

「第3回 資産運用業強化委員会」議事要旨

平成28年12月21日(水) 15:30 ~ 17:10

於：投資信託協会

議事内容

1. 投資信託の規模別分布と併合に係るこれまでの制度整備等について
2. 投資信託運用会社の信頼向上に向けた取組みに関する協会への連絡について
3. 各業界団体の信頼性向上等への取組みについて

配布資料

- 資料 1-1 公募株式投資信託(除く ETF)の規模別分布状況(2016年10月)
- 資料 1-2 公募株式投信(除く ETF)における基準価額・純資産総額の分布状況(2016年10月)
- 資料 1-3 公募株式投信(除く ETF)における基準価額・純資産総額の分布状況(2016年10月)
- 資料 1-4 公募株式投信(除く ETF)における基準価額・純資産総額の分布状況(2016年10月)
- 資料 1-5 投資信託財産の併合に係る実務要領(案)
- 資料 1-6 投資信託財産の併合に係る税法の規定
- 資料 1-7 平成25年12月1日施行 投資信託法及び投資法人に関する法律、平成26年12月1日施行 投資信託及び投資法人に関する法律施行規則
- 資料 1-8 投資信託に関する Q&A
- 資料 2-1 投資信託運用会社各社における「運用会社の信頼向上に向けた取組み」に関する周知等について(案)
- 資料 2-2 投資信託運用会社各社における「運用会社の信頼性向上に向けた取組み」に関する協会への連絡について(案)
- 資料 3-1 業界団体の取組み
- 資料 3-2 日本顧問業協会 倫理綱領
- 資料 3-3 信託協会 倫理綱領
- 資料 3-4 日本証券業協会 協会員における倫理コードの保有及び遵守に関する規則
- 資料 3-5 日本証券業協会 モデル倫理コード
- 資料 3-6 全国銀行協会 行動憲章

- 資料 3-5 日本証券業協会 モデル倫理コード
- 資料 3-6 全国銀行協会 行動憲章
- 資料 3-7 全国銀行協会 行動憲章
- 資料 3-8 日本損害保険協会 行動規範
- 資料 3-9 生命保険協会 行動規範
- 資料 3-10 個人(資格)を対象としたもの
- 資料 3-11 ルクセンブルクファンドに関する行動規範(ルクセンブルク投資ファンド協会)仮訳
- 資料 3-12 ALFI Code of Conduct for Luxembourg Investment Funds
- 資料 3-13 ヨーロッパ投資運用産業のハイレベルプリンシプルとベストプラクティスに関する提言
- 資料 3-14 A Code of Conduct for the European Investment Management Industry High Level Principles & Best Practice
Recommendations ALFI Code of Conduct for Luxembourg Investment Funds
- 資料 3-15 BEST PRACTICE FOR INVESTMENT ADVISER CODE OF ETHICS
- 資料 3-16 Corporate Governance Code for Collective Investment Schemes and Management Companies
- 資料 3-17 米の主要投信会社等の代表のとりまとめたガバナンス原則
COMMONSENSE CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES
- 資料 3-18 金融サービス業におけるプリンシプルについて
- 資料 3-19 金融サービス業におけるプリンシプル
- 資料 3-20 日本版スチュワードシップ・コードの概要
- 資料 3-21 コーポレートガバナンス・コードの概要
- 資料 3-22 業界としての取組みと顧客本位の業務運営に関する原則案
- 資料 3-23 各業界団体の信頼性向上等への取組みについて(論点)

議事概要

1. 投資信託の規模別分布と併合に係るこれまでの制度整備等について

事務局より、資料 1-1 から資料 1-8 の内容について説明が行われた後、併合が進まない理由等についての検証を含め、当委員会の下に設置されている「ビジネス環境の整備等に関する検討小委員会」において検討することが提案され、意見交換がなされた。

○ 「日本の特徴として、小さいファンドが数多くあり、それがコスト高につながっている」と色々なところで指摘されている。この資料を見ても、小さいファンドが沢山あり、心理的に、ごちゃごちゃしているものをすっきりさせたいと思う。これがすっきりすれば、5700 本あるファンドが 2000 本位になるという、心理面での効果がある。

