

投資信託の制度・実態の国際比較(第1部)

平成 29 年 5 月 25 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

投資信託の制度・実態の国際比較（第1部）

（要約）

本稿は主要国の投信制度と実態を、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、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。取り上げる項目は、Ⅰ投信運用業界への参入規制と業界の現況、Ⅱ商品、Ⅲ運営のガバナンス、Ⅳ販売仕法、Ⅴ資産運用、Ⅵ収益分配、Ⅶ情報開示、Ⅷ税制の8項目であり、最後に総まとめを行う。今回の第1部ではⅠ～Ⅲを取り上げる。

「Ⅰ投信運用業界への参入規制と業界の現況」については、①投信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数百億円程度までは日本より参入が容易であること、②業界の現況を見ると、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こと、日本は独立系をふくめ、まだ新規参入の余地があると思われ、実際に16年以降新規参入が増加していることを指摘できる。

「Ⅱ商品」については、①設立規制は「届出」で済む日本が最も緩やかであるが、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と、②世界の商品の現況を見ると、会社型、オープンエンド型が主流であり、その中でETFの急成長が目立つこと、③日本は商品新設率が高く償還率は低いため、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こと、④日本の商品バラエティーは既に充実しており、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法的制約のために組成できないものに限られることを指摘できる。

「Ⅲ運営のガバナンス」については、①契約型ファンドでは契約当事者のガバナンスが重視され、会社型ファンドではファンド段階のガバナンスがあるが、その規制度合いは国によって異なること、②会社型の運営について、米国は運用会社から独立しているファンド取締役会（ボード）が中心的役割を果たすのに対し、欧州は会社型であってもファンド運用会社を中心とする枠組みとなっていること、③米国のファンド取締役会の実態を見ると、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こと、④ガバナンスの本質は、「契約型か会社型か、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」との有識者の見解があることを指摘できる。

投資信託の制度・実態の国際比較(第1部)

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 杉田浩治

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。

本稿において取り上げる項目は次の通りであり、各項目について日・米・欧の3地域の横比較を行う。内容が多岐にわたるため複数回に分けて掲載することとしたい。

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

今回は第1部としてI～IIIを取り上げる。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ご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。

I 投信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UCITSV）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 1940 年投資顧問法（1940 Investment Advisory Act、以下「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¹（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²）。

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³。

（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⁴。

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⁵、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 3 千万円程度、運用資産 1 兆円で 2 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⁶。

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⁷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。

¹ 投資顧問法 203 条

² 投資顧問法 203A 条

³ UCITS 指令 7 条

⁴ 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融商品取引業等に関する内閣府令 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。

⁵ “Regulation of Investment Advisers, March 2013, by the U.S. Securities and Exchange Commission” 19～20 頁

⁶ UCITS 指令前文（9）

⁷ 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 (仏は 15 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) 627	3,536億円

(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) IS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 2016における記述(2015年末現在)

※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⁸⁾)。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。

⁸ Independent Directors Council "Fundamentals for Newer Directors February 2014" pp1

〔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 Fnnncial	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) ドイツ国内公募証券投信のみの資産であり、ルクセンブルグなどには含まない。

〔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

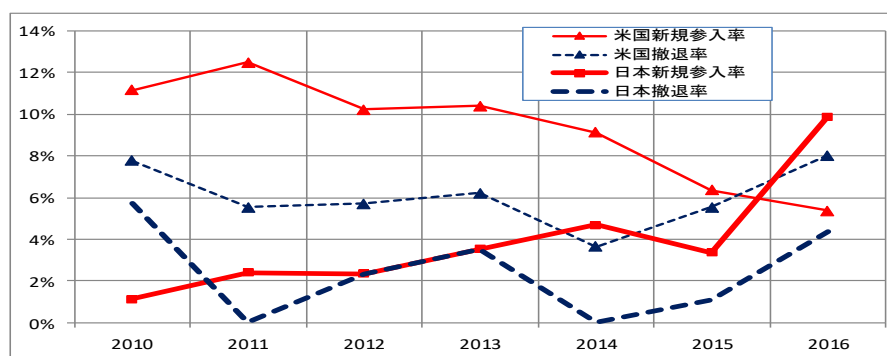
(3) 投信運用業務への新規参入・撤退の状況

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、変化の度合いを見る意味で、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。

ここには、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て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（投資信託および投資法人に関する法律）、米国は1940年投資会社法、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（UCITSⅤ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は、日本は投資信託および投資法人に関する法律（以下、図表中の表記を含め「投信法」）により、投資信託にあつては約款を⁹、投資法人にあつては執行役員名・規約などを¹⁰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 1940 年投資会社法（以下「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¹¹（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¹²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¹³。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¹⁴。

