

内外資本市場動向メモ

未来創発センター主席研究員 大崎貞和

No.16-12
(通巻第 289 号)
2016 年 9 月 20 日 (火)

◆問合せ先：電話 03-5533-2151、電子メール s-oosaki@nri.co.jp

◆フィデューシャリー・デューティーと顧客本位の業務運営 ～金融庁の「金融レポート」を読む～

「金融レポート」の公表

2016年9月15日、金融庁が「平成27事務年度 金融レポート」を公表した¹。同庁は、2015年9月「金融行政方針」を公表し²、各分野における当面の重点施策を示すとともに、いわゆるPDCAサイクル(Plan → Do → Check → Action)の実践として、それら施策の進捗状況や実績等に対する評価を公表することを明らかにしていた。今回の「金融レポート」は、この方針に基づき、平成27事務年度(2015年7月～2016年6月)における金融庁の取り組みを自己評価し、今後の課題を提示したものである。

「金融レポート」は、本文123頁にわたる文書である。その構成は、まず世界の経済・金融市場の動向と日本の金融システムの現状について述べた後、「金融行政方針」に示された各重点施策の進捗状況とそれに対する評価を論じ、最後に「金融行政方針」で示された金融庁自らのガバナンス改革や金融行政の再点検について述べるというものである。

本稿は、このレポート全体の内容を紹介するものではなく、その一部に関する筆者の感想文である。従って、レポートの内容の詳細については、レポートそのものや同時に公表された「金融レポートの主なポイント」と題された金融庁作成の資料を是非ご覧頂きたい。

国民の安定的な資産形成への課題

「金融レポート」の重点施策に関する記述の中で、筆者がとりわけ興味深く読んだのは、「国民の安定的な資産形成の促進：「貯蓄から資産形成へ」と題された節である³。その内容

¹ <http://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4.html>

² <http://www.fsa.go.jp/news/27/20150918-1.html> その内容については、大崎貞和「「金融行政方針」策定の意義」『金融ITフォーカス』2015年11月号参照。

³ 「金融レポート」44～70頁。

このレポートは、金融資本市場の動向に関する参考情報の提供を目的に作成されたもので、投資勧誘を目的としていません。このレポートは株式会社野村総合研究所から、野村グループ各社の役職員等に直接提供するという方法または野村グループ各社からお客様へ直接提供するという方法でのみ配布しております。このレポートのいかなる部分も執筆者及び株式会社野村総合研究所に帰属しておりますので、電子的か機械的かまたはその他のいかなる方法であるかを問わず、どのような目的でも無断で複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

を要約すれば、次のようになる。

日本の家計金融資産は、米国や英国と比較するとその構成が預貯金に偏っており、超低金利が持続する中、運用リターンが相当低い水準で推移している。そこで国民の中長期の安定的な資産形成を進めていくことが課題となる。その際の実効的な手法となり得るのが、投資対象と投資時期を分散させた上で長期に保有する長期・積立・分散投資である。ところが家計の金融・投資リテラシーは低く、2014年から開始された少額投資非課税制度（NISA）もかなりの拡がりはみせているものの、長期・積立・分散投資には十分活用されておらず、制度自体そうした観点からは改善の余地がある。

また、国民の安定的な資産形成を進めるためには、銀行や証券会社、投資運用会社など、投資商品の開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、真に顧客の利益のために行動し、質の高い金融商品・サービスを提供することが重要である。しかし、現在の投資信託や貯蓄性保険商品、ファンドラップといった商品・サービスの販売状況を検証したところでは、真に顧客本位とはいえないような販売実態があり、業績目標や業績評価の手法、営業体制などについても改善の余地がある。総じていえば、金融機関が短期的な利益を優先させるあまり、顧客の安定的な資産形成に資する業務運営が行われているとは必ずしも言えない状況にある。

金融庁の問題意識

「金融レポート」の記述は、全体的な環境を統計データに基づいて分析した上で、個別の金融機関に対する検査やヒアリングで得られた情報や顧客からの苦情など具体的な情報を積み上げて組み立てているだけに、その指摘は、多くの金融機関にとって耳の痛い内容であったとしても、傾聴に値するものである。

