

証券投資信託のガバナンス構造について

神戸大学大学院法学研究科准教授 行 岡 睦 彦

目 次

I. はじめに	1. 総 説
II. 米 国	2. 投資ファンドの規制と構造
1. 総 説	3. 近時の改正
2. ミューチュアルファンドのガバナンス構造	4. 検 討
3. 検 討	IV. わが国への示唆
III. 英 国	1. 投資信託と投資法人の選択について
	2. 証券投資信託のガバナンス構造について

I. はじめに

本稿では、わが国におけるオープンエンド型⁽¹⁾の証券投資信託⁽²⁾のガバナンスに関して、大きく2つの問題を検討する。

第一は、投資信託と投資法人という法形式の選択である。わが国における一般投資家向けの証券投資ファンドは、伝統的に、主として信託を利用した契約型投資信託（証券投資信託）の形で営まれてきた。平成10年改正により会社型投資信託（投資法人）の制度が導入されたが⁽³⁾、その後においても、わが国の証券投資信託はもっぱら契約型（投資信託）の形式でなされており、法人型（投資法人）を利用する例は見当たらない⁽⁴⁾。振り返ってみると、平成10年改正に至るまでの過程では、会社型投資信託を導入する利点の一つとして、投資家が株主として権利を行使するとい

うガバナンスの仕組みによる投資家保護が挙げられていた⁽⁵⁾。それにもかかわらず、証券投資信託という文脈において、会社型はほとんど利用されず、もっぱら契約型のみが利用されてきたという事実は、投資信託のガバナンスという観点からみたときに、どのように評価されるのだろうか。また、これと密接に関連する理論的問題として、投資者が法人の投資主として権利行使できるという投資法人の仕組みは、オープンエンド型の証券投資ファンドのガバナンスにおいて、一体どのような意味を持ちうるのだろうか。これが、本稿が取り組むひとつの問題である。

第二は、わが国における（契約型）証券投資信託のガバナンスのあり方である。近時、わが国では、投資信託のガバナンスに対する実務の関心が高まっているように見受けられる⁽⁶⁾。また、投資ファンドのガバナンスは、かねて国際的な関心を集めてきた問題でもあ

る⁽⁷⁾。とりわけ本稿が注目するのは、投資家にとっての投資リターンを最大化する上でのガバナンスの役割である。投資家にとっての投資リターンは、信託報酬等の諸コストを控除した上でのリスク調整後リターンとして把握することができ、かかるコストの多寡により大きな影響を受ける。それゆえ、投資運用のパフォーマンスを最大化するとともに、それに伴う諸コストを最小化することが投資家にとっての利益となる。他方、ファンドを運営する者にとっては、信託報酬等の諸コストこそが収入源であり、これを最大化することがその利益に繋がる。このように、両者の利益は、潜在的に衝突する関係にあるといえる。かかる関係の中で、ファンドのガバナンスは、投資家の利益の観点からどのような役割を担っているのか。また、望ましいガバナンスのあり方はどのようなものであるのか。これが、本稿が取り組むふたつめの問題である。

本稿は、以上の二つの問題に取り組むことを通じて、証券投資信託におけるガバナンスの意義と望ましいあり方を検討するものである。具体的には、米国と英国における主要なオープンエンド型の証券投資ファンドスキームを取り上げ、そこでのファンドガバナンスに関する基本的な考え方を機能的な観点から整理・分析することを通じて、わが国への示唆を獲得することを目指す。なお、本稿では、一般投資家（リテール投資家）向けの証券投資信託をもっぱら念頭に置き、プロ向けのファンドは対象としない。

II. 米 国

1. 総 説

本稿では、米国において一般公衆に販売される証券投資ファンドとして、ミューチュアルファンド（mutual fund）を取り上げて検討する。ミューチュアルファンドは、主として連邦の1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）⁽⁸⁾によって規制され

ており、以下の記述も、同法の規制に関する検討が中心となる。ただし、米国のミューチュアルファンド規制に関しては、わが国でも既に詳細な分析が多数存在しているので⁽⁹⁾、以下では、投資会社法の規制を網羅的に扱うのではなく、もっぱら本稿の主題であるミューチュアルファンドのガバナンスのあり方にフォーカスして検討することにしたい。

なお、以下、条文を引用する際には、投資会社法を「ICA」と略記する。また、特に断りが無い限り、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission、以下「SEC」という）の規則（rules）を引用する際には投資会社法に基づくルール⁽¹⁰⁾を指すものとする。

2. ミューチュアルファンドのガバナンス構造

(1) ミューチュアルファンドの構造

ここでは、議論の前提として、ミューチュアルファンドの法的な構造を概観しておく。そもそも「ミューチュアルファンド」とは、「投資会社（investment company）」のうち、「オープンエンド会社（open-end company）」に該当するものを指す一般的な名称である（投資会社法上の法律用語ではない）⁽¹¹⁾。ここで「投資会社」とは、平たくいえば証券投資ファンドのことであり、複数の投資家から拠出された資金をプールして合同運用するためのビークルである⁽¹²⁾。

投資会社法上、ファンド（投資会社）の持分を一般公衆に対して募集・販売するためには、当該ファンドをSECに登録しなければならないとされている⁽¹³⁾。本稿で取り上げるミューチュアルファンドは、登録投資会社（registered investment company: RIC）として、投資会社法が定める様々な行為規制や仕組み規制に服することとなる。

投資会社の法形式は、必ずしも法人たる会社に限らず、信託やパートナーシップといった非法人の形態をとることも可能である。実

務上、ミューチュアルファンドのほとんどが、①マサチューセッツ州の事業信託 (business trust)、②デラウェア州の事業信託、または③メリーランド州の株式会社 (corporations) のいずれかを選択している⁽¹⁴⁾。そして、これらの相違に応じて、ミューチュアルファンドの投資家の法的地位は、信託の受益者であったり会社の株主であったりすることとなる。しかし、本稿にとって、これら法形式の相違はさほど重要ではない。なぜなら、法形式の相違にかかわらず、一定のガバナンス構造を備えることが投資会社法上義務付けられているからである⁽¹⁵⁾。本稿における用語法も、これら法形式の相違にかかわらず、ミューチュアルファンド投資家のことを「株主 (shareholder)」と、株主の集団的意思決定のための会議体を「株主総会 (shareholder meeting)」と、ファンドの投資持分のことを「株式 (share)」と、それぞれ呼んでいる。

ミューチュアルファンドの構造として最も重要なポイントの一つは、ミューチュアルファンド (投資会社) 自身はほとんど従業員をもたず、ファンドの運営機能をほぼすべて外部のサービス提供者に依存するのが一般的だ、という点である。たとえば、ファンド資産の投資運用 (ポートフォリオの管理) は投資顧問 (investment adviser) に、ファンド株式の募集・販売⁽¹⁶⁾ は元引受人 (principal underwriter) ないし販売会社 (distributor) に、株式の発行・払戻に伴う記録管理等はトランスファー・エージェント (transfer agent) に、ファンドの様々な事務処理はアドミニストレーター (administrator) に、そしてファンド資産の安全保管はカストディアン (custodian) に、それぞれ外部委託されるのが一般的である⁽¹⁷⁾。このように、ミューチュアルファンドは、一般に外部者によって管理される (externally managed) ことに特徴がある⁽¹⁸⁾。

なお、「外部委託する」というとあたかもファンド自体に主体性があるような言い方で

あるが、実態としては、投資顧問自身が、ファンドの組成当初からその設立・運営の中心的役割を担うことが通常である。ファンドの組成や運営を主導する者を一般にスポンサー (sponsor) と呼ぶ。スポンサーは、ファンドを設立し、ファンドの取締役をリクルートし、元手となる資本金 (seed capital)⁽¹⁹⁾ を拠出する。また、ファンド設立後も、継続的にハンズオンの管理業務 (management) を提供する⁽²⁰⁾。実務上、ほとんどの場合において、投資顧問自身がスポンサーとしてファンドの組成を担うようである⁽²¹⁾。その意味で、ミューチュアルファンドは、投資顧問 (およびその関連会社) が一般投資家に対して資産運用サービスを提供する (そしてそれにより報酬を受け取る) ための一つの手段である、ともいえるだろう。実際、投資顧問は、同時に多数のファンドを手掛けることが通常である⁽²²⁾ (このように同一の投資顧問が管理・運営する複数のファンドのことを、一般にファンドの「ファミリー (family)」とか「コンプレックス (complex)」と呼ぶ)。

ミューチュアルファンドと投資顧問その他のサービス提供者の間の関係は、法形式上は、顧問契約その他の契約関係である。しかしながら、これまで述べてきたように、ファンドには従業員がほとんどおらず、その運営の全般について投資顧問に依存するのが常態である。それゆえ、ファンドと投資顧問の関係を単純な独立当事者間の契約関係として捉えることは適切でない。投資会社法は、投資会社の取締役会 (board of directors) に一定割合以上の独立取締役 (independent directors) を置くことを要求し (下記(3)参照)、投資顧問その他のサービス提供者との契約関係を監督する役割を担わせているが (下記(4)参照)、それはかかる特殊な関係を考慮したものである (下記(3)(3)参照)。

(2) 投資顧問の信託義務

ミューチュアルファンドの運営・管理を

担う投資顧問は、投資顧問法 (Investment Adviser Act of 1940)⁽²³⁾が定義する「投資顧問 (investment adviser)」⁽²⁴⁾に該当し、SECへの登録が義務付けられる⁽²⁵⁾。登録投資顧問には、投資顧問法が定める様々な規制が適用される。主なものとして、①顧客への情報開示義務、②記録保管義務、③顧客資産の保護預かりの義務、④コンプライアンスの方針・手続の策定・実施の義務などが含まれる⁽²⁶⁾。また、投資顧問自身が顧客と取引をすることや、複数の顧客資産の間で取引をすることは原則として禁止される⁽²⁷⁾。

また、投資顧問は、投資顧問法の規定⁽²⁸⁾に基づき、顧客に対して信託義務 (fiduciary duty)を負うと解されている⁽²⁹⁾。したがって、ミューチュアルファンドの投資顧問は、顧客すなわちファンド (投資会社) に対して信託義務を負うこととなる。この点に関して、投資会社法は、投資顧問が「個人的な不正行為を伴う信託義務違反を構成する行為または実務に関与しようとしている」場合に、適切な救済を求める権限をSECに付与している⁽³⁰⁾。

さらに、投資会社法上、投資顧問は、報酬の受領に関して信託義務 (fiduciary duty)を負うと定められている⁽³¹⁾。そして、かかる信託義務の違反について、SECおよびファンド株主に訴訟提起の権限が付与されている⁽³²⁾。これらは上記の一般的な信託義務に追加して投資会社法が課する義務であり、1970年の投資会社法改正で導入されたものである⁽³³⁾。

投資顧問が報酬の受領に関する信託義務に違反したとされるのはいかなる場合か。この点に関するリーディングケースは、1982年のGartenberg判決 (連邦第2巡回区控訴裁判所)⁽³⁴⁾である。Gartenberg判決が示した基準 (いわゆる「Gartenberg基準」) は、「提供されたサービスと合理的な関連がないほど、そして独立当事者間交渉の産物ではありえないほどに、報酬が不相当に多額である」と認められる場合に、かかる信託義務の違反を認め

る、というものである。この基準は、同判決以来数十年間にわたって裁判実務で用いられてきたものであり⁽³⁵⁾、2010年のJones判決⁽³⁶⁾において連邦最高裁判所により明確に支持されたものである。

Gartenberg基準の下、従来の裁判実務では、主に次の6つの要素が考慮されてきた (これらを「Gartenberg要素」と呼ぶことがある)。すなわち、①ファンド株主に提供されたサービスの性質とクオリティ、②投資顧問にとってのファンドの収益性、③ファンドの成長に伴う規模の経済、④投資顧問が享受する副次的な利益、⑤比較可能な類似のファンドにおける報酬構造、ならびに⑥取締役の独立性および誠実性、である⁽³⁷⁾。

本稿の関心との関係で注目すべきは、Gartenberg基準において、ファンドの取締役会の独立性と誠実性が考慮されてきた、という点である (上記⑥)。この点に関しては、Jones事件の最高裁判決も、「取締役会の投資アドバイザー報酬の交渉・審査のプロセスが頑健であれば、裁判所は、かかる交渉プロセスの結果に対して相応の敬讓 (commensurate deference) をするべきである。利害関係のない取締役が関連する要素を考慮したのであれば、報酬の合意を承認するとの彼らの判断に対して相当なウェイトが置かれるべきである」と判示している⁽³⁸⁾。すなわち、裁判所が投資会社法36条(b)項に基づく信託義務の違反を判断するにあたって、ファンド取締役会における顧問報酬の決定プロセスが重視されているのである⁽³⁹⁾。そこで、以下では、ミューチュアルファンドの取締役会について詳しく見ていくこととする。

(3) ファンドの取締役会とその構成

ミューチュアルファンド (投資会社) には、取締役会 (board of directors)⁽⁴⁰⁾を設置しなければならない⁽⁴¹⁾。そして、投資会社法上、取締役会メンバーの40%以上が独立取締役でなくてはならないとされている⁽⁴²⁾。さらに、

SECルールにより、実質的には、取締役会メンバーの50%以上を独立取締役とすることが求められているといえる状況にある⁽⁴³⁾。近時の実務においては、ミューチュアルファンドの大半が、法律・ルール上の要請を超えて、独立取締役比率を75%以上としている⁽⁴⁴⁾。

取締役は、制度上、株主の多数決⁽⁴⁵⁾によって選任されるという建付けであるが⁽⁴⁶⁾、取締役の選任に株主（投資家）が実際に関与する機会はほとんどないのが実態である。まず、当初の取締役会メンバーはファンドの設立過程で選任される場所、その時点における唯一の株主はスポンサーであることが通常であるため、事実上、スポンサー（多くの場合、投資顧問）が当初の取締役会のメンバーを選任することとなる。次に、投資家に株式が販売された後においても、株主（投資家）が取締役の選任に関与する機会は非常に少ないのが実情である。なぜなら、投資会社法上、取締役の任期には上限が定められておらず⁽⁴⁷⁾、任期満了に伴う後任取締役選任の機会が存在しないことに加え、たとえ何らかの事由によって取締役に欠員が生じたとしても、取締役会が自ら欠員を補充することが広く認められているからである。すなわち、投資会社法上、株主の投票が必要となるのは、①株主が選任したメンバーが過半数を下回るに至った場合、または②取締役会が自ら欠員を補充することで株主が選任したメンバーが3分の2を下回ることになる場合に限定されている⁽⁴⁸⁾。そのため、ひとたび唯一の株主であるスポンサーが当初の取締役メンバーを選任すると、上記①②に抵触するほどまでにメンバーが辞任したり死亡したりしない限り、長期間にわたって株主の投票なしに取締役会を続けることが可能となるのである⁽⁴⁹⁾。

なお、実務上、同一ファミリーに属するファンド（つまり、同一の投資顧問が運営するファンドのグループ）の取締役会のメンバーを共通のものとするのが一般的である。一

般に、ファミリー内のすべてのファンドについて取締役会のメンバーが同一である場合を「ユニタリーボード (unitary board)」と呼び、ファミリー内の同じタイプのファンドについて取締役会のメンバーが同一である場合を「クラスターボード (cluster board)」と呼んでいる。実際、ミューチュアルファンド業界では、数十ものファンドの取締役を兼任するというケースも少なくないという⁽⁵⁰⁾。こうした実務については、①同一ファミリーの取締役会で取り上げられる問題は概ね共通なので、これらの取締役会をまとめて開催することで効率性に資する、②ファミリー内の複数の取締役会に従事することで、アドバイザーに対する情報アクセスや影響力を強化できる、などのメリットがあると説明されている⁽⁵¹⁾。

(4) 取締役会・独立取締役の役割

(a) 総説

投資会社法およびSECルールの規制に基づき、取締役会および独立取締役は、ミューチュアルファンドの運営に関して様々な役割を担っている。本稿でこれを網羅的に取り上げることはしないが、主なものを挙げると、①投資顧問をはじめとする主要なサービス提供者との契約関係の締結⁽⁵²⁾、②投資顧問と潜在的な利益相反のある行為⁽⁵³⁾、③ファンド資産を用いた販売計画（いわゆる12b-1プラン）⁽⁵⁴⁾、④コンプライアンス⁽⁵⁵⁾などといった事柄について、取締役会ないし独立取締役に監督的な役割が求められている。

