

# 資産運用立国とは？

## ブラックロック、バンガード、フィデリティのビジネスと資産倍増 ～金融行政方針に盛り込まれた「資産運用立国の実現」に向けた施策～

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 (mamii-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。

### ●資産運用立国とは？

「資産運用立国」とは2023年4月26日に岸田文雄首相が「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(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。」と発言した際の言葉だ(強調下線は当コラム筆者、2023年4月26日付第5回経済財政諮問会議～

<https://www.kantei.go.jp/jp/101/kishida/kenkou/202304/26/eizai.html>、2023年7月24日付日本版ISAの道 その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革！」～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_230724\\_3.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230724_3.pdf) )o



## 資産運用立国

### Asset Management Nation

(金融庁: [https://www.fsa.go.jp/international/financialcenter/jp/japanwreka/index\\_en.html](https://www.fsa.go.jp/international/financialcenter/jp/japanwreka/index_en.html))

### CMI(Capital Mobilization Initiative)、ABC(Asset Building Capacity) Plan

(新しい資本主義実現会議・渋澤健委員の私案: <https://www.niss-zo.jp/jp/selsaku/atarashii-sibansyugi/katei/ds011/gijisai.html>)

2023年6月16日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針 2023 加速する新しい資本主義」(いわゆる「骨太方針」)で「**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』を実現する。**そのため、家計の貸金所得とともに、金融資産所得を拡大することが重要であり、**iDeCoの拠出限度額及び受給開始年齢の上限引上げについて2024年中に結論を得る**とともに、NISAの抜本的な拡充・恒久化、金融経済教育推進機構の設立、顧客本位の業務運営の推進等、『**資産所得倍増プラン**』を実行する。加えて、資産運用会社やアセットオーナーのガバナンス改善・体制強化、資産運用力の向上及び運用対象の多様化に向けた環境整備等を通じた**資産運用業等の抜本的な改革に関する政策プランを年内に策定する。**…(略)…『**資産運用立国**』の**実現を目指し、資産運用業等の抜本的な改革の一環として、日本独自のビジネス慣行・参入障壁の是正や、新規参入に係る支援の拡充等を通じた競争の促進に取り組む。**」とあるものである(強調下線は当コラム筆者、内閣府「経済財政運営と改革の基本方針 2023」

～ <https://www.fsa.go.jp/keizai-shimon/katei/cabinet/honobun/2023/decision0616.html>、2023年7月24日付日本版ISAの道 その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革！」～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_230724\\_3.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230724_3.pdf) )o

2023年12月までに、**日本政府(特に金融庁)は「資産運用立国」を実現する為の「資産運用業等の抜本的な改革」に関する政策プランを策定する**(強調下線は当コラム筆者、2023年7月24日付日本版ISAの道 その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革！」～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_230724\\_3.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230724_3.pdf) )o  
「『**実現性のある対策**を持ってきてくれ』。岸田文雄政権が目指す**資産運用立国の実現に向けて、金融庁幹部は運用会社や年金基金、証券会社などに連日のように呼びかけてアイデアを募っている。**栗田照久長官は『**年内にプログラムを作る**』と語る。」とも報じられている(強調下線は当コラム筆者、2023年8月21日付日本経済新聞「資産運用立国に挑む(1)2000兆円の機会損失『ふやす文化』成長の起点に」

～ <https://www.asbkei.com/article/70KKZ073747860R20C23ASMN009/> )o



## ●金融行政方針に盛り込まれた「資産運用立国の実現」に向けた施策

2023年8月29日に金融庁が「2023事務年度(2023年7月～2024年6月)金融行政方針」を公表した。

昨年(2022年8月31日)で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った税制改正要望と金融行政方針」(https://www.am.mof.go.jp/press/1/20220829/20220829.html)を踏まえ、前年2022事務年度に引き続き資産所得倍増プラン、スタートアップ、顧客本位の業務運営が盛り込まれたほか、新たに「**資産運用立国の実現に向けた施策が盛り込まれた**」。「**資産運用立国の実現と資産所得倍増プランの推進**」として、「『**成長と資産所得の好循環**』を実現するため、資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化など、資産運用立国の実現に向けた取組を推進するとともに、国内外への積極的な情報発信を行う。あわせて、新しいNISA制度の普及・活用促進、金融経済教育の充実等を柱とする資産所得倍増プラン(2022年11月公表)を推進する。」(本文p.5)とある。「**資産運用立国に向けた取組の推進**」には下記の様に出ている。

(強調下線は当コラム筆者、2023年7月24日付日本版ISAの道その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革！中国でも資産運用改革(公募ファンド運用業全面的改革法) 米国では投信改革の前にMMFの抜本的改革」(https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/230724\_3.pdf)、2023年8月21日付日本版ISAの道その385「資産運用業 変革への道のり～レベニューシェアリング(セミバンドリンク)で米国の様な資産運用立国へ？ 欧州では誘因報酬として話題！～」(https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/\_jcs/16/afidfile/2023/08/21/oshirase\_230821\_3.pdf)を参照)

### ① 資産運用会社等の資産運用力の向上及びガバナンス改善・体制強化

資産運用会社やアセットオーナーに対して、専門性の向上や運用人材の確保を含め、運用力の向上に必要な取組を促すとともに、それを後押しするための環境整備を行っていく。また、顧客の最善の利益を考えた運営が確保されるよう、ステークホルダーへの開示のあり方を含め、ガバナンスの向上を後押しするための環境整備を行っていく。その際、金融グループに属する資産運用会社に関しては、グループ内での経営戦略上の位置づけや経営陣の選定、運用人材育成の状況についても注視する。



### ② スチュワードシップ活動の実質化

「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」(2023年4月公表)を踏まえ、資産運用会社やアセットオーナーに対して、スチュワードシップ責任に関する活動の実質化に向けた取組を促すとともに、企業と投資家の実効的な対話の促進に向けた大量保有報告制度の見直しなど、必要な環境整備を行っていく。大量保有報告制度の見直し等については、2023年中に結論を得て、関連法案の早期の国会提出を目指す。

### ③ 新規参入の支援拡充等を通じた競争の促進

資産運用に係る我が国独自のビジネス慣行など、**国内外の資産運用会社の参入障壁となっている可能性**がある点について把握し、**改善に向けた取組を促す**。また、「拠点開設サポートオフィス」の機能や体制の強化を行うなど、地方公共団体等とも連携しつつ、新規参入の支援拡充を通じた競争の促進を図る。

### ④ 運用対象の多様化

厚みのある我が国資本市場を構築するとともに、資産運用会社やアセットオーナーにおける運用力の向上にも資するよう、スタートアップ投資等のオルタナティブ投資やサステナブル投資の活性化を含め、運用対象の多様化を推進するために必要な環境整備を行っていく。

### ⑤ 国際金融センターの実現に向けた情報発信等の強化・環境整備

海外金融機関等との接点やコミュニケーションをより増加させ、**我が国への進出に向けたニーズや課題等を把握するとともに、我が国の市場の魅力、政府の支援策等に関するきめ細かな情報の発信を行う。具体的には、集中的に海外金融事業者を我が国に招致する「JapanWeeks」の開催に加え、そうした機会等も活用して、海外主要メディアへの広報チャンネルの拡大、海外当局への発信等を実施する**。また、「国際金融ハブ」に向けた税制上の諸課題について把握し、必要な見直しに向けた対応を行う。

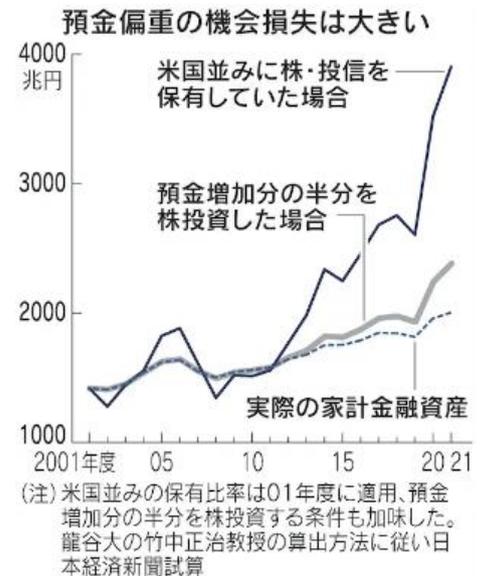


# ●資産運用立国に挑む～DCの助言・指定運用、プロダクトガバナンス～

2023年8月8日-15日の週刊金融財政事情に9人の意見があったが(2023年8月21日付日本版ISAの道その355「資産運用業 変革への道のり」レベニューシェアリング(セミバンドリング)で米国の様な資産運用立国へ? 欧州では誘因報酬として話題! ~) [http://www.ammf.jp/b/asset/investigate/\\_jsoFiles/afidfile/2023/08/21/oshirase\\_230821\\_3.pdf](http://www.ammf.jp/b/asset/investigate/_jsoFiles/afidfile/2023/08/21/oshirase_230821_3.pdf) )、2023年8月21日-26日の日本経済新聞「資産運用立国に挑む」に10人以上の意見があった( <http://www.nikkei.com/home/?dr=23082100> )。下記にごく一部を引用する。

## 1. 資産運用立国に挑む(1)「機会損失 2000兆円、運用立国に挑む『ふやす文化』推進」

「01年度の株・投信の保有比率が米国並みだった想定にすると3990兆円に膨らむ。2000兆円近い機会損失だったことになる。運用立国の狙いは個人の所得増にとどまらない。リスクマネーを増やし経済の成長力を取り戻すことがある。…(略)…。米国も1980年前後まで株・投信の家計金融資産に占める比率は約15%と現在の日本並みだった。年金制度改革などが中流階級を預金者から投資家にし、現在の比率は約5割になった。投資マネーが企業を伸ばし、株高や配当が家計を潤す好循環を築いた。直接金融にシフトした米国の投信残高は、銀行融資の源泉となる預金の1.8倍の約30兆円と巨大だ。」とある(強調下線は当コラム筆者、2023年



8月21日付日本経済新聞「資産運用立国に挑む(1)2000兆円の機会損失『ふやす文化』成長の起点に」

<http://www.nikkei.com/article/DGCKZ0173T47490920021AS000000/> )

米国における投信の家計金融資産に占める比率は54.7%で、投信を保有する家計の投信資産中央値は125,000円/約1,640万円(2023年5月23日付米国投資信託協会/Investment Company Institute/ICI/ICI Fact Book)～

<http://www.ici.org/system/files/2023-05/2023-factbook.pdf> )。日本の投信が米国の投信に規模で大きな遅れをとった要因に確定拠出年金/DCによる投信保有の伸び悩み、自国株価の値上がり・値下がりがある(2016年4月25日付日本版ISAの道その139「DC改正法案参院可決!～個人型DCの日本版IRA化と企業型DCの

日本版SIMPLEIRA創設DCでの投信保有増で投信残高底上げと株高に寄与を期待!!」～ [http://www.ammf.jp/text/oshirase\\_100125.pdf](http://www.ammf.jp/text/oshirase_100125.pdf) )。対策は先述 p.2 の通り企業型DC/企業型確定拠出年金の改革、投資助言の解禁、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考えられる(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」～ [http://www.ammf.jp/text/oshirase\\_230613\\_2.pdf](http://www.ammf.jp/text/oshirase_230613_2.pdf) )

