



日本の資産運用エコシステムにおける 課題に関する調査

最終報告書

東京都中央区日本橋室町三丁目2番1号
株式会社ボストン・コンサルティング・グループ 代表取締役 リチャード・アーウィン・レッサー

令和3年6月



報告書目次

0. はじめに

0.1 本調査の背景と目的

1. 資産運用エコシステムにおける課題の全体像整理

1.1 課題の抽出・分析に用いるフレームワーク

1.2 資産運用エコシステムにおける課題領域

1.3 各課題領域の対応状況・時間軸

2. 各課題領域の概要と調査結果

2.1 各個別課題の概要

2.2 各個別課題に関する補足・参考資料

3. 課題解決に向けた取り組み方向性

本調査の背景と目的

背景 - 本邦資産運用業を取り巻く環境

成長戦略実行計画の実現

成長戦略実行計画の実現に向けて、資産運用業が果たすことができる役割は大きい

- 外国人材の活躍の推進、海外の成長市場の取り込みなどは、資産運用業として直接的に貢献することができる領域
- 加えて、日本でこれから育つ新しい産業に国内外の投資を呼び込む成長の加速装置としても貢献することが期待されている

世界・アジアの資産運用業における構造変化

グローバルの資産運用業は大きな構造変化の過渡期にあり、国際競争力の維持・向上に向けた取り組みが必要

- アクティブな資産運用を行う事業者に代わって、グローバルでインデックス運用を展開する事業者やPE・VCなどが投資家の資金を呼び込み台頭
- 地政学的な要因により、主要な国際金融ハブとなっている都市間の競争が激化

本調査の目的

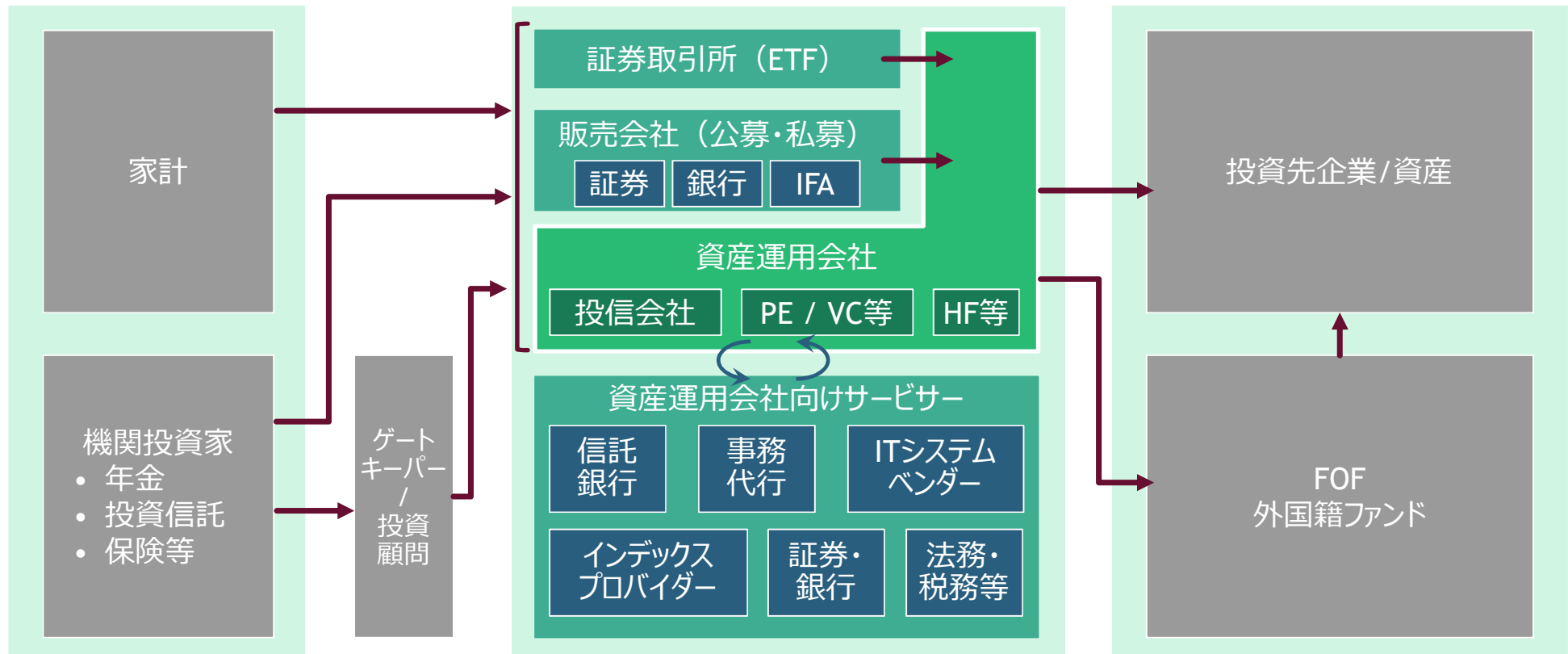
以下の観点から資産運用エコシステムの課題を整理し、本邦資産運用業の更なる発展に向けた示唆の導出に活用

- 海外動向を踏まえた資産運用エコシステムにおける課題領域の抽出・整理
- 各課題領域に関する調査・分析および概要のとりまとめ
- 課題解決に向けた取り組み方向性

1. 資産運用エコシステムにおける課題の全体像整理

資産運用エコシステムにおける課題分析のフレームワーク

資産運用会社を中心とした資産運用エコシステムの課題は、様々なレイヤーで相互に作用しながら存在しているため、エコシステムを形成するステークホルダー全体の視点で課題分析を実施



エコシステムとして目指す姿と実現に向けた課題抽出の視点

課題分析にあたっては、エコシステムとして目指す姿を定義し、その実現に向けた課題領域を抽出するアプローチを選択

エコシステムとしての目指す姿

実現に向けた課題領域

A

最終受益者・アセットオーナーによる適切なアセットアロケーション

最適なアセットアロケーションの実現に向けたアセットオーナー／ゲートキーパーの専門性強化

- 新たなアセットクラスに関するPM機能強化（セルサイドあるいは海外人材の活用）
- ゲートキーパーの専門分化を通じたアドバイザー機能の向上、等

B

資産運用会社間でのフェアな競争環境（適切な領域における外資の活用を含む）

パフォーマンス／コストに基づくフェアな選定が行われる競争環境の整備

- 委託先の選定理由に関する説明責任の強化／より詳細な開示スタンダードの確立
- インデックス／パッシブマネージャー選定におけるコスト規律の要請（"一物一価"）、等

C

グローバル水準での経営インフラの提供体制

国内・外資のサービスプロバイダーの更なる集積を通じたソリューションの多様化

- 新興/独立系資産運用会社の参入活性化等による"ライトアセットモデル"の実績・事例の拡大
- 資産運用会社の戦略類型に基づくオペレーショナルエクセレンス構築のあり方具体化、等

