

資産運用業に係る海外動向等の調査部会

中間報告書

-要旨-

平成 29 年 5 月 18 日

一般社団法人 投資信託協会

資産運用業に係る海外動向等の調査部会

はじめに

投資信託協会は、2015年9月、理事会の下に「資産運用に係る海外動向等の調査部会」（以下「調査部会」）を設置し、グローバルなファンドの組成促進や投資信託の業務効率向上に係る諸問題の見直しに向けて、世界の資産運用業の動向を的確に把握し、日本の資産運用業のパフォーマンスと競争力の向上、日本の投資信託の国際的魅力を高める取り組みの参考にすることとした。

調査部会は、これまで概ね毎月一回、計16回の会合を開き、投資信託業の海外動向について、幅広い見地から調査を重ねてきた。調査部会では、参加する委員からその知見や研究に基づく調査結果の発表を受けるとともに、外国の業界関係者等も含めた外部の有識者から直接知見を聴く機会も得て、調査を進めてきた。これまでの調査部会でのプレゼンテーションや議論の概要については随時、政策委員会及び理事会に報告されてきたところである。

世界各国の資産運用業や投資信託の動向をみると、各国とも我が国の投資信託業界が抱えている課題と共通する課題に取り組んでいる例が多くみられる。金融市場がグローバル化し、世界の主要な投資信託会社の多くがグローバルな規模で事業を展開し、世界の投資家が国境を越えて質の高いファンドへの投資を活発化させつつあるなかで、世界各国の投資信託の規制動向や年金制度・税制等、ビジネス環境の変化を適時・的確に把握していくことは不可欠になっている。

調査部会では、次のような項目について取り上げて調査を進めることとしてきた。

- ① 家計の資産形成に係る海外比較
- ② フィデューシャリー・デューティーとガバナンス
- ③ 投資信託の販売モデルとアドバイザーの役割
- ④ 資産運用業の実態把握と課題への対応
- ⑤ 投資信託ビジネスの発展

調査部会では、上記の項目を念頭に、米国、英国、ドイツ、オーストラリア、ルクセンブルク、シンガポール等について、深度あるプレゼンテーションや議論が行われてきてい

る。

一方、資産運用業や投資信託を巡る環境は、各国の株式市場や為替市場を含めた経済・金融全体の動向、人口動態の変化、金融規制を中心とする行政・司法制度、税制や年金を巡る制度などにより大きく異なっており、各国の業界の置かれた経済的・社会的・法制度的環境を捨象して特定の側面のみを取り上げ、我が国の直接の参考とすることは必ずしも容易でない。また、更なる調査が必要とされる事項や外国において制度改正等が今後更に進展することも十分予想される。

このような事情に鑑み、各調査項目について、特定の方向性をもって内容の整理を行うことは避け、各回におけるプレゼンテーションや議論の概要を一覧性のある形で提供することにより、今後の調査や議論の参考の礎にするとともに、理事会や協会会員にも還元することを主眼とし、本報告書を中間報告として作成した。各回のプレゼンテーションや議論は、日本の投資信託市場を更に発展させるために、今後の検討に参考になる事例を多数含んでおり、また、投資信託業界として更に取り組むべき課題も明らかにしている。

部会長として、これまでの調査部会での発表や論点を通じ、浮かび上がってきた世界の資産運用業や投資信託ビジネスを巡る大きな動きを、私見ながら、敢えて大掴みに述べて、主要な論点を紹介してみたい。

これらの大きな動きは次の5つに集約されると考えられる。

第一に、投資信託は家計の資産形成に寄与する金融商品の中核をなすものであるが、特に投資信託が発達した国においては、公的年金制度を補完し、退職後に備えた資産形成のためのツールとして位置づけられ、官民の取り組みが行われていることである。

第二に、主要国において投資信託の組成や販売について、フィデューシャリー・デュエティの観点や運用会社、販売会社のガバナンス等について、様々な規制の見直しが活発化していることである。

第三に、投資信託の販売については、主要国においてアドバイザー・サービスの役割が増大してきており、投資家側に立ってアドバイスを行い、投資家から直接フィーをとるビジネス形態が発展してきていることである。

第四に、投資信託ビジネスの実態把握は、特にコスト面の比較において、アドバイザー・サービスの提供のあり方の違いなどにより困難になっている一方、今後、投資ファン

ドのクロスボーダー販売が一層活発になることなどを考えると、国際比較に耐えうるコストの表示、開示等について関心や競争が高まることが予想されることである。

第五に、資産運用業は、今後、新興国の経済発展や国民資産の増加、人口の高齢化、都市化、技術革新等を背景に今後大きく発展すると見込まれることである。また、投資信託ビジネスは各国の制度競争なども促し、クロスボーダー化することが不可避である、ということである。

