

資産運用業の高度化に 向けた現状と課題

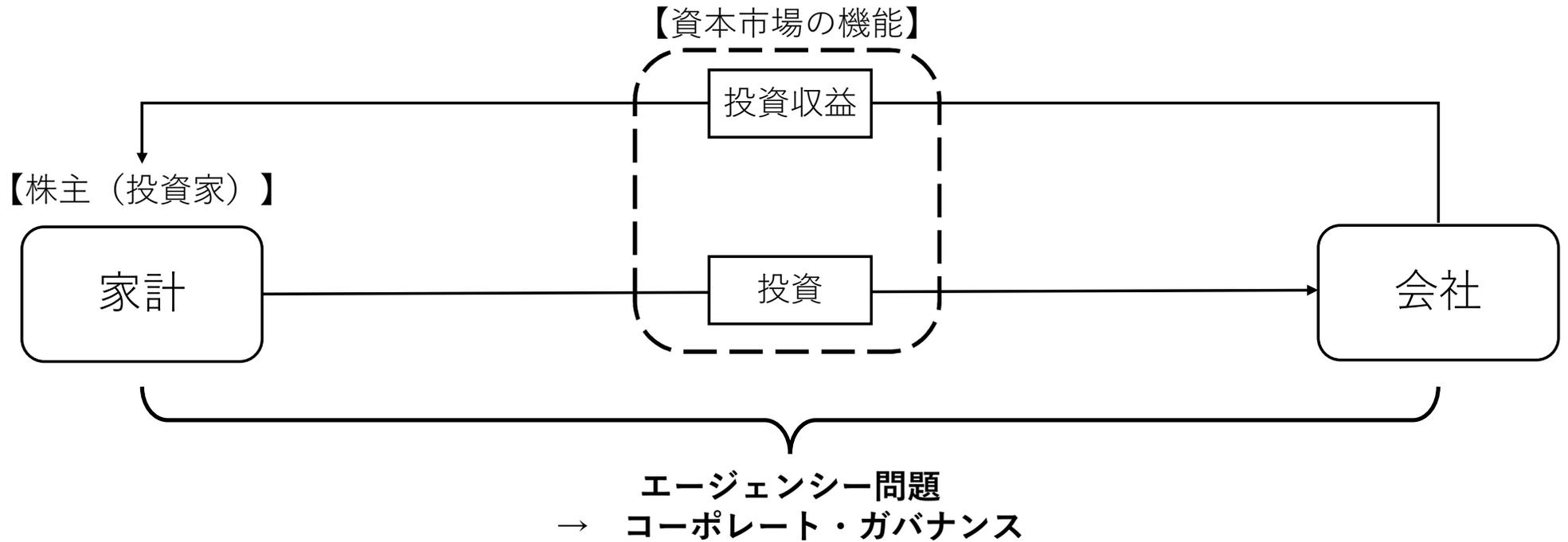
2025年6月13日

加藤貴仁

1. 問題意識

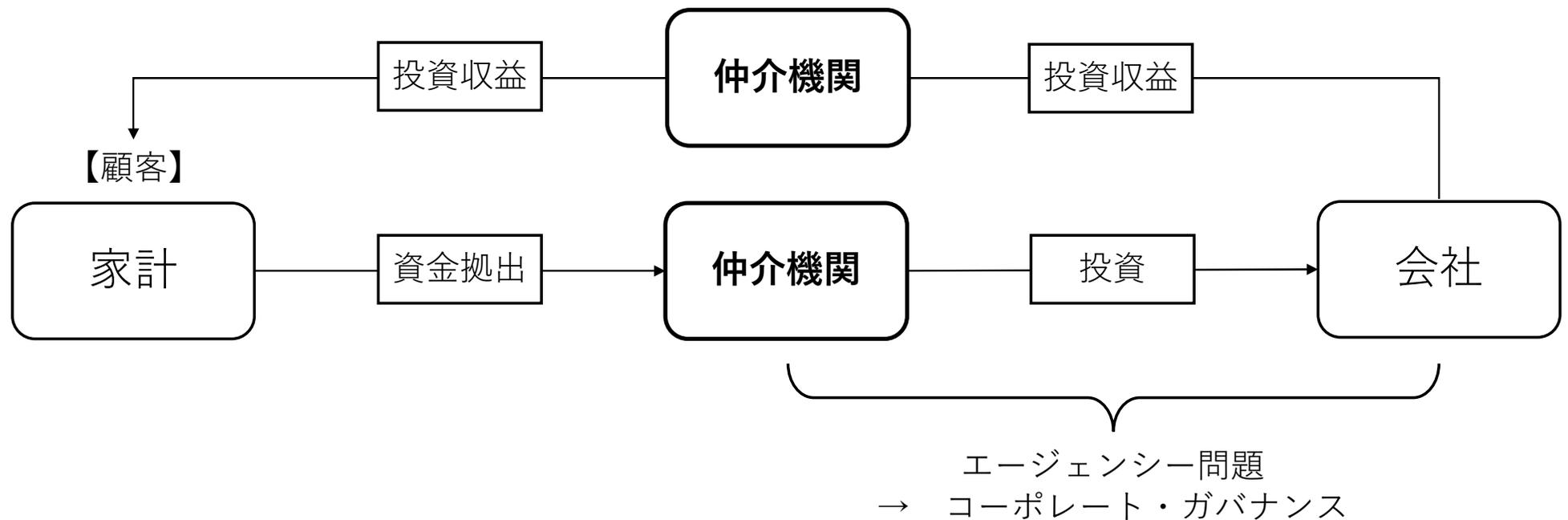
- 金融審議会・市場制度ワーキング・グループ＝資産運用に関するタスクフォース報告書（2023年12月12日）（TF報告書）1-2頁
 - 「成長と分配の好循環を実現していくためには、NISAの抜本的拡充・恒久化、コーポレートガバナンス改革等の取組みに続き、インベストメント・チェーンの残されたピースとして、我が国における資産運用業とアセットオーナーシップの改革等を行っていく必要がある。」
- インベストメント・チェーンにおける資産運用業の位置づけを確認することによって、「資産運用業の高度化」の意義を明らかにする。
 - 2. インベストメント・チェーンにおける資産運用業の位置付け
 - 3. 「資産運用業の高度化」に向けた施策
 - 4. 「資産運用業の高度化」の行方

