

資産運用立国にむけた取組みについて ～制度の変更や活用、運用力向上にどう対応するか



令和5年12月30日
株式会社資本市場研究所きずな

資産運用業の高度化について

資産運用業の高度化とは、投資信託などの運用する資産運用業者が、委託された資産の運用についてより高い運用力向上が求められていることと、それを支える運営体制の透明性確保を両立させることを指している。

この高度化の取組みは、金融行政により2020年から開始され、毎年公表されている「資産運用業高度化プログレスレポート」では、課題とその背景について説明されており、その記載内容は論点が明確になるよう毎年深掘りされている。

岸田政権による「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2023改訂版」においても、資産運用立国に向けた取組の促進が提言されており、運用力の向上は家計へのリターンを高め、投資の拡大を促していくために不可欠とされ、これを受け金融審議会において資産運用業タスクフォースによる報告書が11月下旬に取りまとめられた。
(以下、11月報告書)

同報告書では、個人を含む投資家へのリターン向上や投資先の企業価値の向上を目的とした資産運用業の高度化への具体的施策として、次の取組みが示されている。

◇**大手金融グループにおける運用力の向上やガバナンス改善・体制強化**:大手金融グループ系列の資産運用会社で、業務運営のためのガバナンス改善・体制強化を図るためのプランの策定・公表を促す。

◇**資産運用会社におけるプロダクトガバナンスの確保等**:資産運用会社による適切な金融商品の組成、管理、運用の透明性の確保について、顧客本位の業務運営原則の中でプロダクトガバナンスとして策定する。

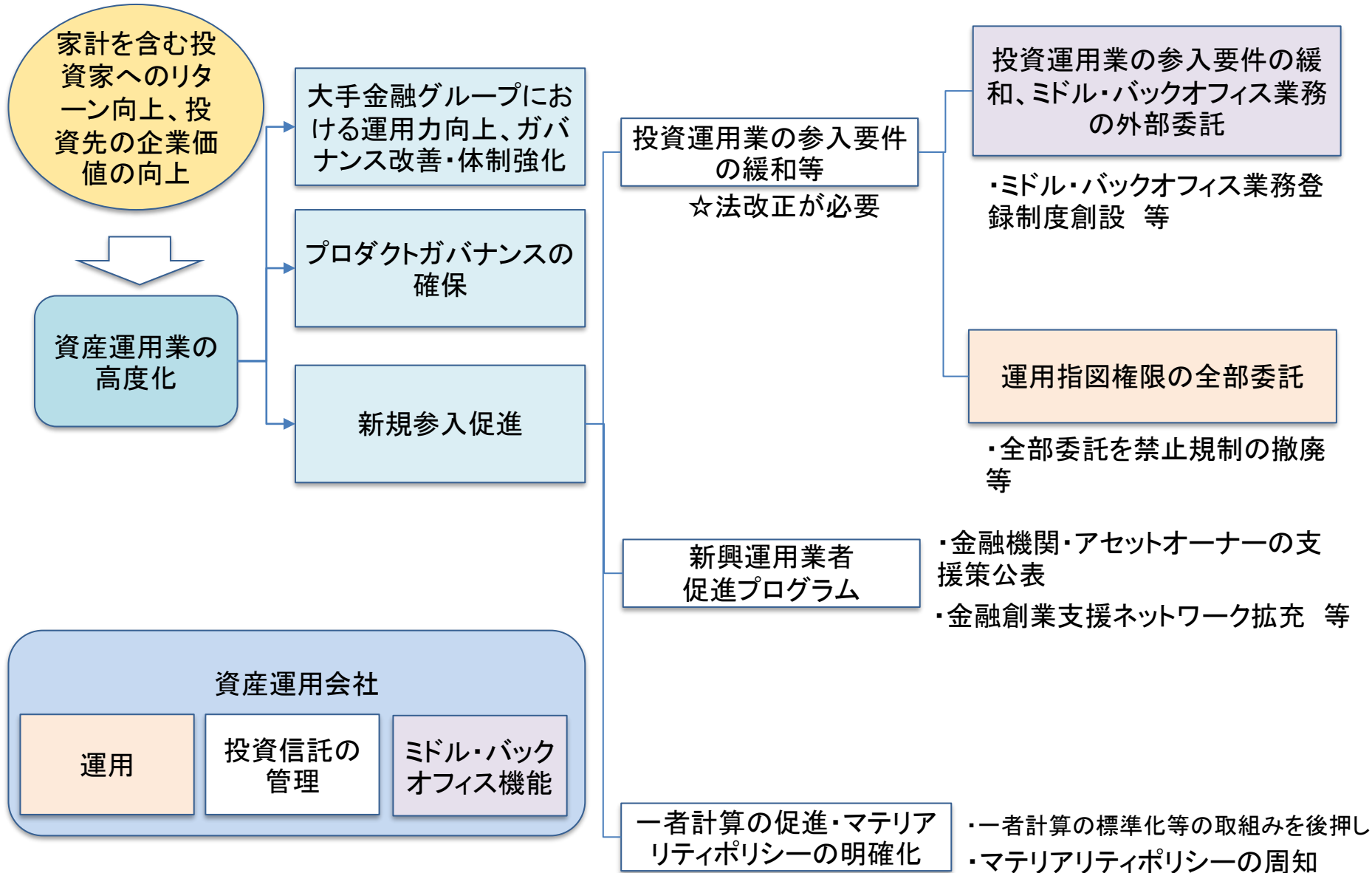
◇**資産運用業の新規参入促進**:資産運用業務は、1)ファンド等の運営業務、2)運用業務、3)計理や法令遵守等に関する業務(ミドル・バックオフィス業務)に分けられるが、新規参入が伸びていない理由としてミドル・バックオフィス業務の負担が重いことがある。これに対応して、投資運用業の参入要件の緩和とし、同業務の外部委託を認める

