

日本の資産運用会社の発展に向けて

大場 昭 義

御紹介いただきました、日本証券アナリスト協会会長の大場でございます。

て、今日は、そのような立場を踏まえてお話を申し上げます。

御案内のとおり、アナリスト協会は業界団体ではなく、資本市場を担う証券アナリスト個人や関連する法人が集まって、アナリストの専門能力

一、資産運用業の発展の要件

の向上と職業倫理の高揚を図ることにより、我が

（成長戦略の一環としての資産運用業の強化）

国の資本市場、ひいては日本経済の発展に寄与する役割を担っている団体です。もともと、そうは申しまでも、業界の皆様方と一体となって活動しなければならぬ面もあり、その最たるものが資産運用業との関係ではないかと考えております

二〇一四年六月の『日本再興戦略』改訂二〇一四』において、安倍政権の成長戦略の一つとして、東京の国際金融センターとしての地位の確立を目指すことがうたわれました。

これを受け、二〇一四年一〇月、日本証券業協

会（以下では「日証協」と呼びます）、日本取引所グループ、投資信託協会及び日本投資顧問業協会の共催により、「東京国際金融センターの推進に関する懇談会」が設置されました。この懇談会で、東京の国際金融センターとしての地位の確立に向けた課題や施策等について検討が行われ、二〇一五年九月に報告書が取りまとめられました。これを見ますと、「資産運用業を我が国の成長産業と位置付け、育成していくことが、東京の国際金融センターの地位確立の要諦といえる」と指摘されています。また、「日本の資産運用業については、その経済規模に比し、諸外国に劣後している」との意見があるとも指摘されています。ロンドンを見ましても、ニューヨークを見ましても、シンガポールを見ましても、そこには資産運用業がしっかりと確立されていることを踏まえたものであると思います。

（資産運用業の発展の三つの要件）

二〇一五年九月に、この懇談会の下に「資産運用等に関するワーキング・グループ」が設置され、今年六月三〇日に報告書が取りまとめられました。ここで、日本の資産運用業をさらに発展させていくために、どのような要件が必要になるかが整理されています。私の理解では、報告書の内容は次の三点に集約することができると思います。

一つ目は、運用力の強化と信頼向上です。このような指摘がなされた背景には、日本の資産運用業は運用力の点で改善すべきことがあり、販売会社も含めて信頼性にも課題があるという認識があります。

二つ目は、中長期的な資産形成に資する商品の提供です。これも、日本の資産運用業において、そのような商品の提供が不足しているという認識

が背景にあります。

三つ目は、ビジネス環境の整備です。海外の資産運用会社が日本に入ってきて活動しようとしても、いろいろな障壁があります。届け出の手順が煩雑であったり、英語でスムーズに事が運ばなかったりという問題が残っています。加えて、資産運用業のミドル・バックオフィスのルールが海外と異なっているという問題があります。これらを含めたビジネス環境の整備が課題になっています。

報告書では、グローバルに認められるレベルまで日本の資産運用業を発展させる上で、これらの三つについて、タイムテーブルに沿って改善を図ることが大きな鍵を握るとされています。アナリスト協会も含め、資産運用の関係者は、これらの課題に果敢にチャレンジしていかなければならないと考えています。

（資産運用業の発展のもう一つの要件）

私は、日本の資産運用業を発展させる上で、もう一つ重要な要件があると思っています。それは、日本のマーケットからリターンが生まれない状況を脱却しなければならないということです。東京を国際金融センターにしようとするのであれば、東京のマーケットを、とりわけ株式市場を、世界の投資家から「東京に投資してよかった」と思われるようなものにしなければなりません。

極端なことを申しますと、東京のマーケットからリターンが得られるような環境が整えば、多少条件が整備されていなくても、世界の投資家は集まってきます。しかし、残念ながら、東京の株式市場はそうにはなっていないません。東京の株式市場をリターンが生まれるようなマーケットにしないと、いくら国際的に通用する金融センターを育成しようとしても、実現は難しいのではないかと

と思います。

このような考え方に立つて、安倍政権は、リターンが生まれる株式市場の基盤を整備するため、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの策定を推進してきたのではないかと思います。

二、リターンが生まれないマーケット

（長期的に見た株式市場の動向）

資料2ページをご覧ください。各国の株式市場の長期的な動向を整理したものです。ここから、日本でいかにリターンが生まれなかったかを実感していただけるのではないかと思います。

今日の日経平均株価の終値は一万六九二六円でした。この株価は、三〇年前の一九八六年と概ね

同水準で、要するに、三〇年間、株価が上がっていないことになりました。なお、これは日経平均株価であり、それを構成している会社の株価の指数ですから、全ての会社に当てはまるわけではないことは言うまでもありません。

他方、他の国の株価の動向は日本とは全く異なります。NYダウも、FT一〇〇も、DAXも、香港ハンセンも、インドムンバイも、中国上海も、ジャカルタも、タイSETも、ここに挙げたすべての市場で、株価は日本よりはるかに大きく上昇しています。

（内外企業の時価総額比較）

東京株式市場の長期停滞は、内外企業の時価総額の関係に大きな変化をもたらしました。

資料3ページでは、産業別に内外企業の時価総額を比較しています。グレーで表したのが、日本

の勝ち組と言われる企業のデータ、白で表したのが、グローバルに競争している外国企業のデータです。

左上のテクノロジーでは、キーエンス、キヤノン、村田製作所など、日本の勝ち組と言われている企業でも、グローバルに見ますと、アップルの5%レベルの時価総額しかありません。アップルの株式の5%で、これらの日本企業を買収することができるといことです。

その下のヘルスケアでも、武田薬品工業、アステラス製薬、小野薬品工業の時価総額は、ジョンソン・エンド・ジョンソンの一割程度にとどまっています。

その下が金融です。三メガバンクの一角にゆうちょ銀行が入り、ここでは、三菱UFJフィナンシャル・グループ、ゆうちょ銀行、三井住友フィナンシャル・グループの三つを挙げています。世

界のトップのバークシャー・ハサウエーは保険会社であり、投資会社ですから、日本の金融機関とはジャンルが異なりますが、同じジャンルのウェルズ・ファーゴと比較しても、日本の金融機関の時価総額はかなり小さい規模にとどまっています。日本ではメガバンクと言われますが、グローバルに見ますと、中堅の水準に止まっています。

