

「 整 理 票 」

番号2 明らかに信託財産を毀損し、かつ、新たな信用リスクを生ずることとなる投資信託の投資信託約款の変更及びその運用

依頼日：平成27年4月7日(期限：同年4月9日)

主任検査官 鈴木 三智男

(事実関係)

1. 概要

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(株) (以下「貴社」という。)は、アクサ生命保険(株) (以下「アクサ生命」という。)の変額年金保険に係る特別勘定の運用として、平成19年1月以降、4本の私募投資信託(以下「4ベビーファンド」という。)の設定・運用を行っている。

貴社は当初、上記4ベビーファンドにおいて、それぞれ日本株式、日本債券、外国株式、外国債券をインデックスとしてパッシブ運用を行う4本のマザーファンドに投資する形で運用を行っていたところ、平成24年5月21日にアクサ生命からの依頼があったことを受け、これら4ベビーファンドの投資信託約款を変更の上、以後、新たにトータル・リターン・スワップ(以下「TRS」という。)での運用を追加している。

上記アクサ生命からの依頼により、貴社は、平成25年6月5日からこれら4ベビーファンドの上記マザーファンドによる運用の一部をTRSでの運用に変更しているが、当該TRSを行うことにより、貴社は投資信託約款で企図している運用成果を

(事実関係に対する認識)

1. 概要につきましては、左記に相違ありません。

達成する（運用の重複を避ける）ためマザーファンドの一部を解約及び追加取得することが必要となり、また、一定額のキャッシュを必要とすることとなり、この確保及び調整のため、4ベビーファンドは、これまで投資していたマザーファンドの一部を解約及び追加取得することとなった。この結果、マザーファンドの解約及び追加取得の都度、信託財産留保金が常に発生し、4ベビーファンドの純資産を毀損することとなった（ただし、外国株式のインデックス・マザーファンドは、取得時には信託財産留保金は発生しない。）（平成25年6月5日から同27年3月18日までの信託財産留保金は79百万円。）。

また、4ベビーファンドは、TRSにより、これまで存在しなかったカウンター・パーティに対する新たな信用リスクを負うこととなった。

このように本件TRSの運用は上記のような問題があり、投資信託の信託財産を毀損するとともに、新たな信用リスクを負うことになるもので、貴社はこうしたTRSが有する運用上の問題について十分認識していたにもかかわらず、アクサ生命から早期の対応を求められたことから、本件TRSによる運用についての検討が不十分で、適切な結論を得ないまま4ベビーファンドの投資信託約款の変更を行い、当該TRSによる運用を行っている。

2. 経緯

(1) 当初の4ベビーファンドの運用内容

貴社は、平成19年1月以降、アクサ生命保険の変額年金保険の特別勘定の運用として、以下の4ベビーファンドの設定・運用を行っている。

- ① ステート・ストリート4資産バランス 20V A（適格機関投資家限定）（設定日：平成19年1月）
- ② ステート・ストリート4資産バランス 40V A（適格機関投資家限定）（設定日：平成19年1月）
- ③ ステート・ストリート4資産バランス 30V A（適格機関投資家限定）（設定日：平成19年9月）
- ④ ステート・ストリート4資産バランス 30V A 2（適格機関投資家限定）（設定日：平成21年9月）

4ベビーファンドは、いずれも貴社が設定する以下のマザーファンドにて運用することにより、4資産への分散投資によって長期安定的な収益の確保を目指すものであり、その運用比率は別添1のとおりとなっている。

- ① ステート・ストリート日本株式インデックス・マザーファンド（参照インデックス：TOPIX）
- ② ステート・ストリート外国株式インデックス・マザーファンド（参照インデックス：MSCI コクサイ）
- ③ ステート・ストリート日本債券インデックス・マザーフ

2. 経緯

(1) 左記に相違ありません。

ファンド（参照インデックス：NOMURA-BPI 総合指数）

- ④ ステート・ストリート外国債券インデックス・マザーファンド（参照インデックス：シティ WGBIexJapan）

(2) アクサ生命からの TRS の提案及びその理由

こうした中、貴社は、同 24 年 5 月 21 日、アクサ生命から、上記 4 ベビーファンドの運用について、全てを上記マザーファンドで運用する方法から、当該運用の一部を TRS で運用する方法への変更について提案を受けた。

4 ベビーファンドにおける TRS による運用について、貴社は、アクサ生命から、変額年金保険における運用の最低保証部分のヘッジとして、これまで行っていた先物取引でのヘッジが市場のボラティリティが高くなり、ヘッジとしての役割を十分に果たすことができなくなってきたため、再保険会社に引き受けさせていたヘッジに関するコスト（再保険料）が値上げされる可能性が高まったため、当該値上げの解決策として TRS の利用を開始したいとの説明を受けたとしている。