方向を示した。また、運用業務についても、運用指図権限の全部外部委託を認め、資産運用会社がファンドの運営機能に特化することを可能とするが、この為に金商法の改正が必要となる。

次に、官民あがての新興運用業者参入の後押し策として新興運用業者促進プログラムが取り上げられたが、これは金融機関やアセットオーナーによる運用力の高い投資運用業者を発掘し・運用委託していく取組みが中核になり、政府等においてはその支援の為に、新興運用業者のリストを金融機関及びアセットオーナー向けに提供するといった取組みを行うことが提言されている。

また、参入障壁になっていると指摘されたファンドの基準価額の計算について、資産運用会社と信託会社の双方で行う二重計算の慣行をの一者計算に是正することやマテリアリティポリシーの明確化及びその周知も必要とされた。

資産運用業の高度化案の概要



資産運用会社の現状と運用状況、運用力向上の取組み

金融商品取引業全体の中で、資産運用会社は大きな成長を遂げてきている分野であるし、個人への金融商品を販売する証券会社や金融機関等にとって、投資信託の供給者として運用者への期待値も高い。

本年10月末時点での資産運用会社数については、投資運用業として登録を受けている402社が、投資信託委託業、投資法人資産運用業、投資一任業及び自己運用業としてそれぞれの登録(業務登録の重複あり)を受けており、26社は適格投資家向け運用の登録となっている。また、資産運用業務の入り口として期待されている適格機関投資家等特例業務事業者数については9月末で3,611者となっている。日本の資産運用会社は、増加傾向にあるものの、1.5万社の米国や2千社の香港、1千社のシンガポールに比べ少ないので、海外運用会社の国内参入や国内業者の新規参入が期待されており、前章で取り上げた新規参入促進策となっている。

資産運用会社の運用状況については、投信協会の統計資料によると、本年10月までの資金流入額は約8兆円で、年次ベースで見ると昨年の8.8兆円は超えそうだが2021年の11.8兆円までは届かない可能性が高い。

公募の株式投信による収益分配金については、最近5年程度は運用金額に対して2~3%程度に落ち着いてきたが、2012年には10%を超えて分配されていた。月毎の収益分配状況をみると、7月が他の月の平均値の7倍程度になっており、毎月分配型のファンドが販売金額の大半を占めていた7~8年前にほぼ毎月の分配金額が同程度だった時期に比べると、明らかに運用されるファンドが毎月分配型から年1度の分配スキームに変化したことがうかがえる。

