第20回 金融審議会市場制度ワーキング・グループ

資料４

資産運用業高度化プログレスレポート 2022

2022 年 5 月

金融庁
Financial Services Agency

目次

はじめに 1

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 2
１．経営体制 2
（１）独立性の確保と検証体制の整備 2
（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 3
（３）独立社外取締役の機能発揮 4
２．商品組成・提供・管理（プロダクトガバナンス） 6
（１）アクティブファンドのシャープレシオ 6
（２）国内株アクティブファンドの「アルファ」 7
（３）国内株アクティブファンドの信託報酬設定 8
（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 9
（５）顧客利益最優先の商品組成と償還の検討 11
３．目指す姿・強み 12
（１）注力する運用戦略等の確立 12
（２）外部委託等における運用委託先の適切な調査 13
（３）目指す姿を実現するための評価報酬体系 15
（４）運用や業務の効率化に向けた取組み 15
【コラム】資産運用会社における顧客本位の業務運営の徹底　～取組方針等の見える化～ 16

Ⅱ．ESG 関連公募投資信託を巡る状況 18
１．背景 18
２．調査の概要 18
３．ESG 投信の状況 19
４．各資産運用会社における取組状況 21
（１）ESG 投資に対する基本的な考え方 21
（２）組織体制 22
（３）ESG インテグレーション 24
（４）ESG 評価・データ提供機関 26
（５）スチュワードシップ活動 28
（６）開示 29
（７）外部委託 32
～ESG 投信を取り扱う資産運用会社への期待～ 34

Ⅲ．その他の論点 36
１．公募投資信託 36

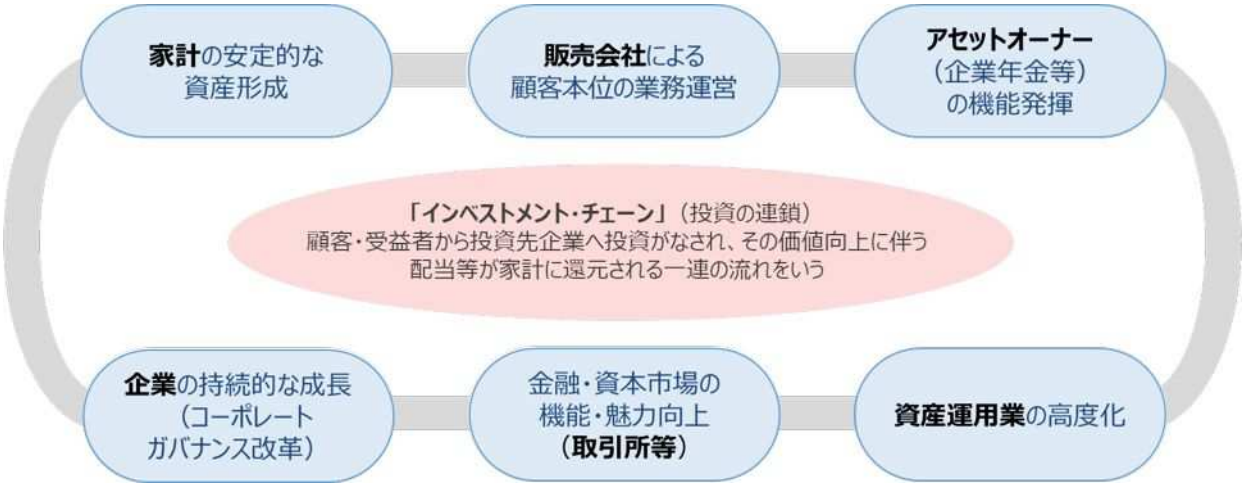
（１）シャープレシオ・エクスペンスレシオの国際比較 36
（２）一物多価の現況..... 37
（３）償還期限設定型投信の増加..... 37
（４）予想分配金提示型などの毎月分配型ファンドの「想定顧客層」..... 38
（５）新興国関連ファンド 39
（６）トータルリターンスワップについての開示 39
２．ファンドラップ 40
３．仕組債 42
４．私募投資信託..... 45
（１）私募投信市場の拡大 45
（２）私募投信市場における投資家構成 46
（３）投資家ごとの資産構成及び運用状況 46
（４）公募投信と私募投信のコスト・パフォーマンス比較 47
５．確定給付企業年金（DB）／企業型確定拠出年金（DC） 48
（１）企業型確定拠出年金（DC）：一物多価..... 49
（２）企業型確定拠出年金（DC）：アクティブファンドのアルファと、商品選定への示唆 49
【コラム】確定給付企業年金（DB）：海外の企業年金との比較分析における日本の企業年金への示唆.. 51

はじめに

国際情勢の緊迫化や新型コロナウイルス感染症の広がりなど、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。当庁においては、このインベストメント・チェーン全体の機能向上を図るうえで、資産運用業の高度化を重要課題と位置づけ、議論を重ねてきた。

今回の「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」は、2020 年に初めて「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」を公表して以来、３回目の執筆となる。本レポートでは、資産運用会社が顧客利益最優先の業務運営と運用力の強化を進めていくために必要な課題を、「経営体制」「商品組成・提供・管理（プロダクトガバナンス）」「目指す姿・強み」の３つの観点から掘り下げるとともに、近年増加している ESG 関連公募投資信託（以下、「ESG 投信」）に関するグリーンウォッシュ問題への対応として、当庁で行った調査・分析に基づき、「ESG 投信を取り扱う資産運用会社への期待」を整理した。また、その他の論点として、ファンドラップ、仕組債、アセットオーナー（企業年金）等についても取り上げた。

資産運用業の高度化を含むインベストメント・チェーンの機能強化に向けて、本レポートで示した論点や課題について、引き続き、各資産運用会社等との対話を続けていきたいと考えている。



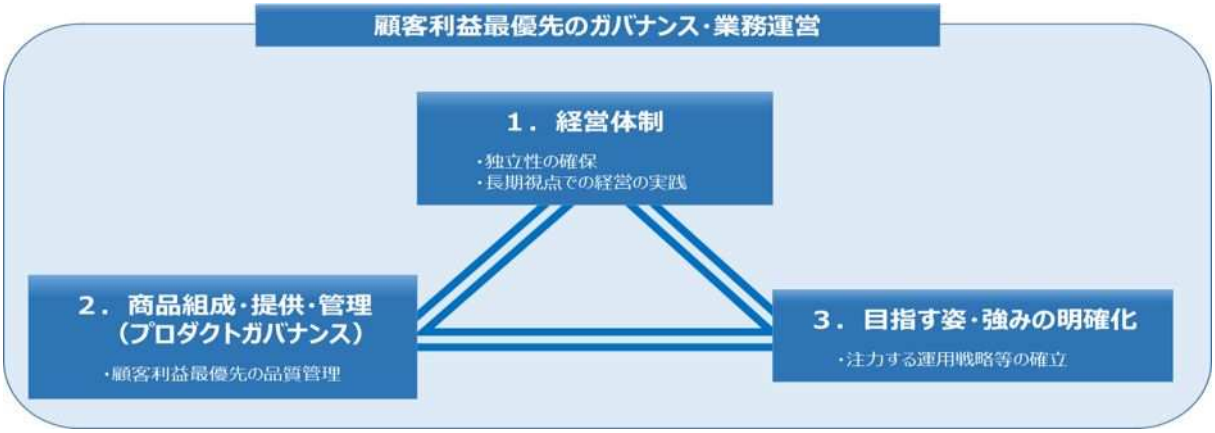
Ⅰ．顧客利益最優先の業務運営と運用力の強化に向けた資産運用会社との対話

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。こうした観点から、国内の資産運用会社及びその親会社との間で、取組みの進捗状況等について対話を進めた。

各資産運用会社において、資産運用業の高度化に向けた問題意識を持ち、社内の議論や各種の取組みを着実に進展させている動きも見られているが、顧客利益最優先の業務運営の実践と運用力の強化に向けて、自社のビジネスモデル等を踏まえながら、課題の改善に不断に取り組んでいくことが重要である。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求められている。

本レポートでは、各社の取組事例や改善が必要と考えられる事項を整理しているが、各社の取組みの進捗やその効果・成果について、引き続き注視し、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こととしたい。

（図表 1-1）顧客利益最優先の業務運営と運用力の強化に向けた取組み



１．経営体制

資産運用会社においては、社外取締役も含めた経営陣が責任をもって、顧客利益最優先の考え方を社内に浸透させることにより、適切なガバナンスと業務運営を実践していくことが期待される。

（１）独立性の確保と検証体制の整備

独立性確保の観点からは、資産運用会社にとっての顧客は、販売を委託する先ではなく、投資家であることを改めて認識し、金融グループにおける独立性を確保することが重要である。この点に関して、各社で以下のような取組みが見られた。

- 資産運用会社の経営体制の検討に当たって、グループとは独立した資産運用会社の指名委員会において、独立社外取締役を中心に議論が行われ、内部人材を経営トップに昇格させるとともに独立社外取締役を増員することとし、グループ親会社においてもその結論を尊重。
- 取締役及び執行役員のうち、経営トップを含めてグループ外出身の運用実務経験者を多数登用（グループ出身者は半数）。
- 資産運用会社の社長が、グループ親会社との間で、運用子会社のグループにおける位置付けや専門性を意識した人事方針についてコミュニケーションを図ることで、運用子会社の独立性確保を志向。
- 新たな経営計画の考え方を社内に浸透させる中で、資産運用会社の顧客は販売会社ではなく投資家であることを改めて共有。

顧客利益最優先の業務運営や運用力強化に向けた取組みが実効性を伴うものとなっているかについて、独立社外取締役等の第三者が検証する体制を整備・機能させることが重要である。この点に関して、各社で以下のような取組みが見られた。

- 各社で独立社外取締役の選任が進められている。一部の社では、ガバナンス機能の強化を目指し、独立社外取締役を更に拡充。
- 多様なバックグラウンドを有する人材を独立社外取締役として選任しており、専門性拡充のために運用ビジネスに精通した人材の選任を検討。
- コーポレートガバナンス・コードにおいて、独立社外取締役の有効な活用が求められている中、投資先の独立社外取締役の比率について納得感のあるエンゲージメントを行うためにも、自社の独立社外取締役の比率を投資先に求める水準に合わせて経営体制を整備。
- 独立社外取締役の拡充にあわせて、議論の活発化を図るため、経営トップと独立社外取締役である取締役会議長が事前に協議を行い、取締役会での重点的討議事項を定めるなど、取締役会を単なる業務内容の報告・承認の場から課題等の議論の場へ変える取組みを実践。

各社においては、取締役会に加えて、責任投資や顧客本位の業務運営の状況を検証する会議体が社外取締役もメンバーに加えた上で設置されている。経営層は、顧客である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適切な検証機能を確保する、ガバナンスの強化を図っていくことが重要である。また、各会議体では、取組実績の報告にとどまらず、議論を深化させるプロセスの確立や改善を進めつつ、課題と考えられる事項を含めて上程し、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検証を継続的に行うことが必要である。

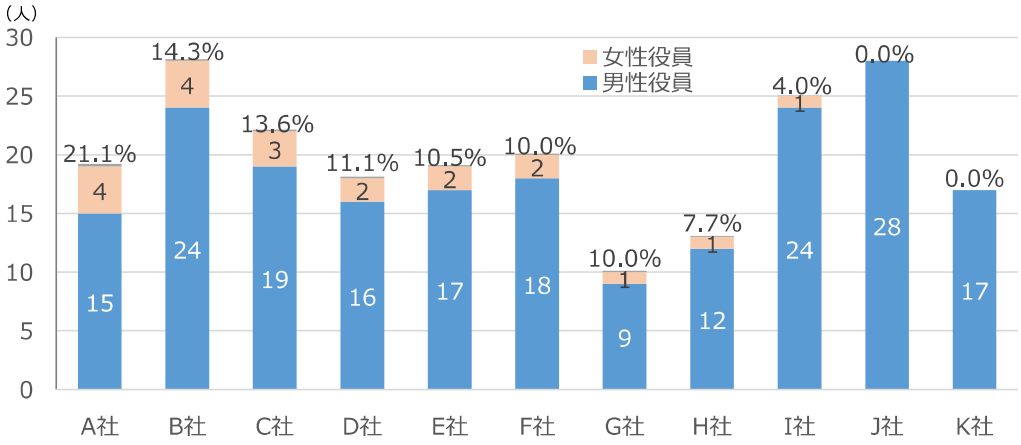
（２）長期視点での運用を実現する専門性を重視した経営体制

資産運用会社の経営陣には、顧客利益最優先の業務運営と運用力強化に向けた取組みを推進するための体制整備を進めることが期待されている。そのためには、専門性を重視した多様な人材の登用により、長期視点での運用を重視する経営の実践が重要である。この点に関して、各社で以下のような取組みが見られた。

- グループ内外の運用経験が豊富な人材や、資産運用会社での経営経験が豊富な外部人材を登用することで経営体制を強化。
- 大手資産運用会社の経営トップの平均在任年数は約３年であるが、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トップの在任期間が延びている先もある。
- 新たな経営体制において、従来のグループ内の順送り人事を前提とせず、経験や実績を踏まえてトップや執行役員に内部人材を登用。
- 多様な人材の登用を目指し、女性の管理職比率やプロフェッショナル人材の登用比率等の数値上の目標を設定するだけでなく、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行うほか、女性活躍推進をテーマとしたシンポジウムを開催。

各社においては、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である。また、コーポレートガバナンス・コードにおいて、女性活躍推進など、多様性の確保が掲げられていることも踏まえ、実効性のあるエンゲージメントに繋げるためにも、各社自身が、業務実績を踏まえつつダイバーシティの確保に向けた取組みを更に推進していくことが必要である。

（図表 1-2）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）[1,2]



（３）独立社外取締役の機能発揮

各社では独立社外取締役の拡充が進められているが、形式的な体制整備にとどまらず、顧客利益最優先の業務運営や運用力強化に、真に資する取組みとなることが重要である。本事務年度においては、独立社外取締役に求められる役割や専門性を踏まえた機能発揮のための課題等について、各社の独立社外取締役との間で意見交換を実施したところ、以下のような取組みや意見が見られた。

---

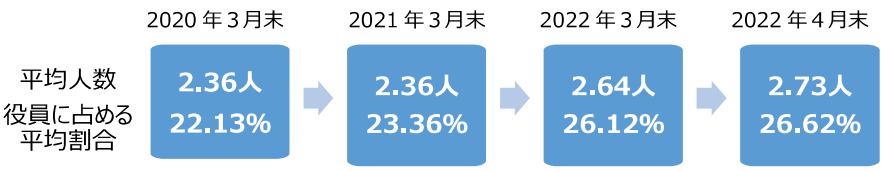
[1] 一般企業における女性管理職割合は平均 8.9%、金融業では平均 12.7%（出所：帝国データバンク「女性登用に対する企業の意識調査（2021）」）。

[2] 各社のウェブサイト等を基に金融庁作成。

- 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、その中で資産運用会社の経営体制のあり方、とりわけ経営トップのグループ外からの招聘等についても議論している事例や、独立社外取締役が専門性を活かした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。」との意見がある一方で、「資産運用に関する専門性を有していなくとも、経営に対して、一般的なビジネスの知識、法務・財務の知識、経営実務等、それぞれの知見を踏まえた質問や指摘を行うことのできる能力が必要。」との意見もあった。
- 独立社外取締役に対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はそれぞれであり、専門性、知見に応じた内容の情報提供が必要。」との意見があった。

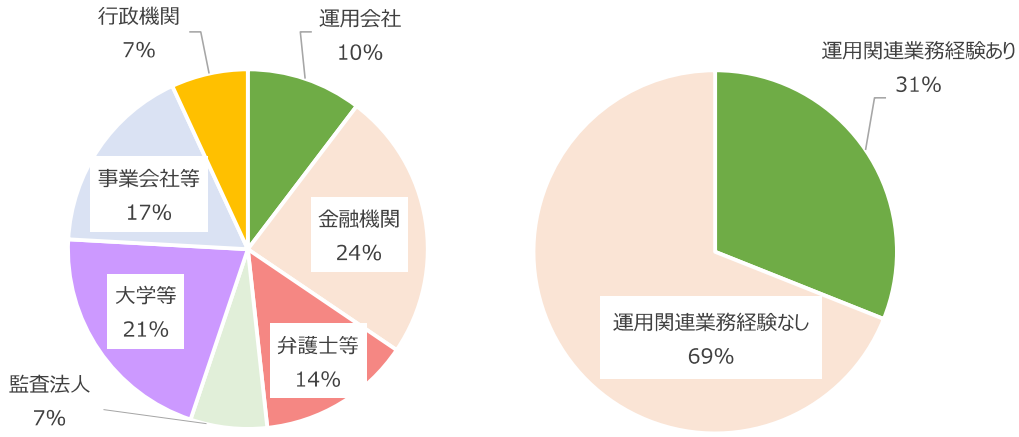
資産運用会社における独立社外取締役の属性については、各社が独立社外取締役に期待する目線にもよるが、運用力強化に向けた取組みを検証する観点からは、運用ビジネスに関する知識・経験のある人材の選任が必要である。また、資産運用とは異なる専門性により選任された独立社外取締役については、情報提供等のサポートを適切に行っていくことで、各知見に応じて運用力強化に貢献ができるような取組みが必要である。

（図表 1-3）大手資産運用会社における独立社外取締役の状況[3]



割合別会社数（2022年4月）	
20%未満	4社
20%～30%未満	3 社
30%～40%未満	2 社
40%～50%未満	1 社
60%～70%未満	1 社

（図表1-4）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）[3]



[3] 各社の提出資料等を基に金融庁作成。

２．商品組成･提供･管理（プロダクトガバナンス）

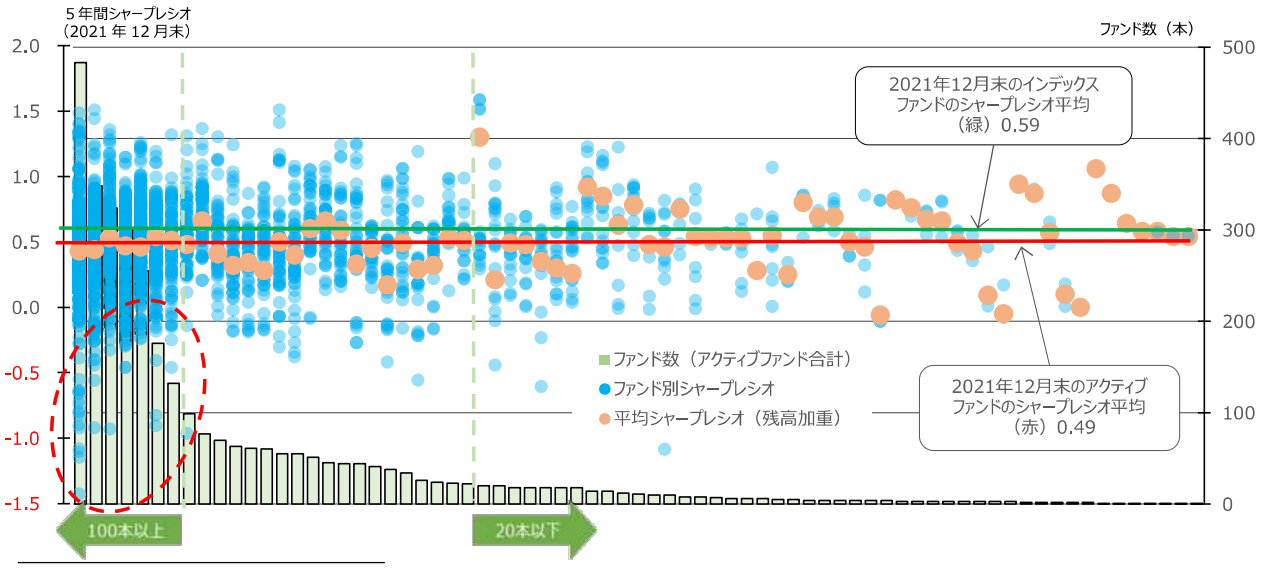
資産運用会社が、顧客利益最優先の業務運営を実践するためには、「真に投資家ニーズを踏まえた中長期に安定的なリターンを確保できる商品が組成、提供できているか」、「組成時に想定した運用が実践され、投資家へコストに見合うリターンを提供できているか」、「組成時に想定した運用を継続していくことが可能か」等の観点から、個別商品ごとに品質管理を行うプロダクトガバナンス体制を確立することが重要である。

（１）アクティブファンド[4]のシャープレシオ[5]

