

特 別 寄 稿

資産運用業の高度化に向けて

金融庁長官

遠 藤 俊 英



目 次

1. はじめに
2. 資産運用業の現状
3. 主な課題
4. 今後の行政における対応
5. 終わりに

1. はじめに

日本の豊富な家計金融資産が日本そして世界経済の成長に効果的に活用され、国民がその成長の恩恵を得ることを通じて安定的な資産形成を図っていくためには、資産運用会社の役割が重要であり、資産運用業界に対する期待はますます高まっている。

このため、金融庁では、今事務年度、資産運用会社の現状と課題について、国内大手を中心とする資産運用会社やその関係者と対話を進めてきた。

本年6月には、こうした対話の内容や国内外の公募投信市場の分析等を通じて判明した課題と今後の対応についてまとめた『資産運用業高度化プロセスレポート2020』を公表し、意見募集を行った。本稿では、その要点についてご紹介するとともに、7月、金融庁総合政策局に「資産運用高度化室」を新たに設置した趣旨や今後の展望についてもご紹介したい。

遠藤 俊英（えんどう としひで）

1982年東京大学法学部卒業、同年大蔵省入省。84年英国（LSE）留学（経済学修士）、98年IMFアジア太平洋局審議役、2002年金融庁証券取引等監視委員会特別調査課長。05年監督局銀行第1課長、07年総務企画局信用制度参事官、08年検査局総務課長、09年総務企画局総務課長、10年監督局参事官、11年監督局審議官、13年総務企画局審議官、14年検査局長、15年監督局長、18年7月金融庁長官、20年7月金融庁顧問就任。

〈肩書は寄稿時〉

2. 資産運用業の現状

(1) 国内外の資産運用業の現状

①世界的なパッシブ運用の急伸と寡占化の進行

近年、低金利環境が継続する中での顧客のコスト意識の高まりや、アクティブファンドに比してパッシブファンドのパフォーマンスが良好であったことなどから、米国株式ファンドを中心に、低手数料のパッシブファンドやETFに資金が流入している。これらを提供する資産運用会社が、規模の利益を活かして手数料を引き下げ、さらに資金を集める、という循環が生じており、寡占化も進んでいる。

②アクティブ運用を主軸としてきた欧米資産運用会社の対応

競争環境が厳しさを増し、手数料収入も減少する中で、アクティブ運用を主軸としてきた欧米の大手資産運用会社では、規模を追求するための統合の動きが相次いでいる。また、他社にはない自らの強みを見極め、独自の運用手法や新規ビジネス、例えば、エンゲージメントの強化、オルタナティブ投資への注力、ビッグデータの活用、運用成果連動型手数料の導入、アウトソースCIO等のソリューションビジネスの強化、資産管理関連ビジネスの拡大、ESGを重視した運用に経営資源を戦略的に投入することで、競争力強化を図る動きもみられる。

③日本の資産運用業の状況

国際的な競争環境が厳しさを増す中で、日本の資産運用会社も競争にさらされつつある。米国ほど極端な動きではないものの、日本でもパッシブ公募投信やETFの信託報酬の低下が進んでおり、足許ではこれにつれて、アクティブ公募投信の信

託報酬も低下傾向にある。

(2) 日本の公募投信市場の現状

①日米のパフォーマンス比較

資産運用会社毎の公募投信の平均パフォーマンスを、2019年末時点の5年シャープレシオを用いて、日米で比較してみると（図表1）、日本では、運用本数の多い大手資産運用会社で、その平均パフォーマンスが公募投信全体の平均を下回っている先が米国よりも多くみられた（図表1のA）。その原因は、日本の大手資産運用会社の多くが、運用するアクティブ公募投信において、十分に α を生み出せていないことによるものと考えられる。他方、米国では、運用本数の多い大手の平均パフォーマンスは、全体平均の上下に分布していた（図表1のC）。

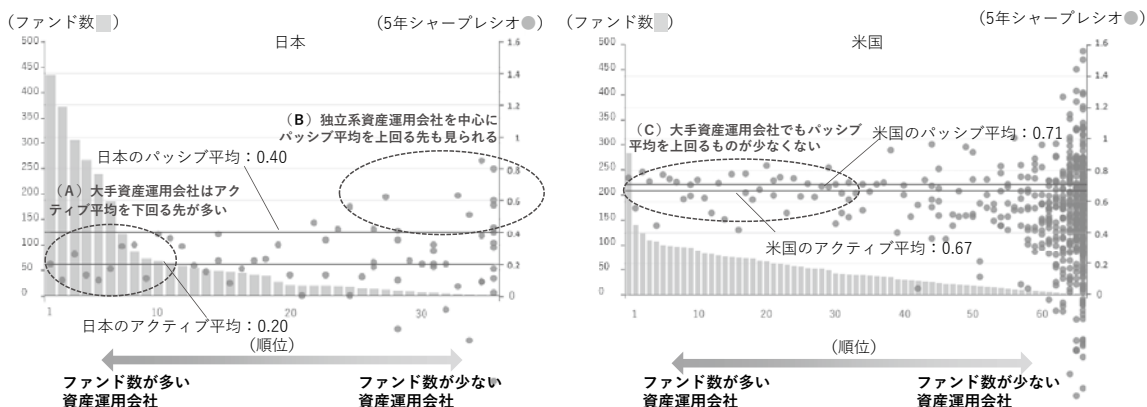
ただし、日本でも、運用本数の少ない独立系資産運用会社等では、パッシブ平均を上回るパフォーマンスを上げている先が多くみられたほか（図表1のB）、個別のファンドをみると、日本の大手資産運用会社が提供するアクティブ公募投信の中にも、良好なパフォーマンスを実現しているものがみられた。

②パフォーマンスの原因

日本のアクティブ公募投信の平均パフォーマンスが低調である原因として、資産運用会社の運用力の問題が指摘されている。例えば、海外株式に分類されるアクティブ公募投信の大手資産運用会社毎のパフォーマンスをみると、信託報酬控除前からパッシブ平均を下回っており、資産運用会社自身からも、自社運用力や外部委託先の目利き力といった点に改善の余地があるとの認識が示されている。

また、信託報酬がパフォーマンスを押し下げて

図表1 日米資産運用会社の運用ファンド数とパフォーマンス



（図表注1）それぞれ左からファンド数が多い順に資産運用会社を並べた。アクティブファンドのみ。

（図表注2）日本は国内公募投信、米国はミューチュアルファンドが対象（日米とも19年12月末時点、ETFを除く）。各ファンドの5年シャープレシオを残高加重平均して算出。

（出所）QUICK、モーニングスター

いる面もある。例えば、国内株式・債券に分類されるアクティブ公募投信について、大手資産運用会社毎の5年シャープレシオをみると、信託報酬控除前においてはパッシブ平均を上回っていても、信託報酬控除後ではこれを下回る先が少なかった。

純資産額の小さい少額投信の乱立も、平均パフォーマンスが低調である一因となっている。公募投信の資産規模別の5年シャープレシオをみると、運用規模と比例する傾向にあった。日本では、新規ファンドの設定本数が多く、販売を1社のみに限る商慣行によりファンドの運用規模が大きくなりにくく、ファンドの償還・併合も十分に進んでこなかった。このため、特に50億円以下の少額投信の数が極めて多く、その大半が効率的な運用に必要な運用規模を確保できていないと考えられる。

3. 主な課題

金融庁では、日本の資産運用会社がこうした現

状を克服し、中長期的に良好かつ持続可能な運用成果を顧客に提供していくことを後押しするため、国内大手資産運用会社やそのグループ親会社等との間で対話を進めてきた。対話の中で、これらの資産運用会社において、(1) ガバナンス、(2) 経営体制、(3) 目指す姿・自社の強み、(4) 業務運営体制の4点が共通の課題として認識されていることが分かった。これらの資産運用会社においては、グループ親会社等の理解・協力も得ながら、こうした課題について取組みを進めていくことで、顧客利益の観点から、商品組成・提供にあたって中長期的に良好で持続可能な運用成果を上げられる商品に注力し、パフォーマンスの低い少額投信の償還・併合を進めるとともに、戦略的な経営資源の投入により運用力を強化することが求められている。

(1) ガバナンス

①経営・ファンド運営に対する顧客利益の観点からの牽制機能発揮

資産運用会社のガバナンスについて、米国で

は、ファンド自体にビジネス・運用経験が豊富な社外の人材を中心に構成される取締役会が存在しており、取締役が、顧客の利益を最優先とする法的義務（フィデューシャリー・デューティー）の下、ファンドの手数料やパフォーマンス、収益性などを検証し、資産運用会社に対する牽制機能を果たしている。英国でも、FCA（金融行為監督機構）が、市場調査（Asset Management Market Study）及び監督活動の結果を踏まえ、資産運用会社が投資家に価値の低い商品を提供してきたことで顧客が害されてきたと指摘し、米国のファンドガバナンスを手本に、資産運用会社に対し、2名かつ全体の25%以上の独立取締役の設置や年次での「手数料に見合った価値」（value for money）の評価・開示を求めるなど、一連の施策を実施し、顧客利益の向上を図っている。

日本の資産運用会社においても、顧客利益を最優先するためのガバナンスの整備が必要であることが認識されており、実効的な牽制機能を発揮できるよう、社外取締役等をメンバーに含む、ファンド運営についての会議体の設置等が進められている。

②運用ビジネスに対する親会社の理解と協力

日本では、販売会社の子会社として設立された資産運用会社が多く、金融グループ内の商品提供機能を担ってきた。こうした資産運用会社が顧客利益を最優先するためのガバナンスを構築していく上では、その親会社においても、顧客利益が最優先されるべき資産運用ビジネスに対する理解と、運用高度化に向けた協力・コミットメントが不可欠といえる。

(2) 経営体制

資産運用会社においては、顧客利益を最優先す

るガバナンスを整備した上で、長期運用の視点を重視する経営を行うための体制を構築することが求められる。国内大手資産運用会社では、金融グループ内の人事ローテーションを重視し、運用ビジネスに対する経験や理解が必ずしも十分ではないと思われる人材が経営陣へ就任していることや、短期の定期的な異動が行われていることが、こうした経営を行う上での阻害要因となっている、との指摘がなされてきた。こうした中、従来のグループ内の順送り人事から脱却し、外部から運用ビジネスに知見のある人材を経営の中核に招聘し改革に着手している例や、グループの特性を活かし、グループ内から運用業務経験の長い人材を資産運用会社の経営幹部に送り込み、資産運用事業をグループの中核事業の一つと位置付け、長期視点の経営に取り組む例もみられ始めている。

(3) 目指す姿・自社の強み

資産運用会社が、運用力の向上や業務運営の効率化を図っていく上では、こうしたガバナンス・経営体制の構築とともに、それぞれの目指す姿・自社の強みを明確化し、戦略的に経営資源を投入していく必要がある。国内大手資産運用会社の一部では、外部環境を踏まえて自らの目指す姿についてグループ内で議論を進め、強みを活かした差別化を図る動きがみられつつある。具体的には、販売チャネルを顧客の多様なニーズを的確に汲み取るための強みとして活かしつつ、これに応えるために必要な運用力や商品組成力（ポートフォリオ構築）を備えた「ソリューション・プロバイダー」を目指す資産運用会社が多いが、総花的な目標にとどまることなく、何を自社の強みとして顧客利益に貢献していくのか、より明確化し、これを実現していくことが期待される。

(4) 業務運営体制

資産運用会社が、適切なガバナンス・経営体制の下、明確化した自社の目指す姿や強みを実現していくためには、資産運用会社のファンドマネジャーやアナリストが存分に活躍できるような業務運営体制を整備していくことが必要である（図表2）。

日本の資産運用会社の役職員の典型的な報酬体系は、固定報酬の割合が多く、賞与と運用成績の連動性が低いなど、他国と比べ保守的な傾向にあることがGPIFの委託調査（注1）で指摘されている。一方、大手国内資産運用会社では、グループ横並びの水準から離れ、独自の制度を導入する動きも出てきている。今後、各社において取組みの効果の検証等が進められ、優秀な人材の定着を促す報酬テーブルを策定するなど、資産運用会社独自の体系的な人事・評価・報酬制度を確立するこ

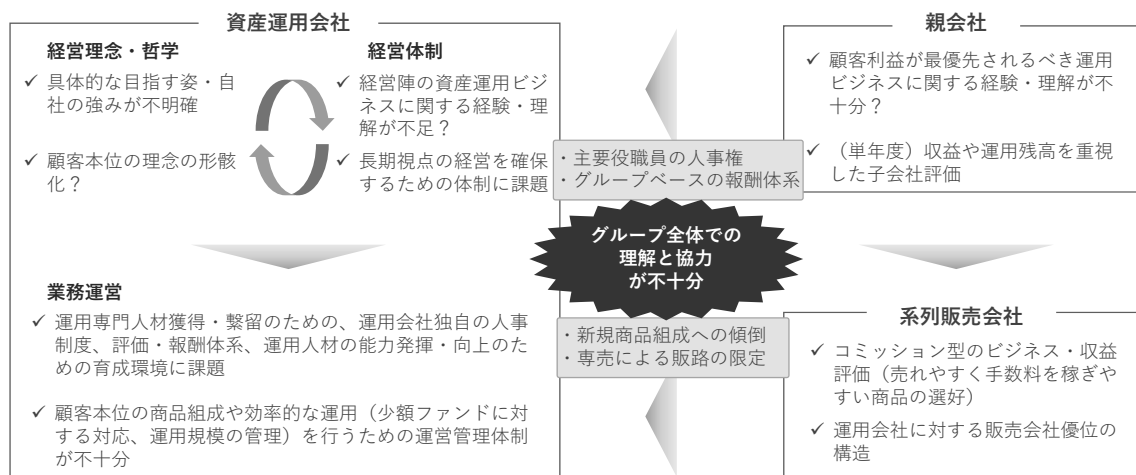
とが期待される（注2）。

このほか、顧客利益を最優先しつつ目指す姿・強みを実現するため、運用専門人材の確保・繋留のため人材採用・管理や、ファンドのキャパシティ・コントロール等の徹底といった点でも業務運営の改善を図っていくことが重要である。

4. 今後の行政における対応

金融庁としては、引き続き、上述した四つの課題について、各社が創意工夫を図りながら一層取組みを進め、中長期的に良好で持続可能な運用成果を上げていくことを後押しする観点から、親会社や経営陣を含め対話を継続的に行っていくこととしている（図表3）。こうした対話にあたっては、海外の動向、特に英国におけるValue for Money

