

「第6回 資産運用等に関するワーキング・グループ」議事要旨

日 時 平成28年3月30日(水) 午前10時～12時
場 所 日本証券業協会 第1会議室 (東京証券会館5階)
出席者 大崎主査ほか各委員

議事概要

1. 日本の投資信託のガバナンスのあり方について

伊藤見富法律事務所 弁護士 和仁 亮裕 氏から、資料1に基づき米国における投資信託のガバナンスの取組みや日本の投資信託への示唆等について説明が行われた。

説明の主なポイントは以下のとおりである。

(1) 投資信託におけるガバナンスの国際的な合意について

「IOSCO Examination of Governance for Collective Investment Schemes Final Report Part 1 (2006年6月), Part 2 (2007年2月)」では、投資信託におけるガバナンスについて以下のとおり提言されている。IOSCOの提言がまだ存続しているということであれば、我々はこれに合わせるように仕組みをつくっていく必要がある。

- ① 「投資信託の投資者保護」とは、投資家に投資信託への投資によるリスクを理解させることである
- ② 「投資信託のガバナンス」とは投資家の利益のみのために効率的に組織され運用されるような投資信託の組織と運用に関する骨組を意味する
- ③ Independent Oversight Entitiesについて
 - ・ 投資信託の運用者やその関係者との利益相反状況を排除するため、独立監視機構 (Independent Oversight Entities) を設けるべき
 - ・ 投資信託の運用者又はその関係者の支配や不当な影響力の外に置かれるべき
 - ・ 投資家のために、投資信託の運用者及びその活動を監督する権限を持つ

べき

- ・ 投資資産の腐食や収奪を防止し、利益相反を回避するメカニズムが確実に動くような役割を果たすべき
- ・ 監督官庁や受益権者に報告する義務を負うべき

(2) 米国の投資会社の法的形態について

米国の投資会社の法的形態は、事業会社、事業信託、リミテッド・パートナーシップがある。公募型オープンエンド投資信託は、メリーランド州法準拠の会社、マサチューセッツ州又はデラウェア州法準拠の信託の形態をとることが多い。日本では信託は後から持ち込まれた制度であるため、会社とは別という意識が強い。一方、米国では、倒産隔離、導管課税、フィデューシャリー・デューティーに関しては、事業会社と事業信託の法的親近性は日本法に比べて非常に強い。

(3) 米国の投資会社のガバナンスについて

A B A (American Bar Association : 米国法曹協会) が作成しているFund Director's Guidebookには取締役や社外取締役がどのように行動し、何に注意を払うべきかについて細かく分かりやすく記載されている。

米国の投資会社の構造は普通の会社と似ており、投資運用会社と投資会社は投資運用契約を締結していることからフィデューシャリーの義務を負い、投資会社の取締役は投資家に対してフィデューシャリーの義務を負う。さらに、日本において間接的に存在していると言われる投資運用会社と投資家のフィデューシャリー関係は、米国では直接的に存在しているとされる。

(4) 連邦法上のガバナンス規制について

投資会社法では、投資会社の取締役の40%以上は独立取締役によって構成されなくてはならないと規定しているが、米国証券取引委員会 (SEC) 規則では、投資会社の取締役の過半数は独立取締役でなくてはならないとしている。さらに、I C I は3分の2以上の独立取締役を推奨しており、M F D F は75%以上の独立取締役を推奨している。実際には、大多数の投資会社 (2014年で83%) で独立取

締役の数が75%を超えている。

また、投資家を犠牲にするような投資顧問契約が締結されることを防ぐため、当初の投資顧問契約締結については株主の承認が必要であり、その更新については取締役会の決議に加え、第三者の目を通すことで透明性を高める観点から独立取締役の過半数の承認を得る必要があるとの規定が投資会社法にある。

さらに、外部の公認会計士を選任する場合には、取締役会の決議に加え独立取締役の過半数の承認と株主総会の承認も必要である。

一方で、投資方針の変更については株主の決議が必要であるが、独立取締役の関与は要求されていないため、不徹底であるとも言われている。

米国では、同じ構成の取締役が複数の投資会社の取締役に就任することもSame fund complexと呼ばれ一般的である。SECもこの慣行について、好意的である。米国投資会社法は、事業会社の形態をとっているファンドだけではなく、事業信託の形態をとっている場合にも適用され、同じように独立性を求めている。

