

顧客本位の業務運営に関する原則と個人投資家 ～フィデューシャリー・デューティー規制の影響

平成29年7月5日

株式会社資本市場研究所きずな



FD規制導入の背景

昨年4月以降、金融審議会では「国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所を巡る制度整備について」の検討項目の一つとして、顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー、以下FD規制）が議論されていた。昨年12月に報告書が纏められ、パブリックコメントを経て本年3月30日に「顧客本位の業務運営に関する原則」として確定されて、本年6月末から当面四半期ごとに、各金融事業者（証券会社や地域金融機関も含まれる）の同原則策定と取組方針が公表される。

このFD規制導入の背景をみると、最近の金融行政においては、以下の様に取り上げられていた。

【平成26事務年度金融モニタリング基本方針】

投資運用業者がFDを踏まえた商品開発・運用を行うことを監督上の着眼点すること⇒

【平成27事務年度金融行政方針】

商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等についてフィデューシャリー・デューティーの徹底を図るべきこと⇒

【平成28事務年度金融行政方針】

フィデューシャリー・デューティーを「顧客本位の業務運営」とし、金融機関等による確立と定着を求めること。

（※下線部分が新たに加わった）

なお、このFD規制の定義としては、「金融機関等が、当局に目を向けるのではなく、顧客と向き合い、各社横並びではない主体的で多様な創意工夫を通じて、顧客に各種の情報を分かりやすく提供するなど、顧客の利益に適う金融商品・サービスを提供するためのベスト・プラクティスを不断に追求することが求められる」とし、金融庁主導で金融審議会での議論が進められた。

この様なFD規制に対する金融行政の進め方は、NISA（少額貯蓄非課税制度）の導入やその強化、iDeCo（個人型確定拠出年金制度）の新設などで、投資に慣れない個人も老後資金など必要な資産形成を、投資信託などを利用して行うことを想定したものだ。

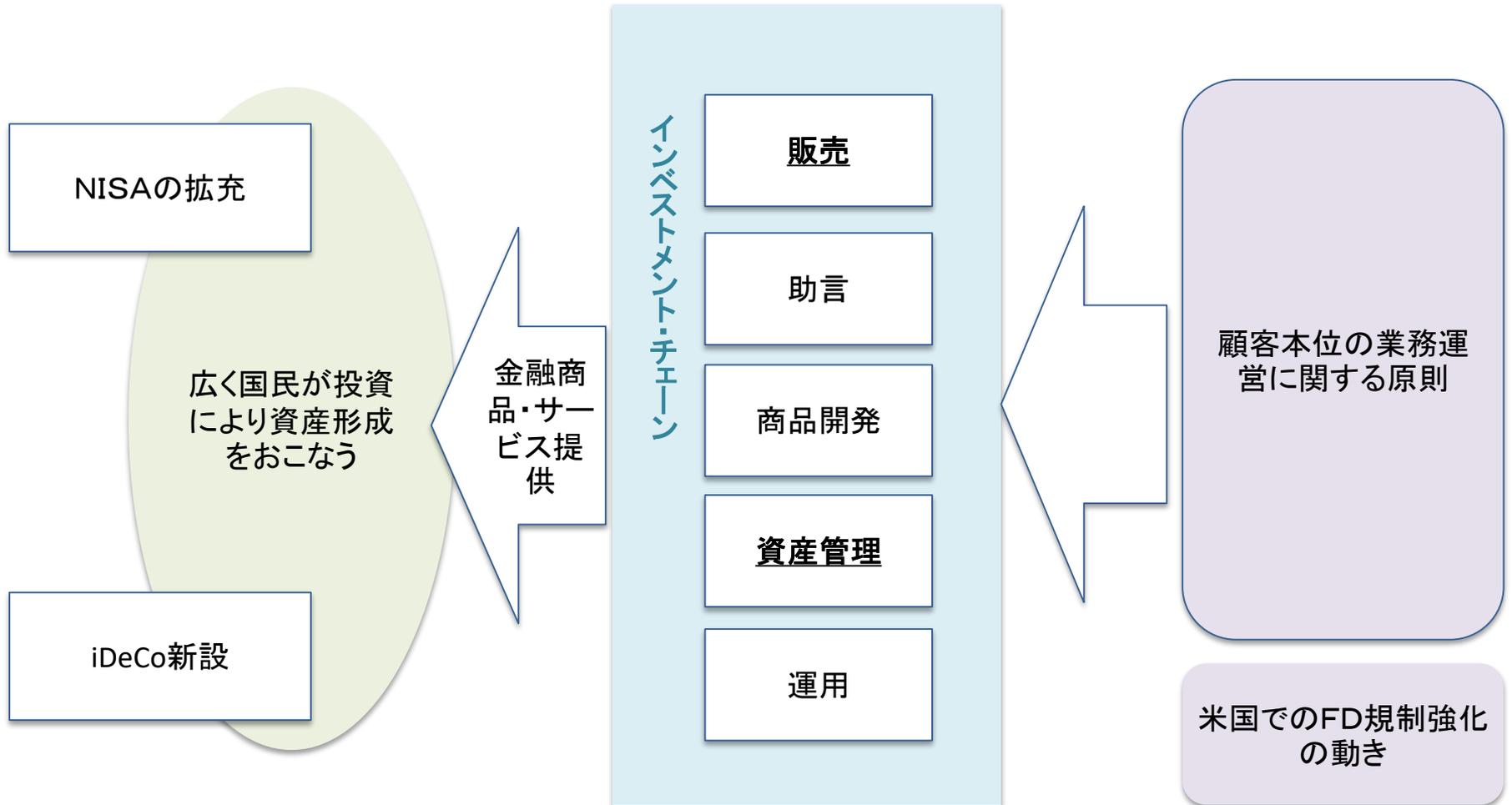
その為、投資運用業者のみならず投資信託の販売者である証券会社や金融機関もFD規制の対象となる金融事業者に含まれることになった。また、FD規制の在り方も「プリンシプルベース・アプローチ」の手法がとられており、原則だけを定め、その実践のためにどのような行動をとるべきかについては、金融事業者が自らの置かれた状況に応じて判断することが求められている。また原則のうちの一部を実施（遵守：コンプライ）しないことも許容されるが、その場合には実施しない理由等について十分な説明（エクスプレイン）を行うことが求められる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の考え方も示されている。これは、機関投資家に対するスチュワードシップ・コードや上場企業のコーポレートガバナンス・コードでも採用されている手法である。

