

# 事務局説明資料

(国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー)

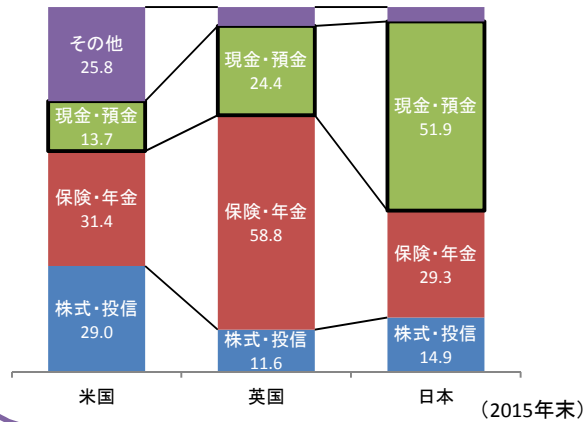
平成28年7月6日  
金融庁総務企画局

- デフレからの脱却と経済の持続的成長を目指す経済環境下においては、資金の出し手、受け手(運用業者等)、仲介業者のいずれにとっても、よりバランスの取れた姿を実現し、経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現を目指す。
  - 家計においては、中長期的かつグローバルな分散投資を着実に進めることを通じ、より安定的な資産形成の実現を目指す。
  - 機関投資家・資産運用業者は、それぞれの性格・規模に見合う運用・リスク管理の高度化を進めることが課題。また、建設的なエンゲージメントを通じて、投資先企業の企業価値向上を促していくことも重要。
  - 販売会社については、真に顧客のためになる質の高い金融商品・サービスを提供することで、顧客の安定的な資産形成が促進され、その結果として販売会社の収益が確保される、という姿を目指していくべき。

