

「第8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4月27日(木) 午後2時～4時
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

1. 海外資産運用事業者の誘致に向けたニーズ調査結果について

PwCコンサルティング合同会社 パートナー 有友 圭一 氏から、資料1に基づき平和不動産から委託を受けたPwCが、海外の資産運用事業者を対象に日本への拠点開設のニーズ等について調査された結果について説明が行われた。

説明の主なポイントは以下のとおりである。

(1) JIAMについて

国家戦略特区を目指す兜町地域において、JIAM(Japan International Asset Management Center)の推進により資産運用の人材育成を図り、優秀な高度金融人材を誘致していくことを企図している。JIAMが提供するサービスは、プラットフォームとして、ビジネスチャンスを創出すること、ライセンス取得サービスの提供により市場への参入を支援していくこと、そしてビジネスを展開していくためのミドル・バックオフィスのアウトソーシングサービスを提供することである。ビルを建てるだけでなく、2020年の兜町のツインタワーの完成に向け、様々なインセンティブプログラムを作っていく、JIAMプログラムを完成させたい。

(2) JIAMニーズ調査の実施報告

① 調査結果について

今回、海外の主要金融都市であるニューヨーク、ロンドン、香港、シンガポールにおいて、資産運用に係る企業82社に対し調査を行ったところ、その中の14社が積極的に日本への進出を計画している、あるいは検討したいとい

う熱意のある回答が得られた。もし14社がハーフビリオンから1ビリオンの規模で日本に来れば、現在の日本のヘッジファンド市場が倍ぐらいになるインパクトがあり、個人的には14社は大きな数字であるとの印象である。

この14社中で日本人のポートフォリオマネジャーは8人である。世界中にいる日本人のポートフォリオマネジャーは、分析能力が高くとても優秀であるという評価である。

② 調査結果から分かった主要なニーズ

14社に対し日本に進出する際の障壁を調査したところ、当初想定していた優遇税制以外に、ビジネス機会の提供、参入プロセスの簡素化及び業務コストの低減が挙げられた。2020年をターゲットとした場合、税制を変えていくことは時間がかかるので、長期的に取り組むべき課題であるといえる。さらに、日常生活に不便はないものの、規制対応に関する難解な日本語が障壁となっている。

拠点開設の意向を示した14社の日本進出の主な目的は、年金基金を含む日本投資家からのキャピタル・イントロダクションに加え、高度な技術を有する日本の企業への投資や日本の有能な資産運用マネジャーの獲得が挙げられる。日本の優秀な資産運用マネジャーの獲得のために日本へ進出してきたにもかかわらず期待はずれであったと思われるように、早急に人材を育てる必要があると考える。

③ ビジネス機会への期待

海外の資産運用業者は、日本の年金基金を含む機関投資家へのアクセスビリティが不足していること、及び仮に公募があったとしても、要件が極めて厳しく、特に中堅のアセットマネジャーにとっては運用受託がハードルの高い問題となっている。そこで、独立系資産運用業者とのマッチングの機会を、自然発生的ではなく人工的につくること、すなわち新興マネジャーに対するエントリープログラムをつくっていくことが重要であると考えます。

例えば、米国では、ニューヨークを中心として年間120件ぐらいのキャピタル・イントロダクションのイベントが開催され、一度に大勢の投資家と出会うことができる場が存在する。これに比べ、東京では圧倒的に投資家と出会いの場が少ない。さらに、日本と米国のマネジャー・エントリー制度を比較すると、

日本の場合は要件が非公開な場合があり、また、運用実績要件が3年～5年以上、運用残高要件が1000億以上でなければ参入できない一方で、米国では運用実績の要求水準等を低く抑えた、中小規模マネジャーの新規参入を促すエントリー制度となっている。