以下に、それぞれの動きについて、調査部会で発表され議論された主要な論点を掲げる。ご参考になれば幸いである。

調査部会としては、これまでの調査や議論を参考に、今後とも会員会社や関係者の協力を得つつ、さらに調査を進めていくこととしたい。

これまで調査部会でプレゼンテーションを戴いた委員及び関係者に深く感謝したい。

一般社団法人 投資信託協会

資産運用業に係る海外動向等の調査部会

部会長 森 剛朗

(大和証券投資信託委託(株)取締役兼常務執行役員)

1. 家計の資産形成 — 年金制度を補完し、退職後の資産形成に寄与

●日本の投資信託市場は、経済規模を考慮すれば、きわめて小さいと言わざるを得ない。株式市場が発達している国の投資信託市場は大きい傾向があるが、日本はデフレ的傾向があったことに加え、確定拠出年金（DC）制度が限られてきたため、投資信託が退職後に備えた資産形成のツールとして十分認識されてこなかった。確定拠出年金法の改正により、より柔軟な DC 制度が導入され、また個人型確定拠出年金も広がることが予想されるので、投資信託ビジネスも活発化することが期待される。

●日本の家計の金融資産の伸びは、相対的には停滞気味であり、可処分所得の伸びが停滞していることが大きな原因であるが、フローだけではなく運用リターンも必ずしも高くはない。また、家計金融資産が高齢者層に偏在しており、その割合は他国に比べても高く、その傾向が近年更に進んでいることも窺える。

●日本では、ここ数年「貯蓄から投資へ」という政策が掲げられてきたが、これは単に「預貯金を減らして投資を増やす」とことと考えるべきではない。特に米国・英国などと比べると、現金・預金も増えておらず、個人の金融資産そのものが増えていない。個人の金融資産の総額を伸ばすことを目標とした取り組みが必要で、特に高齢化が進み退職後の備えに必要な自己努力による資産形成が積極的に進むよう、積立投資や確定拠出年金の利用が活発化するような取組みが、政策的にも業界としても必要である。

●英米と比べて、ヨーロッパ大陸諸国では現金・預金の比率が高く、必ずしも投信や株式で運用する比率は高くない。ドイツでは 90 年代にドイツテレコムの上場などを契機にリスク性の金融資産に投資する割合が高まったが、家計の金融資産の保有状況は 2000 年代になって、金融危機も影響して全体として保守化している。また、社会保障が充実している北欧等の国では、資産形成の必要性を感じる国民が多くないように見受けられる。一方、リスク性資産への投資を担っているのは富裕層の比重が高い南欧などである。

ヨーロッパ全体としては、株式市場の低迷もあり、投信が大きな伸びを見せているところは必ずしも多くないが、クロスボーダーの投信である UCITS は伸びており、また、ユーロ圏のユーロ建債券市場の厚みを生かして、債券ファンドの投資対象が多様化していることが特徴として挙げられる。ドイツでは、簡易目論見書 (KIID) でファンドのリスク分類が明示されており、投資家はリスクコントロールに敏感になっている。公的年金加入者が入れる追加の確定拠出型個人年金 (リースター年金) において投資信託が徐々に活用されるなど参考になる部分もある。

●アジア・オセアニアでは、経済成長に伴って投資信託市場も急速に発展を遂げている。今後も経済全体の伸びや一人当たり所得の増加、金融資産の蓄積や今後の確定拠出年金制度の整備などを背景に大きく発展していくことが期待される。各国ごとの特徴としては、中国ではフィンテックの活用により MMF が成長しており、また韓国ではファンドの数がきわめて多く小規模ファンドの整理をしている、などの動きがある。

●アジア・オセアニア地域の中で、大きい成長を見せているのはオーストラリアであり、これは、企業に確定拠出年金の提供を強制する仕組みであるスーパーアニュエーションの導入によるところが大きい。そのため、オーストラリアの投信残高は日本の投信残高を超える水準にも達しており、投信運用や販売のあり方を考える上で特に参考になるところが大きいと思われる。オーストラリアでは、2 階建ての年金スキームがあり、1 階は働いていなくとも支給される Age Pension で福祉・生活保護的な意味合いを持っているが、2 階は 1992 年に導入された Superannuation であり、18 歳以上で月収が約 4.4 万円以上であれば強制的に参加する確定拠出年金である。強制拠出は企業が年収の 9.5 パーセントを拠出して

いるが、これに加えて一定限度まで所得控除のある拠出が認められ、更に、拠出時に優遇はないが60歳以降非課税で引き出すことができる拠出も認められている。Superannuationのうち7割弱がファンドに投資されており、資産運用業がそれに応えるべく発展している。また、政府も「国家リテラシー戦略」を策定し、初等中等教育からも含めた金融リテラシー向上の取り組みを行っている。