(b) 顧問報酬に係る規制

その中でも最も重要な役割のひとつが、ファンドが投資顧問その他のサービス提供者に支払うコスト（報酬や手数料）に対する監督である⁽⁵⁶⁾。

ファンドを運営する上では、投資顧問の顧問報酬 (advisory fee)、販売コスト（いわゆる12b-1報酬等）、その他のサービス提供者に対する報酬などの支出が必要となる。これ

らのコストは、株主の投資リターンに直接的な影響をもたらすため、株主としては、これらの水準をなるべく低く抑えることに利益を有する。他方、サービス提供者（前述のように、投資顧問およびその関連会社であることが多い）は、ファンドからなるべく多くの報酬を受け取ることに利益を有する。このように、サービスに対する報酬の金額に関して、株主側の利益と投資顧問側の利益は正面から対立する構造になっている⁽⁵⁷⁾。かかる利益相反を監督することが、取締役会（とりわけ独立取締役）の最も重要な役割のひとつである⁽⁵⁸⁾。

長年にわたって特に問題とされてきたのは、投資顧問がファンドから過大な報酬を受け取っているのではないか、という懸念である⁽⁵⁹⁾。この問題に対処するべく、投資会社法は、投資顧問契約の締結・更新について、実体的規制と手続的規制を設けている。まず、実体的規制として、投資顧問契約は、①書面で締結されること、②すべての報酬を正確に記述すること、③投資会社から一方的に解約できる条項を含むことなどが求められている⁽⁶⁰⁾。

また、手続的規制として、契約の締結・更新に関して、大きく次の3点が求められている。第一に、最初に契約を締結する際には、株主の多数決による承認を得なければならない⁽⁶¹⁾。もっとも、実務上は、最初の契約締結の時点におけるファンドの唯一の株主はスポンサーであるため、実質的には、スポンサーが当初の投資顧問契約の内容を決定することになる⁽⁶²⁾。第二に、その後の契約の更新は、毎年、取締役会の承認または株主の多数決による承認によって行わなければならない⁽⁶³⁾。かかる更新手続は、効率性と費用の観点から、（株主の多数決ではなく）取締役会の承認に基づいて行われるのが一般的である⁽⁶⁴⁾。第三に、投資顧問契約を締結・更新するためには、（取締役会の承認に加え

て）独立取締役の過半数の承認を得なくてはならない⁽⁶⁵⁾。その際、取締役は、契約条項を評価するために合理的に必要な情報を請求し、評価しなければならず、他方、投資顧問は、かかる情報をファンドに提供しなければならない⁽⁶⁶⁾（この手続は、実務上「15(c)プロセス（15(c) process）」と呼ばれている）。要するに、投資顧問との顧問契約（顧問報酬を含む）については、取締役会および独立取締役の過半数の承認を得て毎年更新することが必要とされているのである。

かかる15(c)プロセスにおいて、独立取締役らはどのような要素を考慮して顧問契約を評価すべきか。投資会社法はこの点を特に定めていないが、実務上、独立取締役らは、少なくとも、前述のGartenberg基準において考慮されてきた諸要素（いわゆる「Gartenberg要素」）を考慮すべきであると解されている⁽⁶⁷⁾。具体的には、取締役は、少なくとも、①投資顧問が提供するサービスの性質、内容およびクオリティ、②ファンドおよび投資顧問の投資パフォーマンス、③投資顧問とその関連会社が提供するサービスのコストおよびこれらの者が得る利益、④ファンドが成長するにつれて実現する規模の経済の程度、⑤比較対象となりうる同規模のファンドにおける報酬構造を考慮すべきと解されている。

(c) 株主への情報開示

以上の制定法の建付けの下、SECは15(c)プロセスに係る開示内容の拡充を図ってきた。まず、1994年には、委任状書類（proxy statements）の記載事項を改正し、顧問契約の承認を株主に推奨する旨の判断の基礎となった重要な要素を開示することを義務付けた⁽⁶⁸⁾。次に、2001年には、SAI（Statements of Additional Information）においても同様の情報を開示することを義務付ける改正を行った⁽⁶⁹⁾。SECいわく、「ミューチュアルファンドの報酬と支出（顧問報酬を含む）は株主にとって極めて重要」であるから、「ファンドは、既存の投資顧問契約を取締役会が承認

する根拠について、かかる判断の基礎をなした具体的な要素を含めて、適切な詳細を提供することが要求される」という⁽⁷⁰⁾。

さらに、2004年には、株主報告書 (shareholder report) において、顧問契約の承認・更新の基礎となった重要な要素およびそれに対する結論につき、合理的な詳細さをもって説明することが義務付けられた⁽⁷¹⁾。この点についてSECは、かかる開示が株主に対してなされることで、「ファンドは、取締役会の投資顧問契約の承認根拠について意味のある説明を提供するよう促されるかもしれない」とし、それにより「ファンド取締役会もまた投資顧問契約をより注意深く検討するよう促されるかもしれない」と説明している⁽⁷²⁾。また、同改正には、開示内容を一層充実させるための改正も含まれていた。すなわち、顧問契約の承認・更新に関しては、少なくとも、①提供されたサービスの性質、内容およびクオリティ、②ファンドおよび投資顧問の投資パフォーマンス、③提供されたサービスの投資顧問にとってのコストと収益性、④ファンドの成長に伴う規模の経済の程度、⑤報酬金額が規模の経済を反映しているかどうか、という要素（いうまでもなく、これらはGartenberg基準を踏まえたものである）について、具体的な検討内容を記載することが義務付けられた⁽⁷³⁾。かかる改正に関して、SECは、「投資顧問契約および顧問サービスに対する支払報酬に関する透明性を向上させることは、投資家が情報に基づいてファンドを選択するのに役立ち、また、ファンド取締役会が顧問契約に対する強力かつ独立な監督に従事するのを促すであろう」と説明している⁽⁷⁴⁾。

(d) 15(c)プロセスに対するエンフォースメント

SECのコンプライアンス検査を管轄するOCIE（当時）⁽⁷⁵⁾は、2019年11月に公表したRisk Alert⁽⁷⁶⁾において、過去2年間に行われたファンドの検査で最も頻繁に指摘された欠

陥と不備のひとつとして、顧問契約に関する取締役会の承認プロセスを挙げ、コンプライアンス上のリスクとして注意を喚起している。具体的には、①承認の判断のために合理的に必要な情報を取締役会が請求しておらず、または請求に対して不完全な情報しか提供されていない場合や、②承認の根拠となった重要な要素に係る検討内容が株主報告書に適切に記載されていない場合がみられるという⁽⁷⁷⁾。

3. 検 討

(1) 総 説

以上の概観を踏まえて、ここではミューチュアルファンドのガバナンス構造について若干の検討を加えることにしたい。ガバナンスという観点からみたときの米国の特色は、①一定の範囲で株主の多数決による意思決定が予定されていること、および、②ファンド（投資会社）の取締役会に一定の監督的役割が求められていること、という2点にあると考えられる。ここでは、それぞれの意義を確認するとともに、その限界を検討することとする。

(2) 株主によるガバナンスについて

(a) 株主によるガバナンスの機能不全

投資会社法は、一見すると、株主の多数決を通じたガバナンス（以下「株主によるガバナンス」という）を重視しているようにみえる。これは、次のような点にあらわれている。まず、投資会社が発行する株式は、原則として、均等の議決権を有するものでなくてはならないとされている⁽⁷⁸⁾。そして、ファンドのガバナンス上重要な事項について、株主の多数決による承認が要求されている。たとえば、取締役の選任は株主の多数決によることが原則として要求されているし⁽⁷⁹⁾、株主の多数決によって投資顧問を解任・交代することが制度上可能とされている⁽⁸⁰⁾。このような株主によるガバナンスの仕組みは、ミューチュアルファンドにおいて一体どのような意

義をもつのだろうか。

ひとつの考え方として、株主によるガバナンスには、取締役や投資顧問に、ファンド投資家（株主）の利益のために行動するよう規律づける効果がある、と積極的に評価する立場がありうる⁽⁸¹⁾。しかし、このような議論の説得力はさほど強固なものではないように思われる。まず、前述のように、株主が取締役の選任に関与する機会は実際上ほとんどない⁽⁸²⁾。また、稀に取締役の選任について株主総会が開催される場合においても、株主の積極的な議決権行使は期待できないのが現実である⁽⁸³⁾。投資顧問の解任・交代についても、それが株主の投票に付されること自体が稀であるし、仮に付議されても決議が成立する見込みは低い⁽⁸⁴⁾。要するに、株主によるガバナンスは、制度としては存在するものの、現実にはほとんど機能していないのである。それゆえ、株主によるガバナンスに期待される、取締役や投資顧問に対する規律づけの効果も、さほど強固なものではないといわざるをえない。

(b) 株主のインセンティブ——Morley & Curtis の議論

このような現状は、理論的にはどのように説明されるのだろうか。この点に関して、ミューチュアルファンドの株主のインセンティブに着目した Morley & Curtis⁽⁸⁵⁾の分析が参考になるので、ここでその要点を紹介しておきたい。

いま、ミューチュアルファンドの投資家（株主）が、ファンドの報酬に不満を抱いているとしよう⁽⁸⁶⁾。ファンドに不満な投資家がとりうる選択肢として、①払戻を受けて退出する、②何もしない、③議決権を行使して変化を求める、という3つが考えられるが、ミューチュアルファンドでは、「退出権（exit rights）」（純資産価格（NAV）で払戻を受けてファンドから退出できる権利のことをいう。以下同じ）の存在により、③の選択肢が、通常の事業会社におけるそれと比べて魅力の

乏しいものとなっているのである。

まず、①と③の費用と便益を比べてみると、退出の純便益は、議決権行使の純便益よりもほぼ常に大きくなると考えられる。議決権行使によって達成しうる理論上最善の便益は、顧問報酬を限界費用まで引き下げることである。しかし、これは、まさに退出によって実現しうる便益と同じである。なぜなら、ミューチュアルファンド市場の競争的なセグメントでは、競争的な価格水準が成立しているためである⁽⁸⁷⁾。議決権行使によって顧問報酬を限界費用まで引き下げることが常にできるわけではない（むしろできない場合が多い）ことを考慮すると、議決権行使よりも退出の方がより大きな便益をもたらすといえる⁽⁸⁸⁾。

他方、費用面でも、退出に軍配が上がる。なぜなら、議決権行使においては、その費用はアクティビスト株主だけが負担するのに対し、その便益はすべての株主が享受するという、いわゆる集合行為問題が生じるためである。これに対し、退出は、各投資家がそれぞれ単独で行うことができるため、かかる集合行為問題に直面しない。もちろん、退出にも一定の費用を要するが、その多くは議決権行使にも伴うものである（たとえば、退出には投資家の時間と洗練性を要するが、議決権行使にはそれがもっと必要である）⁽⁸⁹⁾。このように、①と③の純便益を比べると、ほとんどの場合において、①の純便益の方が大きくなると考えられるのである。

次に、②と③の費用と便益を比べてみよう。通常会社と比較すると、ミューチュアルファンドでは、②の方がより魅力的となる。なぜなら、退出権の存在により、③の魅力が引き下げられるからである。これは次のようなメカニズムによる。ファンドの純資産価格（NAV）には、ファンドの将来に対する期待が反映されるわけではない（たとえばファンドの報酬が将来に向けて下がったとしても、それによって現在のNAVが増加するわけではない）。それゆえ、株主のアクティ

ビズムによって、ファンドの将来の報酬減額や運用パフォーマンスの改善が期待されるとしても、その期待は現在のNAVには反映されないこととなる。すなわち、仮に株主によるアクティビズムが成功しても、それを反映した高い価格で株式を売却することはできないのである。この点こそが、通常の事業会社との大きな相違である。通常の事業会社であれば、株価に将来に対する期待が反映されるので、アクティビズムによって将来の期待を改善すれば、それを反映した新たな株価（より高い株価）で売却することで、アクティビズムによる将来の期待改善の利益を直ちに回収することが可能となる。これに対し、ミューチュアルファンドでは、あくまで純資産価格（NAV）での退出が予定されるため、こうした将来の期待を反映した株価が形成されず、アクティビズムによる将来の期待改善の利益を直ちに実現することができないのである⁽⁹⁰⁾。これにより、株主がアクティビズムを行うインセンティブは大きく減殺される。

さらに、退出権の存在により、アクティビズムが奏功する可能性が引き下げられるという点も指摘しうる。ファンドに不満のある株主はいつでも払戻を受けてファンドから退出することができるため、ある時点でファンドに残存している株主は、不満のない株主か、ファンド運営に無関心な株主が多くを占める状況になりやすい。その結果、ファンドでアクティビズムを展開しても、それが株主の積極的な支持を集めて成功する可能性は一層低くなりやすいのである⁽⁹¹⁾。以上のような構造のため、ミューチュアルファンドでは、アクティビズムによって得られる便益の期待値が小さくなり、それゆえ、通常の事業会社と比べても、③の選択肢の魅力が小さくなるのである。

以上の議論のポイントは、ミューチュアルファンドの報酬に不満をもつ投資家にとって、払戻による退出こそが支配戦略となるがゆえに、議決権行使を通じて状態を改善しよ

うとするインセンティブをほとんど持たない、という点である。つとに指摘されていたように、「投資会社の運営について不満をもっている投資家としては、わざわざ株主総会での議決権行使によって投資会社の運営を改革するよりも、自己の保有する持分を売却すればよいのである」⁽⁹²⁾。実際、ミューチュアルファンドでは、株主のアクティビズムは皆無であるとされるが⁽⁹³⁾、それは以上のようなインセンティブ構造と整合的である。

(3) 取締役会によるガバナンスについて

(a) 取締役会によるガバナンスの意義

上記2(4)で概観したように、米国のミューチュアルファンド規制の大きな特徴の一つは、ファンドの取締役会（とりわけ独立取締役）が、投資顧問その他のサービス提供者との契約関係を監督する、という点にある。ファンドの取締役会および独立取締役は、投資家（株主）の利益を代表する者として、投資顧問その他のサービス提供者と交渉し、これらとの契約関係を監督することが期待されているのである。

米国ではなぜこのような規制が設けられているのだろうか。それは、上記2(1)で概観したミューチュアルファンドの特殊な構造と密接に関連する。すなわち、ミューチュアルファンドは、投資運用、事務処理、株式の販売といった、ファンドの運営に不可欠の基本的なサービスについて、投資顧問ないしその関連会社に依存しており、それゆえ、投資顧問がファンドに対して絶大な影響力を有することを免れない。このような構造において、投資顧問が自らの利益最大化を追求すると、ファンドおよびその株主にとって不利益な契約関係が形成されることが懸念される。このような懸念は、とりわけ上記2(4)で取り上げた報酬において先鋭化する。

上記2で述べてきたように、投資会社法は、投資顧問に報酬の受領に関する信託義務を課すことに加え（上記2(2)参照）、ファンドの

取締役会に一定の独立性を求め（上記2(3)参照）、取締役会（とりわけ独立取締役）に投資顧問等との契約関係に対する監督的役割を与えている（上記2(4)参照）。これらの規制は、ファンドと投資顧問の間に潜在的な利益相反構造がある中で、ファンドと投資顧問その他のサービス提供者との関係を可能な限り独立当事者間のそれに近づけるべく、取締役会（とりわけ独立取締役）に、株主の利益を擁護する「独立の番犬（independent watchdog）」としての役割を期待したものである⁽⁹⁴⁾。

しかしながら、米国のファンドガバナンスのあり方に対しては、いくつかの観点からの批判が向けられてきた。ここでは、大きく二つの問題（建前と実態の乖離に対する批判、および制度の理念に対する批判）を取り上げることにはしたい。

(b) 建前と実態の乖離に対する批判

第一は、建前と実態の乖離の問題である。制度の建前としては、独立取締役が相当な割合を占める取締役会が、投資顧問とは独立の立場で株主利益を代弁することが期待されている⁽⁹⁵⁾。しかしながら、実態としては、取締役の人事に対する投資顧問の影響力は非常に大きいのが現実である⁽⁹⁶⁾。とりわけ重要なのは、株主の多数決による選任という実質が極めて稀薄であることであり⁽⁹⁷⁾、それゆえ、取締役は、株主の利益代表として努力するインセンティブを持ちにくい状況にあるといえる⁽⁹⁸⁾。さらに、ファンドの取締役は、投資顧問が管理・運営する多数のファンドを兼任することが一般的であるから⁽⁹⁹⁾、たとえ定義上の「独立取締役」であっても、投資顧問に迎合しやすい立場にあることが懸念される。これらは、独立取締役が真に「独立」の立場から投資顧問と対峙しうるかに疑義をもたらすものといえる。