シンガポールでは、政府系ファンドの 테마セクとDymon Asiaが共同で運営しているシーディングプラットフォームという仕組みが存在する。具体的には、 테마セクはシードマネーの運用をDymon Asiaに委託し、Dymon Asiaがポートフォリオマネジャーを社員として採用し成長するまで見届け独立をサポートするという仕組みである。

④ 参入プロセスの簡素化

海外資産運用業者の声として、日本ではライセンス申請・登録手続きの可視化が十分になされておらず、海外から監督当局とのコミュニケーションのチャネルは基本的に紙ベースに限定されているということが挙げられていることから、申請手順等の全体像を明確にして、英文ブックレット等を作成し理解を促すことや、金融行政のオムニチャネル化の検討が必要と考えられる。

その他、シンガポールのように監督当局が産業育成も担っているケースや、UKのように複数ある機関が連携しながら推進しているケースを参考にして、金融産業育成を牽引する行政機関の明確化が重要ではないだろうか。

⑤ 業務コストの低減

日本には独自の基準が存在し、対応するために膨大な時間やコストがかかってしまうため、ミドル・バック業務の対応への負荷が大きい。日本固有のルールの文化的・社会的背景をわかりやすく説明する仕組みが必要である。

さらに、コンプライアンス機能のアウトソーシングについて、シンガポール及び香港と日本を比較すると、シンガポール及び香港はアウトソース要件が明確であるのに対し、日本の要件はあいまいな部分が存在し、アウトソースが難しい業務が多い。また、バイリンガルで資産運用業務に長けている人材が非常に少なく、そのような人物がいたとしても高額の報酬が必要である。さらに、日本の規制に対してチャレンジングなことを行おうとすると、日本の一流の法律事務所でさえ複数の解釈が存在し、結局、規制に抵触するのかもしれないのか

の答えが出てこないという声もあった。アウトソースが可能な範囲を明確にして、J I A Mとしてのミドル・バック支援体制の構築が必要である。

⑥ まとめ

投資家と独立系資産運用業者等とのマッチング機会の創出などのビジネス機会の提供、金融セクターの成長を牽引する行政機関の明確化や当局へのオムニチャネル化推進やリエンジニアリング等の参入プロセスの簡素化、及びアウトソース可能範囲の明確化とJ I A Mとしてのミドル・バック支援体制の構築による業務コストの低減に対し、組織的横断的に取り組むことが求められる。

海外資産運用業者を対象とした今回のニーズ調査では、J I A Mはただ箱を作るだけではなく、人材育成等の本質的な点を議論していることから期待できるという声がある一方で、国や東京都が全面に立っていないことや、2020年までに取り組むことについて遅すぎるとの懐疑的な意見もあった。今後、J I A Mの推進体制を明確化し、東京都や金融庁をはじめとする行政横断的な推進主体を構築し役割の明確化が必要である。

2. 意見交換

- ・ 金融当局としては、日本に立地する金融産業を育成したいという思いは当然にある。他方で、産業の育成は利用者の保護を前提とするものであり、利用者の保護をないがしろにした上で金融産業だけが繁栄するということとはあり得ない。この点については、ほかの国の当局と同じスタンスと思われる。
- ・ アウトソースの可否が明確でないという点に関して、最終的にはケース・バイ・ケースの判断にならざるを得ないので、個別に当局に相談して頂きたい。また、アウトソースの可否を何らかの形で明確化できないかについては、必要に応じ検討していきたい。
- ・ 金融庁では、まだ日本に進出していない海外のアセットマネジャーのアウトソースの利用に関する相談にも対応するのか。

