

「顧客本位の業務運営」10年の歩み ①始まりは13年度公表の方針

自らの安定した顧客基盤と収益の確保 ——その両立は果たせたのか

はじめに

主にリテールを中心としたリスク性金融商品の組成・販売において「顧客本位の業務運営」（当初の呼び名はフィデューシャリー・デューティー¹）が求められて約10年の歳月が経つ。この間、金融庁では「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定・改訂し、併せて、投資信託や外貨建て保険の販売会社における比較可能な共通KPIや重要情報シートの制定などに取り組んできた。また、足元では、金融商品の組成会社と販売会社が連携し、「プロダクトガバナンス²」を強化することが求められたり、「顧客の最善の利益」を勘案することが義務化されたりしている。

本シリーズでは、金融庁で「顧客本位の業務運営」に係るモニタリングに長く従事し、退職後は金融機関向け資産運用ビジネスの支援に従事する筆者が金融行政の内側と外側で見てきた経験を基に、「顧客本位の業務運営」は浸透・定着したのか、また、その原則2にある自らの安定した顧客基盤と収益の確保との両立はできたのか、などを数回にわたり振り返るとともに、今後の資産運用ビジネスの在り方について考えてみたい。

なお、本稿における意見に係る部分は、筆者

個人の見解に基づいており、筆者の現在、また過去の所属先等の見解を示すものではない。

検査からモニタリングへ

金融庁では10年ほど前まで、検査と監督が分かれており、年度初めに「検査基本方針」及び業態ごとの「監督方針」を策定し、検査運営の取組姿勢や重点検証項目、監督上の重点事項等を示してきた。2013事務年度には、金融システムを取り巻く経済金融情勢を踏まえ、金融機関に対するモニタリングの在り方について見直し、新たに金融モニタリング基本方針を公表した³。その際、「リアルタイムでの金融機関、金融システムの実態把握」「業界横断的な課題の抽出、改善策の検討」「より優れた業務運営（ベストプラクティス（最良慣行））の確立」の3つの視点に基づきモニタリングを実施していくとした。そして、個別の金融機関を検査して問題点を指摘することから、業界に共通する課題の解決に向け、さらに、ミニマムスタンダードをクリアすることにとどまることなく、ベストプラクティスを目指す視点からの金融モニタリングを実施するとした。

主に主要行に対する金融モニタリングにおける検証項目⁴の一つとして、「リスク性商品」に着

1 平成26（2014）事務年度金融モニタリング基本方針においては、「他者の信認を得て、一定の任務を遂行すべき者が負っている幅広い様々な役割・責任の総称」と定義され、翌年の基本方針では「他者の信任に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称」に変更された。

2 金融庁金融審議会の24年7月2日「市場制度ワーキング・グループ報告書—プロダクトガバナンスの確立等に向けて—」において、「顧客の最善の利益に適った商品提供等を確保するためのガバナンス」と定義されている。

3 こうした流れの背景として、金融庁は、07年7月に「金融規制の質的向上（ベター・レギュレーション）」を公表、その柱の一つである「ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組合せ」の考えの下、08年4月に「金融サービス業におけるプリンシプル」を公表している。しかしながら、その直後にリーマンショックがあり、このプリンシプルは実際には十分生かされてこなかったとの見方もある。

4 ①経営管理（ガバナンス）、②金融仲介機能・金融円滑化、③リスク性商品、④市場リスク管理、⑤信用リスク管理（集中リスク）、⑥マネー・ロンダリング防止（犯罪収益移転防止法対応）、⑦法令等順守、⑧顧客保護・利用者利便、⑨信託業務、⑩IT ガバナンス（IT システムリスクの統制）

目した。着眼点は以下の通りとなっている。当時は、顧客保護管理態勢や苦情処理態勢などのコンプライアンス的な視点も含まれていたものの、経営陣の認識・経営戦略といった面での視点も重視していた点は現在にもつながるものである。

