

個人への投信販売規制の流れ

～フィデューシャリー・デューティーにどう対応するか

平成29年2月1日

株式会社資本市場研究所きずな



個人への投信販売規制強化の流れ

個人の投資による資産形成で最も期待されている金融商品は投資信託で、先ずその販売チャネルの拡大として金融機関での取扱いが解禁(1998年12月)され、広く個人が利用していく為に投信の販売に係るルールも強化されてきた。一方、今年度の金融審議会での検討テーマの一つとして“国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー”が上げられていたが、国民の安定的な資産形成のためにフィデューシャリー・デューティーの範囲拡大と内容の明確化が議論されている。その投信販売規制とフィデューシャリー・デューティー議論の動向について見直してみたい。

先ず、個人への投信販売に関わる最近の一連の規制等の動きを、その目的別に振り返ってみると、次の様になる。

【適正な勧誘行為について】

2007年9月末からの金融商品取引法施行により、投信などの金融商品を個人投資家に勧誘する場合、勧誘者の

行為規制がより厳格になった。その金融商品が、投資家の特性やニーズに合っているかの適合性の原則や説明義務がより強化されている。この金商法上の行為規制によって、勧誘する立場の証券会社は勧誘に関する自主規制ルール(証券業協会)を制定しており、金融庁(証券取引等監視委員会)が証券会社を検査する際、その対応などが確認されている。

【投信を分かり易く】

証券会社の営業員が投信を勧誘する際、目論見書を利用するが、100ページ以上の分量と記載されている文言が専門的すぎて本当に一般の個人が理解できるか疑問視されていた。これを改善するため、目論見書を平易化・簡素化しようという取組みが投信業界では2010年7月より行われている。更に、個人投資家などが保有する投信の実質的収益を把握しやすいよう、運用報告書にトータルリターンを記載し、それを説明することも2014年12月以降、投信の販売者に求められている。(投資信託等に係るトータルリターンの通知に当たってのガイドライン:証券業協会自主規制)

【投信のリスクを認識させる】

仕組債などデリバティブを組み込んだ商品は、個人にとって分かりにくいものだが、投信も同様の商品があり、また売れ筋の通貨選択型などは通貨オプションを組み込んだ投信とみなすこともできる。これらの投信の勧誘に関しても、個人には慎重にかつ丁寧に対応することが自主規制ルールで2011年4月より強化された(店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債等の判断基準(ガイドライン):証券業協会自主規制)。また、行政(金融庁)においても2012年2月15日に投信販売者への監督指針として、通貨選択型を念頭に販売時の顧客確認体制の強化が打ち出されている。

【高齢者へ勧誘することの配慮】

更に、NISA開始を目前にした2013年12月16日に、証券会社等が高齢者への勧誘を行うに際し、高齢顧客や勧誘留意商品を定義付け、営業員の勧誘に当たっては役職者の事前承認などを求めた社内規定を整備することを定めた高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン(自主規制)が証券業協会により制定された。

この様に個人投資家の拡大を前提に、投信販売に関わる販売者の規制は強化されてきたのだが、フィデューシャリー・デューティー議論は投信販売者にとってどの様な変化を求めるのか、NISAや個人向け確定拠出年金の拡充政策とともに注目されるところだ。

個人への投信販売規制強化の流れ

適正な
勧誘行為

適合性原則と説明義務の強化(金商法:2007年9月末～)
協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則(協会自主規制)

投信を分かり
易く

目論見書の平易化・簡素化(2010年7月～)
投資信託等に係るトータルリターンの通知に当たってのガイドライン
(協会自主規制:2014年12月1日～)

投信のリスクを
認識させる

店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債等の判断基準
(協会自主規制:2011年4月1日～)
通貨選択型を念頭に販売時の顧客確認体制の強化
(金融庁監督指針:2012年2月15日～)

高齢者勧誘へ
の配慮

高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン
(協会自主規制:2013年12月16日～)

投信販売とフィデューシャリー・デューティー

(その課題とは)

