

日本の資産運用会社の発展に向けて

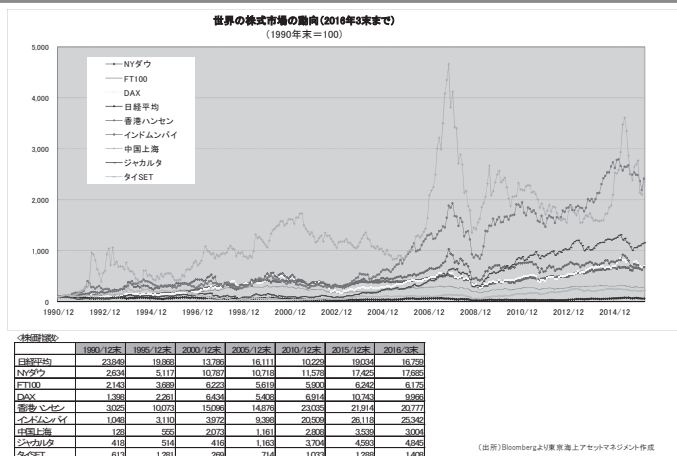
「資本市場を考える会」資料

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9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	804,294	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	ホビコ（宝島社）	15,354	86.5%
	3	ノバルティス	172,776	58.0%		3	ニユーゴフ	15,042	84.7%
	4	武田薬品工業	35,801	12.0%		4	宝島出版	13,369	75.3%
	5	アステラス製薬	28,518	9.8%	金融	1	ダイワ生命	11,776	66.4%
金融	1	三菱UFJ銀行	252,471	7.9%		2	日本郵船	10,736	60.8%
	2	パナソニック・エナジー	250,254	100.0%		3	アール・ホール・ヒルズ	9,876	54.9%
	3	フクビル・フーズ	246,255	70.3%		4	セゾンスター	8,921	50.3%
	4	ジービー・エム・システム	216,951	61.8%	自動車	1	トヨタ自動車	162,799	100.0%
	5	三井物産・パナソニック・グループ	63,979	16.3%		2	ダイムラー	82,133	50.5%
消費財・サービス・ヘルスケア	1	パナソニック・システム・ソリューションズ	46,203	13.2%		3	BMW	55,360	34.0%
	2	三井物産・パナソニック・グループ	41,905	11.8%		4	フォード・モーター	52,632	32.3%
	3	プロクター・ギンズ・ヘルス・ソリューションズ	222,813	100.0%		5	ホンダ	49,405	30.4%
	4	ロシュ	100,474	45.1%		6	ゼンザ・ヘルス・ケア・システムズ	47,145	29.0%
	5	ユニ・テック	70,108	31.5%		7	フォルクスワーゲン	42,891	26.3%
消費財・サービス・ヘルスケア	1	ユニ・テック	26,765	12.5%		8	日産自動車	38,851	23.9%
	2	ユニ・テック	12,885	5.0%					
	3	資生堂	8,000	4.9%					
	4								
	5								

(注) FactSet Fundamentalsの財務データ（2016年9月末時点）を基に作成。MNCの財務データは母国通貨で表示。換算レートは日本円と米ドルの平均レートを使用。

(出所) FactSet Fundamentalsの財務データ（2016年9月末時点）を基に作成。MNCの財務データは母国通貨で表示。換算レートは日本円と米ドルの平均レートを使用。

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

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と比べて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て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

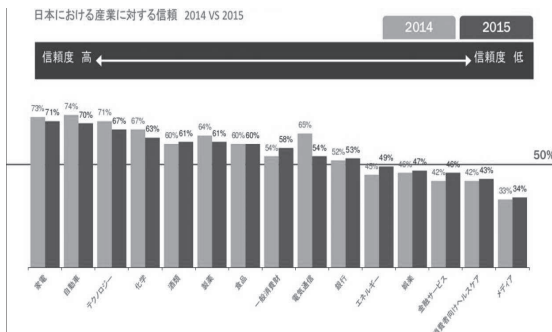
金融機関の**資産運用の高度化は、市場の活性化や国民の安定的な資産形成を通じて、経済の持続的成長に資するものである。**特に、保険会社の資産運用能力の向上は、自身の競争力強化にとって重要であると同時に、顧客の利益や国民の安定的な資産形成、さらには、我が国資本市場の発展に寄与する。こうした点を踏まえ、ビジネスモデルにおける資産運用の位置付けや運用の高度化に向けた取組みについて、経営としての問題認識や取組みの状況を確認する。
また、信託銀行・**投資運用業者等の資産運用及びその関連業務について、運用の専門人材の確保・育成を含め、高度化に向けた取組みを促していく。**預金取扱金融機関の証券運用につい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

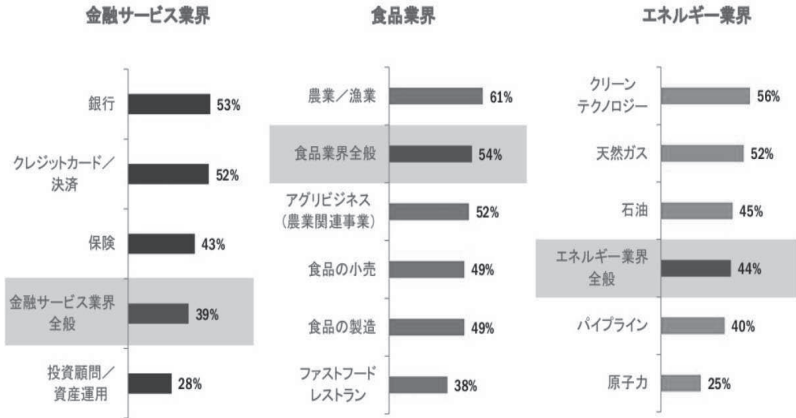
(参考) 金融サービスは、目に見えない／情報の非対称性という特徴があるゆえに、以下のような調査結果も存在する。(2015エデルマン・トラストバロメーターより抜粋)



※ 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」の具体的な有り方を示している。

※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。