D

多様な金融人材にとっての魅力的な環境の整備

バイサイド人材市場における多様な専門人材の活躍機会の拡大

- 雇用慣行、法規制等、国内採用のハードルの高さの緩和・解消
- 海外人材の更なる活用に向けたPay for performance型の評価・処遇の拡大、等

E

迅速かつ合理的な許認可プロセス

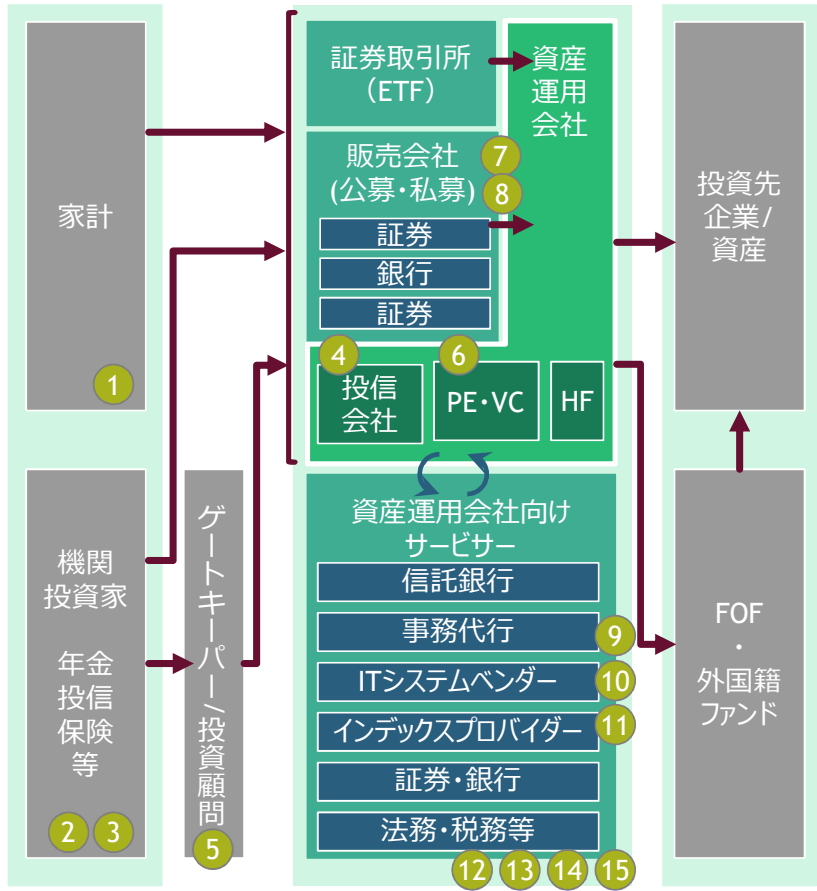
最適な運用体制・販売体制の構築を阻害しない合理的な許認可プロセスの構築

- 海外の資産運用会社が日本で商品組成・販売を行う際の体制要件の緩和
- 多言語での相談・許認可対応の更なる強化、等

事業構造と相互の関係性をふまえた、日本の資産運用業のエコシステムにおける課題リスト

海外での先行取り組み事例、識者インタビューなどをふまえ、日本の資産運用業およびそれぞれのプレイヤーの課題の内容を15個に整理

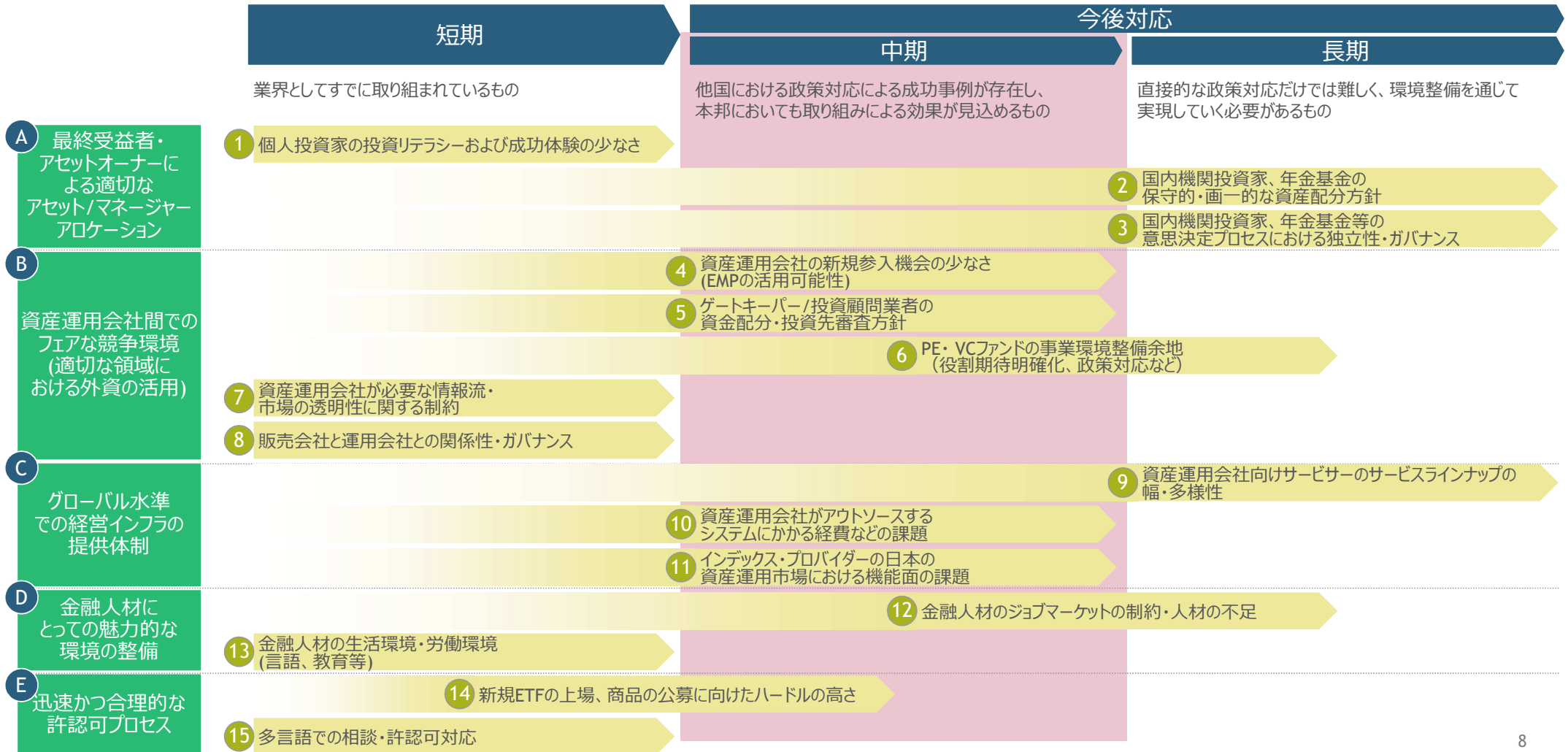
国内インベストメントチェーンの全体像



日本の資産運用業における課題のロングリスト

エコシステムとしての 目指す姿	実現に向けた課題領域(現時点想定)	時間軸
A 最終受益者・ アセットオーナーに よる適切な アセット/マネージャー アロケーション	1 個人投資家の投資リテラシーおよび成功体験の少なさ	短 中 長
	2 国内機関投資家、年金基金の保守的・画一的な資産配分方針	短 中 長
	3 国内機関投資家、年金基金等の意思決定プロセスにおける独立性・ガバナンス	短 中 長
B 資産運用会社間での フェアな競争環境 (適切な領域に おける外資の活用)	4 資産運用会社の新規参入機会の少なさ(EMPの活用可能性)	短 中 長
	5 ゲートキーパー/投資顧問業者の資金配分・投資先審査方針	短 中 長
	6 PE・VCファンドの事業環境整備余地(役割期待明確化、政策対応など)	短 中 長
	7 資産運用会社が必要な情報流・市場の透明性に関する制約	短 中 長
	8 販売会社と運用会社との関係性・ガバナンス	短 中 長
C グローバル水準 での経営インフラの 提供体制	9 資産運用会社向けサービスのサービスラインナップの幅・多様性	短 中 長
	10 資産運用会社がアウトソースするシステムにかかる経費などの課題	短 中 長
	11 インデックス・プロバイダーの日本の資産運用市場における機能面の課題	短 中 長
D 多様な金融人材に とっての魅力的な 環境の整備	12 金融人材のジョブマーケットの制約・人材の不足	短 中 長
	13 金融人材の生活環境・労働環境(言語、教育等)	短 中 長
E 迅速かつ合理的な 許認可プロセス	14 新規ETFの上場、商品の公募に向けたハードルの高さ	短 中 長
	15 多言語での相談・許認可対応	短 中 長

課題リストの課題の対応状況、時間軸の整理



2. 各個別課題の概要と調査結果

調査結果サマリー：各個別課題の概要（1/2）

課題リスト

時間軸

課題の概要とメカニズム（資産運用エコシステム高度化の視点）

最終受益者・アセットオーナーによる適切なアセット/マネージャーアロケーション	1	個人投資家の投資リテラシーおよび成功体験の少なさ	短 中 長	長期分散投資の必要性・有効性の認知と、投資行動における成功体験の絶対量が不足しており、他国と比べて個人投資家の裾野が広がり欠けている <ul style="list-style-type: none"> 投資に対する過度な抵抗感、預貯金に偏重した個人金融資産構成の要因
資産運用会社間でのフェアな競争環境 適切な領域における外資の活用	2	国内機関投資家、年金基金の保守的・画一的な資産配分方針	短 中 長	国内機関投資家、年金基金の資産配分方針において実績・安定重視の傾向が強く、更なるリターンの向上および投資先の多様化を図る余地が存在 <ul style="list-style-type: none"> 諸外国においては、中長期視点で新たな投資先の発掘・育成を図る事例が存在
	3	国内機関投資家、年金基金等の意思決定プロセスにおける独立性・ガバナンス	短 中 長	資産運用会社の選定プロセスにおいて、親会社等の意向、系列関係、特定販社への依存など、競争活性化・新規参入の障壁となる"不文律"が存在 <ul style="list-style-type: none"> 長年の商慣行によって形成されており、新興事業者からは見えにくい構造
	4	資産運用会社の新規参入機会の少なさ (EMPの活用可能性)	短 中 長	公正な競争、国内投資家の新規投資先育成・多様化の活動の中で新規参入する資産運用会社に配分される投資資金の量・機会が不足 <ul style="list-style-type: none"> 入口の狭さが原因で新規参入意欲がある事業者も減少、外資も敬遠
	5	ゲートキーパー/投資顧問業者の資金配分・投資先審査方針	短 中 長	専門性・特色のあるゲートキーパー/投資顧問業者の広がりが海外と比べて不十分で、機関投資家にとっての実質的な選択肢が制限されている状況 <ul style="list-style-type: none"> 欧米では資産運用会社の育成を担う専門プレーヤーなども存在
	6	PE・VCファンドの事業環境整備余地 (役割期待明確化、政策対応など)	短 中 長	海外に比して、政策面、民間の経験、社会的な位置づけなどの面でPE・VCファンドにリスクマネーを供給する際の投資家側のハードルが高い <ul style="list-style-type: none"> 投資家側の実績・経験に加え、ファンド側の育成・トラックレコードも必要
	7	資産運用会社が必要な情報流・市場の透明性に関する制約	短 中 長	資産運用会社の新規採用基準、申込窓口がオープンになっている諸外国と比べ、新規・中小の事業者にとって市場の透明性に関するハードルが存在 <ul style="list-style-type: none"> 機関投資家の意向・ニーズに関する情報流が限定的・閉鎖的である可能性
	8	販売会社と運用会社との関係性・ガバナンス	短 中 長	販売会社が自社の系列の運用会社の商品を優先して販売することや、「売れる・儲かる」商品を販売会社主導で企画して販売する慣習が残存 <ul style="list-style-type: none"> 顧客目線、パフォーマンスで優れる商品に資金が回らず、市場のゆがみの一因に

