

「第4回 東京国際金融センターの推進に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成27年5月29日(金) 午前10時00分～12時00分

場 所 日本証券業協会 第1会議室 (東京証券会館5階)

出席者 伊藤座長ほか各委員

議事概要

1. 日本の資産運用業界への提言

【プレゼンター】

ピクテ投信投資顧問代表取締役社長 萩野 琢英 氏

2. 日本の資産運用業界の発展とその成長の為の課題と提言

【プレゼンター】

ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント代表取締役社長 石田 友豪 氏

3. 意見交換

4. その他

議事概要

1. 日本の資産運用業界への提言

ピクテ投信投資顧問代表取締役社長 萩野 琢英 氏から、資料1に基づき、「日本の資産運用業界への提言」について説明が行われた。説明の主なポイントは以下のとおりである。

○ 説明の主なポイント

・ 運用ビジネスにおける東京の国際化について

運用ビジネスにおいて東京が国際化するためのポイントとして、東京が強力な運用センターとなること、東京が強力な受託・事務センターとなることが挙げられる。

- ① 東京が強力な運用センターとなるためには、ポイントが3つあり、1つ目は東京に拠点を置く運用機関において日本の金融資産のグローバルな運用が行われること、2つ目は世界の運用資産を東京に取り込むこと、3つ目は世界の優秀な運用者を東京へ

呼び込むことである。

- ② 東京が強力な受託・事務センターになるためには、ルクセンブルクやアイルランドのように、器としての競争力を高める必要がある。ルクセンブルクはUCITSを利用し、ヨーロッパあるいはアジアにまで自国のファンドを提供しており、これらのファンド組成等に係る弁護士、会計士等の集積を含めて、ファンドの受託事務が産業として成長している。

- ・ 日本における運用産業にとっての現在の問題点について

日本における運用産業にとって現在の問題点は、以下の4つについての多様化が進んでいない点である。

- ① 付加価値の高い運用サービス
- ② 運用会社
- ③ 有価証券市場
- ④ 人材

- ・ 世界の運用ビジネスとの比較について

- ① 世界の運用ビジネスの規模は、2013年末段階で70兆ドル弱、2020年までに100兆ドルになると言われており、アジアが一番伸びている。今後は、中国の開放政策の進展による元の自由化やインドの発展についても視野に入れなければならない。
- ② 運用ビジネスに係る日本の従業員数を欧米と比較すると、アメリカの10分の1以下、欧州の7分の1以下であり、日本は運用ビジネスの規模が小さい。規模が小さいため、固定費率が高くなるという問題がある。
- ③ 世界では、オータナティブとアクティブ・スペシャリスト運用が重要な戦略になってきているのに対し、日本は、人材不足の問題もあり、このような動きにキャッチアップできていない。
- ④ 運用会社を、独立系、銀行・証券系、生保・損保系、特化型・オータナティブ系と4つのタイプに分けると、日本は欧米に比べると、独立系と特化型・オータナティブ系が非常に少ない。
- ⑤ 日本は投信会社を立ち上げる際、コスト面でハードルが非常に高く、ベンチャーとして立ち上げていこうという30代、40代の若者がほぼいないというのが問題である。

- ・ 世界の運用業界で活躍できる人材の養成について

グローバルな運用会社は、バックボーンとなる大学を地域ごとに持っている。日本にも大学は存在するが、グローバルに活躍できる人材を養成するためには一貫した英語の授業教育を行う等のカリキュラムを取り入れるべきである。

- ・ 低リスクプロファイルのポートフォリオ構築について

資産保有者の高齢化を踏まえると、日本では本来バランス運用すべきであるが、バランス運用可能な市場が存在しない。

特に日本には社債のハイイールド市場が存在しないことが課題であり、今後5年、10年単位で、どのようにハイイールド市場を育成しポートフォリオを構築するかについて考えていくべきである。

2. 日本の資産運用業界の発展とその成長の為の課題と提言

ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント代表取締役社長 石田 友豪 氏から、資料2に基づき、「日本の資産運用業界の発展とその成長の為の課題と提言」について、説明が行われた。説明の主なポイントは以下のとおりである。

○ 説明の主なポイント

- ・ グローバルに見た日本の資産運用業の成長機会について

日本は今後、主要先進国の中では資産運用の分野で最も高い成長力のある国であり、その点で、東京国際金融センターの推進には、資産運用業の強化・発展が非常に重要な役割を果たすと考えられる。

