

## アセットマネジメント

# 投信併合の効能

2007年夏に、わが国でも投信（ファンド）の併合が可能となる見込みである。今後、小規模ファンドなどの整理が進むと思われるが、単に運用会社の利益のみを追求したものではなく、投資家の利益を第一に考えた併合制度の活用が望まれる。

## 投信の併合が可能に

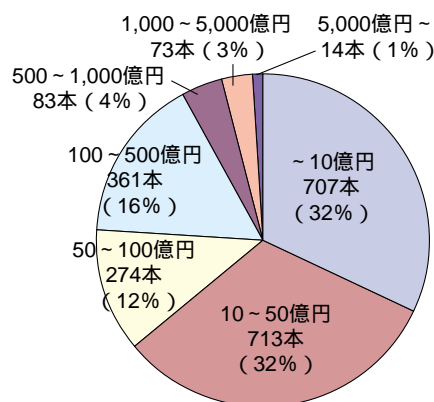
2006年6月に公布された「証券取引法等の一部を改正する法律」により、投資信託法（以下、投信法）が改正された。改正信託法に対応し、委託者指図型投資信託の併合に関する条項が加えられており、2007年夏には投信（ファンド）の併合が可能となる見込みである<sup>1)</sup>。

近年の運用会社の再編により、同一運用会社内で投資スタイルが類似、重複するファンドが存在<sup>2)</sup>していることや、運用資産が小規模のファンドが多いことなどが、併合制度が求められる背景にある。ファンドごとに、投資家向けの資料作成費用や公認会計士の監査等の費用がかかるため、資産規模の小さいファンドほどこれらのコストだけで足がでてしまう可能性がある。図表は2006年10月末時点の追加型株式投信の純資産残高別分布を示している。ファンドの信託報酬率などの関係で一概には言えないが、採算のとれる最低ラインを仮に純資産残高10億円で想定すると、実に全体の30%以上のファンドが不採算ファンドに該当することになる。

このような小規模化してしまったファンドは併合することにより、純資産総額に占めるファンド経費<sup>3)</sup>の割合（経費率）を低減でき、安定的な運用が可能となるなどスケールメリットを生かすことができる。現行制度では、このように資産規模が小さくなった場合、基本的に運用を中止し、繰上げ償還するしか方

法がない。そのため、投資家によっては、自分の意思に反して強制的に償還される場合もあるため問題視されている<sup>4)</sup>。

図表 追加型株式投信の資産残高分布



（時点）2006年10月末現在

## ファンドを併合するには

改正投信法では、ファンドを併合するには以下の2つの要件を満たす必要がある。1つは併合対象ファンドの受託者である信託銀行が同一でなければならないことである。もう1つは、投資家の同意に関するものであり、書面により投資家数の半数以上かつ議決権の三分の二以上の賛成を得ることが条件となる。このうち、前者については、信託銀行を同じにすれば良いだけなのでさほど問題にはならない。また、後者についても「みなし賛成」制度<sup>5)</sup>の活用でクリアできるものと想定され、実際には障害は少ないと思われる。これ

### Writer's Profile



中垣内 正宏  
Masahiro Nakagaito

金融ITイノベーション研究部  
上級システムコンサルタント

専門は金融制度調査  
focus@nri.co.jp

に加え、併合可能なファンドについての定量的、定性的な基準（ガイドライン）が関係者で検討されている。むやみな併合は運用パフォーマンスの悪化など投資家の不利益にも繋がりがねないためだ。

## 米国の事例

今後のわが国の投信併合制度を考える上で、既にファンドの併合が認められている米国の状況を参考に触れてみたい。


まず、ファンドの併合を考える契機となるのは、運用会社の合併以外に、運用会社の経営層が変わった時や、収益分析などによる定期的なファンドの見直し等がある。併合対象となるファンドを見てみると、やはり資産規模が小さくなったファンドや投資戦略が類似するファンドが多い。例えば、2006年9月末に合併したメリルリンチ・インベストメント・マネジャーズとブラックロックでも、いくつかのオープンエンド型投信が併合されている。この場合、投資スタイルや過去のパフォーマンスが類似しているものが併合対象となっている。

原則として、米国ではファンドの併合にあたり、ファンドの取締役会<sup>6)</sup>や投資家の承認を受ける必要がある。運用戦略や投資プロセスがかなり近くないとこれらの承認を得るのが難しいため、比較的運用戦略の相違が大きい債券ファンドの方が株式ファンドよりも併合しやすいと言われている。ただし、株式ファンドであっても、パッシブ型であれば併合は容易である。他の事例としては、分散投資された広い投資カバレッジを持つファンドが、それに包含される銘柄を投資対象とするファンドを併合するケースがある。例えば、グローバルに投資するファンドが、アジアに投資するファンドを併合する場合などだ。ちなみに、ファンド併合の提案は、投資家の反対により否決されることはほとんど無いようである。併合がファンドの取締役会が投資家

の利益を十分に考えた上での判断であることや、投資家の賛成票の取り込みを外部の専門会社に依頼し、補強が図られていることなどが要因として考えられる。

ファンドの併合に係るコストには、弁護士費用や監査費用、投資家に向けた資料作成・送付費用などがある。これらは無視できない金額であり、どこが拠出するのかといったことも検討する必要がある。また、ファンド併合後の処置の取り決めも重要である。例えば、過去のトラックレコードはどちらのファンドのものを採用するのか、併合後の信託報酬率はどうするのかといったことがある。トラックレコードについては、必ずしも資産規模の大きいファンドや歴史の長いものの方が優先されるという訳ではなく、併合後のファンドと比較し、投資戦略はどちらのファンドのものに類似しているか、ポートフォリオマネージャはどちらのファンドを担当していたかといったことも考慮されているようだ。信託報酬率については、低い方に合わせるのであれば問題は無いが、高くなるのであれば、ファンド取締役会や投資家への十分な説明が求められる。

## 求められる投資家重視の姿勢

今後、ファンドの併合が可能になれば、運用会社では運用の効率化、経費率の低減を目的に類似戦略のファンドや小規模化したファンドの整理を進める動きが活発化してこよう。しかし、単に運用会社の都合により併合したと投資家から見られた場合、俄かに解約を招きかねず、併合してみたら併合前より資産規模が縮小していたという笑えない話が出てくるかもしれない。さすがに、これは極端な例ではあるが、ファンドの併合にあたり、運用会社は投資家の利益に反することなく、金融当局、販売会社及び投資家に向け、いかに納得性の高い説明をできるかが重要となることを、改めて肝に銘じておくべきであろう。 

### NOTE

- 1) 投信の併合に伴う税負担の問題解決に向けては投信協会より税制改正に関する要望として必要な措置を求めている。
- 2) 例えばこれまで合計八つの運用会社の再編を経て発足した三菱UFJ投信では、日経平均連動型の投信は7本あり、TOPIX連動型は3本併存している。
- 3) ファンドマネージャーへの報酬や投資家への資料作成費用など。
- 4) 投資家の過半数の賛成を必要とするなど一方的に投資家の不利にならないよう手当てされている。
- 5) 投資主総会に出席せず、投票しない投資主は、その投資主総会に提出された議案に賛成したものとみなすことができる制度（投信法第93条）。
- 6) 会社型投信の場合。