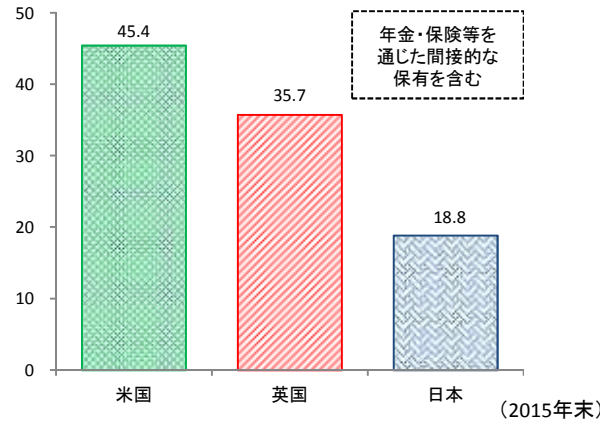
# これまでの取組み:総論

- 20年近く続いたデフレの下、1,700兆円の家計金融資産は、その大半が預金に運用
- 米英に比べると、我が国の家計金融資産の伸びは小さい

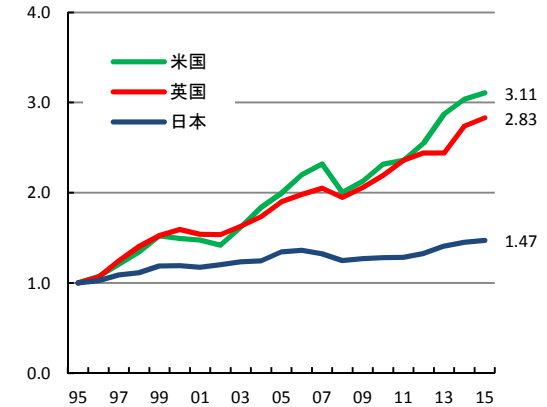
各国の家計金融資産構成比



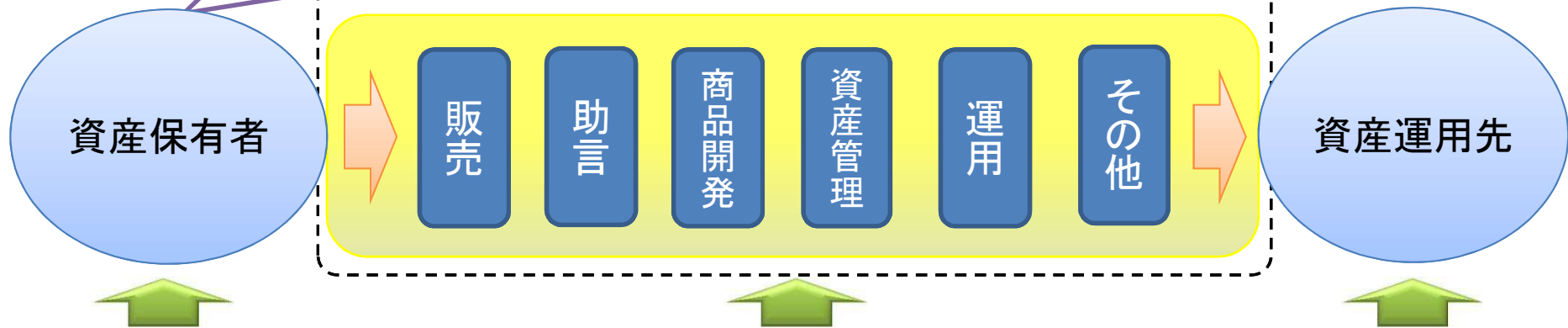
株式・投信等投資割合



各国の家計金融資産の推移



## インベストメント・チェーン

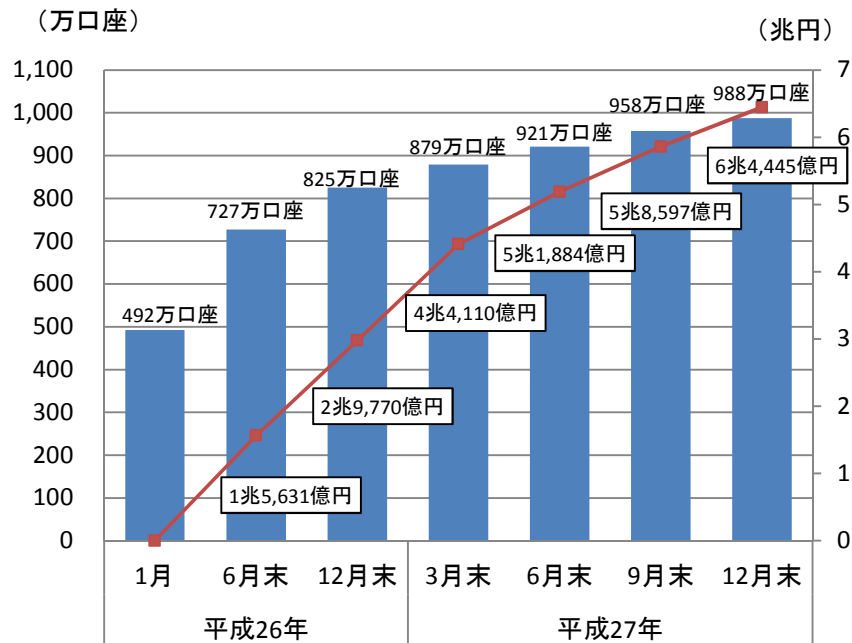


デフレからの脱却が最優先課題とされる中、金融行政においても、資金の流れを変えることによりデフレ脱却をサポートすべく、これまで、家計、金融機関等、機関投資家、上場企業(投資先企業)それぞれの主体に対して、一連の施策を実施

## これまでの取組み①:家計

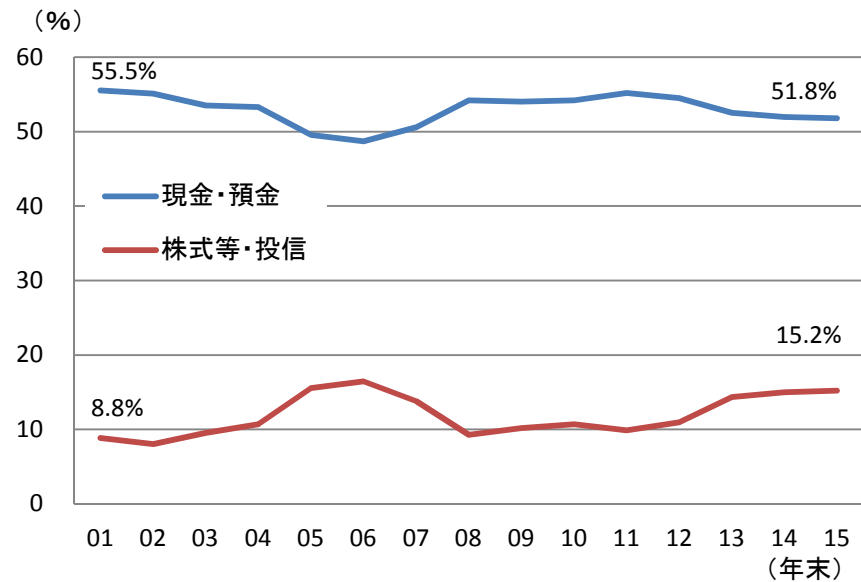
- NISAの口座数と投資金額は2014年の開始以来、順調に拡大
- もっとも、1,700兆円の家計金融資産全体を見れば、ポートフォリオ・リバランスが本格的に進み始めたとも言えない