- ・ DC・NISA・投資信託の健全かつ一層の普及について

今後、公的年金の給付は実質的な目減りが予想される中、私的年金や国内個人金融資産の効率的な活用が必須である。そのため、確定拠出年金制度(DC)及びNISAのさらなる拡充と、その主要な受け皿となる投資信託の一層の普及が望まれる。特に、若年層の長期的な資産形成を積極的に後押しすべきである。取り組むべき事項は以下のとおりである。

- ① 現制度の利用の一層の促進
- ② DC拠出限度額の拡大
- ③ 個人型DCの普及、アクセスポイントの構築

④ 英国を参考にしたデフォルト型商品の拡充と企業型DCプランへの自動加入制度の検討

⑤ NISA及びジュニアNISAの非課税額拡大と制度の恒久化

⑥ 幅広い個人投資家(及びその予備軍)に対する継続的な金融知識、情報の提供

⑦ 金融商品はその性能を事前に確認できない特性を踏まえた比較情報の充実

⑧ 投資信託に係る費用等における適切、かつ、分かりやすい情報開示の促進と運用力に応じた適切な運用報酬の徴収

・ 資産運用業界が果たす重要な役割とその取り組みについて

世界的に銀行規制が進む中、投資信託の果たす役割がますます重要になってくる。米国においては、既にDCを通じた投資信託の資産額が銀行による企業への貸出額を上回っており、産業金融として重要な役割を果たすようになっている。資産運用業界が取り組むべき事項は以下のとおりである。

① 利益相反への対応方針等を含めたコーポレートガバナンスの確認・確立

② 商品開発、販売、運用、資産管理、それぞれに携わる金融機関のフィデューシャリー・デューティーの実践

③ スチュワード・シップ・コードの実践による対話の充実とコーポレート・ガバナンス・コードの両輪による持続的経済成長の実現(長期的投資)

・ 資産運用会社の多様性と多様な運用手法の創出について

課題として、多様な独立系の運用会社を東京に集積させること、また、既存の日本における運用会社が多様な運用手法を持つことが挙げられる。取り組むべき事項は以下のとおりである。

① 起業間もない新たな運用会社の育成

② 資産運用会社版ベンチャーの発掘

③ 日本版「新興運用者育成プログラム」の創設

④ 資産運用に係る高度な専門人材の育成

⑤ 大学などでの運用の促進

⑥ 人と違う運用や差別化されたサービスの提供

⑦ アセットマネジメント特区の創設

・ アセット・オーナーの重要性について

欧米においては、年金基金等のアセット・オーナーが年金加入者及び受給者に対して受託者責任を負っており、プロの投資家としての技量を備えて運用委託先の運用会社を鍛える存在となっている。このようなアセット・オーナーの存在が、資産運用業の発展に大きく貢献してきた。このような欧米の状況を参考として、取り組むべき事項は以下のとおりである。

① GPIFの改革の推進による国民に対する説明責任体制を確立及び運用の透明性の向上

② 相続における株式評価に関する取り扱い整備による長期保有の促進

・ 資金管理業務の競争力強化について

日本の信託銀行、会計事務所、弁護士事務所の質、能力、正確性等の技量の高さは世界屈指である。この強みを生かして、日本の資産管理業務をグローバルスタンダードに近づけるべきである。また、日本の投信が海外でも販売可能となれば、商品の質の向上と量の拡大がコスト削減につながり、日本の投資家のメリットにもなる。

そのためにも、運用に係る資産管理が日本特有の仕組みになっている点は、引き続き見直しを図るべきである。また、例えば、アジア・ファンド・パスポートのような仕組みを活用することで、成長するアジアでの日本の資産運用ビジネスを拡大させることも可能と考える。

3. 意見交換

(1) 国際金融センターの意義について

- ・ 東京国際金融センターを推進していく意義は、究極的には2つある。ひとつは東京の金融産業が発展していくことで、金融業自体の富が生まれる点、もうひとつは、金融業の発展によって、金融業以外の日本企業や個人の富が大きくなっていく点である。このような形で、日本の金融業及び日本企業の国際競争力を大きく向上していくことが大事である。
- ・ 日本におけるリスク・リターンプロファイルの中で欠けている部分をどのようにして補うかという視点から社債市場の問題意識が示されたが、このような問題意識は、日本の金融のあり方の改革にもつながる議論であり、非常に重要と考える。