フィデューシャリー・デューティー(Fiduciary duty)とは、元来投資家などから委託を受けた運用者などが負うべき義務を指すものとして用いられてきたが、欧州の金融商品市場指令(MiFID2007年施行)や米国労働省(DOL)フィデューシャリー・ルール案(年金受給者に対する投資勧誘者を想定、2017年4月以降施行予定)などでは、個人に対する投資商品・サービス提供者に対しても課すべきとされ、金融サービスの提供者に対してその役割・責任の総称として用いる動きが広がっている。この様な欧米での動向を受けて、国内でも国民の安定的資産形成を図るために、運用者だけではなく金融商品の販売者・助言者などにもプリンシプルベースで課すべきとの議論が金融審議会で行われ、顧客本位の業務運営の確立ということで纏められている。(金融審議会市場ワーキンググループ報告書2016年12月22日)

ここで、投信等の金融商品販売者にとって、顧客本位の業務運営上で現状の何が課題となっているのかを

見直したいが、金融審議会では以下の我が国の投信に関する事象が取り上げられている。

◇投信等の特徴＝先ず売れ筋投信に関して、短期間で売れ筋の投資テーマが変わっており毎月分配型が大半を占めている。これらは販売手数料や信託報酬など投資家が負うべきコストが高く、米国の様なロングセラーで低コストの商品が資産残高を増やしていく構造になっていない。また投信の運用資産規模については、日本は1ファンド当たり平均160億円程度だが、米国は約2,300億円(いずれも2015年末ベース)となっておりファンドの運用効率がより良い。なお、銀行においては投信販売が停滞する中、保険商品の販売が堅調で特に外貨建ての一時払い保険は手数料が平均6%以上と高い投資家負担となっている。

◇投信販売の状況＝日本での投信販売チャンネルは証券会社か銀行が9割以上を占めるが、米国では確定拠出年金プランが最も多く、投信会社の直販も2割近くある。また、販売会社への販売奨励策として信託報酬の半分程度が投資運用会社より販売会社に支払われているため、投資家の負担する運用コストが下がりにくい。また、保険会社

の一時払い保険の販売会社への奨励策として販売手数料の上乗せキャンペーン(通常より0.5~1.5%程度上乗せ)や販売員個々へのインセンティブ供与(海外研修旅行など)などが実施されることもある。

◇投信の運用の状況＝運用業者のうち、社数ベースでは約4割が金融機関等の系列にあり、公募投信の純資産残高ベースでは系列系が86%を占めているが、独立系運用業者は残高比率は1%に留まる(外資系は13%)。また大手の銀行・証券における系列系投資運用業者の商品は50%を超えており、競合グループの投資運用業者の商品は基本的に扱っていない。なお、投資運用業者からみた系列販売会社での販売シェアは高く、大手運用会社12社中5社は5割以上となっている。

◇個別商品の課題として＝売れ筋の外貨建一時払年金保険は、運用部分を定額部分と変額部分に分けたもので、定額部分を外債運用することで当初払込み保険料相当額や死亡給付金を外貨建で最低保証する。変額部分は株式投信などで運用し、この中から販売会社等への手数料などが支払われるが、その手数料率が高水準(5~7%

程度)な割に顧客から直接徴収しないため、顧客にとって販売会社にどの程度支払っているか見えない状況。

毎月分配型投信は、高齢者の保有比率が高く、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を理解している顧客は37%(投信協会2015年アンケート調査より)。一部の販売会社では、積立投信の上位に毎月分配型が並んでいるが、長期投資目的としては分売金の再投資比率が十分ではない。ラップ口座残高が2016年9月末で52万件、契約金額が6.6兆円(投資顧問業協会統計資料)に拡大しているが、その中でもシニア層の退職金運用をターゲットにしたファンドラップが伸びている。このファンドラップで投資家が支払う手数料は平均で年2.2%となっており、一般的な投信コスト(販売手数料3%、信託報酬1.5%程度)の保有コストと比較すると4年を超えるとファンドラップのコストの方が高くなる。

