

No. 990 (2018. 1.11)

金融における「顧客本位の業務運営」

- | | |
|------------------------|------------------|
| はじめに | 2 投資信託と金融事業者の現状 |
| I フィデューシャリー・デューティーについて | III 金融行政の転換と行動原則 |
| 1 フィデューシャリー・デューティーとは | 1 金融行政の転換 |
| 2 日米の状況 | 2 プリンシプルベースの行動原則 |
| II 「顧客本位の業務運営」が求められる背景 | IV 取組と今後の課題 |
| 1 「貯蓄から資産形成へ」の停滞 | 1 金融事業者による取組 |
| | 2 今後の課題 |
| | おわりに |

- 金融庁は金融行政に「フィデューシャリー・デューティー」の概念を取り入れ、金融業界に「顧客本位の業務運営」を促している。フィデューシャリー・デューティーは、顧客に対する金融事業者の責務の総称である。
- 顧客本位の業務運営が求められる背景には、投資信託等が必ずしも顧客の安定した資産形成に即していない現状がある。金融庁は、投資信託の高い手数料や回転売買、資産運用会社の販売会社への従属関係などを問題視している。
- 我が国の金融行政と金融業界は、転換期にある。法規制ではない「プリンシプルベース」の行動原則の下で、多くの金融事業者が取組を進めている。課題は残るものの、上記の諸問題には改善の傾向も見られる。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

財政金融課 かわばた かずま 川端 一摩

はじめに

金融における「顧客本位の業務運営」。金融業界で顧客がないがしろにされてはいないかとの問題意識から、金融庁は昨今、この一見当たり前なフレーズを政策課題の1つとして掲げている。¹

金融庁によれば、高齢化の進展や人口減少などの問題に直面する我が国の経済には、家計が保有する金融資産の長期的で安定した運用と、家計から成長を目指す企業に向けて十分な資金が提供される「より良い資金の流れ」が必要である。金融事業者には、金融商品の販売や金融資産の運用など、インベストメント・チェーン（顧客から投資先へと向かう投資資金の流れ）の様々な場面において、これらに資することが期待されている。そこで、金融事業者に顧客本位の業務運営の実践を促し、金融事業者を媒介として家計からより多くの資金が流入する金融市場を構築するために、平成29年3月、金融庁は金融事業者に向けた行動原則として「顧客本位の業務運営に関する原則」を取りまとめた。²

金融庁が提唱する顧客本位の業務運営は、「フィデューシャリー・デューティー（Fiduciary Duty）」（以下「FD」という。）と呼ばれる概念を基盤としている。本稿では、この概念について整理し、金融庁の視点を中心に家計金融資産と投資信託等の現状を確認した上で、「顧客本位の業務運営に関する原則」の摘要と、顧客本位の業務運営に向けた金融事業者の取組状況等を概観する。

I フィデューシャリー・デューティーについて

1 フィデューシャリー・デューティーとは

営利企業である以上、金融事業者も利益を追求するのは当然であるが、営利活動が顧客の不利益につながってはならない。この観点から、金融庁が金融事業者に顧客本位の業務運営を促すに当たり取り入れたのが、FDの考え方である。

FDは、長年にわたる判例の蓄積で形成された英米法上の概念である。主に大陸法の流れをくむ我が国の法体系においては、直接FDに該当する法規範は存在しない。他者に広範囲な裁量を与え大切な何かを委任せざるを得ない場合に、特別な委任を受けたフィデューシャリー（受託者）は、信頼よりも高度な「信認」を得たものとして、自らの利益を顧みず専ら相手のため働くデューティー（責務）を負う。フィデューシャリーは、高い専門能力をもって顧客に尽くさなければならない。この場合に、医師や弁護士と並んでフィデューシャリーの典型例として

* 本稿執筆のためのインターネット情報への最終アクセスは、平成29年12月25日である。

¹ 森信親「基調講演 日本の資産運用業界への期待」『証券アナリストジャーナル』55巻9号, 2017.9, pp.10-17.

² 金融庁「平成29事務年度金融行政方針」2017.11. <<http://www.fsa.go.jp/news/29/2017StrategicDirection.pdf>>; 同上; 武村展英「金融機関には意識の変革と粘り強い取組みを期待する—従来の検査・監督のマイナス面も顧みて、真に顧客本位か否かをモニタリングへ—」『金融財政事情』68巻30号, 2017.8.7, pp.12-14; 森信親「より良い資金の流れの実現に向けて」2016.10.5. 金融庁HP <<http://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20161005.pdf>>; 遠藤俊英「金融行政の方向性について」『New Finance』549号, 2017.7, pp.6-21.

挙げられるのが、金融資産の運用者である³、⁴

端的に言えば、FDは信託関係において受託者が負う責務の総称であり、一般には「受託者責任」や「信託義務」などと訳されている。

2 日米の状況

(1) 最近の米国における動向

米国では、金融をめぐるFDが議論の対象になっている。

平成28(2016)年4月、バラク・オバマ(Barack Obama)前政権は従業員退職所得保障法⁵のFD規則を改定し、一部の退職年金の投資アドバイザーにFDを求めると決定した。金融規制の緩和を大統領選挙の公約に掲げていたドナルド・トランプ(Donald Trump)大統領は、この決定に異議を唱えたが、年金行政を担う労働省の判断により、平成29(2017)年6月に改定規則は施行に至った⁶。FDへの相反は賠償責任につながるため、その対象の拡大は、金融事業者のビジネスに直接的な影響を及ぼすことになる⁷。実際のところ、今回の規則改定によって、米国では年金のアクティブ運用(市場平均を超える成果を目指す運用)が難しくなっているという⁸、⁹

