



フィデューシャリー・ デューティーとは何か

HCアセットマネジメント 代表取締役社長

森本 紀行

〈目 次〉

1. ルール遵守と「顧客のBest interest」
2. ミニマムスタンダードとしてのルール遵守
3. プリンシプルとしてのフィデューシャリー・デューティー
4. 理念としてのフィデューシャリー・デューティー
5. 自己の利益を図らないことと合理的報酬
6. 第三者の利益を図らないことと系列重視
7. 忠実義務とフィデューシャリー・デューティー
8. フィデューシャリー・デューティーとベストを尽くす義務
9. フィデューシャリー・デューティーとプロフェッショナリズム
10. フィデューシャリー・デューティーと経営の独立
11. 「フィデューシャリー宣言」
12. 「フィデューシャリー宣言」の三要素
13. 偽りの「フィデューシャリー宣言」の排除

4月7日の「日本証券アナリスト協会第7回国際セミナー」において、金融庁の森信親長官は講演をし、最後を次の言葉で締め括った。森長官の掲げるフィデューシャリー・デューティーの理念は、この資産運用に携わるものに対する熱い呼びかけに尽きている。

「運用、販売、資産管理など資産運用に携わる方々が、顧客のBest interestのために行動すること、そうして、提供する商品やサービスの質を高くするための正しい競争が行なわれることは、顧客である国民のみならず、わが国市場や経済全てにとって利益となるものであり、わが国の資産運用業の大きな発展につながるものです。本日ここにおられる方々は、それを実現する能力をお持ちだと思います。それが、会社のこれまでの慣習や短期的利益などのため実現しないことは、あまりにももったいないことです。

資産運用の高度化の実現は私にとってのライフワークです。皆さんと一緒に頑張って必ず

実現させていきましょう」(金融庁ウェブサイトより)

■ 1. ルール遵守と「顧客の Best interest」

金融機関に働くものの全てが完璧に法律等のルールを遵守しているとしても、そのことによって、必ずしも、「顧客の Best interest」が実現するわけではない、このことの発見こそ、森長官のもとで、金融庁が革命的な行政手法の転換を行った真因である。そして、問題が極めて分かりやすい形で露呈していた分野こそ、投資信託の販売と運用等におけるルール遵守の矛盾なのであった。

販売会社や運用会社等の金融機関が法律等のルールを遵守している限り、顧客は、自分の求めている投資信託を、自分の明示的な意思で、投資に付随する損失の可能性等を全て理解したうえで、自己責任原則のもとで、購入したということにならざるを得ない。

しかし、そのことによって、必ずしも、実質的に、「顧客の Best interest」が実現するわけではない。もちろん、金融機関が遵守すべき諸ルールは、顧客の真の意思を確認するために作られているはずで、それが完璧なものなら、販売会社等がルールを遵守する限り、顧客は常に自分の真に求めるものを購入していることになるが、現実には、そのような完璧なルールなど作り得ない。

完璧なルールがあり得ないことが問題なの

ではなく、ルールに従っていることで、表層的には、顧客の求めているものが提供されていて、顧客の利益が守られていると看做され得ること、つまり、顧客の利益の保護が擬制されてしまうこと、それが深刻な問題なのである。更にいえば、こうした擬制が成立する限り、金融機関の責任は問われ得ないこと、つまり、金融機関のほうが保護されてしまうこと、そこに決定的な問題があるのである。

■ 2. ミニмумスタンダードとしてのルール遵守

ルール遵守というのは、ミニмумスタンダード、つまり、最低限のことにすぎない。投資信託の販売において、「顧客の Best interest」は、ミニмумスタンダードの徹底によっては実現できないのである。そこで、金融庁は、ルールによらない方法を工夫することになる。それがベストプラクティスの追求、即ち、徹底して顧客の視点で、「顧客の Best interest」のために尽くすことを、金融機関に求めることなのだ。

しかし、ベストプラクティスの追求は、金融庁として、ルールによっては強制できないし、その具体的内容を金融機関に示すこともできない。そうすれば、それが新しいミニмумスタンダードになるだけだからだし、そもそも、ベストとは、金融機関独自の創意工夫として、一般化できないもので、また、常に、進化し変容し続けなければならないものだから