下グラフは、同じく投信協会の統計資料より、個人中心に販売される株式投信の運用状況を推計したものだが、左上グラフは、株式投信全体の収益分配金を含む運用利回りとTOPIXの年間騰落率(2023年は10ヵ月間)を比較した。2019年~2021年はTOPIX騰落率を上回る運用利回りを上げたことが推計される。また、右グラフはファンドの主要な運用対象別の運用利回りを推計したが、国内債券の運用成績の低調さと、海外株式と海外不動産投信の運用利

回りが連動していることが伺える。

投資家が資産運用業者に最も期待することは運用力だが、これについて資産運用業高度化プログレスレポート2023においては運用の付加価値向上の取組みとして纏められている。先ず、日本株運用の7割を占めるパッシブ運用に対して、アクティブ運用は調査活動により中長期的な視点で成長性の高い企業を発掘し、選別するという重要な価格発見機能を担っているため指数運用より超過利益が期待できるとしている。

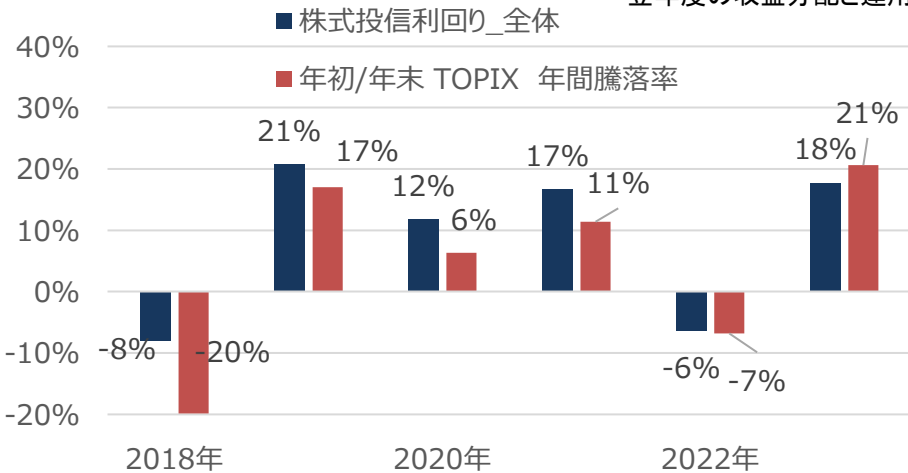
次に、個人の外国株式投資が増えているが、外国株式アクティブファンドの自社運用が1割程度しかないため、資産運用会社が自社で運用する顧客資産が減少し、運用機能が低下して、運用に関する世界最先端の情報が集まらなくなるおそれが指摘されている。

その為、海外資産運用力の強化として海外の運用人材の確保等により、中長期的にインハウス運用を強化していくことが望ましいとしている。他の施策としては、運用商品のイノベーション創出、スチュワードシップ活動の実効性評価のための議決権行使結果の活用、インデックスプロバイ

