

資産運用業高度化プログレスレポート二〇二二が 突き付けた重い宿題

明 田 雅 昭

一、はじめに

金融庁は五月末に資産運用業高度化プログレスレポート二〇二二を公表した。⁽¹⁾ プログレスレポートは、インベストメント・チェーン全体の機能向上を図り、日本における資金の好循環を実現することを旨とするものである。このためにインベストメント・チェーンの現状の問題を把握し、論点を整理して改善すべき課題を提示している。プログレスレポートの発行は今回が三回目である（以

下、「レポート二〇」、「レポート二一」、「レポート二二」と略称する）。

金融庁は二〇一七年に顧客本位の業務運営の原則を定め、資産運用会社や投信販売会社等の金融事業者に原則を遵守するよう呼びかけた。これを受けて各社は業務運営体制の整備を行いガバナンスを強化してきた。直近では一一六四の金融事業者が原則に基づく取り組み方針等を金融庁に報告している。⁽²⁾ 最近では顧客本位の投信販売会社評価を提供するサービスも出現し、大手の金融事業者には極めて高い格付けが付与されている。

レポート二二は過去二回と比べてページ数が大幅に増え論点や課題が多数提示されている。金融事業者が原則通りに顧客本位の業務運営を行っているとしたら考えられないような顧客利益に反する事例が満載である。このレポートを一読した時、筆者は米国のエンロン事件直前の状況を出した。投資家を保護する制度・仕組みやフィナシャルゲートキーパー⁽³⁾が整備され、健全な資本市場が機能しているはずだった。しかし、主要プレーヤーはことごとく大きな利益相反の下にあり、結果的に投資家に多大な損害を与え、歴史に名を残す事件になった。

本稿はレポート二二が指摘する金融事業者が抱える深刻な問題を、一部に筆者の解釈も交えながら紹介するものである。最後にレポート二二では述べられていないが、筆者が重要であると考えることについてコメントする。

二、レポート二二の構成と特徴

レポート二二は三部構成である。第Ⅰ部では「顧客利益最優先の業務運営と運用力の強化に向けた資産運用会社との対話」として、「経営体制」、「商品組成・提供・管理（プロダクトガバナンス）」、「目指す姿・強み」という三つの章に分けて現状の確認と課題の指摘を行っている。第Ⅱ部では「ESG関連公募投資信託を巡る状況」として、最近流行が著しいESG投信が名前に相応しい内容を伴っているかを調査した結果の報告である。いわゆるグリーンウォッシュ問題の確認だ。第Ⅲ部は「その他の論点」として、投信の組成・販売の現場で起きている著しく顧客利益を害している商品の例示である。「論点」という表題にしてあるが、「解決が必須の具体的な課題」あ

るいは「来年までの宿題」と読み直すべきであろう。

レポート二二が公表された際に第Ⅱ部のESG投信関連に注目する報道が目立った。ESG投信はレポート二二では海外事例の紹介が中心であった。今回は重点的なテーマの一つに格上げされ、金融庁が国内のESG投信について調査した結果を議論している。多くの問題を見いだしているが、まだ現状の把握という性格が強い。このため紙面の都合もあり本稿ではESG投信は敢えて扱わないことにした。本稿では過去二回からの延長上にあり、金融庁の強い姿勢が感じられる第Ⅰ部と第Ⅲ部の内容に限定して顧客本位の業務運営の実現に向けた議論に集中する。