もう一点は、例えば欧米では併合が比較的容易にでき、従って小さなファンドがなく、それが良いことだと言われている。“良いこと”というのは、運用会社にとって運用の効率が良くなり、コストが下がる。その結果、信託報酬等が下がり、回り回って受益者の利益に繋がる。そうした三段論法になると思うが、やはり最初にメリットを受けるのは運用会社だと思う。従って、議論を進めていく際に、当該ファンドを持っている受益者にとって本当に有利な併合が行えるのか、欧米でも本当にそれが行われているのか、それらを含めて議論していく必要がある。技術論で「こうすれば併合が行える」ということだけで進めると、受益者にとってそれが直接的にどうなのかという指摘も出てくる可能性がある。業界として受益者第一ということであれば、受益者にとって直接的な不利が起きない併合とはどういうものか、そうしたことも併せて議論しないと、いつの日か、「日本も併合が進んでいるが、本当にそれが受益者のためになっているのか」と問題提起された時に、答えに窮してしまうので、併合はとても重要なことだと思うが、それ自体が、「当該ファンドを持つ受益者にとっても本当に有利だ」ということを併せて議論していくことが重要と考える。

○ ビジネス環境の整備等に係る検討小委員会で、先程の指摘も踏まえて検討し、併合について何か障害があるのか、幅広い利害関係者の意見を聴取して解明し、併せて、外国で受益者の利益になる併合が行われている構造やインセンティブなども含めて検討をお願いします。

2. 投資信託運用会社の信頼向上に向けた取組みに関する協会への連絡について

事務局より、資料 2-1 から資料 2-2 の内容についての説明と、対応策及び通知案が提案された後、意見交換が行われた。

○ 前回、URL だけを出すのではなく、ある程度の読み込みをした方がいいのではないかと発言した。この資料の「考え方」にあるようなポイントについて、協会としての考え方があり、それに対して各社がどのように取り組んでいるのかが見えるようになることは、すごく良いことだと思う。そういう点ではこういう方向で議論して欲しいと思う。

テクニカルな話だが、「考え方」の中で基本になるのはどちらかと言うと運用会社のガバナンス的なポイントが多いが、「運用力強化や運用効率向上に向けた取組み」として記載されている「ファンド数の適正規模や償還・併合等に係る方針」は、少し毛色が違う感じがする。償還・併合は、やり方によっては必ずしも受益者にとって 100%、favor にならないこともありうる。「ファンド数の適正規模や償還・併合」は、会社の効率性という点では良いが、利益相反の問題などと並べてここに入れるのは、個人的には違和感を感じる。

○ こうした考え方をきちんと示してくれることはとても良いことであり、方針としては賛成である。これもテクニカルなことだが、「投資信託の適切性確保」とは何か。「適切性」という言葉の意味がよく分からない。ここで書いているのは「ガバナンスや利益相反を排除することについて、どういうことをやっているのか」ということであるとすると、「適切性」という言葉をここで使うのは却ってミスリーディングという感じがする。

○ 会員会社には投資顧問業も行っているところが多いと思うが、投資顧問業協会と同じようなディスカッションをしているのか。投資顧問業協会との足並みの揃え方についてはどうか。

○ 投資顧問業協会とは特に打ち合わせをしていないが、この対応案は、元々、「資産運用等に関する WG」の報告書の中で投信協会に対してご提示いただいた提言に対し、このような対応をしたいと考えたものである。その提言は、投資顧問業協会も含めたところで WG 報告書を作成している。このような形で行うことについては、後程、顧問業協会にも伝えたい。

○ 「ファンド数の適正規模」や「ファンドの償還・併合」は、海外のファンドビジネスでは必ず出てくるものである。ファンドには固定費の負担というものがある。ファンドのサイズに関わらず、「年間で最低何万ドルかかります」と

なるわけである。そうすると、ファンドのサイズを大きくすることは、「運用効率の向上」、「投資家の利益」、「コスト率の減少」につながる。しかし、日本では受託銀行に固定費という考えがないので、「(併合をしても) あなた達が儲かるだけではないか」、「小さいファンドの運用が面倒臭いだけだからではないか」ということになってしまう。今の日本の投信の仕組みでは、併合の仕組みを入れたとしても、「何のためにするのか」ということになってしまう。これが、ファンドの併合が進まない、少額ファンドの整理が進まない根本の原因になっている。この点について、検討小委員会で議論されるべきと思う。

