

Financial Information Technology Focus

金融

IT

2016. 8

フォーカス

特別号

## 運用会社が受託者責任を全うするために —海外運用会社のガバナンス整備と利益相反管理の事例から学ぶ—

- 序章 受託者責任を負う運用会社
- 第1章 海外の運用会社のガバナンス構造の概要
- 第2章 利益相反の管理の具体事例
- 第3章 日本の運用会社への提言

## はじめに

「受託者責任」という言葉が日本の資産運用業界に登場してどのくらい時間が経ったであろうか。個人的には、確定給付企業年金法の制定について議論が始まった1990年代後半から、その定義を含めて年金ファンドや運用会社の間で一般化したという印象が強い。既に20年以上前から使われているこの言葉が、今再度注目を集めているのはなぜだろうか。

それは、様々なサービスを提供する運用会社を含む金融機関において、受託者責任の重要な構成要素である、いわゆる忠実義務——顧客の利益のみを考えてサービスを行うこと——が徹底されていないのではないかという、顧客サイドからの懸念が大きくなっているからだと考えられる。顧客利益のみを考えてサービスを行う上で重要となるのが、利益相反の管理である。日本では運用会社の多くは金融グループの一員であり、親会社を含む様々な利害関係者の間で利益相反が生じやすい状況にあるため、その管理は受託者責任を果たす上で極めて重要である。おりしも、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）がスチュワードシップ責任を重視する姿勢を明確化し、運用会社の評価において利益相反の管理を重要な項目に挙げるなど、顧客側からも注目が高まっている。

本レポートはそのような状況に鑑み、海外事例を参考にしながら、日本の運用会社が行うべき利益相反の管理方法を提言するものである。海外の運用会社も金融グループに属していることが多く、日本の運用会社の利益相反管理を考える上で参考になる部分が多いことが明らかになっている。このレポートが、運用会社にとって、今後の利益相反の管理方法を考える際の一助になれば幸いである。

2016年8月吉日  
株式会社野村総合研究所  
金融ITイノベーション研究部  
上席研究員  
堀江 貞之

# 序章

## 受託者責任を負う運用会社

### 受託者責任を負う資産運用会社

運用会社は顧客の資金を預かって投資を行うことを主たる業務にしており、そのため顧客の利益のみを考えて投資を行う受託者責任を負っている。運用会社には目的を持った建設的な対話などを通じ投資先企業の価値向上や持続的な成長に寄与することが期待されているが、そのような責務を果たすにはその前に、自らが受託者責任を果たしていることが最低限の条件となる。

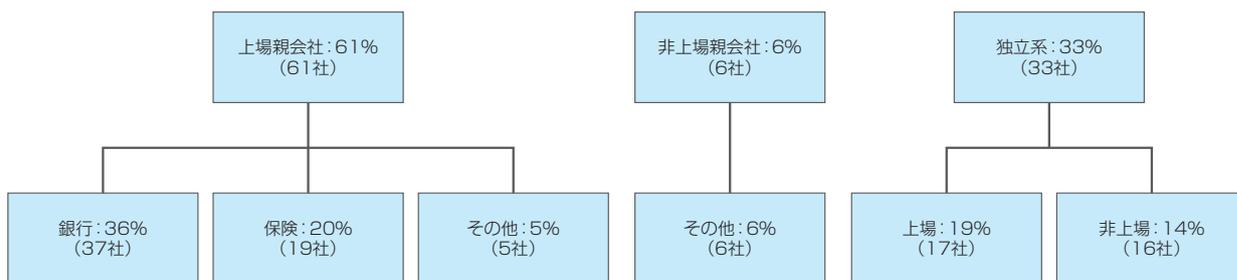
「顧客の利益のみを考えて投資を行うこと」は、口で言うほど簡単ではない。顧客の利益より運用会社自身の収入や利益を優先しようとする誘惑はどの運用会社にも存在する。また金融機関を親会社に持つ運用会社では、投資において親会社との様々な利益相反に晒される機会が多い。日本で「金融機関を親会社に持つ運用会社」と言った場合、幾つかのケースが存在しうる。金融機関の100%子会社、持株会社傘下で金融機関と並列関係（兄弟）にある運用会社、複数の金融機関の共同出資の運用会社などである。いずれのケースでも、金融機関が何らかの形で運用会社の経営及び投資に対して影響力を行使しうると考えられる。

日本の運用会社は資産額ベースで9割以上が金融機関の子会社であり、利益相反の管理は特に重要な課題である。例えば、運用会社が議決権行使を行う場合、その意思決定は顧客の利益のみを考えて行わなければならないが、親会社の金融機関は主要な事業会社と何らかのビジネス関係を持ち、事業会社の意向に沿って運用会社の意思決定に介入してくる可能性がある。また運用会社が有価証券の売買において、親会社の金融機関もしくは関連会社に優先的に発注を行うことも考えられる<sup>1)</sup>。これらはほんの一例に過ぎないが、利益相反はあらゆる場面で起こりうると考えられ、その管理は受託者責任を果たす上で極めて重要である。

### 参考になる海外事例

利益相反の管理には様々な方法が考えられるが、中でもガバナンスの枠組みの整備は重要なものの一つであると思われる。受託者責任を負う運用会社のガバナンスとは、「運用会社の利益のためではなく、投資家の利益のみを考え、効率的に組織され運営されることを担保する組織設計上の枠組み」と定義できるだろう<sup>2)</sup>。

図表1 トップ100社の資本構造及び上場・非上場区分



(出所) Towers Watson「The 500 largest asset managers」(2015年11月)のランキングと年次報告書等を基に野村総合研究所作成

金融機関を親会社に持つケースが大多数を占める日本の運用会社のあるべきガバナンス構造を考える上で、実は海外の運用会社の事例が参考になる。独立系の運用会社が多いと思われる海外でも、金融機関の子会社である運用会社が多数を占めるからである。

図表1は、2014年末の資産総額トップ100の会社を資本構造により分類したものである。これを見ると、独立系ではなく何らかの形で親会社を持つ運用会社が資産残高ベースで全体の7割弱を占める。親会社は銀行・保険会社などの金融機関が大多数を占める。親会社のない、いわゆる独立系運用会社の割合は33%。つまり海外でも日本の運用会社と同様、多くの運用会社は親会社を持っており、親会社との利益相反を疑われるのは日本の運用会社に限った話ではないのである。従って、海外の運用会社、特に金融機関を親会社に持つ運用会社が、どのように親会社との利益相反を管理し顧客視点に立った経営を行っているのかは、日本においても参考になると考えられる。

## 顧客利益を最優先するスキームの考察

「顧客利益の最優先」は、多くの事業会社、金融機関で企業理念として掲げられているごくありふれたものだが、これをお題目ではなく、真に実行しなければならないのが運用会社である。前述したように、運用会社は顧客のお金を預かって事業会社等へ投資することをビジネスとしており、顧客利益を最優先して運用することが受託者責任として課されているからである。もとより運用会社はビジネスとして「投資」を行っているのであり、顧客のための投資活動により収入や利益を稼ぐことが否定されるものではない。しかし、運用会社の投資における優先順位では「顧客最優先」が明確になっているということなのである。

運用会社が様々な利益相反の可能性を廃して、顧客最優先を実行するには、そのための仕組みを整える必要があると考える。本稿では日本の状況に鑑み、海外の運用会社で行われている様々な利益相反回避のための管理の

試みを紹介し、そこから日本の運用会社にも適用できる内容を提案してみたい。筆者は2016年の4月から6月に掛けて、欧米の運用会社、17社<sup>3)</sup>を訪問した。米国、英国、フランス、スイスの4カ国にまたがり、規模も100兆円を超えるところから数兆円のところ、また上場している独立系運用会社も含まれるなど資本構造も様々である。第1章ではまず受託者責任を果たす上で基本となるガバナンス構造がどのようになっているのかを訪問した運用会社を事例にして説明する。第2章は、利益相反をどのような仕組みで管理し、顧客視点の経営を実行しているのかについて具体的な事例を紹介する。第3章は、海外事例を参考に、運用会社だけで課題を解決するのではなく、金融グループ全体で受託者責任を貫徹する枠組みを作成することが日本の運用会社には不可欠であることを示す。

- 1) このような親会社や関連会社への発注に関しては運用会社に開示義務が既に課されている。
- 2) この定義は、IOSCOの集団投資スキームのガバナンスの定義(2006年)を借りた。
- 3) 実際に訪問した運用会社の数は18社。その内の1社は、その運用会社が運用マネジャーとして投資を行っている投資信託の取締役会会長にインタビューしたものである。従って運用会社として数えることが出来るのは、17社ということになる。

