



2019年3月20日 森本紀行はこう見る

## 見かけが利益相反なら利益相反だ

紛争において、相手の非を主張するものが相手の非の存在を証明するのか、相手から自らの非を主張されたものが自らの非の不存在を証明するのか、この証明責任の所在の問題は紛争の勝敗に決定的な影響を及ぼします。いうまでもなく、証明責任を負わされた側が著しく不利になるのです。さて、金融界に蔓延する利益相反のおそれについて、その根絶のためには、おそれにすぎないことの証明責任を金融機関に負わせるべきではないのか。

金融界には、利益相反のおそれのある事態は少なからずあります。代表的な事例としては、投資信託の販売会社の取扱商品選定において、同じ金融グループに属する投資運用業者のものが優先されていること、および、企業年金資産の運用委託先の選定において、母体企業と親密な関係にある金融グループの投資運用業者が優先されていることがあり、これらは好ましからざる事態として金融界の誰もが認知しています。

しかし、好ましからざる事態であるにもかかわらず、それらは是正されることなく放置され続けています。なぜなら、さすがに利益相反が放置されることはあり得ないのですが、利益相反のおそれは、利益相反の存在が強く推定されるにもかかわらず、事実として利益相反であると立証されない限り、所詮はおそれにすぎないわけで問題にされようがないからであって、なぜ利益相反が証明され得ないのかというと、証明が著しく困難だからです。

どこに証明の困難性があるのでしょうか。

損害の証明です。そもそも損害がなければ利益相反にならないわけですから、損害の証明が決定的なのですが、それが極めて難しいのです。このことは、例えば、企業年金の資産運用の受託について考えればわかることです。

まず、母体企業が親密にしている金融グループに属する投資運用業者に委託されているとして、割高な運用報酬の設定など、企業年金に明らかに不利となる約定がなされていれば、そこに積極的な損害が認定されて、利益相反が証明されますが、さすがに、そうした事態はあり得ないのです。

しかし、積極的な損害は証明され得ないとしても、消極的な逸失利益の存在は推定され得ます。つまり、運用能力の評価だけで投資運用業者が選定されていたとしたら、より優れたものが採用され、より優れた成果を生んでいた可能性を排除できないのです。実際、運用能力の評価と関係なく、単に母体企業の親密先の関係会社だという理由だけで選定されているのだとしたら、そうした推定には十分な根拠があると考えられます。

ところが、逸失利益があると推定はされても、その存在を損害として証明できるか、更には損害額の合理的推計ができるのかという具体的な検討に至ると、極めて困難というよりも、ほぼ不可能だろうということが直ちにわかります。

しかし、企業年金には忠実義務が課されているので、そもそも利益相反のおそれ自体があり得ないことではないでしょうか。

企業年金の法律上の忠実義務のもとで、法を理念的に厳格に解する限り、投資運用業者の選定に際しては、専らに年金制度の加入員と受給者の利益のために最善の努力がなされなければならない、母体企業と金融グループとの取引関係を斟酌する余地は全くないので、利益相反のおそれは生じ得ないのです。

ところが、監督官庁である厚生労働省は、忠実義務違反の解釈指針として、割高な報酬等による積極的な損害の存在をあげているので、利益相反のおそれが蔓延する状況が放置されているわけです。これでは、忠実義務の実質的な意味はありませんから、法律の主旨の徹底を怠ってきた厚生労働省の責任は重大だといえます。

### 金融庁の立場は異なるのでしょうか。

少し前のことですが、当時の金融庁長官であった森親信氏は、ある講演のなかで、企業年金の運用委託先として母体企業の親密金融グループに属する投資運用業者が選ばれている事態について、「フィデューシャリー・デューティーの観点に照らして問題があります」と述べています。ここでフィデューシャリー・デューティーというのは、英米法の概念であって、日本法の忠実義務を超えて最善を尽くすことまでをも求める高度な忠実義務のことです。

実は、金融機関に最善を尽くすことを求めるのは近時の金融庁の一貫した方針であって、それを金融庁はベストプラクティスの追求と呼んでいます。それに対して、厚生労働省がというような忠実義務は最低限の要請にすぎないので、金融庁のいい方ではミニマムスタンダードになります。なぜ金融庁がベストプラクティスの追求を重視するかというと、ミニマムスタンダードに安住しては金融機能が高度化しないからなのです。

投資運用業者が最善を尽くして運用能力を競わない限り、業界全体の運用能力の向上はないということですね。

それは企業年金の現実において明らかです。投資運用業者にして、自己の運用能力によってではなく、自分が属する金融グループと母体企業との親密関係によって選ばれるとしたら、どこに運用能力を磨く必要があるのでしょうか。そして、大手の投資運用業者の多くが金融グループに属する現実のなかで、投資運用業界全体として、投資の技術を切磋琢磨する真の競争なくして、どうして能力の向上が図られるのでしょうか。

投資信託も同じことです。投資運用業者と販売会社が同一の金融グループに属して、投資運用業者の運用能力ではなく、販売会社の販売能力によって事業が営まれている限り、運用能力の向上など期待し得ないわけです。