①NISAの口座数と投資額



(資料)金融庁

②家計金融資産の内訳の推移

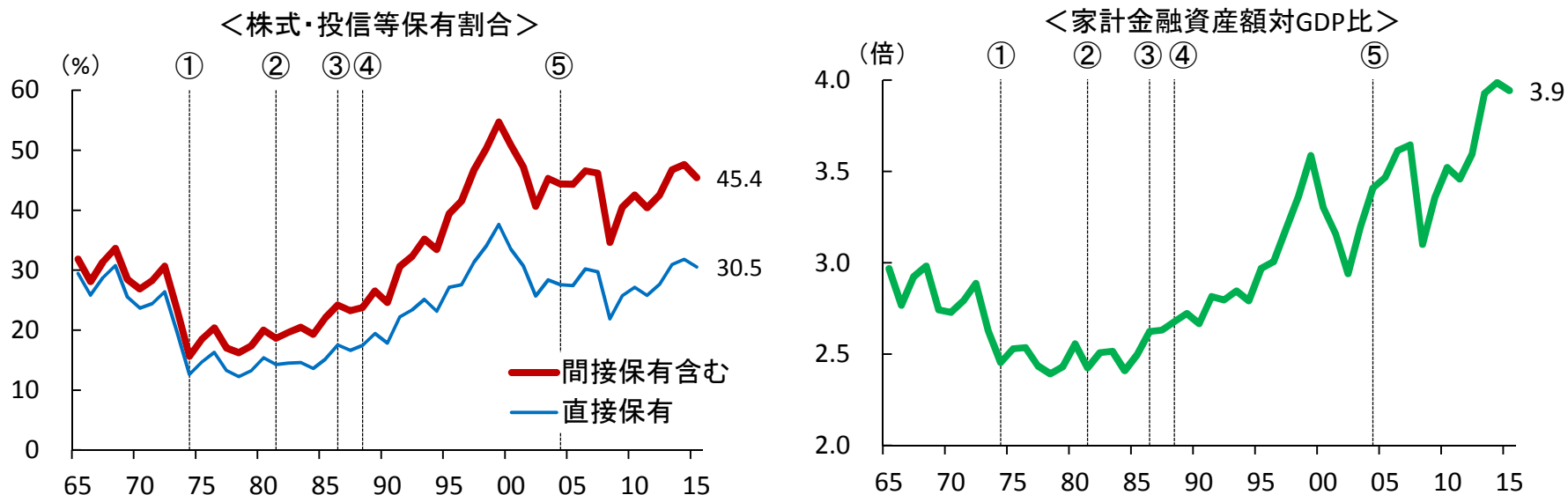


(資料)日本銀行

## (参考)米国における家計の中長期の資産形成を促す政策

- 米国では、70年代から80年代にかけて、IRA(個人向け確定拠出年金制度)や401kなど、適切なポートフォリオの形成を通じ、家計の中長期の資産形成を促す政策が累次導入
- 結果として、株式・投信等への投資割合は、80年代後半から大きく上昇

### 米国の株式・投信等保有割合、家計金融資産の推移、制度的対応



#### <制度的対応等>

74年	①	従業員退職所得保障法(ERISA)制定。同法により、個人向けDCとして、IRA(Individual Retirement Account)が導入
81年	②	IRAの対象者を拡大。企業年金(DB)の有無に関わらず、所得のある国民が対象
		企業型DC(401k)の規則提案がなされ、401kが本格開始(制度自体は78年に発足)
86年	③	企業年金(DB)の積立不足が、母体企業の財務諸表に反映されることに
88年	④	年金基金が保有する株式の議決権行使も、フィデューシャリー・デューティの対象行為であることを明確化
04年	⑤	投資会社法規則を改正し、ファンドガバナンス、関係者の行為規則、ディスクロージャー要件等を強化

(資料)FRB、BEA

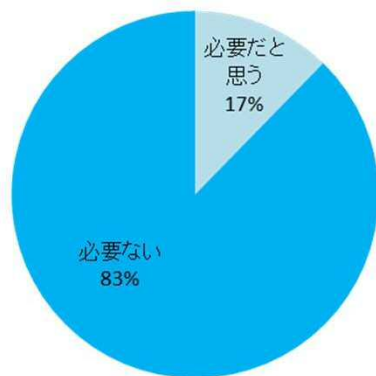
(注)ここで言う「間接保有」とは、年金・保険等を通じた株式・投信の保有を指す

## これまでの取組み②:家計

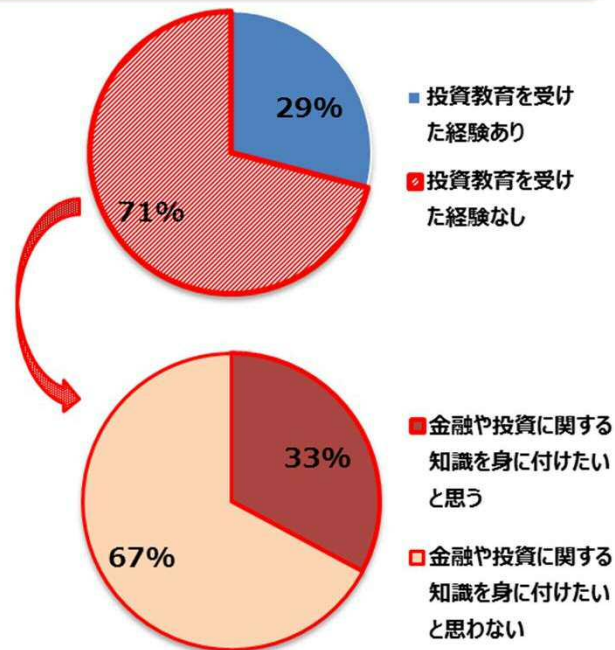
- 金融庁において、有識者・関係団体・関係省庁をメンバーとする「金融経済教育研究会」を設置し（2012年11月）、今後の金融経済教育の進め方に関する報告書を公表（2013年4月）。
- 上記報告書を踏まえ、「金融経済教育推進会議」を設置（2013年6月）。金融経済教育の多様な実施主体が適切な役割分担を行うことにより、より効率的・効果的に推進する態勢を整備。
- 他方、現実には、投資を行ったことの無い者の殆んどが「資産形成のためには証券投資は不要」と考えているほか、金融投資教育を受けたことの無い者の3分の2が、「そもそも金融や投資の知識は不要」と回答。職場積立NISAや確定拠出年金の機会等を活用した教育環境整備も必要ではないか。

### 金融・投資知識に対する考え

資産形成のための有価証券投資の必要性  
(投資未経験者のみ対象)



(資料) 金融庁「国民のNISAの利用状況等に関するアンケート調査」(2016年2月実施)



### 職場積立NISA

金融機関は、導入先企業の従業員に対し、NISA投資の開始までに投資教育を実施しなければならない。  
(NISA業界ガイドライン)

