

「第9回 資産運用等に関するワーキング・グループ」議事要旨

日 時 平成28年6月17日(金) 午後3時～4時30分

場 所 日本証券業協会 第1会議室 (東京証券会館5階)

出席者 大崎主査ほか各委員

議事概要

・「資産運用等に関するワーキング・グループ報告書」(案)について

事務局より、「資産運用等に関するワーキング・グループ報告書」(案)について説明が行われた後、大要、以下のとおり意見交換が行われた。

- ・ 資産運用業の従事者は日本投資顧問業協会の統計によると1万5,000人ぐらいだが、運用担当者は、おそらく1万5,000人よりはるかに少ない。経験上、運用担当者として採用されるのは経験者がほとんどであることから、大学院等での人材育成もさることながら、運用担当者になるべき新卒採用者を積極的に採用して、業界全体で運用担当者になるべき人物を育てていくべきである。
- ・ 高度金融人材施設の誘致、設立について、今後の取組として、いささか具体例に欠けることから、もう少し例示があってもよいのではないか。
最近、文科省において、「ダブル・アポイントメント」あるいは「クロス・アポイントメント」と呼ぶ、大学と企業において2つの身分を持ちながら、それぞれの知見・経験を有効活用しようとする取り組みがある。例えば、資産運用会社に籍を置きながら、一方、大学等の研究機関で活動するケースが考えられ、特に、博士課程の場合には有効である。
- ・ 投資法人は、税務上の問題、販売会社のオペレーション上の問題、受託銀行の取扱いの問題及び商品性の問題等、非常に多くの実務上の課題がある。一方、投資主総会や役員会があることからガバナンス体制が構築されており、投資家と直接対話する機

会もある。また、ファンド同士の合併が法律的にも実務的にも可能であることから小規模ファンドの問題解決にもつながるといった良い点もある。今後も引き続き、投資法人制度について検討していくべきである。

- ・ 短期的に解決しなければいけないものと、中長期的に考えるべき課題があると思うが、その課題分けはしないのか。
 - ・ 課題ごとに、一定の検討スケジュールや工程表を整理することも一つのやり方ではあるが、今回のワーキング・グループの課題には、スケジュールを定め短期的な検討により結果が得られるものと、目途が立てにくい中長期的なものが存在する。一律に期限を明示することは避け、今後それぞれが責任を持って取り組んでいくこととし、フォローアップを行うために、本ワーキング・グループにおいてモニタリングを行っていきたい。
 - ・ 本ワーキング・グループの設置要綱の検討事項に記載のある事項のうち、「フィデューシャリー・デューティーの実践」だけが、報告書（案）の大項目になっておらず、「資産運用業の運用力の強化に向けた課題と取組み」の中に吸収されるように整理されているのはなぜか。
 - ・ 本報告書（案）を取りまとめるにあたり、検討した結果、資産運用業者のフィデューシャリー・デューティーについては、別の大項目とするより、運用会社の「第2. 資産運用業の運用力の強化に向けた課題と取組み」において資産運用会社の関係の中で整理させていただいた。
- 「資産運用業の運用力の強化に向けた課題と取組み」の「運用力」をどのように捉えるかによるが、本報告書（案）では、「運用力」を資産運用業の単なるファンドマネジメントということではなく、資産運用業の業としての質の向上と広く捉えている。したがって、この「フィデューシャリー・デューティーの実践」が「運用力」に含まれるものとして「第2. 資産運用業の運用力の強化に向けた課題と取組み」の中で整理した。