(5) 米国が独立取締役を重用する理由と歴史について

Yacktman Fund事件、Navellier Aggressive Small Cap Fund事件は、独立取締役が既存の投資顧問を別の投資顧問に交代させようと、株主総会における委任状勧誘を行ったものの、株主総会での投票の結果、既存の投資顧問が据え置かれ、執行部が独立取締役の解任決議を出して解任して、その上で役員賠償責任保険を解約したり、あるいは失効させ、さらに退任した独立取締役に対して損害賠償請求訴訟まで起こしたという事件である。

他方、Burks v. Lasker判決では、最大60%の取締役に投資顧問会社側の人間にすることを認めているのは、取締役会の多数を独立取締役にしてしまうとポートフォリオ運用に関する投資顧問の権限が奪われてしまうことを考慮した政策的な判断であると判示している。日本においても、コーポレートガバナンス・コードが重視されてきているが、社外取締役が増えたからといって会社のパフォーマンスが上がるわけではなく、ネガティブチェックはできるが、ポジティブに会社が動くようになるわけではない。

(6) SECの挑戦について

SEC規則の厳しい適用除外を認める条件としては、独立取締役を過半数にすることは業界ではスムーズに受け入れられ、この際に、投資顧問は投資会社の株主に対して一義的な責任と忠実義務を負うことと規定された。

しかし、2004年、取締役の75%以上が独立取締役であり、独立取締役のみが取締役会議長になれるという規則変更の提案を行ったものの、議長が独立取締役であれば投資信託の収益が上がるというわけではないし、議長が執行部出身なのか、独立取締役出身なのかを開示すればよいとの理由から、裁判所は規則変更を無効とし、SECはこの規則を採用できなかった。

次に、一般事業会社のガバナンスと同様のルールを適用しようとし、SECの定める委任状勧誘規則を適用しようとしたが、ICIが反対し、裁判所によって否定された。ICIが反対した理由として、委任状勧誘規則は、信託法に基づいて設立された投資信託にはそもそも適用できず、SECは投資信託特有のガバナンス上の特異性を見落としていたのではないかと批判されている。

(7) 投資信託特有のガバナンス・ルール

① Chief Compliance Officer (“CCO”)

投資顧問としての信託義務の遵守を監視するため、SECはCCOを設ける規則を制定した。CCOは、投資会社がルールを守って運用しているかどうかを監視し、取締役会に直接報告することが求められる。しかし、CCOは投資家に対し直接責任を負うものではなく、また違法性の判断は担当職域に含まれるが、妥当性判断は含まれないため、CCOの実効性には疑問がある。

② The Portfolio Manager Compensation Rule

投資顧問会社の役員の報酬は投資会社の業績に連動する業績連動型の報酬にし、それが開示されることで、報酬額決定に際し投資会社の取締役が自分の報酬を決定する際に利益相反となるおそれをなくすることができる。

(8) 日本の投資信託について

日本では多くが契約型投資信託であるが、投資信託委託会社と投資家を結ぶ関係について、金商法第42条には忠実義務及び善管注意義務が規定されているが、内容は不明確である。また、投資家と投資信託委託会社の間に信託銀行が介在しているが、信託銀行が単なる「ハコとしての信託」となってしまうっており、フィデューシャリーの関係性をあいまいにしている。指図権が投資委託会社にあるとしても、守られるべき受益者は投資家であるから、受託者として信託銀行のあるべき姿を考える必要がある。

投信委託会社に直接の投資家保護責任を負わせることができるかについて、投資家から投資委託会社に対して直接の異議申立権を与えることは法律規定上難しく、投資家に対して具体的にどのような内容の権利を与えるのか不明確である。

(9) 日本の投資信託の明白かつ現在の問題点

日本の投資信託には、以下に挙げるような問題が存在し、もはや放置することができない段階にまできている。

- ① 多数の小規模ファンドを合併等により規模を大きくし、運用効率を上げる等の取組みを行うべきであることについて、投資家が提言する方法や機会がないという問題
- ② 販売会社と投資信託委託会社の役員の兼任による利益相反の可能性、顧客本位の商品選定ができていないか及び信託報酬制度とその内容の開示等の問題

