平成３０年６月２９日

一般社団法人 投資信託協会
企画政策部　　御中

一般社団法人　信　託　協　会

投資信託のガバナンス懇談会「基準価額の計算についての考え方について(案)」に関する意見

標記につきまして、別添のとおり意見を取りまとめましたので、何卒、ご高配を賜りますようお願い申し上げます。

以　上

＜別添＞

投資信託のガバナンス懇談会「基準価額の計算についての考えについて（案）」に係るご意見

＜ご意見＞

Ⅰ.総論的意見等

１．貴協会「基準価額の算定についての考え方について（案）」にかかる全般的な意見

- 本邦投資信託（主として委託者指図型）制度において、委託会社及び受託者は、任務を分担（投資信託の組成・企画及び運用を委託会社、資産管理を受託者）しています。双方による基準価額算出・照合運営を通じた相互牽制機能は、基準価額相違等を防止するために実務慣行として行ってきたもので、基準価額の正確性に対する投資家の信頼を得ることに寄与してきました。
- 「基準価額の算定についての考え方について（案）」（以下、本案）では、基準価額二重算出・照合運営による相互牽制について、受益者保護および公平性確保の観点でその有効性を認める一方、投資家の追加的なコスト、新規参入者への障壁などといった問題認識の下、そのあり方について検討が行われてきたと理解しています。問題認識には、委託会社と受託会社の役割分担に不明確さが残るとの指摘がありますが、基準価額計算の正確性そのものに関して投資家に対して委託会社が責任を負うことは既に相当程度明確ではないかと考えられます（受託会社は、信託法、信託業法に定める「善管注意義務」により、受益者の財産保護、公平性を確保する責任を負います）。
- 投資家の追加的コストに関しては、受託会社（信託銀行）においては、投資信託以外の信託業務の執行を行うシステムとの共有化を行うなどの工夫を行う中で経費を削減し、低廉な信託報酬を実現している実態があります。
- 本案の検討結果では、受託会社の計算にかかる法律上の明文規定が無いこと、および海外における事業者（アドミニストレーター）単独での基準価額算出形態に着目し、「受託会社は基準価額計算の算出義務は無く、基準価額相違等の蓋然性も低いため（注）、委託会社の判断で実質的に照合の要否判断が可能」との考え方（新たな法解釈）が示されています。また「法令に基づかない受託会社による事後的な基準価額算出プロセスの適切性モニタリング等で正確性の確保は可能」との評価がなされています。

  （注）貴協会「ビジネス環境の整備等に係る検討小委員会」において、基準価額算出に係る不一致が委託会社にて相応に発生している現状をご報告しています。
- しかし、検討結果にいたる過程・判断材料（「４．基準価額の正確性と計算プロセスの公正性の確保」）において、基準価額二重計算・照合運営の代替措置とされるモニタリング等は、貴協会が「自主規制機関として、委託会社における外部委託先を選定する際の検討及び選定後の適切性の確認等について把握すること」を含め、その具体的な内容や実効性が明らかでなく、また制定基準や業務の法的な裏づけ等、業務の安定性を確保する内容は示されていません。そのため、仮に基準価額二重算出・照合運営を止め当該モニタリングに移行した場合、投資信託法および信託法による二重の受託者責任で求められる受益者保護や公平性・正確性確保において、現状より大

きく劣化することを懸念いたします。またファンド監査においても、現行は基準価額二重算出・照合運営に依拠して監査が行われていますが、基準価額照合を廃止した場合の代替的監査措置により監査プロセス・監査コストの増加につながる可能性があります。