### 確定拠出年金法の改正 (本年6月3日 公布)

法改正により、確定拠出年金を実施する企業には、加入者(従業員)に対する継続的な投資教育を行う努力義務。

## これまでの取組み③: 金融機関等

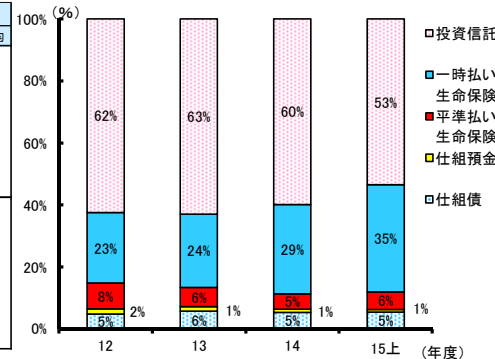
- 例えば、投資信託や貯蓄性保険の主な販売チャネルである金融機関(販売会社)において、必ずしも顧客本位とは言えない販売実態
  - ✓ 投資信託: 売れ筋は、特定の資産に偏ったテーマ型の商品や手数料が稼ぎやすい商品
  - ✓ 貯蓄性保険: 売れ筋は、運用商品と保険商品を複雑に組合せた一時払い保険だが、その販売手数料は高水準かつ不透明
- 商品開発や販売等に携わる金融機関では、真に顧客本位の業務運営(フィデューシャリー・デューティ)を徹底し、顧客に必要な情報を提供するとともに顧客のニーズや利益に適う商品・サービスを提供することが必要ではないか。

日米の売れ筋投資信託

順位	主な投資対象	投信のタイプ	決算頻度	純資産総額平均(兆円)	設定以来期間平均	販売手数料平均(税抜き)	信託報酬(年率)	収益率(年率)	
								過去3年平均	過去10年平均
日本	1 米国リート	アクティブ	毎月	1.1	13年	3.20%	1.53%	9.89%	▲0.11%
	2 海外リート	アクティブ	毎月						
	3 米国リート	アクティブ	毎月						
	4 海外株式	アクティブ	毎月						
	5 米国低格付け債券	アクティブ	毎月						
米国	1 米国株式インデックス	インデックス	四半期	22.6	31年	0.59%	0.28%	5.99%	5.20%
	2 世界株式(除く米国)インデックス	インデックス	四半期						
	3 米国株式インデックス	インデックス	四半期						
	4 米国株式	アクティブ	年						
	5 米国債券インデックス	インデックス	毎月						

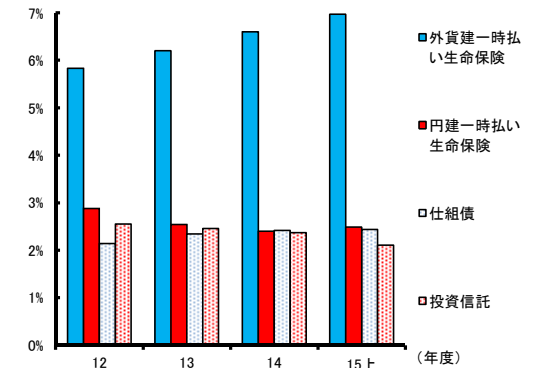
- (注1) 2016年3月末基準 米国投信純資産総額は1ドル=112.43円にて換算。  
 (注2) 日米とも純資産残高上位5投信。ETF、確定拠出年金専用、機関投資家専用は除く。  
 (注3) 日本の販売手数料は上限。米国投信でシェアクラスによって手数料が異なる場合は、各クラスの残高を基に加重平均。  
 (注4) 米国の信託報酬は、代表的なシェアクラスのもの。  
 (注5) 収益率は、販売手数料を加味し、分配金を再投資しないベースで算出。  
 (資料) QUICK(日本)、運用会社公表資料(米国)より、金融庁作成。

銀行における販売手数料等の比率推移



- (注1) 主要行等9行、地方銀行12行の回答を集計。(一部有効回答が得られなかった先を除く)  
 (注2) 投資信託は信託報酬・仲介手数料等を含む  
 (資料) 金融庁

投資信託、一時払い保険、仕組債の平均手数料率の推移



- (注1) 主要行等9行、地方銀行12行の回答を集計。(一部有効回答が得られなかった先を除く)  
 (注2) 平均手数料率=税込販売手数料/販売額  
 (注3) 一部、簡易的に税込手数料に換算後、集計。  
 (資料) 金融庁

## これまでの取組み④：機関投資家

- GPIF等の公的年金は、従来の国債中心の運用からポートフォリオを変更
- ゆうちょ、かんぽも運用の分散と高度化を進める方針に転換
- 他方、GPIFや年金基金等から運用を受託している資産運用会社等については、運用やスケジュールシップ活動(投資先企業に対する議決権行使や投資先企業との対話)の面で、真に顧客のために行動しているのか等に懸念があるとの指摘も

### GPIF等の基本ポートフォリオの変更

【見直し前】

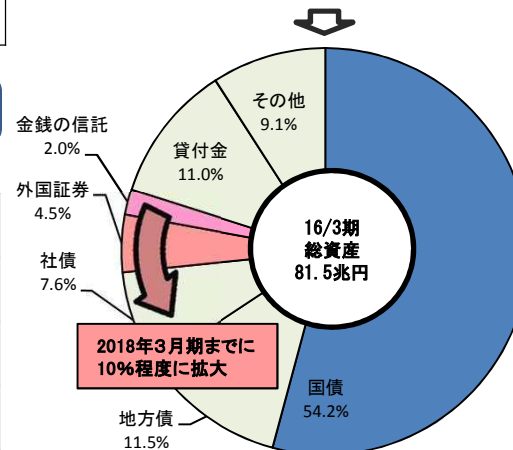
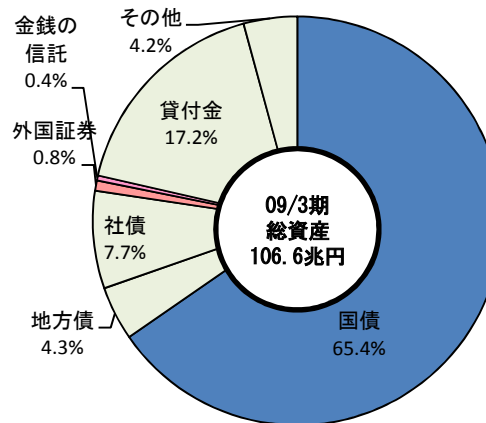
	年金積立金 管理運用 独立行政法人 (GPIF)	国家公務員 共済組合 連合会 (KKR)	地方公務員 共済組合 連合会	日本私立 学校振興・ 共済事業団	
2014年末 運用資産 (兆円)	137	7.8	16	3.4	
基本 ポート フォリオ	国内債券	60%	74%	64%	56%
	国内株式	12%	8%	14%	13%
	外国債券	11%	2%	10%	13%
	外国株式	12%	8%	11%	13%
	その他	短期資産 5%	短期資産4% 貸付金4%	短期資産 1%	短期資産 5%

