

「第4回 資産運用等に関するワーキング・グループ」議事要旨

日 時 平成28年1月26日(火) 午後3時～5時
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 大崎主査ほか各委員

議事概要

1. 新興運用者の育成について

みさき投資株式会社 代表取締役社長 中神 康議 氏から、資料1に基づき新興運用業者育成のための方策等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。

(1) 多種多様な運用ベンチャーが求められている背景

ROEの過去10年平均の分布状況を見ると7%以下の企業が7割を占め、最頻値が4～5%であり、偏った「山」を形成している。資本生産性を世界標準に近づけなければ、日本市場において持続的な株式リターンは望めず、また企業競争力も劣後し続けていく。現在の日本においては、経営の質に働きかける多様なスタイルの資産運用者それぞれが、自分のスタイルで真摯に経営に働きかけることで資本生産性を上げ、我が国企業のROEの分布の「山」を動かすことが求められている。

(2) 運用ベンチャー育成のハードル

日本に限らず、資産運用業には運用ベンチャーが生まれにくく、生まれたとしても育ちづらい事業特性がある。また、資産運用業の事業特性として、自由競争に委ねていては、「市場の失敗」が起きやすい。

① 商品特性

運用商品というのは無形物商品であり、顧客が選択する基準は過去のトラックレコード等に代表される信用やブランドである。

② 顧客特性

顧客と運用者との間には大きな知識格差が存在し、また、日本のアセットオーナーは必ずしも運用のプロでないことが多いことから判断や責任能力に差が生じている。

③ 流通特性

例えば信託銀行が行っているように、顧客と直接対面し商品の説明をすることで顧客の理解が進む。しかし、ベンチャーの運用会社の場合はそれが難しく、仮に良い商品を作ったとしても流通しづらい。

④ 制度特性

顧客の大切な資金を運用していくには体制整備が必須である。生まれたばかりの資産運用会社にとって、収入がない中で資産運用業を行うのに必要な許認可や登録の審査に時間がかかることは大きな負担となる。

⑤ 人的特性

精神的にも肉体的にも厳しい状況の中で、独立して資産運用業を行っていくという強い気概がなければ乗り越えることはできない。そのような強い独立の気概がある人材が多く生まれなければ、資産運用業は活性化しない。

(3) 都市間競争における東京のポジション

① 香港、シンガポール、日本の比較

日本は、香港、シンガポールと比べ、資産運用業者の預り資産こそ同レベルであるが、成長性では明らかに劣っている。現場の実感では、データよりもはるかに日本が劣後している印象を受ける。日本において周りを見渡しても資産運用業のベンチャーが生まれる実感はなく、むしろシンガポールに移ってしまった資産運用業者が多い。劣化したポジションに加え他国もどんどん進化していくので、他国に学ぶだけでは十分ではなく、さらにその先に行く必要がある。

② シンガポールの資産運用業界改革

- ・ 世界中から資金を集め、ファンド・マネジメント・センターとして地位を確立し、資金需要のある企業を呼び込む戦略
- ・ 民間委託を拡大した公的年金の運用改革

- ・ 新興投資家育成、人材育成
- ・ 税制優遇措置、目論見書の平易化等の業法の見直し

(4) 東京が世界に冠たる資産運用都市になるための現場からの提言

東京が資産運用都市になるためには、市場の失敗が起きやすい事業特性を塗りかえ、劣後ポジションを撥ね返すことが必要である。

① 日本版「新興運用者育成プログラム」の導入

日本のアセットオーナーは保守的な傾向があり、シードマネーが付きにくく、ローンチすらできない場合が多い。日本版「新興運用者育成プログラム」を導入し、この「ローンチの危機」を乗り越えやすくしてはどうか。

② 「投資一任プラットフォーム」の設立

「ミドル・バック業務」を一種の社会インフラと考え、だれもが使えるプラットフォームを設立し、ミドルオフィス及びバックオフィスの人材がチームにいらなくても起業できるような仕組みを作ることで、体制整備に係るコスト負担を軽減することができる。