○ 昨日の金融審の市場 WG ではほぼ採択された所謂フィデューシャリー・デューティーのプリンシプルと重なる部分が多いのではないかと思う。最終的にどうなるかはまだ分からないが、金融庁は各社の創意工夫で検討して対応を公表することを期待されている。それとほぼ同じことが、ここでも書かれることになるのではないか。それとの兼ね合いはどのように考えればよいか。それも各社で考えてくれと言うのなら、それでもよいと思うが、市場 WG の原則とこの協会での対応案について、どう整理すればよいのだろうか。

○ その点について、皆様がどのようにお感じになるのかご意見をいただきたいと思い、議事としてお諮りした次第である。元々、この提言をいただいた時期は今年の 6 月であり、その提言に対してこうした対応を考えた次第である。協会にご連絡をいただくのは、各社で取り組まれた事例の URL であり、従って、市場 WG における原則に基づき、各社がどのような対応をとられたのかは、まずもって各社でご検討いただき、その上で取り組まれた事例を協会にご連絡いただくということなので、そちらに影響を及ぼすものではないと判断をしたのだが、そうは言っても懸念があるということであれば、もう少し検討してみたい。

○ 市場 WG で議論されている原則案は、今後、金融審議会に上がり、そこで議論された後に金融庁からプリンシプルベースのものが出てくるのだと思う。我々が考えるものよりもハードルの高いものが出てくるのか、もっとプリンシプルなものが出てくるのかは分からないが、そうしたものが出てから動くのではなく、業界として自主的に、フィデューシャリー・デューティーに対しての問題意識をもって個社が取り組み、それを対外的にもわかりやすい形で公表して理解してもらおうという行動の一つと考えればよいのではないか。それが、金融審の原則により出てくるものと同じになるのかどうかは、出てきた時の話であって、業界全体で顧客本位の運営に向けて動いていることを、少しでも早

く、分かりやすい形で取り組んでいくという位置づけで良いのではないか。

○ 最終的に誰にメッセージを出すのが重要になる。仮に、個人の投資家にメッセージを出し、個人の投資家から投資信託に対する信頼性を確保するというのであれば、個人の方は投信のことをほとんど知らない方が多い中で、そうした方々に難しい話を出しても、理解されるのかなと思う。個人の投資家に理解してもらうには、とにかくフィデューシャリー・デューティーを打ち出し、何かしらキーワードを出すということをしつかり行わないと、今まで我々が **B to C** で個人の投資家にセミナーをしてきた経験からすると、難しいと思う。協会として、一つのメッセージを示す必要がある。最近では **iDeCo** で投資信託の認識が広まりつつあるので、何かしらメッセージを出し、その後に我々の **web** サイトにも流れてくるという形で取り組むのも一つの手ではないか。

○ 文言の修正や例示についてのご意見もいただいたので、それらを修正し、併せてこのような形で出すことについて今一度検討した上で、また次回にお諮りしたい。

3.各業界団体の信頼性向上等への取組みについて

事務局より、資料 3-1 から資料 3-23 について説明を行い、投資信託業界全体としての信頼向上を図るための取組みの必要の可否、金融審議会市場 WG 提案の「顧客本位の業務運営に関する原則」との整合について論点提起した。

○ 投資信託の信頼をさらに高めるためにどうしたらいいか。二つの論点を同時に考える必要があると思う。一つは、信頼に関連することだが、前提として、中長期的に日本の金融市場からリターンが生まれる環境をどう作るか。中長期的な観点でリターンが生まれにくい珍しいマーケットになっているので、なかなか信頼が得られないという面があると思う。ここをどう作るかをセットで考える必要がある。もう一つは、運用会社が集まって議論しているが、運用会社がダイレクトで販売するケースもあるものの、投資信託は大半が販売会社とセットで動いている。そうすると、運用会社の信頼と販売会社の信頼の両方が担保されないと信頼は向上しないと考えるのが普通ではないか。証券会社だけではなく、銀行も含めて販売会社との連動をどのようにしたらいいかを考えることは、信頼性確保に不可欠ではないかと思う。