補足資料

Source: 海外エキスパートインタビュー、海外経済メディア記事、国内既存調査結果など文献調査に基づきBCG分析

調査結果サマリー：各個別課題の概要（2/2）

課題リスト	時間軸	課題の概要とメカニズム（資産運用エコシステム高度化の視点）			
グローバル水準での経営インフラの提供体制	9	資産運用会社向けサービスのサービスラインナップの幅・多様性	短 中 長	<p>資産運用事業者が自社の戦略上の優先順位に即した形で選択可能なサービスの多様性・厚みが不足している</p> <ul style="list-style-type: none"> 新興・中小の資産運用事業者にとってミドルバック基盤構築の負荷が大きい 	
	10	資産運用会社がアウトソースするシステムにかかる経費などの課題	短 中 長	<p>機関投資家・資産運用事業者の事務・システム基盤において日本固有の要件に係る固定費用が大きく、中長期的な戦略投資の余地が限定されてしまっている</p> <ul style="list-style-type: none"> 海外プレイヤーが日本でのオペレーションを最小化する志向の要因にもなっている 	補足資料
	11	インデックス・プロバイダーの日本の資産運用市場における機能面の課題	短 中 長	<p>諸外国と比べてインデックス間の競争が不足しており、使用料の高止まりに加え、投資家・資産運用事業者にとっての選択肢が制限されている状況</p> <ul style="list-style-type: none"> インデックス投資の多様化を促進する機能が発揮できていない 	補足資料
金融人材にとっての魅力的な環境の整備	12	金融人材のジョブマーケットの制約・人材の不足	短 中 長	<p>雇用慣行・法規制、プロ人材の流動性・採用の容易さで他の都市と比べて劣後、日本における海外事業者の事業基盤構築の制約条件となっている</p> <ul style="list-style-type: none"> セルサイドも含めた金融ジョブマーケット全体に厚みを持たせていく必要 	補足資料
	13	金融人材の生活環境・労働環境（言語、教育等）	短 中 長	<p>高度な金融人材の日本における就労を促進するため、ダイバーシティ・文化的配慮を含む生活・労働全般に関する環境整備を進める必要</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本固有の雇用法制・雇用慣行（会社間での流動性、休暇取得等）も影響 	
迅速かつ合理的な許認可プロセス	14	新規ETFの上場、商品の公募に向けたハードルの高さ	短 中 長	<p>諸外国比で厳しい条件、日本固有の業務が求められることなど、海外の資産運用会社が日本での商品組成を行う際の許認可プロセスのハードルが高い</p> <ul style="list-style-type: none"> 結果として、FoF等、国内事業者を通じた展開が主流となっている 	補足資料
	15	多言語での相談・許認可対応	短 中 長	<p>海外の資産運用事業者が日本市場への参入を検討する際に、日本語での相談・許認可対応を求められることへのハードルが大きい</p> <ul style="list-style-type: none"> 販社主導・JV形式での参入を検討せざるを得ない理由の1つとなっている 	

アメリカでは、PEは年金基金や大学基金などが投資するメジャーな投資先として一般に認知 アメリカの年金基金・大学基金におけるPE投資動向

ハーバード大学基金 (HMC)

ハーバード大学基金 (HMC) はPEに23%の資金を投資

Asset Class	Allocation	Return
Public Equity	18.9%	12.2%
Private Equity	23.0%	11.6%
Hedge Funds	36.4%	7.9%
Real Estate	7.1%	-0.5%
Natural Resources	2.6%	-6.2%
Bonds/TIPS	5.1%	8.2%
Other Real Assets	1.3%	-17.5%
Cash & Other	5.6%	---
合計	100%	7.3%

Sources: BCGリサーチ

CalPERS (カリフォルニア州職員退職年金基金)

CalPERSはPE・PDへの投資割合を増やし、有名ファンドだけでなく新しい投資領域まで踏み込むためにPEを活用

“Toward a 7% solution”の投資戦略は、従来の運用資産だけではない、新領域の運用資産アセットクラスをベースとした新しい戦略となる

(出典：Pensions and Investments)

- 新領域運用資産: プライベートエクイティ、プライベートデットを含むアセットクラス群で、低金利および低経済成長、資産評価額の高止まりをふまえて投資を増やしていく領域

“ブラックストーングループやカーライルなどが運用するプライベートエクイティファンドに対する投資を増やす戦略を採用・継続”

(出典：International New York Times)

“CalPERSはEBITDAまたはそれに準ずる指標で \$25 million から\$100 millionの利益を上げる中堅企業のプライベート資産に対する投資機会に注目している。これまでの公募債券市場がアクセスできていなかった市場として、より高いイールドを生み出す機会がある新しい投資先になりうると評価している”

(出典：Sacramento Business Journal)

アメリカ以外でも、PEを経済成長における新しい役割に位置づけ、活用する国が増えている 主要国の経済成長戦略におけるPE活用の方向性



スイス



アイルランド



シンガポール

国としての成長戦略

国際金融ハブ

EU域外企業・多国籍企業に対する
EU市場の窓口となる

貿易、付加価値創出、イノベーション
の3分野における中心地戦略

経済成長の方向性

- 政治的に安定したビジネス環境での
安全性の高い金融サービスの提供

- EU市場の窓口・統合市場への摩擦の
無いアクセスポイントでの高い専門性と
付加価値を備えた事業の集積

- アジアの新興市場に近接した立地を
活かした、革新的かつビジネスに優しい
生産性の高い経済

(PEをレバレッジして) 伸ばそうとしている強み

- 金融取引での情報セキュリティ
- 自由主義経済システム
- 税制上の優遇措置
- 労働移動

- 大規模な統合市場へのアクセス
- 熟練労働力
- 労働移動税制上の優遇措置
- ICTインフラストラクチャ

- 新興市場への近さ
- 起業のしやすさ
- 貿易インフラ
- 熟練した地元および外国人労働者
- 研究開発資金

投資振興の対象と なる産業

- スイスの国策と合致する産業
 - 金融サービスを行う多国籍企業
 - ライフサイエンス企業
 - 製薬企業
 - 高度なエンジニアリング企業

- これからヨーロッパでビジネスを行おうと
しているICTおよびインターネット多国籍
企業（アイルランド進出企業）

- イノベーションに重点を置いている
自国および海外のテクノロジー企業、
ベンチャー企業

欧米では、投資家によるPEへの投資を促進するため、適格と認められるための規制・監督を強化する環境を整備

PEファンドに対する米国、欧州における当局の規制の動向、考え方

アメリカ



リーマンショック後Dodd-Frank Actにより規制を強化

- PEファンドのSEC登録が求められる
- AuM・資産規模・従業員数を報告する義務

2020年に年金のリターンを上げるために一部PE投資に関する制約条項を解除

- これにより、年金運用者などが高い利回りの実現を狙ったPEへの投資規模を拡大することが可能に

加えて、IRAや401kのようなDefined Contribution PlansがPEファンドを通常のInvestment Offeringとしてオファーできるよう、当局からガイダンスを発表

- 従来、PEファンドの非透明性・高いリスクを踏まえて労働者の年金を保護するEmployee Retirement Income Security Actに違反するとされていたことが問題視されていた
- 受託者がPEファンドをOfferingとして提供することに関してFiduciary Dutyに違反しないとのガイダンスを当局から発表

欧州



PEファンドの運用・運営について強い法的Requirementを定め、透明性・健全性等の向上を促進

- Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)を基にPEファンドの運用行為・運用者についても強いRisk Assessment Requirementを導入。Leverage Limitを設定、Liquidityの管理もするよう求める
- PEの投資活動手法にも規制を導入、例えば買収した会社にJunk Bond等を発行させ、それでPEファンドにRepayする仕組みなども企業買収後2年間できないようにするなど、米国以上に踏み込んだ強い内容でルール化
- Senior Management全員に「prescribed responsibilities」をアサインし、PEファンドにも適切なガバナンス体制と責任図の作成・公表を要求

2021年から導入される2つの規制¹でも、さらにPEファンドのCapital Requirementを引き上げることを予定

- MiFIDで規定される運用会社をいくつかの区分で分類、一部のPEファンドが15万ユーロのCapital Requirementや銀行レベルのLiquidity制限が求められるとみられる
- 投資におけるSustainabilityの確保義務と投資状況公開をPEファンドにも要求

