているのではないかと考えている。

なお、日本のメディア等の中に「日本は米国のようにファンドマネージャー情報が開示されていないことが問題だ」との批判があることについては、日米の運用方式の相違を考慮していない議論ではないか（仮にファンドマネージャー情報が最重要であるなら、先ず内閣府令を変更すべきではないか）と考える。

【図表 27】 ファンドマネージャー制と委員会制の長所と短所

	ファンドマネージャー制	委員会制
長所	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 個人の能力を存分に発揮させることができる</li> <li>2. 機動的運用が可能</li> <li>3. 責任の所在が明確である</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. ファンド毎のパフォーマンスのばらつきが少ない</li> <li>2. 極端に過激な運用が避けられる</li> <li>3. 意思決定の内容・プロセスをフォローしやすい</li> </ol>
短所	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. ファンドマネージャーの離職・病気・事故などの場合のリスクが大きい</li> <li>2. ファンド毎にパフォーマンスのばらつきが出る</li> <li>3. 一個人に任すので意思決定の内容・プロセスが分かりにくい</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 中庸・最大公約数的結論となり、責任もあいまいになる</li> <li>2. 個人の能力を最大限に発揮させることが困難</li> <li>3. 運用方針の修正等について機動性に欠ける</li> </ol>

【出所】 諸資料等から筆者作成

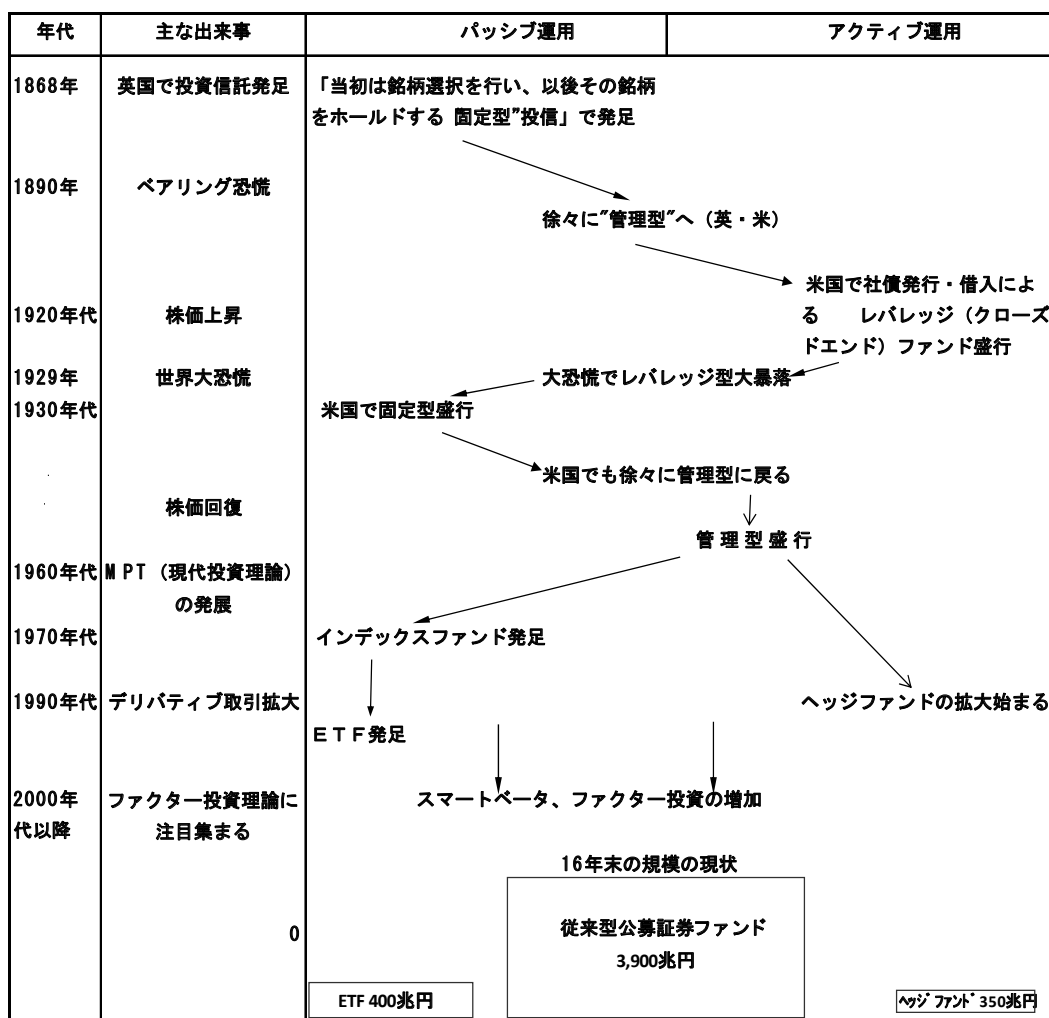
<sup>188</sup> 特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第4号様式（記載上の注意）(17)運用体制。

## (5) パッシブ運用とアクティブ運用

### ①歴史的推移

投信の運用についてアクティブ運用とパッシブ運用の盛衰の歴史をみると、図表 28 の通りである。要約すれば、両者の間で振り子は極端から極端に振れてきたが、軸はオーソドックスなアクティブ運用にあったと言えよう。

[図表 28] 世界の投資信託におけるアクティブ運用とパッシブ運用の歴史的变化



[出所] 各種資料にもとづき筆者作成

英国で1868年(明治元年)に生まれたフォーリン・アンド・コロニアル・ガバメント・トラストは、ファンド出発時に選択した債券を原則として満期まで保有する固定型投信で

