

資本市場改革と中立的投資アドバイザーの役割

—フィデューシャリー・デューティーとFP



千葉商科大学 人間社会学部 教授

伊藤 宏一

はじめに

現在取り組まれている歴史的な資本市場改革は、我が国の潜在成長力を高め、企業の持続的成長・中長期的な企業価値の向上と国民の安定的な中長期の資産形成を同時に達成することを目的としている。そのためのインベストメント・チェーンの中で、国民に対する投資アドバイザーの役割を担うFPは、国民

に対するフィデューシャリー・デューティー（信任義務ないし受託者責任、以下FDと略称する）を果たすために、顧客と真剣に対話し、顧客のライフプラン・ファイナンシャルプランを作成し、それに基づく中長期の必要リターンと許容されるリスクを勘案して、顧客のベスト・インタレストのためにアドバイスしなければならない。

1. 資本市場改革の最後の領域 —国民の安定的な資産形成

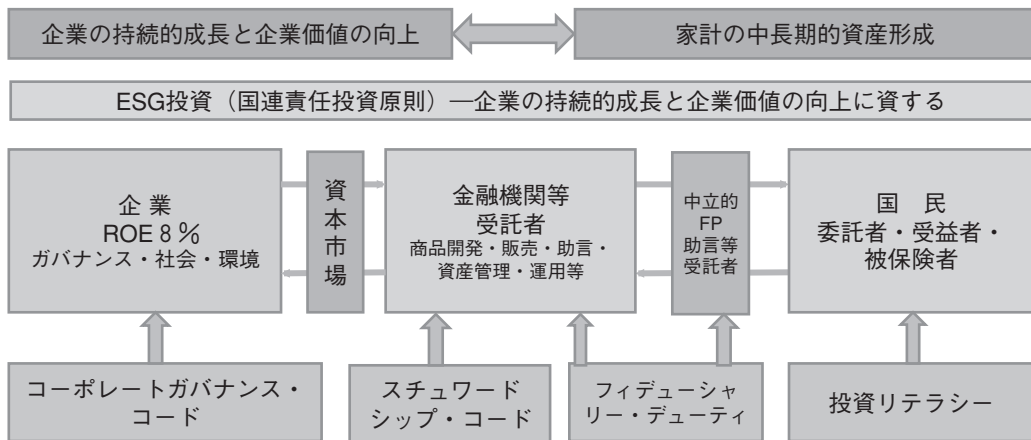
日本経済は潜在成長力がゼロに限りなく近づいている。人口減の中、労働生産性を上げるだけでなく、経済の構造改革とイノベーションが必要だ。シャープのように、主要な日本企業のほとんどがアジア企業のサプライチェーンの一部になるか、逆にここから起死回生のリードを広げるかが、日本経済の死活問題。その日本経済再生のため、金融面でも、

〈目 次〉

はじめに

1. 資本市場改革の最後の領域
—国民の安定的な資産形成
2. 国民の適切な投資行動とアドバイザーの不可欠性
3. アドバイザーとしてのFPの現状と問題点
4. 海外動向とFPのFD

(図表) 資本市場改革
—長期投資による企業と国民の新しい関係構築—



(出所) 筆者作成

銀行による企業支配つまりデット・ガバナンスを打破して、投資者による企業統治つまりエクイティ・ガバナンスへの構造改革が求められ、この数年、目覚ましい改革がなされてきた。2014年1月のコーポレート・ガバナンスやROEを重視するJPX日経400インデックスのスタート2014年2月の機関投資家に関する日本版スチュワードシップ・コードの発表と、200に及ぶ機関投資家の宣誓、2014年8月のいわゆる「伊藤レポート」^(注1)での企業経営におけるROE重視による世界へのキャッチアップ、そして2015年の東京証券取引所によるコーポレートガバナンス・コードの公表、これらにより日本企業の持続的低収益性と銀行による企業統治であるデットガバナンスを打破し、資本と対話するエクイティ・ガバナンスを重視する方向に向かった。そし