公募アクティブファンドのシャープレシオについて、資産運用会社毎にまとめたのが図表 1-5 である。縦軸左側はシャープレシオの水準であり、図中の青い丸は各社の各ファンドのシャープレシオ、橙の丸はそれらファンドの資産運用会社毎の平均シャープレシオを表す。また、棒グラフの高さはファンド数（縦軸右側）を表しており、左から順に、ファンド数が多い資産運用会社から並べている。

図の中ほどから右側の、ファンド数が相対的に少ない社に、比較的平均パフォーマンスの良い社が見られる。運用するファンドが 20 本以下の社ではアクティブファンドの平均シャープレシオ（0.49：赤い線）を上回る社が多くあり、独立系や一部の外資系等を中心にインデックスファンドの平均シャープレシオ（0.59：緑の線）も上回っている先が見られる。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してい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みられ（赤点線枠囲み）、顧客利益を最優先したプロダクトガバナンスの徹底が期待される。

（図表 1-5）資産運用会社別ファンド数及びファンドパフォーマンス分布[6]



[4] 「アクティブファンド」は、独自に銘柄の選定を行い（アクティブ運用）、特定の株価指数（インデックス）を超えるリターンを目指すファンド。一方、特定の株価指数（インデックス）に追随する銘柄選定（パッシブ運用）を行うものを「インデックスファンド」という。

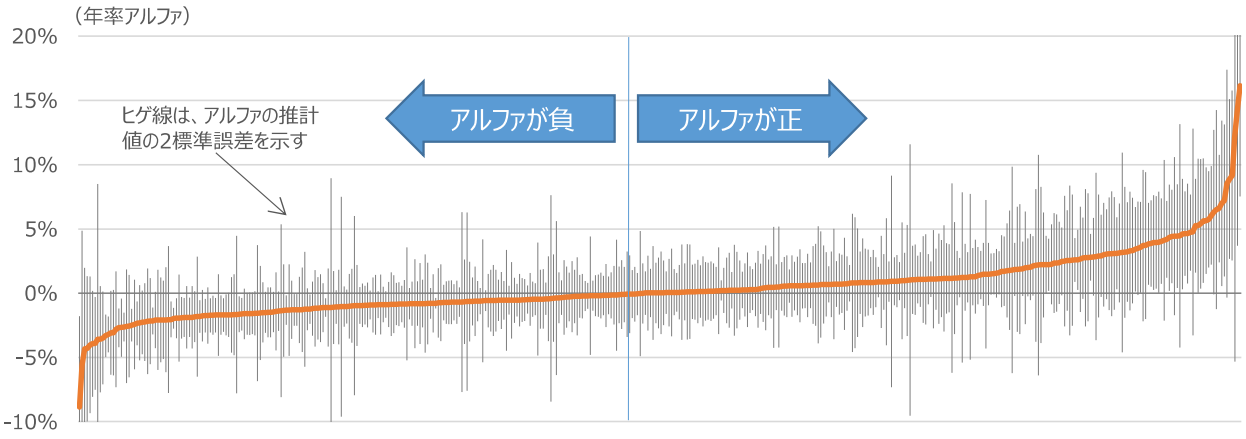
[5] ある特定期間における、リスク（標準偏差）１単位当たりのリターンを図る指標。

[6] QUICK のデータを基に金融庁作成。

（２）国内株アクティブファンドの「アルファ」

アクティブ投資に期待される付加価値は、マーケット全体に連動したパッシブ投資、もしくは、特定スタイル（「バリュー」「グロース」「小型」等）に連動したパッシブ投資を上回るリターンである。このアクティブ投資の付加価値である超過リターン（以下、「アルファ」）を定量的に把握するために、各ファンド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。分析対象[7]の国内株アクティブファンド 444 本の推計結果[8]をまとめたのが図表 1-6 である。各ファンドのアルファの推計結果を、左からアルファの低い順に並べて、その結果を橙色の折れ線でつないで示した。

（図表 1-6）国内株アクティブファンドのアルファ（年率）[9]



図にある通り、約半数（444 本中 219 本）においてアルファの推計値がマイナスとなり、そのうち統計的に有意[10]にアルファがマイナスとなったのは 32 本となった。一方、アルファが統計的に有意にプラスになったのは 35 本であった。アルファがマイナスのアクティブファンドは、パッシブ投資よりもパフォーマンスが劣る運用結果であったと推定される。

アルファの推計値が高いファンドを個別に見ると、大手の資産運用会社のファンドだけでなく独立系等の資産運用会社が運用するファンドが多数見られた。これらのアルファの推計値が高いファンドは、運用スタイルとしては中小型株を中心としているものが多い。この背景には、中小型株の運用では、運用担当者による投資対象先の調査と銘柄選定による付加価値を出しやすいことが考えられる。

---

[7] 2022 年 3 月末に現存した国内株アクティブファンドのうち、2002 年 4 月から 2022 年 3 月までの 20 年間のうちに 4 年以上の運用実績があるファンド。

[8] 信託報酬等のコスト控除後の分配金込み基準価額のデータによるアルファを測定（販売時の手数料は未考慮）。分析手法の詳細については、別添 1 参照。

[9] 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。

[10] 推計値が 2 標準誤差以上ゼロと異なる場合を「統計的に有意」と記載。これは、例えば、アルファがマイナスと推計されたものについて、「マイナスではない」という逆の仮説が妥当する可能性が約 2.5%以下と推定されることを意味している。

一方、アルファの推計値が有意にマイナスとなったファンド 32 本を見ると、大手資産運用会社のファンドが多くを占め、独立系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（32 本中 23 本）が設定から 20 年以上経過しているファンドであり、約 4 割（32 本中 12 本）が、中長期の運用を前提にしていると考えられる DC（確定拠出年金）向けのファンドであった。

（図表 1-7）アルファがマイナスのファンド（下位 15 本[11]）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

一般的に投資家は、インデックスファンドよりも高い信託報酬水準が設定されている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

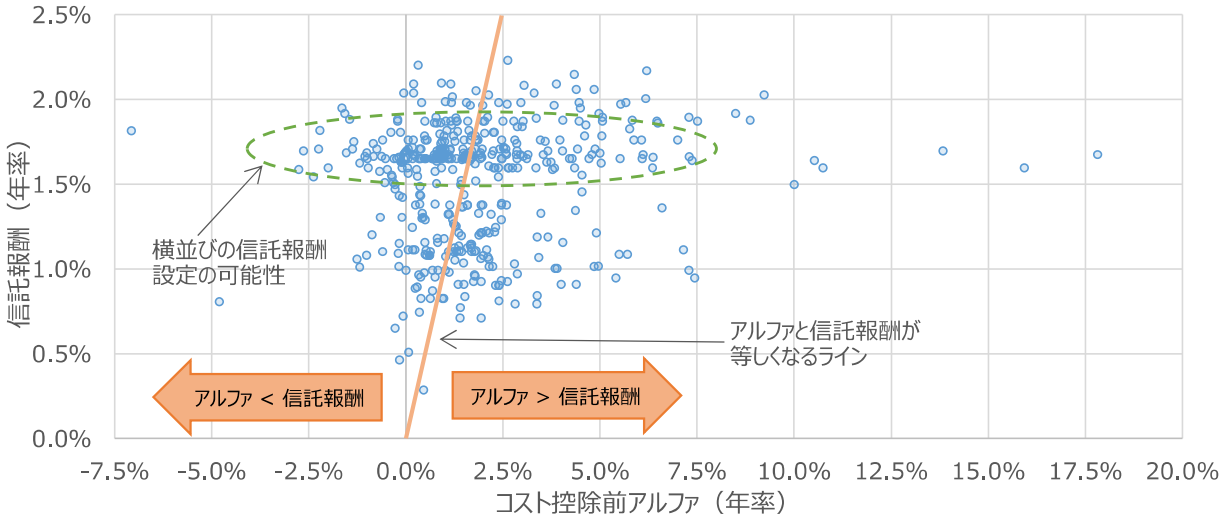
図表 1-6 にあるとおり、信託報酬等のコスト控除後では、分析対象の国内株アクティブファンドのうち約 8 割強のファンドのアルファの推計値が統計上は有意にプラスでもマイナスでもないという結果になった。これらのファンドでは、コスト控除前では一定程度パッシブ投資を上回る運用成果を実現しているものの、その成果がコストに相殺されてしまい、顧客に付加価値を届けられていない可能性が考えられる。

[11] 特に t 値が-4 を下回るもの（赤い点線囲み）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。

そこで、図表 1-8 のとおり、アルファの推計値に信託報酬率を加算した値を「コスト控除前のアルファ」の推計値として、信託報酬水準との比較を行ったところ、信託報酬水準がアルファの推計値を上回ってしまっていると考えられるファンドが多数見受けられた（橙の斜め線より左側の点の分布）。なお、この分析では販売手数料が考慮されていないため、販売手数料も含めたコストがアルファを上回ってしまうファンドは、実際には更に多いと考えられる。

また、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 1-8）コスト控除前アルファと信託報酬水準[12]



（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

各社は、運用部門やリスク管理部門等による個別ファンドのパフォーマンス検証により、運用手法等の改善に向けた検討や運用担当者の交代等の対応策を講じているとしていたが、国内株アクティブファンドのアルファ分析からは、特に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。そのため、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。

各社との間で、結果的に中長期に投資家が得るリターンがマイナスとなっているファンドの対応状況について対話を行ったところ、運用するファンドの数が多い大手資産運用会社のほとんどにおいて、以下のように、顧客利益を最優先した品質管理が行われていないと考えられる多数の事例が見られた。

＜顧客利益最優先のプロダクトガバナンスに向けて課題と考えられる事項＞

① 運用状況のモニタリング

多くの社において、顧客利益の観点から信託報酬等のコスト控除後のパフォーマンス検証が適切に行われていない。

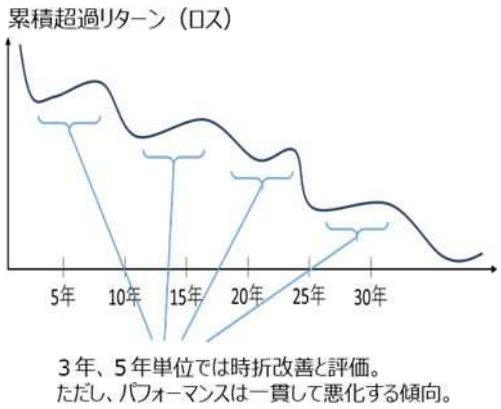
[12] QUICK、野村證券（Russell/Nomura 日本株インデックス）、日本銀行の資料を基に金融庁が推計（図表 1-6 と同じ）。

- 投資家向け資料にはコスト控除後のパフォーマンスを基準価額の推移として掲載しているが、社内の組織的な商品管理の目的では、コスト控除後のパフォーマンス指標が算出、共有されておらず、検証もされていない。そのため、例えば、ファンドがコスト控除前でわずかな超過リターンを出していれば「問題なし」と判断され、その超過リターンを上回る信託報酬を徴収することの問題点は組織内で検証されず、コスト控除後でのパフォーマンスの低迷が長期間にわたって問題視されていない事例。
- 長期に運用を継続するファンドの一つである日本株アクティブファンドの社内でのパフォーマンス評価にあたり、分配金再投資の基準価額を TOPIX の配当抜き指数と比較しており、その不合理に気づかないまま、10年以上の長期にわたり「超過リターンが出ている」と誤認していた事例。
- 繰上償還の検討の際、コスト控除後の利回り水準を評価項目のひとつとしているが、ファンドパフォーマンスの検証会議体との間で同一目線での検証結果が共有できておらず、当該評価項目が実質的に機能していない事例。

不芳ファンドを抽出する基準において、参照期間を１年から３年（長くても５年）としている場合が多く、短期的なパフォーマンスの改善を受けて、抜本的な見直しの対象から外してしまうことで、結果としてパフォーマンスが長期に低迷しているケースなど、ファンド設定来等の長期視点での検証が行われていない。

- 運用部門（第１線）とリスク管理部門（第２線）がそれぞれパフォーマンス検証を行っているが、リスク管理部門で設定する一定の閾値（１年、３年のリスクリターンの状況等）の中に長期のパフォーマンス指標が含まれておらず、長期視点では複線管理が機能していない事例。

（図表 1-9）長期低迷ファンドのイメージ図



② 適正なコスト水準の設定と検証

商品組成時におけるコスト水準の設定に当たって、他社の同種商品のコスト水準を比較するのみで判断するなど、個別ファンドの運用方針の違いや自社の運用実績も踏まえた判断がなされていない。また、運用状況に見合ったコストの見直しや運用を継続していくことの可否についての検討が適切に行われていない。

- 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のファンドに準じた信託報酬水準を設定。商品組成時の信託報酬設定の考え方が不合理であり、結果的に設定来のコスト控除後の超過リターンは大きくマイナスとなっているが、信託報酬水準の見直しの検討が行われていない事例。
- ファンドのパフォーマンスを管理する部門において、一定以上のアクティブリスク（トラッキングエラー）を維持することが、アクティブファンドの信託報酬水準を正当化するためには重要であるという認識が欠けており、アクティブリスクの低下に対して機動的な改善対応が行われていない事例。
- 販売会社等の外部のファンド関係者との調整コストを理由に、長期に大幅なマイナスが継続するファンドであっても、社内での対応は運用手法の改善や運用担当者の交代等にとどまり、信託報酬水準の見直し

や繰上償還の要否の検討など、商品性の課題についての抜本的な対応を行うプロセスや社内ルールが設けられておらず、外部のファンド関係者に対して組織的な対応を行うことができていない事例。

③ 経営によるガバナンスの実効性確保

社内の部門横断的な品質管理の権限と責任の所在が不明確なため、商品部門、営業部門、運用部門やリスク管理部門等の各部門の体系的なプロダクトガバナンスが機能しておらず、品質の検証プロセスに関する適切性の確認を行う社外取締役を含めた経営陣に対して十分な情報共有が行われていない。ある大手資産運用会社との対話の中で、運用担当役員に対してパフォーマンス不芳ファンドの認識を尋ねたところ、「結果的にパフォーマンスが悪化しているが、運用部門は、運用方針どおりの運用を行った結果。投資家はコストの安い他ファンドを購入することも可能であり、特段に問題視していない。」といった発言がなされることもあり、経営陣が実効的なプロダクトガバナンス体制の必要性を十分に認識できていないとも考えられる。

- パフォーマンス不芳ファンドについて、「部門間で議論している。」としているが、改善策を実行する権限や責任の所在が明確でないため具体的な対応がなされず、改善すべき問題が長期化するほど顧客の利益が損なわれることの認識が十分ではない事例。
- 主要ファンドのパフォーマンスについては、毎月の経営会議や取締役会に報告されるものの、対象となるファンドやパフォーマンス測定期間が限定的で、パフォーマンス不芳ファンドの見直しや改善に向けた具体的な議論ができていない。また、各種会議体においても、顧客目線であるコスト控除後での検証が不足しており、社内の部門横断的な検証が機能していない事例。

顧客利益を最優先に考え、投資家にリターンを提供できているかという観点から、運用する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である。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、投資家が負担するコスト水準に見合ったリターンが実現できているかについて、設定来等の長期視点での検証を行う体制を確保することが必要である。

また、市場環境の動向等により、やむを得ず商品組成時に想定した運用やパフォーマンスが実現できていない、あるいは改善に向けた対応が困難であると判断される場合には、顧客利益を最優先に考えて、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がある。

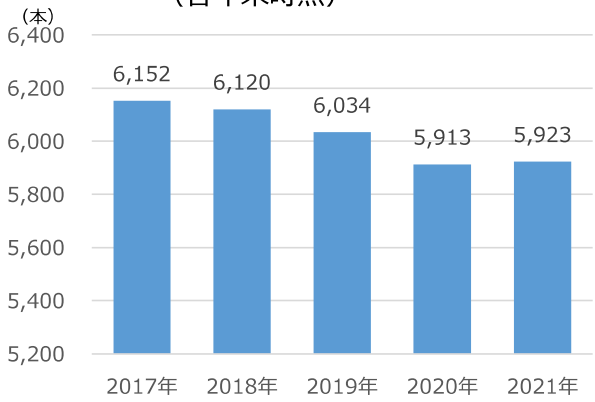
商品、運用、管理、営業等の各部署で改善に向けた対応の見解が異なることも考えられることから、何よりも経営陣が自社ファンドの実態を把握した上で、各部署を統率するプロダクトガバナンスの権限の明確化など、実効性ある検証プロセスの構築に責任を持って対応することが必要である。一部の社では、プロダクトガバナンスの実効性確保に向けた議論を進め、投資家が負担するコスト控除後のパフォーマンスの検証、長期目線での検証を行うための体制構築等、改善に向けた取組みを既に進めている先も見られているが、各社の経営陣が主導して同様の検討を積極的に行い、早期に実践されることが期待される。

（５）顧客利益最優先の商品組成と償還の検討

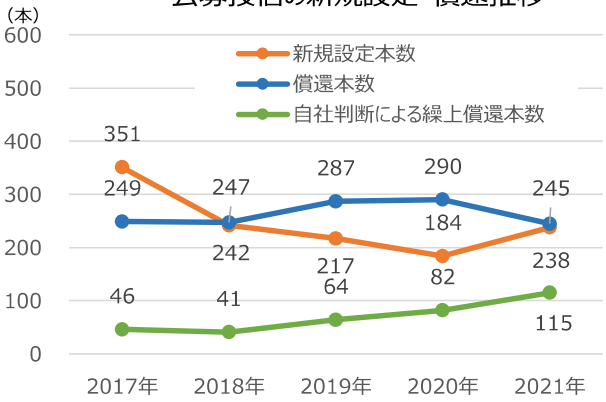
各社においては、新規に商品を組成するに当たって、商品委員会やファンドガバナンス会議での議論を通じて、類似商品の有無、長期運用に資する投資対象としての適切性、コスト水準の適切性を踏まえた検証が行われて

いることもあり、2017 年以降、公募投信全体の新規設定本数は減少傾向にある（2021 年は既存ファンドの決算期等のコース充実や ESG 投信の組成等により前年比増加）。一方、パフォーマンスの低迷しているファンドや単体で採算が取れていない小規模ファンドについては、顧客に不利益を生じさせている可能性があることを踏まえ、各社では、ファンドの償還等を検討する社内体制の整備により、年次で運用残高や採算性等の一定の基準により償還候補となるファンドを選定し、自社判断で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。（大手資産運用会社における 2021 年の平均繰上償還本数：10.5 本）

（図表 1-10）公募投資信託の本数推移（各年末時点）[13]



（図表 1-11）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[14]



他方、各社における償還ファンドの検討において、以下のような課題も見られた。

- 規模の大きなファンドでコスト控除後のパフォーマンスの低迷が続くことは、顧客への影響が大きいと考えられるが、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。

各社においては、運用する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である。

3．目指す姿・強み

（1）注力する運用戦略等の確立

各資産運用会社において、目指す姿や強みの明確化やその実現に向けた具体的な進捗として、以下のような取組みや成果が見られた。

[13] 投資信託協会のデータを基に金融庁作成。

[14] 各社からの提出資料、QUICK のデータ等を基に金融庁作成。

- 強みとするインデックス運用の強化に向けたデータ管理や事務作業のシステム化に加えて、マザーファンドを集約するなど効率化を推進。その結果、月次の資金流入額の安定もあり、公募投信残高が大幅に増加。
- 自己運用部門の運用ノウハウを活用し、機関投資家向けに CLO や MBS を投資対象とする特徴ある商品の運用力を強化。
- 運用の長期コミットメントを実現するために、全てのプロダクト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。その結果、過去 10 年で、ほぼ全ての主要ファンドにおいてプラスのアルファを実現。
- グループ内のオルタナティブ運用機能の集約や商品開発の協業を推進。強みとするオルタナティブ運用等で機関投資家等から新たに数千億円を受託したほか、既存の機関投資家向け優良商品の公募商品化を推進。
- 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。

特に、独立系資産運用会社については、以下の取組みが見られた。

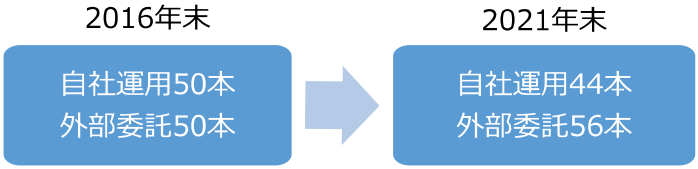
- ファンド・オブ・ファンズ（FOFs）形式による運用で、長期にわたって積立投資を推進するビジネスモデルで実績を積み上げてきた中で、資産運用会社の社会的使命でもある投資先企業との対話を重視する自家運用ファンドを新規に組成。
- 創業者兼運用者として、良好な運用パフォーマンスを実現し、運用規模を拡大してきた中で、ファンドの長期運用（運用者の承継）を目的にチームメンバーを運用主担当とするなど、運用体制を変更。
- 海外プライベートバンクとの関係構築による情報取得や海外ファンドに精通した人材を獲得することで、自社独自の投資先ファンドを開拓し、安定的なパフォーマンスに寄与。