③ 各種制度整備

都市間競争に負けないように、法人税や所得税に関して少なくともイコールフットィングにし、他の都市よりも先回りすべくベンチャー支援のための補助金等を検討してはどうか。

④ 「出島」を創る

海外の制度や投資家の動き等について、運用ベンチャー同士で情報交換ができる場が必要である。

また、運用ベンチャーの担い手として、日本人に限らず海外人材もターゲットに据え、海外人材が誘引され、働きたい、生活したいと思うような場を提供するべきである。

東京が真に運用会社の設立支援、誘致を目指すならば、特定の地域に運用ベンチャーを集約した「インキュベーション機能」を整備することが望ましい。情報、優秀な人材、運用ベンチャー及び顧客が集積することにより「エコシステム」ができ、今からでも挽回できる可能性は十分ある。

2. 意見交換

- ・ 現在のアナリストの分析等は、企業の四半期業績にとらわれた近視眼的なものになっている傾向にあるが、みさき投資のように企業との提携関係を構築した上で、足元の株価を気にすることなく、中長期で投資先企業に寄り添い、企業価値を高める運用が求められている。
- ・ 中神氏の「出島を創る」という議論は、非常に重要である。シンガポールの場合は、MASは規制当局でありながら、市場プロモーションの機能も果たしており、海外から機関投資家を呼び込むための取り組みをしている。また、政府系ファンドから、ディベロップメント・マネーと称して投資資金を提供する仕組みがある。日本においても、しっかりとデュー・デリジェンスを行い、運用実績の条件を付けた上で、公的年金の残高を0.1%でもディベロップメント・マネーに回すことができれば、運用ベンチャーにとってシードマネー獲得の一助となるだろう。

ヘッジファンドの世界では、プライム・ブローカーが投資家の紹介やマーケティングの支援、いわゆるキャピタル・イントロダクションを行うことで、独自のエコシステムを成立させている。日本においても、複数のファンド・マネジャーが集まり、かつ、共通のインフラストラクチャーを備え、近くで相談しあえる環境をつくることができれば、エコシステムを作ることが可能だろう。

中神氏の資料には、様々な機関投資家の種類が紹介されていたが、海外ではこのような、目的が明確化された多様な機関投資家が存在することが、エコシステムの一部となっている。一方、日本の機関投資家の中には、目的が明確でない所もある。ミッションはリターンを極大化であるということが明確化されれば、我が国におけるエコシステムの形成に繋がるだろう。

また、私の友人には、中神氏のようなファンド・マネジャーを年金やエンダウメントに紹介するビジネスをしている者も居るが、これもエコシステムの一部であろう。

以上纏めると、日本の資産運用ビジネス発展には、以下の2つが必要だと考える。

- ① 日本という国が、運用業者を育てるという意味を持つ
- ② 公的年金の目的が、運用である、という事を明確化する

- ・ 資産運用業を始めるに際して必要な登録は大切であると思うが、登録の要件や手続き等が大きな負担となっている現状があるため、登録がより簡易に行えるようになれば、もっと新規参入が増えるだろう。
- ・ 「投資一任プラットフォーム」の設立について、投資信託の運用の場面で信託銀行が現状行っているプラットフォームの提供サービスとほぼ同じようにも思うが、何が違うのか。
- ・ 日本の信託銀行でも運用会社の事務のアウトソースを受託しているケースがあり、当社も香港にてプラットフォームを提供するビジネスを行ったことがある。

ハードウェア、ソフトウェアの双方を整備するにあたり、一つ一つの業務は問題がないものの、それらをひとつに合わせると、うまくかみ合わない場合がある。実際に、当社が香港でエマージング・マネジャーにプラットフォームを提供した際には、様々な人が一緒にビジネスを大きくしていくエコシステムのような仕組みがなかったため、ファンド・マネジャーが自ら販路拡大や営業網の拡大をしていかねばならず、大変な苦労があった。