ベンチャーキャピタルは、創業期の資金提供と成長の支援、2つの機能で新興企業育成に貢献する不可欠な要素として位置づけられている

Y Combinator (シリコンバレー) の事例

企業概要

会社名：Y Combinator
 設立年：2005年
 本部：米カリフォルニア州
 設立者

- Paul Graham
- Jessica Livingston
- Robert Morris
- Trevor Blackwell

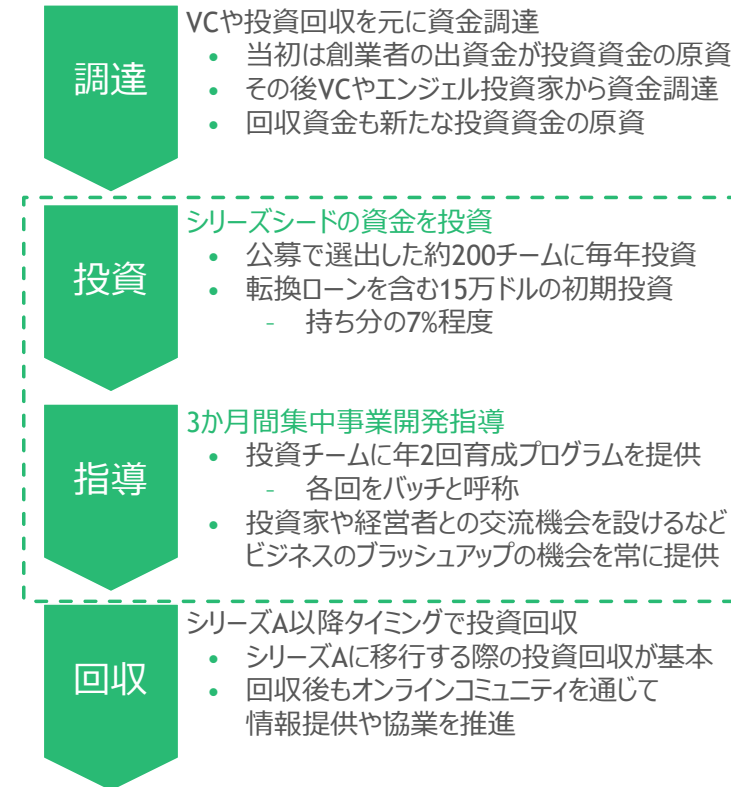
事業内容

- スタートアップへのシード資金提供
- 事業開発指導

過去の主な投資先

- Airbnb
- Stripe
- Cruise
- Dropbox
- Instacart
- Machine Zone
- DoorDash
- Zenefits
- 等

ビジネスモデル



ポイント

コミュニティの質を維持するための明確な投資価値観

- "To do the right thing for founders"
- "To fund only good people"
- "Pay-it-forward"

個人的なアドバイスと手厚い指導

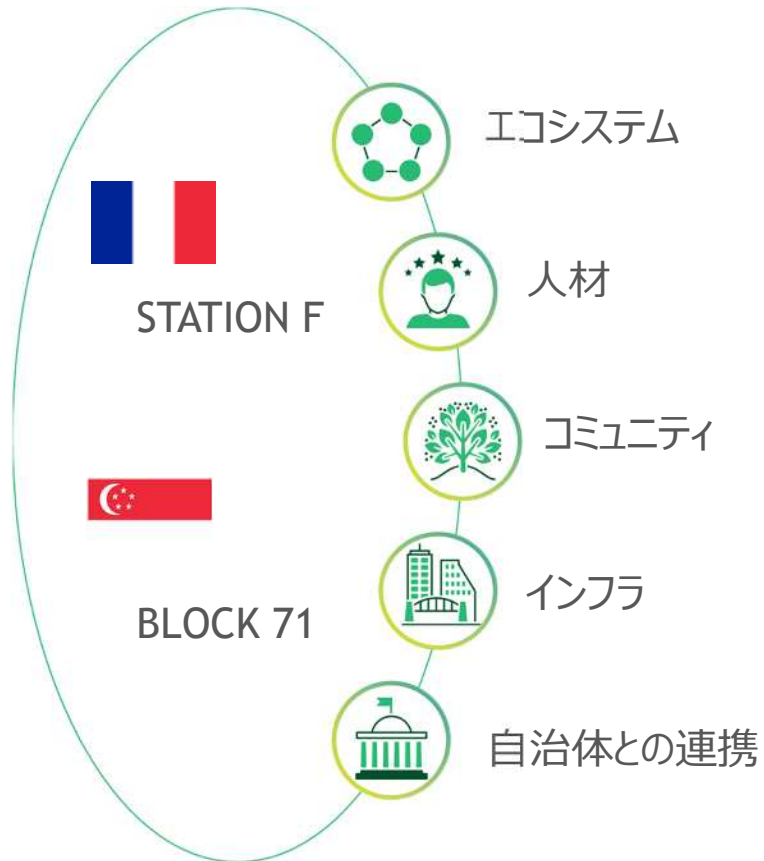
- 創業者の質の向上を目的に1対1のアドバイスやプロダクトの作り方に関する手厚い指導を実施
- メンターとの会合の数に制限はなく、創設者は必要なだけ多くの支援を受けることが可能

巨大アルムナイネットワークによるセーフティネット機能

- コミュニティメンバーが失敗をしても、ネットワーク内の誰かが助ける仕組みが存在
 - 同じバッチ内のスタートアップへ参画
 - 卒業生が別の創業者に投資する場合も

また、ベンチャーキャピタルの活性化においては、投資家側の環境だけではなく、起業家側が起業しやすくなる環境整備も重要

海外におけるテックパーク、イノベーションハブの事例



出典：専門家インタビュー、業界調査、BCG分析

キーポイント

エコシステム内のすべてのプレイヤー（政府機関、研究機関、金融（VC投資家・金融機関）、インキュベーター、核となる大規模入居者、中小企業、スタートアップ企業、業界団体）がバランスよく組み合わせるようになる

大学やトレーニングセンターを同じ地域に設置し、外部の必要な人材を魅了することで、選択したコアの専門分野に関連する人材から、資金調達などを支援・サポートする人材まで一連の能力を有する多種多様な人材への相互アクセスを確保する

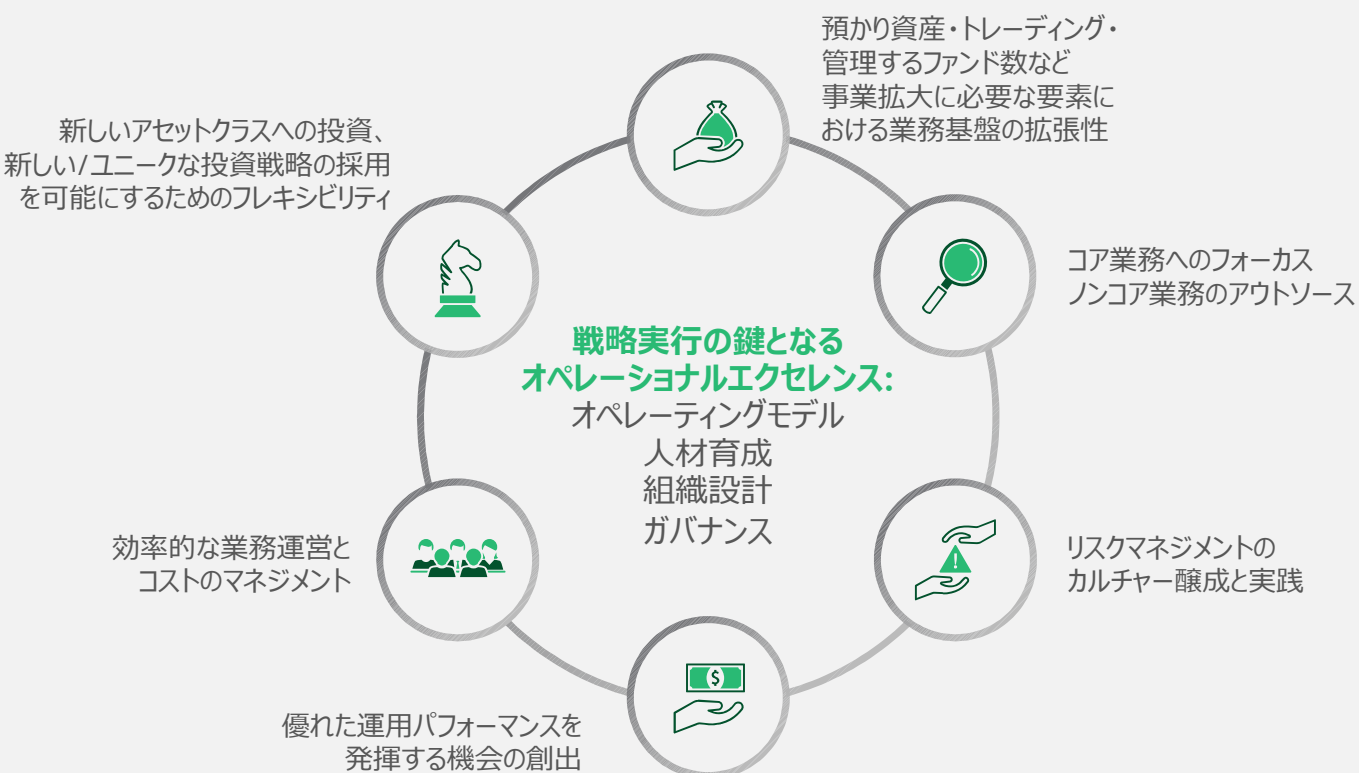
緑あふれる環境、サービスの利用しやすさ、年間を通して開催されるイベントや娯楽（ショッピング、芸術、スポーツ、エンターテインメントなど）のあるアクティブなコミュニティで、高品質で環境に優しい国際標準の活気ある生活環境を確保する