各社が選択と集中により、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である。その際、顧客利益最優先の観点から、必要な専門人材の確保やガバナンスを整備した上で取組みを推進していくことが必要である。

（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が外部委託運用である状況は足元５年間で変化はないが、インハウス運用の強化、あるいは外部委託の目利き力強化について、各社が目指す中長期の具体的な戦略を明確化し、適切にリソースを配分していくことが重要である。

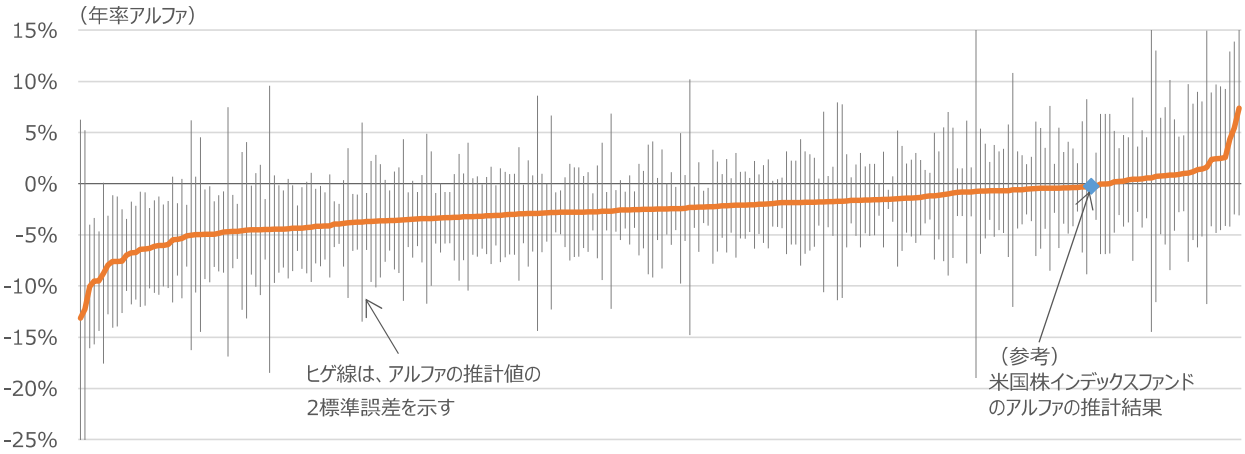
（図表 1-12）アクティブファンドにおける自社運用・外部委託本数の推移（運用資産残高上位 100 本）[15]



[15]「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」（QUICK：令和４年４月 22 日公表）を基に金融庁作成。
＜https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20220421_2.html＞

しかし、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について、図表 1-6 の国内株ファンドと同様にアルファの推計を実施したところ、図表 1-13 のとおり、アルファが統計上有意にプラスとなったファンドは１本もなかった。また、参考として、米国株インデックスファンドのうち長期の実績があるファンドのアルファを推計したところ、ほとんどの米国株アクティブファンドのアルファがこのインデックスファンドの結果を下回った。これは、統計的な観点からは、米国株についてはパッシブファンドに替えてアクティブファンドに投資する意義がほとんど無いことを示している。米国株について外部委託運用のファンドの設定を検討する際は、こうした観点を踏まえて、委託先の選定やコストの設定に慎重な判断が求められる。

（図表 1-13）米国株アクティブファンドのアルファ（年率）[16]



本事務年度においては、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おらず、投資家に約束している運用が実際に行われているかについて確認ができない等、投資先選定時のデューデリジェンスやその後のモニタリングが不適切であった事例も認められている。いずれの事例も、他社比で特徴のある投資先を選定したいとの意図が先行する一方で、投資対象資産の特徴を踏まえた運用実態や財産管理の状況を十分に確認できるだけの知見をもった人員の確保を含めた検証体制が整備されないまま、投資が実行されたと考えられる。

各社が、海外資産の運用力強化を課題としているが、インハウス運用で対応する場合には、コストを上回るリターンを生み出す運用力、運用体制の整備が求められるのと同様に、外部委託や FOFs による運用を行う場合にも、外部委託先等の選定や管理を十分に行うための人員や体制の整備が必要である。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である。

[16] QUICK、Kenneth R. French（ダートマス大学）、日本銀行の資料を基に金融庁推計。

（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、運用力の強化を目指す中で、運用専門人材の確保・育成に向けて、グループとは異なる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が進められるなど、以下の取組みが見られた。

- グループの理解のもと、実績のある運用担当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、インセンティブ部分は繰延べの支払いとしている。
- 運用担当者の賞与算定のベースとなる業績評価に当たり、ファンド規模や委託者報酬は考慮していない。
- 運用専門人材の報酬全体の３割程度（賞与分）を変動報酬としている先が多いが、役職や評価結果によって約 65%が変動報酬となった事例も見られた。また、変動報酬部分のうち、アクティブファンドの担当者の定量評価割合については、役職等の階層も踏まえた差を設定する社が多いが、30%から、割合の高い先では、80%を設定。
- パフォーマンス評価の対象期間を 3 年程度としている社が多い中、一部の社は新たに５年の期間を設定。
- グループ内で運用部門独自の評価報酬体系を導入しているが、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。

各社には、運用担当者のみならず、商品、営業、リスク管理やシステム管理等、多様な専門人材が在籍しているが、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である。

（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に向けた以下の取組みが見られた。

- 運用者自身が行っていた定型の発注業務を集約して行う組織を整備し、運用者が運用業務（投資判断）に専念できる体制を整備。
- クオンツリサーチチームにおいて、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。
- AI を活用した社内問い合わせ・回答ツールやチャットボットサービスの導入開始により、人を介さずに定型的な照会を完結。
- 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 や大量データの効率的な活用やデジタライゼーション等の活用が、運用パフォーマンスの向上に繋がるまでには至っていないとの意見も聞かれたが、運用力の強化とコスト削減に向けた研究や取組みの一層の進展が期待される。

【コラム】資産運用会社における顧客本位の業務運営の徹底　～取組方針等の見える化～

金融庁は、2017 年に「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下、「原則」）を制定し、2021 年に原則を改訂した。金融機関系列の日系、外資系、独立系の資産運用会社 25 社の取組方針にかかる各資産運用会社の開示状況等について調査を実施したところ、取組方針の改訂対応先は 22 社、非対応先は 3 社（うち 1 社はコンプライせずエクスプレイン）であった。一部の社では会社全体で「顧客本位の業務運営」の推進とその取組方針等の開示を進めているが、各社の取組みは道半ばであり、取組方針に沿った具体的な取組みの実践とともに、顧客向けの開示について一層の創意工夫が必要である。

また、25 社のうち、特に創意工夫が見られる先に対して、①顧客に対して、分かりやすく有用な情報が示されているか、②「原則」の趣旨・精神を自ら咀嚼した取組内容や、「原則」を実践するための従業員のとるべき行動が具体的に示されているか、といった観点から対話を実施した。各社の取組事例や課題と考えられる事項を 7 つの原則に沿って、以下のとおり整理した。

① 顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等

- 「原則」等に基づく取組方針を公表した投資運用業者数：113 社／登録投資運用業者数：418 社（2022 年 2 月時点）

② 顧客の最善の利益の追求

- 資産運用会社としてのフィデューシャリー・デューティー（FD）の実現に向け、独立社外取締役の選任や、有識者から助言を受ける「アドバイザリー・コミッティ」を設置するなど外部の意見等を取り入れる体制を整備。顧客視点の見方・声を業務の運営や改善に反映。
- ホームページ上で、運用する全てのファンドのリターンの状況を開示したり、インベスターリターンを開示したりしている先もあれば、良好なパフォーマンスを実現しているファンドのみの開示に留まっているケースも見られる。パフォーマンスの良し悪しにかかわらず、運用するファンドについて、顧客利益を生み出しているかどうかの情報開示には改善が必要。

③ 利益相反の適切な管理

- 金融機関系列の親会社である持株会社・販売会社との利益相反を避けるため、資産運用会社社長と持株会社の役員の兼務体制を解消した先もあるが、利益相反が疑われる兼務体制を依然続けているケースも見られる。

④ 手数料等の明確化

- 同一チャネル向け同一ベンチマークのインデックス投信における信託報酬を統一し、一物多価を解消。
- 顧客の長期的な資産形成に貢献するため、商品ごとに純資産総額が一定額を超えると段階的に信託報酬が下がる仕組みを商品組成時から導入。
- 資産運用会社のホームページでは、目論見書の PDF を開かないと信託報酬が確認できない社が少なからずあり、手数料等の明確化を本気で行う意思があるのかが問われかねない状況。

⑤ 重要な情報の分かりやすい提供

- 今般のウクライナ情勢を受けて、多数の公募投信で追加設定や解約申込受付の一時停止措置がとられている。各社はファンドに重大な影響を与える事象が発生した際には、顧客の不安を解消するためにも運用状況や今後の見通し等について、迅速、丁寧な説明を行うことが重要。
- 顧客との情報の非対称性があることを踏まえれば、信託報酬や具体的な指標等を用いたリスクのわかりやすい説明には課題が認められる。ホームページ等での情報提供は真に顧客や未来の顧客に発信することを目的として、内容の充実とわかりやすさの追求が望まれる。

⑥ 顧客にふさわしいサービスの提供

- 資産運用会社は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品の組成、サービスの提供を行うべきであるが、多くの資産運用会社がリテール向けの直販チャネルを持たないこともあってか、販売会社の都合を優先したと受け取られかねない商品開発の例が依然見られる。

⑦ 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等

- 顧客への対応について「全ての業務が顧客に通じ、全役職員の笑顔がその源泉になることは自明で、共通の価値観を大切に、その価値向上こそが顧客本位の業務運営であり、価値創造を行う仲間をリスペクトすることで価値向上につなげる。」というユニークな動機付けをする社が見られた一方で、「研修などを通じて、役職員に対し、本方針・・・について適宜適切に周知。」といったように、原則に記載されている従業員研修に形式的に触れているように見受けられるケースも見られる。

上記のような課題が確認された一方、各社へのヒアリングでは、以下のような、顧客本位の業務運営をトップダウンではなく社内の各部署が自発的に徹底しようとする取組みも見受けられた。

- 当社は、投信法 第１条「・・・投資者による有価証券等に対する投資を容易にし、もって国民経済の健全な発展に資することを目的とする」の原点に立ち返り、経営ビジョンの改定を行った。今後、社内外に浸透を図り、顧客本位の業務運営の徹底を図る。
- 当社にとっての顧客が誰であるのか不明確であった（営業部門では販売会社を顧客と捉える向きがあった）ので、個人・法人を含めた全てのアセットオーナーを「顧客」、販売会社や運用外部委託先を「パートナー」と定義付け、お客さまのために何ができるのかといった議論を行っている。
- 当社は、原則導入初期から、原則の対応をコンプライアンス部門に限定した業務とせず、営業を含めたフロント部門も巻き込み、各部門が自己責任でアクションプランを作成し、実践してきたことで、当社の企業文化として顧客本位の業務運営の徹底に繋がっている。
- 当社では、互いが対峙する関係ではなく、同じ方向を向いて共に価値を創る同志という考えから、顧客を「お仲間」と表現している。同時に、社員には職場を労働の場としてではなく、自己実現の場としてもらいたいと考えている。そのため、当社は、社員一人一人に各人の価値観が当社の企業理念と合っているかを常々意識してもらい、日々の行動が真に社会に提供したい価値につながっているか日常的に考える機会を設けている。そうした結果がお仲間からの「信託」につながり、収益として社員に還元される、という循環が最適であると考えている。

Ⅱ．ESG 関連公募投資信託を巡る状況

１．背景

ESG や SDGs に対する関心の高まりを背景に、ESG 投信の設定が相次いでおり、注目を集めている。一方、これらの投資信託については、「環境配慮をうたいながら、実際の運用プロセスは異なっており、投資家の誤解を招いているのではないか」との懸念も指摘されている。いわゆるグリーンウォッシュ問題である。

一般的に、我が国の投資信託は信託財産の成長を目的としており、いわゆるインパクト投資のように環境や社会的効果の創出を目的としていない場合が多い。また、資産運用会社の採用する ESG 投資手法は様々であり、必ずしも ESG 要素を超過収益の源泉と位置付けて投資銘柄を選定しているとは限らず、企業分析の一要素として考慮しているにとどまる場合もある。さらに、資産運用会社によって、投資銘柄選定時における ESG 要素の考慮や、その後のエンゲージメント活動の深度には差が見られる。

こうしたことを背景として、様々な種類の ESG 投信の実態と、一般投資家が有する ESG 投信への期待との間にギャップが生じていることが、グリーンウォッシュと言われる問題の要因の一つとなっていると考えられる。そのため、ESG 投資に取り組む資産運用会社においては、適切な ESG 投資を実行するために必要な組織体制の構築を進めつつ、自社としての明確な ESG ポリシーを策定の上、運用プロセスの高度化に向けて継続的に取り組むことが期待される。さらに、投資家が投資商品の内容を誤解することなく正しく理解し、その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た一貫性のある形で、適切な情報提供や開示を積極的に進めることも期待される。

2021 年 11 月には、IOSCO（証券監督者国際機構）が、「資産運用におけるサステナビリティに関連した実務、方針、手続及び開示に関する提言」を公表したほか、欧州における開示規則（通称 SFDR）の制定・施行（2021 年 3 月）、英 FCA（金融行為規制機構）による ESG 投信に関する指針原則の策定（2021 年 7 月）、米 SEC によるファンド名称規制に関する提案（2022 年 5 月）など、国際的にも監督当局間で同様の観点からの議論や政策実行が進められている。

当庁においては、2021 年 11 月以降、ESG 投信を取り扱う国内の資産運用会社 37 社・ESG 投信 225 本を対象に、組織体制、ESG 投資の位置づけ、投資戦略・プロセス、エンゲージメントの実施状況、開示の状況等について、調査を実施した。そのうえで、投資家保護を図るとともに、健全な市場の発展を実現する観点から、ESG 投信を取り扱う資産運用会社に対する期待をとりまとめた。

２．調査の概要

今回の調査は、以下の条件に当てはまる ESG 投信（2021 年 10 月末時点）225 本を対象に実施した。

これらの ESG 投信を組成している資産運用会社は、計 37 社[17]である。調査対象 225 本の内訳は、日系 22 社によるものが 172 本、外資系 15 社によるものが 53 本であった。

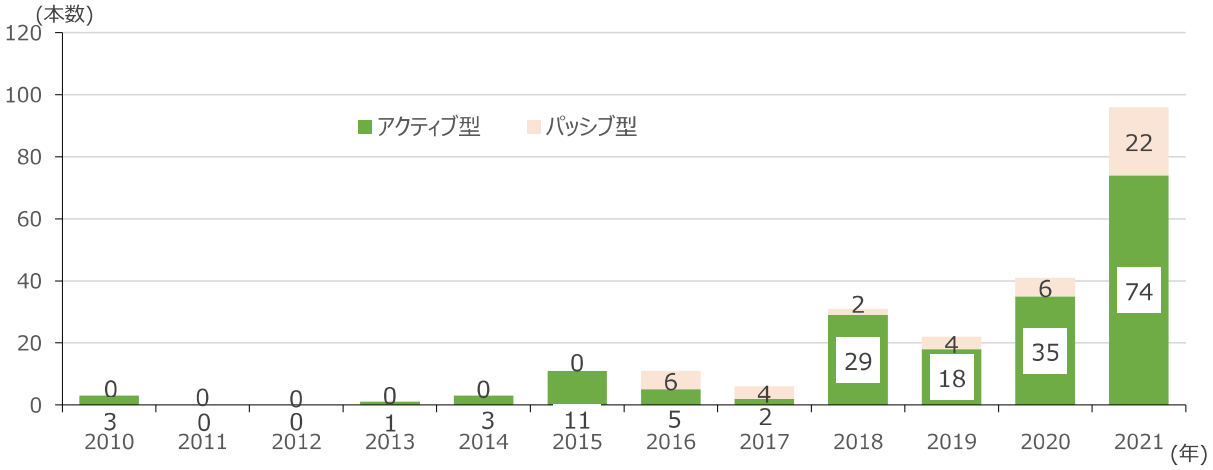
【調査対象】

- 以下の条件に基づき、（株）QUICK がラベリングしたファンド
  - ① 投資信託の名称もしくは愛称、有価証券届出書の「ファンドの特色」に原則として「ESG」、「SRI」、「環境」、「企業統治」、「CSR」、「SDGs」、「社会課題の解決」、「インパクト投資」、「女性活躍」、「人材」のいずれかの語、またはそれに類する語が含まれること
  - ② 資産運用会社のウェブサイト上の分類、または資産運用会社による直接の依頼
- 各社より ESG 投信であるとの申告があったものを追加
- 当庁で交付目論見書を個別確認の上、「ESG を考慮する」等の記載が一切無いなど、ESG と誤認される恐れが低いと判断したものを除外
- 2021 年 11 月末に償還された 1 本を除外

3．ESG 投信の状況[18]

ESG 投信の新規設定本数は増加傾向にあり、2021 年は 96 本（アクティブファンド 74 本、パッシブファンド 22 本）であった。これは、前年（41 本）から 2 倍強の伸びであり、特にパッシブファンドの伸びが著しい。

（図表 2-1）新規設定本数の推移[19]



純資産総額が 1,000 億円を超えている ESG 投信（2021 年 10 月末時点）は 225 本中 7 本（約 3%）で、いずれもアクティブファンドである。この上位 7 本で全体の純資産総額の 50%を占めており、一部の ESG 投信に投資資金が集中している傾向が見られた。また、パッシブ運用の ESG 投信は、大きいものでも純資産総額 500 億円程度にとどまっている。

---

[17] 37 社の一覧は、別添 2 を参照。

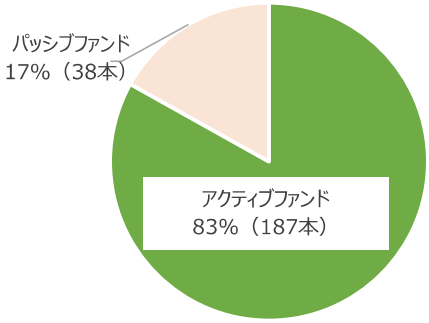
[18] 以後、特に断りのないグラフについては、金融庁作成。また、 2021 年 10 月末時点のデータに基づく。

[19] 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。

（図表 2-2）純資産総額の分布

調査対象の ESG 投信では、全体の 8 割以上（本数ベース）がアクティブファンドであり、アクティブファンドが多い傾向は、日系・外資系いずれにおいても同様であった。

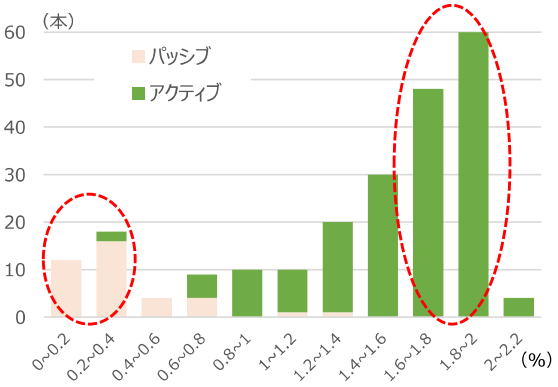
（図表 2-3）アクティブ・パッシブ比率



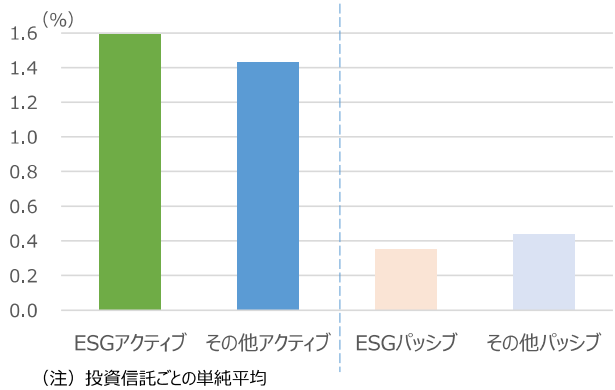
		本数	割合
日系		172	
	アクティブファンド	141	82.0%
	パッシブファンド	31	18.0%
外資系		53	
	アクティブファンド	46	86.8%
	パッシブファンド	7	13.2%

