NIPPON INDIVIDUAL SAVINGS ACCOUNT

【投信調査コラム】日本版ISAの道　その379

情報提供資料
2023年5月8日

首相の資産運用業抜本的改革と金融庁の資産運用業高度化プログレスレポート

～アドバイス、手数料、非上場株、インデックスプロバイダー、公販ネットワーク、一者計算、DB(OCIO)、DC(デフォルト、教育)～

三菱UFJ国際投信株式会社　商品マーケティング企画部　松尾 健治(kenji-matsuo@am.mufg.jp)
窪田 真美(mami1-kubota@am.mufg.jp)

※三菱UFJ国際投信がお届けする、NISAなど内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

●首相の資産運用業抜本的改革

2023 年 4 月 26 日に岸田首相は「経済財政諮問会議」で、「国際金融センターとして更に発展するためには、コーポレートガバナンスの改革や GX(グリーン・トランスフォーメーション)投資促進策とあわせ、我が国の資産運用業等を抜本的に改革することが重要です。 2,000 兆円の家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する、資産運用立国日本を実現していくこととし、鈴木大臣において、政策プランを、関係省庁と一体となって、策定してください。」と発言した(鈴木大臣/鈴木俊一財務相兼金融相も「資産運用業等を抜本的に改革することなどの取組を実施していくことが必要。 今後、こうした施策の検討を進めるとともに、内外への発信も強化していく。」と発言した～ https://www.kantei.go.jp/jp/101_kishida/actions/202304/26keizai.html 、 https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2023/0426/gijiyoushi.pdf)。 同会議は「新しい資本主義実現会議」と同じく岸田首相が議長で、2022 年 6 月 7 日には合同開催した事もある(https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2022/0607/interview.html)。 **経済財政諮問会議も新しい資本主義の「資産所得倍増プラン」と「スタートアップ育成 5 か年計画」に沿っている**(2023 年 2 月 13 日付日本版 ISA の道 その 374「投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題！」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230213_2.pdf)。

新しい資本主義の「資産所得倍増プラン」と「スタートアップ育成5か年計画」、その関連会議および税制改正プロセス等　　現在（2023年5月）　　2023年5月8日現在

		2022年6月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年10月	2022年11月	2022年12月	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年6月	2023年7月	2023年8月	2023年9月	2023年10～12月	2024年1 ～3月)
新しい資本主義の「資産所得倍増プラン」と「スタートアップ育成5か年計画」の関連部分(2021年10月15日に「新しい資本主義実現本部」設置、「新しい資本主義実現会議の開催」開催)	Ⅲ. 新しい資本主義に向けた計画的な重点投資 1. 人への投資と分配 貯蓄から投資のための「資産所得倍増プラン」の策定	新しい資本主義実現会議に「資産所得倍増プラン」の検討の場を設置(※1)。 年末までに策定。「今夏にも政府内に検討会議を立ち上げ」。				2022年11月28日に「資産所得倍増プラン」決定(※1)。			2023年1月から金融機関で新NISAの囲い込みキャンペーン、上場企業で新NISAで投資をしやすくする株式分割をする所が続出中。 その他、民間送達サービス業者等は新NISAの総枠管理システム整備中(※1)。										新NISA開始。
	Ⅲ. 新しい資本主義に向けた計画的な重点投資 3. スタートアップの起業加速及びオープンイノベーションの推進 スタートアップ育成5か年計画の策定	新しい資本主義実現会議に検討の場を設け、5年10倍増を視野に、スタートアップ育成5か年計画について検討し、年末に策定。				2022年11月28日に「スタートアップ育成5か年計画」決定(※2)。			スタートアップへの投資を促すための措置(2023年度央までに整備)。										
									個人からベンチャーキャピタルへの投資促進(2023年度・2024年度に検討)。										
									個人金融資産及びGPIF等の長期運用資金のベンチャー投資への循環(2022年度終わりから2027年度まで)										
		新しい資本主義実現会議フォローアップおよびフォローアップ工程表(2022年6月7日)で「投資信託への非上場株式組入れに係る評価方法等の検討(投資信託協会において投資信託のスタートアップの株式を含む非上場株式の組入れに係る評価方法等の検討を進め、2022 年度中に結論を得る)」。										投資信託協会が「投資信託への非上場株式の組み入れ促進」規則改正。 組み入れ比率制限や基準価額算出評価についてルールを設け2023年7月までにパブリックコメント実施。							
	Ⅵ. 個別分野の取組 金融市場の整備 家計の安定的な資産形成、成長資金の供給 (貯蓄から投資への流れの促進)	金融審議会において家計による資産形成のための助言・勧誘に関する制度整備(金融商品取引業者等の助言や勧誘等の制度整備等の検討)。 プロダクトガバナンスの推進、資産運用会社等のガバナンス強化について検討、結論(資産運用業等高度化の制度整備の検討)。			金融審議会の市場制度ワーキング・グループ/WG第20回(2022年9月12日)で、成長・事業再生資金の円滑な供給(VC投資等の拡大、投資信託への非上場株式の組み入れに関する枠組みの整備等)と市場インフラの機能向上(非上場株式や証券トークンの適切な流通の確保、上場株式等の市場間競争の促進)は引き続き市場制度WGにおいて検討を進める事にした(下記～顧客本位タスクフォース～参照)。							2022年6月22日の金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 中間報告で非上場株式のセカンダリー取引の円滑化に向けた規制の見直しを行う事が提言され、金融庁が2023年4月28日に「金融商品取引法施行令の一部を改正する政令(案)」を公表、2023年5月29日までパブリックコメント中。 なお、スタートアップ企業等への円滑な資金供給の観点から、特定投資家向け有価証券の取扱いを行うPTSの参入要件の緩和等については引き続き検討予定。							
					金融審議会の市場制度ワーキング・グループ/WG第20回(2022年9月12日)で、顧客本位の業務運営の確保(①適切な勧誘・助言、顧客への情報提供の充実、②プロダクトガバナンスの確保、資産運用業の高度化)、金融リテラシーの向上は市場制度WGに下部組織の顧客本位タスクフォースを設置、集中的に検討を進める事にした(※3)。 2022年12月9日の金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 顧客本位タスクフォース 中間報告で「顧客の立場に立ったアドバイザー(一定の中立性を有するアドバイザー/認定アドバイザー)」資格の創設案が盛り込まれ。 顧客本位タスクフォースは2022年12月6日(第5回)以降開催されていないが、2023年5月以降開催される見込みである(※3)。														金融経済教育推進機構設立。
		新しい資本主義実現会議フォローアップ(2022年6月7日)で「高校で金融教育に関するモデル授業を実施」、「金融リテラシー向上に資する教材等の提供、セミナーの実施等」。																	
		新しい資本主義実現会議フォローアップおよびフォローアップ工程表(2022年6月7日)で「金融商品取引業者等の助言や勧誘等の制度整備等の検討」、「資産運用業等高度化の制度整備の検討」。																	
経済財政諮問会議 (議長: 岸田文雄首相) 国際金融センター施策 (資産運用業高度化プログレスレポート 2023)		・2021年11月9日にマクロ経済財政政策の司令塔となる経済財政諮問会議が開催され(2021年10月4日発足の岸田内閣最初の開催)、岸田首相は「新しい資本主義を起動させ、『成長と分配の好循環』を拡大していくために十分な内容と規模にしていきたいと思っている。」と発言。 ・2022年6月7日に新しい資本主義実現会議(2021年10月15日に初開催)との合同会議を開催(「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」と「経済財政運営と改革の基本方針2022」、いわゆる「骨太方針2022」について議論)。 ・2023年4月26日開催の経済財政諮問会議で、岸田首相は「国際金融センターとして更に発展するためには、コーポレートガバナンスの改革やGX(グリーン・トランスフォーメーション)投資促進策とあわせ、我が国の資産運用業等を抜本的に改革することが重要です。 2,000兆円の家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する、資産運用立国日本を実現していくこととし、鈴木大臣において、政策プランを、関係省庁と一体となって、策定してください。」と発言(鈴木大臣/鈴木俊一財務相兼金融相も「資産運用業等を抜本的に改革することなどの取組を実施していくことが必要。今後、こうした施策の検討を進めるとともに、内外への発信も強化していく。」と発言)。										2023年4月26日に岸田首相は経済財政諮問会議(議長: 岸田首相)で、「国際金融センターとして更に発展するためには、コーポレートガバナンスの改革やGX(グリーン・トランスフォーメーション)投資促進策とあわせ、我が国の資産運用業等を抜本的に改革することが重要です。 2,000兆円の家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する、資産運用立国日本を実現していくこととし、鈴木大臣(経済財政諮問会議議員の鈴木俊一財務相兼金融相)において、政策プランを、関係省庁と一体となって、策定してください。」と発言(鈴木大臣/鈴木俊一財務相兼金融相も「資産運用業等を抜本的に改革することなどの取組を実施していくことが必要。今後、こうした施策の検討を進めるとともに、内外への発信も強化していく。」と発言)。 [家計の金融資産の半分を占める1000兆円の現預金を投資に回し、企業の成長を促しながら株価を上げて、資産所得を増やすのが政府の狙いだ。」と言う(※4)。 鈴木議員(経済財政諮問会議議員の鈴木俊一財務相兼金融相)提出資料「対日直接投資促進にかかる施策について」の筆頭項目「国際金融センター施策の今後の方針」の取組みの4番目に「資産運用業等を抜本的に改革すること」とあり、内閣府提出資料「海外からの人材・資金を呼び込むためのアクションプラン」の中に「『資産運用業高度化プログレスレポート 2023』も踏まえ、必要な検討を行う。【金融庁、関係省庁】」とある(※4)。							
上記関連の税制改正プロセス		「資産所得倍増プラン」など「新しい資本主義」の実行計画案が閣議決定(2022年6月7日)。	関係協会(日証協、全銀協、信託協会、生保協会、投信協会、投資顧問業協会など)が金融庁、厚生労働省、文部科学省など関係省庁に税制改正要望を提出。	基本8月末に関係省庁が財務省および総務省に税制改正要望を提出。 2022年8月31日に金融庁が「令和5(2023)年度税制改正要望」を公表(※5)。		与党税制調査会(自民党税制調査会および公明党税制調査会)が税制改正要望を踏まえ、小委員会や総会で審議。		12月16日に与党税制調査会が与党税制改正大綱を決定。 12月23日に与党税制改正大綱をほぼ踏襲する「税制改正の大綱」を閣議決定。	2月3日に日本政府が「所得税法等の一部を改正する法律案」を閣議決定、第211回国会(1月23日召集)に提出。 2月9日に衆議院財務金融委員会に付託し2月28日に可決、2月28日に衆議院本会議で可決。 3月8日に参議院財政金融委員会に付託し3月28日に可決、成立(https://www.sangiin.go.jp/japanese/joho1/kousei/gian/211/meisai/m211080211002.htm)。			2023年4月1日に「所得税法等の一部を改正する法律」施行。							

※1: 「資産所得倍増プラン」の検討の場…資産所得倍増分科会(第1回: 2022年10月17日、第2回: 2022年11月15日、第3回: 2022年11月25日～資産所得倍増プラン(案))。 庶務は金融庁の協力を得て内閣官房新しい資本主義実現本部事務局において処理(内閣官房「分科会等開催状況」～ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/index.html)。
資産所得倍増プラン…2022年11月28日に日本の新しい資本主義実現本部(本部長: 岸田文雄首相、副本部長: 新しい資本主義担当大臣、内閣官房長官、本部員: 他の全ての国務大臣)が、新しい資本主義実現会議(議長: 岸田文雄首相、副議長: 新しい資本主義担当大臣、内閣官房長官、構成員: 有識者)で資産所得倍増プランを正式決定した(2022年11月25日に最終案は公表されている～ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai13/gijisidai.html)。 2022年11月28日付日本版ISAの道 その369「資産所得倍増プランの目玉はNISA抜本的拡充(恒久NISA)より中立的なアドバイザー!?～日米のCFP/サーティファイド ファイナンシャル プランナー比較、米国で注目されるフィーオンリー・アドバイザー/フィデューシャリー・アドバイザー～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_221129.pdf)。

※2: 「スタートアップ育成5か年計画」の検討の場…スタートアップ育成分科会(第1回: 2022年10月14日、第2回: 2022年11月7日、第3回: 2022年11月24日～スタートアップ育成5か年計画(案))。 庶務は経済産業省の協力を得て内閣官房新しい資本主義実現本部事務局において処理(内閣官房「分科会等開催状況」～ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/index.html)。
スタートアップ育成5か年計画…2022年11月28日に日本の新しい資本主義実現本部(本部長: 岸田文雄首相、副本部長: 新しい資本主義担当大臣、内閣官房長官、本部員: 他の全ての国務大臣)が、新しい資本主義実現会議(議長: 岸田文雄首相、副議長: 新しい資本主義担当大臣、内閣官房長官、構成員: 有識者)でスタートアップ育成5か年計画を正式決定した(2022年11月25日に最終案は公表されている～ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai13/gijisidai.html)。 2022年7月11日付日本版ISAの道 その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！ 日本版インターバル・ファンド、日本版BDCの道」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)、2023年1月30日付日本版ISAの道 その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ？ 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案！」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)。

※3: 顧客本位タスクフォース…金融審議会の市場制度ワーキング・グループ/WG下部組織…顧客本位タスクフォース(第1回: 2022年9月26日、第2回: 2022年10月24日、第3回: 2022年11月7日、第4回: 2022年11月22日、第5回: 2022年12月6日)。
金融審議会の市場制度ワーキング・グループ/WG第20回(2022年9月12日)で、顧客本位の業務運営の確保(①適切な勧誘・助言、顧客への情報提供の充実、②プロダクトガバナンスの確保、資産運用業の高度化)、金融リテラシーの向上は市場制度WGに下部組織の顧客本位タスクフォースを設置、集中的に検討を進める事にした。 2022年12月9日の金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 顧客本位タスクフォース 中間報告で「顧客の立場に立ったアドバイザー(一定の中立性を有するアドバイザー/認定アドバイザー)」資格の創設案が盛り込まれた(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221209.html 、2023年2月13日付日本版ISAの道 その374「投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題！英国の(日本のNISAが手本とする)株式型ISA限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230213_2.pdf)。 顧客本位タスクフォースは2022年12月6日(第5回)以降開催されていないが、事務局/金融庁より「今後のタスクフォースの日程等は未定ではありますが、しかるべきタイミングで別途事務局より御案内させていただきたいと思っております。」(2022年12月6日付金融審議会「顧客本位タスクフォース」第5回議事録～ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kokyakuhoni_tf/gijiroku/20221206.html)、「顧客本位TFの6回目会合から、細かな基準策定への議論を始める予定だ。」(2023年4月10日付ファンド情報「どうなる『認定アドバイザー』当局は中立重視で厳格化 販売員に『非公認』の懸念」)と言われているので、2023年5月以降開催される見込みである。