レポート二二を過去二回と比べて目立つのは、「〳〵をすべき」、「〳〵が重要」、「〳〵が必要」、「〳〵を求めたい」、「改善の余地がある」、「〳〵が課題」、

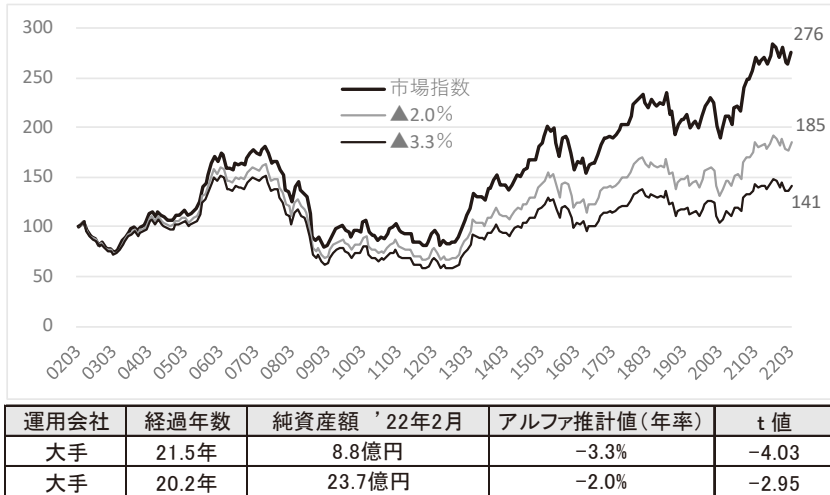
「〳〵が望ましい」、「〳〵が期待される」という表現の文章が非常に多いことである。金融事業者はこれらの文章の一つ一つの内容を吟味して自らの業務運営を改善していく必要がある。

三、アクティブ対パッシブ

アクティブファンドとパッシブファンドのパフォーマンス比較分析は過去二回のレポートから一貫した重点テーマである。

最初に公募アクティブファンド全体を対象にシャープレシオを測定した結果、運用ファンド数が比較的少ない社、特に独立系や一部の外資系では良好な結果が見られるものの全体としては劣勢であることが示される。次に国内株のアクティブファンド四四四本についてファーマ・フレンチの三ファクターモデルを用いた分析で各ファンドの

図表1 負のアルファ運用の長期的なインパクト



(注) 市場指数は Russell/Nomura 日本株 Total Market インデックス (配当含む)

〔出所〕 レポート22の図表1-7から2ファンドを選定し、筆者がグラフを作成

超過リターン（アルファ）を推定している。結果、投資家の期待に答えられずアルファが負となったファンドが約半数の二一九本であった。信託報酬等コスト控除前ではパッシブファンドを上回る運用成績であったファンドの方が多かったものの、その成果がコストに相殺されたとしている。

深刻なのは統計的に有意にアルファが負であったファンドが三二本もあったことだ。⁽⁴⁾二〇年以上の期間で年率二%を超える負のファンドもあった。⁽⁵⁾図表1にはそのうちの二本の特徴を例示し、市場指数からアルファ分を調整した結果を図で確認した。二〇年間で市場指数は二・七六倍になったが▲三・三%のアルファで調整すると一・四一倍にしかならなかった。負のアルファが長期に継続した原因を分析し明らかにする必要がある。学術的な研究でも正のアルファより負のアルファの方が

持続する傾向があるとされており、レポート二二でも実証的な確認結果を提示している。⁽⁷⁾

このようなファンドを放置してきた運用会社の責任は重い。レポート二二ではファンド名は省略されているが、投資信託の分析用データベースを保有している組織であれば、経過年数と二〇二二年二月の純資産額の情報及び三ファクターモデル分析の実施によりファンドを特定することは容易だ。これらのファンドの運用会社は社名が公開されたものと認識して対策を講じる必要がある。

四、顧客利益最優先の 商品ガバナンス

金融庁は国内の資産運用会社及びその親会社との間で顧客本位の業務運営の取り組み状況等について対話を進めてきた。不芳ファンドの対応に関

して対話した結果、「大手資産運用会社のほとんどにおいて、顧客利益を最優先した品質管理が行われていないと考えられる多数の事例が見られた」と記述している。

最も問題視されたのは、パフォーマンス分析がコスト控除前で行われていて、投資家利益に直結するコスト控除後の検証が適切に行われていないことである。コスト控除前でわずかも正のアルファになっていると「問題なし」と判断され、コスト控除後が負のアルファになっていることが見落とされてしまうのだ。また、日本株ファンドをTOPIX配当抜き指数と比較して正のアルファが出ていると一〇年以上誤認していたお粗末な事例も紹介されている。

