

「投資信託法制の見直し等に関する検討ワーキング・グループ」
(第3回)

平成25年1月17日
15時00分～
協会第1会議室

次 第

1. 「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」について
ー金融庁総務企画局市場課企画官 横尾光輔 殿ー
2. トータルリターンに係る検討の進め方について

以 上

投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ 「最終報告」の概要①（投資信託）

資料 1 - 1

諮問内容：国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化や一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保等の観点から見直し

指摘された現状と課題

- ・ 投資信託の量的拡大は途上にあり、販売手数料を重視。販売会社が商品供給に大きな影響力を有する中、新商品が次々と設定・販売される状況。
- ☞ 商品の開発・販売に必ずしも投資家の資産運用ニーズが反映されず。
- ☞ 投資信託の累増・小規模化により、得られる報酬を上回る運営コストの発生。
- ・ 株価低迷・低金利環境が長期化し、伝統的な投資手法での高リターン獲得が困難。外国運用資産、複数収益源を組み合わせる商品や高頻度・高分配金商品の開発が活発化。
- ☞ 商品の複雑化・リスクの複合化が進行。これに伴い手数料率が上昇するとともに、全体的な得失の把握が困難に。
- ・ 退職前後の世代に余裕資金が偏在する一方、退職後の生活への漠たる不安が存在。当該世代が投資信託市場の主要顧客層を形成。
- ☞ 主要顧客層である退職前後の世代の減少が予測される中、市場の拡大を持続させるためには、資産形成という視点も必要。

投資信託運営の効率性の向上

- ・ 投資家のニーズに的確に対応するための運用会社の運用力の強化

資産運用業は、金融・資本市場の発展や個人金融資産の拡大を担う中核的な業務として、その運用力強化が強く求められる

- ・ 約款の変更や投資信託の併合等に関する書面決議制度の見直し

投資信託の併合等を促進する観点から、受益者保護にも配慮しつつ、一定の場合には受益者による書面決議を不要とする

- ・ E T Fの金銭と現物の混合設定・償還の容認範囲の拡大

合理的な投資判断のための環境整備

- ・ 運用報告書の改善等

受益者に対し、運用状況を適切に把握するための情報が、理解しやすい形で提供されるようにする

- ・ トータルリターンの通知

適切な投資判断のための環境を整える観点から、受益者がトータルリターン（配当の累積額＋キャピタルゲイン）を把握しやすくする

複合化するリスクへの対応

- ・ リスク等についての情報提供の充実

個々の投資信託における商品のリスクの定量的把握・比較が可能となるよう、わかりやすく表示する

- ・ 一定の種類のリスクに対する規制

投資信託の内包するリスクを定量的水準で規制することにより、投資信託の商品組成の自由度を阻害しないよう留意しつつ、適切なルール整備を行う

より一層の顧客本位の目線

- ・ 顧客の生活設計やマネープランを踏まえた資産形成という観点に基づくコンサルティング機能の発揮
- ・ 受託者責任を踏まえた適切な運営

運用会社と受託会社は、投資家や受益者に対する受託者責任を負う者として、適切な運営を行う必要がある

主な対応の方向性

投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ 「最終報告」の概要②（投資法人）

諮問内容：資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上や投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保等の観点から見直し

指摘された現状と課題

主な対応の方向性

- ・ 安定的にキャッシュフローを生み出す不動産という原資産に裏付けられた商品であるものの、実際には金融・資本市場の動向が投資口価格に大きな影響。
- ⇒ リーマンショック時に、資金調達手段の制約等の財務上の課題が顕在化。金融機関の貸出姿勢の変化が資金繰りに大きな影響。
- ⇒ 投資口価格のボラティリティが拡大し、投資家の投資姿勢が萎縮。

- ・ 運営に必要な人員・ノウハウ、投資対象物件の提供等の面で、スポンサー企業（資産運用会社の親会社等）が大きな役割。
- ⇒ スポンサーによる信用補完というメリットがある反面、スポンサー企業と投資主の利益が必ずしも一致しないとの懸念。

財務基盤の安定性の向上

- ・ **資金調達・資本政策手段の多様化**
ライツ・オフリング、無償減資、自己投資口取得の導入に向けた制度整備を進める
- ・ **投資主利益の保護のための簡易合併要件の見直し**
簡易合併を行った場合に、存続する側の投資法人の投資主の利益が害されないよう、簡易合併要件を見直す

投資家からより信頼されるための取引の透明性の確保

- ・ **投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組みの導入**
投資法人と資産運用会社の利害関係者との間の一定の重要な取引については、投資法人の役員会の事前同意の取得を義務づける
- ・ **インサイダー取引規制の導入**
投資法人特有の事情を考慮しつつ、上場投資法人に係る投資証券の取引をインサイダー取引規制の対象とする

その他の規制の見直し

- ・ **海外不動産取得促進のための過半議決権保有制限の見直し**
実質的に投資法人が海外不動産を取得することと同視できるような場合には、海外不動産を取得するためのピークル（SPC）の株式に係る過半以上の議決権保有を認める
- ・ **投資口発行差止請求制度の導入**
資金調達・資本政策手段の多様化を進める際には、投資家保護の観点から、投資口発行の差止請求制度を整備する

平成 24 年 12 月 7 日

投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ

最終報告

1. はじめに

(1) これまでの沿革

投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）は、昭和 26 年に多数の投資家の資金を集めて有価証券に投資する仕組みを定めた「証券投資信託法」として制定された。その後、委託者の受益者に対する忠実義務の創設（昭和 42 年）、ファンド設定における個別約款承認制から届出制への変更や投資法人制度の創設（平成 10 年）といった改正が行われた。現行の法律名となった平成 12 年改正では、主たる投資対象を不動産等にも拡大し、不動産投資法人（J-REIT）を創設することが可能とされた。