※4 : 「岸田文雄首相は26日の経済財政諮問会議で、『資産運用業等を抜本的に改革することが重要だ』として、資産運用会社の運用能力を強化するよう金融庁に指示した。…(略)…。家計の金融資産の半分を占める1000兆円の現預金を投資に回し、企業の成長を促しながら株価を上げて、資産所得を増やすのが政府の狙いだ。 個人の中長期の資産形成に適した運用体制が欠かせないと判断した。」と言う(2023年4月27日付日本経済新聞朝刊1面「首相『運用会社の抜本改革を』 流行投信優先を是正」～ https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB2620H0W3A420C2000000/)。 2023年4月26日開催の経済財政諮問会議における鈴木議員(経済財政諮問会議議員の鈴木俊一財務相兼金融相)提出資料「対日直接投資促進にかかる施策について」の筆頭項目「国際金融センター施策の今後の方針」に「資産運用業等を抜本的に改革すること」とあり(https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2023/0426/shiryo_04.pdf)、内閣府提出資料(対日直接投資推進会議)「海外からの人材・資金を呼び込むためのアクションプラン」の中に「『資産運用業高度化プログレスレポート 2023』も踏まえ、必要な検討を行う。【金融庁、関係省庁】」とある(https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2023/0426/shiryo_02_2.pdf)。

※5: 金融庁「令和5(2023)年度税制改正要望」…制度の恒久化、非課税保有期間の無期限化、年間投資枠を拡大、非課税限度額の拡大、つみたてNISAの対象年齢を未成年者まで拡大(2023年末で新規買付終了となるジュニアNISAの事実上復活)などだった(2022年9月12日付日本版ISAの道 その364「新しい資本主義に沿う税制改正要望と金融行政方針」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220912_2.pdf)。

(出所: 日本の内閣官房・内閣府・財務省・金融庁のホームページ等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

●金融庁は資産運用業高度化プログレスレポート 2023 も踏まえ必要な検討を行う

鈴木財務相兼金融相の「対日直接投資促進にかかる施策」の「国際金融センター施策の今後の方針」に「資産運用業等を抜本的に改革すること」とある(https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2023/0426/shiryo_04.pdf)。 内閣府(対日直接投資推進会議)提出「海外からの人材・資金を呼び込むためのアクションプラン」にも「『資産運用業高度化プログレスレポート 2023』も踏まえ、必要な検討を行う。【金融庁、関係省庁】」とある(https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2023/0426/shiryo_02_2.pdf 、対日直接投資推進会議は経済再生担当 兼 新しい資本主義担当 兼 スタートアップ担当 兼 新型コロナ対策・健康危機管理担当 兼 全世代型社会保障改革担当の後藤茂之内閣府特命担当大臣(経済財政政策)主宰～ http://www.invest-japan.go.jp/committee/)。

「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」は 4 月 21 日に金融庁より公表されている(https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421.html)。資産運用業高度化プログレスレポートは 2020 年 6 月 19 日から金融庁が毎年公表しているが、今年は 4 月 21 日と例年より 1～2 か月早い(2020 年 6 月 22 日付日本版 ISA の道 その 309「日本版資産運用業高度化の道」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf 、その他は次頁図表の「参考」欄)。

金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート」の課題の変遷　　2023年5月8日作成

2020 (2020年6月19日公表)	2021 (2021年6月25日公表)	2022 (2022年5月27日公表)	2023 (2023年4月21日公表)
(1) シャープレシオ・エクスペンスレシオ (2) 経営 (3) プロダクトガバナンス (英国value for money、米国ファンドガバナンス、 EU:プロダクトガバナンス) (4) ESG (5) インデックスプロバイダー	(1) シャープレシオ・エクスペンスレシオ (2) 経営 (3) プロダクトガバナンス (顧客利益最優先の商品組成・提供・運用・管理) (4) ファンドラップ (5) ESG/スチュワードシップ (6) インデックスプロバイダー	(1) 経営 (2) プロダクトガバナンス (3) 基準価額一者計算(受託者又は委託者による) (4) ESG/スチュワードシップ (5) 開示(ESG) (6) シャープレシオ・エクスペンスレシオ (7) ファンドラップ (8) 仕組債(重要情報シートで実質コストを開示) (9) DB(OCIO) (10) DC(運用商品ラインナップを選定・提示、教育)	(1) 経営 (2) 開示(運用担当者・関者能開示) (3) プロダクトガバナンス (4) アドバイス (5) ファンドラップ (6) 投資信託の手数料(信託報酬の販売会社取り分) (7) 非上場株 (8) スチュワードシップ(ESGは開示・DBに) (9) インデックスプロバイダー (10) 公販ネットワーク (11) 基準価額一者計算(信託銀行による) (12) DB(OCIO) (13) DC(デフォルト、教育)
「資産運用業高度化プログレスレポート」初登場に下線。			

(出所: 金融庁のホームページ等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

「プログレスレポートは 2022 年、金融派生商品を組み合わせた特殊な債券である仕組債に関する問題点を指摘し、話題になりました。 毎年公表時期が近づくと、『次の槍玉は何か』と金融業界内で注目を浴びます。 が、この 2023 年はこの通り、システム面での高度化という新機軸を打ち出し、従来とは趣きの異なるレポートとなっています。…(略)…。『単なる商品攻めに終わった 2022 年と比べると、金融業界の構造的な問題に切り込んでいる』(金融商品仲介業役員)と評価する声も聞こえます。」(下線は当コラム筆者、2023 年 4 月 26 日付 FinTech Journal「金融庁が「読まない目論見書」にメス、例年と一味違う『プログレスレポート』の中身とは？」～ https://www.sbbit.jp/article/fj/112481)と報じられている。

「従来とは趣きの異なるレポート」(上記)となっているのは、「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」が経済財政諮問会議と同様に新しい資本主義の「資産所得倍増プラン」と「スタートアップ育成 5 か年計画」に沿っている為。ただ、金融庁は既に 2022 年 8 月 31 日の金融行政方針で「NISA の抜本的拡充や国民の金融リテラシーの向上に取り組むとともに、金融事業者による顧客本位の業務運営の確保に向けた取組みを促す。 スタートアップなど成長企業に対する円滑な資金供給を促すため、上場プロセスの見直し、私設取引システム(PTS)を活用した非上場株式の流通の円滑化、投資信託への非上場株式の組み入れに関する枠組みの整備等に取り組む。…(略)…。国際金融センターの発展に向け、海外資産運用業者等の参入促進に向けた環境整備に引き続き取り組むほか、ニーズ・課題を幅広く把握し、きめ細かな情報発信を行う。」(2022 年 9 月 12 日付日本版 ISA の道 その 364「新しい資本主義に沿う税制改正要望と金融行政方針」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220912_2.pdf)としていた。 前回「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」が 2022 年 5 月 27 日で、新しい資本主義実行計画は 2022 年 6 月 7 日だった(2022 年 6 月 13 日付日本版 ISA の道 その 358「資産所得倍増プランに『iDeCo の改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備』！」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220613_2.pdf)。

なお、前回「2022」が「仕組債に関する問題点を指摘し、話題」(上記)、「仕組み債潰し」(2022 年 11 月 8 日付週刊エコノミスト「仕組み債の集中攻撃は『強い金融庁』の布石？」～ https://weekly-economist.mainichi.jp/articles/20221108/se1/00m/020/047000c)と言われているが、仕組み債の規制強化は最初のレポートから一貫して課題の「プロダクトガバナンス」の延長上である。 日本のプロダクトガバナンスはファンドガバナンス要素が強いものの(後述)、国際的にプロダクトガバナンスは投資家保護強化規制で、「個人向け仕組みプロダクト規制/Regulation of Retail Structured Products」から来る事に示される通り、仕組み債は対象となる。 日本で仕組み債損害賠償請求等問題が急増、金融庁は放置出来なかったと思われる(2023 年 2 月 13 日付日本版 ISA の道 その 374「投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題！ 英国の(日本の NISA が手本とする)株式型 ISA 限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!!」)～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230213_2.pdf)。

金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート」の課題の変遷

2023年5月8日作成

2020（2020年6月19日公表）

(1) シャープレシオ・エクスペンスレシオ
(2) 経営
(3) プロダクトガバナンス
（英国value for money、米国ファンドガバナンス、EUプロダクトガバナンス）
(4) ESG
(5) インデックスプロバイダー

「資産運用業高度化プログレスレポート」初登場に下線。

Ⅰ 現状

1. 資産運用業を取り巻く環境
(1)パッシブ運用の急伸と寡占化の進行
(2)厳しさを増す競争環境と海外資産運用会社の対応
(3)日本の資産運用業の状況
2. 日本の公募投信の状況
(1)アクティブ投信のパフォーマンス上の課題(シャープレシオ)
(2)日本籍公募投信と米国関ミューチュアルファンドのパフォーマンス(シャープレシオ・エクスペンスレシオ)
・米国投信のパフォーマンスの絶対水準の高さ。 日本のアクティブ公募投信の平均パフォーマンスが低い理由としては、パフォーマンスが低くなりがちな少額投信。
(3)国内大手資産運用会社のパフォーマンス(シャープレシオ)
(4)少額投信の乱立
・顧客利益に資さない少額投信について、積極的に償還・併合していく必要。
(5)残高推移
・米国の20分の1以下の規模。

Ⅱ 主な課題

1. ガバナンス
(1)経営・ファンド運営に対する顧客利益の観点からの率制機能の発揮
【コラム①】英国における資産運用会社のガバナンス
英国のvalue for money(手数料に見合った価値の評価・開示～その後のパリュー・アセスメント・レポート/AoV)
米国におけるファンドガバナンス
(2)運用ビジネスに対する親会社の理解と協力
2. 経営体制: 顧客利益を最優先し、長期運用の視点を重視する経営体制の整備
3. 目指す姿・自社の強み: 運用会社としての目指す姿・強みの明確化や、目指す姿の実現に向けた取組み
4. 業務運営体制: 顧客利益を最優先しつつ目指す姿・強みを実現するための業務運営

Ⅲ 対応の方向性

1. 資産運用会社が中長期的に良好で持続可能な運用成果を実現していくための取組みの 後押し
2. 資産運用業高度化に向けたその他の施策
運用パフォーマンスの見える化
新規参入の円滑化
その他の取組み
①PEファンド等のオルタナティブファンドに今後の経済情勢の中でどのような役割を期待すべきか、またその際に必要な政策対応について検討
②SDGs・ESGの日本の資産運用業界への影響について調査・分析
③インデックスプロバイダーの資産運用市場における機能について調査・分析

参考
・2020年6月22日付日本版ISAの道 その309「日本版資産運用業高度化の道～日本の金融庁が参考にする英国VFM(AOV)評価と欧州MiFID Ⅱプロダクトガバナンス規制の概要と影響・課題～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf)。
・2020年7月20日付日本版ISAの道 その311「『資産運用業高度化プログレスレポート2020』～日本のパフォーマンスとファンド数と専用ファンド、欧州のプロダクトガバナンス規制、米国のインベストメント・デューティー・レギュレーション(DOLのESG規制)～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200720.pdf)。
・2020年9月17日付日本版ISAの道 その315「英資産運用会社のバリュー・アセスメント・レポート(AoV)
- 英資産運用会社に義務化されたAoVは日本の金融庁が資産運用高度化の参考に
- ウェルスマネジメント最大手は購入時手数料6%でも『価値において妥当』、ネット証券最大手は花形ファンドマネジャーで大失敗しても『価値を提供』、金融監督当局FCAは罰金や制裁も
- 英投資家、IFAのクリーン&スーパークリーン・シェア投信、RFAの購入時手数料6%等ファンド、私募ファンドを選好」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf)。
・2021年2月15日付日本版ISAの道 その327「『資産運用業高度化プログレスレポート2021』に向けて金融庁が研究プロジェクト『国内株式アクティブ運用ファンドにおける運用力(インフォメーションレシオ)の考察』を開始」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210215.pdf)。

2021（2021年6月25日公表）

(1) シャープレシオ・エクスペンスレシオ
(2) 経営
(3) プロダクトガバナンス
（顧客利益最優先の商品組成・提供・運用・管理）
(4) ファンドラップ
(5) ESG/スチュワードシップ
(6) インデックスプロバイダー

Ⅰ 資産運用会社における高度化に向けた取組みと課題

1. 運用力の強化に向けた資産運用会社との対話
(1)ガバナンス
① 経営・ファンド運営に対する顧客利益の観点からのガバナンス
②運用ビジネスに対する親会社・グループ会社の理解・協力
③パフォーマンス状況の把握
(シャープレシオ、エクスペンスレシオの国際比較)
【コラム②】日本の公募投信におけるインフォメーションレシオの考察
(2)経営体制
(3)目指す姿・強み
①今事務年度における各社の取組み
②大手資産運用会社の目指す姿(ビジネス類型)
(4)業務運営体制
①プロダクトガバナンス
(顧客利益最優先の商品組成・提供・運用・管理)の強化
i)顧客本位のプロダクトガバナンス
ii)クローセット・トラッカーの問題
運用方針と実際の運用との乖離
iii)同一ベンチマークに連動するインデックスファンドの費用体系を巡る課題
iv)商品の費用の開示についての問題点
(「その他費用」に分類される費用がファンドによって異なる)
2. 私募投資信託
(1)私募投信市場の拡大とその要因
(2)私募投信のコスト・パフォーマンス
①私募投信のパフォーマンス
②私募投信のアセットクラスとコスト・パフォーマンス
(3)変額年金、地域金融機関等の私募投信の運用状況
(4)公募投信と私募投信のコスト・パフォーマンスの比較
3. 投資一任
(1)投資一任市場の拡大
(2)ファンドラップ

Ⅱ 資産運用業をとりまく環境と課題

1. グローバルな資産運用の潮流と国内の動向
(1)オルタナティブ運用の拡大
(2)サステナブル関連投資の拡大とダイバーシティなどのサステナビリティに係る取組み(スチュワードシップ)
(3)DX の取組み強化の動き
2. ESG・SDGs 投資
(1)ESG・ SDGs 投資の拡大とコスト・パフォーマンス
(2)ESG 関連ファンドの銘柄選定と ESG スコア
3. 資産運用ビジネスを支えるサービサーに関する論点
(1)システムに係る経費の実態
(2)インデックスプロバイダーの資産運用市場における機能

Ⅲ 対応の方向性

1. 日本の公募投信市場の動向状況
2. 資産運用会社等との対話の継続と今後の施策

参考
・2021年2月22日付日本版ISAの道 その328「『資産運用業高度化プログレスレポート2021』に向けて 日米の投信でシャープレシオ及びインフォメーションレシオとコストを比較、投信コストの国際分析」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210222_2.pdf)。
・2021年3月22日付日本版ISAの道 その330「『欧州資産運用業界最新動向』～欧州のMiFIDⅡプロダクトガバナンス規制、英国のバリュー・アセスメント・レポート/AoVレポート(ハーグリーブス・ランスダウン)、クリーン・シェア(やACS)の現況～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf)。
・2021年5月31日付日本版ISAの道 その334「世界のサステナブル投資ファンド(最新のデータと規制)～日本のサステナブルファイナンス有識者会議報告書、欧州のサステナビリティ開示規制/SFDR、米国のESG投資&議決権行使ルールからテキサス州のアンチESG法まで～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210531_2.pdf)。
・2021年6月28日付日本版ISAの道 その336「インハウスCIOとアウトソースCIO(OCIO)金融庁がプログレスレポートで言及、文部科学省が大学ファンドで期待」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210628_2.pdf)。

2022（2022年5月27日公表）

(1) 経営
(2) プロダクトガバナンス
(3) 基準価額一者計算(受託者又は委託者による)
(4) ESG/スチュワードシップ
(5) 開示(ESG)
(6) シャープレシオ・エクスペンスレシオ
(7) ファンドラップ
(8) 仕組債(重要情報シートで実質コストを開示)
(9) DB(OCIO)
(10) DC(運用商品ラインナップを選定・提示、教育)