英米では昨今、FDの対象が広がる方向にあるという¹⁰。とりわけ、トランプ政権による今後の対応を含め、米国での展開は予断を許さない。

(2) 我が国におけるフィデューシャリー・デューティー

平成26年9月に金融庁が発表した「平成26事務年度金融モニタリング基本方針¹¹」で登場して以来、それまで法律用語の域を出なかったFDが、我が国の金融業界におけるキーワードの1つとなっている。

英米法の伝統的解釈では、金融におけるFDは、基本的に資産運用会社¹²に求められる。販売会社¹³等は法令に規定がない限り、金融商品の販売等にFDを負わない¹⁴。上述のとおり、米国では投資アドバイザーへのFDの賦課のために、法規則が改定された。

³ タマール・フランケル(溜箭将之監訳)『フィデューシャリー—「託される人」の法理論—』弘文堂, 2014, pp.42-45. (原書名: Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, 2010.)

⁴ 森本紀行『フィデューシャリー・デューティー—顧客本位の業務運営とは何か—』ビジネス教育出版社, 2016, pp.26-31, 145-146; 「英米で重視、託す人と託される人の「信頼関係」—語源はラテン語で「信用・信頼できる人」—」『ファンド情報』206号, 2015.10.12, pp.35-37.

⁵ Employee Retirement Income Security Act of 1974, P.L. 93-406, 88 STAT. 829

⁶ 岡田功太「米労働省とSECのフィデューシャリー・デューティー規則を巡る議論の進展」『野村資本市場クォーターリー』2017.夏. <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum03web.pdf>>

⁷ 二上季代司「顧客本位の業務運営に関する原則」『証研レポート』1701号, 2017.4, pp.1-8; 岡本裕介「フィデューシャリー・デューティー—米国における動向とその我が国への示唆—」『資本市場』368号, 2016.4, pp.12-19.

⁸ 岡田功太「米国におけるETFの拡大とアクティブ運用の苦境—ヘッジファンドは閉鎖や手数料引下げに追い込まれている—」『金融財政事情』68巻35号, 2017.9.18, pp.12-15; 「米運用会社 膨らむ資産」『日本経済新聞』2017.11.14.

⁹ 「「受託者責任」来月から」『日本経済新聞』2017.5.25.

¹⁰ 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」2017.3.30, p.1. <<http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>>

¹¹ 金融庁「平成26事務年度金融モニタリング基本方針」2014.9.11. <<http://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>>

¹² 我が国の資産運用会社は、社名の一部に「アセットマネジメント」、「投資顧問」、「投信」などを用いていることが多い。

¹³ 我が国では、銀行や証券会社が金融商品の主要な販売会社である。

¹⁴ 梅澤拓「「フィデューシャリー・デューティー」をめぐる議論と金融機関の今後の課題」『金融法務事情』64巻1号, 2016.1.10, pp.30-38.

これに対して、金融庁は FD を法規制化せず、飽くまで金融事業者の自律性に訴えるプリンシプル（行動規範）として位置付けている。資産運用会社には、既に金融商品取引法で忠実義務¹⁵と善管注意義務¹⁶が課せられている¹⁷が、FD の導入により、新たな法的責務を課されることはない。FD の対象は金融事業者全般とされ、投資信託等の現状（後述）を問題とする観点から、資産運用会社はもちろんのこと、とりわけ販売会社に実践が期待されている¹⁸。¹⁹

我が国の金融庁が唱える FD は、法令に依拠しない「プリンシプルベース」の性格と、対象となる金融事業者の範囲の広さを特徴としており、いわば、顧客に対する金融事業者の責務の総称である。この点は、英米法の伝統的解釈と必ずしも同一ではないので、注意を要する²⁰。多義的で抽象的な概念である FD については、元々の英米法にあっても厳密な定義付けや類型化が難しいとされている²¹。こうした中、今般の金融庁は、文言解釈の問題を避け、性格への誤認や対象範囲の狭小解釈を防ぐため、FD と「顧客本位の業務運営」という表現の両方を使用している²²。

II 「顧客本位の業務運営」が求められる背景

1 「貯蓄から資産形成へ」の停滞

日本人は貯蓄好きであると言われる。国民の長期的に安定した資産形成に向け、金融庁は家計金融資産の「貯蓄から資産形成へ」の転換を提唱しているが、進捗はあまり芳しくない。

我が国では、1800 兆円を超える家計金融資産の残高の半分以上を、現金・預貯金が占めている。家計金融資産の内容が現金・預貯金に偏った状況は、以前からほとんど変わっていない。また、米国はこの 20 年間で家計金融資産残高を 3 倍以上に伸ばしたが、我が国では 1.5 倍程度の増加に留まっている。家計金融資産残高に占める株式・投資信託（年金・保険等を通じた間接保有分を含む。）の割合は、米国の 46.2%に対し我が国は 18.6%に過ぎず、金融庁は、この株式・投資信託の運用収益の差を、日米で家計金融資産残高の伸長に差がついた一因として挙げている。²³

家計金融資産の現金・預貯金への偏重を是正すべく、日本政府は、家計金融資産の投資・運用をめぐる税制優遇措置の導入を進めている。平成 26 年に NISA（少額投資非課税制度）、平成 29 年 1 月には iDeCo（個人型確定拠出年金の拡充）が導入された。平成 30 年 1 月には、つみたて NISA（長期の少額投資非課税制度）の導入も予定されている。