(10) 日本版フィデューシャリーに基づくガバナンスについて

法律の改正がない状況であっても、日本のフィデューシャリー・デューティーの意味は、法律の規程がないため、多義的である。従って、例えば、業界のガイドライン等で自主的にフィデューシャリー・デューティーの内容に明確性、実行可能性を与えることが可能である。具体的には、各投信委託会社に、投資家のために各投資信託の運用を監視し、取締役会に報告・助言する会社から独立した委員から構成されるアドバイザリー・ボードを自主的に設けることが考えられる。

(11) 将来への展望について

① 国内問題

- ・ 小規模ファンドについて、合併し規模を大きくする際に、個別受益者の事前の同意なしに事前の通知によって合併ができる手続きの導入は考えられないかという提案が外資系企業の団体からなされている。
- ・ インターネット取引の増加に伴う手数料の透明化による販売会社と投資信託委託会社の関係性の変化

② 国際問題

- ・ I O S C O の提言をそのまま日本に導入することは難しいものの、米国の制度を念頭に置いたガバナンスの検討が必要
- ・ アジア地域ファンドパスポートの導入に備えることが必要

- ③ 海外の人にも説明できる「透明性」の増進と、現在の投資信託の設計を変えることができないのであれば、まずは自主ルール等により信託銀行、投資信託委託会社の忠実義務又はフューチャー責任の内容を具体的に明確化することから始めるべきではないか。

2. 意見交換

- ・ アドバイザリー・ボードができたとしても、意思決定権限がないため、I O S C O が求めるフィデューシャリー構造にはならない。ファンドが小さくなった場合に、合理性を持って合併その他の意思決定を行う場合等を考えると、権限を有するボードの形をとった方がよい。アジアファンドパスポートをはじめとしたグローバルなファンドパスポートや本源的な投資家の利益を守るためには、アドバイザリー・ボードよりももう一歩進んだ真のボードが必要である。
- ・ 信託銀行は、決められた範囲内ではフィデューシャリー・デューティーを執行しているが、ビジネスジャッジメントを要するところでは、そもそもフィデューシャリー・デューティーは要求もされていないという状況だと思う。ボード・オブ・ディレクターズないしはボード・オブ・トラスティーズのような形をとった方が、システム全体の整合性はとりやすいのではないか。

- ・ ボードに独立取締役を入れたり監査役を入れて、監督機能を強化するのも一つの方法である。
- ・ 実務問題としては、独立役員が、小さくなっているファンドの状況を調べることは難しい。そこで、独立取締役又は独立役員の下に専門の部隊を設けることが方法の一つかと思う。いずれにしても何も分かっていない海外の人にも説明ができるよう「透明性」を増すような取組みを行うことは良いことだと思う。また、独立取締役の言うことにマネジメントが耳を傾けてくれるかも懸念点である。
- ・ 現在、アベノミクスの改革の一環として、ガバナンス改革というものがある一方で、片方ではステewardシップ・コードを決めている。機関投資家が事業会社に対して、ガバナンスを要求しながら、機関投資家自らもガバナンスの骨組みを持っていないのは公正を欠くから、ファンド・ボードは必要であろう。
- ・ 社外取締役が、独立した調査部隊を持っていないとしても、執行側の提案に対してチェックアンドバランスの機能を働かせること自体に意義がある。専門の独立した調査部隊は執行側には必要であるが社外取締役にとっては不要ではないかと考える。
- ・ 小規模ファンドの合併は、実務的にはまだ要件が非常に厳しくて、全く同じタイプのファンドでなければ合併することができない。J-REITのM&Aの際も、税制を整備して進めてきたことから、海外の事例を参考にして、小規模ファンドにおいても、実務的にM&Aが進むようにすべきである。また、日本には独自のコスト配分の方法があることから、本来であれば解散したほうが投資家のためになるようなファンドも残ってしまっている。赤字の小規模ファンドの適切なコスト配分がフィデューシャリー・デューティーの観点から問題になる。
- ・ ヨーロッパでは、ファンドのガバナンスについての規制が制定され、UCITS 5あるいはAIFMD等では受託銀行の責任が徐々に高くなっており、運用会社のモニ