先述 p.3 の金融庁「金融行政方針」は資産運用会社のみならず、年金等アセットオーナーに対しても運用力の向上(スタートアップ投資等のオルタナティブ投資など運用対象の多様化など)、顧客の最善の利益(顧客にとって元本確保型が最善かどうか)を求めている(米国では元本確保型商品について「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」としている、2023年4月21日付金融庁「資産運用業高度化プロセスレポート2023」～

[http://www.fsa.go.jp/naara/ri/keno/20230421/20230421\\_1.pdf](http://www.fsa.go.jp/naara/ri/keno/20230421/20230421_1.pdf) )。DCの助言・指定運用は資産運用立国実現の大きな鍵となるかもしれない。

## 2. 資産運用立国に挑む(2)「運用会社、『親』から独り立ちへ 証券主導のゆがみ是正」

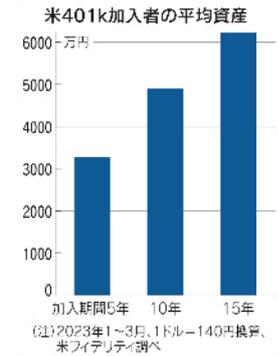
「投信本数は約1万4000本と米国(約1万本)より多い一方、1本あたりの運用残高は約200億円と、米国の5%にすぎない。個人の長期運用を助けながら成長したファンドが少ない証だ。外国株の運用能力も低い。企業を選別する目利き力を問われるアクティブ型の投信では自前運用は1割どまり。9割を海外に委託している。自ら世界中の株を調査する海外競合の背中はずいぶん遠い。金融庁幹部は運用改革のゴールを『メジャーリーグを日本につくること』と定める。国内外の優秀な運用会社や人材が日本に集まって、競い合いながら国民に提供するサービスの水準を高める姿を描く。今のままでは日系運用会社は『2軍』ばかりで日本の運用力を高める主体になれない。」とある(強調下線は当コラム筆者、2023年8月22日付日本経済新聞「資産運用立国に挑む(2)「運用会社、『親』から独り立ちへ 証券主導のゆがみ是正」～ <http://www.nikkei.com/article/DGZQ00B14518A1317C000000/> )

日本の公募投信(除くETF)は 5,553 本と米ミューチュアルファンド(除くインスティテューショナルクラス)12,962 シェアクラスより少ない(後述※2)。**米国でも投資家需要に沿った新規設定をしており、それで残高も増やしている。投資家の関心を惹かないファンドの合併および清算が無ければ米国でも本数はもっと多くなる**(後述※2、2023年5月23日付 Investment Company Institute/ICI/ICI

Fact Book]~ <https://www.ici.org/system/files/2023-05/2023-factbook.pdf>)。 **米国でブラックロックやフィデリティの投信本数がバンガードよりかなり多い事など(後述 p.10)、投信本数にこだわり過ぎると投資家需要を満たす事が出来ず資産(所得)倍増どころでなくなる可能性がある。**米国のほとんどを占める会社(投資法人)型の場合、要件を満たせば合併および清算に投資家の承認は不要だが(日本は後述※2)、**日本に多い契約型のメリットと言える安定分配が難しくなる事も覚えておきたい(後述※2)。**

### 3. 資産運用立国に挑む(3)「市場の『クジラ』GPIF、プロには遠い安全運転」

「年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)。運用資産が約 220 兆円と世界最大規模で、存在感の大きさから『クジラ』とも呼ばれる。投資資金の大半は指数に連動した『パッシブ運用』に投じる。…(略)…**日本の新興運用者の発掘には注力していない。**『国民の年金を増やすことが GPIF に課せられた使命。運用会社を育成する目的の投資はできない』。宮園雅敬理事長はこう釈明する。ただ、**新興マネージャーが生む高いリターンを逃しているのも確かだ。**GPIF は運用会社の投資や人材育成に必要な資金を供給していないとの批判は根強い。22 年度の手数料率は全体で 0.02%と、ノルウェー銀行や米最大の公的年金のカリフォルニア州職員退職年金基金(カルパース)の 10 分の 1 以下だ。」とある(強調下線は当コラム筆者、2023年8月23日付日本経済新聞「資産運用立国に挑む(3)「市場の『クジラ』GPIF、プロには遠い安全運転」~ <https://www.nikkei.com/article/DGCKZ00K8170LW9X14C214700006/>)。)

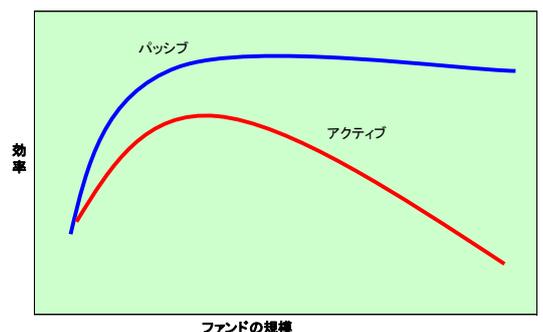


日本の新興運用者については、2023年8月8日-15日の週刊金融財政事情で木原誠二内閣官房副長官が「**海外の新規参入だけを推し進めようとしているわけではない。例えば、『国内の資産運用スタートアップ』も誕生してほしい。…(略)…。欧米では資産運用スタートアップも数多く誕生している。…(略)…。日本で資産運用スタートアップが誕生しにくい理由をしっかりと見定め、必要に応じて支援策を講じていきたい。**」(2023年8月21日付日本版ISAの道その385「資産

運用業 変革への道のり~レベニュー・シェアリング(セミバンドリング)で米国の様な資産運用立国へ? 欧州では誘因報酬として話題! ~」~ [https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/ici/files/afidfile/2023/08/21/oshirase\\_230821\\_3.pdf](https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/ici/files/afidfile/2023/08/21/oshirase_230821_3.pdf))**と言う発言はしている。だが、これは「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」にある通り、運用と計算の分離(一者計算)で新興運用者に運用特化してもらふ事などが有効と思われる**(2023年5月8日付日本版ISAの道その379「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)~」~ [https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase\\_230508\\_3.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_230508_3.pdf))。)

「**金融庁関係者の説明によると、例えば、アクティブ運用の推進も大きな眼目**のようだ。庁内ではかつて、FD 推進には手数料の引き下げが重要であるかのような意見が幅を利かせた。結果的にインデックス運用の投信が歓迎された面がある。本来は、運用内容に見合った手数料であれば、問題ないのに。」(強調下線は当コラム筆者、2023年8月14日付ファンド情報「走り出した金融庁新体制 FD 問題続出で右往左往『資産運用立国』虎視眈々」~ <https://www.z-sen.jp/genesis/products/fund/bookNumber.html?htmlContentId=51787>)**とも言われる。**

ただ「**新興マネージャーが生む高いリターン**」があっても、**運用する資産規模が大きなものほど投資リターンが低下する傾向**にある事が多くの実証研究により明らかだ。GPIF 自身が「各資産におけるファンド規模と超過収益獲得の関係についての調査研究」をラッセル・インベストメントに委託調査させた事もある(<https://www.gpif.go.jp/operation/committee/pdf/kunrei02inkai1213.pdf>)。米国のフィデリティ・インベストメント/Fidelity Investments も資産運用を拡大するにつれて、旗艦ファンド「マゼラン・ファンド/Magellan Fund」で苦しい局面があった(後述 p.14)。国民レベルの資産(所得)倍増、資産運用立国の実現には、資産規模を考慮する事が非常に重要となる。



(出所: 金融財政事情研究会「アセットマネジメント-ビジネス近未来」より)

#### 4. 資産運用立国に挑む(4)「気がつけば資産家 米、DC 自動加入で『資産 6200 万円』」

「米国の企業型 DC である 401k に 15 年継続加入した人の平均資産は 44 万 6000 ドル弱(6200 万円強)と巨額だ。…(略)…。401k 導入企業の多くが全員を自動加入させ、給与に対する積立比率を一定期間ごとに自動的に高める仕組みを採用。…(略)…。米国は標準商品で資産が増えにくい元本確保型を原則認めず、401k の資産では全体の 1 割に過ぎない。…(略)…。嫌なら脱退は可能な英国以上に強制力があるのがオーストラリアだ。DC 主体の私的年金『スーパーアニュエーション』は現在、18 歳以上全員が強制加入だ。給与の 1 割強の拠出を企業に義務づける。」とある(強調下線は当コラム筆者、2023 年 8 月 24 日付日本経済新聞「気がつけば資産家 米、DC 自動加入で『資産 6200 万円』」～ <https://www.nikkei.com/article/DGZQ0CD18670Y3A710C200000/>)。

DC は先述 p.2 および p.5 の通り企業型 DC/企業型確定拠出年金の改革、投資助言の解禁、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と思われる(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.mufa.jp/text/oshirase/202311\\_2.pdf](https://www.am.mufa.jp/text/oshirase/202311_2.pdf))。

#### 5. 資産運用立国に挑む(5)「投資リスク、進まぬ情報開示 『自己責任』確立欠かせず」

「仕組み債でも損失を被る事例が相次ぎ、米国では対応策として情報開示を徹底した。米証券取引委員会(SBC)は商品本来の価値を重視し、その関連で手数料の開示にこだわった。…(略)…。日本でも米国にならって仕組み債のコスト開示に動き、7 月から業界の販売勧誘のガイドラインを改めた。…(略)…。多くの人の知識は不足する。…(略)…。英国の場合、将来に向けてお金の心配なく生活を送れる『ファイナンシャル・ウェルビーイング』を国家戦略として掲げ、そのための金融教育を進める公的機関を設けている。自己責任を前提とする資産形成と、国民の金融リテラシーの向上。運用立国の実現には地道な取り組みが欠かせない。」とある(強調下線は当コラム筆者、資産運用立国に挑む

(5)「投資リスク、進まぬ情報開示 『自己責任』確立欠かせず」～ <https://www.nikkei.com/article/DGZQ00R23F0702C3A700000/>)。

仕組み債は国際的にはプロダクトガバナンスで規制される。2007 年 7 月に英金融監督当局 FSA/金融サービス機構(2013 年 4 月 1 日に分割して FCA へ)が作成した「Responsibilities of Providers and Distributors for the Fair Treatment of Customers/RPPD」(用語等の違いはあるものの現在のプロダクトガバナンス規制と趣旨は等しい)が初であり(2018 年 1 月に英金融監

督当局 FCA/金融行為規制機構は RPPD を MiFIDII プロダクトガバナンス規制と整合性を取り、「Product Intervention and Product Governance sourcebook/PROD」を作成～ <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PROD.pdf>)、その後、