運用ベンチャーを立ち上げる際には、資金やプラットフォーム、そして規制など様々な乗り越えるべき課題があるので、ある程度まとまった形にするためには、関係者の努力が必要であると考えている。
- ・ 日本においてプラットフォームを提供するビジネスを行ったことがあるか。
- ・ 日本においてあまり実績はないと考えているが、環境整備が整えば、今後は進めていきたいと考えている。
- ・ 運用ベンチャーに対して資金及びプラットフォームを提供するインキュベーション業務は当社でも行っている。また、最も問題なのは販売であることから、販売を共同で行っている。運用会社が資金を提供している状態から一歩進んで、プランスポンサ

ーが入ってくる環境を作ることが必要になってくる。

- ・ 本当は日本の資産を日本のファンド・マネジャーが預かり、日本の企業に投資し、リターンを得るという循環を創りたい。しかし、残念ながら日本の投資家の保守性が強いため、現在当社では海外の資産に目を向け、オフショアの私募の投資信託を作っているところである。オフショアの私募の投資信託のプラットフォームの提供は、海外マネーの受託を狙う運用ベンチャーを育成し支援するという目的に沿って一つの業務を有機的に組み合わせることが必要となる。
- ・ 運用ベンチャーへのプラットフォームの提供に関する業務については、日本の場合は信託銀行や運用会社の役割が決まっている。しかし、海外では、独立系の会社や大きな信託銀行の一部のファンドアドミと呼ばれる人々が、バックオフィスなどのプラットフォームの提供に加えてコンプライアンスやレギュラトリーレポートに関する業務も行っている。彼らは、ヘッジファンドやPEファンドのマネジャーが集まる場で様々な情報交換を行いながら、業界を大きくしてきた。日本の大手信託銀行は、当初は海外のファンドアドミを買収し業務を始めてきたので、運用ベンチャーへのプラットフォームの提供に関する業務も同様に始めていく素地はある。今後、プロセス等の標準化が進み、海外と同じ仕様になると、シンガポールや香港と同様に、大手の信託銀行や、独立系のファンドアドミも、日本で同様の業務を提供しやすくなるのではないかと。
- ・ 運用ベンチャーにとってインフラとしてのプラットフォームの提供は非常に有効であるが、既存の運用業者にとってもこのようなシステムがあると良い。
- ・ 運用ベンチャーにとってシードマネーが重要であることは共通の認識である。金融・証券市場の活性化のためには、アセットマネジメントが役割を果たすことを期待されており、業としてそれを振興する策が非常に必要である。そのためにも、長期的に見て、公的年金の資金を活用し、非常に高度なマネジャーセクション能力をつけていくべきである。

- ・ 誰もが使えるミドル・バック業務のプラットフォームは非常に良い考え方だと思うが、このプラットフォーム業務を民間が行う場合、プラットフォームを利用する運用ベンチャーは正当なフィーを支払わなければならない。支払うことができないのであれば、公的な機関がプラットフォーム業務を担わなければならないだろう。

運用ベンチャーがどの程度の報酬を受け取ることができるのかも考えなければならない。
- ・ プラットフォーム業務を提供しても運用ベンチャーが利用しなければビジネスとして成立しないし、プラットフォーム業務を利用できなければ運用ベンチャーが参入してこない。双方が相手の様子を伺うお見合いの状況になってしまい、悪循環が生じている。この悪循環を解消するためには、例えば、公的機関がプラットフォーム業務の提供についてのサポートを行う等、このシステムが広がっていく機運を作り出す仕掛けが必要である。
- ・ マクロな観点からは、資産運用が活発になることがROEを押し上げ、企業の業績を押し上げ、マクロの成長戦略につながるというロジックは大きなポイントであり強調してもしすぎることはない。
- ・ 運用ベンチャーの「市場の失敗」が起こりうる要因として1つは、インフラとしてのプラットフォームがないこと、2つめは、運用ベンチャーは顧客からの信用や評価を得ることが難しいことから資金が集まりにくいということが挙げられる。エコシステムのようなところでトラックレコードを見て過去の実績を知ることができれば、運用ベンチャーに対する顧客の信用や評価を得られやすくなるのではないか。
- ・ 顧客からの信用には、2つの信用がある。1つは、この運用者に任せれば大きなりターンを出してくれるという信用と、もう1つは、この運用者にお金を預けても大丈夫だという安心感からくる信用である。後者の信用については、運用ベンチャーにとって非常に不利であるが、公的な投資一任プラットフォームのサポートがあれば、顧

