NRI

日本の資産運用ビジネス 2022-23

Japan's Asset Management Business

第1章 日本の投資家動向

第2章 資産運用ビジネスの現状

第3章 顧客別市場動向と商品戦略

第4章 アクティブ運用とプロダクトガバナンス

野村総合研究所
Nomura Research Institute

巻 頭 言

資産運用ビジネスの中でも公募投資信託に注目すべき動きが生じている。顧客である個人が投資信託について抱く概念が大きく変わってきているのだ。日本証券業協会が定期的に実施している「証券投資に関する全国調査」によると、投資信託を購入する理由について「長期にわたっての資産運用として」とする回答が2012年から21年の間に41%から54%にまで13%増えた。他にも、「分散投資できるから」や「積立投資ができるから」とする回答も顕著に増加している。長期・分散・積立投資は多くの人々にとって有益な投資信託の利用法として、当局と業界が一体となって訴えかけてきたもので、それが人々に着実に浸透してきた様子がうかがえる。

この大きな概念の変化は、投信マーケットに影響を与えている。本レポートでも説明しているように、パッシブ投信やアクティブ投信の中でもグローバル株式型やマルチアセット型投信に継続的に資金が流入しているのも影響の現れだ。これらの例は、人々の商品やサービスに対する概念の変化が大きな需要につながることを資産運用業界に示した。

投資信託の汎用性を考えると、こういった概念の変化を他にも引き起こすことは可能であろう。例えば、現役世代にとっての積立投資と同じように、子供世代にとっての学費の積み立て運用や退職世代にとっての取り崩し運用は有益なはずで、世の中に訴えかける価値はある。もっとも、より多くの世代に投資を勧めることに対する拒否反応も予想され、この考えが社会に受け入れられるためには、投資信託に対する社会の信頼を一層高めることが重要になってくる。こう考えると、今日求められている投資信託に対するガバナンス強化にも、業界としてより積極的な意味を見いだせよう。

本レポートは今後の資産運用ビジネスの方向性を考える際の基点を提供することを目的とし、資産運用会社、金融商品販売会社双方の経営者、マーケティング企画、営業企画担当者などを想定読者としている。貯蓄から投資への流れが加速する中、資産運用ビジネスの役割は今後ますます重要になることが予想され、本レポートがその業界動向を理解する上で一助となれば幸いである。

2022年11月吉日

株式会社野村総合研究所
金融デジタルビジネスリサーチ部
「日本の資産運用ビジネス2022/2023」総括責任者
金子 久

第1章 日本の投資家動向

引き続き増加を示す資産運用会社の運用受託額

日本の資産運用会社の運用受託額は、2022年3月末時点で888兆円と推定される（図表1）[1)]。1年間の増加額は63兆円、増加率は8%であった。最近10年間の運用受託額の推移を見ると、前年比で減少したのはコロナショックによる資産価格下落に見舞われた20年3月期だけで、比較的コンスタントに増加している。そのペースは年率約10%なので、22年3月期も巡航速度と言えるだろう。

運用受託額の内訳を見ると、投資顧問の一任契約の拡大が目立っている。22年3月までの一年間で28兆円以上増加し、415兆円にまで拡大した。この一任契約の残高は10年間で3.9倍に拡大している。ただしこれには、この間生じたいくつかの金融グループにおける投資顧問会社への運用機能の移管による嵩上げ分も含まれている。22年3月期も大手金融機関から系列投資顧問に人材も含め約5兆円の資金運用が移管されている。

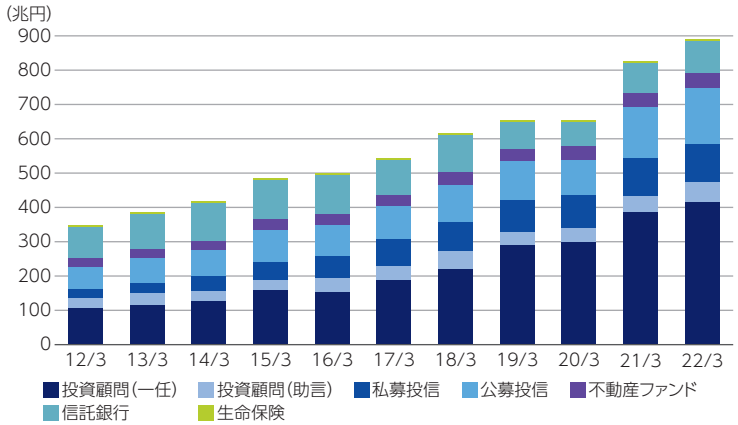
公募投信の残高拡大も目立っている。22年3月期も前年同様一年間で12兆円増加したが、前年までと様相が異なり、ETFの増加は1兆円に過ぎない。中央銀行による買い入れ額が年間5,600億円と前年の10分の1まで鈍化したためだ。ETF以外の公募投信の残高は11兆円増加し、前年に続き過去最高を更新した。

投資顧問の助言契約も14兆円ほど増加したが、このうち4兆円が先述の大手金融機関から系列投資顧問への組織移管に伴うものである。

投資家の運用委託額は年率7%で拡大

顧客サイドから日本の資産運用会社に委託している運用額についても確認したい。これは図表1で見た資産運用会社の運用受託額には、運用会社間の運用資金のネスティングが多分に含まれているためだ。例えば、私募投信を組み入れた公募投信ファンド・オブ・ファンズ等の場合、顧客が購入したことによる残高の増加は公募投信にも私募投信にも計上されるため、資産運用会社の運用受託額は二重にカウントされる。同様に企業年金等から投資一任契約で非課税適格機関投資家私募を組み入れて運用する場合や年金信託契約で主として系列の投資顧問会社に一任したり、私募投信を組み入れる場合など様々な例を挙げることができる。運用資金がネスティングされた場合、資産運用会社各社のフィーは一般に低下する。運用会社が多層化しても、所詮役割の分担を行ったに過ぎないため、運用サービスを受ける顧客が支払うフィー全体はそれほど変わらないからだ。このため、資産運用会社全体の収入推移を計る上では、顧客サイドからみた運用委

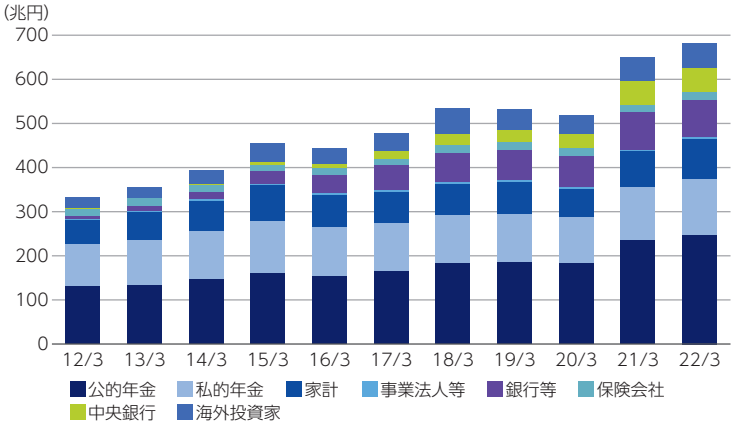
図表1　資産運用会社の運用受託額



(注) 生保は特別勘定の確定給付年金受託残高
(出所) 資産運用会社の営業報告書、投資信託協会、投資顧問業協会等の資料を基に野村総合研究所作成

野村総合研究所　金融デジタルビジネスリサーチ部 ©2022 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

図表2　投資家の資産運用会社への運用委託額



(注) 公的年金は自家運用を含まない
(出所) 資産運用会社の営業報告書、投資信託協会、投資顧問業協会、日銀等の資料を基に野村総合研究所作成

託額の動向のほうがより重要な情報を与えてくれる。

顧客サイドからみた運用委託額は図表2の様に推移している[2]。少し長い目で見ると、顧客の運用委託額も資産運用会社の運用受託額と同様12年3月を底に増加している。ただ、運用委託額は22年3月までの10年間に2.1倍（増加率は年率約7%）にしか拡大しておらず、資産運用会社サイドからみた運用受託額ほど伸びていない。

10年間の運用委託額の変化を顧客別に見ると、117兆円増えた公的年金を筆頭に銀行等（預金取扱機関）や中央銀行がそれぞれ77兆円増、51兆円増で続いている。これらに比べ海外投資家や私的年金、家計の運用委託額の増加は少ないが、それでもそれぞれ約30兆円増えている。

年金ファンド、銀行、家計等の動向

年金ファンドのうち公的年金は、10年来、厚生年金基金の代行部分の返還や基本ポートフォリオの資産配分比率の変更により、資産運用会社への委託額を増やしてきたが、すでにその影響は実現している。この先はかつてのような資金流入は予定されていない。

私的年金のうち企業年金は、確定拠出年金（DC）の運用委託額が拡大する条件が整いつつある。確定給付企業年金（DB）を併用する企業の場合、DCの拠出上限は今まで一律に27,500円とされているが、24年12月以降、DBの掛金相当額の多寡に応じて増減することになっている。この見直しによって、多くのDB併用企業のDCの拠出上限が拡大し、DCの掛金を増やすことも可能になる。従って、企業型DCの残高拡大ペースは今まで以上になると考えられる。もっとも、その分DB資産は増えにくくなるはずで、企業年金全体としては、現状から大きく拡大することは考えにくい。企業年金以外の私的年金である個人型DCは、22年5月より加入可能年齢が拡大された。これらの影響により私的年金の資産残高が増加していくことは間違いないが、月々の掛金による資金流入が基本となることから、増加ペースは緩やかなものとなろう。

日銀が国債の大量購入を始めて以来、銀行の有価証券運用にとってファンド投資の重要性は格段に高まった。数年前のような規模でファンド投資を増額することはないが、年々投資額を積み増してきている。従来、銀行は私募を中心とした投資信託を利用することが多かったが、一部の地域銀行では、投資一任契約や投資助言サービスを利用する例もみられる。金融機関は資産運用会社にとって重要な顧客であることは変わりない。

家計による運用委託は公募投信の購入やラップ契約の締結によって行われる。個人の証券投資に対するイメージが変わり、若年層を中心に長期投資や分散投資の重要性を理解する人が増え、投信を保有する人が増えている。加えて、政府が個人向けの非課税投資制度であるNISAを抜本的に拡充する方針を示した。このため家計による運用委託額が長期的に拡大することは間違いない。そうした中、パッシブ投信のシェアが急速に高まっている。長期投資におけるパッシブ投信の優位性が個人投資家の間で広く信じられるようになっているためで、パッシブ化はこの先も確実に進行するはずだ。

しかしながら、このことがアクティブ投信全体の縮小になるとは言えない。アクティブ投信の中でもグローバル株式型やアセットミックス型の中でパフォーマンスの良い投信に注目する人は増えており、継続的な資金流入の傾向も見え始めている。

