

資産運用会社の高度化 ～運用力と求められるガバナンス



令和4年3月4日
株式会社資本市場研究所きずな

資産運用会社の概況

資産運用会社の“高度化”とは、投資家から委託された資産運用について国際競争力のある運用力をつけながら、投資家が負担するコストを引下げ、かつ社会的にも求められているESG投資などにも対応していくことを指している。

その資産運用会社は、金融商品取引法の投資運用業と投資助言業の役割を担っているが、元々は投資信託の運用を行う証券投資信託法(1951年施行)の投資信託委託会社と、年金などの運用を行う投資顧問業法(1986年施行)の投資顧問会社で、1997年以降大手証券系を中心に統合されて現在の資産運用会社となっている。

運用の概況をみると、投資信託については2021年9月末時点での運用資産額は、個人投資家中心に販売される公募投信が171.6兆円(内、株式投信は145.8兆円(内、ETFは63.3兆円)、2021年3月末比5.9%増)、地域金融機関などへの販売が多い私募投信は112.0兆円(同、2.7%増)となっている。一方、年金基金などの長期運用の機関

投資家などから投資一任される運用資産は2021年9月末で436.8兆円(2021年3月末比4.1%増)、投資助言契約の資産は46.6兆円(同、14.5%増)、個人向けのラップ業務資産は12.8兆円(同、14.8%増)という状況だ。

個人向けの株式投信は元々証券会社で運用が始まったものだったが、利益相反を避ける為に1959年以降は運用と販売の分離がなされ、運用は投資信託委託会社で行うようになった。投資信託が1998年の銀行や保険会社での窓販解禁され、更に1999年の私募投信、2005年の郵便局での窓販も解禁されて個人向けの投資信託の販売チャネルが増加し、投資顧問会社との統合が進む中で年金資産の運用も拡大していき、資産運用会社は金融ビックバン以降に大きく成長した。

しかし、海外運用会社との競争や顧客本位の業務運営原則の浸透から運用報酬に対する引下げ圧力が強まっており、一方ではスチュワードシップコードへの対応では、投資対象企業へのコーポレートガバナンス強化への取組みやESG投資など市場参加者としての責任も求められる中、資産運用会社は“高度化”が必須となっている。

最近の資産運用会社業務の概況

※金額は原則、億円※(A)(B)(C)はいずれも2021年9月末時点

資産運用会社	公募株式投信 の純資産額(A)	私募投信の 純資産額(B)	支配株主	全体収益	経常損益	役員員 総数	運用業務 者数	投資運用額(C)	運用業務者数 一人当たりの 経常損益(百 万円)	(A)+(B)+(C) の純資産額 合計
野村	375,885	25,453	野村HLD100%	1,234	362	1,011	304	123,142	118.9	524,481
大和	203,981	13,229	大和証券グループ本社100%	659	146	650	114	155	128.8	217,365
日興	197,305	33,687	三井住友トラストHLD99%	829	124	538	108	37,790	114.5	268,782
三菱U国際	140,767	43,864	三菱U F J 信託銀行100%	704	134	818	166	4,395	80.5	189,026
AM-One	101,000	69,806	みずほフィナンシャルG51%、 第一生命HLD49%	1,094	204	903	281	382,394	72.5	553,201
三井住友DS	63,221	36,771	三井住友フィナンシャルG50.1%、 大和証券グループ本社23.5%、他	616	4	899	290	49,805	1.5	149,798
三井住友TA	55,199	94,075	三井住友トラストHLD100%	486	103	625	175	704,880	58.7	854,153
フィデリティ	31,286	8,096	フィデリティ・ジャパンHLD100%	463	82	256	22	29,893	371.5	69,274
BRJ	28,232	83,236	ブラックロック・ジャパンHLD100%	250	57	370	71	355,380	79.7	466,849
アライアンス	25,614	13,849	アライアンス・バーンスタイン・コーポレー ション・オブ・デラウェア100%	132	13	92	8	13,405	158.4	52,868
ニッセイ	26,093	69,307	日本生命保険相互会社100%	463	171	631	198	225,198	86.6	320,597
ゴールドマン	21,874	12,621	ゴールドマン・サックスAMインターナショ ナルHLDLLC100%	387	40	463	40	23,182	101.0	57,677
ピクテ	18,187	4,495	ピクテAMHLD SA100%	215	22	126	10	1,987	219.3	24,668
東京海上	16,527	13,126	東京海上HLD100%	283	71	365	111	50,564	64.1	80,217
ティー・ロウ	11,590	1,996	T. Rowe Price International Ltd100%	133	13	70	14	13,894	96.1	27,480
レオス	10,188	352	SBIファイナンシャルサービシーズ 51.28%、ISホールディングス 25.39%、他	68	13	93	19	1,129	66.6	11,669
りそなAM	9,808	2,569	りそなHLD100%	90	40	166	105	319,195	38.0	331,572
JPMorgan	8,028	53,024	JPMorganAM (アジア) 100%	231	55	197	46	28,095	119.5	89,147
楽天	6,983	202	楽天カード100%	13	2	27	8	1,051	24.9	8,235
SBIアセット	6,119	525	SBI AM G100%	22	4	18	4	276	106.8	6,921