さらに、たとえ真に独立の取締役会であるとしても、その実効性には疑問がありうる。なぜなら、取締役会ないし独立取締役は、たとえ投資顧問との契約継続が望ましくないと

判断する場合であっても、これを交代させることが事実上困難だからである⁽¹⁰⁰⁾。一般に、通常の独立当事者間における契約交渉であれば、契約の内容が妥当でない（たとえば報酬が過大である）と一方当事者が判断するならば、交渉により変更を求め、場合によっては締結・更新を拒絶することが想定されるだろう。しかし、ミューチュアルファンドの文脈では、ファンドが投資顧問との契約更新を拒絶することは実際上非常に困難である。その主な理由は次のとおりである。

まず、そもそも、投資家は、投資顧問の実績や評判に基づいてファンドを選択することが一般的であり、取締役会のイニシアティブで投資顧問を交代させるという事態をおよそ期待していない⁽¹⁰¹⁾。投資顧問の交代は当該ファンドを本質的に変容させる事態であり⁽¹⁰²⁾、投資家の資金の退避を招き、ファンドの閉鎖や取締役会自身の失職を招くおそれすらある⁽¹⁰³⁾。このような事情から、投資顧問の交代は、取締役会にとって現実的な選択肢となりにくいのである。

また、制度上、投資顧問の交代に株主の多数決による承認が必要とされていることも、取締役会によるガバナンスに対する大きな制約となりうる。上記(2)で述べたように、投資顧問に不満のある株主は、ファンドの純資産価格（NAV）に基づく価格で払戻を受けてファンドから退出することができる。したがって、不満のある株主は、わざわざファンドに残って議決権を行使しなくとも、単に払戻を受けてファンドから退出し、他のファンドに乗り換えることができる。そのため、ファンドに残る株主は、不満のない株主か無関心な株主が大宗を占めることとなり、投資顧問の交代に係る決議が成立する見込みは一般的に非常に低くなりやすいのである⁽¹⁰⁴⁾。

以上のような諸点に鑑みて、取締役会ないし独立取締役が、制度上期待される「独立の番犬」としての役割をどの程度実効的に果たし得るか、疑問が投げられてきたのである。

(c) 制度の理念に対する批判

第二に、そもそも、ミューチュアルファンドにガバナンスの考え方を適用し、取締役会ないし独立取締役に監督的な役割を期待する、という発想それ自体に対しても、批判の矛先が向けられてきた。これは、制度の実効性に対する上記の批判とは別次元の議論であり、制度の理念それ自体に向けられた、より本質的な批判であるといえる。

いくつかの有力な主張をごく簡単に紹介しよう。Jill Fischは、投資会社法のコーポレートガバナンスに依拠した規制を批判し、むしろ商品 (product) としての規制アプローチ (具体的には、「適合するか、さもなければ説明せよ (conform or explain)」というタイプのもの) を採用すべきであると主張する⁽¹⁰⁵⁾。これは、ミューチュアルファンドの取締役会や株主の議決権といったガバナンスの仕組みが必ずしもうまく機能していないとの認識を前提に、投資家自身が金融商品を比較しながら投資先を選択することができるよう、商品設計と開示内容を標準化する方向性を提唱する立場である。

ミューチュアルファンドに対して、ガバナンス規制ではなく商品規制を適用すべきであるとの議論は、他の有力な論者からも支持を集めている。たとえば、John Morley & Quinn Curtisは、ミューチュアルファンドは通常の事業会社よりもむしろ商品に類似するとし、これに対する規制も、コーポレートガバナンスの規制 (議決権、取締役会、報酬訴訟) ではなく、商品スタイルの規制を採用すべきであると主張する。そして、取締役会に関しては次のように論じる。一般の事業会社であれば、株主は集合行為問題に直面するため、株主の利益を代表する取締役会に経営陣を監督させることに合理性がある。しかし、ミューチュアルファンドにおいては、個々の投資家 (株主) は各自私戻を受けて退出することができるため、かかる集合行為問題は限定的にしか生じない。報酬や戦略を決定す

る上で取締役会が果たしうる役割は乏しく、これを排除すべきであるとする⁽¹⁰⁶⁾。また、Eric Roiterは、ミューチュアルファンドは商品 (product) と法的主体 (legal entity) のハイブリッドであるとし、ファンド投資家は多数の投資顧問およびファンドの中から投資先を選ぶことができる以上、管理報酬 (management fee) や投資戦略の決定といった経済的な事柄について、取締役会が経営判断をなす余地は乏しいとする。そして、取締役会には、投資顧問の法令および信託義務の遵守の監督のみを担わせるべきであると主張する⁽¹⁰⁷⁾。

これらの学説に共通するのは、ファンド運営の経済的側面 (報酬の多寡や、投資戦略・販売戦略の妥当性など) について交渉・承認する役割を取締役に求める投資会社法の建付けに対する根本的な疑問である。投資家は、各自の判断で、いつでもNAVに基づく私戻を受けてファンドから退出することができるのであり、取締役会が本来対処することが想定されるはずの集合行為問題がそこには存在しない。それにもかかわらず、なぜそこに取締役会を介在させる必要があるのか、——換言すれば、取締役会に関するガバナンス規制は、果たして適切な規制方法といえるのか、——が問われているのである。これは、理論的に重要な問題を提起するものといえる。この点については、下記IVで改めて検討することにしよう。

Ⅲ. 英 国

1. 総 説

本稿では、英国におけるオープンエンド型の証券投資ファンドとして、認可ユニットトラスト (authorised unit trust. 以下「AUT」という) とオープンエンド投資会社 (open-ended investment company. 以下「OEIC」という)⁽¹⁰⁸⁾を取り上げる。これらは、英国におけるリテール投資家向けのオープンエン

ド型証券投資ファンドとして非常によく利用されている形態である上⁽¹⁰⁹⁾、後述のとおり、AUTは日本の委託者指図型投資信託に、OEICは日本の投資法人に、それぞれ比較的近い構造を有しており、比較対象として取り上げることが有益と考えられるためである。

以下では、2で英国の投資ファンドの基本的な構造を概観した上で、3で近時のガバナンス改革について検討する。

なお、本稿では、議論が煩雑になるのを避けるため、英国法とEU法の関係(Brexitの影響を含む)⁽¹¹⁰⁾や、ファンドの国境を超えた募集・販売(外国投資ファンドの英国国内での募集・販売や、英国ファンドのEU域内での募集・販売等)に関する事項は対象とせず、あくまで英国の証券投資ファンドに対する国内法(EU法を国内法化したものも含まれる)⁽¹¹¹⁾の規律にフォーカスすることとする。

略語として、以下では、金融行為規制機構(Financial Conduct Authority)⁽¹¹²⁾を「FCA」と、金融サービスおよび市場法(Financial Services and Markets Act)⁽¹¹³⁾を「FSMA」と、金融サービスおよび市場法(規制対象行為)命令(Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001)⁽¹¹⁴⁾を「RAO」と、オープンエンド投資会社規則(Open-Ended Investment Companies Regulations 2001)⁽¹¹⁵⁾を「OEIC Regulations」と、FCAハンドブックの集団投資スキーム・ソースブック(Collective Investment Schemes Sourcebook)⁽¹¹⁶⁾を「COLL」と、それぞれ略称する。

2. 投資ファンドの規制と構造

(1) 投資ファンド規制の概観

(a) 集団投資スキーム(collective investment scheme)

AUTとOEICは、いずれも、FSMAにおいて「集団投資スキーム(collective investment scheme)」として規制されている。ここで、集団投資スキームの概念についてごく

簡単に概観しておこう⁽¹¹⁷⁾。

FSMA上、集団投資スキームの概念は大きく3つの要素から構成されている。第一に、集団投資スキームとは、「金銭を含むあらゆる種類の財産に関する取決め(arrangement)であって、その目的または効果が、かかる取決めの参加者に、かかる財産の取得、保持、管理もしくは処分から生ずる利益もしくは所得、またはかかる利益もしくは所得から支払われる金銭に参加し、またはそれらを受け取ることを可能にすることにあるもの」をいう⁽¹¹⁸⁾。第二に、取決めの参加者は、財産の管理に対して日常的なコントロール(day-to-day control)を有してはならない⁽¹¹⁹⁾。たとえば、取決めの参加者は、相談を受ける権利や指図をする権利を有してはならない⁽¹²⁰⁾。第三に、①参加者の拠出金および参加者への支払原資となる利益もしくは所得がプール(pool)されること、ならびに②スキームの財産がスキームの運営者(operator)⁽¹²¹⁾によってまたは運営者のために全体として(as a whole)管理されることのいずれかまたは両方を満たさなければならない⁽¹²²⁾。

以上を要するに、集団投資スキームとは、集団的な投資による利益・所得を参加者で分け合う取決めであって、参加者が財産の管理に対して日常的なコントロールを持たない(つまりそれを第三者に委ねる)ものを意味することとなる。

かかる集団投資スキームに該当すると、FSMAの規制上、次のような効果が生じる。まず、集団投資スキームの設立、運営または解散を業として(by way of business)行うことは、FSMAが定める「規制対象行為(regulated activity)」に該当する⁽¹²³⁾。その結果、認可者(authorised person)(または適用除外に該当する者)でなければ、集団投資スキームの設立・運営等を行うことができないこととなる⁽¹²⁴⁾。

次に、集団投資スキームの販売にも規制がかかる。第一に、認可者以外の者が集団投資

スキームへの投資を勧誘することは原則として禁止される⁽¹²⁵⁾。すなわち、集団投資スキームの投資の勧誘や販売は、原則として認可者のみがなしうることとなる。第二に、認可者が一般公衆に投資を勧誘することのできる集団投資スキームは、原則として、FSMAが列挙する一定類型のもの——具体的には、AUT、OEICまたは認可契約スキーム(authorised contractual scheme. 以下「ACS」という)⁽¹²⁶⁾——に限定される⁽¹²⁷⁾。

これらの規制により、一般公衆に対して勧誘・販売することのできる英国の集団投資スキームは、FCAの認可を受けたAUTとOEICに限られることとなる⁽¹²⁸⁾。FCAの認可を受けた集団投資スキームは、FCAが定めるルールおよびガイダンスに服することとなる(中でもとりわけCOLLが重要である)。

(b) UK UCITS

FCAの認可を受けた集団投資スキームは、① UK UCITS⁽¹²⁹⁾、② NURS (Non-UCITS retail schemes) および③ QIS (Qualified investor schemes) のいずれかに分類される⁽¹³⁰⁾。これらのうち、①と②はリテール投資家を含む一般公衆に対して募集・販売することができるタイプのものであるのに対して、③は一定の要件を満たす投資家(洗練された投資家等)に対してのみ勧誘・販売することが許されるタイプのものである⁽¹³¹⁾。また、①にはUK UCITSとしてのルール⁽¹³²⁾が適用されるのに対して、②と③はオルタナティブ投資ファンド(Alternative Investment Fund: AIF)としてのルール⁽¹³³⁾が適用される。

一般投資家向けの証券投資ファンドを主題とする本稿では、AUTおよびOEICのうち、もっぱらUK UCITSに該当するものを念頭に置いて議論することとする⁽¹³⁴⁾。ここでUK UCITSとは、AUT、OEICまたはACSのいずれかに該当するUCITSをい⁽¹³⁵⁾、UCITSとは、①その唯一の目的が、一般公衆から集めた資金を譲渡可能証券その

他の流動性の高い金融資産に集団投資し、リスク分散の原理に基づいて運営することにある、かつ②ユニット保有者の要求により当該事業体の資産から直接または間接にユニットの買戻または払戻を受けることができる事業体(undertaking)をいう、と定義されている⁽¹³⁶⁾。

UK UCITSの管理(managing)を業として行うこと、および業としてUK UCITSの受託者または預託機関として行動することは、いずれもFSMAが定める規制対象行為に該当する⁽¹³⁷⁾。その結果、認可者(authorised person)(または適用除外に該当する者)でなければ、これらの活動を行うことができないこととなる⁽¹³⁸⁾。

(2) AUTとOEICの仕組み

(a) AUT(認可ユニットトラスト)

英国におけるオープンエンド型ファンドの原初的な形態が、ユニットトラスト(unit trust)である。これは、イングランド法の信託を利用したスキームであり、以下に述べるとおり、その基本的な構造にはわが国の委託者指図型投資信託と共通する部分が少なくない⁽¹³⁹⁾。

ユニットトラストは、管理者(manager)と受託者(trustee)間での信託証書(trust deed)により設定される。管理者は、ファンドの設立・運営や投資戦略の策定・実施を担う者であり、受託者は、ファンド財産の安全保管(safekeeping)の役割を担う者である(なお、後述のとおり、受託者は、管理者を一定範囲で監督する役割をも担う)。伝統的な信託とは異なり、受託者ではなく管理者(委託者)がファンドの管理・運営に係る実質的な意思決定を行う点に特色がある⁽¹⁴⁰⁾。ファンドに対する投資家は、ユニットに表章される受益権を有する受益者であり、ユニット保有者(unitholder)と呼ばれる。

一般公衆への勧誘・販売に適するものとしてFCAの認可(authorisation)⁽¹⁴¹⁾を受けた

ユニットトラストのことを「認可ユニットトラスト (authorised unit trust: AUT)」と呼ぶ⁽¹⁴²⁾。前述のように、AUTのユニットは、一般公衆に対して勧誘・販売することができる⁽¹⁴³⁾。

(b) OEIC (オープンエンド投資会社)

OEICは、1997年に英国に導入された法人型の投資ファンドの仕組みである。AUTと異なり、ファンドそれ自体が法人 (body corporate) として独自の法人格を有する点で日本の投資法人やアメリカの投資会社と共通するが、後述のとおり、その実質的なガバナンス構造には大きな相違がある。

OEICは、英国財務省 (HM Treasury) が定める OEIC Regulations の規定に基づいて設立される特殊な会社であり、FCA の認可によって初めてその設立の効力が認められる⁽¹⁴⁴⁾。こうして設立された OEIC の株式は、一般公衆に対して勧誘・販売することができる⁽¹⁴⁵⁾。かかる株式を保有する投資家は、株主 (shareholder) と呼ばれている。

OEICは、一般に次のような機関構造を有している。まず、OEICには、1人以上の取締役を置かなくてはならず、もし取締役を1人だけとする場合には、FSMA に基づく認可を受けた法人取締役とすることが義務付けられている⁽¹⁴⁶⁾。実務上、OEICには1人の法人取締役だけを置くことが一般的であり⁽¹⁴⁷⁾、かかる法人取締役を ACD (authorised corporate director) と呼んでいる。ACDは、OEICの資産運用を含む運営全般を担う者であり、AUTにおける管理者 (manager) と同様の役割を担うものとして位置づけられている⁽¹⁴⁸⁾。日米との比較において注目すべきは、日本の投資法人や米国の投資会社と異なり、OEICにおいては、独立取締役の選任が制度として要求されておらず、また実務上も独立取締役を選任することがほとんどない (ACDのみを選任することが通例である)、という点である。

また、OEICは、預託機関 (depository)

にファンド財産の安全保管 (safekeeping) を委託しなければならない⁽¹⁴⁹⁾。そして、預託機関は、ファンド財産の安全保管のほか、後述のとおり、一定範囲でファンド運営に対する監督 (oversight) の役割を担うものとされている。すなわち、OEICにおける預託機関は、AUTにおける受託者と概ね同様の役割を果たすものとして位置づけられている⁽¹⁵⁰⁾。

(3) ガバナンス構造

(a) 総説

AUTとOEICのガバナンスの構造は、主として、FCAが定めるルールおよびガイダンスである COLL によって形作られている。COLLの下では、AUTの管理者およびOEICのACDは「認可ファンド管理機関 (authorised fund manager: AFM)」⁽¹⁵¹⁾として、AUTの受託者およびOEICの預託機関は「預託機関 (depository)」として、それぞれ規制されている。そして、以下に概観するとおり、AUTとOEICのガバナンスは、基本的に、管理機関 (AUTの管理者、OEICのACD) がファンド運営の主体となり、これに対して預託機関 (AUTの受託者、OEICの預託機関) が一定範囲で監視・監督を行う、という相互牽制を軸として構築されている。AUTとOEICの法形式の相違にかかわらず、規制の構造はほぼ同様である⁽¹⁵²⁾。

(b) 管理機関の役割と義務

管理機関 (manager) は、ファンドの日々の管理・運営全般を担う者である⁽¹⁵³⁾。COLLにより、管理機関は、ファンドの構成文書 (instrument constituting the fund)⁽¹⁵⁴⁾、適用されるルール、直近の目論見書、および (OEICの場合は) OEIC Regulations に従ってファンドを管理しなければならないとされ⁽¹⁵⁵⁾、より具体的には、①スキームの投資目的および方針に従ってスキーム財産の構成を決定し、②スキーム財産の所有に付随する権利をどのように行使するかを預託機関に