- ・ 基本的には、日本に進出していない海外のアセットマネジャーのアウトソースの利用に関する相談にも対応する。
- ・ 日本という国が何をしたいのか、という国家意思を明確にして、他の関係する省庁と一緒に考え、動いて行く必要がある。
- ・ その際に、コンタクト手段のオムニチャネル化は重要である。シンガポールのMASでは、規制当局でありながら、金融セクターのプロモーションを牽引しており、何件インバイトできたかがMASの官僚の評価につながるという民間企業的なインセンティブが存在する。
- ・ 海外においてファンド・マネジメントを行っていて驚くのは、許認可が下りるスピードである。なお、許認可が下りるスピードが早いことで、レギュレーションが弱くなるということではないと考える。
- ・ 欧米において当局との対話に弁護士を使うことはスタンダードプラクティスであるが、日本の業者は基本的に弁護士を使わない。
日本の規制は行政法的な考え方にに基づき、大臣や官僚の裁量が大きくなる仕組みとなっている。このように解釈権が行政当局にあることで、海外の資産運用業者が弁護士を使ったとしても、時間と労力の無駄になってしまうことがある。裁量により決定する部分があるところは、日本の良いところでもあるが、日本に進出する業者のためには、当局へのコンタクト手段のオムニチャネル化がなされるべきである。
- ・ J I A Mは、シンガポール MASのフィナンシャルセンターディベロップメントをイメージして行っていると理解してよいか。
- ・ 究極的にはシンガポールのテマセクを中心とするような仕組みを作っていくことも考えられるが、シンガポール政権のディシジョンメイキングは日本とは違う素地がある。日本の場合は、このような仕組みづくりを行うに際して金融庁のほか様々な省庁

も関係してくるため、官邸からトップダウンで取り組むことができるなら良いが、そうなるまでにとりあえず有志を集めて、民間主導でJ I A M機構をつくってしまうほうが早いという意見がある。最終的には正式な金融プロモーションの母体となればよいと思っているが、関係者が多くなり船頭多くして船が山に登ってしまう可能性があるから、まずは有志で資金を集めてJ I A M機構を作り、エマージングマネジャープログラムを導入することが望まれている。

- ・ J I A Mにおいて焦点とすべきは、新興運用者（エマージングマネジャー）を輩出させることである。今後、国内外問わず人材を集めて育成することになると、レギュレーションをサポートする機能を含めて、かなり集約したものにななければならない。
- ・ 「税制を変更するのは時間が掛かり間に合わないので、当面の方策では対象としない」とのご説明であるが、外国人の相続税制の問題点については、所得税等の体系を根本から変更するのとは異なり、比較的時間をかけずに解決する余地はあるのではないか。2013年の日本の相続税の改正により、日本勤務となった外国人が来日後ごく短期間で亡くなった場合、グローバルに所有している資産全てに課税されてしまうとの予期しない結果が生じることとなった。このような事態を避けるため、日本に赴任するのを断る動きがあると聞いている。テクニカルな規制だとしても実質的な影響はあるため、東京をプロモートして行くためには、一つ一つ解決していく必要がある。
- ・ 税制の中でも改正が比較的簡単なケースとそうでないケースがある。例えば、エグジット・タックスについては議論があったが、I B Aを中心として回避されたケースがある。相続税に関しては改正がどの程度難しいか不明であるが、個人所得税の改正に比べると比較的容易ではないか。外国人の相続税に関し、日本にいる外国人の中で、“never die in Japan”という有名なフレーズがある。このフレーズが海外でも有名になる前に、外国人の相続税の問題を解決するべきである。
- ・ 外国人の相続税制の問題が、海外関係者間に伝播することで、高度金融専門人材が日本に来ることを躊躇してしまう。日本の相続税制の問題点が、人と共に本部機能が

東京からシンガポール等競合相手である海外都市に流れてしまう要因の一つとなっている。このことは必ずしも外資系のみならず、日本の大手金融会社でも問題点として認識されていると聞く。