容易な交通アクセス、高品質な基本インフラストラクチャー、ゾーンのターゲット業界に合わせてカスタマイズできる高速通信インフラストラクチャーを確保する

明確に表されたビジョンと志を有し、自治体による調和のとれた施策により、位置付けと立地のブランド化を進める。また、サービスとインセンティブの面で必要なサポートを提供し、重視する業界にある望ましい入居者にとって魅力的なものとする

外資の資産運用会社は、各社のグローバルな戦略に基づく、最適なオペレーティングモデルを志向し、その中で利用するシステム、ミドルバック業務のアウトソース等を検討

資産運用会社におけるオペレーティングモデル・システム/体制構築検討のフレームワーク



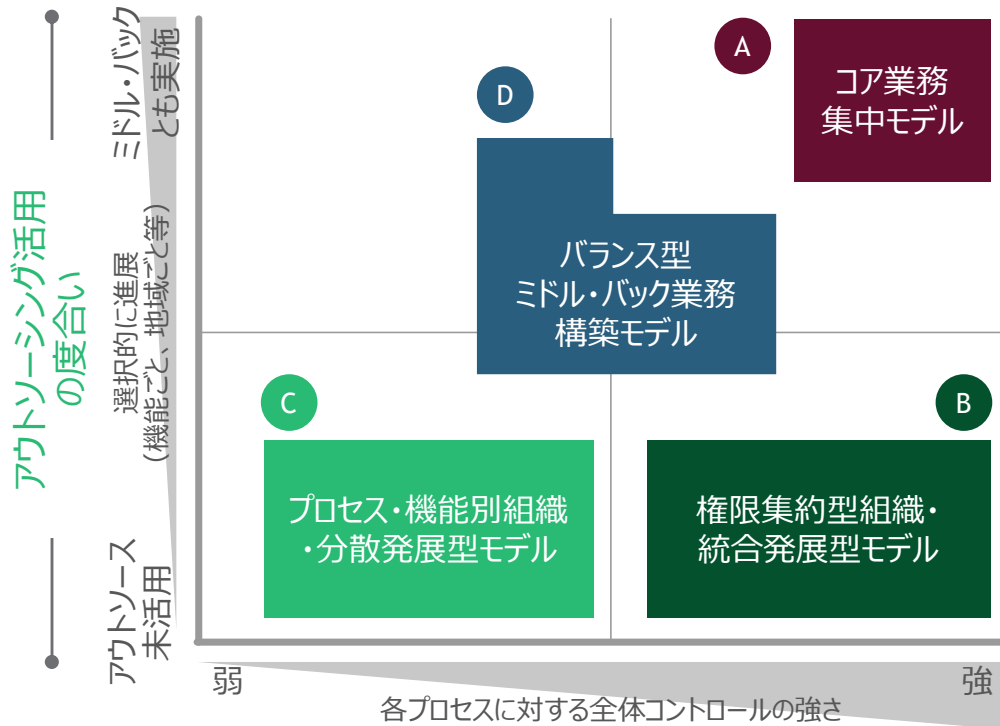
オペレーティングモデルの検討プロセス

- 1 新しいオペレーティングモデルによって実現したいこと/目的は何か？
- 2 そのために、オペレーティングモデルをどのように進化させるか？
- 3 オペレーティングモデルの進化を実現するために、誰と組むべきか？
- 4 オペレーティングモデルの構築にあたり、どこから手を付け、どのような時間軸・道筋で変えていくか？

マーケット毎に最適なオペレーティングを構築するためのサービス／ソリューションの提供体制は、戦略上の有力な変数の1つとなっている

グローバル資産運用会社におけるオペレーティングモデル変革の考え方

アウトソーシング活用の度合いと各プロセスに対する全体コントロールの強さの2軸によるオペレーションモデルのセグメンテーション



Source: BCGプロジェクト経験

各セグメントに属する資産運用会社のオペレーションモデルの特徴

コア業務集中モデル	<ul style="list-style-type: none"> バックオフィス業務をノンコア機能として定義 アウトソーシングに対して最も踏み込んだユーザーであり、内製化した機能のアウトソース化も積極的に実施 ミドルバックに関する内部のケイパビリティとして、ベンダー管理に重点を置いた組織・体制を構築
統合型組織スケールモデル	<ul style="list-style-type: none"> 非常に大規模なプレーヤーが多く、極めて効率的なオペレーションを志向して強力な内部体制を構築しに行く傾向 特定の機能でのみ選択的にアウトソーシングを検討 専門知識をレバレッジするために外部を活用ことに躊躇はないが、一たびケイパビリティが構築されたら、内製化することにも積極的
機能別組織権限分散モデル	<ul style="list-style-type: none"> フロントにとって最適化されたミドル・バックオフィスの設計に焦点 多くの場合、同じモデルを長期間使用しており、システムなど陳腐化の問題がない限り、変更を加えることを躊躇 変更を加える場合も抜本的な改善をせず、現状の改善・ムダ探しに留まりがち
バランス型ミドル・バック業務構築モデル	<ul style="list-style-type: none"> 一定程度アウトソーシングを活用しながら、内製化と組み合わせる形でオペレーティングモデルを構築 フロント、ミドルバックはグローバルに分散して存在していることが多く、各地域ごとにローカライズされたスコープでアウトソーサーを活用 他のモデルに移行する際の過渡的な形態として現れることも多い