指図し⁽¹⁵⁶⁾、③スキームの価格算定・価格付けに関するルール⁽¹⁵⁷⁾への違反があれば直ちに是正する行動をとらなければならない、とされている⁽¹⁵⁸⁾。かかる管理業務を行うに際して、管理機関は、投資家の最善の利益のために行動する義務を負うものと解されている⁽¹⁵⁹⁾。

管理機関は、ファンドの事務処理 (administration) や投資運用 (investment management) などの諸機能を第三者に委託することもできる⁽¹⁶⁰⁾。実務上、株主の管理、ファンドの会計・価格算定、投資運用・助言といったファンド運営業務は、第三者 (多くの場合、管理機関と同一のグループに属する会社) に委託されることが一般的である⁽¹⁶¹⁾。その場合にも、管理機関は、委託先に対する監督責任を負い続けるものとされている⁽¹⁶²⁾。

近時、FCA は、ルールおよびガイダンスを改正し、AFM (認可ファンド管理機関) の投資家の最善の利益のために行動する義務の強化・明確化や AFM 取締役会の独立性の強化などのガバナンス改革を実施した。この点については、項目を改めて下記3で取り上げることにしたい。

(c) 預託機関の義務

預託機関は、ファンド資産の安全保管 (safekeeping)、ファンド資産から生ずる所得の回収、およびかかる所得の投資家への分配の役割を担う⁽¹⁶³⁾。これは、スキーム財産の所有・占有を、その管理・運用から分離する仕組みであり、集団投資スキームにおける投資家保護の最も基底的な要素の一つであるとされている⁽¹⁶⁴⁾。

これに加えて、預託機関は、FCA が定めるルールにより、一定の範囲で、預託機関に対する監視・監督の役割を担うものとされている。すなわち、預託機関は、当該スキームが、①投資および借入れ権限に関するルール⁽¹⁶⁵⁾、②取引 (dealing) (ファンドの販売や解約等) に関するルール⁽¹⁶⁶⁾、③ファンドの価格算定および価格付けに関するルール⁽¹⁶⁷⁾、④利益

の計算、配賦、分配に関するルール⁽¹⁶⁸⁾、ならびに⑤上記①～④に関するファンドの構成文書や目論見書における定めを遵守して管理されることを確保するために、合理的な注意を払わなければならない、とされている⁽¹⁶⁹⁾。たとえば、預託機関は、スキーム財産の売買に係る管理機関の指図がその権限を逸脱していると判断する場合には、管理機関に対して取引の撤回や原状回復を求める義務を負い⁽¹⁷⁰⁾、管理機関の投資・借入れの権限に関するルール違反を認識した場合には、管理機関が直ちに是正行動をとるよう確保する義務を負うとされている⁽¹⁷¹⁾。

なお、UK UCITS として認可された集団投資スキームについては、EU の UCITS 指令の要件に適合するために、預託機関の義務と責任が強化・拡充されている⁽¹⁷²⁾。管理機関に対する監視・監督の役割に限っていうと、①ユニットの発行や払戻等が法令およびファンドの構成文書に従って行われるよう確保すること、②ユニットが正確に価格付けされるよう確保すること、③法令やファンドの構成文書に違反しない限度で管理機関の指図を実行すること、④スキームの資産に対する対価が通常の時間内に送金されるよう確保すること、⑤スキームの所得が法令およびスキーム構成文書に従って用いられるよう確保すること、が義務付けられている⁽¹⁷³⁾。

預託機関は、管理機関に対する監督上の役割を担う者として、管理機関から独立であることが要求されている⁽¹⁷⁴⁾。COLL のガイダンス上、預託機関の独立性は、①共通の取締役、②相互の株式保有、③契約関係などを考慮して判断するものとされている⁽¹⁷⁵⁾。実務上、預託機関は、管理機関とは異なる大手銀行グループに属する会社が担うことが多いとされる⁽¹⁷⁶⁾。

ここで注意すべきは、預託機関の管理機関に対する監視・監督の対象となる事項が、一定の範囲に限定されていることである。すなわち、預託機関は、もっぱら管理機関が所定

のルールを遵守してファンドを管理しているかを監視・監督するにとどまり、管理機関がかかるルールの枠内でどのように裁量権を行使するか（権限行使の妥当性）を監督するわけではないのである⁽¹⁷⁷⁾。預託機関は、ファンドの純資産価格（NAV）の設定やファンド資産の出し入れなど、ファンドの日常的な運営に対して自ら継続的に関与する立場にあるところ、あくまでその範囲でのルール遵守の監視・監督が求められるにとどまるのである⁽¹⁷⁸⁾。

(d) 投資家による牽制の仕組み

英国の集団投資スキームにおいて、投資家は、ファンドのガバナンス上のような権限を与えられているだろうか。まず、AUTでは、COLL上、①ユニット保有者が管理者を解任する旨の決議をした場合、または②総価値の4分の3以上のユニットを保有するユニット保有者が受託者に管理者の解任を書面で要求した場合には、受託者が、管理者を解任し、かつ新たな管理者を選任することができる、とされている⁽¹⁷⁹⁾。次に、OEICでは、COLL上、株主総会の普通決議によりACDを解任しうる旨を定款に定めなければならない、とされている⁽¹⁸⁰⁾。また、OEIC Regulations上、OEICでは、株主総会の普通決議により新たな取締役を選任することができる⁽¹⁸¹⁾。これらにより、OEICの株主は、制度上、株主総会の普通決議により、管理機関であるACDを解任・交代させることができることとなる。

もっとも、実際には、これらによって管理機関が解任・交代させられることは（仮にあるとしても）稀であるとされる⁽¹⁸²⁾。なぜなら、不満のある株主は、AUTないしOEICから払戻を受けて退出することができるからである⁽¹⁸³⁾。

(4) 小 括

AUTとOEICは、法的な構造に着目すると契約型と会社型として対置しうるが、実質

的なガバナンス構造はさほど大きくは異ならない。OEICには取締役が設置されるが、日本や米国と異なり、その独立性は要求されていない。むしろ、実務的には、管理機関が唯一の取締役（ACD）となり、ファンドの管理・運営全般を担うことが一般的である。すなわち、日本の投資法人や米国の投資会社とは異なり、OEICにおいては、取締役は、管理機関に対する監視・牽制の機能を担うものとしては位置づけられていないのである。

むしろ、ガバナンスの観点から重要なのは、管理機関と預託機関の権限分配である。AUTとOEICに共通して、預託機関は、ファンド資産の安全保管の役割のみでなく、管理機関に対する監視・監督の役割を担うものとされている。また、預託機関は、管理機関から一定の独立性を有するものでなくてはならないとされている。このように、預託機関は、管理機関に対して、独立の立場から監視・監督する役割を果たすことが期待されているのである。

もっとも、預託機関による監視・監督の対象となる範囲は、相当限定的であることに注意する必要がある。すなわち、英国の預託機関の監視・監督機能は、もっぱら日々のファンド運営におけるルール違反を防ぐことにフォーカスしたものとなっており、管理機関が受け取る報酬の適正性や、管理機関がもたらすパフォーマンスの妥当性などといった、経済的な事項について関与することは想定されていないのである。

3. 近時の改正

(1) 総 説

近時、FCAは、2015年に開始した資産運用市場調査（Asset Management Market Study. 以下「市場調査」という）を踏まえて、ルールおよびガイダンスを改正した。改正項目は多岐にわたるが⁽¹⁸⁴⁾、本稿の関心に照らして、以下ではもっぱら資産運用業者およびファンドのガバナンスに関する部分を詳しく

取り上げることにする。

内容に入る前に、ここで議論の経過を簡単に概観しておく。FCAは、2015年11月、資産運用市場調査の調査事項 (terms of reference)⁽¹⁸⁵⁾を公表し、①資産運用業者は価値をもたらすためにどのように競争しているのか、②資産運用業者は価値の連鎖 (value chain) の中でコストとクオリティをコントロールする意思と能力を有するか、③投資コンサルタントその他のアドバイザーは、機関投資運用業の競争にどのような影響をもつか、といった問題を明らかにするための調査を開始した。2016年11月、FCAは中間報告書 (Interim Report)⁽¹⁸⁶⁾を公表した。そこでは、資産運用業界における価格競争が貧弱であり、それが資産運用サービスを利用する投資家のリターンに重大な影響をもたらしているとの問題が指摘され、ガバナンス改革を含む様々な改善策の案が示された。これに対して寄せられた各方面からの意見を踏まえ、2017年6月、FCAは最終報告書 (Final Report)⁽¹⁸⁷⁾を公表した。これも資産運用業界における価格競争が貧弱であるとの問題意識のもと、市場競争の機能を改善し、投資家保護を強化するための改善策を提示するものであった。それと同時に、FCAは、ルールおよびガイダンスの具体的な改正案への意見を募る協議文書 (Consultation Paper)⁽¹⁸⁸⁾を公表した。

こうした議論を経て、2018年4月、上記の最終報告書と協議文書の内容に概ね沿う形で、ルールおよびガイダンスの最終的な改正内容を提示する政策表明文書 (Policy Statement)⁽¹⁸⁹⁾が公表された。最終的に、FCAの提案は、ルールおよびガイダンス (とりわけCOLL) の改正として実現した (以下で取り上げるガバナンスに関する改正は2019年9月~12月に順次施行された)。

(2) 改正の背景と目的

市場調査の結果、資産運用業界が次のよう

な問題を抱えていることが明らかとされた。資産運用業界の多くの領域において、価格競争が貧弱である⁽¹⁹⁰⁾。資産運用業者は、価格面での競争をしないことが多く、このことはとりわけリテール投資家向けのアクティブ運用サービスに妥当する⁽¹⁹¹⁾。価格競争が貧弱であることは、投資家が資産運用サービスに対して支払う手数料を通じて、その投資リターンに重大な影響をもたらしている⁽¹⁹²⁾。

元来、AFM (認可ファンド管理機関) は、投資家の最善の利益のために行動する義務を負っており⁽¹⁹³⁾、不当なコストをファンドや投資家にチャージしない義務を負っている⁽¹⁹⁴⁾。また、AFMは、かかる義務を果たすにあたって、ファンドから收受する手数料 (charges) が、サービスおよび価値の全体に照らして正当化されるかどうかを考慮すべきである⁽¹⁹⁵⁾。そして、かかるAFMの義務は、AFMの取締役会によって監督されるべきである。なぜなら、取締役会は、会社の全体的な方向を決定するにあたって、投資家の最善の利益を考慮しなければならないからである⁽¹⁹⁶⁾。取締役会は、ファンド投資家とAFM株主という互いに競合する利益を適切にバランスすることが求められるのである⁽¹⁹⁷⁾。

ところが、AFMは、ファンド投資家の「支出に見合う価値 (value for money. 以下「VfM」ということがある)」をしっかりと考慮していないことが窺われる⁽¹⁹⁸⁾。市場調査では、投資家が支払うコストや手数料が正当化できないほど高いケースも見受けられた⁽¹⁹⁹⁾。この点を監督するはずのAFM取締役会は、ファンドの運用業者からの独立性を欠いており⁽²⁰⁰⁾、それゆえ、投資家の「支出に見合う価値 (VfM)」について効果的な牽制を行使できていない⁽²⁰¹⁾。取締役会は、パフォーマンスの不振に対して適時・適切な対応をとることができておらず、また、グループ会社の中で自らより上位の機関が決定した戦略に異論を唱える権限を持たないことが多

い⁽²⁰²⁾。

他方、投資家の中には、「支出に見合う価値 (VfM)」を自らうまく見つけることができない者が存在する⁽²⁰³⁾。また、リテール投資家は、資産運用業者と交渉しないことが一般的である⁽²⁰⁴⁾。これらの投資家は、その代わりに行動するガバナンスの仕組みを必要としているが、従来、かかる仕組みが機能してきたとはいえない⁽²⁰⁵⁾。

以上のような問題意識のもと、多岐にわたる項目について一連の改正が行われた。その一環として行われたファンドガバナンスの改正は、資産運用業の市場における競争をよりよく働かせ、投資家の利益保護を改善することを目的とするものとして位置づけられている⁽²⁰⁶⁾。次の(3)では、ガバナンス改正の具体的内容について概観する。

(3) 改正の概要

ガバナンスに係る改正は、大きく3つの項目から成る。以下、順に概観する。

第一は、AFM（認可ファンド管理機関）が負う投資家の最善の利益のために行動する義務の強化および明確化である。新たなルールの下、AFMは、少なくとも年1回、ファンド財産からなされる支出がユニット保有者にもたらされる価値全体に照らして正当化されるかどうかを評価する義務を負う（COLLはこれを「価値の評価 (assessment of value)」と呼んでいる⁽²⁰⁷⁾。そして、かかる評価に際しては、少なくとも、①サービスの内容とクオリティ、②パフォーマンス、③AFMにとってのコスト、④規模の経済、⑤比較可能な市場レート、⑥比較可能なサービス、⑦ユニットのクラス⁽²⁰⁸⁾といった要素を考慮しなければならない⁽²⁰⁹⁾。

また、認可ファンドは、かかる「価値の評価」の結果を開示する義務を負う⁽²¹⁰⁾。この開示は、以下の項目を含まなければならない⁽²¹¹⁾。④上記の①～⑦の要素およびそれ以外に考慮した要素のそれぞれに関する検討内容と結

論（評価に際して斟酌した考慮事項、調査結果の要約、評価の一環ないし結果としてとった対応を含む）、⑤規模の経済が投資家の利益に反映されていない場合には、それに対する説明、⑥同様の権利内容なのに手数料がより高いクラスのユニットを保有する投資家がある場合には、それに対する説明、④投資家にもたらされる価値全体に照らして、手数料が正当化されるかに関するAFMの評価の結論、⑥投資家にもたらされる価値全体に照らして手数料が正当化されない場合には、かかる状況に対処するためにとられたまたはとるべき行動の明確な説明、である。なお、これらを含む情報開示を行うに際しては、情報伝達が公正かつ明確であり、かつ誤導的でないことを求める一般的な行為規制⁽²¹²⁾を遵守しなければならない。

これらの改正は、「価値の評価」を通じてより良い「支出に見合う価値 (VfM)」を提供するようAFMに促すとともに、公刊されるレポート（プレスやプラットフォームによるものなど）における市場分析から生ずる消費者の圧力を強化することを意図したものである、と説明されている⁽²¹³⁾。

第二は、AFM取締役会の独立性の強化である。FCAいわく、AFM取締役会はファンド投資家とAFM株主の利益をバランスしなければならないところ、実際にはそれが必ずしも適切になされていない⁽²¹⁴⁾。そして、その一因はAFM取締役会がもっぱら経営陣によって占められていることにある、と指摘する⁽²¹⁵⁾。かかるバランスを改め、何が投資家の最善の利益になるかについてより強力な審査と牽制がなされるようにすることを目的として⁽²¹⁶⁾、FCAは、AFMは取締役会⁽²¹⁷⁾の25%以上（取締役会が8人未満である場合は2人以上）が独立取締役⁽²¹⁸⁾となるよう確保しなければならない、とのルールを新たに採用した⁽²¹⁹⁾。

FCAのガイダンスによると、かかる独立取締役は、AFMによる「価値の評価」にお

けるインプットと牽制の役割を担うべきである、とされている⁽²²⁰⁾。また、FCAによれば、AFMは、取締役がその義務を果たすために必要なリソースを有するよう確保し、かつ独立取締役から合理的に請求された情報が完全かつ適時に提供されるよう確保しなければならない、とされている⁽²²¹⁾。さらに、FCAのルール上、独立取締役の任期は最長5年であり、重任する場合も最長10年までとされている⁽²²²⁾。

第三は、AFMの上級管理職(senior manager)の義務・責任の強化である。これは、従来銀行業および保険業にのみ適用されていたSM&CR(Senior Manager & Certification Regime)⁽²²³⁾を金融サービス企業一般に拡大するという大きな制度改正⁽²²⁴⁾と歩調を合わせる形で実現した。本稿との関係で重要なのは、AFM上級管理職の特定責任(Prescribed Responsibility)⁽²²⁵⁾として、①「価値の評価」を実施する義務、②独立取締役を選任する義務、および③ファンド投資家の最善の利益のために行動する義務の遵守を確保するための合理的な手段をとることを義務づけた点である⁽²²⁶⁾。

