NIPPON INDIVIDUAL SAVINGS ACCOUNT

【投信調査コラム】日本版ISAの道　その311

情報提供資料
2020年7月20日

# 「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)～

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
窪田 真美

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

## 日本の金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」が話題

日本の金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」が話題である。 各種メディアに掲載された記事や寄稿の見出しと URL を下記する(オウンドメディアやメディアプラットフォームを含む、掲載日付順で敬称略)。

1. 6月19日付QUICK「業界必読、『資産運用業高度化』・金融庁がプログレスレポートを公表 - 資産運用研究所」( https://moneyworld.jp/news/05_00028072_news ) *本レポートのデータの多くの出所。
2. 6月22日付モーニングスター「国内公募投信のパフォーマンスを抜本的に向上するための方法、金融庁が運用業高度化レポートを発表」( https://www.morningstar.co.jp/market/2020/0622/fund_00865.html ) *本レポートのデータの出所。
3. 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MiFIDⅡ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 ) *当コラムの事でオウンドメディア。
4. 6月22日付みずほ証券「金融庁の『資産運用業高度化プログレスレポート2020』 - 菊地正俊」( https://www.mizuho-sc.com/index.html )
5. 6月22日付note「金融庁の"資産運用業高度化プログレスレポート2020"はピント外れも甚だしい! - renny」( https://note.com/renny/n/na64448dcd2b6?scrollpos=comment ) *メディアプラットフォームの旧ピースオブケイク。
6. 6月26日付日本経済新聞「少額投信の乱立、金融庁『非効率』 進まぬ併合、統治も不足」( https://www.nikkei.com/article/DGKKZO60790240V20C20A6EE9000/ )
7. 6月27日付東洋経済オンライン「金融庁の『資産運用高度化室』はポエムに近い? -山崎元」( https://toyokeizai.net/articles/-/359311 )
8. 6月28日付note「『JAMPの視線』No.26 - 大原啓一」( https://note.com/keiichi_ohara/n/ne24943666ac2 ) *メディアプラットフォームの旧ピースオブケイク。
9. 7月3日付時事通信社「金融懇話会～アフターコロナ時代の金融～遠藤金融庁長官(資料のp.70～73)」( https://financial.jiji.com/materials/pdf/financial_gathering_20200703.pdf 、 https://financial.jiji.com/main_news/article.html?number=52 )
10. 7月5日付産経新聞/イザ!「コロナ渦で『指数連動』投資が人気　運用益や手数料に魅力 林修太郎」( https://www.iza.ne.jp/smp/kiji/economy/news/200705/ecn20070500000002-s1.html )
11. 7月5日付note「『JAMPの視線』No.27 - 大原啓一」( https://note.com/keiichi_ohara/n/n63bfeea42515 ) *メディアプラットフォームの旧ピースオブケイク。
12. 7月6日付年金情報No.834「金融庁、私募投信や投資一任運用を調査」( https://www.r-i.co.jp/pension/news_magazine/2020/07/news_magazine_20200703_1_1.html )
13. 7月8日付 QUICK「『パッシブ優位』理由は日銀買い、運用会社の独立性も課題」( https://moneyworld.jp/news/05_00029251_news ) *本レポートのデータの多くの出所。
14. 7月9日付朝日新聞「投信『アクティブ型』不振　小規模乱立、背景に業界構造 - 柴田秀並」( https://digital.asahi.com/articles/ASN78756TN77ULFA02B.html?_requesturl=articles%2FASN78756TN77ULFA02B.html&pn=5 )
15. 7月13日付ファンド情報「指数特化の運用会社を期待　金融庁、投信併合で運用効率化促す」( https://www.r-i.co.jp/pension/products/fund/backNumber.html/#htmlContentId_477070 )

金融庁はこの「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」を発表した 2020 年 6 月 19 日から 7 月 20 日まで、本レポートの意見を受け付けていた( https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/20200619.html )。 30 日近くの意見受け付けと言うと、どこか政令や省令等を定めようとする際に行う行政手続法に基づくパブリックコメント(意見募集)の様であるが、そうではない(後述※1 参照)。 ただ、今後、本レポートを元にルールが策定され、日本の行政手続法に基づくパブリックコメントになる可能性はある(後述※2 参照)。

※1: パブリックコメント/パブコメ(意見募集)と審議会…

日本の行政手続法に基づくパブリックコメント/パブコメ(意見募集)は、国の行政機関が政令や省令等を定めようとする際に、事前に、広く一般から意見を募り、その意見を考慮することにより、行政運営の公正さの確保と透明性の向上を図り、国民の権利利益の保護に役立てることを目的とする(電子政府の総合窓口 e-Gov イーガブ「パブリックコメント制度(意見公募手続制度)について～ https://www.e-gov.go.jp/help/public_comment/about_pb.html )。

行政が法令や政策を決めていく過程で民意を反映させると言う事で、1999 年 3 月 15 日に「規制の制定または改廃にかかる意見提出手続き」でパブリックコメント制度導入が閣議決定されている。 審議会も民意を反映させる。「審議会は、中央省庁に附属し、その長からの諮問事項を調査・審議する合議制の機関で、国家行政組織法 8 条に規定されていることから『8 条機関』とも呼ばれる。 審議会の目的としては、行政への市民参加、専門知識の導入、公正の確保、利害の調整等が挙げられ、その委員は学識経験者や業界団体の長、消費者代表等で構成されている。 一方の**パブリック・コメントは、行政が何らかの政策決定を行う前に、その案や資料を広く市民に公表して、一定期間、意見募集を行う。そして、寄せられた意見を行政運営に活かすという参加手法で、欧米で広く実施されている。**…(略)…。審議会については、専門的知見の反映や利害調整という側面が重視され、その人選が特定の者に限定される等、広く一般に開かれた形にはなってはおらず、また、行政主導の進行で自主的な運営がしづらい等、様々な課題が指摘されている。 一方の**パブリックコメントは、今までの政策形成過程の透明性や参加機会を向上させた点で、その意義は大きい**ものの、制度自体が提示した案に対する意見集約であり、また、提出された意見の多少で事案を決する多数決的な手続きではない。 このため、少数意見でも場合によっては採用されるといったケースも見られ、その結果、意見反映の実現性や公平性、市民の参加意識の醸成などに課題を残している。」(価値総合研究所・Best Value2005 年 4 月「中央省庁における市民参加型の政策形成」～ https://www.vmi.co.jp/jpn/bestvalue/2005/best-value-vol9.html 、 https://www.vmi.co.jp/jpn/bestvalue/pdf/bv09/bv09_03.pdf )。

日本では案の公示日から起算して 30 日以上(原則で昨今の様な緊急時は 4 日と言う事もある)、意見を受け付け、その意見を活かし、案を修正・加筆(修正・加筆しない場合もある)、ルールを最終化する。 以上の詳細は日本の総務省行政管理局が運営する電子政府の総合窓口 e-Gov イーガブ( https://www.e-gov.go.jp/publiccomment/ )、金融庁の「パブリックコメント/新規制定・改正法令・告示」( https://www.fsa.go.jp/public/index.html )を参照の事。

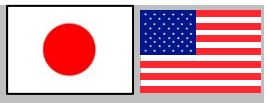
最近、日本の資産運用業界で話題となったパブリックコメントは、2020 年 3 月 24 日に金融庁の企画市場局がスチュワードシップ・コード(「責任ある機関投資家」の諸原則)再改訂で「ESG(環境・社会・企業統治)要素を考慮する」とした事である。 この時のパブリックコメントは 40 日強だった( https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324.html 、後述※3 参照)。

日本のスチュワードシップ・コードについては、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。

欧米のパブリックコメントも日本と近い。「日本と近い」と言うより、日本が欧米で普及していたパブリック・コメント/public comment を参考にした。 欧州ではルール策定前に市中協議文書/public consultation paper に対するパブリック・コメント/public comment を受け付ける(この流れを市中協議/public consultation)。 米国ではルールの提案とパブリックコメント/public comment(notice and comment)を行う。 欧米共に、30 日間(重要度に応じ 60 日間、90 日間もある)意見を受け付ける。

ちなみに、最近米国の年金業界で大きな話題となった DOL/労働省による ESG 投資に関するインベストメント・デューティー・レギュレーション/investment duties regulation は、2020 年 6 月 23 日から 30 日間のパブリックコメントを受け付け、その意見により提案を修正・加筆(修正・加筆しない場合もある)最終化し、米行政管理予算局/Office of Management and Budget/OMB が承認しルールは公布となる(OMB の局長はトランプ大統領が指名するので承認の可能性が高い)。

※2: プログレスレポート…



日本の金融庁のプログレスレポートは 2019 年 8 月 28 日に「金融仲介機能の発揮に向けたプログレスレポート」として監督局銀行第二課地域金融企画室が発表した事がある( https://www.fsa.go.jp/news/r1/ginkou/20190828.html )。 「『金融育成庁』としての、地域金融機関の企業支援機能の向上と、これを通じた地域経済への貢献のための直近1年間の取組みを、『金融仲介機能の発揮に向けたプログレスレポート』として、整理・公表」と言うものである( https://www.fsa.go.jp/news/r1/ginkou/20190828/02.pdf )。 ただ、飽くまでも報告で「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」の様な意見受け付けは無い。

古くは、2008 年 5 月 19 日、2008 年 12 月 26 日、2009 年 7 月 13 日、2010 年 8 月 4 日に「『ベター・レギュレーション』の進捗状況」として、総務企画局政策課が 4 回、プログレスレポートを発表している( https://www.fsa.go.jp/policy/br-pillar4.html 、 https://www.fsa.go.jp/common/conference/com/2009b/20090713.html )。 ここでも、「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」の様な意見受け付けは無い。

尚、日本の金融庁も関連する FSB/Financial Stability Board/金融安定理事会はプログレスレポート/Progress Reports を頻繁に発表している( https://www.fsb.org/publications/progress-reports/ )。 最新は 2019 年 12 月 18 日に発表した「『主要な金利指標の改革』進捗報告書/Peforming major interest rate benchmarks - Progress report」( https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R181219.pdf )。 このプログレスレポートも進捗報告である。 尚、FSB は事務局がスイスの BIS で、日本銀行が参加する BCBS /バーゼル銀行監督委員会や日本の金融庁が参加する IOSCO/証券監督者国際機構等が参加、国際ルール策定、各国・地域の当局への遵守をさせている。