2013 年 12 月に IOSCO(イオスコ)/証券監督者国際機構(1988 年 11 月に日本の大蔵省/金融庁加盟)が「個人向け仕組みプロダクト規制/Regulation of Retail Structured Products」最終報告書/Final Report(<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPI131.pdf>)で「個人向け仕組みプロダクトについて販売会社だけでなく組成会社に対しても規制」と提言、2017 年 6 月に ESMA/欧州証券市場監督機構が「MiFIDII プロダクトガバナンス規制」ガイドライン(レベル 3)最終版を公表した。<https://www.esma.europa.eu/press-rels/files/press-rel-14->

<https://www.esma.europa.eu/press-rels/files/press-rel-14->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.mufa.jp/text/oshirase/230213\\_2.pdf](https://www.am.mufa.jp/text/oshirase/230213_2.pdf))。

### プロダクトガバナンス



✓英 FSA「RPPD」(2007 年 7 月)

/Responsibilities of Providers and Distributors for the Fair Treatment of Customers



✓IOSCO「個人向け仕組みプロダクト規制」(2013 年 12 月)

/Regulation of Retail Structured Products Final Report



✓ESMA「MiFIDII プロダクトガバナンス規制」(2017 年 6 月)

/MiFID II product governance requirements



✓英 FCA「PROD」(2018 年 1 月)

/Product Intervention and Product Governance sourcebook

日本では「**プロダクトガバナンス(商品統治)はもともと資産運用会社など組成サイドの課題という位置づけ**でした。今回、**あえて販売サイドである証券会社の作業計画でプロダクトガバナンスに言及**することで、**運用会社の独立性確保に向けた今後の施策立案が生み出す摩擦を先回りで回避する狙いを読み取ることもできそうです。**」(強調下線は当コラム筆者、2023年9月4日付 finasee Pro/フィナシープロ「金融行政方針 2023を読む『資産運用立国』具体策は？ 最善利益義務は？」～ <http://media.finasee.jp/articles/12487/article.html>) となっている様である(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」～ [http://www.am.mf.jp/text/ohsira\\_200922.pdf](http://www.am.mf.jp/text/ohsira_200922.pdf))

なお、金融リテラシーについては、「**リスク(標準偏差)を考慮していない無リスクの『リターン(想定利回り、運用利回り)』を複利で計算する事**」などの中身をどうするのか十分検討する事が重要となろう(2023年1月16日付日本版ISAの道 その372「資産所得倍増プラン元年！新NISAの主役は横立!! 複利やシミュレーションの盲点など教育・アドバイスが今一層必要な時～新NISAは2023年3月にも開設予約で2023年10月から開設申請手続き?～」～ [http://www.am.mf.jp/text/ohsira\\_230116\\_3.pdf](http://www.am.mf.jp/text/ohsira_230116_3.pdf))

## ●世界最大の米国資産運用会社ブラックロックがジャパン・ウィークスを主催

2023年12月までに策定される「**資産運用立国を実現する為の資産運用業等の抜本的な改革**」はどうなるのか。先述通り、**資産(所得)倍増、資産運用立国実現には、米国などの様に企業型DCの投資助言解禁や指定運用方法(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極めて効果的と思われる。**その為には、**ブラックロック/BlackRock など米国の資産運用業が使うレベニュー・シェアリングも重要である**(2023年8月21日付日本版ISAの道 その385「資産運用業 変革への道のり～レベニュー・シェアリング(セミパトリング)で米国の様な資産運用立国へ? 欧州では誘因報酬として話題!～」～ [http://www.am.mf.jp/report/investigate/\\_ics/iles/afidfile/2023/08/21/ohsira\\_230821\\_3.pdf](http://www.am.mf.jp/report/investigate/_ics/iles/afidfile/2023/08/21/ohsira_230821_3.pdf))

また、金融行政方針に盛り込まれた「**資産運用立国の実現**」に向けた施策の中にある「**国内外の資産運用会社の参入障壁となっている可能性がある点について把握し、改善に向けた取組を促す。**」および「**我が国への進出に向けたニーズや課題等を把握するとともに、我が国の市場の魅力、政府の支援策等に関するきめ細かな情報の発信を行う。** 具体的には、**集中的に海外金融事業者を我が国に招致する『JapanWeeks』の開催に加え、そうした機会等も活用して、海外主要メディアへの広報チャンネルの拡大、海外当局への発信等を実施する。**」からして日本政府は海外の資産運用会社の参入を強く期待している事がわかる。

9月25日	全国証券大会	日本証券業協会、全国証券取引所協議会、投資信託協会
9月29日	Japan Weeks イベント: アジアにおける国際資産運用センターを目指す政府の提議	一般社団法人国際資産運用センター推進機構、福岡県
9月30日	みんなの金融セミナー	東京都、※TSFW
10月2日	GIX × TCFDサミット	経済産業省
10月2日	Japan Weeks 日経サステナブルセミナー(仮称)	日本経済新聞
10月3-4日	Bloomberg 主催イベント	Bloomberg
10月4-5日	PIF in Person (PIF年次会議)	PIF事務局、※TSFW (メディアパートナー:日本経済新聞)
10月4日	「金融ニッポン」トップセッション	日本経済新聞
10月4日	Japan Weeks 資産運用立国日本フォーラム(仮称)	日本経済新聞
10月4日	証券投資の日トークイベント(仮称)	日本証券業協会、日本取引所グループ、投資信託協会
10月4-5日	グローバル投資家等と政府関係者等によるラウンドテーブルイベント	BlackRock
10月4日	Tokyo Sustainable Finance Forum	東京都、※TSFW

【※】日本証券業協会と主催の日本証券2023・400周年記念国際会議決定  
【脚】集中的に海外金融事業者を我が国に招致する「Japan Week(仮称)」の立ち上げを含む国内外でのプロモーションイベントの開催等、情報発信を効果的に継続的に実施する。(脚)

経済財政諮問会議(2023年4月26日)にあった「**ジャパン・ウィークス/JapanWeeks**」が2023年9月25日～10月6日に開催される(2023年9月6日付金融庁「国際金融センターの実現に向けたJapan Weeksの開催」～ <http://www.fsa.go.jp/policy/financialcenter/japanweeks.html>)。海外の投資家や資産運用会社等を集中的に日本に招致、サステナブルファイナンス、貯蓄から投資への促進、資産運用立国等に関する各種イベントをするものである。注目は最終日にかかる10月5日-6日のBlackRock主催「**グローバル投資家等と政府関係者等によるラウンドテーブルイベント**」であろう。岸田首相は2022年4月4日と2023年6月6日に資産運用世界最大手の米ブラックロック/BlackRockのラリー・フィンク/Larry Fink 最高経営責任者/CEOと面会している(2023年7月24日付日本版ISAの道 その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革!」～ [http://www.am.mf.jp/text/ohsira\\_230724\\_3.pdf](http://www.am.mf.jp/text/ohsira_230724_3.pdf))。ブラックロックは2021年に中国の100%子会社で投資信託事業を展開する初めての外国資産運用会社となっているほか(2023年7月24日付日本版ISAの道 その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革! 中国でも資産運用改革!!(公募ファンド運用業全面的改革法) 米国では投信改革の前にMMFの抜本的改革」～ [http://www.am.mf.jp/text/ohsira\\_230724\\_3.pdf](http://www.am.mf.jp/text/ohsira_230724_3.pdf))、2023年7月26日にインドのリライアンス・インダストリーズ/Reliance Industriesの金融サービス部門ジオ・フィナンシャル・サービスズ/Jio Financial Servicesとインドで折半出資の資産運用合弁会社ジオ・ブラックロック/Jio BlackRockを設立する為の合意書に署名するなどグローバル展開にかなり積極的だ(2023年8月21日付投信調査レポートNo.401「インドの資産運用業にブラックロックが復帰、フィデューシャリー・デューティーで日本や米国に先行するイ

ンド!」～ [http://www.am.mf.jp/report/investigate/\\_ics/iles/afidfile/2023/08/21/ohsira\\_230821\\_3.pdf](http://www.am.mf.jp/report/investigate/_ics/iles/afidfile/2023/08/21/ohsira_230821_3.pdf))

日本政府が世界最大の米国資産運用会社ブラックロック/BlackRock の様な資産運用会社を招致し、さらに、日本の資産運用会社がブラックロックの様な独立系巨大資産運用会社になれば良いと期待している可能性は高い。

「世界の資産運用会社の運用資産残高ランキング」(運用資産残高…一任運用資産残高/discretionary assets under

management/AuM)でブラックロックは1位である(2023年5月8日付NIKKEI Financial「蘇る日本版ブラックロック構想、首相指示の舞台裏」~ <https://financial.nikkei.com/article/DCZQ0H327894X30C21400000?x=1>)