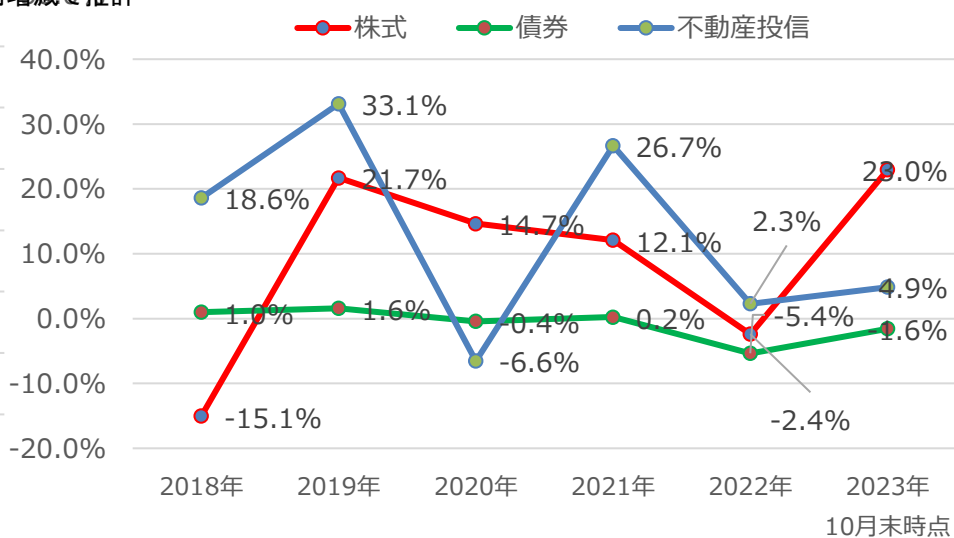
ダー間の競争促進、リテール向け運用サービスの定性評価が上げられている。

株式投信運用利回りとTOPIX比較

※投信協会の統計資料より作成、運用利回りは、前年度の運用資産残高に対して翌年度の収益分配と運用増減で推計

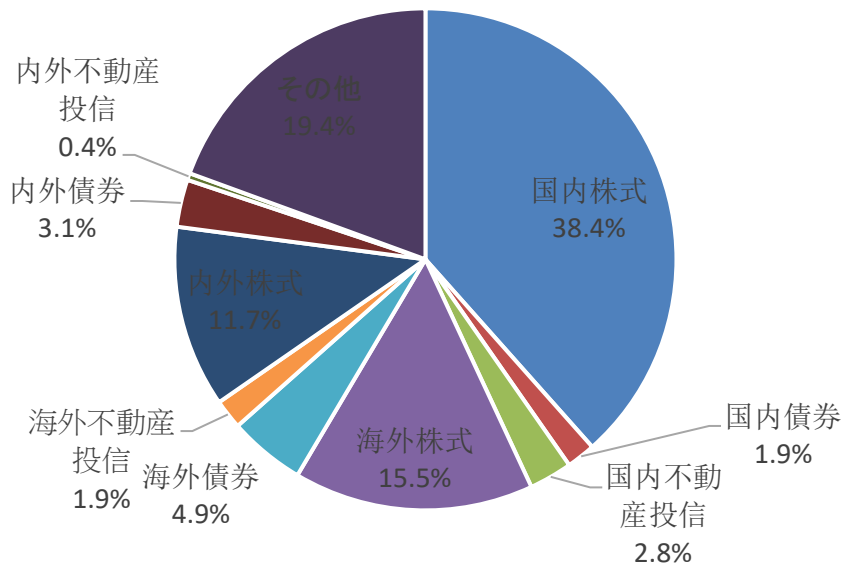


株式投信利回り 国内内訳

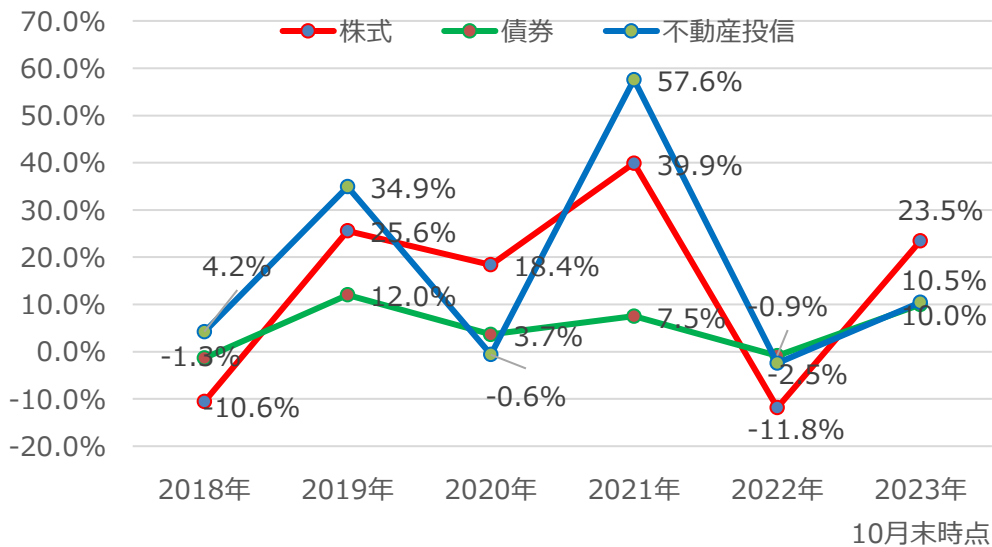


株式投信の運用タイプ分類

(2023年10月金額ベース)



株式投信利回り 海外内訳



大手運用業者の高度化と新興運用業者増加策について

我が国の資産運用会社について、投資信託の運用額全体の約8割を大手証券やメガバンク系列の運用業者が占めているが、資産運用業を一つの産業としてみた場合、運用額上位各社の運用規模では欧米の運用会社に大きく劣っている。