1) この金額は、信託・生保については年金顧客等のために資産運用を行っている部分のみを含めており、例えば生保では定額保険・定額年金など予定利率の決まっている一般勘定は含まない、特別勘定のみの残高としている。なお、私募投信を組み入れた公募投信や投信の運用の一部を一任するケースなどの重複は考慮せず、単純に集計している。
2) ここに挙げた顧客の資金は、資産運用会社に委託した運用資金の変動リスクを主として顧客自身が負う場合に限定して集計している。従って、公募投信が私募投信を組み入れる場合、私募投信側から見れば公募投信は顧客となるが、公募投信は価格変動リスクを自身の保有者に負わせているので、公募投信の資金は集計対象に含めていない。

第2章 資産運用ビジネスの現状

1 資産運用ビジネスの現状

本章では、投信・投資顧問専業の会社（以下、運用会社）について、各種のデータおよびアンケート調査を用いてビジネスの状況を確認していく。

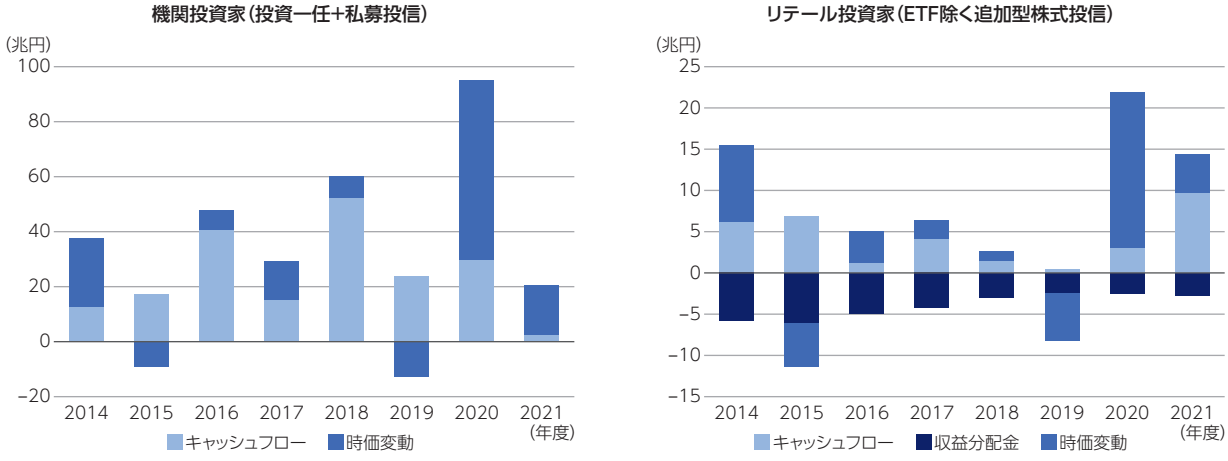
過去最高収益を更新

図表3は、運用会社の運用残高の増減要因を時系列で示したものである。まず21年度の機関投資家について見ると、主にグローバル株式の良好なパフォーマンスの影響で時価変動は約18兆円のプラスとなった。キャッシュフローについては、約2.3兆円の資金流入であったが、この内、約5兆円は、国内金融グループの運用機能移管に伴うもの[3]であり、この影響を除いた実質キャッシュフローは約2.7兆円の資金流出となる。一方、機関投資家向け運用の一部である私募投信への資金流入は続いている。主要顧客である金融法人の外部運用に対するニーズに大きな変化がみられないためである。もっとも、21年度の流入額は3.4兆円で、20年度の6.6兆円から半減している。

次に21年度のリテール投資家について見ると、こちらも主にグローバル株式の影響で、時価変動は約4.8兆円のプラスとなった。キャッシュフローは、約9.7兆円の資金流入となり、収益分配金の約2.7兆円を除いた実質的なキャッシュフローでみても、約7兆円の資金が流入したことになる。16年度以降、実質的なキャッシュフローとしては流出が続いていたが、20年度に約6,000億円の流入に転じ、21年度は流入の勢いが増し、リーマンショック前の07年度と同レベルの大幅な資金流入を記録する結果となった。15年度末には10%程度であった分配金利回りは、足下では2%台まで減少している[4]。

続いて、運用会社の営業収益と営業利益率についてみていく。本稿執筆時点で利用可能なデータに基づく推計では、21年度の運用会社の収益総額は約9,700億円である（図表4）。17年度からほぼ横ばいが続いていたが、過

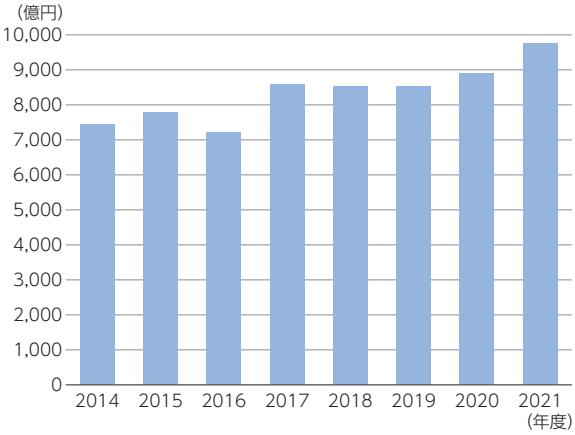
図表3　運用残高の変動の要因分析



（出所）投信協会、日本投資顧問業協会、NRI Fundmark等より野村総合研究所推計

野村総合研究所　金融デジタルビジネスリサーチ部 ©2022 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

図表4　収益総額の推移



(出所) 投資信託協会の正会員の財務状況等に関する届出書、日本投資顧問業協会資料を基に野村総合研究所作成

去最高を記録した。21年度の増収の主たる要因は、リテール投資家の運用残高（平残）の増加と考えられる。しかし、今年度は市場環境の悪化により運用残高が縮小しており、このままの状況が続けば今期は減収になると予想される。

国内系運用会社（公募投信を設定している運用会社のみ）を対象に営業利益率を集計したのが図表5である（図表4と同様、執筆時点のデータに基づく）。営業利益率は、集計対象会社の営業利益総額をネット収益総額[5]で除した値で、21年度は30%を超え、15年度、17年度と同水準となった。収益額が過去最高を記録した一方、利益率が15年度、17年度と同水準に留まったのは、サブアドバイザーに支払う投資顧問料が増大し、営業費用も増加したためである。国内系運用会社は、外国株式の運用にあたってサブアドバイザーをつけることが多い。外国株式ファンドの残高が増加していく状況下では、営業収益は拡大するが、営業費用も増え、営業利益率は低下する。

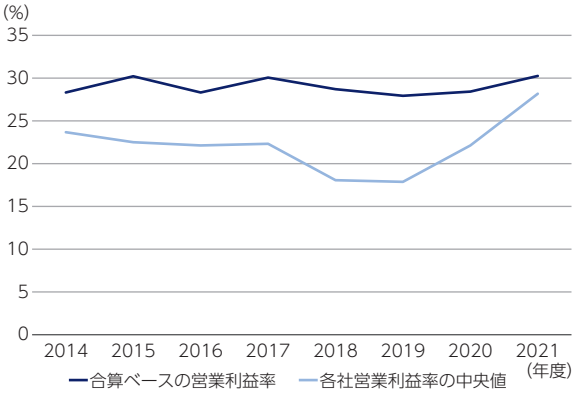
2 資産運用ビジネスの将来見通し

野村総合研究所では、資産運用ビジネスの直近の状況や将来見通しのコンセンサスを知るため、運用会社を対象にしたアンケート調査（「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」[6]）を毎年実施している。以下ではその結果をもとに、各社が当面の事業環境をどのように評価しているのか見ていく。

依然として高いリテールへの成長期待

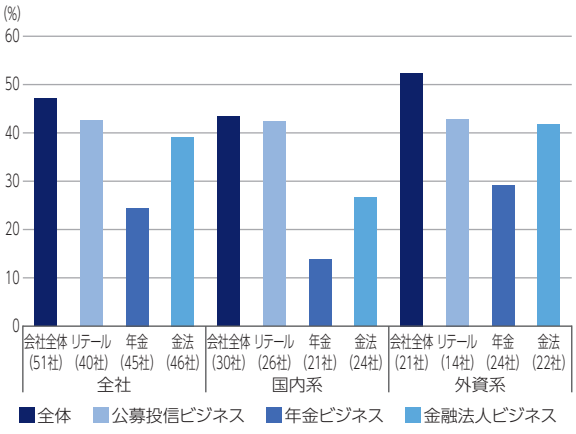
図表6は、会社全体および事業（投資家セグメント）別に、今後5年間で自社の収益が1.5倍以上に増加すると予想した運用会社の割合を示したものである。まず、会社全体の収益の見通しを確認すると、約50%の会社が1.5倍以上の増収を予想している。事業別に見ると、リテールが1位、次いで、金融法人、年金という結果となった。この傾向は、18年度から続いている。リテールが1位を維持したのは、21年度の良好な資金流入に加え、個人の資産形成促進を図る制度がさらに拡充されるという期待により、投信保有が、今後スピードを上げて拡大していくという見通しに基づくものと考えられる。国内系、外資系別に見てみると、事業別の順位は共通しているが、

図表5　営業利益率の推移



(注) 国内系の公募投信委託会社の集計（集計対象会社数は年度により異なる）。「合算ベースの営業利益率」は集計対象会社の営業利益総額をネット収益総額で除したもの
(出所) 正会員の財務状況等に関する届出書を基に野村総合研究所作成

図表6　今後5年間で収益が1.5倍以上になると予想する会社の割合



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

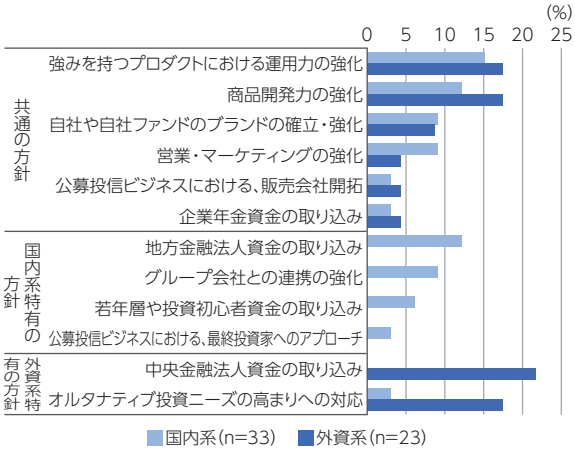
国内系はリテールへの期待に偏っており、外資系は国内系に比べ、年金、金法への期待値が高い点が異なる。これは、外資系の場合、年金や金法向けビジネスのウェイトが高い運用会社が多いためと考えられる。

18年度以降、継続して最も高い成長期待を示しているリテールは、特にどのビジネス領域への期待が高いのであろうか。図表7は、公募投信のファンド種類別に、今後5年間でキャッシュフローによって運用資産額が1.5倍以上増加すると予想する会社の割合を示したものである。NISA、つみたてNISAによる資産額増加を期待する会社が最も多く、40%を超える結果となった。実際、NISA、つみたてNISAによる投信残高は、21年12月末時点で、それぞれ約5.9兆円（前年度比約22%成長）、約1.7兆円（前年度比約138%成長）にまで成長している[7)]。特につみたてNISAの成長率が著しい。つみたてNISAは、シンプルで低コストのファンドが中心で、投資金額も小さいため、資金流入のペースが緩やかで、ビジネスとして収益性は低いと判断されることが多い。しかし、一方で、運用資産額が着実に積み上がることが期待できるものである。今後、制度の拡充というバックアップも予定されており、さらに増加率が加速するとの見通しを持つ会社が多いのだと考えられる。NISA、つみたてNISAのほかには、昨年から大きく期待値を上げた投資一任、その次に確定拠出年金と「以外のパッシブ投信」が、増加の予想が高い結果となった。一方で、最も運用報酬率の高い「以外のアクティブ投信」の運用資産額増大予想が一番少ない結果となった。