てこれらにより、中長期的な企業価値の増大を目指す資本市場改革が推進されてきた。

同時に重要なことは、「日本版スチュワードシップ・コード」も「コーポレートガバナンス・コード」も、ともにESG投資が企業の持続的成長や中長期的価値の増大に関わっているとしている^(注2)ことであり、この線に沿って年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、2015年9月にESG投資の原則である国連責任投資原則(UNPRI)に署名した。その際GPIFは「投資先企業におけるESG(環境・社会・ガバナンス)を適切に考慮することは、被保険者(国民)のために中長期的な投資リターンの拡大を図るための基礎となる企業価値の向上や持続的成長に資するものと考え」と述べている。また2016年5月には企業年金連合会もUNPRIに署名し、ESG投

資を実行しつつある。

さてこうした資本市場改革の最後の領域が、「消費者であるインベスター」の適切な投資行動への参加に他ならない。富裕層やいわゆる「個人投資家」を除き、消費者である大多数の国民は、今まで預貯金や国債でリターンを得ており、製品やサービスに対しては企業に物言う主体だったが、資本市場では概ね、企業に物言わない少数の短期売買主義者に過ぎなかった。

しかし少子高齢化の進行と国の財政問題の深刻化の中、消費者である国民は、正面から企業と向き合って、企業の企業価値を中長期的に増大させることでリターンを得ていく、中長期的な投資による資産形成に取り組まなければならない歴史的状況に置かれるに至った。すなわち「消費者であるインベスター」の登場である。そして企業がガバナンスを透明公正にし、社会的課題に取り組んで製品・商品やサービスを提供し、気候変動と環境問題に配慮することが、企業価値増大につながることを認識し、そうしたESG投資を行うことが資産形成に資することの理解が求められている。企業、金融機関（商品開発・販売・運用・資産管理・助言）に、この「消費者であるインベスター」を加えた「インベストメント・チェーン」が全体として機能していくことが、資本市場改革の大きな要諦であると言える。

「消費者であるインベスター」が中長期的な投資によって資産形成を行っていくための

舞台装置、それがDCやNISAという非課税投資制度である。特にDCでは長期・分散・積立という形で中長期の資産形成を目指す投資スタイルをとるような仕組みとなっている。この新しい革袋にふさわしい、新しい投資商品を提供するのが、機関投資家・金融機関の役割である。その時々流行を追う投資信託を次々と販売し、短期的な回転売買で手数料を稼ぐスタイルは過去のものだ。機関投資家・金融機関は、顧客である「消費者としてのインベスター」の老後資産形成に本当に資する投資対象を商品として提供し、消費者としてのインベスターが適切な金融行動をとることを支える役割を担わなければならない。消費者に対する金融商品の提供と販売に関するFDとは、金融機関の販売姿勢・提供する金融商品の選択・販売手数料や信託報酬の設定などに関して、回転売買方式から長期資産形成方式への大きな転換を求めている。DC個人型では、企業が運営管理機関を選択するのではなく、消費者であるインベスターが自ら運営管理機関を選択する。従って消費者によって運営管理機関に選ばれるような販売方法や商品提供を行うことが求められている。金融機関は一時的な利益の提供ではなく、消費者の老後資産形成に資する中長期的な利益の提供をベスト・プラクティスで行わなければならない。

我が国の家計金融資産の統計を紐解くと、戦前の1900～1920年代には家計金融資産の50%強が証券、特に株式だったという事実があ

る。敗戦後の財閥解体による株式放出により、証券取引所が再開した1949年末には、全上場会社の所有者別持株比率は、69.1%つまり約7割に激増した。しかしそれでも家計金融資産全体に占める証券の割合は、1949年で24.1%、1950年で24.5%であり、その後これ以上の上昇は見られなかった。つまり戦前期のピーク水準には及ばなかった。そして現在は16%（2016年6月現在：日本銀行調査統計局）である。これをまずは30%まで増やしていくこと、それによって国民の資産形成に資する家計金融資産構成にすること、これが現在の課題である。そのためには広範な国民が数千人規模でDCに取り組む構造を作り上げることが求められている。機関投資家・金融機関にとっては、まさに少数の「個人投資家」ではなくて、広範な消費者であるインベスター（投資者）が、対象となる顧客なのである。そうしたスケールの大きい歴史的課題に挑戦していることを、DCに取り組む金融機関は自覚すべきである。

■ 2. 国民の適切な投資行動とアドバイザーの不可欠性

国民がインベスターとして適切な投資行動をとるためには何か必要か。2013年6月「金融経済教育研究会」は、金融知識とともに適切な金融行動を重視する新しい金融リテラシー概念を発表した。それが「最低限身につけるべき金融リテラシー」で4分野15項目から