(3) TRS のスキーム

① 取引内容

TRS は、一定期間中における 4 ベビーファンドのそれぞれにおける四つのマザーファンドへの投資の運用成果とキャッシュ（本件の場合、取引額分のキャッシュをコール市場で運用したもの。）を交換することを取引の内容とするもの。

(2) 左記に相違ありません。

(3) 左記に相違ありません。

本件の場合、アクサ生命から変額年金保険の運用の最低保証に係るリスクを再保険として引き受けた再保険会社（アクサ生命グループ会社）が、4ベビーファンドの運用成果を差し出す（キャッシュリターンを受ける。）ことにより、期間中の4ベビーファンドの価格変動リスクをヘッジするというもの。

アクサ生命からは、「先物取引では、4ベビーファンドの運用の一部しかヘッジできなかったものが、TRSでは4ファンドの運用成果そのものの売建てと同様の経済効果を達成することができる」旨の説明があったとしている。

また、本件 TRS の利用に際し、アクサ生命グループ会社であるアクサバンク・ヨーロッパ（銀行。以下「ABE」という。）を再保険会社と4ベビーファンドの間に入れており、このためスキーム上は、4ベビーファンドは ABE と TRS を行うこととなっている。

② TRS の取引量の決定プロセス

TRS では、アクサ生命から最低保証リスクを引き受けた再保険会社のヘッジのため4ベビーファンドそれぞれにおける四つのマザーファンドへの投資の運用成果とキャッシュリターンを交換することとなるが、そのための TRS の取引量の決定プロセスについては、再保険会社に対して各種再保険のリスクヘッジに関するアドバイスを行うアクサ・グローバル・ディストリビューターズ（以下「AGD」という。）がヘッ

ジ比率（※）の算定を行い、再保険会社と ABE 間での TRS の取引量を決定する。ABE は、同内容の TRS を上記 4 ベビーファンドとの間で行うため、再保険会社から伝達されたヘッジ比率を貴社に伝達する。上記伝達は週 1 回行われ、貴社に伝達される当該ヘッジ比率に基づいて、TRS の取引量が決定される。

なお、TRS の利用の目的がアクサグループのリスクヘッジにあるため、貴社においては、上記ベビー 4 ファンドにおいて TRS の適切な取引量（ヘッジ比率）を決定及びヘッジ比率の適切性を検証することができないものとなっている。

※ ヘッジ比率とは、アクサ生命から変額年金保険の最低保証部分のリスクを引き受けた再保険会社において、当該リスクをヘッジするために必要とする TRS の取引量をいう。

③ 4 ベビーファンドにおける対応

4 ベビーファンドでは、従来全てをマザーファンドで運用していたところ、TRS の利用開始に伴い、その一部を TRS で運用することとなった。当該マザーファンドと TRS の運用比率については、ABE から提示されるヘッジ比率により 4 ベビーファンドにおける TRS の取引量が決定され、4 ベビーファンドの運用資産から当該取引量を差し引いた部分がマザーファンドでの運用部分となる関係にある。

上記のとおり TRS の取引量が決定されると、4 ベビーファ

ンドによるマザーファンドの運用額（保有額）が決まることから、貴社は、TRS に併せて週 1 回、マザーファンドの解約及び追加取得を行いマザーファンドへの投資額を調整する（TRS の取引量が増加する場合はマザーファンドの解約、減少する場合はマザーファンドを追加取得する。）。これにより、4 ベビーファンドは TRS を契機としたマザーファンドの解約及び追加取得の都度、信託財産留保金相当の損失を発生させることとなる。

なお、当該 TRS において、4 ベビーファンドは TRS の取引量分の 4 ベビーファンドの運用成果を受領する一方、当該取引量分のキャッシュリターン（コール市場での運用成果）を差し出す内容の取引となっているが、当該キャッシュリターンについては、マザーファンドの解約により捻出した資金をコール市場で運用することにより手当てしている。

(4) TRS を行うことについての貴社における検討内容

貴社は、アクサ生命から依頼があった後、TRS を利用することについて検討していく中において、以下の事項をスキーム上の問題として認識していた。

- ① TRS の利用開始に伴いマザーファンド解約・追加取得が生じ、その結果解約・追加取得の都度信託財産留保金が発生することになるが、当該信託財産留保金の発生は受益者であるアクサ生命及び 4 ベビーファンドの運用成果を直接享受することとなる保険契約者を害することと