- ・経営陣の認識・経営戦略：リスク性商品の組成・販売の経営戦略上の位置付け、事業展開の実態、顧客のニーズに合った販売戦略（販売商品の商品性、残高、手数料収入に対する考え方）等
- ・顧客保護等管理態勢：回転売買、優越的地位の乱用、高齢者対応、アフターフォローの実態等
- ・リスク性商品に係る苦情処理態勢：苦情の把握、対応、分析の実態等
- ・持株会社やグループ内での連携：持株会社からの指示・指導、販売会社とグループ内投資顧問会社の関係等
- ・リスク性商品販売に影響を与える外的要因や検査・監督上の問題：NISA への対応等（14年1月に旧制度の「一般NISA」が始まった）

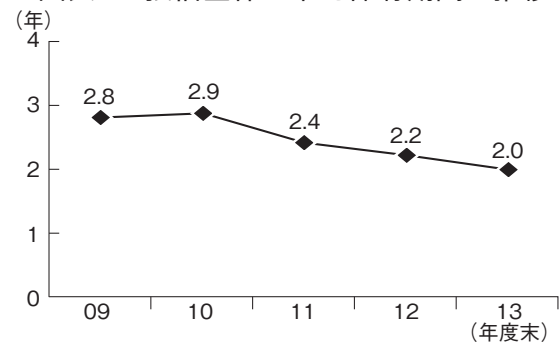
投信の組成・販売に係る指摘事項

モニタリングの結果として、その翌年14年7月に公表された「金融モニタリングレポート」を見ていきたい。そこでは、投信の乗り換え売

買、売れ筋商品、それに伴う頻繁な組成と償還について指摘がされている。

まず乗り換え売買である。銀行を例に挙げ、「投資信託残高が伸び悩む一方で、銀行の投資信託販売に係る収益が増加する状況は、顧客による投資信託の保有期間が短期化し、乗り換え売買が行われている中で生じていると推測される。実際、投信全体の平均保有期間を見ると、（中略）短期化の傾向が見受けられる」【図表1】とし、日本で投資による資産形成が定着しないのは、「投資信託の乗り換え売買による販売手数料により収益を稼ぐ、という経営のインセンティブが金融機関にあることに起因しているのではないか」としている。

図表1 投信全体の平均保有期間の推移



(注1) 購入した金融機関の業態は問わない(証券会社経由のものも含まれる)
 (注2) 対象は公募株式投資信託(公社債投信・私募投信は含まれない)
 (出典) 投資信託協会
 (出所) 金融庁2014年7月「金融モニタリングレポート」

図表2 銀行で取り扱いのある投信の売れ筋推移

	2009年4月	2010年4月	2011年4月	2012年4月	2013年4月	2014年4月
1	新興国・債券(通貨選択 [ブラジルリアル]) ＜毎月分配型＞	米国・REIT [ヘッジ無] ＜毎月分配型＞	米国・REIT [ヘッジ無] ＜毎月分配型＞	米国・REIT [ヘッジ無] ＜毎月分配型＞	国内・成長株式 ＜年1回分配型＞	米国・高利回り債券 ＜毎月分配型＞
2	国内外・REIT [ヘッジ無] ＜毎月分配型＞	国内外・REIT [ヘッジ無] ＜毎月分配型＞	米国・高利回り債券 ＜毎月分配型＞	新興国・高配当株式 ＜毎月分配型＞	米国・高利回り債券 ＜毎月分配型＞	米国・REIT [ヘッジ無] ＜毎月分配型＞
3	豪ドル建NZドル建・ 高格付債券 ＜毎月分配型＞	ブラジルリアル建・ 債券 ＜毎月分配型＞	国内外・REIT [ヘッジ無] ＜毎月分配型＞	新興国・債券 [ヘッジ有] ＜毎月分配型＞	米国・REIT [ヘッジ無] ＜毎月分配型＞	新興国・高配当株式 ＜毎月分配型＞
4	豪ドル建・ 高格付短期債券 ＜毎月分配型＞	豪ドル建・ 高格付短期債券 ＜毎月分配型＞	米国・REIT [ヘッジ無] ＜毎月分配型＞	ブラジルリアル建・ 債券 ＜毎月分配型＞	国内外・高配当株式 (インフラ等) ＜毎月分配型＞	国内外・REIT [ヘッジ無] ＜毎月分配型＞
5	ブラジルリアル建・ 債券 ＜毎月分配型＞	米国・高利回り債券 ＜毎月分配型＞	国内外・REIT [ヘッジ無] ＜毎月分配型＞	豪ドル建・ 高格付短期債券 ＜毎月分配型＞	国内外・債券 [ヘッジ有] ＜毎月分配型＞	海外・高利回り債券 ＜毎月分配型＞