パフォーマンスの参照期間が一年ないし三年と短く短期的な改善に満足して長期的な低迷に気づかなかつた例もある。ファンドの七割が指数連動

投資でアクティブ部分が三割しかないのに信託報酬はアクティブ百分のファンドと同じにしていたり、投資家の期待と比べて極めて低いアクティブリスクしかとっていないファンドもある。

パフォーマンス分析は運用部やリスク管理部で別々に行われることもあり、商品部や営業部も含めて各部でそれぞれが固有に理解・認識している。どこかの部署で問題に気づいたとしても改善策を実行する権限や責任の所在が明確でないため全社的な対応に至らないこともあるという。経営会議や取締役会で不芳ファンド対策の具体的な議論が行われた形跡もない。現場および経営陣がこれらの問題の重大性について認識が足りないのだらう。

運用報酬に関しては運用実績に見合ったコスト水準になっていないケースが目立ち、運用状況に応じた見直しやファンド継続の可否検討ができて

いないと指摘している。ただし、運用中のファンドの報酬を機動的に変更することは設定時に成功報酬的なスキームを入れておかないと難しいのではないかと思う。

過去二回のレポートでも指摘があったように、金融庁は日本の公募投信の新規設定本数が多いこと、単体で採算が取れていない小規模ファンドやパフォーマンスが低迷している不芳ファンドが償還されず、結果的に公募投信本数が多すぎることを問題にしてきた。この指摘を受けて大手の金融事業者グループが、二〇一八年以降、新規設定を抑制的に行い、自主判断による繰上償還本数を増やしていることが紹介されている⁽⁸⁾。金融庁の「宿題」に答えている部分もあるのだ。それでも、「信託報酬の見直しや繰上償還の要否の検討で社内ルールが設けられておらず、販売会社等との調整コストを理由に組織的な対応ができていない事

例がある」と指摘している。

残高上位のアクティブ公募投信の半分は外部委託運用であり、その傾向が徐々に高まっている。

外部委託は各社が目指す中長期的な戦略の下で行うべきだが、そのような戦略が見えないまま安易に行われている傾向がある。しかも外部委託にあたっては事前のマネジャー選定での調査と評価及び委託後の継続的なモニターが重要であるが、実際には、そのための専門人材や管理体制が十分にできていない会社が多いと苦言を呈している。

五、「論点」という名前の「宿題」

レポート二二の第Ⅲ部は「その他の論点」という題であるが、ほとんどは顧客本位の業務運営が実践されているなら起こりえない具体例の提示である。監督当局からこのような指摘を受けた以

上、該当する運用会社は、これらの問題を早々に解決しなければならない。来年のレポートの発行までに目に見える結果が必要であろう。以下では「論点」のいくつかを紹介する。

一物多価の現況

レポート二二で主要資産運用会社が運用している同じ指数に対するインデックスファンドの信託報酬率が大きく異なっている（一物多価）ものがあると指摘されていた。日経二二五連動型で四社、TOPIX連動型で一社が、信託報酬率が1%以上異なるインデックスファンドを運用していた。最も高い信託報酬率のファンドは給与引きの従業員積み立てプラン（ミリオン）で投資されていたものだった。レポート二二によると、日経二二五連動型のうち三社が信託報酬率を1%以上引き下げたが、まだ日経二二五連動型で一社、

図表2 信託報酬率を見直したインデックスファンド

インデックス	見直し前の		現在の			
	運用会社	信託報酬率	信託報酬率	運用会社	販売会社	信託銀行
日経225型						
	A社？	1.550%	0.500%	0.225%	0.225%	0.050%
	B社	1.520%	0.400%	0.185%	0.185%	0.030%
	C社	--	1.550%	0.370%	1.100%	0.080%
	E社？	1.520%	0.435%	0.190%	0.200%	0.045%
TOPIX型						
	D社	--	1.520%	0.340%	1.100%	0.080%