オルタナティブ投資ニーズの高まりとインハウス運用拡大の再考

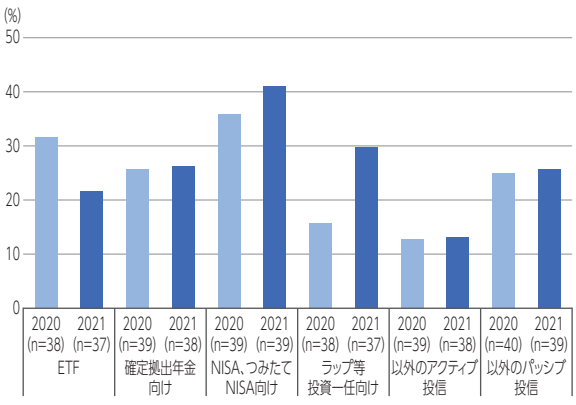
続いて、「今後5年間で事業規模の拡大や収益性の向上のために最も重視している方針（図表8）」について見てみる。特に注目すべきは、外資系が、中央金融法人資金、オルタナティブ投資ニーズの取り込みに注力しようとしていることが顕著に表れていることである。アンケート結果から、私募投信の残高のうち、オルタナティブ資産が占める割合を推計してみると、19年度が3%程度であったのが、21年度には3倍の約9%へと拡大しており、金融法人のオルタナティブ投資ニーズの高まりが見て取れる。外資系が、金融法人の中でも、中央金融法人へ注力

図表8　今後5年間で事業規模の拡大や収益性の向上のために最も重視している方針



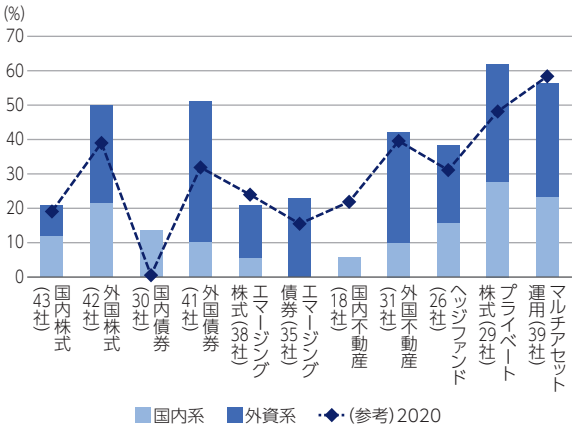
(注) 0%の選択肢は削除
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

図表7　今後5年間でキャッシュフローによる1.5倍以上の運用資産額増加を予想する会社の割合（公募投信のファンド種類別）



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

図表9　今後5年間でキャッシュフローによる1.5倍以上の運用資産額増加を予想する会社の割合（資産クラス別）



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

野村総合研究所　金融デジタルビジネスリサーチ部 ©2022 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

図表10　今後1～2年間で役職員の増員を予定している部門

2016年度調査

順位	部門名
1	投信営業／マーケティング（販売会社、投資家）
2	ポートフォリオ運用（他社委託）
3	機関投資家営業（年金・金法等）
4	運用・商品企画／プロマネ
5	顧客・販売会社向けレポーティング
6	リスク管理
7	コンプライアンス・審査等
8	企画業務（営業、商品等）
9	投資顧問オペレーション
10	システム企画・開発
	（圏外）

2021年度調査

順位	部門名
1	投信営業／マーケティング（販売会社、投資家）
2	機関投資家営業（年金・金法等）
3	ポートフォリオ運用（自社運用）
4	運用・商品企画／プロマネ
5	リサーチ
6	システム企画・開発
7	顧客・販売会社向けレポーティング
8	企画業務（営業、商品等）
9	ポートフォリオ運用（他社委託）
10	トレーディング
	（圏外）

（注）「増員する予定」と回答した会社の割合が多かった上位10部門までを抜粋。以外にも合計で20部門を選択肢としてアンケートを実施
（出所）NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

する理由は、グループの販社を持たない外資系にとって、ダイレクトにアクセスができ、かつ委託の規模も期待できるからである。さらに、中央金融法人の多様なニーズに対し、オルタナティブや海外資産を含む多様な資産クラスで差別化された運用戦略を提供できるという自信があるためと思われる。

図表9は、資産クラス別に、今後5年間でキャッシュフローによって運用資産額が1.5倍以上増加すると予想する会社の割合を集計したものである。プライベート株式、マルチアセット、外国債券、外国株式の順に見通しが良好であり、いずれも50%を超えている。昨年度比で見ると、プライベート株式、外国債券、外国株式の上昇が大きい。プライベート株式に関してはマルチアセットを超える結果となり、オルタナティブ投資ニーズの高まりがここでも見て取れる。国内系・外資系別に比較すると、外国資産については、もともと強みを持つ外資系が強気の見通しを示している。プライベート株式、ヘッジファンドなどの外国資産に限らないオルタナティブ投資、マルチアセット運用に関しては、国内系と外資系に大きな差はなく、国内系運用会社もこの資産クラスの投資資金の取り込みを期待しているところは多い。

アンケートでは、各部門の人員増減をどのように計画しているかについても訊いている。図表10は、今後1～2年の間に役職員を増やす方針との回答が多い部門順に並べたものだ。5年前の調査と比較して、順位に大きな変化があったのが、ポートフォリオ運用（自社運用）の上昇、ポートフォリオ運用（他社委託）の下落、リサーチの上昇である。この結果から、運用やリサーチ機能を今以上に自社で確立・拡大しようとしている方針が伺える。例えば、国内系運用会社が、ニーズの高い外国株式／債券アクティブ投信を自社運用すべく体制を強化することが考えられる。自社運用を拡大することができれば、現在、他社委託の傾向が強い国内系運用会社にとっては、利益率の改善にもつながる。

市場競争力のある運用能力を自社で構築することは容易ではなく、長い時間や人的資源への投資を要するが、その分、自社のコアコンピタンスとなり得る。さらなる成長のため、中長期的な成長戦略の策定と、それに合わせた人的資源の機動的なアロケーションが今後も重要であることは間違いないであろう。

3) JAグループの運用事業の一部を農林中金全共連アセットマネジメントに移管した影響額は推計で約5兆円である。
4) 過去1年の収益分配金を純資産で除したものとして算出。
5) 委託者報酬に含まれる代行報酬相当額を営業収益から控除した収益額。
6) 調査は07年度以降毎年実施しているもので、22年度は8月に実施した。有効回答数は58社（国内系34社、外資系24社）、運用資産のカバー率は78%である。
7) 出所）金融庁「NISA・ジュニアNISA利用状況調査」。

第3章 顧客別市場動向と商品戦略

1 年金・生命保険・大学ファンド

低流動オルタナティブの積み増しが続く年金

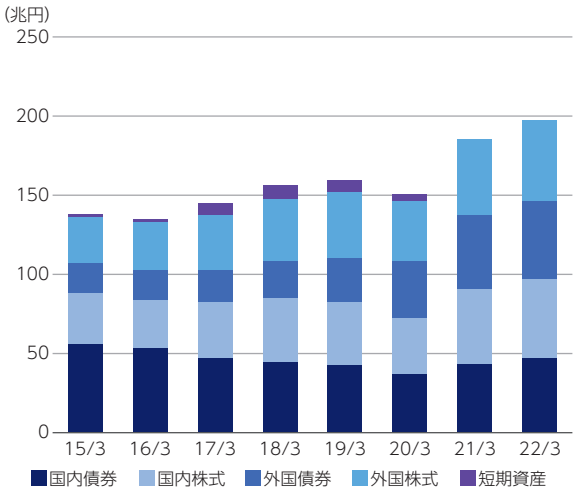
日本の主要な年金制度の積立金残高の合計は、2022年3月末時点で388兆円と、前年度末比で＋4.3%増加した。

この増加に最も寄与したのは年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）である。年度を通じた約10兆円の運用収益を背景に、運用資産は5.6%増加して197兆円となった（図表11）。2020年度以降、GPIFは少なくとも四半期サイクルでその基本ポートフォリオ（20年度から適用された内外の債券・株式各25%のポートフォリオ）へのリバランスを行っており、21年度末時点も概ね均等配分となっている。

GPIFの低流動オルタナティブ投資は、前年度比で8,000億円程度増加して約2.2兆円（積立金の1.1%。上限は5%）となった。これらは現在のところ、個々の特性に応じて4つの資産クラスのいずれかに分類されている。コミット額も1.1兆円増加して約4兆円（積立金の2.1%）となっており、引き続き優れた運用委託先マネジャーを探索する動きが予想される。なお、共済組合においても同様に低流動オルタナティブ投資が増加しているものの、GPIFとの比較ではそのペースは緩やかなものに留まっている。

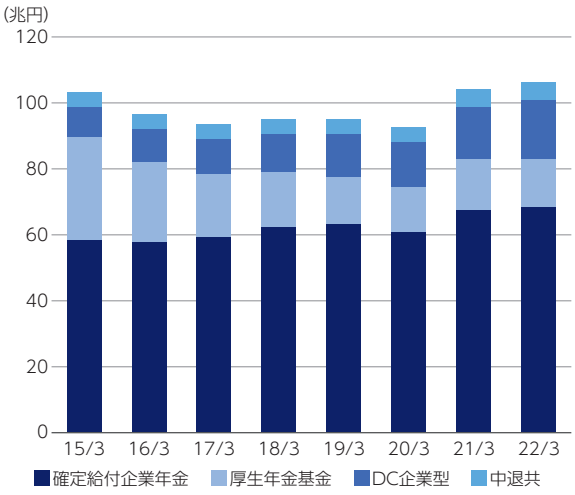
企業年金等の資産は1.9%増加して106兆円となった（図表12）。この太宗を占めるのが確定給付企業年金の資産で68兆円（前年度末比＋0.9%）存在する。公的年金と比較して増加率が低いのは、平均的には名目2～3%程度の運用利回りを目標とする保守的な資産配分による。企業年金の資産配分の推移を示した図表13を見ると、低利回りの国内債券が縮小し、外国債券および「その他」が増加するという緩やかなトレンドを確認できる。足下の積立水準も良好である年金が多いため資産配分のレベル