以上のことは、個人投資家にとって必ずしも問題となっているわけではないが、国民の安定的な資産形成目的における投信販売等の課題として、販売者に認識されるべきこととして金融審議会での議論が進んだ。

投信販売等の課題となる事象

投信等の特徴

投信販売の現状

投信の運用の状況

個別商品の課題

短期の投資テーマ

販売の大半が証券・銀行

少ない独立系運用会社

外貨建一時払保険

小さい運用資産規模

信託報酬の半分は
販売会社へ

販売依存度高い系列系

毎月分配型投信

コストが高い保険商品

販売会社への
厚いインセンティブ

ファンドラップ

それぞれの商品特性と
コストが理解されているか

※金融審議会資料より作成

顧客本位の業務運営とは何か

投信等の金融商品を個人に販売する証券会社や銀行にとって、今後どの様に顧客本位の業務運営を確立していくのかは、今後の関連法制度整備を待たなければならないが、金融審議会報告書では以下の原則を示している。

【顧客本位の業務運営に係る方針の策定・公表等】

顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定・公表するとともに、取組状況を定期的に公表。定期的に見直し。

【顧客の最善の利益の追求】

高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図る。こうした業務運営が企業文化として定着するよう努める。

【利益相反の適切な管理】

取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理。そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定。例えば、以下の事情が取引又は業務に

及ぼす影響についても考慮すべき。

- ・ 金融商品の顧客への販売・推奨等で、当該商品の提供会社から、委託手数料等の支払を受ける場合
- ・ 販売会社が、同一グループに属する別の会社から提供を受けた商品を販売・推奨等する場合
- ・ 同一主体又はグループ内に法人営業部門と運用部門を有しており、当該運用部門が、資産の運用先に法人営業部門が取引関係等を有する企業を選ぶ場合

【手数料等の明確化】

名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものを含め、顧客が理解できるよう情報提供。

【重要な情報の分かりやすい提供】

顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供。例えば、以下の様な重要な情報。

- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの基本的な利益、損失その他のリスク、取引条件
- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの

選定理由

・顧客に販売・推奨等を行う金融商品・サービスについて、顧客との利益相反の可能性がある場合には、その具体的内容(第三者から受け取る手数料等を含む)及びこれが取引又は業務に及ぼす影響

・複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合には、個別に購入することが可能であるか否かを顧客に示すとともに、パッケージ化する場合としない場合を顧客が比較することが可能となるよう、それぞれの重要な情報について提供 等

【顧客にふさわしいサービスの提供】

顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行う。

【従業員に対する適切な動機づけの枠組み等】

顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備。

投信等の販売会社において、顧客本位の業務運営を実効性のあるものにする為、上記原則への取組方針などを策定・公表することで「見える化」を図ることが求められる。また、顧客の主体的な行動の為の投資教育等の推進は、業界や各販売会社における課題として上げられた。

販売会社から独立してアドバイスを行うものの多様化が示されたが、これは今後行政上の措置等が注目されるどころだ。

求められる顧客本位の業務運営

1. 顧客本位の業務運営に係る方針等の策定・公表



2. 顧客の最善の利益の追求

3. 利益相反の
適切な管理

4. 手数料等の明確化

5. 重要な情報の
分かりやすい提供

6. 顧客にふさわしい
サービスの提供

7. 従業員等に対する適切な動機付けの枠組み

投信販売はどう変わるべきなのか

本稿第1章に投信販売規制強化の流れを書いたが、金商法の適合性原則と説明義務の強化が基本になっていた。今回の金融審議会での議論を経て、金融商品取引業者には顧客本位の業務運営が求められることとなるが、これは金商法2.0とも言えるかも知れない。金融商品取引業、登録金融機関、投資運用者、投資助言業に対して、広く個人投資家のニーズに対応する為の変化と進化を求めるからだ。

