

## 資産運用立国に想う～運用会社の独立性強化には裏付けとなる具体的施策を

2023年12月22日

公益財団法人 日本証券経済研究所  
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

4月26日の新聞記事<sup>1</sup>を目にして驚いた。岸田首相が同日の経済財政諮問会議で「資産運用業を抜本的に改革するよう指示した」というのである。金融業界の改革に首相が直々に指示を出すとは、一体、何年ぶりだろうか。橋本内閣の金融ビッグバン、小泉内閣時代の不良債権処理に伴う銀行大再編が頭をよぎった。資産運用業界が抱える多くの問題は主要運用会社が金融機関グループに所属していることに帰する。首相自らが旗振りをし、抜本的改革という以上、運用会社を金融機関グループから切り離すつもりか、というのが筆者の第一印象であった。具体的な施策は年内にまとめると期限が切られていた。10月に入ってから金融庁の資産運用に関するタスクフォース（以下、「金融庁TF」）と内閣官房の資産運用立国分科会（以下、「分科会」）でそれぞれ有識者による議論が始まった。金融庁TFは4回の会合の後に12月12日に報告書<sup>2</sup>を、分科会は4回の会合の後に12月13日に資産運用立国実現プラン<sup>3</sup>を公表した。短期間の集中的な議論での取りまとめであった。抜本的改革の内容は、金融庁が毎年公表している資産運用業高度化プログレスレポート<sup>4</sup>（以下、「プログレスレポート」）で繰り返し指摘されてきた問題の解決を含めインベストメントチェーン全般の機能強化を目指すものとなっている。

9月にQUICK社が大変興味深いアンケート調査結果を公表した<sup>5</sup>。このアンケートは証券会社および投資家（アセットマネジャー）向けに行われたものである。『「資産運用立国」のために必要な「資産運用業の抜本的改革」で最も重視すべき施策は何か（2つまで選ぶ複数回答）』を問うたところ、最多得票は「上場企業の価値創造力の強化」の40%であった。どのような施策であっても所詮は二次的なものであり、投資対象となる企業の価値向上がなければ、絵に描いた餅になるとの指摘なのだろう。二番目の得票は「学生および社会人向けの金融経済教育の推進」と「資産運用会社のガバナンス改革」が同点の29%で、「金融グループ内での資産運用会社の位置付け見直し」が25%で続いた。得票の多さの順番について筆者には納得感があり、業界専門家がほぼ同じ問題意識をもっていることに安心した。このアンケートでは『投資信託における運用会社と販売会社の関係を適正化するためには何が必要か』という問いもあり、その回答結果は図表1のとおりとなった。最多得票は「運用会社の販売会社からの資本的独立」だった。経営陣の経歴開示、独立社

<sup>1</sup> 日本経済新聞 電子版、「「運用会社を抜本改革」岸田首相が指示 資産所得倍増へ」、2023年4月26日

<sup>2</sup> [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20231212/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231212/01.pdf)

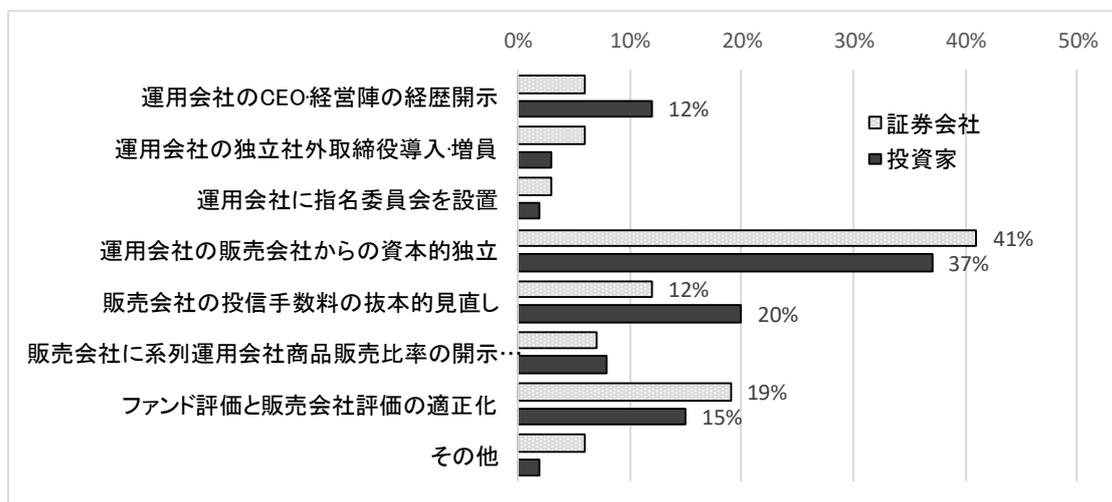
<sup>3</sup> [https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou\\_torimatome/plan.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_torimatome/plan.pdf)