多くの社が、信託報酬率として、パッシブファンドは 0.4%以下、アクティブファンドは 1.6～2.0%に設定している。平均信託報酬率を見ると、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。これは、より運用プロセスにおいてコストがかかることを反映したものであると考えられる。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。

（図表 2-4）信託報酬の分布



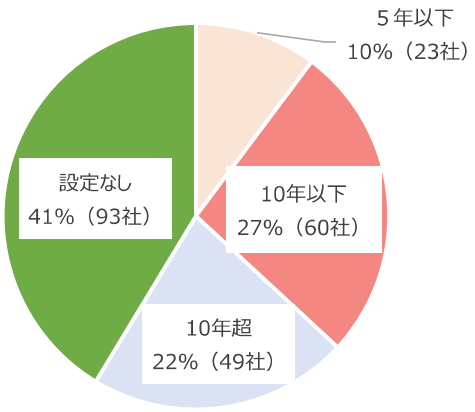
（図表 2-5）ESG 投信とその他投信の信託報酬の比較



（注）投資信託ごとの単純平均

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%を占めている。ESG 投信であれば中長期的な視点が求められることに照らして、償還期限の設定が短いものについては、顧客に対して合理的な理由を説明する必要がある。

（図表 2-6）償還期限までの期間別割合



４．各資産運用会社における取組状況

（１）ESG 投資に対する基本的な考え方

多くの資産運用会社が、長期的なリターンを追求していくとともに、持続可能な社会の発展に貢献していくことを重要な経営課題と位置づけ、ESG 投資に積極的に取り組んでいる。ESG 投資に対する基本的な考え方として、今回の調査では、具体的には、以下のような回答を得た。

- ESG 要素は、市場で適切に評価されてこなかった投資機会や投資リスクを評価・特定し、リターンを改善するための追加的なツール／新たなレンズである
- ESG 要素は、適切に取り扱われれば、企業の将来の成長の源泉となり、長期的なパフォーマンスの優位性をもたらす可能性がある
- 「非財務的要因」を従来の財務基準と組み合わせることは、長期的に高い投資成果を挙げる安定的なポートフォリオの構築に資する
- 企業の経営陣が ESG 課題を不適切に取り扱っている場合、財務上のリスクや投資の長期的価値の低下につながる可能性がある
- ESG の考慮は、すべてのポートフォリオを「グリーン化」したり、特定の資産を除外したりすることを意味するものではない

グリーンウォッシュと揶揄されるなど、ESG 投信のあり方に注目が集まっている現状において、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、適切な投資判断を行えるようにするためには、各資産運用会社において、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、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など、必要な体制整備を進めることが期待される。

具体的には、一般的に、我が国の投資信託が信託財産の成長を目的としている中、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、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ことが重要である。

一方で、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。

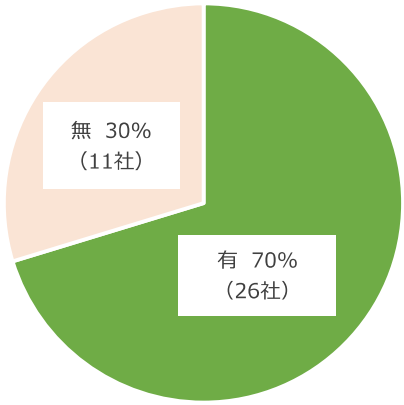
（２）組織体制

各社における ESG／サステナブル投資に関連する組織体制は、名称も含め多種多様であるが、主に、サステナビリティ推進体制の強化のための統括的機能を担う部署や、各運用部門における運用プロセスやエンゲージメント状況を横断的に確認する役割を負う部署等を設置している。

（図表 2-7）ESG 投資に関する組織の主な機能・役割

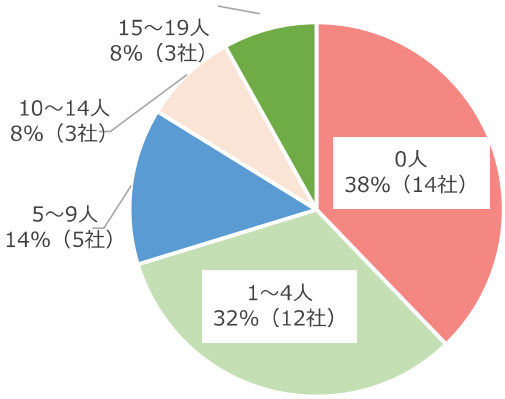
機能・役割	概要
① 統括	● サステナビリティ推進体制の強化やESG投資手法の高度化など、全プロセスを統括。
② 調査	● ESG情報の取得・分析
③ 企画・開発	● 運用ソリューションや戦略の開発 ● ESG投資・責任投資を実施するための体制整備
④ 支援	● 運用部門や営業部門への助言
⑤ スチュワードシップ活動	● エンゲージメントや議決権行使等の実施
⑥ モニタリング	● ESGインテグレーションやエンゲージメントの実施状況について検討・協議 ● 各運用部門横断的に、運用プロセスの一貫性を確保
⑦ 第三者評価	● 独立した社外有識者が過半数を構成する委員会において、ESG関連活動を報告、審議

（図表 2-8）ESG 専門部署・チームの有無



しかしながら、一部の資産運用会社においては、ESG の取組みを推進するため「責任投資推進室」を設置したものの、全員が他部署との兼務であるケースや、そもそも専門部署・チームが無い、あるいは 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。また、「社内のポートフォリオマネージャー間のスキルや意識にばらつきがあり、適切な人材確保を含む組織体制の構築が課題である。」と回答した社もあった。サステナビリティ推進体制の強化や ESG 投資手法の高度化等を所掌する部署の設置や ESG 専門人材の確保など、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。

（図表 2-9）ESG 専門人材[20]の有無

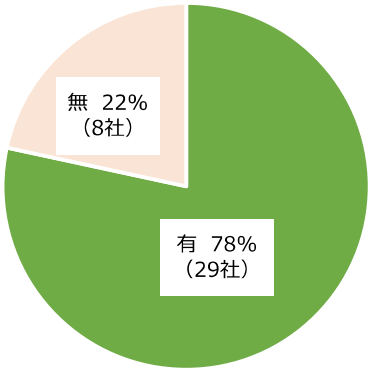


各社は、独自の社内共通のプラットフォームやデータベースを設け、各チーム間の情報共有、投資判断の高度化、運用プロセスの一貫性確保等に役立てている。プラットフォームに掲載されている情報は、例えば、社内アナリストによる分析結果（ESG 評価、ESG スコア）や、ESG 評価・データ提供機関からの ESG レーティングや定量的なデータ、エンゲージメントにおける対話活動（経営陣との ESG 関連の議論内容、企業の反応）、議決権行使結果の記録などが挙げられる。

また、組織横断的な情報共有が有益であるとの認識に至る背景として、「個別の投資判断に関する意思決定のための重要な情報源として活用」、「社内外のリソースから得た結果を比較することができるため、運用チーム自身の検証に活用」、「特定した課題に対するフォローアップや報告など、組織的な対応に有用」、「設定目標に対する継続的な進捗を確認可能」、「投資判断と、その後の議決権行使内容を関連付けるなど、運用プロセスの一貫性を確保可能」、といった観点が挙げられた。

一方、共通プラットフォーム／データベースの改善に向けた課題としては、データ活用力の向上（情報の適切性の見極めやデータサイエンティストの拡充）、利便性の向上（データベースへのアクセス向上、進捗管理機能の実装、財務及び ESG データ類との連携）、会社間での開示データの差や ESG データプロバイダーの乱立等に起因するデータの信頼性確保、といった点などが挙げられた。

（図表 2-10）ESG 情報に関する共通プラットフォームの有無



[20] 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

一般に、ESG 要素は広範な分野を包含しており、これらが企業価値に与える影響は業種ごとに大きく異なっている。この点、SASB（米・サステナビリティ会計基準審議会）は情報開示に関するスタンダードを作成し、業種毎に企業の財務パフォーマンスに影響を与える可能性が高いサステナビリティ課題を設定している。

こうした中で、ESG 投資においても、約７割の資産運用会社が、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。また、広範囲に及ぶ ESG 要素を包括的に分析することは困難であるため、あらかじめ候補をリスト化（マテリアリティマップの策定）し、分析を進めている例も見られた。

（図表 2-11）マテリアリティマップの項目（例）

環境	気候変動、自然資本、水資源、汚染・廃棄物、生物多様性、サーキュラーエコノミー
社会	人権とコミュニティ、ダイバーシティ、人的資本、健康と安全、教育格差、サプライチェーン
ガバナンス	企業行動、取締役会構成・評価、腐敗防止、公正

具体的な手法としては、SASB のマテリアリティマップを ESG 分析の出発点として独自調査により ESG 評価を補完している例のほか、独自のマテリアリティマップを作成している例も見られた。なお、マテリアリティマップに関しては、「投資先に対するエンゲージメントのツールとして使用可能である。」「自社に複数存在している運用チームの分析を補完することを目的として、責任投資チームが横串を通すために活用している。」といったメリットや有用性を指摘する意見もあった。

一方で、必ずしもマテリアリティマップのような体系的な枠組みは構築していないものの、自社で設定している ESG 評価項目の優先順位付け（ウェイト付け）を行うことにより対応している社や、そもそも個別企業にとっての重要な ESG 要素は、ビジネスモデルや成長ステージ等によっても異なるものであり、形式的な評価を回避する意味でも、画一的なマテリアリティマップのようなものは策定しておらず、アナリストの判断に任せている社も存在した。

約８割の資産運用会社が、企業分析において ESG 評価を行う際に社内でスコアリング（自社 ESG スコア）を活用しているが、その設計は、ESG 評価・データ提供機関の活用方法、評価項目数、配点、業種別のウェイト付け、アナリストによる修正方法等において、多種多様である。

自社 ESG スコアを活用する社からは、「スクリーニングやポートフォリオの最適化に有用である。」、「企業に ESG 課題についての理解を深めてもらう客観的なエビデンスとして機能し、エンゲージメントの深度を高めることができる。」、「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させることで、より効果的な ESG インテグレーションを行うことが可能となる。」などといった意見が聞かれた。また、評価段階数の見直し、評価項目の更新、運用担当者による評価のばらつきの軽減など、自社 ESG スコアを随時見直す動きも確認された。

（参考 1）各資産運用会社における自社 ESG スコア（例）

（A 社）全業種共通と業種固有からなる 36 の評価項目を設定し、各セクターの特徴を踏まえたウェイト付けを行い、複数の ESG 評価機関のスコアを当てはめ。アナリストが定性チェックを行い、必要に応じてスコアを修正。

（B 社）ESG 評価・データ提供機関のデータを組み合わせてレーティングを算出。その際、各セクターの特徴を踏まえてウェイト付け。ESG レーティングは、約 10,000 社の企業に対して 0（最低）から 10（最高）の範囲で付与。

（C 社）E/S/G/R（リスクマネジメント）各領域別に 143 の評価項目を定め、2～5 段階評価を実施して定量点を付与。E/S/G/R 領域別の平均値に不祥事発生等による減点を加算。

（D 社）アンケートの質問毎に ESG の各項目を各 100 ポイントで評価。次に業種と企業規模に応じて ESG の配分を変更し、最終的に合計 300 ポイントで評価。企業の不祥事情報について、その重大性を鑑み-25/-50 ポイントのスコアダウン、投資候補銘柄からの即時除外の判断を実施。

（E 社）評価はセクター内での相対比較とし、ESG 項目は 5 段階評価。評価軸は、企業の取組みが企業価値向上に資するか、あるいは、企業価値を毀損するか。E・S については機会とリスクを区分して評価。開示していることを評価するため、非開示に対して減点処理。

（参考 2）自社 ESG スコアにおけるウェイト付けについて

- 投資先企業の事業内容は千差万別であること、一企業であっても複数の業種にまたがるケースもあることから、自社 ESG スコアにおいて各セクター別のウェイト付けは行わないとする資産運用会社がいる一方、パフォーマンスを左右する投資先企業の注目すべきマテリアリティはセクターごとに異なっていることや、ESG 要素に対するセクター毎の感度を反映する観点から、ウェイト付けを行っている例も見られた。

- ウェイト付けの手法は、各社それぞれの考え方を反映したものとなっているが、例えば、以下の通り。
  - ✓ 自動車産業等の製造セクター、エネルギー産業、電力ガス産業においては、エネルギー生産・管理に関連する環境課題をより重視。 （例）E:S:G=50:30:20
  - ✓ 食品・飲料会社においては、水の消費量をどのように管理し、廃水をどのように処理するかが重要。 （例）E:S:G=50:30:20
  - ✓ 高度なスキルや先進的テクノロジーを必要とする情報通信業界においては、従業員の満足度や定着率等の社会課題が重要。 （例）E:S:G=10:50:40
  - ✓ 銀行等の金融セクターの場合、取締役会の構造、汚職、贈収賄、不安定性などのガバナンスの問題が、主な関心事。 （例）E:S:G=10:40:50
  - ✓ 小売業のように人を相手にする企業では、多様性などの人的資本に関する重要度が高い。（例）E:S:G=20:50:30

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

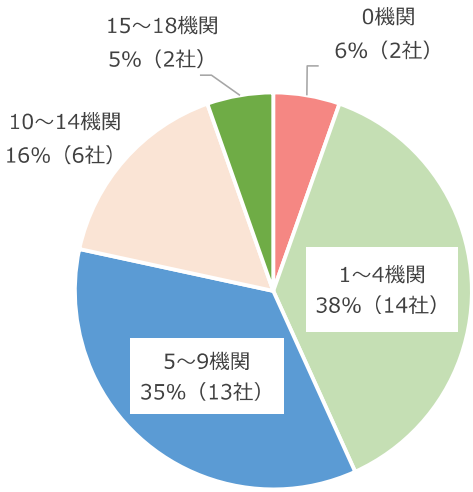
しての一貫性や継続性が確保された体系的な対応も進めていくべきである。この点、ESG の考慮に当たっては、投資先企業における重要な ESG 要素の特定を目指しつつ、自社 ESG スコアを活用した評価枠組みの構築・高度化を進めるなど、企業価値に影響を与える潜在的な事業機会・リスクを効果的に分析・把握するための枠組みを整備するべきである。

（４）ESG 評価・データ提供機関

ESG 要素が多岐にわたることや、必要なデータに関する企業開示が不十分であるため推計値に依らざるを得ないこと等の事情から、ESG 評価・データ提供機関が提供するサービスへのニーズが高まっており、約 6 割の資産運用会社が、企業調査・分析のために 5 機関以上の ESG 評価・データ提供機関を活用していた。具体的には、MSCI、Sustainalytics が最も多く、次いで ISS、Bloomberg、CDP の順に多く利用されていた。

ESG 評価・データ提供機関からは、「最近の傾向として、資産運用会社からは、単なる情報収集等のためではなく、自社の運用プロセスへの活用方法を検討する観点から、個別データに関する問い合わせが増えている。また、関心を持つデータの種類も、炭素排出量にとどまらず多様化している。」との声も聞かれるところであり、各資産運用会社の意識が高まってきていると推察される。

（図表 2-12）ESG 評価・データ提供機関利用数



（図表 2-13）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

（参考 3）各社が利用している主な個別データ（例）

- 炭素排出量、カーボンフットプリント、カーボンインテンシティ
- 冷却用水・処理用水関連データ、廃棄物量・焼却される廃棄物量、土壌に放出する汚染物質の外部費用、大気汚染関連データ
- ダイバーシティ領域における女性社員比率、女性管理職比率、女性役員比率
- 取締役会における社外取締役比率や独立取締役比率

しかしながら、各 ESG 評価・データ提供機関が提供する ESG 評価については、評価手法の違いから、相関が低く、同一企業に対する評価が大きく異なるとの指摘がある。この点、評価結果の主なばらつき要因として評価項目・計測指標・各項目のウェイト付けに着目し、課題解決を試みる研究[21]も進められている。また、ESG 評価・データ提供機関が提供する個別データについては、最も多く利用されているデータの一つである GHG（温室効果ガス）排出量を例にとっても、企業開示が不十分、グローバルな計測手法が未整備等の課題が残されていることから、推計値に依らざるを得ない部分も多く残されている。

こうした中、各資産運用会社においては、こうした ESG 評価やデータの正確性・質を確認する観点から、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している例が見られた。さらに、一部の資産運用会社は、検証プロセスの一環として、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っている例も見られた。

（参考 4）ESG 評価・データ提供機関に対する検証事例

- エンゲージメントを通じて得た情報を基に、ESG 評価・データ提供機関 A 社による企業 X 社のガバナンスに関する評価が不完全であるとの認識を持ったため、A 社に対して、評価の再検討が必要である旨の意見表明を行った。
- ESG 評価・データ提供機関 B 社の企業 Y 社に対するレポートの記載に、Y 社が責められるべきでない事案が含まれているなど、事実認定の有無が企業の認識と全く異なっていた。B 社に確認したところ、企業側とのやり取りは基本的に E メールで行っており、かつ、B 社に対する企業からの返信も 2～3 割程度にとどまっていたことが判明したことから、コミュニケーションを含む問題点の改善を促している。

一方、一部の資産運用会社からは、「ESG 評価・データ提供機関に対する質問の提示・回収は行っているが、内容の精査は行っていない。」「ESG 評価・データ提供機関の ESG 評価は参考にしているだけなので、その適切性等については検証してない。」「個別企業の評価について、ESG 評価・データ提供機関と議論することはない。」など、ESG 評価・データ提供機関に対するデューデリジェンスを行っていない旨の回答も得た。

ESG 評価・データ提供機関については、評価手法の透明性やデータの質などの課題が指摘されていることを踏まえ、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する適切な検証を行うべきであり、より深度ある企業調査・分析に役立てることが重要である。また、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。

[21] MIT Management Sloan School:Aggregate Confusion Project Scope
<https://mitsloan.mit.edu/sustainability-initiative/aggregate-confusion-project>

（５）スチュワードシップ活動

エンゲージメントや議決権行使は、ESG インテグレーション等と併用される ESG 投資手法の一つとして重要な役割を果たす[22]。資産運用会社の中には、アクティブ投資に関して以下のようにエンゲージメントの重要性を認識し、マイルストーン管理（進捗管理）を行いながら、企業価値向上の実現に取り組む例が多く見られた。

- 投資先企業の事業や経営戦略、ESG に関する事業機会や事業リスクへの対応状況などを議論しながら、投資先企業への理解を深める。
- ESG 要素に関して、投資先企業に自社の見解やガイダンスを提供することにより、長期的な価値を構築する機会となる。
- ESG 関連項目の管理に重大な欠陥が見られる企業が、ESG に係る方針、実践及び開示を、確立された業界のベストプラクティスに整合させるよう働きかける。
- 議決権行使結果に関するフィードバックを行い、次年度以降への期待を伝えることで、投資先企業と長期的な企業価値創造に向けた目線を共有できる。

（図表 2-14）マイルストーン管理（例）

また、積極的なエンゲージメントに向けて、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を検討する社や、中長期的な観点から企業分析をしているパッシブ投資チームとの連携により、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とする社も存在した。

運用プロセスにおいて ESG 要素を考慮することにより中長期的な企業価値向上を目指す場合、スチュワードシップ活動は、投資先企業の持続可能なビジネスモデルを議論し、自社としての考えを伝達する貴重な機会となる。投資戦略には様々な考え方が存在し、ESG 評価の高い企業を投資銘柄として選定する場合がある一方、例えば、足元の ESG 評価が低い GHG 多排出企業であっても、クリーンエネルギー化・脱炭素化に向けた計画や実行

[22]「日本版スチュワードシップ・コード」（令和２年３月 24 日再改訂）（抜粋）
指針１－１．機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。

可能性が高い場合には、その事業見直しに伴う設備投資等のコストを考慮しても、期待される株価が割安であると評価して、投資対象とする場合もある。とりわけ、このような投資戦略においては、企業価値の向上に向けたスチュワードシップ活動の役割が一層重視される。

スチュワードシップ活動を重視する投資戦略に沿った運用を行う場合には、積極的なスチュワードシップ活動を行い、企業分析・調査を通じて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。

特に、気候変動対応の分野においては、GHG 多排出産業を中心に脱炭素化への移行（トランジション）が課題となっている。資産運用会社としても、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、こうした企業の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スチュワードシップ活動を行うことが期待される。

（６）開示

各社の中には、サステナビリティレポートや責任投資レポートを策定し、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と具体的な事例等について詳細に説明している社もいる一方、そうした取組みが全く見られず、自社としての方針や考え方の整理が今後の課題とするにとどまっている社も存在する。