- また、モニタリングのアイデアは、海外における計算業者（アドミニストレーターによる単独計算）を念頭に置いたものと思われますが、欧米等では事業主体と機能が分離され（制度運営、運用、会計、財産保管等）、独立した事業者が業務を行う構造のもとで監視・牽制機能が制度化されていて、UCITS等に於いても、近年は基準価額の計算や受益権設定解約等の業務に対する監視活動（牽制機能）の強化により投資家保護が図られてきました。本邦投資信託では、委託会社が制度運営・運用・会計を担い、受託会社が財産管理を担う任務分担の仕組みの中で、牽制機能を確保し投資家保護を図ってきました。比較検討の前提となる両制度は大きく異なっていますが、実効性ある牽制機能が重視される点は同じであると考えられます。
- 本邦において「運用と会計を担う委託会社が計算事務を別会社に外部委託すること」が直ちに利益相反回避の効果を持つものではないと考えますし、「計算を行わない受託会社が事後的な基準価額算出プロセスの適切性をモニタリングすること」により直ちに正確性の確保が可能になるとは考え難いです。さらに単独計算において欧米同様のマテリアリティポリシーは不要と見受けられ、１円の正確性を重んずる本邦の商習慣を考慮した場合、計算業者の業務負荷は欧米よりも相当重くなり、また販売会社も基準価額相違が後日判明することによる受益者説明等の業務負荷が増大すると考えられます。
- したがって、「委託会社の判断で照合の要否判断が可能」との見方について、貴協会「ビジネス環境の整備等に係る検討小委員会」における貴業界関係者の「投資信託運用会社の数が多くなってきている中で、二重計算を各社の自由選択にすることが“業界の信頼向上”につながるかどうかは慎重に考えなければならない。」とのご意見に賛同いたします。
- 本邦特有の制度運営にかかる問題認識の下で改善について検討を行うこと自体には異論はありませんが、現状を正しく把握し、適切な対応を行わない場合、むしろ現状の問題点を解消できず受益者の不利益を招きかねないことを危惧します。本案には、実務や責任にかかる誤解の懸念、基準価額二重算出・照合運営の代替措置の実効性に対する疑問などが多く存在すると認識するため、各所にかかる意見については別紙に記載しています。<u>つきましては、弊協会の総論的意見および各所にかかる意見、並びに本案の貴協会会員に対する位置づけ（今後の検討の議論の整理か実務的な指針か）につき貴協会の見解をお伺いいたします</u>。

２．本邦投資信託制度の発展に向けた議論・検討について

- 投資信託制度において資産管理を担う信託業態として、現行の基準価額二重算出・照合運営がグローバルスタンダード（投資信託の国際化）、ガバナンス面から投資家（受益者）保護の唯一無二の方法と考えているわけではありません。またグローバル化が進展し、資本市場間の競争が激化する中で、本邦投資信託制度の発展に向けた取り組みの重要性は、日本証券業協会「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）でも指摘されている通りであり、本邦投資信託制度の一翼を担う信託業態として、その発展に向け検討を進めることに異論はありません。

- 実務の合理化・効率化やグローバル化への障壁といった課題については、貴協会「ビジネス環境の整備等に係る検討小委員会」の参加者意見にも、「二重計算・照合のみが主な要因ではなく、委託会社における運用以外の広範な業務（制度運営・計理等）、多様な事業者の存在やビジネスインフラの違いなど、投資信託制度自体に関係する」ことが指摘されています。そのため、制度の一部である二重計算・照合のみ切り出して、実効性が不明瞭な代替措置を当てはめ、結果として受益者が不利益を被り得る状況を招くような事態は望ましくありません。
- このような問題認識に立つと、必ずしも現行の各事業者の業務範囲や枠組みを出発点にする必要はなく、委託会社・受託会社が欧米の事業構造と受益者保護およびガバナンス態勢を参考に、本邦投資信託制度の発展によるビジネス機会創造の観点から、本邦に相応しい機能分担の担い手および監視態勢の「目指すべき姿」を業界全体で共有し、「目指すべき姿」の実現に向けた制度およびビジネス環境の整備について、制度全般を見渡しながら幅広く議論していくことは検討に値すると考えます。

Ⅱ.各論的意見等

本案の記載内容に関し次の観点で別紙に意見を述べさせていただきます。各意見について貴協会のお考えをご教示願います。

(1)問題の所在についての疑問点
(2)現行実務に対する指摘における誤解の懸念
(3)代替策の検討が不十分
(4)基準価額計算の責任の所在に関する誤解の懸念
(5)基準価額計算に係る委託会社の責任に関する誤解の懸念
(6)外部委託の効果に関する誤解の懸念
(7)受託者の義務に関する誤解の懸念
(8)現行実務の意義
(9)海外の制度に関する誤解の懸念
(10)投資信託のガバナンスのあり方に関する誤解の懸念

以上

投資信託のガバナンス懇談会「基準価額の計算についての考えについて（案）」に係るご意見【別紙】

一般社団法人　信託協会

Ⅱ.各論的意見等

本案の各所にかかる質問・意見について、（1）～（10）の観点にて、以下のとおり述べさせていただきます（番号1～15）。

各質問・意見について、貴協会のお考えをご教示いただきたく、何卒宜しくお願いいたします。

（1）問題の所在についての疑問点
（2）現行実務に対する指摘における誤解の懸念
（3）代替策の検討が不十分
（4）基準価額計算の責任の所在に関する誤解の懸念
（5）基準価額計算に係る委託会社の責任に関する誤解の懸念
（6）外部委託の効果に関する誤解の懸念
（7）受託者の義務に関する誤解の懸念
（8）現行実務の意義
（9）海外の制度に関する誤解の懸念
（10）投資信託のガバナンスのあり方に関する誤解の懸念