ちなみに米国の SEC/証券取引委員会もプログレスレポートを発表している。 2010 年 10 月 29 日に「Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers Progress Report」( https://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/workplanprogress102910.pdf )。 国際会計基準/International Financial Reporting Standards /IFRS を 2011 年に適用すべきかについてである。 ただ、2010 年 8 月 12 日に SEC が 2010 年 10 月 18 日にパブリックコメントを求めて終わっており( https://www.sec.gov/rules/other/2010/33-9133.pdf )、パブリックコメントの結果を SEC が分析中に発表したものである。

本プログレスレポートの性格は「・米国内の報告体制と、投資家利益の基準設定の独立性のために、十分な進歩と IFRS の適用を考察、・新情報の入手や、改善、制約があれば、ワークプランを見直して修正」と言う(2010 年 11 月 15 日付金融庁「米国 SEC スタッフの『プログレスレポート(2010 年 10 月 29 日)』について」~ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyou/siryou/soukai/20101115/05_b.pdf )。

## 本レポートについて各種メディアに掲載された記事や寄稿

日本の金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」について各種メディアに掲載された記事や寄稿の主なものを見ると、次の三点が注目されている様である。 それらを紹介する共に、それら見る際の注意点を下記する。

### (1)米国(籍)投信とのパフォーマンス比較

「運用効率を示すシャープレシオと呼ぶ指標の過去 5 年の平均値は米国に劣る。」(2020 年 6 月 26 日付日本経済新聞「少額投信の乱立、金融庁『非効率』 進まぬ併合、統治も不足」～ https://www.nikkei.com/article/DGKKZO60790240V20C20A6EE9000/ )、「日米比較もしたところ、国内投信は米国より概して手数料が高く運用成績も劣る。」(2020 年 7 月 9 日付朝日新聞「投信『アクティブ型』不振 小規模乱立、背景に業界構造 - 柴田秀並」～ https://digital.asahi.com/articles/ASN78756TN77ULFA02B.html?_requesturl=articles%2FASN78756TN77ULFA02B.html&pn=5 )などとメディアに出ている。 これは本レポート p.9 の「過去 5 年平均のシャープレシオや累積リターンからは、米国投信のパフォーマンスの絶対水準の高さがみてとれる。」などの事と思われる。

A. 日本籍公募投信のパフォーマンス

| 分類 | 5年シャープレシオ平均 | 5年累積リターン平均(%) | エクスペンスレシオ平均(%) | ファンド数 | 期初純資産額(億円) |
|---|---|---|---|---|---|
| 全ファンド（パッシブ） | 0.40 | 22.60 | 0.44 | 450 | 66,366 |
| 全ファンド（アクティブ） | 0.20 | 9.70 | 1.49 | 3,029 | 555,260 |
| 国内株式（パッシブ） | 0.50 | 40.00 | 0.49 | 131 | 20,670 |
| 国内株式（アクティブ） | 0.40 | 30.90 | 1.57 | 526 | 60,686 |
| 先進国株式（パッシブ） | 0.47 | 37.00 | 0.38 | 63 | 7,747 |
| 先進国株式（アクティブ） | 0.23 | 12.00 | 1.79 | 415 | 76,969 |
| 新興国株式（パッシブ） | 0.24 | 15.20 | 0.54 | 22 | 751 |
| 新興国株式（アクティブ） | 0.20 | 12.80 | 1.96 | 220 | 24,766 |
| グローバル株式（パッシブ） | 0.44 | 32.60 | 0.26 | 2 | 47 |
| グローバル株式（アクティブ） | 0.17 | 8.20 | 1.78 | 34 | 12,014 |

B. 米国籍ミューチュアルファンドのパフォーマンス

| 分類 | 5年シャープレシオ平均 | 5年累積リターン平均(%) | エクスペンスレシオ平均(%) | ファンド数 | 期初純資産額(百万ドル) |
|---|---|---|---|---|---|
| 全ファンド（パッシブ） | 0.71 | 53.13 | 0.18 | 318 | 2,191,439 |
| 全ファンド（アクティブ） | 0.67 | 40.63 | 0.70 | 5,690 | 10,842,714 |
| 株式（パッシブ） | 0.73 | 60.97 | 0.18 | 202 | 1,803,657 |
| 株式（アクティブ） | 0.64 | 54.54 | 0.82 | 2,804 | 5,662,731 |

（参考）インフレ率5年平均　日本0.52% 米国1.55%
（注）日本は国内公募投信、米国はミューチュアルファンドが対象（日米とも19年12月末時点、ETF等を除く）。各ファンドの5年シャープレシオを残高加重平均して算出。
エクスペンスレシオは、投信の資産残高に占める運用報酬その他経費の比率を示す。日本のエクスペンスレシオは実質信託報酬、米国のエクスペンスレシオは実質信託報酬に加え監査費用、バックオフィス業務を担うトランスファー・エージェントへの費用を含む。各ファンドのエクスペンスレシオを残高加重平均して算出。日本の外国株式のファンドについては、円建てであるため、為替ヘッジの有無はあるものの全体として為替変動の影響を受ける傾向にある点に留意。
（出所）QUICK、モーニングスター

(出所: 2020 年 6 月 19 日付日本の金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」)

以上を見る際の注意点として、アクティブの評価にはインフォメーションレシオ/Information ratio も見たい。「アクティブリターン÷トラッキングエラー」もしくは「リターンとベンチマークのリターンとの差をアクティブリターンの標準偏差で割ったもの」だ。 シャープレシオなら、投資対象の詳細な分類別に見たい。 出来れば同じベンチマークのファンドとの比較をしたい。

Morningstar Direct によると、2020 年 5 月末の構成比率は日本籍投信(ETF を除く、MMF を除く)が「日本株 18%、米国株 9%、海外株(日本株と米国株を除く)28%」で、米国籍投信(ETF を除く、MMF を除く)が「日本株 0%、米国株 47%、海外株(日本株と米国株を除く)9%」である。 一方、Bloomberg によると、2019 年末までの 5 年間の年率リターンと年率変動率は日本の TOPIX 配込み株価指数が「リターン+6.4%、変動率 17.2%」で、米国の S&P500 トータルリターンインデックスが「リターン+11.7%、変動率 13.7%」である。 米国株が圧倒的に多い(日本株が圧倒的に少ない)米国籍投信が日本籍投信よりかなり良くなるのは自然である。

パフォーマンスは 5 年以外も見たい。 本レポート p.25 の「海外の資産運用会社の取組み事例」に「運用者の評価・報酬制度について、運用残高の増減は考慮せず、中長期の運用実績により評価。 1年～5 年の運用実績で評価するとしている先が多いが、長期運用を前提として 8 年、 10 年といったより長期の実績を評価対象とする先も見られた。」とあった通りである。 尚、米国の SEC/証券取引委員会は投信評価に「1、5、10 年」を義務付けている( http://www.sec.gov/rules/final/33-7512f.htm#E12E2 )。 本レポートでは基本 5 年となっている。

パフォーマンスに関わるコスト(実質信託報酬、エクスペンスレシオ)はアンバンドリング(販売手数料及び代行手数料を投信の外枠でアドバイザリー・フィーとして徴収する事)を考慮したい。 米国(英国等)ではコストのアンバンドリングが増えている。 日本の販売手数料及び代行手数料が外枠となって投信のコストにカウントされなくなっている。自然と日本(やカナダ)のコストは高く見える事となる。 特に米国バンガード/Vanguard のファンドの様に元々アンバンドルされているパッシブファンドが拡大、残高上位の多くを占めると、残高平均コストには顕著な影響がある。

日米比較(海外との比較)では、バンドルされているファンド同士の比較、アンバンドルされているファンド同士の比較、それに加え、残高が同程度のファンド同士の比較、残高加重平均だけでなく単純平均が見たい。 このあたりの詳細は、2020 年 2 月 3 日付日本版 ISA の道 その 295「日本の証券手数料は海外に比べ割高?～米国より情報が早い日本の投信協会、手数料批判に反論するカナダの投信協会。 欧米著名大博士「世界のミューチュアルファンド・フィー」の 2019 年版を作成した所、厳しい規制の英国やオーストラリアでコミッションやフィーが急低下する中、英国は今、RFA の 5%初期手数料等でロードファンドの購入時手数料は 3 年連続上昇中。～」
( https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200203.pdf )を参照の事。

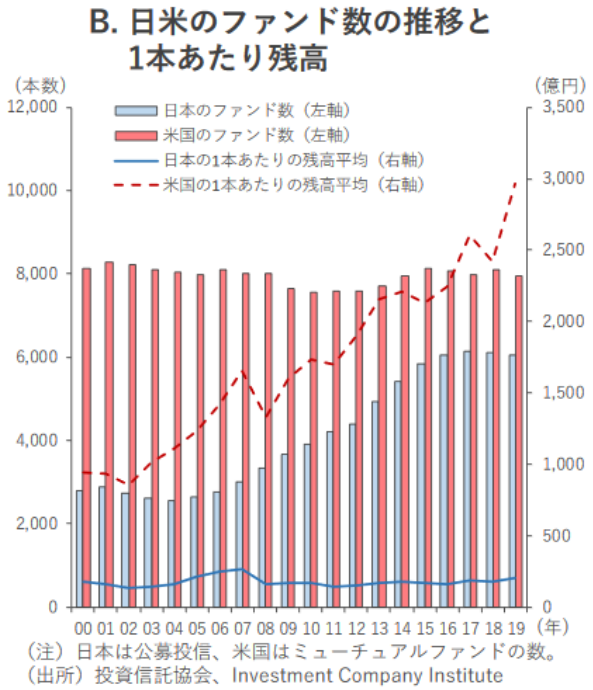
回転率/Turnover Rate も考慮したい。 設定もしくは解約が多く回転率が高い場合、キャッシュ・ドラッグ/cash drag(解約に備え純資産の 3～5%相当の現金相当を保有する事で生じるリターン押し下げ要因)などが働く。 設定もしくは解約が直接パフォーマンスに影響しない現物拠出型 ETF やモデル・ポートフォリオであればこうした考慮は不要だが、本レポートは日本の ETF を除く国内公募投信、米国は ETF を除くミューチュアルファンドである。 このあたりの詳細は、2019 年 2 月 18 日付日本版 ISA の道 その 256「SMA(ラップ)等マネージド・アカウント最新の変化(進化)である投信のモデル・ポートフォリオ化～米国セパレート・アカウントで最大の運用規模を誇る米国 PIMCO と販売規模を誇る米国モルガン・スタンレーの実例」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190218.pdf ) を参照の事。

