

「第2回 資産運用業強化委員会」議事要旨
平成28年11月22日(火) 15:00 ~ 16:30
於：投資信託協会

議事内容

1. 省略
2. 第1回意見内容と今後の進め方について
3. フィデューシャリー・デューティーに関連した取組み例について

配布資料

資料1 省略

資料2-1 第1回意見内容と今後の議論の進め方

資料2-2 第1回意見整理

資料2-3 資産運用業強化委員会 目的及び論点

資料2-4 資産運用等に関するWGの提言

資料2-5 ガバナンス構築の目的と検討にあたっての考え方

資料3-1 FDに関連した取組みに関する実態把握調査について

資料3-2 FDに関連した取組みに関する実態把握調査結果の概要

資料3-3 各社の「投資信託の信頼向上に向けた取組み」事例

資料3-4 「ガバナンス強化のための取組み事例の収集、公表」について

別添 野村アセットマネジメント News Release 等 web サイト

議事概要

1. 省略

2. 第1回意見内容と今後の進め方について

事務局より、資料 2-1 から資料 2-5 の内容について説明が行われた。

○優先順位が大事だという印象を受けている。特に今の投信業界が置かれている状態は、安定的な資産形成、健全な資産形成ということで投信を使っていたら、それが燎原の火の如く広がり、資産運用業界自体が上がっていくというのが最大のテーマだと思うので、個人的には国内の投資家からの信頼を高め、国内の投資家に、より投信が利用されていくような環境づくりを目指すことをファーストプライオリティにしていきたい。その中で、併合という問題や組織をどう整備するか、それが投資家のメリットとして還元されていくというロジックを考え、そこに優先順位を一番に置いていきたい。

海外投資家からの信認の話は、議論としてはあり得ると思うが、今現在、投信業界自体が喫緊の課題として迫られているのは国内の問題だと思うので、そのような優先順位でお願いしたいと思う。

○まったく同じ考え。前回、貯蓄から投資をすすめるために議論しているのか、海外の投資家の信頼を得るために議論するのか、分けて議論した方がよいと発言したが、「貯蓄から投資がなぜ進まないのか」といった中で、信頼性とか、利益相反への懸念があり、それを払拭するためにこうした議論があるわけであって、まずは一般の国民がわかりやすいファンド運営を目指すための議論が必要ではないか。もう一方で、海外に向けた議論もいろいろあるが、ARFP も狙上に乗ってきているので、そういう戦略を持っている運用会社が、外へ出てきちんと戦える準備は一方ですていく。ARFP には公募要件があり、日本でも公募していないと外に出すことができない。単に会社型を作っても、それを日本で公募しないといけないので、そうした手当も一方でやらないと、日本に入ってくるだけで外に出て行けなくなってしまう。レベルを分けて議論していく必要があると思う。

○ガバナンス構築の目的と検討については、ガバナンスを構築することが大事であることは理解するが、日本の公募投信の課題は、運用会社のガバナンスを構築すればそれで終わるということではないと思う。公募投信の数が多過ぎて、一般の方が選ぶことができない。従って、ひとつは繰上げ償還と併合を容易に

すること。これはガバナンスでできる。しかし、それでもまだ、新しいファンドをどんどん作っていくという流れは、それだけでは止まらない。そこをどうするかについての答えは持っていないが、課題としては、それも同時にやっていかないといけない気がする。

○経営と投資信託のガバナンスを明確に分けた方がよいと思う。たとえば、ルクセンブルグの投資信託は、会社型の SICAV と契約型の FCP があり、どちらもマネジメントカンパニーがあって、その下にボードがついている。そのボードは投資信託の運営のために機能し、経営と分離されている。日本の投資信託の会社には運用部門もあり、他にもいろいろな部門があるわけだが、それらの部門と日本のファンドのガバナンスの機能を分けるべきだと思う。

もうひとつ重要なのは、ガバナンスを強化するとコストがあがることになる。日本の投信ビジネスは、非常に収益率が低い上に、固定費負担が非常に高い。マーケットにさらされて AUM が変動する中で、安定的な経営を行っていくためには、将来的にある程度、収益が得られるようにする必要があり、そうした中で重要なのは、ガバナンスを強化する代わりにメリットがしっかりあるべきだと思う。メリットとして、併合と償還ではなく、重大な約款変更のための書面手続きに代わるものが結構重要であり、要は、投資信託運営の柔軟性が非常に重要だと思う。たとえば、ルクセンブルグのケースでいえば重大な約款変更は三通りに分かれるが、基本はファンドのボードが決定できる。ここが結構重要であり、ルクセンブルグの金融当局と折衝を進めながら最後はボードが決定し、そのあとで一般投資家に対してはノーティスで構わないことになっている。日本のように、個人投資家の全員に聞いて判断を委ねるというのでは、どうしても柔軟性を劣化させてしまう。結果的に投資信託の総数も依然として残ったままで放置され、3億や2億のファンドに投資して不利益を受けている受益者のことが考慮されていない。専門家で構成された、ファンドのボードでもマネジメントコミッティでも構わないが、そこでしっかり議論した上で、ファンドのガバナンスをしっかりやって、最終投資家のためにどうやって運営していくのかという考え方に基づいて、柔軟性を高めていくというのが非常に重要だと思う。