なお、米国においても同様のFD規制強化の動きがあり、米国労働省（DOL）フィデューシャリー・ルール案として昨年4月に決定されたもので、エリサ法によるフィデューシャリーの範囲を拡大するものだ。同法によるフィデューシャリー・デューティーは、専ら年金受給者に利益を与え年金

プランの管理費用を合理的なものにすること、リスク回避のために投資を分散させることなどが定められているが、DOL案は個人型年金資産に係るブローカーやディーラーにもエリサ法が及ぶものだ（現行は定期的に投資アドバイスを行うもの）。

但し、本年4月からDOL案が施行される予定だったが、2月に出された大統領令で、米国労働省長官に対して施行の影響を調査することが命じられており、実質的に施行延長されている一方、同時に示された金融規制改革の中核的な原則では、十分な情報に基づいた選択で米国民が退職後に備えて資産形成を可能とすることが示されている。

FD規制導入の背景



FD規制議論における指摘事項

FD規制が具体的に何を目的にしているのか、金融審議会での個人向けの金融商品販売に関する指摘事項(事務局説明資料)では、以下の様なことが示されている。

【リスク・リターンや手数料構造が分かりにくい金融商品を投資経験が必ずしも豊富でない顧客に推奨・販売】

外貨建一時払年金保険＝運用を定額部分(外債等で運用)と変額部分(投信等で運用)に分けた上で保険機能(外貨建て死亡保障)を追加した商品で、為替手数料や運用管理手数料・販売手数料など投資家が負担する総コストが7%近くになっている。また手数料相当分について顧客の運用資産から原資を差し引いており、顧客から直接徴収していない。このため、顧客は、どの程度の販売手数料を保険会社が金融機関代理店に支払っているか見えない状況(※主要金融機関での販売手数料比率では、近年一時払年金保険の比率が増加しており、2015年度は全体の37%に達している。なお、投資信託分は51%)

デリバティブを組み込んだ仕組債・仕組み預金＝利率の適応関係が複雑、オプションを組み込み期限前償還事項が設定されている等の複雑な仕組みとなっている一方、これらの仕組みについて顧客の理解を十分得ることなく販売されていると指摘(※利払い・期前償還・満期償還のそれぞれに関して、異なる株価の条件が設定されているものは顧客に正確に理解されているか)

毎月分配型投信＝分配金として元本の一部が払い戻されることがあることの説明が不十分で、顧客の理解を十分得ることなく販売されていると指摘(※投資信託協会「2015年投資信託に関するアンケート調査」では、毎月分配型投資信託を保有している顧客のうち、「分配金として元本の一部が払い戻されることもある」と理解している顧客は37%)