⁹ 投信法 4 条

¹⁰ 投信法 69 条

¹¹ 投資会社法 8 条

¹² UCITS 指令 5 条

¹³ 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。

¹⁴ ICI “Investment Company Fact Book 2017” における記述

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¹⁵のに対し、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¹⁶。

（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」¹⁷とみなされる恐れがあったが、SEC は 95 年に新たに規則¹⁸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¹⁹。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²⁰、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）²¹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」（金融商品取引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）²²、「特定投資家私募」（金融商品取引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）²³、および「一般投資家私募」（公募又は適格機関投資家私

¹⁵ 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。

¹⁶ UCITS 指令 3 条

¹⁷ 投資会社法 18 条 (f) 項 1 号

¹⁸ 投資会社法規則 18f-3

¹⁹ 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)

²⁰ 投信法 6 条

²¹ 投信法 2 条 8 項、投信法施行令 7 条

²² 投信法 2 条 9 項 1 号、投信法施行令 8 条 1 項

²³ 投信法 2 条 9 項 2 号、投信法施行令 8 条 2 項

募等のいずれにも該当しないもの)²⁴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²⁵。

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²⁶。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²⁷。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と同様のマスター・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

²⁴ 投信法2条10項

²⁵ 投資会社法3条(c)項(1)号

²⁶ UCITS 指令3条

²⁷ 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・トラスト	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ト	14.9	
				173.0	
計		389.5		2,497.1	2,886.6

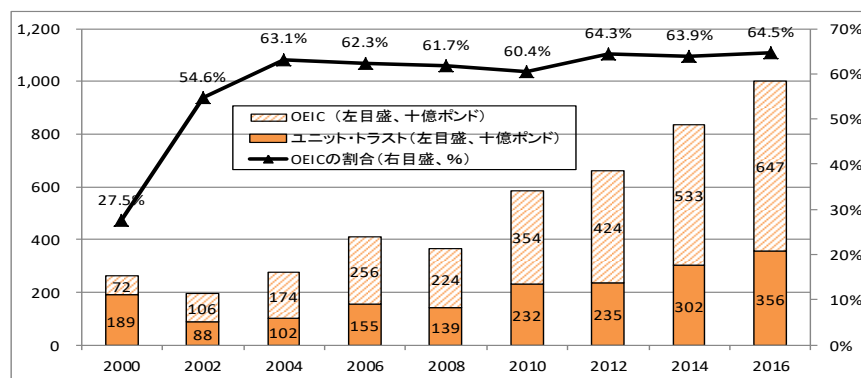
(注) 公募ファンドのみを集計した。フランスはFCPとSICAVの内訳が14年以降不明のため推定値による(13年末はFCPが85%であり、00年の56%から増加傾向にあるため16年末のFCP比率を90%と推定した)。円換算レートは16年末レート：1ドル=117.11円、1ポンド=143.00円
〔出所〕国際投信協会、米ICI、英Investment Association、Association of Investment Companies、仏afg データより筆者作成。

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（ユニットトラスト）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²⁸ことから、既存ユニットトラストからの転換を含め、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「ユニットトラストも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ト一本でやっており、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。

²⁸ The Investment Association[2017] “The Investment Association Members Guidance, Authorised Funds: A regulatory Guide March 2017” pp5

〔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、ファンド純資産価格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²⁹、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

²⁹ 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 pp44)

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。

しかしクロー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。クロー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。クロー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³⁰。

（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ーズドエンドの中間的商品とも考えられる³¹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³²。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。

そして国際投信協会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

³⁰ “Are Interval Funds the Next Big Thing”

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

³¹ 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、ある部分はクロー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、クローズドエンド・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。