(注1) 各月の「売れ筋投資信託」をその属性(投資対象、分配頻度等)で表記(同一表記でも異なる商品の場合がある)

(注2) ■色網掛けは特定通貨建て債券(または特定通貨の値動きのリスクを取る商品)、■色網掛けは米国不動産投信、■色網掛けは海外高利回り債券、■色網掛けは高配当株式に主として投資するもの

(出典) QUICK

(出所) 金融庁14年7月「金融モニタリングレポート」

また、売れ筋の投信については、「投資対象を特定の種類の資産（特定の通貨建て債券、特定の国の不動産や高利回り債券、高配当株式など）に限定したものが多い傾向が見られた」（いわゆるテーマ型投信）とし、「分配頻度については、毎月分配のものが多い傾向」があるとしている【図表2】。さらに、「次々と新しい商品が設定、販売される一方、償還されるファンドも多いことで、総じて、ファンドの資産残高が伸びていない状況にあるのではないか」としている【図表3】。

こうした売買傾向に対して、その時々売れ筋商品を2年ごとに乗り換えた場合、販売手数料を乗り換えの都度支払うこともありマイナスリターンとなる試算結果を示した上で、米英のバランス型投信に投資した場合の収益状況を示し、分散投資により長期的に安定的な収益が期

待できるとの考えを示した。

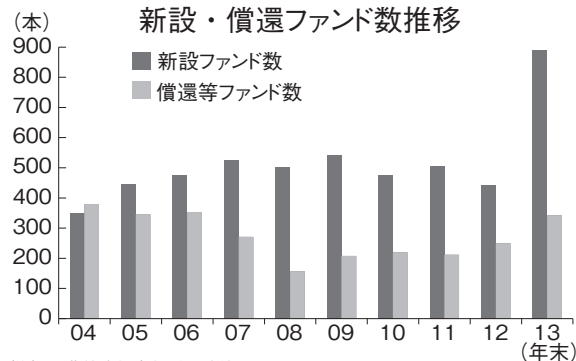
10年で何が変わったか

こうした問題意識に対して、最近のデータを使ってその後の10年を見てみよう。投信の平均保有期間⁵については、長期化傾向にあることが見て取れ、乗り換え売買はかなり抑制されているのではないかと推測される【図表4】。

売れ筋の投信については、資産形成層を中心にインターネット証券会社を経由したインデックス投信への投資熱の高まりもあり、それらが販売額上位に名を連ねるようになっている。ちなみに、19年はバランス型投信が比較的上位に入っているが、これもテーマ型投信に対する指摘を受けての動きではないかと思われる【図表5・6】。

