

資産運用業高度化プロセスレポート2020

2020年6月
金融庁

目次

はじめに	3
本稿の概要	4
I 現状	
1. 資産運用業を取り巻く環境	
(1) パッシブ運用の急伸と寡占化の進行	5
(2) 厳しさを増す競争環境と海外資産運用会社の対応	6
(3) 日本の資産運用業の状況	7
2. 日本の公募投信の状況	
(1) アクティブ投信のパフォーマンス上の課題	8
(2) 米国投信とのパフォーマンス比較	
①全体	9
②運用ファンド数別	10
(3) 国内大手資産運用会社のパフォーマンス	
①国内資産	11
②海外資産	12
(4) 少額投信の乱立	
①顧客利益への影響	13
②ファンド数の日米比較	14
③専売慣行の運用規模への影響	15
(5) 残高推移	16

目次（続）

II 主な課題

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の発揮 17

【コラム①】 英国における資産運用会社のガバナンスに係る政策対応 18

(2) 運用ビジネスに対する親会社の理解と協力 19

2. 経営体制：顧客利益を最優先し、長期運用の視点を重視する経営体制の整備 20

3. 目指す姿・自社の強み：運用会社としての目指す姿・強みの明確化や、目指す姿の実現に向けた取組み ... 22

【コラム②】 現在の資産運用ビジネスの類型 24

4. 業務運営体制：顧客利益を最優先しつつ目指す姿・強みを実現するための業務運営 25

【コラム③】 資産運用会社の役職員の報酬体系の国際比較 27

【コラム④】 EU・MiFID II におけるプロダクトガバナンス規制の概要 28

III 対応の方向性

1. 資産運用会社が中長期的に良好で持続可能な運用成果を実現していくための取組みの後押し 29

2. 資産運用業高度化に向けたその他の施策 30

はじめに

- 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を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、企業価値の向上と収益の果実を家計にもたらすという資金の好循環を実現することが重要である。
- 各参加者の中でも、資産運用会社の役割は極めて重要である。一方、従来、日本の家計金融資産の運用において中心的な役割を果たしてきた国内大手資産運用会社の多くは、グループ内の親会社や販売会社に商品を提供する子会社として設立された。その経緯等もあり、顧客の利益よりも、販売手数料を稼ぎやすい商品を短期間に多数提供することによる目先のグループ収益への貢献が優先されたとの指摘がある。
- このため、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、顧客の利益を最優先に考え、顧客本位の商品を提供するとともに、運用力の強化により中長期的に良好で持続可能な運用成果を上げることを通じ、顧客の資産形成に貢献することでその支持・信頼を獲得し、自らの収益基盤を強固にしていくことを後押しする観点から、(1)ガバナンス、(2)経営体制、(3)目指す姿・強み、(4)業務運営体制、などの課題について対話を進めてきた。
- 本稿は、資産運用業の現状を踏まえつつ、海外の資産運用会社のヒアリングや国内資産運用会社等との対話等を通じて判明した課題や、今後の対応について整理を行ったものである。本稿を一つの手がかりとして、各社が自らの状況に応じて創意工夫を図り、上記の課題について具体的な取組みを一層進めることを期待したい。
- 現在、新型コロナウイルス感染症の流行が社会・経済に大きな影響を与え、今後の金融市場や資産運用ビジネスのあり方にも大きな影響を及ぼしていくことも考えられる。こうした点についても今後、調査・分析していくこととしたい。

本稿の概要

I 現状

- 日本の豊富な家計金融資産が日本経済や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、資産運用業界に対する期待はますます高まっている。
 1. 国際的な資産運用業界の状況を見ると、グローバルにはETFやパッシブ運用の急伸により、手数料競争・寡占化等が進み、**日本の資産運用会社も厳しい競争にさらされつつある。**
 2. 国内の**アクティブ公募投信の平均的なパフォーマンス**をみると、**信託報酬等のコストに見合うだけの水準を確保できていない**と考えられる。こうしたパフォーマンスの結果、**顧客の支持が十分に得られておらず**、公募投信市場の純資産残高も伸び悩んでいる。

II 主な課題

- 日本の資産運用会社が、中長期的に良好かつ持続可能な運用成果を上げ、顧客の信頼・支持を獲得し、収益基盤を確立していくためには、以下のような課題について具体的な取組みを進めていくことが期待される。
 1. **ガバナンス**：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の発揮が不十分なのではないか、運用ビジネスに対する親会社・グループ会社の理解・協力が不十分なのではないか
〔社外取締役を含むファンド運営に係る会議体の設置は進んでいるが権限は弱く、個別ファンドを管理・検証する仕組みの構築には至っていない。運用ビジネスの理解が十分ではない親会社が資産運用業高度化の足かせになっている可能性〕
 2. **経営体制**：顧客利益を最優先し、長期運用の視点を重視する経営体制が整備できていないのではないかと
〔グループ外から資産運用業務の経験豊富な人材を運用子会社の経営トップに招聘する社がある一方で、従来のグループ内の順送り人事により、運用ビジネスの経験等が乏しい人材が経営陣に選任されている社も存在〕
 3. **目指す姿・強み**：運用会社としての目指す姿や強みが明確化されておらず、その実現に向けた取組みが進んでいないのではないかと
〔自社の強みを確立していきこうとする動きが一部に見られるが、総合的なソリューションを提供していく旨の姿を示すに止まり、何を強みとして顧客の期待に添えていくのか必ずしも明確化されていない傾向〕
 4. **業務運営体制**：顧客利益最優先・運用重視の視点を持ち、目指す姿や強みを実現するための業務運営が実現できていないのではないかと
〔運用会社独自の人事・報酬制度導入の動きが見られるも、顧客本位の商品組成やパフォーマンス確保の更なる取組みが期待される〕

※〔 〕はこれまでのモニタリングの中で認められた状況
- こうした取組みを進めることにより、顧客利益の観点から、①運用力を強化し、②商品組成・提供にあたって、商品数をむやみに増やすことなく、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すること、③不採算ファンドや中長期にパフォーマンスが悪化しているような少額投信について積極的に償還・併合を進めるなどのファンド管理を徹底すること、などが期待される。

III 対応の方向性

- 国内資産運用会社、及び資産運用会社がグループに属する場合にはその親会社とも、各社が創意工夫を図りながら以下の取組みを一層進めていけるよう、**経営陣を含め対話を継続的に**行っていく。
 1. **顧客利益を最優先するガバナンスの確立と機能発揮**
 2. **資産運用ビジネスに知見のある経営陣による顧客利益最優先・長期視点での運用を重視した経営を行うための経営体制**
 3. **目指す姿・強みの明確化と、その実現に向けた具体的な取組みの推進**
 4. **役職員の評価・報酬制度や商品組成を含むプロダクトガバナンス、ファンドの運営管理等に係る業務運営体制の構築・改善**

以上の取組みを進めることにより、左記①～③を実現しつつ、顧客本位の商品を提供し、中長期的に良好かつ持続可能な運用成果を上げ、顧客の支持・信頼を獲得して、収益基盤を強固にしていくことが必要。
- 良好なパフォーマンスを実現している独立系等の特徴ある資産運用会社との間で、パフォーマンスの要因や持続可能性についての対話を進めていく。
- 機関投資家向けの私募投信や一任運用の状況についても調査・分析・公表していくほか、公募投信のパフォーマンスの「見える化」や新規参入の促進策等を推進していく。

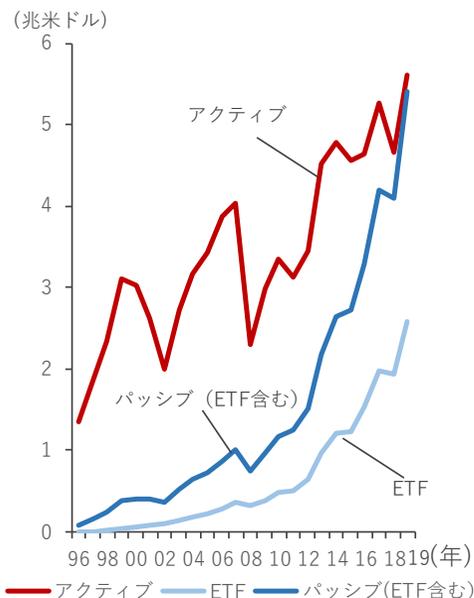
I 現状 1. 資産運用業を取り巻く環境：(1) パッシブ運用の急伸と寡占化の進行

- 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の残高が急速に伸びており（図表A）、これらのファンドを提供する運用会社の純資産額が拡大。
- 資金流入により運用規模を拡大した米国のパッシブファンド・ETFの運用会社が、規模の利益（運用効率の向上）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（図表B）、こうした一部の資産運用会社による寡占化が進行。低金利環境が継続する中での投資家のコスト意識の高まりや規制による情報開示の強化、中長期的にみてアクティブ運用がインデックス運用を上回ることができなかつたことが、こうした流れの一因とされている。
- この結果、例えば英国では、伝統的なアクティブ運用を強みとしてきた資産運用会社の運用資産から資金が流出し、同国に進出した米国のパッシブファンド・ETFの運用会社に大幅に資金が流入している（図表C）。

A. 米国株式ファンドの残高の推移

B. 世界の資産運用会社等の純資産残高

C. 英国の資産運用会社の年間流出入額



2010年		(兆米ドル)	
順位	会社名	国	残高
1	ブラックロック	米	3.6
2	ステートストリート	米	2.0
3	アリアンツ	独	2.0
4	フィデリティ	米	1.8
5	バンガード	米	1.8
6	ドイツ銀行	独	1.6
7	アクサ	仏	1.5
8	BNPパリバ	仏	1.3
9	JPモルガン	米	1.3
10	キャピタル	米	1.2
20	日本生命	日	0.7
30	全共連	日	0.5
31	三菱UFJFG	日	0.5

2018年		(兆米ドル)	
順位	会社名	国	残高
1	ブラックロック	米	6.0
2	バンガード	米	4.9
3	ステートストリート	米	2.5
4	フィデリティ	米	2.4
5	アリアンツ	独	2.2
6	JPモルガン	米	2.0
7	BNYメロン	米	1.7
8	アムンディ	仏	1.7
9	キャピタル	米	1.7
10	アクサ	仏	1.6
28	三井住友トラストHD	日	0.8
34	日本生命	日	0.7
41	三菱UFJFG	日	0.6

会社名	英国国内の年間流出入額 (19年)		本拠地	英国国内の純資産残高 (19年末)	
	流出	流入		純資産	残高
ブラックロック	91.2	米	1,616.0		
ロイヤル・ロンドン	76.1	英	644.7		
バンガード	61.8	米	416.4		
JPモルガン	26.2	米	233.7		
ベイリー・ギフォード	22.8	英	533.3		
インベスコ	-122.7	米	550.4		
アバディーン	-114.5	英	381.5		
M&G	-99.5	英	455.9		
シュローダー	-55.1	英	455.8		
アルテミス	-54.8	英	266.4		

(注) ミューチュアルファンドが対象。
(出所) Invest Company Institute

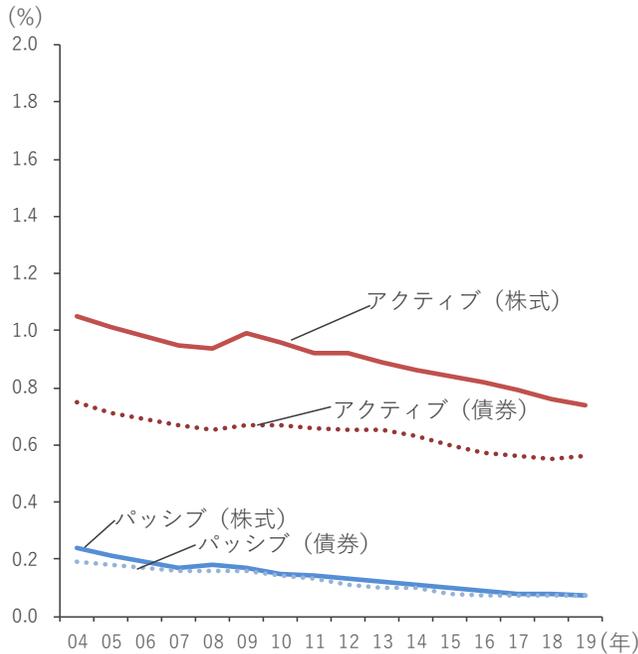
(注) 下線はパッシブ運用やETFに特に強みを持つ資産運用会社。
(出所) Willis Towers Watson

(注) 下線はパッシブ運用やETFに特に強みを持つ米国を本拠地とする資産運用会社。
(出所) Morningstar

I 現状 1. 資産運用業を取り巻く環境：(2) 厳しさを増す競争環境と海外資産運用会社の対応

- 米国では、パッシブの運用報酬の低下に連れてアクティブの運用報酬も低下。また、ファンド規模が大きくコストが低下していることから、信託報酬の絶対水準も低くなっている（図表A）。
- 市場の寡占化や手数料低下が進む中、アクティブ運用を主軸としてきた資産運用会社は、手数料収入の減少への対応を迫られており、大手の海外資産運用会社でも、規模を追求するための統合の動きが相次いでいる（図表B）。
- 厳しさを増す競争環境に対応するため、海外資産運用会社は、従来型のアクティブ運用にとどまらず、他社にはない自らの強みを顧客の目線に立って見極め、戦略的に経営資源を投入することで、競争力強化を図っている。金融コングロマリットの一部では、銀行の自己資本規制の強化等も、資産運用ビジネス強化の契機となっている（図表C）。