## (2)ファンド数の日米比較

「日本は小規模な投信が乱立し、1 本あたり平均残高は米国の 1 割に満たない。」(2020 年 6 月 26 日付日本経済新聞「少額投信の乱立、金融庁『非効率』 進まぬ併合、統治も不足」～ https://www.nikkei.com/article/DGKKZO60790240V20C20A6EE9000/ )、「米国は手数料の低いパッシブ型が伸び、規模の利益で手数料をさらに下げて資金を集める循環が起きていた。 日本の投信市場は米国の 20 分の 1 ほどの資産規模なのに、本数は大きく変わらない。」(2020 年 7 月 9 日付朝日新聞朝刊「投信『アクティブ型』不振 小規模乱立、背景に業界構造 - 柴田秀並」～ https://digital.asahi.com/articles/ASN78756TN77ULFA02B.html?_requesturl=articles%2FASN78756TN77ULFA02B.html&pn=5 )とメディアに出ている。これは本レポート p.14 の「日本のファンド数は極めて多い。」などの事と思われる。

以上を見る際の注意点として、ファンドの意味が違う事がある。 本レポートの図表からして、2019 年末のファンド数は日本が 6 千本弱で米国が 8 千本弱、1 本あたり残高は日本が 200 億円前後で米国が 3000 億円弱だ。 日本国内公募投信(ETF を含む)の純資産 123 兆 1722 億円でファンド数 6,034 本、1 本あたり残高 204 億円が当てはまりそうである(日本の投資信託協会「投信概況」～ https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/ )。

日本国内公募投信(ETFを除く)は純資産79兆8272億円でファンド数5,858本なので1本あたり136億円となり本レポートと当てはまらない。 米国ミューチュアルファンド(MMFを含みETFを含まない)の純資産/Total net assets21兆2915億ﾄﾞﾙ/2,312兆円でファンド数/Number of funds7,945本、1本あたり残高26億7,986万ﾄﾞﾙ/2,911億円(日本の14倍)が当てはまりそうである(ICI/米国投資信託協会「投信ファクトブック2020/2020 Investment Company Fact Book」～ https://www.icifactbook.org/data/20_fb_data#sec1 )。



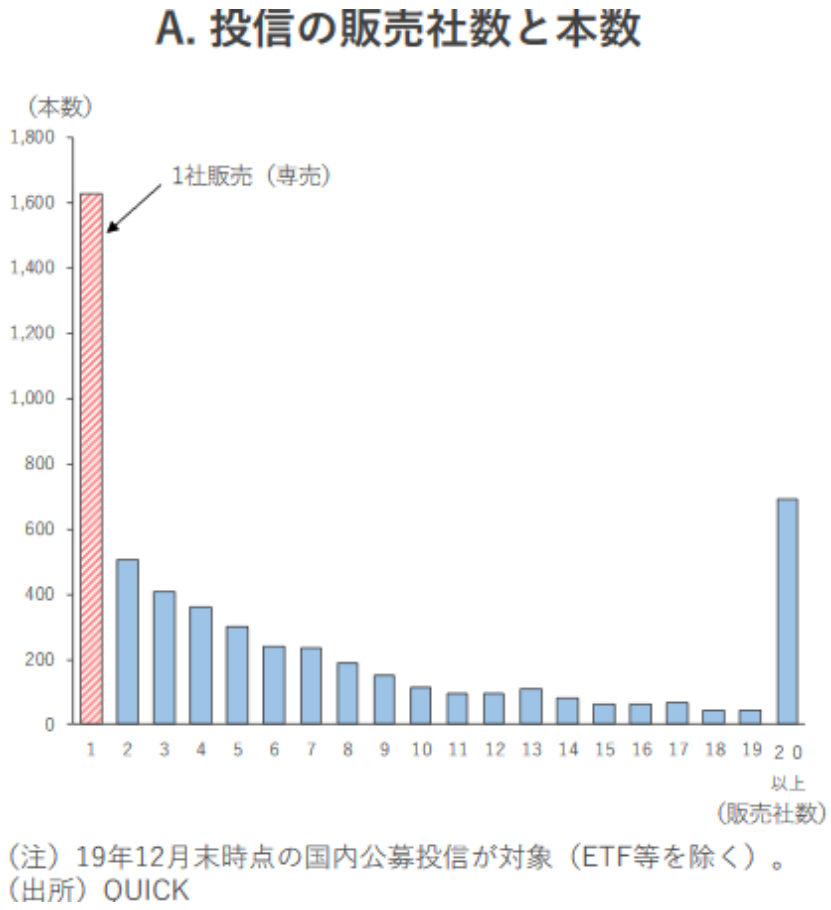

(出所: 2020年6月19日付日本の金融庁 「資産運用業高度化プログレスレポート2020」)

ここで注意点として、米国で言う「ファンド」は日本で言えば「マザーファンド」である。 ICIのファクトブックには「シェアクラス/Number of share classes」も出ており、それは24,593本。 つまり、1本あたり残高は8億6,576万ﾄﾞﾙ/940億円となる。 依然、日本の200億円前後より大きいが、日本の5倍弱で、先の「日本の14倍」よりかなり近くなる。 さらに、米国ミューチュアルファンドから、残高がかなり大きくなりがちなMMFや機関投資家向けファンド等を除けば、1本あたり残高は707億円となる。 これでも米国は大きい。

もう一つの注意点として、米国が突出して大きいのであって、本レポートでも参考とされる欧州はそれほど大きくない。 2019年末の1本(シェアクラス)あたり残高を確認すると、英国153億円、ドイツ247億円、フランス101億円、イタリア167億円、ルクセンブルグ59億円と、日本にかなり近い(欧州以外ではカナダ57億円、オーストラリア156億円)。 ただ欧州では(米国でもカナダでもオーストラリアでも)少額投信のファンド単位のコストを高くする(もしくは償還する)事で運営が可能となっている。 本レポートp.13の「日本では、純資産額50億円以下の少額投信の数が極めて多く、10億以下の投信も多数存在している。 また、ファンド単位でみると、少額投信の大半が、運営コストを超えるだけの運用報酬を得られていない可能性がある。」と言う事態は欧米ではあまりない。 このあたりの詳細は、2020年2月3日付日本版ISAの道 その295「日本の証券手数料は海外に比べ割高?～米国より情報が早い日本の投信協会、手数料批判に反論するカナダの投信協会。 欧米著名大博士「世界のミューチュアルファンド・フィー」の2019年版を作成した所、厳しい規制の英国やオーストラリアでコミッションやフィーが急低下する中、英国は今、RFAの5%初期手数料等でロードファンドの購入時手数料は3年連続上昇中。～」
( https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200203.pdf )を参照の事。

## (3)専用ファンド(専売)

「『専用ファンド(1 社独占販売)』の弊害。 親会社の販売を優位にするために、1 社限定のファンドを数多く設定し、その結果としてファンドの規模が十分に大きくならず、ファンドの運用コストが運用成績を圧迫しているのではないかと指摘している。」(2020 年 6 月 22 日付モーニングスター「国内公募投信のパフォーマンスを抜本的に向上するための方法、金融庁が運用業高度化レポートを発表」( https://www.morningstar.co.jp/market/2020/0622/fund_00865.html )、「リポートではアクティブ投信について、同一金融グループ内での専売商品が多いことや、手数料目当ての新規組成への傾倒がみられるとし、結果として運用効率の悪い小型投信が乱立したと指摘。」(2020 年 7 月 5 日付産経新聞/イザ!「コロナ渦で『指数連動』投資が人気 運用益や手数料に魅力 林修太郎」~ https://www.iza.ne.jp/smp/kiji/economy/news/200705/ecn20070500000002-s1.html ) とメディアに出ている。 これは本レポート p.15 の「(日本における)少額投信の乱立の一因として、新規商品の組成後の一定期間(半年~1年程度)、販売を 1 社のみに限る商慣行(専売)の影響が指摘されている。 専売の投信は、全体の本数の約 3 割を占めている。」」などの事と思われる。




(出所: 2020 年 6 月 19 日付日本の金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」)

以上を見る際の注意点として、欧米の専用ファンドがある。 フィデューシャリー・デューティーで米国よりも先行する英国ではむしろ増えており、最も売れていると言っても良い。 英国では RFA/Restricted Financial Advisers/限定 FA による対面専用商品が伸びているのである。 このあたりの詳細は、2020 年 2 月 3 日付日本版 ISA の道 その 295「日本の証券手数料は海外に比べ割高?~米国より情報が早い日本の投信協会、手数料批判に反論するカナダの投信協会。 欧米著名大博士「世界のミューチュアルファンド・フィー」の 2019 年版を作成した所、厳しい規制の英国やオーストラリアでコミッションやフィーが急低下する中、英国は今、RFA の 5%初期手数料等でロードファンドの購入時手数料は 3 年連続上昇中。~」( https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200203.pdf )を参照の事。

## 本レポートについて各種メディアにほとんど掲載されていないもの

金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」について各種メディアにほとんど掲載されていないものがある。それは次の二点である。 それらを紹介する共に、それら見る際の注意点も含め下記する。

**(1)英国における資産運用会社のガバナンスに係る政策対応、EU・MiFIDII におけるプロダクトガバナンス規制**

本レポート p.18 の「英国における資産運用会社のガバナンスに係る政策対応(Value for money の評価プロセス)、レポートの p.28 の「EU・MiFIDII におけるプロダクトガバナンス規制」についてである。 英国の VFM/手数料に見合った価値(AOV/価値の評価)及び EU・MiFIDII プロダクトガバナンス規制(英国の FCA 規制に由来)によって、手数料の中身が顧客に明らかになる。 本レポートを公表した金融庁総合政策局の森田局長が「海外の動向、特に英国における Value for Money 評価やプロダクトガバナンスに係る資産運用会社の取組み、更には FCA によるモニタリングの状況も参考に、運用パフォーマンスの『見える化』を一層進めていくとともに、運用力向上につながる各社の取組みも後押ししていきたいと考えている。」(2020 年 6 月 8 日付ファンド情報～ https://www.r-i.co.jp/pension/products/fund/backNumber.html?year=2020#htmlContentId_475939 ) と話しているものである。 本レポート内で今後、最も行政手続法に基づくパブリックコメント(前述※1 参照)が実施されそうに思われるものだ。