例えば、米国のブラックロックやバンガードの約十分の一、欧州大手のアリアンツやアムンティの三分の一程度となっている。資産運用立国を目指すには、この国内大手資産運用会社の国際競争力を高め、国内外の投資家からの運用資金を集め国内の企業や事業への投資が増加することが期待されている。

その為には、11月報告書で示された大手資産運用会社における高度化として、人材育成による運用力の向上の取組みや、ファンド運営管理の効率化、適切な金融商品の組成・管理・透明性を確保するためのプロダクトガバナンスに関する原則の徹底が必要で、これ等の施策を支える運用会社としてのガバナンス強化が求められている。これら高度化への取組みに関する情報が、投資家に向けて

発信されることも重要で、資産運用会社がどのような方針で運営されているかに関わる経営者の発信体制や、ファンドマネージャーの氏名開示などは、少なくとも国際的な基準に合わせる必要がある。

また、既存業者の取り組みだけではなく、新興運用業者の育成も重要視されている。運用業者数が少ない日本において、新興運用業者数を増やすことで運用事業者間の競争を促していくこともあるが、新興運用業者の運用力も期待されている。実証研究では、新興運用業者は運用初期ほど投資パフォーマンスが高いことが指摘されており、運用資金を集めるために運用実績を求めらるることが影響している可能性もある。

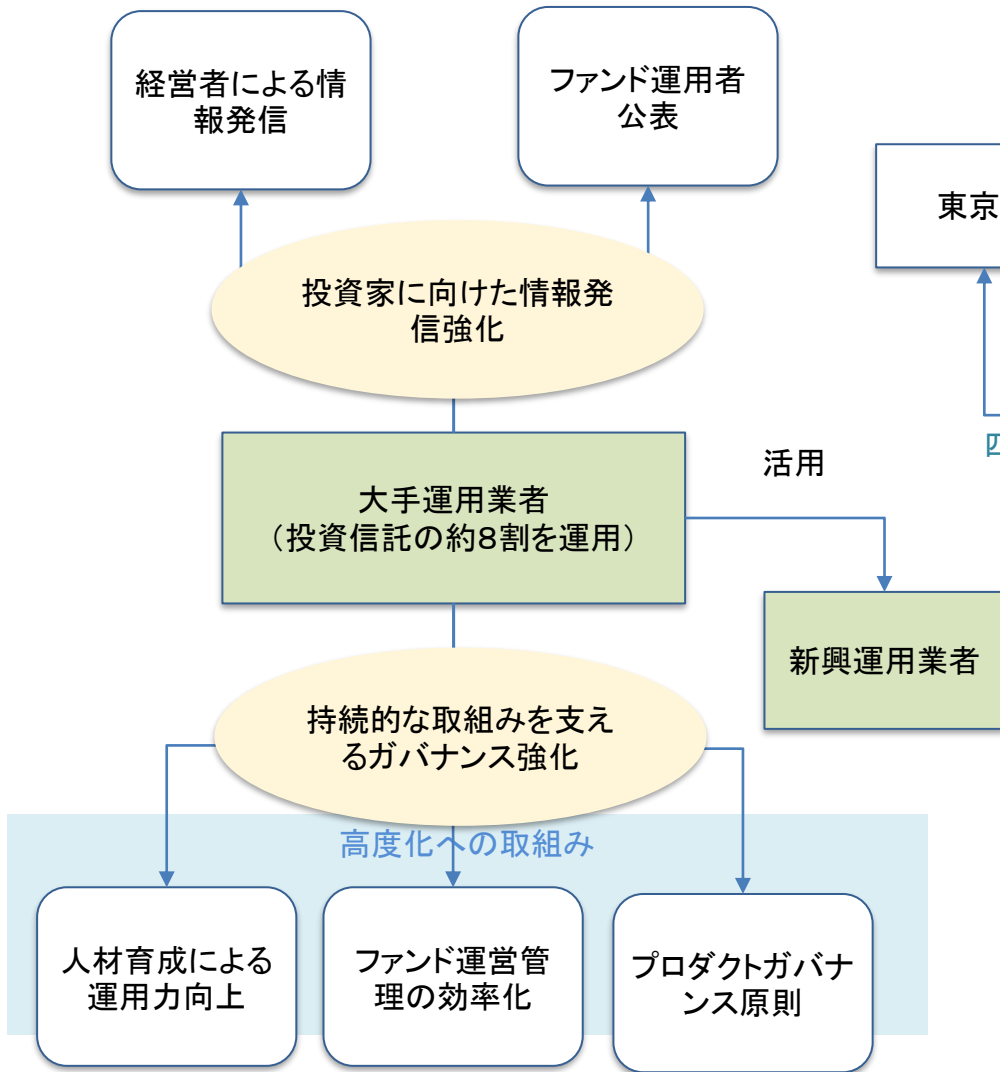
今後、国内外の運用会社や証券会社・金融機関などの運用部門からのスピノフ等で新規の運用会社立ち上げが増えていくことが想定されるが、運用担当者は従前の運用会社での業歴はあるものの、新規の運用会社としてのトラックレコードがないと、運用資金を確保するハードルが高いとみられている。その為、金融審議会の11月報告書においては、東京都や諸外国におけるEMPの例も参考に