GPIFは2014年10月より、その他の基金は2015年10月より、以下の通り基本ポートフォリオを見直し、構成比を一元化

【見直し後】

基本 ポート フォリオ	構成比
国内 債券	35%
国内 株式	25%
外国 債券	15%
外国 株式	25%

### かんぽ生命の総資産の内訳



### 資産運用会社の行動に関する指摘の例

GPIFが、「当法人の国内株式運用受託機関の状況」を公表(2016年1月28日)

#### 抜粋

「一部の金融機関グループ傘下の運用受託機関において、親会社等との利益相反の懸念について組織的な対応がなされていない事例があり、また運用受託機関自身のガバナンスに懸念がある事例も存在する。」

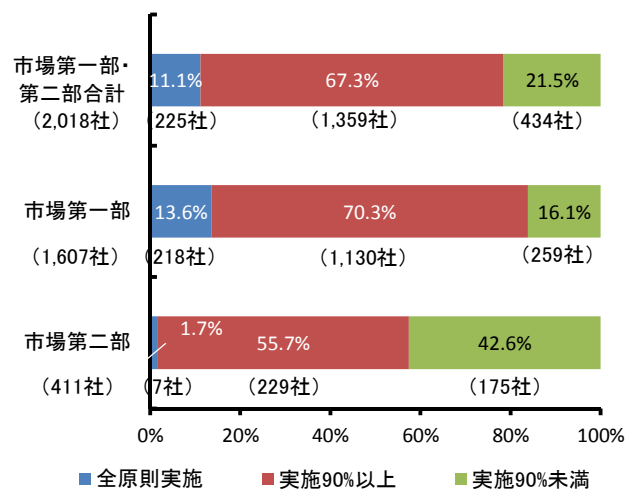
(注) 機関投資家には、年金基金等の資金の出し手である「資産保有者(アセットオーナー)」と、当該資金の運用等を受託し、投資を担う「資産運用者(運用機関)」が含まれる。 7



## これまでの取組み⑤: 上場企業

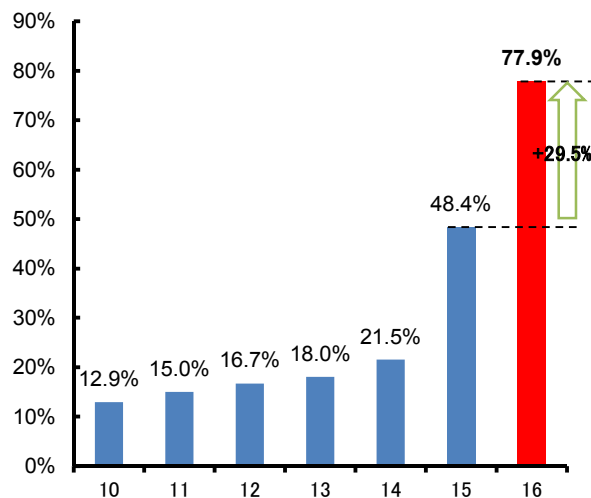
- コーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードの策定により、ガバナンス改革は大きく進展
- 今後は、ガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させることが重要

コーポレートガバナンス・コードの「実施」状況



(資料)東京証券取引所

2名以上の独立社外取締役を選任する上場会社(市場第一部)の比率推移



(資料)東京証券取引所

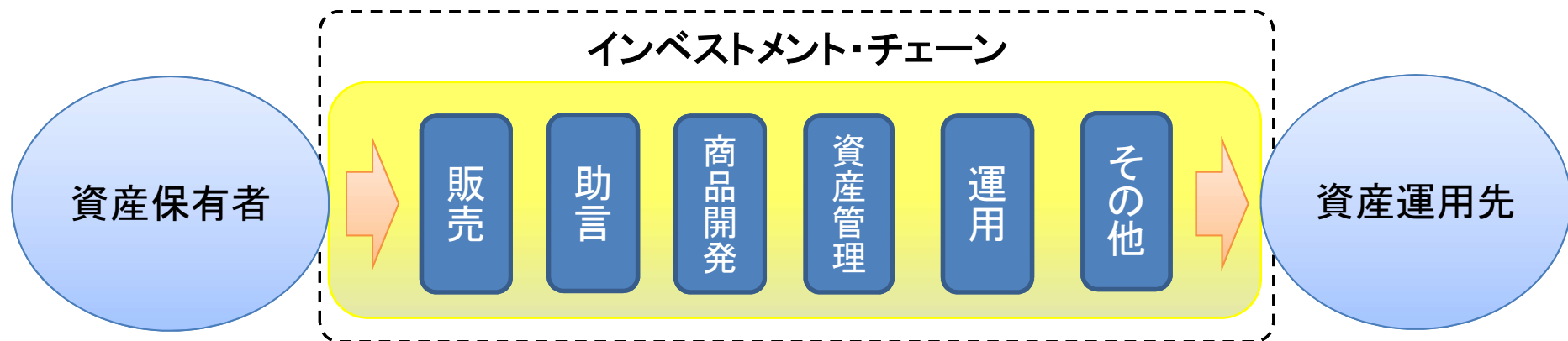
3メガバンクグループの政策保有株式の縮減

	15/3末残高 (取得原価)	当面の削減 目標額	期間
三菱UFJ	2.8兆円	8,000億円 (約3割)	5年程度
みずほ	2.0兆円	5,500億円 (約3割)	3年半程度
三井住友	1.8兆円	5,000億円 (約3割)	5年程度