- ・ もし、その「運用力の強化」が、「パフォーマンスを上げる」という意味に捉えられてしまうならば、例えば「資産運用業の高度化と運用力の強化」という表現にしたほうがよいのか。それとも、「フィデューシャリー・デューティーの実践」を、例えば第3章として抜き出す方がよいのか。
- ・ 広い意味で「運用力」を捉えれば、「第2. 資産運用業の運用力の強化に向けた課題と取組み」で「フィデューシャリー・デューティーの実践」を読むことはできるが、せっかく設置要綱で「フィデューシャリー・デューティーの実践」を一項目として挙げているのであるから、報告書（案）においても大項目で取り上げたほうが良いのではないか。
- ・ 「フィデューシャリー・デューティーの実践」を報告書（案）の大項目として挙げていないからといって、「フィデューシャリー・デューティーの実践」の議論を格下げしているわけではない。
- ・ 第2. の項目を「資産運用業の高度化と運用力の強化に向けた課題と取組み」とすれば良く、「フィデューシャリー・デューティーの実践」は別立ての項目にするまでもないのではないか。もちろん、「フィデューシャリー・デューティーの実践」の議論を軽視していることではない。
- ・ ラップアカウントは投資一任運用であり、証券会社も運用業を行っていることから、フィデューシャリー・デューティーは証券会社にも及ぶことになる。報告書において、「資産運用会社」あるいは「資産運用業」をどのような範囲で捉えるかが問題である。
- ・ 「資産運用」と「資産運用業」は少し違うところがあり、資産運用は、保険会社、銀行、証券会社、その他事業会社や個人も行っている。しかし、そこに「業」が入ることによって、自分の知見を生かして、他人の資産を預かって運用するという意味に

なるから、自ずとフィデューシャリー・デューティーの概念が及ぼされることになる。

「フィデューシャリー・デューティーの実践」は非常に大きな課題であるので強調しても良いが、様々な側面に入ることなので、資産運用業の高度化、あるいは運用力の強化として総合して考えても問題はないだろう。

- ・ アメリカのフィデューシャリー・デューティーの議論は、将来のリタイアメントに備えた運用に当たるものについて、従来のエリサ法の範疇だけではなく、もっと広げてフィデューシャリー・デューティーを適用する必要があるのではないかという議論を背景としている。

現在の日本において、アメリカの議論の背景は必ずしも妥当しない。私の個人的な見解であるが、いわゆる資産運用業に当たるものについて、フィデューシャリー・デューティーを徹底することがまず必要である。販売サイドはコンテクスチュアルな話、適合性という話となるが、販売サイドでもこれらの議論を視野に入れていく必要があるのではないか。さらに、本ワーキング・グループの議論の範疇ではないが、受託者責任を負っているスポンサーやアセットオーナーもフィデューシャリー・デューティーを実践しなければならない。

- ・ 「第2. 資産運用業の運用力の強化に向けた課題と取組み」では、「運用力」をパフォーマンスという意味で理解しておらず、むしろ業としてのケイパビリティと考えていた。「第2. 資産運用業の高度化と運用力の強化に向けた課題と取組み」としてしまうと、運用力がパフォーマンスの意味に捉えられてしまうので、現状のままの記載の方が良いのではないかな。
- ・ フィデューシャリー・デューティーは、今後、金融庁の金融審議会でも議論されていく課題であり、難しい題目である。項目の一部を修文することは考えられるが、報告書（案）の章立てを変えてまでフィデューシャリー・デューティーを別項目にして焦点を当てる必要はないと思う。
- ・ 昨年の金融行政方針の中でも記載があるが、顧客の中長期的な資産形成を実現して

いくためには、運用会社のみならず、金融サービスを提供するすべての関係者がフィデューシャリー・デューティーのプリンシプルの下で顧客本位の業務運営を徹底していくことが重要である。今般、報告書（案）におけるフィデューシャリー・デューティーの記載については、資産運用等に関するワーキング・グループにおける議論ということで、このような整理になったと理解している。

- ・ 報告書（案）について、「フィデューシャリー・デューティーの実践」に関する内容を「第2. 資産運用業の運用力の強化に向けた課題と取組み」の中に入れるのではなく、別項目とすることについてご指摘いただいたが、章タイトルに「高度化」という言葉を入れ「第2. 資産運用業の高度化と運用力の強化に向けた課題と取組み」にすることで了承が得られたということによいか。

しかし、「高度化」と「運用力」を両方並べると、「運用力」という言葉の意味が多義的にとらえられてしまうおそれがあるため、原案どおりにするか、あるいは、「運用力」と「高度化」を並列で使わずに、「第2. 資産運用業の高度化に向けた課題と取組み」とすることも考えられる。

