

ファイデューシャリー！ デューティーとは何か

金融庁は平成26事務年度「金融モニタリング基本方針」において、「商品開発、販売、運用、資産管理に携わる金融機関がその役割・責任（ファイデューシャリー・デューティー）を実際に果たすこと」を求めた。「ファイデューシャリー・デューティー」とは何か。その具現化に向けた課題は何か。（本特集は、8月4日に開催された当会創立65周年記念シンポジウム「資産運用市場の発展へ向けて―ファイデューシャリー・デューティーのベストプラクティス求めて―」における各講演をもとに構成している。）

資産運用の高度化に向けた現状と課題 高まるファイデューシャリー・デューティーの重要性

資産運用業は、1700兆円の個人金融資産を有効に活用して国民の資産形成を図るとも、成長マネーの供給を通じて経済を活性化するという重要な役割を担っている。運用商品の開発、販売、運用、資産管理に携わる各金融機関が、その役割・責任（ファイデューシャリー・デューティー）を果たしていかなければならない。とくに資産運用業者には、①投資家の利益の優先・利益相反行為の禁止、②運用方針・運用体制等の確立、③投資家の利益との適合性、④適切な運用方法、⑤的確なリスク管理などが求められる。

金融庁
総括審議官

小野 尚



資産運用の高度化が 求められる背景

わが国には1708兆円にのぼる家計金融資産がありますが、その51・7%が現預金で（2015年3月末、日銀資金循環統計）、諸外国と比べて金融資産

が現預金に偏っています（現預金の比率は14年3月末でアメリカ13・5%、ドイツ40・2%、フランス28・0%）。また、年金積立管理運用機構（GPIF）の資産構成はGPIF改革の推進により、15年3月末に国内債券の比率が56・7%まで減

りましたが、07年3月末から14年3月末までは70〜90%で推移していました。

わが国は長年デフレだったもので、資産が目減りしない現預金をもつことに一定の合理性はあるものの、成長分野へのリスクマネーの供給がなかなか進まず、

そのために経済が活性化せず、さらにデフレが進むという悪循環になっていました。アベノミクスのもと、このデフレからの脱却を目指しています。インフレになれば、資産の目減りを避けるためにリスクマネーにお金が行き流れ、成長分野への投資が行

わられて経済が活性化することとなり。こうした好循環をつくっていききたいということです。

眠っている豊富な個人資産が成長マネーに向かうために、政府としてはさまざまな取組みを行っています。このなかで当庁が中心となっている施策をいくつか紹介すると、まずスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの策定があげられます。スチュワードシップ・コードは、機関投資家が資金の最終的な出し手である個人年金受給者や保険契約者のために上場企業と建設的な対応を通じて企業の持続的成長を促すための諸原則を定めたものです。他方、コーポレートガバナンス・コードは、企業が株主をはじめさまざまなステークホルダーの立場をふまえたうえで、中長期的な企業価値向上を図るべく、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための諸原則を定めたものです。この二つのコードはいわば「車の両輪」であり、両者が適切にあいまって「会社の持続的な成長」と「投資者のリターン拡大」とい

う好循環を実現することが期待されます。

次に、NISA（少額投資非課税制度）が14年度から始まりました。年間投資金額100万円を上限に最長5年間、上場株式や公募株式投信の配当・譲渡益が非課税になる制度です（10年間の時限措置、ロールオーバー可）。15年3月末のNISA口座数は879万1741口座で、14年12月からの3カ月間で54万口座増えました。NISA口座を通じて総買付額は4兆4110億円で、これも3カ月間で1兆4340億円伸びており、投資信託が全体の66・1%と圧倒的に多くのシェアを占めています。来年1月からはジュニアNISAも始まります。0～19歳の未成年者のためのNISA口座で、年間投資上限額は80万円です。NISA本体の年間投資上限額も来年1月から120万円に引き上げられます。したがって、夫婦2人・子ども2人の家庭では、1人120万円×5年×2人+80万円×5年×2人=2000万円の非課税枠ができることになります。

さらに、昨年6月に「金融リテラシーマップ」を作成しました。小学生から高齢者までライフステージに応じて最低限身につけたほうがいい金融リテラシーを項目別に整理したものです。

しかしながら、このような取り組みにもかかわらず、残念ながら資本市場の活性化はいまだ道半ばです。12年度末の国内非金融部門の資金調達は間接金融が83%を占め、債券や株式等の直接金融による資金調達は16・7%にとどまっています。また、金融仲介機関の資産も貸出が圧倒的に多く、株式・出資金・投資信託受益証券等はわずか5%で（14年12月末）、アメリカ（27%、14年12月末）やヨーロッパ（22%、14年9月末）と比べて差があります。

少子高齢化社会を迎えて年金生活者も多くなっていくことを考えると、個人金融資産の運用の多様化による利回りの改善は切実な課題です。また、成長マネーが企業へ流れて経済が活性化していくことも重要です。資産運用ビジネスは両ニーズを結ぶものであり、その高度化はわ

が国の発展のために必要不可欠です。

資産運用業の高度化に向けた政府の取組み

次に資産運用業の高度化に向けて、政府がどのような取組みを行ってきたかを説明します。

まず日本証券業協会の自主規制規則として、投資信託におけるトータルリターンの通知制度を定めていただきました（14年12月）。投資信託については分配金の多寡のみが目目され、分配に伴う元本の変動が見落とされがちであったことをふまえ、投資家にキャピタルゲインと分配金を分けてトータルリターンを示すことにしたものです。

また、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」を改正し（14年3月）、販売員の業務上の評価が販売手数料等の収入面に偏ることなく、預り資産の増加など顧客基盤の拡大を適正に評価するようになっていくかというチェックポイントを設けました。

さらに、投資信託の有価証券届出書や目論見書の投資リスク

欄に、そのファンドと他の代表的な資産クラスのリスクを適切に比較できるよう、図表等を用いたわかりやすい説明を記載することになりました（14年12月から）。

また、内閣府令を改正し（14年12月施行）、投資信託の併合を促進する措置を講じました。併合によりファンドの規模を大きくして、バックオフィス業務等にかかるコストを節約する狙いがあります。

資産運用業を巡る現状と問題点

昨事務年度の金融モニタリング基本方針では、金融仲介機能の発揮、顧客の成長・発展、安定的な収益確保の好循環を実現することを目標とし、九つの重点施策を掲げました。そのなかで「顧客ニーズに応える経営」を1番目にあげたうえで、3番目として掲げたのが「資産運用の高度化」です。好循環を実現していくためには、商品開発・販売・運用・資産管理の各段階で、それらを担う金融機関が役割・責任（フィデューシヤリー

・デューティー）を果たすことが求められます。そこで、金融機関の経営姿勢、提供されている商品・サービス、業績評価等について検証しました。今年7月公表の「金融モニタリングレポート」から、いくつかの分析結果を紹介します。

まず主要国の投資信託の残高をGDP調整後で比較すると、欧米諸国は日本の2～6倍で、国民1人当りの残高も3～11倍です。また、投資信託保有率を日米で比較すると、日本の1割に対してアメリカは4割です。

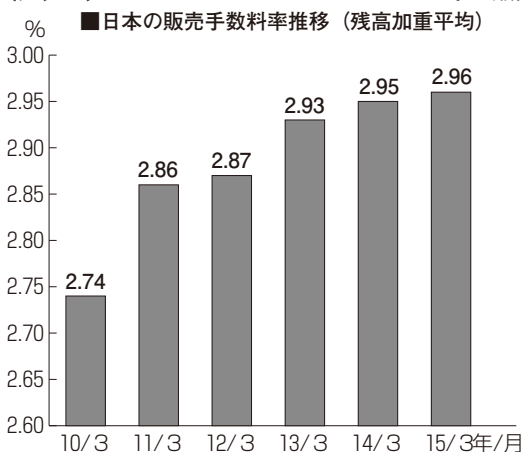
日本では高齢者の保有率が高く、アメリカは確定拠出年金を経由した投資が多いこともあって勤労世帯の保有率が高い傾向があります。アメリカでは私的年金を経由した投資が投資全体の45%を占めますが、日本で確定拠出年金を経由した投資は4%にとどまります。以上から、日本の投資信託市場は投資家の裾野を勤労世帯に拡大することによって成長する余地が大きいと考えられます。

次に投資信託の数や残高、1本当りの残高平均を日米で比較

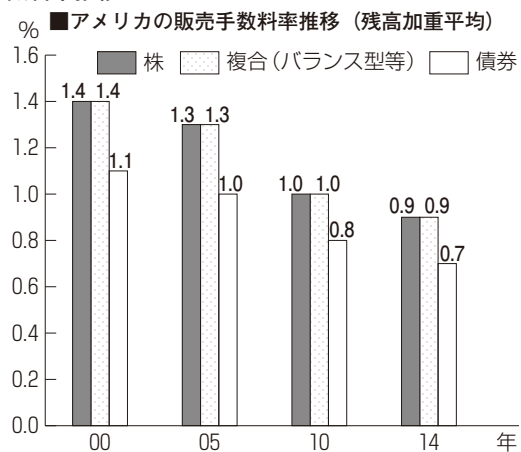
すると（15年3月末）、日本のファンド数は5500本とアメリカ8000本の7割に達していますが、残高は97兆円とアメリカ1940兆円の5%に過ぎません。結果として、1本当りの残高平均は175億円とアメリカ2429億円の7%にとどまっています。また、運用期間が1年超のファンドについて純資産額の分布状況を調べると、日本では純資産額が100億円を超える投資信託は本数ベースで2割にすぎず、少額のファンドが多数存在している状況にあり

〔図表1〕

日米の販売手数料率推移



（注）対象投資信託は、公募株式投資信託（ETF等は除く）。
（出所）QUICK



（出所）米国投資信託協会（Investment Company Institute）

ます。

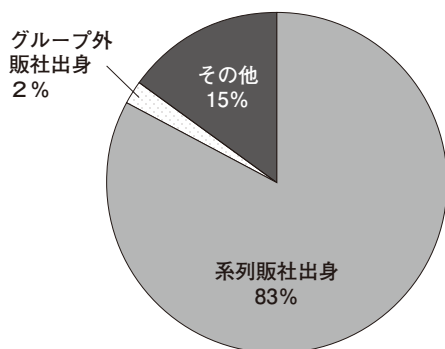
そこで、11年に新しく設定された投資信託について、その後の残高推移をみると、7割の投資信託はピーク時においても100億円に達していません。また、ピーク時に100億円を超えた投資信託145本のうち7割は15年3月までに残高が半減しており、さらにそのうちの過半が1年半以内で半減しています。投資信託の分配頻度別の比率をみると、毎月分配型の投資信託が7割程度となっており、これが資産運用残高の伸びを抑える要因の一つとなっていると考えられます。残高が増えていかなければ運用コストが下がりにませんし、管理する投資信託の数が多くなると運用者の目が行き届かなくなるとい問題も出てくると思います。

一方、日本の販売手数料は最近の商品の複雑化を背景として、年々上昇傾向にあります（図表1）。日本の売れ筋の投資信託は、海外のリートや新興国の株式・債券といったリスクの比較的高い有価証券を投資対象とするものがほとんどです。毎月分

配型が多く、販売手数料はすべて3%を超えています。また、ここ数年の投資信託の保有期間の短縮化傾向はやや弱まっていますが、依然として2年程度の短い期間で推移しています。これに対し、アメリカの販売手数料は日本よりも低く、年々低下傾向にあります。これは販売手数料のかららない確定拠出年金勘定経由の購入が増えており、資産運用業のビジネスモデルがコミッションベースから預り資産に対する報酬、つまり「フィーベース」に転換していることが背景にあると考えられます。

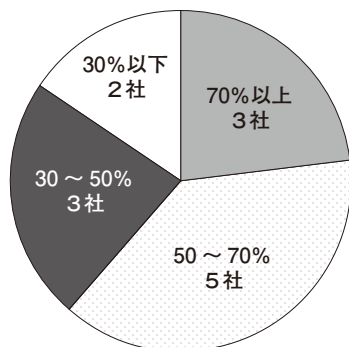
投資家の保有銘柄数について、検証を行った銀行へのアンケート調査によると、1銘柄のみの投資家が過半でした。また、12年に日本証券業協会が実施したアンケート調査でも、1銘柄の投資家が約半分となっていました。売れ筋商

〔図表2〕 社長・取締役・監査役の販社出身者割合



（注） 対象は日系の投資運用業者14社。
（出所） 金融庁（図表3も同じ）

〔図表3〕 系列の販売会社経由で販売された投資信託の割合（残高ベース）



（注） 2014年9月末時点。対象は日系の投資運用業者13社。

品の上位にリスクの比較的高い商品が並ぶことをふまえると、分散投資を推奨するような取組みが必ずしも十分に浸透しているとはいえないと考えられます。さらに、当庁のアンケート調査によれば、日本の資産運用業者の多くは販売会社の系列会社として設立された経緯もあり、社長、取締役、監査役の8割が系列の販売会社の出身となっています（図表2）。独立社外取締役を採用しているのは2社にとどまりました。系列の販売会社出身だから一概に悪いという

つもりはありませんが、投資運用業者としてあくまで顧客オリエンテッド、顧客優先の運営ができるか、投資運用のプロを育成できるかが問われるのではないかと考えます。また、同じアンケート調査では、系列の販売会社をもつ資産運用会社の過半数、13社中8社において系列販売会社経由で販売された投資信託の比率が5割を超えています（図表3）。系列の販売会社との結びつきがあればこそ、顧客のニーズを把握して機動的に商品を提供できる

という見方もありますが、仕組みが複雑で高い販売手数料を得られる商品が多数提供されている状況をふまえると、本当に顧客のニーズを重視しているのか、系列の販売会社のニーズに重きをおいているのではないかという見方もできます。

資産運用業の活性化に向けた課題

以上述べた現状、問題点をふまえ、いかにして国民の信頼に応えられる資産運用業の活性化を図っていくことができるのか、課題を整理してみたいと思います。

第一は、経営の独立性確保です。系列にこだわることなく、幅広く資産運用業に精通したプロフェッショナル人材を経営陣に登用すること、社外の独立取締役の選任などにより牽制機能を強化すること、そして、当然のことではありますが、顧客のニーズをしっかりとつかんで商品開発に活用することです。

第二は、運用効率の向上に向けた取り組みです。コアとなる大型の長寿ファンドを戦略的に育

てることにより、運用効率を高め、販売会社や顧客の負担軽減につなげていくことが期待されます。

第三は、運用の専門人材の確保です。採用方法、業績評価、報酬体系などに改善の余地がないか見直す必要があります。また、若手育成のためには運用機会の創出も有益でしょう。仮想ポートフォリオを構築させて運用の腕を磨かせる、運用者の採用は運用部門が中心となつて行う、3～5年の中長期で運用の実績を評価するなどの取り組みがみられます。

第四に、個別の商品販売中心の営業スタイルから、顧客のライフステージや属性に応じた運用を提案するコンサルティング営業に転換していくことが重要です。

第五は、信託報酬を含めた手数料全体の検討です。販売手数料が真に販売時におけるサービスに見合ったものになっているかをあらためて確認する必要があります。また、情報の非対称性をふまえ、本当に顧客の資産形成に資する商品を提供して、

適切な説明・情報提供を行っていくことが重要と考えています。

フィデューシャリー・デューティーの実践

前述したように昨事務年度のモニタリング基本方針には、「商品開発、販売、運用、資産管理に携わるそれぞれの金融機関がその役割・責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たすことが求められる」と明記されています。また、今年6月に閣議決定された『日本再興戦略改訂2015』、同じく金融庁と財務省が共同で運営している「金融・資本市場活性化有識者会合」から本年6月に出された意見書にも趣旨の記述があります。では、フィデューシャリー・デューティーとは何でしょうか。もともと信託法で使われていた言葉で、「信義義務」と翻訳されますが、わかつたようで、よくわからないような言葉です。

イギリスのビジネス・イノベーション・職業技能省の依頼を受けて、ケイ教授がイギリスの株式市場の投資と上場企業の長

期的な業績・ガバナンスのあり方についてレビューしたレポートがありますが（ケイ・レビュー）、ここではIIの資産運用者のグッドプラクティスがあげられています。また、EUの金融商品市場指令（MiFID II）においては、「金融商品を組成する段階での適合性の原則」を掲げ、適合性の定期的な評価と顧客に対する適合性報告書の交付が求められています。さらに、当庁の検査・監督部局で行ったモニタリングにおいては、顧客の信認を高めるためにフィデューシャリー・デューティーに基づいた行為規範の具体化を模索している資産運用業者の動きがみられました。このような点を総合的に勘案し、まったくの個人的な見解ではありますが、私なりに整理すると、次の五つがフィデューシャリー・デューティーの内容の重要な部分を構成しているのではないかと考えています。

第一は、投資家の利益の優先、利益相反行為の禁止です。自社またはグループ会社、取引先その他第三者の利益は優先しない

ということですが、そのために、グループ会社からの独立性の確保、実効性のある独立社外取締役の設置、利益相反行為を未然に防止するための社内体制整備、役職員のインセンティブ・報酬体系の整備、投資家に対する情報開示・説明が求められます。

第二は、自己の運用方針や運用に対する考え方を明確にして、それに応じた運用体制や運用能力を構築・保持することです。それを投資家に明示することによって、投資家もそれが自分の運用目的に合致しているかを確認できるようにになります。「投資家の利益を第一に運用を行う」とスローガンを掲げるだけでは、十分ではありません。実質的に投資家の利益に適合する運用を行うことができる体制を構築することが必要であり、そのためには優秀な運用スタッフを集め、適切な人事評価等が可能となるようにすることが求められます。また、運用能力の維持・向上のために、他の運用業者との情報共有や研修会を行うことも有益かもしれません。アメリカでは学識者等を交えた研

究会を実施し、運用能力の維持・向上・研鑽を図る例もあるようです。

第三は、投資家の利益との適合性です。運用業者は投資家の属性、運用目的、資産・負債状況、リスク許容度、運用期間などに照らし合わせ、本間に投資家の利益に適合するような運用を行うことが求められます。投資一任運用や年金信託のように資産運用業者が投資家と対峙する場合には個別の投資家ごとにその属性や運用目的等を把握して運用を行うことができますが、投資信託のように資産運用業者が直接投資家と対峙しない場合には、資産運用業者側で自分の運用と適合する投資家の属性や運用目的等を具体的に想定し、それをあらかじめ明示し、投資家の利益に適合した運用となるように工夫することが求められるのではないかと思います。先ほどのEUの金融商品市場指令の規定は、まさにそのような趣旨ではないかと考えられるところです。

第四に、投資家の利益の最大化を追求する観点から適切な運

用方法により運用を行うことが求められます。「投資家の利益の最大化の追求」とは、リターンの最も高い運用を行うということではありません。リスク・リターンの制約等に鑑みて、投資家の運用目的に最も適合した方法によって運用するという意味です。たとえば、投資家が中長期的な資産形成を目的とするのであれば、多様なアセットクラスに分散投資するなど、運用資産全体のリスク・リターンの関係等に配慮した合理的な方法によって投資家の利益の最大化を追求する運用が求められると思います。

第五は、適切なリスク管理です。資産運用業者は、運用財産の状況や投資家の資産状況等を十分に把握したうえで、適切にリスク管理を行うことが求められます。運用している資産で、どのようなリスクが問題になっているかを十分に精査する必要があります。また、他の運用業者に運用権限を委託、あるいは他の運用業者が運用する商品に投資する場合には、その運用先にかかるリスクについても自己

の運用と同様なリスク管理が求められます。

こうしたフィデューシャリー・デューティーの実践によって、顧客のニーズや利益に適した商品・サービスが提供され、国民に信頼される資産運用業者としてますます発展されていくことを祈念しております。

おの ひさし

83年東京大学教養学部教養学科卒、大蔵省入省。03年金融庁検査局総務課調査室長、04年監督局保険課長、06年財務省国際局地域協力課長、08年金融庁総務企画局信用制度参事官、10年総務企画局企画課長兼金融トラブル解決制度推進室長、11年総務企画局参事官（信用制度・保険制度担当）、12年監督局参事官、13年復興庁審議官、内閣府本府地域経済活性化支援機構担当室長を兼任、14年総務企画局審議官（地域経済活性化支援機構担当室長を兼任）、15年総括審議官（証券市場行政総括官、総務企画局アジア金融連携センター長代行を併任）。