Ⅰ 顧客利益最優先の業務運営と運用力の強化に向けた資産運用会社との対話

・顧客利益最優先のガバナンス・業務運営
・1. 経営体制
(1)独立性の確保と検証体制の整備
(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)独立社外取締役の機能発揮
・2. 商品 組成・提供・管理(プロダクトガバナンス)
(1)アクティブファンドの「シャープレシオ」
(2)国内株アクティブファンドの「アルファ」
(3)国内株アクティブファンドの銘柄選定設定
(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
(5)顧客利益最優先の商品組成と償還の検討
・3. 目指す姿・強み
(1)注力する運用戦略等の確立
(2)外部委託等における運用委託先の適切な調査
(3)目指す姿を実現するための評価報酬体系
(4)運用や業務の効率化に向けた取組み
・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。

Ⅱ ESG関連公募投資信託を巡る状況

・ESG 投信の状況(スチュワードシップ)
・各資産運用会社における取組状況(開示)
・ESG 投信を取り扱う資産運用会社への期待

Ⅲ その他の論点

・シャープレシオ・エクスペンスレシオの国際比較
・一物多価の現況
・ファンドラップ
・仕組債
実質コストは 5～6%程度、年率換算すると 8～10%程度。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。
・公募投信と私募投信のコスト・パフォーマンス比較
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。
・確定給付企業年金/DBのアセットオーナーである企業(または企業年金基金)の人材や体制の拡充による運用高度化(OCIO)
・企業型確定拠出年金/DCのアセットオーナーである DC加入者等に対し、企業や運営管理機関は適切な運用商品 のラインナップ選択及び見直しに留意し、教育を行う。

参考
・2021年11月22日付日本版ISAの道 その346「グリーン・ボンド、グリーン・ファンド、グリーンISA～グリーン・ボンドとグリーン・ボンド・ファンド、ライト・グリーンの8条ファンドとダーク・グリーンの9条ファンド、NISAのモデルとなったISAでのグリーン投資～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211122_2.pdf)。
・2022年1月31日付日本版ISAの道 その350「アドバイスの付加価値」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf)。
・2022年5月16日付日本版ISAの道 その356「米国の新しい最善の利益規制と日本のNISAの抜本的拡充で一層インデックスファンドに資金が向かう?!～米国と日本のアクティブ運用投信とパッシブ運用投信のフロー(資金の流れ)と制度・規制(日銀ETF買い入れ、総経費率/エクスペンスレシオ～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220516_2.pdf)。
・2022年6月13日付日本版ISAの道 その358「資産所得倍増プランに『DeCoの改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備』! 米国など年金資産倍増国を参考に」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220613_2.pdf)。
・2021年6月28日付日本版ISAの道 その336「インハウスCIOとアウトソースCIO(OCIO)金融庁がプログレスレポートで言及、文部科学省が大学ファンドで期待」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210628_2.pdf)。
・2022年10月11日付日本版ISAの道 その366「米国と英国の『顧客本位の業務運営』」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_221011_2.pdf)。

2023（2023年4月21日公表）

(1) 経営
(2) 開示(運用担当者・保有銘柄開示)
(3) プロダクトガバナンス
(4) アドバイス
(5) ファンドラップ
(6) 投資信託の手数料(信託報酬の販売会社取り分)
(7) 非上場株
(8) スチュワードシップ(ESGは開示・DBに)
(9) インデックスプロバイダー
(10) 公販ネットワーク
(11) 基準価額一者計算(信託銀行による)
(12) DB(OCIO)
(13) DC(デフォルト、教育)

Ⅰ 資産運用会社の信頼向上のために

経営の透明性確保
運用体制の透明性確保
ファンドの保有銘柄の透明性確保
・自主規制団体によるデータ開示(運用担当者・保有銘柄開示)の促進
プロダクトガバナンスの強化
・①組成時の期待リターンが投資家のコストに見合っているか、②組成後も想定通りに運用し、コストに見合うリターンを提供できているか、③商品が想定する投資家に提供されているか、を定期的に検証する必要

Ⅱ 販売会社の信頼向上のために

顧客資産の持続的拡大に資する商品選定とアドバイスの提供
ファンドラップの付加価値の明確化
投資信託の手数料の明確化
・日米のファンドの総経費率と販売会社取り分
販売チャネルの多様化
・米国と比べ、わが国では、確定拠出年金やフィナンシャル・アドバイザー(FA)、直販による投資信託の購入者が少ない。

Ⅲ 運用の付加価値の向上と業界全体の効率性改善のために

アクティブ運用の付加価値の向上
・非上場株式等、早期に魅力ある投資機会を発掘できる体制を整え、付加価値の向上を図ることを期待。
・本年3月31日に、 投資信託協会 が、「投資信託への非上場株式の組入れに関する検討の方向性について」を公表し、規則 改正に向けた検討を進め、遅くとも本年7月の意見募集実施を目指すこととしており、取組みの進捗が期待される。

スチュワードシップ活動の実効性評価のためのデータ活用
・自主的なデータ開示を進める 。

インデックスプロバイダー間の競争促進
・新たなインデックスの開発に挑戦する。

海外資産の運用力強化
・人材の確保等により、中長期的にインハウス運用を強化。

公販ネットワークの互換性確保
・「投信計理システム」についても寡占化が進んでいる。

事務と運用の分離による資産運用会社の新規参入促進
・信託銀行による一者計算の導入。

資産運用会社の独立性確保
・グループからの経営の独立性を確保。

Ⅳ アセットオーナーの運用高度化

・DBはオルタナティブ投資を企業は実質的な期待パフォーマンスやリスクについても理解を深める必要がある。
・資産運用業界が、適切な評価・リスク管理態勢を整備した上で、国内スタートアップへの投資拡大やオルタナティブ資産を組み入れた投資信託商品の開発に取り組んでいくことも必要。
・企業年金等関係者に対しても、顧客本位の業務運営を求めており、資産規模や運用内容に応じて、DBの運用体制の整備に向けた企業の意識向上が必要(OCIO)。

Ⅴ DCを活用した資産形成の促進

企業型DCを活用した投資信託への投資割合
・米国401(k)プランのミューチュアル・ファンドの割合は84%であり、株式を含むミューチュアル・ファンドの割合は76%と高い。
デフォルト(加入者があらかじめ運用方法を指定しない場合に自動で選択される「指定運用方法」)。
アセットオーナーである企業型DC加入者の商品選択
・職域教育の充実が求められる。

参考
・2022年6月27日付日本版ISAの道 その359「米国インデックス法 vs 12人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(IFA等が多用)！～米国版新しい資本主義、米国版EUベンチャーマク規制～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220627_2.pdf)。
2023年1月30日付日本版ISAの道 その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する楽！」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)。
・2023年2月13日付日本版ISAの道 その374「投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題！ 英国の(日本のNISAが手本とする)株式型ISA限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230213_2.pdf)。
・2023年3月24日付日本版ISAの道 その377「オーストラリアでファンド規制見直し！ プロダクトガバナンス/投資家保護強化を投資信託協会は歓迎!! 投信大国、世界投信・年金高評価国、金融規制先進国オーストラリアで年金資産が倍増!! 日本の資産所得倍増プランも参考に」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230324_2.pdf)。
・2023年4月17日付日本版ISAの道 その378「世界のファンド手数料～新NISAを前にインデックスファンドの低コスト競争再燃！ 日本で投信調査を本格化するモーニングスター～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230417_3.pdf)。

(出所: 金融庁のホームページ等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

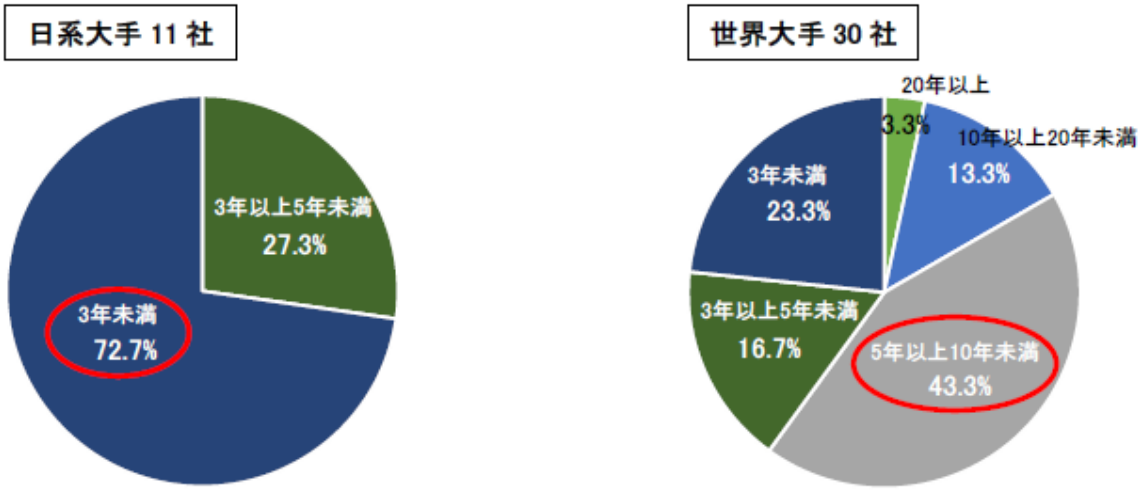
●金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート」の課題

2023 年 4 月 26 日の「経済財政諮問会議」(議長: 岸田首相)で内閣府が提出した資料にあった「海外からの人材・資金を呼び込むためのアクションプラン」で「『資産運用業高度化プログレスレポート 2023』も踏まえ、必要な検討を行う。【金融庁、関係省庁】」について課題を見る。

(1) 経営 <2020: ○、2021: ○、2022: ○、2023: ○>←4 回の資産運用業高度化プログレスレポートで課題だったかどうか(以下同じ)。

資産運用業高度化プログレスレポート(p.5)には「経営トップの在任期間を見ると、就任時期にもよるが、日系大手資産運用会社の7割以上が『3 年未満』と就任して間もない状況である。 他方、オープンエンドファンドと ETF の運用資産残高で、世界上位 30 位内に入る大手資産運用会社(日系の大手資産運用会社1社を含む)の経営トップについて、就任からの経過年数を見ると、『5 年以上 10 年未満』が最も多く、日系大手資産運用会社の経営トップと比べて、在任年数が長い。」とある。

【図 1 -2】 大手資産運用会社の経営トップ在任期間



(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023 概要版」p.)

2023 年 4 月 22 日付日本経済新聞夕刊 1 面は「金融庁は、在任期間が短ければ大規模投資による生産性向上やコスト削減、人事/報酬政策の抜本的な見直しなど成果があらわれるまで時間がかかる施策の実践が難しくなると指摘。『経営トップの任期は、一定程度、長期であることが望ましい』と強調した。 海外ではトップの選任時に『39 年の投資運用経験、すべて当社』など理由を開示する例もある。 日本の運用会社に向けて金融庁は『サクセッションプラン(後継者計画)の策定と経営トップの選任理由の開示など、具体的な行動を期待する』とした。」(2023 年 4 月 22 日付日本経済新聞「国内運用会社トップの任期、大手の 7 割 3 年未満 『人事上の処遇重視』金融庁、短さ問題視」~ https://www.nikkinonline.com/article/97231)と報じている。

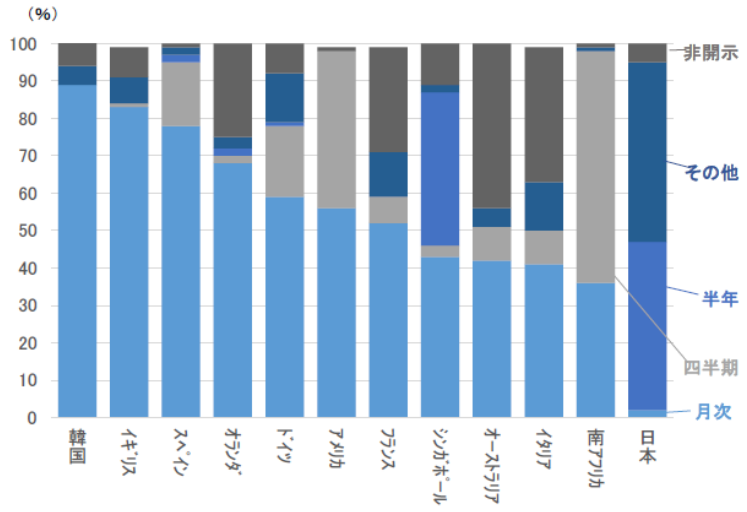
「経済財政諮問会議」の発表前、証券アナリストジャーナル 2023 年 4 月号の「視点」において、アセットマネジメント One の前社長、投資信託協会の前副会長の菅野暁氏が「日本の資産運用会社の高度化―成長へのナローパス―」と言う見出しの寄稿をしており、「日本の資産運用会社は『金太郎あめ』である。 日本の資産運用会社が大手金融グループの子会社であることが問題であるという見方もあるが、欧米でも JP モルガン・アセット・マネジメントやゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントのように大手金融グループに属しながら有力な資産運用会社もある。要は、顧客に対するフィデューシャリー・デューティーを最重要視する資産運用業の本質を親会社が理解して、適切なガバナンスを効かせることが重要である。」(https://www.saa.or.jp/learning/journal/each_title/2023/04.html)と言っている。

(2) 開示(運用担当者･保有銘柄開示) <2020: ×、2021: ×、2022: ○、2023: ○>

資産運用業高度化プログレスレポート概要版(p.6)には「多くの国･地域では、資産運用会社がファンドの全保有銘柄を月次または四半期の頻度で開示しているが、わが国では年に 1～2 回の頻度の開示に留まる。 また、海外の資産運用会社では、HTML 形式や Excel ファイルを活用した全銘柄開示やデータベンダーへの提供が進んでいるが、わが国では、PDF ファイルでの開示が主流である等、データの二次利用が困難。 自主規制団体によるデータ開示の促進など、業界全体での開示方式の見直しを期待。」とある。

「自主規制団体」は金融庁の認定を受けた金融商品取引法上の自主規制団体(認定金融商品取引業協会)で現在 7 団体あり、それは、日本証券業協会、投資信託協会、日本投資顧問業協会、金融先物取引業協会、第二種金融商品取引業協会、日本暗号資産取引業協会、日本 STO 協会である(https://www.fsa.go.jp/koueki/koueki10.html)。

【図表7】世界各国のファンドの保有銘柄開示頻度



(出所) 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。

(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023 概要版」p.6)

2023 年 4 月 26 日付 FinTech Journal は「時に不要論さえ囁かれるこの目論見書を、デジタル技術の活用により、初心者にもわかりやすい情報提供ツールとして生まれ変わらせよう――。 金融庁内で足元、こうした機運が高まっているのです。…(略)…。HTML 形式の採用を希望する資産運用会社の顧客利便性向上に向けたモチベーションを阻害することがないよう、業界全体で効率性を重視した取組みの推進方法を検討する必要がある。 具体的には、例えば、以下の事項について、投資信託に関わる自主規制団体やその販売に関わる業界団体による検討が期待される。」(以下の事項…資産運用業界共通の情報掲載ポータルの利用や運営ガイドラインの策定、顧客への目論見書交付の確認方法など、2023 年 4 月 26 日付 FinTech Journal「金融庁が「読まない目論見書」にメス、例年と一味違う『プログレスレポート』の中身とは？」～ https://www.sbbit.jp/article/fj/112481)と報じている。