あった。その後、英国の投信は徐々に銘柄入れ替えを行う管理型に移行し、1890年のベアリング恐慌時に多くのファンドの資産価値が暴落した後は、分散投資の徹底など堅実な経営政策が強調された。

この英国における暴落の経験は大恐慌時の米国で生かされなかった。すなわち1929年の暴落前の米国クローズドエンド会社型投信は、社債発行等による借入れ資本を活用し、いわゆるレバレッジ（槌作用）付きの株式投資を行って大幅な値上がりをねらっていた（資本金の20倍に当たる借入れを有する会社もあった<sup>189</sup>）。そのため、大恐慌後の株価下落の影響を大きく受け、市場価格が暴落前にくらべ40分の1の下落にしたファンドもあった<sup>190</sup>。

この失敗の結果、専門家管理の威信が失墜し、大衆投資家は「運用」を忌み嫌うようになった。その反動で1930年に生まれたファンドが、運用者の管理機能を極端に抑えた固定的単位型投信であった。これは組入れ株式をあらかじめ固定、または入替えを極端に制限するもので、ポートフォリオの内容がガラス張りである明瞭、槌作用のないこともあって投資家から安心感をもって迎えられた。

しかし、その後も株価が下落したことから固定ポートフォリオも値下がりが続き、徐々に銘柄入れ替え等の運用の必要性が再認識されることとなった。

以後、米国では1940年投資会社法の制定による法整備（分散投資義務などを規定）がなされたことも相俟って管理型への信頼感が増し、投信の主流を占めることになった。

戦後の歴史を見ると、MPT（近代投資理論）の発展にともなうインデックスファンドの発足（さらにETFへ進化）や、一方でデリバティブを活用したヘッジファンドの人気上昇など、パッシブと超アクティブの両極端の動きがあった。しかし、運用資産額の太宗を占めたのは、長期分散投資により確定利付商品のリターン+ $\alpha$ の成果を目指すオールドドックスなファンドであった。

16年末の世界のファンド残高を見ると、究極のパッシブファンドともいえるべきETFが400兆円、反対に超アクティブともいえるべきヘッジファンドが350兆円に対し、伝統的な証券投資信託（除くETF）が3,900兆円となっている。

また最近では、世界的にスマートベータ、あるいは投資ファクター理論への関心が集まり、これを活かしたファンドが増大し、パッシブ運用とアクティブ運用の境界は曖昧になりつつある。

一方、2000年代に入って世界的に株式・債券のリターンが低下している。その中で、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。

現に米国のFA（フィナンシャルアドバイザー）は、顧客のためのポートフォリオ構築にあたって、「アクティブかパッシブか（active versus passive）」ではなく、「アクティブも

<sup>189</sup> 江口行雄『投資信託発展史論』ダイヤモンド社（1961年）p.126

<sup>190</sup> Matthew Fink “The Rise of Mutual Funds” Oxford University Press, 2011 p.17

パッシブも活用する（active together with passive）」というスタンスで取り組んでいるといわれる<sup>191</sup>。そして、FA がアクティブ運用を活用する理由は「ポートフォリオのボラティリティを下げる、パッシブでは得られない戦略を取り込む、優れたパフォーマンスの可能性、アクティブ投資（特に投信、SMA）利用の経験と安心感だ」とのことである<sup>192</sup>

## ② 投資パフォーマンス

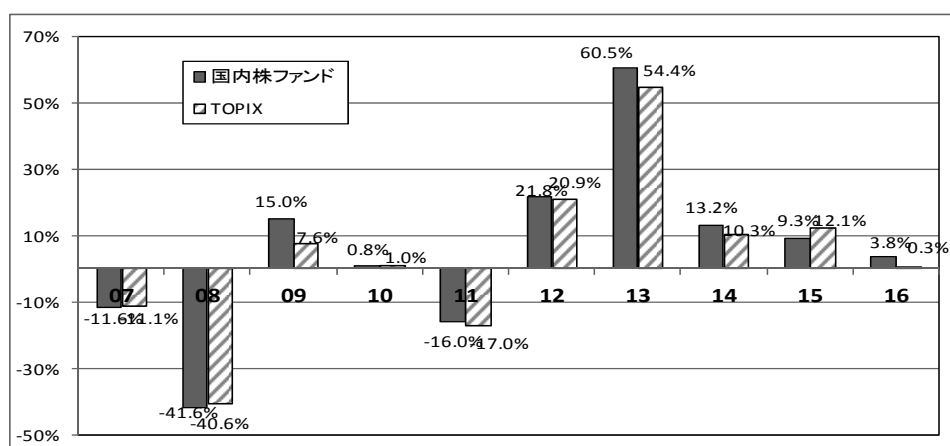
近年、世界的に「アクティブ運用のパフォーマンスはインデックスに劣っている」という論調が多いこと、また米国を中心に投資家のコスト意識が高まっていることを反映して、投資資金がアクティブ運用ファンドからパッシブ運用に向かっていることは周知の通りである。

こうした中で、モルガンスタンレー・インベスト・マネジメント社は 17 年 6 月に「パッシブ運用について語られないこと」と題するレポートを出した。その中で、筆者の Ruchir Sharma 氏は、①過去 15 年間、(米国を除く) グローバル市場対象ファンドについてはアクティブ運用ファンドが指数に勝っている、②特に新興国株ファンドや投資対象を限定しているファンド（たとえばインド株ファンド）はアクティブが強い、③米国株ファンドについても、上昇相場ではアクティブは負けているが、下落相場ではアクティブが勝っていることなどを強調している。

ちなみに、日本の国内株ファンドの最近 10 年間の実績（日本のモーニングスター社のインデックスから筆者計算）を TOPIX と比較すると図表 29 の通りである。