タリングを行うようになっている。また、M i F I Dでは、運用会社等が投資家のことを考慮に入れて販売会社をモニタリングする規制が始まろうとしている。アメリカの制度だけではなく、ヨーロッパの制度も参考にしてガバナンスを考えていくべきではないか。

- ・ アジア地域ファンドパスポートについて、取締役会的なガバナンスが必要だという強い推薦があったが、日本には投資法人制度があり、法律が整っているので、アジアファンドパスポートにおいては、投資法人の活用について検討するべきである。

- ・ 仮に投資信託委託会社の取締役会以外にファンドに対して一定の権能を持つボードを設けようとするならば、当然のことながら機関設計を変更して新たな手当てをしなければならず、法的な問題が生じる。ファンドに対して一定の権能を持つボードを設けようすると、完成までに時間がかかるから、ご提案のあったようなアドバイザー・ボードという仕組みを導入する意味はあるが、取締役会との関係等においてどういう設計をするかについては工夫が求められる。アドバイザー・ボードを投資信託委託会社に設置する場合、全ファンドに対して均等な力を注ぐことは現実的には不可能であるから、その範囲と機能をどのように定めるかも重要である。

さらに、アドバイザー・ボードに参画する人たちの報酬を誰が支払うのかという問題もある。まずは投資信託委託会社が支払うということになると思うが、最終的には個別ファンドの受益者が払うことが理想的である。

- ・ フィデューシャリー・デューティーは大事なことであるから、当社においても、文章化されてはいないが、ファンドの監視のため、ファンド監視監督委員会のようなものを設置することを考えている。欧州のUCITSや投資信託が発展しているオーストラリアの事例を参考にしながら、日本の契約型投資信託に沿ってどのように作っていくか考えている。

- ・ 小規模ファンドについては、日本でファンドの統合を行う際に、投資信託の類似性がなければ統合できないことから、非常に苦労している。

- ・ ABAが作成しているFund Director's Guidebookには、アドバイザー・ボードに参画する人たちの報酬を誰が支払うのかや報酬をどのように決めるのかについて記載されておらず、現場としては非常に悩ましい。
- ・ 小規模ファンドの合併の要件であるファンドの類似性について、EBC (European Business Council) は、個別受益者の事前の同意ではなく、事前の通知で合併等ができる手続きを導入し、投資信託の裁量で行えるように考えているようであるが、それはあまりにもやり過ぎである。むしろ、この類似性の要件を緩めるべきであると考え
- ・ アドバイザー・ボードに参画する人たちの報酬を誰が支払うのかという問題については、受益者である投資家が支払うべきものであると思うが、今のところ、どのようなメカニズムにすればよいのかというアイデアはない。
- ・ 日本の社外取締役について、専門の独立した調査部隊は不要であり、チェック機能に留めればよいとのご指摘について、私の経験だと、各社外取締役は、自分の会社の法務部等に調べさせて、それでコメントしているが、はたしてこれでよいのだろうか。アメリカのファンドの場合には、独立取締役は、社内の法務部とは別の顧問弁護士を雇うことが認められており、その利用についてバジェットを組むことが推奨されている。
- ・ 現在の日本の制度は海外に説明しにくい。現在の日本の制度に追加してガバナンス規制を設けるよりも、ひとつの国際基準を選び、それに合わせたほうがよいのではないか。日本のモデルは特殊になっているため、どんどん複雑になっていき、説明しにくくなるリスクがある。

3. 東京国際金融センター（ファンドセンター化）の推進に向けて

菱田 賀夫 委員（三井住友信託銀行 執行役員）から、資料2に基づきミドル・バック業務の発展や投資信託の国際化に向けた課題等について説明が行われた。

説明の主なポイントは以下のとおりである。

(1) はじめに

欧州の金融センターを見ると、ロンドンやエジンバラは運用のフロントを中心に機能しており、一方でLUXとかダブリンは資産管理のミドル・バックオフィスを中心に機能している。欧州域内の資産運用業のフロントの中心地域とミドル・バックオフィスを中心とする地域がうまく分業しながら協働している。