番号	本案の項目	該当箇所（網掛けは「論点箇所」）	質問・意見
1	1．問題の所在	このように委託会社と受託銀行とが基準価額の計算を日々二重に行い、計算結果を照合してきたことは、一種の牽制機能を通じ基準価額の評価に関する公正性を高めることでわが国の投資信託に対する信認を確保し、投資者に良質なサービスを提供することに寄与してきた。しかしながら、その法令上の根拠は必ずしも明確ではなく、このような不明確さが残されていることは、いわゆる「二	(1)問題の所在についての疑問点 ・本案では、基準価額計算の現行実務（二重計算・照合）による受益者にとって重要な効用（牽制機能及び基準価額の公正性向上）を認めている一方、基準価額計算の法制上の解釈が不明確なことが、実務の効率化・合理化の支障になると指摘し、諸課題を整理するとしています。 ・整理に当たっては投資家（受益者）にとって最も重要な財産価値（基準価額）の正確性、公正性が投資信託において確保されることを前提

		重計算問題」として認識され、その法的根拠を明確にすることが重要との指摘がなされていた。	に、事業者における合理化･効率化の検討がなされるべきと考えます。 ・この観点からは現行実務に代わる措置、運営についても、本前段で広く認識されている現行実務の効用と同様に財産価値（基準価額）の正確性、公正性が安定的に確保されるよう、業務の位置づけや基準など法制面の手当て（規定整備など）を含めた検討も必要と考えます。
2	1．問題の所在	すなわち、このような慣行は、グローバルに見て、わが国独特のものであり、①計算の責任の所在を不明確にしているのではないか、例えば、上場有価証券の場合とは異なり、流動性が必ずしも高くない有価証券の評価等について、両者の依拠する情報や作業が異なるような場合に、どちらが責任を持つと考えられるのか、②情報技術が急速に変化してきているなかで、投資者に対し追加的なコストが生じているのではないか、③委託会社と受託銀行の双方に計算を求められていると認識されていることは、内外の新たな事業者に対しての参入障壁の一つになっているのではないか、といった指摘である。	(2)現行実務に対する指摘における誤解の懸念 ・現行実務に係る指摘①～③に関し、下記の点で誤解があると思われます。 ①　流動性の低い有価証券の評価（計算の責任の所在）について 投信規則（※）において委託会社の忠実義務が定められています。 ※「投資信託財産の評価及び計理等に関する規則」　第2条（組み入れ資産評価に係る委託会社の忠実義務、善管注意義務） ②：現行実務により投資家に追加的コストが生じることについて 受託会社のシステム活用等で低減化（受託者報酬から捻出）しています。 ②　現行実務が参入障壁になることについて 運用者である委託会社の計算義務等、投信法制や投信制度（委託者指図型）の仕組み自体が異なることなど体制の整備負担が重いとの意見があります。（日本証券業協会　資産運用強化ワーキンググループ報告書、貴協会「ビジネス環境整備等に係る検討小委員会」中間報告書）
3	1．問題の所在	そのようななかで、基準価額の計算に係る制度的な位置付けに関する解釈が未だ関係者間で明確化・共有化されていないことは、関係者が、顧客本位の視点で責任の所在を明確にした上で、実務の適切な合理化・効率化を進め、内外の投資環境の変化に柔軟に対応していく上で	(3)代替策の検討が不十分 ・上段で現行実務の効用が認識されている一方、現行実務の問題点の指摘が検討の背景とされていますが、これらの指摘に関して、現行実務の効用である正確性や公正性を代替しうる具体的な実務運営や業務運営の安定性を担保するその運営基準、規制の有り方、管理態勢、及び