この章タイトルの修文については、報告書の本質的な部分であるから、この場で取りまとめをしていただきたい。

- ・ 「第2. 資産運用業の運用力の強化に向けた課題と取組み」の修文についてであるが、報告書（案）の2ページ13行目に「資産運用業の運用力強化・高度化に向けた課題と取組み」とあるので、これを活用したかどうか。
- ・ また、報告書（案）の2ページ14行目に「資産運用業者のフィデューシャリー・デューティー」とあるが、なぜここだけ「業者」となるのか。「業」でもよいのではないか。
- ・ 報告書（案）の2ページ13行目「資産運用業の運用力強化・高度化に向けた課題と取組み」の記述を活用し、章タイトルを「高度化」に統一することでどうか。
また、報告書（案）の2ページ14行目の「資産運用業者のフィデューシャリー・デューティー」については、「資産運用業者」ではなく「資産運用会社」でよいのでは

ないか。

- ・ 資産運用業の機能の意味で使っている場合には「資産運用業」という表現を使い、会社として取り組むべき議論の際には、主として資産運用を行っている「資産運用会社」という表現にすることで使い分けるようにする。
- ・ 「第2. 資産運用業の運用力の強化に向けた課題と取組み」を、「第2. 資産運用業の運用力の強化及び信頼向上に向けた課題と取組み」とすると、すっきりと整理できるのではないか。
- ・ 投資信託のガバナンスの強化については、適切な柔軟性を確保することと両建てで検討していかなければ、コスト面から経営上の問題が生じるおそれがある。ガバナンスを強化する一方、「経営効率、運用効率を向上させる観点から」という点を追加すべきである。また、報告書（案）には、業界団体である協会よりも運用会社に求められている取組みが多いように感じることから、全体でバランスを取りながら取組んでいくべきである。
- ・ 今後の方針の一つのプリンシプルになるように、報告書（案）に「経営の効率」という言葉を入れるようにする。
- ・ 金融審議会でもETFの多様な投資家の参加が議論され、設備・人材投資に積極的な企業を組み入れるETFの日銀買入れについて、どれくらい消化されているかという点が市場のポイントになっている。このような観点から、報告書（案）においても、投資信託の中の一つではあるが、ETFを明示的・例示的に記載するべきである。
- ・ 14ページ（1）「個人の中長期的分散投資を可能とする有効な運用手段としては、投資信託…」と記載のあるところに「投資信託（ETFを含む）」と記載すればよいのではないか。

- ・ E T Fも投資信託であるが、同じ認識レベルでいうとR E I Tについても記載が必要である。
- ・ 分散投資というくくりの投資信託と理解しているので、R E I Tの記載は不要で、E T Fのみでよいと考える。
- ・ E T Fも様々な種類があることから、E T Fを追記するのであれば、R E I Tも追記すべきである。
- ・ 報告書（案）の投資信託の記載では、E T FとR E I Tを含むことを明示することにする。
- ・ 確定拠出年金は限度額が少なく、N I S Aは現在入れ替えができないことから、推進・啓蒙のコストをかけにくいという販売会社としての課題を、18ページ「3. ジュニアN I S A及びN I S Aの恒久化及び拡充並びに確定拠出年金の利用促進」の「（１）現状及び課題」に加えてほしい。
- ・ 確定拠出年金について、現状では取扱金融機関が少なく、取扱金融機関のすそ野拡大にはシステム投資等が必要であるから簡単にはいかないものの、19ページにおいて、「⑥個人型確定拠出年金の普及（取扱金融機関のすそ野拡大等）」の「現状及び課題」だけでなく、「今後の取組み」にも取扱金融機関のすそ野拡大を盛り込むべきである。また、強制加入等の強制性を持った仕組みについても議論があったと思うので、報告書（案）に反映するべきである。
- ・ 「4. 金融リテラシーの向上」においては、安ければよいという論調のメディアに対する投資家の理解度を高めていく必要があることも記載すべきである。
- ・ 運用会社のみならず、金融サービスを提供するすべての関係者がフィデューシャリー・デューティーのプリンシプルの下で、顧客本位の業務運営を徹底していくことが重要であると考えている。報告書（案）においても、お客様の中長期的な資産形成に