その後、抜本的な改正は行われていなかったが、平成 22 年 6 月に閣議決定された「新成長戦略」、同年 12 月に公表された「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」、本年 7 月に閣議決定された「日本再生戦略」において、投資信託・投資法人法制を見直し、平成 25 年度までに制度整備の実施を行うこととされている。

様々な主体に対して適切な投資機会を提供するため、それぞれの資産規模や知識に応じ、国民が資産を安心して有効に活用できる環境整備を図ることが重要である。また、資産運用業は、今後の金融・資本市場の発展や個人金融資産の拡大を担う中核的な業務の一つとして位置付けられるものであり、運用会社には、その運用力を強化し、顧客に適切な運用サービスを提供していくことが強く求められる。

このようなことから、本年 1 月、金融審議会に対し、以下のような観点から投資信託・投資法人法制の見直しについての検討を行うように諮問がなされた。

- 投資信託については、国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化や一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保等
- 投資法人については、資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上や投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保等

(2) ワーキング・グループにおける議論の経緯等

上記の諮問を受けて、金融審議会は、投資信託及び投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ（以下「ワーキング・グループ」という。）を設置し、本年 3 月から審議を行ってきた。

本年 7 月には、それまでの 8 回に及ぶ審議における議論を整理するとともに、その後の方針を確認する位置付けで中間論点整理を作成し、本年 9 月以降の会合では、中間論点整理に基づき、

- 引き続き検討を行うべきとされた事項について、具体的な議論を行うとともに、
- 事務的に検討すべきとされた事項について、中間論点整理で示された方向性に従って事務局において検討を行い、主としてその検討結果の報告を受けるという方向で審議が進められたところである。

今回の最終報告については、これまでの計 13 回にわたる審議を踏まえ、投資信託・投資法人法制の見直しの際の基本的な考え方を提示するものとして、取りまとめられたものである。

2. 投資信託制度

(1) 我が国投資信託の現状と対応の方向性

我が国投資信託の現状につき、ワーキング・グループにおいては、以下の点が指摘された。

① 現在の投資信託市場を巡る環境とその下での経済活動等

投資信託の量的拡大は途上にあり、現在の規模では経費を投資信託の残高に連動した信託報酬で賄い切れず、販売手数料が重視されているとの指摘がある。投資信託の手数料は、株式売買手数料や利ざやといった従来の収益源が不振となっている金融機関にとって重要となっている。また、販売会社が顧客との関係をほぼ掌握している。こうした中で、投資家の投資意欲に働きかけやすいよう、市場の動向に応じた新しいテーマに基づく新商品が次々と設定・販売されてきた。

さらに、株価低迷・低金利環境が長期化し、伝統的な投資手法を用いて高いリターンを得ることが困難になってきている。こうした中、リターン追求に敏感な投資家のニーズに応える形で、海外資産を中心に運用する商品や複数の収益源を組み合わせた商品の開発や、預金利息等のような定期的収入を重視する投資家に働きかけやすい高頻度・高分配金商品の開発が活発化している。また、近年、投資割合が上昇しつつある外国資産による運用については、外国運用業者の運用力や当該国での投資信託の運営に関するインフラ基盤等を利用するため、外国運用業者への外部委託又は外国運用業者が運用するファンドへの投資（いわゆるファンド・オブ・ファンズ）がなされることが多く、投資対象の多様化が進む一方で、商品性の複雑化の一因にもなっているとの指摘がある。

なお、こうした商品が投入される投資信託市場の主要顧客層は、退職前後の世代により形成されている。これは、我が国においては退職前後の世代に余裕資金が偏在する一方、退職後の生活への漠たる不安が広がっていることが一因と考えられる。

② 上記の結果もたらされた影響と対応の方向性

まず、第一に、販売手数料収入が重要な収益源である販売会社が商品供給に大きな影響力を有している実態により、投資期間の短期化等の問題を招きかねず、投資信託商品の開発・販売において必ずしも投資家の資産運用ニーズが反映されていないとの指摘がある。そのため、投資信託商品の開発・販売に当たっては、顧客（投資家）本位の目線が一層必要である。例えば、顧客の生活設計やマネープランを踏まえた資産形成という

観点に基づくコンサルティング機能を発揮していくことが重要と考えられる。

また、運用会社・販売会社のインセンティブが一層顧客本位なものとなるような取組として、運用担当者の経歴や報酬体系等の顧客への提示や、報酬体系の取引ベースから残高ベースへの移行が指摘された。これらについては様々な意見があったが、いずれにせよ、一律に法令化する性格の施策というよりもむしろ、競合会社との差別化といった観点から、各運用会社・販売会社が自主的に取り組むよう促すことが望ましい。さらに、運用会社が、商品開発能力のみならず、国内外資産に対する運用力を強化することにより、投資家のニーズに応じていくことが求められる。

第二に、次々と新商品が投入されることで、投資信託の累増・小規模化を招き、運営コストが報酬を上回っている投資信託が多い。投資信託運営に係る業務効率の向上に係る取組を検討することが必要である。その際、諸外国における状況も踏まえつつ、小規模な投資信託の増加につながっているような業界慣行等があれば、その見直しについても必要に応じて検討が行われるべきである。

第三に、海外資産への投資割合が上昇する一方、商品の複雑化・リスクの複合化が進行している。これらに伴い、投資信託に係る手数料率が上昇傾向にある。また、元本の払戻しを伴う多頻度の分配を行う商品の普及により、全体的な得失の把握が難しくなってきた。商品性やリスクに関する購入時の説明の一層の工夫や、投資開始後には全体的な得失を瞭然と理解できるための仕組みを検討することが必要である。また、そうした説明を尽くしても、突発的・不連続に発現するリスクに対しては、あらかじめ一定の制約を設けておくことの是非も検討に値すると考えられる。