その下が生活必需品です。花王、ユニ・チャーム、資生堂と言えば、日本を代表する生活必需品メーカーですが、P & Gなどと比べますと、時価総額は一割程度以下にとどまっており、大きな格差が生れてしまっています。

右上は小売りです。近年、アマゾンなどが急躍進しています。セブン&アイ・ホールディングス、ファーストリテイリング、楽天は、日本では代表的小売り企業として存在感を示していますが、アマゾンなどと比べますと、やはり非常に大

きな格差が生じています。

産業別に見て、以上とは異なった印象を受けるのが鉄鋼と自動車です。これらの分野では、日本の企業が世界を牽引しており、時価総額でも遜色がありません。

以上、産業別に日本と世界の企業の時価総額を見てきました。日本の企業に対して市場の評価が高くないのは、一言で言えば、投資家の期待する利益を稼ぐことができていないからです。稼げない企業に投資する人など、いるわけがないということです。

こうした事情を踏まえ、『日本再興戦略』改訂二〇一四』では、「日本の『稼ぐ力』を取り戻す」ことが打ち出されました。同年の八月に出されたいわゆる「伊藤レポート」（『持続的成長への競争力とインセンティブ』企業と投資家の望ましい関係構築）『プロジェクト最終報告書』で

は、中長期的なROE（自己資本利益率）の向上を経営の中核目標にすることが提唱されました。

ROEを分解しますと、売上高利益率、資本回転率、レバレッジの掛け算で表されます。グローバルに比較しますと、資本回転率とレバレッジは、日本企業とグローバル企業の間であまり差はありません。差があるのは売上高利益率です。売り上げに占める利益の幅が小さいのが、日本企業の特徴であると言えます。

これは、日本の全産業に言えることで、私が身を置いている資産運用会社も全く同様です。日本で資産運用会社が機関投資家から受け取る手数料率は、世界でも最も低いとよく言われます。「リターンが上がらないから、仕方がないだろう」というのが一つの理屈のようですが、ここでも改めて、日本のマーケットでリターンが上がらないことに目が向くことになります。

（世界競争力評価）

スイスのビジネススクールのIMDが、毎年「世界競争力ランキング」を公表しています。景気動向、政府の効率性、ビジネスの効率性、インフラ整備の四つの分野において、三四〇項目にわたって各国の競争力を評価した結果です。これによりますと、一九九〇年の初めごろ、日本はランキングの一位を占めていました。それが直近では、日本は二六位まで落ちています。海外からは、日本の競争力が低下していると見られていることを示しています。

日本企業が稼げなくなったため、株式投資をしでもリターンが上がらず、マーケットの評価も高くないままです。金融庁も、このような状況を脱却しなければならないと考えているようです。アナリスト協会は、四月に「資産運用における新しいパラダイム」と題する国際セミナーを開

催しました。そこでの講演で、森金融庁長官は「好循環の社会を金融面から支えるようにしたいかなくはない。その環境整備が重要で、その中で、資産運用会社が果たす役割も非常に大事だ」という趣旨の話をされました。

三、資産運用会社に期待される役割

（経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現）

二〇一五年九月に出された金融庁の「金融行政方針」では、資産運用会社に期待されている役割について資料４ページのとおり整理されています。

一つ目の箱では、「経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現を目指していく」とされています。

二つ目の箱では、マイナス金利の下でも、家計の金融資産の過半は現預金となっているとされています。家計の保有する現預金は、現在、九〇〇兆円ぐらいになっているのではないかと思います。これを踏まえ、将来に向けて、「中長期的かつグローバルな分散投資を着実に進めることを通じ、より安定的な資産形成の実現を目指すことが望ましい」とされています。先ほどご覧いただきましたように、日本以外のマーケットでは、株価は中長期的に上がっておりますので、グローバルに分散投資をしますと、為替の問題はありますが、きちんとリターンが得られたはずであるということです。

三つ目の箱では、日本のマーケットでちゃんとリターンが得られるようにするために、投資家が「建設的なエンゲージメントを通じて投資先企業の企業価値向上を促していくことも重要である」

とされています。これが、スチュワードシップ・コードが目指しているものです。

「スチュワード」という言葉は耳慣れないかもしれませんが、イギリス英語です。今、「フィデューシャリー・デューティー」が話題になっていますが、スチュワードは、フィデューシャリーより広く、より根本をなす概念であると思います。スチュワードとは、委託者のために全身全霊をかけてその期待に応えるという、責任のある立場を表しています。したがって、スチュワードシップ・コードを日本語に訳しますと、「責任ある機関投資家の行動原則」となります。

逆に申しますと、これまで機関投資家は、責任ある立場で行わなければならない行動を怠っていた可能性があると言われていることになります。株式投資を行い企業のオーナーになった機関投資家は、株式保有者としての責任を果たしていたの

か、株価が下がっている中で株式を持ったまま何もしてこなかったのではないかということが問われているわけです。

四つ目の箱では、投資信託は、資産運用会社が商品を作って、銀行、証券会社が販売しますが、これらの販売会社が、顧客の安定的な資産形成の促進を考えて投資信託を販売してきたのかという問題意識が提起されています。

（フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践）

資料5ページに進みまして、「金融行政方針」の具体的重点施策を見ていきます。

一つ目の箱では、「フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践」が取り上げられています。なお、フィデューシャリー・デューティーとは、他者の信任に応えるべく一定の任務を遂行する者

が負うべき幅広い様々な役割・責任を指しています。箱の中に「真に顧客のために行動しているかを検証する」と書かれています。なぜ、ここで「真に」と書かれているのでしょうか。おそらく、金融庁が検査を行っても、金融商品取引法（以下「金商法」と呼びます）違反に該当する事案は見受けられない可能性があります。しかし、法律が守られているにもかかわらず、苦情が多いのはなぜかを考えたときに、本来の顧客のための行動がなされていないケースに行き当たることになる、それがここで「真に」と書かれた理由ではないかと思います。

八月一七日の日本経済新聞朝刊において、二〇一五年度の金融取引に関する金融ADR（裁判外紛争解決手続）を通じた苦情件数が報道されました。それによりますと、二〇一五年度は前年度比四八％増の八四九九件で、過去五年間で最多とな