●シンガポールは、グローバルな運用拠点として大きな役割を果たしている。自国の市場は必ずしも大きくないが、一人あたりの投信投資残高はアジアの他の国よりも大きい。同国にはオーストラリアと類似した制度があり、強制拠出に加えて上乘せの拠出が出来る仕組みが整備されている。投資対象は外国籍投信であり、特に UCITS（ルクセンブルク籍の会社型投信（SICAV））に人気がある。

2. フィデューシャリー・デューティーとガバナンス — 各国で取り組みが強化されつつある

●投資信託のガバナンスのあり方については、2006年、2007年に IOSCO から勧告（Recommendation）が出されており、①運用者と関係者との利益相反を排除する仕組みを確保すること、②独立監視機関が利益相反を監視すること、③その機関が運用者の活動を監督する権限を持つこと、④投資信託の財産や利益の腐食を防止し回避するメカニズムを確保すること、⑤独立監視機関は監督官庁や受益者に報告する義務を負うべきこと、などが提言されている。我が国としてもこの勧告に沿った対応を考えていくことが国際的信認を得るためには必要ではないか。

●米国の投信は会社形態がとられており、取締役と投資家との間、運用会社と投資会社（投資信託）との間にそれぞれフィデューシャリーの関係があることが明示され、また運用会社は投資家に対して利益相反する行為をしてはならないこととされている。法令上、投資会社の取締役は最低限40パーセントが独立取締役でなければならないなど、ガバナンス構造のなかで独立取締役の役割が強調されている。同じ構成の取締役会が複数の投資会社の取締役会を形成しているのが通例である。また、投資会社は運用会社との間で毎年投資顧問契約を更新するための手続きを求められており、利益相反を排除するための厳しい規制が行われている。ただし、投資会社の取締役が運用会社を交代させることは実務上ほとんど困難であると思われる。

●日本の投資信託の構造からすれば、フィデューシャリー・デューティーを負うのは信託銀行ということになるが、運用の指図権は委託会社が持っているので、投資信託の運用を

誰がどのような形で客観的にモニターするのかを明確にすることが必要になるのではない。この点は、特に、小規模ファンドが多数存在していることをどう考えるのか、外国から日本の投信を見たときに分かり易い形で信頼が維持されるか、という点で大きな課題となるのではない。

●投資信託のガバナンスには、①運用会社のファンド運営に係るガバナンスがどのようなになっているか（ファンド運営のガバナンス）という問題、②顧客にどのような商品をお届けるかについて決める仕組みの信頼感（プロダクト・ガバナンス）、の2つの側面がある。その点を考える上で、EUで2018年から導入されるMiFID IIの規制が一つの例になる。MiFIDは、日本の金融商品取引法に相当し、投資家保護、市場間競争の促進、透明性の確保を図るために2004年に導入された。投資ファンドの商品としての規制は、大まかに言えば、リテール向けの場合にはUCITS、私募向け商品についてはAIFMDにより規制されている。MiFID Iは販売会社と顧客の関係だけを規制していたが、MiFID IIでは、商品組成会社(manufactures)に販売会社をモニタリングさせようという仕組みが求められている。具体的には、商品組成会社は商品の特性やターゲットとなる投資家層の情報を販売会社に伝え、販売会社からは商品組成会社に販売情報を提供して自己分析することを求めるなど、相互牽制によりプロダクト・ガバナンスを発揮しようという考え方に立っている。これはプリンシプル・ベースの規制である。

●欧州の規制、特にMiFID IIの規制の中で特に議論になっているのは、誘因報酬(inducements)規制である。MiFID IIでは、「投資会社が『独立した』投資アドバイスを顧客に提供する場合には、投資アドバイスに関して（顧客以外の）第三者から報酬、手数料、その他いかなる金銭的、非金銭的な便益を受け取ってはならない。（非金銭的便益等は一定の場合、問題ない。）」とされている。「投資会社」の定義は広く、ファイナンシャル・アドバイザーのような人も含まれる。更に、MiFID IIでは、販売会社が顧客にサービスを提供する際には、サービスのコストと金融商品のコストを区分して詳細に開示することを求め、また、顧客に投資アドバイスを提供する場合には、「適合性(suitability)のテスト」に加え、「適切性(appropriateness)のテスト」を行い、「適合性報告書」として顧客に提出しなければならない、とされている。

●英国では、2013年から、投資会社(investment firm)が投資のアドバイスを提供する場合、第三者からそのアドバイスに係るいかなる手数料等を受け取ってはならないという、MiFID IIを先取りしたような規制が行われている(Retail Distribution Review, RDR)。その結果、予期せぬ結果も生じており、RDR導入の結果、ファイナンシャル・アドバイザーが4万人から3万人に減少し、また、保有資産が一定額(例えば10万ポンド)以上の顧客しか扱わないといった業者が増えるなど、少額の投資家が投資アドバイスを受けにくく