以上を見る際の注意点として、現在、欧州で進行する(世界的にも進行する)アクティブ・ファンドからインデックス・ファンドへのシフトがある。 欧州では、中小型株ファンドが 2018 年後半から純流出傾向にあり、中小企業に資本が回らなくなる事態を起こしている。 英国では 2012 年 12 月 31 日から段階的に、EU では(MiFIDII により)2018 年 1 月 3 日からコミッション(売買委託手数料)のアンバンドリング(売買執行手数料とリサーチ費用等に分離)をしており、中小企業/small and medium-size enterprises/SMEs へのリサーチカバレッジが減って中小企業に資本が回りにくくなっていた。 これを英国の VFM(AOV)及び EU・MiFIDII プロダクトガバナンス規制が加速している。 欧州当局の EC/欧州委員会(EU/欧州連合の行政執行機関)も理解しており、「中小企業/SME リサーチを増やす事を検討する必要がある。」と言ってアンバンドルした手数料を組み直すリバンドル/rebundle を示唆、2020 年 2 月 17 日～2020 年 5 月 18 日、MiFID Ⅱの見直しに関する市中協議/public consultation(前述※1 参照)を行っている ( https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12167-Review-of-the-regulatory-framework-for-investment-firms-and-market-operators-MiFID-2-1-/public-consultation )。

その他、英国 VFM(AOV)も EU・MiFIDII プロダクトガバナンス規制は開示に標準のフォーマットやデータ様式が無い為、ファイナンシャル・アドバイザーや投資家を混乱させており、インデックス・ファンドへのシフトで低コスト化、収益への圧力がかかる中、コンプライアンスやシステムのコストが資産運用会社及びアドバイザーに負担となっている。

現在、欧州の規制が見直されようとしている中、日本の金融当局は動向を見極めているのは間違いないはずだ。次の ESG も含め、金融当局の動向を注意深く見る事はとても重要である。 以上の詳細は、2017 年 12 月 25 日付日本版 ISA の道 その 209「2018 年 1 月 3 日から MiFIDII(ミフィッド・ツー)が始まる! 欧州ではクリスマス返上も!! PRIIPs、PSD2、RDR も含め理解～PSD2 によりオープン API でフィンテック拡大、データアグリゲーション型ロボアドやビットコイン活用デジタル・バンクも～」( https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_171225.pdf )、月刊「投資信託事情」2017 年 11 月号<Strategic Vistas>「MiFID Ⅱが全世界にリサーチ革命や市場構造変化のモーメンタムを起こす!? リサーチを巡り欧米で(米国内で)攻防も! 欧米の金融当局、証券会社、銀行、資産運用会社、アナリストは対応を急ぐ!!」～」( https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_171113.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 )を参照の事。

## (2)ESG/環境・社会・企業統治は欧州と米国、米国の民主党と共和党とでは大きく違う

本レポート p.6 の「C. 海外資産運用会社の主な戦略の例」にある「ESG を重視した運用やエンゲージメントの強化」、レポート p.22 の「海外の資産運用会社取組み事例」にある「運用リスク及び業務リスクに加え、地政学や ESG リスクも対象に一元的統合管理を実施」、p.30 の「2.資産運用業高度化に向けたその他施策」にある「SDGs・ESG の日本の資産運用業界への影響について調査・分析」とある事から「ESG を重視、考慮」への方向にありそうだ。

日本のメディアは本レポートの ESG について、2020 年 6 月 27 日付東洋経済オンライン「金融庁の『資産運用高度化室』はポエムに近い? -山崎元」( https://toyokeizai.net/articles/-/359311 )が「運用会社が投資先の『ESG』(環境・社会・企業統治)にかかわったり、運用会社の役職員に運用成績に連動する大きなボーナスを支払ったりすることを、『高度化』だと考えているのだとしたら、真の目標である『顧客の状態改善』から乖離してしまうだろう。 ESG は、それ自体が企業に取って重要であり、企業評価で大切なポイントだが、運用会社が投資先に対して働きかける仕事ではない。運用業界としては、ビジネスの手詰まり感から、新たに育てたいと思っている分野であるようだが、運用会社は真面目且つ効率的に運用を行えばいいのであって、余計な手間を掛けることを新手の商売にしようとしない方が『顧客本位』だ。」、2020 年 7 月 13 日付ファンド情報「指数特化の運用会社を期待　金融庁、投信併合で運用効率化促す」( https://www.r-i.co.jp/pension/products/fund/backNumber.html/#htmlContentId_477070 )が「当局は『ESG ファンドとかポストコロナファンドとか、そうした着眼点は重要だが、それでリターンが出せるのかということについて運用サイドから意見を聞いているのか疑問だ』(記者説明会での担当者発言)と説明。 ESG や新型コロナに関連したファンドの新規設定やラインアップ拡充が相次いでいる業界の現状を念頭に、短期売買を誘発するとして問題視されたかつてのテーマ型投信の二の舞いとならないよう、釘を刺した形だ。」と報じている。

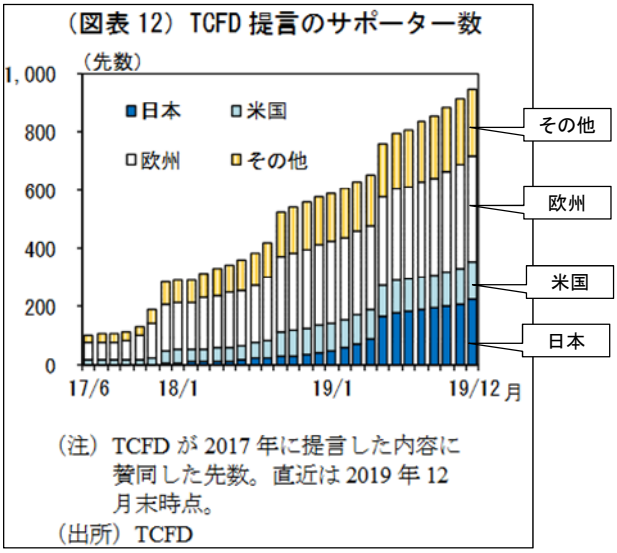
(2020 年 6 月 26 日付 Barron's「Why Big Companies Have Embraced Social Responsibility)

前述の英国の VFM(AOV)も EU・MiFIDII プロダクトガバナンス規制については、「本レポート内で今後、最も行政手続法に基づくパブリックコメント(前述※1 参照)が実施されそうに思われるものだ」と言ったが、ESG については、企業年金では、既にパブリックコメント済みである(前述※1 参照)。 金融庁企画市場局は 2020 年 3 月 24 日にスチュワードシップ・コード(「責任ある機関投資家」の諸原則)の再改訂版で「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG 要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』(最終受益者を含む。 以下同じ。)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。」としている(赤い下線部分が再改訂により追加された、

https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324.html 、 https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/02.pdf 、後述※3 参照)。

2020 年 3 月 24 日付スチュワードシップ・コード再改訂を受け、「日本の企業年金基金の間で、機関投資家の行動指針『スチュワードシップ・コード』を導入する動きが広がっている。 きっかけは 3 月の金融庁による指針の改定で、年金基金が守るべき要件が緩和されたうえ、投資家が企業の環境や社会課題への取り組みを一段と重視するよう促したため。 ESG(環境・社会・企業統治)投資の普及に弾みがつく可能性がある。…(略)…。金融庁は『企業の長期的成長に ESG は欠かせなくなりつつある。 投資家が ESG を考慮すれば、企業の成長を引き出せる』と改定の狙いを説明する。」(2020 年 7 月 3 日付日本経済新聞夕刊 1 面「企業年金も ESG 重視 投資家指針、資生堂など導入」~ https://www.nikkei.com/nkd/industry/article/?DisplayType=1&n_m_code=037&ng=DGKKZO61109350T00C20A7MM0000 )、「日本企業の間で機関投資家の行動指針『スチュワードシップ・コード』を導入する動きも広がっている。 6 月末時点での導入数は 35 年金で、1 年前の 19 年金から増加した。 日本経済新聞の調査によると、大手企業だけで 11 年金が導入を検討しており、金融庁が企業の環境や社会課題への取り組みを重視するよう促しており、今後も一段と増える可能性がある。ESG 投資の普及に弾みがつきそうだ。」(2020 年 7 月 10 日付 QUICK「注目集める ESG の『S』、スコア上昇は株価に追い風?」~ https://moneyworld.jp/news/05_00029505_news )となっている。「ESG(環境・社会・企業統治)関連ファンドが一般的な国内公募投信だけでなく、確定拠出年金やファンドラップにも広がってきた。…(略)…。日本での ESG 投資は、公的年金を運用する GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が ESG 指数を採用し、パッシブ運用を始めるなど積極的な取り組みを見せることで認知が高まった。」(2020 年 7 月 4 日付(日本の)モーニングスター「確定拠出年金、ラップにも広がる『ESG』~ https://www.morningstar.co.jp/market/2020/0704/fund_00891.html )となっている。

以上を見る際の注意点として、「欧米を参考とする」事が多い日本として、ESG を推進する欧州を参考にするのか、ESG を推進しない米国を参考にするのか、米国を参考にするとしても、ESG を推進する民主党を参考にするのか、ESG を推進しない共和党(トランプ政権)を参考にするのか、と言う選択がある。 中庸も選択となる。




(出所: 2020年7月16日付日本銀行「ESG投資を巡るわが国の機関投資家の動向について」のp.15、TCFD)

TCFD/Task Force on Climate-related Financial Disclosures/気候関連財務情報開示タスクフォース
TCFDとは、G20の要請を受け、金融安定理事会(FSB)*により、気候関連の情報開示及び金融機関の対応をどのように行うかを検討するため、マイケル・ブルームバーグ氏を委員長として設立された「気候関連財務情報開示タスクフォース(Task Force on Climate-related Financial Disclosures)」を指します。TCFDは2017年6月に最終報告書を公表し、企業等に対し、気候変動関連リスク、及び機会に関する下記の項目について開示することを推奨しています。

