

資産運用業高度化プロセスレポート2022 (概要版)

2022年5月



はじめに

- ・ インベストメント・チェーンの機能向上

I. 顧客利益最優先の業務運営と運用力の強化に向けた資産運用会社との対話

- ・ 顧客利益最優先のガバナンス・業務運営
- ・ 1. 経営体制
- ・ 2. 商品組成・提供・管理（プロダクトガバナンス）
- ・ 3. 目指す姿・強み

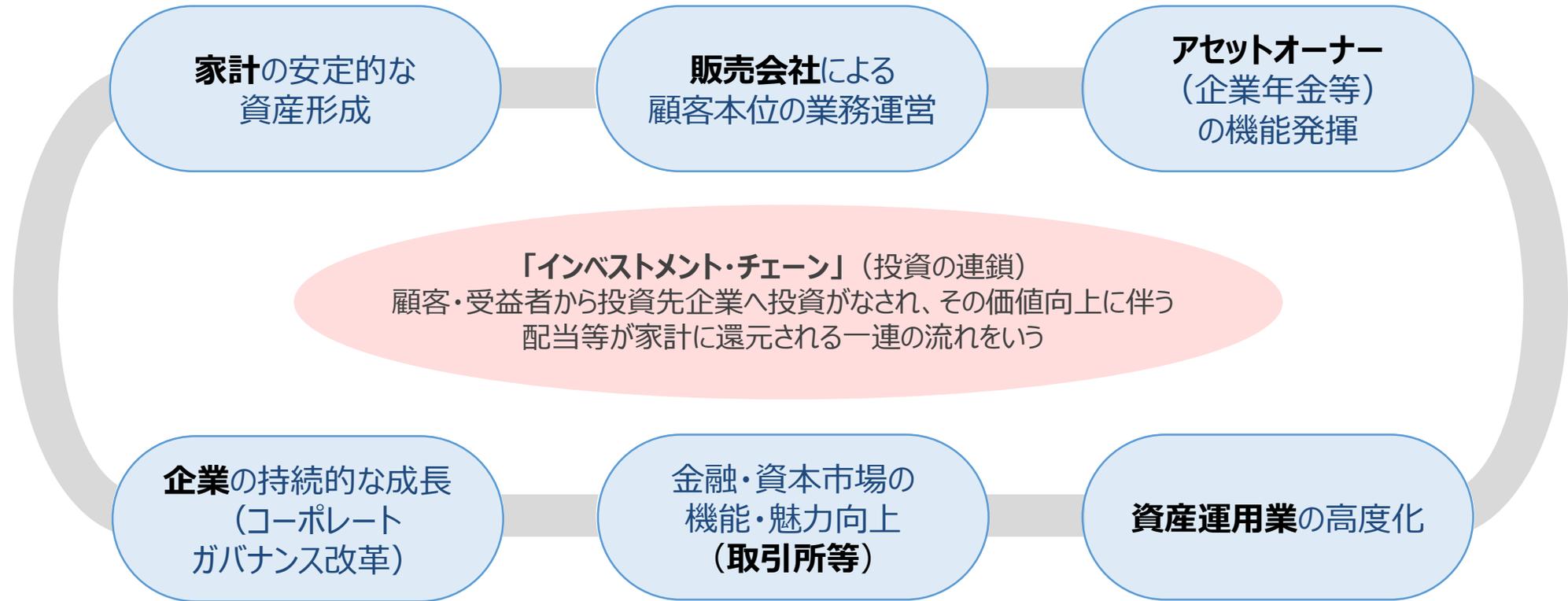
II. ESG関連公募投資信託を巡る状況

- ・ ESG投信の状況
- ・ 各資産運用会社における取組状況
- ・ ESG投信を取り扱う資産運用会社への期待

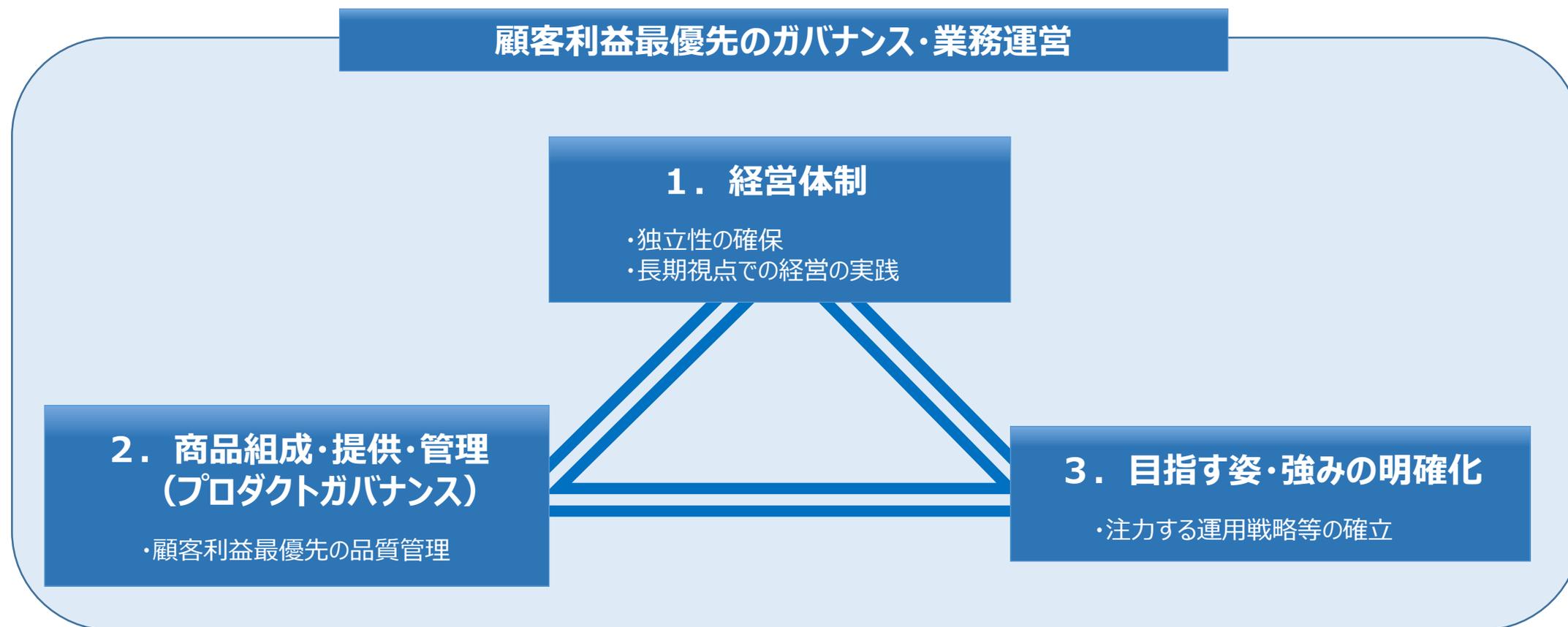
III. その他の論点

- ・ シャープレシオ・エクスペンスレシオの国際比較
- ・ 一物多価の現況
- ・ ファンドラップ
- ・ 仕組債
- ・ 公募投信と私募投信のコスト・パフォーマンス比較
- ・ 確定給付企業年金（DB）／企業型確定拠出年金（DC）

◆ 経済社会の様々な変化に対応し、持続可能な経済成長を実現するためには、インベストメント・チェーンの各参加者が、それぞれに期待される役割を十分に果たすことにより、資金の好循環を実現することが重要である。



- ◆ 資産運用会社が中長期的に良好な運用成果を上げることを通じて、顧客の信頼・支持を獲得したうえで収益基盤を確立していくためには、顧客利益を最優先に考えた組織的な態勢整備と取組みを進めていくべきである。
- ◆ 顧客利益最優先の業務運営と運用力の強化を確実に進めていくためには、**適切にガバナンスを機能させ、「1. 経営体制」、「2. 商品組成・提供・管理（プロダクトガバナンス）」、「3. 目指す姿・強みの明確化」の各課題について、改善や更なる高度化に向けて取り組んでいくことが重要。**引き続き対話を行うことで、競争環境の醸成と各社の実効性のある取組みに繋げていく。



(1) 独立性の確保と検証体制の整備

- ◆ 資産運用会社の**経営層は、投資家の利益を最大化するために、独立性と顧客利益最優先の立場での検証機能を確保することが重要。**
- ◆ **各会議体では取組実績の報告にとどまらず、議論を深化させ、顧客利益最優先の業務運営が行われているかについての継続的な検証が必要。**

資産運用会社の独立性の確保に向けた取組み

- グループとは独立した資産運用会社の指名委員会が経営体制を検討し、内部人材を経営トップに昇格。
- 資産運用会社の取締役等にグループ外出身の運用実務経験者を多数登用。

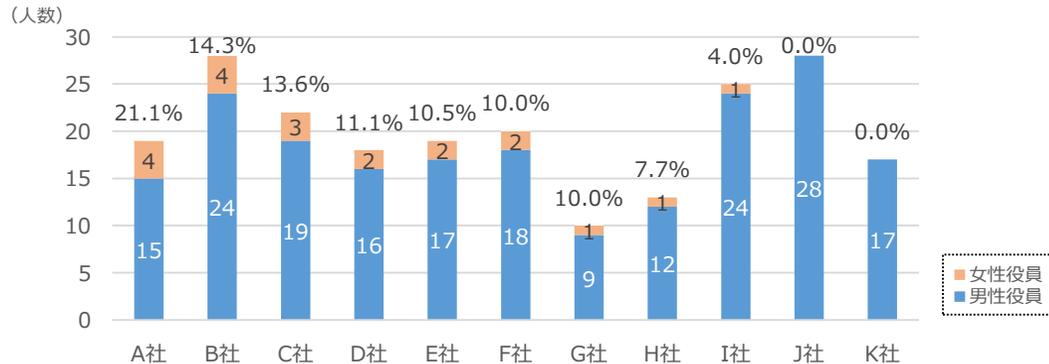
(2) 長期視点での運用を実現する専門性を重視した経営体制

- ◆ 資産運用会社の経営層の人選を、専門性、経験や運用ビジネスへの意欲等を踏まえて行うなど、**顧客利益最優先の業務運営と運用力強化の取組み推進に資する経営体制を構築することが必要。**