※投資信託協会及び日本投資顧問業協会の資料より作成

高度化が必要とされる背景

国民の資産運用に密接にかかわる資産運用業が、運用のプロとして十分に機能し、投資家や市場から求められている役割をはたしているかについて、金融庁は、海外の資産運用会社のヒアリングや国内資産運用会社等との対話等を通じて判明した課題や、今後の対応について「資産運用業高度化プログレスレポート」として取りまとめ、2020年6月及び2021年6月に公表した。(以下は、両レポートより抜粋)

まず投資家から委託を受けた資産の運用力の問題について、下左図は日本の公募投信と海外ファンドの2020年末までの5年間平均のシャープレシオ(リスク当たりのリターンを数値化)及びエクスペンスレシオ(運用報酬その他の経費の比率)比較だが、両レシオとも米国ファンドが優位にある。また、アクティブ運用とパッシブ運用のシャープレシオは、日本・米国・ルクセンブルクともコストの低いパッシブ運用の方が高い。なお、私募投信に運用状況についての調査も行われていて、こちらのシャープレシオ(信託報酬控除後の5年平均)はパッシブ型が0.41、アクティブ型が

0.62となっているが、数値が公募投信より良いのは1投資家当たりの運用金額が大きいことため経費比率が低いことが影響していると見られている。また、私募投信の運用内容については、変額年金保険向けが8割以上バランス型なのに対して、地域金融機関向けでは4割以上が国内株式型で、ついで海外債券型が2割以上となっている。

資産運用会社の収益の中核となっている運用報酬については、世界的にみて報酬率が低いパッシブ運用やETFの増加によって報酬率の高いアクティブ運用から運用資産が移る影響でアクティブ運用の報酬に対しても引下げ圧力がかかっている。

また、日本の資産運用業独自の問題として少額投信の問題があるが、運用資産50億円以下の公募投信が多くあり、これらの大半はファンドの運営コストを賄えるだけの運用報酬を得られていない可能性が高い。

その為、他のファンドの投資家が不足するコストを結果として負担することが指摘されている。(ファンドの一般的な運用コストは年間4000万円程度と見られているが、2019

年末時点で運用資産が10億円以下のファンドが2,119、10億円超～50億円以下のファンドが1,684ある。)この背景としては、公募新規ファンドの組成後の一定期間(半年～1年程度)、販売を1社のみに限る商慣行(専売)の影響があり、専売の投信は全体の本数の約3割を占めている。

