投資信託の制度・実態の国際比較(第2部)

平成 29 年 9 月 28 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2部) (要約)

本稿は 17 年 5 月に掲載したレポート(第 1 部)につづく第 2 部であり、投資信託の販売仕法、資産運用について取り上げる。

販売仕法について、米国は販売価格・販売手数料・換金性の確保を法で厳格に規定しており、販売手数料は日本のように自由化されていない。欧州は UCITS 指令で換金性の確保を規定、その他の事項は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く、商品設計の自由度が高い。

販売仕法の変化を見ると、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。

資産運用について、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)。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)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。

資産運用の実態面では、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 (ファンドマネージャー制・組織運用など) は、日本と米国とで異なるが、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。

アクティブ運用とパッシブ運用についての議論は続こうが、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あろう。また経済成長の鈍化にともなう証券リターンの低下の中で、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を求められている。

そして英国のレポートが主張するように、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はない だろうか。

投資信託の制度・実態の国際比較(第2部)

公益財団法人 日本証券経済研究所 特任リサーチ・フェロー 杉田浩治

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

本レポートの全体像は次の通りであり、第 1 部では $I \sim III$ を取り上げた。今回(第 2 部)は、「IV販売仕法」と「V資産運用」について記述する。

- 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

なお、記述にあたって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「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 (UCITS V)」→UCITS 指令

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1の通りである。

[図表 1] 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	とを容認。	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 1 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¹、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² (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)

¹ UCITS 指令 85 条

² 投資会社法 6条 (c) 項に基づくもの

(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4。

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って、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

³ 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

⁴ "Authorised Funds: A Regulatory Guide March 2017" (Investment Association) pp26-28

「見えている市場価格」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 $\{(10,200 \ P)+10,000 \ P)$ $\div 2$ 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 円÷2 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 円-10,000 円) ÷1 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 FINRA⁵)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⁶」の 6.25%を上限とすることなどを定めている⁷。

[(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8—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

⁵ Financial Industry Regulatory Authority の略

⁶ 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

⁷ NASD 規則 2830

⁻

⁸ SEC (Division of Investment Management) " Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation" May, 1992.

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)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いです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料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(12頁)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%。

⁹ "Rethinking Mutual Fund Pricing, Entirely" John Rekenthaler 01/18/2017 http://www.morningstar.com/advisor/t/118138867/rethinking-mutual-fund-pricing-entirely .htm?&single=true

[&]quot;Clean shares could revolutionize the fund industry" InvestmentNews ,Feb 2, 2017 http://www.investmentnews.com/article/20170202/free/170209977/clean-shares-could-revol

(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¹⁰、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¹¹

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¹²。

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¹³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¹⁴。
- 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

utionize-the-fund-industry

- 10 投信法 4 条 2 項 9 号
- 11 UCITS 指令 84条
- 12 投資会社法 22 条 (e) 項
- 13 投資会社法規則 22c-2.
- 14 投資会社法規則 2a-7.

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 (=残存受益者) でなく換金者に負担させる措置¹⁵) を認めた。

(5) その他の規制

図表1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を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を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。

¹⁵ 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、それにとも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変化を整理すると図表2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、手数料収受方法は「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 2] 米国の投信販売方法の歴史的変化

	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	手数料収受方法
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 コミッション収受
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		
00/7/15	ファンド資産から販売経費を支 弁する12b-1フィー認可	(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、
80年代	401(k)スタート 株価上昇基調へ転じる	2753	銀行が参加	401(k)プラン外交本格化		ファンドから対残高フィー (12b-1フィー)を収受
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			顧客から預かり資産に対する フィーを別途収受の方向へ →ファンドはノーロード化
10年代	IT化の進展 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	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

[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3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 3 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 3 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 4 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。

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 バランス投信 株式投信 1990 5.0 3.9 3.5 5.0 4.6 3.8 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 4.0 1.3 1.3 1.0 2010 5.4 5.2 3.9 1.0 1.0 8.0 2016 5.4 5.2 3.7 1.1 1.0 0.7

[図表 3] 米国投信の販売手数料率

[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 4 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 4] 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¹⁶の中で

¹⁶ 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。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(36~38 頁)投信の基本的機能をふくめた付加価値の質であろう。