図表2 国内大手資産運用会社の課題



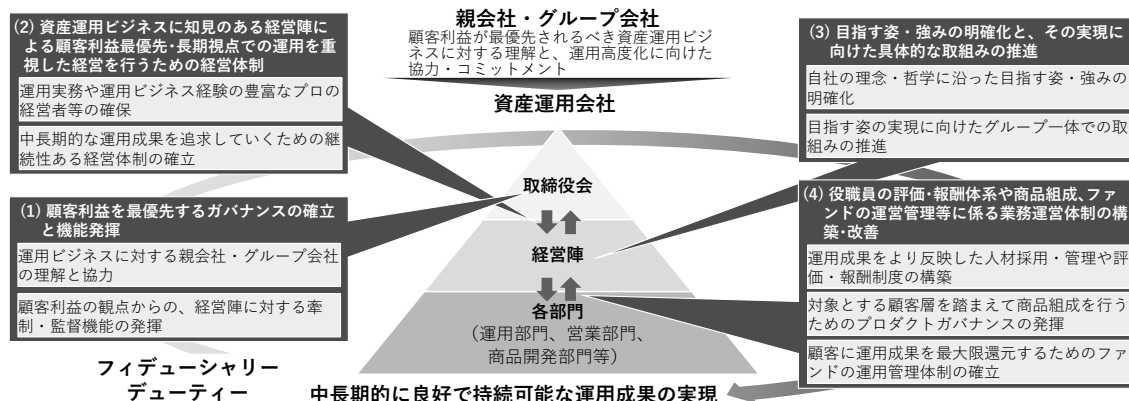
顧客に中長期的に良好な運用成果が十分に提供されず

（出所）金融庁作成

（注1） GPIF委託調査研究『運用受託機関の役職員の報酬体系（インセンティブ構造）についての調査業務』（マージャー・ジャパン、2019年3月）。

（注2） 目標とする範囲内で長期に再現性のあるリターンを上げていく上では、インセンティブが過剰とならないようにする工夫も必要となる。

図表3 主な対話のポイント



(出所) 金融庁作成

評価やプロダクトガバナンスに係る資産運用会社の取組みとFCAによるモニタリングの状況も参考にしていまいりたい。また、並行して、運用哲学や理念を徹底し、良好なパフォーマンスを実現している独立系の特徴ある資産運用会社等との間でも、運用力強化に資する取組みや課題について対話を実施していく。

資産運用会社のパフォーマンスについて考えていく上では、公募投信だけでなく、年金基金や大学基金、地域銀行といった機関投資家向けの私募投信や一任運用についても検討していく必要があり、資産運用会社・信託銀行・保険会社から情報収集を行い、調査・分析・公表していくこととしたい。

さらに、顧客が資産運用会社を選択する上での参考となるよう、公募投信のパフォーマンス調査の結果を、消費者を含む幅広い関係者により分かりやすく提供していくことにも取り組みたい。

このほか、さまざまな運用手法、例えば、プライベート・エクイティやベンチャーキャピタルといったオルタナティブ資産への投資等についても、幅広く調査・研究していまいりたい。

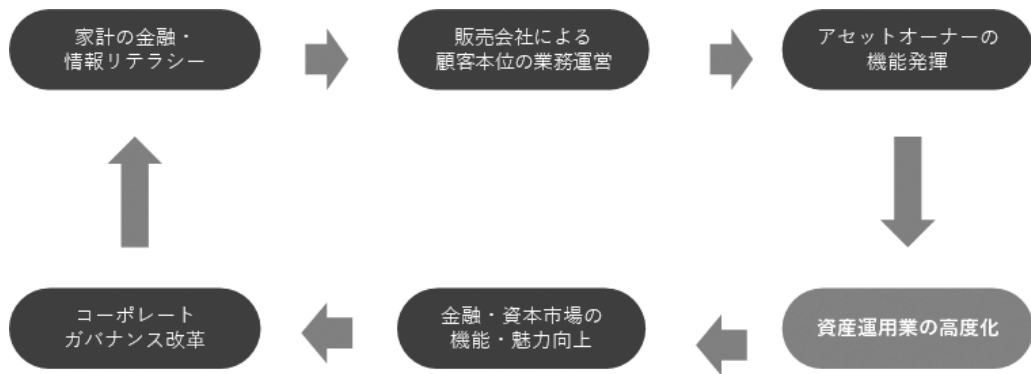
5. 終わりに

金融行政の目標である企業・経済の持続的な成長と安定的な資産形成等による国民の厚生増大を目指していくにあたっては、インベストメント・チェーンの各参加者が求められる役割を果たし、資産運用を高度化していくことにより、企業価値の向上と収益の果実を家計にもたらすといった、資金の好循環を実現することが重要である(図表4)。

金融庁は、資産運用業はもとより、資産運用の高度化の観点からインベストメント・チェーン全体の機能発揮に向けた取組みを推進していくために、新たに「資産運用高度化室」を設置した。

今後、資産運用高度化室を中心として、資産運用会社やそのグループ親会社、販売会社に加えて、保険会社、信託銀行、アセットオーナー、インデックス・プロバイダー、格付会社、情報ベンダー、シンクタンク・大学等の研究機関、東京都・東京国際金融機構(FinCity.Tokyo)といったインベストメント・チェーンに関わる幅広い関係者と協力しながら、資産運用の高度化に向けて、取り組んでまいりたい。

図表4 家計の資産形成に資する資金の好循環



(出所) 金融庁作成