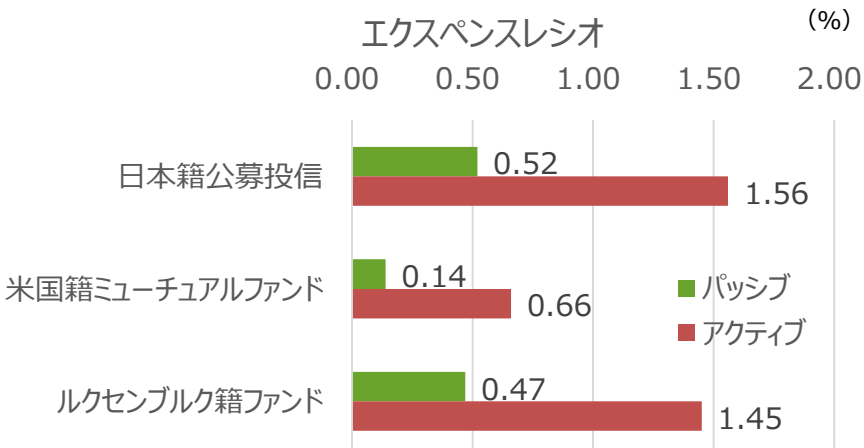
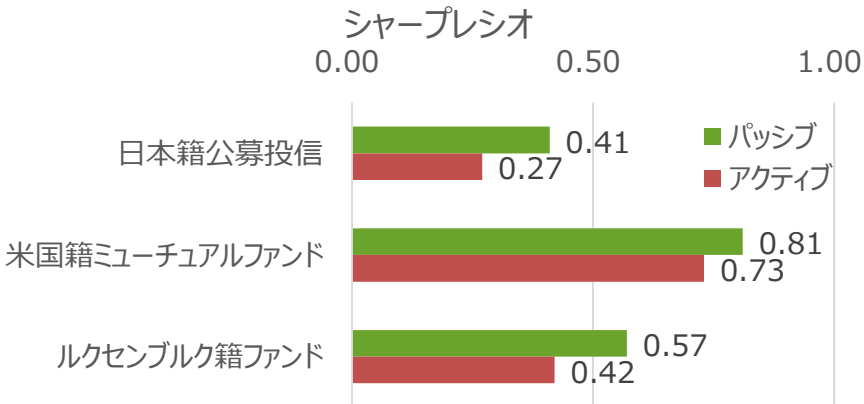
なお、専売の投信数が多い販売会社では長期にわたって専売を継続している傾向があり、例え運用成績がいいファンドであっても新たな投資資金流入を妨げている可能もある。

(2019年末時点で、国内公募投信について販売会社が1社の公募投信の平均残高が96億円であるのに対して、販売会社が50～100社の公募投信は941億円となっている。)

下右表は、日本で公募投信の大半を占める契約型ファンドと米国で主流のミューチュアルファンドのガバナンス比較であるが、2020年レポートでは日本の資産運用会社においても社外取締役等を含むファンド運営に係わる会議体設置を進めているものの、米国法に定めるフデューシャリー・デューティーのような法的義務を負っている訳ではないので、個別ファンドの収益性や費用水準等について

実効的な検証や管理を行う為の牽制機能が課題であると
している。

日本の公募投信と海外ファンド比較



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

更なる高度化を進める為に

日本の資産運用会社に対して様々な期待が寄せられている。投資家のニーズに沿ったファンドの提供、より多い超過利益、運用会社としての国際的な競争力、増加する海外投資に係わる運用力、ESG投資への対応力などだが、投資家にとっては各運用会社がどの様な取組みで、どの様な状況が“見える化”することが望ましい。その為、金融庁は資産会社と各関係者の間における課題と今後の施策について下図のようにまとめている。

その新たな取組みとしては、運用パフォーマンスの一層の“見える化”を計るため投資一任の状況についても調査・分析・公表を行うこと。

資産運用会社の新規参入を促す為、海外業者や国内独立系業者のそれぞれの円滑な参入を支援すること。業界におけるESGやSDGsの在り方についても調査・分析を行うとともに業者に対するモニタリングを進めて行くこと。

