

投資信託の制度・実態の国際比較（第一部）

杉田浩治

※ 本稿は日本証券経済研究所ホームページの「出版物・研究成果等 トピックス」欄に二〇一七年五月に掲載したレポートの要約である。紙幅の制約から原文の三分の一度に圧縮しているため、詳しくはホームページの原文をご高覧いただければ幸いである。

はじめに

世界の公募証券投資信託（以下「投信」）残高は一六年末に三六・八兆ドル（一ドル＝一〇円換

算で四、〇〇〇兆円強）に達し、一〇年前に比べ二倍に成長した。この中で、日本の投信残高は九七兆円と、世界全体に占めるシェアは二・四％に過ぎない。日本の世界のGDPに占める比率は六・五％程度と推定されるから、实体经济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言えることもできる。

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・欧の三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、今回は第一部として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
 - 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、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

一、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は次の通りである。

なお、本稿において欧州の規制については、E Uの投信共通基準を定めた「UCITSに関する指令」の直近版（UCITS V）に基づいて記述する。

(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

において「投資運用業」に位置づけられており、同法二九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。

米国では一九四〇年投資顧問法（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⁾

一方、欧州は、UCITSの資産運用業務すなわち資産管理会社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を必要とすると定められている。⁽²⁾

(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、日本および欧州は資本および人的要件を課している。⁽³⁾

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、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、日本は一律五千万円としている。一方、欧州UCITS指令は最低一二万五千元（一ユーロ一二〇円で換算して一千五百万円）とし、運用資産が二億五千万ユーロ（同三〇〇億円）を超えると必要資本額が増加（超過額の〇・〇二%を加算）する（ただし一千万ユーロを上限とする）仕組みを取り入れている。このため、必要資本額は、たとえば運用資産一十億円で三千万円程度、運用資産一兆円で二億円程度と計算される（いずれも一ユーロ一二

〇円で換算）。

「一、一、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つとも緩やかであり、欧州はUCITS指令で見える限り運用資産が二千億円程度までは日本より参入が容易である。

二、投信運用業界の現況

(1) 投信会社の数

一六年末の主要国の投信会社数は、日本の八〇社（一六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、米が八五〇社、英九三社、独三三社、仏六二七社以上となっている。

一社あたり運用額で見ると日本の一二、〇八〇億円は米国（二五、九九六億円）の半分であるものの、仏の三、五三六億円より大きい。なお、英

は一五、四三六億円、独は一三、二四〇億円と計算される。

(2) 上位会社への集中度、投信会社の資本系列

次に上位五社を取って、そのシェアおよび資本系列を見ると図表1の通りである。

上位会社への集中度は日・独で高い（上位五社が市場全体の七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（米については会社数では一六年末現在八一%が独立系であり、また運用資産額では一二年現在で三分の二が独立系との推定がある⁽⁵⁾）。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

図表1 主要国の投信会社上位5社の状況（16年末）

日本					米国				
	会社名	資本系列	運用資産 (億円)	シェア		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(米国投信協会)データ(ETFを含まず)をベースに筆者作成

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

(注) 他社ファンドに投資するFOFを含む。

〔出所〕 IA(英国投信協会)データをベースに筆者作成

(注) ドイツ国内籍公募証券投信のみの資産であり、ルクセンファンドなどは含まない。

〔出所〕 DVI(ドイツ投信協会)データをベースに筆者作成

が多い。

(3) 投信資産の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新規参入率と撤退率（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）を見ると、米国は一三年まで新規参入率（一〇%以上）、撤退率（六〜八%）とも高かったが、一四年以降は新規参入率が低下し（一六年は五%）、一六年は撤退率（八%）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、日本は一六年に一気に九社が参入して新規参入率は一〇%に達し、変化の兆しが見える（二七年に入っても三月までに三社が新規参入している）。

「I、二、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二〇倍と大きいこともあって、投信会社数が多い上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る、事実、一六年以降新規参入が増加している。

II. 商品

一、ファンドの設立・募集についての規制

(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、「投信法」）により、投資信託にあっては約款を、投資法人に

あっては執行役員名・規約などを内閣総理大臣（ただし投信法二二五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。