Distribution, Pricing, and Shareholders' Total Costs in the U.S. Mutual Fund Industry" November 2012

(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¹⁷)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栗の利益を得た。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¹⁸(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¹⁹、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 純資産価値の稀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。

-

¹⁷ Matthew P. Fink" The Rise of Mutual Funds"(Oxford University Press, 2011) pp233 18 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。

¹⁹ 注 16 掲載書 pp242

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 5 の通りである。なお、表には要点だけを記しているので、詳しくは本文を参照いただきたい。

[図表 5] 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			
借り入れ制限	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	ー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	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、

(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

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。

産」)に投資することを目的とする」20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²¹。

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²²。

(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²³。

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、債務証書、利益分配契約における権利もしくは参加を表示する証書、信託担保証券付証書、会社設立前発行証書または設立前応募権、譲渡可能持分、投資契約、議決権信託証書、証券預託証書、石油・ガスその他の鉱業権の非分割部分権、証券(預金証書を含む)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書、それらに対する仮証書、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書もしくは引受権証書をいう」と幅広く定義している24。

[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25。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

22 投信協運用規則 11条

²⁰ 投信法 2 条 1 項 1 号、2 号、12 号

²¹ 投信法施行令第3条

²³ 投資会社法 3 条(a)項 (A)

²⁴ 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。

²⁵ 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26

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 27 。これについては、本稿末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²⁸、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²⁹。

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30、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³¹。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

²⁶ UCITS 指令 2 条 1 項(o)号

²⁷ 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章ョーロピアンユニオン」における邦訳を参考にさせて頂いた。

²⁸ 投信法2条4項

²⁹ 投信法施行令6条

³⁰ 投資会社法 5条(a)項

³¹ 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 32。(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う所得構成要件(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³³。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³⁴) 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³⁵。

[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

-

³² 内国歳入法 851 条

 $^{^{33}}$ 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 $12 \, {\bf \hat R} \, 2 \, {\bf \hat I}$)

³⁴ 投信協運用規則2条3項

³⁵ 投信協運用規則 23条

て過大でないこと。

[[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³⁶、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%以内にすること³⁷、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³⁸、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³⁹。

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40。

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⁴¹。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

37 UCITS 指令 55 条 2 項

³⁶ UCITS 指令 55 条 1 項

³⁸ UCITS 指令 55 条 3 項

³⁹ UCITS 指令 55 条 3 項

⁴⁰ 金商法内閣府令130条1項8号の2

⁴¹ 投信協運用規則 17条の2第1項

の金融商品等については、エクスポージャーをゼロとする42(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43。

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44。

[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45。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46(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47。

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48。

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49。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50。

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

⁴² 投信協運用規則 17条の2第2項

⁴³ 投信協運用規則 17条の3

⁴⁴ 投信協運用規則 23条

⁴⁵ 内国歳入法 851 条(b)項 3 号

⁴⁶ ICI "Comprehensive Regulatory Regime for U.S. Mutual Funds" pp3.

⁴⁷ 投資会社法 5 条 b 項 1 号

⁴⁸ ICI "2017 Investment Company Fact Book" pp263.

⁴⁹ UCITS 指令 52 条 1 項

⁵⁰ 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⁵¹。

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こと、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ことを規定している。

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。

<u>公共債についての特例</u>

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

⁵¹ 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⁵²。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⁵³。

[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⁵⁴。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55、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56。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 57 。借入前純資産を 100 として借入限度額 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58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59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

⁵² 投信協運用規則 15条1項3号

⁵³ 投信協運用規則 15条2項

⁵⁴ 投資会社法 21 条

⁵⁵ UCITS 指令 88条

⁵⁶ 投信協運用規則 15条1項9号

⁵⁷ 投資会社法 18 条(f)項(1)号

⁵⁸ UCITS 指令 83 条 1 項

⁵⁹ UCITS 指令 83 条 2 項

該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60。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61。

[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62。

「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⁶³。 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64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65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66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67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68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

64 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。

⁶⁰ 投信協運用規則 15条1項1号

⁶¹ 投信協運用規則 15条1項6号

⁶² 投資会社法 12条(a)項(1)号、(3)号

⁶³ UCITS 指令 89 条

⁶⁵ 投資会社法 18条

⁶⁶ SEC Investment Company Act Release 10666, issued in 1979

⁶⁷ SEC "Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies "December 11,2015, pp19