# 第1章

## 海外の運用会社のガバナンス構造の概要

### 3つのガバナンス構造

今回、筆者が訪問した運用会社17社のガバナンス構造の概要を図表2に示した。本社の所在国別に見ると、

米国7社、英国7社、フランス2社、スイス1社である。親会社を持たない運用会社が3社、そのうち、2社はパートナーシップ制を採用、1社は上場会社である。取締役会が存在しない運用会社も5社ある。そのうち3社は親会

図表2 訪問した運用会社のガバナンス構造の概要

ガバナンスの特徴	ガバナンスの説明		(親)会社の形態	所在国
取締役会が存在しない。	取締役会に相当する組織として、経営会議、執行会議などが存在。	A社	銀行(米国)	米国
		B社	銀行(米国)	米国
		C社	銀行(米国)	米国
		D社	なし パートナーシップ(有限責任)	米国
		E社	なし パートナーシップ(無限責任)	英国
取締役会は存在するか親会社の役員と運用会社の執行取締役のみで構成。	米国SECは取締役会の構成について特段の要求はないが、FRBは独立性を高めるように要求。	F社	銀行(米国)	米国
		G社	金融コングロマリット(カナダ)	米国
		H社	保険会社(カナダ)	米国
		I社	運用会社(米国)	英国
		J社	財団(英国)	英国
		K社	銀行(仏)	フランス
		L社	銀行(スイス)	スイス
独立社外取締役を含む取締役会が存在。	規制当局からの要請により、英国では多くの運用会社がこの構造に移行中。将来的には独立社外取締役が過半数を占める運用会社も増加すると推察。	M社	運用会社(米国)	英国
		N社	保険会社(英国)	英国
		O社	なし 独立系上場会社	英国
		P社	保険会社(英国)	英国
		Q社	銀行(仏) 上場会社	フランス

(出所) 野村総合研究所

社が銀行で、運用子会社は法人格 (legal entity) を持たず親会社のビジネス部門の一つにすぎない。残り2社はパートナーシップ制を採用している運用会社である。

もとより訪問した運用会社の数は少数であり、これが運用会社の全体像を表すわけではないが、多様なガバナンス構造が存在し、ただ一つの形が標準形として存在するわけではないと理解できる。参考までにガバナンス構造のパターンを分類しておくとして以下の3つに大別できる。

- ①取締役会が存在しない(5社)
- ②取締役会は存在するが親会社の役員と運用会社の執

行取締役のみで構成(7社)

- ③独立社外取締役を含む取締役会が存在(5社)

取締役会がそもそも存在しないのが第1のパターンである。今回の訪問先では、米国の運用会社でよく見られた。100兆円を超える資産額の運用会社であっても法人格を持たず上場親会社(銀行)に属するビジネス部門の一つであるケースや、パートナーシップ制を敷いている運用会社の場合である<sup>4)</sup>。

第2のパターンは、取締役会は存在するが、株主である親会社の非執行取締役と運用会社の執行取締役のみから構成され、独立社外取締役がいないケースである。多く

取締役構成	ガバナンスの特徴
経営会議(25名、15名は子会社CEO)	取締役会(もしくは経営会議)を設定する方向で検討中。FRBから、金融危機時の運用会社売却を容易にするよう持株会社作成の依頼有り。
執行委員会のみ	運用会社自体は法人格を持たず親会社の一部門にとどまる。議決権行使・エンゲージメント活動に係わる利益相反ガイドラインを設け、公表。
執行委員会15名(全員社内パートナー)	米国ビジネスを中心とする業務では法人格を取得して活動しているが、グローバルな組織運営は法人格を超えたビジネスユニットとして活動。部門間で厳格な情報隔離政策を採用。運用部門と他部門の間の人材交流もほとんどなし。SECよりもFRBの監査が極めて厳しいと指摘。
執行委員会9名(常勤パートナー3名、任期2年のパートナー6名)	有限責任のパートナーシップ制を採用。
経営委員会6名(内2名は経営業務に関わらない)	シニアパートナー2名がCo-CEOの役割。経営委員会に経営業務からやや距離を置いたパートナーを2名配置することで、一定の独立性を維持。
米国法人は5~6名から構成される取締役会を設置。グローバルには6名からなる執行委員会(全員社内)を設置。	国毎のビジネスを運営するための法人格を各国で保有している他、グローバル組織として運営するために執行委員会を設置。運用部門とその他の部門はフィジカルな接触を禁止。米国法人の取締役会は四半期に1度開催。
19名(大多数が創業者及び親会社取締役)	会社は有限責任会社。親会社およびその親会社も上場会社という複雑な株主構造。金融機関が買収する前はコンサルティング会社が親会社であり、その当時は取締役会が存在せず(親会社が金融機関になったため設置)。年8回以上開催。
4名(親会社2名、執行取締役2名)	独立社外取締役は存在せず、少人数の構成で監督機能に特化。
8名(親会社取締役1名、社内取締役7名)	形式にこだわらない。4名の社外有識者から構成されるアドバイザリーグループを設置、経営に対する助言を得ている。取締役会は四半期に1回開催。
9名(5名非執行取締役、4名執行取締役)	財団が親会社であるが、実質的に創業者一家が保有する構造(75%の所有権、98%の議決権を保有)。
10名(親会社7名、執行取締役2名、年金ファンド1名)	親会社の取締役7名の内、5名は退職した地域銀行役員で独立取締役として機能。
3名(2名親会社、1名執行取締役)	スイスの法律に基づき、取締役会の第三者機関による定性評価が義務づけられている。
10名(親会社2名、社内執行取締役5名、独立社外取締役2名)	2014年から現在のように独立社外取締役を2名採用。2名中1名は大手運用会社英国法人の前CEO。取締役会の下のリスク管理委員会は独立社外取締役が委員長を務める。取締役会は四半期に1回開催。
6名(3名が独立社外取締役、会長も独立社外取締役)	親会社である保険会社の要請を受け、2016年3月に現在の独立性の高い上場会社並みの構成に変更。
12名(会長を含む7名が独立社外取締役)	創業者が48%の株式を依然として保有し、パートナーシップ制のような長期視点での経営が可能になっている点が大きな特徴。取締役会は毎月開催。
7名(親会社を含む取締役4名、3名独立社外取締役)	2006年から独立社外取締役を3名採用。取締役会会長も社外。投資先企業と同じガバナンス構造を備えることが顧客利益に適うとの方針を当初から貫いている点がユニーク。
12名(3分の1の4名が独立社外取締役)	フランス上場会社の規制により、3分の1以上は独立社外取締役を置く必要あり。

の未上場の米国運用会社で見られる典型的なガバナンス構造と考えることができる。

第3は独立社外取締役が取締役に存在するケースである。自らが上場している独立系の運用会社で典型的に見られるケースである。欧米の上場運用会社は、本社所在地の国の上場規則や各国のコーポレートガバナンス・コード等のガイドラインに沿って、多数を占める独立社外取締役から構成される取締役会を持っている場合がほとんどである。

非上場でも英国の運用会社では最近になって、独立社外取締役を採用するケースが増えている。英国では運用会社を監督するFCA (Financial Conduct Authority) が、顧客視点に立った経営を行う上で未上場の運用会社でも上場会社並みの独立性の高い取締役会を設けることが重要であると考えており、この構造を推奨している。その要請に基づき、独立社外取締役を採用するケースが増えているのである。

## 取締役会の役割と構成

運用会社の取締役会は具体的にどのような役割を果たしているのだろうか。例えば、英国のFCAは、コーポレートガバナンス・コードで定められたものと同様の役割を運用会社の取締役会に求めている。具体的には以下のようなものだが、他の国の運用会社の取締役会もほぼ同様の役割を持っていると考えてよい。

- ① ビジネス戦略の策定
- ② ビジネスのリスクアペタイトの設定
- ③ 財務パフォーマンスの監督と制御
- ④ ビジネスに関連するあらゆる利益相反の管理
- ⑤ 規制に即したコンプライアンス及びリスク管理の実施状況の監督
- ⑥ 業務上及び組織上の統治

海外の事業会社の取締役会は年6回から8回の開催<sup>5)</sup>が多いと思われるが、訪問した運用会社の多くでは四半期に1度程度の開催頻度である。資産運用という一つのビジネスに特化しているという特性、またビジネスの執