ここで、AFMの上級管理職とは、通常は取締役会の議長を意味する⁽²²⁷⁾。かかる改正により、取締役会議長は、AFMが投資家の利益を考慮する義務を適切に果たすよう確保する個人的なインセンティブを有するであろうと説明されている⁽²²⁸⁾。なお、取締役会議長を独立取締役とすることを義務づけるべきかも議論されたが、結論として、独立の議長とするかどうかは各AFMの判断に委ねることとされた⁽²²⁹⁾。

(4) 小 括

以上に概観した市場調査を踏まえた改正は、過去数十年間における認可ファンドのガバナンスの最も大きな改革であったと評価されている⁽²³⁰⁾。従来から、ファンドの管理機関は投資家の最善の利益のために行動する義

務を負うと解されていたが、その内容は必ずしも明確でなく、とりわけ投資家に「支出に見合う価値(VfM)」を提供しているかどうかに関する義務の内容は明らかでなかった。今般の改正は、①ファンドが提供する「価値の評価」を義務づけるとともに、②独立取締役の選任を義務付けることで「価値の評価」に対する監督・牽制を確保し、かつ③取締役会の議長に個人的な責任(特定責任)を課することで責任の所在を明確化するというものであり、AFMが従来から負っていた義務の強化・明確化を図ったものとして位置づけることができるように思われる。

比較法的な観点からのポイントは、(米国と異なり)ファンドそれ自体に取締役会などのガバナンス機構が設置されない英国型ファンド構造において⁽²³¹⁾、ファンド投資家の利益の観点から監督・牽制する役割を、管理機関の取締役会(とりわけ独立取締役)に求めた、という点であろう。この点については、下記4で検討する。

4. 検 討

(1) ガバナンスの意義について

伝統的に、英国の主要な集団投資スキームであるAUTやOEICにおいては、管理機関と預託機関の間における権限分配がガバナンスの中心であった。しかし、ここでの預託機関の役割は、ルール違反の防止という点にフォーカスしており、ファンドのパフォーマンスや運営コストの妥当性・適正性といった経済的な事項に及ぶものではなかった⁽²³²⁾。上記3で検討した近時の改正は、ガバナンスによってかかる経済的な事項の改善を図ろうとするものであった⁽²³³⁾。

本来、パフォーマンスやコストといった投資の経済的メリットに関する事柄は、投資家が各自情報に基づいて判断すればよいことであるようにも思える。とりわけ、本稿で検討しているオープンエンド型の証券投資ファンドでは、投資家はいつでも純資産価格(NAV)

に基づく払戻を受けてファンドから退出することができるのであるから、ファンドのパフォーマンスやコストが妥当であるかどうかは、個々の投資家の投資・退出の判断に委ねれば足りるとの見方もありうるであろう⁽²³⁴⁾。

しかし、FCAは、すべての投資家が必ずしも自ら「支出に見合う価値 (VfM)」を追求することができるとは限らないとの理解に立ち、かかる投資家のためにファンド運営を牽制するガバナンスの重要性を主張している⁽²³⁵⁾。すなわち、すべて投資家が効果的にファンドの乗り換えをすることができるわけではないし、また、リテール投資家がファンドの運営に対して直接的な監督・牽制機能を発揮することは難しいという現実を踏まえて、かかる投資家のために監督・牽制の機能を担うガバナンスを重視するのである。

また、FCAの説明から、一連のガバナンス改革を通じて市場の競争圧力を強化することも意図されていることが窺われる。とりわけ重要なのが、取締役会による「価値の評価」とその開示である。かかる情報が市場で分析されることで、パフォーマンスが悪い、またはコストが高いファンドが、従来よりも強力な競争圧力に晒されることを期待しているものと考えられる。

(2) ガバナンスの設計について

英国では、米国と同じく、ファンドのパフォーマンスやコストといった経済的な事項に関する監督・牽制の役割を、資産運用業者から独立の主体に期待するアプローチが採用された。もっとも、具体的なガバナンス構造は異なる。米国ではかかる役割はファンド(投資会社)の取締役会(とりわけ独立取締役)に期待されているが、英国では管理機関(AFM)の独立取締役に委ねられている。かかるガバナンス構造の相異に対応して、両国では、独立取締役の位置づけもやや異なっている。米国では、ファンドの取締役会および

独立取締役が、投資顧問との顧問契約を毎年審査・承認することとされている。そこでは、(あくまで理想的には、であるが)取締役会が投資顧問と交渉することで、なるべく独立当事者間契約に近い契約内容を実現することが企図されている。これに対し、英国では、管理機関自身が、投資家の最善の利益という観点からファンドのコストとパフォーマンスを評価することとされており、独立取締役に、そこでのインプットと牽制の役割が期待されている。これは、管理機関が投資家の最善の利益のために行動する義務(そして、その一環として、ファンドや投資家に不当なコストをチャージしない義務⁽²³⁶⁾)を負うことを前提として、かかる義務の履行をより良く確保するための制度改革だったといえるだろう。

実は、今般の改正に至る議論の過程においては、それ以外のガバナンス構造を採用するという可能性も検討されていた。たとえば、2016年11月の中間報告書では、米国型のガバナンス構造(ファンド自体に独立性の高い取締役会を設置するというガバナンス構造)を導入するという大胆なガバナンス改革案も選択肢の一つとして提示されていた⁽²³⁷⁾。しかし、かかる提案は意見公募においてほとんど支持されず、最終報告書の段階で落とされた⁽²³⁸⁾。考えてみると、OEICであればともかく、AUTやACSといった独立の法人格を持たないファンドにおいて「ファンドの取締役会」を構想することは構造上困難というべきであり⁽²³⁹⁾、そもそも提案自体にやや無理があったようにも思われる。

また、同じく中間報告書では、預託機関(AUTの受託者やOEICの預託機関)の役割を強化し、「支出に見合う価値 (VfM)」の評価の役割を担わせることも選択肢の一つとして提示されていたが⁽²⁴⁰⁾、これもやはりほとんど支持を得られず、結局採用されなかった⁽²⁴¹⁾。上記2で概観したように、運用機関と預託機関の相互牽制は、伝統的に認可ファ

ンドのガバナンスの基軸をなすものと考えられてきたが、預託機関の役割はもっぱらルール違反の監視・監督にとどまっていた。かかる従来の役割を超えて、預託機関にファンド運営の経済的な妥当性まで監督させることは、その専門能力やスキーム内での位置づけに照らして望ましくないとの立場が支持されたものと考えられる⁽²⁴²⁾。

IV. わが国への示唆

1. 投資信託と投資法人の選択について

わが国では、オープンエンド型の証券投資信託には、もっぱら伝統的な投資信託が利用されており、投資法人制度は利用されてこなかった。投資法人制度は、投資主総会の決議によって執行役員・監督役員を選任するというガバナンス構造を備えるものであるが、証券投資信託の文脈では、かかるガバナンス構造は活用されてこなかったのである。その結果、証券投資信託における投資家（受益者）が行使できる権限は、投資信託約款の変更、信託の併合、解約といった重要事項の変更の際に限られることとなっている⁽²⁴³⁾。このような実務は、理論的にはどのように評価されるべきであろうか。

この点に関しては、投資法人制度と似たガバナンス構造のミューチュアルファンドをもつ米国の状況が参考になるであろう。米国では、投資会社の取締役の選任や、投資顧問の交代など、ファンドにおける重要な決定について、制度上、投資家（投資会社の株主）の多数決による承認が必要とされている。これは、一見すると、投資家の議決権行使を通じて、取締役や投資顧問に対する規律づけをもたらす仕組みであるかにも思える。しかしながら、上記Ⅱ 3(1)(a)で詳述したように、実態としては、必ずしもそのような仕組みとして機能していない。また、上記Ⅱ 3(1)(b)で述べたように、理論的にも、オープンエンド型の証券投資ファンドでは、投資家がいつでも払

戻を受けて退出できることに起因して、議決権行使のインセンティブが非常に乏しくなりやすい状況にある。それゆえ、ファンド投資家の議決権行使を通じたガバナンスの仕組みは、オープンエンド型の証券投資ファンドにおいては限定的な意義しか持たないと考えられるのである。

そうすると、わが国におけるオープンエンド型の証券投資信託に、もっぱら投資信託制度が利用されており、投資法人制度が利用されてこなかったことは、少なくとも投資家の議決権行使を通じたガバナンスという観点からは、合理的な選択がなされてきたものといわれてよいように思われる。なぜなら、かかる議決権の仕組みは、オープンエンド型の証券投資ファンドにおいてはさほど重要な意味を持たない（それにもかかわらず、役員を選任等のために一定のコストを要する）と考えられるためである⁽²⁴⁴⁾。

2. 証券投資信託のガバナンス構造について

(1) ガバナンスの意義

オープンエンド型の証券投資信託において、ガバナンスはいかなる意義をもつだろうか。とりわけ、ファンドを運営する側と投資家側の利益が潜在的に対立しうる報酬等の問題⁽²⁴⁵⁾に関して、ガバナンスはどのような役割を担うべきであろうか。

米国では、ミューチュアルファンドの取締役会に、コンプライアンスや利益相反取引の監督のみでなく、投資戦略・販売戦略やサービス提供者に対する報酬の妥当性といった、ファンド運営に係る経済的な側面に対する監督の役割が与えられている⁽²⁴⁶⁾。なかでも、投資顧問と投資家の利害が潜在的に対立しうる報酬の問題を含む顧問契約に関しては、取締役会および独立取締役の過半数の承認を得た上で毎年更新することが制度上必要とされている。ここにおいて、取締役会（とりわけ独立取締役）は、「独立の番犬」として株主（ファンド投資家）の利益のために投資顧問を牽

制する役割が期待されているのである⁽²⁴⁷⁾。

他方、英国では、ファンドの管理機関が投資家の最善の利益のために行動する義務を負うことを前提として、管理機関自身に、ファンドが投資家に「支出に見合う価値 (VfM)」を提供しているかどうかを評価させる制度が導入された。そして、ファンド管理機関の取締役会に一定割合の独立取締役を設置し、「価値の評価」におけるインプットと牽制の役割を担わせることとされた⁽²⁴⁸⁾。このように、英国においても、取締役会（とりわけ独立取締役）に投資家の最善の利益の観点から管理機関の運営を牽制する役割が期待されているのである。

これら英米の制度は、ファンドを運営する側と投資家側の間に、サービスのクオリティや報酬の多寡などを巡って一定の利益相反関係があることを前提として、独立性のある主体に、ファンド投資家の利益のために一定の牽制・監督の役割を期待する点において共通している。

しかし、理論的な観点からは、こうしたガバナンスによる対処が適切なアプローチといえるかどうか（あるいは、そのコストに見合うだけのベネフィットをもたらすといえるかどうか）、なお検討に値するように思われる。オープンエンド型の証券投資ファンドにおいては、投資家はいつでも純資産価格 (NAV) に基づいて退出することができるのであるから、投資家の利益の代弁者たる取締役会（ないし独立取締役）を介在させなくとも、投資家自身が情報に基づき選択するのに委ねれば足りるのではないか（換言すれば、「支出に見合う価値 (VfM)」が得られないと考える投資家は、当該ファンドから退出して他のファンドに乗り換えれば足りるのではないか）、との疑問が生じるためである⁽²⁴⁹⁾。

そもそも、英米における上記のようなガバナンス構造には、一体いかなる意義があると考えられてきたのか。この点について、英国では、必ずしも自らより良い価値 (VfM) を

追求することができない投資家が一定数存在することを前提として、かかる投資家の利益を保護するガバナンスの仕組みの必要性が説かれてきた⁽²⁵⁰⁾。また、米国でも、SECは、必ずしもすべての投資家が自らの利益を効果的に保護することができないという認識を前提として、現行法の独立取締役を基軸とするガバナンス規制を正当化する立場をとっているように見受けられる⁽²⁵¹⁾。要するに、ガバナンスは、投資家の情報に基づく自己選択では必ずしも十分ではないという理解を前提として、これを補完するものとして位置づけられていると考えられるのである。

これをどう考えるべきかは難問である。私見では、基本的には、投資家が自ら情報に基づいてファンドや資産運用業者を選択するということを基本に据えるべきであり、どのような方策によってかかる投資家の選択、ひいては市場の規律を改善しうるか、という観点から検討するべきであると考えられる。ファンドのガバナンスも、かかる投資家の選択の質の改善に資するかどうかという観点から論ずるべきではなからうか。

このような観点からみると、米国のように、ファンドの取締役会（とりわけ独立取締役）が投資家の利益のために顧問契約の更新を交渉・承認するという建付け——ファンドの取締役会がファンド投資家の利益代表として投資顧問と交渉するという、いわば「代表者」モデル⁽²⁵²⁾——は、過剰であるといつてよいように思われる。なぜなら、投資家は当該投資顧問が運営するファンドを自ら選んで投資しているのであり、かついつでも純資産価格 (NAV) に基づく払戻を受けることができるのであるから、投資顧問の選択と顧問契約の内容については、基本的に投資家自らの選択に委ねればよく、取締役会が投資家の代わりに判断する必要はないと考えられるからである。

しかしながら、このような観点からみたときにも、英米のファンドのガバナンスが果た

す一定の機能——すなわち、独立の監督主体がファンドのパフォーマンスやコストを定期的に評価・検証し、その分析結果を開示するという機能⁽²⁵³⁾——には、なおも意義を見出すことができるのではないだろうか。なぜなら、それによって、①資産運用業者が投資家に対して負う義務の履行を促し⁽²⁵⁴⁾、②投資家の情報に基づく選択を促進する（情報に基づく選択の質を向上させる）、という一定の効果を期待できると考えられるためである⁽²⁵⁵⁾。その際、独立の監督主体には、米国において Gartenberg 要素として挙げられてきた諸要素⁽²⁵⁶⁾や、英国において「価値の評価」に際して考慮すべきとされている諸要素⁽²⁵⁷⁾に着目して、投資家に直接開示することが適当でない非公開情報をも斟酌した上で⁽²⁵⁸⁾、当該投資信託のサービス・パフォーマンスおよび報酬その他の諸コストの妥当性を評価すること、そしてその結果を投資家に適切な形で開示することが期待されることとなる。

以上のことを裏からいうと、ファンドのガバナンスそれ自体に期待しうる役割は実はさほど大きくない、ということでもある⁽²⁵⁹⁾。下記(2)でも述べるように、ファンドのガバナンスには一定の限界がある。ガバナンスの改善とあわせて、投資家への情報開示や組成・販売実務のあり方を改善するなどの方策をとることによって、投資家の選択の質を改善していくことが極めて重要であると思われる⁽²⁶⁰⁾。

(2) ガバナンスの設計

上記(1)では、独立の監督主体が、ファンドのパフォーマンスやコストを定期的に評価・検証し、その分析結果を開示するという仕組み（ガバナンス）に、一定の意義を見出しうることを論じた。そこで、次に、かかる監督の役割を具体的にどのような者に担わせるべきかを考えてみたい。

この点に関して米国と英国に共通するのは、取締役会（とりわけ独立取締役）にかか

る役割を求める点である。米国ではファンド（投資会社）の独立取締役が、英国ではファンドの運用業者（管理機関（AFM））の独立取締役が、それぞれ独立の立場からファンド運営に対して監督機能を担うことが期待されている。しかしながら、いずれの仕組みにも一定の限界があることを認識しておくべきである。まず、米国のミューチュアルファンドのガバナンス構造は、ファンド投資家が選任した取締役会（とりわけ独立取締役）が投資家の利益のために投資顧問と交渉するというものであり、理念としては分かりやすいものの、①株主による議決権行使の有名無実化（インセンティブの欠如）、②独立取締役の実質的な「独立性」への疑問、③独立取締役の交渉力の弱さ（投資顧問を交代させることは困難）といった点に限界があり⁽²⁶¹⁾、理念どおりに機能することを必ずしも期待しえないように思われる。また、英国の認可ファンドのガバナンス構造は、管理機関（AFM）の独立取締役にファンド投資家の利益の観点からの監督・牽制を求めるものであるが、かかる取締役を選任するのはあくまで管理機関の株主である、という点に構造上の弱点がある。つまり、取締役は、その選解任の仕組み上、ファンド投資家の利益を追求するインセンティブを持ちにくい構造となっているのである（このことは、資産運用業者に支配株主が存在し、取締役の選解任が事実上その意向に左右されるような場合に一層強く妥当するであろう）⁽²⁶²⁾。

このように、英米のいずれの仕組みにも一定の限界があることは否めない。しかし、だからといってガバナンスの導入それ自体が無意味であると結論づけてしまうのも早計であるように思われる。上記(1)で述べたように、最終的には投資家自身が各自でパフォーマンスとコストの妥当性を評価すべきであるとしても、独立の監督主体がファンドのパフォーマンスやコストを定期的に評価・検証し、その分析結果を投資家に開示することには、や