個別の ESG 投信については、目論見書の「ファンドの特色」や「運用プロセス」の欄において、ESG の観点を加味して銘柄を選定する旨、環境や医療・健康等をテーマとして SDGs に貢献する企業に投資する旨を記載している例などが見られるが、一部欧州系の ESG 投信が目論見書において、投資ユニバースを絞り込むための段階・具体的基準・スコアリング等の手法についても言及している点と比べると、記載内容の充実・改善の余地が大いにあると言える。

また、運用状況や投資銘柄に対する評価については、月次運用報告書（マンスリーレポート、以下「月報」）や運用報告書において継続的に開示することが期待される。しかしながら、多くの月報では、投信への組入上位 10 銘柄の名称のみ記載するか、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にとどまっており、目論見書に記載された ESG を考慮した運用プロセスに基づく投資を行った結果、投資信託の目的である信託財産の成長、すなわち投資先の企業価値向上にどのようにつながるのかを理解することは困難な記載内容となっている。

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（投資家）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。

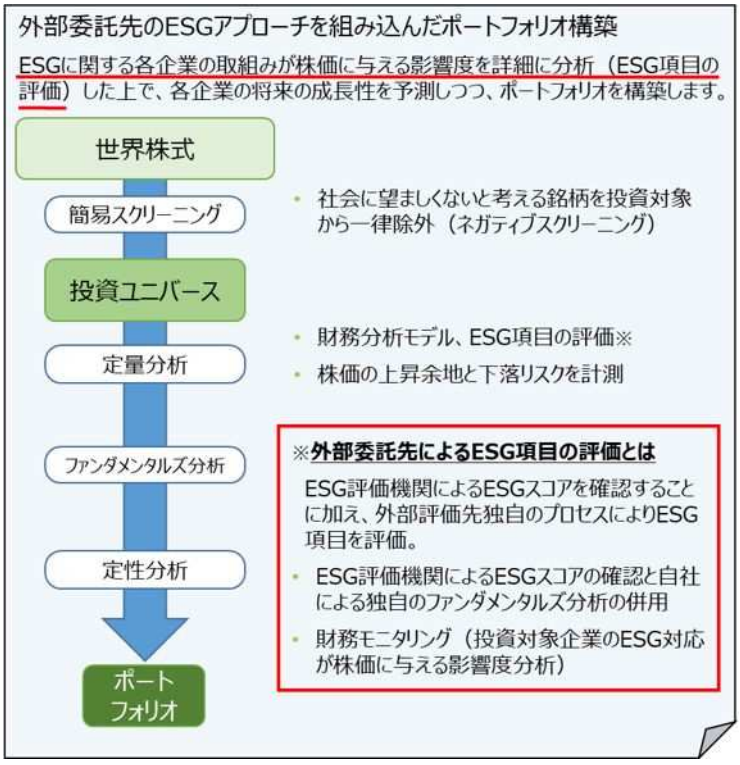
資産運用会社の中には、こうした開示の重要性を認識し、「月報の内容を、年次報告書と紐づけて読めるよう関連付けた記載とする。」「特定の投資戦略に紐づいたエンゲージメントの状況や成果の開示を含め、投資家向けレポートの内容を充実する。」「実際のエンゲージメント事例の記載内容を充実する。」等の改善に向けた取組みを検討している社も存在した。

しかし、今回の調査において、上述の点に照らして十分と評価できる開示を行っている資産運用会社やESG投信は皆無であった。資産運用会社においては、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、その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た一貫性のある形で、適切な情報提供や開示を積極的に進めるべきである。

（図表 2-15）開示書類の事例① 【XXX ファンド（A 社）】[23]

A 社が組成する「XXX ファンド」は、交付目論見書において、外部委託先の ESG アプローチを大きく紹介しているが、A 社は本ファンドを ESG 投信ではないと主張。そのため、販売時の事前説明、継続開示の各項目における開示の強化は予定していない。

＜交付目論見書（運用プロセス）＞



また、月報においては、組入上位 10 銘柄の名称と、今後の運用方針に関する簡素な記載のみであり、かつ、どの業界にも当てはまり得る内容。投資家にとって、なぜ中長期的に成長が見込める企業であるかについての説明や

[23] 実例を元に、金融庁作成。

情報が不足している。

＜月報＞

●組入上位10銘柄

	銘柄	国	業種	比率
1	AAA LTD	アメリカ	卸売業	5.1%
2	BBB CORP	オランダ	機械類	4.9%
3	CCCC CORP	アメリカ	素材	4.6%
4	DDD LTD	カナダ	肥料	4.5%
5	EEE PLC	イギリス	小売・流通業	4.3%
6	FFF PLC	イギリス	水産加工業	4.0%
7	GGG PLC	アイルランド	食品小売業	3.8%
8	HHH SA	フランス	素材	3.6%
9	IIII INC	アメリカ	機械類	3.4%
10	JJJ LTD	アメリカ	農業	3.4%

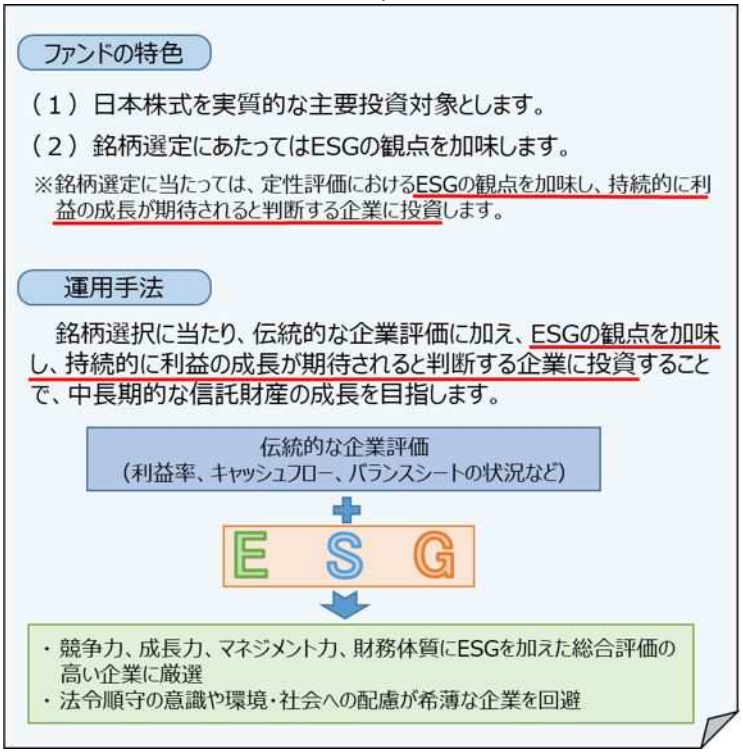
【今後の運用方針】

XX業界の利便性を高めるテクノロジーの進展等を背景に、様々な投資機会があります。XXに関する変化から恩恵を受ける企業を投資対象とし、ESG評価を行い、中長期的に成長の見込める企業に投資を行う方針です。

（図表 2-16）開示書類の事例② 【YYY ファンド（B 社）】[24]

B 社は、YYY ファンドのファンド名に「ESG」を付し、交付目論見書においても、「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」と記載しているものの、投資家にとって、企業価値向上のための道筋を理解できるだけの情報が不足しており、説明が抽象的である。

＜交付目論見書（ファンドの特色/運用手法）＞



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）

＋

E S G

・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

月報においては、組入上位 10 銘柄について、事業概要とコメントを簡潔に記載するのみであり、かつ他社にも

[24] 実例を元に、金融庁作成。

当てはまり得る内容となっている。投資家にとって、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である。

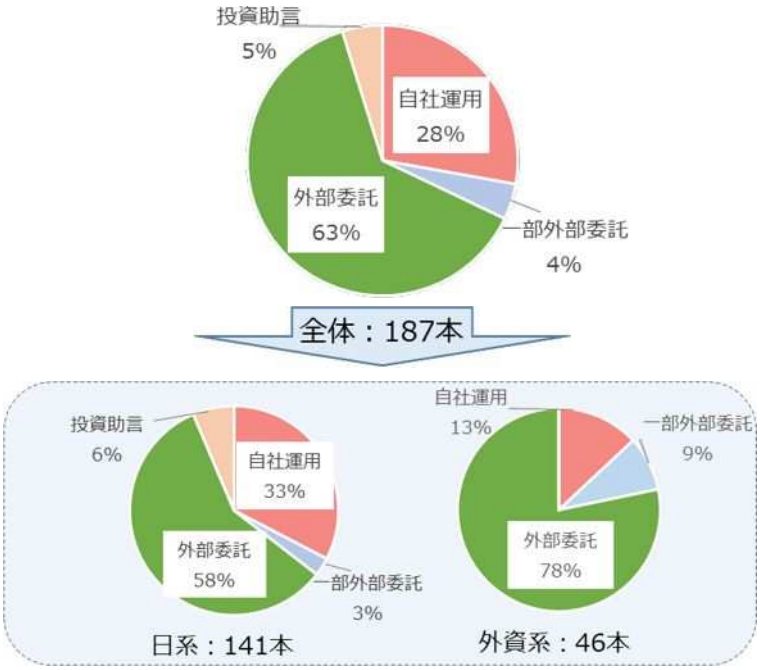
＜月報＞

	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、長期視点での持続的な社会価値創出に取り組む。
2	いいHD	金融業	4.6%	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。
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。機関車や旅客車両用の様々な製品を提供。
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。天然ガスの販売も手掛ける。
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。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。
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。米国にも送電網を保有・運営する。

（７）外部委託

調査対象の ESG 投信のうち、本数ベースで約７割が運用の全部又は一部を外部へ委託している。

（図表 2-17）アクティブファンドにおける外部委託等の割合



外部委託を活用する場合（FOFs 形式、投資助言の場合も含む）であっても、資産運用会社は、投資家（顧客）に対する受託者責任を果たす観点から、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。また、外部委託先の運用体制等を確認・把握するための体制整備を進め、顧客に対し、商品特性に応じた正確な

情報提供を行うべきである。

今回の調査においては、多くの資産運用会社が、外部委託先が作成する資料の確認、定期的なミーティングの開催、質問状の送付、受託先（信託銀行）における口座状況の確認、などを通じて外部委託先の運用実態を確認していた。このうち、自社独自の質問状を活用している場合は、運用体制の詳細（人数、業務経験年数、報酬体系、PRI（責任投資原則）署名の有無）や、個別ファンドごとの投資戦略、投資事例等を確認する例も見られた。但し、運用体制は質問項目に含めていない、質問内容が採用している投資戦略に関する一般的な質問にとどまる例も見られるなど、各社において深度には差が見られた。

（図表 2-18）外部委託に対する質問・確認項目（例）

運用体制	ESG専門家の人数、業務経験年数、専門チームの設置有無、ESGと報酬との連動
運用戦略	ESGの定義、使用データ、ESG要素の統合プロセス（ESG評価の判断基準、マテリアリティ評価、ESGリスクの計測手法、ESG要素の業績予想への組み込み手法）、リサーチ力向上に向けた外部機関との連携状況
運用実績	日次売買データ、ポートフォリオ状況の日次確認
エンゲージメント	投資先企業との対話状況、ESG要素に問題が確認された企業に対する投資方針

外部委託先の運用状況をタイムリーにモニタリングする観点から、通常の投信の外部委託契約に比べてレポーティングの内容を充実させ、FOFs 形式の場合であっても、日次での銘柄情報や詳細な ESG 関連分析データが提供されるよう委託先と契約を締結している例も見られた。

しかしながら、一部の資産運用会社では、把握事項が外部委託先からの資料内容にとどまっていたほか、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当庁より質問した際に、「具体的には把握しておりません。」「エンゲージメントは、外部委託先において適宜実行されております。」との回答も得るなど、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。

なお、自社としての ESG 投資の考え方等を持たず、運用プロセス全体を通じて改善の余地が大きい社が、受託者責任の観点から、外部委託先を適切に管理することは困難であると考えられることから、外部委託の活用については慎重に検討することが必要である。

～ESG 投信を取り扱う資産運用会社への期待～

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。

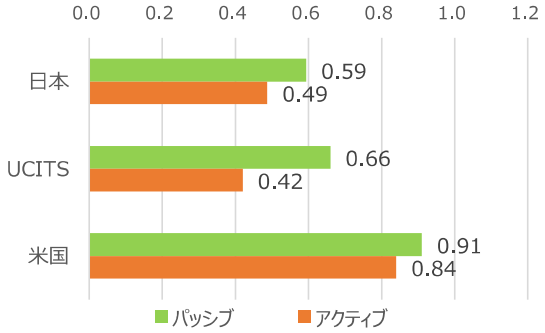
Ⅲ．その他の論点

１．公募投資信託

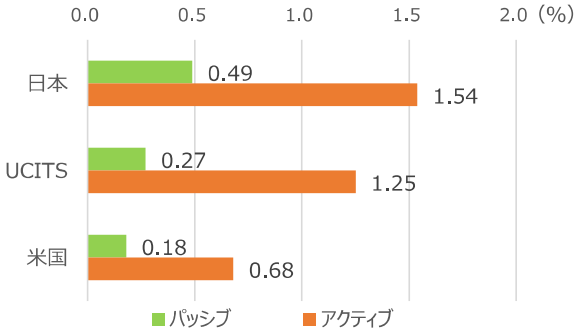
（１）シャープレシオ･エクスペンスレシオの国際比較

ファンドの国際比較[25]においては、シャープレシオ、エクスペンスレシオ[26]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。

（図表3-1）シャープレシオの国際比較[27]

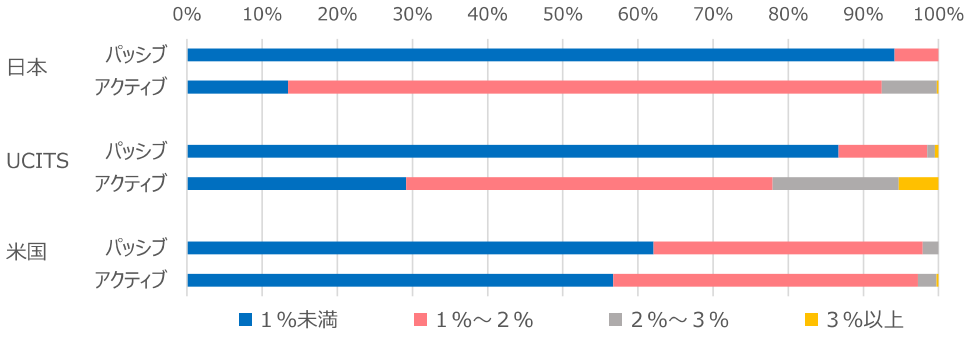


（図表3-2）エクスペンスレシオの国際比較27



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 においては、エクスペンスレシオのばらつきが大きい。これは、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3-3）エクスペンスレシオの分布の比較[27]



---

[25] 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 3-1 及び 3-2 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た値。図表 3-3 は、本数ベースの分布。

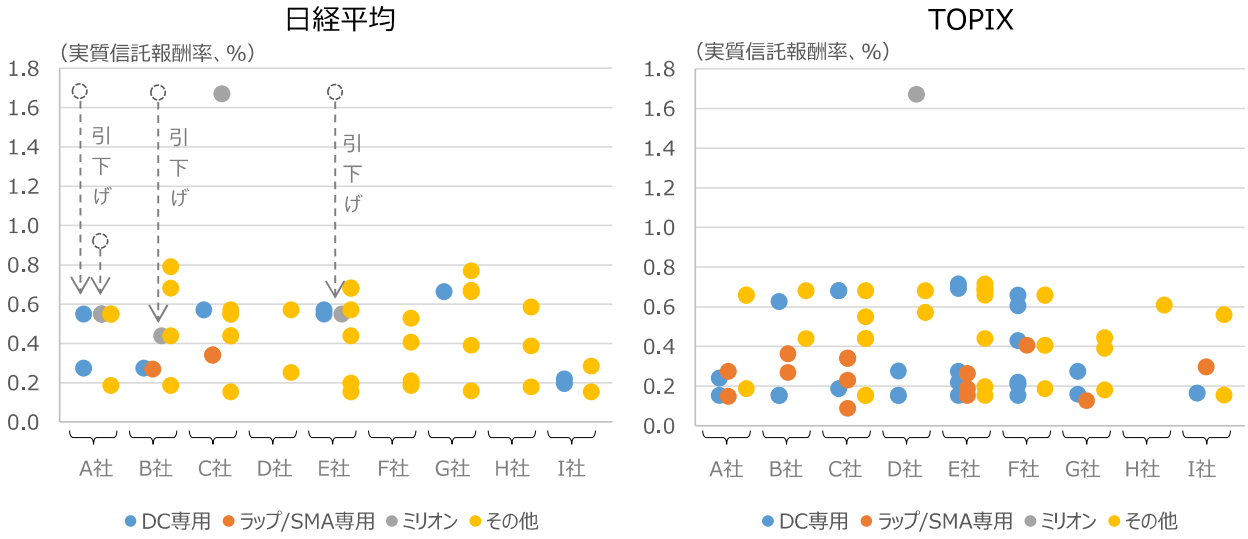
[26] 投資信託の平均資産残高に対する運用報酬やその他の経費の比率を測る指標。

[27] 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。

（２）一物多価の現況

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）が引き続き見られる。一方で、一部の資産運用会社の中には、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 3-4）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[28]



（３）償還期限設定型投信の増加

個人の長期的な資産形成に資することが期待される株式を投資対象とする公募投信で、商品組成時に５年以下などの比較的短期で償還期限が設定されるケースが多く見られる。その理由について、一部の資産運用会社からは、「繰上償還の判断は、投資家の利害関係の判断や、追加コスト負担がかかる販売会社との調整が困難なため、その代わりに、あらかじめ比較的短期の償還期限を設定して、場合によっては定時償還にて対応できるようにしている。ただし、本来は長期での運用を望んでおり、償還期限到来時には期限を延長して対応するようにしている。」との意見が聞かれた。

当庁としては、長期的な資産形成を目的とした公募投信であれば、例えば 20 年超など、目的に見合った運用を目標とすることが期待されるところであり、繰上償還規定の代替手段として短期の償還期限を設定することは望ましい慣行ではないと考えている。結果的に組成時に想定していた運用成果が得られなかった場合等の繰上償還に備えた規定を約款に明示することは必要であるが、必要な償還対応は、繰上償還プロセスの整備等によって行われるのがあるべき対応と思われる。

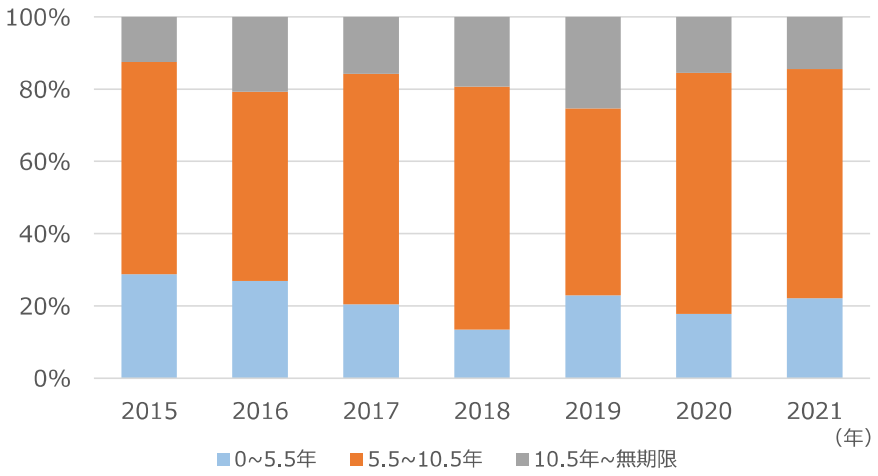
---

[28] QUICK のデータを基に金融庁作成。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。

また、短期的な償還期限の設定については、プロダクトガバナンスの観点から次のような問題が生じる。一般的に、窓口販売の公募投信については、約 3.3%の販売手数料が顧客から徴収されることが多い。すると、例えば償還期限が 5 年と設定されたファンドについては、当然にその 5 年間で、年率の信託報酬等だけでなく、販売手数料をも上回る付加価値を顧客に提供することを見越した商品設計が求められる。また、償還期限が当初 5 年だった公募投信は、例えば設定から 3 年が経過し、償還までの残り期間が 2 年となった時点で販売された場合、僅か 2 年の残り期間で 3.3%もの手数料を上回るだけのパフォーマンスを実現できるのかという疑問が生じる。こうした点について、資産運用会社（商品設計）と販売会社（販売姿勢）の双方が、投資家に対して十分に合理的な説明を行う必要がある。