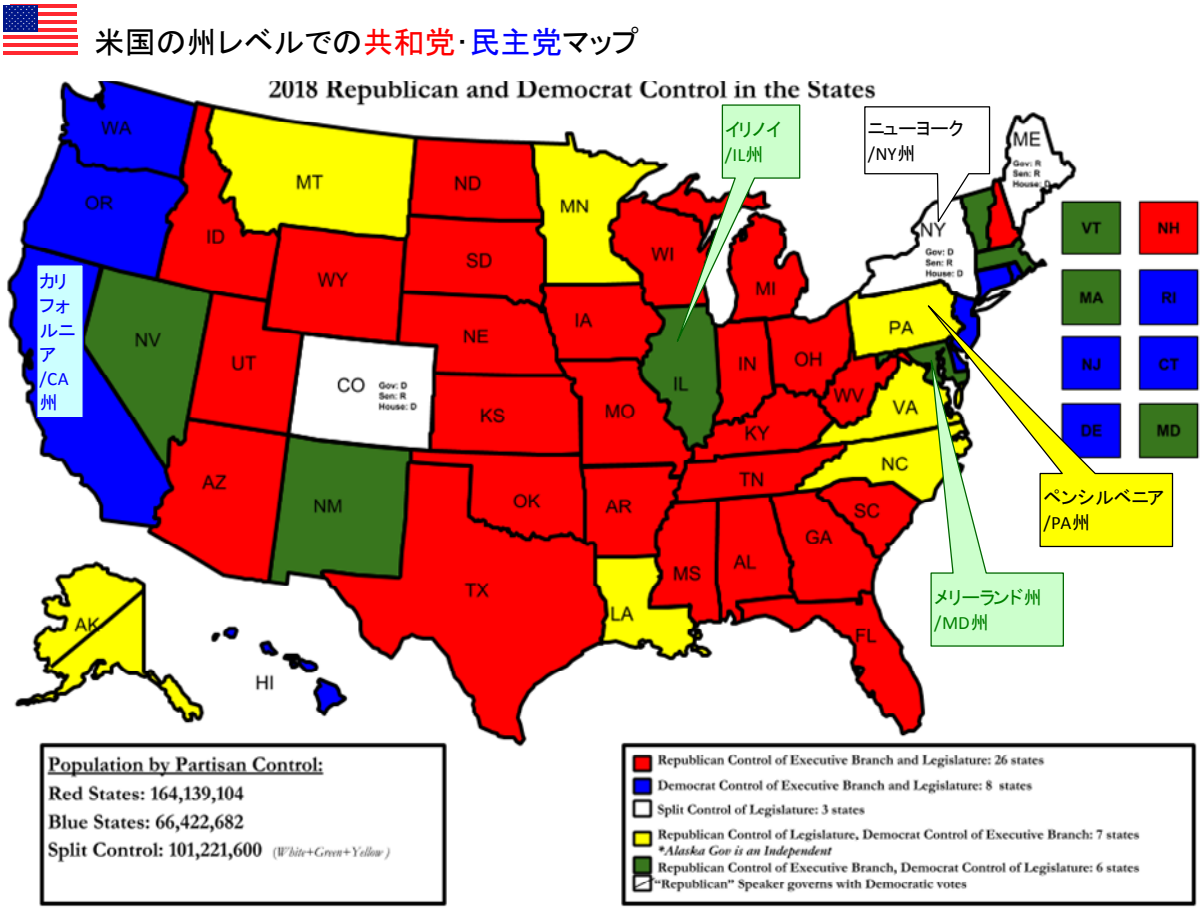
**ガバナンス(Governance)**:どのような体制で検討し、それを企業経営に反映しているか。
**戦略(Strategy)**:短期・中期・長期にわたり、企業経営にどのように影響を与えるか。またそれについてどう考えたか。
**リスク管理(Risk Management)**:気候変動のリスクについて、どのように特定、評価し、またそれを低減しようとしているか。
**指標と目標(Metrics and Targets)**:リスクと機会の評価について、どのような指標を用いて判断し、目標への進捗度を評価しているか。

*各国の金融関連省庁及び中央銀行からなり、国際金融に関する監督業務を行う機関

これは「米国頼みの事が多い日本など、官民揃ってかなり迷う所だ。 金融規制以外も同様で、例えば ESG で環境意識の高かったオバマ前大統領と、そうではないトランプ現大統領の対立である。」(2019 年 12 月 16 日付日本版 ISA の道 その 291「金融庁が参考とする米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/RegBI! 日本に同様の規則が適用されたら、衝撃度は米国の比ではない? 鍵は『執行(enforcement)による規制/ルール策定』!! 保険版フィデューシャリー・ルール『ベスト・インタレスト・レギュレーション 187』適用!!!」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_191216.pdf )と言う事である。

この事は当コラムではかつてより指摘していた事だが、つい最近出された日本銀行のレポートにも「欧州の機関投資家は、受託者責任を適切に果たす観点から ESG 要素の考慮が求められるなど、法制度面からのプレッシャーが強まっている。…(略)…。他方、米国の ESG 投資に対する法制度面の整備・推進の状況は、連邦政府や各州政府の間で差がみられる。 すなわち、現在の連邦政府は、相対的にみれば慎重な姿勢を示す一方で、カリフォルニア州やイリノイ州、ニューヨーク州などの一部の州では独自に ESG 投資を推進しており、具体的な法制度化に動いている。 例えば、カリフォルニア州では、ESG 投資の文脈のなかで、一部の年金基金に対して特定の産業からのダイベストメントを促す立法もみられている。…(略)…。ESG 投資のリスク・リターンを考えるうえで、将来のグローバルおよびローカルな政治・政策の方向性による影響は大きく、投資家はその帰趨に注目している。 しかし、世界各国の政策当局が、先行きの環境政策などで何を重視し、どのようなスピード感で対応を進めていくのか、という点に関する不確実性は大きい。」(2020 年 7 月 16 日付日本銀行「ESG 投資を巡るわが国の機関投資家の動向について」の p.6、p.18～ https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2020/ron200716a.htm/ )とあり、日本銀行も同様に考えていると思われる。

米国では SEC も、その定員 5 人には同じ政党から選出出来る委員は 3 人までであり、2 人の野党(民主党)枠がある。 米国の州政府にはカリフォルニア州やマサチューセッツ州、ニュージャージー州の様に行政も議会も民主党主導があって、その州の企業(資産運用会社を含む)は選択が難しい所である。 資産運用会社が多いニューヨーク州、カリフォルニア州、メリーランド州、イリノイ州などはトランプ大統領を選ばなかった民主党寄りの州(「青い州/blue state」)なのである。




*赤は共和党カラーでマップでは行政も議会も共和党。 青は民主党カラーでマップでは行政も議会も民主党。 緑は共和党が行政、議会が民主党。 黄は民主党が行政、議会が共和党。 白は議会が上院と下院で分裂。
(出所: Americans for Tax Reform、和文は三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部)

本レポートのヒヤリング対象となった「海外の資産運用会社」は米国本社だけで、世界最大の資産運用会社ブラックロック/BlackRock とゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント/Goldman Sachs Asset Management はニューヨーク州、キャピタル・グループ/Capital Group はカリフォルニア州、T ロウ・プライス/T.Rowe Price はメリーランド州、ヌビーン/Nuveen(TIAA の完全子会社)はイリノイ州と、民主党寄りの州である。

ただ、ブラックロックの会長兼 CEO であるフィンク/Fink 氏は「生涯民主党員/lifelong Democrat」(2010 年 3 月 2 日付 Vanity Fair「Larry Fink's $12 Trillion Shadow」～ https://www.vanityfair.com/news/2010/04/fink-201004 )と言われ、「ESG 投資家になりつつあるブラックロック/BlackRock (being an ESG investor)」(2020 年 7 月 2 日付米国モーニングスター・レケンターラー・レポート/Morningstar Rekenthaler Report「The Department of Labor Attempts to Throttle ESG Investing」～ https://www.morningstar.com/articles/990580/the-department-of-labor-attempts-to-throttle-esg-investing )と言われている。ちなみに、本レポートのヒヤリング対象となっていない米国最大の投信会社であるバンガード・グループ/Vanguard Group はペンシルベニア州にあり、同州は 2016 年にトランプ大統領を選出したが、1992～2012 年は民主党のオバマ前大統領も選出している為、共和党寄りの「赤い州/red state」と言わず、特定政党寄りではない「紫の州/purple state」と言われる(中庸と思われる)。

このあたりの詳細は、2018 年 10 月 22 日付日本版 ISA の道 その 242「米国で民主党がフィデューシャリーの青い波を起こす! ニュージャージー州統一フィデューシャリー基準案公表!! 共和党は SEC に KPI で SEC ルールを最優先させ、DOL に新しい DOL ルールを策定させる!!!」( https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_181022.pdf )、2019 年 12 月 16 日付日本版 ISA の道 その 291「金融庁が参考とする米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/RegBI! 日本に同様の規則が適用されたら、衝撃度は米国の比ではない? 鍵は『執行(enforcement)による規制/ルール策定』!! 保険版フィデューシャリー・ルール『ベスト・インタレスト・レギュレーション 187』適用!!!」( https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_191216.pdf )を参照の事。

その中、**2020 年 6 月 23 日に共和党主導の米国 DOL/U.S. Department of Labor/労働省が年金における ESG 投資について「インベストメント・デューティー・レギュレーション/investment duties regulation」を提案した**(DOL は米国企業年金に関する包括的な法律の ERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974/従業員退職所得保障法を管轄、規則制定等の権限を持つ)。 DOL の提案は 30 日間のパブリックコメント(前述※1 参照)を受けて、提案を修正して最終化、米行政管理予算局/OMB が承認し公布となる(OMB の局長はトランプ大統領が指名するので承認の可能性が高い)。

(出所: 2020 年 6 月 24 日付 InvestmentNews「DOL proposal could chill the use of ESG in retirement funds」)