しかし、金融の主舞台を資本市場に移そうとしている金融庁にとって、市場機能の重要な担い手たる投資運用業者の能力の向上は極めて重要な課題です。なぜなら、優れた運用は、企業年金や投資信託の資産価値上昇をもたらし、国民資産形成を通じた安定消費の基礎となって経済の持続的成長に貢献するだけでなく、資本市場規律の徹底によって投資先企業の経営の革新を促し、産業構造改革による経済成長の起爆剤ともなるからです。

そうしますと、運用能力強化の前提として、投資運用業にかかわる利益相反のおそれを一掃しなければならないということですか。

利益相反のおそれを一掃することは、運用能力による競争環境を整備することであり、競争環境の整備は運用能力向上の前提になるということです。では、どうすれば利益相反のおそれを一掃できるかというと、利益相反の事実の証明を容易にすればいいのです。

### 証明責任の転換ですか。

企業年金を例にとれば、母体企業の親密先金融グループに属する投資運用業者が選定されている事態において、その事態により直ちに利益相反の存在が推定され、その推定を覆す証明責任は関係当事者たる企業年金、母体企業、投資運用業者に課せられる、そのような法律上の手当てを行えば、利益相反の不存在証明は極めて困難ですから、瓜田に履を納れず、李下に冠を正さずの故事により、誰も利益相反を推定される事態に身を置こうとはしなくなるわけです。

投資信託の販売も同じことで、販売会社と投資運用業者が同一金融グループに属する事態において、そのことから直ちに利益相反の存在が推定され、その不存在証明が関係当事者たる販売会社と投資運用業者に課されるように法律上の手当てをすれば、販売会社の商品選択の方法は劇的に変貌せざるを得ないでしょう。

このような法律上の手当てをすることは、企業年金をもつ企業や金融機関に対して過酷かという、企業と従業員および受給者との関係において、また金融機関と顧客との関係において、立場の強い側に証明責任を負わせることにすぎないのですから、むしろ、法の公平公正なあり方に照らして理に適うことだといわざるを得ません。

### 法律の手当てではなく、企業や金融機関の自主自律に委ねるべきではないでしょうか。

まさに、それが理想です。ミニマムスタンダードの徹底を求める法令による強制を極力回避し、金融機関の自主自律によるベストプラクティスの追求に賭けてきた金融庁は、ほとんどロマンティックといつていいほどに理想主義者です。

実は、金融庁は、忠実義務の高度化であるフィデューシャリー・デューティーについて、金融機関に対しては、「顧客本位の業務運営に関する原則」の名のもとで自主自律による徹底を図ってきており、企業年金をもつ上場企業に対しては、「コーポレートガバナンス・コード」の改定により自主的な対応を求めている、一定の効果は得ているのです。

### 例えば、野村証券の取り組みですね。

野村証券は、自社の顧客本位原則のなかで、「当社は、投資信託の取扱商品を決定する際には、評価機関による調査・分析を経て一定以上の評価がなされているものを採用する等、グループ会社の商品に捉われることなく、幅広い候補の中から品質の高いものを選定します」と述べています。

この原則は、仮に兄弟会社の野村アセットマネジメントの投資信託が採用されたとしても、「評価機関による調査・分析を経て一定以上の評価がなされている」から採用されたわけで、兄弟会社だから採用されたわけではないという論理になっていて、利益相反の不存在証明の形をなしています。

しかし、問題は「評価機関による調査・分析を経て一定以上の評価がなされている」ことの証明責任に変形されているのであって、その証明責任を果たすためには、例えば、分析評価の基準と手法を公表することや、原則として野村アセットマネジメントのものを採用しないとしたりうで採用する場合の厳格な条件を具体的に記述する方法が望ましいわけです。

**その野村証券の取り組みすら、金融界で最も優れた部類に属している現実があるわけですか。**

金融機関の自主自律に任せる限り、対応に大きな格差を生じます。金融界の平均的対応は野村証券よりもはるかに低いところにあるのです。ここでも金融庁は合理的な理想主義者で、そうした対応格差を顧客に見えるようにすれば、顧客の金融機関選択により金融機関のベストプラクティスの追求が促されるとしています。その「見える化」自体が簡単ではありません。

また、企業年金については、「コーポレートガバナンス・コード」の改定に対して、上場企業の反応が全くないという状況にありますし、金融機関側でも目立った対応がなく、ここでは、自主自律を促すことの限界が露呈しています。

**法律の強制もやむなしですか。**

やはり、利益相反の事実の証明責任の転換について法律上の手当てを行い、厳格な証明方法を定めることが必須だと思われます。具体的な手当ての方法、企業年金については厚生労働省の所管になるという問題、金融の広い諸分野のうちフィデューシャリー・デューティー的な高度な忠実義務を適用する範囲など、課題は多いですが、日本の明るい未来を実現するための効果は極めて大きいと考えられ、実現が強く望まれるところです。

以上