A. 米国ミューチュアルファンドの信託報酬の推移



(注) 各ファンドの信託報酬を純資産額で加重平均すること
で算出。

(出所) Investment Company Institute

B. 海外資産運用会社の主な統合事例

時期	会社名	(億米ドル) 純資産残高
2016年10月	米 ジャナス	1,890
	英 ヘンダーソン	1,360
2016年12月	仏 アムンディ	9,850
	伊 パイオニア	2,430
2017年3月	英 スタンダード・ライフ	3,430
	英 アバディーン	3,460
2018年10月	米 インベスコ	9,370
	米 オッペンハイマー	2,460
2020年2月	米 フランクリン・リソーシズ	6,490
	米 レッグメイソン	7,270

(注) 純資産残高は、統合を発表した年の前年末の数値。
(出所) AUMの数値は、オッペンハイマーとインベスコ
の統合はプレスリリース。その他はWillis Towers
Watson。

C. 海外資産運用会社の主な戦略の例

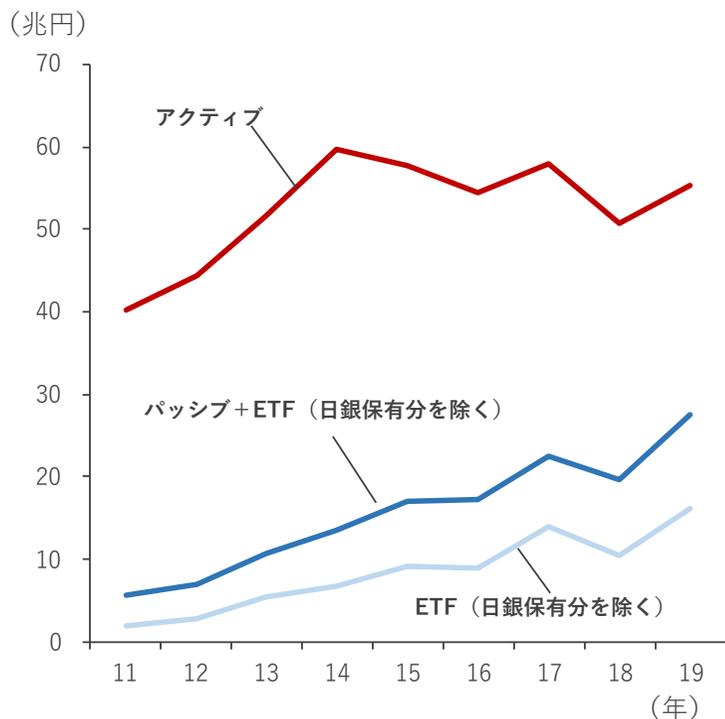
- ✓ よりアクティブ度の高い戦略の追求
- ✓ ESGを重視した運用やエンゲージメントの強化
- ✓ オルタナティブ投資（プライベート・エクイティ、プライベート・デット、インフラ、不動産、農園等）への注力
- ✓ ビッグデータ・オルタナティブデータ分析や機械学習等、テクノロジーの活用
- ✓ パフォーマンス連動型手数料の導入
- ✓ 顧客ポートフォリオの構築・管理を総合的に
行うソリューションビジネスの強化（アウト
ソースCIO等）
- ✓ 高度な運用・リスク管理システムの他社への
販売
- ✓ 管理資産の拡大による資産管理関連収益の獲得

(出所) 各社からのヒアリングに基づき、金融庁作成。

I 現状 1. 資産運用業を取り巻く環境：(3)日本の資産運用業の状況

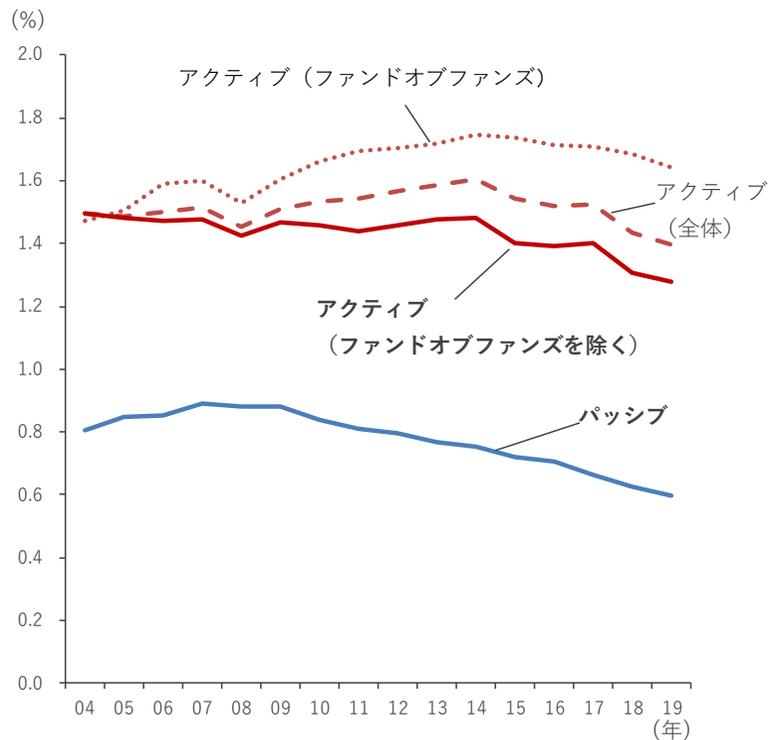
- 日本でも、米国ほど極端な資金流入は起きていないものの、パッシブ投信やETFの残高・割合は増加傾向（図表A）。
- この間、パッシブ投信の信託報酬も低下が進行。アクティブの信託報酬も足許では低下傾向にあるが、海外物を中心とするファンドオブファンズ投信の増加等により、低下は緩やかとなっている（図表B）。
- 国際的な競争環境が厳しさを増す中で、日本の資産運用会社も厳しい競争にさらされつつある。

A. 公募投信の運用手法別の残高推移



(注) 公募型の株式投信が対象。日銀保有分は時価ベースで算出。
(出所) 投資信託協会、日本銀行

B. 公募投信の運用手法別の信託報酬の推移

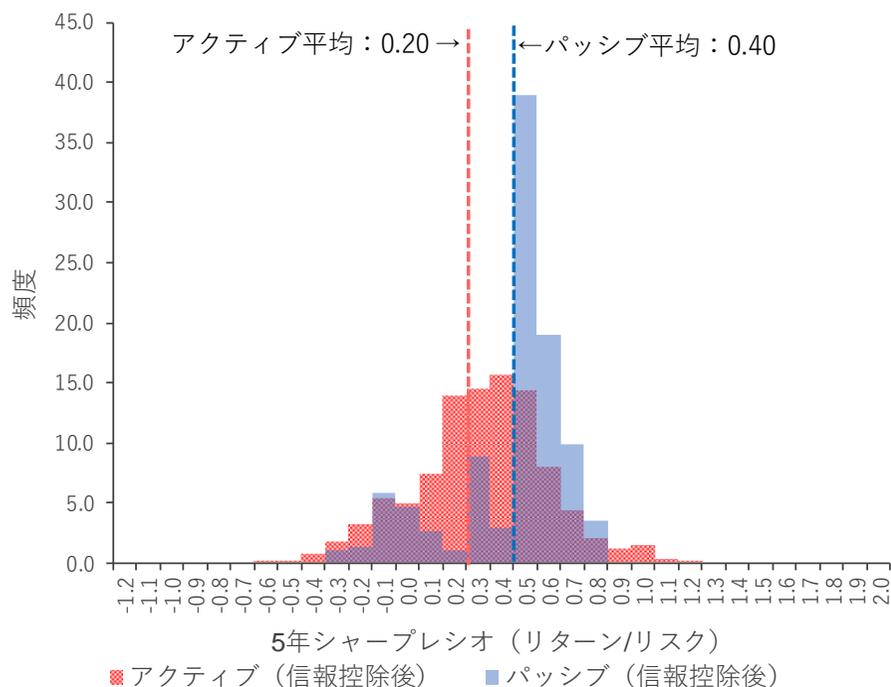


(注) 各ファンドの信託報酬を純資産額で加重平均することで算出。
(出所) QUICK

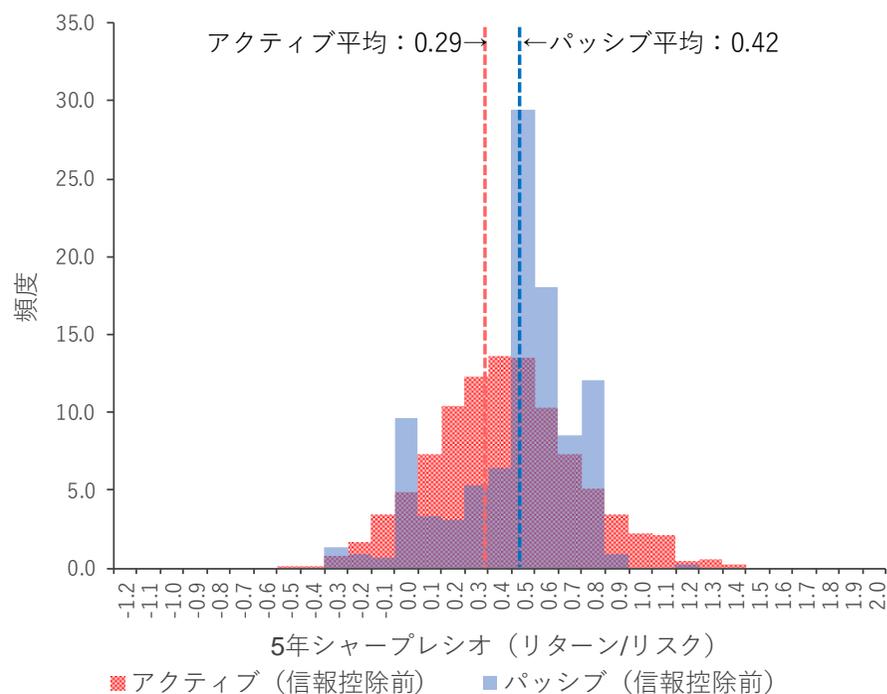
I 現状 2. 日本の公募投信の状況：(1) アクティブ投信のパフォーマンス上の課題

- 資産運用会社が提供する商品のうち、国民の資産形成において重要な商品の一つである公募投信について、全ファンドベースで過去5年間のパフォーマンスをみると、アクティブ投信の信託報酬控除後シャープレシオ（平均0.20）は、パッシブ投信（平均0.40）を下回る（図表A）。
- 信託報酬控除前のシャープレシオをみても、アクティブ投信（平均0.29）は、総じてパッシブ投信（平均0.42）を下回る。日本のアクティブ投信は、市場平均を上回る超過収益を上げるという目標を達成できていないものが多い（図表B）。
- 但し、過去5年間のパフォーマンス上位の公募投信は、独立系の資産運用会社が運用しているアクティブ投信となっているほか、大手資産運用会社が提供するアクティブ投信の中にも、中長期に良好なパフォーマンスを実現している例が見られる。

A. 信託報酬控除後のシャープレシオ



B. 信託報酬控除前のシャープレシオ



(注) 19年12月末時点の国内公募投信が対象 (ETF等を除く)。標準偏差の3σ以上は除外の上、各ファンドの5年シャープレシオを加重平均して算出。

投資信託協会の商品区分の「インデックス型」を「パッシブ」としている。信託報酬は、19年12月末時点の金額を使用。

(出所) QUICK

I 現状 2. 日本の公募投信の状況：(2) 米国投信とのパフォーマンス比較 ①全体

- 日本と米国の公募投信について、市場環境や運用規模等が異なるため、単純比較することはできないものの、過去5年平均のシャープレシオや累積リターンからは、米国投信のパフォーマンスの絶対水準の高さがみてとれる。
- 日米両国とも、過去5年平均のシャープレシオや累積リターンは、全ての分類においてアクティブがパッシブを下回っている。もっとも、両者の差は、米国に比べ日本の方が大きい。
- 日本の公募投信については、資産分類別に過去5年平均のシャープレシオや累積リターンをみると、国内株式のアクティブについては、比較的パッシブに近いパフォーマンスとなっているが、先進国株式やグローバル株式については、パッシブとの差が大きい。