ファンドラップ＝提供されるサービスと手数料が比較可能な形で明示されることなく、投資一任報酬や運用管理手数料など様々な手数料が徴収されているとの指摘(※ファンドラップに対し投資家が支払う手数料は、資産残高に応じた投資一任報酬や運用する投資信託の信託報酬などが

あり、主なファンドラップ商品の平均で、年間2.2%。一般的な投資信託(販売手数料(平均3%)・信託報酬(平均1.5%))と保有コストを比較してみると、10年間の保有では約4%ファンドラップの方が高くなる。)

【取扱用品の内容について審査が不十分なまま勧誘・販売】

商品内容や発行会社等に係る実質的な審査を行うことなく証券化商品を勧誘・販売した事例(※本年4月から私募債販売に関して日本証券業協会、来年1月予定では私募ファンドに関して第二種金融商品取引業協会それぞれの自主規制により、販売者の商品審査・モニタリング・投資家への定期的情報提供が義務付けられている。)

【販売の現場における不適切・不十分な顧客対応】

- 取扱商品の仕組みを十分理解しないまま勧誘・販売
- 一部の顧客を対象に信託の頻繁な乗換え売買の推奨
- 投資信託やファンドラップの解約申出に対する消極的な対応
- 「売れ筋」「値上がり率」「分配金利回り」などランキング

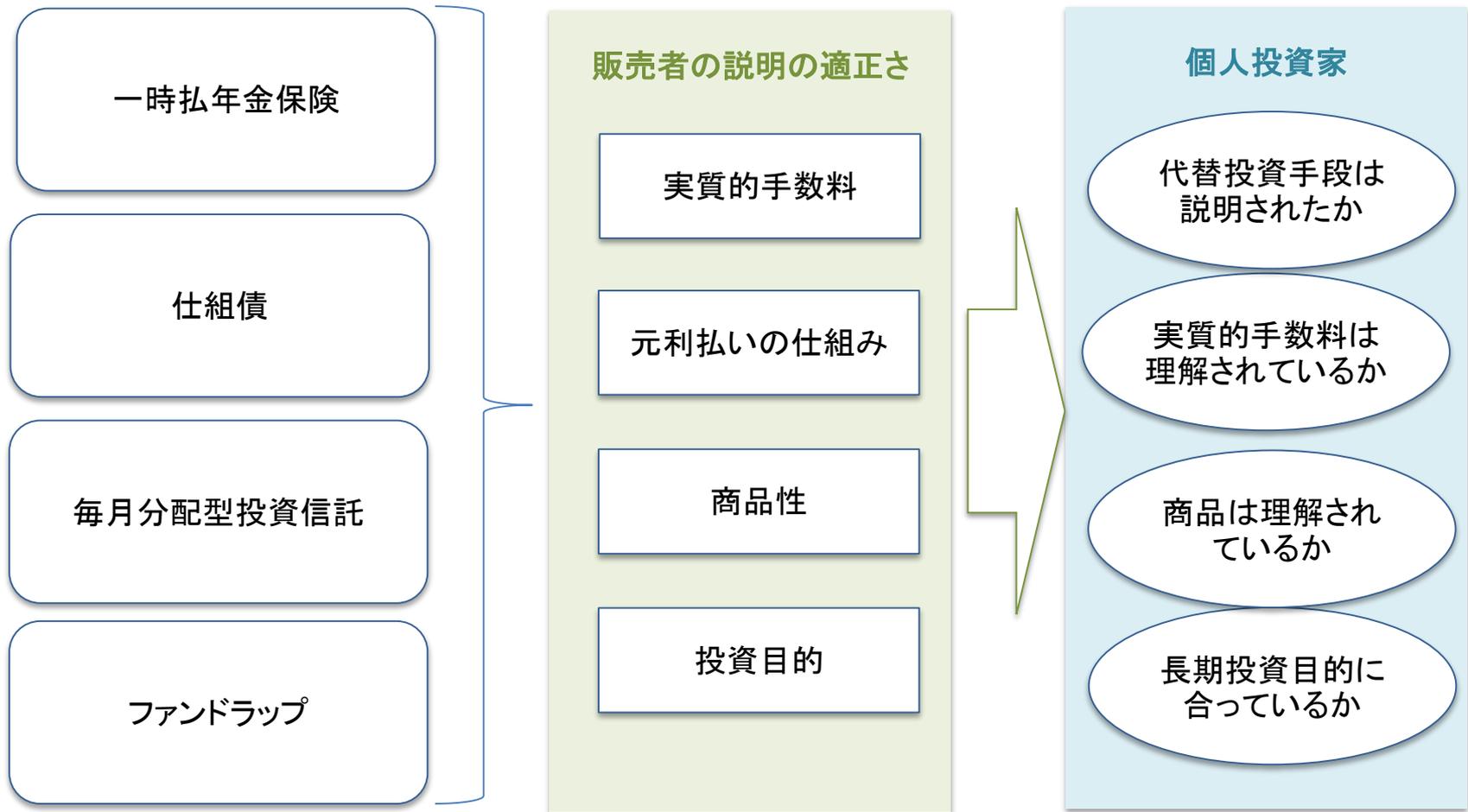
を用いた販売手法では、例えば分配金利回りが高い投資信託があたかも運用成績が良いとの誤解を与えかねない説明を行っている指摘

