

## 「中間整理」についての意見 集団投資スキームを中心にー

良質な金融商品を育てる会  
(略称 フォスター・フォーラム)  
石川由美子 楠本くに代  
高橋伸子 永沢裕美子

### はじめにー

今回公表された「中間整理」において、包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備しようとする方向性がはっきりと打ち出されたことに、まず賛意を表したい。

審議の過程で、既存の縦割り行政の枠組みでも利用者保護を図ることが可能という意見が一部に聞かれたが、その複雑さが一般投資家の理解を妨げ、また、詐欺的な金融商品の販売・勧誘活動をはびこらせる原因となり、公益に資する金融イノベーション促進の障害となっていることは明らかである。

我々は、金融サービス業に携わるすべての事業者がこの新たな取り組みを利用者の信頼を得る上で不可欠なものとして歓迎し、「中間整理」をベースとした前向きの検討が迅速に行われることを強く望んでいる。

### 「集団投資スキーム」に関する検討要望

社会保障制度のあり方が変わっていかざるをえない現下の情勢においては、投資信託を始めとする集団投資スキーム(ファンド)が果たす役割が日に日に増大していくことは必至であろう。その点から、「中間整理」において集団投資スキームが主要な検討項目の1つとして位置づけられたことは評価できる。

いうまでもなく、集団投資スキームの商品はその組成や運用を行う専門家の見識やスキルを信頼して、一般投資家が資金を預ける性格のものが少なくない。したがって、集団投資スキームの商品を国民が自己責任原則に基づいて積極的に活用する良質な金融商品に育てるためには、一般投資家が集団投資スキームそのものを信頼できる体制が確保されることが大切である。そのための条件として、次のような点が制度的に保証されることが必要不可欠だと考える。

第一に、個別ファンドの情報開示の徹底を義務づけるべきである。

まず、財務・運用状況など運用報告の義務付けのみならず、運用者並びに組成者に関する信用情報の提供が制度的に保証されることが必要である。この場合の信用情報とは、運用会社並びに組成会社の運用体制や運用担当者の運用実績、給与体系などの他に、運用会社並びに組成会社の財務内容、過去のファンドの途中償還の実態、懲罰の有無などの情報を含むものである。規制緩和により新規の事業参入や新設ファンドが大幅に増えたが、今後は事業からの退出やファンドの途中償還も増えることが予想されるため、投資家がそうした可能性を事前に判断できる情報をわかりやすく提供することが投資家保護の観点から不可欠である。なお、商品ファンドのように海外の運用者(CTAなど)を採用するファンドについては、これら各CTAについても情報開示が求められる。

次に、各種手数料の開示についてである。現在、商品により異なる名称が使われているなど混乱した状況にある用語[\*1]について統一化を行い、一般投資家の目に触れる広告も含め、手数料開示の記載方法の標準化をはかることが急務である。これに関しては、

IOSCO 専門委員会が公募のオープン・エンド型ファンドの手数料と費用について策定した「ベスト・プラクティス基準」が検討の上で参考になる[ \* 2]。

なお、現在、有価証券等に限定されている EDINET 上での情報公開を、全ての集団投資スキームに義務付ける措置も必要と考える。

第二に、集団投資スキームの商品の提供に関わる事業者に対し、専門家として慎重に行動し、また、投資家の利益第一に行動することを法的に義務付けることが必要と考える。「中間整理」において事業者の受託者責任について繰り返し言及している点を我々は高く評価しており、これまでの議論が法案作成段階でどこまで具体化されるかを注目している。

一般投資家からの信頼を得るためには、たとえば、運用責任者、販売担当者およびその上司(責任者)については契約書類に氏名等の記載、宣誓、署名を義務づけるなどの措置を講じるようなきめ細かい手当も必要だと考える。また、懲戒など行政処分の情報も開示されるべきである[ \* 3]。

また、「中間整理」では投資信託委託業者などについても、投資サービス法上の資産運用・助言業者として証券投資顧問業者と規制を一元化することが提案されているが、この提案が実現することを強く希望する。変額個人年金保険などの運用にあたる生命保険会社等も含め、資産運用に従事する者はその「器」(ビーグル)が何であれ、運用者としての倫理や行為基準について統一的なルールで規制されることが、投資家の視点からみてもわかりやすいし、何よりも運用者のレベルアップにもつながるものと確信する。

第三に、事業者に対するチェックが真に機能するような新たな制度づくりが必要と考える。金融ビッグバンを機に行政による指導が撤廃され、事業者の責任において事業を開始し商品を設定することが容易となったが、あまりに事業者の善意を前提としすぎているのではないだろうか[ \* 4]。

一つの例として、規制緩和以降の投資信託において、事業者を支払われる手数料や報酬率が全体に値上がり傾向にあり、その理由が十分に説明されていないことが挙げられる。集団投資スキームの商品が国民の資産形成に資する商品としての地位を獲得するためには、商品の企画段階で投資家に代わってこうした問題をチェックするような機関が創設されることが、政策的に必要であると考えられる。