らである。

故に、ベストプラクティスの追求は、金融機関自身の経営原則、即ちプリンシプルの確立による自己統制として、実践されなくてはならないのである。金融庁のルールによるミニマムスタンダードの徹底から、金融機関自身のプリンシプルによるベストプラクティスの追求への転換、これが金融庁の行政手法改革の要諦である。

■ 3. プリンシプルとしてのフィデューシャリー・デューティー

金融庁は、投資信託をはじめとする資産運用関連業務について、金融機関が確立すべきプリンシプルの祖型として、その具体的内容を一切示すことなく、単なる理念的指針の形で、フィデューシャリー・デューティーを提示したのである。

フィデューシャリー・デューティーは、具体的内容をもたない以上、それ自体としては、意味はなく、各金融機関において、それぞれの固有のプリンシプルとして確立され、それが内部統制に反映されたとき、はじめて、具体的規範として、各金融機関の行為を拘束するのである。

理念としてのフィデューシャリー・デューティーから、具体的行為規範を導くことは、各金融機関の経営責任に委ねられている。しかし、その経営責任は重い。第一に、フィデ

ューシャリー・デューティーは金融行政の重点課題であるから、その規範化を行わないことは許されないであろう。第二に、ひとたび内部規範化し、統制手続きに組み込まれれば、その履行状況は、金融庁のモニタリングの対象になるということである。

■ 4. 理念としてのフィデューシャリー・デューティー

では、理念としてのフィデューシャリー・デューティーとは何か。金融庁の2014年9月の「金融モニタリング基本方針」では、フィデューシャリー・デューティーに、「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」との注釈が付されている。

ここで、信認とは、信頼よりも高度なもので、法律上の忠実義務を負う関係だが、忠実義務に替えて、敢えてフィデューシャリー・デューティーというからには、忠実義務よりも広く、深く、かつ高度なものでなければならない。

他人に業務を委任するときは、範囲を特定し、他人に裁量を認めないのが普通だが、そうではなくて、他人に広範囲な裁量を与え、事実上、身を任すような事態にならざるを得ない場合がある。典型的に、医師にかかるとき、弁護士に訴訟等の代理人を委任するとき、金融機関等に財産の管理運用を一任するとき、などである。

このような特殊な委任を受けた医師、弁護士、金融機関等をフィデューシャリーといい、故に、フィデューシャリーは、他人の信認を得たものとして、専らに委任者、即ち、顧客のために働く義務を負う、煎じ詰めれば、これがフィデューシャリー・デューティーの中核である。

■ 5. 自己の利益を図らないことと合理的報酬

フィデューシャリーは、専らに顧客のために働く義務を負うので、自己の利益を鑑みることとはできず、理論を突き詰めれば、無償で働かなくてはならないことになる。しかし、さすがに、それでは、業務としてなりたないので、専らに顧客のために働くのに要する原価を基準に、合理的に算出された報酬を受け取ってよいものと理解される。逆に、合理性を超える報酬は、フィデューシャリー・デューティー違反になるということである。

金融庁は、金融機関のフィデューシャリー・デューティーについて、まさに、この点を問題にして、特に、投資信託の販売手数料等の是正を強く求めているのだが、決して、とるなとか、引き下げろといっているのではない。あくまでも、提供した役務を基準に、報酬等の料率を合理的に定めよといっているだけである。

金融機関として、フィデューシャリー・デューティーによって報酬が減って困るなどと

いっているものに、未来は全くない。金融庁のいうことを素直に聞けば、逆に、顧客の視点に立って、より価値の高い仕事をすれば、提供した価値に応じて増収になると考えるべきである。そこに、フィデューシャリー・デューティーの本質があるのだ。

つまり、フィデューシャリー・デューティーのもと、顧客の視点と合理的報酬の考え方を徹底すれば、顧客に提供する価値の増大こそが経営課題となり、その結果として、顧客の利益も、金融機関自身の利益も、相互に矛盾対立することなく、増大するはずだということである。