- 販売員が顧客の投資目的を把握しながら、その目的に沿わない商品を勧誘・販売する事例として、長期安定の運用目的の顧客に、毎月分配型のアクティブ商品を提案していると指摘

【上記の背景・要因に関する指摘】

- 販売員に関しては、販売手数料収入面・系列の運用会社の商品販売に偏った業績目標・業績評価体系
- 商品供給に関しては、系列の運用会社商品比率が高いために商品ラインナップが不十分であったり、運用会社の手数料上乘せキャンペーンや海外研修などが販売員のインセンティブとなっている事例。(※多くの保険会社が、金融機関代理店に対し、新商品の早期定着や他社の販売手数料率への対抗等を目的として、通常よりも0.5~1.5%程度上乘せした手数料を提示。)

FD規制からみた販売商品の課題



金融商品販売者としてのFD規制

FD規制対応については、既にメガバンク・グループや投資運用会社などで始まっているが、個人投資家に金融商品を販売する金融事業者としては、5月末時点で野村証券や岩井コスモ証券なども取組みを公表している。また、地方銀行では中国銀行の中期経営計画(2017年～)でFD規制対応は表明されているもののその内容は公表されていない。今後、6月末に向けてFD規制対応を公表する証券会社や地域金融機関が増加すると予想されるが、個人投資家へ金融商品を販売する金融事業者のFD規制対応について、敢えて現時点で考えてみた。

【原則1:顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等】

FD原則は、営業現場の対応のみならず人事評価制度やグループ会社等との利益相反の管理まで検討が及ぶ可能性もあり、証券会社や地域金融機関では経営企画的な部門が統括するケースが多いのではないかと想定する。

【原則2:顧客の最善の利益の追求】

FD規制の中核をなすものだが、金融商品の販売者としての企業理念を述べるのか、顧客満足度向上への取り組み等など具体的な施策を表明するのか対応が分かれる可能性もある。この取組みが企業文化として定着するような努力も求められている。

【原則3:利益相反の適切な管理】

販売会社として、この原則で想定されたのは企業グループ内に運用会社など金融商品供給を行う会社がある場合だが、金融商品取引法等では既に利益相反取引の特定・類型化やその管理方法・対象会社名を含む利益相反管理方針を公表することが定められている。

【原則4:手数料の明確化】

実質的に顧客が負担する手数料を、その対価となるサービス内容とともに顧客に明示すべき。例えば、一時払年金保険や仕組債の様に複数の金融商品やサービスがパッケージ化された商品は、パッケージ化しない場合のコストを顧客が比較できるようにすることも考えられる。

【原則5:重要な情報の分かり易い提供】

分かり易く顧客に伝えるべき情報としては、原則4の情報の他、リターンとリスク・取引条件、金融商品を顧客の為に選定した理由などを示すことが考えられる。なお、販売会社の担当者が行う顧客への説明の分かり易さについては、投資経験・商品の複雑さに応じて、平易・簡略と丁寧な説明のバランスを取る工夫をすべきとされている。

【原則6：顧客にふさわしいサービスの提供】

現在でも、金融商品取引法での適合性の原則や自主規制の勧誘開始基準などの対応が金融商品の販売者である証券会社等で行われているが、パッケージ化した金融商品の供給元もこの原則を意識することが求められている。また、販売者の従業員の当該商品の理解を深める努力と、顧客の金融知識に応じた情報提供も求められている。

【原則7：従業員に対する適切な動機づけの枠組み等】

この原則を遵守する為の従業員の報酬・業績評価体系や従業員研修など体制整備が求められている。

【留意事項】

取組状況の公表や、本原則を取り巻く環境の変化を踏まえ、必要に応じ見直しの検討・取組状況の公表を行うことも求められている。

上記のFD規制は既に3月末から始まっているが、金融商品の販売者にもFD規制が及ぶことは第一章でも触れたように2015年央から金融行政として示されている。その為、手数料の明確化や商品性・リスクの説明に関する平易化などの取組みを既に始めているリテール証券会社もあるが、他の原則との関係をどう策定し公表していくかは、想定する顧客層や扱う金融商品の選択で、幾つかパターン化されていくのではと予想する。