アジアにおいては、シンガポールが典型であるが、運用のフロントからミドル・バックオフィスまで一体化している。シンガポールは域外のファンドの運用や管理をいかに呼び込むかということに熱心に考えてきた。

東京金融センターの目指す方向は、資産運用人材及びファンド管理人材の集積を通じ、ファンド拠点の機能を発揮させ、運用と管理を両立する、資産運用フロント・ミドル・バック型を目指すべきであり、今後は日本とASEAN、それから日本と欧州という各地域との輸出入がいかにうまくできるか、その仕組みをどう作っていくかが課題であると認識している。

(2) 投資運用業への新規参入促進のための環境整備について

① 新規参入業者における算入のハードル

運用マネージャー以外の管理要員の確保やノウハウ、費用面等の投資判断以外の負荷がかかっており、またプロダクトを立ち上げる運用者の情報の乏しさに起因して、運用資産の確保や投信販売ルートの開拓等の収益基盤の確保が困難であるという問題がある。

② 今後想定される資産運用業を取り巻く環境変化

今後、市場型金融システムの規制・監督強化は進められ、さらに非金融のシャドウバンキングシステム取引の規制強化も想定される中で、将来のコンプライアンスコストの増加への対応は業務運営上の課題となる。

③ ミドル・バックオフィス業務のアウトソース環境の整備

運用会社にはミドル・バックのアウトソースのニーズがあり、受託側にとってはアウトソースをビジネスの機会として捉えられており、双方にとって

ニーズがある。運用会社の体制・ニーズに応じたアウトソース範囲の策定を行い、既存のサービス提供者のアウトソース機能を活用しながら、ミドル・バックオフィス業務のアウトソース環境の整備を進めていく。

④ アウトソースサービスの利用促進に向けて

- ・ アウトソースサービスの提供業務は様々であるが、標準化することで、新興マネージャーや海外マネージャーを呼び込むことができる。
- ・ UCITSでは、一般に業務機能を完全に外部委託をしており、法令で委託可能な業務、委託先の監督方法及び委託先の条件等を明確にしている。報酬のシェアについても、仕組みを少しずつ作っていく必要がある。

⑤ 運用会社の資産積み上げの支援

新規参入促進のための課題として、ファンドを立ち上げた当初の残高積み上げが非常に難しいということが挙げられる。そこで、新興マネージャーや新しい運用チームの情報を得られるようにするため、公開プラットフォームによる運用会社情報の開示の整備を行ったらどうか。

(3) 市場型金融機能の強化

① 投信スキームの国際化について

アジア地域ファンドパスポートをはじめとした、アジア地域におけるクロスボーダーの販売を想定した制度整備が必要である。また、欧米では、アドミニストレーター、トランスファーエージェント、運用者、販売者等の役割分担が確立しており、このような仕組みが現在のグローバルスタンダードとなっている。

日本において中心的な委託者指図型の投資信託と、アメリカで中心的な会社型の投資信託の違いは、投資会社に一元的に責任が集約されており、外部委託の役割分担により、責任が明確になる点である。このような仕組みでは、究極的にはファンド単位のガバナンスが可能になる。

② 日本における投信スキームの国際化を検討するにあたっての課題

アジア地域ファンドパスポートの導入に伴い、グローバルなファンドと同

じようなテーブルで輸出入をしていこうとすると、現在の仕組みを変え、日本でいえばREITのような投資法人型や海外向けの仕組みをつくることから始めることも考えられる。