		の支障になっている可能性があると考えられる。 この報告案は、基準価額計算業務について法制度上の考え方を明らかにすることを主眼とするとともに、関連する諸問題を整理したものである。	効果の検討は後続において十分行われていないと見受けられます。(代替措置の現行の法解釈上の位置づけ或いは今後の法制面の課題認識かなど)
4	３．基準価額算定に係る現行の法制面等からの検討	投資信託の基準価額は、特に、今日主流となっている追加型の場合、日々の追加設定と一部解約を行う上で基礎となるものであり、適切な態勢のもとでその計算が行われることは、受益者である投資者保護の観点から極めて重要である。こうした観点から委託会社及び受託会社(銀行を含む。以下同じ。以下では、銀行である受託会社を「受託銀行」という。)の双方における基準価額の計算及び照合について、現行の法制面からの検討を行うと、以下のように整理できる。	(4)基準価額計算の責任の所在に関する誤解の懸念 ・投資信託法制上、委託会社は受益者に基準価額を公表し、追加投資・解約の取引指図を行います。受益者に対する基準価額計算結果の責任を委託会社が負っている点に疑義は無いと考えます（受託会社は、信託法、信託業法に定める「善管注意義務」により、受益者の財産保護、公平性を確保する責任（正確な基準価額に基づく追加、解約処理、帳簿作成等）を負います）。 ・以上の理解に基づけば、責任の所在が不明確なことを理由とした、後続の課題整理は必ずしも適切ではないと考えます。
5	（１）委託会社の義務	しかしながら、委託会社は投資信託の組成全般を担っており、また上記のように「受益証券基準価額帳」の作成義務を課されているほか、投資信託法は、委託会社を投資信託受益権の発行者としても位置付けており、その発行者である委託会社が基準価額計算の適切性を確保する責任を負うと考えることには合理性があると考えられる。 さらに、投資信託法制定以来、基準価額に関する通達の名宛人は委託会社になっており、また、金融商品取引業者等検査マニュアルにおいても、委託会社対象のものには基準価額の計算に関する記載があるが、受託会社に対しては記述がないことから見ても、現行法令の下では、基準価額の計算の適切性を確保する責任は委託会社にあ	(5)基準価額計算に係る委託会社の責任に関する誤解の懸念 ・信託財産に係る指図及び受益者への運用報告等が求められる委託会社は、投資信託法制上、基準価額を自ら計算しなければならないという義務は明定されていませんが、受益者に公表する基準価額につきその計算プロセスだけに責任(適切性)が限定されているものではなく最終的な計算結果についても責任を負うと考えます。（投資家（受益者）に対する受託者責任)

		ると考えられる。	
6	（1）委託会社の義務	なお、金融商品取引法上、委託会社が事務の外部委託を行うことは容認されており、基準価額の計算事務を外部に委託することも禁止されていない。このような取り扱いは広く許容されており、実際の実務においても、現状、多くの委託会社がこの事務を外部に委託している。このことは、専門的なサービスが利用できることや、委託会社が計算事務を行うことに伴う利益相反を回避するなどの効果もあると考えられる。ただし、この事務を外部委託する場合でも、この委任事務に係る最終的な責任を免れるものではないことから、顧客保護及び経営の健全性を確保するため、業容に応じて、①外部委託の対象とする事務や外部委託先の選定に関する方針・手続きの明確化、②外部委託している事務のリスク管理が十分に行える態勢整備、③委託契約によっても委託会社と顧客との間の権利義務関係に変更がないよう顧客の権利を確保すること、などが要請されている。	(6)外部委託の効果に関する誤解の懸念 ・委託先は受益者に対して直接的な責任を負っていないことや、委託元が委託先との契約解除権を有していること等を考慮すると、委託会社との資本関係の有無等にかかわらず、計算事務を別会社に外部委託することが、直ちに利益相反回避の効果を持つものではないと考えます。特に、受益者にとって重要な基準価額算出事務の外部委託については、その業務の重要性に鑑み、委託元である委託会社からの独立性の確保や、委託先に対する監督当局の監視等、より厳格な管理基準に沿って利益相反の有無を含めてその妥当性を判断する必要があると考えます。 （欧州のUCITS等を参考に） ・なお現行の委託会社の責任（基準価額の責任主体）のままの外部委託では、モニタリング、要員配置等の問題から負荷軽減に疑問が呈されています。（貴協会「ビジネス環境整備等に係る検討小委員会」中間報告書　主な議論）
7	（2）受託会社の義務	受託会社の基準価額算定事務については、信託業法第28条第3項に基づき信託業法施行規則第39条第3項、受託銀行については、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（以下、「兼営業法」という。）第2条第1項の準用する信託業法第28条第3項に基づき兼営業法施行規則第21条第3項の「帳簿作成義務」に関連した事務と理解されてきた。しかし、委託会社の場合と異なり、受託会社が作成義務を負う帳簿の記載事項の中には基準価額が含まれていないことなどからすれば、これらの条文は、必ず	(7)受託会社の義務に関する誤解の懸念 ・投資家（受益者）の財産を預かる受託会社にとって、信託財産の払い出しは極めて慎重を期すべき行為であり、受託者自身がその正確性に確証を持つべきと考えられるため、現行実務の効用に代わり得る確証なく、運用者を兼ねる委託会社の基準価額のみへの依拠に変更することは、受託者責任の観点から適切ではないと考えます。現行実務の効用に代わり得る措置が無い状況下で、約款変更のみをもって受益者に対して免責され得るか、法的安定性に疑義があります。（投資家（受益者）保護の視点から）