FD規制対応イメージ (金融庁)

顧客本位の業務運営に関する原則の策定・公表

顧客の最善の利益追求

利益相反
の管理

手数料明確化

顧客にふ
さわしい
サービス

重要な情報の
分かり易い提供

従業員に対する適切な動機付けの枠組み

FD規制対応ポイント (リテール証券会社等)

取組状況や見直し

理念

具体策

手数料

リスク

商品性

提供情報と販売態勢の整備

従業員評価・教育体制整備

FD規制により今後起きる変化の可能性について

FD規制そのものの今後の動向は、個人年金資産向け金融商品販売者に対する欧米での同様の規制の進み方にも影響されそうだが、リテール証券会社や金融機関の営業現場ではFD規制対応が進んでいくと予想される。また、金融行政全体の在り方の中で、日本市場の強化策として、コーポレートガバナンス・コード(上場会社)、スチュワードシップ・コード(機関投資家)、そして顧客本位の業務運営に関する原則(個人に金融商品を提供するインベストメント・チェーン)と対象ごとに原則もしくは基準を定め、制度定着の為のフォローアップを継続的に行っていくことが金融庁の方針として示されている。FD規制に関しては、当局のモニタリングとして以下の項目が挙げられている。

- 業務運営の実態を把握し、ベスト・プラクティスを収集
- 収集されたベスト・プラクティスや各事業者が内部管理上 用いている評価指標などを基に、金融事業者との対話を実施。「原則」を踏まえた取組みを働きかけ
 - 取組方針と、取組みの実態が乖離していることは無い
か等について、当局がモニタリングを実施

- モニタリングを通じて把握した事例等については、様々な形での公表を検討

これらを踏まえ、個人を顧客とする証券会社や金融機関で、今後起こりうる変化を以下に想定してみた。

【FD規制と投資教育の相乗効果】

上場会社のコーポレートガバナンス・コードの定着の為には、スチュワードシップ・コードの実践による機関投資家の関与が役立っているが、国民の安定的資産形成目的のFD規制は、商品や情報の提供者のFD対応を向上させる。但し、その受け手である個人に対する実効性のある投資教育が重要になってくると予想されるが、金融審議会における金融庁の説明などから、投資に関する検討課題として投資初心者を対象とした実践的な投資教育の在り方が今年金融行政方針や金融審議会で検討される可能性がある。投資教育は、FD規制対象外だが、証券会社を始めとする金融事業者にとって、投資教育と投資助言は密接な関係にあるのも事実だ。今後、実践的な投資教育を前提にした投資初心者向けの新しい投資助言サービス(例えば、職場単位、地域単位など)が生まれる可能性もある。

【金融事業者の顧客・商品選択】

例えば証券会社にとってFD規制対応が進むと、原則6によって顧客にふさわしいサービス・商品の提供が求められるが、その為に顧客の投資目的・金融知識・負担可能なリスクなどによって顧客層を分別することは既に行われている。今後、顧客層の分別を一層適正に行う体制整備を強化するか対応する顧客層を選択して限られた経営資源を有効に活用するかで、リテール証券会社の在り方も分化していくと予想する(例えば、個人向けにリスクの高い投資信託を専門に扱うリテール証券会社等)。むしろ顧客を選択しにくい金融機関などは、商品を選択する傾向が強まるだろう。現在増加してり外貨建一時払年金保険や仕組債などの対応が喫緊の課題となり、商品供給者との協力関係強化での対応が必要となりそうだ。

【インベストメント・チェーンにおける販売者からみた横と縦の連携】

FD規制は、個人に金融商品を提供するインベストメント・チェーン全体が対象となるもので、販売者である証券会社や金融機関は、インベストメント・チェーン内で、他の金融事業者がどの様にFD規制対応しているか認識し、自社の

顧客に適合するか確認せざるを得ない。つまり、販売者による金融事業者の選択が金融商品毎に行われる可能性が高い。また、このような金融商品ごとのネットワーク構築の為に、同業者との横の連携も進むことが考えられる。

いずれにしても、FD規制は販売者としての在り方を問い、その態勢整備を継続的に求めるものなので、当初は証券会社や金融機関にとっての負担感が強いが、金融事業者としての事業戦略やガバナンスを明確にする必要があり、前向きに向き合えば新しいリテールサービスが生まれてくる可能性もある。

FD規制による販売者の今後の変化