行はCEO以下の執行部門に委任し監督機能に特化している場合が多いことから、開催頻度が低いと考えられる。

親会社の役員と運用会社の執行取締役だけから構成される取締役会の場合は、運用会社のビジネス状況を報告する場になっているケースが主流のようである。独立社外取締役が存在する場合には、通常の上場会社と同じように、彼らから運用会社の経営内容に関して様々な観点からの質問が出て、監督機能を果たしていると考えられる<sup>6)</sup>。

取締役会が存在する運用会社の場合、その構成は日本の会社法で定められている機関設計の一つである、「指名委員会等設置会社」と形の上ではほぼ同じである。つまり取締役会の下に、各種委員会（報酬委員会、監査委員会など）を設置している。ただし多くの未上場の運用会社では、上場会社で設けられている指名委員会はほとんど存在しない<sup>7)</sup>。

取締役会の下にはコンプライアンス・リスク委員会と報酬委員会を常設している運用会社が多い。利益相反の管理が取締役会の重要な役割の一つであり、コンプライアンス・リスク管理委員会において利益相反の管理規定の是非などに関してチェックが行われる。報酬委員会は運用会社の経営幹部の報酬が顧客利益と連動したものになっているかどうか等のチェックを行っている。顧客視点の経営を行う上で、報酬制度の果たす役割は大きい。運用会社の収入や利益ではなく、顧客のリターンに報酬がリンクする仕組みの方が顧客視点を重視した経営が行えると考えられるからである。

親会社をもつ運用会社では指名委員会が取締役会の下にないことが多いが、そうした会社でのCEOの指名方法にはいくつかのパターンが存在する。第一は、指名委員会を親会社の金融機関の取締役会の下に設け、その指名委員会に子会社である運用会社の取締役任命権限を持たせるケースである<sup>8)</sup>。

第二は運用会社の取締役会でCEOを決定するケースである。ただし実質的には、現在のCEOと運用子会社の取締役になっている親会社の役員が相談の上で候補者を選定し、その候補者を取締役に諮り取締役会が最終的

に決定する、という手順を取る場合が大宗のようである。

## ガバナンス構造の差をもたらす要因

これまで見てきたように、運用会社には多様なガバナンス構造が存在する。このようなガバナンス構造の違いは何によってもたらされるのだろうか。ガバナンス構造を決定する第一の要因は、上場しているか否かである。上場運用会社は、各国の規制に違いはあるものの、独立社外取締役が複数名もしくは半数以上を占める取締役会を備えている。一方、海外でも多数派である未上場の運用会社では、取締役会すら存在しない場合もある。

第二の要因は、規制機関のガバナンスに対するスタンスの違いである。英国では規制機関であるFCAが、顧客視点の経営を運用会社に強く求めており、独立社外取締役の設置を要求している。その要請に従い、多くの運用会社が独立社外取締役を採用し始めたのが現在の状況である。また英国では取締役の選任においてFCAの認可を得なければならない「Approved persons」というルールが存在し取締役の資質の確認も行っている（コラム参照）。

一方、資産運用大国の米国では、英国のFCAほど取締役会の独立性に注文を付けるわけではない。ただし、規制機関によりスタンスに差があるのが特徴である。訪問社数が少ないので一般化した結論として断定することは難しいが、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission、SEC）はあまりガバナンス構造に関する要求が多くないようだ。これに対して、連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board、FRB）はFCAと同様、取締役会を設けると共に取締役会の独立性を高めることを要請している<sup>9)</sup>。

ガバナンスに対する国毎の規制機関のスタンスの違い（特に米国SECと英国FCAの違い）の背景にあるのは、受託者責任を貫徹するための方法論に対する考え方ではないか。一言で言うと、米国は「ルール」、英国は「情報開示」という観点から受託者責任が果たされているかどうかを確認していると言える。

例えば米国では年金ファンドを顧客とした場合、従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act、ERISA）という法律によって、利益相反が厳しく罰せられる仕組みができています。米国は厳しい法律を制定、それに違反した場合は訴追するという手段をもって受託者責任の遂行を担保しようとしている。取締役会に独立性の高さを求めなくとも、ルール違反を厳しく罰することで、利益相反を未然に防ぐ抑止効果を持たせ、受託者責任を貫徹させることができるとの考え方に基づくのであろう<sup>10)</sup>。

一方、英国では情報開示の観点から利益相反を防ごうとしているように思われる。その一例は、生じうる利益相反の事例開示である。運用会社の利害と親会社の利害を示し、それが顧客の利害と異なる可能性があることを顧客に示した上で、その利益相反を回避する方法、またその回避プロセスが実際に機能することを示す。このような利益相反の克服・管理に関する透明性を高めることが重要と英国では考えられている。

ガバナンス構造に違いが生じる第三の要因は、運用会社の規模が大きくないことである。海外の運用会社では数兆円を超える顧客資産を100名程度の従業員で運用しているケースもあり、従業員数は通常の事業会社に比べてかなり小さい。100兆円規模の顧客資産を持つ運用会社でも1万名を越える従業員数の会社はほとんど存在しない。そのため、監督を主とするモニタリングボード型の実務取締役会ではなく、監督と執行を一体化したマネージングボード型<sup>11)</sup>でも機能するとの意見も根強く、実際にそうしている会社も少なくない。このようなマネージングボード型を採用した場合、独立社外取締役を取締役会に入れたとしても運用会社の付加価値を高めることができるかどうか定かではないと考える運用会社もある。取締役会の外形基準を整えることよりも、顧客利益を優先する企業文化を醸成する等の他の要件を整えることの方がはるかに重要であるとの意見も聞かれた。

このようにガバナンス構造は、様々な理由で多様な形態が存在し、「これが標準形」といったものが存在するわけではない。日本の運用会社のガバナンス構造を考える

場合、運用会社の置かれた環境や特徴をよく考慮した上でどのような形態が適切かを考える必要があるだろう。

- 4) 取締役会が存在しない運用会社では、執行役員やパートナーから構成される経営会議や執行会議が取締役に相当する組織として存在する。この場合、運用会社としての監督機能はあまり強くないと言える。
- 5) 日本の事業会社の取締役会は毎月開催が多い。
- 6) 今回訪問した運用会社の中で、独立社外取締役が存在したのは英国の運用会社だけであり、また最近採用した運用会社も多く独立社外取締役への期待を込めてのコメントが多かったことは少し割り引いて考えておく必要があるかもしれない。
- 7) 今回訪問した運用会社で取締役会の下に指名委員会を持つのは上場会社を除くと1社のみ。
- 8) 取締役会が存在せず、親会社の一つのビジネス部門になっている運用会社でもこのケースが多い。
- 9) FRBが運用会社にガバナンス強化を求めているのには他の国とは異なる事情が存在する。それは運用部門（運用会社）を他部門と明確に隔離することで、金融危機のような事態が発生した際、素早く運用部門を売却し、危機の連鎖を防ぐという意図がFRBにあるということである。運用会社の親会社である銀行の中には、システム上重要な金融機関（systemically important financial institution、SIFI）に指定されているところがあり、破綻時の金融システムに及ぼす影響が大きい。そのため、危機が生じた際に運用部門を他部門と隔離した上で、米国内に設けたグローバルな組織を束ねる持株会社の取締役会が、迅速に子会社を含む運用会社の売却を進めやすくするために、親会社とは独立した運用子会社の取締役会の機能強化を求めているのである。
- 10) ちなみに米国では年金受給者の受給権を確保するための基本的な枠組みも、厳格なルールを基準としたものになっている。具体的には、①受給権の早期賦与、②支払保証制度の確立、③義務違反の責任追及手段の整備、を考えており、ルールを基準にした権利担保を基本にしていることが分かる。
- 11) 取締役会のタイプは大別すると、執行と監督機能を一体化したマネージングボード型と執行と監督機能を区分し取締役会は監督機能に特化するモニタリングボード型の2つがある。

## コラム

## 多層化したガバナンス構造

海外運用会社のガバナンスの一つの特徴は、ガバナンス機構が多層化していることである。「多層化」には2つの意味がある。一つは「個別口座」と多数の顧客を対象とする「集団投資スキーム（投資信託等のファンド）」に対応した2つのガバナンスが並列して存在するという意味、もう一つは国別及びグローバルという地域に対応したガバナンスが存在するという意味である（図表3参照）。