(4) 左記に相違ありません。

ならないか

- ② TRS は店頭デリバティブ取引であり 4 ベビーファンドは ABE の信用リスクを負うこととなるが、本来 TRS を利用しなければ負担する必要のない ABE の信用リスクを負担するスキームは問題とならないか
- ③ ヘッジ比率の伝達を受ける行為が運用の再委託又は助言を受けることに該当しないか
- ④ TRS 利用開始に伴う貴社の事務・管理負担増による信託報酬料率の上げが可能か
- ⑤ カウンター・パーティである ABE からヘッジ比率の伝達を受けるが、形式的には TRS の取引量の決定権限が ABE にあるような形になり、ABE が TRS 契約により何らかの利益を得る場合に利益相反が生じることにならないか

(5) 貴社における検討結果

貴社は上記の問題点について、検討した結果、最終的に以下のとおり問題がないと結論づけている。

- ① 新たに発生する信託財産留保の発生について
信託財産留保金の発生については、4 ベビーファンドに不

(5)

①

左記①の 1 行目の「信託財産留保金の発生については、」から 6 行目

利益をもたらすものではあるが、4ベビーファンドの受益者であるアクサ生命からの要望に基づくものであり、当該受益者に対して問題ないことを確認していることから、信託財産留保金が発生する TRS を4ベビーファンドの運用方法として追加することに問題はない。

また、貴社は、信託報酬の引下げについて決定後、アクサ生命から信託報酬の引き下げが本件 TRS 取引を実施するために重要であると聞き、一部の社員からは、TRS 利用開始に伴い信託財産留保金が発生した場合であっても、既に貴社において決定していた信託報酬の引下げにより、発生する信託財産留保金の損失を補うことが可能であると指摘があり、高山専務取締役、飛田専務取締役、松本取締役等貴社の関係役員は信託報酬引下げにより信託財産留保金の損失を相殺することになるとの認識があったにもかかわらず、スキーム全体の設計として整合性を保ち保険契約者の利益を害さないよう担保する（再保険会社がヘッジコストを削減することでアクサ生命の負担する再保険料の負担を軽減することと保険契約者の利益を害さないこととする）のは直接的にはアクサ生命によって行われるものとの認識のもと、信託報酬を引下げることが信託財産留保金による損失を補うこととなるかについて社内での系統だった検討を行うことはなかった。

の「追加することに問題はない。」までの部分は相違ありません。

左記①の7行目の「また、貴社は、信託報酬の引下げについて決定後、」からの部分は、このままでは内容に同意できません。当社としては、検査官とさらに議論を続けさせて頂くことを希望致します。

平成25年4月15日に当社の遠藤が松本他7名に宛てて送ったメールの末尾には、「厳密に言うと、ヘッジレシオ変更時のマザーファンド売買にかかる留保金をベビーファンドは負担することになります。運用報酬引き下げで十分オフセットされるとは思いますが…」との記載があります。しかし、このメールは、同4月11日にアクサ生命から送られてきた TRS 取引に関する説明資料の内容が当社から見ても妥当なものか否かという文脈で送信されたもので、遠藤は、同メールで、説明資料6ページにある「当 TRS 取引スキームから生じる取引コストはヘッジのための TRS 取引からのみ支払われ、ファンドからは支払われません。」との記述は、「カウンターパーティである ABE を利するものではないのでこの資料作成に至った経緯とは関係ないですが、厳密に言うと、ヘッジレシオ変更時のマザーファンド売買にかかる留保金をベビーファンドは負担することになります。」と述べ、同6ページの記述の主旨（ABEがTRS取引によって収益の追求を図る可能性があるか否か）と離れて客観的に見ると、その表現は必ずしも正確ではないのではないかとの同人の疑問を述べています。その上で、追加のコメントとして「運用報酬引き下げで

十分オフセットされると思いますけど・・・」と述べたにすぎません。同メールの受領者7名は、当該説明資料の作成をアクサ生命に求めた経緯に照らし、説明資料6ページの記述が「ABEがTRS取引によって収益の追求を図る可能性がないこと」の確認のために十分かという観点から遠藤のメールを読みましたので、「運用報酬引き下げで十分オフセットされると思いますけど・・・」という最後の部分は、メールの主題には直接関連しない傍論として、運用業者の行為として問題となりうる事柄か否かということに思い至る程度深く読んでおりませんでした。「認識」という用語の意味を国語辞典で調べますと、おおよそ「物事の本質を十分理解し、その物と他の物とをはっきり見分けること」というような意味を持つとされています。としますと、同メールの受領者7名は、当時、左記のように「信託報酬引下げにより信託財産留保金の損失を相殺することになるとの認識があつたにもかかわらず・・・信託報酬を引下げることが信託財産留保金による損失を補うこととなるかについて社内での系統だった検討を行うことはなかった。」と認定するに値するほどメールの文言の意味を十分理解していたとはいえない、すなわち「認識があつた」とはいえないと考えます。