- ・ 海外企業誘致のためのアジアヘッドクォーター特区があり、日本橋兜町はアジアヘッドクォーター特区のエリアではないが、その特区制度では、税制優遇が用意されている。しかし、調べた中では、今までにこの税制優遇が利用された例は1件もない。適用要件が非常に複雑で、実質的には適用が困難な条件で構成されている。もっと適用されやすい制度になれば、法人実効税率が約8%引き下がる優遇を受けられる可能性があるのではないか。
- ・ 日本における人材不足は大きな問題である。外国から高度金融専門人材を招聘することも一つのやり方であるが、一度日本から出てしまった優秀な日本人がなぜ日本に戻ってこないのかについて検討し、優秀な日本人を日本に呼び戻すことも重要である。
- ・ シンガポールは確かに良いモデルではあるが、今の日本とはバックグラウンドが全く違う。今後日本がシンガポールと同じ道をたどるとは考えにくい。日本は、シンガポールを参考にしつつ、自分で道を探すほかではないか。
- ・ J I A M ニーズ調査の対象先82社の内訳は、資産運用業者のほか、ヘッジファンドを専門にしている I T 事業者、機関投資家、法律事務所及びファンドアドミ等である。
- ・ 実は日本に帰りたいと思っている海外で活躍する優秀な日本人は多く、彼らは自分の成功を次の世代に伝えたいと思っている。海外で活躍する優秀な日本人が日本に戻ってくれば、それだけでも市場規模は3倍、4倍になる。
- ・ 日本とシンガポールはバックグラウンドが違うので、日本はシンガポールの真似はできないが、U K、香港、シンガポール等の良いところを採用し、日本ならではの非常にフレンドリーなエコシステムを作っていかなければならない。

- ・ 以前、私がシンガポールでビジネスを展開しようとしていたら、駐在シンガポール大使がわざわざ出向いてきてヒアリングをしていただいた経験がある。同様にUKもシティUKや英国大使館の貿易・対英投資部のコネクションが非常に良い。シンガポールやUKは、有機的に全体として動いており、それぞれが役割を果たしているという点で非常に似ている。

3. 日本の資産運用会社の発展に向けて

東京海上アセットマネジメント株式会社 代表取締役社長 大場委員から、資料2に基づき説明が行われた。

説明の主なポイントは以下のとおりである。

(1) 今なぜフィデューシャリー・デューティーなのか

フィデューシャリー・デューティーは、日本語にすると、お客様の信頼に応える義務ということかと思うが、この義務を果たしているのか疑わせるような事例が、資産運用に限らず、実験データ、会計データ、マンシヨンの設計等で起こっている。信頼して任せて頂いたのに、その信頼を毀損する結果となっている。

1 ページにエデルマン社が調査を行ったトラストバロメーターの抜粋を記載している。日本に限らず、世界的な傾向ではあるが、「金融サービス」業界の信頼度は低くなっている。さらに、「金融サービス」業界の内訳を見ると、本ワーキング・グループの中心テーマである「投資顧問／資産運用」業態は、さらに低くなっている。お客様の裾野を拡大するためには、金融業界をより親しみが持てる業界にしていく必要があり、これが今、フィデューシャリー・デューティーが取り上げられている背景の一つと考える。

(2) フィデューシャリー・デューティー取組みは世界的な潮流

二つ目の背景としては、4 ページに記載のとおり、フィデューシャリーという概念をいち早く資本市場の中枢に据えたアメリカやイギリスにおいても、フィデューシャリー・デューティーの重要性が改めて認識され、フィデューシャリー・

デューティーの考え方に基づく規制が導入されつつあるということだ。

日本では、金融行政方針において、民間の自主的な取組みを支援することで、フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る旨の記載がされている。欧米の状況を見れば、日本が突出しているわけではない。規則化ではなく、自主的な取組みを支援することとしているのは、ルールに反しなければよいというレベルではなく、ベストプラクティスを目指すという趣旨が含まれていると考える。スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードのように、どのようにすることが望ましいかを各社が自ら考えてほしいというメッセージが金融行政方針に記載されていると考えている。