(3) プロダクトガバナンス <2020: ○、2021: ○、2022: ○、2023: ○>

資産運用業高度化プログレスレポート概要版(p.7)には「プロダクトガバナンス上、①組成時の期待リターンが投資家のコストに見合っているか、②組成後も想定通りに運用し、コストに見合うリターンを提供できているか、③商品が想定する投資家に提供されているか、を定期的に検証する必要。 大手の資産運用会社では、体制整備が進んでいるものの、実効性の確保は道半ば。 一部の社では不芳ファンドの抽出基準が未設定であることや、全体として毎月分配型の投資信託保有者の、商品の重要な特徴認知率が低いといった課題がある。」とある。

先述通り、日本のプロダクトガバナンスはファンドガバナンス要素が強い(国際的なプロダクトガバナンス～2023 年 2 月 13 日付日本版 ISA の道 その 374「投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題！ 英国の(日本の NISA が手本とする)株式型 ISA 限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!!」)～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230213_2.pdf)。 日本の投信会社の中にはプロダクトガバナンスとして公募投信の定量・定性評価を行い、「平均的な評価以上のものは青信号、それ以下は黄信号、厳しいものは赤信号で表現する。」(2023 年 4 月 24 日付ファンド情報～ https://www.r-i.co.jp/pension/products/fund/backNumber.html/#htmlContentId_514212)を行う資産運用会社もある。 これは英国バンガード/Vanguard が考え行っている「Assessment of value report/AoV report/バリュー・アセスメント・レポート(旧 value for money/手数料に見合った価値の評価・開示)」に似ている(2020 年 6 月 22 日付日本版 ISA の道 その 309「日本版資産運用業高度化の道～日本の金融庁が参考にする英国 VFM(AOV)評価と欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制の概要と影響・課題～」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf 、2020 年 9 月 17 日付日本版 ISA の道 その 315「英資産運用会社のバリュー・アセスメント・レポート(AoV)」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf 、2021 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 330「欧州資産運用業界最新動向」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf)。 赤は「十分な価値を提供していない」、黄は「価値を提供しているがアクションまたはモニタリングが必要」、緑は「十分な価値を提供している」と言う意味だ(ただほとんど「緑」で「黄」がわずか～下記が 2023 年 1 月英バンガード「Assessment of value report January 2023」)。

この英国バンガードの「Assessment of value report/AoV report/バリュー・アセスメント・レポート」は英国のファンドガバナンス/fund governance である(2018 年 4 月 8 日付 FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構「Asset Management Market Study remedies and changes to the handbook」～ https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps18-08.pdf 、2020 年 6 月 22 日付日本版 ISA の道 その 309「日本版資産運用業高度化の道～日本の金融庁が参考にする英国 VFM(AOV)評価と欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制の概要と影響・課題～」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf 、2020 年 9 月 17 日付日本版 ISA の道 その 315「英資産運用会社のバリュー・アセスメント・レポート(AoV)」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf 、2021 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 330「欧州資産運用業界最新動向」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf)。

英国のプロダクトガバナンスは「Product Intervention and Product Governance sourcebook/PROD」等である(2023 年 2 月 13 日付日本版 ISA の道 その 374「投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題！ 英国の(日本の NISA が手本とする)株式型 ISA 限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!!」)～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230213_2.pdf)。

日本の金融庁は「重要情報シート」の金融事業者編と個別商品編を作った際に、各々米国「Form CRS」と欧州「PRIIPs KID」を参考にした(重 2021 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 330「『欧州資産運用業界最新動向』 日本の金融庁『重要情報シート』が参考にする欧州の『PRIIPs KID』は欧州の投信協会やアナリスト協会等の反対を押し切り来年 2022 年から?」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf)。

同様に日本の金融庁は英国や米国のファンドガバナンスと EU のプロダクトガバナンスを参考にし、日本版プロダクトガバナンスとしている可能性がある。 ただ、国際的な金融規制の中で見ると、混乱しやすいので注意が必要である。

This table summarises the outcome of our review for each of Vanguard's UK-domiciled funds for the year ending 30 September 2022, using the seven assessment criteria set by the FCA.

VANGUARD FUNDS	PERFORMANCE	GENERAL COSTS OF THE FUND	ECONOMIES OF SCALE	COMPARABLE MARKET RATES	COMPARABLE SERVICES	CLASSES OF UNITS	QUALITY OF SERVICE	OVERALL FUND RATING
Index funds								
FTSE 100 Index Unit Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
FTSE Developed Europe ex-U.K. Equity Index	●	●	●	●	●	●	●	●
FTSE Developed World ex-U.K. Equity Index	●	●	●	●	●	●	●	●
FTSE Global All Cap Index	●	●	●	●	●	●	●	●
FTSE U.K. All Share Index Unit Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
FTSE U.K. Equity Income Index	●	●	●	●	●	●	●	●
U.K. Inflation-Linked Gilt Index	●	●	●	●	●	●	●	●
U.K. Long Duration Gilt Index	●	●	●	●	●	●	●	●
U.S. Equity Index	●	●	●	●	●	●	●	●
ESG Developed World All Cap Equity Index	●	●	●	●	●	●	●	●
Active funds								
Active UK Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
Global Emerging Markets	●	●	●	●	●	●	●	●
Global Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
Global Equity Income	●	●	●	●	●	●	●	●
Global Sustainable Equity	n/a	●	●	●	●	●	●	●
SustainableLife 40-50% Equity	n/a	●	●	●	●	●	●	●
SustainableLife 60-70% Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
SustainableLife 70-80% Equity	n/a	●	●	●	●	●	●	●
Sterling Short-Term Money Market	●	●	●	●	●	●	●	●
Multi-asset funds								
LifeStrategy 20% Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
LifeStrategy 40% Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
LifeStrategy 60% Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
LifeStrategy 80% Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
LifeStrategy 100% Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2015	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2020	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2025	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2030	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2035	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2040	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2045	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2050	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2055	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2060	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2065	●	●	●	●	●	●	●	●

5 Assessment of value report

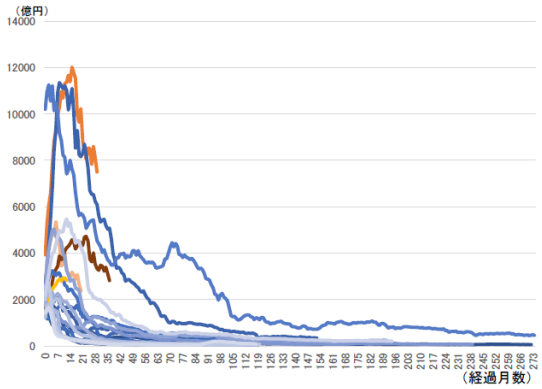
(出所: 2023 年 1 月英バンガード「Assessment of value report January 2023」)

(4) アドバイス <2020: ×、2021: ×、2022: ×、2023: ○>

資産運用業高度化プログレスレポート概要版(p.8)には「当初設定額歴代上位 20 位以内の公募投資信託の多くは、設定来、数カ月から1年半以内に純資産額のピークを迎え、その後、急速に縮小。 これらは、古い投資信託が多いが、一部の金融機関では、直近 5 年以内に設定された投資信託についても、同様の事例が見受けられる。 過去の販売方法、商品選定により、業界全体で多数の投資信託を抱え、管理が煩雑で非効率。 販売会社が、不芳ファンドの繰上償還に迅速に対応し、資産形成に資する商品選定とアドバイスの提供を行うことを期待。」とある。

また、資産運用業高度化プログレスレポート(p.20)には「アドバイスの付加価値の提供」と言う見出しで、「米国では、販売会社等のフィナンシャル・アドバイザーが、継続的に顧客の資産形成を支援し、アドバイスと資産管理に対して残高連動で手数料を取るビジネスモデルが主流となっている。 また、資産運用会社はモデル・ポートフォリオの質で競争しており、フィナンシャル・アドバイザーは顧客の資産運用計画と投資意向に合わせて、モデル・ポートフォリオをカスタマイズしている。 フィナンシャル・アドバイザーが顧客と伴走し、資産運用の目的の実現に向けた資産運用計画の策定と実行の継続的な支援を行うことにアドバイスの付加価値がある。 フィナンシャル・アドバイザーにとっても、そのようなアドバイスに対して顧客から継続的な報酬を得ることで、販売手数料獲得を目的とした商品提供のインセンティブを抑制し、顧客の最善の利益を図ることができる。…(略)…。**わが国の販売会社が、アドバイスに対して対価を得るビジネスモデルへの転換を目指すのであれば、顧客の資産運用の目的の実現を支援するアドバイス提供のための人材育成やツール開発に取り組むとともに、営業現場が長期的な視点で顧客へのアドバイスを提供できる人事・評価制度となっているか検証する必要がある。**」とある。

【図表11】歴代当初設定額上位20ファンドの純資産推移



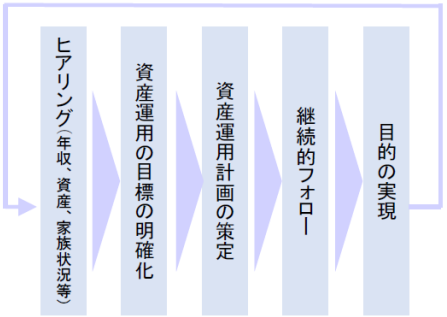
(出所) QUICKのデータを基に金融庁作成。
(注)対象は国内公募の追加型株式投信(ETFを除く)のうち2022年12月末時点で当初設定額上位20ファンド。償還済みファンドも含む。各ファンドとも設定月の月末を始点(=0)とする残高推移。月次ベース。青色以外は、直近5年以内に設定されたもの。

【図表12】日米欧のファンド本数と運用資産の比較

	日本	米国	ルクセンブルグ
【A】運用資産(百万ドル)	2,040,234	28,586,853	5,363,351
【B】ファンド数(本)	14,297	10,237	14,322
【A】/【B】 1ファンドあたりの運用資産(百万ドル)	143	2,793	374

(出所) IIFAの2022年Q4データを基に金融庁作成

【図表13】資産形成のためのアドバイス提供



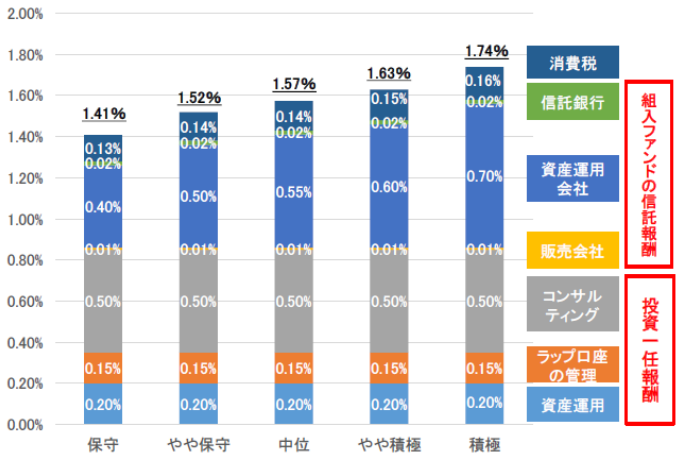
(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023 概要版」p.8)

「アドバイス」は(「アドバイザー」も)過去の資産運用業高度化プログレスレポートに登場してこなかった(「2021」のファンドラップとDX で触れられる程度)。 資産所得倍増プランの課題「認定アドバイザー(顧客の立場に立ったアドバイザー、中立的なアドバイザー)」に沿うものだろう(2023 年 2 月 13 日付日本版 ISA の道 その 374「投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題！ 英国の(日本の NISA が手本とする)株式型 ISA 限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230213_2.pdf)。 なお、米国のファイナンシャル・アドバイザーは 2022 年 1 月 31 日付日本版 ISA の道 その 350「アドバイスの付加価値～メリルリンチ 12-4-2 ルール(スーパーノヴァ・モデル)、アメリプライズのパーソナライズされたアドバイスの価値、フィデリティ・シュワブ・バンガード・モーニングスター・エンベストネット・ラッセルの付加価値～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf)、英国のファイナンシャル・アドバイザーは 2022 年 10 月 11 日付日本版 ISA の道 その 366「米国と英国の『顧客本位の業務運営』～米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI と英国の IFA と RFA を理解する事が日本の資産所得倍増プラン・顧客本位のアドバイスにとり非常に重要な事～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_221011_2.pdf)を参照の事。

(5) ファンドラップ　<2020: ×、2021: ○、2022: ○、2023: ○>

資産運用業高度化プログレスレポート概要版(p.9)には「ファンドラップの提供が拡大しており、一部の金融機関では、最低利用金額を 100 万円に設定する等、マス向けにも提供。 ただし、複数の投資信託を組み合わせた商品なのか、アドバイスも含むサービスなのかが明らかでないケースもある。 今後、ファンドラップの裾野を拡大するにあたっては、バランス型投資信託との違いも含め、運用体制やコスト控除後のパフォーマンス、手数料の構成等について、一般への情報開示の充実に努めることを期待。」とある。

【図表14】ファンドラップの手数料開示の好事例



（出所）ファンドラップ販売会社のHP等を参考に金融庁作成。

(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023 概要版」p.9)

米国でもファンドラップなどのアドバイスの価値を「見える化」する事が重視されている。 下記は各社のアドバイスの付加価値(推計)をまとめたものである(2018 年 11 月 26 日付日本版 ISA の道 その 247「アドバイザーの価値の『見える化』」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_181126.pdf 、(2022 年 1 月 31 日付日本版 ISA の道 その 350「アドバイスの付加価値～メリルリンチ 12-4-2 ルール(スーパーノヴァ・モデル)、アメリプライズのパーソナライズされたアドバイスの価値、フィデリティ・シュワブ・バンガード・モーニングスター・エンベストネット・ラッセルの付加価値～」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf)。 年平均で、バンガード(米投信最大手)調べは 3%程度、モーニングスター(100%子会社である投資助言会社モーニングスター・インベストメント・マネジメント)調べは 1.60%、エンベストネット(TAMP プロバイダー最大手)調べは 3%程度、ラッセル・インベストメンツ(資産運用コンサルティング)調べは 4.83%(2021 年)。

米国のファイナンシャル・アドバイスの推計価値（単位：%）　　2022年1月31日作成

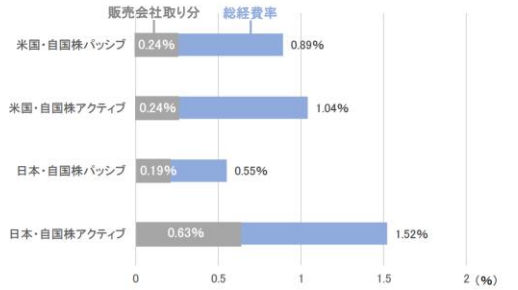
段階	内容	バンガード調べ (Vanguard) 2019年	モーニングスター調べ(Morningstar) 2013年	エンベストネット調べ(Envestnet) 2019年	ラッセル・インベストメント調べ (Russell Investments) 2017年	2021年
人生の理解	顧客に関する情報収集 (Client assessment)			＞0.50	0.75	⬆ 0.82
金融戦略	アセット・アロケーション (Asset allocation)	＞0.00*	0.45	0.52		
	投資行動コーチング (Behavioral coaching)	1.50			2.00	⬆ 2.02
	タックス・マネジメント (Tax management)	0.00** - 0.75		1.00	0.80	⬆ 1.20
	ゴール最適化 (Goal-relative optimization)		0.12			
	商品選択/プロダクト・アロケーション (Product allocation)		0.33	0.61 - 0.67	0.33	⬆ 0.62
	貯蓄及び取崩しガイダンス (Savings and withdrawal guidance)	0.00 - 1.10	0.70			
目標の堅持	リバランス (Rebalancing)	0.26		0.30	0.20	⬇ 0.17
付加価値合計（推計）		3%程度	1.60	3%程度	4.08	4.83