ちなみに、当社が同意できる事実の記載としては、例えば次のようなものが考えられます。

「また、貴社は、信託報酬の引下げについて決定後、アクサ生命から信託報酬の引き下げが本件TRS取引を実施するために重要である

と聞き、一部の社員からは、TRS 利用開始に伴い信託財産留保金が発生した場合であっても、既に貴社において決定していた信託報酬の引下げにより、発生する信託財産留保金の損失を補うことも可能であると指摘があったものの、スキーム全体の設計として整合性を保ち保険契約者の利益を害さないよう担保する（再保険会社がヘッジコストを削減することでアクサ生命の負担する再保険料の負担を軽減することと保険契約者の利益を害さないこととする）のは直接的にはアクサ生命によって行われるものとの認識のもと、信託報酬を引下げることが信託財産留保金による損失を補うこととなるかについて社内での系統だった検討を行うことはなかった。」

② 新たに発生する信用リスクについて

貴社は、平成 24 年 6 月 7 日に ABE のアニュアル・レポートを入手し、信用格付（シングル A）及びアクサ生命グループ内資本関係を確認し、カウンター・パーティとして適切だと判断するとともに、TRS の個々の取引期間は 1 週間と短くファンドが負う信用リスクが小さいこと、及び 4 ベビーファンドの受益者であるアクサ生命が当該信用リスクの発生について承諾したことから、問題はない。

- ③ ヘッジ比率の伝達を受ける行為が運用の再委託又は助言を受けることに該当しないか
ヘッジ比率の授受が運用の再委託又は投資助言行為に該

②左記に相違ありません。

③左記に相違ありません。

当するかの是非を確認するため、西村あさひ法律事務所にリーガルオピニオンを求め、平成 26 年 1 月 14 日付で、以下の理由から当該授受は運用の再委託又は投資助言行為に該当しない旨等の意見書を取得している。

【運用の再委託に該当しない理由】

- ・ 貴社が個別取引の採否を判断するため、ABE に「投資を行うのに必要な権限」を委任しているわけではない。
- ・ 本件伝達は、もっぱら ABE の所属するグループによるヘッジ取引目的に基づく情報提供行為であり、有価証券の価値等又は金融商品の価値等に基づく投資判断に関するものではないので、貴社は ABE に対し金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任していない。

【投資助言に該当しない理由】

- ・ ABE による本件伝達は、もっぱら自らのヘッジ目的に基づく行為であり、有価証券の価値等又は金融商品の価値等に関して助言を行うものでない。
- ・ 加えて、貴社と ABE との間で明示的に投資助言を内容とする契約が存在しない。
- ・ 本件伝達について ABE に対する報酬は支払われない。

また、貴社は、上記伝達の結果 TRS の取引量及びマザーファンドでの運用量が決定されることとなるが、当該決定に伴うマザーファンドの解約・追加取得は貴社が行っている点から、当該伝達が運用の再委託には該当しないとしている。

④ 信託報酬について

貴社は、アクサ生命より、貴社の競合他社から貴社より低い信託報酬（貴社より－10bp）での運用を行える旨の勧誘を受けているとして同水準まで信託報酬を引下げよう要請を受けたため、引上げの検討を断念し、アクサ生命からの引下げに関する要請の受入れの可否について検討し、自社内の同内容の投資信託の信託報酬と比較しても、アクサ生命から提示された水準まで信託報酬を引き下げることが問題ない（4ベビーファンドのうち、3つについては25bp→15bpに1つについては30bp→20bpに引下げ、これらの引下げにより信託報酬は平成25年2月から同27年2月末までで143百万円の減額になる。）。

⑤ カウンター・パーティである ABE の利益相反について

貴社は、TRS の利用に関するスキーム説明資料を、平成25年4月11日に、アクサ生命の担当執行役員から受け入れ、当該資料において、ABE が TRS 取引の取引額を増やすことなどによって当該取引からの収益の追求を図るようなスキームになっていないことが確認できたこと、及びヘッジ比率については、ABE だけでなく AGD から受領しており、ABE の恣意的行動があった場合でも貴社において確認が可能であることから、特段問題は無いと判断した。

④左記に相違ありません。

⑤左記に相違ありません。

上記検討事項①から④までについて、貴社は、その検討過程において④の信託報酬率に関する事項しか明確に結論を得ていなかったにもかかわらず、平成 25 年 1 月 8 日に開催したリスク管理・業務委員会において、① 4 ベビーファンドの運用として TRS を利用することも可能とすること、② TRS を利用した際には、それに伴い必要となる TRS 取引価格等の調査に係る外部監査費用を 4 ベビーファンドで支弁すること、及び③信託報酬の引下げ、に関する投資信託約款の変更を行うことについて機関決定している（なお、上記検討事項⑤は、当該リスク管理・業務委員会以降、アクサ生命から、TRS 取引のヘッジ比率の提示者を AGD から ABE に変更するよう求められたことから、貴社で検討された事項）。

上記機関決定について、貴社は、「平成 25 年 3 月下旬をひとつのターゲットとし、未確認の諸事項の解決と並行しつつ、日程面での制約を考慮した上で TRS 組入れも可能とする内容の約款変更手続きを取りました。当該機関決定の段階で未解決の問題があり、社内で本件に関与していた者の間では上記の機関決定は条件付きであるとの認識がありましたが、その点は上記機関決定では明記されませんでした。上記のリスク管理・業務委員会決定において条件付きの承認である旨を明記すべきであったと考えております」としている。しかしながら、上記機関決定は、投資信託において信託財産の運用をどのように行うかは最も重要な事項に関するものであり、にもかかわらず、TRS の内容に対する十分な検討の上での結論が出ていない状況に

ありながら、アクサ生命からの依頼による TRS の運用を早期に実現させることを優先し、投資信託約款を変更し、同 26 年 6 月から、TRS による運用を開始している。

3. TRS 利用に関する問題点

(1) 貴社は、上記 2. (5)のとおり、TRS を利用することについて特段問題はないと判断しているが、その検討は十分なものでなく、貴社における本件スキームの変更には以下の問題が認められる。

① 新たに発生する信託財産留保金の発生について

TRS による運用スキームを採用しなければ信託財産留保金は本来発生せず、したがって、これによる 4 ベビーファンドの損失は生じ得ないものである。

貴社の述べる信託報酬の引下げは本件スキームから生じているものではなく、信託報酬引下げによっても TRS スキーム上の信託財産留保金の問題は解決しておらず、TRS スキーム上の信託財産留保金の問題に関する貴社の検討状況は不十分と言わざるを得ない。

また、貴社は平成 24 年 8 月下旬の信託報酬の引下げの決定後に、アクサ生命から信託報酬の引下げが本件 TRS を実施するために重要であると聞いたとしているが、上記信託報酬の引下げの決定の際に、同時に TRS についても前向きに検討

3.

左記①については、冒頭 1 行目の「TRS による運用スキーム」から 3 行目の「の損失は生じ得ないものである。」までの部分、4 行目「貴社の述べる信託報酬の引下げは本件スキームから生じているものではなく」の部分、8 行目の「また、貴社は平成 24 年 8 月下旬の」から 10 行目の「重要であると聞いた」までの部分、12 行目の「上記信託報酬の引下げの決定の際に」から 15 行目の「メールを受けている」の部分は、相違ありません。その他の部分については、以下のとおり認識しています。

左記 5 行目「信託報酬引下げによっても」から 8 行目「言わざるを得ない」の部分についてですが、当社は信託報酬引下げと TRS スキームとは全く別個の事案として取り扱っていましたので、信託財産

を行うことをアクサ生命に伝え、アクサ生命から TRS と信託報酬引下げに関するお礼のメールを受けているものであり、加えて上記 2. (5)①の貴社の認識からは、むしろ当該引下げは、本件 TRS によって発生する信託財産留保金相当分の損失を補てんするものとなっている。

② 新たに発生する信用リスクについて

留保金の発生を信託報酬引下げによって解決させるという意図は存在しておりません。

左記 15 行目「加えて」以下最後の「補てんするものとなっている。」までの部分については次のとおりです。当社は、平成 24 年 8 月下旬、アクサ生命からの要請である、競合他社が提示している信託報酬水準の受け入れについて検討を行い、当社内の他投資信託及び業界水準や弊社グループ内の標準料率との対比において、また競争力のある水準として、適正なレベルの信託報酬にするための見直しを行った結果、10bp の信託報酬の引下げを決定し、アクサ生命に伝えました。その後アクサ生命から信託報酬の引き下げが本件 TRS 取引を実施するために重要であると聞きました。しかし、スキーム全体の設計として整合性を保ち保険契約者の利益を害さないよう担保するのは直接的にはアクサ生命によって行われるものとの一般的な認識のもと、当社が信託報酬を引下げることが信託財産留保金による損失を補うこととなるか等については、一部の社員から指摘はあったものの、社内での系統だった検討は行われませんでした。この点は左記前述の 2 (5) ①で記載されているとおりです。当社の信託報酬引下げ決定は、信託留保金の発生により実質的に保険契約者が被る損失を相殺する趣旨ではなく、あくまで、上記のビジネス上の考慮に基づき、適正なレベルの信託報酬にするための見直しを行った結果であり、損失の補填または利益提供を意図したものでありませんでした。

TRS 利用前までの運用であれば、信用リスクを負うことはなく、当該信用リスクは TRS によって新たに発生するものであるが、当該リスクについて貴社は、アクサ生命から最低保証リスクを引き受けた再保険会社のヘッジに関するコストを削減することが可能であり、それにより受益者であるアクサ生命の利益となることから合理性があると判断したものの、4 ベビーファンドの運用という側面から考えた場合には、これに見合うリターンは何ら生じることはなく、本来不必要なリスクを4 ベビーファンドに新たに負わせている。

すなわち、貴社は、アクサ生命から ABE が倒産した場合の債務保証等を受けておらず、仮に ABE が倒産した場合には、これまでの運用で得られるはずであるリターン部分についても得ることが困難となるものである。

③ ヘッジ比率の伝達を受ける行為が運用の再委託又は助言を受けることに該当しないか

貴社は、上記2.(5)③のとおり、ABE による本件伝達は、貴社が個別取引の採否を判断し、当該伝達行為自体はもっぱらアクサ生命から最低保証リスクを引き受けた再保険会社のヘッジ目的に基づく行為であり、有価証券の価値等又は金融商品の価値等に関して助言を行うものでないこととしている。しかしながら、ABE から与えられる TRS のヘッジ比率、すなわち取引量については上記再保険会社が

②左記に相違ありません。

③事実関係の記載（左記冒頭の「貴社は」から12行目の「できないものとなっている。」までの部分）については相違ありません。

左記13行目の「このように」以下につきましては、次のように認識しています。

アクティブ運用と異なり、パッシブ運用においては投資信託約款に記載された運用方針・戦略、運用方法等に基づき、所定のベンチマ

自らのヘッジニーズ等に基づき算出されるものであり、当該取引量が適切な数値であるかについて、貴社は自ら確認・検証することができず、このため、毎週行われる TRS の取引量について自ら評価（検証）・判断することができないものとなっている。

このように、TRS による運用について、貴社は ABE が提示するヘッジ比率、すなわち取引量についてそのまま応じているにすぎず、本件 TRS の実質的な運用に係る投資判断は ABE が行い、貴社はその判断に従って形式的に運用を行っているにすぎず、貴社が自ら主体的に本件 TRS の判断をし、運用を行っているとは認められない。

一に近似する運用成果を達成するために、当社は有価証券または金融商品の価値等を分析し投資判断を行い、投資行為を行います。ファンド組み入れ方式の投資運用方法が信託約款に規定されている場合は、投資信託約款に記載された運用方針・戦略、運用方法等に基づき所定のベンチマークに近似する運用成果を達成する上で、指定された投資信託等のファンドがベンチマークに追随する運用成果を出すために十分な価値を生み出すものかという、有価証券または金融商品の価値等に関する判断を行い、対象ファンドの購入等の運用行為を行います。従って、本件ベビーファンドにおきましても投資信託約款に記載された運用方針・戦略、運用方法等に基づき所定のベンチマークに近似する運用成果を達成するために組み入れ対象の投資信託が適切な内容であり、想定される価値を生み出すか否かという判断を行い、また本件 TRS についても、（対象ファンドに代替する商品と投資信託約款に規定されていることから）組み入れファンドと同じキャッシュフローを生み出せる同価値の金融商品であるかとの判断を行った上で、取引の約定をしております。さらに、目標の配分比率に対し、マザーファンドがベンチマークとする市場指数の相対的な収益率の変化やベビーファンドへの資金の流出入などの要素を考慮の上、個々のマザーファンドおよび TRS について必要な取引額の判断を行います。これが、当社が行っている運用行為です。TRS の目標配分比率をどの程度にするかという点は、投資約款で定められているマザーファンド受益証券の組み入れ割合（配分割合）の情報（これは当社が裁量により変えることは認められておりません）と同質・同様の事柄です。当社は、指定された目標 TRS 配分

④ 信託報酬について

信託報酬については、アクサ生命から他社比較を前提とした引下げ要請がなされているところ、貴社における投資信託の信託報酬の引下げは、本件4ベビーファンドのみであり、また、本件引下げ幅は33%から40%と大幅な引下げとなっている。加えて、アクサ生命からの他社比較による引下げは、本件TRSスキーム変更後のものを前提としたものではない。

一方、貴社は、TRSを行う場合、新たな事務負担等が生じ、本来であれば信託報酬の引上げが必要であると、その検討をしていたところであり、これらの状況を鑑みれば、信託報酬の引上げないしは現状維持とすることも検討されるべきところ、貴社においては、アクサ生命との取引関

比率を前提として、組み入れファンドと同じキャッシュフローを生み出せる同価値の金融商品であるかの確認・判断をし、適切なそれらの組み入れ額の決定を行った上で、TRSを約定しておりまして、それが当社の行っている運用行為と認識しています。従って、本件TRS取引についても、当社は金融商品の価値等に基づく判断を行い、運用を行っていると考えます。

④事実関係の記載（左記冒頭の「信託報酬については」から10行目の「その検討をしていたところであり」までの部分）については相違ありません。

左記冒頭より10行目の「これらの状況を鑑みれば」以下については次のように認識しています。

当社の信託報酬引下げ決定は、TRSによる信託留保金の発生により実質的に保険契約者が被る損失を相殺する趣旨ではなく、適正なレベルの信託報酬にするための見直しを行った結果であります。そもそも左記に引用する投資信託約款の変更を機関決定した時点（平成25年1月8日）では、当社には、アクサ生命が信託報酬引下げと信託財産留保金相当額の損失を関連づけているとの認識はありませんでした。

係維持を目的として、この点についての十分な検討を行うことなく、本件信託報酬の引下げを内容とする投資信託約款の変更を行い、また、TRSにより発生する信託財産留保金相当額の損失について、高山専務取締役等関係役員は信託報酬引下げにより相殺することになると認識しながら、TRS スキーム全体の設計として整合性を保ち保険契約者の利益を害さないよう担保するのは直接的にはアクサ生命によって行われるものとの認識のもと、貴社はこの点について社内で系統だった検討を行うことなく、TRS の運用を開始した。

さらに、上記2（5）①で述べましたように、左記のように「TRSにより発生する信託財産留保金相当額の損失について・・・信託報酬引下げにより相殺することになると認識しながら・・・この点について社内での系統だった検討を行うことなく」と認定するに値するほど遠藤のメールの意味を十分に理解していたとはいえない、すなわち「認識」があったとはいえないと考えます

(2) および(3)については、下記の(4)に関する当社の事実認識をご参照下さい。

(2) これらの問題点に加え、4 ベビーファンドは、アクサ生命

における変額年金保険に係る特別勘定の資産の運用であって、アクサ生命の一般勘定による運用とは異なるものであり、4ベビーファンドの実質的な受益者は、アクサ生命の変額年金保険を購入している保険契約者にほかならず、アクサ生命は表面的な受益者に過ぎないものである。しかしながら、貴社においては、こうしたファンドの特性があるにもかかわらず、表面的な受益者であるアクサ生命との取引維持を重視して、本件 TRS による運用への変更を了承したものである。

- (3) 以上のとおり、4ベビーファンドの運用として TRS で運用することは、明らかに4ベビーファンドに損失を発生させ、新たな信用リスクを発生させる等の問題があるものである。
4ベビーファンドの受託者として、これら4ベビーファンドの利益を害することとなるような投資信託約款の変更や信託財産の運用の変更が行われないようにすべきところ、貴社は、TRS への運用の変更に当たって、表面的な受益者であるアクサ生命との取引維持を重視するあまり、4ベビーファンドの投資信託約款及び運用スキームの変更について十分な検討を行うことなく、従前の運用と比較して明らかにこれら4ベビーファンドに不利となる TRS への運用に変更を行い、これにより運用を行うことには資産運用業者として問題があると認められる。

(4) 金融商品取引業者である当社は、金融商品取引法（以下、「法」といいます。）第42条第1項に基づき忠実義務を、また同条第2項に基づき善管注意義務を負いますが、当社が忠実義務および善管注意義務を負う相手方は条文上明確に規定されておりまして、本件においては、当社は、投資信託委託会社として同条第1項第2号に基づき投資信託の権利者（すなわち、投資信託の受益者である）アクサ

(4) 上記の4ベビーファンドの運用の変更に関する諸問題については、金融商品取引法第42条第1項に規定する資産運用業者としての忠実義務、ないし同条第2項に規定する善管注意義務に反する可能性が高い。

また、貴社において、本件TRSの取引量については自ら確認・検証することができず、貴社は、ABEの判断にしたがって形式的に運用を行っているにすぎず、自ら主体的に判断を行っているとは認められない運用を行っていることは、金融商品取引法42条の3、同法施行令第16条の12、投資信託及び投資法人に関する法律第2条第1項、同法施行令第2条に掲げる者以外の者に外部委託を行い自ら投資判断を行っていないと認められる。

さらに、投資信託約款を変更して、実際にTRSの運用を行い、これによって発生する損失を信託報酬引き下げにより補填する行為は、金融商品取引法第42条の2第6号に規定する運用により生じた権利者の損失の補填又は利益追に該当する可能性が高い。