構成されている。同リテラシー概念に基づいて2016年金融広報中央委員会が、「金融リテラシー調査」を実施し、同年6月に発表した。もっとも特徴的なことは、正誤問題の正答率が55.6%で、インフレや金利など「金融・経済の基礎」分野が48.8%ともっとも低かったことである。正誤問題について米国と比較して10%、ドイツ・英国と比較して7～9%、正答率が下回っていた。また株式、投資信託、外貨預金等を購入したことがあるのは2～3割で、そのうち2～3割は、それらの商品性を理解しないまま購入していた。正答率の多い人の特徴は、金融教育を受けている人が多い、計画を立て、家計管理がしっかりとし、他の商品と比較し商品性を理解した上で金融商品を購入していること、情報を頻繁に見て調査し、相談していること、などであった。

さてこうした状況の中で、国民が金融リテラシーを身につけ、資産形成のための適切な投資行動をとるために何が必要か。上述の「金融リテラシー」に沿って、投資分野に限定したりテラシーを「投資リテラシー」と呼ぶことにしたい。投資リテラシーとは、

- 1) ライフプラン・ファイナンシャルプランを作成して資産形成における投資の意義と役割を理解する。
- 2) そのために家計管理をして投資に回す資金を作り出す。
- 3) 「投資と投機の区別」、及び「投資の社会的役割」を理解した上で、適切な投資

商品を選択して、資産形成のための「長期・分散・積立」の投資を実行する。

4) 投資に関して必要な情報を取得し中立的なアドバイスにアクセスできる。

の四つから構成される。まず投資を単なる一時的な収益獲得のためでなく、中長期的な資産形成の手段と認識するためには、国民が老後に至る自らの中期的なライフプランを作り、それに応じたファイナンシャルプランを作成することが大切である。キャッシュフロー表を作成し、どの程度の目標リターンを設定し、どの程度のリスクテイクをするのかを明確にして、初めてそれに資する投資商品の選択が可能になるからである。金融庁の調査によれば、男性の投資経験者で「マネープランを作成」は38.8%、「作る必要がある」が22.7%、「考えたことがない」が38.5%であり、男性の投資関心層では「マネープランを作成」は17.2%、「作る必要がある」が32.6%、「考えたことがない」が50.1%、男性の投資無関心層では「マネープラン作成」はわずか4%、「作る必要がある」が10.7%、「考えたことがない」が85.3%となっている（注3）。

次にそうした投資に回す資金を捻出するためには家計管理が欠かせない。そして金融経済に関する一般的知識や投資に関する商品知識が必要である。特に投資分野については、短期売買の「投機」と中長期の「投資」の区別が重要であり、資産形成のためには後者の「投資」を行うことが基本であり、その手法として「分散」「積立」が適切である点も理

解することが必要である。またもう一点は「投資の社会性」である。この点ではまず、ESGに配慮している企業に対して中長期投資をすることが、そうした優れた企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上とつながり、日本経済の持続可能な成長に資するものであることを理解すべきだろう（注4）。こうした投資教育については、森金融庁長官が言うように、本人の意思に関わりなく国民に広く受けさせることが求められている（注5）。

最後に必要な情報と中立的アドバイザーへのアクセスである。既に昨年の拙稿（注6）で述べたように、イギリスでは、金融教育の基軸を《教育と情報を軸としたアプローチ》から《アドバイスと行動を軸としたアプローチ》に転換し、社会人に対する金融教育の中心にアドバイスを位置づけ、2011年以来、中立・無料の「マネーアドバイスサービス」サイトを開設して多くのイギリス人の相談を行っている。私は、わが国でもイギリス同様に《アドバイスと行動を軸としたアプローチ》を基軸にすべきであると考えている。例えばある社会人が、漠然と老後資金が心配になって、来年から拡充されるDC個人型で投資をしようと考えたとしよう。そのために必要なのは、その人のライフプランやキャッシュフローに即した投資額の決定や運営管理機関の選択であり、選択肢の選択である。金融知識一般を個別具体的な個人の状況に適用し、具体的な意思決定を行うことは、座学の一般的教育や情報入手だけではできない。また個人には「近