第四に、投資信託市場の主要顧客層である退職前後の世代は今後減少することが予測され、同市場の拡大を持続させるためには、余資運用に限らず資産形成という視点も必要と考えられる。少子高齢化が進む中、現役世代の老後への備えとして、小口投資が可能な投資信託の商品性は一層重要になる。こういった課題に対しては、現役世代への投資信託の普及に向け、例えば、業界において、目的意識を明確にした積立投資の促進といった取組やETFの更なる活用が加速されることが望ましい。併せて、投資信託市場における確定拠出年金の役割について議論が行われていくことが望ましい。

以上の指摘については、基本的には、投資家・市場関係者の意見も聴きながら、関係業界の業態を超えた自主的な努力によって対応すべき領域が多い。特に、運用会社による投資信託の運営の適切性の確保について、投資家や受益者によるモニタリングを通じたガバナンスのみに期待することが難しい中、運用会社と受託会社は投資家や受益者に対する受託者責任を負う者として、適切な運営を行う必要がある。また、当局による規制や適切な検査・監督が求められる。さらに、関係業界を中心とした自主的なモニタリングを行うことも効果的である。具体的には、例えば投資信託協会が投資信託の運営につき、一層、幅広く投資家の声を集め、適切に運用会社間での共有を図るなど、多様な経路を通じて適切な投資信託運営が確保されることが望ましい。

(2) 国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化

① 効率的な投資信託運営のための受益者書面決議制度の見直し

現在、投資信託約款の重大な内容の変更や投資信託の併合を行う場合、当該投資信託の受益者による書面決議が必要と規定されている。しかし、受益者が多数の公募投資信託における同制度の実施には実務的な困難もあることから、併合等の阻害となっているとの指摘がある。そのため、以下の点につき見直しを行うことが考えられる。

(a) 書面決議を要する約款変更範囲の見直し

現在、書面決議を要する約款の「重大な内容の変更」として、「商品としての同一性を失わせる」ことが規定されている。当該規定については、実務上、形式的な変更ではない限り商品としての同一性が失われるものと慎重に解釈され、書面決議を要する範囲が広く捉えられている。これにより、投資信託の運営の機動性が阻害されている、あるいは、当初から運用方針等について幅広い記載にしておくことで後の約款変更を回避する傾向があると指摘されている。

これについては、「重大な内容の変更」に該当するか否かの基準を、「商品としての基本的な性格の変更」と規定し、形式的な変更には留まらないが書面決議を要しない約款変更があり得ることを法令上も明確化した上で、受益者保護にも配慮しつつ、

- 受益者の利益に資する約款変更
 - 事務的事項に係る約款変更であって受益者の利益には中立的なもの
 - 法令改正に伴い、法令適合性を維持するために行わざるを得ない約款変更
- については商品としての基本的な性格が変更しないものとして、約款変更の際し、書面決議を要しないこととするのが適当である。こうした観点から、書面決議が不要となるこれらの変更と解される具体的な事例を、今後、明確化していくことが適当である。

(b) 書面決議を要する併合手続の見直し

現在、投資信託間の併合に当たっては常に双方の投資信託において書面決議を要することとされている。これが、非効率的な小規模投資信託を存続させ、ひいては経費率の上昇を通じて受益者の利益を害しているおそれがあると指摘されている。投資信託の併合を促進する観点から、併合の前後で「商品としての基本的な性格」に相違がない投資信託については書面決議を不要とすることが適当である。

その際、受益者保護に配慮し、具体的には、

- 併合後の投資信託に属することとなる財産が併合前の投資信託約款に記載された投資方針に反しないと認められること
- 投資信託の純資産額が併合対象である他の投資信託の総純資産額に比して、一定倍率以上であること（ただし、同一の指数に連動する投資信託どうしでの併合の場合など信託財産の内容が実質的に同じである場合には一定倍率以上であることは求められない）
- 併合前後の投資信託約款を比較して、実質的な相違が「受益者の利益に資するもの」、「事務的事項に係る相違であって受益者の利益には中立的なもの」又は「法令適合性を維持するために生じざるを得ないもの」に限られること

といった要件を全て充足する場合には「商品としての基本的な性格」に相違がないものとし、書面決議を不要とすることが適当である。

(c) 受益者数要件の撤廃

現在、書面決議においては、信託法の規定を踏まえ、議決権を行使することができる受益者の半数以上であって（受益者数要件）、当該受益者の議決権の3分の2以上の賛成を要することと規定されている。この点については、投資信託においては受益者の個性による影響が極めて限定的であることに加え、受益権の内容の均等性が担保されていることにも鑑み、約款変更や併合手続の見直しを促進する観点から踏まえ、受益者数要件を撤廃することが適当である。

(d) 反対受益者の受益権買取請求制度の見直し

現在、書面決議に反対した受益者は、受託者に対し自己の受益権の買取請求ができることと規定されている。しかし、基準価額が毎日算出され、当該価格による償還が随時可能なオープンエンド型投資信託においては、解約請求を行えば、解約時の基準価額に準じた価額によって償還金を受領することができる。よって、そのような投資信託については、反対受益者の受益権買取請求権を付与して投下資本の回収機会を追加的に設定しなくても反対受益者に与える不利益は乏しいことから、同制度を適用しないこととするのが適当である。

② 同一投資信託における複数の報酬体系等の容認

現在、投資信託の受益権は均等に分割されていなければならないだけでなく、運用方針だけでなく信託報酬体系等も受益権間で同一である必要がある。その結果、例えば、同一の運用方針の下で信託報酬体系だけが異なる商品を組成する場合であっても複数の投資信託を組成する必要があり、必ずしも効率的ではないとの指摘がある。

他方、同一の投資信託において、仮に信託報酬体系や為替ヘッジの有無等について「均等」ではない複数のクラスの受益権の設定を行う場合、受益者保護を担保する観点からは、差異を認める事項に応じて、種類受益者ごとに実施する書面決議制度等の新たな利害調整の仕組みの導入も併せて考える必要がある。