生命に対し忠実義務を負い、また同条2項に基づき、権利者たるアクサ生命に対して善管注意義務を負います。法第42条第1項および第2項の「権利者」に保険契約者を含む解釈は妥当でないと思料します。そして、本件TRS取引に関して当社はアクサ生命に対して忠実義務・善管義務に違反する行為はしていないと認識しております。アクサ生命より要請をうけた当スキームは、受益者であるアクサ生命の利益の確保という観点から全体として整合的であり、導入に伴い追加的に発生する信託留保金や信用リスクは、受益者の十分な理解の上に、相応の合理性を有するものと認識しておりました(加えて、信用リスクについては、TRSの取引相手方がアクサグループの100%子会社である点やTRSの評価損益を週次で決済する点も考慮しました)。また上記3(1)③に関する当社の事実認識で述べましたように、本件TRSについてABEから受ける伝達に記載された配分比率(取引量)に基づきTRS取引を行うことは、当社が投資信託委託会社として金融商品取引法第2条第8項14号に基づいて行う運用行為であると認識しておりますので、当社はABEに投資運用の外部委託を行っているものではありません。さらに、アクサ生命の要請に基づき、当社が平成24年8月下旬に実質的に信託報酬引き下げを受け入れる決定をしたのは、信託留保金の発生により実質的に保険契約者が被る損失を相殺する趣旨ではなく、あくまで、当社内の他投資信託及び業界水準や弊社グループ内の標準料率との対比において、また競争力のある水準として、適正なレベルの信託報酬にするための見直しを行った結果であり、損失の補填または利益提供を意図したものではないと考えます。

当社は、今般の検査において貴委員会の検査官の方々との議論を通じ、本件においてはアクサ生命と保険契約者との間に利益相反の可能性があり、アクサ生命が保険契約者の犠牲において自己の利益を追求しようとしているスキームではないかとの視点から当社は本件 TRS 取引を検証すべきであったにもかかわらず、その検証をしていなかったという問題点を認識しました。当社は、投資信託委託会社として本件ベビーファンドに係る権利者であるアクサ生命に対する忠実義務および善管義務については本件 TRS スキームを受け入れるに当たり、十分に検討したつもりですが、アクサ生命の背後にいる保険契約者の利益に関しては、一義的にはアクサ生命が当社から見た受益者であり、本件 TRS スキームが保険契約者与える影響については投資信託の設定・運用者として知り得る範囲に限界があることも相まって、アクサ生命側における検討・対応に相当部分を委ねていたと思います。特に、当時アクサ生命から本件 TRS スキームについてはアクサ生命の監督当局である金融庁監督局保険課に説明しており、保険課の了解を得て実施するとの説明を受けており、当社にはアクサ生命側の問題（保険契約者の利益保護、保険契約者への対応も含む）はアクサ生命が責任をもって監督当局との相談のもと取り計らうのであろうという一般的な認識がありました（なお、アクサ生命からは、本件 TRS スキームについて金融庁監督局保険課の了解を得たという報告を後に（本件 TRS スキームの実施前に）受けています）。そのため、当社は、当時アクサ生命と保険契約者との利益相反の問題に立ち入って検討することに思い至りませんでした。し

かしながら、今から翻って考えますと、投資信託委託会社の責任の一般論のみならず、当社は、アクサ生命が変額保険のためのキャッシュフローを生み出すために四つのベビーファンドに投資しており、ベビーファンドの運用成果・経済的損益は基本的に保険契約者に転嫁されるという構造になっていることを認識する立場にいたわけですから、変額保険のために設定されたという本ベビーファンドの特有の事情に鑑み、当然、投資信託の受益者であるアクサ生命のみならず、その背後にいる保険契約者の利益が損なわれないか否かという視点を持って本件 TRS 取引の可否を検討すべきであったと思料いたします。

(発生原因)

上記の問題の発生原因は、(あ)当社が本件 TRS スキーム受け入れの可否を検討するに当たり、本ベビーファンドの法律上の受益者のアクサ生命に依拠し過ぎたこと、(い)変額保険のために設定されたという本ベビーファンドの特有の事情を考慮すべきところ、当社はアクサ生命と保険契約者との利益相反の可能性につき十分な検討を怠ってしまったこと、(う)その他保険契約者の利益が損なわれていないか否かという視点を持って本件 TRS スキームの検討を行うべきであったのにそれを怠ったこと、にあると思料します。本件でこの点の議論が不十分であったことは、当社として誠に遺憾であり、深く反省致します。

(改善の方向性)

本件を受けまして当社は次の方向性にて改善を検討いたします。

- 斯様に複雑な商品を取り扱う際には、当社の知りうる事実を総合的に勘案し、投資信託の受益者のみならず、保険契約者等も視野に入れて、十分な検討を行う。
- その際、必要に応じて外部意見を徴求する。
- 検討及びリスク管理業務委員会における機関決定の過程については適切に記録を残す。

以上

回答日：平成 年 月 日

回答者 _____ ㊟