2020 年 6 月 23 日に DOL は「民間企業年金は金銭的利益にならない社会的ゴールや政治的対象の手段ではない/Private employer-sponsored retirement plans are not vehicles for furthering social goals or policy objectives that are not in the financial interest of the plan。 労働者の退職保障を提供すると言う、単一の、非常に重要な社会的目標に揺るぎない焦点を当てて管理されるべき/ERISA plans should be managed with unwavering focus on a single, very important social goal: providing for the retirement security of American workers。 ESG 保有を抑制しようとしているわけではない。 しかし、ESG 投資を行う為にコストを増やしたり、リターンを減らしたりしてはならない。」と言い、新しい提案を出した(2020 年 6 月 23 日付 U.S. Department of Labor「U.S. Department of Labor Proposes New Investment Duties Rule」～
https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20200623-0 、 https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/ebsa/temporary-postings/financial-factors-in-selecting-plan-investments-proposed-rule.pdf 、
https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/fact-sheets/financial-factors-in-selecting-plan-investments 、後述※3 参照)。

※3: 日本の金融庁と ESG…

日本の金融庁(企画市場局)は、前述通り、2020 年 3 月 24 日にスチュワードシップ・コード(「責任ある機関投資家」の諸原則)の再改訂版で「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解**のほか運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG 要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮**に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』(最終受益者を含む。 以下同じ。)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。」(赤い下線部分が再改訂により追加)とした一方で、金融庁(総合政策局)は「当局は『ESG ファンドとかポストコロナファンドとか、そうした着眼点は重要だが、それでリターンが出せるのかということについて運用サイドから意見を聞いているのか疑問だ』(記者説明会での担当者発言)と説明。 ESG や新型コロナに関連したファンドの新規設定やラインアップ拡充が相次いでいる業界の現状を念頭に、短期売買を誘発するとして問題視されたかつてのテーマ型投信の二の舞いとならないよう、釘を刺した形だ。」(2020 年 7 月 13 日付ファンド情報「指数特化の運用会社を期待　金融庁、投信併合で運用効率化促す」)と報じられており、米国の DOL/労働省(及び SEC/証券取引委員会)に近い(後述※5 参照)。

米 DOL/労働省のインベストメント・デューティー・レギュレーションの影響については、米国モーニングスターの説明がわかりやすい。 それは、「DOL/労働省は民間の退職制度を監督しており、規制は企業年金と 401(k)プラン等に適用され、リテール投資口座、エールの寄付基金/Yale's endowment fund、カリフォルニア州の公務員にサービスを提供する国内最大の年金 CalPERs などのポートフォリオには適用されない。 その為、DOL の提案が米国に投資する ESG を破壊する事は無い。 しかしそれでも DOL は 9 兆ﾄﾞﾙの資産を監督している。 これは米国株式市場の価値の約 30%で、ESG にとって痛みを伴う事になる。 また、DOL の行動が他の規制当局の同様の措置を引き起こす可能性がある。」(2020 年 7 月 2 日付米国モーニングスター・レケンターラー・レポート/Morningstar Rekenthaler Report「The Department of Labor Attempts to Throttle ESG Investing」
～ https://www.morningstar.com/articles/990580/the-department-of-labor-attempts-to-throttle-esg-investing )。

アメリカ退職協会/American Retirement Association の CEO であるグラフ/Graff 氏は「ESG 投資に冷たい/chilling ものである。 ESG 投資について不必要に否定的である。 私は同意していないが、ESG 投資に問題がある様に思われる。」、小規模事業主の団体である米国商工会議所/The U.S. Chamber of Commerce 資本市場競争力センターのクアドマン/Quaadman 氏は「リターンを年金や退職口座の中心に返すもので DOL 提案は称賛されるものだ。」と支持する。

一方、国連がサポートする団体である責任投資原則/Principles for Responsible Investment/PRI のレイノルズ/Reynolds 女史(英国人)は「DOL の提案は気候変動など重要な ESG 要因が我々の経済と資産価格に重大な影響を与える為、投資家にとってより多くのリスクを生み出すだろう。」(PRI に米国から参加しているヘンドリックス/Hendricks 女史は、厳しい排ガス規制を設けてトランプ大統領に反発する民主党寄りのカリフォルニア州の教職員退職年金基金/California State Teachers Retirement System Board/CalSTRS の人間) と反対している(2020 年 6 月 24 日付 ThinkAdvisor「DOL Proposes Limit on ESG Investments in Retirement Plans」～ https://www.thinkadvisor.com/2020/06/24/dol-proposes-limit-on-esg-investments-in-retirement-plans/ )。

法律の専門家の意見は次の通り。 ストラドリー・ロノン・スティーブンス&ヤング/Stradley Ronon Stevens & Young の弁護士であるガースタイン/Gerstein 氏は「DOL の提案は年金基金など受託者/フィデューシャリー/fiduciaries が ESG 投資を慎重に検討すべきである。 特に適格デフォルト商品/Qualified Default Investment Alternative/QDIA に関してである。 DOL の提案は、ESG ファンド～テーマを含むかどうかにかかわらず～/ESG fund — themed or not —が QDIA(後述※4 参照)もしくは QDIA の一部になる可能性を排除するだろう。」と言う(2020 年 6 月 23 日付 Pensions & Investments「DOL proposal reinforces fiduciary role in ESG investing」～ https://www.pionline.com/esg/dol-proposal-reinforces-fiduciary-role-esg-investing )、「アグレッシブな提案である/It's an aggressive proposal。インパクト投資/Impact investing も社会責任投資/socially responsible investing も同様の投資戦略もこの提案の対象となる。 民間企業年金が ESG 投資をする際、新しい投資分析や文書化が必要となり、コンプライアンスのコストとリスクを増加させる。 例えば、気候変動は、ESG 投資をする十分な理由ではないかもしれない。」とも言う(2020 年 6 月 24 日付 InvestmentNews「DOL proposal could chill the use of ESG in retirement funds」～ https://www.investmentnews.com/dol-proposal-esg-retirement-funds-194444 )。

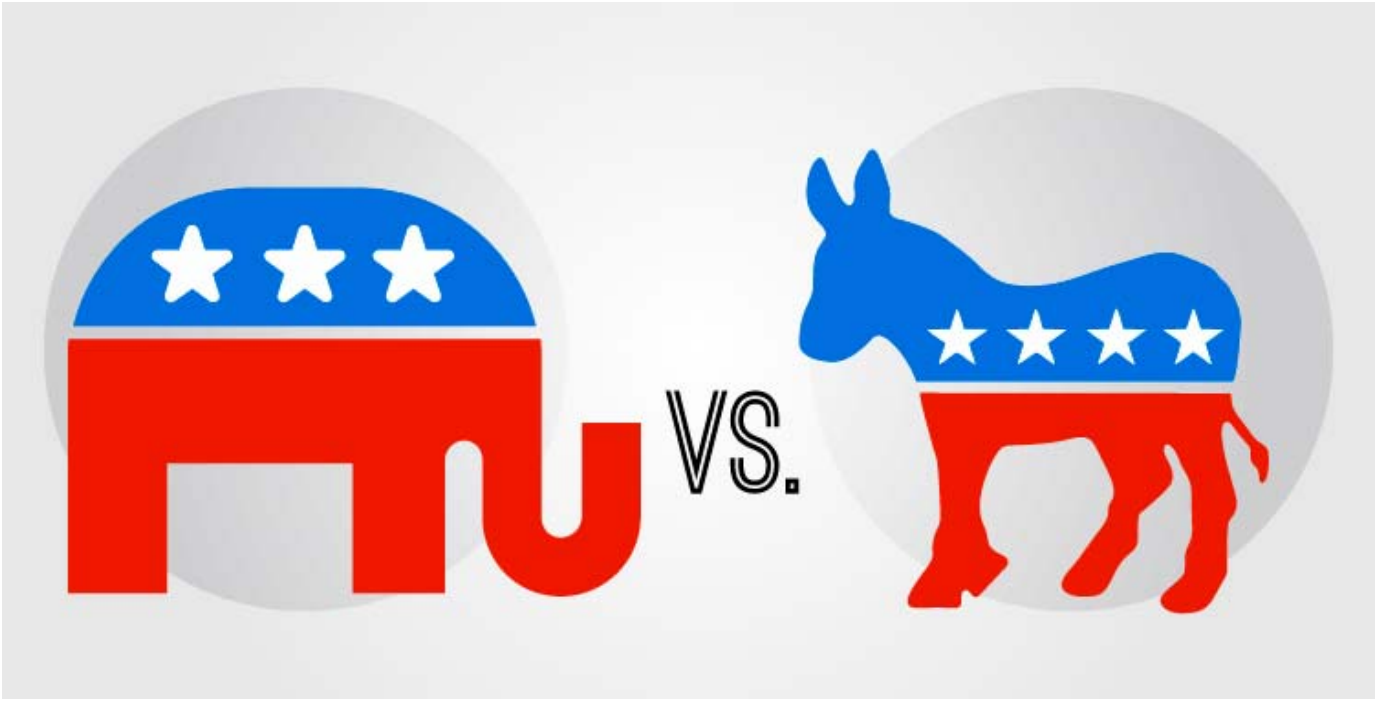
※4: QDIA…

401(k)プラン等の適格デフォルト商品(投資選択肢)/Qualified Default Investment Alternative/QDIA は、運用指図をしない加入者の投資先として予め指定されている商品で、(i)ライフサイクルもしくはターゲットリタイアメントデートのファンドもしくは口座/"life-cycle" or "targeted-retirement-date" fund or account、(ii)バランス・ファンド/"balanced" fund、(iii)ターゲットリタイアメントデートもしくは平均寿命を考慮するマネージド・アカウント/managed account 等である(2007 年 10 月 24 日付 Federal Register「Default Investment Alternatives Under Participant Directed Individual Account Plans」～ https://www.federalregister.gov/documents/2007/10/24/07-5147/default-investment-alternatives-under-participant-directed-individual-account-plans )。 尚、自動加入者は加入後 90 日以内に非加入を選択出来るが、その場合の為に、120 日間、流動性のある元本維持を目的とする商品もしくはファンドも QDIA となっている。 アメリカ・プラン・スポンサー協議会/Plan Sponsor Council of America によると、2018 年に 401(k)プランの 2.9%が ESG 投資を含み、資産残高の 0.1%であった(2020 年 6 月 25 日付 InvestmentNews「DOL's stance on ESG in 401(k)s could be difficult to undo」～ https://www.investmentnews.com/dol-esg-401ks-difficult-undo-194467 )。