(3) アナリスト協会におけるフィデューシャリー・デューティーの取組み

私が会長を務める日本証券アナリスト協会でも、証券アナリストの試験科目でもある職業行為基準に、フィデューシャリー・デューティー（信任義務）を追加した。5ページに記載のとおり、職業行為基準「6. 受任者としての信任義務」の項目では、顧客に忠実に行動すること及び専門家としての注意義務を果たすことを記述しており、これがフィデューシャリー・デューティーの骨格になっている。また、「職業行為基準に係る実務ハンドブック」では、資産運用に従事する者、リサーチアナリスト、ブローカー・ディーラーのそれぞれについて、信任義務の具体的なあり方を示している。

(4) より「信頼」を高めるために

より「信頼」を高めていくためには、プロダクト及びパフォーマンスに関する取り組みと、運用会社のガバナンス体制と透明性に関する取り組みを同時並行で実行し、資産運用の高度化を実現しなければならない。

① プロダクト及びパフォーマンス

中長期的に見たパフォーマンスの向上、お客様のニーズに即した商品開発、商品そのものや、運用成果等に関するアカウンタビリティ、レポーティングの内容のわかりやすさと充実がセットで動かないといけないと考える。特にパフォーマンスの向上については、中長期のパフォーマンスの向上という問

題に加えて、より多様なアセットマネジャーを育成していくことも同時に進めなければならない。商品開発では、中長期の資産形成に資する商品の開発、例えば中長期に投資していただくに相応しいバランスファンドをどのように開発するかということが重要である。また、リスクの所在がわかりやすい商品を多く作らないと、投資初心者の方はなかなか取りつきにくいと考える。

② ガバナンス体制と透明性

コーポレートガバナンス・コードでも謳われているが、お客様の利益を優先する組織運営が客観的にどのように説明できるのかについて、より深く考える必要がある。日系の運用会社の場合は、強固な系列関係があり、利益相反の管理をどのように行っているか、わかりやすく説明する必要があるのではないか。また、経営陣については、日本的雇用を前提とした人事制度が運用会社でも取り入れられているが、これが本当にお客様のためになるのかを説明できるようにする必要がある。

(5) より「信頼」を高めるガバナンス体制と透明性

一連のプロセスを通じて、お客様の利益を優先する仕組みになっているか、お客様の利益が優先されている組織であることを客観的に示す仕組みになっているかという点が重要である。フィデューシャリー・デューティー宣言を行う際には、少なくとも四つのファクターを検証する必要がある。

一つ目は、どのような仕組みで利益相反を管理しているかという利益相反管理である。

二つ目は報酬の合理性である。報酬はよく高いと言われるが、高いとか低いではなく合理性を説明できるようにする必要がある。

三つ目は業績評価である。運用会社としても、そのファンドの運営が3年、5年で見るとどのような成果だったのかということを評価に反映させていかななくてはいけない。中長期的に評価をするというような観点をもって業績を評価していく仕組みを構築する必要がある。

四つ目はガバナンスのあり方であり、利害関係人ではない人が検証するという仕組みが必要である。まさに、コーポレートガバナンス・コードで謳われている

ガバナンスの仕組みと同じであり、コーポレートガバナンスの確立については、上場会社だけではなく、運用会社にも当然当てはまるルール、コードであると考ええる。

(6) パフォーマンスの向上に向けた施策

パフォーマンスの向上に向けた施策としては、まず、多様な人材の育成が重要である。アセットマネジメントの人材の層が薄い原因の一つは、銀行業、証券業、保険業と比べるとアセットマネジメントは歴史が短いことが挙げられるが、多様な人材を育成してこなかったことも原因かもしれない。

また、資産運用会社間における競争とイノベーションを促進するため、新たな運用会社が参入し、より競争的な環境を作る必要がある。

さらに、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの実践を通じた持続的成長と中長期の投資が報われる市場の実現が挙げられる。スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関は206となっており、多くの大手機関投資家は受け入れを表明している。