¹⁵ 忠実義務は、職務を忠実に遂行する義務である。顧客の利益を犠牲にして自らや第三者の利益を図ってはならないことを意味する。

¹⁶ 善管注意義務は「善良な管理者の注意義務」の略で、職務を行う者の能力や社会的地位から期待される、一般的な注意義務である。

¹⁷ 「金融商品取引法」（昭和 23 年法律第 25 号）第 42 条第 1 項、第 2 項。なお、同法は販売会社には忠実義務や善管注意義務を課していない。

¹⁸ 橋本卓典『捨てられる銀行 2』（講談社現代新書）講談社、2017、p.54；森本 前掲注(4)、pp.115-119。

¹⁹ 金融庁「平成 27 事務年度金融行政方針」2015.9、pp.4-5。<<http://www.fsa.go.jp/news/27/20150918-1/01.pdf>>

²⁰ 「確信犯的な誤用」『金融財政事情』68 巻 2 号、2017.1.16、p.58。

²¹ 岡本 前掲注(7)；梅澤 前掲注(14)；橋本 前掲注(18)、p.145。

²² 荒谷雅夫ほか「座談会「顧客本位の業務運営に関する原則」の実践と今後の展開」『金融法務事情』65 巻 13 号、2017.7.10、pp.6-27；「なぜ資料から姿を消した 森長官肝いりキーワード」『週刊ダイヤモンド』104 巻 41 号、2016.10.22、p.113。

²³ 金融庁「平成 28 事務年度金融レポート」2017.10、pp.49-50。<<http://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf>>

2 投資信託と金融事業者の現状

(1) 投資信託の現状

少額から購入でき、複数の株式や債券等への分散投資を通じてリスクの軽減を図ることができる投資信託は、NISA や iDeCo、つみたてNISA のような施策になじみ、投資の初心者でも比較的購入しやすい金融商品である。それだけに、「貯蓄から資産形成へ」の担い手として期待されるどころだが、投資信託の現状に対する金融庁の見方は厳しい。

大型の投資信託における販売手数料と信託報酬（運用手数料）の平均手数料率は、米国の0.59%と0.28%に対して我が国は3.20%と1.53%であり、それぞれ我が国が米国の5倍超にも及ぶが、収益率は、米国の5.2%に対し我が国はマイナス0.11%である²⁴。投資信託を窓口販売する銀行²⁵ではここ数年、投資信託商品の販売や販売手数料による収益が増えているものの、銀行における投資信託の残高はおおむね横ばいの状況にある²⁶。販売会社には、顧客の運用方針にかかわらず、短期的な収益分配頻度を重視して中長期的な投資効率の劣った商品を提案する傾向が見られる²⁷。特に地域銀行では、「毎月分配型投資信託」や、流行に左右されやすい「テーマ型投資信託」の販売が多い²⁸。アクティブ運用の投資信託の中には、高い信託報酬に見合った収益を挙げられないケースが散見される²⁹。

このような状況を指摘し、金融庁は、投資信託の手数料が高水準にある実情と販売会社の姿勢、特に販売会社が顧客に次々と商品を買換えて手数料を稼ぐ「回転売買」を批判している³⁰。同庁は、銀行や証券会社が、顧客のニーズや長期的な資産形成を軽視し、足元における利益の獲得に重点を置いた手数料ビジネスに傾倒していることを問題視している³¹。

(2) 販売会社と資産運用会社の関係

金融庁はまた、販売会社と資産運用会社との関係も疑問視している。

我が国では、銀行や証券会社を事実上の頂点とする金融グループが形成され、多くの資産運用会社がいずれかのグループの傘下にある。グループ系列の資産運用会社は、役員を多くを親会社である販売会社等から受け入れている。例えば、メガバンクのグループでは、取り扱われる投資信託商品の約6割をグループ内の資産運用会社が供給している³²。販売会社は競合する他グループの金融商品の販売には消極的で、商品知識に乏しい顧客は、自分自身に最適な商品を選ぶのが難しい状況にある。これらを受け、金融庁は、販売会社と資産運用会社との密接な関係そのものとはかく、両者の関係が顧客本位ではなく販売会社や自社グループの利益追求に傾いているのであれば問題があると指摘している³³。

²⁴ 金融庁「平成27事務年度金融レポート」2016.9, p.60. <<http://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>>

²⁵ 我が国の銀行における金融商品の窓口販売は、平成10年に投資信託、平成13年に一部の保険商品、平成19年に全ての保険商品が解禁された。

²⁶ 金融庁 前掲注(24), pp.62-63.

²⁷ 同上, pp.63-65.

²⁸ 金融庁 前掲注(23), p.62.

²⁹ 同上, pp.59-61.

³⁰ 金融庁 前掲注(24), pp.60-63; 同上, pp.62-63.

³¹ 「森金融庁長官：投資信託販売の金融機関を批判 都内で講演」『毎日新聞』2017.5.11.

³² 金融庁 前掲注(23), pp.63-64.

³³ 同上, p.63; 森信親「独占インタビュー「変わらない銀行は手遅れになる」」『週刊東洋経済』6741号, 2017.8.5, pp.32-36.