各社が強化しているオルタナティブ運用についてもその実態の情報収集を行っていくこと。

DXの活用による運用手法の多様化やオペレーションの

効率化が、収益性底上げや運用パフォーマンス向上にどの様に繋がっていくかを注視していくこと。

システムプロバイダーやインデックスプロバイダーの機能や影響に関する調査を行っていくこと、などが上げられている。

これらの新たな施策の背景となっている各事案に関するレポートでの認識は次の様なものだ(主な項目の内容から抜粋)。

日本の資産運用業の投資一任市場は国内公的年金を中心に増加しており、個人投資家の投資一任形態であるファンドラップも増えている。但し、ファンドラップの実質的に投資家が負担するコスト(信託報酬、投資一任受任料、ファンドラップ手数料の合計)は各社で年率1.5%程度から3.5%程度までバラツキがあり、これ等のコストを控除したシャープレシオの5年平均(全体)は0.2台とバランス型投信の同数値0.4程度から劣後している。世界の資産運用の潮流としてオルタナティブ運用(ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、不動産、インフラ、コモディティなど)が運用資産で17%(2020年度)程度、運用収益ベースで約半分を占めるようになっているが、国際的な運用競争に勝って

いく為にも国内の資産運用会社の取組みが注目される。
また、運用成果の向上や業務効率化の為には資産運用会社におけるDXの取組み強化が必須となっているが、次の様なDX対応が見られている。

○データサイエンティストのチームが企業調査や ESG データの分析を行い、既存のアナリストを支援

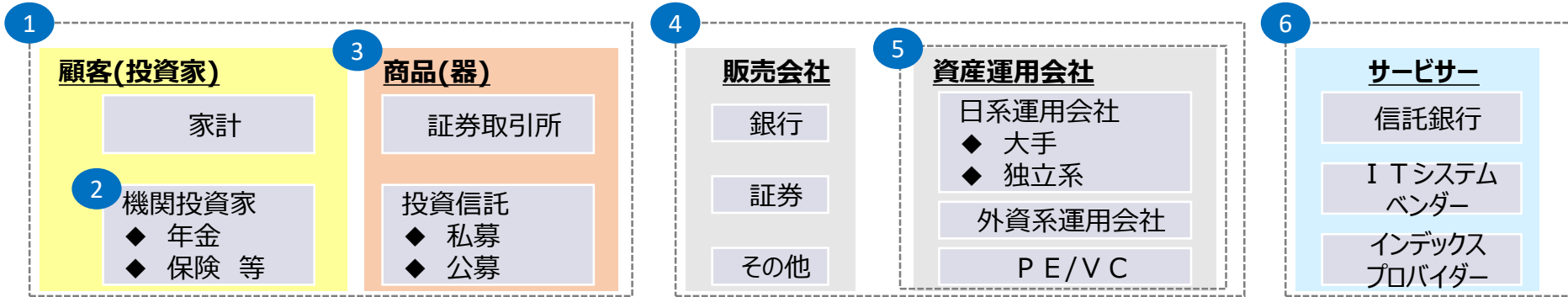
○大手ヘッジファンドにおいてオルタナデータを分析し運用に活用

○運用会社が独自色を出すためにデジタルマーケティングを活用。個人向け投資顧問業者 (RIA) や直販等の販売チャネルのニーズに合わせ、アプリを通じたプロダクト情報やロボアド活用のアドバイサリーを提供

○資産管理受託業者において、AI を活用した 投資リサーチの効率化のサービスを資産運用会社に提供、ミドル・バック業務における自動化・省略化等を実施
など

世界の資産運用業は業務拡大と高度化を両立しながら成長しているが、日本の資産運用会社がこの流れに遅れないことは、国民の金融資産全体からみても重要なテーマとなっている。

資産運用業に関する今後の課題と施策(金融庁)



今後の施策

- ①公募・私募、投資一任のパフォーマンスの「見える化」
✓ 資産運用会社間、運用商品間の健全な競争の促進

- ⑤中長期的に良好で持続可能な運用成果の提供
✓ 資産運用会社のガバナンスや運用力の向上へ向けた対話の継続
✓ PE等のオルタナティブ投資に関する調査・分析
✓ 新規参入の円滑化