りました。これを見ますと、改めて、金融機関が真に顧客のために行動しているのかを検証し、フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る必要があるように思われます。

（金融機関による資産運用の高度化の促進）

もう一つ「金融行政方針」において具体的重点施策として掲げられたのは、二つ目の箱の「金融機関による資産運用の高度化の促進」です。ここでは、「投資運用業者等の資産運用及びその関連業務について、運用の専門人材の確保・育成を含め、高度化に向けた取組みを促していく」とされています。資産運用に精通した人材の厚みが乏しいという認識が背景にあると理解しています。

我が国では、銀行、証券、保険などの業態に比べ、資産運用業の歴史は浅く、例えば、投資顧問業法ができてからでもまだ三〇年しか経っていま

せん。資産運用の世界で、有価証券投資が主流をなす状態になったのは、せいぜいこの二〇～三〇年ではないかと思われます。このため、専門人材の厚みが乏しいのが現状であり、人材の厚みを増すこととその質の向上を促すことの両方が求められていると思います。

（森長官の問いかけ）

ここで、アナリスト協会が主催した今年四月の国際セミナーにおいて、森長官から資産運用業界に対して投げかけられた問いかけを披露したいと思います。アナリスト協会が発行している、「証券アナリストジャーナル」九月号に、森長官の講演の全文が掲載されておりますので、詳細をお知りになりたい方は、そちらをご覧くださいだけだと思います。

森長官は、次のように言っておられます。

「日本の資産運用業界は、世界的な資産運用業者と太刀打ちできるのでしょうか？」

「私の今の答えは Yes and No です。働く日本人のポテンシャルは優秀だが、組織としては疑問符がつきます。」

「そのひとつの理由が系列にあります。これまで資産運用会社は投資信託の製造においても『お客さまのためになる商品』より『系列の親会社がある商品』を作ってきたのではなかっただしょうか？」

「資産運用会社の幹部には、運用に関する知識・経験よりむしろ販売会社を頂点とするグループ全体の人事サイクルを重視した任用が行われてこなかったでしょうか？」

「よい成績をあげる優秀な運用者を正当に処遇してきたでしょうか？適切なリスクをとるインセンティブ構造が作り上げられてきたでしょうか？」

「スチュワードシップ・コードに基づく企業に対するエンゲージメントが系列親会社の当該企業とのビジネス関係により歪められていないでしょうか？ そうした利益相反を防止するようなガバナンスが構築されているでしょうか？」

以上のような問いかけが、森長官から資産運用業界に対して投げかけられました。これに對してどのように答えるかは、資産運用業界にとって今後の大きな課題になると思います。

四、フィデューシヤリー・デュー ティーへの取り組み

（真にお客様のために行動する必要）

今年六月に出された「資産運用等に関するワーキング・グループ報告書」では、第一に、運用力の強化と信頼向上が課題として掲げられています。

す。以下では、そうした課題が提起された背景についてお話ししたいと思います。

資産運用会社は、なぜ、真にお客様のために行動することが必要なのでしょうか。これは、ある意味では当たり前のことで、どの会社でも、社是や企業理念を見ますと、「お客様第一主義」が掲げられています。

しかし、この点に関しては、資産運用会社の感覚と国民の認識の間に大きなギャップがあるように思います。資料6ページをご覧ください。いろいろな評価機関がありますが、ここでは、その中でも代表的なエデルマンのトラストバロメーターを取り上げています。同社の許可を得て、ホームページに掲載されているグラフを転載したものです。同社は、当初、政府の信頼度を調査していました。その後、ここにありますように、各産業がどの程度国民の信頼を得ているかを調査し、公表

するようになったものです。

グラフは、日本での調査に基づき、各産業に対する国民の信頼度を表したものです。左が相対的に信頼度の高い産業で、右に行くにつれて信頼度が下がっていきます。金融サービスは右から三つ目で、残念ながら、国民の金融サービスに対する信頼度は決して高くありません。銀行は、右から六つ目で、これも、国民の信頼度が相対的に低い方に入っています。日本以外でも、金融業に対する信頼度はそれほど高くないと思いますが、その中でも、日本の信頼度が低いのが実情です。

なぜかと申しますと、私の理解では、金融業は、良いか悪いかの判断が非常にむずかしいところがあるからです。グラフの左端の家電や二番目の自動車の場合、消費者にとって、良い商品が提供されているか否かは、直に商品に触れて実感することができます。金融の場合、提供された金融

商品が良いか悪いかは、時間が経たないとわかりません。説明を聞いて本当にそうかというのも、実感しづらいところがあります。金融は、わかりづらく実感を持ってないので、評価がむずかしく、そのことが金融業に対する信頼度を低めているところがあるように思います。

もう一つ、金融に関しては前向きな報道が少なくいことも、この業界に対する信頼度を下げる要因になっているように思います。金融を巡る事件が起きますと、マスコミで大騒ぎになります。例えば、二〇一二年春に、A I J 投資顧問による年金詐欺事件が起きました。このような事件が起きますと、新聞でもテレビでも、明けても暮れてもその事件のことが取り上げられます。その結果、多くの国民に、金融業界は、詐欺で顧客に損をさせる信頼できない業界だというイメージを持たれてしまうことになります。

なお、このように他の業界の問題を取り扱うメディア自身が、国民から高い評価を受けていないのは、皮肉と言えば皮肉なことではないかと思います。

資料7ページの左のグラフは、金融サービス業界の中で、投資顧問／資産運用に対する信頼度が格段に低いことを示しています。もともと、これが、資産運用会社を評価した信頼度なのか、販売会社を評価した信頼度なのかはよくわかりません。と申しますのは、決して言い逃れで申し上げるのではないのですが、資産運用会社のことは、国民からはなかなか見えづらいように思われるからです。

以上のようなことを踏まえ、資産運用業にとつて、信頼を高めるための取り組みが必要不可欠であり、避けて通れないことを認識する必要があると考えています。

(フィデューシャリー・デューティーへの世界の取り組み)