(注1) 会社記号はレポート22の図表3-4と同じ

(注2) 信託報酬率は消費税を含まない。レポート22の実質信託報酬率は消費税を含む

〔出所〕 投資信託協会およびブルームバーグの無料ホームページから取得

TOPIX連動型で一社が見直ししていない。図表2は筆者が投資信託協会とブルームバーグのホームページから取得したデータである。B、C、D社は具体的な社名が特定できた⁽⁹⁾。C社とD社のデータから販売会社がいかに多くの報酬を得ていたかが分かる。ミリオンは一九八七年から始まっており、三十年を超える歴史がある。超長期の積み立て投資で1%以上高いコストを支払うことで、どれだけ逸失価値が生じるかを試算してみると驚きの結果になる。詳しくは巻末の補足資料で説明している。

償還期限設定型投信の増加

償還期限が五年以下など短期の期限が設定されるケースも多い。繰上償還の効率化に役立つという意見もあるが、償還期限によって繰上償還を実現するのではなく繰上規定や償還プロセスを整備

するのが筋である。償還まで数年しかない場合、販売手数料の三・三％を残りの年数でカバーするのは難しいだろう。これは回転売買の新たな仕組みのようなものである。

トータルリターンスワップについての開示

国内公募投信が外国籍ファンドに投資し、外国籍ファンドが証券会社とトータルリターンスワップを結ぶケースでは、証券会社が徴収するフィーが開示されていない例が見られた。証券会社が徴収するフィーも開示すべきである。

ファンドラップ内の安全資産

コスト控除後シャープレシオでみると、コストが高いファンドラップほど劣る傾向があり、バランス型ファンドと比べても劣るものが多い。パフォーマンスが悪いものほど安全資産の組み入れ

比率が高い傾向にある。トータルコストが一・五％以上のものが多い中で、利回りがはるかに低い安全資産を組み入れることの合理性はない。ファンドラップが残高フィーであることから、多くの顧客資産をファンドラップに含めたいという利益相反の誘因が働きやすい。商品性の再考が求められる。

企業型確定拠出年金（DC）

DCにも一物多価問題がある。図表3はDC専用のTOPIX連動型ファンドの信託報酬が、同じ運用会社の中でもバラツキがあることを示している。例えばD社では最高が〇・六九％、最低が〇・一五％である。DCの運用は四〇年近い超長期を想定していることから〇・五％の違いはとてつもなく大きな差を生む。本稿でもレポート二二にならいうA社などと匿名表示しているが、無料の

図表3 DC専用TOPIX連動型ファンドの信託報酬率

	A社	B社	C社	D社	E社	F社	G社
ファンド数	2	3	3	5	3	6	2
信託報酬率							
最高率	0.24%	0.63%	0.68%	0.69%	0.28%	0.66%	0.28%
最低率	0.15%	0.15%	0.19%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
格差	0.09%	0.48%	0.49%	0.54%	0.13%	0.51%	0.13%

(注1) 会社記号はレポート22の図表3-23と同じ。本表の方がファンド数が多いのは信託報酬が同じファンドが存在するため

(注2) 信託報酬率は消費税を含まない。レポート22の実質信託報酬率は消費税を含む

[出所] モーニングスター社の無料ホームページから取得（2022年6月25日現在）

投信情報サービスのホームページを利用するだけで、運用会社名を簡単に特定できる。各社には早急な最低率ファンドへの一本化を求めたい。

DCの国内アクティブファンドにも問題がある。アクティブファンドをアルファの順番で五分位に分類したとき、DCファンドの六三％が最下位および第二下位に属し、最上位および第二上位に属するのは一四・五％しかない。低パフォーマンスファンドには継続性が見られることを考えると、これは深刻な問題である。