図表11　GPIFの運用資産額と資産配分



(出所) GPIF「業務概況書」を基に野村総合研究所作成

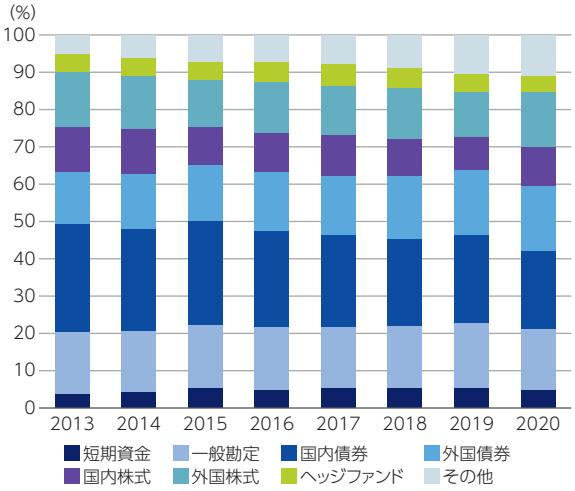
図表12　企業年金等の運用資産額



(出所) 信託協会、勤労者退職金共済機構資料を基に野村総合研究所作成

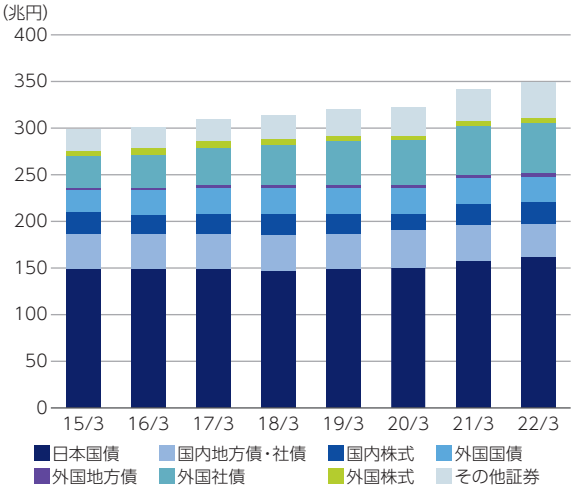
野村総合研究所　金融デジタルビジネスリサーチ部 ©2022 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

図表13　確定給付企業年金の資産配分



(出所) 企業年金連合会資料を基に野村総合研究所作成

図表14　生命保険会社の有価証券投資残高



(出所) 生命保険協会資料を基に野村総合研究所作成

で積極的にリスクを取る動きは見られず、資産クラス内で特徴ある運用戦略を採用することで運用目標の達成を図ろうとしている。中でもプライベート・エクイティ／デット、海外私募不動産をはじめとする低流動オルタナティブや、ESG投資、マルチアセット戦略には引き続き強い関心が持たれている（後述）。

また、企業型確定拠出年金（企業型DC）は18兆円（同＋8%）となった。20年度における企業型DCへの掛金は1.2兆円となっており、確定給付企業年金（DB）からDCへの移行を検討する企業年金が一定数存在することなどから、今後も漸増していくことが予想される。

新資本規制への対応を開始した生命保険会社

生命保険会社（直近42社。かんぽ生命を含む）のバランスシートベースの有価証券投資額は350兆円となった（前年度比＋1.9%、図表14）。近年拡大を示しているのが外国証券である。うち外国社債が55兆円（＋2.9%）と主要な投資先だが、外国株式、外国地方債もそれぞれ6兆円（＋11.5%）、4兆円（＋9.8%）と顕著な増加を示した。オルタナティブ投資等を含む「その他証券」も増加し、38兆円（＋8.8%。国内との合計）となった。外貨建保険商品の責任準備金に起因するALM上の要請もさることながら、低金利・低成長環境下で相対的に利回りが高く投資機会も多様な海外クレジットおよびオルタナティブ投資の機会を求めているのは年金と同様である。主要各社は、グループとして資産運用のケイパビリティの向上を経営テーマに位置づけており、直近でも既存の運用子会社への機能移管や、新たな運用子会社の設立、海外拠点の機能拡充によるインハウス運用の高度化といった動きがみられた。

なお生保については、25年度より新資本規制（経済価値ベースのソルベンシー規制）が適用される見込みとなっている。簿価のおよそ半分を占める日本国債については、超長期債の積み増しによってデュレーションを延伸し、経済価値ベースの保険負債とのミスマッチを抑制する動きがある。

外部の運用機関への期待が高まる大学ファンド

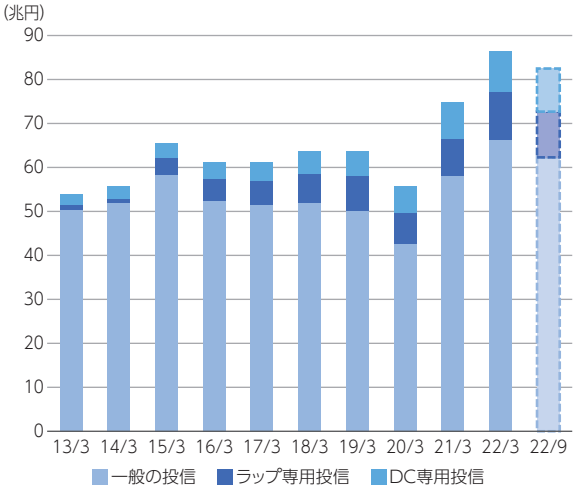
大学ファンド（国立研究開発法人科学技術振興機構（JST）に設置された公的基金）の運用は21年3月に開始され、月末時点での資産額は短期資金を含めて5.1兆円となっている。22年度中には追加的に4.9兆円の財投融資資金が手当され、10兆円程度に拡大することが予定されている。規定上、インハウスでの運用ができない株式については、運用受託機関として外資系運用会社および国内信託銀行が各1社選定され、実際の委託運用（パッシブ）も始まった。JSTはこれまでに米国クレジットなどの債券アクティブやマルチアセット、プライベート・エクイティおよびデット等の運用受託機関の募集を行っており、外部の運用機関への期待も大きい。

2 リテールビジネス

資金流入超が続く株式投信

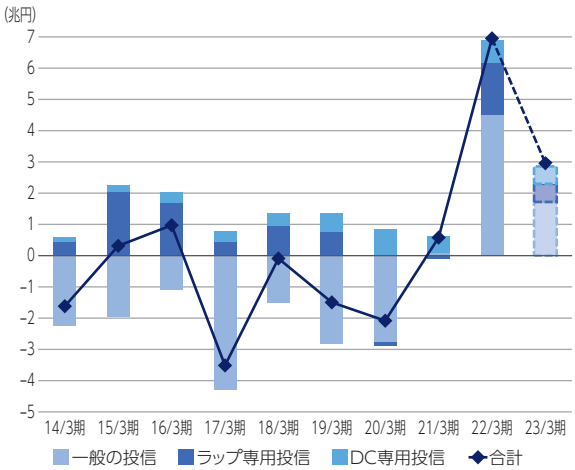
ETFを除く公募追加型株式投信（以下、株式投信）の残高は2022年3月末時点で86.7兆円となった（図表15）。前期比で11.8兆円増加し、2年連続で過去最高を更新した。その後株式や債券価格の下落の影響で22年9月には残高は4.2兆円減少し、82.5兆円になったが、資金流入額は半年で2.9兆円となり（図表16）、年率ベースでは前年度の8割を維持している。株式投信の3つの販売経路、すなわち、確定拠出年金（DC）、ラップ・サービス、その他一般は、いずれも資金流入が続いている。この先の株式投信への資金流出入が、どのように想定されるか、販売経路別にみてみたい。

図表15　追加型株式投信（除くETF）の残高



(出所) 野村総合研究所

図表16　追加型株式投信（除くETF）の資金流出入



(注) 資金流出入は「設定－解約償還－分配」、23/3期は半年分（非年率換算）
(出所) 野村総合研究所

一つ目の販売経路としてDCをみてみる。DCでは専用に設計された投信（「DC専用投信」）が提供されている場合が多い。DC専用投信には毎年資金が流入し続けている。制度上、毎月安定した掛金がある上、加入者の多くは長期運用を意識しているため短期的な状況変化でポートフォリオの変更は生じない。また、制度が普及期にあり、加入者の継続的な増加が見込まれるため、掛金総額自体が毎年増加する。近年では加入者は企業型と個人型合計で毎年70万人ペースで増加しており、22年3月末には1,000万人を超えた。政府は、さらに加入者を増やすため、制度の利便性を高めている。22年中に個人型DC（iDeCo）の加入対象年齢を64歳までに引き上げるほか、個人型と企業型の並行加入を容易にする。さらに24年末までにDB年金加入者のDCへの拠出上限を変更する。これにより拠出できる額が増える加入者が多くなると考えられている。このような制度拡充が予定されていることから、DC専用投信の残高は今後も拡大基調が続くことは間違いない。

二つ目の販売経路としてラップ・サービスを確認する。このサービスでは、現在、専用に設計された投信（「ラップ専用投信」）を提供していることが多い。ラップ専用投信への資金流出入はプラス基調にあったが、20年3月期から翌期にかけてマイナスとなった。その後22年3月期になると再びプラスに転じている。これは、大手の証券会社や銀行では数年かけてストック型への収益構造の転換を図ろうと動き始めており、その一環として、ラップ・サービスに再び注力し始めたからだ。各社とも多額ではないものの、毎月コンスタントに顧客資金の流入を図っている。大手以外でも、このサービスに参入する金融機関が出てきている。ネットやファイナンシャル・アドバイザーとの提携に強みを持つ金融機関や最近では地銀（あるいはその系列証券会社）等だ。また、資産運用会社自身が、ラップ向けに専用投信を提供しているに留まらず、ラップ・サービスを立ち上げる例もみられる。これらの動きもあり、業界全体で契約数は着実に増えて、運用金額も徐々に増えてきている。ラップ・サービスを経由して投信に資金が流入する傾向が続く可能性は高い。

最後は、証券会社や銀行による通常の投信ビジネスと

野村総合研究所　金融デジタルビジネスリサーチ部 ©2022 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

して誰もが真っ先に思い浮かべる対面やネットで行われる勧誘・販売で、投信の最も一般的な販路だ。この販路で提供されている投信を「一般の投信」と呼ぶことにすると、この一般の投信は20年3月期まで9期連続で資金流出が続いていた。これが21年3月期にわずかに流入に転じ、続く22年3月期には1年間で4.5兆円の資金が流入した。今期に入って、資金流入は前年度より縮小しているが、それでも半年で1.7兆円の流入超過となっている。21年3月期以降、好転した理由は、分配型投信からの資金流出の減少である。分配型は解約が一巡し、残高の縮小と平均分配率（残高に対する分配額）も低下したことにより資金流出の一つである分配総額がピーク時の3割まで低下したためである。また、非分配型（分配型投信以外の一般の投信）の中から継続的に資金が流入しているファンド群が現れていることも一因だ。後述の様にパッシブ投信への資金流入は年々増加し、またアクティブ投信の中でもグローバル株式型やマルチアセット型へは資金流入が続いている。

投信の保有者層の変化と購入目的が変化

このような近年の投信への資金流入の背景の一つとして、若年層を中心に投信を保有する人が急増していることが挙げられる。図表17は日本証券業協会が3年おきに実施しているアンケート調査の結果をまとめたものだ。これをみると、20～50代の投信保有者の割合は12年以降徐々に上昇していることが分かる。特に18年から21年にかけて、20～40代の保有者の割合が急増している。