(資料)各社公表資料等に基づき、金融庁作成。

## 今後の課題

- 家計の安定的な資産形成と、経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れを実現していくためには、これまでの取組みを更に深化させ、インベストメント・チェーンに含まれる全ての金融機関等が、顧客のベスト・インタレストのために行動するとのプリンシプルを定着させていくことが課題となるのではないか。



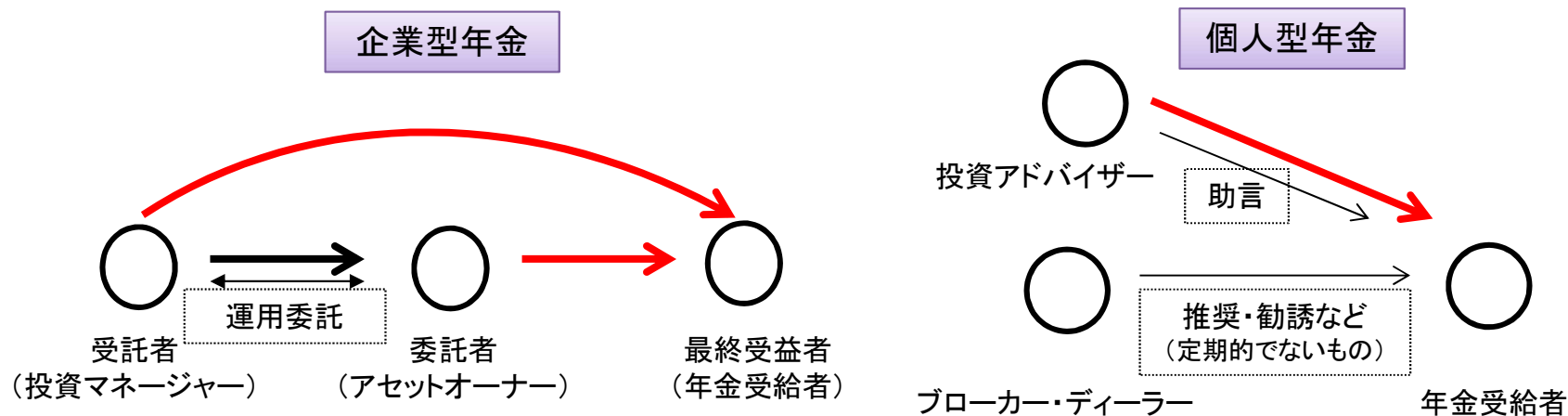
- なお、近年、国際的には、インベストメント・チェーンに含まれる全ての者が、顧客のベスト・インタレストのために行動することが重要、とされてきている。
  - 米国：エリサ法、労働省(DOL)フィデューシャリー・ルール案
  - 欧州：英国ケイ・レビュー、MiFID(金融商品市場指令)
  - 国際機関：OECD「金融消費者保護に関するハイレベル原則」、G20/OECD「コーポレート・ガバナンス原則」

# 米国の動向①

## 米国エリサ法 (Employee Retirement Income Security Act (1974年))

➤ 企業年金の加入者が有する受給権の保護を目的として、1974年に制定された企業年金を包括的に規制する米国連邦法。

■ 投資アドバイザーや投資マネージャーは、(委託者である)アセットオーナーに対してのみならず、最終受益者(年金受給者)に対しても、fiduciaryとして、直接、fiduciary dutyを負うとされた。



投資マネージャー、アセットオーナー共に、年金受給者に対してもfiduciaryとなり直接義務を負う。

定期的に投資アドバイスを行う者は、年金受給者に対してfiduciaryとなり義務を負う。

エリサ法におけるfiduciary dutyとは、最終受益者の利益のためだけに各種義務を果たすことに加えて、以下の義務を果たすことを指す。

- 忠実義務 (専ら最終受益者に利益を与え、年金プランの管理費用を合理的なものとする)
- 注意義務 (同等の能力を有し、同様な事情に精通している思慮深い者が、当該状況において用いることとなる配慮、技能、思慮深さ、熱心さをもって職務を遂行すること)
- 分散投資義務 (リスク回避のために、その行う投資を分散させること)
- 規約遵守義務 (年金プランに関連する規約を遵守すること)

## 米国の動向②

### 米国エイボン・レター(Avon Letter(1988年))

➤ 労働省がエイボン社の企業年金からの質問に対して発出した回答書。

■ 年金基金が保有する株式の議決権行使も、エリサ法上のフィデューシャリー・デューティーの対象となる行為であることを明確化。

➤ レターの概要

- 年金基金(アセットオーナー)が保有する株式に係る議決権の行使は、フィデューシャリーがなすべき資産運用行為に含まれる。
- 年金基金が、投資マネージャー(=投資顧問会社等の運用機関)に投資を委任した場合には、専ら投資マネージャーが議決権行使の義務と責任を負う。
- フィデューシャリーは、思慮深く、専ら加入者の利益のために議決権を行使しなければならない。即ち、投資の価値に影響を与えるであろう要素を考慮して、加入者の退職所得に関する利益を無関係な事項に劣後させてはならない。