視眼的行動バイアス」「横並び行動バイアス」「損失回避傾向」などの行動経済学的なバイアスがあり、これらのバイアスに陥らないためには、プロのアドバイスが求められる。また金融情報について、金融機関と個人とでは圧倒的な情報格差があるので、これを個人の立場に立って埋めていくためにもアドバイスが必要になる。こうして金融行動の最後の意思決定と実践という場面にフォーカスすれば、中立的なプロのアドバイスを受けることの決定的な重要性が浮かび上がってくる。

■ 3. アドバイザーとしてのFPの現状と問題点

パーソナルファイナンスに関するアドバイザーとしてFPがいる。複数のFP資格が存在する中で、倫理規定と継続教育義務があり、顧客のファイナンシャル・プランを作るスキルがあるのがCFP®・AFPである。

CFP®・AFPともに最も重要な倫理規程は、「顧客の利益第一」であり、顧客の利益に適ったアドバイスを提供することが義務付けられている。また日本FP協会は自主規制機関として会員であるCFP®・AFPの倫理規程順守を図っている。継続教育については、倫理科目の教育を必須としている。こうした点で、顧客に対するFDを果たすための基本条件を備えているのは、「プロフェッショナル」と言えるCFP®・AFPであるといえることができる。

ところで金融商品販売に関してCFP®・AFPは、4つの立場に分かれる。第一は銀行・証券会社・保険会社などの金融機関に所属し、個人顧客を対象としてリテール分野の金融商品販売やコンサルティングを行う者である。この場合、金融商品販売法や銀行法などで規制される。第二は、金融機関から独立しているが、投資商品の仲介を行い金融機関からコミッションを得る仲介業の立場である。米国ではIFA (Independent Financial Adviser) となる。第三は金融機関から独立しており、顧客からフィーを得てアドバイスする投資助言・代理業である。米国ではRIA (Registered Investment Adviser) に当たる。そして第四は金融機関から独立していて、顧客からフィーを得て顧客のライフプラン・ファイナンシャルプランを作り、顧客に適合的なポートフォリオを示すにとどまり、金融商品の販売や投資助言は行わない立場である。いわゆる独立系FPとは、金融機関に属する第一の立場以外の三つとなる。

我が国へのFPの導入は1980年代末のバブル経済末期で、バブル崩壊後のデフレ時代に浸透していったこともあり、FP業務の中心はライフプランニングや保険の見直し・住宅取得と住宅ローン選択などで、投資分野は米国と比べれば、中心ではなかった。その後2000年代に入り「貯蓄から投資へ」の流れの中で、証券に関わる独立系FPも登場したが、基本的には先に述べた第二の仲介業の立場であり、証券会社から手数料を得て仕事をする

IFAが中心だったと言える。IFAはIndependentつまり「独立」となっており、金融機関から独立していることが顧客の立場から見ていいようにも思えるが、実際には投資商品販売で金融機関からコミッションを得て仕事をするので、顧客との利益相反が存在し、その意味で金融機関に対して「中立」ということはできない。これに対して最近、少数ではあるが、第三の立場すなわち投資助言・代理業の登録をして、顧客からのフィー収入で仕事をするCFP®がわが国でも動き始めている。米国では2万人程度のRIAが存在し、その多くはCFP®として顧客にアドバイスをしている。米国には1983年2月に設立されたフィーオンリーのアドバイザーの団体NAPFA (National Association of Personal Advisers) があり、フィー（相談料）だけを収入源として中立的アドバイスに徹するFPのみの会員からなっている。本部はシカゴにあり、会員数は2600名。CFP®の団体であるFPAに比べると規模は小さいが、米国ではコミッションベースからフィーベースのFPが増加しつつあり徐々に拡大しているとのことである（注7）。

■ 4. 海外動向とFPのFD

米国ではSECとは別に、労働省により、本2016年6月7日、DB・DC・IRAなどの年金資産への投資助言に関するFD規制が大幅に強化改正された。新しい規則は、年金資産に

関してブローカーやブローカー・ティーラーそして投資アドバイザー（RIA）から提供される投資アドバイスは、すべてFDに則って提供されることを求めている。これまで年金資産は、投資商品販売に当たり顧客の財務状況、金融知識・経験などに基づく適合性原則を満たせばよかった。それが最良利益原則（Best-Interest Standard）により、顧客の利益を第一に考え、プロフェッショナルとしての善管注意義務をもって行動することになる。ここには幾つかのテーマがある。