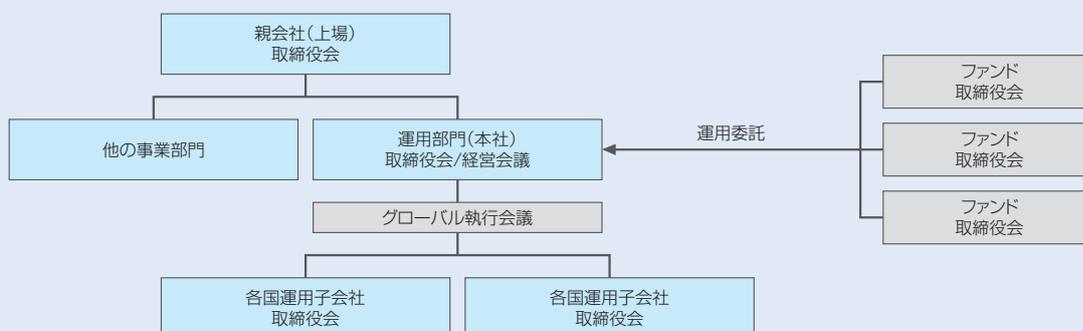
個別口座と集団投資スキーム、2つの投資形態を採用する運用会社の場合、集団投資スキームのガバナンス構造は、運用会社とは独立している場合が多い。投資信託などの集団投資スキームの形態は会社型と契約型に大別されどちらが主流かは国毎に異なる。

米国のように事業会社と同じ会社型が主流の国では、海外の上場会社と同じ独立社外取締役が多数を占める取締役会をファンド毎に設置しなければならない場合が多い。このファンドの取締役会が運用会社に運用委託をする構造であり、ファンドの運営権は運用会社側になく、ファンドの取締役が持つ。つまり機関投資家の個別口座向けの投資は運用会社の取締役会が運営責任を負うが、複数投資家向けの投資信託のようなファンドは、運用会社ではなくファンドの取締役会が運営責任を持つ。ファンドの取締役会は株主の代表として、運用会社を投資アドバイザーとして採用する立場にある。運用会社はファンド運用においては取締役会から指名を受けて投資を行うだけの存在であり、ファンド全体の運営に影響力を及ぼすことは難しい。投資成績が悪い場合など、ファンドの取締役会は運用会社を交代させることも可能である。

一方、英国のファンド（投資信託）は契約型のUnit Trustが8割を占めている。会社型であるInvestment Trustの割合は2割程度であり、米国ほど独立性の高い取締役会が主流とはなっていない。また、グローバルに販売されているルクセンブルク籍のファンドを設定する場合は、ルクセンブルクの法律に基づく取締役会を設定しなければならず近年は独立性を高くすることが求められている。

もう一つ、運用会社のガバナンスが多層化構造を採るのは、国、グローバルという両方のビジネスに対応する場合である。グローバルにビジネスを展開している運用会社では、投資拠点やマーケティング拠点がグローバルに分散しているケースが多いため、グローバルレベルでの調整機能が不可欠となる。各国の法律に基づきガバナンス構造を整えた上で、国を超えてグローバル全体で経営の意思決定を行う組織体が必要になる。国毎の規則にとらわれず、グローバルビジネスを最適化するという観点から経営を行わなければならないからである。そのため、幾つかのグローバル運用会社では、グローバル執行会議のような組織を設けグローバル経営を行っている。

図表3 親会社を持つ運用会社の一般的なガバナンス構造（会社型のファンドを運用している運用会社の例）



（出所）インタビュー、文献を基に野村総合研究所作成

## 英国FCAの役割と評価

英国FCAは、資産運用会社の運営内容に関して詳細なサーベイを行っており、2016年末にその調査結果を公表する予定である。ここでFCAが行っている様々な試みやその試みに対する運用会社からの評価などを述べてみたい。

一つ目は、取締役会の指名プロセスの透明性を補完する試みである。取締役会には指名委員会が設置されていないケースが多く、運用会社のCEOを任命するプロセスは上場会社に比べ透明性が低いが、英国にはそれを補う仕組みがある。英国ではFCAが、選任された人物がその任に値するスキルセット等を備えているかを確認した上で承認する制度があり、選任プロセスの透明性を補強している。具体的には、「Approved persons」という制度を設けており、運用会社において重要な役割（controlled functions）を果たすポジションに就任する人物に対して、FCAが設定した適格基準を満足しているかどうかをチェックすると共に、その人物に行動基準原則の遵守を求め、FCAが承認する仕組みとしている。

もう一つの試みは、FCAが行っている取締役会の独立性強化に対する要請である。要請を受ける側の英国の運用会社はこの政策に対して概ね好意的な評価をしている。筆者が特に印象深かったのは、多数の英国の運用会社を傘下に収めている米国の運用会社（親会社は上場している商業銀行）のCEOのコメントである。少し長いがここで引用しておきたい。

「独立社外取締役が取締役に大きな価値を付与する役割を持つことは明白である。興味深いことに、5～6年前は英国FCAに対して独立社外取締役を取締役に置くことに反対した我々が、今ではどのプライベート運用会社にも最低2名、場合によっては3名の独立社外取締役を置くようになっている。独立社外取締役の価値を我々が認識したからに他ならない。しかもそれは比較的低コスト・固定コストで実現できる。我々は何年間か経験を積んでそのことを学習した。独立社外取締役は運用会社のマネジメントに対して正直に非常に難しい質問をし課題を投げかけるようになっていく。」つまり、当初は傘下の運用会社のそれぞれに独立社外取締役を置くことに消極的であったが、実際に独立社外取締役の意見を聞いて、その見方を大きく変えたというのである。

また保険会社を親会社に持つ別の運用会社では、「当社は投資家としてエンゲージメントを含め、投資先企業に対してコーポレートガバナンスが重要であると主張してきた。このような姿が望ましいと言ってきたのに対して自分たちもそのようにすることが重要だと考えてきた。我々自身の取締役会の独立性を担保することが、投資先企業のコーポレートガバナンスを強化することに貢献するものだと考えている。」と投資先企業にガバナンス改善を求めている運用会社として、英国FCAの要求を満たすことは当然との意見であった。

一方、外形基準を満たすことに大きな意義を見いださない運用会社も存在する。例えばある運用会社では以下のようなコメントが聞かれた。

「我々は、規制機関が独立社外取締役を取締役会に入れることが良いと言っているからそうするというのは正しい行動ではないと思っている。我々は取締役会に独立社外取締役を置くのではなく、外部有識者グループを設置して経営に対する意見をもらうような試みを行っている。この外部有識者グループは我々のビジネス拡大や付加価値向上に貢献するものと考えている。このようなアドバイザーグループの設置の方が経営の高度化にはより有益である。形式基準に従っただけのありきたりの対応が我々は大嫌いである。そのような表面的なことではなく、実際の投資プロセスで意味のあることができるかどうかの方がより重要である。独立社外取締役を組み込むのであれば、それは付加価値を伴うものでなければならない。」

このような意見もあるものの、今回訪問した英国運用会社の多くは、取締役会に独立社外取締役を置くことの意義について概ね前向きであったと言えるだろう。

## 第2章

# 利益相反の管理の 具体事例

第1章で、海外の運用会社には様々なガバナンス構造が存在すること、またその違いも国毎の規制など様々な環境に左右されることを確認した。しかし、このようなガバナンス構造の違いを超えて共通して確立されているものがある。それが利益相反の管理スキームである。ここでは金融機関を親会社に持つ運用子会社の事例を中心に、複数の運用会社で共通していた取り組みを紹介してみたい。利益相反の管理手段としては、「徹底した情報隔離の実行」、「情報開示の徹底」、「人事交流の制限」、「既存顧客を最優先する企業文化の醸成」などがある。

### 徹底した情報隔離の実行

利益相反の管理方法としてまず挙げられるのは、親会社との間での情報隔離である。隔離される情報は、顧客情報と投資情報である。運用会社の顧客情報を親会社に提供すると、それら顧客とビジネス関係を持つ親会社が投資に対して介入するリスクがあるため、顧客情報は親会社には一切知らせないという内部規定が設けられている。

投資先の事業会社名も親会社には公開情報<sup>12)</sup>を除きディスクロースしない。親会社がビジネス関係のある事業会社は運用会社の投資先企業である場合が多い。親会社に投資先企業の情報を漏らしてしまうと、親会社のビジネス部門からポートフォリオマネジャーに様々な圧力が掛かる恐れがある<sup>13)</sup>。保有企業の情報の他、議決権行使に係わる意思決定の内容<sup>14)</sup>も親会社だけでなく運用会社の取締役会にも一切情報を漏らさないという内部規定が決められている場合が多い。