はり一定の意味があるように思われるためである。

かかる意味でのガバナンスを実現し、かつ実質化する上で重要となるのは、監督主体が、①運営主体から独立した立場から、②適切かつ十分な権限と責任をもって監督・牽制機能を営み、③その活動内容を適切な形で投資家に開示することである。わが国の証券投資信託の法的構造に鑑みて、米国よりもむしろ英国の近時のガバナンス改革が参考になるものと思われるが、上記の①～③に配慮した制度設計がなされるのであれば、たとえその法的な地位が取締役でなくとも、——たとえば、資産運用業者内部に独立の監督委員会を設置してファンドのパフォーマンスやコストを監督・牽制する権限を付与するといった仕組みであっても、——所期の効果を上げることも可能なのではなかろうか。近時、実務において、任意の委員会を設置して運用業者の監督を委ねるなどの工夫が行われているとされるが⁽²⁶³⁾、今後の方向性として、そのような取組みを推進していくことも考えられるであろう。ただし、現状には、各社がそれぞれ独自に取組みをしている状況であり、上記の①～③のポイントについて明確なルールや指針が存在しないため、かかる取組みの有効性を評価することが必ずしも容易でないという問題があると考えられる。諸外国の取組みを参照しつつ、どのような仕組みによって上記のガバナンスの目的をより良く達成しうるか、そして、それに伴うコストが実現されるベネフィットとの関係で合理的な範疇に収まっているかどうかを具体的に検討することが課題となる。

【注】

- (1) 受益者が自己の保有する受益証券につき一部解約を行い、信託財産から当該受益証券の基準価格に基づき計算された額の払戻を受けることができるタイプの投資信託をいう。
- (2) 投信法上、「証券投資信託」とは、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（有価証券関連デリバティブ取引を行うことを含む）を目的とするものをいうと定義されている（投信法2条4項、投信法施行令6条）。本稿でもこれと同義で「証券投資信託」という語を用いる。
- (3) 金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律（平成10年法律107号）。なお、当時は主たる投資対象が有価証券に限定されており、制度の名称は「証券投資法人」であった。その後、平成12年改正による投資対象の拡大を受けて「投資法人」という名称に改められた。
- (4) 実務上、投資法人制度は、主として不動産関連資産、未公開株、インフラ施設といった流動性の乏しい投資対象に関するファンドに限定して利用されている状況にある。森・濱田松本法律事務所編『投資信託・投資法人の法務』（商事法務、2016年）302頁参照。
- (5) 改正の概要と立法過程につき、神作裕之「会社型投資信託の導入——証券投資法人制度——」月刊資本市場165号41頁（1999年）、前田雅弘「証券投資法人制度」証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』（日本証券経済研究所、2000年）233頁参照。
- (6) ここ数年の間に、資産運用等に関するワーキング・グループ「資産運用等に関するワーキング・グループ報告書」（2016年6月30日）、一般社団法人投資信託協会資産運用業に係る海外動向等の調査部会「投資信託のガバナンスについて 中間報告」（2017年5月18日）、資産運用業強化委員会「資産運用業強化委員会報告書」（2017年6月29日）、投資信託のガバナンス懇談会「基準価額の算定についての考え方について」（2018年9月18日）、金融庁「資産運用業高度化プログレスレ

ポート2020」(2020年6月)が公表されており、それぞれにおいてファンドのガバナンスが主要テーマとして取り上げられている。

- (7) See e.g., The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Examination of Governance for Collective Investment Schemes Final Report Part I (June 2006); The Technical Committee of the IOSCO, Examination of Governance for Collective Investment Schemes Final Report Part II -- Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the 'Independent Oversight Entities' (Feb. 2007).
- (8) 15 U.S.C. § 80-1 et seq.
- (9) たとえば、河本一郎「投資信託」日本証券経済研究所証券取引法研究会『アメリカと日本の証券取引法 (下巻)』(商事法務研究会、1975年) 631頁、神田秀樹「アメリカにおける証券投資信託規制——販売チャネル、投資形態、外国投資信託規制を中心として」資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について／相場操縦的行為禁止規定等のある方の検討について』(資本市場研究会、1992年) 215頁、近藤光男「アメリカ法制」落合誠一編著『比較投資信託法制研究』(有斐閣、1996年) 7頁、野村亜紀子「海外の投資信託・投資法人制度」金融庁金融研究センターディスカッションペーパー DP2011-8 (2011年)、一般社団法人投資信託協会資産運用業に係る海外動向等の調査部会・前掲注 (6)、杉田浩治「投資信託の制度・実態の国際比較」(日本証券経済研究所、2018年3月)、などがある。
- (10) 17 CFR § 270.0-1 et seq.
- (11) 正確にいうと、「投資会社 (investment company)」のうち、「管理型会社 (management company)」(ICA § 4(3))に該当し、かつそのうちの「オープンエンド会社 (open-end company)」(ICA § 5(a)(1))に該当するものが、一般に「ミューチュアルファンド」と呼ばれるものである。ここで、「オープンエンド会社」とは、払戻可能証券 (redeemable securities) を発行する「管理型会社」のことであり、「払戻可能証券」とは、その保有者が、いつでも証券を提示して、会社の純資産のうちその者の持分またはそれに相当する現金を受領する権利を有する証券のことをいう (ICA § 2(a)(32))。これらについての詳細は、近藤・前掲注 (9) 11~15頁を参照。
- (12) 投資会社の定義については ICA § 3 を参照。基本的には「発行者であって、主として証券の投資、再投資もしくは売買の業務に従事し、または従事していると表示し、または主としてそれに従事しようとする者」(ICA § 3(a)(1))をいうが、それ以外に、資産構成に基づく投資会社の定義 (いわゆる「意図せざる投資会社 (inadvertent investment company)」) も定められている (ICA § 3(a)(3))。
- (13) ICA § 7(a).
- (14) その主たる理由のひとつは、これらの法形式の場合、定時株主総会を開催することが州法上要求されていないことにある。そのほか、持分の発行・払戻に対する登録免許税を抑えることができることも大きな理由として挙げられている。See Joseph A. Franco & Karl-Otto Hartmann, Investment Management Regulation: An Introduction to Principles and Practice 267-268 (2019).
- (15) それゆえ、法形式に着目して「契約型」と「会社型」を区別することは、米国法の文脈ではあまり意味がない (強いてい

- えば、米国では、信託など非法人の法形式を用いる場合であっても、「会社型」のガバナンス構造がとられることになる)。
- (16) ミューチュアルファンドはオープンエンド型であり、投資家がいつでも払戻を受けることができる仕組みであるため、運用資産の規模縮小を防ぐために常時新たな株式を募集・販売することが不可欠となる。これを担うのがファンドの元引受人ないし販売会社である。ファンドの販売方法や販売手数料 (sales load) のあり方については興味深い歴史的な変遷があるが、本稿では立ち入らない。
- (17) See generally, Franco & Hartmann, *supra* note 14, at 53-66.
- (18) 内部者によって管理される (internally managed) ミューチュアルファンドは珍しい。その珍しい例に当たるものとして著名なのが、Vanguard が運営するファンドである。これは、厳密にいうとファンドの内部者が管理しているわけではなく、一つの管理会社 (management company) が管理・運用する多数のファンドが、当該管理会社を集团的に所有・支配するという興味深い構造を有するものである。しかし、これについては本稿では検討対象としない。See John Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, 123 *Yale L. J.* 1228, 1276-1279 (2014).
- (19) 投資会社法上、登録投資会社の証券を募集するためには、当該投資会社が10万ドル以上の純資産 (net worth) を有すること (または過去に募集をしたことがあり、その際に10万ドル以上の純資産を有していたこと) が必要とされている (ICA §14(a))。
- (20) See e.g., Franco & Hartmann, *supra* note 14, at 37-38.
- (21) Franco & Hartmann, *supra* note 14, at 304; William A. Birdthistle, *Compensating Power: An Analysis of Rents and Rewards in the Mutual Fund Industry*, 80 *Tul. L. Rev.* 1401, 1419 (2006).
- (22) その際の法形式として、複数の投資会社を設立する方法のほか、ひとつの投資会社が複数のシリーズの株式を発行する (各シリーズの株式にそれぞれ異なるポートフォリオを表章させる) という方法もある。See Franco & Hartmann, *supra* note 14, at 39.
- (23) 15 U.S.C. § 80b-1 et seq. 投資顧問法を概観した比較的近時の邦語文献として、ジェフリー J. ハース=スティーブン R. ハワード著 (岡田洋隆ほか訳) 『アメリカ投資顧問法』(弘文堂、2015年) がある。
- (24) Investment Adviser Act § 202(a)(1).
- (25) Investment Adviser Act § 203(a).
- (26) Investment Adviser Act Rule 204-3, 204-2, 206(4)-2, and 206(4)-7, respectively.
- (27) Investment Adviser Act § 206(3).
- (28) Investment Adviser Act § 206(1) and (2).
- (29) See *SEC v. Capital Gains Research Bureau*, 375 U.S. 180, 194 (1963); *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462, 471 (1977); *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis*, 444 U.S. 11, 17 (1979). See also SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Adviser*, Investment Adviser Act Release No. 5248 (July 12, 2019). 判例の展開を詳細に分析したものとして、Arthur B. Laby, *SEC v. Capital Gains Research Bureau and the Investment Adviser Act of 1940*, 91 *B.U. L. Rev.* 1051 (2011) も参照。

- (30) ICA § 36(a). この点に関しては、萬澤陽子「アメリカの投資会社法上の『重大な信託濫用』と『信託義務違反』——投資会社における利益相反行為に関する責任」樋口範雄編著『現代の信託法——アメリカと日本』（弘文堂、2018年）220頁、237～238頁を参照。
- (31) ICA § 36(b). 条文は、「登録投資会社の投資顧問は、サービスに対する報酬の受領に関して信託義務を負うものとみなされる」というものである。
- (32) ICA § 36(b). 本稿では立ち入らないが、ファンド株主による報酬訴訟の制度の建付けに対しては批判が少なくない。See e.g., Quinn Curtis & John Morley, *The Flawed Mechanics of Mutual Fund Fee Litigation*, 32 *Yale J. on Reg.* 1 (2015).
- (33) 1970年改正の経緯を紹介・分析するものとして、近藤・前掲注 (9) 36～41頁参照。また、同改正前後の投資顧問報酬を巡る制度や訴訟を詳しく紹介するものとして、清水真人「米国投資会社法における独立取締役制度の歴史的展開（2・完）」企業と法創造 9 卷 2 号179頁（2013年）、萬澤・前掲注 (30) を参照。
- (34) *Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc.*, 694 F.2d 923 (2d Cir. 1982).
- (35) かかる実務の趨勢に異論を唱え、*Gartenberg* 基準を明示的に拒絶したのが、すぐ後で触れる *Jones* 判決の原判決（第7巡回区控訴裁判所）であった。本稿では立ち入らないが、萬澤・前掲注 (30) 252頁等を参照。
- (36) *Jones v. Harris Associates L.P.*, 559 U.S. 335 (2010).
- (37) *Gartenberg*, 694 F.2d at 929-930; *Krinsk v. Fund Asset Management*, 875 F.2d 404 (2d Cir. 1989). See also *Jones*, 559 U.S. at 344.
- (38) *Jones*, 559 U.S. at 351.
- (39) この点について、清水・前掲注 (33) 197頁は、「1970年投資会社法改正後においては、投資顧問の信託義務違反を判断するに際し、①独立取締役が真に独立していたかどうか、②独立取締役に対して当該取引に関する客観的な情報が十分に提供されていたかどうか、③独立取締役が客観的な情報に基づいて採用することのできるあらゆる手段の可能性について十分議論を尽くしたかどうか、という点が決定的に重要となった」と指摘する。
- (40) 厳密に言えば、ファンドの法形式が信託である場合は「受託者会 (board of trustees)」、会社である場合は「取締役会 (board of directors)」として区別するのが正確であるが、両者は実質的には同じであるし、逐一併記するのは煩雑であるため、本稿では「取締役」ないし「取締役会」とのみ呼んでいる。投資会社法も、「取締役 (director)」の定義に法形式が事業信託の場合における受託者を含めている (ICA § 2(a)(12))。
- (41) 投資会社法上、取締役会を設置することを義務付ける明文規定は存在しないが、投資会社法の様々な規制が取締役会の存在を予定しているため、取締役会の設置が事実上義務付けられているといえる状況にある。
- (42) 厳密には、投資会社の利害関係者 (interested persons) は取締役会メンバーの60%を上回ってはならないという規定である (ICA § 10(a))。投資会社法の文脈では、同法が定義する「利害関係者」(ICA § 2(a)(19)) に該当しない取締役を一般に「独立取締役 (independent directors)」と呼んでいる。本稿では立ち入らないが、「利害関係者」の概念についての詳細な説明として清水・前掲注 (33) 187頁以下を参照。
- (43) 投資会社法が定める様々な規制について適用除外ルールを制定する権限が

- SECに付与されているところ、SECは、かかる権限を利用して、一定の重要な適用除外ルールにおいて、その恩恵を受けるためには取締役会メンバーの50%を独立取締役としなければならないと規定している（たとえばRule 12b-1(c)を参照）。これにより、ほとんどのミューチュアルファンドにとって、独立取締役比率を50%以上とすることが事実上必須となっているのである。なお、やや細かい点であるが、連邦規則集（Code of Federal Regulations）の記載上、上記の独立取締役比率を含む「ファンドガバナンス基準（fund governance standard）」を定めるRule 0-1(a)(7)は、独立取締役比率を75%以上とすることや取締役会議長を独立取締役とすることを定めている。しかし、これらはDC巡回区裁判所判決（Chamber of Commerce v. SEC, 412 F.3d 133 (D.C. Cir. 2005), Chamber of Commerce v. SEC, 443 F.3d 890 (D.C. Cir. 2006)）によって手続的瑕疵により無効とされた部分であり、既に法的拘束力を失っていることに留意する必要がある。See Franco & Hartmann, *supra* note 14, at 301.
- (44) Investment Company Institute & Independent Directors Council, *Overview of Fund Governance Practices 1994-2018* (Oct. 2019).
- (45) ①株主総会に出席した株主の議決権の3分の2以上の賛成（発行済株式の議決権の過半数を有する株主が出席した場合）、または②発行済株式の議決権の過半数を有する株主の賛成のいずれか少ない方をいう。ICA § 2(a)(42).
- (46) ICA § 16(a).
- (47) 期差取締役会（classified board）については任期に5年の上限があるが、そうでなければ任期に上限は定められていない。ICA § 16(a).
- (48) ICA § 16(a)-(b).
- (49) Franco & Hartmann, *supra* note 14, at 277.
- (50) Eric D. Roiter, *Disentangling Mutual Fund Governance from Corporate Governance*, 6 *Harv. Bus. L. Rev.* 1, 23-24 (2016). 投資会社法との関係でのポイントは、同一の投資顧問が管理するファンドの取締役に就任したとしても、当該投資顧問の「利害関係者（interested person）」に該当しないという点である。See Franco & Hartmann, *supra* note 14, at 286. それゆえ、同一の投資顧問が管理する複数のファンドの独立取締役を兼任することも可能であるし、実際それが通例である。
- (51) Investment Company Institute, *Report of the Advisory Group on Best Practices for Fund Directors 27-28* (June 1999), available at: https://www.idc.org/system/files/attachments/pdf/rpt_best_practices.pdf.
- (52) たとえば、投資顧問との投資顧問契約および元引受人（principal underwriter）との元引受契約については取締役会および独立取締役の過半数の承認を要する。ICA § 15(a)-(b). また、カストディアン（custodian）との寄託契約については取締役会の承認を要する。Rule 17f-1(a).
- (53) たとえば、投資顧問が管理する他のファンドとの取引に係る手続策定および定期的な審査、投資顧問が管理する他のファンドとの合併に係る審査および評価について、取締役会および独立取締役の過半数の決定によることが求められている。Rule 17a-7, 17a-8(a)(2). また、会計監査人の選任については、独立取締役の過半数の承認が必要である。ICA § 32(a)(1), Rule 32a-4.
- (54) 12b-1プランについては、取締役会および独立取締役の過半数の審査・承認を受

けることを要する。Rule 12b-1(b)(2), (d). なお、12b-1プランとは、ファンド株式の販売のための費用をファンド資産から支出する販売計画のことである (12b-1プランに従って支出される販売費用を「12b-1報酬 (12b-1 fees)」と呼ぶことが多い)。ファンドの規模拡大による管理報酬の増大を求める投資顧問とファンド投資家との間で潜在的な利益相反があることから、投資会社法およびSECのルールによって規制されている。詳細は野村・前掲注 (9) 11~12頁参照。

- (55) たとえば、倫理規定 (code of ethics) の承認や、コンプライアンスの方針および手続の承認については、取締役会および独立取締役の過半数の承認を受けることが必要とされている。Rule 17j-1(c), Rule 38a-1(a)(2). また、取締役会は、CCO (Chief Compliance Officer) の選任と報酬について承認し、その報告を受けるレポーティングラインとされている。Rule 38a-1(a)(4).
- (56) なお、ここではファンドの資産から支払われる諸コストを取り上げているが、投資リターンの観点からは、投資家が直接負担することとなるコストも重要である。たとえばファンドの販売手数料 (sales load) がこれに該当する。
- (57) See e.g., SEC, Disclosure Regarding Approval of Investment Advisory Contracts by Directors of Investment Companies (Investment Company Release No. 26486) (June 23, 2004).
- (58) See generally, Independent Directors Council, Board Oversight of Certain Service Providers (Independent Directors Council Task Force Report, June 2007), available at <https://www.idc.org/system/files/attachments/pdf/21229.pdf>; Independent Directors Council, Fundamentals for Newer

Directors (Feb. 2014), available at https://www.idc.org/system/files/private/2021-04/idc_14_fundamentals.pdf, at 21; SEC Division of Investment Management, IM Guidance Update No. 2016-01 (Jan. 2016), available at <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2016-01.pdf>, at 3.