客にとっても安心して資金を預けることができ、運用ベンチャーへの信頼につながる。前者の信用については、新興運用者育成プログラムが始まり、しっかりとデュー・デリジェンスを行い、アセットオーナーを獲得できれば、信用を得ることができる。これら2つの信用は両輪で動き始めると良い。

- ・ 新興運用者育成プログラムは重要であると感じているが、目利き能力は簡単には身に付けることはできない。運用ベンチャーにある程度のシードマネーを提供する一方で、目利き能力のある人材を海外から誘致することも考慮に入れるべきである。

- ・ 投資家の立場に立てば、トラッキングレコードは最低限必要である。トラッキングレコードが出るまでの期間は、運用ベンチャー自身で資金を調達等するしかない。

たとえば、運用会社サイドで能力のある人材を発掘し、シードマネーを提供する方法も考えられる。

アメリカの知人の例だが、彼はコンサルタントから始め、信託会社のCEOになった後に独立し、ヘッジファンドのファンド・オブ・ファンズの運用を行っている。新興プレイヤーも全部含めて、グローバルに常に1,000社以上の情報を分析し、実際に運用哲学に則った動きをしているかトレース等を行った上で、その中から選別しファンドを組成している。日本においても、相当のスキルが必要であるが、例えば、信託銀行が行っても良いと思う。

- ・ 日本の顧客はトラックレコードを要求するが、海外の顧客は、ファンド・オブ・ファンズの規模が大きくなればトラックレコードがない運用ベンチャーでも、試しに3～6か月運用する資金を出してくれる。3～6か月運用させて、思うようにパフォーマンスが出なければ次の運用ベンチャーを発掘するという新陳代謝を繰り返している。

課題は2つあり、どのようにして人材を発掘するのかという点と、パフォーマンスを出すことができる規模になかなか達しないという点である。

現に、特にヘッジファンドやプライベートエクイティの分野では、日本の運用者でも香港やシンガポールで多額の資金を運用している者は多く存在するが、顧客のため

というよりも、ある個人資産家のために運用している傾向がある。できればそのような人材を日本に呼び込み、顧客のための運用をしてもらいたいと思っている。

3. これまでの議論について（中間整理）

資料2に基づき、これまでの議論において提示された課題及び課題への対応案について事務局より説明を行った後、意見交換が行われた。

- ・ 「顧客の利益に適う商品の組成等の推進」に関し、今後の対応として、販売会社における取組みや工夫のみならず、運用会社における取組みについても併せて検討すべきではないか。
- ・ 今後の対応として、小規模の投信に関し、運営・運用の効率化を図るべく整理統合することについても併せて検討しても良いのではないか。
- ・ 「規制当局における対応」に関し、「海外管理会社への対応等に向けた規制当局における人材確保及び人材育成が必要」との記載があるが、海外管理会社への対応については、基本的には、まず海外の規制当局が行う。日本の規制当局が海外の規制当局の対応を待たず、いきなり海外管理の会社に対して何らかの対応を行うということは考えにくいので、記載の見直しをご検討いただきたい。
- ・ 確定拠出年金の分野は、新規参入や競争の原理が働かないので、適正なサービスが提供されず、活発な競争が起きていない印象を受ける。また、20代、30代の方々に金融リテラシー教育を行えるチャンスのあることから、確定拠出年金の分野に関する議論をすべきである。

この分野ではビジネスが成り立つような構造の仕組みを提供した上で、プラットフォームを提供していくべきである。パッシブ運用だけでなく、アクティブ運用など様々なマネジャーが入ってくる場をつくることが重要である。現在は、どちらかというとオープン・アーキテクチャーというより、クローズドアーキテクチャーに向いている傾向があり問題である。