このような情報隔離の設置が親会社の取締役会及び事

業部門だけでなく、運用会社の取締役会に対しても適用される場合があるのはなぜだろうか。それは運用会社の取締役会には親会社の役員が含まれることがあるため、取締役会のメンバーにも顧客情報や投資情報を知らせないのである。このような情報がない場合、運用会社の取締役会が適切な経営判断ができないリスクも存在する。ただし、利益相反の管理を最優先する姿勢を明確にすることが重要であり、取締役会を執行ではなく監督機能に特化させるといった工夫を行い、情報隔離に伴う欠点を補う努力をしている。

このような情報隔離は内部規定で定められているだけでなく、情報システムにおいても厳格な管理が行われていることは言うまでもない。

### 情報開示の徹底

様々な状況で生じる親会社との利益相反を想定して、明確なガイドラインを設定して管理をし、それを外部に情報開示している運用会社も多い。例えば米国のある運用会社では、「議決権行使及びエンゲージメント活動に関わる利益相反管理」というガイドラインを設定して管理を行っているだけでなく、その内容を社外に情報開示してプロセスの透明性を高めている（図表4参照）。議決権行使とエンゲージメント活動では親会社との間で様々な利益相反が生じうる。従って多様なケースを想定し、明確なガイドラインを設定・開示することによって、この運用会社では、議決権行使の意思決定に係わる親会社との利益相反の管理を行っていることを明確にしているのである。

## 人事交流の制限

親会社との利益相反の回避のために、親会社との間で執行役員及びスタッフの人事交流を禁止している例も多い。前述したように、親会社と運用会社は顧客や投資先として多数の事業会社と接点があり、それら事業会社の中に多くの重なりがある。そのような状況下で、もし親会社の役員やスタッフが運用会社に異動すれば、運用会社が顧客である投資家の利益を最優先することに支障をきたす可能性がある。例えば、親会社の商業銀行部門で貸出を担当していたスタッフが運用会社の株式投資部門に異動になったとする。その人はいつか貸出担当に戻るとい将来のキャリアのことを考え、株主の立場に立って投資家である顧客利益を最優先するのではなく、債権者の立場で投資判断を行う恐れがあるだろう。投資先企業の企業価値を最大化するという視点ではなく、債権者という別の視点で意思決定をするかもしれないのである。ある運用会社は、「親会社は数多くの顧客を持ち、我々も多くの顧客を持っている。もし、親会社の役員が当社の執行役員に就任すれば、お互いの顧客の間の利益

相反を防ぐことは難しくなる。そのため、親会社の役員は当社の役員には就任していない。」と述べている。ここで述べられたコメントは多くの運用会社に共通する考え方である。実際、今回訪問した金融機関を親会社とする運用会社において、親会社の役員やスタッフが運用会社の執行役員やスタッフに就任しているケースはほとんどなかった<sup>15)</sup>。

人事交流はスキルセットの点から、実際にはあまり利点がないとの指摘もある。例えば、親会社の執行役員は資産運用ビジネス以外の金融分野の経営には長けているが、運用ビジネスのことはあまりよく知らないケースが大多数で、今回インタビューした人の中で、親会社役員の経営のスキルセットを運用会社に転用できると考える人は一人もいなかった。そのため、ずっと資産運用ビジネスに携わってきた経営者をCEOに採用し、運用部門を任せているケースがほとんどである。

## 組織としての利益相反管理の仕組み

利益相反を管理する専門組織を運用会社あるいは金融

図表4 議決権行使及びエンゲージメントにおける利益相反規定の一例

規定項目	利益相反規定の内容
発生しうる利益相反を緩和するために役立つと考えられる手続きの概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>運用会社内のコーポレートガバナンス・チームのメンバーに、議決権行使に関する一切の権限を委譲。</li> <li>コーポレートガバナンス・チームのメンバーは、場合により議決権行使に係わる事項、例えば企業業績、戦略等について親会社や運用会社内のメンバー（ポートフォリオマネジャー、シニア executive、リレーションシップマネジャー等）と議論することがあるが、最終的な議決権行使の意思決定は、コーポレートガバナンス・チームのみが実行。</li> <li>意思決定は、顧客資産の価値を最大化するという視点から見たリスクと機会に関する様々な見方を考慮に入れたという意味で、全ての顧客の最善の利益に適うように行う。</li> <li>投資戦略の差異にかかわらず、株主総会の各議案に対してただ一つの意思決定を行う。</li> <li>コーポレートガバナンス・チームが、株主総会前もしくは決められた期日前に、議決権行使の内容について、議決権行使プロセスに関与しないいかなる個人にもディスクロージャーすることを禁止。</li> <li>議決権行使の意思決定に責任を持つメンバーは、生じうる個人的な利益相反（例えば、投資先企業との家族を通じた関係、上場企業の取締役として勤務）をコーポレートガバナンス・チームのヘッドに必ずディスクロージャーすること。</li> <li>親会社及び運用会社の関係企業に関する議決権行使を外部の第三者機関に権限委譲する。権限委譲された第三者機関は、運用会社が作成した議決権行使ガイドラインに従って議決権行使を行うものとする。</li> <li>議決権行使政策と異なる意思決定をした場合、議決権行使レビュー委員会に四半期ベースでレポートする。</li> </ul>
利益相反が生じうるケースの規定	<ul style="list-style-type: none"> <li>ガイドラインに規定されない事項が発生した場合、運用会社が顧客の最善の利益に従わず議決権を行使した場合等。</li> </ul>

(出所) 運用会社の資料を基に野村総合研究所作成

グループ全体で設置しているケースも多い。例えばある運用会社では、「利益相反委員会」という組織を設置し、その運用会社で生じる可能性のあるあらゆる利益相反について統括的に議論し対処を指示している。また利益相反に関わる教育プロセスがあり従業員にも受講させている。さらに、従業員レベルでそのような利益相反を感じたとしたら会社経営陣とは独立した部署にそのことを知らせる内部通報制度の仕組みができており、情報が取締役会に報告される道も整えられている。

別の運用会社では、国を超えた「グローバル利益相反管理委員会」という会議体を設けている。親会社と運用会社の間で生じ得るあらゆる利益相反について解決を図る委員会で、定期的に会合を開催している。例えばこの委員会は、プライベート株式への投資を行う場合、親会社と関連するビジネスには投資を行わないことを顧客との契約時に明記することを義務づけている。また、利益相反の緩和に関する数多くの情報開示も行っており、主として、運用会社と親会社の既存顧客との間にどのような利益相反が生じうるかを開示している。

この運用会社では、親会社にも「グローバルコンフリクトオフィサー」という人物が存在し、利益相反を管理するチームを率いている。先に挙げた運用子会社のグローバル利益相反管理委員会にも出席する。役割は主として親会社で行っている全てのプライベート取引の精査である。プライベート取引には投資銀行で行うもの、M&Aに関連して親会社が資金調達する事案などが含まれる。このような事案に運用会社の投資先企業が関連している可能性があり、利益相反の可能性が生じる。この精査の過程で、例えば投資銀行部門もしくは運用会社側にグローバルコンフリクトオフィサーから「申し訳ないが、その取引を実行すると利益相反に該当するので、その取引は遠慮してほしい」といった要請が出されることになる。

この会社の事例で重要なのは、親会社の各部門で実行する全ての取引情報及び運用子会社の取引状況をグローバルコンフリクトオフィサーに集め、そこで利益相反が発生する前に対応方法を考えている点である。運用会社

は受託者責任を負うため、このオフィサーが率いるチームでは常に受託者責任を念頭に置いて議論を行っている。親会社で取引を行った場合でも、「この取引には受託者責任が伴うのか？」という点を常に確認している。特にプライベート取引では、取引自体に利害関係が複雑に絡み合う場合が多く、上場取引に比べ利益相反管理により慎重な対応が必要となる。

## 既存顧客を最優先する企業文化の醸成

利益相反を防ぐ最も強力な方法は、既存顧客を最優先するという企業文化の醸成であるという意見もある。「顧客利益の最優先」はどの運用会社も口にするマーケティングフレーズのように思われるが、それを文字通り実行するには、スタッフ全員に顧客最優先という思想を浸透させる必要がある。ではそのような企業文化をどのようにして構築するのか。今回訪問した運用会社のなかでは、パートナーシップ制を採用していた運用会社<sup>16)</sup>にそのような企業文化が存在する例が見られたが、彼らの実行していることは極めて単純である。