10 年間の平均は TOPIX が 3.8%、国内株ファンドが 5.5%となっている。

〔図表 29〕日本の国内株ファンド収益率と TOPIX 収益率の比較



(出所) 国内株ファンドはモーニングスターインデックス(分配金再投資、加重平均)より計算、TOPIXは東京証券取引所(配当込みTOPIXの投資収益率)

<sup>191</sup> ThinkAdvisor ”Advisors Sticking With Active Investments: Practical Perspectives” August 23, 2017

<sup>192</sup> 出所は注 191 と同じ



このほか、株式以外に目を向ければ、「債券についてはアクティブ運用が優位だ」という米国の有力債券ファンド運用会社ピムコ社の興味深い主張がある<sup>193</sup>。その理由として同社の Jamil Baz 氏は「102 兆ドルのグローバル債券市場の 47%は、中央銀行・保険会社など経済合理性を追求しない投資家が占めている（市場は株式市場のように効率的でない）こと、債券インデックスの中身は頻繁に変わる（入れ替え時にパッシブ運用者が買いや売りに走る）、アクティブ運用者はこれを予測しアルファの獲得を図れる」こと、債券は満期→新規発行があり、円滑な消化のため幾分割安な価格で発行されるため、ディスカウント価格で購入できる（インデックス運用では、当該債券のインデックス組入れ後に購入するためディスカウント価格で購入できない）こと」などを挙げている。

また、やや次元の異なる話であるが、いわゆるオルタナティブ資産（未公開株、不動産、インフラ、商品など）についてもプロ（アクティブ）が力量を発揮できる分野といえよう。

## （6）パフォーマンスフィー

前述の通り、米国投資会社法は、適切な株価指数等の配当込収益率（指数等）との比較によるパフォーマンスフィーのみ認めている。実際にパフォーマンスフィーを採用しているファンドは少なく、モーニングスター社によれば、17 年春の時点で 8 投信会社、ファンド数で 97 本である<sup>194</sup>。16 年末の米国投信会社数は 850 社、ファンド数は 8,066 本であるからパフォーマンスフィーの採用率は 1%程度と計算される。

実例をフィデリティ・マゼランファンドのケースで見ると、「過去 3 年間のファンド収益率（分配金再投資後）を S&P500 の配当込み収益率と比較し、その差（%）に 2%を乗じて得た率（たとえば収益率の差が 3%なら  $3 \times 0.02\% = 0.06\%$ ）をパフォーマンスフィーとして基本報酬に加減する」という方式を採っている。計算は毎月末に行い、パフォーマンスフィーは年率 0.20%を上限とすると定められている。

同ファンドの追加情報書により実績を見ると、17 年 3 月に至る 1 年間の運用報酬は、基本報酬 82,444 千ドル（平均純資産 150 億ドルに対し 0.55%）に対し、パフォーマンスフィーがマイナス 4,211 千ドル（対平均純資産 0.03%）であった。その前年は基本報酬 87,153 千ドルに対し、パフォーマンスフィーがプラス 21,397 千ドルと基本報酬の 25%に達していた。

一方、パフォーマンスフィーについて規制のない欧州では、フィナンシャルタイムズ(FT)紙の伝えるところによれば、全ファンドの 1 割以上がパフォーマンスフィーを採用している<sup>195</sup>。その内容は様々であるが、たとえば、ファンドリターンが「Libor（ロンドン銀行間

---

<sup>193</sup> Jamil Baz 「債券は違う：アクティブ運用の優位性」17 年 4 月（PIMCO ブログ）  
<https://japan.pimco.com/ja-jp/insights/japanese-blog/bonds-are-different-the-active-advantage>

<sup>194</sup> John Rekenhaller ” Performance Fees: A Small Step in the Right Direction” (12 May 2017)

<sup>195</sup> FT fm “Questions raised over the value of fund performance fees”, Sep.7,2016

取引金利、17年7月初現在で0.3%）から0.125%を差し引いた率」を上回れば（すなわち0.175%のリターンを挙げれば）10%のパフォーマンスフィーを適用するケースや、1か月の欧州銀行間金利（17年7月初現在マイナス0.37%）を基準にしているケースなどがあるとして、FT紙は批判的である。

日本は、法的規制はなく、最近、「基準価額の直近の高値」など予め定めた水準（ハイウォーターマーク）を上回った部分に対し一定の割合（20%が多い）を乗じた額を成功報酬として徴収する「ハイウォーターマーク方式」を採用するファンドが出現している。

### （7）（パフォーマンスだけでなく）資産運用業の幅広い役割を見直そう

英国投資協会（Investment Association）の委託により、英国のコンサルティング会社Oxera Consulting社は「資産運用サービスの英国経済への貢献」と題する興味深いレポートを作成した<sup>196</sup>（2016年7月公表）。

同レポートは、「資産運用サービスの機能について、一般に投資パフォーマンスにばかり目が向けられているが、資産運用会社は、集団投資スキーム自体のメリットに加え多くの付加価値を社会に提供している」として、次の諸点を挙げている。

#### ①資産運用会社が提供するもの

##### （イ）集団投資スキームの基本的機能

集団投資スキームは投資家が資本市場へアクセスすることを可能にし、資産運用会社は、証券の売買取引執行、組入れ証券の配当・利子の受領と投資家への分配、ファンドの設定・解約処理、投資家への種々の情報提供、税務処理、資産の保管・監視など一連の資産運用業務を遂行している。