		しも受託会社が基準価額を計算する義務を負うことの根拠とはならないと考えられる。 受託会社には、信託法等の制度的な位置付けの中で、委託会社から独立した立場で、投資者に対する善管注意義務を全うして、投資信託の信頼性を確保していくことが期待されている。即ち、受託会社は信託財産の受託者として、指図を受けて財産のデリバリーを受け、又は払い出しをする立場にあり、受託される財産の種類、銘柄及び数について正確に把握する責任がある。しかし、このことから直ちに、受託会社自身が基準価額を計算する義務を負うと考える必要はない。むしろ、受託会社は、委託会社によって確定された基準価額に依拠しながら受入れ・解約を正確に行う責任を負っていると考えられる。 この場合、委託会社と受託会社の責任の範囲をより明確にするために、受託会社は、原則として、委託会社によって確定された基準価額に依拠して受入れ・解約業務を行えば足りる旨を信託約款上明示的に定めることも考えられよう。	・また、仮に、約款変更のみをもって受益者に対して免責されるとしても、基準価額相違等が生じた場合、源泉徴収義務を負う受託会社は、税務上の責任（税額修正、延滞税、加算税等の費用）が免責されることはなく、これら費用の危険負担につき委託会社と取り決めることも必要です。
8	（2）受託会社の義務	ただし、当然のことながら、受託会社が担っている業務、特に解約業務（信託財産払戻し）は極めて重要な業務であり、受託会社において委託会社により算出された基準価額が信頼できないと認めた場合には、直ちに解約に応じることをせず、再計算や確認を求めるなどの対応を必要とする場合がありうると考えられる。また、仮に委託会社において基準価額を計算することが出来ない不測の事態が生じた場合には、受託会社が自ら又は計算事務受	(7)受託会社の義務に関する誤解の懸念 ・現行実務の効用に代わるものとして、受託会社に、委託会社が計算した基準価額の検証責任を求める場合、新たな検証態勢（事務体制・システム等）の構築（つまり、新たなコスト）が必要となり、むしろ投資家（受益者）にとり現行より追加的なコストとなりかねません。また、検証責任を求めることは、上段の「委託の指図に従えば受託者の責任は足りる」との整理とも矛盾します。 ・また、これまでの本案の法制上の整理に従えば、投資信託の制度全体

		託会社に委託して計算を行うことも考えられる。それらは実務の状況に応じ、善管注意義務・忠実義務を果たしていくことの一環として捉えられるべきものである。受託会社が担うべき責任の範囲は、計算実務の合理化・効率化のニーズを踏まえつつ、投資者保護等の観点から委託会社と受託会社との間で明確にすることにより定められると考えられる。	に責任を有する委託会社が受益者に対して基準価額の報告、公表の責任があります。一方、投資信託の財産管理に責任を負う受託会社は、受益者に対して基準価額公表が不能な場合の委託会社の責任を負うものではなく、善管注意義務、忠実義務の範囲外と考えられます。また受託者が担う責任範囲は、計算業務の合理化・効率化ニーズにより変動するものではなく、信託法、信託業法に定める「善管注意義務」により、受益者の財産保護、公平性を確保すること（正確な基準価額に基づく追加、解約処理、帳簿作成等）です。なお、信託法上の受託者責任と別に、委託会社から業務委託（事務の委任）を受け、委託会社の代替の機能（計算業務）を果たすことは考えられます。（信託銀行の併営業務として）
9	（３）照合について	委託会社と受託会社との間で行う基準価額の照合については、何れの法令にも規定されていない。照合事務は、基準価額の正確性を担保する上で有効な方策の一つではあるが、法令で明示的に求められているものではなく、委託会社と受託会社が事務の実態に応じて必要と認識し、実質的に対応してきたものであると考えられる。	(8)現行実務の意義 ・現行実務は受益者保護に資する商慣習として実質的に対応してきた業務運営であり、相互牽制機能などその効用が広く認知されています。この現行実務を実施しない場合は、受益者保護、公平性確保の面において同等の効用がある代替策が必要と考えます。
10	（３）照合について	この照合事務は、基準価額の正確性を担保するだけでなく、委託会社と受託会社との間で一種の牽制機能を果たし、受益者保護に寄与してきた面もあることに留意が必要であり、委託会社と受託会社は、基準価額計算の公正性を確保するために、それぞれの権限及び責任の範囲を明確化して投資信託の信頼を確保していくことが不可欠である。	(1)問題の所在についての疑問 ・法制上の整理等でも記載されている通り、権限、責任範囲が不明な点は無いと考えられます。
11	（４）法制面等による検討の整理	基準価額の算定については、これまで、日々、委託会社と受託会社の双方で計算し、両者で照合して確定する法令上の義務があるものと理解されてきたが、現行の法	(7)受託会社の義務に関する誤解の懸念 (8)現行実務の意義 ・投資信託の受託会社の善管注意義務としては、信託財産の処分（資産