資料8ページは、フィデューシャリー・デューティーに関する、アメリカ、イギリス、日本の行政当局等の動きを整理したものです。

一つ目はアメリカです。今年四月に、労働省がフィデューシャリー・デューティー・ルールの最終版を公表しました。これは、エリサ法のフィデューシャリーに該当する投資アドバイス提供者の範囲が狭く、投資家の保護が不十分であるとされたことを受け、個人年金勘定（IRA）に係る投資アドバイスを提供するブローカー／ディーラーにもフィデューシャリー・デューティーを課そうとするものです。二〇一七年四月一〇日から、このルールが適用される予定と言われています。このルールが適用されますと、その影響はかなり大きいと考えられ、今、アメリカでは、新

ルールにどの程度の法的拘束力があるのかが大きな話題になっているようです。最も可能性が高いのは、新ルールに基づいて多数の訴訟が提起され、判例が積み上がっていくことを通じて、ある程度の時間の経過の中で収まるべきところが見えてくるのではないかということです。

二つめはイギリスです。利益相反のおそれを排除するため、フィナンシャル・アドバイザーによる商品提供者からのコミッションの受領を禁止し、顧客のためになる商品を提供するようにする措置が講じられました。一般的にRDR（個人向け金融投資商品販売制度改革）規制と言われています。フィデューシャリー・デューティーの範囲を広げ、フィナンシャル・アドバイザーにも義務を課そうとするものです。

三つ目は、我が国の金融庁の「金融行政方針」です。内容については先ほど申し上げたとおりで

す。

ここで申し上げたいことは、フィデューシャリー・デューティーを徹底させようという動きは、日本だけのものではなく、長い歴史のある、アメリカやイギリスでも同じような動きが同時並行的に起きているということです。フィデューシャリー・デューティーへの取り組みは、世界の金融機関が抱える永遠の課題にチャレンジするものであることを認識しておく必要があると思います。

(アナリスト協会におけるフィデューシャリー・デューティーへの取り組み)

資料9ページは、アナリスト協会におけるフィデューシャリー・デューティーへの取り組みを整理したものです。私は、今日はアナリスト協会の会長として話していますが、アナリスト協会

では、二〇〇〇年に「証券アナリスト職業行為基準」にフィデューシャリー・デューティーを追加しました。職業行為基準は、一九九五年以来証券アナリスト試験の科目であり、証券アナリスト資格を得るための必須の知識であると同時に、アナリスト協会への入会時に同基準の遵守を強く求めているものです。また、アナリスト協会の会員は現在約二万六千人おられますが、これらの方々に「職業行為基準実務ハンドブック」を配布し、どのようなことがフィデューシャリー・デューティーに抵触する可能性があるのかについて、具体的な事例を紹介することを通じて周知徹底を図っています。

もつとも、最近の流れを見ておりまして、アナリスト協会としても、これまでの取り組みをさらに徹底していかなければならないと考えているところです。

五、より「信頼」を高めるために

（資産運用の高度化への課題）

ここから、資産運用会社がより信頼を高めるためにどうすればよいのか、「資産運用等に関するワーキング・グループ報告書」を踏まえて整理していきます。

資産運用の高度化に関しては、資料10ページのとおり、二つの課題があります。

一つ目のパフォーマンス及びプロダクトに関しては、第一にパフォーマンスの向上があります。

高度金融人材の育成と確保を図る他、スチュワードシップ・コード等に基づき、投資先企業との対話を通じて、企業の稼ぐ力の向上を実現することが必要になってきます。第二に、中長期的な資産形成に資する商品の提供があります。第三に、顧

客への情報提供の拡充があります。

二つ目は、ガバナンス体制と透明性です。

最近、自主的にフィデューシャリー・デューティー宣言をする金融機関が出てきたと報道されています。しかし、宣言しただけではほとんど意味がありません。それがどのように具体化されているのかを説明できなければなりません。顧客の利益を優先する組織運営、それが客観的にわかる仕組み作りが求められています。

フィデューシャリー・デューティー宣言をしますと、少なくとも三つのことをしっかりと顧客に説明できるようにしなければなりません。

一つ目は、利益相反の管理に関するものです。大きな金融グループは、販売、運用、コンサルタント、評価、管理など、さまざまなことを行っていますので、見方によっては利益相反の集合体です。誰がどのようにしてこれを管理し、顧客のた

めに行動するようになっていくのかについて説明できなければなりません。

二つ目は、手数料に関するものです。手数料が高いとか、低いとかということがよく話題になります。しかし、問題は、手数料の水準そのものではなく、むしろ、なぜそのような水準に落ちているのか、どのように顧客への配慮がなされたのか、顧客へのサービスの提供のためにどのようなコストがかかっているのかなどについて、きちんとした説明ができなければなりません。

三つ目は、従業員の評価に関するものです。顧客の利益と従業員の評価の間のベクトルが合っているかどうか、すなわち、顧客の得たりターンと担当した社員の評価が連関しているかどうかの問題になります。この点に関しては、顧客が得たりターンがマイナスであつたら、社員の評価も同じようにすることが考えられ、こうした評価を中長

期的に積み重ねて、それを処遇に反映させていくような仕組みが考えられます。このような取り組みが求められるのではないかと思います。

（より「信頼」を高めるサービスの提供）

資料11ページは、先ほどパフォーマンス及びプロダクトに関して申し上げた内容をさらに掘り下げて整理したものです。

上段は、パフォーマンスの向上です。

具体的に申し上げますと、一つ目は、新しい独自の資産運用会社が参入できるような環境を作ることです。海外からの特徴のある運用会社が参入できるようにし、より競争的な環境を促進する必要があります。

二つ目は、報酬制度に関連して、プロフェッショナルを処遇できるような報酬体系を整備し、顧客のリターンと職員の報酬の間のベクトルが合

うような仕組みを工夫することです。

三つ目は、高度金融人材の育成に向けて教育機関と協働することです。シンガポールのように、資産運用立国を国家戦略として位置づけ、官民一体となって教育プログラムを作るようなことも必要になってきます。この点に関連して、日本の資産運用会社は規模が小さく、新卒の独自採用が少ないのが実情です。資産運用会社の独自採用を拡大して、若い人たちに資産運用会社の存在が認知されるようにすることも必要になってくると思います。