なっていると報告されている。

●我が国では、フィデューシャリー・デューティーについてこれまで様々な議論があった（2001年の日本投資顧問業協会「投資顧問業者の注意義務研究会報告書」、近年では金融庁の「金融モニタリング・レポート」及び「平成27事務年度金融行政方針」を受け、各所でフィデューシャリー・デューティーに関する議論が行われ、2016年12月には金融審議会市場ワーキング・グループでの検討により、金融庁が「顧客本位の業務運営に関する原則（プリンシプル）」を策定等。）。また、各国でもフィデューシャリー・デューティーについて様々な議論が高まっている。

●英国では、2012年に経済学者の John Kay による報告書（Kay Review）が発表され、そのなかで、「インベストメント・チェーンに関わる全ての関係者は、顧客と投資家との関係においてフィデューシャリー・スタンダードを遵守すべき。」とされ、フィデューシャリー・デューティーにおける誤解や不確定要素を払拭するため、インベストメント・チェーンの関係者に対して適用されるフィデューシャリー・デューティーの法的なコンセプトを当局がレビューすべきであると提言された。

その後、政府は、フィデューシャリー・スタンダードという言葉については誤解を招きかねないとして、「インベストメント・チェーンのすべての参加者は、投資家にとって長期的に見て最善の方法により、一般道徳基準に基づいて行動すべき。」という原則で定義し直すとともに、法制委員会（Law Commission）でフィデューシャリー・デューティーが投資仲介者にどのような関連を持つかについて検討を促すとともに、規制当局（FCA）に対し既存の規則がこの原則に沿っているかどうかについて検討を求めた。法制委員会は、2014年に報告書を発表し、「フィデューシャリー・デューティーに係る法律は柔軟性のあるコンセプトであり、そもそも本質的に不確実なものであると結論し、裁判所は具体的な契約内容を見て各当事者の義務を判断する者であること、契約や信託に基づく関係性を超える義務を認めることは慎重であること、法律を国会で制定してまでフィデューシャリー・デューティーを定義することは更なる混乱を招きかねない。」と述べて、Kay Review の期待する政策効果を法的に促すことについては慎重な反応を示した。

一方、FCA も、2014年に見解を明らかにし、政府の示した原則は既存の FCA ルールの範囲内であって、特別目新しいものではなく、金融サービス業におけるプリンシプルや顧客最優先で誠実に業務を遂行することを求める行動規則が総合的・結果的に見て Kay Review のいうスタンダードを満たしている、と結論付けている。

●米国においては、2016年4月、様々な議論を経て、個人退職勘定（IRA）を含むリタイアメント資産に係る投資アドバイスの提供業者に対して、労働省がフィデューシャリーの定義に係る規則を改正し、2017年4月から適用することとされた。そのような動きの背景

には、これら投資アドバイスを提供するフィデューシャリーについて、規則の見直しが 1975 年以來行われておらず、時代の変化に即した改正の必要性が指摘されていたことがあるが、実務面でも、職場で蓄積した確定拠出年金(401(k)プラン)の資金を、離職や転職、引退を契機に IRA に移管 (rollover) する需要が大きくなっており、それに対するアドバイスが適切に行われているかという議論が活発化していたことがある。このルールが厳密に適用されると、既に問題なく行われているアドバイスの提供が出来なくなる恐れも認識されたことから、Best Interest Contract による適用除外 (利益相反を起こさないことを約束し公正行動規範 (Impartial Conduct Standard) を遵守することなど含む契約を IRA 加入者との間で締結すること等) や Level Fee Fiduciary の適用除外 (アドバイスの内容に左右されない手数料体系を提供すること等) が設けられた。

この規制改正については、業界から、規則遵守コストが増大し結果的に少額の投資家がアドバイスを受けにくくなる可能性があるといった懸念が示され、また、フィデューシャリー・スタンダードについては、退職勘定のみならず一般の勘定による投資にかかる SEC 規則との整合性を重視すべきである、等の意見も出されている。また労働省の権限等を巡って訴訟も提起された。もともと、米国新政権の下で新規則適用開始の延期等の可能性もあり、今後の動向が注目される。

●英国では、2016 年 11 月に監督当局 (FCA) から” Asset Management Market Study” の中間報告が発表されている。この報告書は 2017 年 2 月まで関係者からコメントを募集し、2017 年中に最終報告を発表することとなっている。この報告書の問題意識は、年金制度の DB から DC への移行等に伴い、投資家にとって自らの投資選択が将来の資産形成に直結するなかで、価値のある投資商品(value for money)が適切に提供されているのか、ということにある。この観点から、「運用業界において適切な競争が存在しているのか。」という問題提起をし、商品については投資信託および一任口座の双方を対象とし、また顧客についてはリテールおよび機関投資家の双方を対象にして分析している。