まず利害関係者の優先順位を明確にする。この運用会社は、①顧客、②従業員、③規制機関、④株主（親会社）の4つを考慮すべき利害関係者と定義し、この順に優先度を高くしている。顧客最優先が絶対で、その次が従業員、そして規制機関、株主と続き、株主は3つの利害関係者を考えた後、最後に気に掛ける存在であるとしている。

次にこの優先順位の序列を明確にするため、会議体に工夫をしている。この運用会社では毎週、全顧客情報をレビューする会議を開催している。リターンを含めどの顧客の口座がどのような状態にあるのかを正確に把握し顧客にどのような対応を行うべきかを探るためである。スタッフは誰でもこの会議に参加することができる。このような会議を通じてスタッフ全員が、トップマネジメントが顧客の状況や顧客の望んでいることの把握に努め顧客を最優先していること、また何に焦点を当てて経営をしているのかを明確に理解することが可能となる。

さらに経営目標の設定も企業文化の醸成には重要で

ある。訪問した運用会社の中には、運用資産額の目標は一切置かず、毎年の新規獲得顧客の数も制限しているところが複数見られた。資産運用額を経営目標に置くと、顧客のためでなく、資産額を増やすことを目標に運営を行っているという誤解を受けるためである。資産額や収入の増加は顧客サービスを最優先した結果として獲得できるものという考え方をスタッフに徹底するには、このように経営目標にも注意が払われているのである。

別の運用会社は目標資産額を対外的に公表したが、顧客に対して、この運用会社はより大きくなりたがっているというメッセージを与えたため、すぐに撤回したという。顧客に、運用会社が多くの商品を奨めてくるのではないかと思わせたからである。またスタッフの報酬を顧客に提供できるリターンと連動させることも重要であるとの意見も多く聞かれた。前述したように、資産額や収入ではなく、顧客の利益と報酬をリンクさせる工夫は極めて大切なことのように思われる。「顧客第一」という理念が単なる理念に終わらず実際の運営プロセスを通して実現されるためには、こうした施策の積み重ねが重要なポイントになるのだろう。

このように「顧客最優先」という考え方をスタッフ全員に浸透させるには、自らの収益向上を後回しにする意思決定を行う必要もあるということであり、トップマネジメントが確固たる意思を持ち、その意思を実際の経営プロセスの中で具体的な施策として実践していかなければならない。しかしそれが実践されれば、利益相反を防ぐ大変に重要な武器になることもまた事実なのである。

- 
- 12) 投資信託での保有情報は一定期間を過ぎれば公開されるため、親会社にも同じタイミングで情報を公開している。
  - 13) 親会社からポートフォリオマネジャーに対して、委任状争奪戦において賛否の状況をヒアリングする、といったことが考えられる。この場合、ポートフォリオマネジャーが親会社の意向を慮った賛否をする可能性が高い。
  - 14) 議決権行使ガイドラインの決定やガイドラインに基づく議決権行使の結果の公表などを指す。
  - 15) ある運用会社では、かなり以前に自らの資金で投資を行っていた運用チームの半分が投資銀行部門から運用部門に移籍し外部の資金を運用する投資チームを立ち上げたことがあった。ただし移籍後は、投資銀行部門に残った投資チームと運用部門に移った投資チームの間で一切情報交流がないように管理しているとのことである。
  - 16) パートナーシップ制の場合、株主＝経営者＝ポートフォリオマネジャーである場合が多い。この例で挙げた運用会社は、10年以上前に米国の運用会社を買収されたため、株主＝親会社となり、経営者と株主は別の主体となった。

# 第3章

## 日本の運用会社への提言

ここまで、海外の運用会社の事例を紹介してきた。ガバナンス構造には多様性があること、また利益相反の管理方法にはガバナンス構造の違いを超えた共通したやり方があることなどが明らかになった。日本の運用会社が受託者責任を貫徹するためには、まず日本の運用会社が置かれた状況を踏まえた上で施策を考える必要がある。

### 日本の運用会社が置かれた環境

日本の運用会社はほとんどが非上場会社である。非上場会社の場合、会社法では取締役会の設置が義務づけられているわけではないが、ほとんどの運用会社が取締役会を設置している。また外資系を除く日系運用会社のほとんどが、金融機関の子会社である。運用資産総額は400兆円を越えると推定されるが、日本において従業員数が千名を超える運用会社はほとんど存在しない。運営規模で見ると欧米と比較して規模はあまり大きくないと言ってよいだろう。

比較的小規模でなおかつ金融機関の子会社である場合が多い日本の運用会社にとって、大きな課題は利益相反をどのように管理するかという点ではないか。日本の運用会社の利益相反管理には様々な課題があることは多くの事象で明らかになっているからである。例えば、スチュワードシップ・コードでも原則2において「機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである」と述べられている。しかしスチュワードシップ・コードが制定されたすぐ後である2014年6月時点では、全ての運用会社で利益相反の発生は避けられないということ自体が認識されていないケースがほとんど

で、原則2について十分な記述がされていなかった。その後、2015年になってからは、模範解答と思われる運用会社の記述例を参考に、書かれている内容は表面的には進歩したと言える。しかし表面上の記述内容の改善と平仄を合わせる形で実態が改善したとは言えない。

例えば、その多くが金融機関の関連会社である日本の大手運用会社では、取締役を含む経営者は株主である親会社の役員など<sup>17)</sup>、親会社の意向を代表する利害関係者から構成される場合がほとんどである。親会社から派遣された取締役が受託者責任を果たすことの重要性をどの程度認識しているか定かではなく、利益相反等のチェックが十分に行われるのか懐疑的に思う人もいるだろう。

筆者と同様の指摘は年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の「スチュワードシップ・コードへの対応状況」(2016年1月28日発表)でもなされている。例えば、「エンゲージメント及び議決権行使において親会社またはグループ会社の利益を考慮する事例において組織的な対応がなされていない事例が複数見られた」との指摘がされている。

さらに日本証券業協会の「資産運用等に関するワーキング・グループ」の報告書(2016年6月)においても投資信託に関して同様の指摘がされており、運用会社が受託者責任を果たすための方策の一つとして、ガバナンスの強化についての提言がなされている。

一方、スチュワードシップ・コードへの署名を契機に、日本の運用会社はガバナンス改革に向けて動き始めているようにも見える。既に2014年から、複数の日系運用会社の取締役会で独立社外取締役が採用されるケースが現れ始めた。また独立社外取締役を採用している運用会社の中には、投資信託の運営管理体制を外部の目か

らチェックするための委員会を設定する例も最近出てきた。この委員会は取締役会の下に置かれ、委員の過半数を独立社外取締役にして独立性を担保する工夫を行っている。また複数の日系運用会社が、「フィデューシャリー・デューティー宣言」を行い、利益相反関係等をチェックする第三者機関のしくみを導入し外部委員による提言と対応を開示している例も見られる。

このように一部で前進の兆しが見える状況だが、年金ファンドや規制機関が考える受託者責任と、運用会社の考えるそれとはかなり大きな認識のズレがあるように筆者は感じている。特に利益相反管理をどのように行うべきかという点に関しては、公的年金ファンドと運用会社の間で認識ギャップが大きいように思われる。日系運用会社の中には、既に厳格な利益相反管理を行っているにもかかわらず公的年金ファンドからは高い評価を得られないと不満に思っているところもあると聞く。その認識ギャップの根本的な原因は、金融グループ全体に受託者責任の考え方が浸透していない点にあるように思う。

例えば議決権行使において専門委員会を設けている運用会社は多く、そこに親会社からの介入余地はないであろう。議決権行使の内容も「運用会社の中では」厳格な情報管理をしていると考えられる。しかし議決権行使の内容について投資先企業が運用会社の親会社である金融機関に注文を付け、その金融機関から運用子会社に対して議決権行使の内容を見直すような圧力が掛かっているのではないかと、公的年金ファンドは疑っているのではないかと。つまり、問題は運用会社の中で閉じているのではなく、金融グループ全体で解決しなければならないものだということである。

このような疑いが掛けられるのは、親会社と運用会社の間で厳格な情報隔壁が設けられていないこと、情報隔壁が設けられていたとしてもそのことが情報開示されておらず外部から分かりにくいこと、また人事交流などを通じて親会社と運用子会社の間には様々な非公式の接触機会があり親会社から圧力を掛けることが出来ると事業会社が思っていることにある。このような疑念を晴らすには、利益相反の管理を金融グループ全体の課題として認