^{68 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⁶⁹。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70。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71

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72。 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。

⁶⁹ 注 67 に記載の文書

⁷⁰ 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

Parbara 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
 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73。

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)74。

[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) 75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76。

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77」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78。

⁷³ SEC "Investment Company Liquidity Risk Management Programs" October 13,2016

⁷⁴ SEC "Open-End Fund Liquidity Risk Management Programs; Swing Pricing;

Re-Opening of Comment Period for Investment Company Reporting Modernization Release, September 22,2015

⁷⁵ 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。

 $^{^{76}\,}$ EY (Ernst & Young) " European mutual funds, An Introduction to UCITS for US asset managers"

⁷⁷ IOSCO "Consultation on CIS Liquidity Risk Management Recommendations" July 2017 78 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79。

[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80。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⁸¹ (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82、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83。

(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84。

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必

⁷⁹ 投信協運用規則 12条3項

⁸⁰ 投資会社法 5条(b)項 1号

⁸¹ 投資会社法 12条(d)項(1)号(A)

⁸² UCITS 指令 56 条 1 項

⁸³ UCITS 指令 56 条 2 項(c)号

⁸⁴ 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85。

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⁸⁶。

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87。 [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シャル・ルールを制定すること⁸⁸。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⁸⁹。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。

(9) 運用の外部委託

26

⁸⁵ 金商法内閣府令 130条

⁸⁶ 投信協運用規則 5条

⁸⁷ http://www.toushin.or.jp/topics/2017/16583/

⁸⁸ UCITS 指令 12条

⁸⁹ UCITS 指令 14条

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。 日本にあっては金商法・投信法、欧州にあっては 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⁹⁰。ただし、いずれも業務 の全部を委託することはできない⁹¹

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92。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93(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⁹⁴。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。

_

⁹⁰ 日本は金商法 42 条の 3、欧州は UCITS 指令 13 条

⁹¹ 日本は金商法 42 条の 3、投信法 12 条、欧州は UCITS 指令前文 (16)

⁹² 投資顧問法 205 条(a)項(1)号

⁹³ 投資顧問法 205 条(b)項(2)号、(c)項、投資顧問法規則 205-1,205-2

⁹⁴ UCITS 指令 90 条

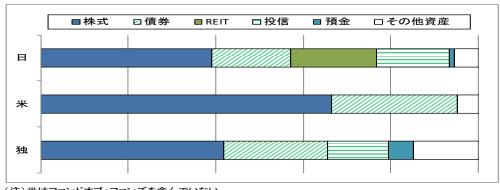
2. 投信資産運用の現状と関連事項

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 6 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 6] 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、独はブンデスバンク統計月報より作成

(2)投資のグローバル化の状況

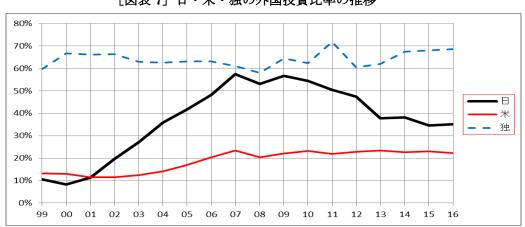
外国への投資割合(これも(1)の資産構成と同様に投資家の選択を反映している)の変化を比較すると図表7の通りである(米国については内外の構成データがないため、外国投資ファンドの割合を取っている)。

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

い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⁹⁵)。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 $6\sim7$ 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 7] 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

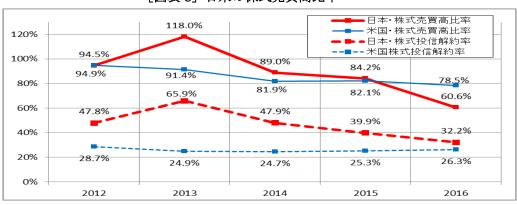
投信組入れ株式の売買高比率(年間株式売買金額の平均組入株式時価総額に対する割合)を、データの得られる日米について比較すると、図表8の通りである。

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。

-

⁹⁵ 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 8] 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、資金変動にと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%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。