## 米国の動向③

### 米国労働省(DOL)フィデューシャリー・ルール案(2016年)

※2017年4月以降の施行を予定

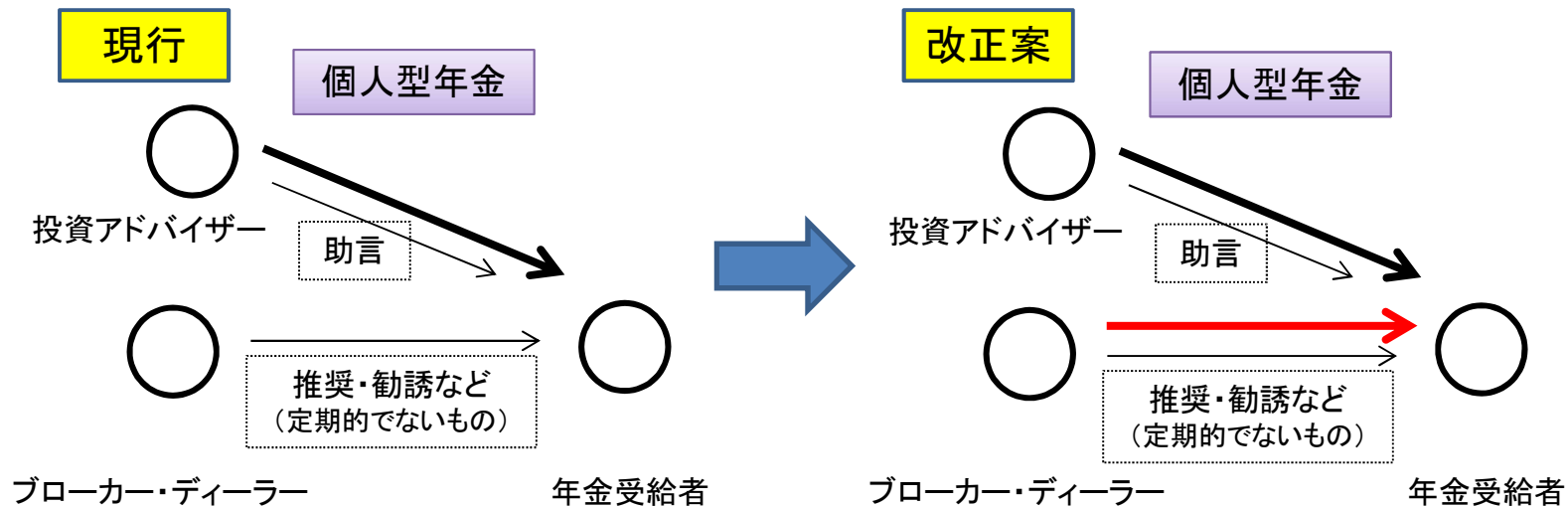
#### 問題意識・改正の目的

- 現状、エリサ法における「フィデューシャリー」に該当する投資アドバイス提供者の範囲が狭く、投資家に対する利益相反行為等からの保護が不十分。

(注)エリサ法における「フィデューシャリー」とされる投資アドバイス提供者の具体的な範囲は、労働省の投資アドバイス提供者の定義に関する規則で規定(1975年)。

#### 改正案の概要

- フィデューシャリーの範囲を見直し、定期的でなくとも、年金受給者に投資に関するアドバイスや推奨を行う者は、原則としてフィデューシャリーに該当する。
- その結果、ブローカー・ディーラー等も、フィデューシャリー・デューティーが課されることとなる。



# 欧州の動向

## 1. 英国ケイ・レビュー(The Kay Review (2012年))

- 英国政府(Department for Business Innovation & Skills)から要請を受けたジョン・ケイ教授が取りまとめ、2012年7月に公表した、英国株式市場の構造的問題、上場企業行動、コーポレート・ガバナンスに関する調査・分析レポート。

### 原則5:

- インベストメント・チェーンの全参加者が、顧客との関係においてfiduciary standardsを遵守すべき。
- fiduciary standardsとして、以下の事項を求める。
  - ①顧客の利益を最優先すること
  - ②利益相反状態を避けるべきこと
  - ③提供するサービスに対するコストが合理的であり、かつ、開示されるべきであること

### 提言7:

- 欧州連合及び各国の規制当局は、他人の投資に関する裁量権を持ち、又は投資の意思決定に関し助言を行うインベストメント・チェーンの全関係者にfiduciary standardsを適用すべき。

## 2. 欧州MiFID (Markets in Financial Instruments Directive (2007年施行))

- 欧州の金融商品市場指令。EU域内の資本市場・投資サービスに係る基本法。

- 欧州連合の各加盟国は、投資会社が顧客に対して投資サービスを提供する際には、投資会社に対して、顧客のベスト・インタレストに従って、誠実、公平かつ専門家として行動することを求めなければならない。

# 国際機関の動向

## 1. OECD「金融消費者保護に関するハイレベル原則」(2011年10月)

及び同原則の適用に関する報告書(2013年9月)

- G20ソウルサミット(2010年11月)の要請を受けて、金融消費者保護を目的とし、既存の国際金融に関する原則やガイドラインを補完するものとして策定。

### 原則3:顧客の公平・公正な取扱い

- ✓ 全ての金融消費者は、金融サービス提供者との関係の全ての段階において、公平、誠実、公正に取り扱われるべき。顧客の公正な取扱いは、全ての金融サービス提供者及び委任代理人の良いガバナンスや企業文化の不可欠な一部であるべき。金融取引被害を受けやすいグループのニーズに対しては、特別な配慮がなされるべき。
  - ・金融サービス提供者:市場において金融商品・サービスを提供する全ての者
  - ・委任代理人:金融サービス提供者のために又は独立の立場で活動する第三者(ブローカー、アドバイザー及び仲介者を含む。)