なお、我が国のように資産運用会社が販売会社に従属する関係は、米国ではあまり見られない。すなわち、米国では、特定の販売会社等と関係を持たない独立系の資産運用会社が多いという。³⁴

III 金融行政の転換と行動原則

1 金融行政の転換

金融庁は、金融事業者に対する顧客本位の業務運営の促進にも用いた「プリンシプルベース」の行政手法を積極的に活用し、自らを「金融処分庁」から「金融育成庁」へと変革すべく、各種の取組を進めようとしている。

これまでの我が国における金融行政は、細かな規制に個別の事例を当てはめる「ルールベース」の手法を中心に営まれてきた。その代表例が、詳細な「金融検査マニュアル」に基づき進められた、1990年代以降のいわゆる不良債権処理である。しかし、画一的な規制によっては、投機的で手数料が高い金融商品³⁵の横行や金融商品の回転売買に対し、歯止めを掛けることができなかった。金融事業者の形式的な法令遵守は、かえって問題視される行為の正当化へとつながってしまった。そこで、規制一辺倒の行政を省みた金融庁は、もはや規制だけではベスト・プラクティス（優れた業務運営）は達成できず、規制はミニマム・スタンダード（守るべき最低限の基準）に過ぎないと考えるに至った。³⁶

プリンシプルベースの行政では、金融事業者に対して、尊重すべき理念や行動原則が示される。これを受け、金融事業者は、各々の経営環境や取り巻く市場動向に応じた取組を通じ、顧客の利益を保護しながら企業価値を向上させる。大切なのは各事業者の自律的、独創的で具体的な取組であり、事業者間の横並びは必要とされない。そして、各事業者の取組に、行政は規制ではなく、対話を中心とした「モニタリング」で向き合う。このような関係を在るべき姿として掲げる金融庁は、ルールベースとプリンシプルベースのバランスに配慮しつつ³⁷、手薄とされる後者の発展を目指している。³⁸

ちなみに、金融庁は今般、平成30年夏の組織再編に向けて準備を進めている。この組織再編は、同庁発足以来の大規模なものになると言われている。ルールベースの金融検査を司る検査局は監督局に統合され、金融事業者への対応は、組織面からもプリンシプルベースのモニタリングに軸足が移される。また、4名の主任統括検査官が新たに配置されるが、うち1名はFDの担当に充てられるという。³⁹

³⁴ 「投信、独立系が存在感」『日本経済新聞』2017.11.3；「大機小機 設立相次ぐ運用会社の課題」『日本経済新聞』2016.3.30。

³⁵ テーマ型投資信託やアクティブ運用の投資信託の一部には、長期的な投資よりも短期的な投機の側面が強いような商品が散見される。貯蓄性保険商品（外貨建て運用の外国債券、投資信託と死亡保険をパッケージにした商品）の一部も、これに該当すると考えられている。

³⁶ 金融庁「金融サービス業におけるプリンシプルについて」2008.4.18。<<http://www.fsa.go.jp/news/19/20080418-2/01.pdf>>; 森本 前掲注(4), pp.4-6, 85-99; 「金融行政を刷新 処分庁から育成庁へ」『日本経済新聞』2017.3.18。

³⁷ 金融庁 前掲注(2), p.5; 石井一正ほか「担当者解説 顧客本位の業務運営に関する原則およびパブリックコメントの概要」『金融法務事情』65巻13号, 2017.7.10, pp.28-35。

³⁸ 金融庁 前掲注(36); 森本 前掲注(4), pp.4-6, 85-99。

³⁹ 金融庁「平成30年度 機構・定員、予算要求について」2017.8, pp.3-4。<<http://www.fsa.go.jp/common/budget/yosan/30youkyuu/30youkyuu.pdf>>; 「金融庁 局再編へ政府内折衝」『ニッキン』2017.9.8。