(出所：各社HP及び2016年Merrill Lynch「The Value of Personal Financial Advice」より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)
各社で研究の方法や対象、着眼点など異なる為、詳しくはオリジナルレポートを参照のこと。 バンガードはVanguard Research white paper「Putting a value on value: Quantifying advisor's alpha」(February 2019)、モーニングスターは、2013年8月28日付Morningstar「Alpha, Beta, and Now…Gamma」で付加価値は年平均1.59%(推計)と出しているが、その後2017年10月25日付Morningstar Research「The Value of a Gamma-Efficient Portfolio」で賛明(prudent)なアドバイスは投資リターンを約2%押し上げるのと同等の価値を加える事が可能としている。 エンベストネットは2019年4月23日付Envestnet「Capital Sigma, The Advisor Advantage」、ラッセル・インベストメンツは「Value of an Advisor Study」2017年と2021 年。
＊ 価値はあるものの、個々の投資家によって異なりすぎて、定量的な推計が困難。
**バンガードによると、課税口座と税優遇口座との間で資産のアロケーションを行う「アセットロケーション」によるポートフォリオ構築は、リスクを増さず1年目に0.75%の追加リターンとなる一方、投資家が課税口座または税優遇口座のいずれかで全資産を保有している場合、アセットロケーションの価値はゼロとなる。

(6) 投資信託の手数料(信託報酬の販売会社取り分) <2020: ×、2021: ×、2022: ×、2023: ○>

資産運用業高度化プログレスレポート概要版(p.10)には「投資信託の手数料の明確化」と言う見出しで、「わが国において、投資信託の信託報酬のうち、販売会社取り分(代行手数料)に対するサービス内容の説明は同じであることが多いが、資産運用会社と販売会社の取り分は、アクティブ運用もパッシブ運用も、ほぼ半分ずつとなっていることが多い。 米国においては、ファンドからの販売会社取り分の平均値は、アクティブ運用もパッシブ運用も同一。『顧客本位の原則』の原則 4 に沿って、販売会社取り分が、どのようなサービスの対価なのか、合理的な説明を期待。」とある(「顧客本位の原則」の原則 4…「【手数料等の明確化】 原則 4. 金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。」～ 2017 年 3 月 30 日付金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」～ https://www.fsa.go.jp/policy/kokyakuhoni/gensoku3.1.15.pdf)。

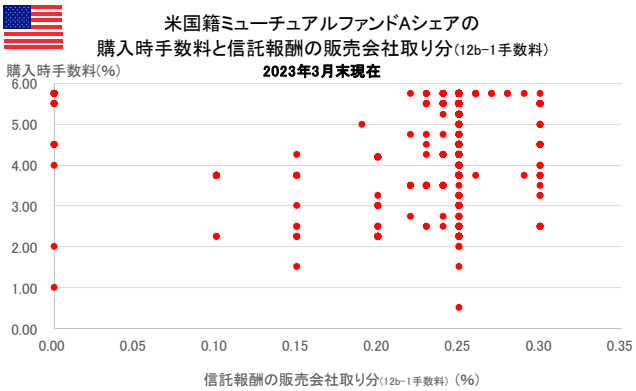
【図 1-26】 日米のファンドの総経費率と販売会社取り分（平均値）[28]



(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」p.25)

*28: データは単純平均。 米国はファンドから継続的に販売残高に対する一定率の報酬「12b-1 手数料」を徴収する A シェアの数値を使用。

米国の A シェア投信は信託報酬の販売会社取り分(12b-1 手数料)が同一なのに日本では販売会社取り分(代行手数料)がアクティブ運用で高い事があると言う事だろう。 ただ、購入時手数料を現状で最大 5.75%(半分以上が 5%以上)を徴収する A シェアは販売会社取り分(12b-1 手数料)を現状最大 0.3%、大半が 0.25%を徴収している(右グラフ参照、最大 5.75%は購入時手数料込み基準価額/offering price に乗じる率であり純投資額に対する率は 6.1%となる)。 購入時手数料 0%の B シェアは販売会社取り分を上限の 1%としており(FINRA ルール)、換金時手数料が当初 4～5%で毎年逓減して、6～7 年で 0%になって/Contingent deferred sales charge/CDSC、その後 A に転換する。



(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

また、米国では購入時手数料等 0%で信託報酬の販売会社取り分(12b-1 手数料)が 0.25%以下なら「ノーロード・ファンド」として扱われる為、信託報酬の販売会社取り分(12b-1 手数料)は 0.25%が多くなる(2023 年 4 月 17 日付日本版 ISA の道 その 378「世界のファンド手数料」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230417_3.pdf)。

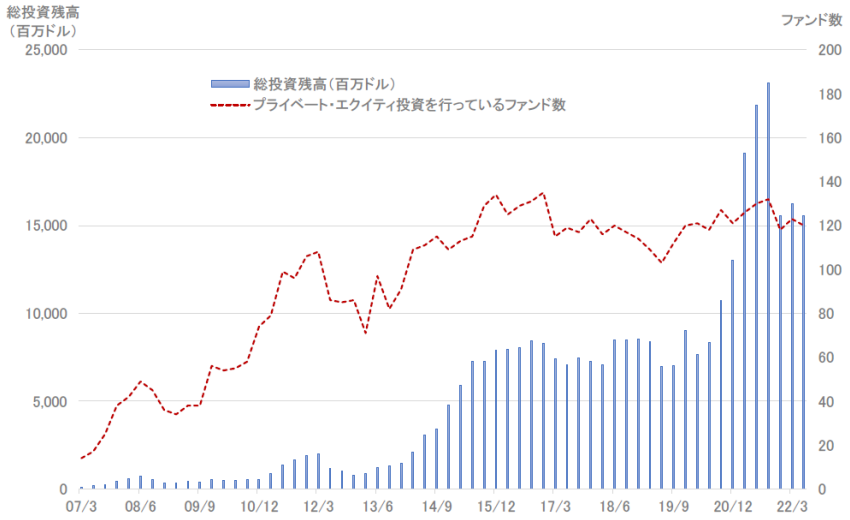
ちなみに、米国の「信託報酬の販売会社取り分(12b-1 手数料)は上限 1%、それ以上を徴収したい場合は上限 7.25%の購入時手数料/Front-end Load 等で徴収する(*12b-1 手数料を徴収しなければ購入時手数料等の上限は 8.5%～FINRA ルール)。

投資信託の手数料については、2020 年 2 月 17 日付日本版 ISA の道 その 297「日米投信のアンバンドリング(クリーン・シェア)、セミバンドリング、バンドリング(レガシー・シェア)」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200217.pdf)、2022 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 353「欧州投信協会が欧米投信コストの同種比較!～日本を含めた最新のプロダクト・コスト比較とディストリビューション&アドバイス・コスト比較～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220322_3.pdf)、2023 年 4 月 17 日付日本版 ISA の道 その 378「世界のファンド手数料～新 NISA を前にインデックスファンドの低コスト競争再燃！ 日本で投信調査を本格化するモーニングスター～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230417_3.pdf)等を参照の事。

(7) 非上場株 <2020: ×、2021: ×、2022: ×、2023: ○>

資産運用業高度化プログレスレポート(p.30)には「アクティブ運用の付加価値の向上」と言う見出しで、「米国においては、非上場企業の資金調達、特にレイターステージでのミューチュアル・ファンドの存在感は小さくなく、2007 年以降、プライベート・エクイティ(PE)への投資額が拡大している。 2022 年 6 月末現在、27 の資産運用会社が運用する 113 本のファンドが、少なくとも 1 社の PE を保有し、全部で約 150 億ドルを供給している。 また、海外のミューチュアル・ファンドの中には、わが国の非上場企業に投資しているものもある。…(略)…。投資信託への非上場株式の組入は、上場・非上場で分断された投資機会を繋ぎ合わせ、顧客に魅力あるリターンを提供する可能性がある。加えて、資産運用会社がわが国の様々な産業分野において、新しい技術に対する知見を習得し、運用力を強化する契機にもなる。 更に、国内籍の投資信託を使ったクロスオーバーファンドを普及させることで、スタートアップへの資金支援を銀行や事業会社だけではなく、家計・個人を含めた幅広い投資家が参加可能な市場に発展させることができる。 **本年 3 月 31 日に、投資信託協会が、『投資信託への非上場株式の組入れに関する検討の方向性について』を公表し、規則改正に向けた検討を進め、遅くとも本年 7 月の意見募集実施を目指すこととしており、取組みの進捗が期待される。**」とある。

【図 1 -34】 米国のミューチュアル・ファンドを通じた PE 投資の推移[42]



(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」p.30)

*42: 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。

「非上場株式」は過去の資産運用業高度化プログレスレポートに登場してこなかった。 新しい資本主義の「スタートアップ等の非上場企業への円滑な資金供給や投資家への多様な投資機会の提供に資するよう、投資信託協会において投資信託のスタートアップの株式を含む非上場株式の組入れに係る評価方法等の検討を進め、2022 年度中に結論を得る。」に沿うもの(2023 年 2 月 13 日付日本版 ISA の道 その 374「投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題！ 英国の(日本の NISA が手本とする)株式型 ISA 限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230213_2.pdf)。

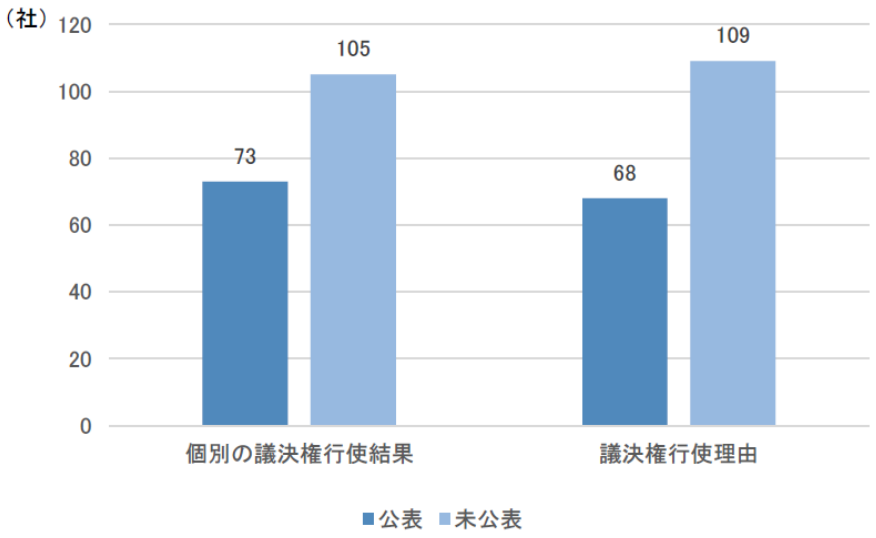
年金や投信のスタートアップの株式を含む非上場株式の組入れはグローバルなトレンドでもある。 米国では(英国でも)スタートアップを支援すると共に個人資産を増加させる為、政府中心に年金や投信で投資させようとする動きもある(2021 年 8 月 30 日付日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC・PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210830_2.pdf 、2021 年 12 月 27 日付日本版 ISA の道 その 348「プライベートはオープンよりクローズ?」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf 。2023 年 1 月 30 日付日本版 ISA の道 その 373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化で ETF やインターバル・ファンドへ、非上場 REIT 不安で上場 REIT へ? 欧州では ELTIF 人気、英国では LTAF を個人に解放する案！」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230130_3.pdf 、2023 年 3 月 13 日付日本版 ISA の道 その 376「欧州長期投資ファンドから考える日本版 ELTIF の道～スタートアップ株式を含む非上場株式組入れ投信『エルティフ』の大幅改善案"ELTIF 2.0"を欧州投資信託協会と欧州委員会が進め欧州議会が可決！～」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230313_2.pdf)。

(8) スチュワードシップ(ESG は開示・DB に) <2020: △、2021: △、2022: △、2023: ○>

資産運用業高度化プログレスレポート概要版(p.13)には「スチュワードシップ活動の実効性を評価する上で、資産運用会社の議決権行使結果の開示は有益な情報。 しかし、多くの資産運用会社が結果を PDF ファイルで開示しており、第三者が資産運用会社や企業の対応を比較・分析することが難しい。 スチュワードシップ活動の実効性評価や企業との対話の一層の促進に向けて、資産運用会社各社が、利用者目線に立った自主的なデータ開示を進めることが望ましい。」とある。

また、資産運用業高度化プログレスレポート(p.33)には「資産運用会社側から見て建設的な対話が可能な企業数は数百程度、多く見積もっても 500 程度との声もある。 また、投資顧問業協会のアンケート調査によると、2022 年 6 月末時点で、日本株関連のエンゲージメント担当者数は、245 社合計で 897 名であり、TOPIX の構成銘柄である 2,169 社の上場企業数に対して、少ないように見える。 結果、時価総額が低い社になるほど資産運用会社のエンゲージメントの優先度が下がるようである。 このような状況に加え、パッシブ運用の信託報酬の低下やアセットオーナーや個人投資家による外国株式投資も進む中、資産運用会社やアセットオーナーが日本企業とのエンゲージメントに割くことができるコストには限界があるとの声もある。 スチュワードシップ活動の実効性を確保するには、活動に対する適切な報酬の支払いや、上場企業による議決権電子行使プラットフォームの導入促進といった業界全体の活動の効率化とコスト削減に向けた検討が求められる。」とある。

【図 1 -35】 資産運用会社の議決権行使結果及び行使理由の開示状況[43]



(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」p.31)

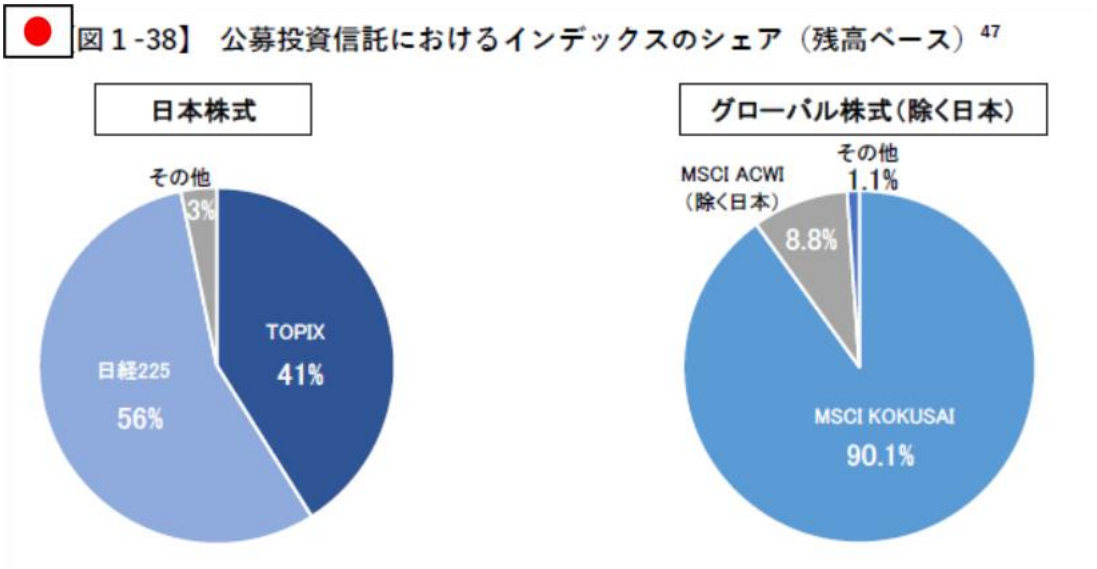
*43…投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート(第9回)」(2022 年 10 月実施分)のデータを基に金融庁作成。 なお、ここでは、「投資一任業者」を「資産運用会社」と呼 んでいる。