なお、特に販売会社である証券会社や銀行においては、長期的な運用が可能な商品を見極める販売戦略の策定と、販売した商品が少額投信となった場合には、投信の併合や償還について、顧客利益を最優先に考えて速やかに資産運用会社に協力するためのシステム面も含めた体制整備が求められる。

（図表 3-5）株式型公募投資信託の償還期限の設定状況[29]



（４）予想分配金提示型などの毎月分配型ファンドの「想定顧客層」

ここ数年、毎月決算の予想分配金提示型の公募投信の人気が高まっているなど、毎月分配型にも根強い需要がある。運用資産取り崩しニーズのある高齢層向けに、予想分配金提示型の毎月分配型が販売されること自体は否定されるものではない。ただし、税金や複利効果の面でデメリットがあるため、若年層などの資産形成層に向く商品ではない。分配方式の違いにより、自ずと想定顧客層は異なることになる。また、ここ数年資金流入が多い米国株投信について予想分配金提示型が設定される例が多く見られる。運用資産の取り崩しニーズがある顧客（例えば高齢層）が、どこまで米国株等の海外資産に投資するリスクを理解し、許容できるか、十分な確認の上で提供される必要がある。

しかし、毎月分配型ファンドの販売会社が作成する重要情報シートを見ると、マザーファンドを同一にするベビー

[29] QUICK のデータを基に金融庁作成。DC 専用、ラップ向け、ETF、インデックス型を除く。

ファンドに分配方式が異なるコースが複数あるにも関わらず、それらが一つの重要情報シートに一括りにされているケースが多く、分配方式の違いによる想定顧客層の区別を販売会社が行っていないと考えられるケースが見られる。重要情報シートの想定顧客層の欄には、毎月分配型であっても、再投資型であっても、「中長期の資産形成を目的とする方」向けと同じ内容が単純に記載されている例が多く見られるが、長期の資産形成には比較的不向きの毎月分配型についてなぜこのような記載が他と区別なく安易になされるのか、重要情報シート導入の意義に照らして再考を求めたい。

（５）新興国関連ファンド

2021 年度の国内公募投信の下落率ランキング[30]を見ると、ロシア・中東欧関連ファンドがワースト 10 位の全てを占めた。2020 年度の下落率ランキングも、トルコ関連・ブラジル関連がワースト 10 位の多くを占めており、２年度続いて、新興国関連のリスクの大きさを改めて認識する結果となった。

新興国関連ファンドや通貨選択型ファンドは、一見すると期待リターンが高く見えるが、それは高いリスクの裏返しである。また、期待リターンの高さからコストの高さを見落としがちになる点にも注意したい。このため、個人が長期の資産運用を行う中で新興国関連ファンドに投資する際は、コストに留意した上で、分散投資の一部の配分にとどめるなど、リスクを踏まえた対応を図ることが望ましい。

（図表 3-6）2020 年度公募投信下落率ランキング

ファンド名	販売手数料	実質信託報酬	年度累積リターン	投資地域
A ボンドオープン	3.30%	1.47%	-23.0%	トルコ
B 債券ファンド	3.30%	1.36%	-22.3%	トルコ
C 債券オープン	3.30%	1.31%	-20.9%	トルコ
D 国債ラダー	0.55%	0.47%	-11.8%	北米
E 債券ファンド	3.85%	1.81%	-10.6%	ブラジル
F ソブリンファンド	3.30%	1.47%	-8.7%	ブラジル
G ボンドオープン	3.30%	1.47%	-8.7%	ブラジル
F 債オープン	3.30%	1.47%	-8.7%	ブラジル
G 債券オープン	3.30%	1.71%	-8.5%	ブラジル
H 債券ファンド	3.30%	1.65%	-7.8%	ブラジル

（図表 3-7）2021 年度公募投信下落率ランキング

ファンド名	販売手数料	実質信託報酬	年度累積リターン	投資地域
I 債オープン	3.30%	1.36%	-90.5%	ロシア
J 株式ファンド	3.85%	2.07%	-89.2%	ロシア
K オープン	3.85%	2.15%	-88.5%	ロシア
L ボンドオープン	3.30%	1.46%	-72.0%	ロシア
M 株式ファンド	3.30%	1.66%	-69.1%	ロシア
N 株式ファンド	3.85%	2.07%	-56.2%	ロシア、中東欧
O 株式ファンド	3.30%	2.07%	-56.0%	ロシア、中東欧
P 株投信	3.30%	2.07%	-55.5%	ロシア、中東欧
Q 株ファンド	3.85%	1.72%	-54.6%	ロシア、中東欧
R 株ファンド	3.30%	1.85%	-45.4%	ロシア

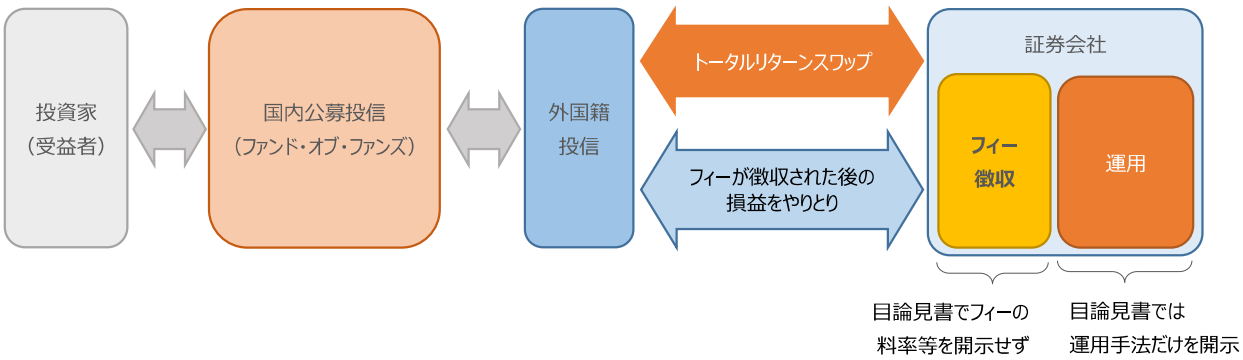
（６）トータルリターンスワップについての開示

公募投資信託の中で、近年、トータルリターンスワップと呼ばれる金融商品を利用したファンドが散見される。トータルリターンスワップとはデリバティブ契約の一種で、ファンドがトータルリターンスワップの相手方から特定の運用手法

[30] QUICK のデータを基に金融庁作成。ブル型、ベア型、ロング・ショート型、その他のレバレッジ型、VIX 連動型や、投資先（マザーファンド等）が実質重複するファンドを除く。

に連動した成果を受領する金融商品である。当該成果がマイナスの場合は、ファンドから相手方に支払いがなされる。トータルリターンスワップの利用の際は、当該運用手法の成果に連動したインデックスが設定され、当該インデックス値の動きを損益として受払の際に参照することが一般的に行われる。

（図表 3-8）トータルリターンスワップの利用の仕組み



トータルリターンスワップは、ファンドが当該運用を自身で行ったのと同様の投資成果をもたらすことを目的としているが、デリバティブ契約の締結先は運用手法の成果から一定のフィーを常に徴収しており、ファンド側の受け取りからは当該フィーが差し引かれている。ところが、国内公募投信の投資先の外国籍投信などがトータルリターンスワップを利用した場合、目論見書にそのフィーが開示されていない例が見られる。

こうした公募投信の目論見書では、採用された運用手法については比較的詳細に説明されるものの、投資家が受け取る成果は説明された運用手法の成果とはフィーの分だけ乖離することなり、またそれがどれくらい異なるのかという数値については開示されていない場合がある。トータルリターンスワップに内在するフィーによって、開示内容と実際の運用成績の乖離が生じることとなるため、投資家に伝えるべき重要な情報として開示されることが望ましい。

2．ファンドラップ

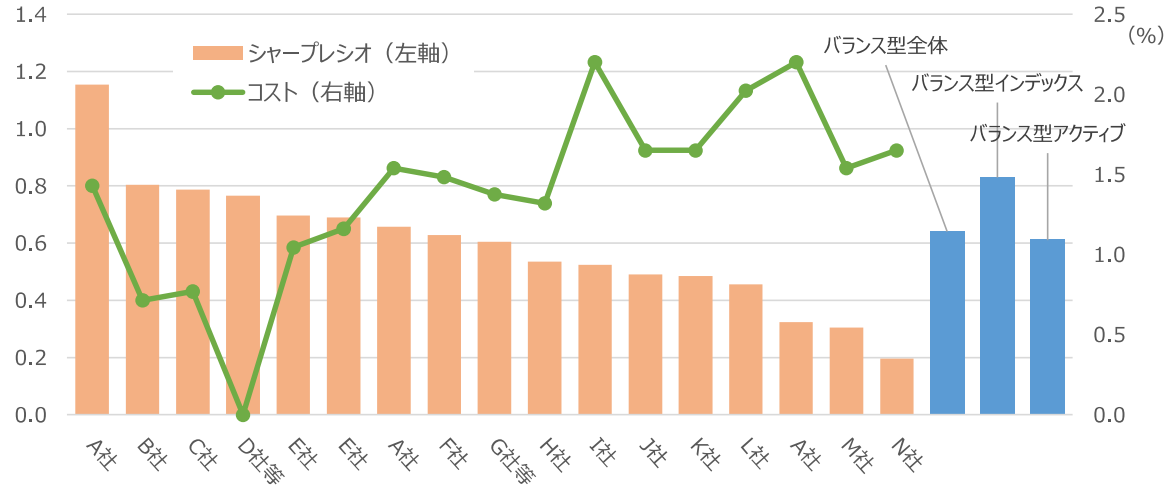
近年、契約件数と金額ともに大きく増加しているファンドラップは、投資顧問業協会によると、2021 年 12 月末時点でも 2021 年 3 月末対比で契約件数は 4.0%増加、契約金額は 7.2%増加し、依然として増加傾向にある。

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、その質には差が見られる。コスト[31]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。なお、「安定型」を謳ったファンドラップにおいて、ファンドの最適な配分の予測に計量モデルを導入したところパフォーマンスが劣後し、その後、モデルの修正を行ったとする先があった。モデルにはそれぞれ固有のモデルリスクがあるが、実際のパフォーマンスについての十分な検

[31] 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 3-9 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。

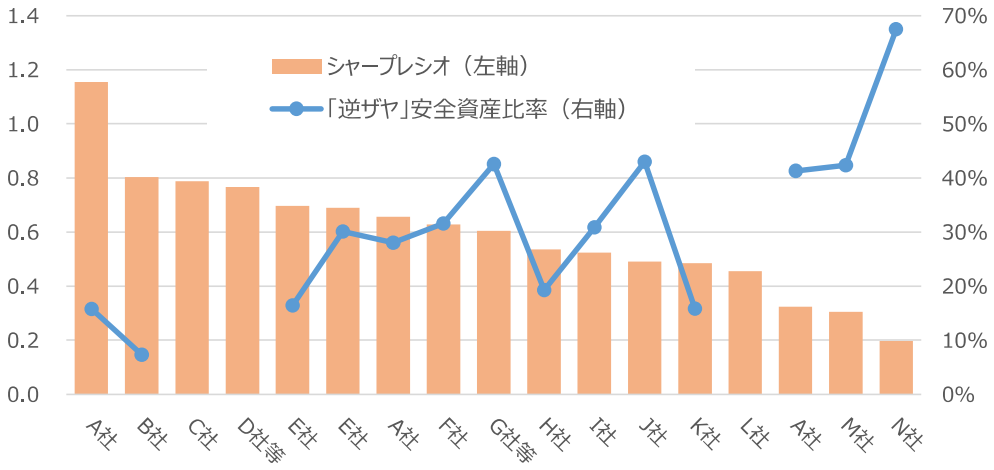
証を経ないまま顧客に提供し、結果的にそのモデルリスクを顧客に転嫁したことは「安定型」の運用に相応しい対応であったのか、改善の余地がある。

（図表 3-9）ファンドラップのコスト控除後のシャープレシオ[32]



各社が提供するほとんどのファンドラップでは一定の安全資産の組入れが行われ、国内債券ファンドやヘッジ付き先進国債券ファンドが安全資産として用いられる。顧客が保守的な運用を希望した場合、こうした安全資産の組入れ比率が高くなる。しかし、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。

（図表3-10）「逆ザヤ」安全資産比率とシャープレシオ[32]



[32] QUICK のデータを基に金融庁作成。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。

（図表 3-11）ファンドラップに占める比率が 10%を超える「逆ザヤ」安全資産ファンド[33]

ラップ販売会社	組み入れファンド名	QUICK 大分類	インベスター リターン	ファンドラップの コスト	コスト控除後 インベスター リターン	ファンドラップ内 残高比率 (2021 年末)
A 社	外国債券…	先進国債券	1.14%	1.43%	**-0.29%**	**12.0%**
E 社	…債券プレミア	国内債券	0.51%	1.16%	**-0.65%**	**17.8%**
	…日本債券インデックス	国内債券	0.21%		**-0.95%**	**12.3%**
A 社	…債券セレクト	先進国債券	0.64%	1.54%	**-0.90%**	**22.6%**
F 社	…日本債	国内債券	0.15%	1.49%	**-1.33%**	**31.6%**
G 社等	…債券・安定型	先進国債券	-0.08%	1.38%	**-1.46%**	**40.4%**
H 社	…日本債券ファンド	国内債券	0.55%	1.32%	**-0.77%**	**19.2%**
I 社	…国内債券パッシブ・ファンド	国内債券	-0.01%	2.20%	**-2.21%**	**30.9%**
J 社	日本債券インデックス…	国内債券	0.29%	1.65%	**-1.36%**	**41.3%**
K 社	国内債券…	先進国債券	0.38%	1.65%	**-1.27%**	**15.8%**
A 社	…日本債券インデ	国内債券	-0.48%	2.20%	**-2.68%**	**14.0%**
	…外国債券インデ(H有)	先進国債券	1.16%		**-1.04%**	**18.2%**
M 社	日本超長期国債インデックス…	国内債券	-0.71%	1.54%	**-2.25%**	**34.3%**
N 社	…ヘッジ付外国債券オープン	先進国債券	1.55%	1.65%	**-0.10%**	**67.5%**

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。

3．仕組債

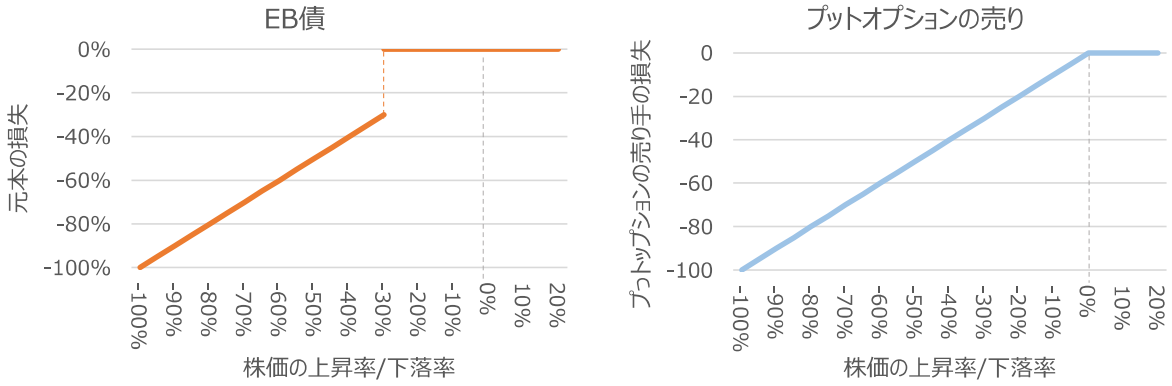
仕組債のうち一定の販売規模を占める EB 債（他社株転換可能債）について、複数の販売会社の協力を得て、過去に個人向けに販売された EB 債のデータを入手して分析を行った。具体的には、2019 年 4 月に個人向けに販売された EB 債 856 本（日本円換算の発行額合計は約 674 億円。海外株式参照も含み、全て私募もしくは私売出し。）をサンプルとし、商品条件や、2021 年 12 月末までの償還実績、当該時点での時価情報などを調査した。

EB 債では、一定率以上（-20%～-30%等）の株価の下落が発生すると「ノックイン」と呼ばれる仕組みにより償還金額が株価に連動することとなる。そのため、株価の大幅下落時には大きな損失が発生しやすい。一方、株価の上昇時には「ノックアウト」という仕組みによって額面で償還されてしまうため、アップサイドのリターンは限定される。

[33] QUICK のデータを基に金融庁作成。

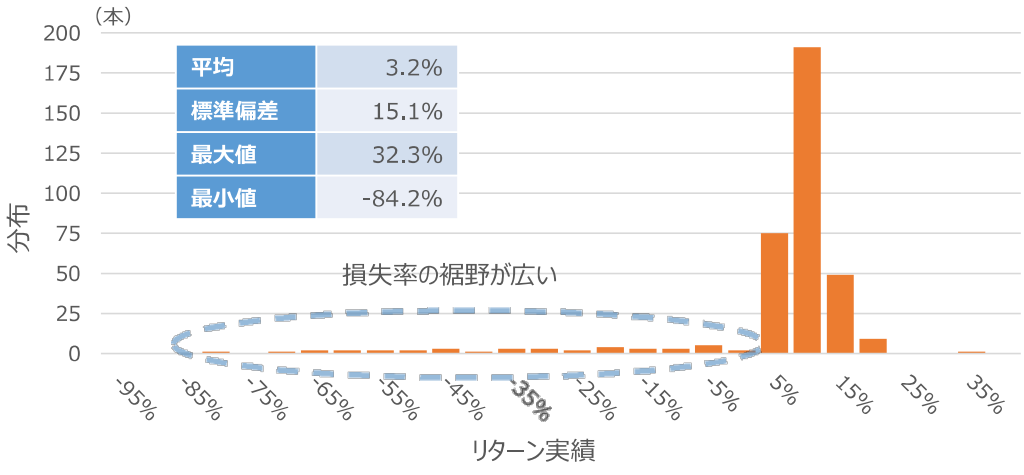
このような EB 債のノックインとノックアウトの仕組みは、株式のプットオプション[34]の売りポジションに類似しており、しばしば、「EB 債には、実質的にプットオプションの売りが組み込まれている。」と指摘される。株式のプットオプションを売ると、そのオプションが参照する株価の下落に伴って損失が非常に大きくなる。下記の図表 3-12 にあるように、EB 債でも同様に、株価の下落に伴って損失が拡大する一方で、上記の通り株価上昇時には額面で償還されてしまうためリターンは限定されている。プロの機関投資家の間でも、株式のプットオプションの売りを引き受ける投資家は少なく、リスクの高い取引として認識されている。EB 債の購入者はこのように、個人投資家が一般的な債券のリスクとして抱くイメージとは大きく異なるリスクを引き受けることとなる。

（図表 3-12）EB 債の償還割合と株価の関係、プットオプションとの比較の概念図[35]



実際に、今回調査したサンプルの中には、僅か 3 か月で元本の 8 割を毀損した例もあり、リターンの分布を見ると、図表 3-13 のように、頻度は少ないものの損失率の裾野が広いことがわかる。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 3-13）EB 債のリターン実績の分布[36]



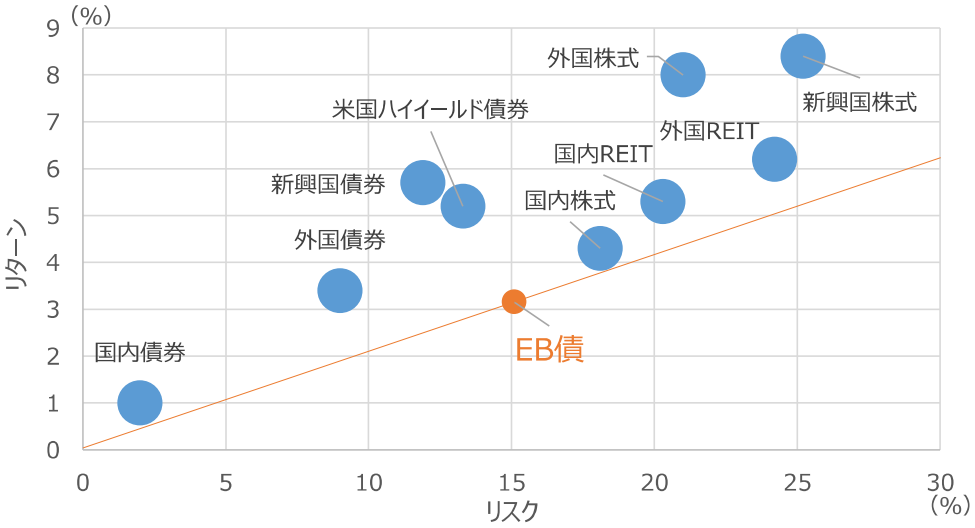
[34] 「プットオプション」とは、ある株式をあらかじめ決めた価格で売ることの「権利」であり、プットオプションを購入した者は、実際の株価が下がっていたとしても、あらかじめ決めた価格で売ることで利益を手にすることができる。逆に、「プットオプションの売り」を行った者は、「権利」を持つ相手方に対して、あらかじめ決めた価格で買うという「義務」を履行する必要があり、株価が下落した場合に損失が発生する。