海外市場では、各資産運用会社のニーズのタイプ毎に必要なサービスを組み合わせて統合的に提供するようなプラットフォーム化が進展

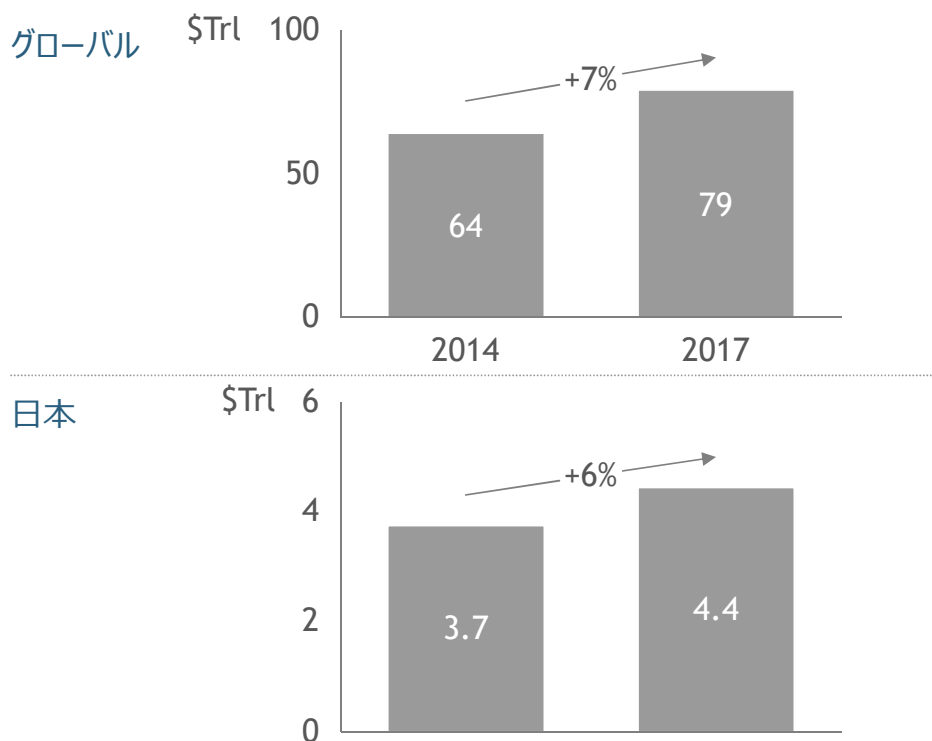
グローバルカストディアンにおける"統合プラットフォーム構想"事例

	BNY MELLON	STATE STREET	NORTHERN TRUST
戦略サマリ	<p>プラットフォーム化による売上拡大、並びにデータアナリティクスを通じた高付加価値化に取り組み</p> <ul style="list-style-type: none"> データプラットフォームを活かした自動レポート作成等、高付加価値業務に注力 フロント業務のケイパビリティ獲得を通じて、より広範に業務を受託し規模拡大を推進 自社で次世代システム (バック～ミドル一貫のプラットフォーム) を開発、将来的には買収したフロント業務システムとの連携も計画 		<p>業務領域、顧客、展開地域を絞り、カスタマイズ対応を強みに拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> 価格競争ではなく、特殊資産への対応で顧客を獲得 カスタマイズ受託を通じ規模を拡大 技術は外部の先端プラットフォームを活用予定
プラットフォーム化	<p>ケイパビリティの獲得</p> <p>Alladinと'19年に連携、フロント～バックのケイパがすべて揃う</p>	<p>Charles Riverを'18年に買収、フロント～バックのケイパがすべて揃う</p>	<p>Omniumを'11年に買収、フロント～バックのケイパを揃える</p>
前提となるシステム投資/外部連携	<p>独自のバック～ミドル業務プラットフォーム (Eagle Investment Systems) の提供を開始</p>	<p>バック～フロント (Charles River) を繋ぐ数千億円規模の更新プロジェクトが進行中</p>	<p>金融システム企業であるFISのバック～ミドル業務プラットフォーム導入が進行中</p>
多様な資産・地域への対応	<p>取り扱う資産に加え、特定顧客向けサービス等も充実</p>	<p>業務アウトソースの取り扱い資産を拡大</p>	<p>取り扱い実績のない資産でも、極力カスタマイズにて対応</p>
更なる付加価値としてのデータアナリティクス能力強化	<p>バック～ミドル業務のプラットフォーム化を通じ、各種分析を高速・高精度で提供可能に</p> <ul style="list-style-type: none"> コンプラ、ポートフォリオ・実績のレポート自動化 等 	<p>Charles Riverの買収を通じ、高度なリスクアナリティクスの提供を可能に</p> <ul style="list-style-type: none"> 取引の多さに比例し複雑化するリスク査定を、データを一貫して持つことで効率的に提供可能に 	<p>FISのプラットフォーム導入後は、バック～ミドル業務における各種分析を高速・高精度で提供可能に</p> <ul style="list-style-type: none"> コンプラ、ポートフォリオ・実績のレポート自動化 等

日本市場はAuMの伸びが低いうえ、求められる品質の高さ、会計業務対応も踏まえると、グローバルサービスにとっての参入障壁が高く、選択肢が限られている状況

日本の資産運用市場の特殊性

AuM推移



1. AuMは資産運用に対価が発生している場合のみ計上
Source: Public filings, Trefis Analysis, BCG分析, エキスパートインタビュー

日本の資産運用市場・日系クライアント市場の特殊性

- 規制**

保険・年金基金など機関投資家向け業務受託時に前提・必要となる日本独自の法制度・商習慣に基づく会計・報告・事務業務

 - 顧客業種ごとのカスタマイズ対応が必要
 - 過去の対顧客サービス・オペレーションとの連続性を担保するための個別設定なども含めるとさらに煩雑となる
- 顧客**

個別ニーズへの対応、求められるサービス水準の高い顧客層

 - 例) 時価算出のずれを一定まで許容、決済処理の前後等に起因する一時的な貸し越しの発生等に対するペナルティも少額であれば互いに許容、といったバッファーが日本では無い
- 競争**

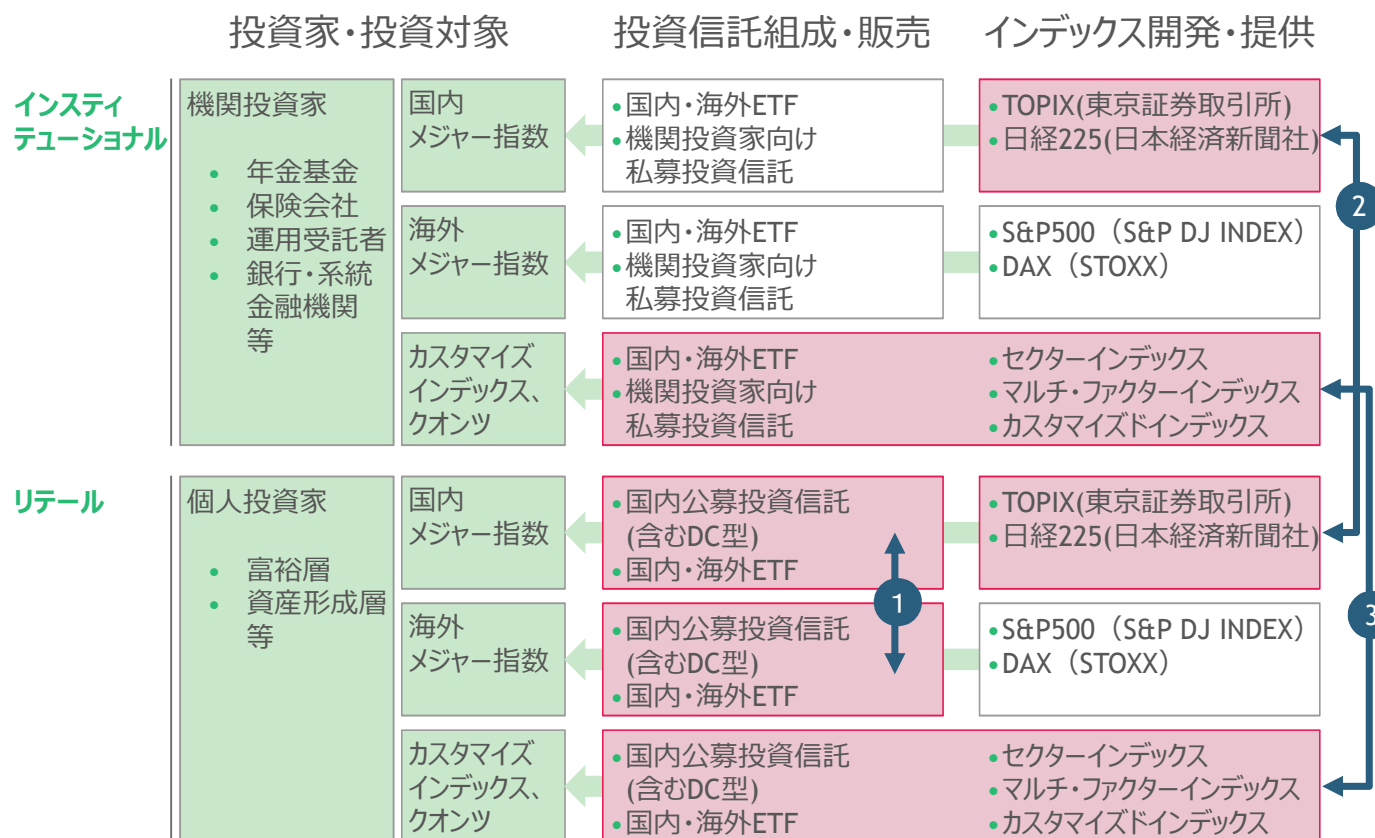
寡占化・ガラパゴス化した資産運用会社向けサービス業界

 - 米欧主要市場、香港、シンガポールと比べ、各グローバルカスタディアン・ソリューションベンダーの体制・サービス内容が限定的
 - 結果として、日本独自のサービス体系が出来上がっており、乗り換えコストなども含めてみた場合に新規参入の障壁となっている

投資家への更なるインデックス/ETFの活用の選択肢の提示に向けて、インデックスファンドを通じた市場の成長への平等なアクセスや低価格帯の投資運用の多様化の面で改善の余地

投資家へのインデックス投資の投資機会提供の全体像

投資家の視点における不十分な点



- 1 同じ指数の投資商品であっても販売会社の取り扱い銘柄等により運用手数料に差
 - ・ 同じ指数に投資する投資商品における運用会社間の運用手数料の差
 - ・ 公募投資信託（一般、ノーロード、DC専用）、ETFの間の運用手数料の差
- 2 国内インデックス使用料の高止まり、インデックス間の競争の不足
 - ・ メジャー指数の使用料が欧米比で高率
 - ・ 投資家・運用会社による代替指数の開発もなく、競争が不十分
- 3 インデックスファンドの、多様な投資戦略に安価なアクセスを提供する機能が未発達
 - ・ インデックス/ETFの種類・選択肢が欧米比で少なく、目的にあわせた配分ができない（リスクプロファイルの裾野が広がらない）
 - ・ 多様なインデックス/ETFを開発・提供するプレイヤーが少ない、私募等に限定される

Source: BCGプロジェクト経験, 文献調査, エキスパートインタビュー 等

海外では、独自の指数を提供するインデックス・プロバイダーがETF市場の活性化に寄与 Wisdom Tree Investments(アメリカ)による独自インデックスの提供