要は政治が大きい。 前述の日本銀行のレポートに「ESG 投資のリスク・リターンを考えるうえで、将来のグローバルおよびローカルな政治・政策の方向性による影響は大きく、投資家はその帰趨に注目している。 しかし、世界各国の政策当局が、先行きの環境政策などで何を重視し、どのようなスピード感で対応を進めていくのか、という点に関する不確実性は大きい。」(2020 年 7 月 16 日付日本銀行「ESG 投資を巡るわが国の機関投資家の動向について」の p.6、p.18～ https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2020/ron200716a.htm/ )の通りである。

「民主党政権は通常 ESG 投資を支持するが、共和党政権はそうではないので、2020 年代の DOL が 2015 年に行った決定の一部を取り消そうとしている事は驚くべき事ではない。 党派の違いに加え、市場の間の争いも含まれる。 トランプ共和党政権は『石炭は偉大だ。 もっと石炭を/coal is great, more coal please。』と言い、ESG 投資家になりつつあるブラックロック/BlackRock (being an ESG investor)は『石炭は悪い。 石炭はもういい。』と答える。」(2020 年 7 月 2 日付米国モーニングスター・レケンターラー・レポート/Morningstar Rekenthaler Report「The Department of Labor Attempts to Throttle ESG Investing」～ https://www.morningstar.com/articles/990580/the-department-of-labor-attempts-to-throttle-esg-investing )である。

米共和党のシンボルマーク「ゾウ」と民主党のシンボルマーク「ロバ/ドンキー」(*)




(出所: Think Design「US Democratic and Republican Logo Designs」)

*Republican Elephant/米共和党のシンボルマーク「ゾウ」と Democratic donkey/民主党のシンボルマーク「ロバ/ドンキー」
共和党はゾウを「強い、威厳がある」と言い、民主党はゾウを「尊大、保守的」と言う。
民主党はロバ/ドンキーを「勇敢、謙虚」と言い、共和党はロバ/ドンキーを「愚か/Jackass、強情」と言う。

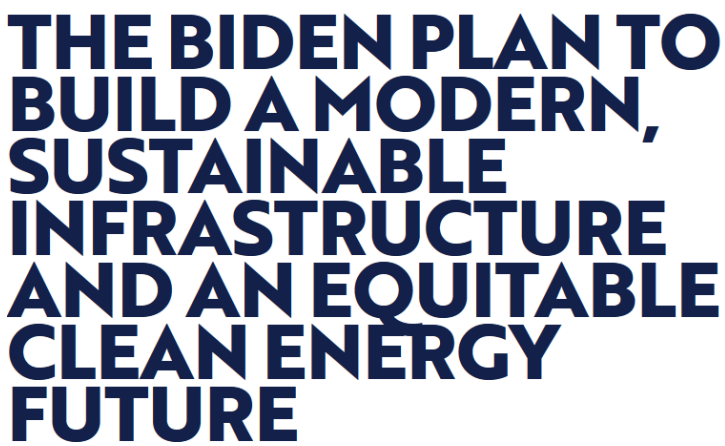
法律事務所であるフェーガ・ドリンカー/Faegre Drinker のレイシュ/Reish 氏は「これまで民主党/Democratic と共和党/Republican の政権が行ったり来たりした/back and forth on this with sub-regulatory guidance。 ガイダンスは新しい政権によって簡単に取り消され、今もその可能性がある。」と言い、法律事務所であるロープス&グレイ/Ropes & Gray のリヒテンシュタイン/Lichtenstein 氏は「2015 年 10 月 26 日にオバマ政権の DOL/Obama administration DOL は ESG が経済的要因/economic factors と考えられると言ったが( https://www.federalregister.gov/documents/2015/10/26/2015-27146/interpretive-bulletin-relating-to-the-fiduciary-standard-under-erisa-in-considering-economically )、2018 年 8 月 23 日にトランプ政権の DOL/Trump administration's DOL が ESG 要因を経済的なものとして考慮する事について警告した( https://www.dol.gov/agencies/ebsa/employers-and-advisers/guidance/field-assistance-bulletins/2018-01 )。」と言う(2020 年 6 月 25 日付 InvestmentNews「DOL's stance on ESG in 401(k)s could be difficult to undo」～ https://www.investmentnews.com/dol-esg-401ks-difficult-undo-194467 )。

尚、2018 年 8 月 23 日における警告について、DOL は「2018 年のガイダンスは、ERISA は受託者/フィデューシャリーがリターンを犠牲にしたり、非金銭的目標を促進したりする為にリスクを引き受ける事を許さないと言う DOL の長年の立場を繰り返した/ERISA does not allow plan fiduciaries to sacrifice returns or take on risk to promote "non-pecuniary" goals。」と言う(2020 年 6 月 23 日付 Pensions & Investments「DOL proposal reinforces fiduciary role in ESG investing」～ https://www.pionline.com/esg/dol-proposal-reinforces-fiduciary-role-esg-investing )。

ESG を推進する欧州でも、2020 年 6 月 25 日に独ワイヤーカード/Wirecard が破産手続きの開始を裁判所に申請すると発表した事を受けて、「ESG 投資は、投資先で不祥事が起きて多額の損失を被るリスクを避ける賢明な選択だとの認識が広がっている。 本当にそうだろうか。 破産手続きを開始した独フィンテック企業ワイヤーカード/Wirecard の場合を分析した所、破綻前のワイヤーカードの ESG スコアは低くなかった。 ESG スコアを提供する評価機関、MSCI とサステナリティクスはワイヤーカードを普通ランクに位置付けていた。 スイスの ESG 格付け会社レップリスクのランク付けでも『中間』と言う評価だった。 英系運用会社リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメントはほぼ中立という判断だった。 ESG をうたった有力な上場投資信託(ETF)の中にはワイヤーカード株を含むものもあった。」(2020 年 7 月 1 日付 Financial Times「Did ESG investors pass the Wirecard test?」～ https://www.ft.com/content/3aeb9395-1f4d-4774-8f4b-5331acc28e04 )と言われている。

共和党主導の DOL/労働省と同様、共和党主導の SEC/証券取引委員会も ESG を推進しない。「SEC/証券取引委員会は、投資対象と合致したファンド名を義務付ける既存ルールを ESG ファンドが守る必要があるかどうか検討中だ。」と言うが、DOL/労働省と同様、SEC/証券取引委員会も共和党主導である(後述※5 参照)。

政治と言えば、2020 年 11 月 3 日に大統領・議会選挙がある。 ESG を推進する民主党のバイデン/ Biden 前副大統領、さらに民主党が上院で過半数を奪回すれば、この DOL 提案は見直しとなる可能性が極めて高くなる。バイデン前副大統領は 2020 年 7 月 14 日、クリーンエネルギー経済を実現する為に 2 兆ﾄﾞﾙ/約 214 兆円を投資する計画を発表した。「風力タービンや持続可能な住宅、電気自動車の製造など、組合労働者の雇用創出を促進することも目指す。 これらの投資はわが国にとって『ウィン・ウィン・ウィン』だ。 雇用を創出し、エネルギーコストを削減し、気候を保護する。2035 年までに二酸化炭素を排出しない電力業界の実現には原子力の利用を継続しながら、再生可能な風力や太陽光、電力貯蔵施設の迅速な設置加速が必要となる。」と言っていた(Joe Biden for President「THE BIDEN PLAN TO BUILD A MODERN, SUSTAINABLE INFRASTRUCTURE AND AN EQUITABLE CLEAN ENERGY FUTURE」～ https://joebiden.com/clean-energy/ )。

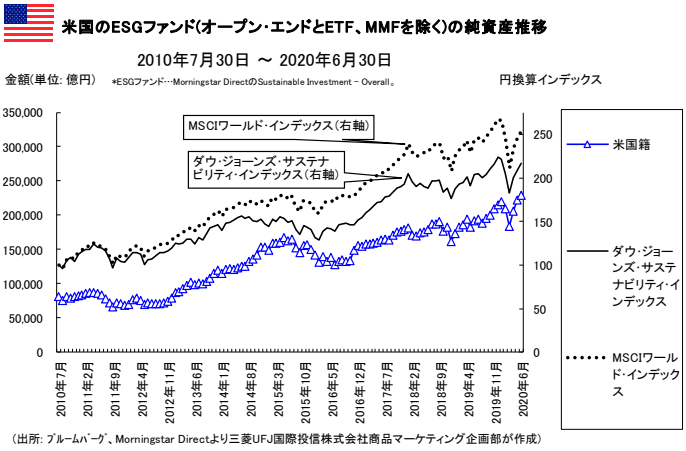


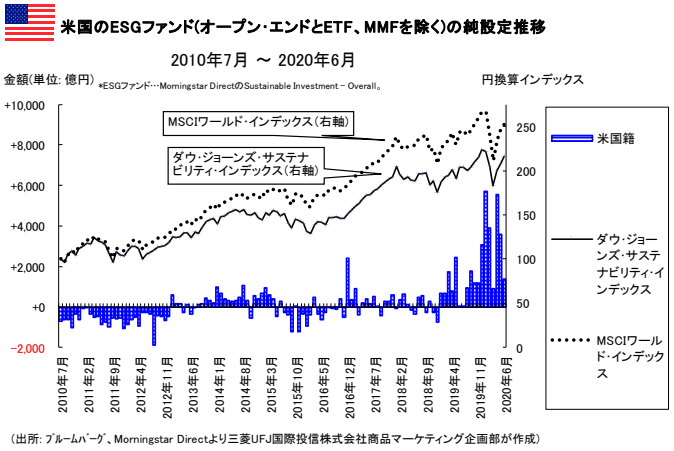

法律事務所であるロープス&グレイ/Ropes & Gray のリヒテンシュタイン/Lichtenstein 氏は「年末までに確定する規則は、民主党政権の可能性によって覆される可能性があるが、そのプロセスは必ずしも迅速なものではない。」(2020 年 6 月 25 日付 InvestmentNews「DOL's stance on ESG in 401(k)s could be difficult to undo」～ https://www.investmentnews.com/dol-esg-401ks-difficult-undo-194467 )と言う。