資する商品の提供に向けた取組みの記載があることから、フィデューシャリー・デューティーという言葉は使われていないが、顧客本位の業務運営という点が大変重要なテーマとして言及されているものと考えている。

- ・ 報告書（案）にも記載されているとおり、家計における中長期的な資産形成に資する商品の組成・販売をサポートするツールとして、少額からの積立てを利用した長期・分散による投資方法が有効であると考えられ、NISA及びジュニアNISAのさらなる普及と制度の発展について考えていくにあたっても、このような観点を踏まえて取り組んでいくことが重要であると考えている。
- ・ 本報告書を踏まえて必要に応じて政府や東京都とも連携しながら、着実に取組みを進めていくことが期待されると記載されていることから、より分かりやすい報告書にすることが重要である。エグゼクティブ・サマリーのようなものが添付されていると、マスコミもこの報告書の位置付け等を理解しやすくなるのではないかと。
- ・ 目次に、「5. その他」が残っているのは違和感がある。「その他」に記載されている内容はFinTechビジネスの推進であるから、「FinTechビジネスの推進」としたほうが、内容がはっきり分かってよいのではないかと。
- ・ 現在の「第1. はじめに」では、メインのメッセージやポイントがわかりにくいので、少しメッセージ性のあるエグゼクティブ・サマリーを作成すべきである。
- ・ エグゼクティブ・サマリーにおいて検討のねらいを簡潔に記載した上で、コンパクトに「今後の取組み」のまとめが入るとわかりやすい。
- ・ エグゼクティブ・サマリーは作成する。多岐にわたる議論をしてきているから、一覧にすると、議論の凹凸が明らかになってしまうので、このタイミングでどのようなメッセージを出すのか主査とよく相談して決めたい。
- ・ 本報告書（案）は、会合での細かい議論まで取り上げられバランスのとれた、事務

局による“力作”であると思っている。したがって、我々の組織の内部においても、これからも紹介して参りたい。一方、業界のためになるものではあるが、実施すべき項目がかなり広範囲に亘っているので、それをどのように実行していくかが課題である。

- ・ 本ワーキング・グループは、東京国際金融センターの推進のために必要な資産運用業の強化について、既存の資産運用業者の方々の底上げのみならず新規の資産運用業者が生まれる土壌を醸成されることが、資産運用業全体の向上になると議論されてきたと理解している。23ページにも記載があるとおり、今後、東京都が国際金融センター化推進のための検討会を設置することから、海外の資産運用業者の誘致の議論は、この検討会に引き継がれていくと認識している。

- ・ 報告書の内容が固まり次第、委員の皆様方に報告し、事務局団体のホームページ等での公表及び記者レクを行うことを予定している。

本ワーキング・グループについては、報告書に掲げられた課題への取組みが着実に実施されるよう、フォローアップをする場として、報告書の公表後も存続する。今後の活動として、年に1～2回程度フォローアップのための会合を開催する予定である。

- ・ せっかく課題が出ているのにもかかわらず、そのフォローアップを年に2回程度しか行わないのか。
- ・ どの課題が短期的に取り組むことができる課題で、どの課題が長期的に取り組むべき課題かの整理が、現段階ではまだできていないので、それぞれのミッションを背負った関係者が課題に取り組む努力をしていくべきである。
- ・ それぞれの検討を進めるに当たっては、各事務局において、別途、必要に応じて検討体はそのテーマに応じて作られると理解している。フォローアップが、仮に年に1回であっても、取組みが進んでいない訳ではなく、それぞれが課題に対する議論を進めていくことが大事である。

(配付資料)

- ・ 資産運用等に関するワーキング・グループ報告書（案）
- ・ 資産運用等に関するワーキング・グループ報告書における主な変更箇所

(以 上)