A. 日本籍公募投信のパフォーマンス

分類	5年シャープレシオ平均	5年累積リターン平均 (%)	エクスペンスレシオ平均 (%)	ファンド数	期初純資産額 (億円)
全ファンド (パッシブ)	0.40	22.60	0.44	450	66,366
全ファンド (アクティブ)	0.20	9.70	1.49	3,029	555,260
国内株式 (パッシブ)	0.50	40.00	0.49	131	20,670
国内株式 (アクティブ)	0.40	30.90	1.57	526	60,686
先進国株式 (パッシブ)	0.47	37.00	0.38	63	7,747
先進国株式 (アクティブ)	0.23	12.00	1.79	415	76,969
新興国株式 (パッシブ)	0.24	15.20	0.54	22	751
新興国株式 (アクティブ)	0.20	12.80	1.96	220	24,766
グローバル株式 (パッシブ)	0.44	32.60	0.26	2	47
グローバル株式 (アクティブ)	0.17	8.20	1.78	34	12,014

(参考) インフレ率5年平均 日本0.52% 米国1.55%

(注) 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等を除く)。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。エクスペンスレシオは、投信の資産残高に占める運用報酬その他経費の比率を示す。日本のエクスペンスレシオは実質信託報酬、米国のエクスペンスレシオは実質信託報酬に加え監査費用、バックオフィス業務を担うトランスファー・エージェントへの費用を含む。各ファンドのエクスペンスレシオを残高加重平均して算出。日本の外国株式のファンドについては、円建てであるため、為替ヘッジの有無はあるものの全体として為替変動の影響を受ける傾向にある点に留意。

(出所) QUICK、モーニングスター

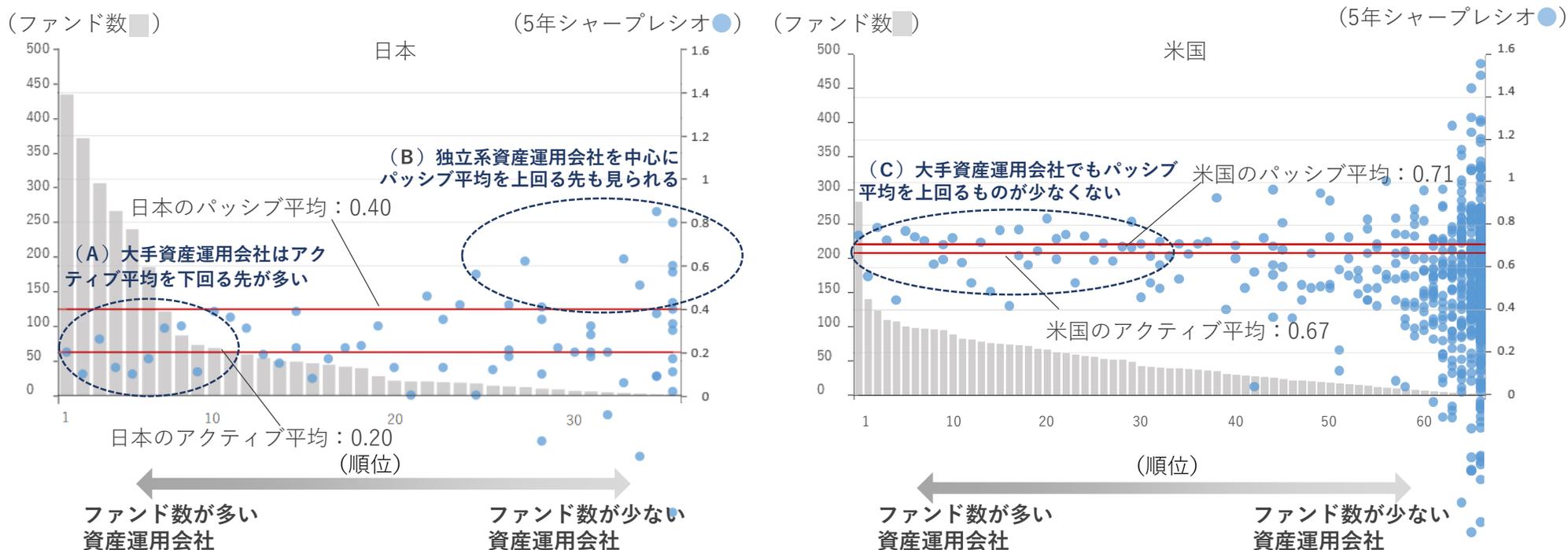
B. 米国籍ミューチュアルファンドのパフォーマンス

分類	5年シャープレシオ平均	5年累積リターン平均 (%)	エクスペンスレシオ平均 (%)	ファンド数	期初純資産額 (百万ドル)
全ファンド (パッシブ)	0.71	53.13	0.18	318	2,191,439
全ファンド (アクティブ)	0.67	40.63	0.70	5,690	10,842,714
株式 (パッシブ)	0.73	60.97	0.18	202	1,803,657
株式 (アクティブ)	0.64	54.54	0.82	2,804	5,662,731

Ⅰ 現状 2. 日本の公募投信の状況：(2) 米国投信とのパフォーマンス比較 ②運用ファンド数別

- 日米のアクティブ公募投信のパフォーマンス（5年シャープレシオ）を、資産運用会社の運用ファンド数（本数）別に比較してみると、日本では運用本数の多い大手の資産運用会社で、パッシブ平均（0.40）のみならず、アクティブ平均（0.20）をも下回る先が多い（A）。日本でも、パッシブ平均（0.40）を上回るパフォーマンスを上げている先が見られるが、運用本数の少ない独立系資産運用会社を中心となっている（B）。
- 米国では、運用本数の多い大手先でもパッシブ平均（0.71）を上回るものが少なくない（C）。
- 日本のアクティブ公募投信の平均パフォーマンスが低い理由としては、後述するように、パフォーマンスが低くなりがちな少額投信が多いことが一因となっている。

日米資産運用会社が運用するアクティブファンドの数とパフォーマンス（左からファンド数の多い順）



(注) 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等を除く）。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

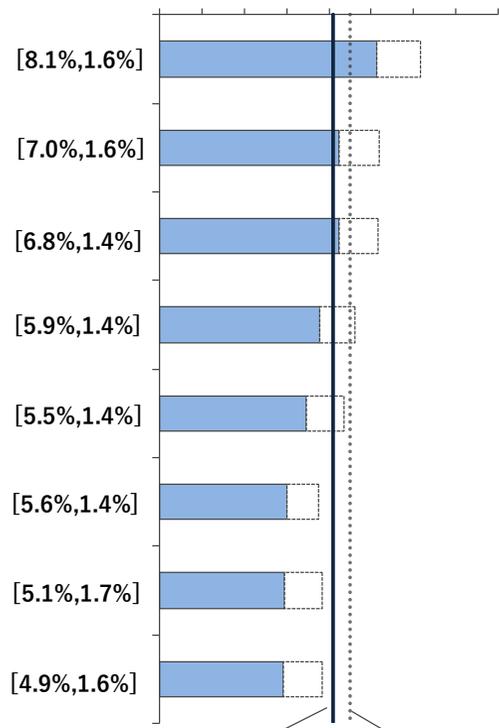
I 現状 2. 日本の公募投信の状況：(3) 国内大手資産運用会社のパフォーマンス ①国内資産

- 国内大手資産運用会社8社のアクティブ投信の過去5年間のパフォーマンス（シャープレシオ）を資産分類別にみると、**国内株式**は、信託報酬控除後ベースでパッシブと概ね同等（図表A）。
 - 国内債券**は、パッシブ対比信託報酬が高いため、信託報酬控除後のパフォーマンスで概ねパッシブを下回る（図表B）。
- ※ 国内債券は、株式型と比べ相対的にリスクが低く、実質信託報酬を加味するとシャープレシオが大きく出やすい点に留意。

A. 国内株式

[年率リターン, 実質信託報酬] 5年シャープレシオ

0 0.1 0.2 0.3 0.4 0.5 0.6 0.7 0.8

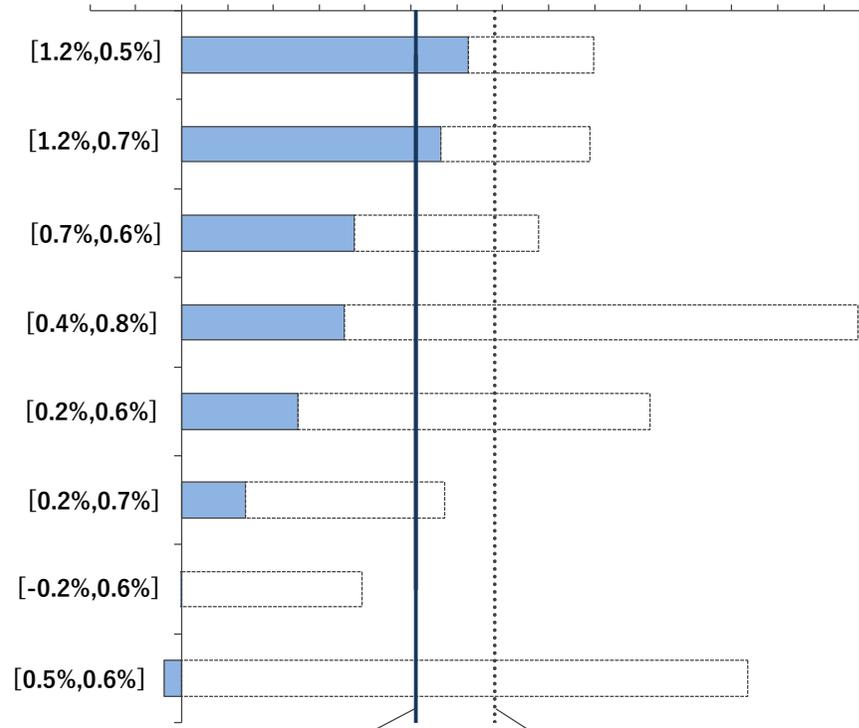


パッシブ平均 (信託報酬控除後) パッシブ平均 (信託報酬控除前)

B. 国内債券

[年率リターン, 実質信託報酬] 5年シャープレシオ

-0.2 -0.1 0 0.1 0.2 0.3 0.4 0.5 0.6 0.7 0.8 0.9 1 1.1 1.2 1.3 1.4 1.5



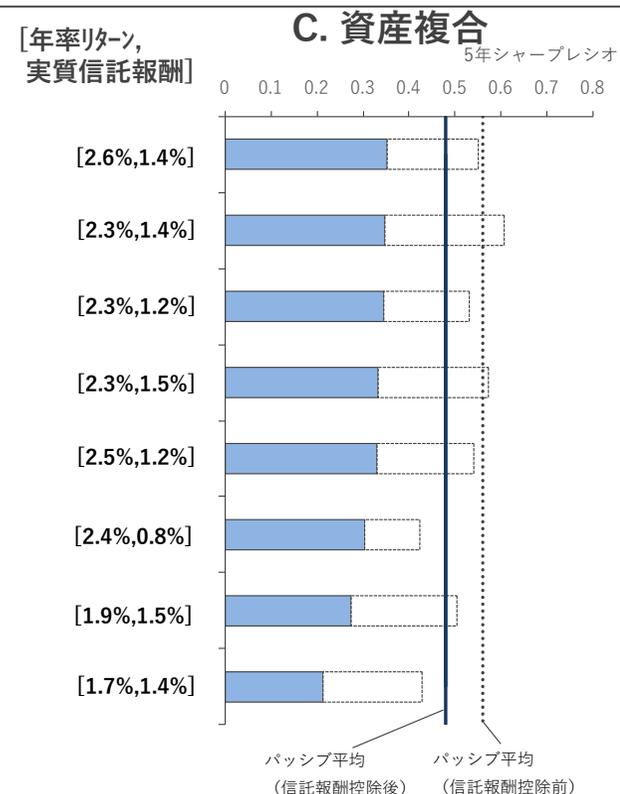
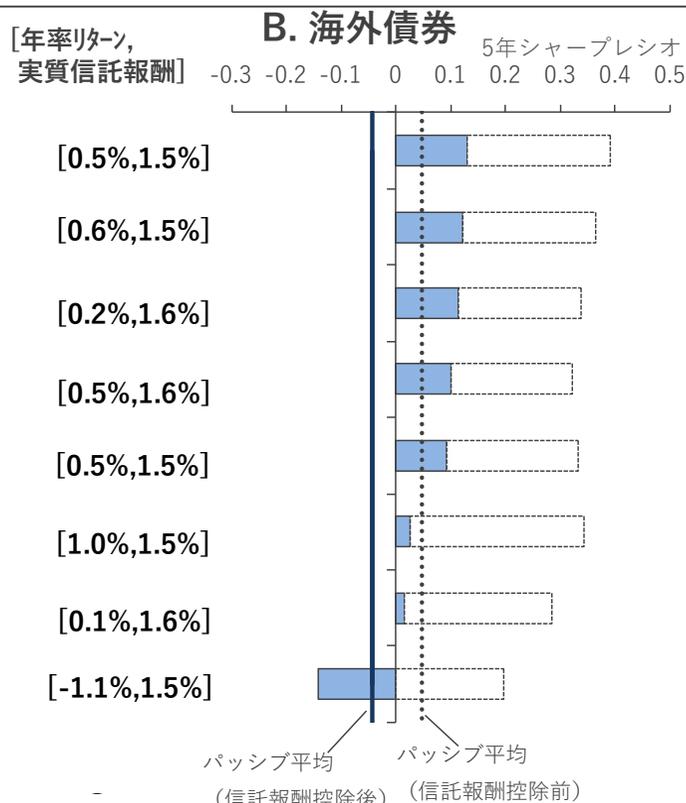
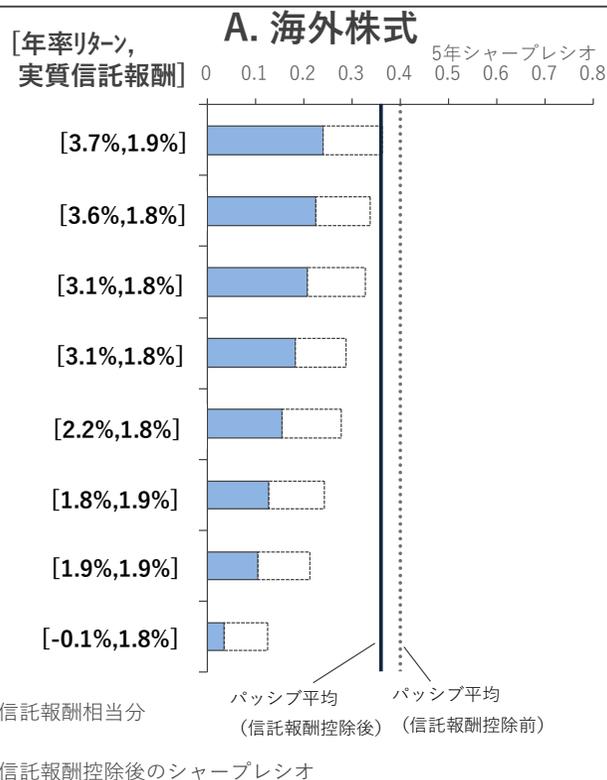
パッシブ平均 (信託報酬控除後) パッシブ平均 (信託報酬控除前)