- (59) これが明確に問題視されるようになったのは、ミューチュアルファンドの規模が急成長した1960年代である。ファンドの規模が拡大し、規模の経済 (economy of scale) が発生しているにもかかわらず、それが顧問報酬に反映されていないことが問題とされた。それが法改正に結実したのが、1970年投資会社法改正であり、これにより、本稿で取り上げている投資会社法36条(b)項と15条(c)項が新設された。歴史的な展開を含めて、近藤・前掲注 (9) 29頁以下が詳しい。
- (60) ICA § 15(a).
- (61) ICA § 15(a).
- (62) Franco & Hartmann, *supra* note 14, at 306.
- (63) ICA § 15(a).
- (64) なお、例外的に株主の多数決による承認が必要となる場面として、投資顧問の支配権変動が生じた場合 (投資会社法上、顧問契約の「引受 (assignment)」に該当するものとして、株主の多数決による承認が必要となる) や、投資顧問契約の内容に重要な変更をする場合が挙げられる。See ICA § § 13(a), 15(a).
- (65) ICA § 15(c). なお、かかる決定は対面 (in-person) で行わなければならないと規定されているが、2020年のCOVID-19の感染拡大を受けて時限的な免除措置がとられている。See SEC, Investment Company Act Release No. 33897 (June 19, 2020).
- (66) ICA § 15(c).

- (67) Independent Directors Council, *Fundamentals for Newer Directors*, supra note 58, at 19-20; H. Norman Knickle, *The Mutual Fund's Section 15 (c) Process: Jones v. Harris, the SEC and Fiduciary Duties of Directors*, 31 *Rev. Banking & Fin. L.* 265, 273-274 (2011); *Fund Director's Guidebook*, 59 *Bus. Law.* 201, 224-226 (2003). なお、補足すると、前述の Gartenberg 判決が示したいわゆる Gartenberg 要素は、報酬が投資顧問の信託義務違反に該当するかを判断する際に裁判所が考慮すべき要素を示したものであるが、本文で述べたとおり、実務上は、そこで挙げられた事由が、15(c)プロセスにおいてファンドの取締役が考慮すべき要素としても重視されてきたのである。
- (68) SEC, *Amendments to Proxy Rules for Registered Investment Companies* (Investment Company Act Release No. 20614) (Oct. 13, 1994).
- (69) SEC, *Role of Independent Directors of Investment Companies* (Investment Company Act Release No. 25816) (Jan. 2, 2001).
- (70) *Id.*
- (71) See SEC, *Disclosure Regarding Approval of Investment Advisory Contracts by Directors of Investment Companies* (Investment Company Act Release No. 26486) (June 23, 2004).
- (72) *Id.*
- (73) *Id.*
- (74) *Id.*
- (75) The Office of Compliance Inspections and Examinations. なお、OCIE は2020年12月に改称され、現在は The Division of Examinations という名称となっている。
- (76) SEC Office of Compliance Inspections and Examinations, *Top Compliance Topics Observed in Examinations of Investment Companies and Observations from Money Market Fund and Target Date Fund Initiatives* (Nov. 7, 2019), available at: <https://www.sec.gov/ocie/announcement/risk-alert-money-market-fund-target-fund>.
- (77) 比較的近時これらが問題となった具体的な事案として、①について In the Matter of Commonwealth Capital Management, LLC (Investment Company Act Release No. 31678) (June 17, 2015)、②について In the Matter of Northern Lights Compliance Services, LLC (Investment Company Act Release No. 30502) (May 2, 2013) を挙げる事ができる。
- (78) ICA § 18(i).
- (79) ICA § 16(a).
- (80) ICA § 15(a)(3).
- (81) たとえば John Coates は、株主が多数決でファンド取締役会を選任する建付けであるから、少なくとも理論上は、ファンド投資家が取締役会を通じて投資顧問をモニターし、規律を与えることができる、と述べている。John C. IV Coates, *Reforming the Taxation and Regulation of Mutual Funds: A Comparative Legal and Economic Analysis*, 1 *J. Legal Analysis* 591, 624 (2009).
- (82) 上記 2(2)参照。
- (83) 実質的株主による議決権行使はあまりなされず、むしろブローカーによる裁量的議決権行使が大きな割合を占めるようである。Jill E. Fisch, *Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries*, 158 *U. Pa. L. Rev.* 1961, 2014-2015 (2010).
- (84) この点については、下記注 (104) と対応する本文を参照。

- (85) John Morley & Quinn Curtis, Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds, 120 Yale L. J. 84 (2010).
- (86) ここで報酬に着目する理由は、報酬こそが、ミューチュアルファンドのリターンを予測する上で、経済的に最も顕著で、かつ統計的に最も有意な予測因子 (predictor) だからである。しかし、以下の議論は、ファンドの全体的なパフォーマンスに不満を抱く投資家にも容易に応用できるため、ここで報酬を例にとっても議論の一般性は失われない。Morley & Curtis, supra note 85, at 105.
- (87) Morley & Curtis, supra note 85, at 108, 110-112; Morley, supra note 18, at 1249-1250.
- (88) Id.
- (89) Morley, supra note 18, at 1250.
- (90) Morley & Curtis, supra note 85, at 107; Morley, supra note 18, at 1251-1252.
- (91) Morley & Curtis, supra note 85, at 107. この点については、投資顧問の交代に関する下記脚注 (104) およびこれに対応する本文も参照されたい。
- (92) 近藤・前掲注 (9) 19~20頁。
- (93) Morley & Curtis, supra note 85, at 107.
- (94) Burks v. Lasker, 441 U.S. 471, 484 (1979); Jones, 559 U.S. at 348. また、SEC は、かかる取締役の義務を「投資会社法が取締役に課する最も重要なファンドガバナンス上の義務のひとつ」であるとしてきた。See SEC, Role of Independent Directors of Investment Companies (Investment Company Act Release No. 24082) (Oct. 14, 1999).
- (95) 上記 2 (3) で触れたように、実際には、取締役会の過半数を独立取締役が占めることが一般的である。
- (96) 上記 2 (3) 参照。
- (97) 上記 (2) 参照。
- (98) ファンド取締役に対する選任による規律の欠如について、Morley & Curtis, supra note 85, at 124-125; Allen Ferrell & John D. Morley, The Regulation of Intermediaries, in: Securities Market Issues for the 21st Century 311, 333 (Merritt B. Fox et al. ed. 2018) 参照。
- (99) 上記 2 (3) 参照。
- (100) Jones, 559 U.S. at 338. See also Morley & Curtis, supra note 85, at 123-124; Fisch, supra note 83, at 2011-2012; Franco & Hartmann, supra note 14, at 334-335.
- (101) 投資家は、ファンドの取締役が誰であるかを意識せずに投資をすることが通常である。この点について、たとえば一般社団法人投資信託協会資産運用業に係る海外動向等の調査部会・前掲注 (6) 6 頁参照。
- (102) See Birdthistle, supra note 21, at 1443.
- (103) See Anita K. Krug, Investment Company as Instrument: The Limitations of the Corporate Governance Regulatory Paradigm, 86 S. Cal. L. Rev. 263, 273-274 (2013). この点を捉えて、当時 SEC スタッフだった Andrew Donohue は、投資顧問の解任・交代を相互確証破壊 (MAD) をもたらす核兵器に喩えている。Speech by SEC Staff: Address at the Mutual Fund Directors Forum Second Annual Directors' Institute (Jan. 15, 2008), available at: <https://www.sec.gov/news/speech/2008/spch011508ajd.htm>.
- (104) See Morley & Curtis, supra note 85, at 121. 投資顧問の交代が株主の多数決に付議された数少ない実例のひとつとして Navellier のケースがある。これは、独立取締役らが投資顧問の交代を提案したものの株主から十分な賛成が得られず

- 失敗したという事例であるが、委任状勧誘が行われている間に多くの株主が払戻を受けてファンドから退出したという事実があったようである。See Morley & Curtis, *supra* note 85, at 115 n. 106; Franco & Hartmann, *supra* note 14, at 328-335; Amy B. R. Lancellotta, Paulita A. Pike & Paul Schott Stevens, *Fund Governance: A Successful, Evolving Model*, 10 VA. L. & Bus. Rev. 455, 473-475 (2016).
- (105) Fisch, *supra* note 83.
- (106) Morley & Curtis, *supra* note 85.
- (107) Roiter, *supra* note 50.
- (108) OEIC は、変動資本投資会社 (investment company with variable capital: ICVC) と呼ばれることもあるが、本稿では OEIC で呼称を統一する。
- (109) 英国では、インベストメントトラスト (Investment Trust. その呼称にかかわらず、会社形態である) も比較的よく利用されてきたが、クローズドエンド型であるため、本稿では検討対象外としている。
- (110) たとえば、Brexit により従来英国で設立された UCITS (後述の UK UCITS) が享受してきた域内パスポートが失われるなど、大きな影響が生じている。しかし、こうした問題は本稿では取り上げない。
- (111) Brexit の移行期間が満了した2021年1月1日以降の英国法に基づいている。
- (112) 英国における金融サービス企業や金融市場を監督する規制当局であるが、英国政府 (UK Government) とは独立して運営されている点に特徴がある。2013年4月1日にその前身である金融サービス規制機構 (Financial Services Authority: FSA) から業務を引き継ぐ形で設立された。なお、FSA の前身は証券投資委員会 (Securities and Investment Board: SIB) である。
- (113) Financial Services and Markets Act 2000, c. 8, available at: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>.
- (114) Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (SI 2001/544), available at: <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/544/contents>.
- (115) The Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001/1228), available at <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/1228/contents>.
- (116) The Collective Investment Schemes Sourcebook, available at: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COLL/>.
- (117) 2000年改正前の1986年金融サービス法 (Financial Services Act of 1986) の下での「集団投資スキーム」に関しては詳細な先行研究が存在する (森田章「英国の投資信託制度——投資形態、販売チャンネル、外国投資信託規制を中心として——」資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について／相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について』(資本市場研究会、1992年) 235頁、落合誠一「イギリス法制」落合誠一編著『比較投資信託法制研究』(有斐閣、1996年) 57頁、川島いづみ「英国における集団投資スキームの法規制」専修法学論集77号1頁 (1999年) など)。なお、「collective investment scheme」は、「集合投資計画」、「集会的投資スキーム」などと訳されることもあるが、本稿では「集団投資スキーム」で統一している。
- (118) Section 235(1) of FSMA.
- (119) Section 235(2) of FSMA.
- (120) *Id.*
- (121) FSMA 上、運営者 (operator) とは、AUT については管理者 (manager)、

OEICについてはOEIC自身を指すものと定義されている (Section 237(2) of FSMA)。なお、FCAのルールおよびガイダンス上の用語の定義を定めたFCA Glossaryでは、運営者 (operator) とは、OEIC自身または (ACDがある場合は) ACDであると定義されており (ACDの定義については後述)、FSMAとは微妙に異なる定義が定められている。

(122) Section 235(3) of FSMA.

(123) Section 22 of FSMA; Article 51ZE of RAO.

(124) Section 19 of FSMA. ただし、後述のUK UCITSまたはAIFに該当する集団投資スキームを所要の許可に基づいて設立、運営または解散する場合には、UK UCITSまたはAIFに係る規制に服することとなり、本文記載の規制は適用除外となる (Article 51ZG of RAO. See also Article 51ZA and 77AA of RAO)。

(125) Section 21 of FSMA. これは、認可者以外の者による金融商品の勧誘 (financial promotion) を原則として禁止する規定である。ここで「金融商品の勧誘」とは、一定の投資活動 (investment activity) を行うことを勧誘 (invitation) または誘引 (inducement) するコミュニケーションを広く含む概念である。

(126) ACSは、2013年に英国で導入された、信託を用いない契約型の投資ファンドの仕組みである。もっとも、ACSはプロ投資家または大口投資家向けのものであるため、一般投資家向けの証券投資ファンドを取り扱う本稿では検討対象としていない。See Section 261E (2) of FSMA.

(127) Section 238(1) and (4) of FSMA.

(128) Elizabeth Budd & Charles Russell Speechlys, *Collective Investment Schemes: Law and Practice Vol. 1*, at Para A4.004. 実際、英国におけるオープンエンド型のリテール投資家向け証券投

資ファンドは、AUTとOEICが大宗を占める状況にある。

(129) Section 236A and 237(3) of FSMA. ここで、UCITSとは、「undertakings for the collective investment in transferable securities」の略称であり、大雑把にいうと、一般公衆に対して募集・販売されるオープンエンド型の証券投資ファンドのことである。厳密な定義は後述する。

(130) See Budd & Speechlys, *supra* note 128, at Para A4.016.

(131) See generally, The Investment Association, *Authorised Funds: A Regulatory Guide* (Mar. 2017), available at: <https://www.theia.org/sites/default/files/2019-06/20170306-authorizedfundsaregulatoryguide.pdf>, at 6-7.

(132) E.g., *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Regulations 2011* (SI 2011/1613) (hereinafter referred to as “UCITS Regulations”); COLL Sections 6.6A, 6.6B, and 6.10 through 6.13. なお、COLLをはじめとするFCAのルールおよびガイダンスでは、UK UCITSを指すものとして「UCITS scheme」という用語が用いられている。

(133) E.g., *Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013* (SI 2013/1773); *Investment Funds Sourcebook (FUND)*, available at: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/FUND.pdf>.

(134) 実際、英国におけるリテール投資家向けの証券投資ファンドは、UCITSに該当するものが多いようである。See e.g., Iris H-Y Chiu, *Regulating collective investment funds in the United Kingdom with the objective of investor protection, and some implications*, in:

- Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds 382, 383-384 (William A. Birdthistle & John Morley ed., 2018).
- (135) Section 237(3) of FSMA.
- (136) Section 236A of FSMA.
- (137) Section 22 of FSMA; Article 51ZA and 51ZB of the RAO.
- (138) See Section 19 of FSMA.
- (139) そもそもわが国の委託者指図型投資信託が英国のユニットトラストを範としたものであったことにつき、神田秀樹「証券投資信託の誕生」倉沢康一郎 = 奥島孝康編『昭和商法学史』（日本評論社、1996年）227頁参照。
- (140) See Investment Management Association, Review of the Governance Arrangements of United Kingdom Authorised Collective Investment Schemes (Report by the Investment Management Association, Feb. 2005), at 17. この点で、わが国の委託者指図型投資信託によく似ているといえよう。
- (141) Section 243 of FSMA.
- (142) Section 237(3) of FSMA. なお、認可を受けずにユニットトラストを設立・運営することも禁止されていないが、かかる非認可ユニットトラスト (unauthorised unit trust) は、一般公衆に販売することができないため (Section 238(1) of FSMA 参照)、主としてプロ投資家向けの投資ファンドとして組成されている。本稿は、もっぱら一般投資家向けの証券投資信託を主題とするものであるから、非認可ユニットトラストは検討対象から除外している。
- (143) Section 238(4)(a) of FSMA.
- (144) Regulation 3(1) of OEIC Regulations. このような建付けのため、英国では非認可の OEIC は設立できないこととなる。See Budd & Speechlys, supra note 128, at Para A2.019.
- (145) Section 238(4)(b) of FSMA.
- (146) Regulation 15(4), (6) of OEIC Regulations.
- (147) Investment Management Association, supra note 140, at 22; The Investment Association, supra note 131, at 5.
- (148) Investment Management Association, supra note 140, at 15 and 22; The Investment Association, supra note 131, at 5; Budd & Speechlys, supra note 128, at Para A4.011.
- (149) Regulation 5(1) of OEIC Regulations.
- (150) See Investment Management Association, supra note 140, at 15.
- (151) COLL における AFM (authorised fund manager) の定義については、FCA の Handbook の用語法を定めた FCA Glossary を参照。そこには AUT の管理者および OEIC の ACD が含まれている (FCA Glossary, Release 6, April 2021による)。
- (152) See Investment Management Association, supra note 140, at 15 and 18; The Investment Association, supra note 131, at 10.
- (153) See e.g., Investment Management Association, supra note 140, at 16.
- (154) AUT の場合は信託証書、OEIC の場合は定款 (instrument of incorporation) を指す。
- (155) COLL 6.6.3R(1).
- (156) これに対応して、預託機関は、スキーム財産の所有に付随する権利の行使について、管理機関の指図が実行されるよう確保するために必要な手段をとる義務を負う。COLL 6.6.13R(1).
- (157) COLL 6.3 (Valuation and pricing).
- (158) COLL 6.6.3R(3).
- (159) Investment Management Association, supra note 140, at 16; The Investment Association, supra note 131, at 10.