パッシブでもアクティブでもこのような問題が放置されてきたことは、DCを実施する企業および運営管理機関には善管注意義務違反が問われてもおかしくない状況である。DCの改正法¹⁰⁾により企業には来年四月までに運営管理機関の評価（結果によっては運営管理機関の変更）を行う努力義務が課されている。金融庁が提示したこれらの問

題を検討しない評価はあり得ないだろう。

この他にも、予想分配金提示型などの毎月分配型ファンドの「想定顧客層」、新興国関連ファンド、仕組債（投信ではなく他社株転換可能債⁽¹⁾）などが取り上げられていた。

六、顧客本位の業務運営の徹底

レポート二二にはコラム欄が設けられており、主要資産運用会社二五社について顧客本位の業務運営の取組方針の具体的な実践と顧客向けの開示を、七つの原則に沿って確認した結果を紹介している。コラムの冒頭では全体要約として「各社の取組みは道半ばであり、一層の創意工夫が必要である」と穏やかな表現であるが、各原則での評価は辛らつである。レポート二二にある文章をそのまま記すと次のとおり。

- ・利益相反が疑われる（役員の）兼務体制を依然続けているケースも見られる
- ・手数料等の明確化を本気で言う意思があるのか
が問われかねない状況

- ・販売会社の都合を優先したと受け取られかねない商品開発の例が依然見られる

内容は前節まで説明したものと重複が多いので紹介は控えるが、取締役・経営者に加えて現場もこの厳しいコメントを受けて真摯に改善を図ることが求められている。

七、資産運用会社のガバナンス

レポート二〇以来、資産運用会社での「顧客利益を最優先するガバナンスの確立」は一貫した重要テーマである。レポート二二では取締役の構成に注目している。金融庁との対話では多くの運用

会社が取締役の独立性と機能強化を図ってきたと説明している。しかし、大手の経営トップの中にはグループのローテーション人事とみられるケースもまだ多く、平均在任年数は約三年と短い。レポート二二では大手十一社の取締役構成を比率で示しているが簡単に人数に変換できる。独立社外取締役は過去三年間で二六人から二九人に増えただけだ（役員に占める割合は二二・一％から二六・六％に増加）¹²。しかも運用関連業務経験があるのは九人しかない¹³。女性取締役も五社が一人以下とダイバーシティに欠ける¹⁴。

前節まで見てきたように顧客本位とはかけ離れた業務運営が多々あるが、取締役会が主導して是正した例は示されていない。レポート二二の中では、トップダウンで行うべき「経営ビジョンの改定と社内外への浸透」や「資産運用会社の顧客は販売会社ではなく投資家である」という意識改革」

を社内各部署が自発的に徹底した例があると記されている。このようなことがなぜ取締役会・経営者からではなくボトムアップで行われるのか。

資産運用会社は建設的な対話の中で企業にガバナンスの強化を要請している。企業統治コード原則四の八③では支配株主を有するプライム市場上場会社には独立社外取締役を過半数選任することを求めている¹⁵。支配株主と少数株主の利益が相反する取引・行為を防ぐためである。日本の大手資産運用会社の場合、親会社同等の販売会社と投資家との間に起こりうる利益相反は、より深刻な問題である。企業にガバナンス高度化を求める以上、まず自らを正して一般投資家の利益を最重視するガバナンス体制を確立する必要がある。

取締役人数の平均は十一人である。標準的な構成を考えてみると、独立社外取締役は最低でも六人、そのうち三人は運用関連業務経験者、そして

パフォーマンス分析に「土地勘」がある者を一人ないし二人含むとするのがよいのではないか。運用会社の現在の取締役会は発足してまだ数ヶ月しか経過していないが、来春の人事では大幅な刷新を期待したい。取締役会が最低限対応すべき課題はレポート二二に列挙されている。目標がこれだけ明確になっているのは現在の取締役、中でも独立社外取締役ににとっては幸いなことであろう。