- ・ 金融というのは、ナレッジとインフォメーションの集積を必然とする産業であるから、金融業の発展は国のあり方として必要であり、海外への流出は望ましくない。このような観点から、日本においてアセットマネジメント業界をどのように育てていくか、どのように人材を育成していくかを検討すべきである。

(2) 東京市場の国際金融センターとしてのあり方について

- ・ 東京の国際金融センター化の議論に当たっては、東京を投資信託のメーカーのセンターとするのか、ディストリビューターのセンターにするのかを明確にすべきである。国際金融センターというもののありべき姿や我々は何を求めて論じているのかということを決めないと、議論が拡散してしまうのではないか。
- ・ あらゆるものがインターネットにつながり、ビッグデータ処理技術が飛躍的に向上した今、世界の投資家は世界中の商品を自由に購入できる時代がきている。商品がどこにあるのかはさほど問題ではない。
- ・ シンガポールは、ディストリビューターのセンターとして、シンガポールに来れば世界の商品に簡単にアプローチできるという戦略をとってきたが、その結果、シンガポールにアセット・マネージャーが集まった。また、日本の多くのデリバティブトレーダーもシンガポールに移った。
- ・ 現状では、日本には豊富な資金があるため、海外の運用商品の日本のマーケットへの導入は自ずと進んでいくのではないか。問題は、日本の資産運用業を強化し、メーカーとしてのクオリティーを高めることにある。日本の資産運用業が強化されないと、優秀な人材が流出するリスクがある。我々業界の責任は非常に重く、今後、資産運用業が産業としての集積度を高めるために、プライオリティーをつけて施策に着手すべきであり、そういった取り組みが具体的に見えてくれば、シンガポール等に流出した人材を日本に呼び戻すことができるのではないか。
- ・ 東京を国際金融センターにするにあたって、国際的な戦略とドメスティックの戦略は分け

て考える必要がある。

- ・ シンガポールのように、国際戦略として広い意味で資産運用業を成長産業と定義づけて、東京を運用商品のマニュファクチャースセンターとすることも考えられるが、国外を優遇し、国内を優遇しないなど差別して特区を創設すること等は現実的にあり得ない。シンガポールは、プレイングフィールドとして内外の差別がないから成長した。
- ・ 経済学者アルバート・ハーシュマンは、不均衡経済発展論で、全てについてバランス良く問題が解決され経済が成長するのではなく、一部がドライビングフォースとなり不均衡が生じ、その不均衡を解消するために自律的に動くことで、経済が発展するという見解をとっている。東京の国際金融センター化においても、同様に、ボトルネックや制度的な問題を一つ一つ解決していかなければならないが、やはり引っ張る力がないと動いていかない。たとえば、不動産市場を大きく変えるきっかけとなったREIT創設の議論等の過去の経験を振り返ると、今まで成功した改革は一つ大きな原動力となるメッセージがあった。

(3) 我が国の資産運用会社の現状について

- ・ 現在、我が国には外資系運用会社は38社存在し、投資信託協会に加入する会員の4割程度を占めている。これらの外資系運用会社の運用資産額は全体の20%程度であるが、助言や再委託を加えれば過半を超えており、日本の投資信託は非常に国際色豊かで、投信を通して日本の投資家は世界のさまざまな商品に投資ができていると言える。
- ・ 東京市場における運用について、時差を勘案すると、東京から中国を含むアジア、オセアニア、インドまでは運用可能なはずであるが、実際は日本株と日本債券、J-REITの投資判断しか行われていない。トレーディングについては、日本株でさえもシンガポール・香港で行っているケースも見受けられる。中国を含むアジア、オセアニアについては、殆どがシンガポール・香港で、投資・運用判断及びトレーディングを行っている。また、アジア株については、日系の運用会社であっても、投資判断はシンガポール・香港で行っている。