世界の資産運用会社の運用資産残高ランキング上位50社口 2021年12月31日現在

(運用資産残高…一任運用資産残高/discretionary assets under management/AuM) \* 北米、欧州、アジア。

順位	名前	地域	国名	設立当時の業態もしくは親会社	運用資産残高 (億米ドル)	運用資産残高 (兆円)	
1	ブラックロック	BlackRock	北米	米国	運用会社	100,101	1,152
2	バンガード・グループ	Vanguard Group	北米	米国	運用会社	84,664	974
3	フィデリティ・インベストメンツ	Fidelity Investments	北米	米国	運用会社	42,338	487
4	ステート・ストリート・グローバル	State Street Global	北米	米国	資産管理会社	41,382	476
5	J.P.モルガン・チェース	J.P. Morgan Chase	北米	米国	商業銀行	31,130	358
6	アリアンツ・グループ	Allianz Group	欧州	ドイツ	保険会社	29,544	340
7	キャピタル・グループ	Capital Group	北米	米国	運用会社	27,152	312
8	ゴールドマン・サックス・グループ	Goldman Sachs Group	北米	米国	投資銀行	24,700	284
9	BNYメロン	BNY Mellon	北米	米国	資産管理会社・商業銀行	24,343	280
10	アムンディ	Amundi	欧州	フランス	農業銀行	23,325	268
11	UBS	UBS	欧州	スイス	投資銀行	21,240	244
12	リーガル&ジェネラル・グループ	Legal & General Group	欧州	英国	保険会社	19,175	221
13	プルデンシャル・ファイナンシャル	Prudential Financial	北米	米国	保険会社	17,423	201
14	ティール・ロウ・プライス・グループ	T. Rowe Price Group	北米	米国	運用会社	16,878	194
15	インベスコ	Invesco	北米	米国	運用会社	16,109	185
16	ノーザン・トラスト	Northern Trust	北米	米国	資産管理会社	16,071	185
17	フランクリン・テンプレトン	Franklin Templeton	北米	米国	証券会社	15,781	182
18	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント	Morgan Stanley Inv. Mgmt.	北米	米国	投資銀行	14,928	172
19	BNPパリバ	BNP Paribas	欧州	フランス	投資銀行	14,393	166
20	ウエルリントン・マネジメント	Wellington Mgmt.	北米	米国	運用会社	14,255	164
21	ナティクス・インベストメント・マネジメント	Natixis Investment Managers	欧州	フランス	投資銀行	14,163	163
22	ヌビーン	Nuveen	北米	米国	投資銀行・教職員年金保険組合	12,617	145
23	HSBCホールディング	HSBC Holdings	欧州	英国	商業銀行・投資銀行	11,910	137
24	AXAグループ	AXA Group	欧州	フランス	保険会社	11,902	137
25	アメリカン・ファイナンシャル	Ameriprise Financial	北米	米国	クレジットカード会社	11,710	135
26	エイゴン・グループ	Aegon Group	欧州	オランダ	保険会社	11,585	133
27	サン・ライフ・ファイナンシャル	Sun Life Financial	北米	カナダ	保険会社	11,304	130
28	三井住友トラスト・ホールディングス	Sumitomo Mitsui Trust Holdings	アジア	日本	信託銀行	10,656	123
29	ドイツ銀行	Deutsche Bank	欧州	ドイツ	商業銀行・投資銀行	10,548	121
30	ジオード・キャピタル・マネジメント	Geode Capital Mgmt	北米	米国	運用会社	10,088	116
31	マニユライフ	Manulife	北米	カナダ	保険会社	9,687	111
32	パワー・ファイナンシャル	Power Financial	北米	カナダ	電力会社	9,678	111
33	ブラックストーン	Blackstone	北米	米国	M&Aアドバイザー	8,809	101
34	三菱UFJファイナンシャル・グループ	Mitsubishi UFJ Financial Group	アジア	日本	商業銀行・信託銀行・証券会社	8,778	101
35	シュローダー	Schroders	北米	米国	運用会社	8,299	96
36	アフィリエーテッド・マネジャーズ・グループ	Affiliated Managers Group	北米	米国	運用会社	8,138	94
37	フィデリティ・インターナショナル	Fidelity International	欧州	英国	運用会社	8,128	94
38	ロイヤル・バンク・オブ・カナダ	Royal Bank of Canada	北米	カナダ	商業銀行	8,120	93
39	アライアンス・バーンスタイン	AllianceBernstein	北米	米国	運用会社	7,786	90
40	日本生命	Nippon Life Insurance	アジア	日本	保険会社	7,161	82
41	プリンシパル・ファイナンシャル	Principal Financial	北米	米国	保険会社	7,139	82
42	ニューヨークライフ・インベストメント	New York Life Investments	北米	米国	保険会社	7,105	82
43	ブルックフィールド・マネジメント	Brookfield Asset Mgmt.	北米	カナダ	電力会社	6,881	79
44	中国郵政儲蓄銀行	Postal Savings Bank of China	アジア	中国	郵便貯金	6,823	79
45	ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ	Dimensional Fund Advisors	北米	米国	運用会社	6,795	78
46	チャールズ・シュワブ・インベストメント	Charles Schwab Investment	北米	米国	証券会社	6,747	78
47	メットライフ・インベストメント・マネジメント	MetLife Investment Mgmt.	北米	米国	保険会社	6,690	77
48	フェデレーテッド・ヘルメス	Federated Hermes	北米	米国	運用会社	6,689	77
49	ゼネラル・グループ	Generali Group	欧州	イタリア	保険会社	6,515	75
50	アバディーン	abrdn	欧州	英国	保険会社・運用会社	6,279	72
	上位50社を含む500社の合計運用資産残高				-	1,317,000	15,156

出所: 2022年10月17日付シンキング・アヘッド・インスティテュート/Thinking Ahead Institute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)

# ●ブラックロック、バンガード、フィデリティのビジネスと資産倍増

ここで日本政府が国内への参入を強く期待し、国内資産運用会社がそうなれば良いとも期待する海外の資産運用会社の世界トップ3のビジネスと資産倍増の歴史・プロセスを見る。対象は前頁「世界の資産運用会社の運用資産残高ランキング」(運用資産残高…一任運用資産残高/discretionary assets under management/AuM)の**世界1~3位であるブラックロック/BlackRock、バンガード・グループ/Vanguard Group、そしてフィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investments**である

(世界1~3位は全て米国であるが、その他の国のビジネス等については以下の通り。英国…2023年7月10日付日本版ISAの道その383「新NISAで投信ビジネス変化、資産運用改革が起こる?」~ NISA 抜本的拡充・恒久化のモデルである「株式型ISA」を持つ英国の資産運用業~」~ [https://www.am.mfj.jp/text/ohira/20230710\\_3.pdf](https://www.am.mfj.jp/text/ohira/20230710_3.pdf)、中国…(2023年7月24日付日本版ISAの道その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革!中国でも資産運用改革!公募ファンド運用業全面的改革法」米国では投信改革の前にMMFの抜本的改革」~ [https://www.am.mfj.jp/text/ohira/20230724\\_3.pdf](https://www.am.mfj.jp/text/ohira/20230724_3.pdf)、オーストラリア…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.mfj.jp/text/ohira/20230324\\_3.pdf](https://www.am.mfj.jp/text/ohira/20230324_3.pdf))

下記は3社の世界および米国の運用資産残高/AUM(一部管理資産/AUA)、投信残高、ETF残高、グループ会社規模。**ブラックロックはETFが大きくバンガードはミューチュアルファンドとロボアドが大きく(1本あたり残高が大きく)フィデリティはETFが小さく管理資産/AUAが大きくビジネスが多様化・席捲している事がわかる。次頁以降で詳細を見る。**

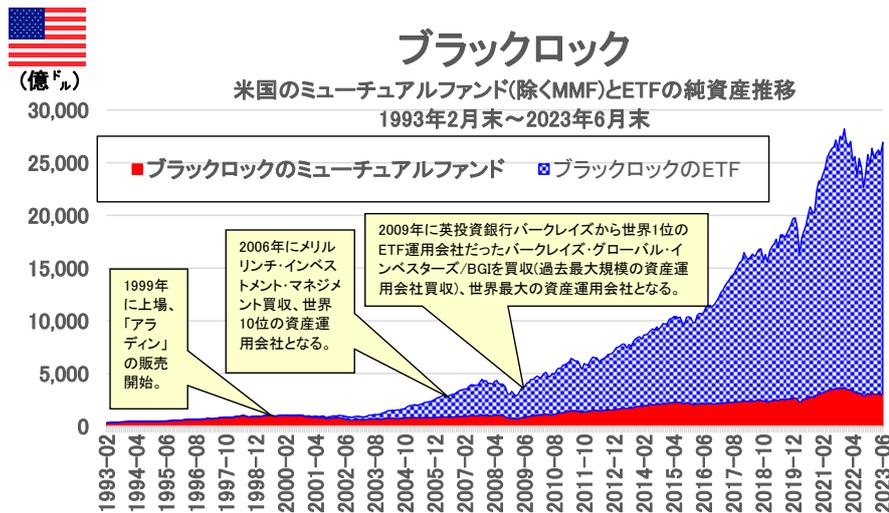
## ブラックロック vs バンガード vs フィデリティ

2023年8月30日作成  
資産・残高・本数は2023年6月末時点(記載あるものを除く)。

グループ名		ブラックロック /BlackRock	バンガード・グループ /Vanguard Group	フィデリティ・インベストメンツ /Fidelity Investments
世界	運用資産(AUM) /管理資産(AUA)	<b>1位</b> 9.4兆ドル	<b>2位</b> 8.2兆ドル (2023年7月)	<b>3位</b> 4.5兆ドル /11.7兆ドル
	投信残高(AUM) *MMFもETFも含む	<b>2位</b> 4.6兆ドル	<b>1位</b> 7.8兆ドル	<b>3位</b> 3.9兆ドル
	ETF残高	<b>1位</b> 3.3兆ドル	<b>2位</b> 2.3兆ドル	<b>20位</b> 450億ドル
米国	投信残高(AUM) *MMFもETFも含む	<b>3位</b> 3.2兆ドル	<b>1位</b> 7.4兆ドル	<b>2位</b> 3.5兆ドル
	ファンド数 /シェアクラス数 *MMFもETFも含む	519本 / 887本	165本 / 367本	443本 / 1035本
	1本あたりの残高(AUM) ファンド/シェアクラス *MMFもETFも含む	62億ドル / 36億ドル	446億ドル / 201億ドル	79億ドル / 34億ドル
グループ会社	投資顧問 (資金を拠出、投資会社に委託者責任を負う)、 アドミニストレーター (監督、規則遵守、SEC向け報告)、 トランスファー・エージェント (投資家口座管理、報告書等の作成・送付)	ブラックロック・ファンド・アドバイザーズ /BlackRock Fund Advisors	バンガード・グループ/Vanguard Group	フィデリティ・マネジメント&リサーチ/Fidelity Management and Research
	ディストリビューターもしくはプリンシパル・アンダーライター (投資元引受、投資家もしくは販売会社に充当)	ブラックロック・インベストメント /BlackRock Investments, LLC	バンガード・マーケティング/Vanguard Marketing	フィデリティ・ディストリビューター /Fidelity Distributors
	投資顧問のロボアド	2015年にFutureAdvisor買収、2023年に売却。	バンガード・パーソナル・アドバイザー・サービス /Vanguard Personal Advisor Services	フィデリティ・パーソナル&ワークプレイス/Fidelity Personal and Workplace Advisors、ストラテジック・アドバイザーズ/Strategic Advisers
	ブローカー	ブラックロック・インベストメント /BlackRock Investments, LLC	バンガード・ブローカレッジ・サービス /Vanguard Brokerage Services(バンガード・マーケティングの部門)	フィデリティ・ブローカレッジ・サービス /Fidelity Brokerage Services
	運営管理機関	—	バンガード・マーケティング/Vanguard Marketing	フィデリティ・ブローカレッジ・サービス/Fidelity Brokerage Services、その子会社のフィデリティ・インタラクティブ・コンテンツ・サービス/Fidelity Interactive Content Services
	管理業務その他	—	バンガード・フィデューシャリー・トラスト/Vanguard Fiduciary Trust	ナショナル・フィナンシャル・サービス /National Financial Services
その他	RIAカストディアン (RIA/Registered Investment Advisersは投資顧問業者で、RIAに代わり、顧客管理、注文執行、ポートフォリオ管理、情報提供、書類管理(含む納税)、報酬管理等のバックオフィス業務)	—	バンガード・マーケティング/Vanguard Marketing	フィデリティ・クリアリング&カストディ・ソリューション/Fidelity Clearing & Custody Solutions

(出所:各社ホームページ、Morningstar、Robo Report、Condor Capital、Brokerage-Review.com、Pensions & Investments、Cerulli 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)  
\*運用資産・投信・ETF残高、本数、ロボアド残高は2023年6月末時点、ブローカレッジ口座数はbrokerage-review.com「2023 U.S. biggest discount online stock broker companies ranked by size and number of customers」、401k等預り資産は2021年9月末時点、RIAカストディアン残高は2023年3月発表。

<1. ブラックロック/BlackRock> \*純資産は MMF 除く(前頁図表の米国投信残高は MMF 含む)、以下同様。



(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)