		令等にそれを直接求める規定は存在しない。 　しかしながら、委託会社は投資信託の組成全般を担っており、また、投資信託法は「受益証券基準価額帳」の作成義務者や投資信託受益権の発行者を委託会社と規定していることなどから、発行者である委託会社が基準価額の算定に係る全体的な責任を負っていると考えることができる。したがって、日々の基準価額をどのような態勢で算定するかについては、委託会社がその業務の実態に照らし、適切な態勢を構築するとともに、説明責任を負っていると考えられる。 　また、受託会社は基準価額を自ら確定する義務を一般的に負うわけではないが、善管注意義務・忠実義務の一環として、委託会社から独立した立場で、信託財産を適切に管理し、状況に応じて委託会社に必要な対応を求めるなど、一種の牽制機能を果たしていくことが求められていると考えられる。 　なお、基準価額の計算が委託会社自らにおいて行われている場合には、適切な牽制機能が働くよう、受託会社と協働して、利益相反の管理を適切に行い計算プロセスの公正性を確保し、投資者からの信頼を確保できる適切な態勢を構築することが不可欠である。	の支払い）において基準となる基準価額について確証を確認する等です（相互牽制自体は法定されてませんが投資信託法制・信託法制上、受益者に対して委託会社・受託会社は運用及び資産管理につき任務分担して受託者責任を果たすことが求められます）。 ・一方、本邦投資信託は金銭信託契約で受託会社が信託会計可能なことから、実務上の知恵としても、委託会社と受託会社双方で基準価額算出・照合により実態的な牽制（日々検証）が機能し、正確性、公平性を確保する運営が行われています。 ・主要信託銀行４行で把握している限りでは、基準価額照合及びこの前工程で発生した照合不一致の７割程度が委託会社の起因で発生したものであり、委託会社と受託者間の照合は実態として牽制機能を発揮しています。 ・従って、本案においては、受託会社が「委託会社に求める必要な対応」の内容が明らかにされていない中､照合に代わり得る有効な措置が無い状況、或いは効果検証が不十分な措置の状況で、一方の計算（委託会社のみの基準価額計算）とした場合、基準価額の正確性、公平性確保が危ぶまれ、受益者の投資信託の信頼性低下を懸念します。
12	４．基準価額の正確性とその計算プロセスの公正性の確保	委託会社と受託会社の双方で基準価額を計算して照合することは、基準価額の正確性の確保と適切な牽制機能を担保する上で一つの有効な方策であり、このような業務運営態勢を採用することが否定されるものではない。しかしながら、欧米では、専門の業者が単独で基準価額	(3)代替策の検討が不十分 (8)現行実務の意義 (9)海外の制度に関する誤解の懸念 ・投資信託財産の純資産（基準価額の素となる）の計算・管理のため、有価証券の時価のみならず、余裕金残高や、利子・配当、未収・未払

