

## 英国で義務化される投信の運用管理費用の妥当性評価

英国の資産運用市場改革では、投信の運営会社に対し、各ファンドの運用報酬などの支払いが顧客に提供する価値に照らして正当化されるか毎年評価し結果を公表することが義務化された。顧客本位の観点から信託報酬の妥当性を検討する日本の運用会社にも示唆を与える施策と言えそうだ。

### 英国の資産運用市場改革

英国で、資産運用市場の問題を総点検した「資産運用市場調査（AMMS）」の報告に基づく改革が進展している。今年4月には、その主要項目の一つ、投信のガバナンス改革などに関する最終方針や規則が公表された<sup>1)</sup>。

AMMSは、英金融監督官庁である金融行為監督機構（FCA）が2015年から一年半にわたって、機関投資家、リテール両方の資産運用市場で「競争が適切に働いているか」、「競争を阻害する要因はないか」という観点から実施した調査である。FCAがAMMSで資産運用市場の「競争」に焦点を置いた背景には、運用会社が商品・サービスを通じて顧客に「（運用報酬などの）支払いに見合った価値（VFM：Value for Money）」を提供するためのカギは市場の有効な競争だと考えていることがある。

AMMSでは、資産運用市場で競争原理が十分に働いていないことを示唆する証拠がいくつか示された。

第一に、ファンドの運用目的や手数料の意味が投資家にうまく伝わっていないことが示された。目論見書などの運用目的の記述からでは投資家が何を期待したらよいか分かりづらいこと、手数料については投資家の関心や理解が不十分だとする調査結果が提示された。

第二に、リテール向けアクティブファンドで価格競争の圧力が弱いことが示された。継続手数料<sup>2)</sup>が過去10年ほぼ同水準で安定し、運用報酬が運用規模に関わらず一定の料率に固まる傾向がある<sup>3)</sup>一方、運用業界の利益率は一貫して高いことなどが証拠として挙げられた。

こうした結果を受けて、昨年6月に公表された

AMMS最終報告書では広範な改善策パッケージが示され、1) 競争を促進するために商品・サービスの透明性を高めて、投資家のよりよい選択を支援する施策<sup>4)</sup>とともに、2) 顧客の理解や関心が不十分で競争圧力が働かないことを前提に、投資家保護を強化するため、投信のガバナンスを改善する施策が提案された。そしてその後、これに基づいて関連する調査や、ガイダンス・規則の導入に向けた議論が並行的に進められてきた。今回最終規則が示された投信運営のガバナンス改革などに関する施策も、こうした流れの一環である。

### 投信の価値に照らした運用管理費用の妥当性評価

今回の投信運営のガバナンス改革で注目されるのが、投信の運営会社（AFM）<sup>5)</sup>に対して、各ファンド財産からの支払い（AFMへの運用報酬に加え、第三者に支払われる預託手数料や監査報酬なども含まれる）が顧客に提供する総合的な価値に照らして正当化されるか毎年評価することを義務づけたことである。手数料を正当化できないと判断した場合には改善策を取ることを、評価の検証内容や結果を年次報告などで公表することも求められた。

FCAがこうした規則を導入した背景には、先述のアクティブファンドの手数料の調査結果が示唆するように、AFMが手数料を決定する際、投資家にVFMを提供しているか十分に考慮していないという認識がある。AFMは投資家の最善利益をを図る義務を課されているが、多くのAFMは自社グループの利益に反すると判断した場合には投資家の利益のために行動しない可能性がある、とFCAは指摘している。