集団投資スキームの商品は、いわゆる金融商品の製販分離がいち早く行われたが、製造者と販売者がともに投資家の利益第一に行動しているとはいえない面もある。投資信託や変額年金保険においては、販売者が強力なスポンサーとして商品の製造(企画・設計・運用)に積極的にかかわり、影響力を行使しているケースが少なくなく、各種手数料などスポンサーの利益が大きくなるように商品設計されるきらいがあることは否めない。

英国では、金融サービス法によって大蔵大臣が民間の自主規制団体に権限を委譲し、大衆に対して広く販売する商品については自主規制団体が認可するスキームを採用する体制に移行しているという。わが国においても、投信協会のように法律により独占的な地位を与えられている自主規制団体が、事業者の利益のためではなく“投資家の利益”のために働くようになることが強く求められる。

また、運用開始後についても、投資信託の大半を設定するのに用いられている契約型の「器」などについては、会社型のように取締役会を持たないため、誰が投資家の視点から監視し責任を負うのかがはっきりしていないという問題が残っている。「中間整理」では、信託法の見直しなどにより契約型投資信託についてもガバナンスが向上することが期待されると言及しているが、英国のユニット・トラストのように受託会社に委託会社の行為を監視し、投資家に報告する義務を課すか、受託者責任を含め、集団投資スキームに携わる関係者の法令順守や管理義務違反について、投資家にかわって監督・評価する第三者機関の設置を

検討するなど見直し項目に入っていると期待したい。マーケットタイミングについても、投資家は、監視することは不可能であることから、ベストプラクティス基準を設ける必要があり、更に、それを評価する責務も、この第三者機関が担うべきであると考え。

最後に、集団投資スキームの商品に関して「製造物責任」の考え方を導入することを是非とも検討いただくようお願いしたい。

集団投資スキームは、スポンサーが商品の設計を行い、運用者はそれに従って実際の運用を行う構成となっている。過去のファンドの失敗の事例など[\*5]をみると、その失敗の原因は、運用者の過失や悪意というよりも、商品の設計そのものに欠陥があったと考えられるものも少なくないように思われる。投資家は事業者が作成したカタログに書かれたことを信じて購入を決定することしかできない。確かにカタログの隅には「運用の成果を保証するものではない」とあるが、その文言があまりに免罪符のように使われすぎてはいないだろうか。大衆に広く販売される商品に関しては、失敗の可能性が予見されながらもファンドを立ち上げるという事業者の姿勢に対し、何らかの歯止めが必要とされる時期にきているように思われる。

## おわりに

我々は、自立した暮らしに欠かすことのできない「良質な金融商品」を育てることを目的に、金融サービス提供者、行政、個人、消費者団体等に向けて、さまざまな提言や情報発信等を行うグループである (<http://www.fosterforum.jp/about.htm>)。とりわけ投資信託や変額個人年金保険など集団投資スキームを利用した金融商品に強い関心を持って調査・研究活動を行い、資産運用の中核を担うにふさわしい商品設計や運用サービスなどが提供されているかどうか、資産運用に携わるプロとして最善が尽くされているかどうかなどを注視してきている。

ささやかな活動ではあるが、我々の提案が10月5日に再開される金融審議会金融分科会第一部会での検討に貢献できることを強く願ってやまない。

[\*1]...投資信託において、元本確保型、元本保証型、130%元本確保型、などまぎらわしい用語が散見される。

[\*2]...IOSCO 投資管理常設委員会がとりまとめ、IOSCO 専門委員会の報告書「投資信託の手数料と費用に関する国際的な規制上の基準の要素についての最終報告」として2004年11月に公表された。

[\*3]...米国では SEC のホームページの「投資者情報」コーナーに、ブローカーや販売員の懲戒処分状況、投資家や規制当局と重大なトラブルを起こしたブローカーや販売員の氏名が開示されている。NASD のホームページにも同様の開示があるほか、無料ホットラインを使って電話で証券会社および営業員の懲戒歴を照会することができる。

[\*4]...資産運用の先進国である英米の歴史を見ると、資産運用業者による過失や詐欺によって投資家が被害に遭い、悲劇を繰り返さないために、事業者に対するチェックをいかに機能させるかということに力が注がれてきた。例えば、米国のミューチュアル・ファンドでは、取締役が投資家を代表して事業者をチェックする役割と責任を課している。英国では、金融サービス法により大蔵大臣が民間の自主規制団体に権限を委譲し、大衆に対して広く販売する商品については自主規制団体が認可するスキームを採用する体制に移行した。また、日本の契約型投資信託と同様に、取締役に相当するチェック機能を持たないユニット・トラストでは、受託会社に委託会社の行為を監視し、投資家に報告する義務を課し、資産運用会社の行為を監視する体制を確保している。

[\*5]...参考「投資信託等の金融商品における製造物責任について」内山昌秋著(『包括的・横断的市場法制のグランドデザイン1』P299～P303 総合研究開発機構 2005年4月刊)