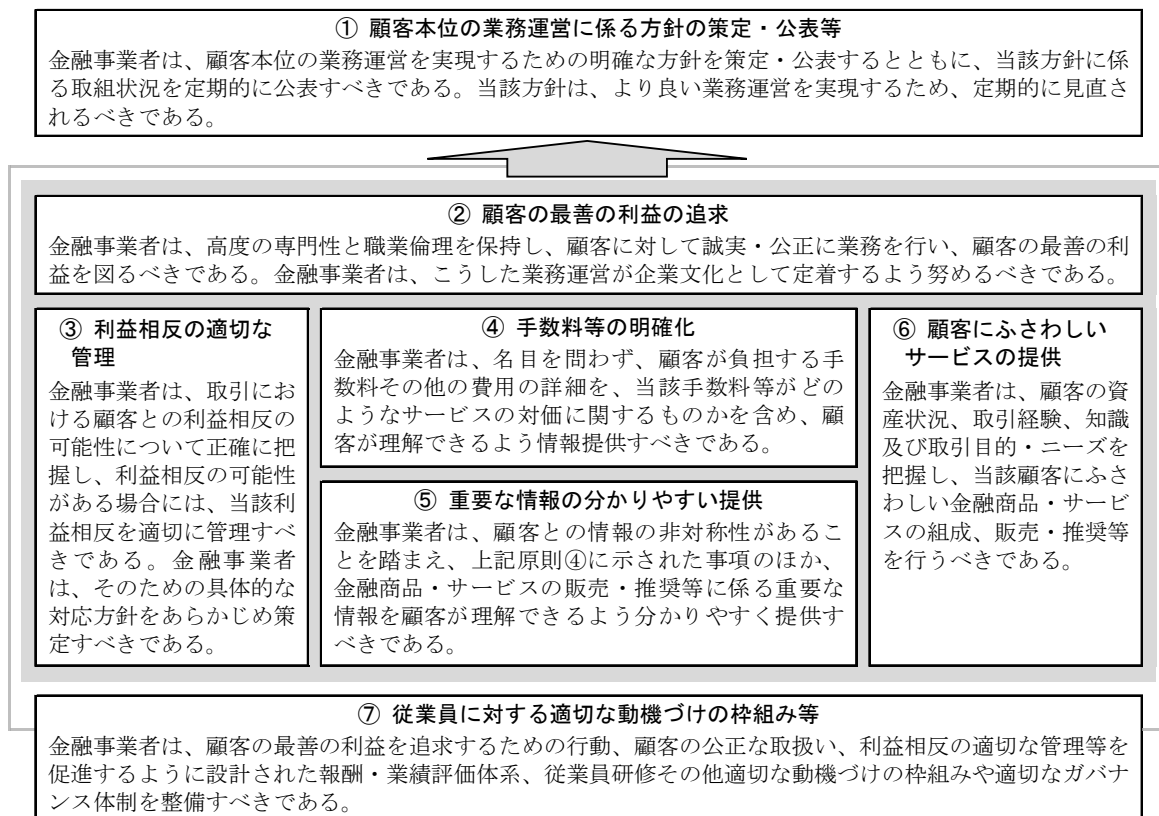
2 プリンシプルベースの行動原則

(1) 「顧客本位の業務運営に関する原則」

顧客本位の業務運営の在り方をめぐって金融審議会（金融担当大臣の諮問機関）の市場ワーキング・グループで行われた議論を受け、平成29年3月30日、金融庁はプリンシプルベースの行動原則である「顧客本位の業務運営に関する原則⁴⁰」を発表した。

本原則はいわば、それまで金融庁が提唱してきたFDの取りまとめ版である。本原則では、幅広い金融事業者による自発的な取組への期待から、対象とする金融事業者はあえて定義付けされていない。金融事業者に求められているのは、受動的なミニマム・スタンダードの遵守にととまらず、能動的なベスト・プラクティスの実践である。具体的には、①顧客本位の業務運営に係る方針の策定・公表等、②顧客の最善の利益の追求、③利益相反の適切な管理、④手数料等の明確化、⑤重要な情報の分かりやすい提供、⑥顧客にふさわしいサービスの提供、⑦従業員に対する適切な動機づけの枠組み等の7つの原則⁴¹から構成され（図1）、各事業者は、コンプライ（採択）かエクスプレイン（採択しない場合の説明責任）のいずれかを選択することとされている⁴²。

図1 「顧客本位の業務運営に関する原則」における7つの原則



（出典）金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」2017.3.30. <<http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>>; 「参考資料」（金融審議会「市場ワーキング・グループ」第10回配付資料）2016.11.25. <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20161125/02.pdf> を基に筆者作成。

⁴⁰ 金融庁 前掲注(10)

⁴¹ 同上, pp.1-6.

⁴² 荒谷ほか 前掲注(22)

本原則を採択した金融事業者は、前述の①に基づき取組方針を策定・公表することになるが、この取組方針は「フィデューシャリー（・デューティー）宣言」などとも呼ばれている。各事業者の行動や取組を「見える化」するために、金融庁は、取組方針に客観的な評価軸としてKPI（Key Performance Index）⁴³が盛り込まれているかを重視している⁴⁴。その上で、金融庁は、各事業者の取組が顧客本位にかなっているかについてモニタリングをしていく⁴⁵。

(2) 「コーポレートガバナンス・コード」と「スチュワードシップ・コード」

プリンシプルベースの行動原則には「顧客本位の業務運営に関する原則」のほか、「コーポレートガバナンス・コード」と「スチュワードシップ・コード」がある。両コードは、政府が推進するコーポレートガバナンス（企業統治）改革の「車の両輪」に例えられている。

コーポレートガバナンス・コードは、上場企業に向けた行動原則であり、株主やその他のステークホルダー（利害関係者）に対する上場企業の責任を示す。同コードは、株主の権利・平等性の確保や、ステークホルダーとの適切な協働などを上場企業に求めている。⁴⁶

スチュワードシップ・コードは、機関投資家に向けた行動原則であり、顧客等⁴⁷に対する機関投資家の責任を示す。同コードは、投資先企業の状況の把握や、投資先企業への議決権行使についての明確な方針の策定などを機関投資家に求めている。また、「顧客本位の業務運営に関する原則」における金融事業者の扱いと同様に、対象となる機関投資家をあえて定義付けしていない。⁴⁸

両コードは、ベスト・プラクティスの実現に向けて、上場企業は株主としての機関投資家と、機関投資家は投資先の企業と、それぞれエンゲージメント（目的を持った建設的な対話）を深めるべきであるとしている。また、「コンプライ・オア・エクスプレイン」を対象である上場企業と機関投資家に求める点において、両コードと「顧客本位の業務運営に関する原則」とは、同じ考え方を採っている⁴⁹。⁵⁰

スチュワードシップはFDと同様に「受託者責任」と訳されることがあり、両概念は近接している⁵¹。金融事業者である機関投資家⁵²には、FDとスチュワードシップ責任の両観点から顧客への責任が求められ、上場企業のステークホルダーには、当然ながら顧客が含まれる（図2）。

⁴³ KPIは、企業などが目標達成に向けたプロセスの進捗を点検するための指標であり、一般に「重要業績評価指標」と訳される。

⁴⁴ 金融庁「「顧客本位の業務運営に関する原則」の定着に向けた取組み」2017.3, p.3. <<http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/03.pdf>>; 「金融庁がFD原則の採択金融機関リストを公表—KPIを軸に「販売現場が顧客本位」かどうかを検証—」『金融財政事情』68巻30号, 2017.8.7, pp.36-37.

⁴⁵ 金融庁 前掲注(2), p.9.