### 原則4:情報開示、透明性

- ✓ 金融サービス提供者及び委任代理人は、顧客に対して、基本的な利益、リスク及び商品の条件に関する重要な情報を提供すべき。また、金融サービス提供者及び委任代理人は、顧客に対して、当該金融商品を販売する委任代理人に関する利益相反についての情報も提供すべき。
- ✓ 特に、金融商品の重要な特徴に関する情報は提供されるべき。顧客との関係の全ての段階において、適切な情報が提供されるべき。全ての販売用資料は、正確、誠実、理解可能であって、誤解を招かないものであるべき。適切な場合には、同じ性質の商品・サービスの間で比較することができるように、標準化された契約締結前の開示の実務(様式等)が採用されるべき。複雑でリスクの高い商品・サービスに見合った情報提供がなされるよう、特別な開示方法(起こりうる事項の警告等)が開発されるべき。可能な場合には、開示規制の有効性を判断し、また、改善させるために、顧客調査が実施されるべき。
- ✓ アドバイスの提供は、できる限り客観的であるべきであり、かつ、一般的には、商品の複雑さ、商品に関するリスク、顧客の金融に関する目的、知識、能力及び経験を考慮した顧客のプロフィールに基づいたものであるべき。
- ✓ 顧客に、関連する正確かつ入手可能な情報を金融サービス提供者に提供することの重要性を気づかせるべき。



## 国際機関の動向

### 原則6: 金融サービス提供者及び委任代理人の責任ある業務活動

- ✓ 金融サービス提供者及び委任代理人は、顧客のベスト・インタレストを図らねばならず、また、金融消費者保護を維持する責務を有すべき。また、金融サービス提供者は、委任代理人の行動についても責任を負うべき。
- ✓ 取引の性質に応じ、また、一次的に顧客から提供された情報に基づいて、金融サービス提供者は、金融商品、助言又はサービスの提供について合意する前に、顧客の財政的な能力、財務状況及びニーズを評価すべき。従業者（特に顧客と直接やり取りをする者）は適切に教育され、選抜されるべき。
- ✓ 利益相反の可能性が生じた場合には、金融サービス提供者及び委任代理人は、当該利益相反を避けるように努めるべき。利益相反が避けられないときには、金融サービス提供者及び委任代理人は、適切な情報開示又は当該利益相反を管理するための内部体制の構築を確保するか、当該商品、助言、サービスの提供を回避すべき。
- ✓ 金融サービス提供者及び委任代理人の従業者の給与体系は、責任ある業務活動、顧客の公正な取扱い及び利益相反の回避を促進するように設計されるべき。当該給与体系は、利益相反の可能性が管理又は回避できない場合等の適切な場合には、顧客に対して開示されるべき。

- 同原則の適用に関する報告書では、各原則に資する規制・監督上の効果的な取組みを、銀行取引、信用取引、投資、証券、保険及び年金を含む全ての金融サービス部門の利害に関わるものとして提示。

## 2. G20 /OECDコーポレート・ガバナンス原則（1999年公表、2004年・2015年改訂）

### 第Ⅲ章 機関投資家、株式市場その他の仲介者

- コーポレート・ガバナンスの枠組みは、インベストメント・チェーン全体を通じて、健全なインセンティブを与え、良いコーポレート・ガバナンスに貢献するような形で株式市場が機能することを支援するものであるべき。



## 金融審議会 市場ワーキング・グループにおける検討課題

### 国民の安定的な資産形成

- ◆ 国民の安定的な資産形成や経済の持続的成長に資する、より良い資金の流れを実現していくことの意義は何か。その実現のためには何が必要か。

- ◆ そうした流れが米英で実現したのはなぜか。

### 金融商品販売等

- ◆ どのような金融商品・金融サービスがどのように提供されているか。
- ◆ 金融商品の製造・販売等の担い手に関するわが国の構造的な特徴についてどのように捉えるか。
- ◆ 商品販売等をめぐる利益相反関係や情報の非対称性等についてどう考えるか。
- ◆ 顧客本位の業務運営のプリンシプル/ルールのあり方や、それらを定着させるための取組みについてどう考えるか。

- ◆ 諸外国における金融商品の製造・販売等の実態やその担い手の構造はどのようになっているか。
- ◆ 諸外国におけるプリンシプル/ルールやその適用の状況はどのようになっているか。

### 機関投資家 資産保有者 資産運用者

- ◆ 資産保有者・資産運用者が最終的な資金の出し手（年金受給者など）のために役割を果たすことの重要性についてどのように考えるか。
- ◆ 資産保有者・資産運用者による運用の高度化をどう図っていくか。
- ◆ 資産保有者・資産運用者による責任あるスチュワードシップ活動をどう確保していくか。※

- ◆ 海外機関投資家による取組みの状況等はどのようになっているか。

※は「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」での議論を踏まえて検討

### 個人

- ◆ 顧客の金融リテラシーの向上に向け、金融経済教育について、より実効性を高めるための方策についてどう考えるか。
- ◆ 職場積立NISAや確定拠出年金の機会等を活用した教育環境整備をどう図っていくべきか。

別途有識者会議を設置して議論することを検討。  
⇒ 有識者会議における検討結果を市場WGに報告・議論。