（注）Oxera社のレポートは指摘していないが、筆者は、分配金自動再投資や毎月積立のシステムも投信の重要な付随サービスと考えている。

##### （ロ）多様な投資戦略

資産運用会社は、パッシブ投資（スマートベータを含む）のほか、株式投資について様々なアクティブ投資戦略（バリュウ、グロース、モーメンタム、バリュエーション付加グロース、クオンツなど）を投資家に提供している。また最近ではESG投資にも焦点を当てている。

##### （ハ）多様な資産クラスへのアクセス

資産運用会社は、多様な資産（国内株以外に、先進国株式、新興国株式、政府債、社債、不動産、インフラ、商品、インフラ、未公開株・ベンチャーキャピタルなど）へのアクセス手段を投資家に提供している。これらの資産の中には、個人では投資が困難でコスト高になるものも多い。

こうした多様な資産を活用して、資産運用会社は種々の投資目的に沿った個別資産特化

---

<sup>196</sup> Oxera Consulting LLP “The contribution of asset management to the UK economy”, July 2016

型ファンドや多資産配分型ファンドを提供している。また、特定資産のベンチマークを上回る相対リターンを目的とするファンドのほか、インフレ率や預金レートなどに連動するリターンを目指すファンドもある。

## (ニ) リスク分散

リスク分散は資産運用の要である。資産運用会社が運用する商品は、集中度の高い株式ファンドの場合ですら 20-40 銘柄程度に分散している。

個人で直接投資する場合には米国での調査によれば 3 銘柄以下しか保有していない投資家が多い。英国 FTSE100 銘柄を対象にしたボラティリティ分析によると、2 銘柄の組み合わせのボラティリティは FTSE100 に比べ 34% も高く、一方、15 銘柄分散ポートフォリオのボラティリティは FTSE100 をわずか 5% 上回るだけであった。また、異なる資産クラスに分散した場合の実績分析によれば、単一資産クラスに比べボラティリティが 11~23% 減少しており、さらに株式・債券以外のオルタナティブ資産を用いれば一層大きな分散効果を得られる。

以上のように資産運用サービスは、個人では難しい投資対象の拡大と分散投資により、リスク・リターンのトレードオフの改善に寄与している。

## (ホ) リスク管理戦略

資産運用会社は、空売りやデリバティブの活用、年金基金等への負債マッチング投資戦略の提供など様々なリスク管理方策も提供している。

## (へ) 非流動性資産への流動性の付与

資産運用会社は、オープンエンドファンド（ETF を含む）やクローズドエンドファンドの運営を通じ、不動産・社債・小型企業株式など流動性の小さい資産に流動性を付与している。

## ②規模のメリットの重要性

資産運用サービスを通じ、投資家は次のような規模のメリットを享受できる。

- (イ) 分散ポートフォリオの構築
- (ロ) 証券の売買コストの低減
- (ハ) ポートフォリオ管理コストの低減

個人投資家は、資産運用サービスを通じないで、英国の大型株ポートフォリオを持つには一度に 5 万ポンド（約 700 万円）以上の資金を必要とする。しかも、その資金では他資産への投資が出来ないうえ、別途、時間とスキルの問題もある。

## ③行動バイアスへの対応

個人投資家は、分散が不十分なポートフォリオを持ちがちであり、また、「自信過剰」、「損失回避志向（利食いは早く損切りは遅くなる傾向）」により、税引き前リターンの低下や、値下がり証券の売却→ロスの申告による節税機会の喪失を招く、「（自国市場への投資に偏る）ホームバイアス」といった行動ファイナンスが指摘する問題点をかかえている。また、分散ポートフォリオの維持に必要なリバランスを怠りがちである。

資産運用サービスの利用により、個人投資家は上記のような個人が陥りがちな行動バイアスの悪影響を回避することができる。

## [V 2. 資産運用の現状と関連事項まとめ]

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については、日本と米国とで異なると考えられが、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、いずれにしても投資家目線に立ってリスク資産にふさわしいリターンを追求することを基本におくべきではないだろうか。そして、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 の活用によるコスト削減、AI を活用した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いまも言うまでもない）。

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。

### (付属資料) UCITS 指令 50 条 1 項が掲げる投資対象 (本文 43 頁関連)

(a) Directive 2004/39/EC の 4 条 (1) 項 (14) 号に定義された規制市場で取引される譲渡可能証券および短期金融証券

(b) 他の EU 加盟国の規制市場（定期的に開催され。認知され、公に開かれた市場）で取引される譲渡可能証券および短期金融証券

(c) EU 加盟国以外の証券取引所上場証券、EU 加盟国以外の規制市場（定期的に開催され。認知され、公に開かれた市場）で取引される譲渡可能証券および短期金融証券。ただし、その証券取引所または市場の選択が監督当局によって承認され、または法、ファンドの規定・定款に定められている場合に限る。

(d) 新規発行の譲渡可能証券で 1 年以内に上場または規制市場（定期的に開催され。認知され、公に開かれた市場）での取引開始が予定されているもの。ただし、その証券取引所または市場の選択が監督当局によって承認され、または法・ファンド規定・ファンド定款に定められている場合に限る。

(e) 本指令で認可された UCITS、または 1 条 2 項 (a) 号および (b) 号の意味における集団投資スキームの持分。それは EU 加盟国内で設立されたかどうかを問わず次の条件を満たすもの。

(i) UCITS 母国の監督官庁が EU 法で定めているものと同様の監督態勢を持つと見なす法の下で認可された集団投資スキームであり、監督当局間の十分な協力が保証されていること、(ii) 投資家保護の水準が UCITS に匹敵すること。特にファンド資産の分別管理、借入れ、貸付け、譲渡可能証券および短期金融証