(注) 19年12月末時点の国内公募投信が対象 (ETF等を除く)。個社毎に、各ファンドの5年シャープレシオを単純平均することで算出。アセットクラスは投資信託協会の商品区分による。投資信託協会の商品区分の「インデックス型」を「パッシブ」としている。信託報酬は、19年12月末時点の金額を使用。信託報酬控除前のシャープレシオは、年率リターンに実質信託報酬を差し、リスク (標準偏差) で割ることによって算出した概算値。リスクは信託報酬控除前ではなく、控除後のリターンを基にして計算した年率値である点に留意。

(出所) QUICK

Ⅰ 現状 2. 日本の公募投信の状況：(3) 国内大手資産運用会社のパフォーマンス ② 海外資産

- 海外株式や資産複合（海外資産を含むものが大半）のパフォーマンスは、信託報酬控除前からパッシブを下回る（図表A、C）。
 - 海外債券のパフォーマンスは、信託報酬控除前後ともパッシブ平均を概ね上回る（図表B）。
- ※ パッシブは、先進国債券（投資適格）に連動するものが多く、14年10月の日本の金融緩和を受け対先進国通貨で大幅な円安が進んだ結果、期初の基準価額が高まり低調であった一方、アクティブは新興国債券や先進国債券（非投資適格）に投資するものが多く、比較的堅調であった点に留意。
- 資産運用会社からは、信託報酬の水準に見合うだけの十分なパフォーマンスを確保するための自社運用力や、運用の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。

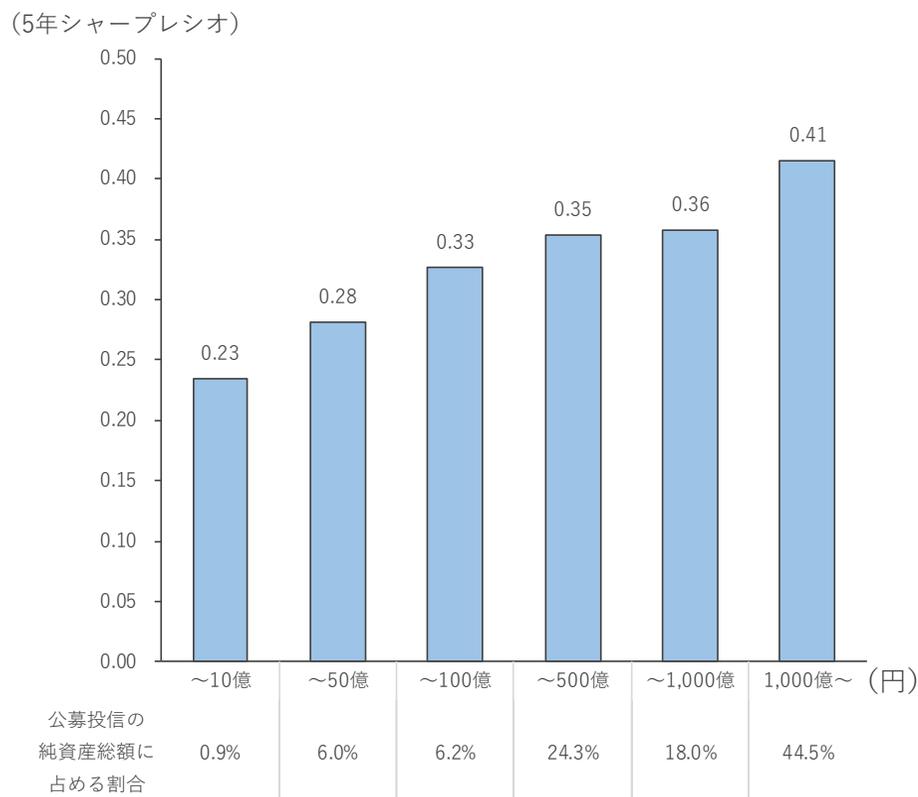


(注) 19年12月末時点の国内公募投信が対象 (ETF等を除く)。個社毎に、各ファンドの5年シャープレシオを単純平均することで算出。アセットクラスは投資信託協会の商品区分による。投資信託協会の商品区分の「インデックス型」を「パッシブ」としている。信託報酬は、19年12月末時点の金額を使用。信託報酬控除前のシャープレシオは、年率リターンに実質信託報酬を差し、リスク (標準偏差) で割ることによって算出した概算値。リスクは信託報酬控除前ではなく、控除後のリターンを基にして計算した年率値である点に留意。

I 現状 2. 日本の公募投信の状況：(4) 少額投信の乱立 ①顧客利益への影響

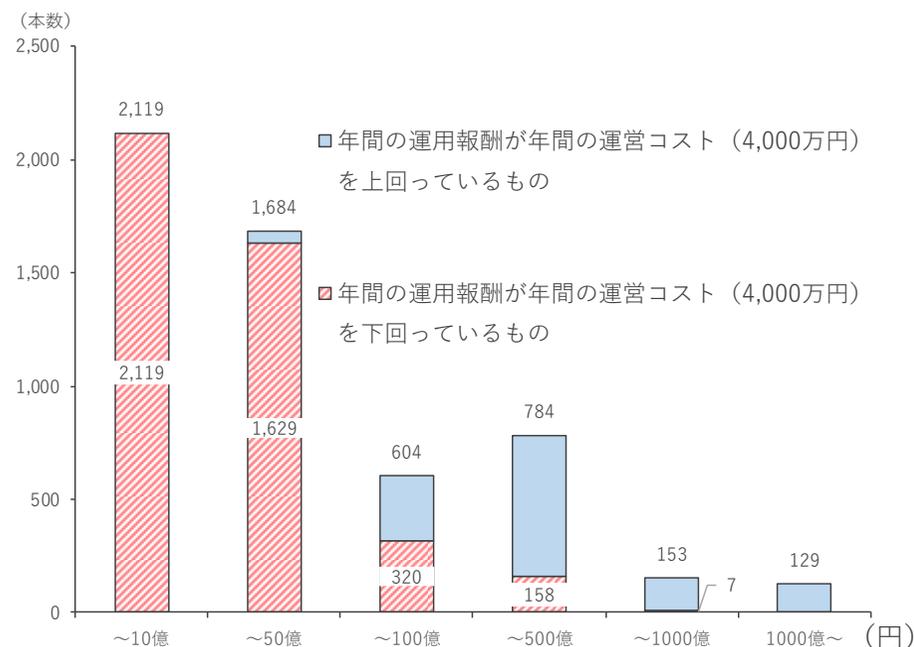
- 資産規模別の5年シャープレシオをみると、運用規模とシャープレシオは比例する傾向（図表A）。
- 日本では、純資産額50億円以下の少額投信の数が極めて多く、10億以下の投信も多数存在している。また、ファンド単位でみると、少額投信の大半が、運営コストを超えるだけの運用報酬を得られていない可能性がある。仮に超過費用が生じている場合には、究極的にはその資産運用会社の他のファンドの顧客がこれを負担していることとなる（図表B）。

A. 資産規模別のパフォーマンス



(注) 19年12月末時点の国内公募投信が対象（ETF等を除く）。各ファンドの5年シャープレシオを純資産額で加重平均して算出。
(出所) QUICK

B. 資産規模別の投信本数と採算性

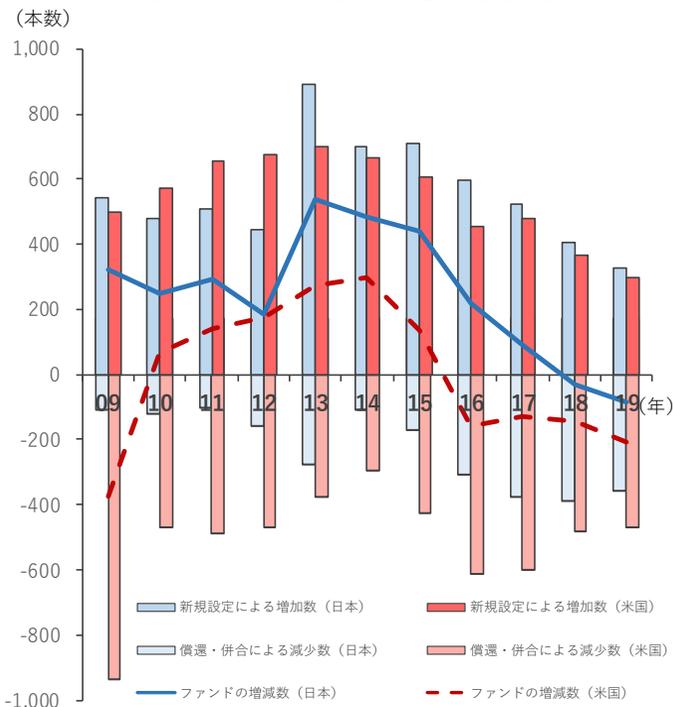


(注) 19年12月末時点の国内公募投信が対象（ETF等を除く）。「年間の運営コスト (4,000万円)」は、野村総研『資産運用会社のベンチマーキング調査』（2009年度）におけるファンド当たり年間運営費用の中央値（約4,240万円）を参考に設定。
(出所) QUICK、野村総研

I 現状 2. 日本の公募投信の状況：(4) 少額投信の乱立 ②ファンド数の日米比較

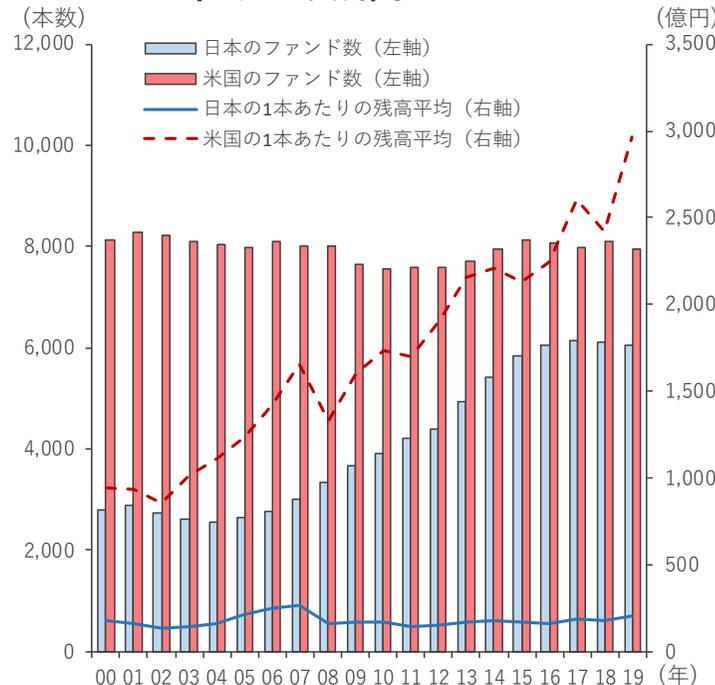
- 日本における新規ファンドの設定本数は、減少傾向にはあるものの、米国と比べても多い状況が継続（図表A）。既存ファンドの残高拡大より、手数料収入を獲得するための新規商品開発に注力してきたとの指摘もなされている。
- 足許減少に転じてはいるものの、日本のファンド数は極めて多い。また、米国のようなパッシブファンドの巨大化が進んでいないこともあり、ファンド1本当たりの純資産額は伸び悩んでいる（図表B）。
- ファンド数の多い資産運用会社では、運用している10億円未満の少額投信の数が多い（図表C）。
- 従来、日本では手続の負担等からファンドの償還・併合は十分に進んでこなかったが、本年5月には公募投信では初の併合が実施され、今後の広がり期待される。資産運用会社は販売会社とも協力し、コストに見合わない不採算ファンドや中長期にパフォーマンスが悪化している等、顧客利益に資さない少額投信について、積極的に償還・併合していく必要がある。