長期視点での運用を実現する専門性を重視した経営体制の確立に向けた取組み

- グループの人事ローテーションにこだわらず、運用実務経験の豊富な経営トップの在任期間が延びている先もある。
- 多様な人材の登用を目指し、女性管理職比率等の数値上の目標だけでなく、育成の観点から、選抜研修への女性の参加を促す取組みを実施。

(図表1) 大手資産運用会社の役員に占める女性の割合 (2022年4月時点)



(出所) 各社のウェブサイト等を基に金融庁作成

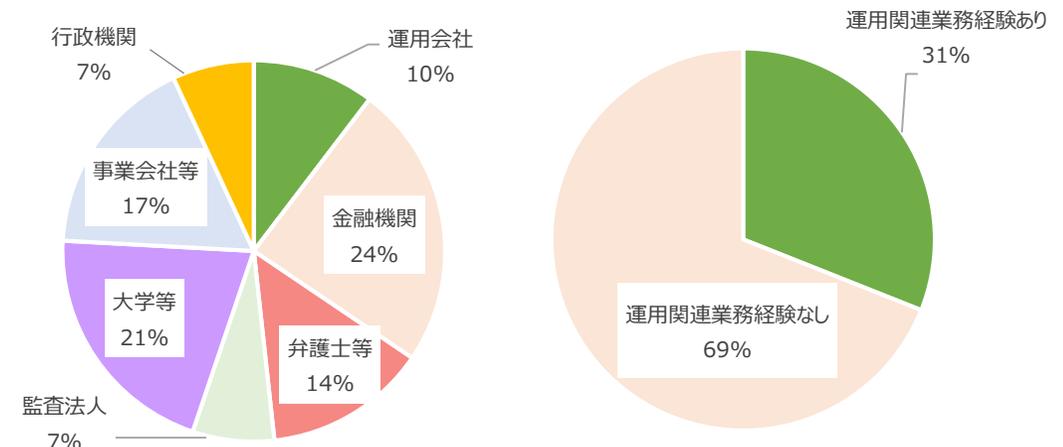
(3) 独立社外取締役の機能発揮

- ◆ 資産運用会社における**独立社外取締役の属性については、各社が期待する目線にもよるが、運用ビジネスに関する知識・経験のある人材の選任が必要。**
- ◆ 資産運用とは異なる専門性を有する人材には、その知見に応じた情報提供等の適切なサポートが必要。

独立社外取締役に求められる役割や機能発揮に向けた取組み (意見等)

- 資産運用会社の独立社外取締役が親会社の経営陣と定期的に意見交換を実施し、資産運用会社の経営体制 (社長のグループ外からの招聘等) について議論している事例や、独立社外取締役が専門性を活かして個別ファンド評価の高度化に向けた調査・研究を踏まえた提言を行っている事例。
- 資産運用会社の独立社外取締役に求められる人材について、「資産運用会社の業務は専門的であり、運用実務のバックグラウンドは必要。あるいは複数いる独立社外取締役の中には運用ビジネスに知見のある人材は必要。」との意見。
- 独立社外取締役に對する情報提供については、「取締役会等で議論するに当たっての情報提供等、取締役をサポートする専門部署・専担者を置いてサポートする体制は非常に有益。」や、「独立社外取締役の専門性に応じた内容の情報提供が必要。」との意見。

(図表2) 大手資産運用会社における独立社外取締役の主な経歴別の内訳 (2022年3月末時点)



(出所) 各社の提出資料等を基に金融庁作成

（1）アクティブファンドの「シャープレシオ」

- ◆ 公募アクティブファンドのシャープレシオは、**ファンド数が少ない社**では、旗艦ファンドに注力しリソースを集中させることで**良好なパフォーマンスを実現している傾向**が見られる。一方、100本以上のファンドを運用する社では良好なパフォーマンスを実現するファンドもあるが、シャープレシオがマイナスとなっているファンドも多く見られる。

（2）国内株アクティブファンドの「アルファ」

- ◆ アクティブ投資の付加価値である超過リターン（「アルファ」）を定量的に把握するために、国内株アクティブファンド444本の時系列データを用いて重回帰分析による統計的な推計を行った。アルファの推計値が有意にマイナスとなったファンドは32本。大手資産運用会社のファンドが多くを占め、独立系等の資産運用会社のファンドは見られない。また、そのうち約7割（23本）が設定から20年以上経過しているファンド。

※ 特にt値が-4を下回るものは、真のアルファがプラスである確率はわずか1万分の1以下と推定される。いずれのファンドも運用期間が20年前後と長期にわたっており、改善に向けた対応がもはや困難とも考えられる不芳ファンドが、結果として長期に継続していることは、組織のプロダクトガバナンス体制に深刻な問題があることを示唆している。経営陣が主導し、組織における検証体制自体の早期改善が必要と考えられる。

- ◆ 一般的に投資家は、アクティブファンドに対して、パッシブ投資を上回るリターンを期待して投資を行う。アルファがマイナスとなっているファンドは、そうした投資家の期待に応えられていないことを示している。**大半の大手資産運用会社の商品ラインナップには、中長期にアルファがマイナスとなっていると考えられるファンドが存在しており、商品組成後の品質管理に課題**が認められる。

（3）国内株アクティブファンドの信託報酬設定

- ◆ **国内株アクティブファンドのうち約8割強**のファンドは、コスト控除前では一定程度パッシブ投資を上回る運用成果を実現しているものの、その**成果がコストに相殺されてしまい、顧客に付加価値を届けられていない可能性**が考えられる。
- ◆ コスト控除前アルファと信託報酬水準の分布からは、信託報酬の設定が、同種のアクティブファンドで横並びに行われており、**個別ファンドの商品性に応じた信託報酬水準の設定や、設定後のパフォーマンス結果に基づいた信託報酬水準の見直しは行われていない可能性**が推測される。

（図表3）アルファがマイナスのファンド（下位15本）の特徴

運用会社	経過年数	純資産額 '22年2月末	アルファ推計値 (年率)	t値
大手	7.6年	1.7億円	-8.9%	-2.51
大手	10.3年	6.2億円	-3.9%	-2.17
大手	21.5年	8.8億円	-3.3%	-4.03
外資系	23.8年	27.8億円	-3.2%	-4.62
大手	20.3年	5.7億円	-2.7%	-3.59
外資系	26.4年	21.7億円	-2.7%	-2.37
大手	21.0年	67.3億円	-2.6%	-4.72
大手	22.7年	5.0億円	-2.5%	-3.94
大手	15.8年	20.1億円	-2.4%	-2.76
大手	17.3年	14.3億円	-2.2%	-4.18
大手	20.2年	23.7億円	-2.0%	-2.95
国内系	18.4年	11.6億円	-2.0%	-4.89
国内系	20.4年	6.0億円	-1.9%	-2.51
国内系	16.6年	22.9億円	-1.9%	-2.36
国内系	22.5年	35.4億円	-1.9%	-2.48

（出所）QUICK、野村證券（Russell/Nomura日本株インデックス）、日本銀行の資料を基に金融庁が推計

2. 商品組成・提供・管理（プロダクトガバナンス）

（4）顧客利益最優先の実効性あるプロダクトガバナンス体制の確立

- ◆ 大手資産運用会社において**中長期にパフォーマンスが低迷するファンド**が存在するため、各社における**顧客利益を最優先とするプロダクトガバナンス体制の実効性に課題がある**と考えられる。

運用状況のモニタリング（コスト控除後のパフォーマンス／長期視点でのパフォーマンス）に係る課題

- パフォーマンス検証の過程で、コスト控除後のパフォーマンス指標が組織的に共有、検証されていない。
- ファンドの基準価額は分配金再投資の基準価額としながら、ベンチマークであるTOPIX（東証株価指数）は配当抜き指数を採用しており、合理的な比較が行われていない。
- パフォーマンス検証を行うリスク管理部門で設定する一定の閾値（1年、3年のリスクリテンの状況等）では、長期のパフォーマンス悪化を把握できていない可能性がある。

適正なコスト水準の設定と検証に係る課題

- ポートフォリオの約30%をバリュー株でアクティブ運用するファンドにおいて、残りの70%はパッシブ運用にも関わらず、ポートフォリオの100%をアクティブ運用する他社ファンドに準じた信託報酬水準が設定されており、結果的に設定来のコスト控除後の超過リターンがマイナス。

- ◆ **全てのファンドについて、実効性あるプロダクトガバナンスを機能させることが重要**。商品組成時に想定した運用が実践できているか、他社類似ファンドとの比較のみならず、それぞれ独立したファンドとして、コスト水準に見合ったリターンが実現できているか、**長期視点での検証体制の確保が必要**。
- ◆ 商品組成時に想定していた運用の継続が困難である等と判断される場合には、**コスト水準の見直しや繰上償還等の対応が検討される必要**。
- ◆ **経営陣が**自社ファンドの実態を把握した上で、各部署を統率するプロダクトガバナンスの権限の明確化など、**実効性ある検証プロセスの構築に責任を持って対応することが必要**。