- ・ オープンかクローズドかという議論は、NISAにおいても同じことが言える。新興アセット・マネジャーの参入を促すには、401 k やNISAのビジネスに関しても、オープン・アーキテクチャー化を進めていくことが重要である。また我が国では、401 k 及びNISAにおいて拠出できる金額の上限が低すぎるため、そもそもビジネスとして成り立たなくなっているという問題も生じている。
- ・ ニュージーランドでは、投資信託の規制が改正されているが、1つ注目すべきは、開示書類について、電子版によるセントラル・デポジトリリーのようなものがあり、業界全体のコスト削減に加えて、新規参入者にとって印刷業者を雇う必要がなくなるというメリットがある。
- ・ 今までの議論では、ITというキーワードが抜けている。教育の視点からは、教育機関の立地もさることながら、Eラーニングでどのくらい効率的に行えるのかという視点も重要であり、ITの活用がますます必要になってくる。
 ネットを通じて利便性の高い資産管理サービスや、AIを使った分散ポートフォリオで自動運用できるロボ・アドバイザーという新しいテクノロジーを使ったビジネスモデルが海外で生まれてきている。日本でも幾つかあるようだが、海外では規模の大きい運用資産を集めているケースも出てきている。どのように投資していくべきか検討する際に、ITの活用や新しいフィンテックを取り入れる視点も必要である。
- ・ ITを駆使すればバックテストが簡単にできるので、トラックレコードがない運用ベンチャーであっても運用を始めることが容易となるのではないか。
- ・ 高度金融人材の確保や育成について、様々な種類の人材が存在するため、抽象的な記述に留まらず、アクティブ、パッシブ、クオンツなどのタイプのファンド・マネジャーなのか、本日はが出たコンサルタント的な人材、ミドル・バックの人材も含めるのか等、最終報告書までには、いかなる類の人材を強化したいのかをより具体的にすべきである。

- ・ 投資信託のガバナンスの強化について、アメリカのファンドボードが今後議論される予定となっている。ファンドボードはブレーキのような役目を果たし、ブレーキは当然必要であるものの、（出せる速度とコストに対して）ブレーキ機能が強すぎても無駄となるかもしれない。ファンドボードの代替案のようなものがあれば、それを示していただいた上で、議論をするべきである。
- ・ 投資家の裾野拡大のために、初等教育、中等教育を含めた金融リテラシーの向上が大変重要である。これを着実に実行するためには、民間企業のみならず、金融庁、文科省及び証券各団体を含む官民が一体となった取り組みが欠かせない。
- ・ 東京の資産運用業をハード面とソフト面を充実させただけで魅力ある存在にすることは難しい。結局のところ、リターンが生まれるか否かが重要になる。東京市場を資産運用業の中核都市として育てていく議論を行う前提として、いかにして中長期的にリターンが生まれる市場になるのかという視点での論点整理は欠かせない。
- ・ 私の知っているニューヨークのアセット・マネジャーのCEOは、日本では全く収益が上がらないと言っている。その理由は、フィー体系などの問題と、上記の論点整理の問題の両方がある。運用産業が相応の役割を果たすにはどうしたらいいかという点にフォーカスして議論を進めていくべきである。
- ・ たとえばイギリスでは、事業会社が発展しなくても資産運用業は栄えている。日本においても、資産の運用対象を日本株だけに限るべきではない。資産運用業に携わる身として、日本においてグローバルエクイティの運用能力を持っている業者が少ないという点は忸怩たる思いである。
- ・ 日本が誇る産業であるアニメ産業や鉄道産業がそうであったと同じように、資産運用業においても、時代を切り拓く気概を持った起業家が出てくることが必要であり、そのような人物が出てきた際には、支援できるような環境整備を進めるべきである。