A. 日米のファンド設定・償還本数



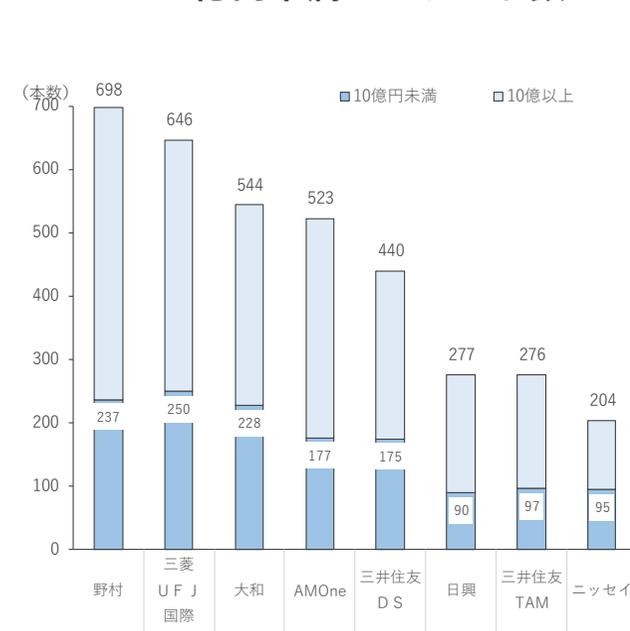
(注) 日本は公募投信、米国はミューチュアルファンドの数。
(出所) 投資信託協会、Investment Company Institute

B. 日米のファンド数の推移と1本あたり残高



(注) 日本は公募投信、米国はミューチュアルファンドの数。
(出所) 投資信託協会、Investment Company Institute

C. ファンド数の多い資産運用会社と10億円未満のファンド数

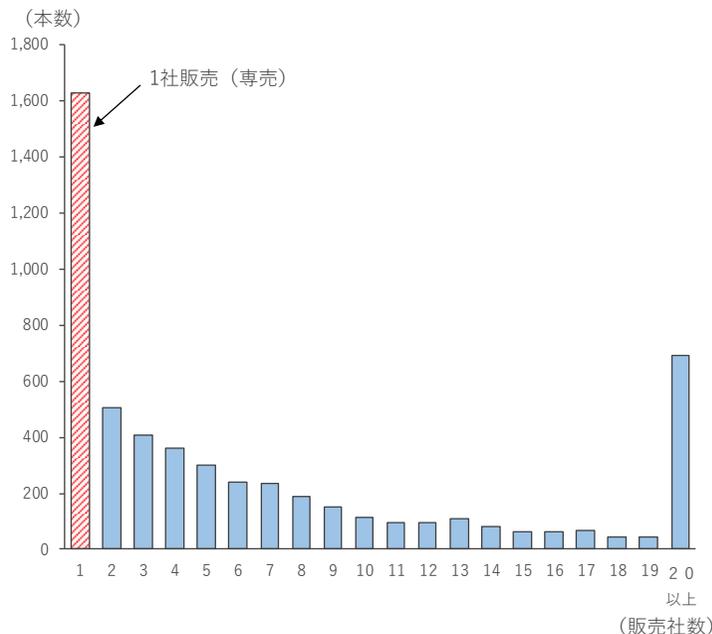


(注) 19年12月末時点の国内公募投信が対象（ETF等を除く）。
(出所) QUICK、投資顧問業協会

Ⅰ 現状 2. 日本の公募投信の状況：(4) 少額投信の乱立 ③専売慣行の運用規模への影響

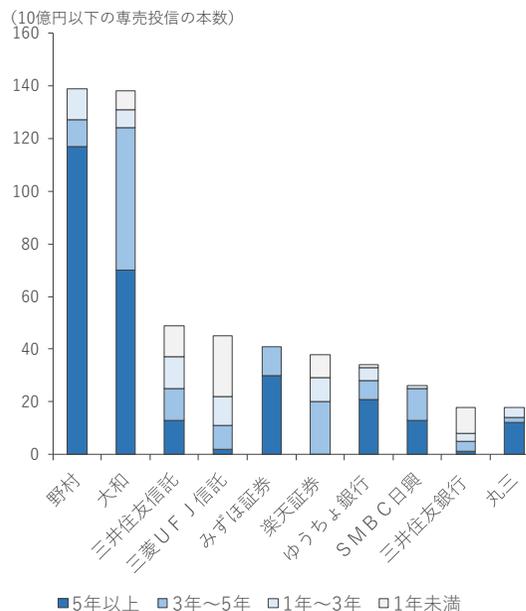
- 少額投信の乱立の一因として、新規商品の組成後の一定期間（半年～1年程度）、販売を1社のみに限る商慣行（専売）の影響が指摘されている。専売の投信は、全体の件数の約3割を占めている（図表A）。
- 専売の投信数が多い販売会社では、長期にわたって専売を継続している傾向がある（図表B）。
- 設定後2～5年経過しているファンドの3～4割程度が専売を継続しており、販路が広がらず小規模なままにとどまっている可能性もある（図表C）。販路が限定されている結果、パフォーマンスが良好であっても資金が十分に流入せず、効率的な運用に必要な運用規模（純資産額）を確保できていない投信が生じている（図表D）。
- 専売が行われる背景は様々であり、顧客利益に繋がる場合もありうる一方で、少額投信の原因にもなりうる。このため、資産運用会社が、販売会社とともに、販路の限定が顧客利益に資さない少額投信の発生・残存につながらないよう、中長期的に良好かつ持続可能な運用ができる商品組成や償還・併合に取り組んでいくことが必要である。

A. 投信の販売社数と本数



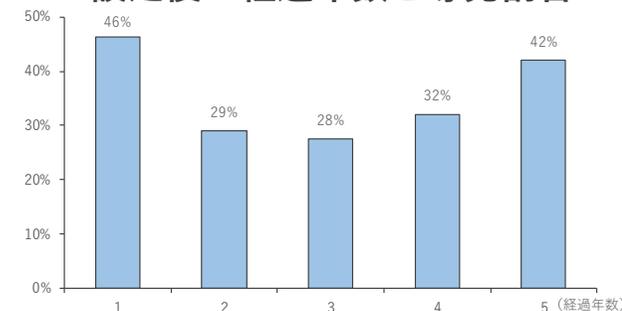
(注) 19年12月末時点の国内公募投信が対象 (ETF等を除く)。
(出所) QUICK

B. 10億円以下の専売投信が多い販売会社

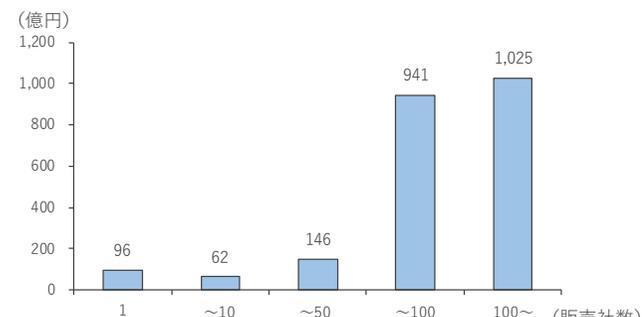


(注) 19年12月末時点の国内公募投信が対象 (ETF等を除く)。
(出所) QUICK

C. 設定後の経過年数と専売割合



D. 投信の販売社数と平均純資産額

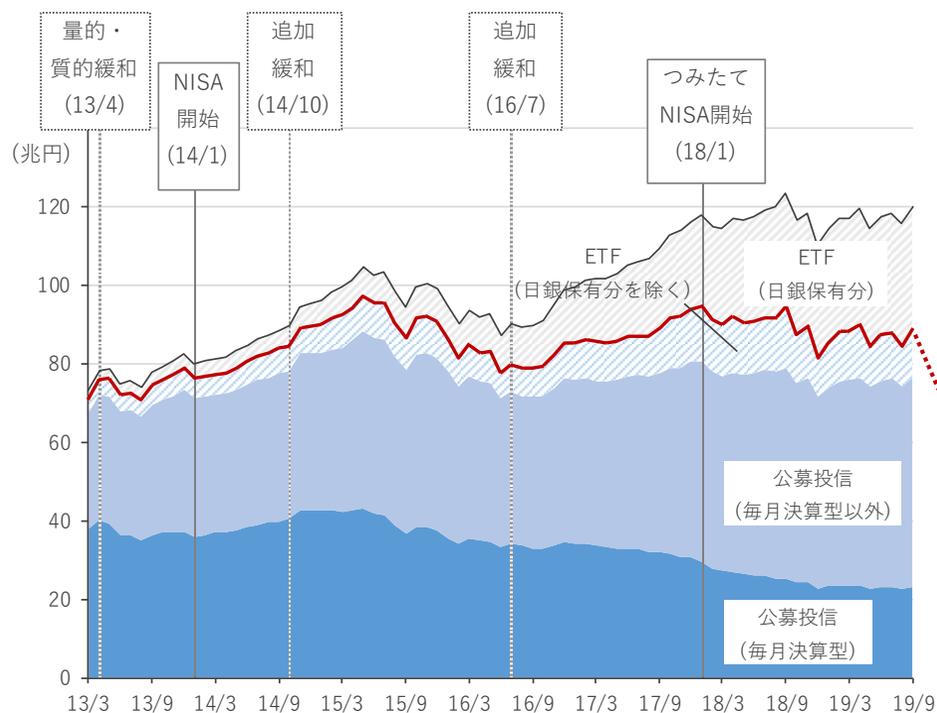


(注) 19年12月末時点国内公募投信が対象 (ETF等を除く)。
(出所) QUICK

I 現状 2. 日本の公募投信の状況：(5) 残高推移

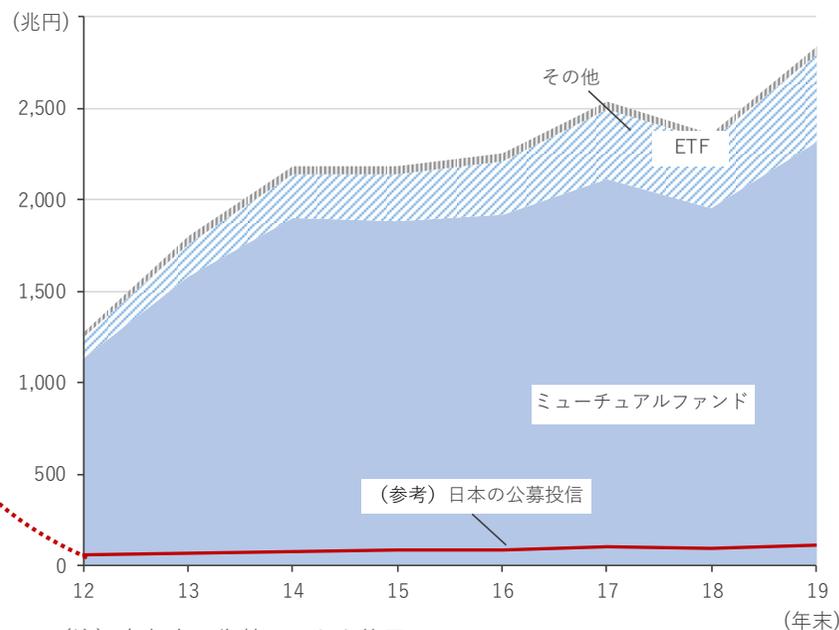
- 日本の公募投信市場の純資産残高の推移をみると、日銀によるETFの買入分を除けば、この間、株式市場が比較的堅調であったにもかかわらず、横ばいが継続（図表A）。
- 米国の投信市場の残高と比較すると、日銀によるETFの買入分を入れても20分の1以下の規模にとどまっている（図表B）。