○これだけ金利が低い環境下で、株式を含めて期待される投資収益は今後5年10年は相当低い。そういった中でフィーもいただかなければならない。そうすると、従来のような、株と国債の単純な組み合わせのバランスファンドでは、投資家にしっかりしたリターンを提供できない。このような環境の中で海外で行われているのは、たとえば、マルチアセットアロケーションのファンドの中

にヘッジファンドをいろいろ組み込んでいくとか、ハイイールドやエマージングの債券を組み込んでいくとか、ストラクチャー的に高度なポートフォリオを一般投資家に提供するようになっている。一方で説明責任をどうするかが重要で、今のままでは、ひとつひとつ説明しないといけないので、最終投資家に本当に必要とされるような商品をなかなか提供できない状況になっている。重要なのは、ガバナンスを高める一方で投資信託の柔軟性を高めながら、いかに良い商品、最終投資家に無理をして販売しなくても、投資家を買いたくなるような実績を残す商品を我々がいかに提供していくか。ここに議論を集中していく必要があると思う。

○ファンドガバナンスの向上にはステージがいくつかある。運用会社としてのガバナンス、ファンド自体のガバナンス、日本では、利益相反はある意味、社会的にずっと内包している仕組みになっているので、それをマネジメントするのがガバナンス。いくつかのステージやフェイズがあり、それをごちゃ混ぜにしないで、切り分けて議論を進めていく方がいいと思う。結果として、それが併合・償還の促進につながるのかもしれないし、輸出競争力の強化につながる、あるいは利益相反をよりクリアな形にしていくことにつながればいいのではないかと思う。

別の論点で、税法上の問題をクリアにしていく時、だれがリーダーシップをとるのかという意見があるが、税法上の問題点は何なのか、その問題点を超えるだけのメリットは何なのか、失う税収があるならそれがいくらなのか、販売会社のコストがいくらなのか。そうしたイメージを持って議論を進めていかないといけない。「長年やってきて無理だから無理」というのでは、先に進めない。オーストラリアではかなりのスピード感を持ってやっているようだが、ARFPにサインしている日本国が検討も進まない、いつまで経っても変わらないというのは困るので、ここは真剣にメリットデメリットのブレイクストロミングをしっかりと行って、議論を進めていってはどうか。

○この強化委員会の最大の目的は、投資信託という商品が、より資産形成の手段として国民に浸透していくことを整理することであり、それが目的である。そのため的手段が「併合」であり、まず目的はそこに設定すべきではないか。

そして、ガバナンスの議論は、会社のガバナンスをどのように確立するかということと、ファンドのガバナンスをどう確立するかということとをまず分けて議論し、論点を整理するのが望ましいのではないか。

投資信託の体験層、即ちすでに投資信託を保有しているという層と今もって体験したことがない層、日本の場合はこちらが圧倒的に多いわけだが、ここを

分けて議論する。つまり、体験層はガバナンスの問題などいろいろ意見があると思うが、そもそも体験したことのない層、ここがものすごく成長余地があり、ビジネス的にもここが圧倒的に大きいわけだが、この層にどのようにご理解をいただき、浸透を図っていくかということについては、もう少し論点整理をする必要がある。すでに体験されている方には、いろいろな要素があると思う。併合の問題もあるかもしれないが、そもそも成功体験を味わっていないという問題もあると思う。投資して、リターンがちゃんと得られるという納得感がある方もいるかもしれないし、ない方もいるかもしれない。しかし、そもそも体験したことがない大きな層がいて、これにどのようにアプローチするかというのが大きなテーマではないか。ここについては何が大きなネックになっているのかということをもう一度整理する必要があるのではないか。

○ファンドそのもののガバナンスなのか、運用会社としてのガバナンスなのか、極めてテクニカルな問題と象徴的な問題が混在している。このあたりは少し分けてほしい。現実には我々がマーケティングする上では、投資信託をすでに持っておられる80兆円のマーケットと預貯金の900兆円のマーケットに分けて商品設計、マーケティングしているのが実態であり、そのあたりはそれぞれの会社で実際にビジネスで動いている方向感はある一定の答えを示していると思うので、分けて議論するべきではないかと思う。モーメンタムとしてどうするのかについて、より優先課題がどちらかということは議論し、900兆円の貯蓄から資産形成へということが優先課題であれば、そちらに優先順位を絞っていくことの方がよいかと思う。