四つ目は、企業のリターンを上げるために、スチュワードシップ・コードに基づく適切なエンゲージメントを強化していくことです。これに関しては、日本投資顧問業協会が、会員会社に対し、どのようなエンゲージメントを行い、どのような効果があったと認識しているかなどについて

アンケートを実施しておられます。ベストプラクティスを共有するための大変重要な取り組みではないかと思います。

中段は、中長期的資産形成に資する商品の組成です。長期分散投資のための運用手段としては、投資信託がその中心になると考えられます。ところが、これまでは、どちらかと言えば、すぐ売れる商品を開発するという傾向が強かったように思います。今後は、顧客の中長期的な利益に適う商品を組成し、長期に運用していく姿勢を明確にしていくことが望ましいと考えています。

下段は、情報提供の拡充です。目論見書の用語や記述方法をより平易なものとするための工夫が必要です。この点の改善はかなり進んできていると思いますが、投資家の裾野を広げて長期投資を促していくためには、投資信託の利点や長期分散投資の有用性などについて、投資家目線でわかり

やすく説明する努力を重ねていくことが重要ではないかと思えます。

（より「信頼」を高めるガバナンス体制と透明性）

資料12ページは、先ほどガバナンス体制と透明性に関して申し上げた内容をさらに掘り下げて整理したものです。

上段はファンドのガバナンスに関するものです。

海外の投資信託は、ほとんどが会社型です。で、ファンドの中に独立の取締役がいて、ファンドの運営を監視しています。今、世界的に普及しているUCITS仕様でも、全てそのような仕組みが採用されています。

他方、日本の投資信託は、二〇〇六年のIOSCOの報告書において、ファンドの中に運営を監視するガバナンスの仕組みが乏しいという指摘を

受けています。日本では、投資信託は大部分が契約型ですので、ファンドの中に運営を監視する仕組みがありません。契約型にもコストが低いという利点がありますが、契約型を前提とする場合でも、ファンドの中に運営を監視するような仕組みを作れないかということが検討課題になります。

これに関連して、資産運用会社の中には、第三者的な立場のファンド監視委員会を設置したところもあります。法的根拠のない委員会を作っても、それで実効を挙げることができるといった議論が起きています。

下段は、資産運用会社のガバナンスに関するものです。

顧客の利益が優先される組織であるかどうかを誰が監視しているのか、それについて客観的に説明できるようにしているのかが問われることになります。各社がフィデューシヤリー・デュー

ティー宣言を出すようになり、徐々に体制整備も進みつつあると思いますが、そうした取り組みを、形だけでなく、実効性を伴うものにしていくかどうかが問われていると思います。

資産運用会社はほとんどが非上場ですので、東京証券取引所（以下では「東証」と呼びます）のコーポレートガバナンス・コードの規定を受け入れるか否かが問題になることはないのですが、上場企業と対話を行う立場でもあり、「あなたの会社にそのようなことを言う資格があるのか」などと言われないようにしなければなりません。このため、資産運用会社においても、自主的に独立取締役を配置するような動きが急速に普及しつつあります。

六、日本の資産運用会社の発展に向けて

最後に資料13ページをご覧ください。

日本の資産運用会社の発展に向けて、二つ目に掲げた「資産運用会社・ファンドのガバナンスの高度化」については、以上で御説明してきました。

もう一つ、重要なのは、一つ目に掲げた「中長期的に報われる市場の実現」です。これには、資産運用会社も大変重要な責任を負っていますが、資産運用会社だけで実現できることはありません。

資本主義市場経済において、キャッシュフローを生み、価値を生み出すのは企業です。企業の価値が上がらなかつたら、資産運用会社がリターン

を上げられるはずがありません。もし企業の価値が上がらないのに、資産運用会社のリターンが上がったとしたら、それはバブルに他なりません。

したがいまして、持続的な企業価値の向上を実現するためには、日本の上場企業が投資家の期待する利益を上げることが真に重要ではないかと思えます。そうなってはじめて、日本のマーケットに投資しようと思う人が増えてくるのではないのでしょうか。

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの副題は、御案内のとおり、「企業価値の持続的な向上のために」です。つまり、これらのコードの目的は企業価値の持続的な向上にありまして、コードを作ったり、コードを遵守したりすること、それ自体は目的ではありません。コーポレートガバナンス・コードをコンプライヤすることは、単に条件を整えたということでは

あり、本来の目的を達成したわけではありません。同じように、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明しても、それは条件を整えただけであって、実現しなければならぬのはあくまでも持続的な企業価値の向上です。

東京を国際金融センターにするためには、まずは資産運用業が産業として認知されるよう、資産運用会社自身がさらに努力を重ねる必要があると思います。今までは、資産運用は、保険会社や信託銀行の一部における仕事でしたが、これを一つの産業にしていかなければなりません。金融庁にも、資産運用会社を監督する部署として、資産運用室ができました。日本経済新聞の人事異動欄でも、「資産運用」という業種区分を設けていただいています。次第に資産運用業が一つの産業として位置づけられるようになってきたのではないかと思います。今後、これをより実効性のあるもの

にしていかなければなりません。そういう局面に、今我々は立っているのではないかと思っています。

時間がまいりましたので、なぜ今フィデューシャリー・デューティーの徹底が求められ、資産運用業の強化が大きな課題になっているのか、その背景と具体的な事例を御紹介させていただきます。

御清聴賜りまして、ありがとうございました。

(拍手)

増井理事長 大場会長、今後の資産運用会社の発展に向けて、大変チャレンジなお話をいただきありがとうございます。

まだ少し時間がございますので、御質問等があればお願い致します。

質問者 A 質問というより、私の意見を言わせて

いただきます。

日本企業の稼ぐ力が弱まっているから、外国人が日本に注目しなくなったとよく言われます。しかし、データを見ますと、一五年前の外国人の日本株保有比率は5%でした。それが、昨年三月には三三%まで高まっています。東証の出来高を見ても、今や六〇%を外国人が占めています。にもかかわらず、外国人が日本に注目していないと言われるのがよくわからないのです。

実際に日経平均株価を見ますと、表面的なパフォーマンスは悪いのですが、これは、銘柄の入れかえによって除数が一〇から二五になったためです。時価総額を見ましても、昨年は史上最高を更新しました。したがって、マーケットのパフォーマンスがそれほど悪かったわけではありません。にもかかわらず、日本はだめだ、コーポレートガバナンスを強化しなければならない、R