しつつ、機関投資家から新興の資産運用会社へのシードマネーの供給を円滑にし、運用業界全体の運用力の向上を図るためのプログラムを作るべきと指摘している。

また、投資運用業者間で競争が促進されていくことが重要であるため、新興運用業者の範囲や運用対象とするアセットクラス等については、幅広く考えるべきであるとしている。例えば、アセットクラスとして、上場株式については投資先企業に積極的に働きかけるエンゲージメント・ファンド(グロース市場上場後のグロースキャピタリストを含む)、債券ファンド等のほか、プライベート・エクイティファンド、ベンチャーキャピタルファンド、インフラファンド等の多様な運用対象が考えられるとしている。その為には、官民の新興運用業者向け支援策や、金融機関・アセットオーナー向けの新興運用業者に関する情報提供を行うことも重要だろう。

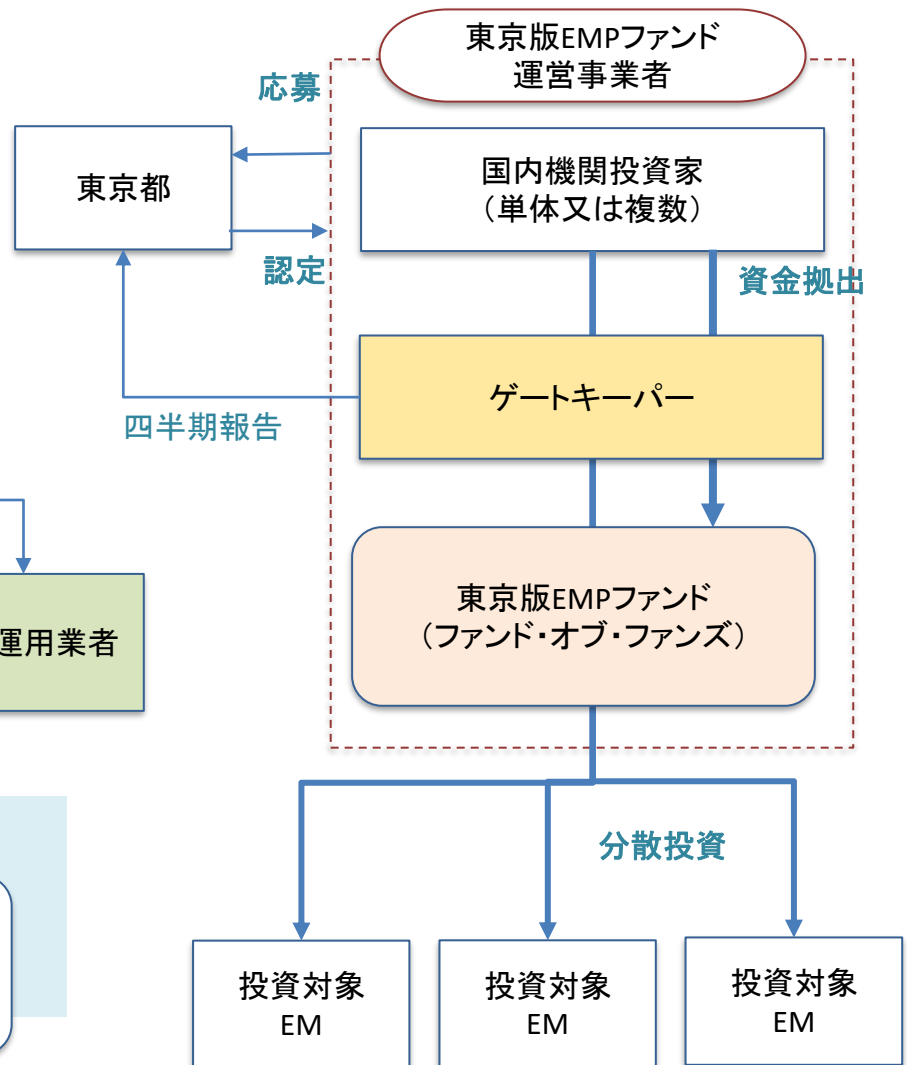
大手運用業者の国際的競争力を持つための高度化と、新興運用業者の増加による資産運用業界全体の裾野拡大がリンクして、国民の金融資産運用と企業への投資拡大が循環していくような資産運用立国の姿が期待されている。