この点については、4月13日の森金融庁長官の「第31回国際スワップデリバティブ協会（ISDA）年次総会」における「静的な規制から動的な監督へ」と題された講演での発言が参考になる。ここで、長官は、「銀行と顧客がどのような共通価値を創造できるのか、銀行との対話を進めていきたい」（金融庁ウェブサイトより）と述べているのである。

この「銀行」は、他の金融業態を含む全ての「金融機関」に置き換えられる。金融機関は、自己の利益を直接に求めるのではなく、顧客との共通価値の創造を目指すことによって、結果的に、自己の利益を実現する、これこそ、徹底して顧客の利益を追求する森長官の一貫した思想なのである。

■ 6. 第三者の利益を図らないことと系列重視

フィデューシャリーは、自己の利益を図ることができないだけでなく、当然に、第三者の利益を図ることも許されない。ここで、特に問題とすべき第三者との関係は、投資信託の販売会社と運用会社の関係、企業年金の運用会社と当該母体企業の取引金融機関の関係である。

投資信託の販売会社と運用会社が同一の金融グループに属することは、日本では、ごく普通の現象である。この場合、優先的に、同一グループの会社を使うことで、相互の利益を図っているとの疑念を払拭できない。金融庁が問題視する系列重視の姿勢である。

しかし、形式的なルールによって、系列重視を是正すべきものでないことは、フィデューシャリー・デューティーがプリンシプルの問題であることから、明白である。むしろ、同一金融グループの内部取引として、顧客に対して、総合的な報酬の合理性を説明できるようにすることが重要であろう。

企業年金の運用受託の実態については、古くから、フィデューシャリー・デューティー以前の問題として、忠実義務違反のおそれ指摘されている。つまり、監督官庁である厚生労働省年金局長の通知において、株主として、また、借入先として、企業と親密な関係を有する金融機関、もしくは、その金融機関

の系列企業が当該企業の企業年金の運用会社となっている場合には、専らに加入員・受給者の利益を図らなくてはならない企業年金として、忠実義務違反のおそれがあるとしているのである。

しかし、日本の現実として、このような忠実義務違反のおそれは、いたるところに蔓延している。なぜなら、忠実義務違反のおそれは、不当に企業年金に不利な契約になっているなど、積極的な損失が発生しない限り、忠実義務違反ではなくて、単なるおそれとされているからである。

■ 7. 忠実義務とフィデューシャリー・デューティー

日本では、忠実義務の実効性はない。「金融商品取引法」上の投資運用業者の忠実義務も然りである。投資信託の販売会社には、忠実義務すらない。こうして、ミニマムスタンダードが低いからこそ、フィデューシャリー・デューティーが必要なのである。

フィデューシャリー・デューティーは、より高度な忠実義務として、金融機関の内部統制に反映され、また、それは、金融庁所管のルールではないがゆえに、理念として、広範に、企業年金の資産運用にも適用可能なのである。

例えば、企業年金において、母体企業の大株主である生命保険会社、およびその子会社に運用委託することは、厚生労働省からすれ

ば、忠実義務違反のおそれではあっても、違反自体にはならないだろうし、金融庁からすれば、生命保険会社の優越的地位の濫用等の懸念を抱かせるものではあっても、その是正措置に積極的に乗り出すべき根拠は十分ではなかろう。要は、あまりにも、ミニマムスタンダードが低すぎて、ルール of 強制が効かないのである。

こうした事態に対して、ミニマムスタンダードのルールによる引き上げを図るのではなくて、企業年金の管理に対して責任を負う企業のプリンシプルとして、また、金融機関のプリンシプルとして、専らに企業年金制度の加入員・受給者の利益のために行動すべく、フィデューシャリー・デューティーの実践がなされるような環境の整備、これこそ、金融庁の目指すものであろう。