そうした仕組みを導入する場合には、かえって投資信託の運営のためのコストが大きくなるとの指摘もあることから、現時点においては、直ちに制度化を図るのではなく、引き続き、具体的なニーズを確認した上で、上記の論点等に関する検討を行うことが求められる。

③ 外部委託に関する規制の明確化

現在、投資信託委託会社の運用指図権限の外部委託については、委託先の範囲等に係る規定がある。他方、運用指図以外の業務については明文の規定がないため、委託の可否が不明との指摘がある。業務効率の向上を図る外部委託を妨げることのないよう、運用指図権限以外の権限の外部委託が可能である旨を何らかの形で明確化することが適当

である。

④ 運用財産相互間取引の容認範囲の明確化

現在、運用財産相互間取引は、原則として禁止されているが、双方の運用財産にとって必要かつ合理的と認められる場合等に関し、公正な価額に基づく上場有価証券等の取引であることを担保した上で、例外的に認められている。この「必要かつ合理的」の範囲は、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針において例示が列挙されているが、当該例示に必ずしも限られるものではない。しかし、例示された取引以外を行わない、また、結果として運用財産相互間取引になることを避けるため売買の発注時刻を意図的にずらす、といった慎重な対応を行っている例もある。

こうした状況を踏まえ、「必要かつ合理的」と認められるものとして、社内のリスク管理等の観点から投資制限を設定している場合にこれを超過することを避けるために行う取引などの例示を加えることが適当である。

また、現在は上記の例外的な取引の対象とはなっていない外国金融商品市場に上場されている有価証券についても、一定の外国金融商品市場に上場されている場合には、運用財産相互間取引を容認することが適当である。

⑤ 金銭設定・金銭償還の例外範囲の拡大

現在、投資信託は金銭設定・金銭償還が原則とされ、受益者保護に欠けるおそれのない場合に限り、現物設定・現物償還が例外的に認められているが、以下も例外とすることが適当である。

(a) 金銭と現物を混合した設定・償還の容認

現在、金銭と現物を混合した設定・償還は認められていない。そのため、現物設定・現物償還であるETFの場合、例えば、権利落ちの構成銘柄についても現物を用いて設定することとなり、現物を保有していた者は権利分の経済的損失を被るおそれがある。このような理由により、事実上、ETFを設定・償還できない期間が発生する。そのため、現物設定・現物償還であるETFでは、権利落ち等の構成銘柄について金銭での代替を認めることが適当である。

(b) 現物設定・現物償還の容認範囲の拡大

現在、機関投資家が一定の条件の下でETFを設定・償還する場合等を除き、現物設定・現物償還は認められていない。投資に高い知識・理解力を有する機関投資家向けの投資信託の設定・償還につき、有価証券等のうち時価評価が容易なものを用いる場合には、受益者保護に欠けるおそれが少ないことから、現物設定・現物償還を認めることが適当である。

⑥ その他の施策

このほか、

- 価格調査制度に関し、金融商品取引所又は金融商品取引清算機関のルールや商慣行などに基づき、取引条件及び経済的価値の算出方法が一定程度標準化され、価格調査によらずとも価格の公正性を確保することが可能であると考えられる種類の店頭デリバティブ取引について、制度の適用を除外すること
 - 利益相反のおそれがある行為が行われた場合の受益者等への書面交付の時期及び手法に関し、例えば、利益相反のおそれがある行為をする度の電子的方法等による公告及び運用報告書への記載等により受益者等に報告することを認めること
- などについて、適切な措置を講じることが求められる。

また、MRF^注等については、現在、基準価額が1口1円で固定されている。保有債券の突発的な価値の下落等により基準価額が1口1円を割り込んだ場合、追加設定・一部解約等に係る適切な対応に支障が生じるおそれがある。国際的な規制改革の動向も踏まえつつ、受益者の円滑な追加設定・一部解約等を目的とした運用会社等による劣化運用財産の買取り等を損失補填の禁止の適用除外とすることを含め、MRF等の安定的な運営に資する措置の検討を進めることが適当である。

(3) 一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保

① 運用報告書の改善等

運用報告書は、受益者の投資判断に当たって重要な情報を掲載していることから、運用状況を適切に把握するための情報が受益者にとって理解しやすい形で提供されることは重要である。

また、オープンエンド型投資信託の継続募集を行う場合に、一年ごとに提出することとされている有価証券届出書と、継続開示として提出が求められる有価証券報告書については、基本的に開示項目が重複していることを踏まえて、可能な限り両書面の統合を図っていくことが適当である。そのため、以下の点につき見直しを行うことが考えられる。

(a) 運用報告書の二段階化

現在、運用報告書に記載すべき事項は、一の運用報告書として受益者に交付することとされている。その結果、大部となることが多い上、書面での交付が原則となるため、受益者は情報を取捨選択することが困難であり、運用会社には多大なコストが発生している。こういった問題を改善するため、運用状況に関する極めて重要な事項を記載した交付運用報告書と、より詳細な運用状況等も含めて記載した運用報告書（全体版）に二段階化することが適当である。その際、交付運用報告書は、原則として受益者に書面または電子的な方法により交付すべきである。他方、運用報告書（全体版）は運用会社のホームページでの掲載など投資家にとってアクセスしやすい電子的方法による提供を原則としつつ、受益者から請求があった場合にのみ書面による交付を義務付けることが適

^注 証券会社に入金された証券決済用資金を運用することを目的とした公社債投資信託。信用度の高い債券を投資対象とする等、投資信託協会の規則により安定運用のための投資制限が定められている。