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

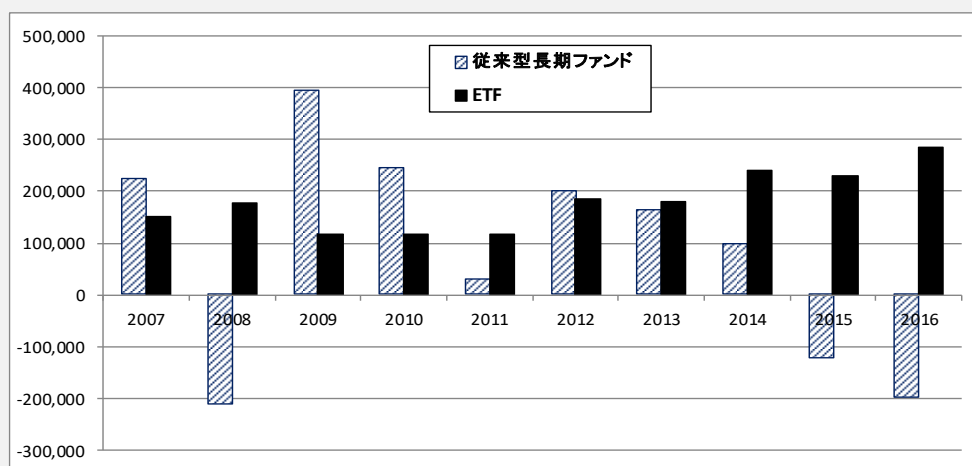
の3を占めている。その米国においては、図表9のように15年から従来型ミューチュアルファンドから資金が純流出してETFへ振り替わる動きとなっている。

〔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〕IIF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〕ICI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

国際投信協会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。

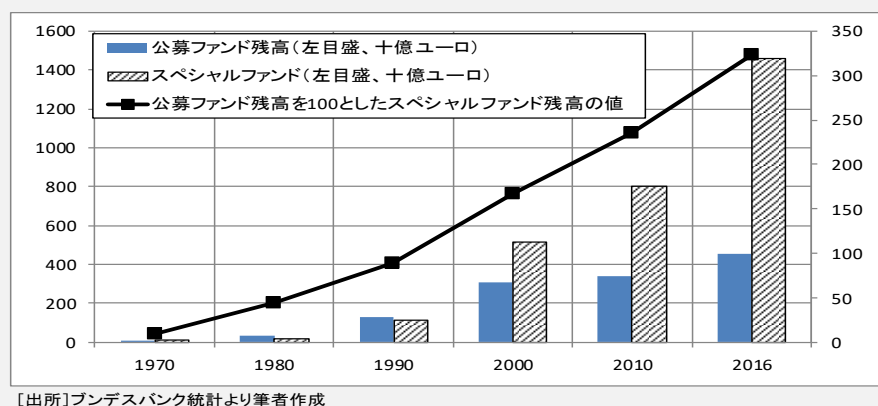
独には数十年前から機関投資家を対象として募集するスペシャルファンドと呼ばれる私募ファンドが存在し、大きな成長を続けてきた。当ファンドは 10 頁で触れた EU の「オルタナティブ投資運用者指令（AIFMD）」の範疇に入るファンドであり、独「投資法」第 2 条 3 項では「その持分が、資本投資会社（筆者注：投信運用会社の意味）との書面による合意に基づき、自然人でない投資者によってもっぱら保有されるもの」と規定している。

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）³³ 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）

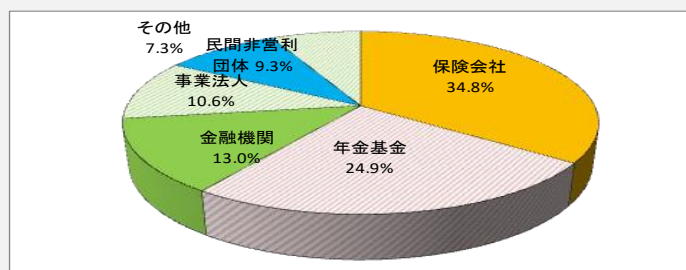


³³ 小林雅史 [2014] “ドイツの保険監督と市場概況” 『保険・年金フォーカス』（ニッセイ基礎研究所）2014 年 10 月 28 日

〔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〕ブ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。

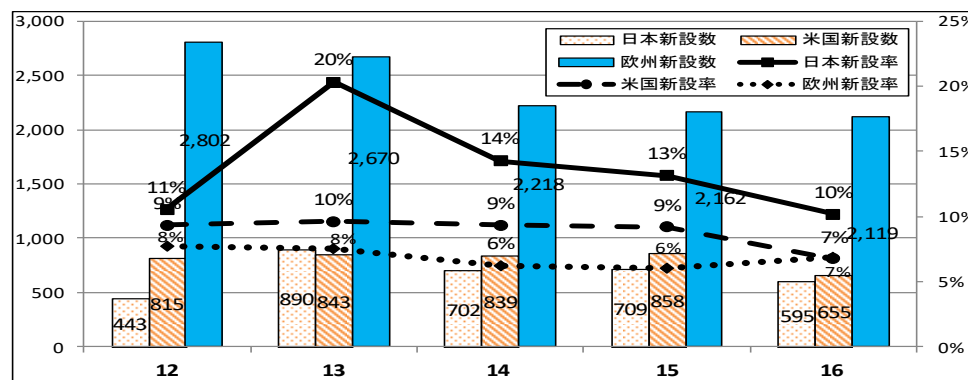
〔出所〕国際投信協会および ICI Fact Book 2017 より計算。円換算は 16 年末レート（1 ドル＝117.11 円）