八、おわりに

レポート二二には記されていないが、関連事項として二点だけ追加コメントをしておきたい。

アクティブファンド批判

レポート二〇以来、繰り返し、アクティブファンドが総体としてコストに見合った成果を上げて

いないことを強調し批判している。確かに国内株式投資であれば、プロのアクティブマネジャーの競争相手の多くは時間・知識・能力で劣勢の個人投資家と日本語情報ハンデの外国人投資家である以上、もう少し高いリスク調整後リターンをあげていただきたい。しかし、資産運用会社が十分に高度化して取引面で支配的になり、ほとんどの投資情報の英語化が進めば、米国のようにアクティブマネジャー総体は確実にコストの分だけパッシブファンドに負ける状態になる。これは合理的な価格形成に基づく「効率的資本市場」の実現を意味する。この恩恵を最も受けるのは直接的にはパッシブファンドの受益者であり、間接的には富の増大を享受する国民である。しかし、合理的な価格形成を支えているのはアクティブファンドの競争だ。アクティブファンドが淘汰されてしまえば、市場の効率性が失われパッシブファンドの

図表4 投信販売会社評価の格付け

顧客の最善の利益を図るための取組みが	格付	大手銀 5グループ	大手証券 3社	その他 銀行	その他 証券
十分に行われており、非常に多くの優れた要素がある	SS				
行われており、多くの優れた要素がある	S+	3グループ ^a 8社	2社	1社	1社
	S		1社	5社	3社
行われており、優れた要素がある	A+			1社	4社
行われているが、改善すべき要素がある	B				
不十分であり、改善すべき要素が多い	C				
不明あるいは未公表		2グループ ^a			

〔出所〕 格付投資情報センターのホームページから取得（2022年6月25日現在）

パフォーマンスも迷走することになる。こういった視点も踏まえた上でアクティブファンド批判を行っていただきたい。

投信販売会社評価サービス

金融庁が顧客本位の業務運営施策を推進する中で、顧客本位の投信販売会社評価を提供するサービスが出現した。⁶⁶ レポート二二はこの評価サービスについて言及していない。図表4はサービス会社がホームページで公開している評価格付けの結果である。大手の金融グループは極めて高い格付けを得ている。大手以外の銀行や証券会社も半ノッチほど低いだけで格付けは良好だ。「改善すべき要素がある」というのがB格付けであるが、B格付け以下の販売会社は一社もない。販売会社の業務運営の体制やプロセスを評価しているのであって、実際に行われている業務運営の最善性を評価して

いるのではないということなのだろうか。レポート
二二が指摘する数々の問題を知った一般投資家は
この評価に納得しないだろう。格付けサービスク
料を評価対象の販売会社から受け取っている限り、
利益相反の可能性は常に付きまとう。サービス会
社には投資家の信頼を確保する対応が求められる。

「補足」積み立て投資におけるコストのインパクト

長期にわたる積み立て投資では複利効果が顕著
になるため信託報酬等のコストは最終的な投資成
果に大きな影響を与える。最初に取り扱いが容易
な一定成長モデルで考えてみる。月率リターンが
一定の r で毎月 M 万円を n カ月に渡って積み立て
投資をした場合、 n カ月後の資産評価額 V は次の
ようになる。

$$V = M \times (1+r)^n + M \times (1+r)^{n-1} + \dots + M \times (1+r)$$

$$= M \times \frac{1+r}{r} \times \{(1+r)^n - 1\}$$

補足図表1のシナリオ1は年率リターン五%
(月率リターン〇・四〇七%)の資産に毎月五万
円を二〇年(二四〇ヵ月)に渡って投資したケー
スである。実質信託報酬率が〇%の場合、二〇年
後には二〇三七万円になる。累計投資額の一二〇
〇万円で老後二千万円問題をクリアできるわけ
だ。ところが実質信託報酬率が一・六四%の場
合、投資家の最終資産評価額は一七〇三万円まで
減ってしまう。三三四万円も少ない。この逸失価
値は一六・四%も占めている。もし実質信託報酬
率が現在のDCファンドの最低率の〇・一六%で
あったとしたら、資産評価額は二〇〇二万であ
り、逸失価値は三六万円(占有率一・八%)で済
む。