大手運用業者の高度化



※金融審議会資料等より作成

東京版EMPの概要



※東京都 EMP事業者募集要項より作成

資産運用業高度化プロセスのイメージ

資産運用業高度化がもたらす変化について考えたいが、その高度化プロセスについて想定してみた。

先ず、資産運用業の成長のイメージとして、運用する資産額の増加に合わせて、組織・業務形態が段階的に成長していくのが、新規参入者のビジネスモデルとして望ましい。

例えば、資産運用業への最初の取組みとしてプロ向けファンドである適格機関投資家等特例業務が考えられるが、同業務は届出制で人的構成要件や資本金規制はない。その為、届出数は2019年3月末の2,434から直近2023年9月末は5割近く増加している。プロ向けファンドは、適格機関投資家が参加していることが条件だが、投資性金融資産1億円以上の法人や個人も49名以内なら投資することができる。

次のステップとしては、プロ向け投資運用業である登録制の適格投資家向け投資運用業があり、資産運用者やそれ以外の要員を確保することが各1名以上必要だが、

コンプラ業務は外部委託することが可能だ。ただし、人数制限はないものの投資家層はプロ向けファンドと同様だ。

個人を含めて不特定多数の投資家から資金を集めて運用する投資運用業については、持続的な組織や運用体制の安定性が求められるため、資本金規制、人的構成要件、コンプラ体制の確保や組織としてのガバナンス確保が要求されている。

今後取り組まれる資産運用業の新規参入促進策によって、バックオフィスの負担は軽減されるかもしれないが、この基本的な構造には変化がなく、また資産運用業者は成長して運用資産が増加していくに従って、その体制を整えていくのは投資家に対する当然の義務だろう。

高度化プロセスは、資産運用業者の組織や機能の段階的成長が必要かもしれないが、むしろ重要なのは運用指図者＝ファンドマネージャーの育成と活用策ではないかと考える。日本版EMPでは、新興運用業者の活用がアセットオーナーに求められているが、資産運用業務のコアコンピタンスはファンドマネージャーの運用力だろう。その為、資産運用業高度化プロセスを、ファンドマネージャーの発掘、

育成、成長支援とリンクさせていくとより効果が上がる可能性がある。

プロGRESSレポート等では日本の公募投資信託において、ファンドマネージャー名の開示は僅か2%程度で、概ね公表している米国とは大きな差があると報告されている。運用者情報は、投資家にとって関心が高いものだが、運用者名開示はファンドマネージャーの運用力向上の競争を促すと期待されるので、業界団体を中心に、開示対象を年金基金や保険会社などのアセットオーナーから段階的に進めて、個人まで開示が進むことが望ましい。

また新興運用業者促進プログラムについては、やはり運用資金を委託する側での取組みが望ましいが、日本においては、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)や大手生保、若しくは生保協会や投信協会などの業界団体が新興運用業者を支援する取組みを行っていくことを行政が支援する運用者情報の共有策などとリンクしていけば、より実効性があるのではないかと考える。

いずれにしても資産運用業高度化の取組みは、投資運用業務における分業を進めることになり、金融商品取引業全体が再構成されている過程ともみることが出来る。

資産運用業高度化プロセスのイメージ