ブラックロックは 1988 年に **投資家向けリスク管理と米国モーゲージ担保証券/mortgage-backed security 運用の会社**として設立(母体はブラックストーン/Blackstone のブラックストーン・ファイナンシャル・マネジメント/Blackstone Financial Management 部門、ブラックストーンは米投信銀行リーマン・ブラザーズ/Lehman Brothers 出身の 2 人が 1985 年に設立した M&A アドバイザリー会社)、米投資銀行ファースト・ボストン/First Boston 債券部門で米国モーゲージ(住宅ローン)担保証券/mortgage-backed security のパイオニアとなったローレンス・フィンク/Laurence Fink 氏など 4 人がいた(BlackRock「History」~ <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/blackrock-history>、2013 年 12 月 5 日付 The Economist

「The rise of BlackRock」~ <https://www.economist.com/leaders/2013/12/05/the-rise-of-blackrock> など。

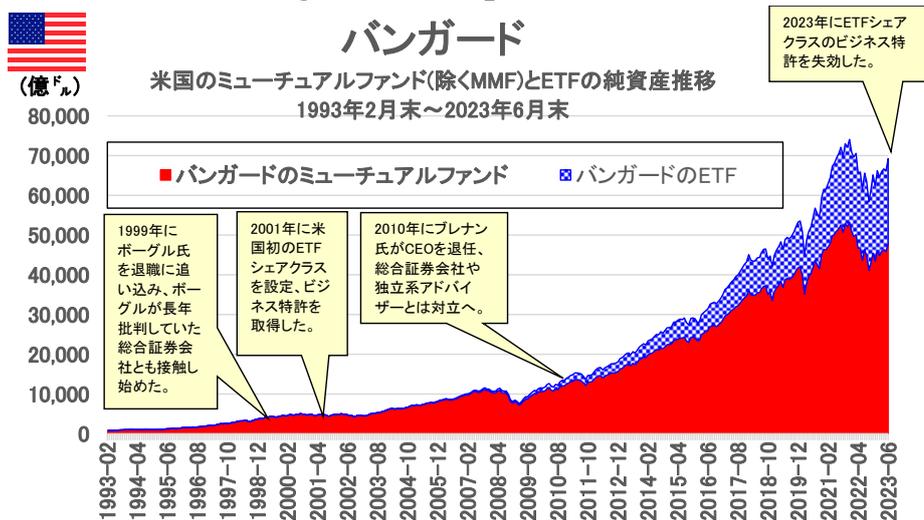
ブラックロック設立以降、フィンク氏などブラックロック従業員が出資率を引き上げ(ブラックストーンは出資率を引き下げ)、1995 年にフィンク氏などが **大手商業銀行 PNC 銀行を持つ PNC ファイナンシャル・サービス・グループ/PNC Financial Services の出資**を受けブラックストーンから独立、その後 PNC の出資率も徐々に減り、2020 年 6 月までに約 22%残っていた株式を PNC は売却した(2020 年 5 月 16 日付 Pittsburgh Post-Gazette「PNC sells Blackrock stake for \$14.4 billion」~ <https://www.post-gazette.com/business/pittsburgh-company-news/2020/05/15/PNC-sells-Blackrock-stake-for-14-4-billion/stories/2020515122> )。

ブラックロックは **1999 年に上場、「アラディン/Aladdin」の販売を開始し機関投資家向けにリスク管理、投資システム・アウトソーシング及びファイナンシャル・アドバイザリー・サービスの提供を行う**(2000 年にアラディンを事業の基盤とするブラックロック・ソリューションズ/BlackRock Solutions を設立)。なお、ブラックロックのアラディンは「**ブラックロックのソフトは『世界の資産運用会社トップ 200 社のうち約 20%が利用しているが、世界のプライベートウェルス業界ではわずか 2%に達した所。』**」(2018 年 6 月 12 日付 Bloomberg「BlackRock Woos Wealth Managers With Risk ‘X-Ray’ Tool」~ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-12/blackrock-woos-wealth-managers-with-aladdin-risk-x-ray-tool> )とされている。

2005 年 12 月末にブラックロックは世界 41 位の運用資産 4,527 億ドル/約 53 兆円(債券 67%・株式 8%、機関投資家 75%・投資信託 25%)となり、2006 年 2 月 15 日にメリルリンチ/Merrill Lynch から世界 20 位の運用会社である**メリルリンチ・インベストメント・マネジメント/Merrill Lynch Investment Management/MLIM(2005 年 12 月末 5,389 億ドル/約 63 兆円)を買収、1 兆ドル/約 117 兆円、世界 10 位の資産運用会社(ペンション&インベストメント)となった**(当時の世界 1~10 位は UBS、アリアンツ、BGI、ステート・ストリート、フィデリティ、アクサ、クレディ・スイス、キャピタル、パンガード、JP モルガンである~ペンション&インベストメント)。

2009 年 6 月 11 日にブラックロックは世界 3 位となり、**英投資銀行バークレイズ/Barclays から世界 1 位の ETF 運用会社だったバークレイズ・グローバル・インベスターズ/Barclay’s Global Investors/BGI を買収(過去最大規模の資産運用会社買収)、世界最大の資産運用会社となった**(BGI は 1996 年 3 月 12 日に米国初のオープンエンド型ミューチュアルファンド ETF である i シェアーズ/iShares を設定)。2021 年末には運用資産が初めて 10 兆ドル/約 1152 兆円に達した。

## <2. バンガード・グループ/Vanguard Group>



(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)

バンガードは1974年にウェリントン・マネジメント/Wellington Managementからスピノフされたファンドの管理業務を行う会社として設立された(母体はウェリントン・マネジメント/Wellington Managementのバンガード部門、ウェリントン・マネジメントは1933年に設立された米国初のバランス・ファンドの運用会社、ジョン・ボーグル/John C Bogle元ウェリントン・マネジメント CEOが1974年のM&A失敗の責任を取り退任、ウェリントンのファンドの事務管理だけ行うバンガード部門の担当者となっていた)。

1975年12月31日にバンガードは個人投資家向け初のインデックス・ファンド「First Index Investment Trust(現 Vanguard 500 Index Fund/VFINX)」を設定した。「バンガードの内規は、ウェリントンとの競争を避ける目的で(アクティブ)ファンドの運用や販売を禁じていた。ボーグル氏はこのファンドについてパッシブ型のファンドなので実際には運用されているとはいえ、バンガードの内規に反していないと主張した。」(2005年10月3日付 Bloomberg「Vanguard Slashes Costs to Keep Fidelity, Barclays From Its Turf」~ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2005-10-03/vanguard-slashes-costs-to-keep-fidelity-barclays-from-its-turf?bi&by=tag>)。

当時、資産運用業界では「ボーグルの愚行/Bogle's Folly」と言われ、フィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investmentsの会長だったエドワード・ジョンソン/Edward Johnson氏から「投資家の大多数が平均のリターンで満足するとは思われない/I can't believe that the great mass of investors are going to be satisfied with receiving just average returns?」(2011年3月7日付 CBS News「How John Bogle Changed the Investing World」~ <http://www.cbsnews.com/news/how-john-bogle-changed-the-investing-world/>)と言われていた。

ボーグル氏は証券会社を「高くてもどうしようもない商品を強引に売りつけている」(2005年10月3日付 Bloomberg~同上)として批判した。1996年からバンガード二代目CEOになったジョン・ブレナン/John Brennan氏はアドバイザーを重視し、1999年に上級会長(70歳)だったボーグル氏を退職へ追い込み、ボーグル氏が長年批判していた総合証券会社とも接触し始めた。「(2004年~2010年に)アドバイスを望む退職者の要望が爆発的に増える」(2005年10月3日付 Bloomberg~同上)との見通しもあった。この当時、急速に成長しつつあったフィー・ベースの人間アドバイザーにとって、バンガードのノーロード低コスト・インデックス・ファンドは(ETFも)自身の取り分を引き上げ、都合が良かったのだ。シティグループ(その後モルガン・スタンレー/Morgan Stanley)やUBSと言う、総合証券会社のアドバイザーがバンガードのファンドを使った。

バンガードは2001年5月24日に米国初のETFシェアクラス「Vanguard Total Stock Market ETF」を設定、既存のインデックス・ファンドと合同で運用されるETF構造「ETF-as-a-share-class structure」のビジネス特許を取得した(U.S. Pat. No. 6,879,964 B2; 7,337,138)。ETFについてボーグル氏は「ETFの扱い方によって個人投資家は窮地に追い込まれる場合があると警告し、多くの調査でも、ETF投資家の多くが売買の頻度が高く、高値で買い、安値で売っていることが明らかになっている。」(2010年9月11日付 Barron's「Vanguard Unveils a Line of S&P-Based ETFs」~ <http://www.barrons.com/articles/SB50901421052970204398504571477731427319748?vedly=1>、2014年10月4日付 Barron's「ETF Special Report Why the Pros Can't Pick ETFs」~ <http://online.barrons.com/articles/SB51317419411437316490450016440176531528>)と言っていた。

日付 Barron's「ETF Special Report Why the Pros Can't Pick ETFs」~ <http://online.barrons.com/articles/SB51317419411437316490450016440176531528> )と言っていた。

2010年にブレナン氏がCEOを退任すると(2008~2017年のCEOはビル・マクナブ/William McNabb, 2018年~ティム・バックリー/Tim Buckley)、**バンガードはモルガン・スタンレーやUBS等の総合証券会社や、(支持者だった)独立系アドバイザーとは対立していく**(2023年8月21日付日本版ISAの道 その385「資産運用業 変革への道のり~レベニュー・シェアリング(セミバンドリング)で米国の様な資産運用立国へ? 欧州では誘因報酬として話題! ~」~

[https://www.am.mf.jp/report/investigate/\\_jcs/dfs/afidfile/2023/08/21/oshiras\\_230821\\_3.pdf](https://www.am.mf.jp/report/investigate/_jcs/dfs/afidfile/2023/08/21/oshiras_230821_3.pdf))。 「**モルガン・スタンレーがバンガードのミューチュアルファンドをアドバイザーには新規販売させない(既販売分の換金の強制はしない)事とした。モルガン・スタンレーは『不人気もしくはアンダーパフォーマンスを削減する。リサーチ・カバレッジやデューデリジェンスを増やすフィデューシャリー・デューティー対応』**と**言っていた。米国の運用会社はモルガン・スタンレーなど販売会社に対しレベニュー・シェアリング(プラットフォームの棚卸し/shelf space on platformsや販売データ/sales dataの料金の場合もあり)を各々年25万ドルから年85万ドルほど払っているが、これをバンガードは払ってこなかった。モルガン・スタンレーは『販売会社への支払いをしない事がバンガードの低コストの一因でもあり、バンガードは公平ではなく、フィデューシャリー・デューティー的に問題がある。』**と**言う。TDアメリ**

**トレードも無料プラットフォームからバンガードを外すと発表している。**」(強調下線は当コラム筆者、2017年5月4日付Reuters「Morgan Stanley drops Vanguard mutual funds」~ <https://www.reuters.com/article/us-morgan-stanley-wealth-vanguard/morgan-stanley-drops-vanguard-mutual-funds-id1SRBN18001>、2017年5月4日付InvestmentNews「Morgan Stanley drops Vanguard mutual funds from platform」~