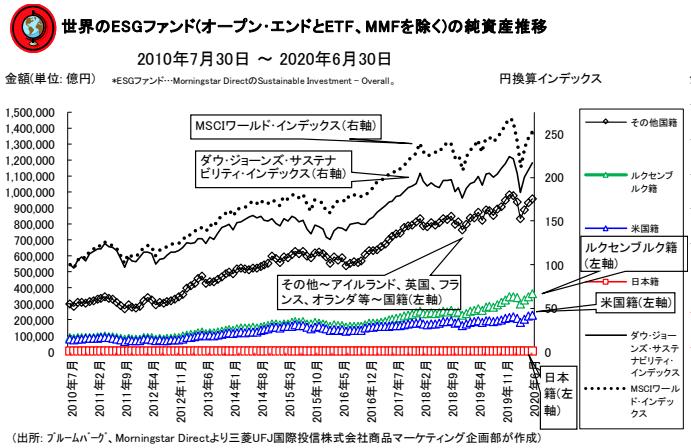
最後の注意点として、ESG ファンド/サステナブルファンドへの資金流入がある。 ダウ・ジョーンズ社が発行する米国で最も著名な投資週刊誌であるバロンズが次の様に言っている。

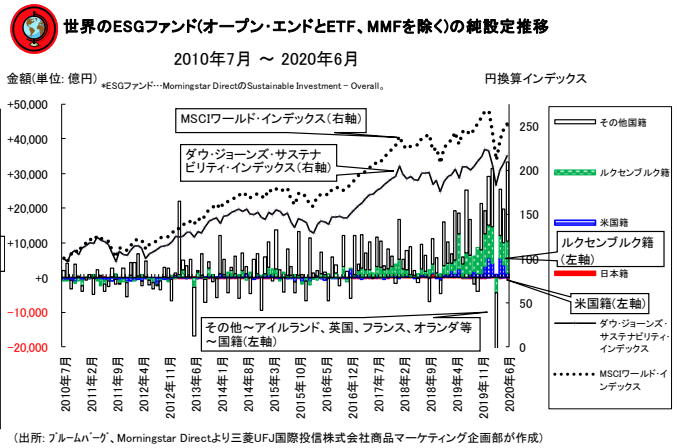
「モーニングスターによると、2019 年の米国のサステナブルファンドへの資金流入は、過去最高だった前年の 4 倍以上となった。 サステナブル原則と標準的な財務指標を組み入れたミューチュアルファンドや上場投資信託(ETF)への投資額は 1200 億ﾄﾞﾙに上り、10 年前の 300 億ﾄﾞﾙから大幅に増加した。 ピムコや GMO など多くの資産運用会社がこの投資スタイルを採用しており、世界最大の資産運用会社ブラックロックも今年、サステナビリティを投資プロセスの中心に据えると発表した。 一方、これらをたわ言/hooey と思う人にも力強い後ろ盾がある。 米 DOL/労働省は今月、ESG 投資への興味を弱める目的を持った動きとして、年金の運用受託者に対して『財務的な考慮事項にのみ基づき』投資先を選定するよう要請した。…(略)…。一方、SEC/証券取引委員会は、投資対象と合致したファンド名を義務付ける既存ルールを ESG ファンドが守る必要があるかどうか検討中だ。…(略)…。労働省が抑制しようとしているにもかかわらず、401k プランにサステナブル投資を選択肢として加えたいとの関心が強まっている証拠もある。 ヌビーンによる富裕な投資家やファイナンシャルアドバイザーの調査では、54%が退職準備貯蓄の全てを責任ある投資に配分すると答えた。 回答者が投資先に対処してほしい問題としては、従業員の公正な処遇(48%)、人権(48%)、気候変動(47%)などが挙げられた。」(2020 年 6 月 26 日付 Barron's「Why Big Companies Have Embraced Social Responsibility
～ https://www.barrons.com/articles/why-big-companies-have-embraced-social-responsibility-51593215927 )。

確かに米国の ESG ファンド/サステナブルファンドは純流入が加速している(下記図表参照)。 2020 年 3 月に米国ミューチュアルファンドが過去最大(1993 年 2 月からのデータで最大)の純流出に見舞われた時に純流入は素晴らしい(2020 年 5 月 26 日付日本版 ISA の道 その 306～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200526.pdf )。 ただ、その金額は小さく、世界で見ると、欧州が圧倒的となる。



世界のESGファンドの国別・通貨別純資産上位20　　2020年6月末現在
*ESGファンド…Morningstar DirectのSustainable Investment – Overall。

| 国籍の順位 | 国籍名 | ファンド(クラス)本数 | 純資産(百万円) | 比率(%) | 通貨の順位 | 通貨名 | ファンド(クラス)本数 | 純資産(百万円) | 比率(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | ルクセンブルク | 1,026 | 37,500,881 | 24.29 | 1 | ユーロ | 1,994 | 72,359,014 | 46.88 |
| 2 | フランス | 652 | 23,798,889 | 15.42 | 2 | 米ドル | 907 | 40,902,123 | 26.50 |
| 3 | 米国 | 430 | 22,981,272 | 14.89 | 3 | スウェーデン・クローナ | 275 | 18,220,426 | 11.80 |
| 4 | スウェーデン | 261 | 18,463,799 | 11.96 | 4 | 英ポンド | 197 | 8,170,379 | 5.29 |
| 5 | アイルランド | 292 | 13,304,241 | 8.62 | 5 | スイスフラン | 149 | 4,527,742 | 2.93 |
| 6 | 英国 | 162 | 7,163,185 | 4.64 | 6 | ノルウェー・クローネ | 91 | 3,918,241 | 2.54 |
| 7 | オランダ | 92 | 5,433,667 | 3.52 | 7 | 加ドル | 110 | 1,572,813 | 1.02 |
| 8 | ベルギー | 89 | 4,639,493 | 3.01 | 8 | 豪ドル | 108 | 1,249,683 | 0.81 |
| 9 | ノルウェー | 68 | 3,579,840 | 2.32 | 9 | 円 | 131 | 1,055,178 | 0.68 |
| 10 | スイス | 120 | 3,538,852 | 2.29 | 10 | デンマーク・クローネ | 68 | 1,029,415 | 0.67 |
| 11 | ドイツ | 143 | 2,827,470 | 1.83 | 11 | 人民元 | 45 | 704,349 | 0.46 |
| 12 | イタリア | 76 | 1,901,295 | 1.23 | 12 | NZドル | 31 | 264,235 | 0.17 |
| 13 | カナダ | 107 | 1,565,477 | 1.01 | 13 | 台湾ドル | 8 | 142,978 | 0.09 |
| 14 | オーストリア | 88 | 1,455,967 | 0.94 | 14 | ブラジルレアル | 45 | 66,810 | 0.04 |
| 15 | オーストラリア | 109 | 1,353,977 | 0.88 | 15 | インド・ルピー | 4 | 59,963 | 0.04 |
| 16 | デンマーク | 69 | 1,075,436 | 0.70 | 16 | 韓国ウォン | 67 | 47,476 | 0.03 |
| 17 | スペイン | 54 | 754,453 | 0.49 | 17 | 香港ドル | 2 | 29,531 | 0.02 |
| 18 | 中国 | 45 | 704,349 | 0.46 | 18 | チェコ・コルナ | 2 | 9,080 | 0.01 |
| 19 | リヒテンシュタイン(オーストリアとスイスの間) | 33 | 663,223 | 0.43 | 19 | バーツ | 8 | 8,801 | 0.01 |
| 20 | 日本 | 115 | 521,388 | 0.34 | 20 | リンギット | 6 | 8,325 | 0.01 |
| | 全41国計 | 4,258 | 154,358,648 | 100.00 | | 全26通貨計 | 4,258 | 154,358,648 | 100.00 |

(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)

日本では、大和総研「ESG 投資にブレーキをかける米労働省規則案　鈴木裕」が「わが国では、日本版スチュワードシップ・コードの改訂により、機関投資家には ESG 要因の考慮がむしろ求められるようになっており、日米で規制動向に大きな差異が現れている。」(2020 年 7 月 8 日付大和総研「ESG 投資にブレーキをかける米労働省規則案 鈴木裕」～ https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20200708_021639.html )と出している。「ESG(環境・社会・企業統治)関連ファンドが一般的な国内公募投信だけでなく、確定拠出年金やファンドラップにも広がってきた。」(2020 年 7 月 4 日付(日本の)モーニングスター「確定拠出年金、ラップにも広がる『ESG』～ https://www.morningstar.co.jp/market/2020/0704/fund_00891.html )と言われている中、とても重要な事である。

ESG 業界には衝撃的であるが、予想もされていた。 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 )や 2019 年 12 月 16 日付日本版 ISA の道 その 291「金融庁が参考とする米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/RegBI! 日本に同様の規則が適用されたら、衝撃度は米国の比ではない? 鍵は『執行(enforcement)による規制/ルール策定』!! 保険版フィデューシャリー・ルール『ベスト・インタレスト・レギュレーション 187』適用!!!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_191216.pdf )を参照の事。

以上だが、日本の金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」を熟読する事で、大変多くの事を理解する事が出来る。 その意味でまさに「業界必読」(2020 年 6 月 19 日付 QUICK「業界必読、『資産運用業高度化』・金融庁がプログレスレポートを公表 – 資産運用研究所」～ https://moneyworld.jp/news/05_00028072_news )であろう。 日本の資産運用業高度化/sophistication of asset management industry の為に何より必要な事はひとえに資産運用業に関係する人々の高度化に尽きると思われる。 本レポートを熟読、理解、「業界高度化」をめざして欲しい。

※5: 米国でもESG投資の人気が高まる中、米SECがESGファンドの実態調査…

「SEC/証券取引委員会が2018年来、ESGファンド等の投資マネジャーらを対象にして調査レター/examination lettersを送付、顧客に推奨した投資のリスト、ESG評価、ESG投資の最高・最低パフォーマンスなどを聞いている/list of the stocks it had recommended to clients, its models for judging which companies are environmentally or socially responsible, and its best- and worst-performing ESG investments。 ESG投資が本当に投資先企業のサステナビリティに資しているかを調査する為だ。 ファンドを構成する企業がESGの原則を厳格に守っているか、疑問の声も聞かれる為だ。 プロキシー・ボーティング/Proxy Voting/代理人の議決権行使も聞いている。」(2019年12月16日付WSJ「ESG Funds Draw SEC Scrutiny」～ https://www.wsj.com/articles/esg-funds-draw-sec-scrutiny-11576492201 )。

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!」で( https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_191118.pdf )を参照の事。

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…
「 https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html 」、
「 https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html 」
～Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索～

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。