- (160) Budd & Speechlys, *supra* note 128, at Para A4.191.
- (161) See e.g., Investment Management Association, *supra* note 140, at 27; FCA, Consultation Paper, *infra* note 188, at 11. なお、近時では、投資運用を受託する運用会社と AFM とが異なる企業グループに属するケースもみられる（かかる場合における AFM は、「ホスト ACD (host ACD)」と通称されている）。本稿では立ち入らないが、近時、ホスト ACD が委託先の運用会社を適切に監督していないことが疑われる案件が散見されている（ホスト ACD は運用会社によって選ばれる立場にあるため、厳しい監督をすることが事実上難しいという利益相反の問題が指摘されている）。See FCA, Dear CEO Letter (Jan. 2020), available at <https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/asset-management-portfolio-letter.pdf>.
- (162) See COLL 6.6.15R and COLL 6.6.15 AR.
- (163) Investment Management Association, *supra* note 140, at 16; Budd & Speechlys, *supra* note 128, at Para A2.013.
- (164) Investment Management Association, *supra* note 140, at 16; The Investment Association, *supra* note 131, at 10.
- (165) COLL 5 (Investment and borrowing powers).
- (166) COLL 6.2 (Dealing).
- (167) COLL 6.3 (Valuation and pricing).
- (168) COLL 6.8 (Income: accounting, allocation and distribution).
- (169) COLL 6.6.4R(1).
- (170) COLL 6.6.10R(3).
- (171) COLL 6.6.14R(4).
- (172) E.g., COLL 6.6B; Part 5A of UCITS Regulations; Chapter 6 of the Client Assets Sourcebook (Custody rules) (CASS 6). なお、UCITS の預託機関に対する規制は2014年の第5次 UCITS 指令 (UCITS V) (Directive 2014/91/EU) を反映する2016年改正により一層強化された。See FCA, CP15/27: UCITS V implementation and other changes to the Handbook affecting investment funds; FCA, PS16/2: Implementation of the UCITS V Directive; HM Treasury, Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) V Directive: consultation response.
- (173) COLL 6.6B16R.
- (174) AUT について Section 243(4) of FSMA、OEIC について Regulation 15 (8)(f) of OEIC Regulations をそれぞれ参照。管理機関と預託機関の独立性は EU の UCITS 指令の要請であるが、英国では UCITS 指令が求めるよりも厳格な独立性基準が定められてきた。See e.g., Investment Management Association, *supra* note 140, at 17 and 20.
- (175) See COLL 6.9.3G-6.9.5G.
- (176) See The Investment Association, *supra* note 131, at 10.
- (177) Budd & Speechlys, *supra* note 128, at Para A4.177.
- (178) See Investment Management Association, *supra* note 140, at 19.
- (179) COLL 6.5.7R(1).
- (180) COLL 3.2.6R(20). かかる決議が可決されると、ACD は、COLL 6.5.4R(1) の定めにより、その ACD としての地位を失うこととなる。
- (181) Regulation 34(2) of OEIC Regulations.
- (182) See Jane Thornton & Jane Tuckley, Changing the Manager of an AUT, Practical Law UK Practice Note 1-505-6185; Jane Thornton & Jane Tuckley, Changing the ACD of an OEIC, Practical Law UK Practice Note 0-505-

- 6143.
- (183) Id. See also Investment Management Association, *supra* note 140, at 23.
- (184) 本稿で取り上げるファンドのガバナンス改革のほか、資産運用業者に対する競争圧力を強化するための情報開示等の改善や、投資コンサルタント等の市場仲介者の規制強化などの多様な項目が扱われている。
- (185) FCA, MS15/2.1 Asset Management Market Study Terms of Reference (November 2015).
- (186) FCA, MS15/2.2 Asset Management Market Study Interim Report (November 2016).
- (187) FCA, MS15/2.3 Asset Management Market Study Final Report (June 2017).
- (188) FCA, CP17/18 Consultation on Implementing Asset Management Market Study Remedies and Changes to Handbook (June 2017).
- (189) FCA PS18/8, Asset Management Market Study Remedies and Changes to the Handbook - Feedback and Final Rules to CP17/18.
- (190) FCA, Interim Report, *supra* note 186, at 11-21; FCA, Final Report, *supra* note 187, at 4; FCA, Consultation Paper, *supra* note 188, at 6; FCA, Policy Statement, *supra* note 189, at 3.
- (191) FCA, Final Report, *supra* note 187, at 4.
- (192) FCA, Interim Report, *supra* note 186, at 11; FCA, Consultation Paper, *supra* note 188, at 6.
- (193) この点については上記注 (159) および対応する本文も参照。
- (194) FCA, Final Report, *supra* note 187, at 67; FCA, Consultation Paper, *supra* note 188, at 9. See also COLL 6.6A.2R(5).
- (195) FCA, Policy Statement, *supra* note 189, at 10. この点に関して、FCA は、AFM は単なる商品提供者ではなく、ファンド投資家の代理人 (agent) であると指摘している。Id.
- (196) FCA, Final Report, *supra* note 187, at 67; FCA, Consultation Paper, *supra* note 188, at 9.
- (197) FCA, Consultation Paper, *supra* note 188, at 10.
- (198) FCA, Interim Report, *supra* note 186, at 88; FCA, Final Report, *supra* note 187, at 67; FCA, Policy Statement, *supra* note 189, at 13.
- (199) FCA, Consultation Paper, *supra* note 188, at 9.
- (200) 実際のところ、大多数のケースでは、取締役会メンバーはAFMまたはグループ会社の従業員である。FCA, Consultation Paper, *supra* note 188, at 9.
- (201) FCA, Interim Report, *supra* note 186, at 88; FCA, Final Report, *supra* note 187, at 67; FCA, Consultation Paper, *supra* note 188, at 9.
- (202) FCA, Consultation Paper, *supra* note 188, at 9. たとえば、AFM がファンドの投資運用を同一グループ内の運用会社に委託する場合、グループ全体の利益の観点からファンド投資家の利益よりも当該運用会社の利益を優先することが懸念される。
- (203) FCA, Interim Report, *supra* note 186, at 184; FCA, Policy Statement, *supra* note 189, at 4.
- (204) FCA, Consultation Paper, *supra* note 188, at 6; FCA, Policy Statement, *supra* note 189, at 10.
- (205) FCA, Interim Report, *supra* note 186, at 184; FCA, Final Report, *supra* note 187, at 68.
- (206) FCA, Final Report, *supra* note 187, at 9; FCA, Consultation Paper, *supra* note

- 188, at 10.
- (207) COLL 6.6.20R(1).
- (208) これはやや分かりにくいだが、実質的に同様の権利内容であるにもかかわらず手数料負担の異なる複数のクラスのユニットがある場合に、投資家が手数料のより高いクラスに投資することが適切かどうかを考慮することを求めるものである。
- (209) COLL 6.6.20R(2), 6.6.21R. これらの要素について、FCA は、米国の Gartenberg 基準に類似するものであると指摘している。FCA, Policy Statement, supra note 189, at 13.
- (210) COLL 4.5.7R(8). このルールは2019年9月に施行されており、2020年1月以降、各社による「価値の評価」の開示が始まっている。これを分析したものとして、The Investment Association, Value Assessment Reports - Analysis and Initial Recommendations (Apr. 2021), available at: <https://www.theia.org/industry-policy/research#>.
- (211) COLL 4.5.7R(8).
- (212) Chapter 4 of the Conduct of Business Sourcebook (Communication with clients, including financial promotion) (COBS 4).
- (213) FCA, Policy Statement, supra note 189, at 11; FCA, Consultation Paper, supra note 188, at 15.
- (214) 上記(2)参照。
- (215) FCA, Policy Statement, supra note 189, at 15.
- (216) FCA, Policy Statement, supra note 189, at 15.
- (217) FCA ルールにおける表記は「ガバナンス機構 (governance body)」である。AFM が会社である場合は、取締役会がこれに該当する。
- (218) 独立取締役であるかどうかは、大雑把にいうと、①過去5年間に AFM またはそのグループ会社から給与等の支払を受けたかどうか、②過去3年間に AFM またはそのグループ会社との間で実質的なビジネス上の関係を有したかどうか、③ AFM またはそのグループ会社の執行役員等の近親者かどうか、を基準として判断される。詳細は FCA のガイダンス (COLL 6.6.26G(2)) を参照。
- (219) COLL 6.6.25R(1).
- (220) COLL 6.6.26G(1).
- (221) FCA, Consultation Paper, supra note 188, at 16.
- (222) COLL 6.6.25R(4).
- (223) SM&CR は、2007年～2008年の金融危機を踏まえて、上級管理職の個人責任にフォーカスした新たな答責システムとして導入された制度である。2016年3月に銀行業に対して導入され、2018年12月に保険業に拡大され、2019年12月に資産運用業を含む金融サービス業一般に拡充された。
- (224) 前注参照。See FCA, CP17/25: Individual Accountability: Extending the Senior Managers & Certification Regime to all FCA firms; FCA, PS18/14: Extending the Senior Managers & Certification Regime to FCA firms - Feedback to CP17/25 and CP17/40, and near-final rules.
- (225) 特定責任 (prescribed responsibility) とは、活動に内在する重要な責任についていずれかの個人が答責することを確保するために割り当てなければならない特定の責任をいう。
- (226) COLL 6.6.27R(1).
- (227) FCA, Policy Statement, supra note 189, at 20.
- (228) FCA, Consultation Paper, supra note 188, at 16.
- (229) FCA, Policy Statement, supra note 189, at 21.

- (230) The Investment Association, supra note 210, at 7.
- (231) 厳密にいうと OEIC では取締役会を設置して独立取締役を選任することも制度上は可能であるが、実務上はそのようなことはほとんど行われていない。上記2参照。
- (232) 以上につき上記2(3)(4)参照。
- (233) なお、繰り返しになるが、今般の改正は、ひとり AFM のガバナンスだけを扱うものではなく、投資家への情報開示の拡充や市場仲介者の規制強化など、資産運用業の競争改善に向けた様々な改正のパッケージである。ガバナンス改革も、かかる一連の改正の一環として位置づけられていることに注意を要する。
- (234) 米国ではこのような立場をとる見解が有力である。上記Ⅱ 3(3)(c)参照。
- (235) 上記3(2)参照。
- (236) これは、米国の投資会社法36条(b)項が定める報酬の受領に関する信託義務に近い考え方であるといえよう。
- (237) FCA, Interim Report, supra note 186, at 185.
- (238) FCA, Final Report, supra note 187, at 69.
- (239) See The Investment Association, supra note 131, at 76 n. 114.
- (240) FCA, Interim Report, supra note 186, at 185.
- (241) FCA, Final Report, supra note 187, at 69.
- (242) See Investment Management Association, supra note 140, at 23.
- (243) 一般社団法人投資信託協会資産運用業に係る海外動向等の調査部会・前掲注(6)2頁参照。
- (244) これに対し、不動産投資信託(REIT)をはじめとするクローズドエンド型の投資ファンドについては投資主総会を通じたガバナンスに一定の積極的な意義を見出すことが可能であり、ここに投資法人制度が利用されてきたことも合理的な選択といえるかもしれない。もっとも、クローズドエンド型のファンドにおいて「みなし賛成」の制度を採用する現行法の建付けが望ましいかは自明でない(藤田友敬「組織法からみた金融システム改革諸法」商事法務1637号36頁、38頁(2002年)参照)。
- (245) 上記Ⅰ参照。
- (246) 上記Ⅱ 2(4)参照。
- (247) 上記Ⅱ 3(3)(a)参照。
- (248) 上記Ⅲ 3(3)参照。
- (249) 上記Ⅱ 3(3)(c)参照。
- (250) 上記Ⅲ 3参照。
- (251) たとえば当時 SEC 議長だった Mary White は、「ほとんどの投資家にとって、ファンド投資のパフォーマンス、さらには報酬の構造、管理の変更および投資のリスクを詳しくフォローすることを期待するのは非現実的である。また、強力で意義ある監督を可能にするような情報および重要な参加者(ファンド顧問など)へのアクセスを有するのは、ファンドの投資家ではなくファンドの取締役である」と述べ、それゆえにこそ、ミューチュアルファンドの独立取締役のコミットメントと働きが重要になるのだと指摘している。Mary Jo White, The Fund Director in 2016: Keynote Address at the Mutual Fund Directors Forum 2016 Policy Conference (March 29, 2016), available at <https://www.sec.gov/news/speech/chair-white-mutual-fund-directors-forum-3-29-16.html>.
- (252) タマール・フランケル著(溜箭将之監訳、三菱UFJ信託銀行Fiduciary Law研究会訳)『フィデューシャリー:「託される人」の法理論』(弘文堂、2014年)132頁以下参照。
- (253) 上記Ⅱ 2(4)、Ⅲ 3(3)参照。

- (254) 米国の場合は投資顧問の信認義務、英国の場合は管理機関の投資家の最善の利益のために行動する義務がこれに該当する。わが国では、委託会社の投資家に対する善管注意義務および忠実義務がこれに該当するといえよう。こうした義務の履行について、独立の監督主体が審査・評価をし、その結果を開示するという仕組みを設けることで、一定の規律付けをもたらすことが期待できるのではないかと思われる。
- (255) つとに近藤・前掲注(9)53頁は、契約型を維持するならばわが国で独立取締役制度はとりえないが、外部から運用状況について審査する機関が投資家保護のために必要ではないかと指摘していた。なお、このような情報の生産・開示のみであれば、格付機関のような第三者機関に一定の役割を期待することも考えうるかもしれない(本稿では立ち入らない)。
- (256) 上記Ⅱ2(4)参照。ファンドの独立取締役は、少なくとも、①投資顧問が提供するサービスの性質、内容およびクオリティ、②ファンドおよび投資顧問の投資パフォーマンス、③投資顧問とその関連会社が提供するサービスのコストおよびこれらの者が得る利益、④ファンドが成長するにつれて実現する規模の経済の程度、⑤比較対象となりうる同規模のファンドにおける報酬構造を考慮すべきとされている。
- (257) 上記Ⅲ3(3)参照。AFMの取締役会は、少なくとも、①サービスの内容とクオリティ、②パフォーマンス、③AFMにとってのコスト、④規模の経済、⑤比較可能な市場レート、⑥比較可能なサービス、⑦ユニットのクラスを考慮すべきとされている。
- (258) 米国の投資会社法および英国のFCAルールのように、かかる情報を収集するための法的権限と義務を定めることも必要となろう。
- (259) 念のため、ここではオープンエンド型の証券投資信託を念頭に置いている。REITのようなクローズドエンド型のファンドにはこれと異なる議論が妥当しうると考えられるが、本稿では立ち入らない。
- (260) 本稿では論じえないが、ファンド市場のあり方を考える上では、EUのMiFIDⅡや米国のRegulation Best Interestが参考になるものと思われる。
- (261) 上記Ⅱ3(3)参照。
- (262) このような構造は、支配株主が存在する事業会社における独立取締役が、少数株主の利益を追求するインセンティブを持ちにくいこととパラレルに考えることができるであろう。自らの選解任に実質的な影響力をもたない主体に対する答責性をどのように確保するかが問題となる。See generally Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, Independent Directors and Controlling Shareholders, 165 U. Pa. L. Rev. 1271 (2017).
- (263) 金融庁・前掲注(6)「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2020」参照。

(ゆきおか・むつひこ)