この点、金融庁は、このたび、金融審議会にフィデューシャリー・デューティーを諮るにあたり作成した説明資料において、米国の年金運用を律するエリサ法を引き合いに出していることや、昨今、金融庁の尽力によりフィデューシャリー・デューティーという言葉が急速に社会に広がっていくに従い、企業年金の世界においても、顕著な意識変化の生じていることは、注目される。

■ 8. フィデューシャリー・デューティーとベストを尽くす義務

フィデューシャリー・デューティーのもとでは、企業年金には、運用能力の評価のみによって、ベストの運用会社を採用する義務が生じる。もはや、企業にとっての親密な運用会社を優先的に採用することはできなくなる。

そうなれば、運用会社間の運用能力についての健全なる競争が促され、そうした競争的環境のなかで、切磋琢磨による運用能力の高度化が促される。つまり、運用会社は、フィデューシャリー・デューティーのもとで、資産運用の成果について、ベストを尽くす義務を負うことになるのである。

投資信託の販売における商品選択も同様である。フィデューシャリーとしての販売会社は、専らに顧客の利益の視点で、ベストな運用会社によって運用されるベストな投資信託を選択する義務を負う。そうすれば、投資信託の運用でも、販売会社向けの営業競争ではなくて、専らなる運用能力の競争が促されるであろう。

金融庁が、「資産運用の高度化」という政策課題との関連で、フィデューシャリー・デューティーを導入したのは、まさに、ここに理由があるのである。「資産運用の高度化」は、資産運用に携わるものの全てが各役割におい

てベストを尽くすことによってのみ、実現される。そのことを、金融庁は、フィデューシャリー・デューティーの実践に託したのである。

■ 9. フィデューシャリー・デューティーとプロフェッショナルリズム

弁護士には、依頼人のためにベストを尽くして訴訟遂行する義務があり、医師には、ベストを尽くして患者の健康回復に努める義務があり、資産の運用管理を受任した金融機関には、ベストを尽くして投資収益をあげる義務がある。つまり、フィデューシャリーは、同時に専門家であり、その専門能力において、ベストを尽くす義務を負うのである。

資産運用に限らず、専門的能力だけによる競争のなかで、専門的能力の向上が図られること、これぞ、まさに、プロフェッショナルリズムの貫徹である。プロフェッショナルリズムとは、専門性と関係のない社会的影響力や人的関係などに依存しないで、専らに職業的専門能力だけによって、事業を遂行することである。ここでは、能力に対する顧客からの信頼だけが基盤なのである。

そのような信頼は、能力の高さだけでなく、専らに顧客のためだけに働くという倫理的立場にも基づいている。また、逆に、専らに顧客のためだけに働くという倫理的立場の貫徹が能力の向上を促し、それが信頼につながる

のである。このように高度化した信頼関係を、フィデューシャリーの関係、即ち、信認関係というのである。

専らに顧客のためにというフィデューシャリー・デューティーと、ベストを尽くすというプロフェッショナルリズムとは表裏一体である。それは、いうまでもなく、完全な経営の独立をも意味する。フィデューシャリー・デューティーとは、独立したプロフェッショナルの生き方そのものである。

■ 10. フィデューシャリー・デューティーと経営の独立

金融庁は、運用会社に対して、経営の独立を強く求めている。しかし、経営の独立は、必ずしも、資本関係の問題と同一ではない。例えば、金融グループに属する運用会社において、経済的持分が親会社に完全に帰属しているからといって、経営のあり方までも、親会社に帰属することになるとは限らないのである。

要は、フィデューシャリー・デューティーを徹底するという視点において、第一には、傘下に運用会社をもつ親会社の金融機関として、子会社管理のプリンシプルを確立し、第二に、子会社の運用会社として、プリンシプルを確立すればいいことなのである。

つまり、子会社の運用会社の議決権を100%保有する親会社として、その行使について、また、子会社経営者等の人事について、専ら

に子会社の顧客の視点において、判断される限り、フィデューシャリー・デューティーは貫徹し得るということである。

また、いうまでもなく、子会社の運用会社の経営者は、親会社の直接的な利益ではなく、専らに顧客の利益のために、プロフェッショナル組織を構築し、維持し、発展させていくことに専念し、顧客開拓等の事業の開発において、一切、親会社に依存しない体制を確立しなければならない。