4. 意見交換

- ・ 運用会社のアウトソース業務の範囲等の標準化、委託・受任側の標準化による利用促進は大変すばらしいアイデアである。特に、日本に進出したいと考えている海外のマネージャーには標準化されたアウトソースがあることが分かれば、日本への進出に対する予測可能性も高まり、それがグローバルなスタンダードに合っていれば抵抗感なく入ってきやすい。透明性が高まり、かつ非常に参考になるようなガイダンスが示されれば、日本進出に対して大変役に立つだろう。
- ・ 日本の投資信託のガバナンスに関して、アメリカの制度をそのまま日本に移し替えることができるとは考えにくく、日本のニーズに合った形で適応させることが望ましい。そのような意味においては、必ずしもアドバイザー・ボードだけがそのソリューションではないと思っている。One size fits allのソリューションはなく、社内で適切な牽制が効くことが必要であって、各社が自主的な取り組みについて検討を行い、今後、様々な制度的な設計が進んでいくことが望まれる。
- ・ 日本の制度では、会社型である投資法人という制度がある。投資法人は、IOSCOが提言する監視機関が設置しやすいため、ガバナンスの観点から優れている。グローバルスタンダードとしては会社型が一般的であることから、投資法人がもっと普及してもよいのではないかと思われるが、制度面又は運用面で何か課題があるのか。
- ・ 日本の投資信託に欧米のガバナンスを入れ、そのままアジア及びヨーロッパにも販売可能な形にするという夢があった。今後、我々のような運用会社が商品を作る場合には、アジア地域ファンドパスポート等を意識して、最初からUCITSに適合する商品を作るだろう。

- ・ しかし、UCITSの例を見ると、ルクセンブルクで許認可されたUCITSであっても、フランスで販売するには別途フランスのレジストレーションが必要であるということに鑑みると、当局が努力して、アジア地域ファンドパスポートの対象に日本の投資信託を入れることができて、例えばインドネシアでは、現在の日本の投資信託のままの形で販売が認められる可能性は低いのではないかと考える。
- ・ 1998年に投資法人が導入されて以来、ほとんどは不動産投資法人で活用されているが、1つだけベンチャー・リヴァイタライズ証券投資法人という証券投資法人がある。残高は45億円ほどで、未上場の株式と一部上場の株式を組み入れたクローズドエンド型である。

1998年の議論では、クローズドエンド型は解約がないことからマーケットの安定にも資するという議論があった。そのため、不動産や未上場株といった流動性が低いものへの投資に活用されたが、上場株式や債券に投資し、解約にも応ずるオープンエンド型へのニーズがそれほどなく、従ってシステムやルールが明確でない。さらに、配当可能利益の90%以上を投資家に分配する導管性要件の問題もあり、過去にオープンエンド型で行おうとする検討がなされてないのが現状である。
- ・ 確かにREITのようにクローズドエンド型がほとんどであるが、参考までに、不動産ファンドでは、私募投資法人を年金等に売るために、オープンエンド型が研究されて幾つかのファンドができている。また、投資法人は非課税のための要件があり、その要件のために会計と税務をそろえなくてはならない特有の実務上の問題がある。

投資信託については、すでに委託者と販売会社の実務は信託型で出来上がってしまったことから、投資法人型とする場合は信託型で出来上がっている実務をどのように乗り越えていくのが課題となる。
- ・ ミドル・バックオフィス業務のアウトソースサービスを受けるためには、どのくらいのフィーを払えばよいのか。

- ・ 現在、国内でミドル・バックオフィスのアウトサービスを受託しているのは、N R I、ステート・ストリート、そして信託銀行である。それぞれのバックグラウンドや特徴が異なるから、受託するアウトソースサービスの範囲も異なり、報酬も業務内容や範囲に合わせ異なる。
- ・ 最初は残高が十分でないことが想定されるが、アウトソースサービスに対して支払うフィーを決定する際の残高の基準はどのように考えるか。
- ・ アウトソースサービスに対して支払うフィーを決定する際の残高の基準は、受任する側のビジネスジャッジメントである。残高を意識し受任している会社と、残高よりもビジネスとしての成長を考えて積極的に受任されている会社があるように、投信会社のそれぞれの投資信託のファンドの残高がどうなっていくかについては、立ち上げ時には必ずしも十分予測できない。ミドル・バックオフィス業務のアウトソースサービスを受任させていただいて、その会社とともに成長していくことになるだろう。
- ・ 現在、REITは投資法人を採用しているが、投資法人制度は完全なアウトソースが大前提であるから、アウトソースサービスの業務範囲がはっきりしないという問題は生じないと考える。例えば、証券投資法人が信託銀行にアウトソーシングする場合は、特段新しいことは何も行わずにすぐにアウトソーシングできるのではないか。
- ・ 基本的には、今の法制度と体系の中でミドル・バックオフィス業務のアウトソースサービスを受任することはでき、信託型か会社型かは関係ない。
- ・ アウトソーシングするかしないかを判断する際、外部に委託してもクオリティが担保されるかが基準となるが、アウトソース先をサーチし選定する際の基準はあるのか。
- ・ 今まで日本の投信会社や投資顧問では、ミドル・バックオフィス業務をアウトソースしているケースがあまりないため、アウトソース先を探して決定すること自体が新