<https://www.investmentnews.com/article/20170504/INBS/17050956/morgan-stanley-drops-vanguard-mutual-funds-from-platform>)、 「**バンガード支持者、とりわけ独立系ファイナンシャルアドバイザーは同社に不満を募らせている。…(略)…。シュワブ、TDアメリトレード、フィデリティは売買サービスを拡大し、キャッシュ管理や投資のツールを増やしている。一方、バンガードは複数の分野でサービスを縮小している。また、資産額100万~500万ドルの新規顧客にはアドバイザーが割り当てられなくなり、コールセンターでの対応へと変わった。サービスよりも成長を優先している。バンガードはグーグルやフェイスブックの広告に多額の資金を費やしている。**」(強調下線は当コラム筆者、2019年12月27日付Barron's「Vanguard Led the Way for Decades. Now It's Playing Catch-Up」~ <https://www.barrons.com/articles/vanguard-led-the-way-for-decades-how-long-can-it-stay-on-top-5157473525>)と**言う**(2023年8月

21日付日本版ISAの道 その385「資産運用業 変革への道のり~レベニュー・シェアリング(セミバンドリング)で米国の様な資産運用立国へ? 欧州では誘因報酬として話題! ~」~

[https://www.am.mf.jp/report/investigate/\\_jcs/dfs/afidfile/2023/08/21/oshiras\\_230821\\_3.pdf](https://www.am.mf.jp/report/investigate/_jcs/dfs/afidfile/2023/08/21/oshiras_230821_3.pdf))。 **先述通り、バンガードは運用会社としてはレベニュー・シェアリングを払っていないが、販売会社としては(バンガード・マーケティング・コーポレーション/Vanguard Marketing Corporationの一部門であるバンガード・ブローカレッジ・サービスズ/Vanguard Brokerage Servicesとして)レベニュー・シェアリング(株主サービスフィー)を他の運用会社から運用資産額に基づく0.4%を得て重要な収益源としている**(Vanguard Brokerage Services「FundAccess Shareholder Servicing, Networking, 12b-1, and Setup fees」~ [https://personal.vanguard.com/pdf/VBSFAD\\_043019](https://personal.vanguard.com/pdf/VBSFAD_043019)、

2019年12月27日付Barron's「Vanguard Led the Way for Decades. Now It's Playing Catch-Up」~ <https://www.barrons.com/articles/vanguard-led-the-way-for-decades-how-long-can-it-stay-on-top-5157473525>)

今、「**バンガードは米国で圧倒的な地位を占め、残高シェアは約27%と支配的である。しかし、業界収益のわずか約5%(または1500億ドルのうちの70億ドル)しか集めていない。…(略)…。フィデリティは、資金流出だが、堅実な顧客サービスを提供するのに十分な収益(バンガードの2倍以上)を維持している運用会社である。**」(強調下線は当コラム筆者、2023年3月23日付ブルームバーグイン

テリジェンス「The Vanguard Machine Rolls On」)。 **そして、バンガードは2023年5月16日に「ETF-as-a-share-class structure」構造のビジネス特許取得を失効/expirationした。「バンガードがブラックロックに次ぐ業界第2位になるのに貢献した独自のファンド構造、ジャック・ボーグル氏が20年以上前に先駆けて開発した節税手法のミューチュアルファンドにETFシェアクラスを加える特許が失効した。ストラテガス/StrategasのETFストラテジストであるトッド・ソーン/Todd Sohn氏は『バンガードは過去20年間、優位に立っていた。ライセンス料/licensing feeを支払わなければ誰もETFシェアクラスを使用出来なかった。』**と**言う**」(強調下線は当コラム筆者、2023年8月24日付Bloomberg「Vanguard Wannabe Faces SEC Battle to Mimic Tax-Slashing

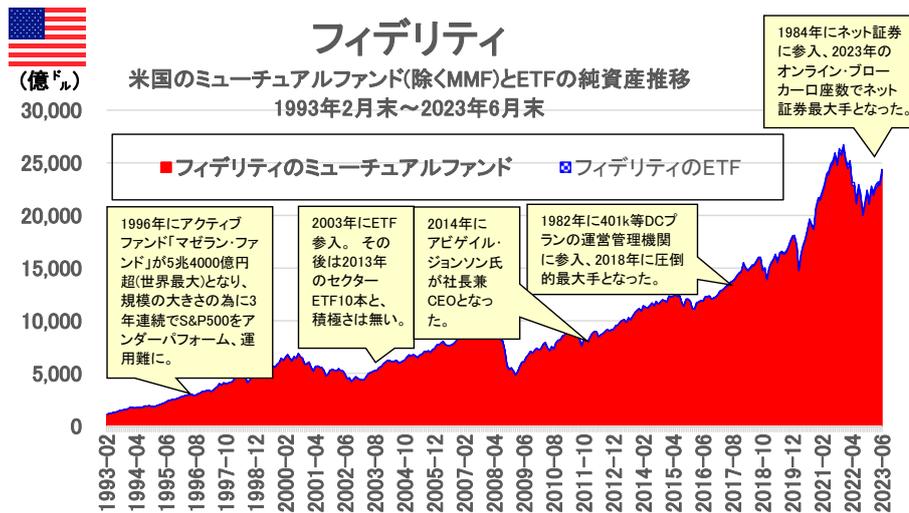
Funds - Bloomberg「Vanguard Wannabe Faces SEC Battle to Mimic Tax-Slashing Funds」~ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-24/vanguard-wannabe-faces-sec-battle-to-mimic-tax-slashing-funds>)

日本の投信では悩まなくて良い事だが、**米国の投信は投資家の欲していないキャピタルゲイン分配/キャピタル・ディストリビューション/capital gains distribution(投信のファンドマネージャーが大量解約などに対応すべく評価益のある証券を売却した時に投信保有者が課税されてしまう)が起こる事が、これを回避・抑制する事が、投資家やファイナンシャル・アドバイザーにとって大きな課題となっている**(2018年12月3日付日本版ISAの道 その248「米国でファイナンシャル・アドバイザーのサービス、アドバイスの付加価値、フィーとしても大きいタックス・マネジメントが日本では…

~日米の税理士比較~」~ [https://www.am.mf.jp/text/oshiras\\_181203.pdf](https://www.am.mf.jp/text/oshiras_181203.pdf))。 **これで課税が回避・抑制出来るETFやラップ/SMA、ダイレクト・インデックス(ダイレクト・インデックス/直接インデックス)が米国では拡大し、それでブラックロックやバンガードがETFの資産を大きく増やし、フィデリティがラップ/SMA等で資産を大きく増やしてきた**(2022年8月29日付日本版ISAの道 その363「ダイレクト・インデックスは次世代インデックス投資3.0でETF後継? SMA最新版

(アドバイザーの希望、ESG投資の進化)? 議決権も暗号資産(仮想通貨)も! ~米国ではモルガン・スタンレー、ブラックロック、バンガード、フィデリティ、シュワブなど続々参入~」~ [https://www.am.mf.jp/text/oshiras\\_220829\\_3.pdf](https://www.am.mf.jp/text/oshiras_220829_3.pdf))

### <3. フィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investments>



(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)

フィデリティは1930年5月1日に米地方(ボストン)証券会社フィデリティ・シェアーズとして設立された(1930年9月にフィデリティ・ファン

F/Fidelity Fundと改名、米地方証券会社のアンダーソン&クロムウェル/Anderson & Cromwell〜ファンドの運用〜とリアフォロー・ミレー/Taliaferro, Millet〜ファンドの販売〜の2つの合併会社、Fidelity Investments「About Fidelity - Our Company」〜 <https://www.fidelity.com/about-fidelity/our-company> など)。1943年にフィデリティ・ファンドの社長となったのが Ropes & Gray 弁護士事務所 で投資信託担当かつファンドの取締役をしていた弁護士のエドワード・ジョンソン 2世/Edward Johnson II。その後、**エドワード・ジョンソン 2世が米顧問会社フィデリティ・マネジメント&リサーチ/Fidelity Management and Research/FMRを設立して会長となり、フィデリティ・ファンドが顧問会社としてFMRを採用。**

1963年5月2日に「インターナショナル・ファンド/International Fund」、その後、アクティブファンド「**マゼラン・ファンド/Magellan Fund**」を設立した。初代担当はエドワード・ジョンソン 2世(〜1971年12月)、1977年5月にフィデリティ・インベストメンツ調査部長だったピーター・リンチ/Peter Lynch氏が担当、1990年5月までの13年間に年平均+29.2%を記録し**140億ドル超/2.2兆円超という純資産を持つ世界最大の投信となった。**

ピーター・リンチ氏の後任はモーリス・スミス/Morris Smith氏(1990年5月〜1992年7月)、ジェフリー・ビニック/Jeffrey Vinik氏(1992年7月〜1996年5月)氏だが、1996年5月で**500億ドル/5.4兆円超の純資産を持つ世界最大の投信であり、「相場への影響力では米連邦準備理事会/FRB議長に次ぐポスト」(NYタイムズ紙)と言われ、3年連続でS&P500をアンダーパフォーム、運用難に陥っていった**(運用する資産規模が大きなものほど投資リターンが低下する傾向にある事が多くの実証研究により明らか〜先述 p.6)。1995〜1996年にはSEC/証券取引委員会から相場操縦の疑いで調べられ訴訟も起こされ、資金流出が続き(信託報酬を引き下げ)、1997年9月30日以降新規受付停止とした(約630億ドルと世界最大だった)。その後2008年1月15日から再開するものの2023年6月末現在、純資産は262億ドル/約3.8兆円(経費率0.52%)となっている(モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct)。ちなみに**2023年6月末現在のフィデリティ純資産最大ファンドは「Fidelity 500 Index」で4206億ドル/約60.8兆円**(2011年5月4日設定、経費率0.02%、2023年8月21日付日本版ISAの道その385「資産運用業 変革への道のり」〜レベニューシ

ェアリング(セミバンドリンク)で米国の様な資産運用立国へ? 欧州では誘因報酬として話題!〜」〜 [https://www.ammf.jp/report/investigate/\\_srcFiles/afidfile/2023/06/21/whitree\\_20231\\_3.pdf](https://www.ammf.jp/report/investigate/_srcFiles/afidfile/2023/06/21/whitree_20231_3.pdf) )o

フィデリティは1982年に401k等DCプランの運営管理機関に参入、「**フィデリティは退職プラン資産初の2兆ドル突破。米国大学教職員退職年金/Teachers Insurance and Annuity Association of America-College Retirement Equities Fund/TIAA(とその子会社 CREF)やバンガード・グループが運営管理機関としての401k等DCプラン資産で1兆ドルの壁を破れない中、フィデリティは2018年6月において2.06兆ドルと圧倒的の最大手となった**」(強調

下線は当コラム筆者、2018年8月28日付 InvestmentNews「Fidelity breaks through \$2 trillion in retirement assets」〜 <http://www.investmentnews.com/article/20180828/783E18052922/fideli-breaks-through-2-trillion-in-retirement-assets> )o