米国は一九四〇年投資会社法（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（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¹⁰⁾により管理会社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第四条の「投資会社の分類」において、「管理型投資会社」以外に「額面投資会社」、「ユニット投資信託」の三種類を挙げているが、本稿においてはいわゆるミューチュアルファンドと呼ばれる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 (i) メリーランド州登録の会社 (Maryland corporation)、(ii) マサチューセッツ州登録の事業信託 (Massachusetts business trust)、(iii) 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一六年末現在で (i) が一六%、(ii) が三五%、(iii) が四〇% (その他は有限責任パートナー

シップなど) である。⁽¹¹⁾

一方、欧州ではUCITS指令一条において、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ラスト)、会社型(制定法に基づく投資会社)の三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。⁽¹²⁾

(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。

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ぬ」との規定があり、¹⁴⁴ 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（五〇人以上の者を相手とするもの）¹⁴⁵ 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。

米国投資会社法は、「一〇〇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。¹⁴⁶ 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。¹⁴⁷

(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一〇万ドルという要件を課している。¹⁴⁸ 一方、日・欧は規模の要件はない。

〔II、一、商品設立規制について〕

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合わせ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

図表2 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。

投資家にとって分かりにくい）状況になっている。

二、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

主要五か国（日・米・英・独・仏）について、契約型・会社型の残高規模を比較すると図表2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2に見る通り、会社型の残高が多く（五か国合計で二、八八六兆円の投信残高のうち会社型が二、四九七兆円）、全体の八七%を占めている。ただし、この五か国合計残高のうち米国の占める割合が八二%と圧倒的である影響が強く、米国を除いた四か国で見ると契約型が七四%と計算される。

(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2に掲げた通り、オープンエンド型の残高が圧倒的に多く五か国合計で九四%（米国を除いても九五%）を占めている。

(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。米国では一六年末現在で八、〇六六ファンドについて二五、一〇九クラス（単純計算すれば一ファンド当り三クラス）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四〇か国以上の投信統計において、私募投信（同協会では「Private Funds」と呼んでいる）の残高を報告しているのは一二か国である。

その合計残高は一六年末現在で三・七兆ドルで、公募投信残高三七・一兆ドルに対する比率は一〇%である。一二か国のうち五、〇〇〇億ドル以上の私募投信残高がある国は独（一兆六、〇二〇億ドル、公募投信の三・二三倍）と日本（六、八八〇億ドル、公募投信の七九%）の二か国のみである。

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。七〇年末から一六年末に至る四六年間の残高増加倍率は、公募ファンドの四七倍に対しスペシャルファンド

図表3 公募・証券ファンド数と一本当り金額の比較（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）

は一、六一九倍と計算される。

(5) 主要国のファンド数

次に、主要五か国のファンド数の現況をまとめると図表3の通りである。

日本は残高規模との相对比较でファンド数が多く、一本当りの規模は五か国中最低となっている。単位型ファンドがある（全ファンド六、〇六〇本中四〇四本）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。

(6) 新設ファンドと償還・合併ファンド

日・米・欧について最近五年間のファンド新設率（前年末ファンド数に対する新設ファンド数の比率）を見ると、日本の新設率の高さが目立ち

（一〇～二〇％）、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。

一方、償還・合併などにより消滅したファンド数の前年末ファンド数に対する割合を削減率として見ると、日本の削減率は低い（四～八％）。

(7) 日本と外国の商品バラエティーの比較

日本の商品バラエティを二十年前と比べるとかなり広がった。今や欧米にあつて日本にはないファンドは、「デュアルファンド」⁹⁹や「複数クラス」の証券を発行する「ファンド」など、法の制約のあるものに絞られているように思われる。

〔Ⅲ、一、商品の現況についてのまとめ〕

主要五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。

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一ファンド当り規模は主要五か国のうちで最低である。

日本の商品バラエティーは今や欧米並みに充実しており、欧米にあつて日本にないファンドは複数クラスのシェアを発行する「ファンド」などである。

Ⅲ. 投信運営のガバナンス

一、ガバナンスについての規制

ファンドの運営に当たってのガバナンスは、契約型と会社型とで大きく異なる。

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と会社型について、米国投資会社法は会社型について、欧州UCIT指令は契約型と会社型について規定している。

(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以下の通りである。

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、金融商品取引法が(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、顧客に対する誠実義務を課しているほか(ii)投資運用業に關し特別の行為規則を定めている(金商法四二条一項、四二条の二など)。