識し、解決策を立案すること、さらにそのことを外部に情報公開することが不可欠である。解決策として考えられるのは、「厳格な情報隔壁の設置」、「人事交流の制限」、「利益相反管理規定の設定と金融グループとしての組織設計」、「独立社外取締役の採用」である。ここではまず金融グループ全体として行うべき対応策を中心に述べ、その後で運用会社内での利益相反の管理方法について述べてみたい。

## 厳格な情報隔壁の設置

まず実行すべきは、親会社との間で厳格な情報隔壁を設けることである。情報隔壁は、「投資情報」、「顧客情報」という2つの観点から築かなければならない。

投資情報については、情報隔壁を築く上で、親会社から運用子会社の投資部門に一切のシステム接続を許可しないといったシステム基盤は最低限の条件として整える必要がある<sup>18)</sup>。また金融グループ内で、運用子会社の投資部門を含む主要スタッフの内線電話番号などを開示しているケースがあるが、少なくとも投資部門は電話や電子メールアドレスを含め非公開とし、投資部門と親会社のビジネス部門の間でメールは送受信できないような措置が必要である。このように情報を物理的に遮断するだけでなく、フェースツーフェースの接触も禁止すべきである。特に、投資先企業とビジネス上の関係がある親会社の部門と、運用子会社の投資部門とがコンタクトすることは一切禁止する内部規定を設ける必要がある。

このように、保有銘柄情報、議決権行使に関する情報等は、公開情報を除き、親会社には一切知らせるべきではない。親会社からの投資判断への影響を排除するには、人的接触の禁止も含むあらゆる観点からの情報隔壁の設定が不可欠である。海外の機関投資家から投資判断について親会社との関係を疑われるようなことがないよう、また運用会社の投資先企業である事業会社に対しても親会社に圧力を掛けても無駄であることを知らしめるには、厳格な情報隔壁を設け、その措置を外部に情報公開することが最低限必要なのではないかと。

この提案に対しては、いくら厳しい管理規定を設けたとしても、投資先の事業会社から議決権行使等の投資情報が親会社に伝わることは避けることが出来ず、あまり効果的な方法ではないという反論があると思われる。ここで強調したいのは、事業会社に、親会社に対しいくら圧力を掛けても、顧客の利益のみを考えた上での運用子会社の投資判断が覆ることはないということを理解してもらう、金融グループ内の確立したプロセスが必要だということである。「形」をいくら整えても有効ではない、という意見に対しては、まず「形」を整えない限り、年金ファンドなどの顧客の信用が得られないと答えておきたい。

顧客情報を金融グループとしてどのように管理するかという点については、様々な意見がある。事業会社が親会社に運用子会社の紹介を依頼し、その関係から運用子会社の投資がスタートすることは多いだろう。顧客である事業会社の投資ニーズに合わせて金融グループとして対応するケースであり、顧客情報がシェアされることで顧客へのサービス向上が図られる事例である。また顧客紹介を運用子会社が親会社に依頼し、そのマーケティング支援の対価として投資顧問料の一部を支払うようなビジネス慣行はよく見られる。マーケティングを効率的に行う上で、顧客情報の共有が有効に機能する例である。一方で、親会社に顧客情報が知られることで、顧客が望まないサービス提供のオファーが親会社から行われることも考えられる。従って顧客情報を金融グループでどのように管理するかは、基本的に顧客の意向に沿った対応とすべきである。顧客の意向に従って、どの情報を金融グループのどの部署にまで伝達できるのかを管理し、実際にその管理に従った情報隔壁を設けるべきである。

## 人事交流の制限

次に投資先企業と直接コンタクトを持つ親会社の役員やスタッフと運用子会社の投資部門との人事交流は禁止すべきである<sup>19)</sup>。

ただし親会社の役員やスタッフが運用子会社の取締役

に就任する場合、取締役会に投資に関する一切の権限を持たせず、また顧客情報及び投資情報の開示を禁じる措置を講じていることを条件に認めて良いと思われる。運用子会社と親会社のビジネス部門とは様々な形での利益相反が発生しうるのはこれまで述べてきた通りである。そのため、人事交流を行う場合、運用子会社が受託者責任を果たす上で問題がないかどうかを必ず本社の専門部署で確認した上で実行するという手順を踏むべきである。これは運用子会社で出来ることではなく、金融グループ（親会社）として取り組むべき施策である点を強調しておきたい。

## 利益相反管理規定と金融グループとしての組織設計

上述のような利益相反管理の基準を作成したならば、その内容を実行に移すため、専門の組織もしくは専門職を設けた上で利益相反管理の内容を文書規定化すべきである。海外の運用会社では、利益相反の管理責任を負うのは、コンプライアンス・オフィサーやチーフリスク・オフィサーの場合が多い。彼らがヘッドとなるリスク管理委員会で利益相反の管理を行うことも一案だが、受託者責任を負う運用会社としては、利益相反だけを独立させて管理する専門職や部署を設けることも一考に値するのではないかと。第2章で紹介した、グローバルコンフリクトオフィサーの設置やグローバル利益相反管理委員会はその一例であり、利益相反の管理を徹底することを明確にする上で効果があると思われる。

金融機関の親会社を持つ運用会社では、このような責任者を運用会社側だけでなく親会社側に置くことも検討すべきである。利益相反の管理は運用子会社だけの問題と考えるのではなく、受託者責任を負う運用子会社を持つ金融グループ全体で対応すべき問題であるとの認識を持つことが不可欠と考える。

利益相反管理の方針は、スチュワードシップ・コードの原則2において開示することが求められている。従って上記の方針をスチュワードシップ・コードの遵守状況の

説明の中で詳細に情報開示をするべきである。ちなみに2016年7月時点では、このような体制を整えているとの記述を行っている運用会社はごく少数に限られる<sup>20)</sup>。

## 独立社外取締役の採用

実行すべき最後の施策案として、取締役会への独立社外取締役の採用も提案しておきたい。今回訪問した運用会社の中には、顧客を最優先する企業文化が醸成されている一定規模以下の運用会社の場合、独立社外取締役を取締役会に入れることで付加価値向上が図れるかどうか定かではないとの意見も聞かれた。また米国のように受託者責任違反が厳しく罰せられる法律を備え、投資信託では独立性の高い取締役会設置を義務づけている国では、独立社外取締役の役割は相対的に低いかもしれない。

しかし、日本ではまだ資産運用会社の歴史が浅く、顧客利益を最優先する企業文化が浸透している運用会社は少ない。受託者責任違反を問う法律が整備されているわけでもなく、投資信託も契約型がほとんどで独立性の高い取締役会も存在しない。そのような状況では、特に顧客の立場から経営を監督する独立社外取締役を設置することは、受託者責任を貫徹するために有効な手段の一つのように思われる。

例えば、日本でも小規模な運用会社で取締役元企業年金基金の常務理事を複数名採用しているところがある。この運用会社のCEOにヒアリングしたところ、「投資商品の報酬体系を決定する際に彼らが顧客視点に立った意見を述べるなど、社内取締役だけでは確認出来なかった視点からの議論がなされた。」と、独立社外取締役の効果を高く評価している。コーポレートガバナンスの整備では、「外形基準」よりも「中身」が大事と言われるが、長い歴史もなく規制等の外部環境が整っていない日本の運用会社のガバナンス体制の整備は、独立社外取締役という「形」から入ることも一つの方法なのではないかと思われる。

独立社外取締役の意義は事業会社と運用会社ではやや異なる。取締役会に株主の視点を取り入れるのが事業

会社における独立社外取締役の意義の一つと考えられるが、運用会社では既に親会社の役員が在籍している場合がほとんどで、株主の視点を加味する必要性は低い。運用会社の独立社外取締役の意義は、顧客視点の経営を徹底することにある。受託者責任を負うという運用会社の特性を考えると、顧客視点の経営を貫くことを最優先しなければならないのである。先ほどの例のように年金ファンドの理事といった、運用会社の顧客であった人材も運用会社の独立社外取締役には適任だろう。海外の運用会社でも独立社外取締役に元顧客であった年金ファンド等の運用管理経験者を採用するケースがある。日本では主要な運用会社の数はそれほど多くはなく、候補者の選定に困ることはさほどないのではないかと。

## 日本の運用会社への期待

この章の提案の柱は、運用会社が受託者責任を果たすための対応を、運用会社だけでなく金融グループ全体として行うべきという点である。金融グループとしてそのような課題認識がされていない事例はグループ間の人事異動に端的に表れている。運用会社のCEOのほとんどは親会社の取締役や執行役員が就任するケースが占め、CEO就任時に、「資産運用についてはこれから勉強します」といった、受託者責任の観点から見れば大きな問題となるような挨拶が行われることが典型例である<sup>21)</sup>。また複数の金融グループが親会社になっている運用会社の取締役会のメンバー選定が、親会社間の力関係だけで決定され、顧客の視点などほとんど考慮されないケースも存在すると聞く。