- ②機関投資家の運用高度化に向けた取組み、運用手法の調査・分析

- ⑥資産運用ビジネスを支えるサービスプロバイダーに関する調査・分析
✓ システム関連経費、システムインフラの調査の継続
✓ インデックスプロバイダーの調査の継続（コスト分析、パッシブ投信の多様化等）

- ③日本の資産運用におけるESG/SDGs投資についての調査・分析

- ④顧客本位の商品提供へ向けた取組み
✓ 販売慣行や運用の実態に関する調査・公表を通じた顧客利益最優先の徹底
✓ 同一ベンチマークに連動するインデックスファンドにおける手数料の差異に関する課題
✓ 「その他費用」の明確化等、手数料の透明化に向けた取組み推進

資産運用会社の高度化がもたらす個人の投資への 影響について

今後、資産運用会社の高度が進むと個人の投資にはどのような影響があるのかについて考えてみたい。

現在、個人が資産運用会社と直接かかわるのは公募投信とファンドラップだが、両方とも投資効率(シャープレシオ)が私募投信や米国のミューチュアルファンドに劣っている。この投資効率を上げる為には、資産運用会社の運用力の向上と信託報酬などの投資家が負担するコスト削減が重要なことがプログレスレポートでは示唆されている。

今迄は、資産運用会社においてアナリストが調査・分析し、ファンドマネージャーがポートフォリオを構築、トレーダーが投資対象の売買執行を効率的に行っていたが、それぞれが判断する為に必要が情報対象が格段に増加している。今後は更にオルタナティブ投資の活用やESG投資への対応の重要性も指摘されているので、各段階での情報分析や判断の為に分業や外注が増えることが予想される。その中核となりそうなのがデータ分析の専門家

あるいはAIである可能性が高い。

一方、投資家からのコスト削減圧力が強まるので、ファンドは大型化するかオペレーションコスト・ファンド管理コスト等を引下げる必要があるため、資産運用会社におけるデジタル化対応が、フロント・ミドル・バックで進み、業務の効率化目的のAI活用部分も広がっていくことも期待される。

これらの資産運用会社における高度化は、運用に必要な多岐に渡る分析情報、運用に係わる多様な情報、投資家需要や投資環境リスクに関する情報などがファンド運用の中で大量に発生し、それが投資家にアウトプットされていくことになる。これらの情報の多くはファンドの販売者である証券会社や金融機関などを通じて個人に伝えられていくが、個人投資家がそれぞれ求めている情報を効率よく伝えるのは現時点では対面営業のコミュニケーションが中心となっている。ただし今後はデジタル化が進捗する中で、SNS活用したAIによる投資情報伝達も進む可能性もある。また、運用業務の効率化が進めばファンドを運用するコストも引き下げることが出来、批判されている少額投信の維持や小規模の運用会社の新規参入も可能となるかも知れない。

なお、少額投信の要因の一つとして上げられているテーマ型投信については、投資家にとっては投資テーマの選択を容易にしているが、販売会社を1社に絞る専売慣行を是正することや運用スキームとしてのEXIT(運用終了)対応などの工夫が必要ではないかと思われる。

投資商品やサービス供給の川上にある資産運用会社の高度化は、結果として個人を含めて投資家の高度化にも繋がっていくが、その間にいる証券会社などの仲介者にも高度化の影響が及んでいく。“顧客本位の業務運営原則”の強化もあり、公募投信やファンドラップ取扱いの収益性が低下するのは避けられないが、

資産運用会社の高度化による情報提供が、仲介者の金融商品販売型のビジネスモデルから資産管理型への転換を促す可能性も考えられる。特に証券会社は、投資信託以外の他の投資商品取扱いが可能なので、リスク管理の為のデリバティブ、オルタナティブ投資としての不動産流動化商品や未上場株、ESG投資としてのグリーンボンドなどの取扱うことで、個人の投資資産全体に係わっていくビジネスモデルへの転換が可能だ。今後、証券会社が個人

投資家の仲介者として、資産運用会社の高度化を利用しながら、自らのビジネスモデルを変えていく活力に期待したい。

資産運用会社の高度化がもたらす個人の投資への影響