また、当時12兆円ほどあった通貨選択型投信

図表3 国内公募株式投信の過去10年間の新設・償還ファンド数推移

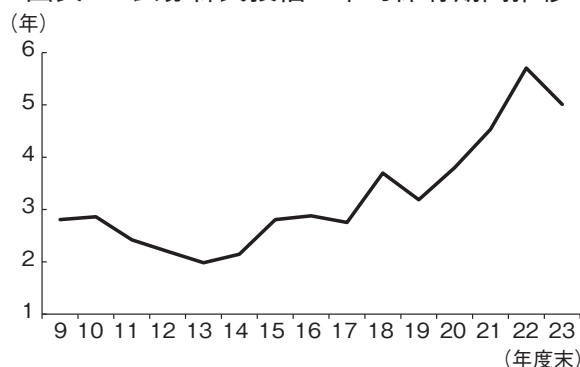


(注) 公募株式投資信託の計数

(出典) 投資信託協会

(出所) 金融庁2014年7月「金融モニタリングレポート」

図表4 公募株式投信の平均保有期間推移



(出所) 投資信託協会のデータを用いて筆者作成

図表5 24年の年間資金流入額ランキング

順位	ファンド名称	運用会社	資金流入額(億円)
1	eMAXIS Slim 全世界株式(オール・カントリー)	三菱UFJアセット	23,548
2	eMAXIS Slim 米国株式(S&P500)	三菱UFJアセット	19,639
3	アライアンス・バーンスタイン・米国成長株投信Dコース毎月決算型(為替ヘッジなし)予想分配提示型	アライアンス	11,257
4	インベスコ 世界厳選株式オープン<為替ヘッジなし>(毎月決算型)	インベスコ	6,734
5	アライアンス・バーンスタイン・米国成長株投信Bコース(為替ヘッジなし)	アライアンス	3,515
6	楽天・プラス・S&P500インデックス・ファンド	楽天	3,349
7	HSBC インド・インフラ株式オープン	HSBC	2,875
8	SBI・V・S&P500インデックス・ファンド	SBI	2,750
9	iFreeNEXT FANG+インデックス	大和	2,653
10	楽天・プラス・オールカントリー株式インデックス・ファンド	楽天	2,360

(出所) QUICK資産運用研究所調べ

対象は国内公募の追加型株式投資信託（ETFを除く）、運用会社名は現在の社名を記載

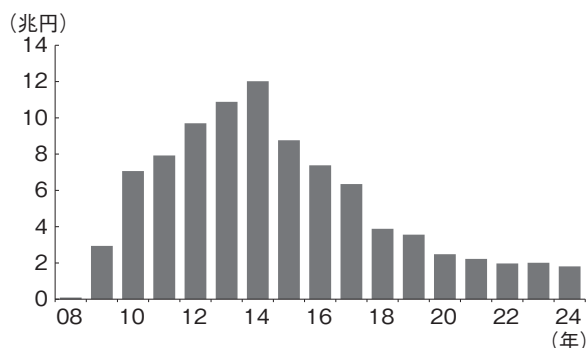
5 投信の平均保有期間について、金融庁では23年6月公表のレポートから、その逆数である「解約率」（解約・償還額÷前期末及び今期末の残高平均）を使っている。この平均保有期間の計算式は簡略化されたものであり、より精緻な方法も検討されているが、ここでは連続性の観点から当時の計算式を使用した。