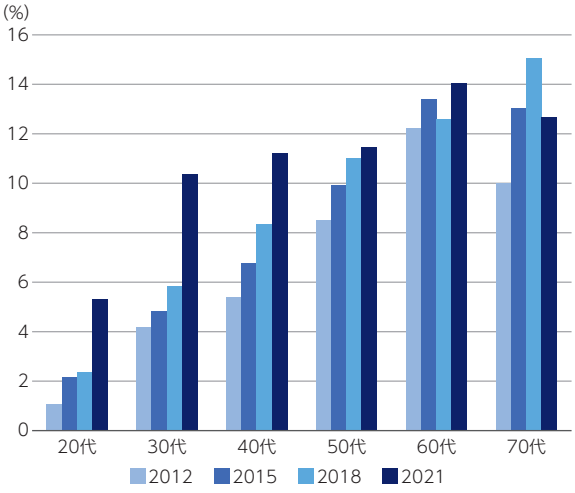
一方で、60代以上では、50代以下のような明確な増加トレンドはみられない。この結果、投信保有者に占める50代以下の割合は、15年には40%であったが、18年には47%、21年には55%にまで増加している。また、若年層では、株式や投信を保有していないものの保有の必要性を認識している人の割合も急増している[8)]。このため、投信保有者に占める50代以下の割合は今後も増加する可能性が高い。

背景の二つ目として、日本人の貯蓄や投資、とりわけ投信に対する意識の変化もあると考える。図表18は投信保有者に質問した投信購入の理由に対する回答をまとめたものだ。50代以下では、「長期にわたっての資産運用として」が年々増加し21年には6割を超えている。また、「分散投資ができるから」や「積立て投資ができるから」も目立って増加している。反対に「短期の値上がり益を期待して」の割合は減少し、直近では10%近くにまで低下している。

投信に期待するイメージの変化は、60～70代でもみられる。「定期的に分配金が受け取れるから」は60～70代の投信保有者が投信を購入する理由として多かった回答だが、この回答が15年をピークに減少している。これに代わって、「長期にわたっての資産運用として」が年々増え、21年には最も多い回答となっている。

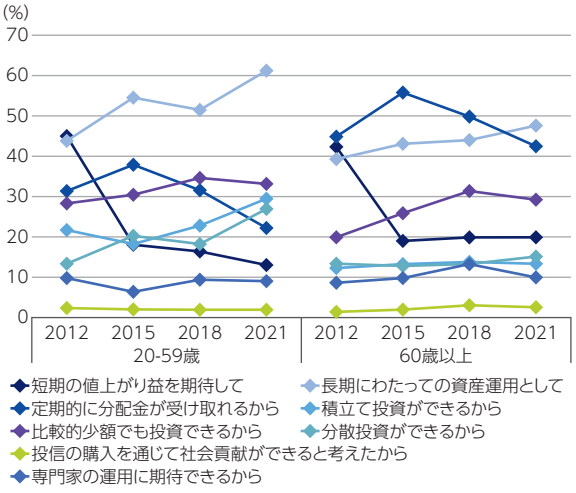
このような若年層における投信保有者割合の増加や、全世代的にみられる投信に対する期待やイメージの変化は、この間に導入されたつみたてNISA、あるいは利用対象者を拡大したiDeCoが大きく影響していると考えら

図表17　投信を保有している人の割合



(出所)「証券投資に関する全国調査」(日本証券業協会)

図表18　投信の購入理由



(出所)「証券投資に関する全国調査」(日本証券業協会)

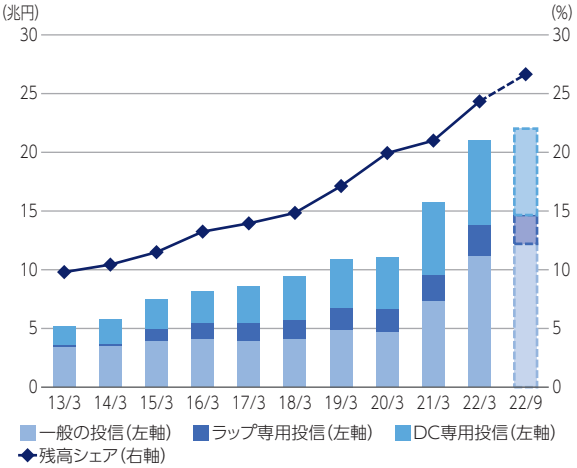
れる。これらの制度では、長期投資や分散投資、積立投資の効能が強調されている。つみたてNISAやiDeCoの利用者の増加と共に、それまで人々が持っていた投信に対するイメージが変わっていった。岸田政権は目玉政策としている「資産所得倍増プラン」の中で、NISAやiDeCoの拡充を取り上げる方針を表明している。方針通り政策が実行されれば、ここ数年で生じた人々の投信に期待するイメージの変化はさらに強化される方向に向かうはずだ。

投信保有者層の変化と投信に期待するイメージの変化が投信マーケットを変える

投信の保有者層の変化や人々の投信に対するイメージの変化は投信マーケットを急速に変貌させている。その一つが投信のパッシブ化の進行である。個人投資家の間で長期投資の必要性が理解されていくのと同時に、長期投資におけるパッシブ投信の優位性が広く信じられるようになっているためである。

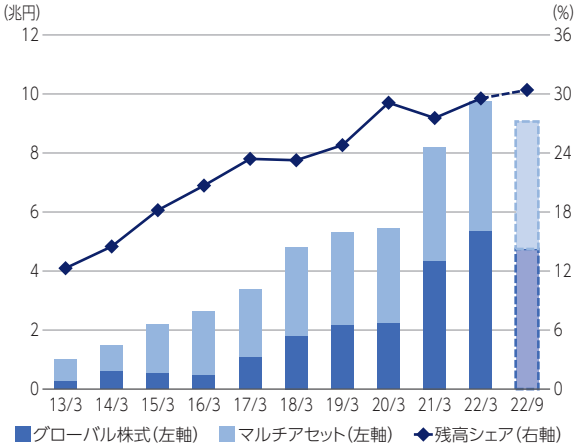
図表19のように株式投信に占めるパッシブ投信の残高割合は以前から徐々に上昇し、18年3月には14.8%に達していた。それが、18年以降つみたてNISAが導入され、若年層を中心に新たな投信保有者が増えていくに従い、パッシブ投信の残高割合は急速に上昇している。特に、つみたてNISAが含まれる一般の販路でのパッシブ投信の残高が急拡大し、18年3月から22年9月までの4年半で2倍に達している。これに、加入者の増加を背景にしたDC経由のパッシブ投信残高の拡大も加わり、パッシブ投信全体の残高は22兆円、株式投信に占める残高シェアは26.6%にまで高まっている（22年9月現在）。

図表19　パッシブ投信の残高



(注) 残高シェアは追加型株式投信（除くETF）に占める割合
(出所) 野村総合研究所

図表20　“分散の効いた”アクティブ投信の残高



(注) 残高シェアは非分配型アクティブ投信（除くETF、DC専用、ラップ専用）に占める割合。マルチアセット型はレバレッジを活用したバランスファンドを含めていない
(出所) 野村総合研究所

また、「分散投資」の手段として投信を利用する投資家が増えるに従い、“分散の効いた”投信の残高が拡大している例がアクティブ非分配型投信[9]においてみられる。国内外の複数の資産に分散投資するマルチアセット型[10]や世界の様々な国の株式に投資するグローバル株式型のことだ。アクティブ非分配型投信はパッシブ投信ほどではないが、その残高の拡大は著しい。13年3月から22年9月の10年半で3.6倍に拡大しているのだ。これを牽引したのが一頃話題になったテーマ型投信のほか、マルチアセット型投信とグローバル株式型投信である。マルチアセット型投信とグローバル株式型投信には18年3月期以降、毎年それぞれ数千億円の資金が流入している。この結果、マルチアセット型とグローバル株式型の残高は13年3月時点ではあわせて1兆円に過ぎなかったが、22年9月には9兆円を超えている（図表20）。

顧客への付加価値の提供を競う

パッシブ投信の場合、残高が拡大していく過程で、激しい競争が行われるようになった。同じ指数をトラックするパッシブ投信間で運用報酬の低さを競う価格競争だ。これにより、パッシブ投信の平均運用報酬は大幅に低下している。アクティブ投信の場合は、パッシブ投信ほどの激しい競争には晒されていないが、今後は、徐々に競争が厳しくなっていくだろう。そう考える理由は2つある。

野村総合研究所　金融デジタルビジネスリサーチ部 ©2022 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

まず、長期投資を志向する投資家達が、同じ目的で保有できそうな投信を比較することが一般的になるかもしれないからだ。若年層を中心に投信を保有する人が増えると、Webやアプリを通じて、比較情報を提供するサービスが広まることは容易に想像できる。

もう一つの理由は、日本において投資助言サービスが広がる可能性が以前より高くなっているためだ。金融庁は現在、販売事業者が投資助言業を兼業し易くすることを検討している。実現すれば、金融機関による投資助言サービスが広がっていくだろう。このような投資助言サービスを行う事業者は、今までの投信の販売だけを行ってきた時よりも、顧客に提供する投信について高いパフォーマンスを期待できるのかなど、より厳しい目で選定するはずだ。それは投資助言サービスでは、顧客資産の増大が自らの収益の拡大に直結するフィー体系になっているからだ。

結局、顧客や販売事業者からみて魅力的なファンドを提供できない資産運用会社は生き残りが難しくなる。折しも金融庁は「資産運用高度化プログレスレポート2022」で、多くのファンドが顧客に付加価値を届けられていないと指摘している。当局に指摘されるまでもなく、資産運用会社は自社のファンドに競争力を持たせるため、運用能力の強化と共に適切な報酬率の設定が求められる。

3 投資家セグメント別・運用商品市場動向

野村総合研究所が実施した「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」を基に、投資家タイプ（リテール、年金、金融法人）別のプロダクト・オポチュニティ・マップを作成した。これは、様々なタイプの運用商品について、投資家タイプごとのニーズの強さ（運用会社による評価）に対して提供されているプロダクトが少ないもの（左上領域に相当）や、競争状況の厳しい商品（ニーズが弱くかつ提供会社数も多いもの。図の右下領域に相当）を確認できる。図表21は一部の商品を抜粋して作成したオポチュニティ・マップである。なお、調査は2022年8月に実施した。

リテール投資家からのニーズの評価（図表21（a））は、昨年までの傾向と同様に外国株式に集中している。具体的にはアクティブおよびパッシブの外国株式と、銘柄厳選・長期投資型、ESGをコンセプトとする株式運用のニーズスコアが高い。この結果は実際の公募投信の資金フローの状況とも一致しており、外国株式の中でも、アクティブでは米国のITやヘルスケアセクターを中心にグロース株で運用する投信などに旺盛な資金フローがあった。パッシブではS&P500、MSCI ACWI連動投信などへの資金流入が継続している。これに対して、日本株のスコアは引き続き低位である。エマージング株式と中国関連株式のニーズスコアは、昨年度からさらに低下する結果となった。

債券カテゴリーで最もニーズスコアが高かったのはヘッジ外債である。ただし昨年度からの変化で見ると、為替オープンの外債に対するスコアが上昇してヘッジ外債と同程度となっており、急速に進んだ円安傾向を反映した評価となっている。これに対し、エマージング債券のニーズは低下し、低位となった。