特に、①投資家の運用会社選択、②運用会社のガバナンスおよび販売会社のあり方が競争に与える影響、③価格、利益、パフォーマンスと競争、④運用会社による Value Chain のコントロール、⑤機関投資家を対象とした資産運用の競争に果たしているコンサルタントの役割、⑥イノベーション発展への阻害要因の有無、といった 6 つの側面に焦点を当てている。中間報告の結論としては、競争が十分でない部分が何箇所か存在し、価格競争は弱い、としている。改善の余地がある点の指摘として、①運用会社の責任を強化し、ファンドを監督する委員会に独立性を持たせる等により、より投資家本位のサービスを提供すること、②手数料について、すべてを一括した「オール・イン・フィー」とすることにより分かり易くすること、③リテールの投資家が自らに合ったファンドを識別できるように透明性を強化すること、などを提言している。

●世界的な規制動向をみると、フィデューシャリーに関する規制が見直され、強化されつつあるほか、米国の SEC や国際的な金融規制の協議体である FSB (Financial Stability Board) では、MMF の規制の見直しや投資ファンドの流動性リスク管理が大きな課題となっている。これらの課題は、国際的な金融危機の教訓や一部ファンドでの集中的な解約が起こって市場が不安定化したことを背景としたものである。MMF 規制の見直しについては、米国で個人向け MMF や政府証券に投資する MMF を除き変動 NAV(基準価額)が導入されるなどの動きがあった。流動性リスク管理については、投資資産を処分できると見込まれる期間ごとに分類管理し開示等を義務付ける規制案が検討されている。米国の投資信託についてみれば、過去に実際に解約に応じられなかった例は 7 件のみであり、適切な規制案なのかどうかについて議論がある。流動性はファンドの性格や市場の動向によって様々であり、「このような規制により実際に市場の流動性がなくなるような局面にも対処できる」という印象を作り出すことにならないか懸念している。(注：2014 年 4 月決定、原則 2016 年 10 月より施行)

3. 投資信託の販売モデル — アドバイザリーの役割が増大

●米国では近年、投資信託は金融商品として販売されているというよりも、コンサルティングやアドバイス付きで提供され、年金プランのなかで積立の対象として活用されている場合が増えている。その背景には、①投資信託自体の発展、②ベビー・ブーマー層の高齢化、③規制や金融機関ビジネスの変化、④金融業界内部での構造変化、といった要因がある。

●米国の金融業界では、金融業界の中の銀行・証券・保険といった垣根が低くなるとともに、マネージド・アカウント、投資一任口座、ラップ口座なども発達し、販売サイドが運用サイドから少し距離感を保ち、顧客に近づいていく動きが活発化してきた。また、大手対面営業型のリテール会社では、ディスカウント・ブローカーの発達やオンライン・ビジネス会社との競争も活発化し、ビジネスのスタイルを次第にコミッション型からフィー型のサービスに転換する動きも出てきた。フィー型ビジネスは、顧客との利益が相反せず、顧客と継続的に会話していく中でフィーも入ってくるため、経営的に見ても、安定的・継続的である。こうした動きは 10 年くらいの時間を掛けて起こってきたものであるが、日本でも次第に活発化することが考えられる。

●米国のフィー型のビジネスでは、顧客の長期運用のニーズに合わせてそれぞれの時期に相応しいファンドに入れ替えていくので、それに合わせて運用会社の営業姿勢も変化している。まず、このような変化はフィーへの下落圧力をもたらしている。同時に、販売会社のファンド・セクションやデューデリ担当向けに対応していく必要が高まり、従来のリ

テールのような対応に加えて、インスティテューショナルなアプローチが広がってきている。ETF やパッシブ運用ファンドの多用化も進んでいるが、それはこうした流れの中で起きていると理解できる。

4. 投資信託ビジネスの実態把握 — グローバル比較への対応が急務

●各国の投資信託ビジネスは、各国の経済動向や人口動向、規制制度、年金や税制を巡る制度などにより異なった展開を遂げてきており、その実態を把握し国際比較をするのは容易でない。年金制度や税制の特典を経由して投資信託が取得されている場合には、特に、日本の場合、販売手数料や運用管理費用(信託報酬)については、目論見書では上限が示されており、実際の手数料は市場の競争を通して決められているため、投資家が実際に負担している費用を上限で計算した場合には過大な推計となってしまう。それに加え、先進諸国では、販売の手数料や助言報酬を投資信託自体の費用とは分離するアンバンドリング化が進んでおり、特にフィー型ビジネスへの転換が進む米国、英国、オーストラリア、オランダ、スイスなどでは、助言費用は投資信託の経費に含まれない傾向が高まっている。その結果、投資信託そのもののコストは他の国に比べて低く見える傾向が出てきている。