○ガバナンスの議論をすることが大切なのではないかとか、投資信託が良い商品であることを分かってもらうことが必要なのではないかとといった方向感の話があるが、それは投資信託が投資家の **best interest** のためにきちんと運用されていることを示すことである。それに対して、ファンドベースのコミットを作ったらどうなるとか、運用会社のコミットとして、社外役員を入れたらどうなるという議論をする動きにはなっていない。むしろ、**best interest** を守るために何ができるのか、何が今その障害になっているのかについて、もう少し論点を整理した方がいいのではないか。優先順位付けをしっかりとやろうという意見はまったくその通りだと思う。海外のことを言うよりも、まず国内をきちんとしようというのは、その通りだと思う。

○投資信託運用会社の収入という面で、日米に差があり、日本は低いことについて、何とかできないのかとも思う。インセンティブの問題も、出てきてよい

のではないかと思う。

○金融審の市場 WG では、「顧客の **best interest** を促進するために」という観点から議論が進んでいる。利益相反の話のほか、製造と販売の間にもう少し密接なコミュニケーションがあってもいいのではないかという議論など、様々な論点がある。投信の場合は仕組み自体が非常に複雑になるので、それに組織のガバナンスの問題をどう協調的に組み合わせればよいか。本日の議論を参考に事務局でさらに議論の仕方について検討してほしい。

3. フィデューシャリー・デューティーに関連した取組み例について 事務局より、資料 3-1 から資料 3-4 の内容について説明が行われた。

○ファンドのガバナンスと委託会社のガバナンスを分けて考えるという話があったが、委託会社の成り立ちとして、グループの中の運用会社であったり、独立系運用会社であったり、ガバナンスといってもいろいろ考え方があると思う。公表すること自体は、各社で積極的に公表していけばいいと思うが、協会でもまとめて発表するときには、なるべく幅広く、ガバナンス強化に対する取組みもいろいろあるので、幅広く公表していただきたい。

○資料 3-3 にあるアドバイザー・グループというのは、会社に対するアドバイザーの話をしているのか、ファンドに対するアドバイザーの話なのか。社外取締役やフィデューシャリー宣言は会社のことだが、アドバイザー・グループはどちらについてのものであるのか。

○ホームページを拝見しただけでは、社によって、そのどちらを指しているのかわからないところもあった。

○弊社の場合は、あくまで CEO の諮問機関であり、会社に対するものとして設置している。

○URL を出して、協会でも幅広く発表することは意義のあることで、私どもも至急、載せられるようにしたいと思うが、逆に投資家から見ると、一体何がガバナンスとしてよいものなのか、スタンダードなり、こういう点がポイントだという骨子みたいなものがないと、ただ、いろいろな会社がいろいろなことを言っているものを出しているだけになってしまう。最初の段階ではいいのかもし

れないが、協会として何らかのセレクションなり、レコメンデーションを出せないか。ただ出すだけでは、投資家目線から言うとあまり親切ではないのではないか。かなりの社や事例が出てきた段階で、そのあたりを議論してくれると有難い。

○弊社では、取締役会の傘下として、取締役会に対し報告する位置づけのものとして設置している。つまり、執行からは切り離し、執行に対して勧告する位置づけである。会社に対する機関ではないかという指摘があるが、契約型という枠組みの中で何ができるかを考えたときに、受益者のためにフィデューシャリー・デューティーの観点から何ができるのかということ考えたときに、運用会社の取締役会に諮問するという位置づけにすれば、会社の機関ではあるが、受益者本位で行っているかを見る監視委員になるのではということ、いろいろ議論して作ったものである。

○「利益相反の管理方法」に、「取引の条件または変更」、「一方の取引の中止」とあるが、取引の相手方が取引に同意する場合は、取引を行うものであり、条件の変更や中止を行わない、という整理か。

○その通りである。

○事務局の提案は、「URL だけを一覧の形で」、ということが提示されたが、内容について、プリンシプルのようなものを出した上で、という意見も出たので、事務局の方で検討してほしい。

○今の段階では、アドバイザーを作っても、直接ファンドをガバナンスする仕組みは日本にはないので、運営の責任はほとんど委託会社が引き受け、その中でやっている。アドバイザーも取締役に対する牽制でしかない。直接、ファンドのガバナンスという仕組みがない。ただ、普通の取締役であれば株主からの委託になってしまうので、それだけでは不十分だから、それとは別に受益者からの付託を持った人間が、運営をしている取締役や会社に対して勧告やアドバイスをするという仕組みしか、今はできないのではないかと思う。できることからしっかりやっていく。これでは不十分ということについては、個社も業界も、できる限りのことをやっていこうというのが今の段階ではないか。それをなるべくわかりやすく業界の中でアピールしていく。その上で、プリンシプルなようなものが必要であれば、事務局で出していくことでよいのではないか。