スチュワードシップ活動については 2019 年 11 月 18 日付日本版 ISA の道 その 288「【日本版スチュワードシップ・コード(SSC)の道】英国ではコーポレートガバナンスから派生、米国ではフィデューシャリー・デューティー(FD)強化の中で派生、米国では議決権行使重視で低コストだけのインデックス・ファンドに課題を与える!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_191118.pdf)を参照の事。

米国ではパッシブ運用投信の投資顧問業者から議決権行使をファンド投資家に与える動きが(反 ESG 傾向の強い)共和党議員から出ている(2022 年 6 月 27 日付日本版 ISA の道 その 359「米国インデックス法 vs 12 人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(IFA 等が多用)!~米国版新しい資本主義、米国版 EU ベンチマーク規制~」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220627_2.pdf)。

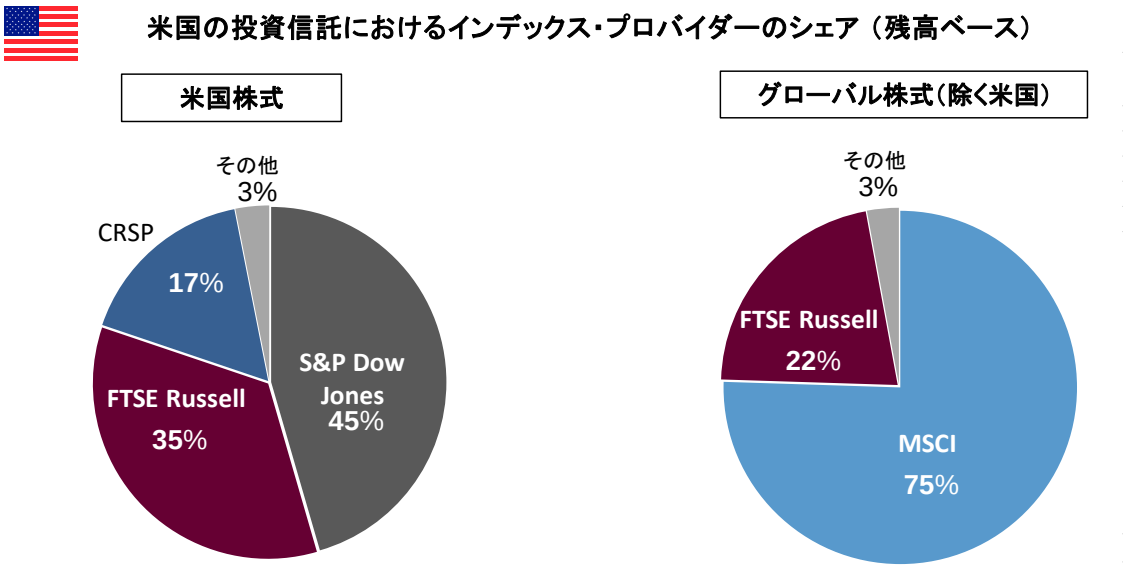
(9) インデックスプロバイダー <2020: ○、2021: ○、2022: ×、2023: ○>

資産運用業高度化プログレスレポート(p.33)には「Index Industry Association によると、2018 年時点で、世界で 373 万の指数が開発されており、これは年々増加しているが、わが国で利用されるインデックスの種類は限定的である。」とある。 その根拠として、日本の公募投資信託におけるインデックスのシェアを示している(図 1-38)。 日本株式ファンドは日経 225 が 56%、TOPIX が 41%で、この 2 つで 97%。 グローバル株式(除く日本)ファンドについては、MSCI KOKUSAI が 90.1%、MSCI ACWI(除く日本)が 8.8%と、この 2 つで 98.9%だった。 確かに日本の投信は利用されるインデックスの種類が限定的である。



(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」p.34、47…「QUICK のデータを基に金融庁作成。 2022 年 12 月末時点、ETF を除く。」)

日本の投信のインデックス・シェアについて触れているが、米国はどうだろう。 実は日本とそれほど変わらない。 米国の国内株ファンドにおけるインデックス・プロバイダーシェアの 1 位が S&P Dow Jones 45%、2 位が FTSE Russell 35%、3 位が CRSP/シカゴ大学証券価格調査センター 17%と、この 3 社で 97%を占める(2023 年 3 月末の純資産シェア、米国籍オープン・エンド・ファンド、除く ETF)。 グローバル株(除く米国)ファンドでは、トップが MSCI 75%、次いで FTSE Russell 22%、この 2 社で 97%だった。

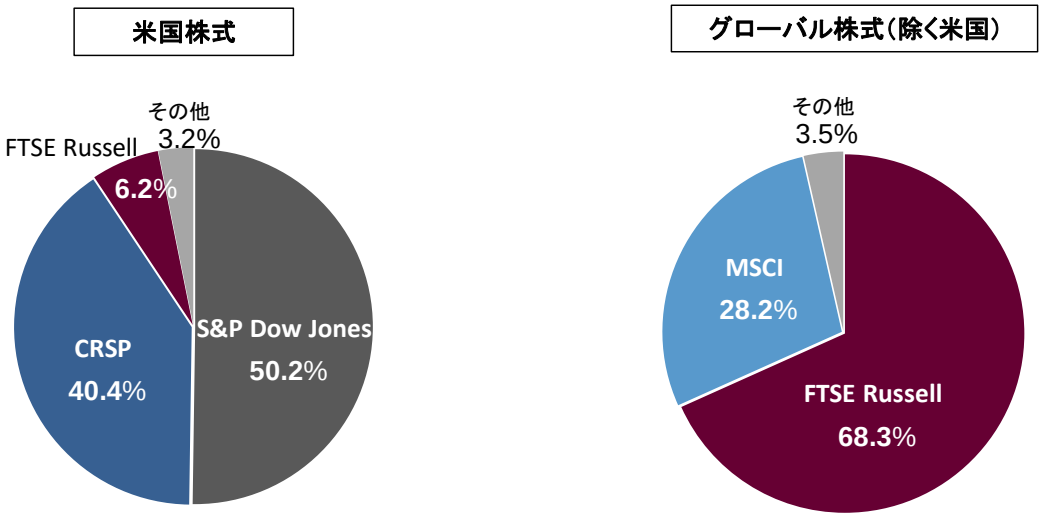


(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

なお、米国株連動インデックス投信のインデックス・プロバイダー別に見ると(2023 年 3 月末、除く ETF)、1 位が S&P Dow Jones 50.2%、2 位が CRSP/シカゴ大学証券価格調査センター 40.4%と、この 2 社で 90.6%。 3 位は FTSE Russell 6.2%で、トップ 3 社で 96.8%だった。

グローバル株(除く米国)連動インデックス投信を見ると、1 位が FTSE Russell 68.3%、2 位が MSCI 28.2%とトップ 2 社で 96.5%だった。

米国のインデックス連動型投資信託におけるインデックス・プロバイダーのシェア（残高ベース）



（出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成）

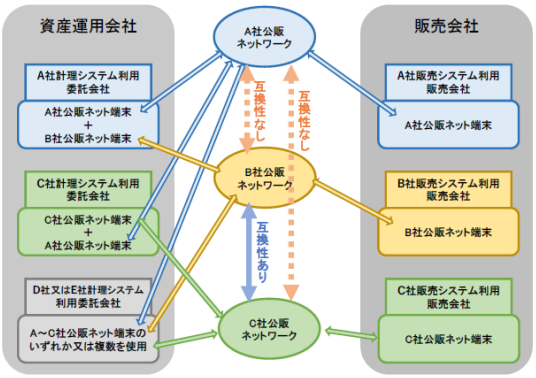
資産運用業高度化プログレスレポートの期待とは違うかもしれないが、米国も日本同様、利用されるインデックスは限定的の様である。

(10) 公販ネットワーク <2020: ×、2021: ×、2022: ×、2023: ○>

資産運用業高度化プログレスレポート概要版(p.16)には「資産運用会社が販売会社と日々の投資信託の情報をやりとりする『公販ネットワーク』は、少数のシステムベンダーによって、各々の仕様により運営され、データ連携の互換性欠如から情報交換に手作業や複数端末が必要な場合がある。 端末とのパッケージでの提供により、投資信託の基準価額を計算するための『投信計理システム』についても寡占化が進んでいる。」とある。

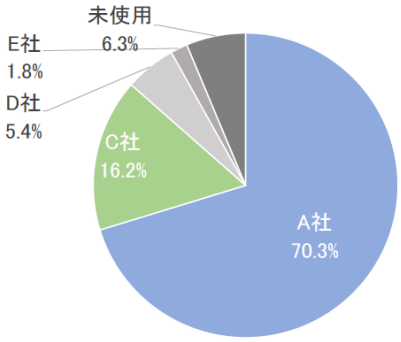
また、資産運用業高度化プログレスレポート(p.39)には「国際金融センターの推進に取り組む中、金融庁は、業界に対し、わが国における一者計算の実現に向けた検討を求めてきた。平成 30 年以降、投資信託協会において各種報告書が取りまとめられ、基準価額の計算責任が資産運用会社にあることの確認や海外の事例調査等が行われ、一部の大手資産運用会社において一者計算のパイロットプロジェクトが実施されたが、未だ、本格的に導入した事例はない。」ともある(各種報告書…投資信託協会の報告書として、「基準価額の算定についての考え方について」(平成 30 年 9 月 18 日)、「基準価額算出に係る実務者検討委員会報告書」(令和元年 9 月 19 日)、「『基準価額算出に係る実務者検討報告書』に係る一者計算の実施報告書」(令和 2 年)がある。)。

【図表27】公販ネットワークの接続状況と課題



（出所）投資信託協会、投資信託に係る業務運営の合理化・効率化ワーキング・グループ「公販ネットワークの接続等の改善に関する要望」（平成31年2月7日）の別紙を基に金融庁作成。

【図表28】投信計理システムにおけるシェア（件数ベース）



（出所）各社提供データを基に金融庁作成。2022年7月末時点。

(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023 概要版」p.16)

2023 年 4 月 26 日付 FinTech Journal は「金融機関が負担するシステム関連コストに適正値があるのかは難しいところがありますが、今回のレポートで当局は、コストの重さの一因として、システムベンダーの寡占化が影響しているのではないかと問題提起しています。…(略)…。基準価額の算定を行うシステムベンダーと、公販ネットワークを行うベンダーが別々の会社である場合には、運用会社側が追加料金を支払うケースもあるため、結果的に投信計理システムも公販ネットワークも同じベンダーと契約する金融機関が多く、投信計理システムの寡占化が進んでいるのです。…(略)…。この他にもレポートでは、運用会社と受託会社(信託銀行)で業務の重複が長年指摘されている基準価額の計算作業について、二重計算の解消を通じた運用業務の効率化も提言しています。」(2023 年 4 月 26 日付 FinTech Journal「金融庁が「読まない目論見書」にメス、例年と一味違う『プログレスレポート』の中身とは？」～ https://www.sbbit.jp/article/fj/112481)と報じている。 また、2023 年 4 月 28 日付財経新聞は「プログレスレポートでは『A 社』という表記だが、実態は野村グループの野村総合研究所(NRI)のシステムである。 NRI のシステムを導入している運用会社は、このシステムが対応していない運用や機能には踏み込みにくい状況であり、システム寡占の打開が極めて重要であると考えられる。」(2023 年 4 月 28 日付財経新聞「政府から出された資産運用会社への改善指示 その内容は?」～ https://www.zaikei.co.jp/article/20230428/719535.html)と報じている。

「公販ネットワーク(公開販売ネットワーク)」は大手証券系システムベンダー会社 3 社により運営されている。 野村総合研究所/NRI(野村ホールディングスが筆頭株主)が投信窓販(支援)システム「BESTWAY」や投信計理システム「T-STAR」(後述)と連携する「FundWeb Transfer」(https://www.nri.com/jp/service/solution/fis/fundweb)、日興システムソリューションズ/NKSOL(元・日興システムセンター、SMBC 日興証券が 100%株主)が投信窓販(支援)システム「Best Partner」と連携する「BP-NET」(https://www.nksol.co.jp/service/financial.html)、大和総研/DIR(大和証券グループが 100%株主)が投信窓販(支援)システム「SONAR」や投信計理システム「FAIMS」(後述)と連携する「WeBX/WEBEXCHANGE」(https://www.dir.co.jp/business/system/asset/webx.html)を提供している。 2019 年 2 月 7 日付投資信託協会「公販ネットワークの接続等の改善に関する要望」(https://www.toushin.or.jp/topics/2019/19356)および 2020 年 6 月 3 日付日本取引所グループ「証券ポストトレード領域における DLT 情報共有基盤の実機検証プロジェクト(プロジェクト名:B-POST) ―検証を行うユースケースについて―」(DLT…Distributed Ledger Technology/分散型台帳技術～ https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0010/20200603-01.html)も参照の事。

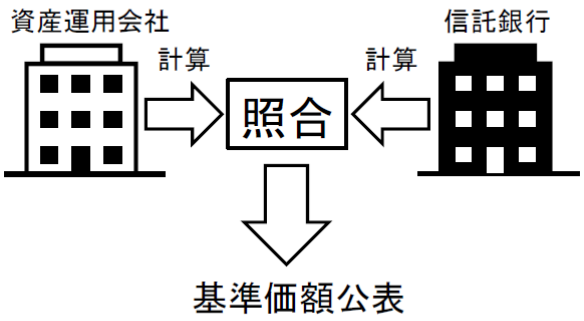
なお、米国では設定・解約において、トランスファー・エージェント/transfer agent(投信会社のインハウスの場合もあるが、投信会社が外部のトランスファー・エージェント～SS&C Technologies 傘下の Boston Financial Data Services 等～にアウトソースする場合もある)と「Fund/SERV®」(銀行や証券会社などユーザーが株主となる米国清算・決済機関 DTCC/Depository Trust&Clearing Corporation が運営する投信会社と販売会社を接続するシステム)が重要な役割を担っている(2023 年 1 月 30 日付日本版 ISA の道 その 373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化で ETF やインターバル・ファンドへ、非上場 REIT 不安で上場 REIT へ？ 欧州では ELTIF 人気、英国では LTAF を個人に解放する案！」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)。

(11) 信託銀行による基準価額一者計算(シングル NAV 化) <2020: ×、2021: ×、2022: ○、2023: ○>

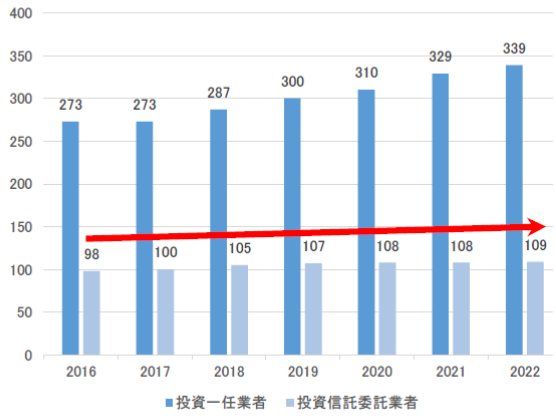
資産運用業高度化プログレスレポート概要版(p.17)には「資産運用会社と信託銀行がそれぞれ投資信託の基準価額を計算し、毎日照合するという独自の慣行(二重計算)があり、資産運用会社による投信計理システムの導入等、資産運用業のコスト高や参入障壁の要因として指摘される。 資産運用会社のリソースの運用機能への特化と業界の新陳代謝の促進に向けて、信託銀行を主体とする一者計算の導入や事務の集約・効率化のための取組みが期待される。」とある。