**フィデリティは1984年にネット証券に参入、2023年のオンライン・ブローカー口座数/brokerage accountsで3320万口座と上場ネット証券最大手のチャールズ・シュワブ/Charles Schwab/SCHWの2610万口座(=シュワブ1410万口座に、2020年にシュワブが買収したTDアメリトレード・ホールディング/TD Ameritrade Holding1200万口座を含む)を上回りネット証券最大手となった**(2023年8月3日入手のBrokerage Reviews「10 Largest Online Stock Brokers by Size & Number of Clients 2023」~ <https://www.brokerage-review.com/online-brokers/largest-online-brokers-by-size>)

2003年9月25日設定の「Fidelity Nasdaq Composite ETF」でETF参入。しかしその後は2013年10月21日設定の「Fidelity MSCI ○○ETF」(○○にはセクター名)10本と、積極さは無い。**2023年6月末現在で、フィデリティは投信残高/AUM(MMFもETFも含む)で3位だが、ETF残高では20位**である。

**2014年に創業者の孫娘であるアビゲイル・ジョンソン/Abigail Johnson氏が社長兼CEOとなった。「フィデリティの利益はかつてない高水準にあり、運用資産残高は11兆ドル/約1262兆円とアビゲイル・ジョンソン氏の就任後2倍余りに拡大した(フィデリティの口座にある資産と他の証券会社の顧客が保有するフィデリティのファンドが含まれる)。フィデリティの個人向け口座は現在7000万件を超え、2014年末に比べて3分の2近く増えた。…(略)…。投資家の多くは現在、フィデリティに自分たちが使うサービスの手数料をほとんど払っていない。…(略)…。フィデリティは過去最大の人材採用に乗り出した。2021年末の従業員数は6万人を超え、1年で約22%増加した。2021年採用した1万6000人のうち、8割近くがコールセンターや支店など顧客と接する仕事をしている。」**(強調下線は当コラム筆者、2022年1月25日付WSJ「Fidelity, Once Stodgy and

Adrift, Bets on the Reddit Crowd」~ <https://www.wsj.com/articles/fidelity-once-stodgy-and-adrift-bets-on-the-reddit-crowd-11643125668>)、**「フィデリティ(アビゲイル・ジョンソン会長兼CEO)の目標は、顧客がフィデリティで資産運用を出来る/can manage assets事と同様、資産管理も出来る/can administer assets事を促す事**である。“資産管理残高/Assets Under Administration/AUA”とは、(1)ブローカーやヘッジファンドのカストディで保有される資金、(2)民間企業年金プラン/corporate retirement plans 運営、(3)投資アドバイザーの監督する貯蓄/savings overseen by investment advisers、(4)ファイナンシャル・スーパーマーケット/financial supermarket(幅広いファイナンシャル・サービスを提供する会社)の運営を包括する言葉/catchall term である。**管理までする事で、ミューチュアルファンドの流出と異なり、いったんフィデリティに入ればそこにとどまる傾向となる。2011年以降、フィデリティの運用するミューチュアルファンド等は+58%の2.4兆ドルだが、フィデリティが管理する非運用資産は4.4兆ドルと倍増している。**2014年以降、フィデリティの売上高は149億ドルから180億ドルへ、営業利益は34億ドルから53億ドルへ増加、2017年は世界最大の資産運用会社ブラックロックの営業利益を僅かに上回った。AUAの急増/boom in assets under administrationが同社の収益を牽引している事は明らかだ。」(強調下線

は当コラム筆者、2018年5月27日付New York Times「Fidelity, Bruised From Crises, Searches for Life After Mutual Funds」~ <https://www.nytimes.com/2018/05/27/business/fidelity-mutual-funds.html>)、**「2017年の売上高は前年比+14%の182億ドルと過去最大を記録した。AUMは前年比+15%増の2.5兆ドル、AUA(フィデリティの証券口座で同社のファンド以外に投資されている金額を含む)は前年比+19%増の6.8兆ドルで、米国の資産運用会社としては最大である。…(略)…。金融業界のアマゾン・ドット・コム(AMZN)と言えるかもしれない。…(略)…。フィデリティは、401kなどの雇用主が提供する退職金制度において最大のレコードキーパー(記録関連運営管理機関)で、2900万件以上の口座を管理している。中小企業に給与サービスを販売し、HSA/医療貯蓄口座や企業向け医療給付にも参入している。同社が管理するHSAは前年比31%増の88万9000件で、資産額では44%増の34億ドルである。…(略)…。信託報酬がゼロのインデックス型ミューチュアルファンドを4本設定した。…(略)…。フィデリティの収益モデルが優れているのは、ファンドのアンダーパフォームや純資金流出にかかわらず、本体がダメージを受けない点である。2017年のSeparately Managed Accounts/SMAへの資金流入は370億ドルと、ファンドの資金流出を補って余りある水準に上り、資産運用部門全体の純資金流入は241億ドルだった。独立系ニュースレターのフィデリティ・モニター・アンド・インサイトを発行するジャック・バウアーズ氏は、『フィデリティはアクティブ型ファンド事業から明日撤退しても問題ない』と述べる。」**(強調下線は当コラム筆者、2018年10月5日付Barron's「Fidelity Is Thriving. Here's What It Needs to Keep Thriving.」~ [https://www.barrons.com/articles/fidelity-is-thriving-heres-what-it-](https://www.barrons.com/articles/fidelity-is-thriving-heres-what-it-needs-to-keep-thriving-1538786334)

<https://www.barrons.com/articles/fidelity-is-thriving-heres-what-it-needs-to-keep-thriving-1538786334>、2019年1月16日付BlackRock「Annual Reports & Proxy Statements」~ <http://ir.blackrock.com/QuarterlyResults>、HSAは2017年8月14日付日本版ISAの道その192「HSA/医療貯蓄口座が『新しいIRA』として退職面での安全において年金と並ぶ鍵になる?『オバマケア vs トランプケア』の解決策にもなる?」~ <https://www.am.mufg.jp/text/oshrase.170814.pdf>)

当時、既に世界最大の運用資産会社だったブラックロックは世界の AUM が 5.98 兆<sup>ドル</sup>で、米州/Americas の AUM は 3.95 兆<sup>ドル</sup>(2019 年 1 月 16 日付 BlackRock「Annual Reports & Proxy Statements」～ <http://p.blackrock.com/QuarterlyResults>)。2018 年 12 月末におけるフィデリティの AUA は 6.69 兆<sup>ドル</sup>(AUM は 2.42 兆<sup>ドル</sup>)と、**ブラックロックは AUM ではフィデリティを圧倒しているが、AUA ではそうではない。**

「フィデリティのインデックス・ミューチュアルファンドの資産は約 1 兆<sup>ドル</sup>で、同社のアクティブ・ミューチュアルファンドの半分強である。インデックス・ミューチュアルファンドは 10 年前には事実上ゼロだったので驚異的な資産拡大である。しかし**インデックス・ミューチュアルファンドからの収益は殆ど無く、年間 3 億<sup>ドル</sup>しかない。アクティブ・ミューチュアルファンドの収益 119 億<sup>ドル</sup>に比べれば取るに足らない。**…(略)…。マネー・マーケット・ファンドはドル箱である。マネー・マーケット・ファンドは、銀行普通預金口座をはるかに上回る約 4.5%の利回りのおかげで、異常かつ大規模な資金流入の波を引き寄せている。例えば、資産総額 2540 億<sup>ドル</sup>の『フィデリティ・ガバメント・マネー・マーケット・ファンド/Fidelity Government Money Market Fund』は、推定年間 10 億<sup>ドル</sup>以上の手数料収入を生み出している。」(2023 年 4 月 18 日付ブルームバーグインテリジェンス「Fidelity's Booming Index-Fund Business」)。

**フィデリティにはノーロードで経費率ゼロのミューチュアルファンドなど赤字ファンドはあるものの、その規模は会社としては大きくない。アクティブ・ファンドの割合もかつてに比べると大幅に下がったものの、2023 年 6 月末現在ミューチュアルファンドの 56.3%もある(2008 年 8 月末までフィデリティのアクティブ・ファンドの割合は 90%以上～モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct より)。**さらにミューチュアルファンドであまり収益が出なくとも、**フィデリティは 401k 等預り残高最大手であり、ネット証券最大手でもあり、RIA カストディアン 2 位(RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者に代わってバックオフィス業務をするビジネス)であり、大きな収益源がある。ただの運用会社 3 位ではないのである**(2018 年 9 月 3 日付日本版 ISA の道 その 235

「米国で投信のコミッションやフィーの値下げ競争が勃発! ノーロードで経費率ゼロのミューチュアルファンドも誕生!! 『フリー無料』からお金を生み出す新戦略! 投信版のハワイペーパー!」～ <https://www.ammf.jp/text/online-18993.pdf>、2019 年 10 月 21 日付日本版 ISA の道 その 285「米オンライン証券業界で第三次手数料値下げ競争勃発! ゼロコミッション銘柄数増加競争から手数料撤廃!!」～米国で上場ネット証券最大手のチャールズ・シュワブ vs ネット証券最大手のフィデリティ、投信大手でもあるフィデリティのゼロ・インデックス・ファンドは今～」～ <https://www.ammf.jp/text/online-191021.pdf> )。

以上が「ブラックロック、バンガード、フィデリティのビジネスと資産倍増」である。日本政府は資産運用会社の世界トップ 3 の様な独立系巨大資産運用会社を日本に誕生させ、資産(所得)倍増、資産運用立国を実現したい。ここで重要な事は、まずはブラックロック、バンガード、フィデリティにどの様な収益源があり、どの様に資産倍増をしてきたかをしっかり理解する事であり、その上で日本の制度等に照らし合わせ、ブラックロック、バンガード、フィデリティのどこかがモデルとしてふさわしいか(世界トップ 3 以外がふさわしい事も)を考え、その為の新しい制度等を考える事である。そして、それこそが資産(所得)倍増、資産運用立国を実現する最も効果のある政策となると思われる。その意味で、金融庁と厚生労働省、全銀協と投信協会・日証協・全国証券取引所協議会にかかる期待は大きい。

※1: 米国で禁止されている証券会社等の残高手数料徴収が日本では可能に!?!…



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 中間報告で投資助言業の兼業に係る環境整備が提言され、金融庁は 2022 年 12 月 23 日に「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」を公表し 2023 年 8 月 15 日に施行(<https://www.fsa.go.jp/news/r5/shoken/2023081/2023081.htm>)。金融庁の考え方は「証券会社等が顧客の預かり資産の残高に連動する手数料(以下『残高連動手数料』という。)を収受して有価証券の価値等又は金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に関する助言を行う場合に、当該助言の対価として残高連動手数料が収受されていると見なされるときは、投資助言業務に該当し、投資助言業の登録が必要と考えられます。投資助言業務に該当するかどうかは、サービスの内容や顧客が支払う手数料の性質などを総合的に勘案し、契約や手数料の名目を問わず、個別事案ごとに判断されるべきものと考えられます。」とした(2023 年 8 月 1 日付金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」p.19～ <https://www.fsa.go.jp/news/r5/shoken/2023081/01.pdf>)。「明確な判断基準が示されていないものの、残高連動手数料を導入する際に投資助言業の兼業は必須ではないとの認識を提示した格好だ。」(2023 年 8 月 14 日付「我が国特急便」投資助言を兼業しやすく～ [https://www.r-lex.jp/press/products/fund/?backNumber.html?zhank:centerId\\_51757](https://www.r-lex.jp/press/products/fund/?backNumber.html?zhank:centerId_51757))とメディアで言われている。参考までに、米国では、証券会社等ブローカーの残高手数料徴収(ワイ・ベースド・ブローカレッジ口座)は禁止されている(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・バース・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.ammf.jp/text/online-32101\\_2.pdf](https://www.ammf.jp/text/online-32101_2.pdf))。