コードを受け入れたことによる運用会社の変化の事例を紹介する。まず、投資先企業の状況把握、対話のデータベース管理が挙げられる。例えば、ミーティングを開催する場合、運用会社ではアナリスト、ファンドマネジャー、投資グループの責任者など、ミーティングによって様々な者が出席するが、それまでのミーティングにおける議論の蓄積が行われていないと、同じ質問を繰り返して無駄が生じてしまう。そのため、データベースを構築して、ミーティングの前にはどのような議論が行われたか分かるようにしておくことが挙げられる。

二つ目は、対話の成果を踏まえた議決権行使である。当たり前のことではあるが、これがきちんとできていないケースもあり、コンサルティング会社に丸投げしている事例も見られる。当社では、コンサルティング会社の判断は参考とするものの、具体的な対応については、当社のアナリストが直接上場企業と対話して自主的に判断している。

三つ目は、ベストプラクティスとなる企業の事例を取り上げて、企業価値創造に向けた経営改革に焦点を当てた対話を行うことである。対話の目的は企業価値

の持続的な向上であり、これにより初めて投資家もリターンが得られることになるので、この好循環の輪を作っていく必要がある。

四つ目は、ハンドブックの作成であり、アナリストが先方と対話をするときに考慮すべき論点を整理して、ハンドブックにまとめる会社も出てきている。

(7) 商品開発に係る施策、アカウンタビリティ（レポーティング）の向上

商品開発にあたっては、機関投資家、個人投資家のニーズを把握することが必要であり、特に個人投資家向けの中長期的な資産形成に資する商品開発がより進むことが期待される。もう一つはファンドガバナンスの拡充であり、独立した組織がファンドのガバナンスをする仕組みをどのようにビルトインするかが重要である。できるところから行うのであれば、第三者委員会の設置等が考えられる。

また、投資信託を購入いただく顧客にとって、より分かりやすい仕組みを工夫する必要がある。一つ目は、投資信託の仕組み自体の説明を分かりやすくすること、二つ目は、販売をする時の説明を分かりやすくすることである。三つ目は、世の中に大きな変化が訪れたときに、どのようにお客様に情報提供するかといった適切な情報提供である。

(8) お客様の利益を優先する組織運営、組織の透明性

お客様の利益を優先する組織運営や組織の透明性を実現するには、コンプライアンスの徹底、お客様の利益を優先するための人材の多様性の確保、ガバナンス体制の強化による経営陣への適切な牽制及びメンバーの中長期的なコミットメントの確保が必要である。

運用会社が各社工夫を凝らした取り組みを公表し、多くの方に理解していただくことを通じ、より信頼を高めることが必要である。それがお客様の裾野を拡大させ、ひいては業界の発展につながり、日本経済のデフレからの脱却につながるという好循環をもたらすことができるのではないかとということで、前向きに取り組んでいくことが要請されていると考える。

4. 意見交換

- ・ フィデューシャリー・デューティーについては、金融庁等で規則化すべきか、あるいはコードとすべきかを考えていた。海外の大手運用会社にフィデューシャリー・デューティーとは何かと質問すると、自分たちの存在意義やフィロソフィー、あるいは当然のこととしてやることという説明を多くいただいた。日本では運用会社は大きな金融機関の中のグループの一部であることを踏まえると、規則化しないと難しいのではないかというコメントもいただいたが、大場委員のご意見と同様に、プリンシプルのように自分たちで取り組んでいくルールと考えている。

また、アカウントビリティに係るご説明があったが、自分の体験として、ジュニアNISA口座の開設に際し、ネットで大手運用会社のファンドの中からノーロードのものを選び、信託報酬を見ていたが、なかなか見つからず、月次報告書の最後の部分にやっと信託報酬が記載されていた。さらによく見るとファンド・オブ・ファンズであったため、その他にもコストがかかることがわかった。ファンドを選ぶときに最初から販売手数料、信託報酬等が見やすい記載した方が投資家にとって分かりやすいと感じた。