第一は、金融機関からのコミッション収入問題である。具体的には、投資商品を販売する際に販売手数料など利益相反を生じる可能性がある収益を受領することができなくなる。一定の条件のもと最良利益契約の適用除外（Best Interest Contract Exemption）を受ければ、販売手数料等の受領を継続することはできるが、FDの遵守義務は変わらず、顧客からの訴訟リスクを抱え込むことになる。このルールは一部を除き2017年4月に施行、完全な遵守は2018年1月からとなる。ちなみに英国では2012年12月、オーストラリアでは2013年7月からコミッション禁止となり、欧州では2017年1月から同様の措置が取られることになっている。

この規制の根拠となったのか2015年2月に大統領経済諮問委員会（Council of Economic Advisors；CEA）による調査書「退職制度貯蓄における利益相反投資アドバイスの効果 The Effects of Conflicted Investment

Advice on Retirement Savings」(注8)で、これによれば利益相反に基づく投資商品により投資家は約1パーセントリターンを損なっている、あるいは利益相反により投資家は年間170億ドルの累積損失を被っている、とされている。

第二はESG投資の問題である。米労働省のEBSA(従業員給付保障局)は2015年10月、ETIs(Economically Targeted Investments:経済的目的投資)およびESG要因を考慮した投資戦略に関する新たな解釈公報(IB 2015-01)(注9)を公表した。IB 2015-01は、米国の企業年金や福利厚生制度に関する連邦法のERISA法下における、ETIs・ESG投資戦略と受託者責任に関する米労働省の見解をまとめたもので、ETIsとは受益者の利益最大化と同時に社会・経済への利益創出も目指す投資のことを指す。

米労働省はIB 2015-01の中で、ESG要因は投資の経済的・財務価値と直接的な関係性がある可能性があり、その場合ESG要因は運用の際に考慮すべき適切な要素となるとの見解を示した。また、フィデューシャリーは受益者の利益を守るために期待リターンが低い投資やハイリスクな手法を取るべきではないとしつつ、受益者の利益を損なわない限りにおいてESG要因を考慮に入れてよいとしている。なお同時期に国連責任投資原則(UNPRI)は、「21世紀のFD」(注10)を発表し、投資家や法律家、政策立案者らに対するヒアリングをベースに、ESG課題を含む長期的な投資価

値要因を考慮しないことこそがFDに反することだとの結論を示している。

さてわが国の金融庁によれば、FDとは「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」(平成27事務年度金融行政方針))という広い意味を持っている。FPは顧客である国民の、投資も含めたパーソナルファイナンスに直接関わっている。米・独に比べて金融リテラシー水準が低い上に、金融機関との情報格差が大きく心理的バイアスもある中で、国民の中長期的で安定的な資産形成のために、顧客の利益を第一とした適切なアドバイスは不可欠であり、医師や弁護士などがプロフェッショナルとして顧客に対してフィデューシャリーであるのと同様に、FPもフィデューシャリーとして、金融庁の言う広い意味でのFDを負うことは明らかである。とりわけ投資商品や保険商品など金融商品販売に関わるFPは、明白だろう(注11)。

それではFPにとってのFDは、どんな内容だろうか。前提となるミニマムな法規制は、投資商品の販売に係るFPについては金融商品取引法や金融商品販売法がある。次に、販売に関わらないFPでCFP®・AFPについては、日本FP協会の会員倫理規程及びCFP®認定者諸規程におけるCFP®認定者倫理原則及び行動規範による自発的な倫理規制がある。FP技能士については、こうした規制はなく、いわゆるファイナンシャル・アドバイザー(FA)にもこうした独自の法的・倫理

的規制はない。

CFP®認定者には、倫理原則を具体化した行動規範ならびに「実務プロセス」規程がある。顧客の定量的・定性的情報の収集、顧客の目的・ニーズ及び優先事項の評価、それらに基づくファイナンシャル・プランの検討と作成、顧客へのプランの提示と実行援助、定期的見直しといったいわゆる6ステップは、徹底して顧客の視点で「顧客のBest interestのために尽くす」^(注12) ための基本となる必要不可欠の行為規範といえることができる。