⁴⁶ 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード—会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために—」2015.6.1. <<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/code.pdf>>

⁴⁷ ここでの顧客等とは、資金の最終的な出し手（個人、年金受給者、保険契約者等）のことを指す。

⁴⁸ スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>—投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために—」2017.5.29. 金融庁HP <<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>>

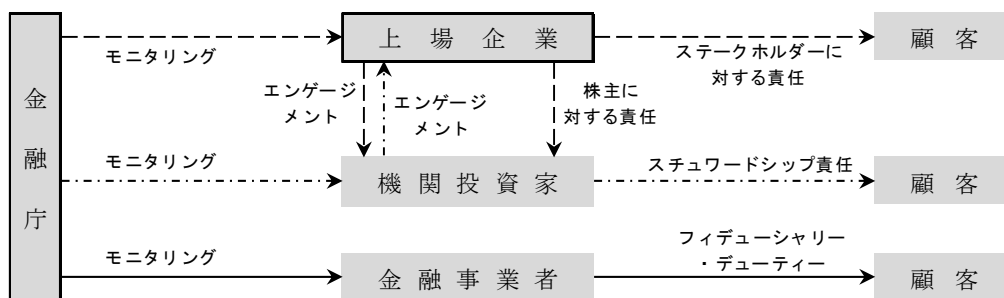
⁴⁹ 荒谷ほか 前掲注(2)

⁵⁰ 東京証券取引所 前掲注(46); スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 前掲注(48)

⁵¹ 小口俊朗「スチュワードシップ・コードとフィデューシャリー・デューティー」『投資顧問』81号, 2016, pp.10-14.

⁵² 本文中で述べたとおり、金融事業者及び機関投資家は定義付けされた概念ではないが、事実上、我が国の機関投資家の多くは金融事業者に該当すると考えられる。

図2 金融庁、上場企業、機関投資家、金融事業者及び顧客の関係



(注) 我が国の機関投資家の多くは、金融事業者に該当すると考えられる。なお、一部の信託銀行や保険会社等には、金融事業者であると同時に機関投資家であり、かつ上場企業でもある機関が存在する。
 (出典) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード—会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために—」2015.6.1. <<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>>; スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>—投資と対話を通じて企業の持続的な成長を促すために—」2017.5.29. 金融庁 HP <<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>>を基に筆者作成。

IV 取組と今後の課題

1 金融事業者による取組

(1) 資産運用会社と販売会社による取組

我が国における資産運用は、米国に比べ30年遅れているとも、改善の余地が大きいとも指摘されている⁵³。この状況の下で、資産運用の成長や改善の端緒ともなる「顧客本位の業務運営に関する原則」を受け、100機関を超える資産運用会社が取組方針を策定している⁵⁴。

平成27年8月、独立系資産運用会社のHCアセットマネジメントとセゾン投信、三井住友フィナンシャルグループ系列の三井住友アセットマネジメントが、相次いで取組方針を策定した。同年10月には、東京海上ホールディングス系列の東京海上アセットマネジメントがこれら3社に続いた⁵⁵。セゾン投信は平成29年6月にKPIを策定しており、金融庁は、同社が掲げた「インベスターリターンと基準価額の騰落率との差⁵⁶」をKPIの好事例と評価している⁵⁷。

資産運用会社には遅れをとったものの、販売会社でも取組が進んでいる。主要な銀行や証券会社の多くが、既に取組方針の策定を済ませている⁵⁸。

⁵³ 高田創「30年遅れ、今こそ日本もアセマネの時代に『リサーチ TODAY』2016.4.8. みずほ総合研究所 HP <<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/today/rt160408.pdf>>; 森信親「基調講演 日本の資産運用への期待」『証券アナリストジャーナル』54巻9号, 2016.9, pp.9-16.

⁵⁴ 「「顧客本位の業務運営に関する原則」を採択し、取組方針を公表した金融事業者のリストの公表について(平成29年10月20日更新)」2017.10.20. 金融庁 HP <http://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/fd_kouhyou.html>

⁵⁵ 森本 前掲注(4), pp.52-53.

⁵⁶ インベスターリターンとは、投資信託で投資家が得た平均的なリターンのこと。基準価額の騰落率とは、日々算出される投資信託の価額の変化率のこと。

⁵⁷ 金融庁「金融事業者による原則の採択等の状況について」2017.7.28. <<http://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/02.pdf>>; 「金融取材メモ 顧客本位の運営 判断材料は?」『日本経済新聞』2017.8.2; 「フィデューシャリー宣言への取り組み状況の評価するための成果指標(KPI)」2017.6.29. セゾン投信 HP <https://www.saison-am.co.jp/company/fiduciary/_pdf/KPI_20170629.pdf>

⁵⁸ 「「顧客本位の業務運営に関する原則」を採択し、取組方針を公表した金融事業者のリスト」金融庁 HP <<http://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/0001.pdf>>; 佐山雅致「顧客本位の業務運営に関する取組方針」を比較検

販売会社が掲げた KPI は、三菱東京 UFJ 銀行ほかの「ファイナンシャル・プランナー有資格者数」、名古屋銀行の「投資信託販売アフターフォロー実施状況」と「行内研修・勉強会実施状況」、カブドットコム証券の「信用評価損益率（市場全体の天井と底値を示す指標）」など、多岐にわたっている。こうした中、SBI 証券の「投資信託販売額に占める自社グループ商品の比率」が、金融庁から好事例と評価されている⁵⁹。「投資信託商品に占めるノーロード型（販売手数料が無料）の比率」を KPI とした販売会社も見られる。⁶⁰