二つ目は、こうした議論になるとコードだらけになってしまうことである。色々なコードが出来ており、コードで身動きがとれなくなってくる。問題は、

コードを作っても実効性がないということではないか。色々な業界からこれほど沢山のコードや行動規範が出ているとは驚きだったが、何故その実効性がないのかが問題だと思う。そうすると、それぞれの事業者に取締役会があると思うが、取締役会が本当にこの行動規範に照らして行動しているか、全然チェックされていないのではないか。逆に言うと、それがきっかけでイギリスではスチュワードシップ・コードができたので、こうしたコードを作ったときの担保の仕方について、誰がそれを watch しているのかということ併せて議論すべきではないかと思う。

○ 現在市場 WG で議論されている原則案には、「ベストプラクティスを各社が創意工夫で」と書いてある。これは、顧客本位の業務運営について、「資産運用会社にとっての競争領域にすべき」ということだと思われる。であるとすれば、顧客本位の業務運営について資産運用会社が考えるべきは、リスクリターンの観点で出来るだけパフォーマンスの良い商品を出せるだけ安くお客様に提供することに尽きるのではないか。そうすると、原則が七つもあると、このプリンシプルを受け入れることができるかなと思ってしまう。「顧客の最善の利益の追求」だけであれば喜んで手を挙げるが、七つもあると、それなりにコストや業務負荷がかかるので、本当の意味でお客様のためになるのだろうかと考えてしまう。

今後の運営の話になるのかもしれないが、「顧客の最善の利益の追求」についてはベストプラクティスとして色々な資産運用会社が色々なことを行い、努力し、それをもう少しききめ細かく見ていくとして、出来ればそれを世の中にそれをどう伝えていくのかを考えていく必要があると思う。シンプルな商品を作るとなかなかパフォーマンスが上がりにくいというのは事実なので、そこは、投資家の金融リテラシーの向上と併せて考えいく必要があり、それは業界としてやっていくことだと思うが、“競争領域にすべき”という観点で考えると、協会として行動指針を作るのはおかしいと思う。

○ 協会としてメッセージを出すということは、非常に意味が重いことだと思う。(他業態等から) 行動規範などが色々出ているわけだが、販社の問題にしても、デリバティブの行動規範にしても、何かしらのリアルなケースが起きて、それに対応し、どんどん行動規範が長くなっていくことが多い。要するに、協会が協会員を教育するために出しているケースが多いと思う。確かに各社が自分で考えることではあるが、協会員が百数十社あることを考えると、協会が何等かのスタンダードとしてメッセージを出すことは、それなりの意味があると思う。協会から出た基準があるというのは、外部取締役から見ても誰か

ら見ても明快な話になるので、協会としてそうしたスタンダードを作るというのは、それなりの重みがあると思う。

○ 多くの意見をいただいたので、事務局としてよく消化し、考えてみたい。投資顧問業協会との関係や販売会社との関係という指摘があったので、その点も含めてよく検討したい。

投資顧問業と投資信託業を同時に扱っている会社が非常に多いと思うが、投資顧問業の場合はアセットオーナーの顔が非常によく見えるということで、アセットオーナーとの関係で信頼を確保するということがあり得ると思う。しかし投資信託の場合は、私募の投資信託もあるが、一般に公募されているため、議決権の行使も含め、投資信託委託会社が責任をもって運用するという側面がある。投資信託については今まで行動規範というものが存在していなかったわけだが、行動規範ということではなくても、業界として何かメッセージを出すという方向があるのかどうか、ご指摘を踏まえてご検討いただくようなものを考えていきたい。

○ 事務局は、今の議論を踏まえて、協会としての案の作成を進めてほしい。顧客の利益第一というのであれば、プリンシプルには当たらず、どこのお店でも、どの業者でも言えることだと思う。協会として何かやろうという時に、「顧客の利益第一が最低限ということはどういうことなのか」、それこそ、利益相反やガバナンスの問題が中心となるのは、正にそれが信頼を確保するための非常に重要な要素であると考えられるからである。

また、インベストメントチェーンという考え方は、鎖のどこか一か所でも信頼が欠けてしまうと、全体の信頼が確保できないという考え方に立っているものだと思うので、そのあたりも踏まえてさらにご議論いただきたい。