(4) 資産運用業の強化について

① 総論

- ・ 東京を国際金融センターにするということは、産業として資産運用業の集積度を上げることを意味する。そのためには、グローバルプレーヤーが東京において、快適に一流の仕事ができることが必要であり、東京からグローバルに一气通貫で仕事ができるようにならないと、資産運用業の競争力はつかない。日本の資産運用業は世界的に非常に遅れているため、挽回するには相当多くの課題に取り組む必要があるだろう。また、それらの課題については優先順位を付けて取り組む必要がある。資産運用会社にとって最も重要な点は、受託者責任を踏まえ、投資家の満足に応えることである。
- ・ 非常に先進的な資産運用のマーケットであるロンドンの地盤沈下について、英国政府が相当危機感を持っており、UKインベストメント・マネジメント・ストラテジーというものを政府の方針として公表している。日本においても、方針を明確にして、どのようなプライオリティーで行うかについて検討すべきである。
- ・ 日本には豊富な資金があるが、いまだ国際金融センターにはなっていないのは、資産運用業の集積がないからである。なぜ、資産運用業の集積が必要かというと、資金の有効活用を通じ、日本あるいは世界の持続的成長に貢献できる仕組みの構築につながるからである。
- ・ 東京の国際金融センター化に当たっては、マーケットメカニズムを通じ自律的に取り組めるのではないかと批判もあると思うが、20年続いたデフレを脱却していくときにあっては、資産運用業の強化についても産業育成という観点での政官民一体となった取り組みが必要である。
- ・ 資産運用業のポテンシャルが非常に高いとすれば、政官民一体となった取り組みを行うべきである。本懇談会は今後報告書を取り纏めるが、報告書公表後も、本テーマに関して、より議論を深めていくような場や機会が必要である。
- ・ 日本の資産運用業は、経済規模に比べて、ボリューム、従業員数、マンパワー等の面に

において劣後している。これは、日本の資産運用業が発展してこなかったことの表れであるが、現時点において、資産運用業の強化が非常に重要であることについて、この場ではコンセンサスが得られているのではないか。このような場で、資産運用業について取り上げられたのは、おそらく初めてであり、今後、資産運用業の強化のためにどのように取り組むべきかについては、業界内に留まらず広く議論することが必要である。

② 東京を資産運用業の運用拠点とするための方策

- ・ 資産運用業に関して、投資・運用判断、トレーディングをシンガポール・香港で行う仕組みが出来上がっているため、この仕組みを変えるには、運用会社に相当なインセンティブを与えるか、もしくはグローバル展開する前の段階の会社を日本に誘致する方策を検討する必要がある。
- ・ 東京を運用拠点にするためには、今後5年10年を見据えて、ETF、REIT、ハイイールド債等の商品を増やし、運用会社が運用できる対象を増やす必要がある。
- ・ カナダのモントリオールでは、米国の金融機関の誘致に成功したという実例がある。そのポイントは2つあり、1つは税制優遇である。国際的金融取引に関連する企業、資産運用会社、資産管理、アドミニストレーション・カストディー等に該当すると認められた場合は、例えば従業員の給与の税額を控除する等、具体的なインセンティブを示して誘致している。もう1つのポイントは、金融規制である。米国の金融規制は国際標準よりかなり厳しい。このため、米国に比べ規制の緩いカナダに拠点を移すという例が出てきている。アセットマネジメント特区の創設は、地方自治体であるモントリオールを参考に、東京都が具体的に検討、推進していくことができる有効な方策なのではないか。
- ・ 海外運用会社の運用拠点を東京に呼び寄せるインセンティブとして、優遇措置を設けることが可能なアジアヘッドクォーター特区を活用することが考えられるのではないか。
- ・ アジアヘッドクォーター特区は、基本的に海外企業を呼び込むということで制度が成り立っている。税制等の優遇もあるが、特定の業種、海外から来た方だけを優遇するということ

で、要件が非常に限定的になっている。業種を資産運用業に限定し優遇措置を行うことは、全体の理解がないと難しく、資産運用業を産業として育成するというコンセンサスを得ることが重要と考える。

- ・ 国家戦略特区は、東京のビジネス拠点のプロジェクト、あるいはライフサイエンスの産業などにおける規制緩和が中心である。
- ・ 資産運用業が成長産業にふさわしい発展ができるように、運用会社の多様化のための国外を対象とした東京の魅力付けと、優秀な人材を生みだすための運用プレイヤーの育成等を総合的に組み合わせて考えなければならない。

