

## 連載企画：金融庁職員が語る！金融行政の実務 ～資産運用立国編②～

金融庁の組織や実務について、幹部職員や担当職員との対談を通してわかりやすく紹介します。今月号は、先月号に引き続き、家計、金融商品の販売会社、資産運用会社、アセットオーナー、企業等のインベストメント

チェーンを構成する各主体に向けた様々な施策を実施し、日本経済の成長と国民の豊かさの向上を目指す「資産運用立国」の取組みについて掘り下げていきます。

### <対談企画の参加者>

|       |                        |
|-------|------------------------|
| 服部 孝洋 | 東京大学金融教育研究センター特任准教授    |
| 八幡 道典 | 金融庁総合政策局審議官            |
| 中村 香織 | 金融庁企画市場局市場課市場企画室長      |
| 宮内 文  | 金融庁監督局資産運用課資産運用企画室課長補佐 |

### 資産運用サービスの高度化に向けたプロGRESSレポート

**服部：**今回、宮内さんが一番若手ですが、そもそも宮内さんはどういう理由で金融庁に入られたのですか。

**宮内：**まず金融・経済に関心を持つようになったのには、金融機関に勤務していた父の影響があります。学生時代、父からよく金融・経済に関するニュースを解説してもらったことがありましたが、日本企業の国際的な競争力の低下が課題として指摘される中で、漠然と金融・経済に関心を持つようになりました。

最終的に金融庁に入った理由については、民間企業では、自社の利益を優先して判断・行動しなければならない場面があると思います。それ自体は企業が成長していく上で必要なことだと考えていますが、自分としては、極端な例でいえばリーマンショックのような金融危機時も含めて、日本の企業や経済、市場全体にとって必要なことは何かということを常に考えて行動することが求められる、金

融庁のミッションに魅力を感じ、金融庁に入りました。

**服部：**現在、資産運用課ではどういう役割を果たしていますか。

**宮内：**資産運用課では、資産運用企画室の総括補佐として、資産運用サービスの高度化に向けたプロGRESSレポートの執筆に携わっています。また、企画市場局市場課や内閣官房日本成長戦略本部事務局を併任しており、金融庁や政府全体の資産運用立国の施策のとりまとめも担当しています。

**服部：**プロGRESSレポートを改めて読んできたのですが、プロGRESSレポート自体、現在では資産運用業界において注目が高いアウトプットになっていると思います。日経新聞など大手メディアも定期的に取り上げている印象です。

日銀であると、それこそ金融システムレポートや日銀レビュー、各種論文など、リサーチが充実していますが、霞が関の場合、担当している政策や法改正が多かったり、国会対応等もあるため、そこまでリサーチにリ

ソースを避けていないという印象をずっと持ってきました。そのような中、プログレスレポートは、毎年違うコンテンツにしつつ、また、100ページ近い内容を作っているという意味で珍しいアウトプットではと感じています。

かつてリリースしたプログレスレポートもみてきたのですが、当初はスライドでスタートしていて、徐々に拡大していっていますよね。その点も興味深いと思いました。

**宮内：**プログレスレポートの変遷について、まず担当部署という観点では、一番最初の2020年のプログレスレポートは、総合政策局総合政策課が担当していました。その後しばらくは、2020年7月に総合政策課に設置された資産運用高度化室が、当時資産運用会社を監督していた証券課内のチームと連携しながら執筆していました。2025年以降のプログレスレポートは、証券課から独立した、資産運用サービスを提供する様々な金融機関へのモニタリングを行う資産運用企画室が主に担当しています。先程お話にあった通り、一般の投資家の方にも詳細な情報を提供するためにレポート形式としたり、金融機関にとっても参考となるような事例やデータを提供したりするなど、様々な工夫を行っています。



（ 写真：宮内補佐 ）

**服部：**資産運用課には資産運用会社の監督に加え、リサーチの機能があり、その具体的なアウトプットはプログレスレポートと整理してよいでしょうか。法律などを改正する機能は企画市場局市場課にあるということですね。

**宮内：**はい、そのような理解で大丈夫です。モニタリングを通じて把握した課題が、制度改正によって対応すべきものであれば、資産運用課と市場課で連携しつつ、市場課が制度改正を担うことになります。実務的な課題であれば、金融機関に対する監督上の着眼点等を示した監督指針の改正や業界団体の規則改正等を通じて、対応することになります。