●米国の投資信託評価会社であるモーニングスター社は、各国の投信市場について、①規制と税制、②ディスクロージャー、③販売とメディア、④フィーとコストといった観点で、主要国の市場について相対評価を行っている (Global Fund Investor Experience, GFIE)。

この評価で日本は、全体としてかなり低い評価となっているが、特に手数料や報酬の水準が高いことが評価を下げている。即ち、上限記載となっているものについては上限の数字になってしまうし、助言や販売にかかる手数料が日本では投資信託に内在化されたままになっていることから高くなっている。また、特に、債券ファンドについて、分類上の問題があるほか、超低金利環境のもとで国内債券に投資するファンドは極めてマイナーになっており外国の債券に投資するファンドが中心となっているため報酬が高くなっていることが大きい。また、評価を下げているそのほかの要因としては、ディスクロージャーに関して運用担当者の氏名や経験年数等についての開示がないこと、過去との比較が十分できるような長期のデータが提供されていないこと、他のファンドとの比較が簡単にできるトータル・エクスペンス・レシオ (TER) が分かり易い形で示されていないこと、年一回の決算のファンドがあること (国際的には半期ごとが多い)、なども挙げられている。また、ファンド・オブ・ファンズの交付目論見書が他国に比べてやや長めである、といった機械的判断がなされている部分もあり、高い評価を得ていないが、そのような判断基準が妥当なものかは議論の余地がある。またトータル・リターン通知制度のように他国にはなく日本で進んでいる制度もあるが、これらは評価の対象となっていない。評価の仕方には様々な問題もあり得るが、投資信託制度の国際比較は今後ますます重要になってくることが予

想される。我が国の今後の取り組みによって正当で高い評価を目指して努力していくことは必要である。

●米国の投信情報会社リップラーは、世界の投資信託の情報や評価システムをプロ向けに提供しており、40年以上の歴史を有する。評価は、①総合収益性、②元本保全性、③収益一貫性、④経費率、で行う。投信情報は、公募投信を中心に、一部私募投信情報をカバーしている。また、リテール向け・法人向け双方をカバーしている。

日本の投信の残高（AUM）は世界で9位であり、ファンド数では法人向け13パーセント、AUMでは9パーセントである。法人向けファンドは、他国ではファンド数ベースよりもAUMベースでパーセント比率が大きく、グローバルにみるとプロ向け市場が拡大しているといえる。平均運用期間は米、英、オーストラリアなどで長いが、中国、インド、韓国など新興国では短い傾向にあり、日本は中間にある。各国で開示状況に違いがあるが、経費率（Total Expense Ratio, TER）に基づくと、運用面では日本の投信のコストは高くない。販売手数料は上限のみが示され、実際の手数料全体は推計できないが、米国に比べれば高い。米国では透明性の向上が進んでおり、TERの開示によりファンド間のコスト比較が容易になっており、投資家がコストを重視する傾向が強くなっている。ただし、助言報酬などのコストはこれには含まれていない。米国のETFのコストは必ずしも低いわけではなく、一部ではパッシブ投信への回帰も見られる。また、米国投信において、AUMの増減とTERの関係を分析してみると、TERの変化や投信パフォーマンスよりも、TERの平均値が低いグループのAUMが増加している傾向が見られる。また、全般的には、グローバルな比較ができるよう、日本での国内投信の情報充実が期待される。

5. 投信ビジネスの発展 — 資産運用業は金融業の中心に

●資産運用業は、次のような要因から、今後、金融業の中心を担っていくものと予想される。第一に、資産運用業は、最終投資家のリスク負担能力とリターンを高める能力を背景に、経済の構造変化や技術革新を進展させていく上で必要不可欠なリスク資金の配分や提供を担ってきており、その知識や情報の蓄積が高度化してきていること、第二に、金融危機後の銀行規制強化や保険会社規制の強化などを背景に、銀行や保険会社がリスク資金を経済に提供できる能力が抑制されてくると見込まれ、資産運用業は相対的にも重要となってくると考えられること、第三に、社会の高齢化に伴い、退職後の資産形成への需要が高まり、リスクとコストを抑制しつつリターンを高める能力への期待が高まると考えられること、第四に、インフラやテクノロジーを中心としたリスク資金の需要は高まることが予想されること、などである。英国では、「今や資産運用の時代に入った。」という、イングランド銀行幹部のセリフが有名になっている。

●特に、アジア地域は、目覚ましい経済成長に伴い国民の資産形成ニーズが高まっており、また、都市化、人口の高齢化、技術革新等を背景に、ファンド産業は今後大きく発展すると見込まれる。