当である。なお、請求の有無にかかわらず一律に書面を交付するといった、見直しの趣旨に沿わない対応が行われることのないよう留意すべきである。

(b) 運用報告書記載事項等の見直し

運用報告書の二段階化を前提とした上で、受益者が運用状況等を正しく把握するために必要な情報を提供する観点から、交付運用報告書においては、他の投資信託と比較可能な方式で当該投資信託の現在及び過去の状況を記載する。また、グラフや図を活用し、平易かつ簡素な表現で文章による解説を行うなどわかりやすい表示を行う。他方、運用報告書（全体版）においては、引き続き、必要な情報を詳しく記載する。なお、見直しの具体化に当たっては、交付運用報告書が既存顧客に運用状況に関する重要な事項を説明する大切な「コミュニケーション・ツール」であることを踏まえ、実務家を中心に、投資家の意見も交え、さらなる記載方法の検討を行うことが適当である。

(c) 有価証券報告書等との関係

有価証券届出書と有価証券報告書のそれぞれの役割に留意しつつ、近年の情報通信技術の進展も踏まえ、法定開示のコストを適正化するとともに、一般投資家にも理解しやすい開示とする観点から、有価証券届出書と有価証券報告書の双方について見直しを行うことが適当である。

有価証券届出書の見直しについては、有価証券届出書と有価証券報告書の記載事項の重複を解消する観点から、

○ 有価証券届出書について組込方式または参照方式を導入する

または

○ 有価証券届出書「第一部 証券情報」に相当する情報を記載した書面を、有価証券報告書と併せて提出した場合には、これらの書類を有価証券届出書とみなす制度を導入する

との方向で対応することが考えられる。なお、各案の検討においては、制度導入に要する費用等とその効果を比較検証することとし、その内容が合理的であり、かつ法制化が可能なものである場合には、後者の案により進めることが適当である。

有価証券報告書の見直しについては、その提出により有価証券報告書の一部とみなすことができる報告書代替書面制度を柔軟に活用することにより、一般投資家にも理解しやすい方法で、他の投資信託の有価証券報告書との間で見られる委託会社の情報に関する記載重複を解消することが考えられる。例えば、認定金融商品取引業協会である投資信託協会の規則に基づき作成され、ホームページ上で公表される委託会社の情報に関する書面については、報告書代替書面として利用できるようにするといった方向で対応することが適当である。

② トータルリターン把握のための定期的通知制度の導入

現在、投資家は、各期の投資信託に係る分配金等が記載された取引残高報告書を証券会社等から交付されているが、投資信託購入時点から現在までの投資期間全体における

分配金の額は自ら計算する必要がある。適切な投資判断のための環境を整える観点から、受益者が自分の保有する投資信託に係る投資期間全体の累積分配金を含む累積損益を把握しやすくすることは重要である。

現在の状況としては、既に自社基準に基づくトータルリターン（一定期間の累積損益）を計算している販売会社も多いが、他方で当該計算に必要なシステムを備えていない販売会社もある。また、計算結果について定期的に定型の様式で顧客に通知している販売会社もあるが、問合せの都度、個別に回答を行っている販売会社もある。

上記の状況を踏まえ、別紙の方向で業界において制度の実施を図ることが求められる。この際、制度化されたレベルを超える事項の通知を販売会社が個別に行うことは妨げられないと取り扱うことが適当である。

③ 販売手数料・信託報酬等に関する説明の充実

現在、投資信託の購入・保有に関する費用については、目論見書等において、販売手数料の料率の上限、信託報酬の料率と運用会社、販売会社及び受託会社への配分率を表示することとされている。しかし、こうした費用を含めた投資家の負担の対価として享受するサービスについての説明は、必ずしも投資家の理解に資する形で充実しているとは言えない。投資家のコスト意識を醸成し競争の促進を期待する観点から、当該説明の充実を図ることが適当である。

④ 販売・勧誘時等におけるリスク等についての情報提供の充実

現在、法令において、交付目論見書にファンドの目的・特色、投資リスク等を記載することとされており、投資信託協会の規則において、その具体的な記載内容や記載方法等が定められている。

商品の複雑化・リスクの複合化（2.（1）②参照）が進行する中で適切に投資判断を行うためには、個々の商品の元本割れの可能性についての理解だけでなく、リスクの相対的な度合いの理解も重要と考えられる。こういった点を踏まえ、商品のリスクを投資家によりわかりやすく情報提供する取組を構築する必要がある。

これまでと同様に個々の投資信託における商品のリスクを定性的に説明することに加え、リスクの定量的な把握や比較が可能となるように、わかりやすく表示することが適当である。

なお、具体的な記載内容については、投資信託における商品のリスクを投資家によりわかりやすく情報提供する観点から、実務的な検討を通じ、引き続き整理を行うことが望ましい。その際、記載事項や方法については、各運用会社の工夫の余地を残しつつも、ファンド相互間の客観的な比較が容易になるように、当局及び業界においてある程度の統一化を行うことが求められる。

⑤ 運用財産の内容についての制限（一定の類型のリスクに対する規制）

現在、運用財産の内容についての制限としては、内閣府令におけるデリバティブ取引に係るリスクの制限、投資信託協会の規則における投資対象等への一定の制限に限られ

ている。

この点について、一般論としては、金融のイノベーションや商品組成の自由度は最大限尊重し、投資信託が内包するリスクについて十分な説明・開示を行うことを通じて、市場による競争を通じた商品の適切な選択が投資家によって行われることが望ましい。

しかし、ファンド・オブ・ファンズの普及等を通じて、商品の複雑化・リスクの複合化（2.（1）②参照）が進行しており、さらに、大きな信用リスクを抱えたいわゆる仕組債型の投資信託も存在している。

このような、複合化したリスクや信用リスクは、説明・開示によりあらかじめ投資家に認識させることは困難であり、そうしたリスクの軽減・分散が不十分な場合には、投資家にとって突発的・不連続な損失が発生し得ることになる。そのため、そうしたリスク量をあらかじめ制限するような仕組みを構築することが考えられる。具体的には、