- ・ 商品の販売や金融リテラシーに関する取組みについて検討する際も、個別の運用会社がそれぞれ取り組むよりも、日本として運用機関はどのようにあるべきなのかについて議論すべきである。いろいろと議論を尽くした上で、結局、販売が重要だという結論で議論が終わってしまうのではないかと懸念している。
- ・ ほかの金融センターと比較すると、日本にはなくて海外にはあるファンド形態、投資形態及び運用形態があり、例としては、日本ではヘッジファンドやマネージド・フューチャーズが挙げられる。日本と海外では、これらの成長途中の分野を育成する際のボトルネックが異なってくるかもしれない。独立系の運用会社の参入を促していけば、自然とボトルネックが出てくるのか、または意識的にそのようなファンドが誕生しやすい環境を整備すべきなのかという点も検討すべきである。また、日本において、デリバティブや低格付け債などの流動性がないことは、マネジャーがいないということに起因するので、これも併せて検討すると良い。
- ・ 日本から外資系の証券会社が撤退していき、外資系の運用会社が苦境におかれている原因を海外と比較し検証した上で、それに対する答えを持つことが重要である。例えば401k については、どのような点が制度上問題なのかを業態ごとに明らかにしていく必要がある。
- ・ アセット・オーナー間にリターンの極大化をめぐる激しい競争があり、また同時に、そのようなニーズに応えるコンサルタント及びファンド・マネジャーの市場が登場することで、初めて運用が多様化するようになる。日本株においても様々なストラテジーを持つアセット・マネジャーには海外の機関投資家から多くの引き合いがくる。つまり、運用の多様化は、根本的にはマネー・オーダーの規模とその競争状況が大きい要素である。
- ・ 資産運用サービスは無形物であることから、A I Jのような虚偽の高性能をうたった詐欺が成立してしまい、また、無形物であるがゆえに、その評価が難しく、コスト

は安ければ安いほどよいという見解が幅をきかせている状況が長く続いている。本来は提供されているサービスの対価性が妥当であるかという軸を設けて評価すべきにもかかわらず、それができておらず、特にメディア等を通じた評価は非常にプリミティブなレベルでとどまっている。

販売にかかる手数料についても、妥当な対価性あるサービスが提供され、きちんと吟味される必要があるが、適切な比較を行わずに安ければ安いほうが良く、逆に高いものは悪であると評価されている現状に問題を提起するべきである。確かに、確定拠出年金について言えば拠出額等が小さいため、コストが重荷になるから安いほうに流されてしまう構造があるが、きちんと評価すべきであると訴えていくべきである。

- ・ 現在の東京の資産運用業が、今後5年、10年単位でニューヨーク、ロンドンと戦っていくために必要なのは、ファンド・マネジャーのユニバースをいかに広げるかということである。日本から発注する様々な商品のファンド・マネジャーをいかに多様化して増やすかが重要であり、これは民間の努力だけでは難しく、公的年金などを活用しながら、強引にプラットフォームをつくる議論をしていくべきである。
- ・ 日本における公的年金資金運用ビジネスはフィーが安すぎである。サービスにあったフィーをきちんと出すことでファンドマネジメント業が育成していくのであり、この点も議論すべきポイントである。
- ・ 運用は実質的に評価されにくいという問題は、世界中で本質的に抱えている問題であり、日本がいかにして運用を評価していくかについては、ITを利用することも含めて議論するべきである。

東京を国際金融センターにするためには、海外と比較した際の日本の強みを議論し、例えば、日本にアセット・マネジャー等の人材を置いておくメリットを見出し、構造的な問題点と改善点に関して整理していくべきである。
- ・ 一つ提案だが、401kのデフォルト商品から定期預金を外してはどうか。それだけでも、401kによる投信のロットはかなり大きくなる。

- ・ 香港科技大学の大学院には、実際に働きながら、さらにスキルアップするというプログラムがあり、その一環で日本にまで見学に来た。学生たちは非常に熱心で、それぞれが個性的であった。この姿は、見習わなければならない、日本の大学・大学院においても金融人材の育成に取り組んでいかなければならない。

(配付資料)

- ・ 資料 1 東京が世界に冠たる資産運用都市になるために
- ・ 資料 2 資産運用等に関するWG（第1回～第3回）における議論及び今後の対応案について（未定稿）
- ・ 参考 これまでの「資産運用等に関するWG」における主な意見の概要（未定稿）

(以 上)