I. 顧客利益最優先の業務運営と運用力の強化に向けた資産運用会社との対話

（5）顧客利益最優先の商品組成と償還の検討

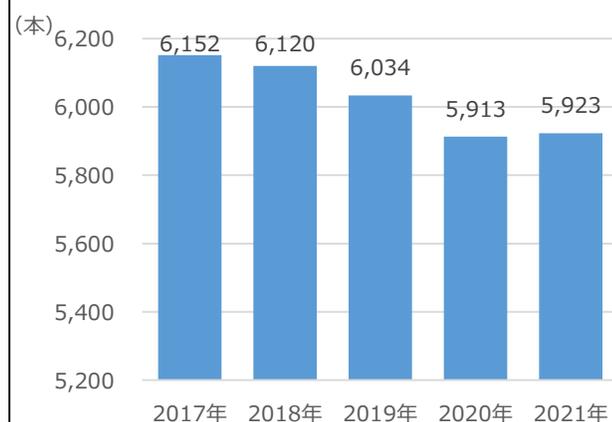
- ◆ 商品組成時における類似商品の有無等の検証や顧客に不利益を生じさせている可能性のある小規模ファンドの繰上償還の要否を検討するなどの取組みが進められている。一方、償還ファンドの検討においては課題も見られた。

繰上償還に係る課題

- 償還候補ファンドの抽出基準に運用パフォーマンス（コスト控除後のパフォーマンス）が考慮されていない。
- パフォーマンスを検証する会議体等とは異なるプロセスで償還の検討が行われ、例えば、長期にパフォーマンスが低迷するファンドについての対応策に償還等の検討といった選択肢が含まれていない。

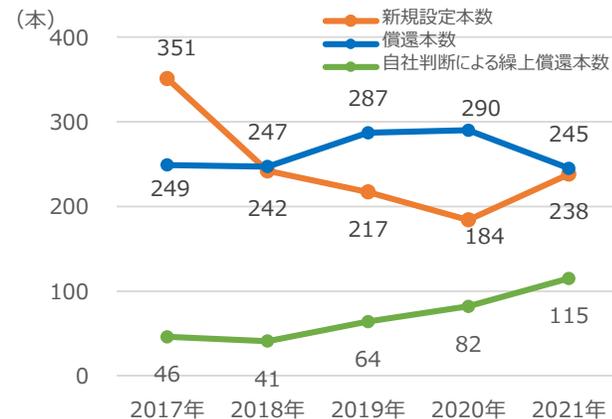
- ◆ 全てのファンドに対してプロダクトガバナンスを機能させるため、自社の運用するファンド等の数やリソースに応じた体制整備を進めることが必要。

（図表4）
公募投資信託の本数推移
（各年末時点）



（出所）投資信託協会のデータを基に金融庁作成

（図表5）
大手資産運用会社における
公募投信の新規設定・償還推移



（出所）各社からの提出資料、QUICKのデータを基に金融庁作成

(1) 注力する運用戦略等の確立

- ◆ 各社は、**選択と集中により、注力する分野において創意工夫を凝らすことで、目指す姿を実現し、競争力の強化に繋げていくことにより、他社との差別化を図っていくことが必要。**

目指す姿や強みの明確化に向けた取組み

- 運用の長期コミットメントを実現するため、全ての商品のインハウス運用を目指し、グローバル運用の内製化を推進。
- グローバルに活動する資産運用会社を目指し、海外における営業・販売機能の強化等により、海外機関投資家からの新規・追加投資を受託。

独立系資産運用会社の取組み

- ファンド・オブ・ファンズ（FOFs）形式による運用によって、長期にわたり積立投資を推進し実績を積み上げてきた中で、投資先企業との対話を重視する自家運用ファンドを新規に組成。
- 創業者兼運用者として良好な運用パフォーマンスを実現し運用規模を拡大してきた中で、長期運用（運用者の承継）を目的に運用体制を変更。

(2) 外部委託等における運用委託先の適切な調査

- ◆ 運用資産残高上位のアクティブ公募株式投信の約半数（100本中56本）が外部委託運用。
- ◆ 外部委託運用が用いられることの多い米国株アクティブファンドのほとんどは、パッシブ投資を上回ることが難しい状況。
- ◆ 国内の資産運用会社が海外ファンドに投資するに当たって、投資対象先の運用体制や運用実績について十分な検証が行われていない事例等が認められている。
- ◆ 各社は、**外部委託やFOFsによる運用を行う場合には、委託先等の選定や管理を慎重に行う必要。**
- ◆ 投資家のニーズに応えるため、外部委託運用を自社の強みとすることはビジネスモデルの一つであると考えられるが、投資対象先の選定、管理を行う資産運用会社の責任は重大であることを踏まえ、**投資家が安心して長期に投資できる商品の組成・運用を行うことが必要。**

(3) 目指す姿を実現するための評価報酬体系

- ◆ 各社においては、資産運用会社独自の運用実績を重視した評価・報酬制度の導入や変更等が進められている。

評価報酬体系に係る取組み

- グループの理解のもと、運用者向けにインセンティブ報酬制度を導入（長期的な運用成果と連動させるため繰延べによる支払い）。
- 運用者の賞与算定のベースとなる評価に当たり、ファンド規模や委託者報酬は考慮しない。
- 運用者のパフォーマンス評価を外部に委託。ファンド評価の専門機関による、他社ファンドを含めた類似戦略との比較等により評価を実施。

- ◆ **各部門の役職員が顧客利益最優先の業務運営を貫徹するための評価報酬体系の構築と浸透に向けた創意工夫が必要。**

(4) 運用や業務の効率化に向けた取組み

- ◆ 各社においては、競争力強化のため、テクノロジー等の活用により、運用や業務の効率化を推進。

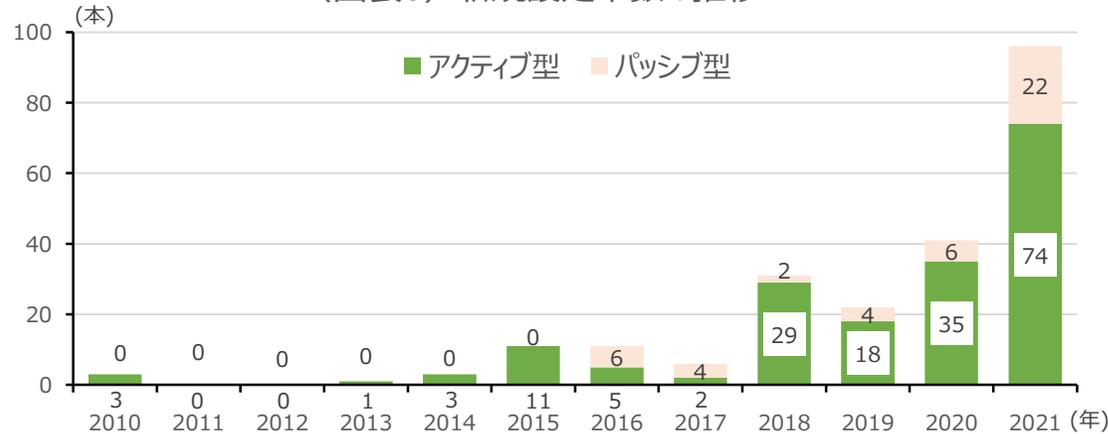
運用や業務の効率化に向けた取組み

- 人工知能（AI）による金融市場の異常値を早期に検出するモデルを開発し、活用を開始。
- 基準価額の計算について、受託者又は委託者による一者計算モデルを採用したパイロットファンドを設定し、試験運用を実施。

- ◆ AIやデジタルライゼーションの活用により、運用力の強化とコスト削減に向けた研究や取組みが一層進展することを期待。

- ◆ 金融庁において、2021年10月末時点のESG関連公募投資信託（以下、ESG投信）（37社・225本）を調査。新規設定本数は増加しており、一部のESG投信に資金が集中している傾向。
- ◆ 平均信託報酬率は、アクティブファンドにおいてはESG投信の方がその他投信よりも高い。一方、パッシブファンドにおいては、ESG投信の方が低い結果となった。全体としてパッシブファンドの低コスト化が進む中で、ESG投信の多くが最近設定されたものであることが要因であると考えられる。
- ◆ 償還期限として10年以下の期間を設定しているESG投信は全体の37%。中長期的な視点が求められるESG投信であることに照らし、償還期限の設定が短いものについては、合理的な理由を説明する必要がある。

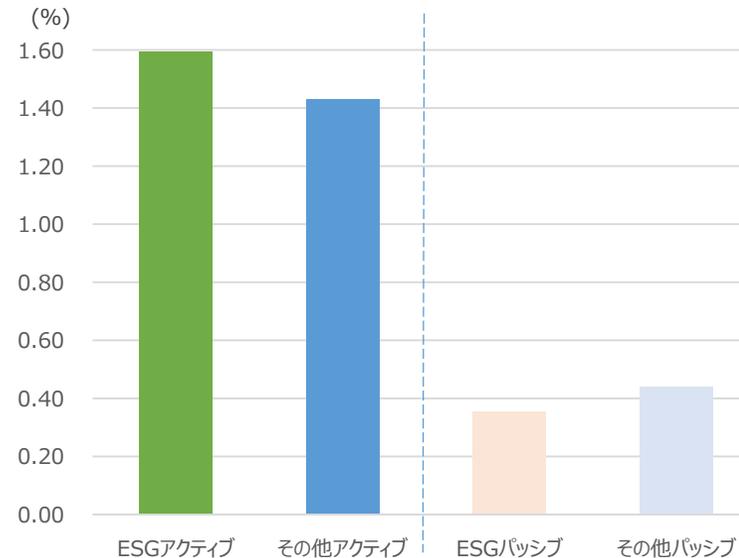
(図表6) 新規設定本数の推移



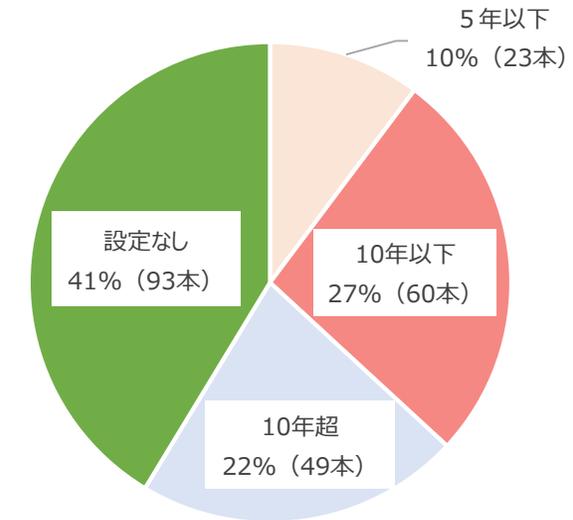
(図表7) 純資産総額の分布



(図表8) ESG投信とその他投信の平均信託報酬の比較



(図表9) 償還期限までの期間別割合



(注) 図表6の集計対象は、QUICKデータベースからの抽出結果に基づく。なお、2021年10月以前については、各社からの申告も含む。

(出所) Ⅱ. 全体について、特に断りのないグラフについては、金融庁作成。また、2021年10月末時点のデータに基づく。

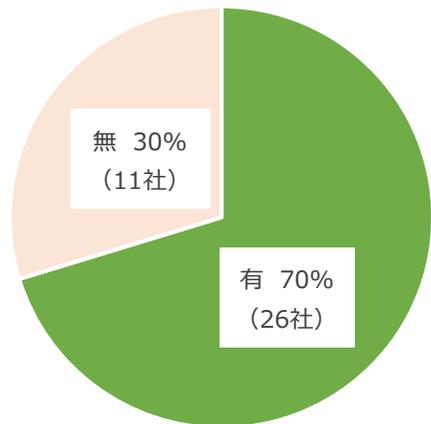
1. 総論

- ◆ 多くの資産運用会社が、「運用プロセスにおいてESGを考慮すること（ESGインテグレーション）は、これまで評価されてこなかった投資機会や投資リスクの特定につながるものであり、ポートフォリオの長期的なパフォーマンスに優位に影響する可能性がある」と考えている。
- ◆ 提供するESG投信の特徴や運用プロセスの説明として「ESG要素を考慮している」等の記載を行っている場合は、**運用プロセス・アプローチの一層の強化を継続的に図るとともに、顧客が投資判断を適切に行えるよう、運用プロセスの実態に即して一貫性のある形で、明確な説明や開示を行うべき。**

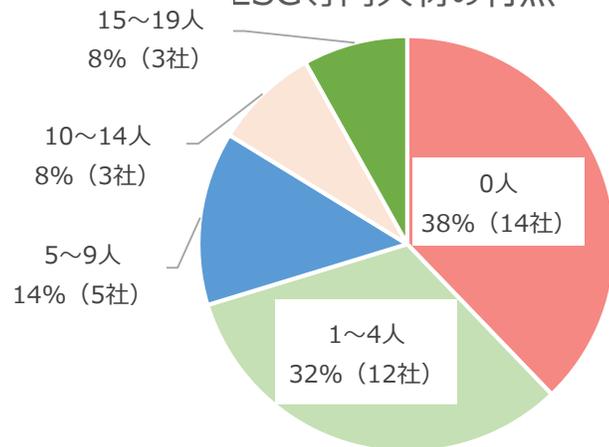
2. 組織体制

- ◆ 一部の資産運用会社においては、ESG投資を推進するための部署を設置した場合であっても全員が他部署との兼務、そもそも専門部署・チームが無い、ESG専門人材はいないなど、**ESG投資を実施するための実効的な体制整備が必要な例**が見られた。

（図表10）
ESG専門部署・チームの有無



（図表11）
ESG専門人材の有無



（注）ESG専門人材は、90%以上の時間をESG関連業務に費やす専任スタッフと定義。

3. ESGインテグレーション

- ◆ 約7割の資産運用会社においては、将来の企業価値を左右する重要なESG要素の特定に努めている。
- ◆ 約8割の資産運用会社がESG評価に当たって、自社ESGスコアを活用しているが、その設計は多種多様。

<ESGスコアの利点（各社回答より）>

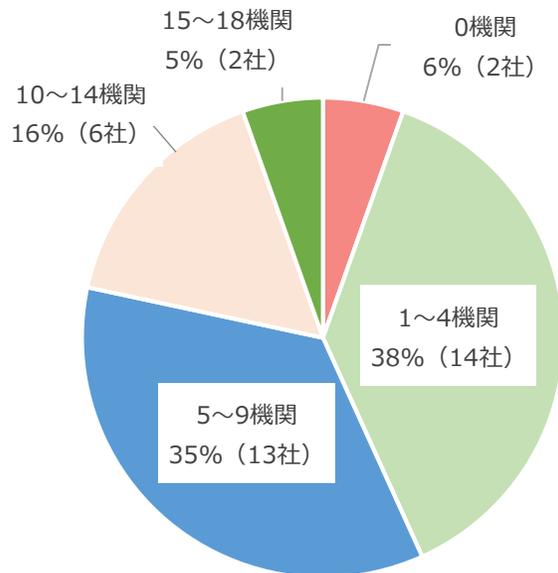
- ✓ 企業に対してESG課題を理解してもらうためのエビデンスとして有用。
- ✓ 自社のESGインテグレーションにおいて、アナリスト・ESG専門家・運用者が議論する際の共通言語として機能。
- ◆ **企業価値に影響を与える潜在的な事業機会・リスクを効果的に分析・把握するため、ファンドマネージャーの属人的な判断のみに委ねず、組織としての一貫性や継続性が確保された体系的な対応も進めていくべき。**

4. ESG評価・データ提供機関

- ◆ 多くの資産運用会社が、企業分析のために複数のESG評価・データ提供機関を活用。
- ◆ 評価手法の透明性やデータの質などについて課題も指摘されるところであるが、一部の資産運用会社からは、「ESG評価機関によるESG評価は参考にしていただけなので、その適切性等を検証してはいない。」等の回答も得た。
- ◆ 各ESG評価・データ提供機関において、質の向上に向けた取組みが継続的に進められているものの、利用する**資産運用会社としてもESG評価・データ提供機関に対して適切な検証を行うべき。**

(図表12)

ESG評価・データ提供機関利用数



(図表13)

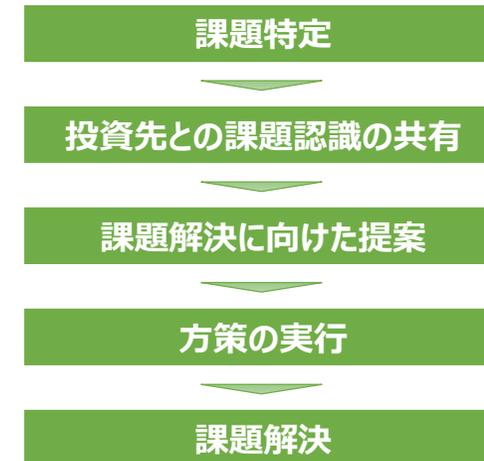
資産運用会社が利用する
ESG評価・データ提供機関上位5社

機関	資産運用会社数
MSCI	23
Sustainalytics	23
ISS	20
Bloomberg	18
CDP	12

5. スチュワードシップ活動

- ◆ 各資産運用会社においては、投資先企業のESGに関する事業機会や事業リスクについて理解を深めると共に、対話や働きかけ（エンゲージメント）等を重ねることにより長期的な企業価値向上を図っている例が多く見られた。
- ◆ しかしながら、各資産運用会社の対応状況はまちまち。より精緻なマイルストーン管理に基づくエンゲージメントの実施や、財務情報分析に基づく議題が中心となっているアクティブ運用先との対話の深化を検討している社も存在。

<マイルストーン管理（例）>



- ◆ 投資戦略に応じて、積極的なスチュワードシップ活動を行い、銘柄選定時に特定した**ESG関連の事業機会の向上・事業リスクの低減により、企業価値の向上を図るべき。**

6. 開示

- ◆ 一部の資産運用会社は、レポート等を活用して、自社としてのESG投資に対する基本的な考え方や取組状況を開示する等の対応を行っていない。
- ◆ 多くのESG投信において、目論見書上、運用プロセスにおけるESG要素の考慮方法に関する記載が抽象的。
- ◆ 運用状況や投資銘柄に対する評価については、月報や運用報告書において、せいぜい投信への組入上位10銘柄のESGに関連する取組みを簡潔に記載する程度。
- ◆ **顧客が投資商品の内容を誤解することなく正しく理解し、他の商品と比較するなどして適切な投資判断を行えるよう、運用プロセスの実態に即して一貫性のある形で、適切な情報提供や開示を積極的に進めるべき。**

※下記は、実例を元に、金融庁において作成したもの。

<交付目論見書（例）>

説明が抽象的。

ESGを考慮した運用プロセスに基づく投資を行った結果、信託財産の成長（＝投資信託の目的）にどのようにつながるのかを理解することは困難。

ファンドの特色

- (1) 日本株式を実質的な主要投資対象とします。
 - (2) 銘柄選定にあたってはESGの観点を加味します。
- ※銘柄選定に当たっては、定性評価におけるESGの観点を加味し、持続的に利益の成長が期待されると判断する企業に投資します。

運用手法

銘柄選択に当たり、伝統的な企業評価に加え、ESGの観点を加味し、持続的に利益の成長が期待されると判断する企業に投資することで、中長期的な信託財産の成長を目指します。

伝統的な企業評価
(利益率、キャッシュフロー、バランスシートの状況など)

ESG

- ・競争力、成長力、マネジメント力、財務体質にESGを加えた総合評価の高い企業に厳選
- ・法令順守の意識や環境・社会への配慮が希薄な企業を回避

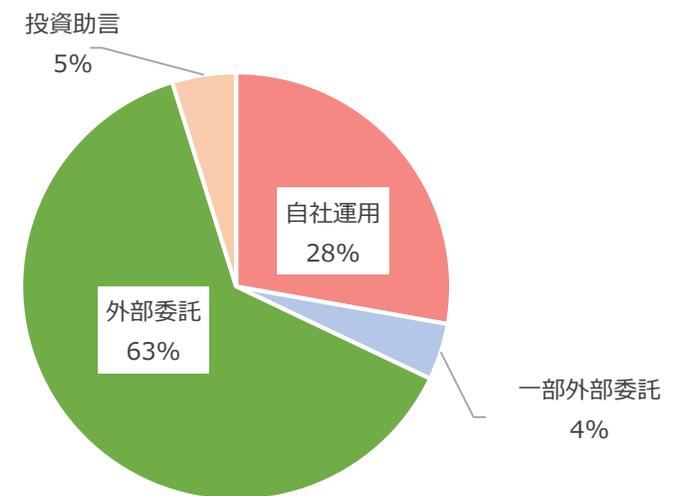
<月報（例）>

銘柄	業種	比率	コメント
1 ああグループ	電気機器	4.9%	金融やエレクトロニクスなどの様々な事業領域で、 <u>長期視点での持続的な社会価値創出に取り組む。</u>
2 いいHD	金融業	4.6%	<u>M&Aによる海外事業を成長させたマネジメント能力を評価する大手企業。今後の更なる株主還元にも期待。</u>
3 ううう運送	輸送業	4.5%	世界各地の鉄道会社に製品を提供するメーカー。 <u>機関車や旅客車両用の様々な製品を提供。</u>
4 ええエナジー	公益事業	4.3%	米国で電力サービスを提供する公益事業持株会社。 <u>天然ガスの販売も手掛ける。</u>
5 おおグループ	金融業	4.0%	国際業務で成長が期待できる金融グループ。 <u>社外アドバイザー・招聘などステークホルダー・エンゲージメント機能を強化。</u>
6 かかサービス	公益事業	3.8%	英国で送電網等を保有・運営する公益事業会社。 <u>米国にも送電網を保有・運営する。</u>

7. 外部委託

- ◆ 調査対象としたESG投信のうち、約7割が運用の全部又は一部を外部へ委託。
- ◆ 一部の資産運用会社からは、外部委託先のESG投資戦略やエンゲージメントの実施状況等の把握状況について、「具体的には把握しておりません。」「適宜実行されております。」と回答するなど、外部委託先の運用実態を十分に把握していないと思われる例も見られた。
- ◆ **受託者責任を果たす観点から、外部委託等を活用する場合であっても、自社運用と同様に運用体制、運用戦略、運用実績等について、外部委託先に対して適切な頻度と深度で確認・把握するべき。**

(図表14) アクティブファンドにおける外部委託等の割合



資産運用会社において、提供するESG投信の特徴や運用プロセスの説明として「ESG要素を考慮している」等の記載を行っている場合は、以下の各項目において述べる事項に留意し、取組みの改善・向上を図ることが期待される。

1. 総論

- 運用プロセス・アプローチの一層の強化を継続的に図るとともに、顧客が投資判断を適切に行えるよう、運用プロセスの実態に即して一貫性のある形で、明確な説明や開示を行うべきである。
- ✓ 専門性を有する人材の確保を含めた必要な組織体制を構築しつつ、自社の提供するESG投信で企業価値に影響を与えるESG要素をどのように特定・評価しているのか、ポートフォリオの決定にどのように活用しているのか、ESG関連の事業機会の向上と事業リスクの低減に向けたエンゲージメント・議決権行使をどのように行っているのか等について、明確に説明できるよう、運用プロセスの高度化や開示の充実に取り組むべきである。
- ✓ 企業分析の一要素としてESG要素を考慮するにとどまる場合は、目論見書等において、殊更ESGやサステナビリティ等を強調することにより、ESGを主たる特徴とする投資信託（例えば、ESG要素を超過収益の源泉と位置付けてESG評価の高い銘柄を選定する投資信託や、環境や社会的効果の創出を目的とする投資信託等）であるかのような誤解を投資家に与えないようにすべきである。

2. 組織体制

- サステナビリティ推進体制の強化やESG投資手法の高度化などを所掌する部署の設置やESG専門人材の確保等、ESG投資を実施するための実効的な体制整備を進めるべきである。

3. ESGインテグレーション

- ESGアナリストや運用チームが、個別企業に関するESG評価の内容や理由を正確に共有し、適切な企業価値の推計や企業に対するエンゲージメントを行えるよう、ファンドマネージャーの属人的な判断のみに委ねず、組織としての一貫性や継続性が確保された体系的な対応も進めていくべきである。
- ✓ ESGの考慮に当たっては、投資先企業における重要なESG要素の特定を目指しつつ、自社ESGスコアを活用した評価枠組みの構築・高度化を進めるなど、企業価値に影響を与える潜在的な事業機会・リスクを効果的に分析・把握するための枠組みを整備するべきである。

4. ESG評価・データ提供機関

- より深度ある企業調査・分析を行うため、ESG評価や個別データの正確性や質を確保する観点から、ESG評価・データ提供機関に対する適切な検証を行うべきである。
- ✓ ESG評価・データ提供機関の組織体制（スタッフ数、経験、顧客ニーズに応じた情報提供能力、法令遵守体制）、調査対象企業の範囲、評価手法の透明性や質などを、同業他社とも比較しながら検証するべきである。また、検証に当たっては、ESG評価・データ提供機関に対して質問や改善点の指摘を行うなど、議論を通じて積極的に品質管理を行うべきである。
- ✓ 自社のESGに関する取組みを情報発信（サステナビリティレポート等の活用）する中で、投資先企業との建設的な対話に資するよう、ESG評価・データ提供機関の利用状況や検証状況について説明・開示すべきである。

5. スチュワードシップ活動

- 投資戦略に応じて、積極的なスチュワードシップ活動を行い、銘柄選定時に特定したESG関連の事業機会の向上・事業リスクの低減により、企業価値の向上を図るべきである。
- ✓ 気候変動を自社の取り組むESG課題として位置付けている場合においては、温室効果ガス多排出産業を中心に脱炭素化への移行（トランジション）を促す観点から、より積極的かつ継続的なエンゲージメント・議決権行使に取り組むことが期待される。

6. 開示

- 顧客が投資商品の内容を誤解することなく正しく理解し、他の商品と比較するなどして適切な投資判断を行えるよう、運用プロセスの実態に即して一貫性のある形で、適切な情報提供や開示を積極的に進めるべきである。
- ✓ サステナビリティレポートや責任投資レポート等の策定により、ESGに対する基本的な考え方、ESGインテグレーション、エンゲージメント方針・具体的な事例等について説明するなど、自社としての方針・取組事例に関する開示の充実を図るべきである。
- ✓ ESG投信の特徴や運用プロセスについて、目論見書における開示の充実を図るべきである。
- ✓ 目論見書において記載している運用プロセスに基づきESGを考慮した投資銘柄選定を行った結果、「投資先の企業価値を、ESG要素を踏まえて、現状どのように評価しているか」、「投資銘柄のESG要素を踏まえた企業価値向上に向けて、どのようなエンゲージメントや議決権行使を行っているか、及び、今後の方針」等について、顧客に対して丁寧に説明できるよう、運用報告書や月報はもとより、それ以外の媒体の活用も含めて、開示の充実に向けた取組みを進めるべきである。
- ✓ とりわけ、投資信託に「ESG」「SDGs」「インパクト」等の名称をつける場合には、顧客がその名称の趣旨を誤認することのないよう、その商品が当該名称の示唆する特性をどのように満たしているかを、一層明確に説明・開示するべきである。

7. 外部委託

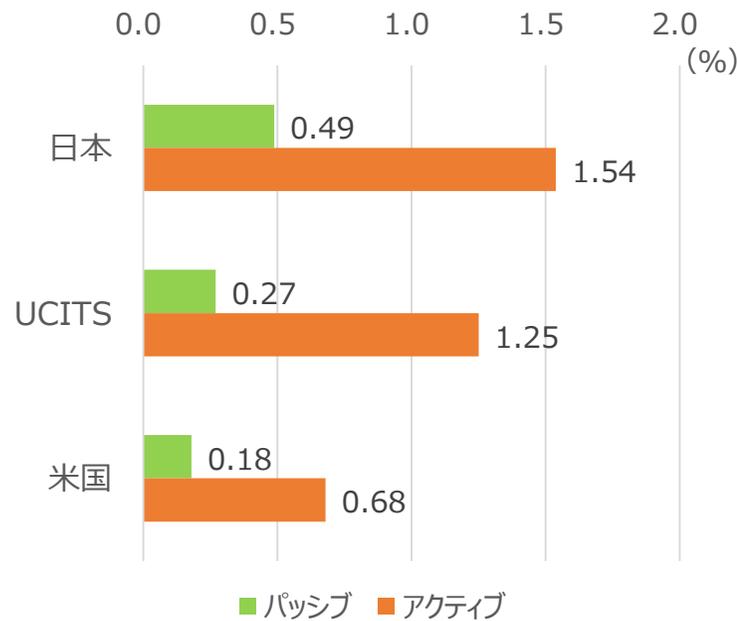
- 受託者責任を果たす観点から、外部委託先に対する適切な管理を行い、顧客に対して、商品特性に応じた正確な情報提供を行うべきである。
- ✓ 外部委託等（ファンド・オブ・ファンズ形式、投資助言の場合も含む）を活用する場合であっても、自社運用と同様に外部委託先の運用体制、運用財産の運用戦略（運用方法や管理方法）、運用実績等について、適切な頻度と深度で確認・把握するべきである。
- ✓ 適切な外部委託先管理を行うための体制を整備するべきである。

- ◆ ファンドの国際比較においては、**シャープレシオ・エクスペンスレシオの両レシオとも米国籍ミューチュアルファンドが優位**にある。
- ◆ パッシブファンドとアクティブファンドの比較をみると、**シャープレシオは、日本、UCITS、米国のいずれにおいてもパッシブファンドがアクティブファンドを上回っている**。また、**エクスペンスレシオは、日本、UCITS、米国のいずれにおいてもパッシブファンドがアクティブファンドより低くなっている**。
- ◆ アクティブファンドのエクスペンスレシオの比較においては、米国では1%未満のファンドが過半数を占めているのに対して、日本においては1%以上2%未満に設定されているものが大半を占める。一方、UCITSはエクスペンスレシオのばらつきが大きい。欧州の様々な国・地域向けに、異なるフィー体系でファンドを組成・提供していることが背景として考えられる。

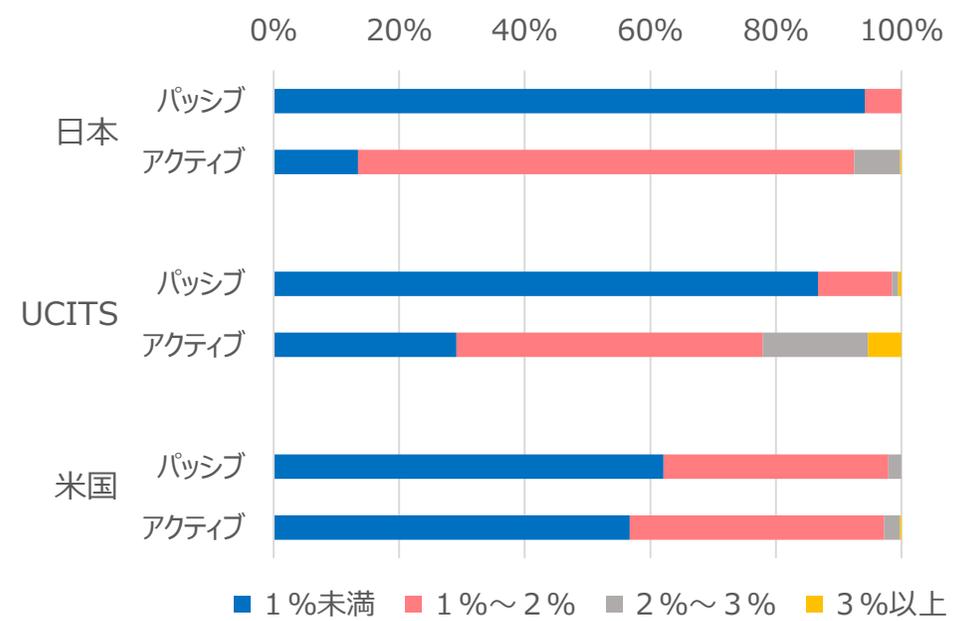
(図表15) シャープレシオの国際比較



(図表16) エクスペンスレシオの国際比較



(図表17) エクスペンスレシオの分布の比較



(注) 日本は国内公募投信、海外は米国籍ミューチュアルファンド、UCITS (ETF等を除く) のうち21年末時点で5年間の運用実績のあるファンドを対象。UCITSとは、EUの法律に従って設立・運用されているファンド。

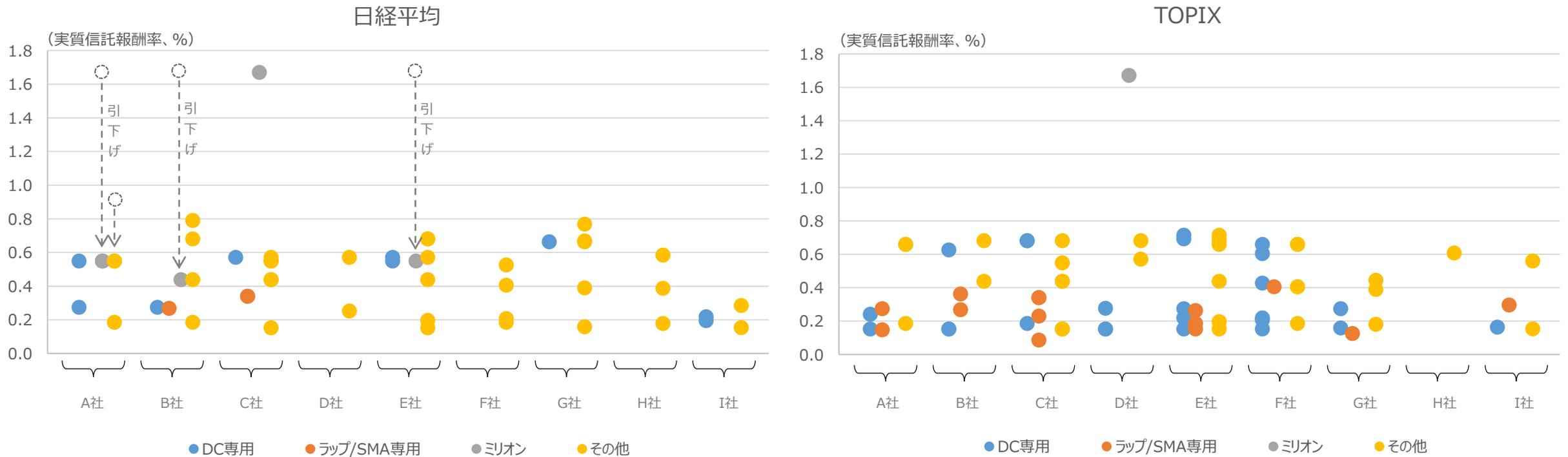
図表15,16は、各ファンドの期初 (16年12月末) 残高を用いた加重平均として値。図表17は、本数ベースの分布。

エクスペンスレシオとは、投資信託の平均資産残高に対する運用報酬やその他の経費の比率を測る指標。

(出所) QUICK、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成

- ◆ 同一ベンチマークに連動するインデックスファンドのうち、同一の資産運用会社・販売チャネルの中でも、信託報酬にばらつき（一物多価）が見られる。
- ◆ **信託報酬の引下げをすでに実施している事例**や販売会社等との間で適切な報酬水準への変更に向けた協議を進めている事例が見られる。
- ◆ **信託報酬水準の適切な設定や見直しについては、顧客本位の観点から、商品の組成者である資産運用会社とともに販売会社や受託銀行を含めた業界全体で取り組んでいくことが期待される。**

(図表18) インデックスファンドにおける資産運用会社ごとの信託報酬の水準

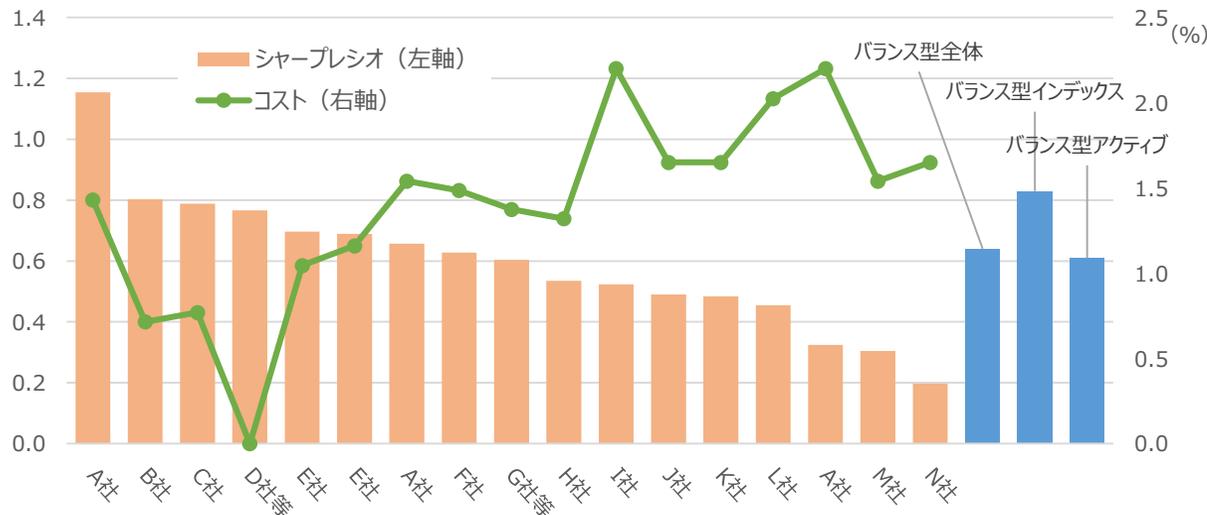


(注) 国内の公募追加型株式投信のうち、インデックス型投信を対象（2022年3月時点）。「引下げ」は、前回レポート（2020年10月時点の分析）から変更された事例。

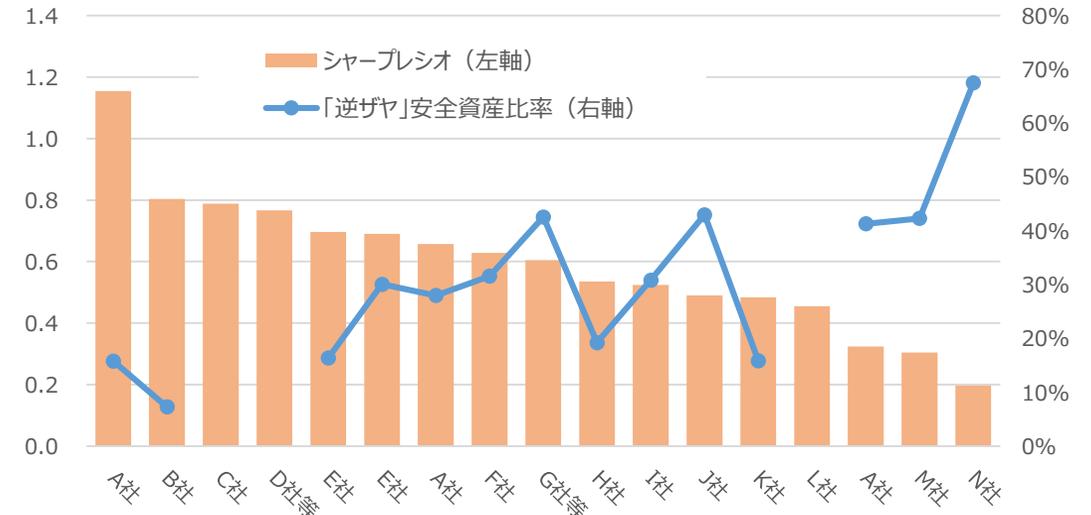
(出所) QUICKのデータを基に金融庁作成

- ◆ 好調なマーケット環境の恩恵を受け、2021年のパフォーマンスはプラスとなったファンドラップが多いが、その質には差がみられる。コスト控除後の5年間のシャープレシオを見ると、バランス型ファンドに劣るファンドラップが依然として多い。コストが高いファンドラップほど、パフォーマンスが劣る傾向がある。
- ◆ ファンドラップのコストは全体で年率1.5%以上のものが多い一方で、現状の低金利環境下で安全資産が1.5%を上回るリターンを上げることは難しいと考えられる。そのため、当該**安全資産部分については「逆ザヤ」となっているファンドラップが多く、特にパフォーマンスの悪いファンドラップでは、安全資産の組入れ比率が高い傾向**にある。
- ◆ 安定的な資産運用を望む顧客が安全資産の組入れ比率を高めるのは当然であるが、安全資産についてはファンドラップ以外の選択肢も複数あり、あえて高コストのファンドラップを利用する必然性はないとも考えられる。「逆ザヤ」により負のリターンとなれば、顧客の資産はむしろ毀損する。一方、販売会社からすると、ファンドラップが残高ベースのフィー体系となっているため、安全資産を含め多くの顧客資産をファンドラップに含めたいという利益相反の誘因が働きやすい。**高コストで安全資産の組入れ比率の高いファンドラップについては、真に顧客利益に資するものか、商品性についての再考が求められる。**

(図表19) コスト控除後のシャープレシオ (5年)



(図表20) 「逆ザヤ」安全資産比率とシャープレシオ



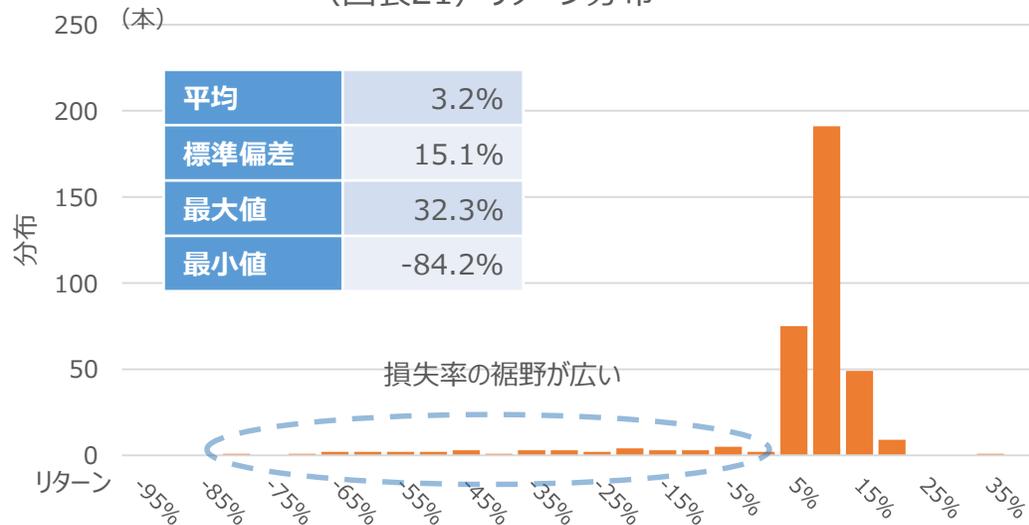
(注) 同一社名が複数現れるのは、一つの販売会社が複数のファンドラップ商品を扱うこともあるため。

ファンドラップで顧客が負担する費用には、①組入れ対象ファンドの信託報酬等、②ファンドラップの手数料、③ファンドラップの投資一任受任料、の大きく3種類がある。本レポートでは、②と③の合計を、「ファンドラップのコスト」、「ラップのコスト」または「コスト」と記載。販売会社（図表19の「D社等」）によっては、②と③をゼロとし、その代わりに、①の組入れ対象ファンドの信託報酬等から間接的に報酬を得るものもある。なお、本レポート中のファンドラップのシャープレシオは全て、①～③の費用全てを控除した後の数値。

(出所) QUICKのデータを基に金融庁作成

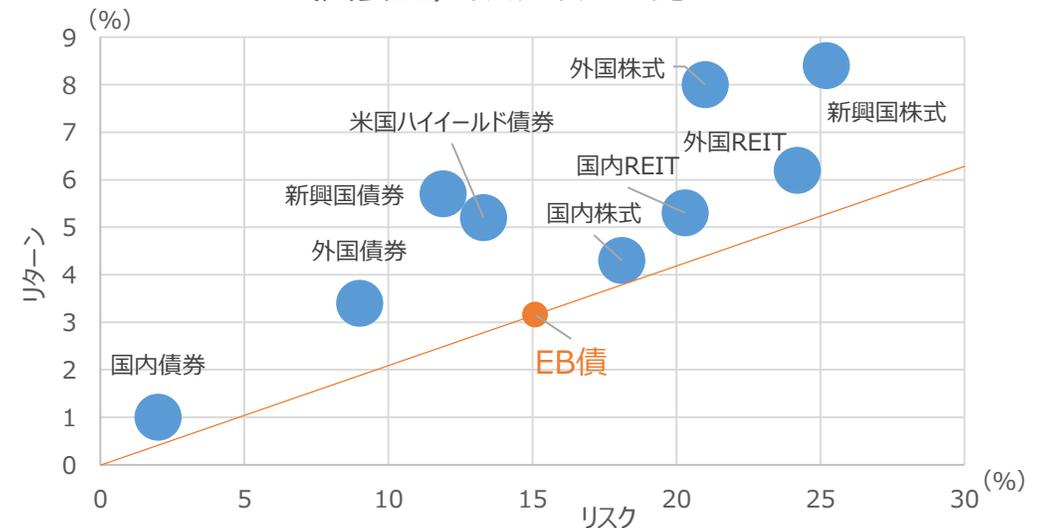
- ◆ 仕組債のうち一定の販売規模を占めるEB債（他社株転換可能債）の仕組みは、株式のプットオプションの売りポジションに類似しており、株価の大幅下落時には大きな損失が発生しやすい。サンプルの中には、僅か3か月で元本の8割を毀損した例もあり、リターン分布を見ると、頻度は少ないものの損失率の裾野が広い。リスク（分布の標準偏差）は相応に高く、いわゆるテールリスクと呼ばれる性質を有している（図表21）。
- ◆ 他の資産クラスの長期的なリスク・リターン比と比べると、EB債のリターンはリスクに見合うほど高いとは言えない（図表22）。**商品特性上、株式との相関が強い一方で、リスク・リターン比は劣後するため、株式に代えてEB債を購入する意義はほとんどない**と考えられる。
- ◆ EB債の実質コスト（元本と公正価値の差）は、当庁による業界ヒアリングや公開情報からの推計に基づくと、投資元本に対して平均して5～6%程度と推定されるが、実現満期が0.6年程度と短いため、実質コストを年率換算すると8～10%程度に達すると考えられる。こうした高い実質コストが、図表22のリスク・リターン比の悪さにつながっていると考えられる。取扱金融機関（販売会社もしくは組成会社）側から見ると短期間で収益を上げやすいため、償還済み顧客に繰り返し販売する回転売買類似の行動に対する誘因が働きやすい商品性となっている。**取扱金融機関各社や業界団体が自主的にデータを集計して定期的に公表するとともに、重要情報シートで組成・販売それぞれの実質コストを開示するなど、顧客向けの情報提供が充実されることが望ましい。**

（図表21）リターン分布



（注） 2019年4月に個人向けに販売されたEB債のサンプル856本のうち、クーポンリターンが算出可能な固定利付債（364本）のみを抽出して算出。2021年12月末時点で未償還のものは当該時点の時価から算出。リターンは年率。
（出所） 販売会社提出資料を基に金融庁作成