- 信用リスクの分散については、一定の定量的な規制の枠組みを整備する
 - デリバティブ取引を行う場合のリスク量制限については、リスク量に係る計算方法を一定程度規格化し、その概要の情報を提供する
 - 我が国に持ち込まれる又は我が国の投資信託に組み込まれる外国籍投資信託についても、各国の法制の相違を踏まえつつ、原則として同様の取扱いとする
- という仕組みが考えられる。この点に関しては、投資信託の内包するリスクを一意的な定量的水準で規制することにより、投資信託の商品組成の自由度を阻害しないようにすべきであるとの指摘に留意しつつ、適切なルールの整備を行うことが求められる。

3. 投資法人制度

（1）我が国投資法人の現状と対応の方向性

平成10年に創設された投資法人制度は、その後投資対象に不動産等が追加されたことにより、主としてJ-REITとして活用され、その後の約10年間で金融商品としての位置付けを高めてきた。

他方、J-REITの投資口は、安定的にキャッシュフローを生み出す不動産という原資産に裏付けられた商品であるものの、実際には、金融・資本市場の影響を大きく受けている。リーマンショック時には、資金調達手段の制約等の財務上の課題が顕在化し、金融・資本市場の影響を受けた金融機関の貸出姿勢の変化が投資法人の資金繰りに大きく影響した。また、ミドルリスク・ミドルリターンの商品として想定されていたにも拘わらず、市場の影響を受け投資口価格のボラティリティは拡大し、投資家の投資姿勢の萎縮を招いた。こうしたことから、諸外国のREITに比べて資金調達・資本政策手段の面において制約が多いと指摘されることも踏まえつつ、その多様化を図る取組を講じる必要があると考えられる。

また、投資法人の運営を見ると、人員・ノウハウ、投資対象物件の提供等の面で、資産運用会社の親会社等（以下「スポンサー企業」という。）が大きな役割を果たしている。他方、スポンサー企業への依存については、信用補完といったメリットがあるものの、スポンサー企業と投資主との利益が必ずしも一致しないとの懸念も指摘されている。投資法人制度に対する投資家の信頼性を更に向上させるため、こういった利益相反に対する適切な

規律を含め、投資法人の運営や取引の透明性を確保する取組を講じる必要がある。

(2) 資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上

① 資金調達・資本政策手段の多様化

資金調達・資本政策手段の多様化の具体策として、ライツ・オファリング、転換投資法人債、種類投資口、無償減資及び自己投資口取得等の導入が挙げられている。このうち、転換投資法人債及び種類投資口に関しては、他の手段に比して、より高度な投資家間の利害の調整が必要になり得ると考えられる。

他方、投資法人は、投資家の資金を主として一定の資産に集合して運用し、その成果を投資家に分配する仕組みであり、原則として業務の外部委託が義務付けられ、そのガバナンス構造は簡素なものとなっている。また、主としてリターンに関心を有し、投資法人の運営が滞りなく行われている限り、運営全般について基本的・包括的な了承を与えるのが一般的という投資主像を踏まえてみなし賛成制度が導入されている。

こうした、現行のみなし賛成制度等を前提とする簡素なガバナンスの仕組みのままでは、上記のような利害の調整を行うことが難しいとの問題が残されており、転換投資法人債及び種類投資口については、今般の投資法人法制の見直しにおける導入は時期尚早であると考えられる。

他方、ライツ・オファリング、無償減資及び自己投資口取得に関しては、投資家間の公平性を害するものではないことからその利害の調整の必要性は低く、かつ投資法人の運営の安定に資するものであり、投資法人の性質を踏まえつつ、その導入に向けた制度整備を進めることが適当である。

② 簡易合併要件の見直し

現在、投資法人間の合併においては、消滅投資法人の投資主へ投資口を割り当てた後の投資口の数が存続投資法人の発行可能投資口総数以下であれば、存続投資法人の投資主総会の決議は不要とされている（簡易合併）。これについては、存続投資法人の財務内容に対する影響が大きい場合にも簡易合併が認められ、投資主利益が害されるおそれがあるとの指摘がある。そのため、簡易合併を、消滅投資法人の投資主に割り当てられる存続投資法人の投資口数が合併前の存続投資法人の発行済投資口の総口数に対して一定比率以下の場合とするなど、要件の見直しを行うことが適当である。

(3) 投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保

① 投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組みの導入

現在、投資法人の資産運用業務は外部の資産運用会社に委託することとされている。委託先は原則として運用資産の取引について裁量を有し、委託先の利害関係者との取引を行う場合、投資法人等への報告義務を負う。しかし、当該報告は事後報告のため、投資主の利益を害する取引を必ずしも抑止できていないとの指摘もある。

こうした中、例えば、利害関係者との取引を投資法人の役員会または投資主総会や外部者を含めた資産運用会社のコンプライアンス委員会の監視にかからしめるなどのガバナ

ンスの改善に向けた取組が考えられるところ、投資法人の役員会においては資産運用会社から独立した第三者（監督役員）が過半を構成しており、まずは、投資法人の役員会の権限を強化・活用することで利害関係者との取引に対する監視機能の向上が期待される。具体的には、投資法人と資産運用会社の利害関係者との間の一定の重要な取引については、投資法人の役員会の事前同意の取得を義務づけることが適当である。この場合、監督役員については、現行の資産運用会社の利害関係者でないこととの要件に加え、スポンサー企業の利害関係者でないことを要件とすることが適当である。

また、現在、上場投資法人は、金融商品取引所の実務指針等により、取得した物件の鑑定評価書の概要を公表することとされている。市場関係者の事後的なチェック機能の向上に向け、資産運用会社の利害関係者との取引については、鑑定評価書の概要の開示項目の拡充を図るとともに、競争上の理由等により公表がかえって投資家の利益を損ねるような場合の取扱いにも留意しつつ、鑑定評価額の算出根拠に係るより詳細な情報を公表することが求められる。