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)の行為規制に關し、UCITS指令は加盟国規制当局に対し、次の規制を設けるよう求めている。

① 管理会社が常に順守すべきブルーデンチャー・ルールを制定すること。²²⁾

② 管理会社の行為規則を制定すること。²³⁾

さらに日・米にはない事項として、リーマンショック後の一連の金融規制(中でもリスク管理)強化の流れの中で、UCITS運用者報酬に對する規制が導入された。すなわち、一六年施行の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。²⁴⁾

具体的には次の事項が盛り込まれている。

(イ) 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。(ロ) 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。(ハ) 変動報酬については、その五〇%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。(ニ) 変動報酬の最低四〇%以上（変動報酬部分が特に多い場合には六〇%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三年とする。

一方、預託機関の行為規制について、UCIT

S指令は預託機関の行う業務、義務、行為基準等を七条にわたって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三分の二以上の賛成による書面決議が必要である。²⁵⁾

「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²⁶⁾だけで、投資者の承認は求めない。したがって各国規制当局が決定する事項となる。

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、受益権口数の三分の二以上の賛成による書面決議が必要である。²⁵⁾

「欧州」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

あることなどを規定しているが、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、行使議決権の七五%を超える基準を設けてはならないと規定している。⁸²⁾

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。ただし、いずれも業務の全部を委託することはできない。⁸¹⁾

(2) 会社型

会社型ファンドのガバナンス規制について、日・米・欧で異なる点を中心に記述すると次の通りである。

① 会社が持つべき機関（略）

② 株主（投資主）の決議・承認事項

「日本」(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・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)投資口併合などにつき投資主総会の決議が必要である。⁸³⁾

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。⁸³⁾

「米国」(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「20-1」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につき株主の承認が必要である。⁸⁴⁾

「欧州」前述のように、欧州UCITS指令は、会社型についても契約型と同様に管理会社を中心

に業務を執行することを想定しており、株主決議の規定は設けていない。

③ 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一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六〇％以下（言い換えれば独立取締役を四〇％以上）としなければならない。³⁸⁵ 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や、ファンド資産から「2011フィー（販売経費）」を支払う場合などは過半数が独立取締役でなければならぬ。³⁸⁷ 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。

ないとして³⁸⁸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。³⁸⁹

④ 役員会（取締役会）の決議事項

「日本」 (イ) 執行役員・監査役員・会計検査人の報酬額の決定、³⁹⁰ (ロ) 計算書類の承認、³⁹¹ (ハ) 募集投資法人債に関する事項の決定、³⁹² (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）³⁹³ を行う場合について役員会決議が必要である。³⁹⁴

「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）、(ロ)ファンド資産から120-1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）、(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）、(ニ)公認会計士の選任（独立取締役の過半数の承認）。

⑤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三分の二以上による多数の賛成を必要とする）。

「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。

⑥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）。

「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が〇二年に、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。このルールは、合併について一般的に必要な「被合併（消滅）ファンドの株主の承認」について、一定の条件を満たす場合は不要とした。

⑦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。

「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、ファンドの資産の運用者に対しては、業者の行為規制が適用される。日本についてはⅢ、一、

(1) ①に記述した投資運用業者規制が、欧州についてはⅢ、一、(1)①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ヤリー・デューティ（受託者責任）を負う（また多くの判例の集積がある）ほか、同法二〇六条により、顧客に対し詐欺的取引や業務に従事すること、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。

〔Ⅲ、一、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、その規制度合いは国によって異なる。日本は多くの事項を投資主総会で決める方式を取っているのに対し、米国は取締役会（ボード）に多くを委ねている、すなわちボードがファンド運営の中心を占めている。

一方、欧州はUCITS指令で見える限り、会社型であっても管理会社を中心に運営することを想定した枠組みとなっており、管理会社規制が中心となっている。

二、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⁵³により、一四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

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）投信会社が全体の八五%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）投信会社は全体の一四%に過ぎない。

(ロ) ファンド取締役会メンバーの四分の三以上を（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八三%を占めている（投資会社法で要求している四〇%よりはるかに高い）。また六五%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) 一ファンドの独立取締役の数は平均して六人である。独立取締役に對して当該ファンドの保有を要求している会社が三〇%、保有を推奨している会社が三一%ある。