シナリオ二は年率リターン四%の資産に毎月

補足図表1 一定成長下での積み立て投資における信託報酬等の影響

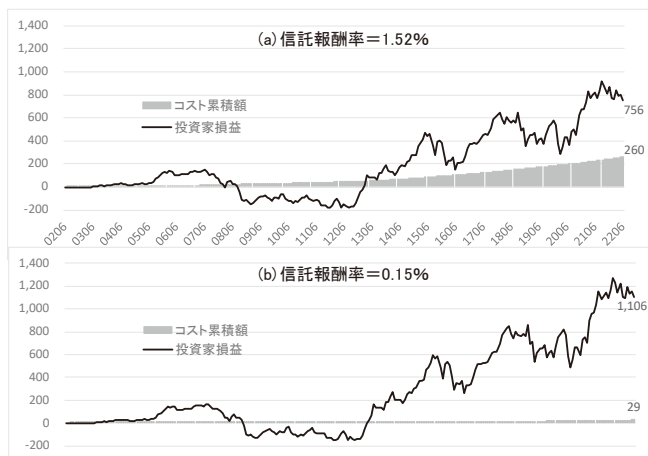
(金額:万円)	シナリオ1			シナリオ2		
	無コスト	軽コスト	重コスト	無コスト	軽コスト	重コスト
毎月投資額:M	5.0	5.0	5.0	2.5	2.5	2.5
資産リターン(年率)	5.00%	5.00%	5.00%	4.00%	4.00%	4.00%
実質信託報酬率	0.00%	0.16%	1.64%	0.00%	0.16%	1.64%
投資家リターン	5.00%	4.84%	3.36%	4.00%	3.84%	2.36%
投資期間(年)	20	20	20	35	35	35
リターン(月率):r	0.407%	0.395%	0.276%	0.327%	0.315%	0.195%
投資期間(月):n	240	240	240	420	420	420
累積投下資金額	1,200	1,200	1,200	1,050	1,050	1,050
投資家評価額:V	2,037	2,002	1,703	2,257	2,184	1,625
逸失価値	0	36	334	0	73	632
上記占有率(%)	0.0%	1.8%	16.4%	0.0%	3.6%	31.0%

〔出所〕 筆者作成

二・五万円を三五年に渡って積み立て投資した場合である。実質信託報酬率が〇・一六%の場合は投資家の資産評価額は二一八四万円になり老後二千万円問題をクリアできるが、一・六四%の場合は逸失価値が六三二万円（占有率三一・〇%）に達して投資家の資産評価額は一六二五万円にしかない。

補足図表2は、実在のTOPIX連動型投信による積み立て運用で投資家損益とコスト累計額（運用会社・販売会社・信託銀行への支払いと消費税の合計）を試算した結果である。積み立ては二〇〇二年六月末開始で二〇二二年五月末までの二四〇カ月行い、投資家の評価損益とコスト累計額の推移を見たものだ。実際の信託報酬率一・五二%（直近の消費税率一〇%の期間では実質信託報酬率は一・六七二%）が適用されているのが(a)図である。株式相場が低迷したリーマンショック

補足図表2 TOPIX 連動型積み立て投資における信託報酬等の影響



(前提) 2002年6月末から20年間毎月5万円(累計1,200万円)をTOPIX連動型ファンドに積み立て投資。コストは信託報酬に消費税(時期により5%、8%、10%)を加えたもの
 [出所] 本文図表2のD社ファンドのデータを投資信託協会ホームページより取得して筆者が推計