OEを引き上げなければならないというのは、何か間違っているのではないかと思います。

この点について、お考えがありましたらお聞きたいと思います。よろしく願います。

大場 外国人投資家について、今御紹介いただいた数字はそのとおりであると思います。東京のマーケットで課題になっているのは何かと申しますと、中長期的投資家が市場に参画していないということです。出来高を作っている外国人投資家は、その多くが短期視点の投資家といわれています。安倍政権が言っているのは、中長期的な視点を持つ投資家が日本のマーケットに注目しなくなったということではないかと理解しています。

質問者 A 外国人投資家の日本株保有比率が増えているのは、この一五年間、外国人投資家が日本株を買ってきたからではないのでしょうか。また、ハイ・フリークエンシー・トレードが行われ

るのは、東証がハイ・フリークエンシー・トレードに対応するための体制を整備したからではないかと思っています。鶏と卵の類かもしれませんが、東証が超高速の取引システムを入れたために、ハイ・フリークエンシー・トレードが増えて、一般投資家が離れてしまったという面もあるのではないかと思います。この辺りも、私の考えは、講師のお考えと違って思うように思います。あえて私の意見として申し上げます。ありがとうございます。

質問者 B 金融庁の職員は公務員ですから、稼ぐことはわかりません。私は弁護士ですから、自分で稼いでいます。資産運用会社が稼ぐのは大変だと思っています。なぜなら、ある程度残高が積み上がらないと稼げないからです。系列は、稼ぐところを販売会社にアウトソースすることで、資産運用会社が運用に専念することができるという隠れた

メリットがありますので、なかなかなくなりません。日本で独立系資産運用会社が大きくなる背景として、販売力の問題があるのではないかと思います。

講師は、資産運用会社のトップとして、営業にも携わられたと思います。どうしても運用の方が注目されるのですが、幾ら良い運用をしても、販売できなければどうしようもありません。役所で、幾ら立派な法案を作っても、国会を通らないと意味がないのと同じです。法案を通すために役所が一生懸命根回しを行うのは、まさに営業に他なりません。資産運用会社が強くなるためには営業力がないといけないと思いますが、その辺りはどうにお考えでしょうか。

大場 私は、販売会社にいるわけではありませんので、今日は、資産運用に焦点を合わせてお話ししたのですが、御質問に関しては二つの考え方が

あると思います。

一つは、自分が作った商品について、資産運用会社は、投資家の十分な理解が得られるように、もっと汗をかかなければならないという考え方です。これが十分にできているかと申しますと、今後、改善の余地は大いにあると思います。

もう一つは、投資信託は営業して販売するようなビジネスなのかということです。例えば、質問者の弁護士事務所に営業部がありますか。

質問者B ありません。

大場 理屈でいえば、それはフィデューシャリー・ビジネスだからではないでしょうか。同じことが病院についても言えると思います。病院に営業部があるというのは、あまり聞いたことがありません。同様に、資産運用会社の商品も営業して販売するものなのかという議論があり得ると思います。なぜかというと、資産運用会社もフィ

デューシヤリーを基本とするビジネスと考えられるからです。

以上で申し上げましたように、御質問に対しては二つの答えがあると思います。直接の回答となつておらず、申し訳ありません。

増井理事長 その他に御質問はございますでしょうか。

今日は大変興味深いお話を伺うことができました。そろそろお時間ですので、この辺りで「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。

最後に、講師の大場会長に拍手をお願いいたします。（拍手）

大場 どうもありがとうございました。

（おおば あぎよし・公益社団法人日本証券アナリスト協会 会長
東京海上アセットマネジメント株式会社 取締役会長）

（本稿は、平成二八年九月二日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

大 場 昭 義 氏

略 歴

2009年6月 東京海上アセットマネジメント株式会社代表取締役社長

2016年6月 同社 取締役会長

そ の 他

2013年8月より 公益社団法人日本証券アナリスト協会 会長

金融庁 「日本版ステewardシップ・コードに関する有識者検討会」メンバー

金融庁 「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」メンバー

経済産業省 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）メンバー

経済産業省 「コーポレート・ガバナンス・システム研究会」委員

《主な著書》

資産運用ビッグバン（共著、東洋経済）、検証 株主資本主義（共著、日経センター編、日経 BP 社）及び年金資産運用の理論と実践（編著、日本経済新聞社）等。

日本の資産運用会社の発展に向けて

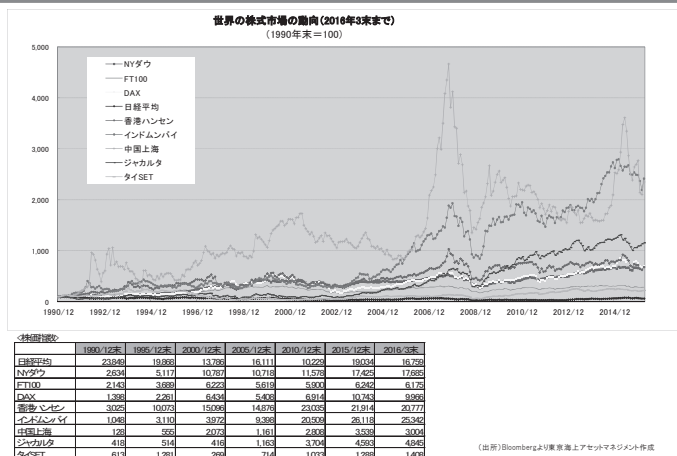
「資本市場を考える会」資料

日本の資産運用会社の発展に向けて

2016年9月2日

日本証券アナリスト協会会長
大場昭義

(初めに)長期的に見た株式市場の動向(1990/12-2016/3)