A. 日本の公募投信市場の純資産残高推移



(注) ETF (日銀保有分) は日銀が保有するETFの保有額 (時価ベース、半期毎の集計)。
 (出所) 投資信託協会、日本銀行、金融庁

B. 米国公募投信市場の純資産残高推移



(注) 各年末の為替レートを使用。
 (出所) Invest Company Institute

II 主な課題 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の発揮

- 日本の資産運用会社が、厳しい競争にさらされつつある中、中長期的に良好かつ持続可能な運用成果を上げ、顧客の信頼・支持を獲得し、収益基盤を確立していくためには、顧客利益を最優先するガバナンスを確立し、長期視点での運用を重視した経営を行う体制を整備するとともに、目指す姿と自社の強みを明確化し、その実現に向けた具体的な取組みを推進することで、業務運営の改善（高度化）を図っていく必要がある。
- ガバナンスについては、日本の投資信託の大半が契約型であり、米国で主流のミューチュアルファンド（会社型）とは異なり、顧客のみに対してフィデューシャリー・デューティーを負って運用会社に対する牽制機能を果たす独立の主体が存在しない。そのため、まずもって、資産運用会社の取締役会が、顧客利益確保のため中心的な役割を果たす必要があると考えられる。また、資産運用会社が金融グループに属する場合には、当該資産運用会社の判断が親会社の利益に左右されるため、顧客利益を最優先するガバナンス体制の整備が一層強く要請される。
- 国内大手資産運用会社では、社外取締役等をメンバーに含む、ファンド運営に係る会議体の設置を進めており、ガバナンスの向上に向けた取組みが進みつつあるが、これらは米国のフィデューシャリー・デューティーのような法的義務を顧客に対して負っているわけではなく、権限も小さい。そのため、個別ファンドの収益性や費用水準等について、実効的な検証や管理を行うための牽制機能の発揮に課題がある。

	米国	英国	日本
主なファンドの形態	会社型	契約型/会社型	契約型
ガバナンスを担う主体	ファンドの取締役会 運用会社の取締役会	実質上、運用会社の取締役会	運用会社の取締役会
顧客（投資家）に対する義務	ファンドの取締役、運用会社は、信託義務（fiduciary duty）を負う	運用会社は、受益者の最善の利益（best interest）を追求する義務を負う	運用会社は、善管注意義務と忠実義務を負う（金商法42条）
独立/社外取締役の設置義務	<ul style="list-style-type: none"> ファンドの取締役会：過半数（SEC規則）の独立取締役 運用会社の取締役会：NYSE上場会社の場合、過半数の独立取締役 	運用会社の取締役会構成員の25%以上かつ最低2名の独立取締役	会社法上、一定の機関構成の場合にのみ社外取締役の設置義務 ※コーポレート・ガバナンスコード上、上場会社は2名以上の社外取締役の起用を求められる
主な資産運用会社の所有形態	創業家による持分保有、パートナーシップ制、株式上場、親会社による所有（但し、運用会社の独立性が強い）	創業家による持分保有、パートナーシップ制、株式上場	親会社による所有

【コラム①】英国における資産運用会社のガバナンスに係る政策対応

- 英国では、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、資産運用会社が顧客に対して提供する価値について従来十分に考慮せず、価値の低い商品が提供されてきたことで、投資家が不利益を受けてきたと指摘。
- こうした認識の下、FCAは、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「value for money」（手数料に見合った価値）の評価・開示を求めるなど、制度改革を含む一連の施策を実施。資産運用会社のガバナンスの改善を起点として、顧客利益の向上を図っている。

英国FCAによる主な施策 （契約型/会社型ファンドが対象）

- ✓ **資産運用会社の独立取締役の設置**〔2019年9月30日期限〕
：2名かつ取締役全体の25%以上
- ✓ **Value for moneyの評価プロセス**〔2019年9月30日～〕
：最低限以下の要素について年次で評価し、評価結果を投資家へ年次報告等で開示（良好なvalue for moneyを提供できていない場合は**是正措置**を実施）することを運用会社の各取締役に義務付け
 - ① サービスの幅と品質
 - ② ファンドの目的に照らしたパフォーマンス
 - ③ value for moneyの評価コスト
 - ④ 規模の経済
 - ⑤ 同等のファンド等の市場レート
 - ⑥ 同等の機関投資家向け商品等の運用報酬
 - ⑦ 運用報酬が割高なシェアクラスに投資家をとどめる理由
- ✓ **上級経営陣・重要役職員の適格性評価・認証制度**（SM&CR）を運用会社等に拡張〔2019年12月～〕
：value for money評価の実施義務をはじめとする**個人責任を強化**。上級経営陣については、当局が**適格性（fit and proper）**を判断の上、就任を承認。

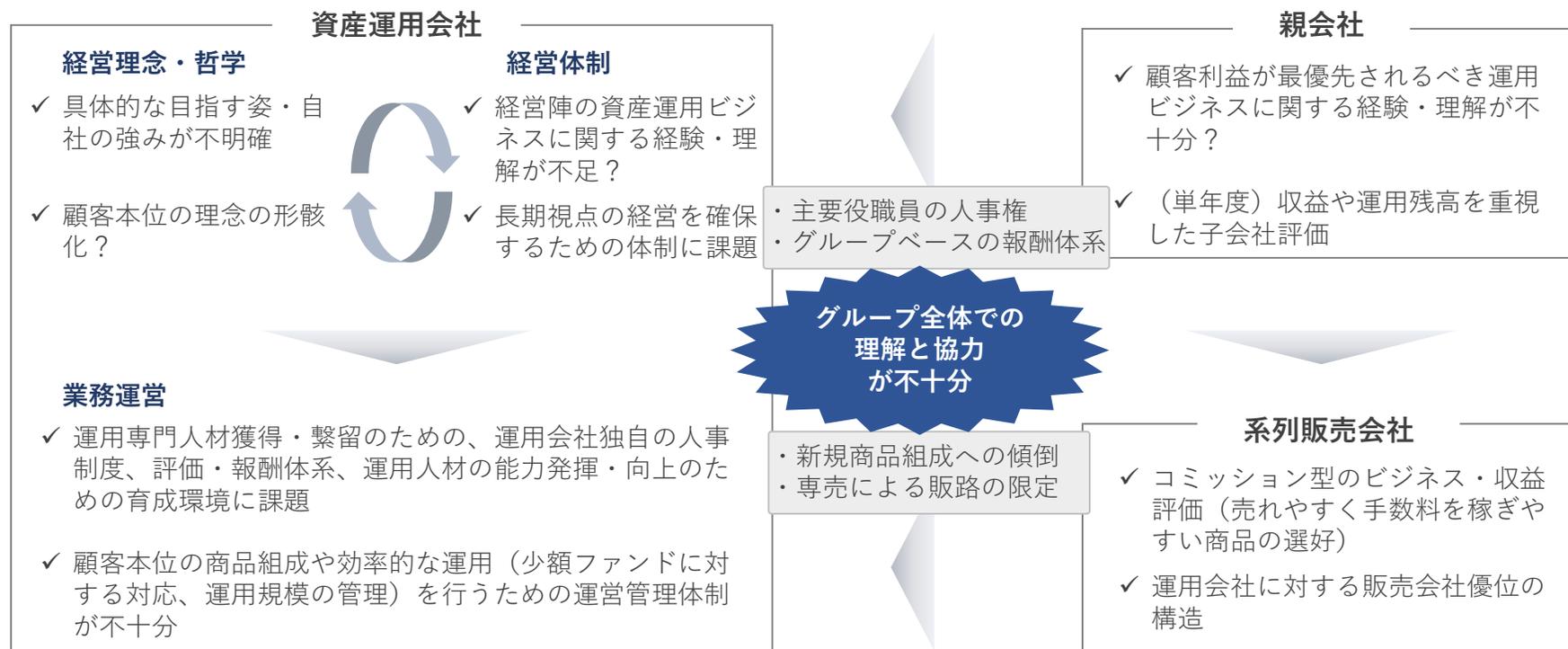
米国におけるファンドガバナンスの枠組み （会社型ファンドが対象）

- ✓ **ファンドの独立取締役の設置**
：原則40%以上（1940年投資会社法10条(a)）、SEC規則上は**50%以上**。 뮤チュアルファンド独立取締役の業界団体は75%以上を推奨。
- ✓ **運用契約の評価・承認プロセス**（1940年投資会社法15条(c)）
：ファンド取締役は、フィデューシャリーとして投資運用契約を**毎年評価・承認**する必要があり、その際、**独立取締役の過半数の承認**が必要。承認の基礎となった要素や評価結果は**年次報告書に記載**する必要。評価にあたっての考慮要素は以下の通り（手数料の過剰性が同法36条(b)の信託義務違反を構成するか否かの判断基準（1982年Gartenberg判決等））
 - ① サービスの性質・品質（パフォーマンス含む）
 - ② 投資運用者の収益性
 - ③ 規模の経済
 - ④ 同等ファンドの費用割合・手数料 等
- ➔ **SEC・投資家による民事訴訟の対象**となるほか、**SECによる検査・行政処分の対象**（なお、2019年11月公表のSECの検査指摘事項集（OIEC Risk Alert）では、①運用会社からの情報収集とその検討が不足、②承認の基礎となる議論が不十分、といった不備を適示し、改善を懇願）

2020年1月、FCAは資産運用会社のCEO宛にレターを発出し、**2020年上半期にガバナンスやvalue for moneyの評価プロセスの実効性等を確認**する旨表明。取締役会が、経営陣の提案に対し、コスト、手数料及び商品設計の点で**実質を伴った牽制を行っているか等**について、エビデンスを求めるとしている。

II 主な課題 1. ガバナンス：（2）運用ビジネスに対する親会社の理解と協力

- 日本の課題として、国内大手資産運用会社の多くが、販売会社の子会社として設立されたものが多く、金融グループ内において商品提供機能を担ってきた経緯等もあり、グループ親会社や販売会社からの独立性が不十分であることが指摘されている。資産運用会社の取締役会をみると、グループ親会社出身の人材が多くを占める傾向がある。
- また、親会社をはじめ金融グループ内において、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不足や、短期的な収益重視による顧客目線の欠如から、グループ全体の戦略の中で運用会社の目指すべき姿が定まらず、運用成果に対する意識も不十分であるとの指摘もなされている。
- 資産運用会社において、顧客利益を最優先するガバナンスの改善を図っていく上では、親会社においても、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である。



顧客に中長期的に良好な運用成果が十分に提供されず

II 主な課題 2. 経営体制：顧客利益を最優先し、長期運用の視点を重視する経営体制の整備①

- 資産運用会社が、顧客のために中長期的に良好かつ持続可能な運用を行っていく上では、適切な経営体制の下、長期視点での運用を重視した持続可能な経営を行っていくことが必要と考えられる。
- 海外の資産運用会社では、トップをはじめ経営陣が、運用（ビジネス）経験の豊富な人材で構成され、かつ、長期在任することで、長期視点の経営（運用）を実践している例や、金融グループ内における資産運用会社の経営陣の人事上の独立性を確保している例が認められた。
- 他方、国内大手資産運用会社では、問題意識を有し経営体制の改革に取り組んでいる先が認められる一方、「グループ内の人事ローテーション」を重視するあまり、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可能性や、短期の定期的な異動が行われている例もみられ、顧客利益を最優先し、運用重視・長期視点で経営を行う体制の構築には課題が認められた。

海外の資産運用会社の取り組み事例

- 資産運用ビジネスの経験豊富な経営陣が、20年以上等、長期に在任する事例
 - 創業32年のBlackRock（米国）では、創業者が会長として一貫したコーポレートカルチャーを維持
 - パートナー制による経営体制を敷くPICTET（スイス）ではパートナーの平均在任期間（現任を除く）は約21年と長期視点の経営を継続
 - T.Rowe Price（米国）の現社長は社歴が30年以上の長期にわたり、アナリスト及びファンドマネージャーとしてのキャリアを積んだ上で、本社役員としても10年以上在任
- 長期視点の経営（運用）の結果として、30年以上運用が継続され、かつ残高を拡大させているファンドの存在
 - Capital Group（米国）の「ニューパースペクティブ・ファンド（米国籍）」は1973年に設定（設定来47年）され、戦略全体の運用残高は約11兆円
 - T.Rowe Priceの「グロースストックファンド（米国籍）」は1950年に設定（設定来70年）され、戦略全体の運用残高は約10兆円
- コングロマリット系の資産運用会社においては、グループ内の親会社や他業部門（銀行や証券等）との間で、役職員の定期交流は行わないなど各部門の独立性を確保

II 主な課題 2. 経営体制：顧客利益を最優先し、長期運用の視点を重視する経営体制の整備②

モニタリングで認められた事例

- 金融グループにおいて運用高度化の取組みを強力に進めていくには、グループの資産運用ビジネスに対する理解・コミットメントと運用子会社の独立性の尊重が必要不可欠との強い問題意識を持ち、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運用会社の経営幹部に送り込み、資産運用ビジネス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んでいる例が見られた。
 - － 三井住友DSアセットマネジメントは、グループ外から資産運用業務の経験豊富な人材を招聘し、代表取締役社長兼CEOに選任。また、三井住友フィナンシャルグループにおいても、同様に、資産運用ビジネスを担当する役員にグループ外の経験豊富な人材を登用。
 - － 三菱UFJフィナンシャルグループは、三菱UFJ国際投信やMU投資顧問等の運用関連子会社を三菱UFJ信託銀行の完全子会社とした上で、同行を基軸にグループ全体の資産運用ビジネスを推進していくことを明確化し、独立性を重視。
 - － 日本生命グループでは、生命保険会社として蓄積された運用業務に係る様々なノウハウを運用子会社であるニッセイアセットマネジメントにおいて活用し、グループ一体で資産運用ビジネスを強化していく姿勢を共有。
- 一方、運用業務経験が豊富な内部人材を運用子会社のトップに据え、運用重視の経営を目指しているものの、親会社やグループ会社の影響力等から、運用会社としての独立性を確保し、長期視点のビジョンを掲げた経営を実現するまでには至っていないと思われる例も認められた。また、親会社主導で、運用業務の経験・知見が十分でない者を順送りで経営幹部に就けていると思われるなど、旧態依然な先も認められた。
- 大手資産運用会社では、各社とも社外取締役を選任しているが、運用ビジネス経験を有する独立社外取締役を選任している先は一部にとどまっていた。
 - － 日興アセットマネジメントでは取締役10名のうち過半以上となる7名の独立社外取締役を選任。また、独立社外取締役のうち4名は運用ビジネスに長年従事している人材を選任。