[35] 株価については EB 債の満期まで一貫して上昇・下落したと仮定。また、クーポンやプレミアム収入は除いて簡略化。

[36] 販売会社の提出資料を基に金融庁作成。リターンは年率。サンプルのうち、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。

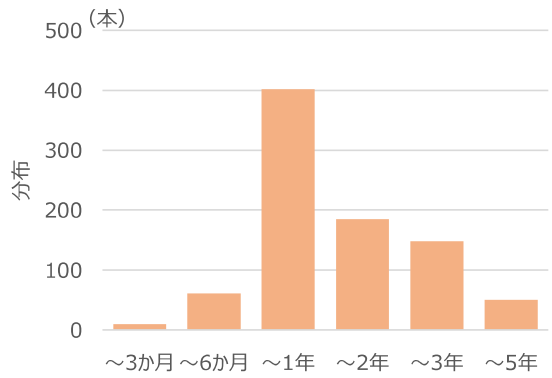
こうしたEB債のリターン実績を他の資産クラスの長期的なリスク・リターン比と比べると、図表3-14のように、EB債のリターンはリスクに見合うほど高いとは言えない。商品特性上、株式との相関が強い一方で、リスク・リターン比は劣後するため、株式に代えてEB債を購入する意義はほとんどないと考えられる。EB債については、「株式の値上がり益を放棄する代わり、クーポンは高い。」との営業話法が用いられることが多いが、放棄した値上がり益の価値に見合うほどの高いクーポンが設定されているとは言えない。

（図表3-14）リスク・リターン比の比較[37,38]

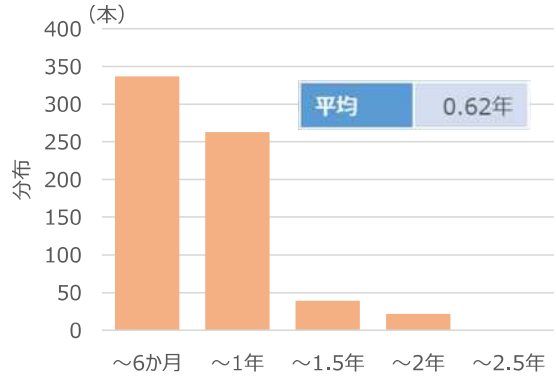


また、EB債については、元々設定された予定満期が1年以内の短期の商品が半数以上を占めるだけでなく、早期償還が頻繁に発生する仕組みとなっていることが一般的である。今回のサンプルのうち、既に満期を迎えた予定満期2.5年以下のEB債についてみると、満期まで継続したのは2割以下。予定満期が2.5年以下のEB債の実現満期は平均で0.62年であった。

（図表3-15）予定満期の分布[39]



（図表3-16）実現満期の分布[39]



[37] 販売会社提出資料を基に金融庁作成。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。

[38] EB債のリスク・リターンは図表3-13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点に留意。

[39] 販売会社の提出資料を基に金融庁作成。

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 3-14 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。

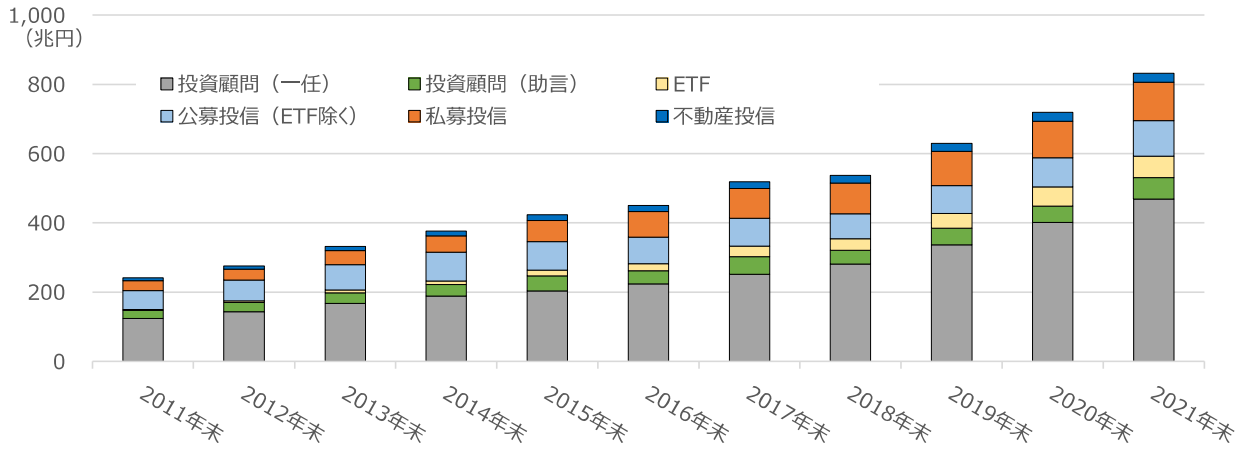
EB 債に代表される仕組債の上記のような商品性については、仕組債を取り扱う金融機関であれば当然に認識しているはずである。しかし、本レポートと同様の分析を金融機関側が自発的に行って一般の投資家に伝えるような取組みはこれまでなされてなかったのではないか。投資信託などの多くの商品では、重要情報シートなどにリスク、リターンやコストの実績値などが掲載されている。仕組債も、年間販売額が少なくとも 4 兆円以上[40]に達する規模になっていることを踏まえれば、取扱金融機関各社や業界団体が自主的にデータを集計して定期的に公表するとともに、重要情報シートで組成・販売それぞれの実質コストを開示するなど、顧客向けの情報提供が充実されることが望ましい。

４．私募投資信託

（１）私募投信市場の拡大

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おり、特に機関投資家向けの私募投信、投資一任を中心に拡大傾向にある。その中で、私募投信の残高は、2011 年末には 30 兆円程度であったが、足元（2021 年 12 月時点）では約 110 兆円、投資一任契約残高は、2011 年末には 120 兆円程度であったが、足元では約 470 兆円と、いずれも増加している。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。

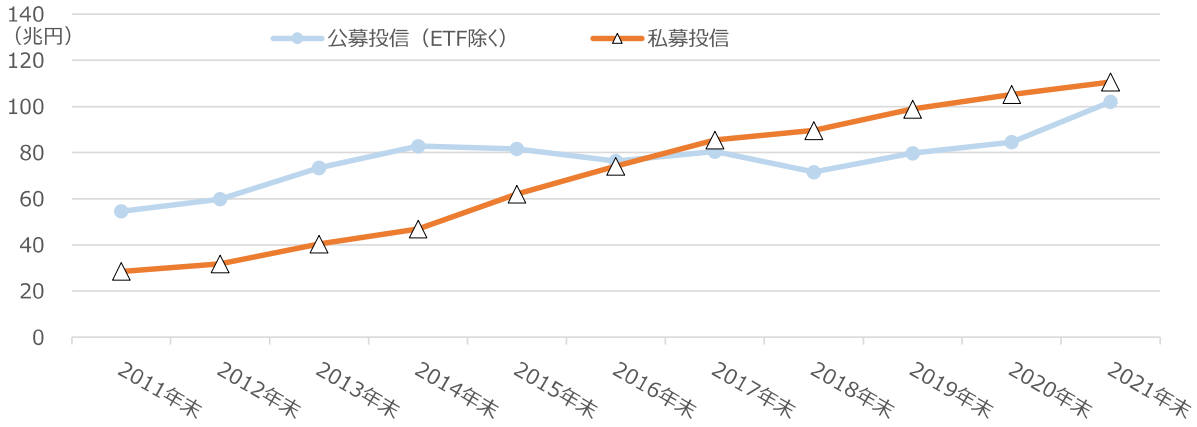
（図表 3-17）資産運用会社の運用受託額[41]



[40]「投資信託等の販売会社に関する定量データ分析結果」（令和 3 年 6 月、金融庁）の 2020 年度計数より。当該調査はサンプル調査のため、真の総額はより多いと考えられる。

[41] 投資信託協会、投資顧問業協会のデータを基に金融庁作成。

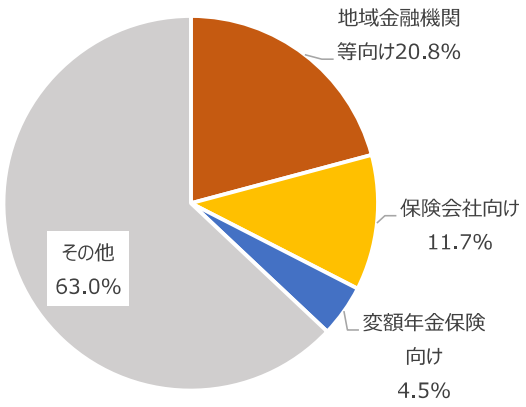
（図表3-18）私募投信・公募投信の純資産総額の推移[41]



（２）私募投信市場における投資家構成

日本の私募投信市場において、投資家ごとの純資産残高の割合は、「その他」に含まれる一部の大手金融機関の購入を除くと、地域金融機関等向け、保険会社向け、変額年金保険向けの順となっている。

（図表 3-19）私募投信市場における投資家構成（純資産残高ベース）[42]



（３）投資家ごとの資産構成及び運用状況[43]

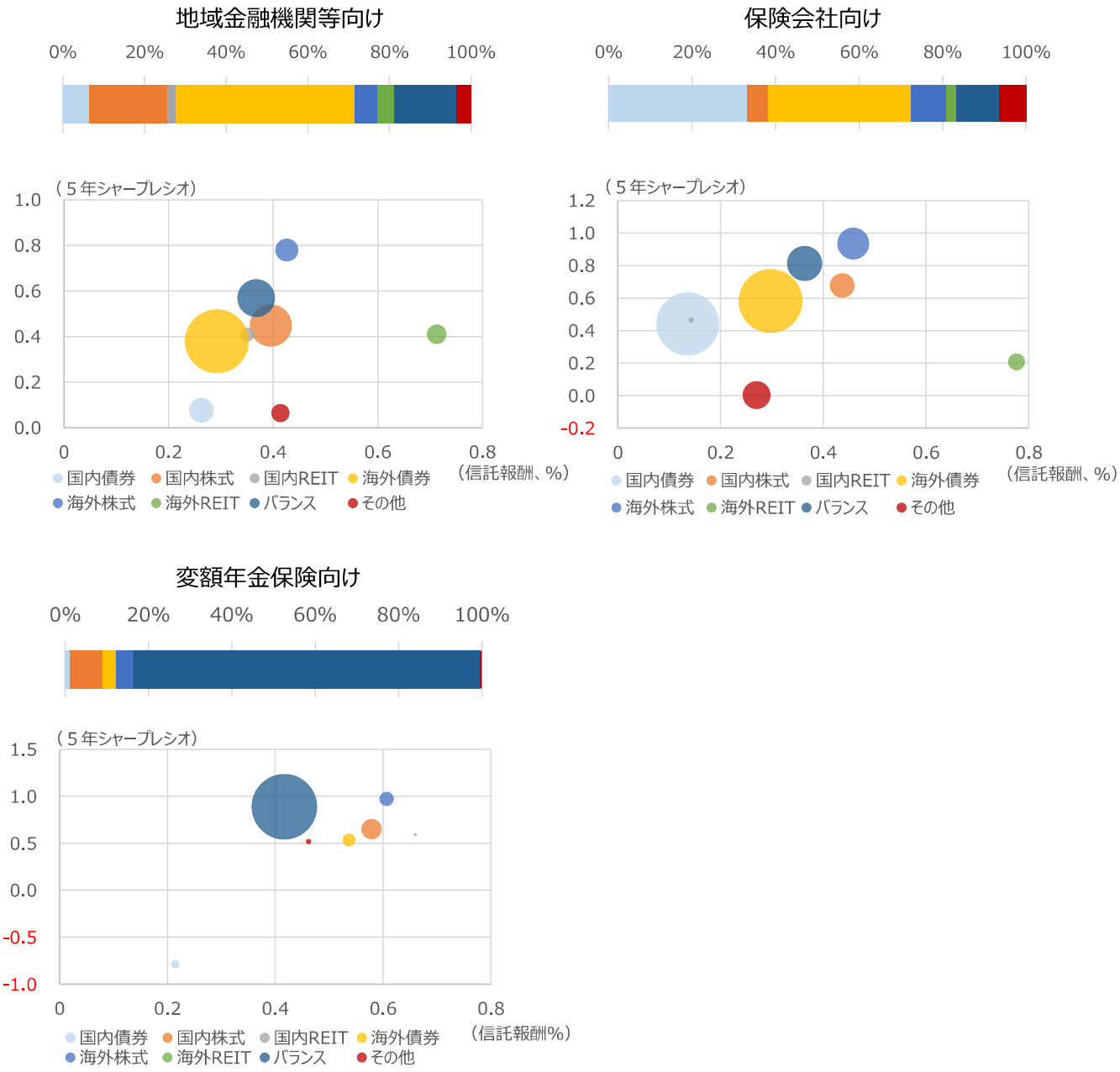
投資家ごとによって構成するアセットクラスの割合に大きなばらつきがある。地域金融機関等向け私募投信においては、海外債券の占める割合が多く、保険会社向け私募投信においては、国内債券・海外債券の占める割合が多い。また、変額年金保険向け私募投信においては、バランスの占める割合が８割を超える。

---

[42] 各社の提出資料を基に金融庁作成（私募投信の純資産残高の多い資産運用会社が対象）。

[43] 2021 年末まで５年の運用実績のある私募投信が対象。残高比率は 2021 年末時点。シャープレシオは５年シャープレシオを期初（2016 年末）の純資産残高で加重平均。円の大きさは純資産の規模を表す。

（図表 3-20）投資家ごとの資産構成[44]



（４）公募投信と私募投信のコスト･パフォーマンス比較[45]

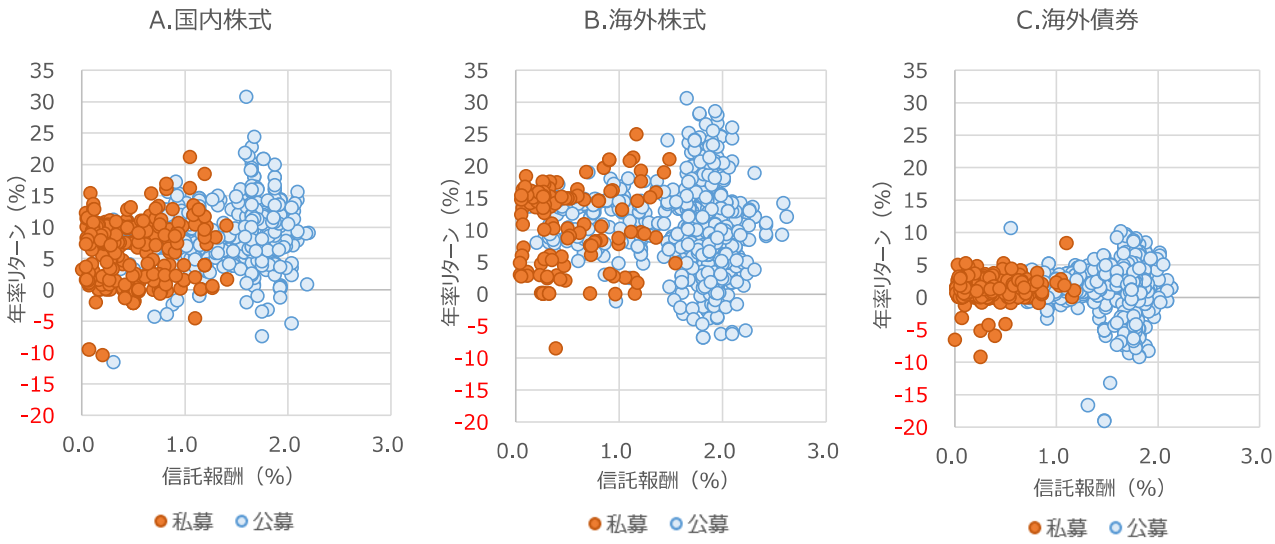
機関投資家向けの私募投信においては、公募投信よりも低コストの商品が提供されている。これは、顧客が大

[44] 各資産運用会社の提出資料を基に金融庁作成（私募投信の純資産残高の多い資産運用会社が対象）。

[45] 個別の投資信託を、2021 年末までに過去 5 年間の年率リターンと信託報酬水準に応じて、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資信託は除外。

口の機関投資家であることが、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。

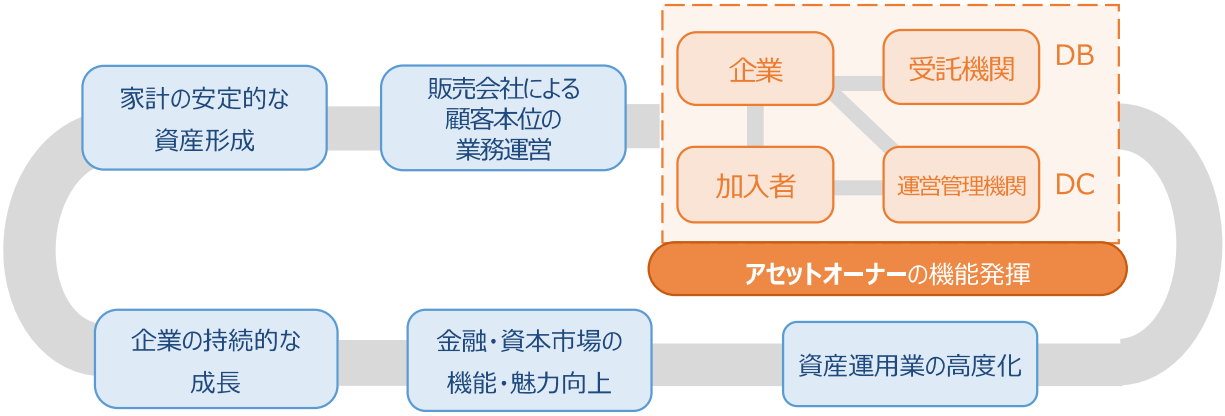
（図表 3-21）公募投信と私募投信の比較[46]



5．確定給付企業年金（DB）／企業型確定拠出年金（DC）

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（または企業年金基金）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。また、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。

（図表 3-22）インベストメント・チェーンにおける「アセットオーナー」

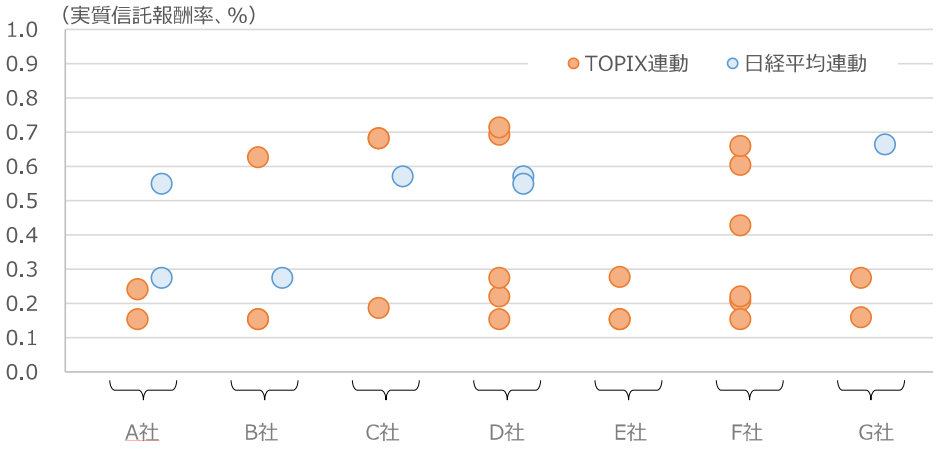


[46] QUICK、各資産運用会社の提出資料を基に金融庁作成（私募投信の純資産残高の多い資産運用会社が対象）。

（１）企業型確定拠出年金（DC）：一物多価

図表 3-4 にある通り、一部のインデックスファンドでは信託報酬率の引下げの動きも見られたが、DC 専用のインデックスファンドについて見ると、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資産形成を阻害しかねないこうした状況を改善するためには、資産運用会社による自発的な信託報酬の見直しの他に、DC を実施する企業や、運営管理機関を務める、銀行、信託銀行、生損保、証券会社等が、DC の組入れファンドの選別を強化することが望まれる。