2. インベストメント・チェーンにおける資産運用業の位置付け



※ 資本市場の機能が発揮されるためにはコーポレート・ガバナンスが機能している必要がある。

2. インベストメント・チェーンにおける資産運用業の位置付け



※ 資本市場の機能が発揮されるためにはコーポレート・ガバナンスに加えて「仲介機関」の機能を確保する仕組みが必要である。

2. インベストメント・チェーンにおける資産運用業の位置付け

- 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」（2024年9月26日最終改訂）1頁
 - 「国民の安定的な資産形成を図るためには、**金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等**（以下「**金融事業者**」）が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要」
- スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（令和元年度）「責任ある機関投資家の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」（2024年3月24日最終改訂）
 - 「**機関投資家は、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」（以下、「運用機関」という。）である場合と、当該資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家」（以下、「アセットオーナー」という。）である場合とに大別される。**このうち、**運用機関には、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。**また、**アセットオーナーには、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自らあるいは委託先である運用機関の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。**」

2. インベストメント・チェーンにおける資産運用業の位置付け

- インベストメント・チェーンの複雑化は金融における **UnbundlingとRebundling** の一事例
 - インベストメント・チェーンの複雑化が単なる「複雑化」ではなく資本市場の機能の向上につながる必要がある。
- インベストメント・チェーンにおけるUnbundlingとRebundlingを資本市場の機能の向上につなげるためには何が必要か？
 - 各要素間の関係の円滑化
 - Ex. アセットオーナーと運用機関、金融商品の販売と組成
 - 各要素の機能の向上
 - → 「**資産運用業の高度化**」

2. インベストメント・チェーンにおける資産運用業の位置付け

- 「資産運用業の高度化」の必要性
 - インベストメント・チェーンの構成要素としての能力・地位の向上は、UnbundlingとRebundlingから生じる価値の増加につながる。
 - 資産運用業のあり方によって**インベストメント・チェーンが実体経済に与える影響**が変化する。
 - Cf. 「家計の資金が資産運用会社による投資を通じて、成長企業への資金供給や我が国企業の価値向上につながり、その成長の果実が家計に還元されるといったインベストメント・チェーンの流れが重要である」（TF報告書12頁注34）
- 「資産運用業の高度化」に向けた施策への期待
 - UnbundlingとRebundlingが可能な範囲の拡大
 - Ex. 投資運用関係業務受託業に係る制度の導入と運用権限の全部委託の許容
 - 「資産運用業」のガバナンスの強化
 - Ex. プロダクトガバナンス
 - インベストメント・チェーンへのスタートアップ投資の組み込み
 - Ex. 投資信託への非上場株式の組入れ

3. 「資産運用業の高度化」に向けた施策— UnbundlingとRebundlingが可能な範囲の拡大

- 資産運用業務を行う上で必要となる主な機能（TF報告書6頁）
 - ① ファンド等の運営業務
 - ② 運用業務
 - ③ 計理や法令遵守等に関する業務（ミドル・バックオフィス業務）
- 令和6年（2024年）金融商品取引法改正（令和6年5月22日法律第32号）
 - 投資運用関係業務受託業に係る制度の導入と運用権限の全部委託の許容
 - **②と③についてUnbundlingとRebundlingが可能な範囲（選択肢）が拡大すると同時に、①の役割が増す。**

3. 「資産運用業の高度化」に向けた施策— 「資産運用業」のガバナンスの強化

- 「資産運用業」のガバナンス
 - プロダクトガバナンス
 - 資産運用業者のガバナンス
- 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」（2024年9月26日最終改訂）
 - 原則6（注3）の改訂と（注6）（注7）の新設
 - プロダクトガバナンスに関する補充原則の新設
 - **実効的なプロダクトガバナンスを実現する為には製販連携が必要であるが、「製」が「販」に従属しては本末転倒となる。**
- 「大手金融グループにおける運用力の向上やガバナンス改善・体制強化」（TF報告書4頁）
 - プロダクトガバナンスに加えて「**資産運用業**」の**UnbundlingとRebundlingが機能するための前提条件**となる。
 - 「大手金融グループ」に属さない資産運用業者又は垣根を越えたRebundlingの可能性

3. 「資産運用業の高度化」に向けた施策ー インベストメント・チェーンへのスタート アップ投資の組み込み

- 一般社団法人 投資信託協会「投資信託等の運用に関する規則」の改正（2023年12月21日）
 - 未上場株式の投資信託財産への組入れに関する定めの整備
- 令和6年（2024年）金融商品取引法改正（令和6年5月22日法律第32号）
 - 非上場有価証券特例仲介等業務に関する規定の整備
 - 私設取引システム（PTS）運営業務に関する規定（登録PTS）の整備
 - **資産運用業者が未上場株式を投資対象とする場合にはセカンダリー（市場）の整備が必要となる。**
- 日本証券業協会＝金融庁「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」

4. 資産運用業の高度化の行方

- 「資産運用業の高度化」と投資対象の成長の好循環を実現させる必要性
- 資産運用に関する人材育成の重要性