券の空売りに関する規則が本指令の要件に匹敵すること、(iii) 各決算期の資産・負債、収入および運用状況の評価を可能とする報告が半期および年次報告書に記載されていること、(iv) ファンドの約款または定款により、他の UCITS または集団投資事業への投資の合計額がファンド資産の 10%を超えないとされていること。

(f) 要求払い、または 1 年以内に満期となる預金。ただし、預入れ金融機関は、EU 加盟国内に登録オフィスを持つ金融機関か、登録オフィスが EU 域外である場合には当該 UCITS の本国監督機関により、その金融機関は EU と同等のブルーデンシャル・ルールの下にあると判断される場合に限る。

(g) 金融デリバティブ (同様の現金決済取引を含む)。それは(a),(b)(c)で規定された規制市場で取引されるもの、および店頭 (OTC) 取引で次の条件を満たすものに限る。(i) デリバティブの対象原資産が本項でカバーされるもの、金融指数、金利、外国為替相場または通貨であって、当該 UCITS が約款または定款で投資可能と規定しているもの、(ii) OTC デリバティブの契約相手先 (カウンターパーティ) は、ブルーデンシャル監督の対象となっている機関であって、当該 UCITS の本国監督機関が承認した範囲 (カテゴリー) に入っていること、(iii) 当該 OTC デリバティブは、信頼できかつ検証可能な日々評価ができるものであって、当該 UCITS の主導のもと、いつでも反対取引により公正な価格で売却・清算・取引終了が可能であること。

(h) 2 条 1 項 o 号の短期金融証券 (通常マネーマーケットで取引され、流動性があり、常時正確に計測できる価値を有するもの) であって、規制市場で取引されているもの以外のもの。それは、その短期金融証券の発行または発行者自体が投資家および貯蓄保護の目的で規制されており、次の条件を満たすものに限る。

(i) EU 加盟国の中央、地方政府または中央銀行、欧州中央銀行、共同体または欧州投資銀行、EU 加盟国以外の国、連邦政府の場合は連邦を構成するメンバー、EU 加盟国が属する公的国際機関によって発行または保証されるもの、(ii) 本項(a),(b),(c)号に掲げた規制市場で取引される証券の発行体が発行したものの、(iii) 共同体の法律によって定義された基準に沿ったブルーデンシャル監督の下にある発行体、または共同体の法律と同等の厳しさを持つと監督当局によって判断されるブルーデンシャル規則を遵守する発行体によって発行または保証されるもの、(iv) UCITS の本国監督当局によって承認された範囲 (カテゴリー) に属する他の発行体によって発行されたもの。ただし、それは(i)、(ii) または (iii) に定めると同様の投資家保護の対象となり、発行者が資本および準備金が 10 万ユーロ以上の会社であり、EC 設立協定 54(3)(g)に基づく第 4 次指令 78/660 EEC of 25 July 1978 に従って年次会計報告を公表し、複数の上場企業を含む企業群にあって、そのグループの資金調達を担っているか、銀行融資枠を利用しての証券化商品のファイナンスに特化している主体によって発行されるもの。

## 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 30 の通りである。

[図表 30] 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 (配当・利子収入)	○	○	○	○	○	○
キャピタル ゲイン (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 30 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>197</sup>のポイントは次の通りである。

- ① 配当等収益<sup>198</sup>は全部を分配できる、
- ② 売買等利益（評価益を含む）<sup>199</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てんし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>200</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>201</sup>。

<sup>197</sup> 投信協計理規則 55 条

<sup>198</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>199</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>200</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>201</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>202</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>203</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>204</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年国内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、国内歳入法に「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>205</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>206</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>207</sup>。その要

---

<sup>202</sup> 投信協計理規則 54 条

<sup>203</sup> 投信協計理規則 57 条

<sup>204</sup> 投資会社法 19 条

<sup>205</sup> UCITS 指令 86 条

<sup>206</sup> FCA's Collective Investment Schemes Sourcebook。略して COLL と呼ばれる

<sup>207</sup> COLL 6.8 Income: accounting, allocation and distribution

点は、英国投資協会（Investment Association）の解説書<sup>208</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>209</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>210</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>211</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>208</sup> THE INVESTMENT ASSOCIATION MEMBER GUIDANCE ” Authorised Funds: A Regulatory Guide March 2017” pp.31-32

<sup>209</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>210</sup> Luxembourg law of 17 December 2010 relating to undertakings for collective investment 16条、23条

<sup>211</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。

## 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 31 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。

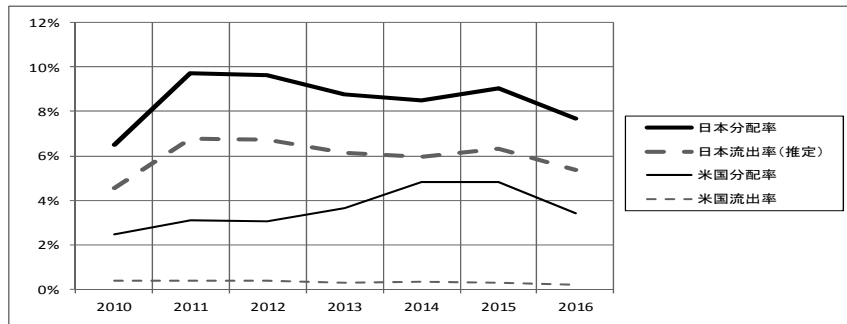
また、図表 2 の点線は「分配金のうち再投資されずに投信から流出した金額の平均純資産に対する比率」を「流出率」として示している。米国では分配金の 9 割以上が再投資されているため、平均純資産に対する流出率は 0.5%以下と極めて低いのに対し、毎月分配型ファンドの多い日本の分配金流出率は 5%以上と推定される（日本の流出率は分配金再投資率を 3 割とみて計算した<sup>212</sup>）。