- ・ 運用会社が工夫を凝らした取組みをベストプラクティスとして公表する旨のご説明があったが、このような考え方は非常に重要であると考える。各社のベストプラクティスを取りまとめて開示し、全体のフィデューシャリー・デューティーに対する取組みをレベルアップしていくということも重要である。
- ・ フィデューシャリー・デューティーを規則化するとミニмумスタンダードになってしまう。そのため、大場委員のご説明のとおり、フィデューシャリー・デューティーの取組みは、ミニмумスタンダードは当然のこととし、各社がさらに上のベストプラクティスを目指すことであると理解している。

ただ、ミニмумスタンダードをクリアしていない会社が存在することも想定され、そのような会社には個別にご指摘をさせていただくことにはなれると思う。今後、フィデューシャリー・デューティーが浸透しないようであれば、ミニмумスタンダードとして何かしら明文化することも考えられるが、基本的には大場委員のご説明のとおり

と認識している。

- ・ これまで業界の他で何が出来るか議論されてきたが、今回、業界として何が出来るかという点について正面から取り組んだ素晴らしいプレゼンである。

運用者の場合、プロフェッションであるべきということを踏まえると、プロフェッションと呼ばれるためには、当然ながら倫理基準及び行動基準を持つ必要があり、ご指摘のとおり、高みに向けての努力が必要と考える。

当社では、親会社から業務上の介入はなく、おそらく日本にあるアセットマネジャーとしては、少なくとも経営環境においては、外資のアセットマネジャーと最も近いと考えている。特にアセットマネジメントの人材については、独自の採用及びキャリア管理等も行っている。

パフォーマンスの向上に向けた施策というのは、あくなき競争が不可欠であると考えており、各社が常にベストを追いかけて、他社に負けたら反省し、修正していく必要がある。商品開発については、これまでの環境の激変を踏まえながら、かなりクリエイティブに動く事ができたと考えている。

- ・ 「第三者委員会」の設置についてご説明いただいたが、いわゆるアドバイザリー・コミッティの設置にかかる費用や手間は、ボードを作る手間と同じであるにも関わらず、意思決定権を持たないため効果に疑問がある。
- ・ 日本投資顧問業協会では倫理綱領を策定しており、そこには受託者責任の徹底も記載されており、運用会社としては非常に重要な点であると考えている。
- ・ 業界におけるベストプラクティスの公表についてご説明いただいたが、フィデューシャリー・デューティーはスチュワードシップ・コードと近い部分も存在する。スチュワードシップ・コードへの対応については、毎年1回会員に対してアンケート調査を実施しており、そこから抽出できるベストプラクティスを集めていきたいと考えており、可能な限り公表する方針で取り組んでいる。

- ・ 系列という言葉が今まで何度も出てきたが、資本関係と関係なく運用会社としての独立性が実践できている事例もあり、一律に資本関係ということで見るとはすべきではない。もしブローカーの子会社としての資産運用会社が存在するのであれば、構造上、あらかじめ利益相反等が起こるおそれがある、あるいは販売会社優位の構造が起こるおそれがあるということになる。しかし、多くの会社では、持株会社のもとで運用会社と販売会社等が並列化しており、経営陣も異なる人が務めている。販売会社の役員や販売会社の出身者が運用会社を、資本関係ではなく人的な支配をしているのであれば客観的に見ておかしいとも考えるが、一律に資本関係等だけで判断するべきではないと考える。
- ・ 系列について問題になっているのは、販売会社と運用会社の関係であり、系列であるか否かにかかわらず、販売会社と運用会社の関係を見た場合、販売会社側のほうが圧倒的に強いというのが現代日本の基本的な構図である。しかし、これは日本だけが例外ではなく、世界的に見ても対面で販売する販売会社と運用会社との関係については、基本的に販売会社の方が強いという構造にある。こういった構造を前提にしたときに、販売会社と運用会社の関係はどうあるべきか、あるいは運用会社が強くなるためにはどうすべきかというように、問題をもう少し大きく捉えて議論をしないと生産的ではないと考える。
- ・ お客様の利益という言葉が出てくるが、これは当然であるものの、現実には見きわめるのが難しいという問題が存在している。いつ何時もお客様のことを考えずに、単に手数料が高い商品を販売する販売員がいたとすれば、そのような人はフィデューシャリーに反しているということは当然言える。しかし、現実の問題としては、この商品はお客様のためになるのかどうか、表見的に手数料は高いがお客様のためになるのか、手数料は安いが顧客に適しているのかという、複雑な環境の中で一定の判断やアドバイスをしなければならない。これは非常に難題であり、マニュアルができるわけではないが、先ほどご紹介のあった「証券アナリスト職業行為基準」は非常に参考になると考える。この基準がすべての事例に適用できるかは分からないが、あらかじめ答えが分かっているものではないことについて深い議論を重ねることが、フィデュー