③ 人材育成

- ・ 最大の問題は、人材不足と人材育成不足である。このような状況が続いている中で、外国人が東京で資産運用業を行うことは、ハイリスク、ローリターンである。ハイリスクというのは、語学の障壁、人材不足・人材育成不足の環境下における専門性の低下、業界の将来性への不安等である。東京に関しての信頼、あるいは将来に関しての信頼が下がってしまうと、なかなか外国人は来ない。
- ・ 東京にしながら、一人前のグローバルな人材のレベルに達するのは非常に困難である。専門性の高い国際的な人材は海外に流出してしまった。日本にそのような人材を呼び戻すためには、日本に戻ればステップアップできる環境整備と海外に劣後しない水準の税制や給与体系の検討が必要である。
- ・ 人材育成の観点からも、専門性の高いグローバルな人材に日本に来てもらう必要がある。人材育成には高い投資が必要であるが、このような投資をしなければ人材の空洞化が進んでしまう。
- ・ 人材育成については、ベンチャーやアクティブスペシャリスト等の育成が非常に重要な課題である。

- ・ アセットマネジメント業における人材育成は、実際に資金を運用してもらうのが一番有効ではないかと考える。具体的な方法として、既存の運用会社である程度の運用実績を生んだ社員を、全額歩合制の給与体系に移行した上で、分社してもらう方法がある。これは、既存の運用会社にとっては、優良顧客を失うことにもなるのでつらい判断だと思うが、何か仕組みが考えられないか。

また、紙面上で運用成績を競う運用コンテストを開催し、優秀者に実際にファンドを与える方法が考えられる。これらは、運用業界を挙げて取り組む必要がある。

- ・ 大学での座学は有効でないのではないかと。海外のファンドマネジャーも基礎的な座学は経験しているが、実際の運用で鍛えられたファンドマネジャーが多い。
- ・ 東京にこれだけの大企業がたくさんあって、これだけ多くの人材がいるのだから、もしそこで人材がいないのであれば、人事・経営に工夫を加えて、国内にいる人材の中から自分たちで賄えばいい。それをせず、特区にして海外から新しい人材を呼び込むという発想に疑問を感じる。まず自分たちがやれることをやることにより、今の貯蓄性資金が更に投資性資金に変換され、アジア株を含めて買われるようになれば、中国又は東南アジアの専門家も、日本の会社へ勤めて、東京で仕事をしたいと思ってもらえるのではないかと。

(4) 確定拠出年金制度の拡充について

- ・ 確定拠出年金の拠出限度額を増やすべきという議論は、あまり効果がないのではないかと。拠出額が給与から天引きされる場合、拠出額の増加は手取りの給与額の減少にも繋がるため、従業員の生活に大きな影響を与えることになる。また国際比較で日本の確定拠出金額が少ないと言われているが、厚生年金の拠出を踏まえると少なくないのではないかと。
- ・ 確定拠出年金の拠出限度額を増やしてほしいという要望の代りに、税引き後所得の非課税枠をもっと認めてもらうように焦点を絞って要望したほうが、より現実的である。個人が自己判断で税引き後所得の中から拠出し、それについてある程度柔軟な引き出しを認め

た上で、運用収益について非課税にすることを拡充していく方がよいのではないか。

- ・ 確定拠出年金については、拠出額を増やせない一因となっている特別法人税の全面的廃止を要望すべきである。拠出額を引き上げても、将来的に特別法人税が復活すれば、それまでに積み立てた額が大きいだけにダメージも大きくなる。現状の期限付きの凍結ではなく、廃止を明確にしてもらうべきである。

(5) 社債市場の活性化について

- ・ 日本の社債市場は国債市場に圧倒されていて、わずかな部分しかない。しかも、バイ・アンド・ホールドで流動性がほとんどない。
- ・ 社債市場は、特にハイイールド市場の育成が重要である。金融システム全体の問題でもあり、バンクローンや信用保証との兼ね合いや、特に低格付け債についてはプライシングがうまくできていないという問題もあるので、これらは息の長いテーマとして取り組んでいくべきである。

4. その他

事務局から、資料3に基づき、本懇談会の今後の進めかた及び報告書骨子案について説明が行われた。

(配布資料)

- ・「日本の資産運用業界への提言」
- ・「日本の資産運用業界の発展とその成長の為の課題と提言」
- ・「東京国際金融センターの推進に関する懇談会」報告書の骨子案

(以 上)