しいことになる。

- ・ 新規参入業者がアウトソーシングする際の受け皿をどのように提供できるのかが問題となり、競争的な環境の中でベストソリューションを発見できれば、それは新規参入業者が成長していく環境づくりに役立つだろう。
- ・ 我々がインキュベーションしている会社は、常にミドル・バックオフィス業務をアウトソースする先を探している。例えばアウトソースする際に、様々な制約があり、最終的に運用会社自らが基準価額を算出しなければいけないという点が大きな壁になる。このような点の制度変更等を含めて、アウトソースサービスの利用を促進していけば、助かる会社も出てくるだろう。
- ・ アウトソース業務の範囲等の標準化は新規参入業者にとって一番役に立つのではないか。アウトソース業務を提供する側も、業務が標準化されていれば、報酬を提示しやすい。
- ・ 基準価額の算出義務を運用会社が負わないよう制度改正を行い、究極的には運用会社はアウトソース先へのデューデリジェンスを年に1回程度にすることができれば、アウトソースの利用は進んでいくだろう。逆に言うと、アウトソースしても、最後に基準価額の算出責任を運用会社が担うことが変わらなければ、結局はアウトソースしてないことと同じになってしまうという点を解決しなければならない。
- ・ 投資信託は、約款変更して長期に存続させようとしても、様々な規制から、なかなか長期的に存続することができない。今、投信業界に一番重要なのは、ガバナンスを高めて、投資家に長期投資に値する器を提供していくことであるという点で、会社型投信は非常に重要である。
- ・ 契約型から会社型に簡単に移行できるよう制度改正することができれば、会社型の投資信託が立ち上がりやすくなるのではないか。またいきなり会社型を始めても、ト

トラックレコードはそのときから始まるため、いかに10年、20年単位のトラックレコードがある既存の商品を会社型に転換できるかということが重要である。

5. 「資産運用業に係る海外動向等の調査部会」の検討状況等

投資信託協会 企画政策部長の竹腰氏より、資料3に基づき、昨年9月に投資信託協会に設置された「資産運用業に係る海外動向等の調査部会」の検討状況等について説明が行われた。

本件について、特段、意見交換等を行われなかった。

6. 会合後に寄せられた意見

- ・ ファンドのガバナンスに関しては、是非グローバルスタンダードを意識し、その実現を目指すべきである。但し、ファンドの規模、存続期間（繰り上げ償還等の慣行）などの条件が日本と海外とでは全く同一と言う訳ではない。スタートアップファンドを奨励、育成する方針・政策に矛盾しないことも考慮を要する点である。
- ・ 当面は時間軸を意識した対応がより現実的と考える。ファンドガバナンスに関するメニュー、品揃えをより豊富にし、適切な選択肢・オプションを可能とする対応策が妥当ではないか。例えばファンドの規模によって、適用されるガバナンスを変えるなどの現実に則した工夫も必要と思われる。
- ・ 株式会社のガバナンスと同一視する見解もあるが、ステークホルダー・存続期間等異なる中、ファンドは会社と同じなのか。会社のガバナンス自体についても、いかなるレジームが適切なのか、金融庁のガバナンスフォローアップ会議でまだ検証を加えている段階との理解である。
- ・ 「事実に基づく適切な議論」のためには、ガバナンス形態の違いによるコスト面の比較等の情報、検討材料が欠かせない。

(配付資料)

- ・資料1 日本の投資信託のガバナンス
- ・資料2-1 東京国際金融センター（ファンドセンター化）の推進に向けて
- ・資料2-2 倫理綱領
- ・資料2-3 倫理綱領の解説
- ・資料3 調査部会の検討状況について

(以 上)