■11. 「フィデューシャリー宣言」

資産運用に携わる金融機関にとって、経営のプリンシプルの確立とは、フィデューシャリー・デューティーのもとでプロフェッショナルリズムを貫徹することに帰着する。そのプリンシプルを顧客に対する確約として公表することで、自らに課した義務に履行強制力を付与すること、それが「フィデューシャリー宣言」の意味である。

プリンシプルは、内部統制に反映させ、履行強制力のある内部規範として、確立されなくてはならない。このことは、プリンシプルの公表の必要性までも、含むものではない。しかし、公表することによって、社会の監視が強く働くようにすれば、履行強制力は、はるかに強くなる。故に、公表が必要なのである。

「フィデューシャリー宣言」は、各社の固有の事業構造等の事情を反映したもので、そ

こに各社の創意工夫がある。名称も、「宣言」のほかに、「取組方針」など、各社の自由である。しかし、これは、内部統制として、金融庁のモニタリングの対象となるものだから、いくつかの必須の要素があるはずである。

■12. 「フィデューシャリー宣言」の三要素

「フィデューシャリー宣言」は、第一に、「宣言」本文、第二に、内部規範としての「宣言」の履行規定と履行遵守状況を確認する内部統制手続き、第三に、「宣言」の基準を過去に適用して行う自己点検、この三つの要素で構成されなくてはならない。

「宣言」は、「宣言」そのものよりも、実は、履行遵守のための内部統制の確立と、自己点検作業のほうが重要なのである。特に、過去にさかのぼり、高い基準を適用した点検作業を徹底して実行することにより、職員の意識改革を図ることが大きな眼目である。

しかし、残念なことに、業界の経営者の意識は低い。フィデューシャリー・デューティーという言葉は新しいが、これまで、実践してきたことと同じだ、などという論外に低次元な受け止め方しかできていない人が多いのである。こういう程度の低さでは、内部統制や、自己点検の重要性など、思いもつくまい。

こういう意識の低い金融機関の経営者は、冒頭に引用した森長官の言葉を噛みしめるべきである。長官は、業界の発展について、述

べていたはずである、「本日ここにおられる方々は、それを実現する能力をお持ちだと思います。それが、会社のこれまでの慣習や短期的利益などのため実現しないことは、あまりにももったいないことです」と。

「慣習や短期的利益などのため」に、人材の可能性を殺し、業界の成長を阻み、「あまりにももったいない」状況を生み出したことにつき、責任を痛感せよ。痛感しても、責任を果たす能力がないのなら、去れ。去ることこそ、フィデューシャリー・デューティーの貫徹である。

■13. 偽りの「フィデューシャリー宣言」の排除

こういう程度の低い金融機関が言葉だけの「宣言」をすることは、当初から、ある程度は、予想されたことである。しかし、厳格な内部統制と自己点検を背後にもたないものは、偽りの「宣言」として、絶対に認め難い。それは、虚偽表示にも近いのである。

では、いかにして、薄っぺらな「フィデューシャリー宣言」を排除していくのか。金融庁としても、モニタリング等を通じて、厳しく監視していくのであろうが、何よりも、大切なのは、顧客の力である。特に、フィデューシャリーとしての企業年金等の力である。

フィデューシャリー・デューティーの徹底にとって、おそらくは、最も効力があるのは、企業年金をもつ企業と、企業年金や公的年金

等の年金基金が「フィデューシャリー宣言」を行うことである。金融審議会において、フィデューシャリー・デューティーがとりあげられたのは、非常に喜ばしいことであり、是非とも、大きな視点で、審議いただきたいものである。



森本 紀行（もりもと のりゆき）

東京大学文学部哲学科卒業。ファンドマネジャーとして三井生命の年金資産運用業務を経験したのち、1990年1月当時のワイアットに入社し、日本初の事業として、企業年金基金等の機関投資家向け投資コンサルティング事業を立ち上げる。2002年11月、HCアセットマネジメントを設立。