		を計算するのが主流となっている。また、委託会社と受託会社の両者が同一の情報や作業方法に依拠している場合には、情報技術の格段の進展により、両者で誤差が生ずることは僅少である。さらに、流動性が高くない有価証券等については、必ずしも一つの評価額が存在するものではないことから、どのような情報で計算するかについて、予め両者で共有されていれば照合という形を取らなくても基準価額算定の正確性は担保されると考えられる。また、公正性確保については、一方の計算と他方によるモニタリングによって相応に達成できると考えられる。 これらのことから、基準価額の算定プロセスに係る全体的な責任を委託会社が負うことを前提とした上で、基準価額の計算実務に習熟した専門的な主体が計算事務を担い、それが委託会社あるいは受託会社により公正かつ適切に監視される態勢を整備すること、委託会社と計算事務受託会社の間に独立当事者間の関係があるとは言えない場合で、委託会社が計算事務受託会社に対する直接の監視主体となる場合には受託会社は状況に応じて委託会社に必要な対応を求めるなど、適切な牽制機能を担保していくことが合理的であると考えられる。そうした前提の下で委託会社と受託会社がそれぞれの義務を果たしていくことが、グローバルな慣行にも沿っていると考えられる。 顧客本位の業務運営を徹底するためには、委託会社と受託会社が、上記のような法制度上の考え方に則って、	い費用等、多様な資産・費用を日中、委託会社及び受託会社間で照合し計上しています。日締めの結果である基準価額照合は、その延長で運営されており、完全にはＳＴＰ化されていない日中の事務処理における認識相違やヒューマンエラー等の未然防止に有効に機能していると考えられます。それゆえ、基準価額の照合だけを省略することによるコスト削減効果は限定的です。 ・一方、本案で提言されている事後的なモニタリングの場合、基準価額の誤りの発見が投資家の追加・解約後となり受益者への補償や信託財産の原状回復などの費用、新たなモニタリング基準、態勢等、相応のシステム装備等の追加的な費用が必要と想定され、合理化・効率化の観点から慎重な比較考量の検討が必要と考えます。 ・また、仮に照合という相互牽制を行わない場合には、別の形で委託会社の計算業務が監視される仕組みが必要と考えますが、本案では、委託会社が受託会社に監視される仕組みが一定の条件下（①委託会社と計算事務受託会社に独立した当事者関係にない場合、かつ、②委託会社が直接の監視主体となる場合）に限定されており、かつ条件が限定される理由・根拠が明らかではありません。加えて、「状況に応じて委託会社に求める必要な対応」の内容も明らかにされていません。なお、受託会社の牽制として現行の投資信託法制上、受託会社による牽制（モニタリング）の規定は無く、そのモニタリングの位置づけ、有効性など、受益者保護に資する業務の安定性を確保するには法制面も含めた検討が必要と考えられます。 ・また、牽制機能の議論においては、海外と本邦投資信託の法制の相違を踏まえ検討することが必要と考えます。海外ではファンド運営全般の責任（投資会社、管理会社）から機能別に委託を受けた各事業者（運用会社、資産管理(カストディ)、会計・受益者管理（アドミニストレ

		外部委託先も含めた業務運営上の権限及び責任の明確化や業務運営の公正性・効率性の確保に相応しいビジネス判断を適切に行い、全体として投資者の信認に応えていく必要があり、また、各委託会社や受託会社等の関係者がその在り方を不断に見直していくことが適当である。	ーター）が独立して業務執行する態勢から各事業者を牽制する機能が重要とされており、欧州のUCITS等では各事業者の監督等各種の規制が実施されています。一方、本邦の法制では、委託会社（投資運用業）・受託会社（信託業）が任務分担して業務遂行する仕組みであり、法制上、相互牽制の規定は無い中、現行実務の効用によって受益者の基準価額に対する信頼性にこたえる運営を行ってきたものです。 ・実務の知恵（実態的な牽制機能）を法制上安定した制度に昇華させるとの意見は、近時の受益者保護強化（顧客本位）の視点で重要であり、信託業態として、貴協会と専門家も交え、望ましいあり方の建設的な検討を希望します。
13	５．適切な経営判断と投資信託ガバナンス	欧米の投資信託では、ファンドの運営全般について責任を負う主体が中心に置かれ、そこから委託を受けた専門会社が基準価額の計算を行い、責任を負う主体が当該事務の内容を監視・監督する構成をとるのが通例である。ファンド等(米国の場合は投資会社、欧州の場合は管理会社)から業務を委託されたアドミニストレーターが単独で基準価額の計算を行っており、複数の者がその計算に携わっていないことから、計算結果を日々照合することは行われておらず、責任の所在が明確で効率的な体制がとられている。 現在、わが国でも多くの委託会社では、委託会社における計算事務を外部に委託している。現状、委託会社の基準価額計算事務の外部委託先は、計算事務受託会社が担っている。委託会社は外部委託先の業務運営態勢等を厳格に審査のうえ選定し、その業務を継続的に監視する責任を負っている。	(9)海外の制度に関する誤解の懸念 ・上述のとおり、海外と本邦の投資信託の構成には法制上の相違があります。 ・欧米では、投資信託の業務毎に、独立した事業者が行う制度ですが、近時は投資家（受益者）保護強化の観点から、基準価額計算や設定・解約指図の監視を管理会社（ファンド全体の責任）以外の第三者に求める等、牽制・モニタリングの規制が強化（UCITSⅤ　2016年10月）されており、日々ではありませんが複数の事業者が関わる監視態勢強化を志向しています。 ・なお、欧米、海外においては、基準価額計算のみならず証券取引等においても小額の誤差を許容する商慣習があり、基準価額計算におけるマテリアリティポリシーが定着していることも、単独計算処理の背景と考えられます。（二重計算から単独計算になった場合、誤差発生は増加します） ・外部委託先の監視については、国際的な集団投資スキームの原則（IOSCO「グローバルな投資信託制度のガバナンス向上の取り組み」では、「独