しかし、今回の金融審議会での議論が“国民の安定的な資産形成に向けた取組み”とされていた為に、個人の資産形成層での投資に重点が置かれていた。その為、個人への金融商品取引業者の在り方について、資産運用層や個人トレーダー層などを想定した商品・サービス提供の議論が少なかったように筆者は感じている。例えば、よく投信販売議論の際に取り上げられる毎月分配型投信が、何故高齢者に買われているか考えた時、月々の年金や収入を投信分配金が補う資産再配分機能を果たす場合もある。その分配金が投資の収益なのか、元本の払い戻しなのかは

投資家が理解していれば良よい。別の個人に対しては、その毎月分配型の投資テーマが投資ニーズに合っている場合は、分配金を当該投信に再投資しやすくサービスや助言を提供することが重要だ。また、議論が対面営業を想定したものが殆どだったため、スマートフォン普及による投資でのインターネット利用の拡大といったことを想定した業者のサービス改善や、規制の在り方といったことには及んでいなかった。これは、金商法2.1以降若しくは3.0で取り上げられるテーマなのかも知れない。

個人投資家層の拡大というのはこの20年来の政策テーマでもあるが、個人の投資目的も各々のライフサイクルに応じて変わってくるだろうし、資産形成層が資産運用層に替わったり、資産運用層の中から個人でトレーディングを目指す方々が出てくるかもしれない。個人も其々のライフサイクルに合わせて多様な投資ニーズがあり、その多様性に応える金融商品業等の在り方は、今後投信販売においてどう変わるだろうか。筆者は以下の3点に注目している。

○ETFの充実

ETFは、取引所に上場された投信（海外取引所に上場されたファンドを含む）で、個人の資産形成の為のETF活用は、昨年の金融審議会でも議論された。東京証券取引所は、品揃えの充実・流動性の向上の為の施策案を示したが、多様な投資対象のETFが取引所で流通することは、個人投資家にとって投信の代替に成り得る可能性があることだ。例えば、独立系のフィナンシャルアドバイザーが、投信販売の代替に複数のETFを組み立てて個人投資家ニーズに応えることが出来る。

○金融商品に対する投資勧誘と投資助言の密接化

ファンドラップの増加に見られる様に、投信販売の現場においては投資勧誘と投資助言の密接化が進んでいる。投資家にとっても、販売（勧誘）に伴う手数料と投資助言に関する対価が明確化されることが望ましいが、その為には投信の販売現場における投資助言行為を明確化し、顧客が満足する投資助言行為を提供することが証券会社や銀行の店頭で求められる。またAIの活用により、ネット上での投資助言の在り方が変わろうとしており、投資助言業務が拡大している。

が現実的に思えるが、日銀としてのETF売却プラン全体像を投資家や市場関係者に示す必要があり、そのプランを投資家や市場関係者が理解していくことも求められるだろう。いずれにせよ日銀保有ETFの売却は、市場に大きなインパクトを与えるので、投資家への配慮が必要だ。一方、証券会社や運用会社にとっては、大きな投資資金が動くことになり、ある意味ではビジネスチャンスとなることが予想される。従って、日銀に対して保有ETFのEXIT処分案での提案競争が起きることも考えられ、業界をあげて市場関係者による英知を集めたEXIT方法が新たに組み立てられていくことに期待したい。日銀の金融政策は、時として異次元緩和という言い方がされるが、異次元の政策には市場から新次元の解決策を生み出すことにも期待を重ねたい。

○ネット活用の勧誘行為の整備

現在のインターネット上での金融商品取引は、Web上で提供されている情報を元に投資家自らが投資判断を行うという基本構成になっている。その為、過剰な情報提供を規制する広告規制がネット上の勧誘行為に対する行為規制の中心だが、ロボアドバイザーやSNSの活用が投信

販売においても利用され始めており、今後の議論の動向が注目される。

いずれにしても、投資家や投資対象の多様化・ネット利用の拡大に伴って、投信販売における証券会社や銀行の在り方も、変化を求められているのではないだろうか。

個人の投資ニーズ別、投信販売はどう変わるべきなのか