昨今、販売会社や資産運用会社の間では、投資信託コストの「見える化」に向けた動きが広がりつつある⁶¹。また、若年層を中心とした投資信託初心者の取り込みを狙い、インターネット販売などでノーロード型商品の取扱いが増えており、販売手数料と信託報酬は全般的に引き下げられる傾向にある。平成 29 年 3 月末と同年 9 月末との比較では、投資信託の平均手数料率は、販売手数料が 2.56%から 2.32%、信託報酬が 1.11%から 1.09%にそれぞれ下がっている⁶²。多くの販売会社や資産運用会社が、短期的な手数料ビジネスから長期的なストック型ビジネス⁶³への転換を図っていることが見て取れる⁶⁴。

(2) 金融グループによる取組

金融グループが FD の実践を率先することで、グループ傘下の金融事業者による顧客本位の業務運営は、包括的に実現できると考えられる。平成 28 年 2 月、みずほフィナンシャルグループは他の金融グループに先駆け、上述の資産運用会社 4 社に続いて取組方針を策定した。⁶⁵

みずほフィナンシャルグループに続き、同年 3 月に取組方針を策定した三井住友フィナンシャルグループは、金融庁による「顧客本位の業務運営に関する原則」の発表後、詳細な KPI を策定した。金融庁は、それらのうち、「投資信託販売額上位 10 銘柄」、「投資信託販売に占める毎月分配型の販売額とそれ以外との比較」、「投資信託販売額に占める自社グループ商品の比率」を KPI の好事例と評価している。また、三井住友トラスト・ホールディングスが掲げた「投資信託残高に対する分配金の割合」も、金融庁によって KPI 好事例と評価されている⁶⁶。

加えて、メガバンクのグループでは、資産運用会社の独立性の確保に向けた組織再編等の取組が目立っている。

みずほフィナンシャルグループは、みずほ信託銀行の年金運用部門とグループ系列の資産運

証する一方針の「見える化」に向けて、内容面のさらなる充実に期待— 『金融財政事情』 68 巻 30 号, 2017.8.7, pp.38-42.

⁵⁹ 金融庁 前掲注(57); 佐山 同上; 「顧客中心主義に基づく業務運営の実施状況」 SBI 証券 HP <https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_home&cat1=home&cat2=corporate&dir=corporate&file=home_fiduciaryduty_02.html>

⁶⁰ 佐山 同上

⁶¹ 「投信コスト 見える化」 『日本経済新聞』 2017.6.28; 「投信「見える化」の波」 『同』 2017.2.15, 夕刊.

⁶² 一般社団法人投資信託協会「投資信託の主要統計」 2017.3. <<https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/>>; 同「投資信託の主要統計」 2017.9. <<https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/>>

⁶³ スtock型ビジネスとは、金融商品の販売による単発の収益（販売手数料等）ではなく、中長期の資産運用がもたらす継続的な収益（信託報酬等）に依拠したビジネスモデルのことである。

⁶⁴ 「ネット証券 手数料下げ相次ぐ 投信では後日返金も」 『日本経済新聞』 2017.10.21; 「長期マネー 取り込み急ぐ」 『日本経済新聞』 2017.9.12; 「金融商品値決めの舞台裏③ 投信手数料、安さ競う」 『日本経済新聞』 2017.6.9.

⁶⁵ 森本 前掲注(4), pp.64-65; 藤原弘治「顧客本位の業務運営は“One MIZUHO”の根幹—「お客さま第一」の企業理念で FD のフロントランナーを目指す—」 『金融財政事情』 68 巻 1 号, 2017.1.9, pp.14-17.

⁶⁶ 金融庁 前掲注(57); 『日本経済新聞』 前掲注(57)

用会社をアセットマネジメント One に統合⁶⁷し、持ち株会社の傘下に位置付けた⁶⁸。三井住友フィナンシャルグループは、三井住友アセットマネジメントを三井住友銀行の傘下から持ち株会社の傘下へと移管した⁶⁹。両グループとも、販売会社と資産運用会社との関係を並列的な形に改めたが、背景には、資産運用会社への販売会社の影響を抑える意図があると指摘される。また、アセットマネジメント One が取締役会にみずほフィナンシャルグループ以外の出身者を入れ、三井住友アセットマネジメントが親会社等からの役員受入枠を廃止する⁷⁰など、経営陣の人的構成という面でも変革が進みつつある。⁷¹

三菱 UFJ フィナンシャル・グループは、両グループとは異なり、平成 30 年 4 月に資産運用会社の三菱 UFJ 国際投信を三菱 UFJ 信託銀行の完全子会社とする予定である。同信託銀行は、グループ内で資産運用分野の中核的な企業として位置付けられている。その傘下となる三菱 UFJ 国際投信には、利益相反を防ぐため、金融業界内でも比較的早い段階で外部有識者による FD 委員会が設置された。また、同国際投信の役員の報酬額は、親会社等の業績にかかわらず、自社の業績に基づき独自に決定されているという⁷²。⁷³

2 今後の課題

(1) 金融事業者の課題

金融庁がプリンシプルベースの FD を導入して以降、金融業界では販売会社を中心に、対応に向けた戸惑いが見られた⁷⁴が、この傾向は依然として残っている模様である⁷⁵。例えば、信用金庫や信用協同組合、労働金庫等の協同組織金融機関等⁷⁶では、平成 29 年 9 月末現在で、取組方針を策定した事業者は 42 機関に留まっている⁷⁷。今後、取組方針未策定の金融事業者は、金融庁が求める「コンプライ・オア・エクスプレイン」に基づき、「顧客本位の業務運営に関する原則」を採択しない場合に生じる説明責任を念頭に、具体的な対応方法を検討していくことになる。