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>212</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 31】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>213</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>213</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ない。よって投資家は、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ことができる訳で、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 32 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>214</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>215</sup>。

[図表 32] MMF の基準価額計算方式（例）

		分配前 純資産総額	決算・ 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>214</sup> European Securities and Markets Authority “Draft technical advice, implementing technical standards and guidelines under the MMF Regulation” 24 May 2017

<sup>215</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 33 の通りである。

【図表 33】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> 監督当局向けと 公衆縦覧開示	金商法に基づく有価証券届出書の 提出 投信法に基づく信託約款の届出	FORM N1-Aの提出 (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 正規目論見書・簡易目論見書の 提出
投資家向け 個別交付開示	金商法に基づく交付目論見書 請求目論見書 投信法に基づく信託約款記載書面 (目論見書記載で可)	要約目論見書 目論見書 追加情報書	重要情報書(KIID) 正規目論見書
<b>継続開示(運用中開示)</b>			
<b>法定開示</b> 監督当局向けと 公衆縦覧開示	金商法に基づく有価証券報告書、 半期報告書の提出 投信法に基づく運用報告書の届出	(以下を提出) 半期報告書 (年次)議決権行使記録報告書 (四半期)保有証券報告書 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 個別交付開示	投信法に基づく交付運用報告書 運用報告書(全体版)	年次報告書 半期報告書	年次報告書 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 ファンド運用内容を掲載(適時開示) ・販売会社から投資家毎に保有ファンドの 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>216</sup>と、投信法に基づく信託約款の届出<sup>217</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>218</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>219</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>220</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>221</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>222</sup>、欧州は①重要情報書＝Key Investor Information と②目論見書＝Prospectus）<sup>223</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>224</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 34 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>216</sup> 金商法 5 条

<sup>217</sup> 投信法 4 条

<sup>218</sup> 投資会社法 8 条

<sup>219</sup> 証券法 6 条～7 条、投資会社法 24 条

<sup>220</sup> UCITS 指令 5 条

<sup>221</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>222</sup> 金商法 13 条

<sup>223</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>224</sup> 投資会社法 24 条、証券法 10 条、Form N1-A

〔図表 34〕 投資家に交付を要する目論見書の必要記載項目

日本 (交付目論見書)	米国 (要約目論見書)	欧州 (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 (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。

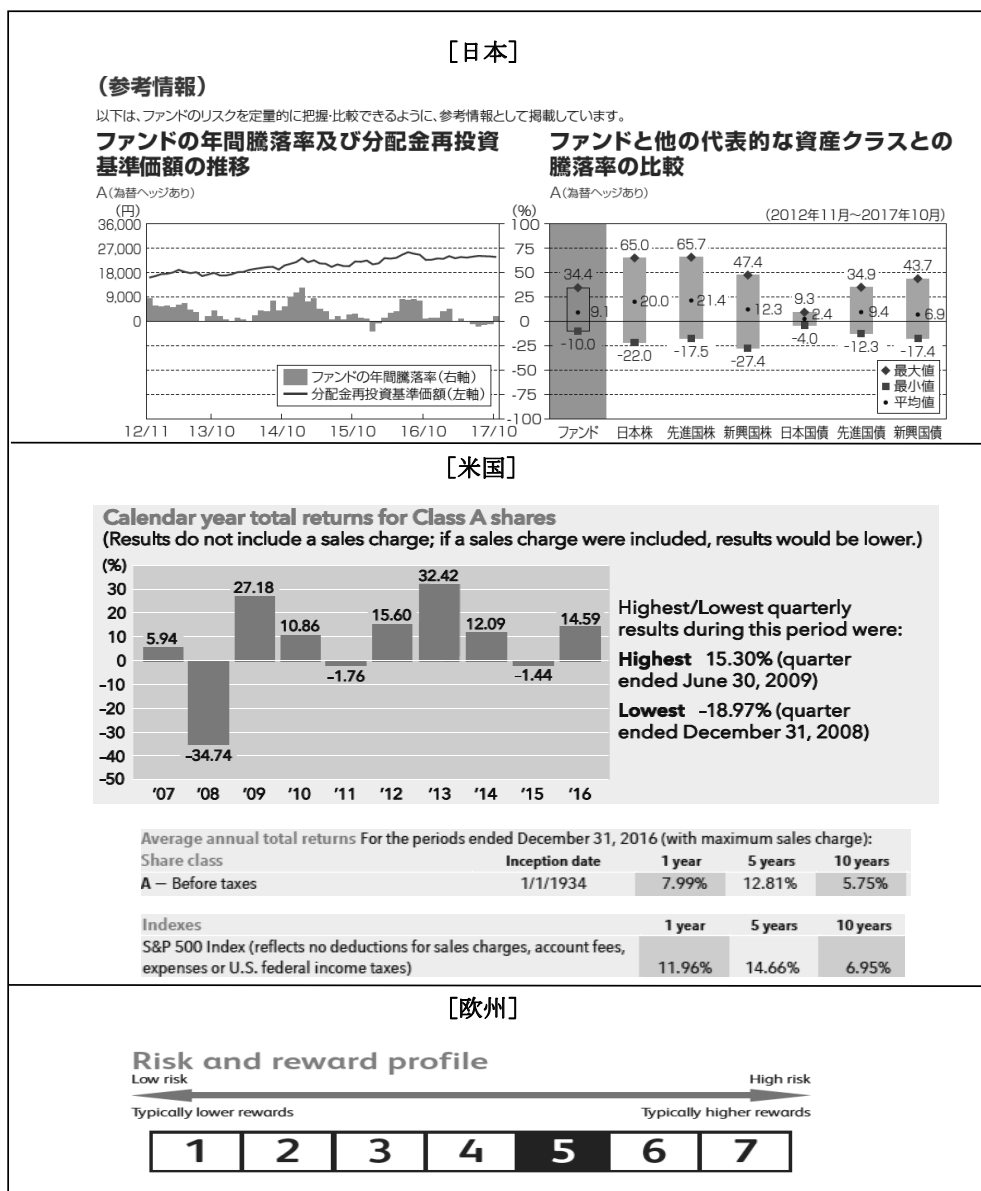
一方、欧州は過去 5 年間のファンド基準価額・分配金の週次データをもとに計算したリターンのボラティリティ（標準偏差）によって「7 段階に分けたリスク度表示」（標準偏差が 0.5%未満ならリスク 1、・・・5%～10%未満がリスク 4、・・・25%以上はリスク 7に分類）を提示している。