バランス型のスコアは総じて低下した。利回りが低い債券を組み入れて分散するバランス型のポートフォリオよりも、外国株式に集中したいという個人投資家のニーズを捉えている可能性が高い。今後、金利上昇局面を経れば、債券を組み入れるバランス型へのニーズに回帰する可能性もある。仕組み上の特徴があるファンドの中では定期分配型と元本確保型のニーズスコアが高い。後者の提供会社数は少数である。

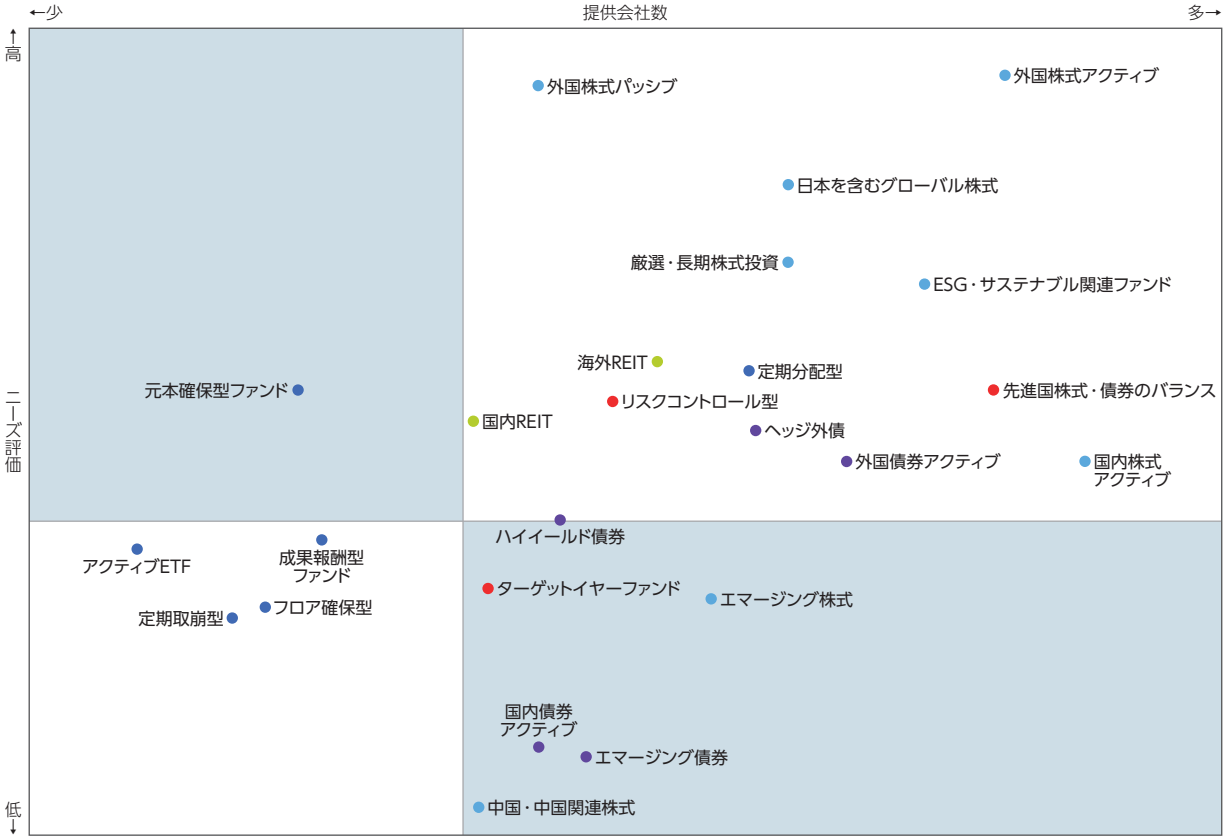
次に、年金からのニーズ評価（図表21（b））は、株式と債券が混合した結果となっている。株式ではプライベート・エクイティ投資やESG投資戦略のニーズスコアが高い一方、米国の景気後退や地政学リスクが意識されたためか、エマージング株式のニーズスコアは昨年度から低下して低位に留まった。インパクト投資も、受託者責任との関係が不明瞭なためかスコアは低位であった。

債券ではプライベート・デットのスコアが上昇した。アンコンストレインド運用のニーズも引き続き相対的に高い。バンクローンやハイイールド債といったクレジット特化の戦略のニーズは、金利上昇局面にあり景気後退が意識される中でも大きな変化はなかった。これに比べてスマートベータ戦略のスコアは昨年対比で低下した。

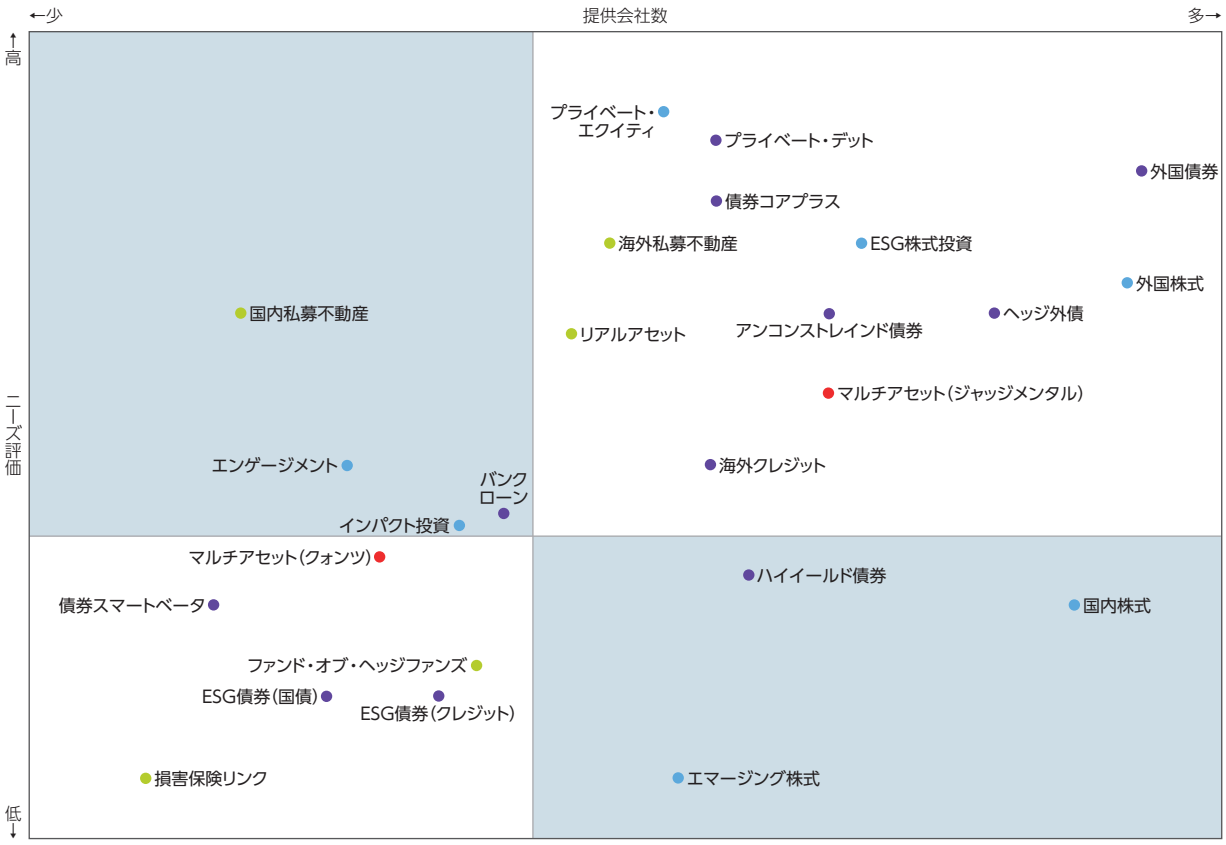
マルチアセット戦略は国内公的年金での採用実績がな

図表21　顧客別のプロダクト需給マップ

(a)リテール向けプロダクト

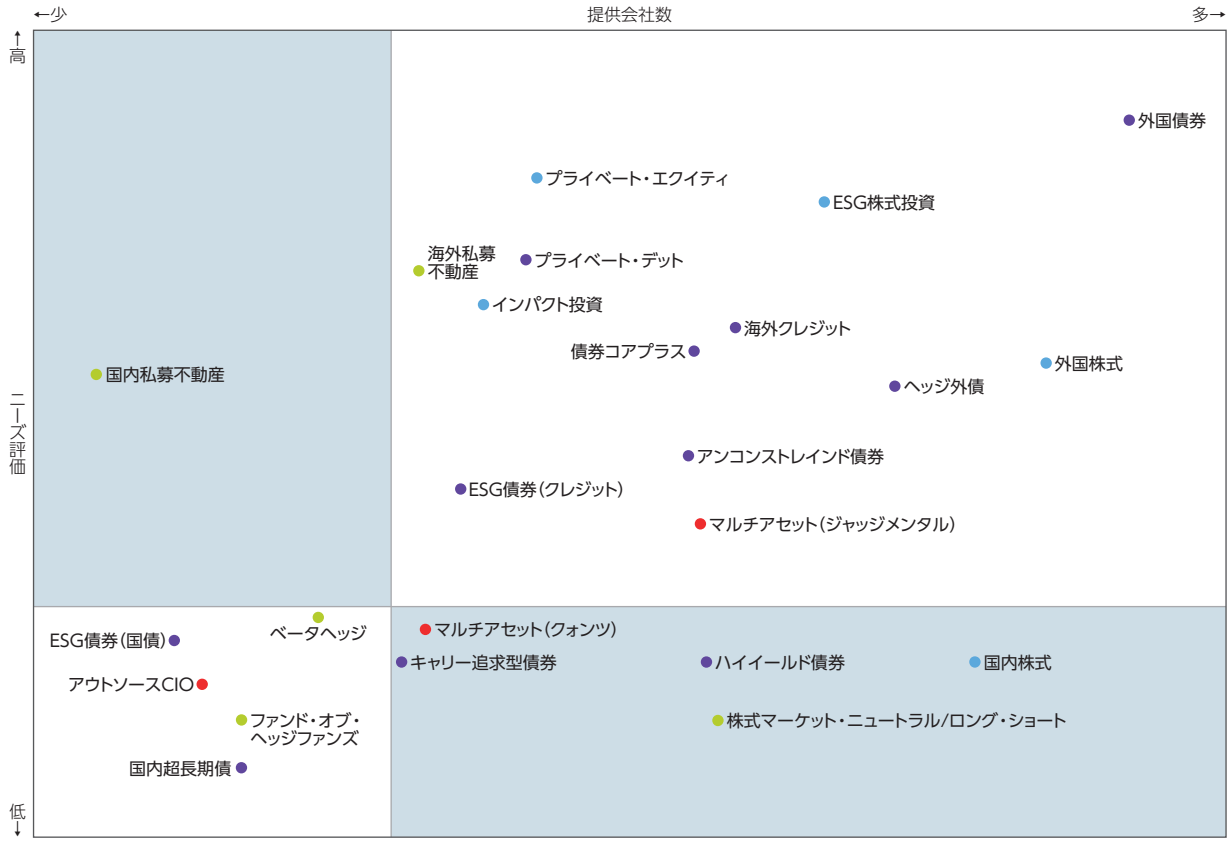


(b)年金向けプロダクト



野村総合研究所　金融デジタルビジネスリサーチ部 ©2022 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