（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〕

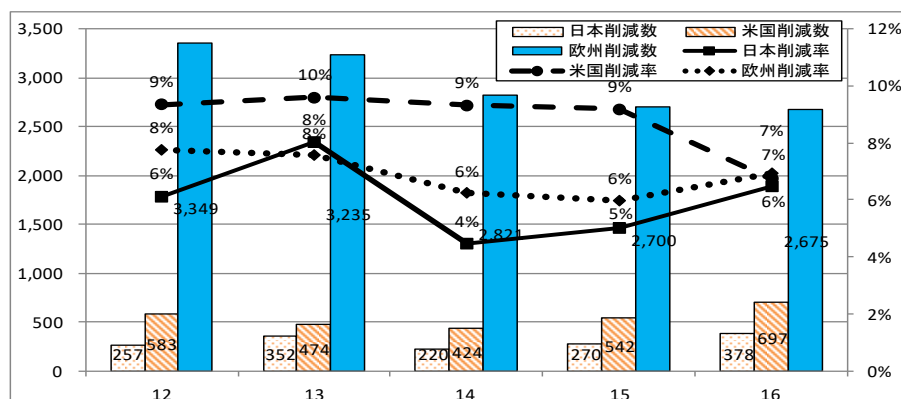


〔出所〕日本は投資信託協会、米国はICI、欧州はThomson Reuters “Monday morning memo: 2016 a year of changing market dynamics”(06 Feb 2017)より筆者作成。

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³⁴）。

〔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。

³⁴ 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³⁵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。今や欧米にあっ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
1. 運用対象			4. 投資手法		
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)	5. 発行証券・資本構成		
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)	×	×
2. 投資テーマ			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	×	○	6. 税制		
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	×	×
3. 仕組み			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	○	○	7. 販売マーケット		
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国で販売するために、国内ファンドに“生き写し”のファンドを米国で設定するもの (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ァンド

³⁵ 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。

日本の商品バリエーション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ってのガバナンスは、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。	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。
	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。	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³⁶、顧客に対する誠実義務を課している³⁷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³⁸と受益者に対する忠実義務³⁹を課しているほか、次の行為の禁止規定を設けている⁴⁰。

（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⁴¹。

³⁶ 金商法 35 条の 3

³⁷ 金商法 36 条

³⁸ 金商法 42 条 1 項

³⁹ 金商法 42 条 1 項

⁴⁰ 金商法 42 条の 2

⁴¹ 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プルーデシヤル・ルールを制定すること⁴²。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⁴³。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 UCITSV 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⁴⁴。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。

⁴² UCITS 指令 12 条

⁴³ UCITS 指令 14 条

⁴⁴ 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⁴⁵。

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⁴⁶。

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⁴⁷。

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⁴⁸。

〔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⁴⁹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⁵⁰。

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⁵¹。

〔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

⁴⁵ UCITS 指令 26 条～26 b 条

⁴⁶ UCITS 指令 23 条

⁴⁷ UCITS 指令 25 条

⁴⁸ 投信法 17 条 8 項

⁴⁹ UCITS 指令 5 条

⁵⁰ COLL (FCA's Collective Investment Schemes Sourcebook) 4.3.4

⁵¹ 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⁵²。）

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⁵³、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⁵⁴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⁵⁵（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⁵⁶）。

④運用の外部委託

日本にあつては投信委託会社、欧州にあつ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⁵⁷。ただし、いずれも業務の全部を委託することはできない⁵⁸。

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。

⁵² UCITSV 前文 (56)

⁵³ UCITS 指令 39 条

⁵⁴ UCITS 指令 43 条

⁵⁵ UCITS 指令 44 条

⁵⁶ COLL (FCA's Collective Investment Schemes Sourcebook) 7.7.4、7.7.5、

⁵⁷ 日本は金商法 42 条の 3、欧州は UCITS 指令 13 条

⁵⁸ 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る。	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検査人の選任・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なっ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 reputation)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信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⁵⁹。