※2: 日米の投信本数…



2023年8月22日付日本経済新聞「資産運用立国に挑む(2)」「運用会社、『親』から独立  
 ちへ 証券主導のゆがみ是正」に「**投信本数は約1万4000本と米国(約1万本)より多い一方、1本あたりの運用  
 残高は約200億円と、米国の5%にすぎない。** 個人の長期運用を助けながら成長したファンドが少ない証し  
 だ。外国株の運用能力も低い。企業を選別する目利き力を問われる**アクティブ型の投信では自前運用は1  
 割どまり。9割を海外に委託している。** 自ら世界中の株を調査する海外競合の背中はずいぶん遠い。**金融庁幹部は  
 運用改革のゴールを『メジャーリーグを日本につくること』と定める。** 国内外の優秀な運用会社や人材が日本に  
 集まって、競い合いながら国民に提供するサービスの水準を高める姿を描く。今のままでは日系運用会社は『2  
 軍』ばかりで日本の運用力を高める主体になれない。」とある(強調下線は当コラム筆者、2023年8月22日付日本経済新聞「資産運用立国に挑む(2)」「運用会社、『親』から独

り立ちへ 証券主導のゆがみ是正」～ <https://www.nikkei.com/article/DG3ZQUK145H0U3AT18C200000/> )

「**投信本数は約1万4000本と米国(約1万本)より多い一方、1本あたりの運用残高は約200億円と、米国の5%  
 にすぎない。**」は「**資産運用業高度化プログレスレポート2023**」

p.18にある(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」～

<https://www.fsa.go.jp/news/ri/someta/20230421.htm>、2023年5月8日付日本版ISAの道その379「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、公版ネットワーク、一者計算、DB(OCIO)、DC(ペ  
 ォルト、教育)～」～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_230508\\_3.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230508_3.pdf) )

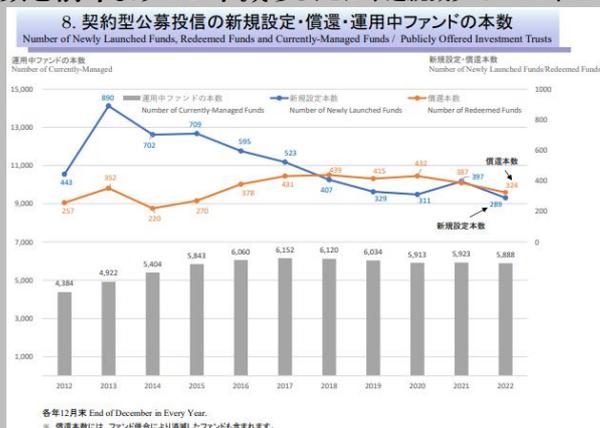
【図1-16】日米欧のファンド本数と運用資産残高の比較<sup>21</sup>

	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

(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」)

ただ、**日本の公募投信(除くETF)の本数は5,553本と米国のミューチュアルファンド(除くインスティテューショナルクラ  
 ス)12,962シェアクラスより少ない。** 米国のミューチュアルファンドのファンド本数(FOFを除く)は7,393本だが(2023年5月  
 23日付 Investment Company Institute/ICI Fact Book)～ <https://www.ici.org/system/files/2023-05/2023-factbook.pdf> )、この「ファンド」は日本の「マザーファンド」で実際に日本の投資  
 家が買う「ベビーファンド」はシェアクラスに近く、その米国での本数は23,175本。純資産22兆1101億ドル/約  
 2,899兆円なので1ファンドあたり29億9,068万ドル/約3,921億円、1シェアクラスあたり9億5,405万ドル/約  
 1,251億円。

2023年1月27日に日本の投資信託協会が発表した「投資信託の主要統計/Factbook of Japanese  
 Investment Trusts」によると、2022年12月31日現在の公募投信は5,888本( <https://www.toushin.or.jp/topics/2023/22661>、バックナンバー……  
<https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/index.html> )。2022年に公募投信の新規設定を289本しておりファンド数を増やしたが、合併および償還  
 を324本しており、ファンド数を前年より-35本減らした(5年連続減少で2013年12月31日以来の少なさ)。

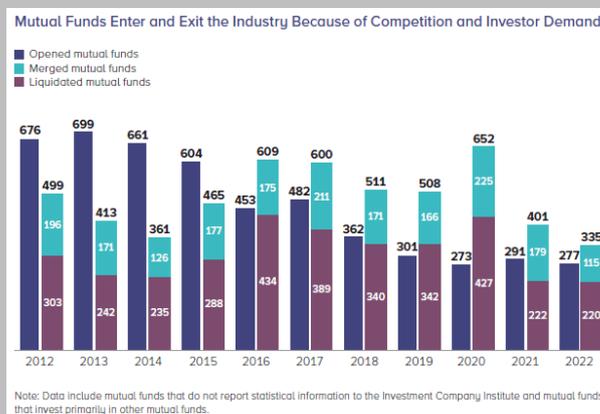


(出所: 2023年1月27日付投資信託協会「投資信託の主要統計等ファクトブック」)

米国ではミューチュアルファンド、つまりETFやMMFを除いて見ているので、日本も公募株式投信(除くETF)のフ  
 ンド本数を見ると、それは5,553本で前年より-62本減らした(5年連続減少で2013年12月31日以来の少なさ)。記事の  
 「投信本数は約1万4000本」は、**私募投信(8,412本/純資産110兆3,338億円)のほか、公募投信のETF、公社債投信  
 (MRFが96.4%を占める)、投資法人(J-REIT/不動産投資信託が98.8%を占める)を含んだ投資信託合計14,367本であらう。**

公募株式投信(除くETF)の純資産は83兆5,835億円なので、1本あたり純資産は約151億円。「米国の5%」ではなく「米国の12%」がより正確である。さらに、米国のミューチュアルファンドにはインスティテューショナル(機関投資家)クラスと言う日本の私募投信に相当するシェアクラスを含む(2022年12月31日現在 Institutional 7兆4,180億ドル/45.5%、Non-Institutional 8兆8676億ドル54.5%~Morningstar Direct)。**ミューチュアルファンド(除くインスティテューショナルクラス)は12,962シェアクラスあるので(2023年7月現在~Morningstar Direct)、1シェアクラスあたり純資産は6億8,412万ドル/約897億円となる。「米国の5%」→「米国の12%」→「米国の17%」**(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セスレポート2020」~[https://www.am.mof.go.jp/next/col/raee\\_200720.pdf](https://www.am.mof.go.jp/next/col/raee_200720.pdf))。記事の「(日本の)投信本数は約1万4000本と米国(約1万本)より多い」は「日本の公募投信(除くETF)の本数は5,553本と米国のミューチュアルファンド(除くインスティテューショナルクラス)12,962シェアクラスより少ない」と言う事である。

**米国の投信会社は投資家需要に沿い2022年にミューチュアルファンドの新規設定/Opened mutual fundsを277本しておりファンド数を増やした。だが、投資家の関心を惹かないミューチュアルファンドについては2022年に合併/Merged mutual fundsを115本、清算/Liquidated mutual fundsを220本、計335本ファンド数を減らしており、ネットで-58本減**(2023年5月23日付 Investment Company Institute/ICI「ICI Fact Book」~<https://www.ici.org/system/files/2023-05/2023-factbook.pdf>)



(出所: 2023年5月23日付 ICI/Investment Company Institute「ICI Fact Book」)

米国でもミューチュアルファンドの新規設定はあり、もし合併および清算が無ければ本数はずっと多かった。**米国のほとんどを占める会社(投資法人)型(ミューチュアルファンド、オープンエンドのETF、クローズドエンド・ファンド、REIT、BDC、MLP)の場合、要件を満たせば合併および清算に投資家の承認は不要**である。一方、日本の個人向け投信に多い契約型の追加型株式投信の場合、併合は受益者の利益に及ぼす影響が軽微なもの以外、**(受益権口数の3分の2以上の賛成による)書面決議が必要**で、受託銀行を同じにする必要がある。さらに、併合に対応する計理システムも存在しないなど、実務上の課題が多い。2019年11月29日、公募投信で初の「併合」が発表されたが(2020年5月27日実施)、投信会社も販売会社も受託銀行もシステム会社もベンチマークも(共にパッシブ運用)同じ(存続するファンドは純資産45.3億円、信託報酬0.44%、信託期間無期限。吸収されるファンドは純資産0.3億円、信託報酬0.55%、信託期間2020年12月18日)。

**繰上償還については、約款に償還の条件を明確に定めていれば受益者の賛否を問わず繰上償還出来るが、そうでなければ、併合と同様である。日本で契約型をJ-REIT/不動産投資信託の様な会社型にする事も考えられる。**J-REITは2001年3月16日に設定された日本ビルファンドマネジメント「日本ビルファンド投資法人」が初めてだが、その8年5か月後の2009年8月6日に既に「併合(日本レジデンシャル投資法人とアドバンス・レジデンス投資法人)」を発表している(投信法を根拠にした金融商品で初の合併)。そして、それはその後も続き、現在も**「不動産投資信託(REIT)の合併が相次いでいる。」**(2023年7月7日付日本経済新聞「REIT合併が映す停滞、増える総合型、透明性低下、マネー離反も」~<https://www.nikkei.com/article/DGXZQJ018P630PW1A700C2000000/>)。初のREIT合併時に言われたのが、「投信の合併に関しては、販売会社にとってはメリットはないに等しい。投信が合併すると、管理手数料に相当し販売会社の収入となる信託報酬は安い方のファンドにさや寄せされる。合併で同じファンドを扱うことで、別の販売会社に顧客を取られるリスクも高まる。顧客との接点がない運用会社が販売会社を果たして説得できるか微妙で、『手間と労力を考えると、時間を要しても規模が小さい投信は償還期限を待った方がいい』(国内運用会社)というのが本音のようだ。…(略)…。REITは取引所に上場しているので投資家が直接購入する形となり、販売会社の問題は起きない。」(2009年8月18日付日経ヴェリタス「REITの合併劇、投信で起きない理由」~<http://www.nikkei1916.com/rsk/>)である。



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：  
「 <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/> 」。

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](mailto:kenji-matsuo@am.mufg.jp) )、  
窪田 真美( [mami1-kubota@am.mufg.jp](mailto: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いませんので、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注意ください。
- 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。



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