●投資信託を含む投資ファンド・ビジネスは、組成国の規制・税制・決済インフラなどの特性を生かして、国境を越えて販売される動きが活発化している。こうした動きを先導したのは EU であり、1985 年に UCITS というパスポートの枠組みが整備され、現在では 8 兆ユーロの規模に達し、ヨーロッパのみならず世界のファンド投資家の需要に応じている。EU では、さらに機関投資家や富裕層向けのファンドについて共通のパスポート基準である AIFMD が設けられ、これに基づくクロスボーダーのファンド販売が活発化している。こうした流れや情報技術革新の動きに呼応して運用会社もグローバル化しており、新しいグローバルな運用会社がブランドを確立する動きが活発化している。

●米国の投資信託市場は閉鎖的であるが、EU 以外の地域でもファンド・パスポートの動きが活発化している。アジアでも、アジア地域ファンド・パスポート (ARFP) 取決めに日本を含む 5 か国 (オーストラリア、ニュージーランド、韓国、タイ) が参加することが決まり、そのための具体的な検討が進んでいる。アジアでは、この構想のほか、ASEAN のファンド・パスポート取決め、中国と香港のファンド相互承認取決めが稼働を始めている。中南米でも同様の構想が検討されている。

このように、各国の業界は、今後のファンド・ビジネスはクロスボーダー化することが不可避だろうとの認識を深めていると思われる。これらの構想のうち、どのようなものが隆盛となり、生き残っていくかは予断を許さないが、投資家は質の高いファンドを求めていくであろうことを考えると、他の国の投資家にも受け入れられ得る質の高いファンドの組成を可能とする取り組みが不可欠となってくると考えられる。また、アジアや中南米で、既に UCITS ファンドの人气が高く、ブランドも確立していることを考えると、多数のファンド・パスポートの構想は UCITS 基準に収斂していくのではないかと、この見方もある。

●EU のファンド・パスポート市場で重きをなしているのはルクセンブルクであり、UCITS ファンドの 3 割以上はルクセンブルク籍となっている。また EU 以外に輸出されるファンドでは、ルクセンブルク籍のファンドが 7 割を占めている。ルクセンブルクでファンドを組成すれば EU 市場に自由に販売できるため、大手のグローバル運用会社の殆どはルクセンブルクに進出しており、日本の証券会社や銀行等もルクセンブルクのファンド業界で活躍している。ルクセンブルクは EU の UCITS 指令に対し、他国に先駆けて「ファースト・ムーバー」として、いち早く対応し、税制や規制のみならず、弁護士、監査人等の人材の育成も含め、多くの面で柔軟で効率的な制度を整える努力をしてきた。欧州内で様々な嗜好のある投資家に対し、そのニーズに沿ったファンドが組成できるような柔軟性も大切に

ある。特に、投資家保護の質の高い規制制度を整えることも、ファンドのブランド確立には大きな要素である。ルクセンブルクの規制当局（CSSF）も、以前は 50 人程度の組織であったが、現在では 800 人に近い人材を確保し、長い時間を掛けながら質の向上も図ってきている。制度への信頼の維持のため、官民を挙げた努力が日々続けられている。

「資産運用業に係る海外動向等の調査部会」メンバー

平成 29 年 4 月末現在

<部会長>

大和証券投資信託委託 取締役兼常務執行役員 森 剛朗

<委員>

野村アセットマネジメント 総合企画部 シニア・マネージャー 北島 信賢

日興アセットマネジメント 経営企画本部 経営企画グローバルヘッド兼経営企画本部長 浅井 公広

シュローダー・インベストメント・マネジメント 法務部 シニアリーガルオフィサー 高木 潔子

フィデリティ投信 フィデリティ退職・投資教育研究所 所長 野尻 哲史

ドイチェ・アセット・マネジメント 資産運用研究所 所長 藤原 延介

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント 戦略マーケティング部ビジネス戦略オフィス ヴァイス・プレジデント 岩本 紀子

三菱 UFJ 国際投信 経営企画部 副部長 浦野 通雄

ピクテ投信投資顧問 ビジネス・リスク・マネジメント室ヘッド・オブ・ビジネス・リスク・アジア 大谷 幸大

アセットマネジメント One 商品本部 商品戦略企画グループ 商品戦略企画G長 兼 商品戦略企画部長 浜田 好浩

東京海上アセットマネジメント 投信企画部 部長 佐藤 浩史

三井住友アセットマネジメント 国際部 担当部長 山内 裕也

BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン コンプライアンス部 部長 鈴木 明久

ニューバーガー・バーマン 法務・コンプライアンス部 法務・コンプライアンス部長 酒井 秀哉

大和総研 金融調査部 部長 保志 泰

野村資本市場研究所 執行役員 関 雄太

日本証券経済研究所	特任リサーチ・フェロー		杉田 浩治
PwC あらた有限責任監査法人	第3金融部（資産運用）	パートナー	辻田 大
外国法共同事業法律事務所リンクレーターズ	パートナー	弁護士	坂田 絵里子
伊藤 見富法律事務所	シニア・カウンセラー	弁護士	和仁 亮裕