もちろん、細かく見ていけば、異論を提起し得るような分析もないわけではない。例えば、日本の投資信託販売の問題点を導き出す上で、投資家の置かれた環境が大きく異なる米国とのやや単純化されたような比較から、売れ筋商品に手数料などのコストの高いものが多いことを問題視するような指摘がなされている点などをめぐっては、異なる視点からの分析も可能であろう。

長期・積立・分散投資の重要性が非常に強調されていることに対しても、必ずしもそうした投資手法が全ての投資家にとって最も望ましいものではないかといった、ある種の反論もできるかも知れない。

この点については、金融庁自身、長期・積立・分散投資が、全ての投資家に最適な投資手法で、それ以外の手法は全て邪道だなどという極端な考え方をとっているわけではあるまい。とはいえ、ここ数年にわたって金融庁が強調してきた家計の「ポートフォリオ・リバランス」、

このレポートは、金融資本市場の動向に関する参考情報の提供を目的に作成されたもので、投資勧誘を目的としていません。このレポートは株式会社野村総合研究所から、野村グループ各社の役員等に直接提供するという方法または野村グループ各社からお客様へ直接提供するという方法でのみ配布しております。このレポートのいかなる部分も執筆者及び株式会社野村総合研究所に帰属しておりますので、電子的か機械的かまたはその他のいかなる方法であるかを問わず、どのような目的でも無断で複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

すなわち個人の金融資産を預貯金や国債など元本確保型商品中心の資産運用からバランスのとれたポートフォリオへとシフトさせていくためには、とりわけ資産形成を進めるべき若い世代にとって、長期・積立・分散投資が、有効かつ重要な投資手法となることは間違いない。

「金融レポート」の発表に際して、金融庁の幹部が「長期・分散・積立投資を国民運動にしたい」と述べたとも報じられているが⁴、厳しい財政状況の下で社会保障給付の大幅な拡充が望みにくい以上、過半が預貯金にとどまっているという個人金融資産の分布の偏りを是正し、老後の生活資金を自ら確保するための自助努力による資産形成を促すことは喫緊の課題に違いない。金融庁の意気込みは是とすべきであろう。

ガバナンス改革との合わせ技

もっとも、日米の比較などを持ち出しながらポートフォリオ・リバランスの重要性が説かれることに対しては、過去の相場動向や金利動向を熟知する者にとっては、やや違和感もあるだろう。米国では、様々な浮き沈みを経験しながらも、20年、30年という長期では国内株式への投資がそれなりのリターンを持続的に提供してきたのに対し、日本では、バブル崩壊後長期で見ても株式投資のリターンが振るわなかったという現実があるからである。

こうした彼我の違いは無視できないとはいえ、中央銀行がマイナス金利政策をとり、超低金利が長期間続く中でインフレ期待を高めようとしていることを踏まえれば、過去の株式市場が振るわなかったからといって、元本確保型商品中心の資産構成を続けたのでは、実質的な資産の目減りが懸念されることになる。

だからこそ金融庁は、ポートフォリオ・リバランスを説くことと並行して、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの制定など、上場企業のガバナンス改革を推進しているのである。いわばガバナンス改革との合わせ技で、国民の安定的な資産形成を進めようとしているわけである。周知のように、このガバナンス改革は、「攻めのガバナンス」を通じて上場企業の収益力向上、ひいては株価の上昇を実現しようというものである。そうした政策が功を奏するのであれば、ますますポートフォリオ・リバランスの必要性は大きいということになるだろう。

ポートフォリオ転換を阻害する金融機関の姿勢

「金融レポート」からは、この金融庁の目指すポートフォリオ・リバランスを阻害している大きな要因が、個人向けに金融商品の販売を行う金融機関における「フィデューシャリー・デューティー」や「顧客本位の業務運営」の欠如、あるいは不足であるという認識と危機意識が強く伝わってくる。

⁴ <http://diamond.jp/articles/-/102245>

このレポートは、金融資本市場の動向に関する参考情報の提供を目的に作成されたもので、投資勧誘を目的としていません。このレポートは株式会社野村総合研究所から、野村グループ各社の役員等に直接提供するという方法または野村グループ各社からお客様へ直接提供するという方法でのみ配布しております。このレポートのいかなる部分も執筆者及び株式会社野村総合研究所に帰属しておりますので、電子的か機械的かまたはその他のいかなる方法でも無断で複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

もちろん、金融庁は、個人向けに金融商品を販売する全ての金融機関が、顧客の利益を軽視するような経営姿勢をとっているなどと決め付けているわけではない。「金融レポート」においても、金融庁が好ましいと考える営業手法や管理手法の具体例が掲げられており、そうした「ベスト・プラクティス」が多くの金融機関によって共有されることで、個人金融資産のバランスのとれたポートフォリオへの転換が進むというのが、金融庁の期待する姿であろう。

また、「金融レポート」ではもっぱら金融機関による金融商品の販売という場面に表れた問題点が取り上げられているが、同レポートにも明記されているように、金融庁は、「フィデューシャリー・デューティー」や「顧客本位の業務運営」は金融商品の販売だけでなく、投資運用会社等による資産運用や資産管理など、投資のプロセス全体あるいは「インベストメント・チェーン」全体を通じて幅広く求められるものだという認識を持っている⁵。こうした考え方は、2012年に公表された英国の「ケイ・レビュー」とも共通するものである⁶。

こうした現状認識や問題意識が、現在、金融審議会の市場ワーキング・グループで進められている「フィデューシャリー・デューティー」や「顧客本位の業務運営」に関する検討の背景ともなっているのである。

金融機関は困惑？

これに対して、金融機関の経営者、現場の管理者からは、顧客の利益を踏みにじってでも利益を上げろなどとは言っていないし、難しい市場環境の下で、精一杯の取り組みを進めてきたとか、「フィデューシャリー・デューティー」といった英米法特有の概念を持ち出されても対応に困るとかというような声も出そうである。

筆者は最近、この点をめぐって、大要次のような趣旨の小文を公にした⁷。金融機関側も顧客本位でなければ長期的に事業を継続できないことは分かっているが、顧客にとっての最善を尽くすといっても、金融商品の販売を行う場合には、自社の取扱商品の範囲内でしか選択できないのも現実ではないか。「あなたのニーズにはこの商品がベストですが、当社では扱っておりません」とは言えない⁸。他方、取扱商品の大幅な拡充にはシステム投資や従業員教育など

⁵ 例えば、『証券アナリストジャーナル』2016年9月号掲載の森信親金融庁長官の講演を参照。

⁶ ケイ・レビューには、インベストメント・チェーンに関わる者のうち他社の投資に関する裁量を有する者や投資判断に関するアドバイスを行う者の全てに対してフィデューシャリー・デューティーの原則を適用すべきだという提言が盛り込まれている。同レビューの背景や内容については、大崎貞和「英国株式市場の短期志向を批判するケイ報告書」『内外資本市場動向メモ』No.12-15（2012年8月3日）参照。また、日本においても、ケイ・レビューの日本版ともいえるべき「伊藤レポート」が、伊藤邦雄教授を中心に取りまとめられ、経済産業省から公表されている。
<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>

⁷ 大崎貞和「顧客本位の営業」『日本経済新聞』2016年8月16日付夕刊5面コラム「十字路」。

⁸ 英米法におけるフィデューシャリー・デューティーの根幹をなす「不可分の忠実義務」を徹底するのであれば、そこまで言わなければならないという解釈もあり得るだろう。

のコストがかかる。また、相対的な手数料の高さや系列会社の商品だという理由だけで、特定の商品の販売・推奨を一律に否定するのでは、かえって問題である。やや複雑な商品でも、適合する顧客に丁寧に説明して勧誘すれば問題はないはずであり、超低金利と振れの大きい為替レートが続く中で、シンプルな商品だけではリターンを上げられないという現実も無視できない。喫緊の課題は、過剰規制に陥ることなく、金融機関による顧客本位の営業を確立することである。

手数料開示をめぐる

この拙文に対しては、匿名のブログ執筆者から、筆者が金融商品の手数料の開示に反対しているのではないかといった指摘がなされていたが⁹、そのような誤解を呼んだとすれば、筆者の筆力不足と言うしかない。率直に言って筆者は、投資信託や貯蓄性保険商品、ファンドラップといった商品・サービスに係る手数料をできるだけ投資家に分かりやすく開示すべきという意見に賛成である。もちろん、具体的にどのような形での開示が適切かについては、慎重な検討が必要だと考えるが¹⁰、現在の開示水準が最適であるとか、これ以上の開示を制度化することは不要などと強弁するつもりは全くない。

筆者が「過剰規制に陥ることなく」と書いた際に念頭にあったのは、手数料開示の問題ではなく、どのような形で「フィデューシャリー・デューティー」の貫徹を図るかという論点である。というのも、筆者は、手数料開示をどのような形でどこまで行うべきかという問題は、「フィデューシャリー・デューティー」や「顧客本位の業務運営」と無関係ではないとしても、直接、そこから導き出されるものではないと考えるからである。開示が求められる手数料等の情報の内容や開示方法は、もっぱら顧客・投資家の保護のために必要な情報の質や量という観点から検討されるべきものであり、「顧客本位」という観点からは、そうした情報をどのような形で顧客に伝えるかとか、最低限の開示情報の提供に加えてどのような対応が求められるかといった点が検討されるべきであろう。

制度化に際しての懸念

むしろ筆者が懸念するのは、もともと日本とは法体系がかなり異なる英米法に由来する「フィデューシャリー・デューティー」の概念を直輸入することで、金融機関の正当なビジネスが持続できなくなるような現実離れした規制が設けられたり、「顧客本位の業務運営」の具体的な内容やそれが貫徹されることを担保するための仕組みが、事細かにルール化（場合によっては法令上の義務として）され、その「コンプライアンス」の徹底を求められることになったりする、といった事態である。

⁹ <http://ameblo.jp/takahikoyoshida/entry-12191085123.html>

¹⁰ 例えば、保険商品の場合、保障という他の金融商品にはない重要な要素があることを考えれば、単純に契約初年度の払込保険料の何パーセント相当が販売者の収入となるかだけを表示することが最善の開示方法かどうかは疑問である。

このレポートは、金融資本市場の動向に関する参考情報の提供を目的に作成されたもので、投資勧誘を目的としていません。このレポートは株式会社野村総合研究所から、野村グループ各社の役職員等に直接提供するという方法または野村グループ各社からお客様へ直接提供するという方法でのみ配布しております。このレポートのいかなる部分も執筆者及び株式会社野村総合研究所に帰属しておりますので、電子的か機械的かまたはその他のいかなる方法でも無断で複製または転送を行なわないようお願いいたします。

もちろん、一部の金融機関が既に実践しているような「フィデューシャリー宣言」を高らかに行えば、それで「フィデューシャリー・デューティー」や「顧客本位の業務運営」が確立するというような単純な話では到底ない。しかし、「顧客本位」といった「姿勢」の問題は、画一的なルールとして定められるものではなく、金融機関が試行錯誤と監督当局との対話を重ねながら、次第に「ベスト・プラクティス」を見出していくという形で解決されるべきものではないだろうか。そこに一定の競争圧力が働けば、長期的には、「ベスト・プラクティス」からかけ離れた対応を続ける金融機関は顧客から見捨てられ、市場から退場していくということになるのだろう。

その点では、今回の「金融レポート」が、金融庁が金融機関によるどのような対応を望ましいと考え、どのような対応を望ましくないと考えているかをかなり踏み込んで明示していることの意義は大きい。金融機関の側では、今回のレポートを金融庁による一定の対応方法の押し付けなどと受け取ることなく、自社の業務運営を見直して行く上での参考にするとともに、当局との対話の材料とするといった姿勢が求められるだろう。

また、「フィデューシャリー・デューティー」という概念自体には、金融機関としては、あまり拘泥し過ぎない方が生産的であるようにも思われる。確かに金融庁は、ここ数年、「フィデューシャリー・デューティー」の意義を強調しながら、金融機関に対する監督と対話を進めてきた。しかし、そこで求められてきたものが、厳密な意味で、英米法上の「フィデューシャリー・デューティー」概念をそのまま適用しようとするものであったとは考えにくい。金融庁が是正を求めてきたのは、一部の金融機関に散見される、顧客の利益を少しくらい損なっても自社の利益が短期的に高まれば構わないと言わんばかりの営業姿勢やそれを是認するような経営姿勢だということなのではないだろうか。

(了)