シャーリーへのアプローチの一つと考える。

- ・ 運用会社は、銀行、証券、保険と比較すると人材の層が薄いことやダイバーシティ確保の必要性についてご説明いただいたが、私の経験として、運用会社、銀行、証券、保険では、それぞれの業界で「流儀」が異なると感じている。同じ金融でも、物事の見方や受けてきたトレーニングに違いがあるため、そういった個々の強みを活用すれば、高度人材は意外と近くで見つかる場合もあると考える。きちんと企業を見る目が鍛えられている点など、系列の銀行等から来た人材は、極めて良いファンドマネジャーになり得る。何名ものファンドマネジャーと接してきたが、過去に銀行等別業態での経験を経て、株式や債券運用の世界で活躍している人材は存在する。系列は利益相反管理の仕組みの中で対応すべきであるが、すべて悪ではない。強みを利用してリソースを活用し、産業を強くしていく方策が必要と考える。
- ・ 系列関係について議論されているが、資本関係や販売会社との関係等について、客観的に説明できることが非常に重要である。数年前から、例えば、議決権行使、買収防衛策への対応、取締役選任等は全体として外からも見えるようにはなってきたが、海外では個別の企業に対する議決権行使も重要なものは説明が行われている。運用会社同士が情報開示のあり方等を競い合うような形で情報開示を広げていくということも重要と考える。
- ・ 当社は販売会社が親会社であり、構造的に利益相反関係があることから、フィデューシャリー・デューティー宣言をする議論の中で、フィデューシャリー・デューティー（FD）第三者委員会を設置することとし、本年4月に第3回目の会合が行われたところである。FD第三者委員会は計4名で構成されており、3名は外部の方で報酬は当社から支払っている。4月の委員会では、株主と会社との利益相反関係について議論がなされ提言を受けた。概要は当社ホームページに掲載している。これ以外にも、これまでの会合で運用報酬の基本方針や経営計画、フィデューシャリー・デューティー宣言の中身等について第三者の立場からご意見をいただき、大変参考になっている。

- ・ 親しみを持てる業界にしていくため、お客様に対して分かりやすい説明をすることに力を入れた運営をフィデューシャリーアクションプランの中で行っており、社内でもプロジェクトチームを立ち上げた。業界の専門用語を使わずに分かりやすく説明する資料等について少しずつ取り組んでいるところである。その中で先ほどお話のあった信託報酬についても、何がその役務の対価になっているかを具体的に示して、それに対する合理性によって信託報酬の料率の高い低いが決まるようにすべきという方針を進めている。また、当社の資料では、できる限り前の部分の分かりやすい場所でトータルコストが見られるように検討を進めている。

(配付資料)

- ・ 資料1 「Japan International Asset Management Center (JIAM)構想の具現化に向けた調査報告と提言」
- ・ 資料2 「日本の資産運用会社の発展に向けて フィデューシャリー・デューティの実践を含めて」

(以 上)