		委託会社が、外部委託先にこの事務を委託する場合には、その実務運営態勢の適切性を定期的に監視することにより、公正性を確保することが期待されている。この点、投資法人制度においては、こうした計算事務をむしろ外部に委託することを義務付けているが、そこでは、投資法人の役員会による外部委託先の監視・監督がなされることが意識されていると考えられる。また、基準価額計算事務の公正性に係る投資者の信認を確保する観点から、投資信託協会が自主規制機関として、委託会社における外部委託先を選定する際の検討及び選定後の適切性の確認等について把握することが考えられる。	立した監督組織による資産運用業者活動を監視できる機能」（基準価額の計算プロセスの適切性）を求めており、国際基準準拠の観点からも、内部監視に留まらず独立した第三者による監視を求めています。 ・受益者にとって極めて重要な、基準価額計算に関しては、外部委託先の態勢を監視するだけではなく、計算の検証（日々、事後）も含め、適切性が確保されることが必要であり、この観点からの検討が求められていると考えられます。なお、本案では、海外と本邦の投資信託の構成に係る法制上の相違を踏まえたファンド投資の全体コストの比較は行われておらず、諸外国と比較して割高であるという根拠も示されておらず、また、「投資信託協会が委託会社における外部委託先を選定する際の検討及び選定後の適切性の確認等について把握する」ことは、運用会社である委託会社に対する牽制機能の効果について具体的な言及がなく、なぜ投資者の信任に繋がるか明らかではありません。
14	５．適切な経営判断と投資信託ガバナンス	いずれの態勢を取るかは、実務の実態に応じた適切な経営判断の問題であるが、投資信託業務全体への信頼を維持する見地から、委託会社は受託会社と協働し、この事務の執行態勢を構築し、適切な説明責任を果たしていくことが求められる。	(9)海外の制度に関する誤解の懸念 ・海外における管理会社等（投資信託全体の責任を負う）に対する規制を参考にすると、委託先の選定は経営判断としても、受益者保護の重要性に鑑み業務委託の責任、監督などの監視体制は規制化されています。
15	５．適切な経営判断と投資信託ガバナンス	投資信託の信頼性を確保する上では、投資信託業務を担う主体のそれぞれの責任を明確化しつつ、内外の環境変化に応じて合理性・効率性を追求するとともに、堅固なガバナンスを確立していく取組みが不可欠である。基準価額の算定業務の責任を明確化し、公正性と効率性を追求するとともに、基準価額算定業務に対するモニタリングのあり方も一層明確化することは、投資信託のガバナンスを確立する課題の一環と考えられる。	(10)投資信託のガバナンスのあり方に関する誤解の懸念 ・欧米の投資信託のガバナンスの動向を踏まえると、（個人）投資家保護の観点から、UCITS では管理会社の各事業者の監視に加え、投資信託財産の異動（受益権の設定・解約、基準価額の計算、分配等）に関して第三者による監視などより受益者保護強化に軸足を置いた規制が実施されています。本邦投資信託のグローバル化への対応としては、ベストプラクティスに基づく各事業者の自主的取組を志向するだけでなく、こうした海外の規制動向も踏まえ同等性確保も視野に検討することも必要

		投資信託のガバナンスについては、グローバルな基準（IOSCOやUCITSなど）の見直しが行われ、また、オーストラリアやシンガポールなど各国で証券投資法人制度の見直しなどの動きが進んでいる。我が国においてもアジア地域ファンド・パスポート構想への参加を進めるなど、投資信託業務をグローバルな見地から考える機運が高まっている。 これらの動きを念頭に、投資信託のガバナンスのあり方について、諸外国のベストプラクティスを参考に、更に検討を進めていくことが望まれる。	と考えます。

以上