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 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>225</sup>。

<sup>225</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 35〕 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>226</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>227</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>228</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>229</sup>、投信法に基づく運用報告書の提出<sup>230</sup>、米国にあっては投資会社法に基づく半期報告書（Form N-SAR）<sup>231</sup>、年次の議決権行使記録報告書（Form N-PX）<sup>232</sup>、4半期毎の保有証券報告書（Form N-Q）<sup>233</sup>の提出、欧州にあっては投資家向け年次報告書、半期報告書の提出<sup>234</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>235</sup>、米国では年次報告書および半期報告書<sup>236</sup>、欧州も年次報告書および半期報告書<sup>237</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

<sup>226</sup> 証券法規則 421 条(d)項

<sup>227</sup> <https://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>

<sup>228</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>229</sup> 金商法 24 条

<sup>230</sup> 投信法 14 条

<sup>231</sup> 投資会社法 30 条(b)項、投資会社法規則 30b1-1

<sup>232</sup> 投資会社法 30 条(b)項、投資会社法規則 30b1-4

<sup>233</sup> 投資会社法 30 条(b)項、投資会社法規則 30b1-5

<sup>234</sup> UCITS 指令 74 条

<sup>235</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>236</sup> 投資会社法 30 条 (e) 項

<sup>237</sup> UCITS 指令 68 条、69 条、of Schedule B Annex 1



詳細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>238</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36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36】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 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） ・投資証券からのインカム、その他の収益 ・運用報酬、保管銀行の手数料、その他の経費および税金
当期中の1万口当たりの費用明細 (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、 (イ)実際の発生金額にもとづくものと、 (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。	・純利益、分配、再投資インカムの状況 ・資本勘定の変化、投資証券の価格変動 ・資産と負債に影響を与えたその他の変化 ・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 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	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
(3)お知らせ (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 (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 ①組入資産の内容、 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 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。 またMMFは組入れ銘柄の記載を省略しても良い。	資産・負債の状況 ・譲渡可能証券 銀行預金 その他資産 総資産 負債 純資産総額 ・流通しているユニットの数 ・1口当り純資産価額 ・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) ・期中のポートフォリオ構成の変化 ・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 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 (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) 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 ・固定報酬と変動報酬に区分した支払総額と受領者数 ・経営者、リスクテイカー、統制者に区分した支払額 ・報酬の計算根拠、など

(注)日本は、株式投資および日々決算型以外の公社債投資について記述した。

【出所】日本は投資協会「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。

238 根拠は注235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>239</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>240</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>241</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>242</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33に記載したように自主開示規則を制定している。

---

<sup>239</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>240</sup> 投信法14条、投信法計算規則59条

<sup>241</sup> 投信法14条、投信法施行規則25条

<sup>242</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>243</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に開示している。

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、「協会員の投資勧誘、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個人の特権が強い米国にあつては、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つては、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>243</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>244</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 37 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・欧にあっては年次報告書）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 37] 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 (欧州はKIID)	交付運用報告書 (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
	ビクテ・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
	Scottish Widows Balanced Growth Fund	2	35
	BlackRock UK Fund	2	24

<sup>244</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 38 の通りである。

[図表 38] 投信税制の比較

	日本	米国	欧州
ファンド段階	非課税 利益留保可能(非課税)	分配益について非課税 利益留保は実質的に不可能 (留保すれば課税される)	原則非課税
投資家段階	株式投信は株式並み、 公社債投信は公社債並み	ファンドの種類に関係なく 収益の源泉別にそれぞれの 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>245</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>246</sup>、公社債投信の分配金は全て利子所得として<sup>247</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>248</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>249</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>245</sup> THE INVESTMENT ASSOCIATION MEMBER GUIDANCE “Authorised Funds: A Regulatory Guide March 2017” p.35