II 主な課題 3. 目指す姿・自社の強み：運用会社としての目指す姿・強みの明確化や、目指す姿の実現に向けた取組み①

- 資産運用会社が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持続可能な経営を行っていく上では、各資産運用会社が、目指す姿と自社の強みを明確化し、その実現に向けて、具体的な取組みを進めていくことが重要と考えられる。
- 海外の資産運用会社では、外部環境を踏まえて自社の強みを明確化し、目指す姿の実現に向けた具体的な戦略を立て、しっかりと実施している例が認められた。
- また、国内公募投信で過去5年間のパフォーマンス上位を占める運用会社には、目指す姿や強みが明確な独立系運用会社が多く含まれている。
- 他方、国内大手資産運用会社では、運用会社としての目指す姿や強みが必ずしも明確化されておらず、目指す姿の実現に向けた具体的な取組みが十分に描けていないと思われる先も認められた。

海外の資産運用会社の取組み事例

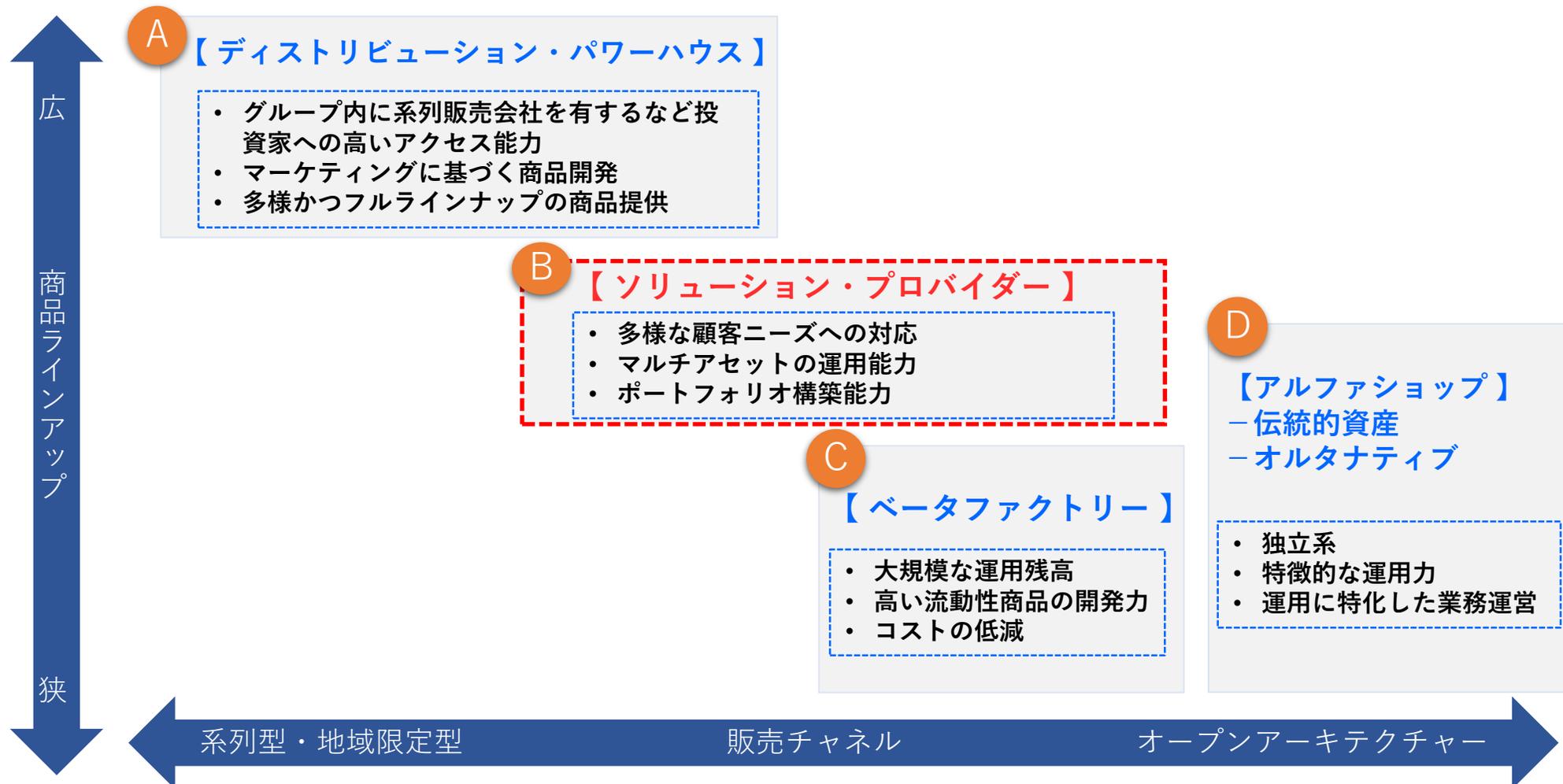
- 「超過利潤 (α) の創出」「顧客利益を最優先した長期運用」「顧客利益のためのコスト最小化」等の理念のもと、アクティブ運用に特化、オルタナティブ運用に注力、高度なリスクマネジメントによる安定運用等、理念を実現するための自社の強みを明確化。
 - 独立系のアクティブマネージャーであるCapital GroupやT.Rowe Priceでは、社内アナリストのリサーチに基づく長期投資で α （超過収益）の獲得を重視。
 - Nuveen（米国）では、アセットオーナーである親会社が望む長期目線での安定的な運用にも資するため、不動産、農地、森林、コモディティ等、伝統的資産以外での運用に注力し、その残高を運用資産比率の約25%にまで高めるなど自社の特徴のひとつとしてオルタナティブ運用を確立。
 - BlackRockでは、リスク管理を重視し、リスク分析を担当する部門にグローバルに約270名のリスク管理専門家を配置。また、自社開発のリスク管理プラットフォームを3000人以上でサポートし、各国拠点レベル及びグローバルで、運用リスク及び業務リスクに加え、地政学リスクやESGリスクも対象に一元的に統合的リスク管理を実施。
- 資産運用に特化した独立系運用会社として運用リターンの追及に専念する先、あるいは営業面も重視したトータルの金融サービスの提供を重視している先もあるが、いずれもビジネスモデルを明確化。

モニタリングで認められた事例

- これまで、グループ内に銀行や証券会社等を有する大手資産運用会社は、総合型運用会社としてグループ内外の販売機能と連携して、多種多様な商品組成に対応してきた経緯から、フルラインナップで商品を開発し、提供する傾向にあった。
- これら大手資産運用会社は、現時点では、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」を目指すとしている先が多かった。
- しかし、各社は、自社のこういった強みを活かしながら顧客の資産形成に貢献していくのか、より具体的な目指す姿が必ずしも明確になっているとは認められなかった。中には、目指す姿の実現に向け取り組むべき課題に関する議論が進んでいないと思われる先、そもそもグループとしてアセットマネジメントビジネスの目指す姿が定まっていないと思われる先もあった。
- 一部には、以下のような、自社の強みを確立していこうとする動きも見られ、今後こうした動きが他社との差別化に繋がっていくことが期待される。
 - ー 他社比で運用体制が先行する領域（オルタナティブ等）を強みとして活かそうとする先
 - ー 自社の海外運用拠点網を活用してグローバル運用を強化していこうとする先
 - ー 目指す姿を親会社・グループ全体で共有し、海外運用会社への出資等によりグループとしてグローバル運用体制を強化していこうとする先 等

【コラム②】現在の資産運用ビジネスの類型

- 国内大手資産運用会社では、従来のグループ販売会社を中心に販売を重視したビジネスモデル（A）から顧客の多様なニーズに対応するために必要な運用力や商品組成力を備えるソリューション・プロバイダー（B）を目指す動きが見られる。
- 各社は今後、自社の強みをどのように活かしながら顧客の資産形成に貢献していくのか、より明確化していくことが期待される。



II 主な課題 4. 業務運営体制：顧客利益を最優先しつつ目指す姿・強みを実現するための業務運営①

- 資産運用業を高度化していくためには、経営陣が、顧客利益を最優先しつつ、自社の理念・哲学や目指す姿・強みを、業務運営のレベルで徹底していくことが必要と考えられる。
- 海外の資産運用会社では、各社の目指す姿や強みはそれぞれであるが、それらを実現するための運用専門人材の確保・繋留のため人材採用・管理や評価・報酬体系について工夫を行っている例、テクノロジー導入を推進している例や運用規模の管理等のファンドの運営管理を徹底している例が認められた。
- 他方、国内大手資産運用会社では、業務運営体制の改善に向けた取組みが進められているものの、その進捗には大きな差があり、役職員の評価・報酬体系やファンドの組成・運営管理体制などについて更なる改善が期待される。また、顧客の利益の観点から、①運用力を強化し、②商品組成・提供にあたって、商品数をむやみに増やすことなく、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すること、③不採算ファンドや中長期にパフォーマンスが悪化しているような少額投信について積極的に償還・併合を進める等のファンド管理を徹底すること、などについても、具体的な対応を行うことが重要である。

海外の資産運用会社の取組み事例

- 運用プロダクトによって必要な専門性が異なることを踏まえ、運用部門による人材採用・管理を実施。企業カルチャーに合った必要な人材を必要なタイミングで採用し、育成（中途採用に加えて、新卒採用により時間をかけて運用人材を育成・定着させる取組みも推進）
- 運用者の評価・報酬制度について、運用残高の増減は考慮せず、中長期の運用実績により評価。1年～5年の運用実績で評価するとしている先が多いが、長期運用を前提として8年、10年といったより長期の実績を評価対象とする先も見られた。
- 報酬の一部を自ら運用するファンドや自社ファンドの買い付けに充て、数年後に支払う仕組みを取り入れることで、運用者と顧客の利益を連動。
- α （超過利益）の獲得を重視するアクティブ運用に際しては、リターン確保、既存の投資家保護を最優先に、主力ファンドであっても運用部門が主導して、厳格なキャパシティ・コントロール（既存の受益者の追加設定のみに対応するソフトクローズ、あるいは新たな追加設定を一切停止するハードクローズ）等の運用管理を徹底。
- 運用商品の充実、リスク管理を高度化させるため、積極的なIT・システム投資によりテクノロジーの導入を推進
 - Goldman Sachs Asset Management（米国）では、30年以上の歴史を持つクオンツ運用戦略でビッグデータやオルタナティブデータを積極活用。多数の陣容を擁しコンピューター・サイエンスの教育を受けた専門人材を継続採用、グループ全体の資源も活用し、収集した膨大なデータを毎日処理し、運用に活用。

モニタリングで認められた事例

<運用専門人材確保／評価・報酬制度>

- 運用専門人材の採用・育成について、大半の会社は、若手向けの育成プログラムの実施やキャリアパスの明確化など、運用専門人材育成に向けた部分的な取組みに止まっていた。一方で、一部の先では運用部門中心に採用・管理を行い、運用専門人材育成の観点から、専門分野を特定して新卒採用を行うコース別採用を導入し、一般的なジョブローテーションを行わないなど専門性向上のための体系的な方針を明確にしている例も認められた。
- 評価・報酬制度について、複数の先で運用会社独自の評価報酬制度（運用実績の定量評価を重視し、実績に応じた報酬の支払い／報酬の一部繰延べ等）を導入しようとする取組みもみられたが、現状では取組みの進捗に各社で大きな差が認められた（平均報酬額、実績に基づく加減率、運用実績評価の対象となる期間等）。
- 優秀な人材の定着策について、有識者からのヒアリングでは、「今の人事制度や評価・報酬制度を変革できなければ、優秀な運用専門人材が自社の将来に安心感を持たず、会社を離れるのは当然」との指摘も複数あった。今後は、各社において取組みの効果の検証等が進められ、グループ内での横並びの水準ではなく、優秀な人材の定着を促す報酬テーブルを策定するなど、運用会社独自の体系的な人事・評価・報酬制度が確立されることが期待される。