2

内外企業の時価総額比較

【各業種における内外企業の時価総額ランキングと各業種の時価総額（上位企業に対する時価総額比率）（2016年3月末時点）】

			時価総額 (億円)	1位企業に対する 時価総額比率				時価総額 (億円)	1位企業に対する 時価総額比率
テクノロジー	1	アップル	894,294	100.0%	小売	1	アマゾン・ドット・コム	279,604	100.0%
	2	マイクロソフト	437,698	72.4%		2	ウォルマート・ストアーズ	216,565	77.5%
	3	フェイスブック	261,851	43.5%		3	セブン&アイ・ホールディングス	167,004	59.7%
	4	キーエンス	33,121	5.5%		4	フアースト・リテイリング	32,672	11.7%
	5	キヤノン	32,598	5.4%		5	楽天	13,756	4.9%
ヘルスケア	1	ジェンセン・シリンジ	298,109	100.0%	新聞	1	朝日新聞	17,747	100.0%
	2	ファイザー	183,027	61.4%		2	朝日新聞	15,354	86.5%
	3	ノバルティス	172,776	58.0%		3	ニッポン放送	15,042	84.7%
	4	武田薬品工業	35,801	12.0%		4	山一證券	13,369	75.3%
	5	アステラス製薬	28,518	9.6%		5	ダイワパブリック	11,776	66.4%
金融	1	三菱UFJ銀行	252,471	7.9%	自動車	1	トヨタ自動車	162,799	100.0%
	2	日本郵政	250,256	100.0%		2	ダイムラー	82,133	50.5%
	3	三井住友フィナンシャルグループ	246,255	70.3%		3	BMW	55,360	34.0%
	4	シービー・エム・シー・エス	216,951	61.8%		4	フォード・モーター	52,632	32.3%
	5	三井物産	63,979	18.3%		5	ホンダ	49,405	30.4%
消費財・サービス	1	ユニ・テック	46,203	13.2%	自動車	6	セプテム・モーターズ	47,145	29.0%
	2	三井物産	41,905	11.8%		7	フォルクスワーゲン	42,891	26.3%
	3	三井物産	222,813	100.0%		8	日産自動車	36,851	23.0%
	4	ユニ・テック	100,474	45.1%					
	5	ユニ・テック	70,108	31.5%					

(注) FactSet Fundamentalsの財務データ（2015年度）を基に、M&A・M&Aの財務データは、M&A・M&Aの財務データに基づき算出されています。

なお、上記データは、個別銘柄を推薦しないしは企業の優劣を示すものではありません。

(出所) FactSet Fundamentalsの財務データ（2015年度）を基に、M&A・M&Aの財務データは、M&A・M&Aの財務データに基づき算出されています。

3

資産運用会社に期待される役割
～2015年度金融行政方針より抜粋～

Ⅱ. 金融行政の目指す姿・重点施策

デフレからの脱却と経済の持続的成長を目指す経済環境下においては、**従来とは異なった資金の流れの実現**により、資金の出し手・受け手（運用業者等）、仲介業者のいずれにとってもよりバランスのとれた姿が実現されることが望まれる。金融庁としては、こうした変化を踏まえ、以下の課題を解決することにより、**経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現を目指していく。**

第一に、**家計の金融資産の過半は現預金**となっており、資産運用の中長期的リターンも株式等への投資割合が高い米国等に比べ低位にとどまっている他、金融リテラシーの向上が課題となっている。我が国がデフレからの脱却過程にあることや、我が国の人口の伸びが世界と比べ低位にあること等を踏まえると、**中長期的かつグローバルな分散投資を着実に進めることを通じ、より安定的な資産形成の実現を目指すことが望ましい。**

第二に、**機関投資家・資産運用業者は、それぞれが運用する資金の性格・規模に見合う運用・リスク管理の高度化を進めることが課題となっている。**投資リターンを安定的に向上させていくためには、それぞれのガバナンスを改善し、高度な金融人材を集積させることが必要である他、**建設的なエンゲージメントを通じて投資先企業の企業価値向上を促していくことも重要である。**

第三に、販売会社については、従来、投資信託の回転売買等手数料稼ぎを目的とした顧客本位とは言えない経営の問題が指摘されている他、顧客が支払っている手数料の透明化等についても改善の余地が残されている。販売会社が、真に顧客のためになる質の高い金融商品・サービスを提供することで、顧客の安定的な資産形成が促進され、その結果として販売会社の収益が確保される、という姿を目指していくことが望まれる。

4

資産運用会社に期待される役割 ～2015年度金融行政方針より抜粋～

具体的重点施策

(1) 経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現

③フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践

投資信託・貯蓄性保険商品等の商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、真に顧客のために行動しているかを検証するとともに、この分野における民間の自主的な取組みを支援することで、フィデューシャリー・デューティー(※)の徹底を図る。

※他者の信任に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称。

④ 金融機関による資産運用の高度化の促進

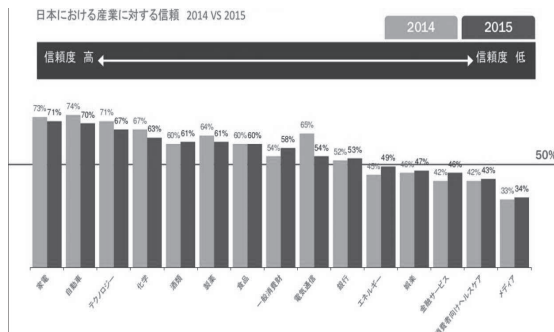
金融機関の**資産運用の高度化は、市場の活性化や国民の安定的な資産形成を通じて、経済の持続的成長に資するものである。**特に、保険会社の資産運用能力の向上は、自身の競争力強化にとって重要であると同時に、顧客の利益や国民の安定的な資産形成、さらには、我が国資本市場の発展に寄与する。こうした点を踏まえ、ビジネスモデルにおける資産運用の位置付けや運用の高度化に向けた取組みについて、経営としての問題認識や取組みの状況を確認する。
また、信託銀行・**投資運用業者等の資産運用及びその関連業務について、運用の専門人材の確保・育成を含め、高度化に向けた取組みを促していく。**預金取扱金融機関の証券運用についても、低金利環境下における運用方針についての経営の考え方を聴取するとともに、運用方針に見合う適切な態勢が確保されているかについて検証する。