<sup>4</sup> 最新版は、[https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421\\_1.pdf](https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421_1.pdf)

<sup>5</sup> QUICK 月次調査<株式>、2023年9月11日

外取締役導入・増員、指名委員会の設置などの運用会社のガバナンス体制整備は押しなべて低得票であった。これらのガバナンス強化策は重要であることは間違いないが、実効性がない形式的整備で終わることを懸念しているのかもしれない。

図表1. 投資信託における運用会社と販売会社の関係適正化のために必要な施策



[出所] QUICK月次調査<株式>、2023年9月号

なぜ資本的独立がこのように高い支持を集めるのか。言うまでもなく、投資家に最善の資産運用サービスを提供することと販売会社が実質親会社である金融機関グループの株主への責任（利益を上げること）が両立しないことにある。金融機関グループの業績が苦しい時期には業績改善のために本来対象にすべきでない属性の投資家向けに高手数料の金融商品の組成・販売が行われがちになる。運用会社が金融機関グループの実質子会社であるがゆえに経営トップ人事が実質親会社である販売会社の都合で決まる。新任の経営トップが資産運用カルチャーに馴染む頃には次の経営トップに代わることの繰り返しになる。執行役や本部長・部長クラスが出向してくることもある。出向者は派遣元である実質親会社の上司による評価を気にして、運用会社の発展・成長への貢献より金融機関グループの業績への貢献を優先する。このような状況にあれば、運用会社の核心をなす資産運用の哲学・ビジョンやカルチャーの醸成が重んじられることはなく、運用会社が発展していくために必要な長期計画の策定やそのための投資も行われないうままとなる。

アンケート回答者はこの資本的独立の重要性に確信を持っていたとしても実現性については全く信じていないだろう。このような抜本的改革を行うためには政治の強いリーダーシップと利害関係者による深く熱い議論が必要で、年内までという短期間では到底まとめきれものではないからである。今回の抜本的改革では、資本的独立ではなく資本関係を維持した上での独立性の強化策を打ち出している。金融庁TFの報告書では、「大手金融機関グループにおいて、グループ内での資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付けを明確にし、運用力向上や顧客の最善の利益を考えた業務運営のためのガバナンス改善・体制強化

を図るためのプランの策定・公表を行うことが重要」とされており、分科会の実現プランにはほとんど同じ文章の後、「プランの策定・公表を要請する」と記されている。

このプランの策定と公表でどこまで効果が発揮されるのであろうか。筆者ならずとも大方の関係者にはデジャブ感があろう。

金融庁は2017年に「顧客本位の業務運営に関する原則」を打ち出し、金融事業者はこの原則に基づく取組を行い取組方針等の公表を促した<sup>6</sup>。主要な販売会社は直ちに呼応し各社がこの原則への取組を公表した。顧客本位の投信販売会社評価サービスを提供する評価会社も現れ、SS、S、A、B、Cの5段階の格付けが付与された<sup>7</sup>。2022年6月時点での同社のホームページでは、評価結果を開示することに同意した金融事業者はすべてA格以上で、代表的な銀行や証券会社が並んでいた。取組を公表している金融事業者のうち希望して金融庁の「金融事業者リスト」に掲載されているのは直近時点では1053社に及ぶ<sup>8</sup>。

顧客本位の業務運営の必要性とそのための金融機関グループにおけるガバナンス強化は、2020年から始まった金融庁のプログレスレポートでも繰り返し求められている。顧客本位の業務運営が機能しているのならこのように繰り返されるはずはない。2022年5月のプログレスレポートでは顧客本位の業務運営に反していると疑われる例の指摘が多くなされており不適切な仕組債販売も含まれていた。金融庁の担当者は専門誌への寄稿<sup>9</sup>や業界関係者向け勉強会などで集中的に仕組債販売の問題に言及し警告を発した。8月以降、金融庁は仕組債の販売状況について実態調査に乗り出し、2023年6月には千葉銀行・ちばぎん証券・武蔵野銀行の3社に業務改善命令を発出するに至った。筆者の手元にある2018年3月末時点の金融事業者リストにはこれら3社は名前を連ねている。千葉銀行は前述の投信販売会社評価では上から2番目のS格で「顧客の最善の利益を図るための取組が行われており、多くのすぐれた要素がある」という評価であった。