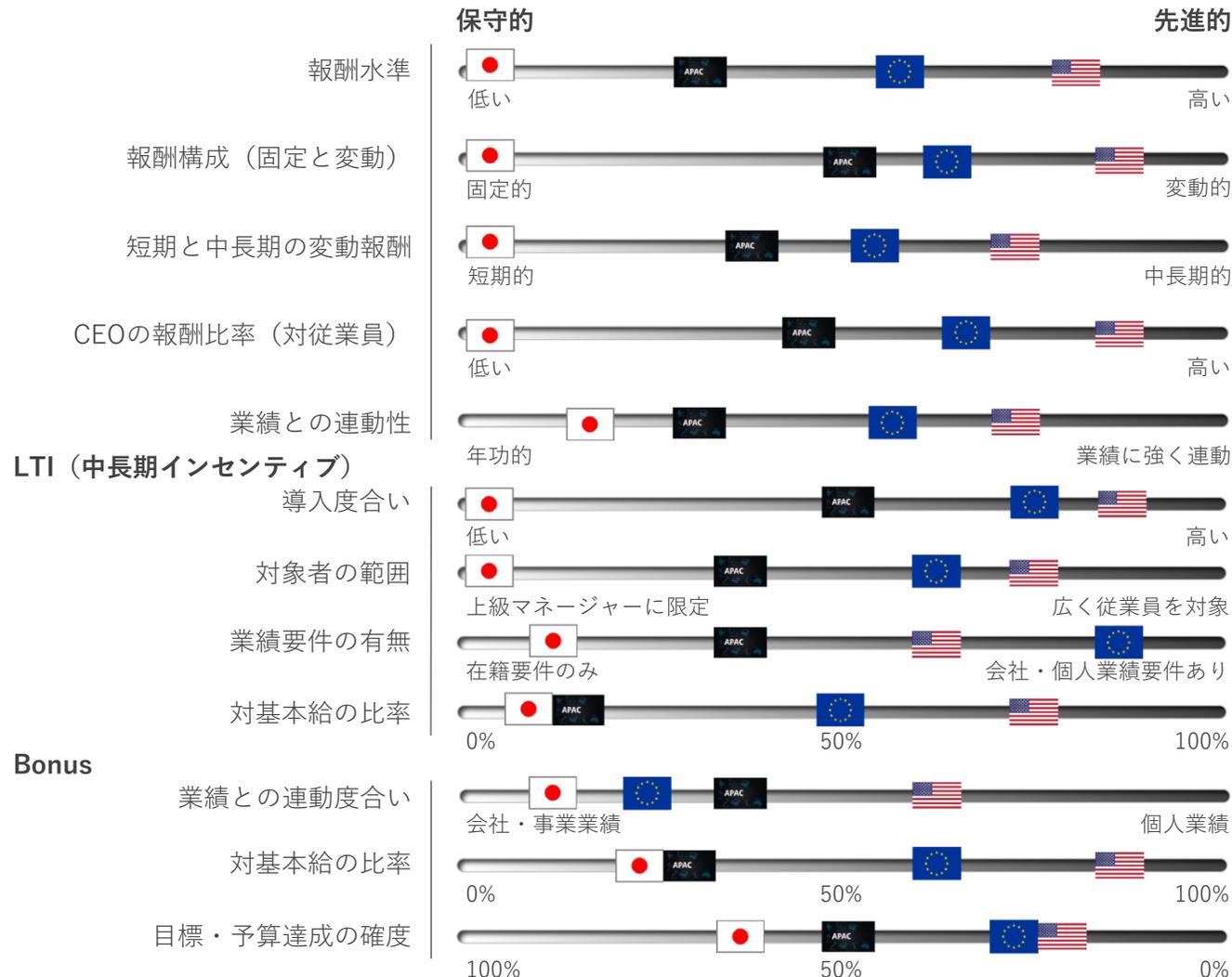
<ファンドの運営管理体制>

- パフォーマンス確保のためのキャパシティコントロールについて、設定上限を運用部門が主導し、体系的に管理している先は一部にあるが、その管理方法には差が認められた。
- 運用力強化に向けた取組みとして、運用力を示す自主的なKPIの公表や、パフォーマンス確保の観点から内部KPIを設定し、経営層を含めて検証する取組みが認められた。また、自社の運用力強化や運用の外部委託先の目利き力を向上させるため、海外拠点を拡充、強化する等の動きが認められた。

【コラム③】資産運用会社の役職員の報酬体系の国際比較

GPIFの委託調査では、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旨が指摘されている。

※ 目標とする範囲内で長期的に再現性のあるリターンを上げていく上では、動機付けが過剰とならないようにする工夫も必要。



(注) GPIFの運用受託機関に対する質問票・ヒアリング調査等に基づく。「APAC」はアジア太平洋地域。

(出所) 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』(マーサー・ジャパン、2019年3月)

【コラム④】 EU・MiFID II におけるプロダクトガバナンス規制の概要

- EUでは、第二次金融商品市場指令（MiFID II）において、資産運用会社（商品組成者）と販売会社の相互連携により、顧客に適合した金融商品の提供を確保するための仕組み（プロダクトガバナンス規制）が導入されている。
- 資産運用会社には、金融商品の組成において、販売対象とする顧客層を特定し、販売後も当該商品が販売対象として特定された投資家層に適合するかを定期的に検証（定期レビュー）するため、販売会社をモニタリングすることなどが求められている。資産運用会社の取締役会が、こうしたプロダクトガバナンスのプロセスを監督する責務を負う。
- 販売会社にも、取締役会の監督の下、金融商品が対象とされた投資家層に適合している否かを販売時及び販売後定期的に検証するとともに、資産運用会社に対し、定期レビューに必要な情報を提供すること等が求められている。

資産運用会社（商品組成者）の主な義務

<コンプライアンス部門がモニタリングし、取締役会が監督>

商品組成・販売におけるガバナンス

事前対応

- 商品に適合した潜在的な市場を、顧客の類型、知識と経験、資産状況、リスク許容度、目的とニーズの観点から、特定（商品に適合しない投資家層も特定）
- 商品を組成することで投資家の不利益となるような利益相反が生じないかを分析
- 商品が市場に対して悪影響を与えることがないかを検討
- 市場環境が悪化した場合等のシナリオ分析を実施
- 対象となる投資家のニーズ、目的、特徴との関係で、商品の費用体系やその開示が適切かを検討

定期レビュー

販売会社から得た情報をもとに、組成した商品が対象となる市場のニーズ、特性、目的に沿うかを定期的に検証
→ 当初想定していなかった事象が発生した場合には、販売会社へ関連情報の提供、商品の承認プロセスの変更、商品の追加発行の停止、商品の不公平な条件の見直し、販売チャネルの見直し、販売プロセスに関する販売会社との協議、販売会社との関係解消、当局報告を検討

資産運用会社と販売会社間の情報連携

商品に関する情報（適切な販売チャネルの情報、商品承認プロセス、対象となる市場の分析結果を含む）を販売会社に提供

販売会社の主な義務

<コンプライアンス部門がモニタリングし、取締役会が監督>

事前対応

資産運用会社から得た情報をもとに、ニーズ、特性、目的の面で商品に適合した実際の投資家層を特定（適合しない投資家層がないかも特定）し、それに合わせた販売戦略を立案。

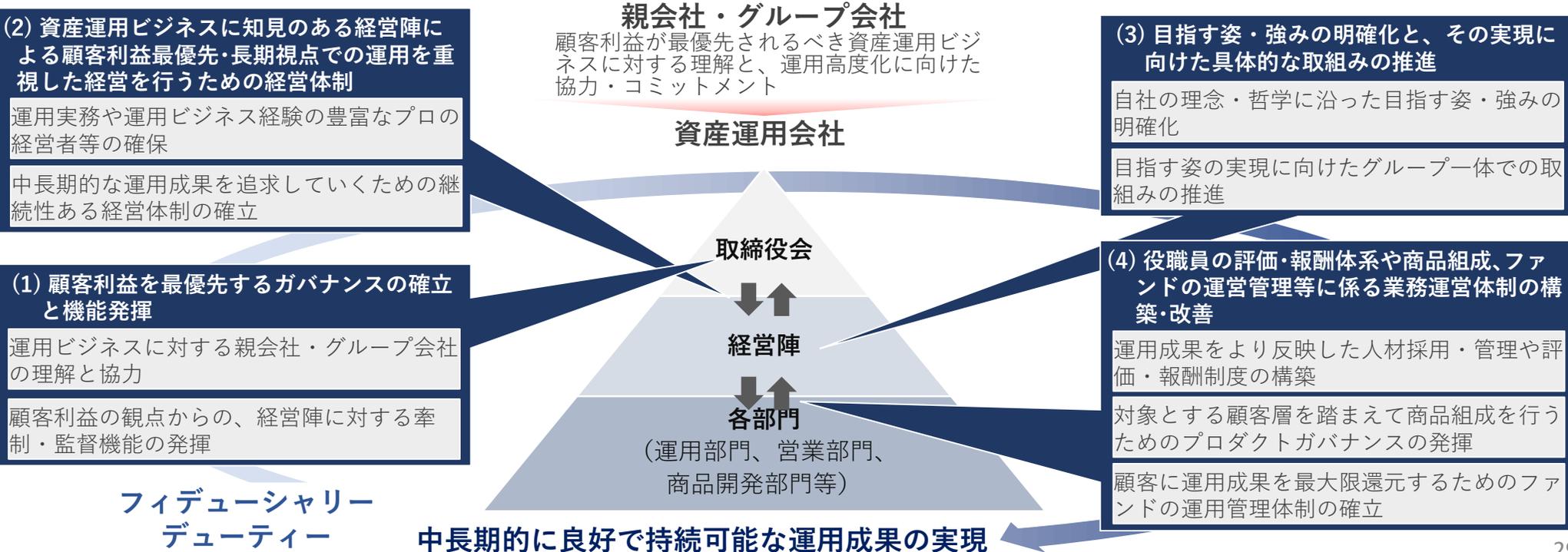
定期レビュー

推奨・販売した商品が対象となる市場のニーズ、特性、目的に沿うかを定期的に検証
→ 当初想定していなかった事象により、商品が対象となる市場に適しなくなった場合は、対象となる市場の再考等を実施

資産運用会社での定期レビューに必要な情報を、資産運用会社に提供

III 対応の方向性 1.資産運用会社が中長期的に良好で持続可能な運用成果を実現していくための取組みの後押し

- 国内資産運用会社、及び資産運用会社がグループに属する場合にはその親会社とも、各社が創意工夫を図りながら以下の取組みを一層進めていけるよう、経営陣を含め対話を継続的に行っていく。
 - (1) 顧客利益を最優先するガバナンスの確立と機能発揮
 - (2) 資産運用ビジネスに知見のある経営陣による顧客利益最優先・長期視点での運用を重視した経営を行うための経営体制
 - (3) 目指す姿・強みの明確化と、その実現に向けた具体的な取組みの推進
 - (4) 役職員の評価・報酬制度や商品組成を含むプロダクトガバナンス、ファンドの運営管理等に係る業務運営体制の構築・改善
- 以上の取組みを一層進めることにより、①運用力を強化し、②商品組成・提供にあたって、商品数をむやみに増やすことなく、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する、③不採算ファンドや中長期にパフォーマンスが悪化しているような少額投信について積極的に償還・併合を進めるなどのファンド管理を徹底すること、などを実現しつつ、顧客本位の商品を提供し、中長期的に良好かつ持続可能な運用成果を上げ、顧客の支持・信頼を獲得して、収益基盤を強固にしていくことが必要。
- また、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等の特徴ある資産運用会社との間で、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。



III 対応の方向性 2. 資産運用業高度化に向けたその他の施策

- 本稿は、主に個人投資家向けの公募投信の現状という一部の側面から整理したものであるが、機関投資家向けの私募投信や投資一任運用も含めた資産運用業全体について、高度化を図っていく必要がある。
- また、資産運用業の高度化に向けては、資産運用業者間の適切な競争を促していくことも重要であり、公募投信のパフォーマンスの「見える化」や、新規参入の促進策について、取組みを推進していく必要がある。
- 金融庁では、新型コロナウイルス感染症の流行が今後の金融市場や資産運用ビジネスのあり方に及ぼす影響も踏まえながら、資産運用業に関する諸課題について、有効と考えられる施策を今後も推し進めていく。

運用パフォーマンスの見える化

- ① 地域銀行・企業年金基金等の機関投資家向けの私募投信や一任運用の状況についても、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
- ② 公募投信のパフォーマンス調査について、海外投信の調査や各社の個別の投信を含めるなど拡充するとともに定例化し、調査結果を消費者を含む幅広い関係者に分かりやすく提供

新規参入の円滑化

- ① 海外資産運用業者等の集積を目指して登録手続を迅速化
- ② 20年1月に公表した投資運用業等登録手続ガイドブック・概要書について、東京都の窓口やFinCity.Tokyoとも連携し、国内外での配布・周知活動を実施するとともに、利用者からのフィードバックを基に改訂

その他の取組み

- ① PEファンド等のオルタナティブファンドに今後の経済情勢の中でどのような役割を期待すべきか、またその際に必要な政策対応について検討
- ② SDGs・ESGの日本の資産運用業界への影響について調査・分析
- ③ インデックス・プロバイダーの資産運用市場における機能について調査・分析