筆者は以前、運用会社に5年弱所属したことがあり、親会社から就任したCEOの中に受託者責任の重要性をいち早く認識し、親会社との距離を遠くする経営を行った見識のある人が存在したことを知っている。しかし、これまで述べたような厳格な情報隔離や利益相反管理規定の設定及び組織の存在がない中で、親会社との間で旧態依然とした人事異動が行われることは、金融グループ内における受託者責任を負うことに対する認識の甘さを露

呈するものであり、運用子会社の独立性を外形的に疑わせる大きな要因になっていると思われる。親会社からの役員等の異動は、しっかりとした利益相反管理が行われ、親会社からの圧力が全くかからないことが対外的に明確にされ、資産運用にも知識の深い人物であることが担保された上でなければ、慎むべきなのである。

受託者責任を負っている意味を今一度考え、利益相反管理を含むガバナンス体制を整備することが運用子会社（を含む金融グループ全体）で今ほど求められている時はない。運用会社を含む日本の金融グループは実際の行動によって、ここで述べたような懸念を払拭してほしい。

本稿の執筆に当たり、18社の外資系運用会社にはインタビューを通じて様々な情報提供を頂いた。厚く御礼申し上げる次第である。

#### （参考文献）

- 日本証券業協会（2016年6月）「資産運用等に関するワーキング・グループ報告書」資産運用等に関するワーキング・グループ
- 年金積立金管理運用独立行政法人（2016年1月）「平成27年日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況について」
- 野村亜紀子（2012年1月）「海外の投資信託・投資法人制度」金融庁ディスカッションペーパー、金融庁金融研究センター
- IOSCO（2006年6月）「EXAMINATION OF GOVERNANCE FOR COLLECTIVE INVESTMENT SCHEMES」IOSCO Technical Committee

- 
- 17) 現役の役員ではなく、役員経験者が就任する場合も多いが、その場合、親会社の意向を直接代表するかどうかはケースバイケースであると考えられる。
  - 18) 誤解してほしくないのは、親会社と運用子会社でIT基盤を含むインフラを共有することが許されないと主張しているわけではないことである。IT基盤を共有化することは海外の金融グループで一般的に行われている。ここで主張しているのは、あくまで受託者責任を果たすために適切な情報管理がなされなければならないという点である。
  - 19) また運用子会社の執行役員は投資情報に触れる機会が多いため、親会社からの就任は片道切符でないかぎり原則禁止すべきである。片道切符とは、親会社から運用子会社の執行役員に就任した人物が親会社には戻らないことを言う。
  - 20) ある信託銀行では、スチュワードシップ・コードの原則2「利益相反の管理方針の公表」において、利益相反を管理・統括する部署を設置し利益相反を一元的に管理すると共に、利益相反による弊害のおそれのある取引を行う部門（会社）を他の部門（会社）から分離する方法や利益相反による弊害の恐れのある取引の一方（又は双方）の条件又は方法を変更する方法、利益相反による弊害のおそれがあることを顧客に開示する方法を作成していると記述している。
  - 21) 顧客利益を最優先することが求められる運用会社において、経営を預かる人物が資産運用のことを知らないなどというようなことは許されないことである、という認識がないものと思われ、驚かざるを得ない。



**堀江 貞之**

*Sadayuki Horie*

金融ITイノベーション研究部

上席研究員

focus@nri.co.jp

専門は、資産運用関連の先端動向調査・研究

## 運用会社が受託者責任を全うするために — 海外運用会社のガバナンス整備と利益相反管理の事例から学ぶ —

### 金融ITフォーカス特別号

発行日 2016年8月31日

発行 株式会社野村総合研究所  
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 1-6-5 丸の内北口ビル  
<http://www.nri.co.jp>

発行人 上田 肇

編集人 引田 健一

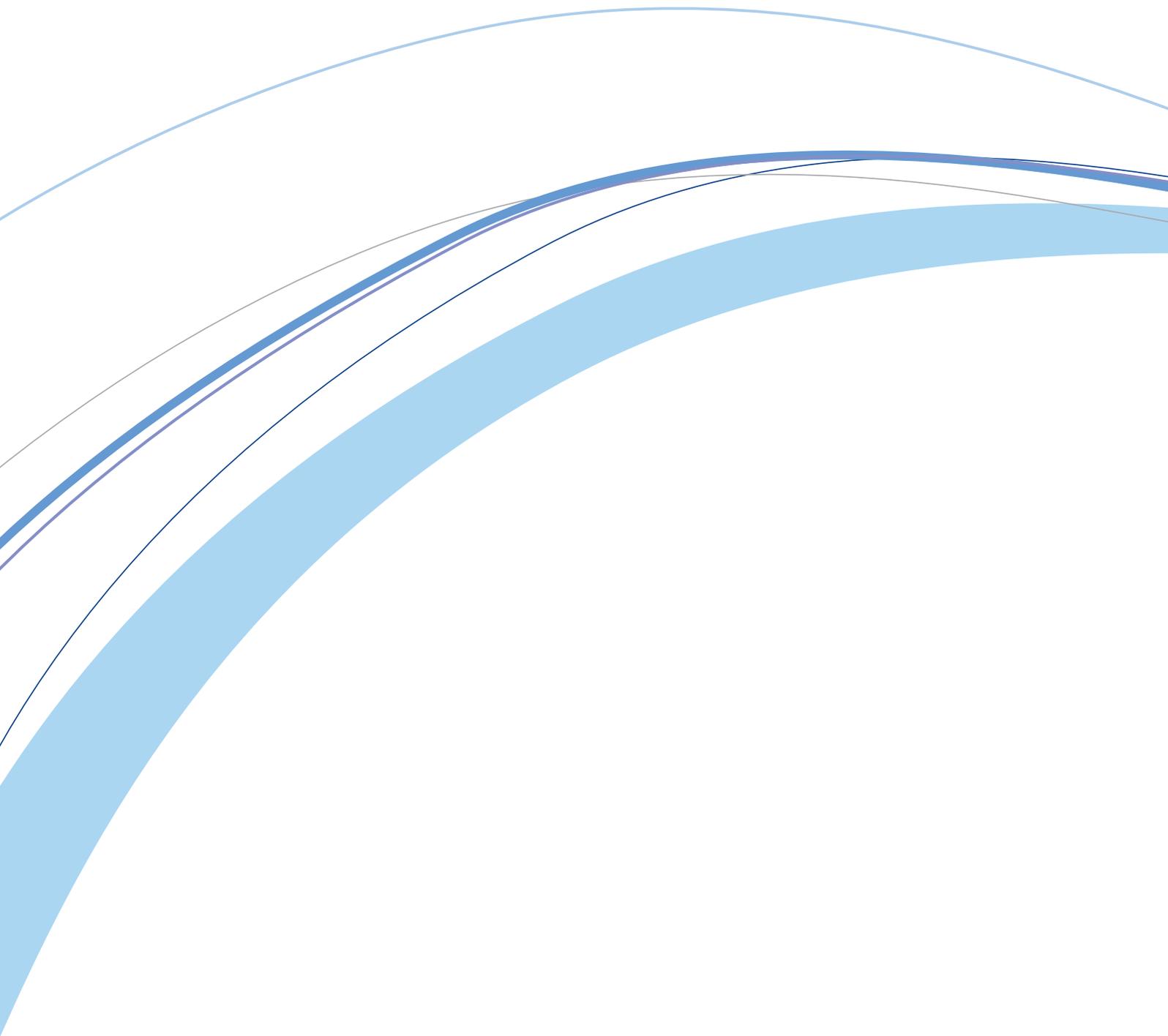
編集 金融ITナビゲーション推進部

デザイン 株式会社ベネクスマーケティング

印刷・製本 株式会社さとう印刷社

問い合わせ先 金融ITナビゲーション推進部  
focus@nri.co.jp

本レポートのいかなる部分も、その著作権、知的財産権その他一切の権利は、株式会社野村総合研究所又はその許諾者に帰属しております。本レポートの一部または全部を、いかなる目的であれ、電子的、機械的、光学的、その他のいかなる手段によっても、弊社の書面による同意なしに、無断で複製・転載または翻訳することを禁止いたします。株式会社野村総合研究所は、本情報の正確性、完全性についてその原因のいかんを問わず一切責任を負いません。



**NRI**