<オブザーバー>

金 融 庁

日本証券業協会	企画部	部長	松本 昌男
PwC あらた有限責任監査法人	第3金融部（資産運用）	ディレクター	久保 直毅
伊藤 見富法律事務所	アソシエート	弁護士	宇波 洋介

開催状況（平成 27 年 10 月～29 年 3 月）

回号（開催日）	発表者、タイトル	分類
第 1 回 27 年 10 月 13 日	1. 部会名称、本調査部会の目的及び運営等について 2. 当面の調査事項について	—
第 2 回 27 年 11 月 16 日	1. 野村資本市場研究所 関委員 米国の投資信託市場の潮流と日本への示唆	3. 投資信託の販売モデルと アドバイザーの役割
	2. 日本証券経済研究所 杉田委員 アジア・オセアニアの投資信託市場	1. 家計の資産形成に係る 海外比較
	3. PwC あらた有限責任監査法人 辻田委員 アセットマネジメント 2020—資産運用業界の長期展望	5. 投資信託ビジネスの発展
第 3 回 27 年 12 月 7 日	1. リンクレーターズ 坂田委員 ルクセンブルクにおける投資ファンドの歴史の変遷～25 年間の軌跡	5. 投資信託ビジネスの発展
第 4 回 28 年 1 月 12 日	1. PwC あらた有限責任監査法人 辻田委員 第 2 回会合に関する質疑等	5. 投資信託ビジネスの発展
第 5 回 28 年 2 月 15 日	1. イボットソン・アソシエイツ・ジャパン、投資信託事情発行人・編集長 島田知保氏 米国モーニングスター 第 4 回グローバル・ファンド・インベスター・エクスペリエンス (GFIE) について	4. 資産運用業の実態把握と 課題への対応
第 6 回 28 年 3 月 18 日	1. フィデリティ投信 野尻委員 日米英の個人金融資産の動きとその背景 弱みをチャンスに—間接保有の拡大と NISA の拡大が鍵	1. 家計の資産形成に係る 海外比較
第 7 回 28 年 4 月 18 日	1. 伊藤 見富法律事務所 (Morrison & Foerster) 和仁委員、宇波オブザーバー 日本の投資信託のガバナンスのあり方について —米国の投資信託におけるガバナンスの取組みから学べるものはあるか？—	2. フィデューシャリー・ デューティーとガバナンス
第 8 回 28 年 5 月 24 日	1. ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント 岩本委員 米国資産管理型営業について 米国の投信ビジネスの歴史と日本への示唆	3. 投資信託の販売モデルと アドバイザーの役割
	2. ドイツェ・アセット・マネジメント 藤原委員 ドイツにおける「貯蓄から投資」 独家計金融資産と年金制度の特徴	1. 家計の資産形成に係る 海外比較

回号（開催日）	発表者、タイトル	分類
第9回 28年6月20日	1. 日興アセットマネジメント 浅井委員 豪州資産運用業界の概況、シンガポールの投信市場の概況	1. 家計の資産形成に係る 海外比較
	2. 大和総研 保志委員 先進国の横断比較から見る日本の家計金融資産	1. 家計の資産形成に係る 海外比較
第10回 28年7月19日	1. PwC あらた有限責任監査法人 辻田委員、久保オブザーバー MiFID II 第2次金融商品市場指令	3. 投資信託の販売モデルと アドバイザーの役割
第11回 28年10月17日	1. トムソン・ロイター・マーケットツ 笠井氏 Thomson Reuters - Lipper 市場調査報告	4. 資産運用業の実態把握と 課題への対応
第12回 28年11月21日	1. トムソン・ロイター・マーケットツ Thomson Reuters - Lipper 市場調査報告（フォローアップ、追加調査）	4. 資産運用業の実態把握と 課題への対応
	2. 野村資本市場研究所 野村亜紀子氏 米国DC投資アドバイス提供者のフィデューシャリー・デューティー規則	2. フィデューシャリー・ デューティーとガバナンス
第13回 28年12月19日	1. シュローダー・インベストメント・マネジメント 高木委員 UK FCAのAsset Management Market Studyの中間レポートについて	5. 投資信託ビジネスの発展
サブグループ会合 28年9月20日	ピクテ投信投資顧問 大谷委員 Fiduciary Duties of Investment Intermediaries in UK	2. フィデューシャリー・ デューティーとガバナンス
意見交換会 第1回 28年3月14日	ステート・ストリート銀行、ステート・ストリート・コーポレーション、ステート・ストリート信託銀行 ステート・ストリートのアジア戦略と最近のIRから	5. 投資信託ビジネスの発展
意見交換会 第2回 28年4月13日	ICI グローバル ダン・ウォーターズ氏、楊秋梅氏 ファンドマネージャーに対するグローバルな規制の動向と課題	5. 投資信託ビジネスの発展