以降の四年間では投資家は元本割れ状態になっている。コスト累計額は安定的に増加していき、最終評価時点の二〇二二年六月末では二六〇万円に達している。投資家の損益は二〇一三年以降の好調な相場を反映して最終評価時点では七五六万円になっている。累計投資額の一二〇〇万円を加えて資産評価額は一九五六万円である。それにしてもコスト累計額の二六〇万円に納得する投資家はほばいないのではないか。(b)図のように信託報酬率を現在のDC最低率と同じ〇・一五%に設定していたら、コスト累計額は二九万円で、損益額は一一〇六万円(資産評価額二三〇六万円)と試算される。二〇年の積み立て投資でこれだけのインパクトが生じている。三五年でのインパクトがさらに大きいのは補足図表1からも明らかであろう。長期投資において信託報酬率の水準に注目することがいかに重要であるかが理解されよう。

(注)

- (1) 金融庁、「資産運用業高度化プロセスレポート二〇二二」二〇二二年五月。なお、金融庁は二〇二二年六月三日付で「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について（令和三事業年度）」という販売会社に焦点を絞った調査結果も公表している。
- (2) 金融庁、「顧客本位の業務運営に関する原則」等に基づく取組方針を公表した金融事業者リスト（令和四年三月末時点）及び「投資信託の共通KPIに関する分析（令和三年三月末基準）の公表について」、二〇二二年五月一三日
- (3) 監査法人、証券アナリスト、格付け会社など
- (4) この三二本のうち下位一五ファンドの特徴がレポート二二の図表1-7に一覧表示されている。
- (5) 国内株式を投資対象としたアクティブファンドでは信託報酬が二%近いものも珍しくない。負のアルファの大部分は信託報酬等のコストで説明できるかもしれないが、投資家の期待はコスト控除後リターンであることを忘れてはならない。
- (6) Edwin J. Elton et al., "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis" 9th Edition, Wiley, 2014, p684-5.
- (7) レポート二二の「図表3-26」二〇二二年四月～二〇二二年三月の低アルファファンドの、その後の一〇年の成績
- (8) ただし、二〇二二年は既存ファンドの決算期等のコース充実やESG投信の組成等により前年比で若干増加している。
- (9) A社とE社は見直し後の水準がレポート二二の図表3-4と若干異なるが、特定はほぼ間違いなさそうである。
- (10) 「確定拠出年金法等の一部を改正する法律」（二〇一六年六月三日公布）の一部が二〇一八年五月一日に施行され、DCを実施する企業は少なくとも五年ごとに運営管理機関が実施している運営管理業務について評価を行う努力義務が課された。最初の期限は二〇二三年四月末である。詳しくは、例えば次の記事を参照。永島武偉「運営管理機関の評価にあたっての具体的なプロセスと留意事項」、企業年金、二〇二二年七・八月合併号
- (11) 仕組債の販売について金融庁の懸念は強い。金融庁の課長補佐（杉本卓哉・牧野史晃）がファンド情報NO.三八二（二〇二二・六・二七）に「仕組債の組成と販売における課題」という論稿を特別寄稿している。
- (12) レポート二二の「図表1-3」大手資産運用会社における独立社外取締役の状況
- (13) レポート二二の「図表1-4」大手資産運用会社における独立社外取締役の主な経歴別の内訳（二〇二二年三月末

時点)二

(14) レポート二二の「(図表1-2) 大手資産運用会社の役員に占める女性の割合(二〇二二年四月時点)」

(15) 正確には、独立社外取締役を過半数選任するか、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置するかを求めている。

(16) サービス会社のホームページによれば「銀行、証券会社などが、いかに投資信託の販売において「顧客本位の業務運営」を行っているか、その取組方針や取組状況を依頼に基づき、中立的な第三者の立場から評価します」

(17) 米国のエンロン事件の後、企業の内部統制や監査制度、証券アナリスト業務には抜本的な見直しと改革が行われたが、格付け会社は俎上に載らなかった。これがリーマンショックにつながるサブプライム問題を防げなかった一因になったとの見方もある。

(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー)