

2021/7/25

金融庁 御中

「資産運用業高度化プログレスレポート 2021」についての意見書

良質な金融商品を育てる会（フォスター・フォーラム）有志

連絡先：info@fosterforum.jp

重点的に取り組むべき課題として「顧客本位のプロダクト・ガバナンス」が打ち出された点を高く評価する。その上で、投資信託の利用者（受益者）の立場から、いくつかの意見を申し述べる。

永沢裕美子

- クローゼット・トラッカーの問題（掲げている運用方針と実際の運用の乖離）については、解決策として、中立的・専門的なファンドアナリストの育成が期待される
ところだが、こうしたビジネスは販社や運用会社からの資金提供なくして成り立つ
とは思えず、結局、利益相反が生じるように見え、期待できない。問題の解決を市

場に任せることは期待できないため、行政がこの問題の解決に先鞭をつけるべきと考える。したがって、この問題の調査に金融庁が着手することに大いに賛成する。こうした監視は恒常的に行わなければならないところ、そのためにはお金がかかる。このお金をどう手当てするかが課題となると思うが、例えば、信託報酬の一部をこうした調査・監視を行う機関（大仰なものを作る必要はない。例えば、投信協会もしくは信託協会の中に設置すればいいのでは）の構築・維持に回すような工夫を考えてみてはどうか。受益者に代わってファンドを監視するという役割の担い手を育てることが必要であり、その担い手は客観的なデータに基づいて継続的に監督を行うことが求められている。

- 小規模ファンドの乱立状況の改善が急務であると言われて久しい。かつて、まさにこの問題意識から、金融庁と業界はファンド併合（合併）の制度を用意したのではなかったか。この制度がなぜ利用されないのか、その検証と制度改正への提言が必要ではないか。

ファンドを整理する方法として、償還を奨励するかのように読めてしまうのは誤解だろうか。繰り上げ償還については、約款に書いてあると言い訳するのではなく、約束違反という意識は持って欲しい。ファンドを立てて早期に潰さなくてはならないのは、販売会社としても運用会社としても恥ずかしいことだと思う。受益者の中

には、乗った船を降りたい人もいるだろうが、その後を探すのが面倒だからと資産運用をやめてしまうこともありうる。ファンドの販売に関わった金融事業者は、次の船を紹介し、無料で乗りかえるぐらいのサポートをすべきではないのか。また、販売手数料は、販売時に想定信託年数で割り、1年当たりの金額を表示した上で、繰り上げ償還となる場合には、残りの年数分を返却するぐらいのことがあってもいいのではないか。

- 新しい手法を開発・利用することを否定するわけではないが、仕組みが複雑であったり、新しい手法、非伝統的な投資対象を利用する場合には、運用開始後のPDCAが伝統的なファンドにも増して必要である。その点でも、ファンドの監視を行う機関の設置が必要と思う。
- 資産運用会社の取締役会に社外取締役が選任されるようになっており、運用の世界で経験豊富な方々が社外取締役に選任されていることについても、望ましい方向と評価する。一方、社外といえども、取締役は会社の株主（オーナーである販売金融機関や保険会社、運用者個人）の利益のために行動することが求められているが、投資信託という商品を見ると、社会的には受益者の利益を最優先に考えて行動いただくことが強く期待されているのではないだろうか。ファンド・ガバナンスとい

う観点から、投信会社の社外取締役の選任及び社外取締役の責務について、何らかの基準を設けるとともに、社外取締役が受益者の利益を最優先に考えることを動機付けするようなことはできないだろうか。検討をお願いしたい。

また、運用会社は非公開企業であるので、それぞれの会社がどう運営されているのかがよくわからない（見えない）。市場によるガバナンス機能を働かす（ということ聞こえがいいが、外からどう見えるかを気にする経営者の心理を利用する）ために、例えば、取締役会の構成について、ホームページ等で公表することを義務付ける等してはどうだろうか。ファンドの品質を決めるのは究極的には運用会社である。プロダクト・ガバナンスのためには、ファンドの情報だけでなく運用会社に関する情報についても、その開示の在り方について踏み込んで検討をしていただきたい。

大江加代

- ・ P19：同一ベンチマークに連動するインデックスファンドの費用体系をめぐる課題。
職域向けファンドで手数料を引き下げる動きだけが取り上げられているが、販売会社を多数抱える商品についても各方面の調整を半年以上かけて行い、信託報酬を下げた事例はある。同一ベンチマークに連動するインデックスファンドについては低い信託報酬の新規設定よりも、現存ファンドの引き下げの方が、現在の保有者（DCの加入者を含む）にとって有用であり、そういった事例に光を当てて促進する流れ

をお願いしたい。

さらに、DCに関わる立場から言えば、DC専用ファンドではなくDC採用ファンドでこのような分析をし、公表することによってDC加入者900万人の資産形成を側面支援をぜひお願いしたい。(運営管理機関各社が選定しているファンドは2016年の法改正で開示を義務付けたので、厚生労働省ホームページ「運営管理機関登録業者一覧」から辿ることができます)