（図表 3-23）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[47]



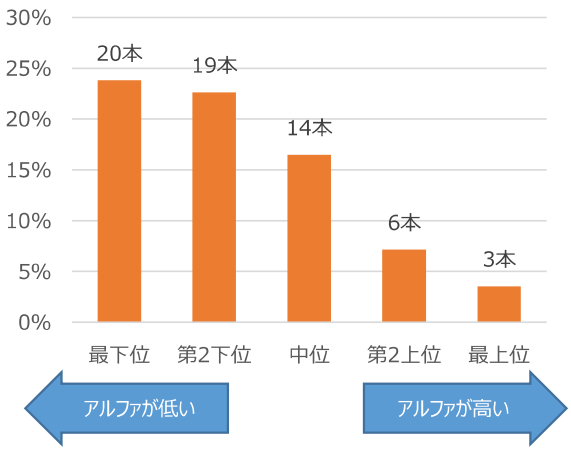
インデックスファンドの信託報酬率は容易に比較ができるため、DC を実施する企業自らが、能動的に商品選別を行い、加入者に不利益が生じないよう努める必要がある。適切な運用商品のラインナップ選択及び見直しに留意し、DC 加入者に投資教育を行うことも重要である。また、運営管理機関においては、企業や加入者に対して、現状の DC の商品ラインナップとその他のよりコスト効率のすぐれた商品との差異について積極的な情報提供や投資教育の支援を自発的に行うことが求められる。

（２）企業型確定拠出年金（DC）：アクティブファンドのアルファと、商品選定への示唆

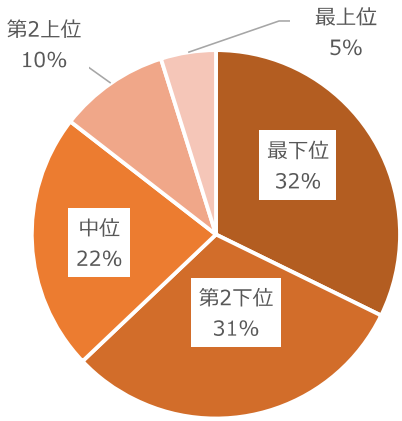
国内アクティブファンドのアルファの分析によると、アルファが芳しくないグループほど、DC 専用のファンドが多く見られる。DC 専用ファンドのうち 32%がアルファの最も低いグループに属し、31%は２番目に低いグループに属する一方、アルファの上位２グループに属するファンドは僅か 14.5%しかない。

[47] QUICK の資料を基に金融庁作成。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）。

（図表 3-24）アルファ 5 分位別の
DC 専用商品の本数と割合[48]

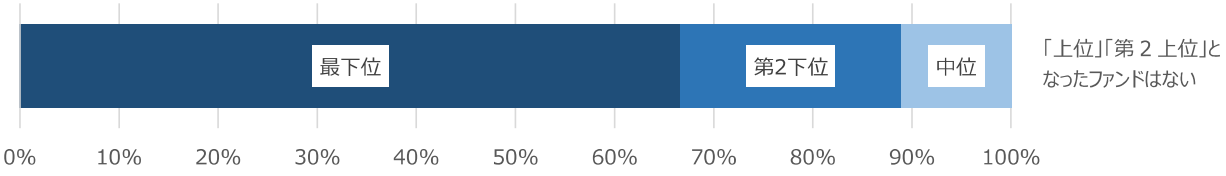


（図表3-25）DC 専用ファンドの
アルファ5分位別の割合[48]



過去の一定期間パフォーマンスの実績が明確に悪かったファンドは、その後も悪いパフォーマンスが継続する傾向が見てとれる。そのような観点も踏まえてファンドを選別することは比較的容易と考えられ、DC を実施する企業側と、運営管理機関側の双方から、加入者の利益を考えたファンドの選別を進めることで、資産運用会社側の運用力強化や商品の品質改善に向けた対応を促すことが望ましい。

（図表3-26）2002年4月～2012年3月の低アルファファンドの、その後の10年の成績の分布[48,49]



なお、先ほど見た通り、私募投信については、顧客がリテラシーの高い機関投資家であることから、相対的に良好な成績を上げている。DC 向け商品分野についても、年金を運営する企業側が商品選定能力を向上させることによって、DC 向け商品市場を改善し、加入者に良好な運用成果をもたらすことが期待される。また、運営管理機関においては、前述の一物多価同様に、アクティブファンドのパフォーマンスの相対評価の情報を企業側に積極的に提供して、企業側による商品選別を支援する姿勢が求められる。

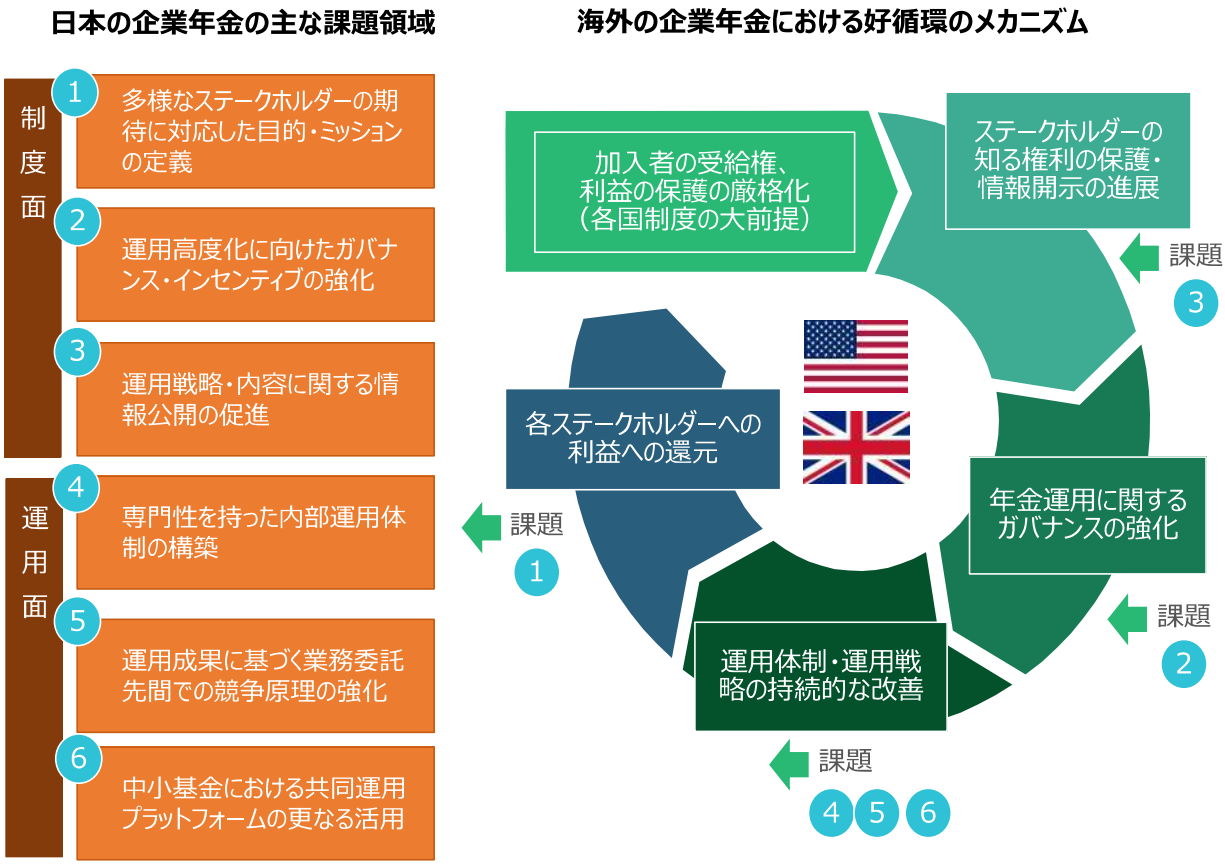
[48] QUICK、野村證券（Russell/Nomura 日本株インデックス）、日本銀行の資料を基に金融庁が推計。

[49] まず、2002 年 4 月～2012 年 3 月の 10 年間について国内株アクティブファンドのアルファを測定し、このうちアルファが有意にマイナス（t 値が-2 以下）のファンドを抽出。次に、その後 10 年間（2012 年 4 月～2022 年 3 月）についてアルファを測定し、前半の 10 年間でアルファが有意にマイナスとして抽出されたファンドが、後半の 10 年間のアルファ 5 分位のうちのどこに位置していたかの分布をグラフに表示。

【コラム】確定給付企業年金（DB）：海外の企業年金との比較分析における日本の企業年金への示唆

ボストン・コンサルティング・グループによる委託調査[50]によると、諸外国においては、加入者の権利保護を大前提に、情報公開の進展や運用戦略・運用体制の高度化が進み、それが各ステークホルダーへの利益還元につながる好循環を形成している。

（図表 3-27）企業年金：日本における主な課題領域と海外における好循環のメカニズム



委託調査の中では、日本の企業年金の課題を解決し、諸外国で見られるような好循環を創出するため、より多様なステークホルダーに配慮した情報公開ルール整備や、運用実態に関する外部モニタリング・外部監査の強化、運用体制・運用戦略の高度化に向けた内外の体制強化を図るという提案がなされた。より具体的には、日本の企業年金に関する検討の方向性として、[1]運用戦略・運用体制に対する開示を拡充し、各基金の運用実態に関する透明性の向上、[2]高度な運用を行って高い運用成果を上げることに向けての外部からの監視、及び、それらを通じた内部的なインセンティブの強化、[3]運用担当者に対する人材要件の導入や、業務委託先に対する利益相反・不適正取引等の監視強化、という３つの提案がなされた。

[50]「企業年金を取り巻く状況に関する調査」（ボストン・コンサルティング・グループ合同会社：令和４年５月 20 日公表）
<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20220520.html>

（図表 3-28）具体的な検討の方向性（案）

提案	具体的な検討の方向性（案）
【1】 より多様なステークホルダーに配慮した情報公開ルール整備	財務情報のみならず、運用戦略・運用体制に対する開示を拡充し、各基金の運用実態に関する透明性を向上 • 母体企業の IR に加えて、監督官庁に提出する年次報告書の公開や、アニュアルレポートの発行等、企業年金自身による開示を拡充することを検討 • 但し、開示に係る負荷・コストについては留意
【2】 運用実態に関する外部モニタリング・外部監査の強化	高度な運用を行い、高い運用成果を上げることに対する外部からの監視、及び、それらを通じた内部的なインセンティブの強化 • 米国における PBGC（Pension Benefit Guarantee Corporation）に代表されるような、加入者利益の保護を目的とした外部モニタリング・外部監査の強化 • リスク調整後リターンに対するモニタリング・監査を通じた、拠出・給付に基づく適正なリスクテイクとよりよい運用成果の追求
【3】 運用体制・運用戦略の高度化に向けた内外の体制整備	運用担当者に対する人材要件の導入 • 長期運用の実務経験を有する人材の登用、外部のプロ人材（OCIO（Outsourced Chief Investment Officer）等）の活用の促進 業務委託先に対する利益相反・不適正取引等の監視強化 • スイッチングコストの高さや、互恵関係を盾にした委託先選定・商品選定の歪み 適格機関投資家となるための体制整備 • 特に大規模な企業年金等については、資産運用管理体制の強化に向けた運用規模、ガバナンス、運用体制等の検討・具体化（確定給付企業年金ガイドライン等）

（別添１）

アルファの分析の詳細

図表 1-6 等のアルファの分析は、Fama, French (1993)[51]に従い、下記の３ファクターモデルの時系列回帰分析により行った。

$$R_{i,t} - RF_t = \alpha_i + \beta_{iM}(RM_t - RF_t) + \beta_{iSMB}SMB_t + \beta_{iHML}HML_t + \varepsilon_{i,t}$$

国内株アクティブファンドについては、モデル内の各項と、使用した元データは、それぞれ下記の通り。

$R_{i,t}$	あるファンド i のリターン。投資信託の分配金再投資基準価額の月次リターン。基準価額に反映される信託報酬等のコストは控除後になるが、基準価額に反映されない販売手数料などのコストは控除されていない
RF_t	無リスク金利。日本銀行公表の無担保コールレート（オーバーナイト物）の月中平均値。月次換算のため公表値を 12 分の 1 した
RM_t	市場リターン。Russell/Nomura 日本株インデックス（以下、「ラッセル野村インデックス」。全て配当含む）の「Total Market」の月次リターン
SMB_t	サイズファクター（Small minus Big）。ラッセル野村インデックスの「Small」と「Large」の月次リターンの差
HML_t	バリューファクター（High-Book-to-Market minus Low-Book-to-Market）。ラッセル野村インデックスの「Total Market: Value」と「Total Market: Growth」の月次リターンの差

回帰分析による推計対象は以下の通り。

α_i	アルファ。月次超過リターン
β_{iM}	（市場）ベータ
β_{iSMB}	サイズファクターへの感応度。値が高いほどファンドが小型株傾向、低いほど大型株傾向であることを示す
β_{iSMB}	バリューファクターへの感応度。値が高いほどファンドがバリュー株傾向、低いほどグロース株傾向であることを示す
$\varepsilon_{i,t}$	誤差項

国内株式市場については、日本取引所も含めた複数のデータベンダーがファクター指数を作成しているが、本稿でラッセル野村インデックスを利用した理由は、1979 年末からの長期時系列の指数値が無料で公表されており、誰でも本稿の分析を再現できるよう客観性を担保するためである。

推計対象期間は 2002 年 4 月から 2022 年 3 月の 20 年間とし、推計対象ファンドはその間に 4 年以上の

[51] Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (1993), “Common risk factors in the returns on stocks and bonds”, *Journal of Financial Economics*

運用実績データがあり、かつ、2022 年 3 月末時点で残高のあったファンド（つまり、ファンドにより推計に使用されたデータ期間が異なる）。

なお、説明変数の統計値（年率）は下記の通りである。

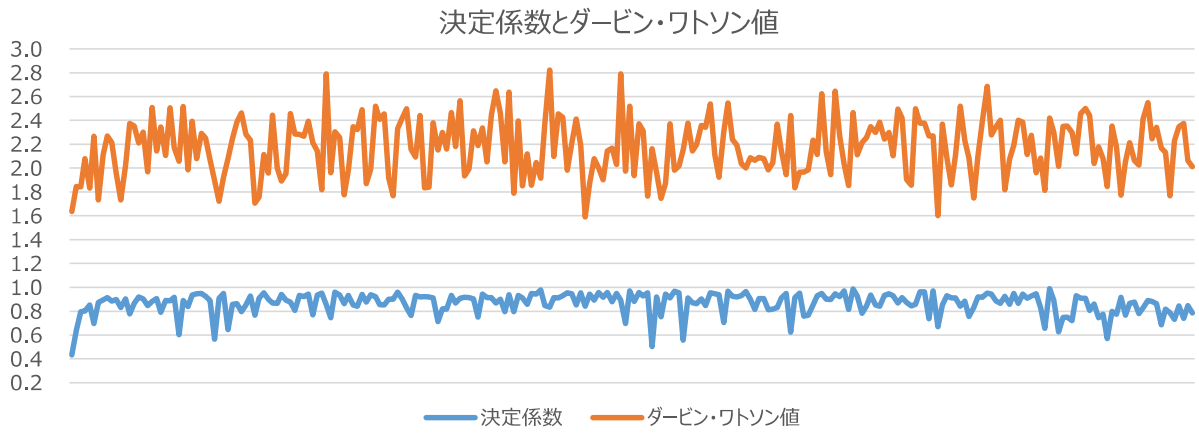
	平均	標準偏差
$RM_t - RF_t$	6.49%	17.09%
SMB_t	1.95%	8.04%
HML_t	1.59%	7.34%

説明変数間の相関は下記の通り。回帰分析に問題のある値は見られない。

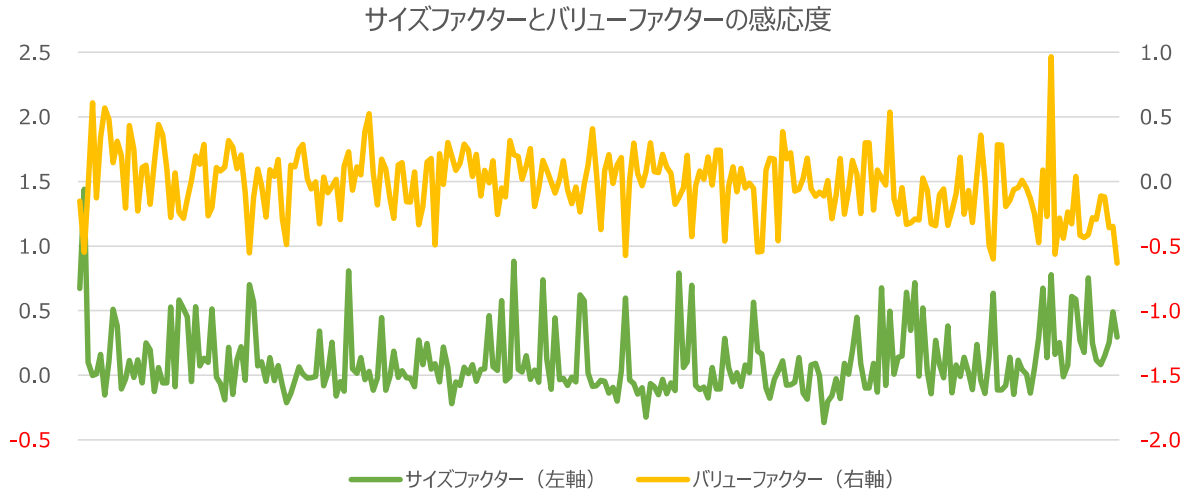
	$RM_t - RF_t$	SMB_t	HML_t
$RM_t - RF_t$	1.00	0.10	-0.21
SMB_t	0.10	1.00	0.02
HML_t	-0.21	0.02	1.00

図表 1-6 に示したアルファ以外の推計結果については以下の通り。以下のグラフでは、図表 1-6 同様に、ファンド毎の推計結果を、アルファの低いファンドから高いファンドの順で左から右に並べている。

まず、決定係数（自由度調整済み）は平均で 0.9 以上あり、モデルの当てはまりはおおむね良好である。ダービン・ワトソン値は 2.0 近傍に分布しており、深刻な系列相関はみとめられない。



サイズファクターに対する感応度を見ると、全体的に小型株傾向がある中、アルファの高い右側のファンドほど、特に小型株傾向（サイズファクターは正の値）が強いことがうかがえる。また、バリューファクターに対する感応度は、アルファの高いファンドでグロース株傾向（バリューファクターは負の値）が強いことが見える。



図表 1-13 の米国株アクティブファンドの分析も、同様に 3 ファクターモデルの時系列回帰分析による。説明変数は Kenneth R. French Data Library[52]に掲載されている Fama, French (1993)と同じ手法で作成されたデータを用いた。なお、被説明変数が円建ての基準価額の前月比であることから、説明変数にドル円為替レートの前月比も追加している。

[52] <https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html>

（別添２）

調査対象の資産運用会社一覧

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社
シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社
ラッセル・インベストメント株式会社
朝日ライフアセットマネジメント株式会社
アライアンス・バーンスタイン株式会社
インベスコ・アセット・マネジメント株式会社
パインブリッジ・インベストメンツ株式会社
ＨＳＢＣアセットマネジメント株式会社
ＳＢＩアセットマネジメント株式会社
アセットマネジメントＯｎｅ株式会社
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社
しんきんアセットマネジメント投信株式会社
新生インベストメント・マネジメント株式会社
三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社
アムンディ・ジャパン株式会社
ＳＯＭＰＯアセットマネジメント株式会社
大和アセットマネジメント株式会社
東京海上アセットマネジメント株式会社
日興アセットマネジメント株式会社
ニッセイアセットマネジメント株式会社
岡三アセットマネジメント株式会社
農林中金全共連アセットマネジメント株式会社
野村アセットマネジメント株式会社
ブラックロック・ジャパン株式会社
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社
ピクテ投信投資顧問株式会社
キャピタルアセットマネジメント株式会社
三井住友ＤＳアセットマネジメント株式会社
三菱ＵＦＪ国際投信株式会社
明治安田アセットマネジメント株式会社
ＢＮＹメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社
ＵＢＳアセット・マネジメント株式会社
いちよしアセットマネジメント株式会社
ちばぎんアセットマネジメント株式会社
楽天投信投資顧問株式会社
りそなアセットマネジメント株式会社
Global X Japan 株式会社

（別添３）

ディスクレーマー

図表 1-6、1-7、1-8、3-24、3-25 及び 3-26 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。