特に顧客のための適切な金融商品の選択については、「顧客のファイナンス状態に適合し、顧客の目的、ニーズ及び優先事項に合理的に合致する商品及びサービスを調査し、提案する。ファイナンシャル・プランニング専門家は、顧客利益を優先する立場で、商品及びサービスを明確化するために専門的な判断を行使する。」^(注13) とされており、単なる売れ筋商品の勧めやコミッションの多い商品あるいは、仲介業であれば仲介している金融機関の系列商品の勧めなどを優先することは、顧客利益優先の立場とは矛盾することになる。こうした一連の規程の中で倫理原則についてはCFP®・AFPの初期教育においても継続教育においても繰り返し学習されているが、詳細な行動規範について十分に学ばれていない現実がある。また6ステップの実務プロセスも十分実践されていないケースもある。そうした意味で更に徹底した倫理教育が行われるべきだろう。

その上で米国労働省など国際動向が示すように、第一に投資商品の販売において金融機関からのコミッションを受け取ることなく、その意味で金融機関に対して中立的な立場をとること、第二に投資商品に関するアドバイスについては、ESGを考慮すること、などをFDの重要な要素として取り入れることが検討されなければならない。

最後になるが、わが国の現状のFP構造の中では、CFP®認定者及びAFPで、顧客からのフィー収入のみによる投資助言・代理業者が、投資に関して国民に対するFDを担保しうる中立的な投資アドバイザーの条件を備えているといえよう。またFDを担いうるFP資格とそうでないFP資格が並立している状況は、国民にとってわかりにくく、FDを担いうるプロフェッショナルの資格を軸に、こうした資格制度の再検討も議論されなければならないだろう。また国民が医師や弁護士と同様に、安定的な資産形成のためのアドバイスをプロフェッショナルなFPに求めるような構造を作ることが、資本市場改革の問題の一環として必要であると考ええる。

(注1) 「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—」(伊藤邦雄—橋大学大学院教授を座長とする経済産業省プロジェクト最終報告書 ROE 8%の提起)

(注2) 「日本版スチュワードシップ・コード 原則 3 指針 3-3」「コーポレートガバナンス・コード 第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働」

(注3) 「若年層を中心とした投資の現状とNISAの利用促進に向けた課題に関する調査」2015年10月金融庁

(注4) 「投資に対する偏った理解を改めるためには、学校教育において、投資の社会的意義や金融や経済の実社会での役割を理解させることが最も重要であると多くの有識者が指摘していた。『企業に投資したお金が世の中のためにどのように役に立ち、自分たちの利益として還元されるか』……、ということを改めて強調すべきではないかとの意見である。」「投資の社会的意義を十分に伝えないまま、いたずらに株式学習ゲームを行い、株式市場の動きにばかり注目させると、『投資は相場の値動きを見て売買すること』というイメージだけをすり込み、偏った理解を助長させてしまうと懸念する声も多くあった。」(同 前)

(注5) 「また金融経済教育を受けたことのない層の約3分の2が、「金融や投資の知識を身につけたいと思わない」と回答していることからしますと、自主的な金融教育の会得は期待しにくく、本人の主体的な意志によらず金融教育を受けてもらう環境を整備することが必要と考えられます。」(日本証券アナリスト協会 第7回国際セミナー「資産運用における新しいパラダイム」における森金融庁長官基調講演 平成28年4月7日)

(注6) 「中立的な投資アドバイザー制度の確立のために」伊藤宏一(『月刊 資本市場』2015.4 no.356)

(注7) 2016年NAPFAカンファレンスに参加されたフィーオンリーのCFP®須原國男氏からの米国出張報告(6月6日)による。

(注8) http://permanent.access.gpo.gov/gpo55500/cea_coi_report_final.pdf

(注9) <https://www.dol.gov/ebsa/newsroom/fsetis.html>

(注10) http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf

(注11) 「CFP®・AFPによる国民の資産形成を推進するための研究会報告書」(日本FP協会2016.3.28)

(注12) 「フィデューシャリー・デューティーとは何

か」森本紀行(『月刊 資本市場』2016.7 no.371)

(注13) 「CFP認定者の実務プロセス 5.2 プラン実行のための商品及びサービスの明確化と提示」(「CFP®認定者諸規程」日本FP協会)