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

⁵⁹ 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⁶⁰。

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⁶¹。

〔米国〕図表 17 の記載事項につき株主の承認が必要である⁶²。

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⁶³。

〔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が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っては役員会）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⁶⁴。ただしファンドの元引受人の関係者が取締役にになっている場合⁶⁵や、ファンド資産から 12b-1 フィー(販売経費)を支払う場合⁶⁶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⁶⁷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。

⁶⁰ 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。

⁶¹ 投信法 93 条 1 項

⁶² 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。

⁶³ 投資会社法 2 条(a)項(42)号

⁶⁴ 投資会社法 10 条(a)項

⁶⁵ 投資会社法 10 条(b)項(2)号

⁶⁶ 投資会社法規則 12b-1 ,CFR 270.0-1

⁶⁷ 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⁶⁸、（ロ）計算書類の承認⁶⁹、（ハ）募集投資法人債に関する事項の決定⁷⁰、（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⁷¹、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）⁷²、（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）⁷³、（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）⁷⁴、（ニ）公認会計士の選任（独立取締役の過半数の承認）⁷⁵。

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）⁷⁶。

【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議決権の過半数の賛成が必要⁷⁷。

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）⁷⁸。

【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⁷⁹。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。

⁶⁸ 投信法 109 条 4 項、111 条 3 項、111 条の 5 第 2 項

⁶⁹ 投信法 131 条 2 項

⁷⁰ 投信法 139 条の 3 第 2 項

⁷¹ 投信法 201 条の 2

⁷² 投資会社法 15 条(c) 項

⁷³ 投資会社法規則 12b-1

⁷⁴ 投資会社法 15 条 (b) 項

⁷⁵ 投資会社法 32 条 (a) 項

⁷⁶ 投信法 140 条

⁷⁷ 投資会社法 13 条

⁷⁸ 投信法 149 条の 2 第 1 項、149 条の 7 第 1 項、149 条の 12 第 1 項

⁷⁹ 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⁸⁰。

〔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⁸¹（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⁸²、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⁸³

〔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。

⁸⁰ 日本は投信法 195 条、米国は投資会社法 17 条

⁸¹ 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、pp22）。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) pp13）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。

⁸² 投資会社法 36 条 a 項

⁸³ 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

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⁸⁴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⁸⁵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

⁸⁴ ” Overview of Fund Governance Practices, 1994-2014”

⁸⁵ 『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⁸⁶。

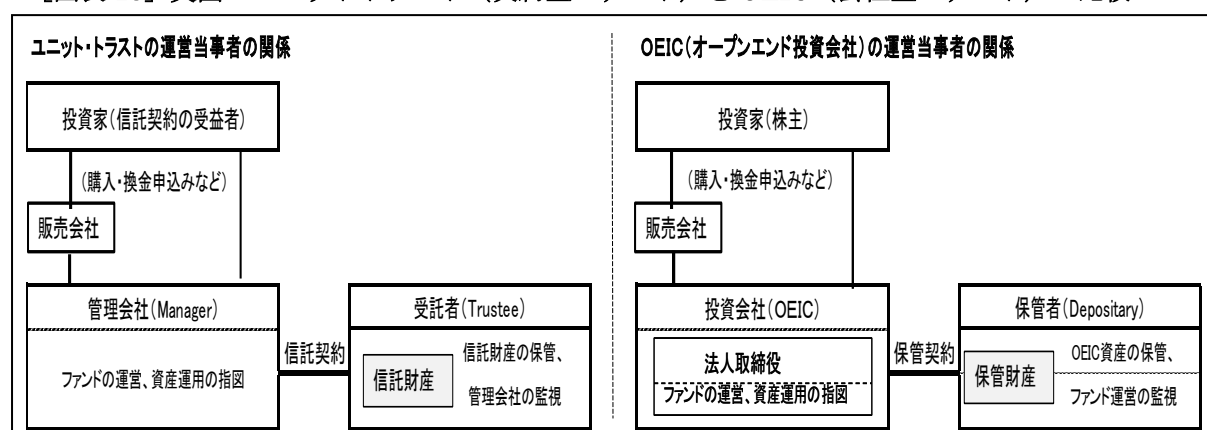
（３）英国の契約型と会社型

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⁸⁷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⁸⁸」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⁸⁹。

〔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

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

⁸⁷ “Authorised Funds: A Regulatory Guide March 2017”

⁸⁸ 注 82 の解説書 pp5

⁸⁹ 注 82 の解説書 pp6

（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⁹⁰。

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⁹¹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」と言えよう。

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

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