5

今なぜ「フィデューシャリー・デューティー」なのか

資産運用会社の果たすべき役割への期待が高まる中、この期待に応え、資産運用会社が発展していくためには、真にお客様のために行動することが必要。

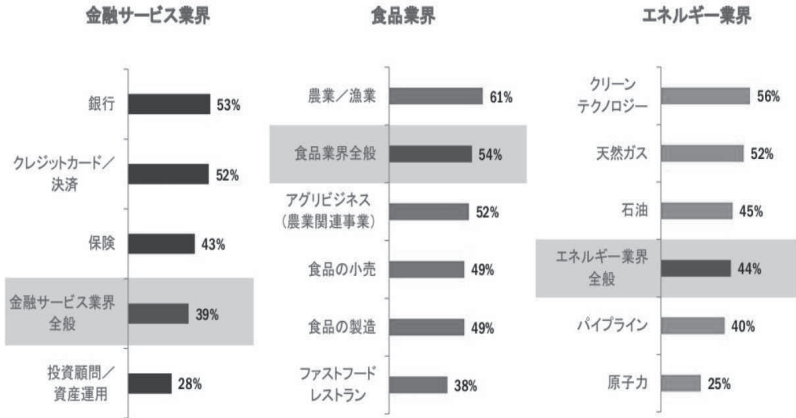
(参考) 金融サービスは、目に見えない／情報の非対称性という特徴があるゆえに、以下のような調査結果も存在する。(2015エデルマン・トラストバロメーターより抜粋)



※ 世界的に見ても、Financial Serviceの信頼度は低く、平均では50%程度。

6

(2015エデルマン・トラストバロメーターより抜粋)



7

フィデューシャリー・デューティー取り組みは世界的な潮流

米国

- ・ 米国労働省が2016年4月にフィデューシャリー・ルール最終版を発表。投資アドバイス提供者の範囲を拡大し、個人年金勘定に係る一部のブローカー／ディーラーへもフィデューシャリー・デューティーを課せようとするもの。

英国

- ・ 利益相反の恐れを排除するため、英国においては、アドバイザーによる商品提供者からのコミッション受領を禁止（RDR規制・個人向け金融商品販売制度改革）。

日本

- ・ フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践
投資信託・貯蓄性保険商品等の商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、真に顧客のために行動しているかを検証するとともに、この分野における民間の自主的な取り組みを支援することで、フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る。（金融行政方針より）

8

アナリスト協会におけるフィデューシャリー・デューティーの取り組み

・「証券アナリスト職業行為基準」より

6. 受任者としての信任義務

- (1) 会員は、証券分析業務を行うに当たっては、顧客その他信任関係にある者の最善の利益に資することのみに専念しなければならない、自己および第三者の利益を優先させてはならない。
- (2) 会員は、前項の業務を行う場合には、その時々具体的な状況の下で、専門家として尽すべき注意、技能、配慮および勤勉さをもってその業務を遂行しなければならない。

・約15年前(2000年)に「受任者としての信任義務」^{※1}(=fiduciary duty)を職業行為基準に追加。

・「証券分析業務」^{※2}を弁護士、医師等が行う業務と同じ知的専門的業務として位置付け、顧客との間に「信任関係」を有すると整理。

・職業行為基準は1995年以来証券アナリスト試験の科目であり、証券アナリスト資格を得るための必須の知識であると同時に、アナリスト協会への入会時に同基準の遵守を強く求めている。なお、現時点における証券アナリストは約2.6万人。

・職業行為基準に係る実務ハンドブックにおいて、資産運用に従事する者、リサーチアナリスト、ブローカー・ディーラーのそれぞれについて「信任義務」の具体的なあり方を示している。

※1 fiduciary dutyの訳語として受託者責任という用語が使われるが、信託契約の受託者に課せられた責任という狭い範囲の概念と誤解される恐れがあることから、日本証券アナリスト協会では、「信任義務」という用語を用いている。

※2 「証券分析業務」：投資情報の提供、投資推奨または投資管理を指し、マクロ経済予測、投資行動に関する助言や顧客のために行うポートフォリオの運用管理を含む。

9

より「信頼」を高めるために (「資産運用等に関するワーキング・グループ報告書」を踏まえて)

資産運用の高度化への課題

パフォーマンス およびプロダクト

- ✓ パフォーマンスの向上(高度金融人材の育成・確保)
- ✓ 中長期的な資産形成に資する商品の組成
- ✓ 顧客への情報提供の拡充

ガバナンス 体制と透明性

- ✓ フィデューシャリー・デューティーの実践
⇒ お客様の利益を優先する組織(経営、ファンドガバナンス)であること、そのような組織であることが、客観的にわかる仕組みの構築
- (日系AMの特長)
 - ⊕ 強固な系列関係・利益相反管理の説明責任
 - ⊕ 日本的雇用を前提とした人事制度

10

より「信頼」を高めるサービスの提供

パフォーマンスの向上

- ・新規資産運用会社等の参入促進
- ・プロフェッショナルを処遇できるキャリアデベロップメント・報酬制度
- ・高度金融人材育成に向けた教育機関との協働
- ・スチュワードシップ・コードに基づく適切な投資先へのエンゲージメント

中長期的資産形成に資する商品の組成

- ・多様なニーズに沿った商品の組成/長期運用の実践
- ・投資信託の商品性、運用管理報酬の料率水準・体系等の検証

情報提供の拡充

- ・目論見書等の用語や記述方法をより平易なものとするための工夫

11

より「信頼」を高めるガバナンス体制と透明性

お客様の利益を優先する経営とファンドガバナンス

- ・販売、運用、リスク管理等の一連のプロセスを通じて、お客様の利益を優先する仕組み。

組織の透明性

- ・お客様の利益が優先されている組織であることを客観的に示す仕組み。

⇒ フィデューシャリー・デューティー宣言や、宣言に則した行動を通じ、より一層の体制整備が各社で進みつつある。

12

最後に

日本の資産運用会社の発展に向けて

1. 中長期的に報われる市場の実現

- 資産運用会社における高度人材育成、確保に加え、中長期的な投資が報われる市場の実現が必須。

2. 資産運用会社・ファンドのガバナンスの高度化

- コンプライアンスの徹底は元より、人材の多様性確保(ダイバーシティ確保)、経営陣への適切な牽制機能(独立社外取締役の導入、第三者機関の設置等)に加え、メンバーの中長期的なコミットメント(短期的人事ローテーションの見直し、中長期のインセンティブ付与)が求められる。
- ファンドのガバナンスについては、第三者委員会の組成に止まらず、会社型投信の可能性も検討すべき。