既に策定された金融事業者の取組方針の中にも、KPI が盛り込まれていなかったり、形式的な努力目標に終始していたりなど、内容が必ずしも十分とは言えないケースが散見される。各事業者には、策定した取組方針の実践や推進はもちろんのこと、KPI の策定や取組内容の見直

⁶⁷ アセットマネジメント One には、みずほフィナンシャルグループと第一生命保険の出資会社であった DIAM アセットマネジメントも統合された。

⁶⁸ 藤原 前掲注(65)

⁶⁹ 松下隆史「2020 年に「日本一のサービスプロバイダー」を目指す—資産運用会社こそ、顧客目線のメーカーの発想を—」『金融財政事情』68 巻 1 号, 2017.1.9, pp.22-25.

⁷⁰ 「“系列”を超えるために模索する金融界—グループ内利益相反の呪縛のなかで、いかに顧客の利益を優先させるか—」『金融財政事情』68 巻 1 号, 2017.1.9, pp.26-29; 「社説 金融機関は顧客本位の姿勢を徹底せよ」『日本経済新聞』2016.10.23.

⁷¹ 「金融庁が目を見つめる「銀行支配」からの脱却」『週刊東洋経済』6741 号, 2017.8.5, pp.48-50.

⁷² 『金融財政事情』前掲注(70)

⁷³ 『週刊東洋経済』前掲注(71); 「三菱 UFJ、法人融資集約」『日本経済新聞』2017.5.13.

⁷⁴ 西川文悟「フィデューシャリー・デューティーの実践—顧客本位の業務運営に関する原則（案）を踏まえて—」『銀行法務 21』61 巻 5 号, 2017.4, pp.18-23; 森本 前掲注(4), pp.88-92; 梅澤 前掲注(14)

⁷⁵ 荒谷ほか 前掲注(22)

⁷⁶ 協同組織金融機関等には、他に農林中央金庫、農業協同組合及び漁業協同組合などがある。

⁷⁷ 「「顧客本位の業務運営に関する原則」を採択し、取組方針を公表した金融事業者のリストの公表について（平成 29 年 10 月 20 日更新）」前掲注(54)

しなども含めた不断の努力が求められている。⁷⁸

取組方針を策定した金融事業者の数は、平成 29 年 6 月末に 469 機関であった⁷⁹が、同年 9 月末には 736 機関にまで増加した⁸⁰。この傾向は、当面は続くと思われる。

(2) 金融行政の課題

「顧客本位の業務運営に関する原則」をめぐるのは、方向性そのものに強い疑義を呈するような論調は乏しいようである⁸¹。各論としては、例えば、本原則の取りまとめに先立つパブリックコメント⁸²の中に、対象となる金融事業者や事業者間取引の範囲に関する質問があったものの、本原則のプリンシプルベースの性格を理由に、金融庁は具体的な対象範囲を回答していない。パブリックコメントでは、そもそも本原則をプリンシプルベースとすることが適当ではなく、罰則等の実効力を伴うルールベースを適用すべきであるとの意見も多く見られた⁸³。

こうした状況は、金融庁が志向するプリンシプルベースの理念が必ずしも金融業界に浸透しておらず、一部ではむしろ懐疑的に見られていることを示唆している。金融行政全般においてプリンシプルベースの手法の活用を目指していく以上、金融庁は、これらの実態を踏まえながら金融事業者と向き合っていかなければならない。

また、「顧客本位の業務運営に関する原則」は金融事業者に対して、顧客を第一とした業務運営を企業文化として定着させるための長期的な努力を求めている⁸⁴。したがって、金融行政の予見可能性の観点から、金融事業者と相対する金融庁は、本原則の継続性を長期にわたって確保していかなければならない。

おわりに

我が国の金融行政と金融業界は、今まさに転換期にあると言える。そして、FD の考え方を基盤とした「顧客本位の業務運営に関する原則」と金融事業者の取組を通じて、家計における安定した金融資産の形成と、家計の資金が企業との間で循環する「より良い資金の流れ」の構築に向けて、環境は整いつつあると考えられる。金融庁の動向と金融事業者による取組が、引き続き注目される場所である。

⁷⁸ 『金融財政事情』前掲注(44)

⁷⁹ 金融庁「「顧客本位の業務運営に関する原則」を採択し、取組方針を公表した金融事業者のリストの公表（平成 29 年 7 月 28 日公表）の追加について」2017.8.1. <http://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170801/fd_kouhyou_tuika.html>

⁸⁰ 「「顧客本位の業務運営に関する原則」を採択し、取組方針を公表した金融事業者のリストの公表について（平成 29 年 10 月 20 日更新）」前掲注(54)

⁸¹ 「Interview 顧客本位の核心」『週刊東洋経済』6741 号, 2017.8.5, p.56; 「十字路 真の顧客本位」『日本経済新聞』2017.6.9, 夕刊; 時国司「運用会社にとっての「顧客本位の業務運営」とは—投資家と運用会社との利益を一致させる組織原理を追求—」『金融財政事情』68 巻 15 号, 2017.4.17, pp.34-37; 「フィデューシャリー・デューティー」『金融財政ビジネス』10649 号, 2017.4.3, p.8.

⁸² 「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」2017.3.30. 金融庁 HP <<http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/01.pdf>>

⁸³ 同上; 石井ほか 前掲注(37)

⁸⁴ 金融庁 前掲注(10), p.4.