② インサイダー取引規制の導入

現在、上場投資法人に係る投資証券の取引は、原則としてインサイダー取引規制の対象外とされている。このこと背景としては、投資口について運用資産の純資産価額に基づく価格形成が行われ、インサイダー取引の余地が比較的小さいため対象外とされていたことが考えられる。しかし、実際の価格動向を見ると、例えばスポンサー企業の変更等によっても相当程度変動しており、こうした情報が公になる前に知り得る立場の人が当該情報を知って取引を行えば、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を害するおそれがある。

諸外国では、一般に、上場投資法人に係る投資証券に相当するものはインサイダー取引規制の対象とされている。また、我が国の多数の上場投資法人は、投資証券がインサイダー取引規制の対象外であることをリスクとして投資家に説明している。

これらの事情を踏まえ、投資法人特有の事情を考慮しつつ、上場投資法人に係る投資証券の取引をインサイダー取引規制の対象とすることが適当である。

具体的には、投資法人では、主として業務委託先である資産運用会社で取得物件に関する重要情報の取得・保有・管理が行われており、規制対象とする取引主体の範囲を定めるにあたり、資産運用会社を「投資法人の契約締結先」との位置付けではなく、投資法人自体と同様に取り扱うことが適当である。また、スポンサー企業については、上記のような価格の変動が見られることに加え、人員・ノウハウや投資対象物件の提供等の面で大きな役割を果たしていることも踏まえ、規制の対象とすべきである。これにより、投資法人及び資産運用会社に加え、スポンサー企業の関係者がその職務等に関し、重要事実を知った場合及びこれら関係者からの情報受領者を規制対象とすることが適当である。

また、重要事実については、

- 投資口の内容及び条件の変化（例：公募増資の発表）
- 投資法人の財産の変化（例：大口テナントの退去の発表、業績予想の修正の発表）

- 投資法人の運営や業務の変化（例：倒産手続の申立ての発表）
- 資産運用会社の運営や業務の変化及びスポンサー企業の交代等（例：スポンサー企業の異動の発表）

といった情報が投資家の投資判断に影響を与えていることを踏まえ、具体的な制度化を進めることが適当である。

（４）その他の施策

① 海外不動産取得促進のための過半議決権保有制限の見直し

現在、投資法人が、海外不動産を取得すること自体は禁止されていない。他方、事業支配を制限する趣旨から、投資対象会社の株式の議決権の過半保有が投信法上禁止されている。そのため、外資による不動産投資につき規制がある国において事実上不動産の取得が困難となっている例がある。こういった場合、投資法人制度の信頼性が確保されることを前提に、投資法人の性質及び事業支配を制限する趣旨などを踏まえつつ、実質的に投資法人が海外不動産を取得することと同視できるような場合について、当該海外不動産を取得するためのビークル（SPC）の株式に係る過半以上の議決権保有を認めていくことが適当である。

なお、投資法人における不動産運用方式の柔軟化や投資効率の向上を目指すべきとの考えの下、国内不動産への適用やビークルの階層化を認めるべきとの意見もあったが、投資法人の簡素なガバナンス構造や導管体としての性格も踏まえ、投資法人の投資対象の過度な複雑化を避けることも重要であり、引き続き検討が必要である。

② 投資口発行差止請求制度の導入

現在、投資主が投資法人に対し直接的に投資口の発行の差止めを請求できる制度は設けられていないが、上述のような資金調達・資本政策手段の多様化を認める上で、投資家保護の観点から、差止請求制度の整備を行うことが適当である。

このほか、

- 投資法人の役員任期（執行役員は2年を超えることができない、監督役員は4年）に関し、投資主総会開催時期の前倒しや役員の日付けでの選任がなされている現状を踏まえ、あらかじめ投資主総会の開催時期を投資法人規約で定めた場合（例えば、2年ごとの決算期末から一定の期間内に開催）には、投資主総会の終結の時までとすること
 - 投資主総会の招集に際し、開催日の2か月前までの公告を要することに関し、上記のように、あらかじめ投資主総会の開催時期を投資法人規約で定めた場合、会社法における株式会社の株主総会の取扱いに準じて、当該投資法人の投資主総会について公告を省略できるようにすること
 - 一定の一般事務委託契約の内容変更は投資主への個別の通知事項とされていることに関し、事務委託の内容に影響を及ぼさない軽微な変更については、計算期間ごとにまとめて資産運用報告に記載することで代替できるようにすること
- について、適切な措置を講じることが求められる。

4. おわりに

以上の審議結果を踏まえ、本報告に示された考え方に基づき、適切な制度整備等を進めるとともに、その制度整備等を踏まえた関係業界の取組状況について、当局等において適切なフォローアップを行うことが期待される。

(以 上)

2. 投資信託制度

(3) 一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保

② トータルリターン把握のための定期的通知制度の導入

計算方法、対象範囲、通知方法といった具体的な通知事項について、

- 計算方法は、「(計算時点の評価金額+累計受取分配金額+累計換金金額) - 累計買付金額」を基本とする
- 全ての公募投資信託(公募外国投資信託も含む)を対象としつつ、一定の商品(MRFなどの日々決算型の投資信託、ETF)については例外も認め得る
- 個人投資家を対象とする
- 過去のどの時点まで遡ってトータルリターンを計算するかについて、実行可能性を検証する
- 具体的な通知方法としては、書面の交付(郵送による送付等)、電子メールによる送信、ホームページの顧客専用画面上での表示(この場合、当該方法で行うことについて事前に顧客に対し、確実に周知を図ることとする)のいずれかとする。なお、販売量が少なく、システムの整備等が困難な販売会社の場合においても、トータルリターン通知の取組を迅速に開始可能とする観点から、事前に顧客に対して確実に周知することを条件にした上で、顧客からの個別照会に対する回答による対応を容認することも例外的にあり得る。