会社概要・事業の特徴

会社概要	<p>主に上場投資信託（ETF）事業を行う資産管理会社。 ETFに特化した運用会社としては、唯一の上場企業</p> <ul style="list-style-type: none">• 米国、欧州、カナダで上場する商品（ETF）のスポンサー及び資産運用会社として運営されている• 平均の手数料率は0.41% (運用資産残高は2021年1月1日現在)• 全世界で190本以上のETFを展開し、運用資産は670億ドル（約7兆円）に達する
特徴	<p>現在、スマートベータまたはストラテジックベータと呼ばれる株価指数作成手法の先駆け的な存在</p> <ul style="list-style-type: none">• ETFラインナップとしては、自社のインデックスのファンドだけではなく、サードパーティのインデックスのファンド、アクティブファンドも展開• 欧米市場でのみ上場ETFを提供する運用会社ではあったが、日本株に投資する商品も多く、アジアの中でも日本株を重視していることが特徴• 2015年8月に東京にオフィスを開業も18年9月に撤退 ”日本ではETFを短期売買の手段と捉える投資家が多く、その場合は大手のインデックスがわかりやすく流動性も高いため、長期保有を促したい自社の戦略と相いれなかった”と撤退時にコメント

Source: 公表情報、関係者インタビュー記事等からBCG分析

インデックス生成にあたっての考え方

投資戦略を多様化すべき、投資家も新しい投資戦略を求めているという考え方と、従来から用いられているTOPIXや S&P500などの時価総額加重型の指数は必ずしも投資に最適ではないという前提からスタート

- 「時価総額加重は、時価総額で投資比率を決定することから、株価が割高な銘柄の比率を高く、割安な銘柄の比率を低くしてしまうという現象が起きてしまうため、赤字の会社であっても、株価が高ければそれだけ多く投資されてしまう」と問題点を挙げ、他の戦略も選択肢としてあるべきとしている

既存インデックスではなく、独自の考え方に基づく種々のファンダメンタル指数をウィズダムツリーの指数として開発し、連動するETFを提供

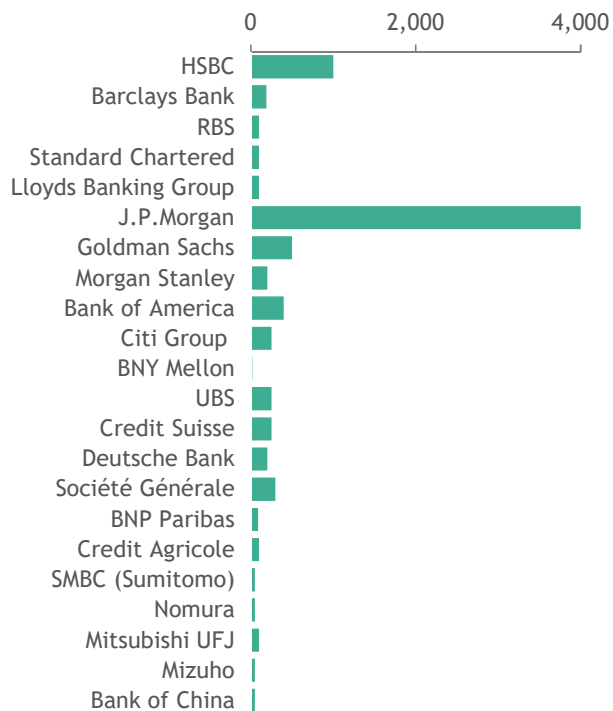
- 長期には株式投資が最も報われるというアイデアを世の中に広めたペンシルベニア大学のジェレミー・シーゲル教授をアドバイザーとして、教授のアイデアに基づくインデックスを多数開発

投資家に対して新しい投資戦略・新たな投資の選択肢となる
インデックスETFを次々に発売

- 配当を支払っている企業にフォーカス、配当額に基づき投資比率を決定する指数などを独自に開発
- アマゾンやフェイスブックなど無配当の銘柄は、指数の対象銘柄としては含まれていないなどユニークな考え方の指数を開発（割高な価格での購入を避け長期的かつ安定的なリターンを求める場合に適するとの仮説に基づく）

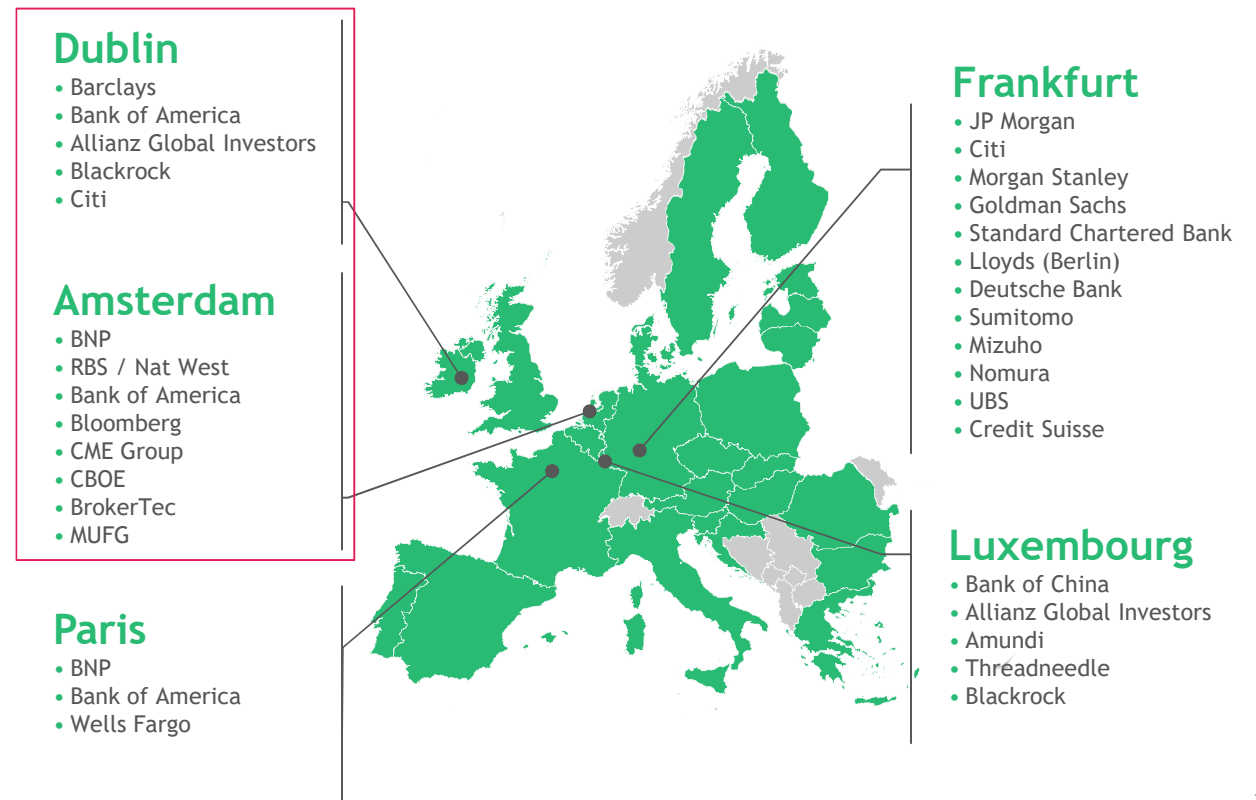
Brexitにおいては、金融人材のジョブマーケットでの評価が高かったアムステルダムがフロントで、人件費・税を含むトータルコストで評価されたダブリンがミドル・バックで躍進

Brexitにより金融業界の約8000人の雇用がEUに移動



Note: 上記他、Credit Suisse はマドリードにトレーディング拠点を設置

元々金融都市として発展していたフランクフルトとパリは、労働法、解雇の難しさ、税も含めたトータルコストが懸念され、“ロンドンの代替”には至らず



ご参考) Brexitにおけるグローバル金融機関の拠点再構築の対応事項および戦略的な考え方

重要トピック

インプリケーション



金融持ち株会社のEU内での設置

- EU域内の複数の国で拠点を持つ海外金融機関による金融持ち株会社の設置の検討
- 複数のEU市場参入のパターンをふまえての、EU域内拠点構築戦略の調整
- CRD5/CRR2で定められた内容への対応



移動制限復活、就労規制への対応

- EUによってライセンスされたエンティティでのバンキングサービスの提供体制確保
- EU域内でのセールス拠点とトレードブック機能の確立
- EU域内の拠点での新しい労働契約による再雇用への対応
- レジリエンスと総コスト効率を維持したリソース移動の実現



ブックイングモデルの再構築

- ローカルでのカウンターパーティーのクレジットリスク・コンプライアンスリスクの管理
- EU域外のグループ会社とのバックトゥバックでのブックイングを回避する仕組み
- 必要な資金の管理（資本および調達、借入与信枠）



UCITSルールへの対応

- エンティティと資金をEU27に移転し、ライセンスを取得
- マーケティング体制とクライアントのコミュニケーション戦略を修正
- 投資委員会等の必要な仕組みの構築



キャピタルの再配置

- CRD5 / CRR2の資本要件に準拠する銀行に近い投資会社形態への移行の検討（資産30億ユーロ以上の場合）
- 法人格、資本構造の見直し、資本構造の再構築
- サステイナブルなビジネスモデルの設計・定義