⁹⁶ 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97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(詳細については、次回の第3部「情報開示」において触れる)。

[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9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 9] ファンドマネージャー制と委員会制の長所と短所

			l	Z D A ##
		ファンドマネージャー制		委員会制
長	1.	個人の能力を存分に発揮させるこ	1.	ファンド毎のパフォーマンスのばら
所		とができる		つきが少ない
	2.	機動的運用が可能	2.	極端に過激な運用が避けられる
	3.	責任の所在が明確である	3.	意思決定の内容・プロセスをフォロ
				一 しやすい
短	1.	ファンドマネージャーの離職・病	1.	中庸・最大公約数的結論となり、責
所		気・事故などの場合のリスクが大		任もあいまいになる
		きい	2.	個人の能力を最大限に発揮させる
	2.	ファンド毎にパフォーマンスのばら		ことが困難
		つきが出る	3.	運用方針の修正等について機動性
	3.	一個人に任すので意思決定の内		に欠ける
		容・プロセスが分かりにくい		

[出所] 諸資料等から筆者作成

⁹⁷ 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 10 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、主軸はオー ソドックスなアクティブ運用にあったと言えよう。

年代 主な出来事 アクティブ運用 パッシブ運用 1868年 英国で投資信託発足 「当初は銘柄選択を行い、以後その銘柄 をホールドする"固定型"投信」で発足 1890年 ベアリング恐慌 徐々に"管理型"へ(英・米) 米国で社債発行・借入によ 1920年代 株価上昇 レバレッジ(クローズ ドエンド)ファンド盛行 1929年 世界大恐慌 大恐慌でレバレッジ型大暴落 1930年代 米国で固定型盛行 米国でも徐々に管理型に戻る 株価回復 管理型盛行 1960年代 MPT (現代投資理論) の発展 1970年代 インデックスファンド発足 1990年代 デリバティブ取引拡大 ヘッジファンドの拡大始まる ETF発足 2000年 ファクター投資理論に スマートベータ、ファクター投資の増加 代以降 注目集まる 16年末の規模の現状 従来型公募証券ファンド 0 3,900兆円 ETF 400兆円 ^ッジ ファンド 350兆円

[図表 10] 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変化

[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(梃作用)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98)。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99。

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、ポートフォリの内容がガラス張りで明瞭、梃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+ α の成果を目指すオーソ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うべき ETF が 400 兆円、反対に超アクティブともいう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<u>か</u>パッシブか(active versus passive)」ではなく、「アクティブ

-

⁹⁸ 江口行雄『投資信託発展史論』ダイヤモンド社(1961年) pp126

 $^{^{99}}$ Matthew Fink "The Rise of Mutual Funds" Oxford University Press, 2011 pp 17

<u>も</u>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 100 。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 101

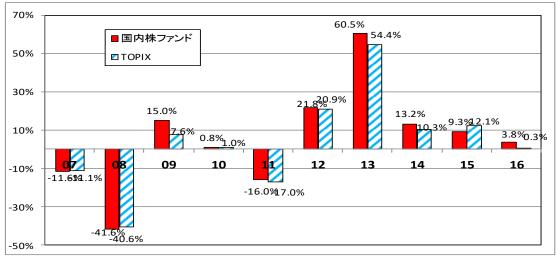
② 投資パフォーマンス

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、②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 11 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 11] 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)

¹⁰⁰ ThinkAdvisor "Advisors Sticking With Active Investments: Practical Perspectives" August 23, 2017

¹⁰¹ 出所は注 100 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¹⁰²。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ので、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¹⁰³。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 $3\times0.02\%=0.06\%$)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104。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

¹⁰² 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

 $^{^{103}}$ John Rekenthaler "Performance Fees: A Small Step in the Right Direction" (12 May 2017)

¹⁰⁴ FT fm "Questions raised over the value of fund performance fees", Sep.7,2016

ン銀行間取引金利、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 か月もの欧州銀行間金利(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¹⁰⁵(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(バリュー、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

 $^{^{105}}$ 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。

(付属資料) UCITS 指令 50 条 1 項が掲げる投資対象(本文 16 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 と同等のプルーデンシャル・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、プ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次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0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、(iii) 共同体の法律によって定義された基準に沿ったプ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プ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)に定めるの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。