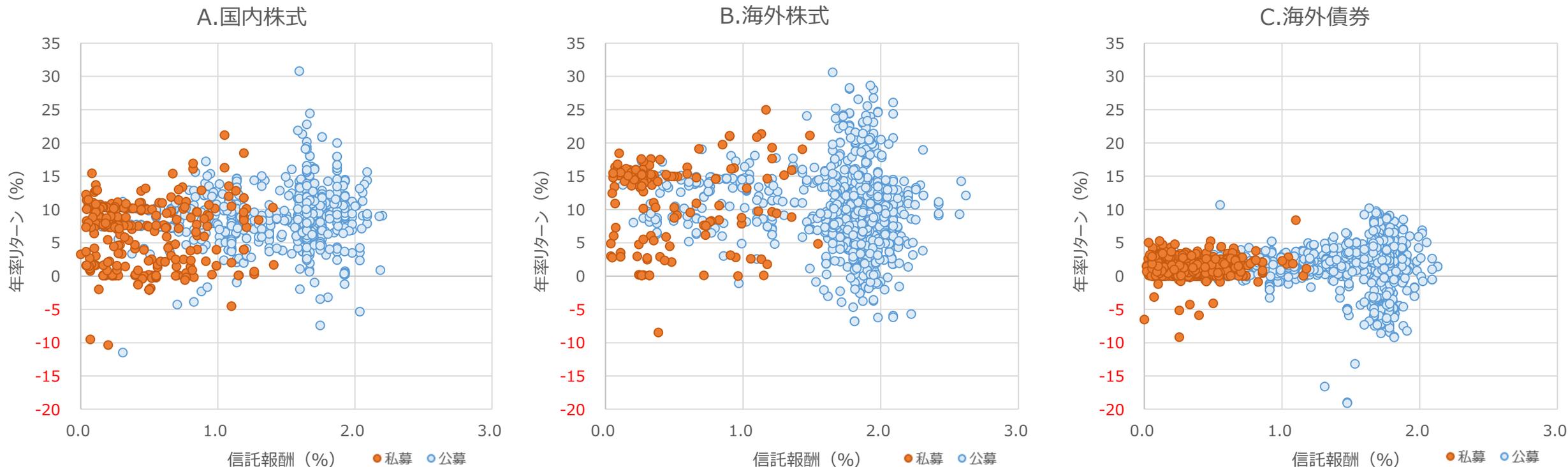
（図表22）リスク・リターン比



（注） EB債のリスク・リターンは図表21の分布から求めたのに対して、その他資産クラスのリスク・リターンは2002年～2021年（但し内外REITは2006年～2021年）の時系列データからの推計である。
（出所） 販売会社提出資料。EB債以外の資産クラスのリスク・リターンについては、イボットソン・アソシエイツ・ジャパン提供のデータを基に金融庁が推計

- ◆ 日本の資産運用会社の運用受託額は、全体で800兆円を超える規模になっている。私募投信の残高は2021年12月末時点で約110兆円に増加。また、純資産総額で、私募投信はETFを除く公募投信を上回っている。
- ◆ 機関投資家向けの**私募投信においては、公募投信よりも低コストの商品が提供されている**。顧客が大口の機関投資家中心であることが、その背景として考えられる。
- ◆ 国内株式、海外株式、海外債券のいずれのアセットクラスでも、信託報酬水準に大きな乖離が存在する。

(図表23) 公募投信と私募投信の比較

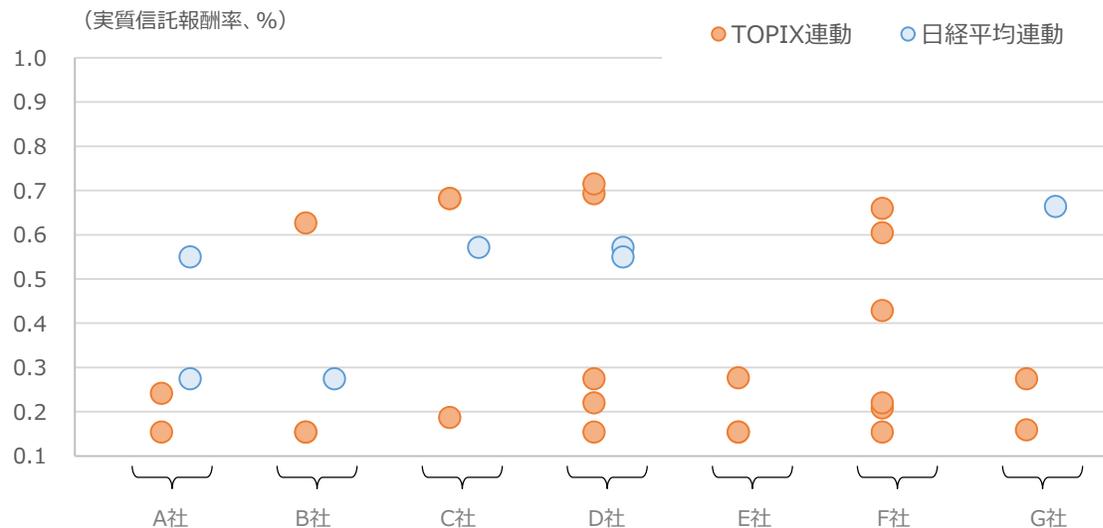


(注) 個別の投信を、2021年末までに過去5年間の年率リターンと信託報酬の水準に応じて、アセットクラス毎にプロット。5年分のデータが取得できない投信は除外。

(出所) QUICK、各社の提出資料を基に金融庁作成 (私募投資信託の純資産残高の多い資産運用会社が対象)

- ◆ インベストメント・チェーンにおける「アセットオーナー」は、DBでは企業であり、受託機関（信託銀行、生保、投資顧問業者等）を通じて内外の株式・債券等で運用を行っている。DCでは「アセットオーナー」はDC加入者等であり、DCを実施する企業や運営管理機関（銀行、信託銀行、生損保、証券会社等）は、DC加入者が選択する運用商品ラインナップ（投資信託、預金、保険商品等）を選定・提示する重要な役割を担っている。
- ◆ DBについては、委託調査※によると、海外の年金に比べ、まず、**日本の企業年金の情報公開の課題が指摘された。加入者だけでなく、拠出金を負担する株主を含めたステークホルダーに配慮し、人材や体制の拡充による運用高度化の余地が大きいとの提案がなされた。**
 - ※委託調査「企業年金を取り巻く状況に関する調査」（金融庁 令和4年5月20日公表）
- ◆ DC専用のインデックスファンドについては、依然として一物多価が続き、目立った改善の動きがない状況となっている。最終受益者である加入者の適切な資産形成のためには、日々の運営業務に加えて、以下が重要である。
 - ✓ **企業が適切な運用商品のラインナップ選択及び見直しに留意し、DC加入者に投資教育を行うこと**
 - ✓ **運営管理機関が、企業や加入者に対してDCの商品ラインナップとその他のよりコスト効率のすぐれた商品との差異についての情報提供や投資教育の支援を行うこと**

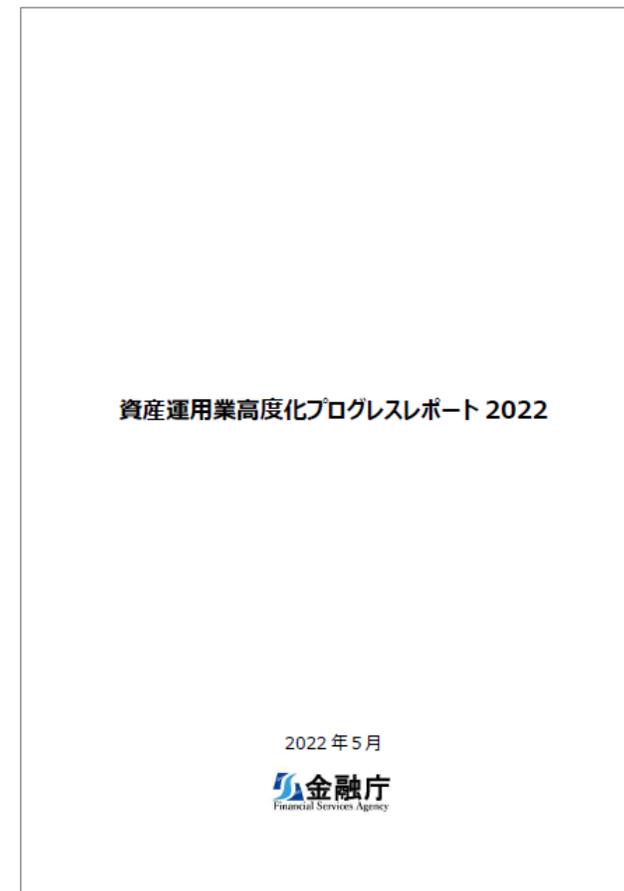
(図表24) DC専用インデックスファンドにおける資産運用会社ごとの信託報酬の水準



(注) 国内の公募追加型株式投信のうち、DC専用の日経平均連動インデックス型投信およびTOPIX連動インデックス型投信を対象（2022年3月時点）
 (出所) QUICKのデータを基に金融庁作成

(ご参考資料)

- 「資産運用業高度化プログレスレポート2022」全体版
- 委託調査「国内運用会社の運用パフォーマンスを示す代表的な指標（KPI）の測定と国内公募投信についての諸論点に関する分析」
- 委託調査「米国及び欧州のオープンエンドファンドの運用パフォーマンス調査」
- 委託調査「企業年金を取り巻く状況に関する調査」



【ディスクレーマー】

図表3に使用したRussell/Nomura日本株インデックスの知的財産権及びその他一切の権利は野村證券株式会社及びFrank Russell Companyに帰属します。なお、野村證券株式会社及びFrank Russell Companyは、対象指数の正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性及び適合性を保証するものではなく、対象指数を用いて行われる金融庁の活動に関し一切責任を負いません。