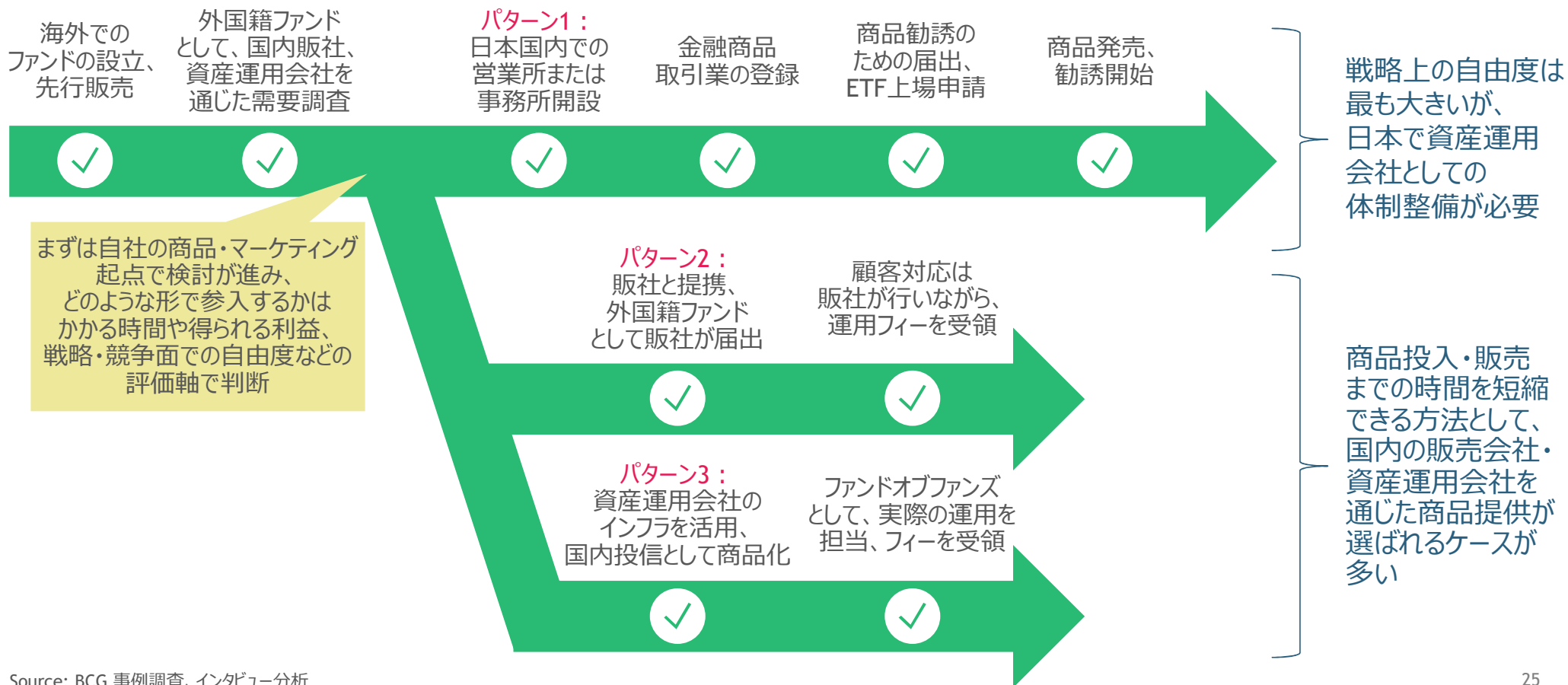
業務品質、カバレッジの維持

- EU移転後も移転前と同様のレベルの取引、清算、決済システムの構築
- バイサイドおよびセルサイドの企業との接続と契約内容の確認

金融高度人材が働くセールス・トレーディング拠点の再配置においては、市況の影響を受けやすいビジネス特性もふまえ、レジリエンス向上の観点から移転先においてもロンドンと同様の採用・解雇の柔軟性を維持することの戦略的な優先度は高く設定されており、候補都市の中で、条件にあったアムステルダムへの移転・新設を検討する金融機関が増加

日本への商品提供にあたって体制整備のハードルの高さから、国内の販売会社・資産運用会社を介して商品供給を行う海外ファンドが一定数存在

海外ファンドの視点から見た日本で商品販売する際の参入オプション



Source: BCG 事例調査、インタビュー分析

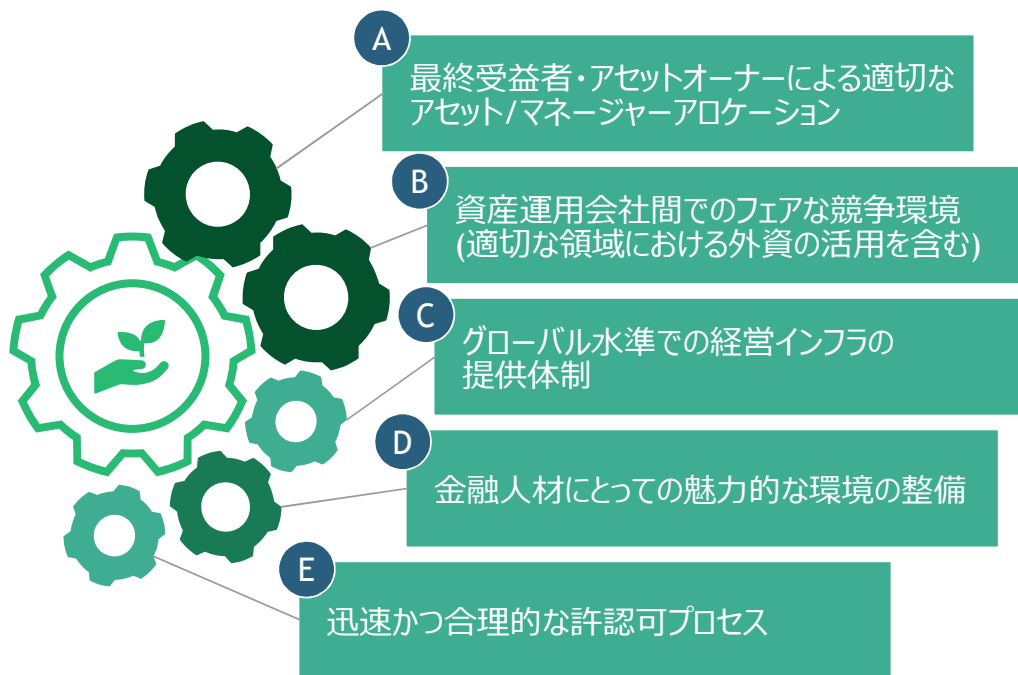
3. 課題解決に向けた取り組み方向性

資産運用エコシステムの課題解決に向けた方向性

課題解決のレバー

複数の目詰まり箇所の解消に向けて、レイヤー横断の施策が時系列で連動する、複合的なアプローチ

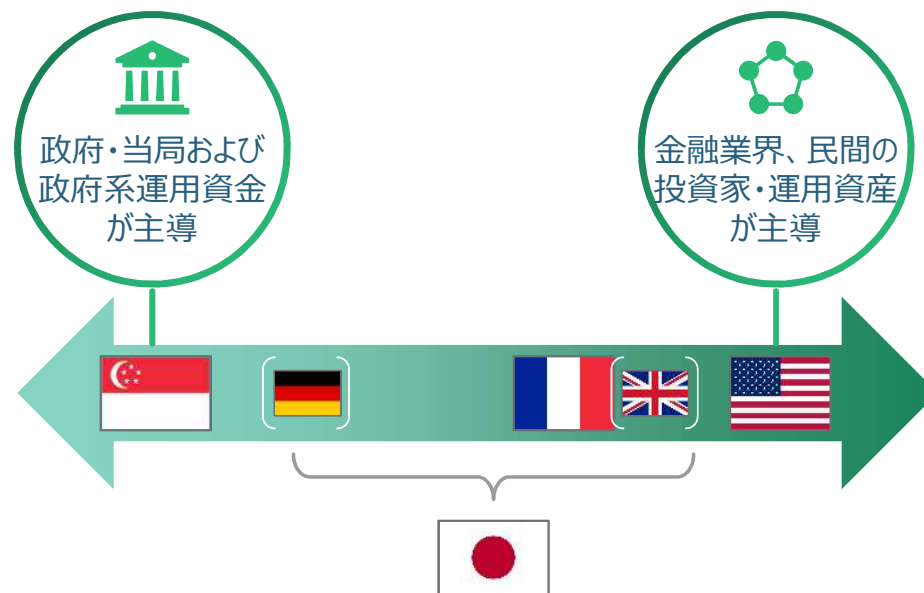
- 好事例では相互に絡み合った複数の課題に対して、多方向から同時並行でのアプローチが行われた結果、成果創出まで到達



課題解決の取り組みにおける官と民の連携

民間の投資家と連携し、業界に働きかける仕組みづくり、領域・課題にあったグラデーションでの官と民の連携による環境整備

- 投資家による投資先多様化の取り組みを支援など行い、業界全体のパフォーマンス向上を促すきっかけ作り、環境整備が重要
- 事業者の投資負担が大きい分野については、官の支援も必要





bcg.com