<sup>246</sup> 所得税法 24 条

<sup>247</sup> 所得税法 23 条

<sup>248</sup> 所得税法 9 条、所得税法施行令 27 条

<sup>249</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。

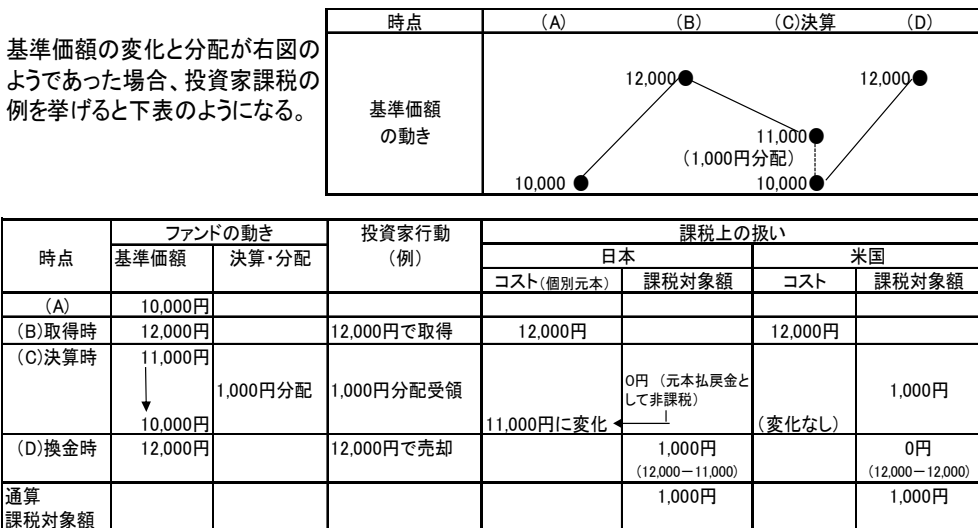
換金時の損益は保有期間に応じ、長期または短期キャピタルゲインとして申告の必要がある。

**【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 39 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前述の通りである。

**【図表 39】 投信投資家税制の日米比較（例）**



[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 40 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 40] 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	優遇貯蓄・投資商品を限定して優遇する税制
日	NISA ジュニアNISA つみたてNISA	確定拠出年金、 年金財形、住宅財形、	NISA ジュニアNISA つみたてNISA
英	ISA, ジュニアISA	確定拠出年金(自動加入) ライフタイムISA(住宅等積立)	
米		確定拠出年金、 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こんでいる。

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>250</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>251</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>252</sup>(確定拠出年金分は不明)。

### [Ⅷ 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>250</sup> ICI “2017 Investment Company Fact Book” p.249

<sup>251</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>252</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 指令で見ると、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。

投信協会・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>253</sup>と見えよう。

### 〔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>253</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>254</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、つみため 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、日本と米国とでは異なるが、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。

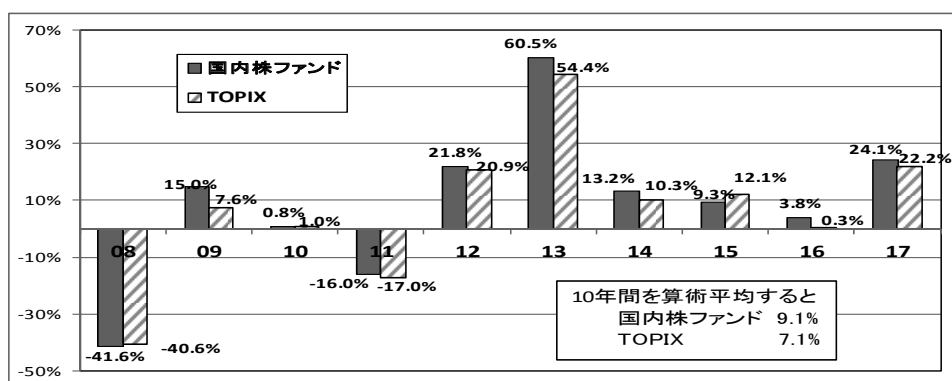
アクティブ・パッシブの議論は続こうが、投資家が素朴に求めるものは「“パッシブかアクティブか”などはどうでもよいから、とにかくリスク資産にふさわしいリターンを挙げてくれ」ということではないだろうか。

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 41 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 41】日本の国内株ファンドと配当込 TOPIX の収益率比較



(出所) 国内株ファンドはモーニングスターインデックス(分配金再投資、加重平均)より計算、TOPIXは東京証券取引所(配当込みTOPIXの投資収益率)

<sup>254</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・欧にあつては年次報告書）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。

## おわりに

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。

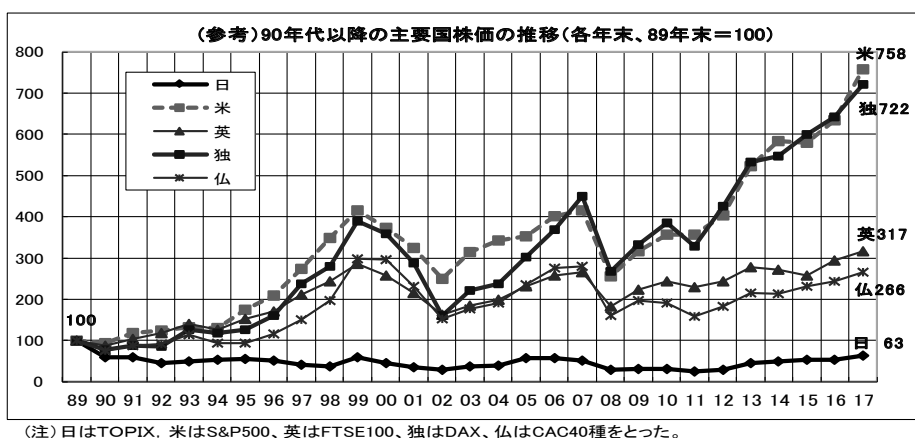
分析の結果、ざっくり言えば、規制が日本の投信の発展を妨げていた面は少ない（特に 90 年代後半の金融ビッグバン後は日本の規制は欧米より緩やかになった）、実態面でも、た

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>255</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（証券市況）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>255</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。

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。

当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

## 投資信託の制度・実態の国際比較

平成30年3月10日

定価（本体500円＋税）

発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所  
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8  
東京証券会館内 〒103-0025  
電話 03 (3669) 0737 代表  
URL:<http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-475-0 C3033 ¥500E