顧客本位の業務運営に象徴されるように、「プランの策定や公表」を求めれば主だった金融事業者は直ちに満点回答の策定・公表をするだろうが、多くの場合、実質を伴わないだろう。分科会の第1回会合の議事要旨を読むと、ある委員が『大手金融グループの資産運用業の運用力向上やガバナンス改善・体制強化のためのプランの策定・公表について検討とあるが、これを担保する意味で、経営陣の選任のプロセス、選任の理由、それから経営陣のインセンティブ構造、言ってみれば評価の基準、こういったものも同時に開示・公表されることが有効ではないか』と発言している。プランの策定や公表を効果あるものと

---

<sup>6</sup> 2021年には「金融事業者における顧客本位の業務運営のさらなる浸透・定着に向けた取組みについて」とバージョンアップしている。

<sup>7</sup> 評価結果にはS+とA+のようにさらに細分化された格付けも行われている。

<sup>8</sup> [https://www.fsa.go.jp/news/r5/kokyakuhoni/20230908/fd\\_20230908.html](https://www.fsa.go.jp/news/r5/kokyakuhoni/20230908/fd_20230908.html)

<sup>9</sup> 例えば、金融庁の杉本卓哉課長補佐と牧野史晃課長補佐が「ファンド情報」誌のNo.382（2022年6月22日）号に特別寄稿した「仕組債の組成と販売における課題」

するためには、実効性が担保されるような具体的施策を裏付けとして付加する必要がある。このような視点から筆者は以下の3点について検討を促したい。

第一はガバナンス改善・体制強化を図るためのプランを策定したあと、「そのプランの実施状況を第三者が確認できるような情報開示の内容・方法」も合わせて公表することである。前述のある委員の提案は一つの例であるが、直接的に顧客投資家への販売実態が確認できるような内容も含めるべきであろう。個々の金融事業者の投信販売実態は現状の決算開示資料や会社説明会資料ではほとんど分からない。どのような開示内容とするかは各金融機関グループの自主性に任せ、その内容は各グループの本気度を判定するものとして投資家や当局の評価を受ければよい。

第二は投信手数料の抜本の見直しである。これは図表1で得票が三番目だった回答である。今年度のプログレスレポートは投資信託の信託報酬のうち販売会社取り分（代行手数料）の合理性に疑問を投げかけている。手数料をどのように課すかは事業者のビジネスモデルそのものである。投信の手数料体系はプランと整合的なものでなければならない。投資家の長期的な資産形成を第一に優先するのなら販売手数料稼ぎの短期回転売買は許されない。このためには、例えば、短期の解約時には当初販売手数料を全額返戻し、一定の長期間保有になるまで返戻額を低減していくことはできないか。あるいは販売手数料をなくして残高報酬に一本化する方がよいかもしれない。これにより販売会社主導の回転売買を抑制できるが投資家主導の回転売買を促すかもしれない。これを防ぐには短期間投資ほどキャピタルゲイン税を高くするという方法もあるだろう<sup>10</sup>。いずれにしろ、手数料体系や税制の工夫でプランの実効性を高める余地は大いにあるはずである。

第三は販売会社評価の充実・拡充である。これは図表1で得票が二番目だった回答である。現在、金融事業者の販売実態を把握するための情報が不足しており、定量的な分析に基づく販売会社評価はできない。投信運用会社は、日々、自社の個別投信の設定・解約データを販売会社から入手して集計した結果を投資信託協会に報告している。集計前の個別投信の販売会社別の細目データを投資信託協会が全投信運用会社から収集してデータベースとして販売すれば本格的な販売会社定量評価が可能になる。現在、投資信託協会は「投資信託の投資信託会社別資産増減状況（実額）」を毎月公表しているが、「販売会社別資産増減状況」も集計して公表するようになれば販売会社評価の初歩的な定量分析が可能になる。このような販売状況分析は金融機関グループの経営陣にとっても、現場の暴走を早期に発見し対策を講じるための有力な手段となり得る。

筆者は思い付くままに3種類の提案を記した。関係者には様々なアイデアの提示・協議を通じてプランの実効性を高める具体的な施策を検討していただきたい<sup>11</sup>。

---

<sup>10</sup> 文脈は異なるが、関西経済連合会が「コーポレートガバナンスに関する提言（2023年9月11日）」で長期保有株主へのキャピタルゲイン税制優遇措置を提案している。

<sup>11</sup> 本稿に関するご意見・ご質問は [commenttoakeda01@gmail.com](mailto:commenttoakeda01@gmail.com) 宛てにお願いします。