- ・ P21 商品の費用の開示についての問題点。

信託報酬に含める費用の基準があいまいという点ということは、個人が購入を検討する際に適切な比較ができないことを意味するわけですから、その他費用なども含めた実質的に投資者が負担する費用を簡易な商品説明の際にも提示することをお願いしたい。メインが実質、サブが現行の信託報酬という扱いにすることで不当な受益者負担を廃し、顧客本位の業務につながると考える。

川元由喜子

- ・ ガバナンス –顧客利益を最優先するガバナンスの確立 (5～6ページ)

日本の資産運用会社は、「大手金融グループ内の運用子会社」であるケースがほとんどなので、それに沿った対応が議論されている。資本面はともかく、人事面では

ある程度明確に、独立性を確保する必要があると考える。この点に関しては、社長人事について「親会社の業務執行を担当する役員との兼務を解消。」とあるのみで、とても十分とは思えない。運用会社の社長というポストがグループ全体の一つのポジションであれば、運用会社の社長を離れた後のポジションが有利になるよう、マネジメントするインセンティブが働く。親会社、またはグループ内の他社と、人事体系を全く別にしなければ、独立性は維持できない。そこに根本的に切り込まず、社外取締役で中立性を確保させようと言う考え方は、いわゆる「お茶を濁している」に過ぎない。社外取締役は万能薬ではない。社長が真に顧客視点で経営して初めて、社外取締役の機能も発揮されると考える。

- ・ 新規参入の円滑化（43 ページの（3）、39～40 ページ）

今後の施策の一項目として挙げられているが、重要なのは新規参入のためのコストであろう。39 ページでごく軽く触れられているが、運用を支える諸々のシステムを低コストで利用できる必要がある。大資本の運用会社と同じ条件では、新規参入は非常に難しい。新規参入を増やすことによって健全な競争を促進し、運用会社全体のパフォーマンス向上に繋げることが必要である、との明確な認識を持って、独立系運用会社の参入を、積極的に促すべきである。そのために必要なのは、システム利用の優遇措置など、直接運用にかかわらない部分のコストを低く抑えられる施

策であろう。

石川由美子

(4) 業務運営体制 ①プロダクトガバナンスの強化 (i)顧客本位のプロダクトガバナンスにおいて次の2点の問題についての言及がされていない点が問題であると思います。

- ・ 経営体制において「顧客利益を最優先し、長期視点での運用を重視する経営体制」に取り組むことが提起されているが、運用会社が設定するファンドの多くは、iDeCo とつみたて NISA 対象ファンドを除くと、相変わらず、信託期間 5 年、10 年のものがほとんどであり、長期視点を重視しているとは言い難い。投資信託は長期で資産を形成するための商品であることを鑑みれば、信託期間は全て無期限とすることが妥当である。5 年、10 年という短い信託期間のファンドを設定するのであれば、長期投資に不適切である旨を、投資家に明確に分かるように目論見書などに記載すべきである。
- ・ 繰上償還の問題についての言及が全く見られない。毎月、非常に多くの投資信託が繰上償還されている。しかも、その状況は数十年に渡り継続している。投資信託の運用会社の最低限の責務は、設定したファンドを予め設定した信託期間が満了するまで責任を持って運用することであるにもかかわらず、運用会社は残高が小さいこ

とを理由に安易な繰上償還を繰り返している。繰上償還が実施されることで、投資家は資産運用の見直し、税金の支払いや損失の確定など想定外の不利益を被る。この状況が継続している限りは顧客本位の業務運営が実施されているとは言えない。繰上償還は運用会社だけの責任ではないとしても、残高が減少傾向にあるのであれば、販売会社と連携して残高を増やす努力を最大限に実施することが必須である。また、繰上償還するのであれば、繰上償還を回避するために講じた具体的対策の公表、運用会社代表による償還報告会の開催、同類のファンドの設定を3年間は禁止するなどのペナルティを科すことを検討すべきである。繰上償還については、既に何十年にも継続されてきた最も看過できない事案である。

長谷川 攝

- ・ 既に金融庁のリーダーシップで各論の議論と変化が進んでいることを感謝、評価するとともに、次のステージに進み各運用会社のリーダー（経営者）を巻き込んだビジョンを議論される場を公開していただきたい。
- ・ P.12 経営体制：グループ順送り人事にも触れているが、トップ在任期間の「適正化」やダイバーシティの取組みについてなど、もう一步、議論に踏み込んで欲しい。金融グループの子会社には各社のグループ内事情があることは推察できるが、その事情一つ一つを指摘し積み上げるのではなく、目指すべき運用会社の経営体制につ

いて高次元でのビジョンを議論して頂きたい。

- ・ P. 15 業務運営体制：投資信託の本数が高止まりし、採算性の取れない小規模ファンドが多い状況は、顧客のためにも、運用会社のためにも、本腰を入れて整理・統合を促進して欲しい。P. 16 コラム③で韓国の取組みが紹介されていることから、施策を検討されているのかも知れないと拝察するが、例えば、委託会社の採算性向上のための基準価額の2者計算スキームから1者スキームへの変更や、ようやく1件の実績があるのみのファンドの併合など、実行し得る施策を促進して欲しい。ファンドの繰上償還は受益者の期待を裏切るものである一方、繰上償還や難易度がさらに高いファンド併合などを回避するためなのか、ファンドの信託期間はかつて多かった無期限ではなく5年程度が増えている。長期運用の器としての投資信託の設計としていかなものだろうか。