(c)金融法人向けプロダクト



(注) 縦軸は顧客からの需要の強さを指数化して集計したもの (運用会社の判断による需要の強さである)。横軸は提供会社数を同様に集計したもの (商品を扱っている運用会社の数であり、金額の規模ではない)
(出所)「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」を基に野村総合研究所作成

いため、企業年金からのニーズを想定したスコアと考えられる。引き続き、クォンツ型に比べてジャッジメンタル型の戦略に対するニーズが高いとの結果となった。低流動のオルタナティブ投資の中では、内外の私募不動産 (私募リート含む) のスコアが上昇した。世界的な物価上昇が意識されたためか、リアルアセットのニーズスコアも上昇した。

金融法人については引き続き外国債券、ヘッジ外債、海外クレジット、コアプラス等のニーズスコアが高い(図表21 (c))。金融法人は年金とは異なり、分散されたポートフォリオを長期保有するというよりも、相対的に高い確定的な利回りがある特定のセクターに投資するプロダクトに強いニーズがある。実際、私募投信の設定状況を見ると、米国債、米国地方債、米国モーゲージ、デンマークカバードボンドなど金融法人向けに既に一般化しているプロダクトに加え、豪ドル建の債券 (中央政府債、セミガバメント債など)、カナダ州債などのプロダクトも定着しつつある。

株式では、ESG投資戦略、プライベート・エクイティ投資のニーズスコアが高かった。また、インパクト投資についてもスコアが高く、年金とは対照的な結果となった。金融法人では、リターン以外の非経済的な投資成果に対しても関心が高いようだ。マルチアセットについては、年金と同様に相対的にジャッジメンタルのニーズスコアが高い結果となった。

8) 例えば、その割合は、50代以下では2021年までの6年間で16%から23%に7%ポイント増加しているのに対し、60代以上の場合は8%から9%に1%ポイント増加したにすぎない。
9) ここでは、DC専用ファンドやラップ専用ファンドを除いている。
10) レバレッジを活用したバランス投信を除く。

第4章 アクティブ運用とプロダクトガバナンス

運用会社が投資家の信頼を得て、ビジネスを拡大させるには、プロダクトガバナンス（顧客価値を重視した個別商品の品質管理）が有効に機能していなければならない。本章では、パッシブ運用などプロセス提供型のビジネス拡大が生じている現状とプロダクトガバナンスの重要性について整理した上で、日本の運用会社におけるプロダクトガバナンスの現状と、その実践において参考になる英国の投信の価値評価（AoV）について紹介する。

公募投信：内外の株式で異なる資金フロー

2017年以後の公募投信（ETF、DC専用、ラップ専用を除く追加型）の資金フローは、日本株と外国株[11]で対照的な推移を示している（図表22）。日本株投信ではアウトソースせずに自前で行うアクティブ運用（インハウスのアクティブ運用）から2兆円程度流出し、インデックス運用への資金フローも停滞している。これに対して外国株投信では、主として外資系運用機関が提供するアクティブ運用に10兆円を超える資金流入があっただけでなく、インデックス運用へも安定的な資金流入が生じるようになった[12]。国内系運用会社が設定するアドバイザリーのついたファンド[13]にも4兆円程度の資金流入があった。

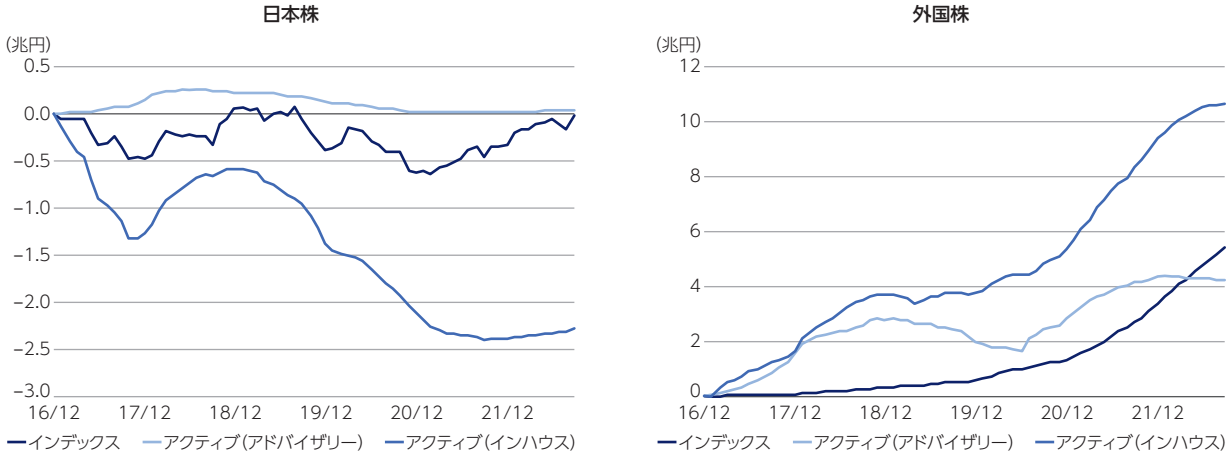
こうした傾向は、日本のリテール投資家にとって、①外国株（主として米国株）はベータへの期待が高く、アルファ（超過リターン、あるいは運用会社の能力）への期待もあるが、②日本株についてはベータへの期待は低く、アルファの期待も減退している、との解釈ができるのではないか。

プロセス提供型ビジネスの拡大

インデックス運用やアドバイザリーのついたファンドの運用は、「プロセス提供型」のビジネスと呼べる。

「プロセス提供型」とは、あらかじめ定めたルール通りに構築されたポートフォリオを提供するものである。インデックスファンドに限らず、ターゲットデート・ファンドをはじめとするパッシブバランス運用、スマートベータ戦略なども含まれる。国内系運用会社の提供するアドバイザリー商品も、アドバイザーを変更しないことを前

図表22　公募投信の純資金流入額（2017年以降の累積）



(出所) NRI Fundmark DL

野村総合研究所　金融デジタルビジネスリサーチ部 ©2022 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

提としているものは、この類型に入るだろう。実際、アドバイザーの名称を冠する投信は多く存在する。こうした運用サービスの場合、顧客はあらかじめ合意された通りに構築・管理されるポートフォリオに対して手数料を払い、リターンを受け取ることになる。そこでは、運用会社はプロセスに従うだけなので、顧客の投資後の経験をより良いものにする動機や責任を、究極的には負わない。

これに対して、ベンチマーク＋αや絶対リターンを指向する本来のアクティブ運用、アウトカム指向のマルチアセット戦略などは「プロダクト提供型」のビジネスと呼べるだろう[14]。「プロダクト」とは、外部からは一種のブラックボックスにも見える、ルール化できない運用商品である。プロダクトに対しては、顧客は運用会社がより良いパフォーマンスを提供することを期待し、相対的に高い手数料を払う。そして、運用会社には、顧客の投資経験をより良いものにするために努力する動機がある。

明らかなように、プロセスの差別化は難しいため、業界全体がプロセス提供に偏り過ぎれば、フィー競争が生じる。公募投信のインデックスファンドの資金フローを見ても、価格（信託報酬率など）シグナルに対する感度は高い。規模の経済性が働くこととスイッチングコストの低さを考えれば、類似の運用サービスは淘汰が進み、少数に収斂していくことも予想される。

プロダクト提供ビジネスでは、リサーチを通じた投資アイデアの発掘など、何らかのユニークさと比較優位性が求められる。模倣が難しく、差別化の余地が大きい。長期的に顧客が払う対価以上の投資成果を返すことができれば、顧客はいずれその商品に対する信頼を示すようになり、ポジティブな資金フローも生じるだろう。アクティブ運用には特有のキャパシティがあるとはいえ、最終的にはその運用会社の知的資産やブランドが評価され、ビジネスの成長をもたらすと考えられる。

なぜプロダクトガバナンスが必要か？

プロセス提供とプロダクト提供のどちらを指向するかは、本来は経営戦略あるいは企業理念のレベルの問題である。近年は、プロセス提供型ビジネスへのニーズが拡大していると考えられ、大手の運用会社のリソース配分もその傾向になりつつあるのが実態だろう。

プロセス提供とプロダクト提供では、求められるガバナンスにやや違いがある。

プロセス提供の場合、決められたプロセス自体が有効に機能し続けることが、顧客の最低限の期待である。そのため運用会社には、プロセスの頑健性について過去の検証と評価を行い、将来においてプロセスが機能しなくなるリスクの特定と、それへの対処等を施すことが求められる。

アクティブ投信のようなプロダクト提供型ビジネスの場合は、個々のプロダクトの将来の報酬控除後のアルファに、どの程度の確信を持てるかの検証と評価が重要である。プロダクトは、外部からは中身の分からないブラックボックスの要素を含み、情報の非対称性が大きいため、この解消に役立つ情報は顧客が合理的な行動をとる上で価値が高い。また、運用会社としてリソース配分や運用組織の体制、インセンティブ設計などの工夫をすることも、期待アルファを高めるために必要だろう。

特にプロダクト提供型ビジネスで成長するには、プロセス提供型以上に、顧客との長期の信頼関係の構築が求められる。顧客がプロダクトに対して、将来のパフォーマンスに対する期待に応えそうだとの確信をもてるようなプロダクトガバナンスの実践が必要だ。そうした取り組みが定着すれば、アルファ機会の発掘が促されて日本株ファンドに見られるようなアルファ期待の減退が解消し、ベータの魅力も向上するのではないか。

プロダクトガバナンスに向けた取り組みの現況

運用会社が、プロダクトガバナンス体制の強化に積極的に取り組んでいる。

近年、金融事業者に対して顧客本位の業務運営を求める声が強まる中、運用会社も顧客の信頼を獲得した上で収益基盤を確立しようと難しい舵取りを迫られてきた。商品の組成・提供・管理においても、ただグループの方針や販売会社の意向に沿って行うのではなく、「コストに見合ったパフォーマンスを中長期で顧客に提供できるか」といった顧客価値を強く意識することが求められるようになったのである。

プロダクトガバナンスの実効性を確保する社内体制の整備において特に重要なのが、①個別ファンドについて定期的に顧客価値を検証する仕組みと、②社外取締役を

含む経営陣が検証に責任を果たす仕組みの確立である。

①定期的な顧客価値検証の実施

個別ファンドの品質管理において、組成後も定期的に顧客価値を検証する重要性は高い。組成時に想定した運用が実践できているか、コスト水準が他社または自社の類似ファンドと比較して適切かなどは、組成後の市場環境やファンド間の競争状況に影響されるためである。