また、資産運用業高度化プログレスレポート(p.39)には「わが国独自の二重計算の実務では、資産運用会社が自ら投信計理システムや計理人材を調達し、システムのメンテナンスのためにも人員を配置しなければならず、外資系の資産運用会社等からは、わが国における資産運用業のコスト高や参入障壁の要因として指摘されることが多い。国際金融センターの推進に取り組む中、金融庁は、業界に対し、わが国における一者計算の実現に向けた検討を求めてきた。 平成 30 年以降、投資信託協会において各種報告書が取りまとめられ、基準価額の計算責任が資産運用会社にあることの確認や海外の事例調査等が行われ、一部の大手資産運用会社において一者計算のパイロットプロジェクトが実施されたが、未だ、本格的に導入した事例はない。 ファンド運営コストの低減等の観点から、信託銀行による一者計算が望ましいと考えられ、今後、そうした一者計算の取組みが公募投資信託にも拡大することで、わが国の資産運用業においても、運用と計算が分離し、資産運用会社は、より多くのリソースを運用機能の強化に割くことができるようになる。…(略)…。わが国の資産運用業界が活性化すれば、資産管理業も充実かつ高度化し、受託資産の増加などを通じて、信託銀行の収益拡大にも繋がる。 このため、信託銀行各社が連携して、一者計算の実現と普及に向けた一層の取組みを進めることが期待される。 また、公販ネットワークを提供するシステムベンダーにおいても、信託銀行を主体とする一者計算の取組みに協力し、わが国の資産運用業の発展に引き続き貢献することが望まれる。」(下線は当コラム筆者)とある。

【図表29】二重計算イメージ図



【図表30】国内資産運用会社数の推移



(出所)「金融庁の1年」より金融庁作成。

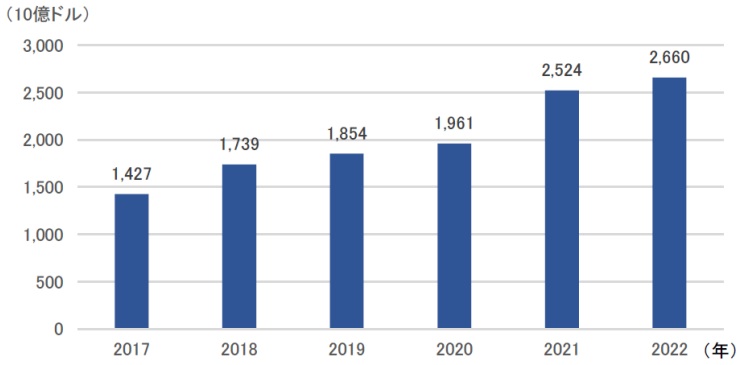
(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023 概要版」p.17)

「投信計理システム」は大手証券系 2 社が代表的である。 野村総合研究所/NRI(野村ホールディングスが筆頭株主)の投信計理システム「T-STAR」(1974 年開始の証券会社向け「STAR」から派生した投信会社向け)、大和総研/DIR(大和証券グループが 100%株主)の投信計理システム「FAIMS」である(その他、エックスネットの「XNET サービス」がある～ https://www.xnet.co.jp/sl/sl3-3.html)。 欧米の状況は資産運用業高度化プログレスレポート(p.39)に「欧米においては、顧客と資産運用会社との間の利益相反や不正防止の観点から、ファンドの計理をカストディアンやアドミニストレーターといった計算の作業責任者に一元化し、資産運用会社が基準価額変動の妥当性を検証する方法(一者計算)が採用され、運用と計算が分離している。 このため、欧米の資産運用会社は、運用機能に特化することができる。」とある。

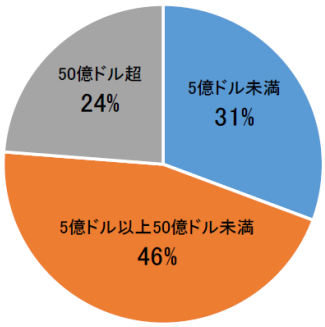
(12) DB(OCIO) <2020: ×、2021: ×、2022: ○、2023: ○>

資産運用業高度化プログレスレポート(p.51)には「今後も国内債券や一般勘定の利回りが年金基金の予定利率を下回る状況が長期化した場合、わが国の DB はオルタナティブ投資を一層拡大していくことになるが、企業は実質的な期待パフォーマンスやリスクについても理解を深める必要がある。…(略)…。資産運用業界が、適切な評価・リスク管理態勢を整備した上で、**国内スタートアップへの投資拡大やオルタナティブ資産を組み入れた投資信託商品の開発に取り組んでいくことも必要になる**だろう。…(略)…。わが国では、多くの企業において、本業と資産運用に親和性がなく、組織内の人事ローテーションで、DB の運用担当に資産運用の経験がある人材を配置することが難しい。 結果、人事部や財務部の出身者等で資産運用の経験のない人材が DB の運用担当者になる。 …(略)…。市場環境が複雑になる中でのリスク管理の高度化や DB の閉鎖に伴う人手不足に対応するため、**米国や英国では、年金基金が、ポートフォリオ選定の判断も含めて資産運用を外部機関に委託する、OCIO(アウトソース CIO)の活用が普及・拡大している。**」(下線は当コラム筆者)とある。

【図 2-10】 世界の年金市場での OCIO 受託資産額の推移[82]



【図 2-11】 海外の OCIO を利用する年金基金の規模[83]



(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」p.53)

*82…Pension and Investments の各年3月末データを基に金融庁作成。 83…Mercer, "2021 Outsourced Chief Investment Officer Survey"のデータを基に金融庁作成

前述(7) 非上場株と同様、**新しい資本主義の「個人金融資産及び GPIF 等の長期運用資金のベンチャー投資への循環」に沿うもの**(2023 年 1 月 30 日付日本版 ISA の道 その 373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化で ETF やインターバル・ファンドへ、非上場 REIT 不安で上場 REIT へ? 欧州では ELTIF 人気、英国では LTAF を個人に解放する案!」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)。

年金や投信のスタートアップの株式を含む非上場株式の組入れはグローバルなトレンドでもある。 米国では(英国でも)スタートアップを支援すると共に個人資産を増加させる為、政府中心に年金や投信で投資させようとする動きもある(2021 年 8 月 30 日付日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC・PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210830_2.pdf 、2021 年 12 月 27 日付日本版 ISA の道 その 348「プライベートはオープンよりクローズ?」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf 。2023 年 1 月 30 日付日本版 ISA の道 その 373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化で ETF やインターバル・ファンドへ、非上場 REIT 不安で上場 REIT へ? 欧州では ELTIF 人気、英国では LTAF を個人に解放する案!」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230130_3.pdf 、2023 年 3 月 13 日付日本版 ISA の道 その 376「欧州長期投資ファンドから考える日本版 ELTIF の道~スタートアップ株式を含む非上場株式組入れ投信『エルティフ』の大幅改善案"ELTIF 2.0"を欧州投資信託協会と欧州委員会が進め欧州議会が可決!~」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230313_2.pdf)。 **英国で FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構等が幅広い個人投資家のアクセスを検討している「LTAF/Long Term Asset Fund/長期資産ファンド」はそもそも年金基金向け**である(2023 年 1 月 30 日付日本版 ISA の道 その 373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化で ETF やインターバル・ファンドへ、非上場 REIT 不安で上場 REIT へ? 欧州では ELTIF 人気、英国では LTAF を個人に解放する案!」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)。

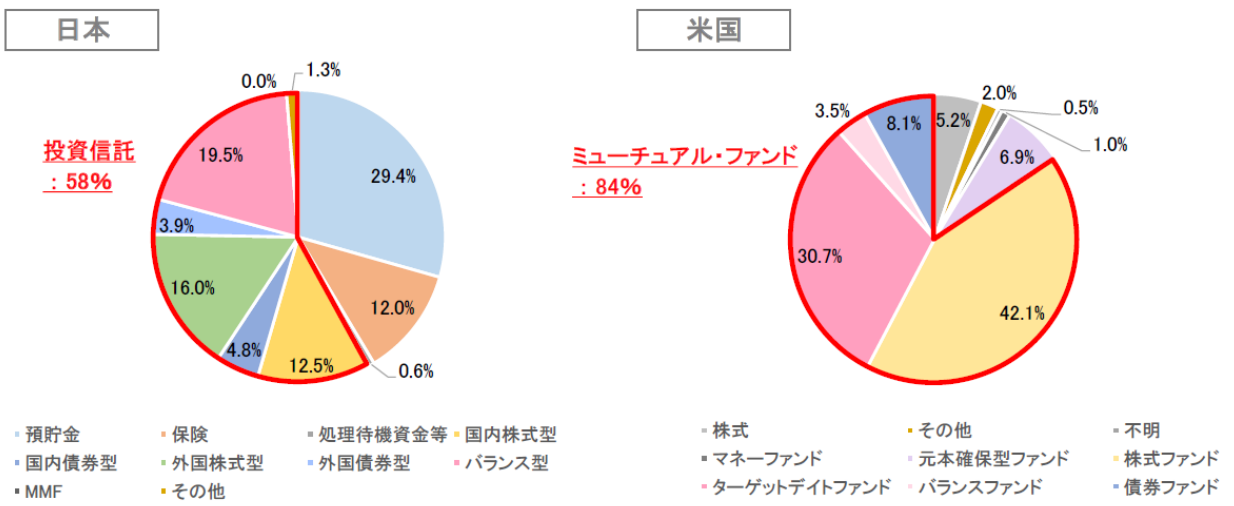
なお、アウトソース CIO/外部 CIO/ Outsourced-CIO/Outsourced Chief Investment Office(r)/OCIO については 2021 年 6 月 28 日付日本版 ISA の道 その 336「インハウス CIO とアウトソース CIO(OCIO)金融庁がプログレスレポートで言及、文部科学省が大学ファンドで期待」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210628_2.pdf)を参照の事。

(13) DC(デフォルト、教育) <2020: ×、2021: ×、2022: ○、2023: ○>

資産運用業高度化プログレスレポート概要版(p.20)には「わが国の企業型 DC 加入者の運用商品に占める投資信託の割合(残高ベース)は、2010 年 3 月末には 40%弱だったが、2022 年 3 月末には 58%に上昇。 また、株式を含む投資信託の割合は 48%の水準。 一方、米国 401(k)プランのミューチュアル・ファンドの割合は 84%であり、株式を含むミューチュアル・ファンドの割合は 76%と高い。 わが国の DC 加入者は、制度上の税優遇のメリットや資産形成の機会を更に活用する余地がある。」とある。

また、資産運用業高度化プログレスレポート(p.64)には「加入者があらかじめ運用方法を指定しない場合に自動で選択される『指定運用方法』については、特定の運営管理機関において、企業が元本確保型商品を設定している割合が高い。 一方、米国においては、2007 年の労働省規則で、401(k)プラン加入者の運用指図がなかった場合の『デフォルト・オプション』を、ターゲット・デート・ファンド、バランスファンド、投資顧問による運用商品の 3 種類に限定しており、MMF や保険会社の元本確保型商品については、『加入者が退職時に十分な資産を形成できないおそれがある』として、除外している。…(略)…。わが国においても、2018 年に指定運用方法の制度が任意で導入されたものの、企業による指定運用方法が未設定であることによる運用未指図状態が継続し、2022 年 3 月末時点で加入者全体の 0.7%、約 179 億円の DC の資金が現金保有となっている。 今後の物価上昇のリスクも考慮し、**全ての加入者が資産形成に向けて企業型 DC の制度を有効活用できるよう、企業による指定運用方法の設定を義務化し、企業が加入者の資産形成に資する指定運用方法の設定を検討することが望ましい。 また、金融リテラシーの欠如等から、企業型 DC では、20 代の加入者であっても、資産残高の 38.5%を預貯金・保険の元本確保型商品で保有しており、継続的な投資教育が必要である。**」(下線は当コラム筆者)とある。

【図表35】日本の企業型確定拠出年金の運用商品構成の比較(残高ベース)



(出所) 日本については、運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料(2022年3月末)」のデータを基に金融庁作成。米国については、EBRI/ICI,"401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2019"のデータを基に金融庁作成。

(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023 概要版」p.20)

資産所得倍増プランで個人型確定拠出年金(iDeCo/イデコ)関連は 65 歳未満としている加入可能年齢を 70 歳未満へ引き上げる事、拠出限度額や受給開始年齢の上限を引き上げる事が検討されている(2023 年 4 月 12 日から厚生労働省の社会保障審議会で始まっている～ https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_32579.html)。 だが、**企業型 DC 加入可能年齢は既に 70 歳未満であり(2022 年 5 月 1 日に 65 歳未満から引き上げ)、iDeCo が範とする米国の(伝統的/トラディッショナル)IRA/Individual Retirement Accounts/個人退職勘定は英国と同様に拠出可能年齢に制限が無く(米国は 72 歳以降 RMD/Required Minimum Distribution/最低引出義務(強制引き出しがあり、英国は 75 歳以上拠出が非課税でなくなる)、オーストラリア(のスーパーアニュエーション)は 75 歳未満だ**(2022 年 6 月 13 日付日本版 ISA の道 その 358「資産所得倍増プランに『iDeCo の改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備』！ 米国など年金資産倍増国を参考に」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220613_2.pdf)。

2023年4月30日現在

日米英加豪の私的年金制度および非課税貯蓄・投資制度(米国529プランや英国ジュニアISAなど教育資金関連制度は除く)

*私的年金制度の確定給付/DBは除く。 理解を優先すべく主な制度を抜粋し一定条件の下で作成している。 同じ制度でも個々で大きな差が出る為、正確な所は各国の財務省及び税務当局等の資料を参照の事。