という方向が考えられる。また、販売会社のシステム対応等に必要となる準備期間も踏まえ、制度内容の公表後、実施までには一定の期間を設けるとともに、制度の実施後に販売された投資信託を対象としつつ、実施時点で既に販売済みの投資信託についても可能な範囲で対象とすることが考えられる。

トータルリターンに係る規則改正・ガイドライン制定の流れ

平成25年1月17日

1. 規則・ガイドラインの案文の検討（本ワーキング）



2. 規則・ガイドラインの案文に関するパブリックコメント



3. 規則・ガイドラインの決議、通知



4. 規則・ガイドラインの施行

トータルリターンの通知について

参 考

平成 24 年 8 月 30 日

1. 基本的な考え方

- ・協会（又は金融庁）が定める制度としては、考え方や必要要件を整備した上で、協会員全社が実施可能なレベルとする必要がある。なお、当然のことながら、制度のレベルを超えた対応を各社が任意に行うことは妨げられないと考える。

【アンケート結果による各社の現状】

- 現行においてもトータルリターンをシステム上で自動的に算出している会社がある一方で、そのようなシステムを有しない会社がある。（前者は投資信託の銀行窓販のための専用システムであると考えられる。）
後者の場合、顧客が保有している投資信託の銘柄ごとの累積分配金額のデータを再生利用可能な電磁的データとして保有していない会社が殆どであると考えられる。
- トータルリターンを取引口座ごとに自動計算し、データ保存するためにはシステムの開発コストや運営コストが発生するだけでなく、開発には相当の時間を要すると考えられる。
- また、過去データを遡及して取り込むとすると、より大きなコストと時間を要することとなると考えられる。
- 顧客への通知に関しては、定期・定型での送付を行っている会社もあるが、問い合わせの都度個別計算を行うことによって回答を行っている会社もある。

2. 今後の検討の進め方

- ・上記の「1. 基本的な考え方」を踏まえ、トータルリターンの通知については、以下の内容を素案として検討を進めることで良いか。

項 目	内 容
1. 対象とする投資信託の範囲 (1)	<ul style="list-style-type: none"> ・日々決算型の投信（MRF や MMF（外貨建てを含む。））は対象外とする。 ・住宅財形・年金財形（非課税商品）、一般財形・ミリオン（課税商品）又は DC 専用の投資信託は対象外とする。 ・私募投信は対象外とする。

項 目	内 容
	<ul style="list-style-type: none"> ・ REIT、ETF は対象外とする。 (注) 制度実施の当初は、毎月分配型投信信託、隔月分配型投資信託のみを対象とし、順次、対象を拡大することも考えられる。
2. 対象とする投資信託の範囲 (2)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 本制度の施行後に、顧客が取得した投資信託又は設定された投資信託を対象とする。また、トータルリターンは取得した時点以降を計算期間とする。 (注) なお、本制度の施行前に顧客が取得した投資信託について過去遡及の可否、可能な場合その期間、簡便な代替方法の適否等について検討する。
3. 対象とする顧客の範囲	<ul style="list-style-type: none"> ・ 個人顧客（特定投資家を除く）を対象とする。
4. 通知の手段	<ul style="list-style-type: none"> ・ 以下のいずれかの方法により、顧客に通知する。 <ul style="list-style-type: none"> ①書面の交付（送付） ②E メールによる送信 ③ホームページの顧客専用(ログイン)画面上での表示 ④顧客からの照会に対する回答 (注) ③又は④の方法の場合には、③又は④の方法でトータルリターンを知ることができる旨を顧客に対し事前に周知する。
5. 計算方法	<ul style="list-style-type: none"> ・ 計算方法は、以下のとおりとする。（ワーキングで概ね了承） <ul style="list-style-type: none"> （「計算時点の評価金額」＋「累計受取分配金額」＋「累計売付金額」）－「累計買付金額」 (注) 計算要素の算出方法、算出基準について統一する必要があるか（例：「計算時点の評価金額」を「基準価額」とするか「解約価額」とするか。再投資分を計算に含めるか否か。）。 ・ 投資信託協会の「投信総合検索ライブラリ」を活用することも考えられる。
6. 制度の実施時期（準備期間）	<ul style="list-style-type: none"> ・ 制度の内容を公表してから実施までの準備期間として、最低でも1年以上は必要と考えられる。 (注) 外国投資信託については、国内投資信託に遅れて実施することも考えられる。

3. さらなる検討課題

項 目	内 容
1. 外貨建投資信託の取扱い等	①外貨建て投資信託 ・外貨、円貨のどちらでトータルリターンを計算するか。 ②アンブレラ型ファンド ・サブファンド毎にトータルリターンを計算するか。 ③ブルベア型ファンド ・ブル型、ベア型の別にトータルリターンを計算するか。 ④一般口と累投口 ・一般口と累投口の別にトータルリターンを計算するか。 ⑤同一ファンド ・一旦全部売却した後に同じファンドを買い付けた場合に通算するか。 ⑥障害者マル優適格公社債投資信託 ⑦同一投信で取引部店やチャンネルが異なる場合の名寄せ
2. 相続の場合の取扱い等	①相続により取得した投資信託の取扱い ②他社から移管された投資信託の取扱い ③会社の合併等により引き継いだ顧客の保有する投資信託の取扱い ④受益証券の分割・併合や投資信託自体の併合がなされた場合の取扱い
3. 顧客への通知内容	①顧客に通知する項目（内容） ②ディスクレマーの記載内容
4. 通知の頻度	①書面（Eメール）による通知の場合の通知の頻度 ②顧客からの照会に対する回答の場合はその都度の計算で良いか。
5. 計算期間	・例えば、顧客が同一の投資信託を10年以上保有している場合、顧客の当初取得時からトータルリターンを計算、通知するか。

項 目	内 容
6. 任意の通知への対応	・制度のレベルを超えて任意の通知をする場合の指針、留意事項
7. 制度の根拠条文	・内閣府令、監督指針、協会規則のいずれかが考えられる。

以 上