図表6 19年の年間資金流入額ランキング

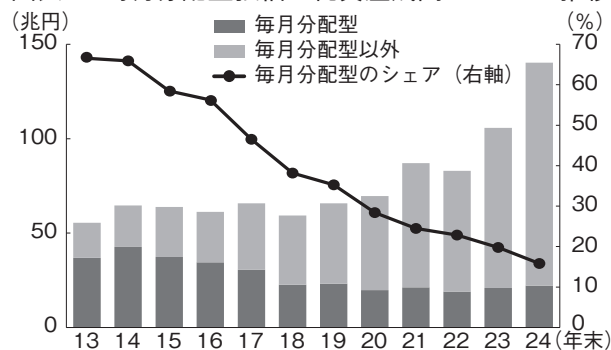
順位	ファンド名称	運用会社	資金流入額(億円)
1	ピクテ・グローバル・インカム株式ファンド(毎月分配型)	ピクテ	4,261
2	グローバル3倍3分法ファンド(1年決算型)	日興	3,398
3	グローバル・プロスペクティブ・ファンド	日興	2,545
4	東京海上・円資産バランスファンド(毎月決算型)	東京海上	2,288
5	グローバル3倍3分法ファンド(隔月分配型)	日興	1,877
6	次世代通信関連 世界株式戦略ファンド	三井住友TAM	1,671
7	東京海上・円資産バランスファンド(年1回決算型)	東京海上	1,602
8	ティ・ロウ・プライス 米国成長株式ファンド	ティ・ロウ・プライス	1,482
9	ダイワJ-REITオープン(毎月分配型)	大和	1,389
10	グローバル全生物ゲノム株式ファンド(1年決算型)	日興	1,127

(出所) 図表5と同

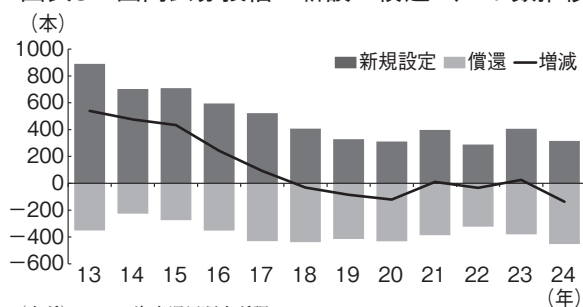
図表7 通貨選択型投信の純資産残高の推移

(出所) QUICK資産運用研究所調べ
対象は国内公募の追加型株式投信、データは年次・年末時点

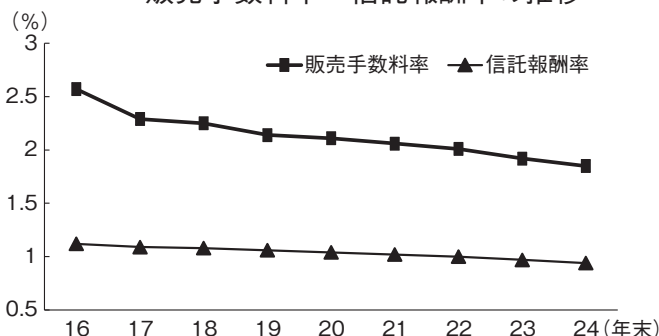
図表9 毎月分配型投信の純資産残高・シェアの推移

(出所) QUICK資産運用研究所調べ
対象は国内公募の追加型株式投信(ETF除く)、データは年次・年末時点

図表8 国内公募投信の新設・償還ファンド数推移

(出所) QUICK資産運用研究所調べ
対象は国内公募投信(日々決算型を除く)

図表10 公募株式投信(追加型)における販売手数料率・信託報酬率の推移



(出所) 信託協会のデータを筆者にて加工。各年12月末、税抜き、単純平均、確定拠出年金(DC)向けファンド、マネーボール、財形、ミリオンを除外。なお、実際の販売手数料については、同じファンドでも販売会社によって異なることがある

も足元では2兆円ほどまで残高が低下している。投信の新規設定は以前に比べ減少し、毎月分配型については、一定のニーズを反映して、ここ数年は20兆円前後で推移しているが、その比率は足元20%を切るところまで低下している【図表7・8・9】。

以上のように、投信については、金融庁の問題意識を踏まえ、組成会社や販売会社による取り組みの成果として、売りがやすく、手数料の高

い商品を、次々と設定するといった状況は、平均保有期間の長期化、通貨選択型や毎月分配型の比率低下、販売手数料率の低下等【図表10】により改善してきたことが見て取れよう。

一方、こうした中、金融庁は、外貨建て一時払い保険や仕組み債に対して問題意識を強めることとなる。次回は、これらについて見ていきたい。
(日本資産運用基盤 主任研究員 長澤敏夫)