上記の米国取締役会の実態に関連して、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⁵⁴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だけでなく、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、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（略）
- (3) 英国の契約型と会社型（略）
- (4) 独立取締役の存在と投資パフォーマンスの係（略）

【Ⅲ、二、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、一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と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。

- (注)
- (1) 投資顧問法二〇三条
 - (2) UCITS指令七条
 - (3) 日本は金商法二九条の四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一三条で定めている。欧州はUCITS指令七条で適格要件を定めている。

- (4) “Regulation of Investment Advisers, March 2013, by the U.S. Securities and Exchange Commission” 一九～二〇頁
- (5) ICI（米国投信協会）発行“Investment Company Fact Book 2017”の記述による。
- (6) Independent Directors Council “Fundamentals for New-er Directors February 2014” ppl
- (7) 投信法四条
- (8) 投信法六九条
- (9) 投資会社法八条
- (10) UCITS指令五条
- (11) ICI“Investment Company Fact Book 2017”における記述
- (12) 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」(一三九条の二)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五条(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。
- (13) UCITS指令三条
 投信法六条
- (14) 投信法二条八項、投信法施行令七条
- (15) 投資会社法三条(c)項(1)号
- (16) UCITS指令三条
- (17) 投資会社法一四條
- (18) インカム受益権とキャピタル受益権の二種類を発行するファンド。
- (19) 金商法三五条の三
- (20) 金商法三六條
- (21) UCITS指令二二條
- (22) UCITS指令一四條
- (23) UCITS指令一四a條、一四b條
- (24) 投信法一七條
- (25) UCITS指令五条
- (26) UCITS指令一七條
- (27) UCITS指令三九條
- (28) UCITS指令四四條
- (29) 日本は金商法四二条の三、欧州はUCITS指令二三條
- (30) 日本は金商法四二条の三、投信法二二條、欧州はUCITS指令前文⁽¹⁶⁾
- (31) 根拠は、「(イ)投資法人の基本的な事項」が投信法一四〇條、「(ロ)機関に関する事項および会計検査人の選任・解任等」が投信法九六條一項、一〇四條一項、「執行役員、監督役員および会計検査人の免責」が投信法一一五條の六第三項、投信法施行規則一六七條、「(ハ)投資口併合」が投信法八一条の二第二項、会社法一八〇條二項である。
- (32) 投信法九三條一項
- (33) 根拠は、「(イ)当初投資顧問契約の承認」が投資会社法一五條、「(ロ)取締役の選任」が投資会社法一六條、「(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」が投資会社法一三條である。
- (34) 投資会社法一〇條(a)項
- (35) 投資会社法一〇條(b)項(2)号
- (36) 投資会社法規則12b-1, CFR2700-1
- (37)

投資信託の制度・実態の国際比較（第一部）

- (38) 投資会社法一六条(b)項
- (39) 投資法一〇九条四項、一一一条三項、一一一条の五第二項
- (40) 投資法一三一条二項
- (41) 投資法一三九条の三第二項
- (42) 投資法二〇一条の二
- (43) 投資会社法一五条(c)項
- (44) 投資会社法規則12b-1
- (45) 投資会社法一五条(b)項
- (46) 投資会社法三二条(a)項
- (47) 投資法一四〇条
- (48) 投資会社法一三条
- (49) 投資法一四九条の二第二項、一四九条の七第一項、一四九条の一二第一項
- (50) 投資会社法規則一七条(a)項八号
- (51) 日本は投資法一九五条、米国は投資会社法一七条
- (52) 投資顧問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「投資顧問法の基盤となっているのは、投資顧問はフィデューシャリーであるという概念である、“Fundamental to the Act is the notion that an adviser is a fiduciary”としている（出所は注五と同じ、pp22）」。また、米国にお

る証券と投資顧問の接近の実態に関するランドコポレーションのレポートにおいては、「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」と述べ、 (“Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers” RAND Corporation (2008) pp13

(53) “Overview of Fund Governance Practices, 1994-2014”

(54) 『証券アナリストジャーナル』二〇一七年五月号（日本証券アナリスト協会）

（すぎた こうじ・当研究所特任リサーチ・フェロー）