また今後これまで以上に投資家に中長期のファンド保有を期待するのであれば、継続的に品質管理を行う意義はますます大きくなる。

図表23は、公募投信を運用する運用会社に対して個別ファンドの信託報酬の妥当性の検証頻度についてアンケートした結果である。

サンプル全体では4割近くが「設定時のみ」と回答。「毎年」検証していると回答した会社は3分の1にとどまった。国内系と外資系を比較すると、特に国内系は半数が「設定時のみ」と回答し、外資系に比べると定期的な検証体制の整備がなされていない傾向が見られた。組成後の管理体制の強化を進めようとしている国内系運用会社は少なくなく、今後の行方が注目される。

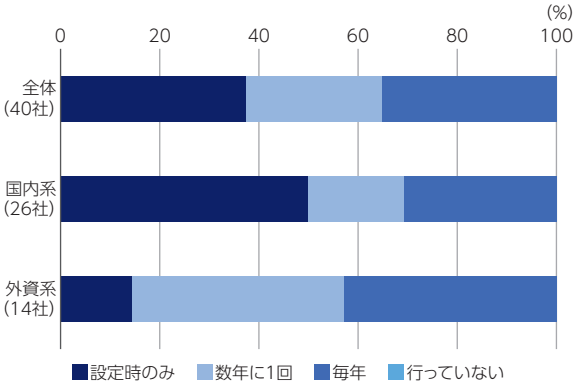
②経営陣がプロダクトガバナンスに果たす役割

プロダクトガバナンスの実効性を担保するためには経営陣が社内プロセスの適切性を検証することが欠かせない。独立社外取締役には第三者として牽制機能も期待される。

図表24は、公募投信を運用する運用会社に対して経営陣がプロダクトガバナンスに果たす役割についてアンケートした結果である。①は経営陣が個々のファンドの償還の必要性や運用の継続可否等について定期的に検証しているか、②は社外取締役等に個々のファンドの顧客価値に関する定量的情報が定期的に報告されているか、公募投信の残高規模別に結果を見たものである。

サンプル全体では、①、②の質問に「あてはまる」と回答した会社はそれぞれ6割、4割であったが、多くの商品を抱え商品管理の重要性が高い公募投信残高の大きな会社（ここでは5,000億円以上とした）ではこれらの割合は比較的高かった。ただし②については、公募投信の残高が大きな運用会社でも4割が「あてはまらない」と回答しており、プロダクトガバナンスにおいて社外取締役が存在感を発揮できる環境を整える動きは道半ばと言えそうである。

図表23　個別ファンドに対する信託報酬の妥当性の検証頻度

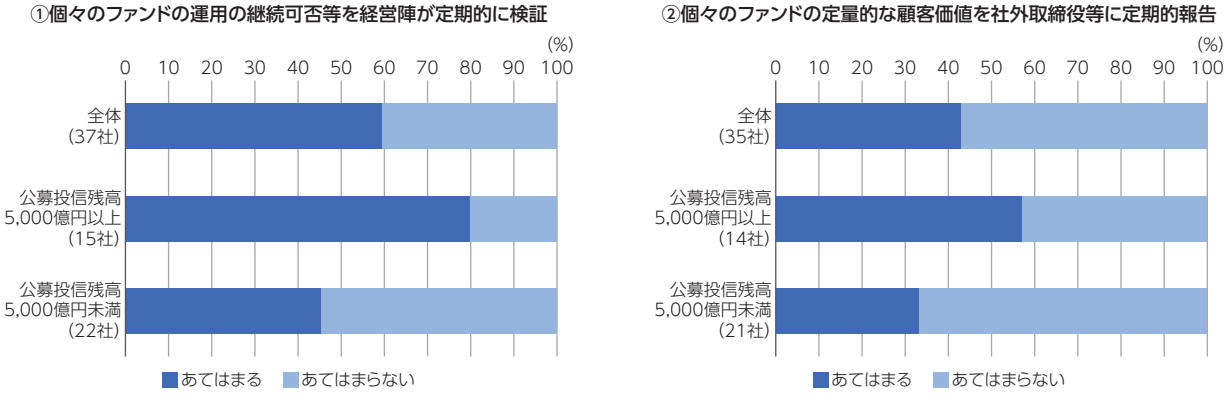


(注) サンプルは公募投信を運用する運用会社のみ。検証を「行っていない」と回答した運用会社はなかった。調査は2022年8月に実施
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

英国の投信の価値評価（AoV）制度から学べること

運用会社のプロダクトガバナンスにおいて、こうした

図表24　経営陣がプロダクトガバナンスに果たす役割



(注) それぞれ①個々のファンドの償還の必要性や運用の継続可否について、トップマネジメントが定期的に検証・検討し、議論の結果を議事録に残す社内規定がある、②個々のプロダクトが顧客に提供している付加価値を定量的に把握し、社外取締役等に定期的に報告する社内規定がある、に「あてはまる」「あてはまらない」と回答した公募投信を運用する会社の割合
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

野村総合研究所　金融デジタルビジネスリサーチ部 ©2022 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

体制整備とともに今後重要となるのは、説得力かつ一貫性のあるロジックに基づいた、ファンドが顧客価値を提供しているか判断するための評価基準や、ファンドが価値を提供していないと判断した際の是正措置であろう。特に、顧客価値を十分に提供していないと判断した商品について信託報酬の引き下げや繰上償還などの措置をとる場合、運用会社は最終投資家だけでなく、販売会社など利害関係者に対して納得できる説明が必要だと考える。

図表25　英国の投信価値評価制度の特徴

金融庁の指摘した課題	英国の投信価値評価制度
①パフォーマンス	
・コスト控除後のパフォーマンス検証が不十分。 ・長期的な不芳ファンドでもパフォーマンスの参照期間が短く、抜本的な見直しが行われない。	・「すべての支払い控除後」で評価。 ・「適切な期間」について評価。
②コスト	
・他社の同種商品との比較のみで評価。個別の運用方針などが考慮されていない。 ・コストの見直しや、運用の継続の可否が十分に検討されていない。	・他社比較、自社比較、マージン、規模の経済、など5つの項目について多角的に評価。 ・手数料が正当化されないと判断された場合、改善措置が求められる。
③ガバナンス	
・社内の部門横断的な品質管理の権限と責任の所在が不明確。そのため、社外取締役を含めた経営陣に対して十分な情報共有が行われていない。 ・経営陣が実効的なプロダクトガバナンス体制の必要性を十分に認識できていない。	・ファンド運営会社がAoVを実施。取締役会（会長）が責任。 ・独立取締役は価値評価において知見や異議を提供。 ・各ファンド（クラスごと）の評価・是正を年次で公表。

（出所）野村総合研究所

金融庁は今年のプログレスレポートで、大手運用会社に対して「顧客利益最優先のプロダクトガバナンスに向けて課題と考えられる事項」として、①パフォーマンス検証、②コスト水準の検証、③プロダクトガバナンス体制における不備を指摘した（図表25左側）。①と②は、顧客価値が評価基準に十分に反映されていなかった例といえる。

ここで運用会社にとって参考になると考えられるのが、2018年に英国で導入された投信の価値評価（AoV: Assessment of value）義務の制度である。

この制度では、運用会社（正確には、グループ傘下またはサードパーティーの「ファンド運営会社」）は管理する各ファンドについて、①「パフォーマンス」、「サービスの質」、「コストの他社比較」など7項目を考慮し、総合的に顧客に提供される価値に対して顧客が負担する運用報酬等のコストを正当化できるか毎年評価する（価値評価）、②評価の結果、手数料を正当化する価値を提供できていないと判断した場合、是正措置をとる（是正措置）、③各項目の評価に関する議論や結果、価値を提供していたかの総合的判断、是正措置などを年次に開示する（開示）ことが求められる。

図表25の右側に、英国の投信価値評価制度で要求される、パフォーマンスとコストに関連する評価基準やガバナンス体制を示した。図の左側と比較すると、英国の投信価値評価制度が、前述の大手運用会社で見られたプロダクトガバナンス上の課題によく対応していることがわかる。

たとえば、パフォーマンスの評価では、「コスト控除後」で「適切な期間」について評価することが求められる。各投信のコストについても、「よく似た他社ファンドとの比較」だけでなく、「自社商品・サービスとの比較」、「費用項目ごとのサービス提供原価との比較」、「規模の経済を享受できているか」など多角的な考慮が求められる。

プリンシプルベースの規制であり、英国でも運用会社ごとに取組みに温度差があるのも否めない[15]。しかし、ファンドの品質管理において顧客価値を説得力のあるロジックで示したいと考えているわが国の運用会社にとってこうした取組みは大いに参考になるのではないか。

11）外国株には、内外株式ファンドを含む。
12）投資信託協会の分類で特殊型に該当しないファンドの集計。「アクティブ（インハウス）」は、外資系運用会社の設定するファンドか、国内系でアドバイザーがないファンド。ただし、ファンド・オブ・ファンズ形態で実質的に他社が運用するファンドを含む。
13）「アクティブ（アドバイザリー）」は、国内系でアドバイザーがあるファンド。
14）ルール化できないとはいっても、投資判断において「規律」のない運用はあり得ない。アクティブ運用のアプローチには大別して定性判断を重視するジャッジメンタル運用と、定量情報に依拠するクォンツ運用があるが、どちらの場合も規律と柔軟性のバランスが必要なのは同じである。
15）英国の投信価値評価制度については、①運用会社が自身で自社ファンドの価値評価をするため評価が甘くなりがち、②運用会社がファンドごとの価値評価を文書で開示しても、会社によって評価手法の詳細やプレゼンテーションがまちまちで投資家が会社間でファンドを比較できない、といった課題も広く指摘されている。

著者紹介

金子 久
Hisashi Kaneko

金融デジタルビジネスリサーチ部
エキスパートリサーチャー
focus@nri.co.jp
専門は、個人金融マーケット調査
担当：第1章、第3章「リテールビジネス」

浦壁 厚郎
Atsuo Urakabe

金融デジタルビジネスリサーチ部
エキスパートリサーチャー
focus@nri.co.jp
専門は、資産運用
担当：第3章「年金・生命保険・大学ファンド」「投資家セグメント別・運用商品市場動向」、第4章

前山 拓哉
Takuya Maeyama

金融デジタルビジネスリサーチ部
シニアリサーチャー
focus@nri.co.jp
専門は、投信評価
担当：第2章

國見 和史
Kazushi Kunimi

金融デジタルビジネスリサーチ部
契約研究員
focus@nri.co.jp
専門は、海外金融規制調査
担当：第4章

日本の資産運用ビジネス
2022/2023

発行日	2022年11月17日
発行	株式会社野村総合研究所 〒100-0004　東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ https://www.nri.com/jp
発行人	松本 晃
編集人	末吉 英範
編集	金融デジタルビジネスリサーチ部
デザイン	株式会社ベネクスマーケティング
印刷・製本	NRIフィナンシャル・グラフィックス株式会社
問い合わせ先	金融デジタルビジネスリサーチ部 focus@nri.co.jp

本レポートのいかなる部分も、その著作権、知的財産権その他一切の権利は、株式会社野村総合研究所又はその許諾者に帰属しております。本レポートの一部または全部を、いかなる目的であれ、電子的、機械的、光学的、その他のいかなる手段によっても、弊社の書面による同意なしに、無断で複製・転載または翻訳することを禁止いたします。株式会社野村総合研究所は、本情報の正確性、完全性についてその原因のいかんを問わず一切責任を負いません。