	日本			米国			英国			カナダ			オーストラリア		
	私的年金制度		非課税貯蓄・投資制度	私的年金制度			私的年金制度		非課税貯蓄・投資制度	私的年金制度		非課税貯蓄・投資制度	私的年金制度		
	企業型DC ※1	個人型DC/iDeCo ※1	一般NISA ※1	企業型DC/401k等 ※2	IRA (伝統的/トラディショナルIRA)※2	ロスIRA ※2	NEST等 ※3	ステークホルダー年金 ※3	ISA ※3	RPP ※4	RRSP ※4	TFSA ※4	スーパーアニュエーション ※5		RSA ※5
主な拠出	企業	個人	個人	企業	個人	個人	企業	個人	個人	企業	個人	個人	企業 ※5	個人 ※5	企業 ※5
拠出可能年齢等	70歳未満	65歳未満 (20歳以上)	20歳以上	年齢制限なし退職まで (21歳以上、RMDあり) ※2	年齢制限なし (所得制限あり、RMDあり) ※2		年齢制限なし (所得制限あり、75歳以上は拠出が非課税でなくなる) ※3		18歳以上	71歳以下 (18歳以上)		18歳以上	75歳未満 (18歳以上) ※5		18歳以上 ※5
同上見込み	資産所得倍増プランにより ※1	70歳未満へ ※1													
強制か任意か	任意	任意	任意	半強制※2	任意	任意	半強制※3	任意※3	任意	任意※4	任意	任意	強制	任意	任意
導入年/実質開始年	2001年	2016年	2014年	1981年	1974年	1997年	2012年	2001年	1999年	1887年	1957年	2009年	1993年		1997年
年間投資枠 *年齢で分かれていれば若い年齢の方の額。 現地通貨	660,000	816,000	1,200,000	20,500	6,000		40,000		20,000	26,500		6,000	給与の10%(2025年まで毎年0.5ポイントずつ引き上げ)※5	27,500	
年間投資枠 円	660,000	816,000	1,200,000	2,794,150	817,800		6,844,240		3,422,120	2,665,450		603,498		2,479,785	
年間投資枠 円 2024年1月から	資産所得倍増プランにより ※1		3,600,000												
課税方式	Eet	Eet	TEE	EET	EET	TEE	EET	EET	TEE	EET	EEt	TEE	ttE	TtE	ttE
課税方式 拠出時	非課税/Exempt	非課税/Exempt	課税/Taxed	非課税/Exempt	非課税/Exempt	課税/Taxed	非課税/Exempt	非課税/Exempt	課税/Taxed	非課税/Exempt	非課税/Exempt	課税/Taxed	軽減税率(15%) ※5	課税/Taxed ※5	軽減税率(15%) ※5
課税方式 運用時	現状非課税/Exempt ※1	現状非課税/Exempt ※1	非課税/Exempt	非課税/Exempt	非課税/Exempt	非課税/Exempt	非課税/Exempt	非課税/Exempt	非課税/Exempt	非課税/Exempt	非課税/Exempt	非課税/Exempt	軽減税率(15%) ※5	軽減税率(15%) ※5	軽減税率(15%) ※5
課税方式 給付時(目標年齢以上)	一部課税/Taxed ※1	一部課税/Taxed ※1	非課税/Exempt	課税/Taxed	課税/Taxed	非課税/Exempt	課税/Taxed 25%まで非課税で引出し可。	課税/Taxed 25%まで非課税で引出し可。	非課税/Exempt	課税/Taxed	一部課税/Taxed ※4	非課税/Exempt	非課税/Exempt	非課税/Exempt	非課税/Exempt

※1: 日本の企業型DC及びiDeCo…企業型DCの最大年間拠出限度額は他に企業年金無しの場合、66万円/月5.5万円。 これは事業主掛金との合計額で、加入者掛金は事業主掛金と同額以下。 つまり事業主掛金が33万円なら加入者掛金は33万円も可能で限度となるが、事業主掛金が22万円なら加入者掛金は22万円までで、44万円となる。 iDeCoの最大年間拠出限度額は自営業業者等は国民年金基金と合算で年81.6万円/月6.8万円、サラリーマンは年27.6万円/月2.3万円(他に企業年金等無しもしくは年24万円/月2万円(他に企業型DCあり)もしくは年14.4万円/月1.2万円(他に企業型DBあり)、サラリーマンの妻等は年27.6万円/月2.3万円。年金払いの場合、雑所得として課税。 所得の計算上、公的年金等控除を適用。 一時金払いの場合、退職所得又は一時所得として課税。 特別法人税は1999年度に最初の凍結措置が導入されてから、凍結中。 加入可能年齢は企業型DCが2022年5月1日に65歳未満→70歳未満の引き上げ、iDeCoが2022年5月1日に60歳未満→65歳未満の引き上げ(https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/2020kaisei.html#20220501)→70歳未満の引き上げ見込み(2022年12月16日決定2023年度/令和5年度税制改正大綱～https://www.jimin.jp/news/information/204848.html)。 2019年9月17日付日本版ISAの道 その280「老後の資産形成を支援する税制改正に向け政府税調が海外調査報告、中期税制答申!～日米英加豪の主な私的年金制度及び非課税貯蓄・投資制度～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190917.pdf)。 NISAは2024年1月から年間投資枠が360万円。 2022年12月19日付日本版ISAの道 その370「税制改正大綱でNISAの抜本的拡充・恒久化！(NISAは未成年が対象外、教育資金一括贈与非課税は3年延長)～NISA向けファンド&つみたてNISA適格投信のフロー～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_221219_2.pdf)。

※2: 米国の企業型DC/401k等(403b、457の多く)…最大年間拠出額は2022年において50歳未満は20,500米ﾄﾞﾙ、50歳以上は27,000米ﾄﾞﾙ(50歳以上はキャッチアップ拠出/Catch-Up Contributionsとして6,500米ﾄﾞﾙが加わる)。 従業員TEE型のロス401kもある。 半強制/自動化は雇用主は従業員が加入の意思表示をしない場合に401kに自動加入させて、従業員は意思決定をせずとも良く、その場合、デフォルト・プロダクツであるターゲット・デート・ファンドとなる(年金保護法/Pension Protection Act 2006)。 米国の伝統的/トラディッショナルIRA…最大年間拠出額は2022年において50歳未満は6,000米ﾄﾞﾙ、50歳以上は7,000米ﾄﾞﾙ(50歳以上はキャッチアップ拠出/Catch-Up Contributionsとして1,000米ﾄﾞﾙが加わる)。

2019年12月20日成立の米国年金改革法「SECURE Act of 2019」(SECURE…Setting Every Community Up for Retirement Enhancement)で拠出年齢上限70.5歳が2020年1月1日から廃止、(トラディッショナルIRAと401(k)のRMD/Required Minimum Distribution/最低引出義務(強制引き出し)の年齢が70.5歳から72歳に上がり(2020年2月25日付日本版ISAの道 その298「米国の年金改革法「SECURE Act」」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200225.pdf)、2022年12月29日成立の米国年金改革法「SECURE Act 2.0」で(トラディッショナルIRAと401(k)のRMDの年齢が2023年1月1日から72歳に上がり、2033年1月1日から75歳に上がった。 72歳以降働く従業員は、RMDの引き出しを遅らせる事が出来るほか、RMDの引き出しをしながら拠出をし続ける事も出来る(場合がある)。

ロスIRAは2013年6月10日付日本版ISAの道_その15「日本版ISAと日本版401kと日本版IRAの使い分け～英国ISAと米国IRA(トラディッショナルIRAとロスIRA)の融合～」(https://www.am.mufg.jp/text/130610.pdf)。

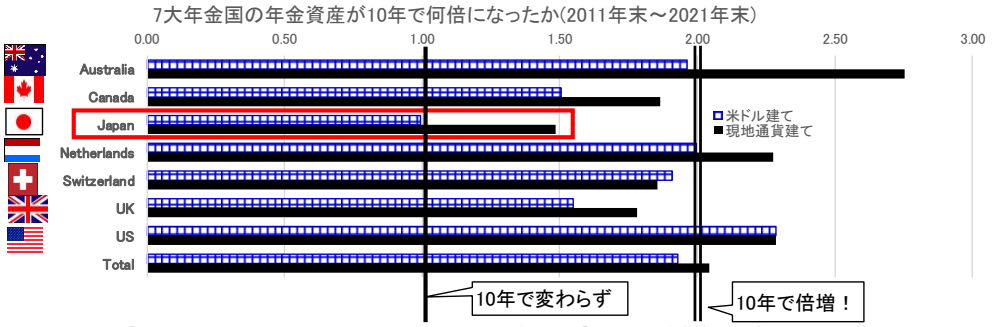
※3: 英国のNEST/National Employment Savings Trust/国家雇用貯蓄信託等の私的年金…NESTは自前で年金プランを提供出来ない企業向けで、22歳以上、公的年金受給開始年齢(男65歳、女60歳)未満が対象となる。 「半強制/自動化」と言うのは、雇用主は年金制度が義務(自営業者は任意)で、従業員は自動加入させられるが、従業員は任意で脱退/オプト・アウト/opt out可能となっていると言う事(年金法/Pension Act 2008、2014年のオプト・アウト率約8%)。 また、従業員は意思決定をせずとも良く、その場合、デフォルト・プロダクツであるリタイアメント・デート・ファンド/Retirement Date Fundsとなるのだ。 デフォルト・プロダクツ以外(5種類)については「Higher Risk Fund」や「Lower Growth Fund」などネガティブ・イメージを出して(その他はEthical FundやShariaFund、Pre-retirementFundと言う特定層向けで)デフォルト・プロダクツに誘導される(2014年のデフォルト・プロダクツ選択率約99%)。 「給与の8%」には雇用主の3%(2018年10月～)を含む(個人が5%だが、1%は税還付により政府負担)。 英国のステークホルダー年金/Stake Holder Pension schemesは任意だが、職域年金を実施していない5人以上の雇用主は義務となる。 年間非課税限度額/Annual allowanceは企業年金(確定拠出型)とステークホルダー年金等の私的年金制度全体で2014年度から年 40,000 ポンド。 生涯非課税限度額/LifeTime Allowance/LTA が1,073,100ポンド。 英国のISA/Individual Savings Account(個人貯蓄口座…預金型ISA、株式型ISA、イノベーティブ・ファイナンスISA及びライフタイムISAの合計で年2万ポンドまで。 加えて、ライフタイムISAのみ、上限4000ポンド。 ライフタイムISAでは、拠出額の25%(年1000ポンドまで、最大3.2万ポンド)の政府ボーナスを非課税で受取り可。 ジュニアISAは株式型と預金型の合計で年9000ポンドまで。

※4: カナダのRPP/Registered Pension Plan/登録年金制度は確定給付/DB型と確定拠出/DC型があり、どちらも雇用主は最低1%の拠出が義務付けられる。 カナダのRRSP/Registered Retirement Savings Plan/登録退職貯蓄制度…収入があれば誰でも加入可(給付時の課税/Taxedは住宅資金/HBPや生涯学習/LLPの為の引出しで一部非課税)。 RPPもRRSPも前年所得の18%または前年のDC拠出の上限額26,500加ドルの低い方が共通の枠として設定される(コントリビューション・ルーム)。 カナダのTFSA/Tax-Free Savings Account/非課税貯蓄口座…カナダのTEE型、最大年間拠出限度額/コントリビューション・ルーム/contribution roomは2022年において6,000加ドル(https://www.canada.ca/en/revenue-agency/services/forms-publications/publications/rc4466/tax-free-savings-account-tfsa-guide-individuals.html#contributions)、繰越は無期限。 預金型、保険型、信託型があり、複数開設可。「カナダでNISAと同等のTFSAは年間6000カナダドル(約60万円)が上限だが、使い切らなかった分は翌年以降に繰り越して投資できる。『非課税の枠を有効活用する施策なので、税収減の議論もクリアしやすく最も現実的な手段』との指摘もあった。」(2022年6月1日付日本経済新聞電子版「NISA普及は2割 税優遇「見劣り」、制度わかりにくさ」～ https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB269110W2A520C2000000/)。

※5: オーストラリアのスーパーアニュエーション/Superannuation…18歳以上75歳未満月収450豪ﾄﾞﾙ以上の従業員(非正規等含む)に雇用主が強制的に拠出(自営業者は任意)。 2021年7月1日から年間賃金の9.5%は10%に引き上げられ、その後も2025年まで毎年0.5ポイントずつ引き上げられ、2025年7月からは12%。 従業員の追加拠出は任意で可能。 所得税最高税率45%の中で強制・任意合わせて年間27,500豪ﾄﾞﾙまで軽減税率(15%～高年収者30%、低年収者非課税)で、27,500豪ﾄﾞﾙ超は所得税(2021年7月1日から/2021-22年度から27,500豪ﾄﾞﾙ～ https://www.ato.gov.au/Rates/Key-superannuation-rates-and-thresholds/?page=3)。 オーストラリアのRSA/Retirement Savings Account/退職貯蓄口座…低コストで元本保証プロダクツ(保険会社や銀行等が提供)。 スーパーアニュエーションと同じ税制。 2019年9月30日付日本版ISAの道 その282「『年金・投信、家計金融資産の国際比較(米英豪中心)』オーストラリアはスーパーアニュエーションで『貯蓄から投資へ』を進め、家計金融資産を増やし、老後資金の不足問題を解決へ!～ターゲット・デート・ファンド vs バランス型ファンド～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190930.pdf)。

(出所: 各国の財務省及び税務当局等の資料より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

「資産所得『倍増』プラン」としては、やはり投資助言の解禁や、あらかじめ定められた指定運用方法(デフォルト商品運用)を原則ターゲット・デート・ファンドやバランス型ファンド等にする事が効果的である。 2021年末までの10年間に日本の年金資産伸び率は0.99倍(米ﾄﾞﾙ建て、現地通貨/円建ては1.49倍)。となる中、米国の年金資産伸び率は2.29倍(米ﾄﾞﾙ建て)やオーストラリアの年金資産伸び率は1.96倍(米ﾄﾞﾙ建て、現地通貨/豪ドル建ては2.75倍)と「倍増」している。 運用方法の「半強制」や「強制」は、年金資産「倍増」を実現している米国やオーストラリア(各々10年米ﾄﾞﾙ建てで2.29倍と1.96倍～後述)で実施されている(2022年4月11日付日本版ISAの道 その354「世界の年金資産が過去最高を更新、DCは5割超へ！」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220411_2.pdf 、2022年6月13日付日本版ISAの道 その358「資産所得倍増プランに『iDeCoの改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備』！ 米国など年金資産倍増国を参考に」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220613_2.pdf)。



(出所: WTW「Global Pension Assets Study」、2022年4月11日付日本版ISAの道 その354「世界の年金資産が過去最高を更新、DCは5割超へ！」)

投資助言の解禁については資産運用業高度化プログレスレポートには無いが、2022 年 12 月 9 日の金融審議会市場制度ワーキング・グループ 顧客本位タスクフォース中間報告で「助言対象を例えばつみたて NISA や iDeCo に絞った投資助言業について、投資家保護の観点に十分配意するとともに、監督のあり方や体制も検討しつつ、登録要件の緩和を検討していくべきである。」の展開が期待されよう(2022 年 12 月 26 日付日本版 ISA の道 その 371「抜本改革される NISA と個人への投資アドバイス体制！ つみたて NISA や iDeCo に絞った「顧客の立場に立ったアドバイザー/アドバイス」とは～英国では ISA に絞った『シンプリファイ・アドバイス(≒ストリームライン・アドバイス)』!!～」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_221226_2.pdf)。

以上、金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート」の課題を見てきた。「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」の最後(p.66)に「このような取組みを通じて、わが国の資産運用業が専門性と透明性を向上し、国民の尊敬と信頼を得て、顧客資産の運用を安心して任される存在となり、顧客資産の持続的拡大を図り、重要産業として発展すること、資産運用業界が、わが国の中長期的な企業価値の向上と資本市場の活性化を図り、家計・個人がその果実を享受できるようになることが業界全体で目指すべき方向性と考える。」とあるが、まさにその方向に向かう事が期待される。

以　　上

三菱 UFJ 国際投信【投信調査コラム】日本版 ISA の道 バックナンバー:
「各年… https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html 」、
「2013 年 2 月 1 日付日本版 ISA の道 その 1 から一気に見る/検索する…
https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html 」。

三菱 UFJ 国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 企画グループ
松尾 健治(kenji-matsuo@am.mufg.jp)、
窪田 真美(mami1-kubota@am.mufg.jp)。

本資料に関してご留意頂きたい事項

○当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
○当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
○当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
○当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
○当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
○投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
○投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
○投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
○投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
○クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご留意ください。
○投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。

MUFG
三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会:一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会