本規制の第一のポイントは、評価で最低限考慮すべき

**NOTE**

- 1) FCA "Asset Management Market Study remedies and changes to the handbook -Feedback and final rules to CP17/18" (PS 18/8), April 2018.
- 2) 運用報酬に加えて、預託手数料、監査報酬なども含まれる。
- 3) AMMSでは、1) インデックス型ファンドでは継続手数料が過去10年で大きく低下した。2) 機関投資家向け個別勘定では運用報酬が規模に応じて料率が低下する、と指摘している。
- 4) こうした施策に関連して、FCAは、前述の、投信のガバナンス改革などに関する最終方針 (PS 18/8) と同時に、ファンドの目的・運用方針の表現やベンチマークの使用方法に関する諮問文書 (CP18/9) を公表している。
- 5) 英国では投信のAFM (authorised fund manager) がファンド運営に対して責任を負い、預託機関がAFMの運営監視、資産の保管に対して責任を負う。AFMは通常自らはポートフォリオ運用業務を行わず、同じ資産運用会社グループまたはサードパーティーのポートフォリオマネジャーに委託している。
- 6) 「サービス」には、投資家に直接提供されるサービスだけでなく、資産運用の意思決定のための投資プロセスなどの間接的なサービスも含まれる。
- 7) 評価項目を見直した結果、最終規則は、米国のミューチュアル・ファンドの取締役会が運用会社と投資助言契約 (運用報酬を含む) を更新する時に評価の項目として広く用いられているいわゆる Gartenberg 基準に近くなった、とFCAは述べている。
- 8) さらに今回の投信ガバナンス改革では、AFM取締役会の会長に対して、このAFMに対する投信の価値評価の義務を遵守させる責任を明示的に課す規則も導入された。

項目として、ファンドから支払われる「手数料」とそれに対応する「運用会社のコスト」に関連するものだけでなく、「サービスの質」<sup>6)</sup>、「パフォーマンス」といった、投信が提供する価値の側面が強調されたことである (図表)。FCAの当初案では、手数料と運用会社のコストとの兼ね合いを重視する姿勢も見られ、業界は「最低の手数料が最善という印象を与える」と懸念を表明していた<sup>7)</sup>。

第二のポイントは、評価項目の中には検証が簡単でなく、かなりの労力や判断力を要するものが含まれていることである。例えばファンドごとに手数料に対応したサービスのコストを算定するには、共通コストをファンド間で公平に配分するための理屈付けが求められる。

第三のポイントは、マーケットに精査されることを期待して、価値評価の定期的な公表が義務付けられたことである。AFMによる評価の信頼性が向上し、投信の価値を高めるための努力も促されるだろう。また今回の投信ガバナンス改革では、AFMの取締役会に4分の1以上 (かつ2名以上) の独立取締役を任命することが義務化された。価値評価の過程で第三者的な立場から知見を提

供したり問題を提起したりすることが期待されている<sup>8)</sup>。

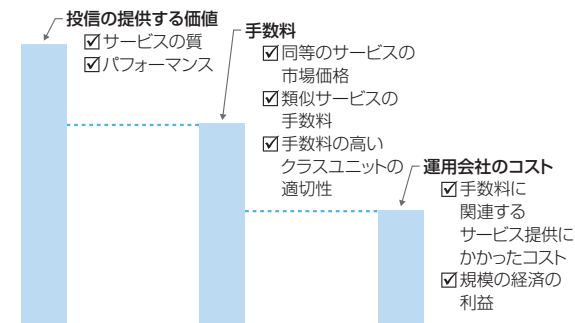
## 日本の資産運用会社への示唆

わが国では現在、昨年3月に金融庁が公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」を受けて、金融機関がそれぞれ独自の方針を策定し取り組みを進めている。運用会社も例外ではない。大手運用会社の中には顧客本位の観点から、投信の信託報酬の妥当性を検証する取り組みも見られる。上述の三つのポイントを踏まえると、今回の英国の新しい規制はこうした動きに対していくつか示唆を与えるものと思われる。

第一に、信託報酬の妥当性について検討する際には、自社のコストとの兼ね合いばかりでなく、投信の提供する総合的な価値に目を向けるべきかもしれない。運用体制やプロセスといった定性的な側面も検証の対象となり得る。第二に、投信の価値評価を厳格に実施しようとすると労力や判断が必要な上に、得られた検証結果を説得力のある形で外部に説明するのも容易でない。評価を公表したり、評価の過程で第三者の視点を取り入れたりするなど、評価の信頼性を高める工夫が必要かもしれない。

投信の提供する価値や信託報酬の水準の評価は簡単ではないが、運用会社がどれだけ顧客本位の商品を提供しているかの「見える化」に役立つ可能性がある。今後の展開が注目される。

**図表 投信が投資家に提供する価値の評価で最低限考慮すべき項目 (模式図)**



(注) ☑は、新規則において示された、ファンド運営会社が、ファンド財産からの支払いが正当化されるか評価するに当たり最低でも考慮しなくてはならない項目 (出所) 野村総合研究所作成

### Writer's Profile



**國見 和史** Kazushi Kunimi  
 金融イノベーション研究部  
 契約研究員  
 focus@nri.co.jp