### プログレスレポートのテーマ

**服部：**プログレスレポートは毎年基本的に公表しているようですが、特徴をどのように捉えていますか。

**宮内：**その時々において重要なテーマが取り上げられていますが、コアとなっている問題意識は最初のプログレスレポートから共通していると思います。資産運用会社が、オルタナティブ投資や海外ビジネスの強化といった自社の強みの確立等を通じて、いかに運用力を高め、収益基盤を確立していくか、また、プロダクトガバナンス等を通じていかに顧客の最善の利益を勘案した業務運営を行っていくかは、息の長い取組であり、一朝一夕で目指すべき姿に到達できるものではありません。このため、こうしたテーマについては、「プログレス」レポートの名の通り、継続的にモニタリングを行っており、その時々によって、どのような切り口でどのように深掘りするかに違いがあります。

図表1 資産運用業高度化プロセスレポート2020のテーマ

| I 現状                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| <p>■ 日本の豊富な家計金融資産が日本経済や世界経済の成長に効果的に活用され、国民がその成長の恩恵を得ることを通じて安定的な資産形成を図っていくため、資産運用業界に対する期待はますます高まっている。</p> <p>1. 国際的な資産運用業界の状況を見ると、グローバルにはETFやパッシブ運用の急伸により、手数料競争・寡占化等が進み、<b>日本の資産運用会社も厳しい競争にさらされつつある。</b></p> <p>2. 国内の<b>アクティブ公募投信の平均的なパフォーマンス</b>をみると、<b>信託報酬等のコストに見合うだけの水準を確保できていない</b>と考えられる。こうしたパフォーマンスの結果、<b>顧客の支持が十分に得られておらず</b>、公募投信市場の純資産残高も伸び悩んでいる。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |  |
| II 主な課題                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |  |
| <p>■ 日本の資産運用会社が、中長期的に良好かつ持続可能な運用成果を上げ、顧客の信頼・支持を獲得し、収益基盤を確立していくためには、以下のような課題について具体的な取組みを進めていくことが期待される。</p> <p>1. <b>ガバナンス</b>：経営・ファンド運営に対する顧客利益の観点からの牽制機能の発揮が不十分なのではないか、運用ビジネスに対する親会社・グループ会社の理解・協力が不十分なのではないか</p> <p>〔社外取締役を含むファンド運営に係る会議体の設置は進んでいるが権限は弱く、個別ファンドを管理・検証する仕組みの構築には至っていない。運用ビジネスの理解が十分ではない親会社が資産運用業高度化の足かせになっている可能性〕</p> <p>2. <b>経営体制</b>：顧客利益を最優先し、長期運用の視点を重視する経営体制が整備できていないのではないか</p> <p>〔グループ外から資産運用業務の経験豊富な人材を運用子会社の経営トップに招聘する社がある一方で、従来のグループ内の順送り人事により、運用ビジネスの経験等が乏しい人材が経営陣に選任されている社も存在〕</p> <p>3. <b>目指す姿・強み</b>：運用会社としての目指す姿や強みが明確化されておらず、その実現に向けた取組みが進んでいないのではないか</p> <p>〔自社の強みを確立していこうとする動きが一部に見られるが、総合的なソリューションを提供していく旨の姿を示すに止まり、何を強みとして顧客の期待に応えていくのか必ずしも明確化されていない傾向〕</p> <p>4. <b>業務運営体制</b>：顧客利益最優先・運用重視の視点をもち、目指す姿や強みを実現するための業務運営が実現できていないのではないか</p> <p>〔運用会社独自の人事・報酬制度導入の動きが見られるも、顧客本位の商品組成やパフォーマンス確保の更なる取組みが期待される〕</p> <p>※〔 〕はこれまでのモニタリングの中で認められた状況</p> <p>■ こうした取組みを進めることにより、顧客利益の観点から、①運用力を強化し、②商品組成・提供にあたって、商品数をむやみに増やすことなく、中長期的に良好で持続可能な運用成果を上げられる商品に注力すること、③不採算ファンドや中長期にパフォーマンスが悪化しているような少額投信について積極的に償還・併合を進めるなどのファンド管理を徹底すること、などが期待される。</p> |  |
| III 対応の方向性                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| <p>■ 国内資産運用会社、及び資産運用会社がグループに属する場合にはその親会社とも、各社が創意工夫を図りながら以下の取組みを一層進めていけるよう、<b>経営陣を含め対話を継続的に</b>行っていく。</p> <p>1. <b>顧客利益を最優先するガバナンスの確立と機能発揮</b></p> <p>2. <b>資産運用ビジネスに知見のある経営陣による顧客利益最優先・長期視点での運用を重視した経営を行うための経営体制</b></p> <p>3. <b>目指す姿・強みの明確化と、その実現に向けた具体的な取組みの推進</b></p> <p>4. <b>役職員の評価・報酬制度や商品組成を含むプロダクトガバナンス、ファンドの運営管理等に係る業務運営体制の構築・改善</b></p> <p>以上の取組みを進めることにより、左記①～③を実現しつつ、顧客本位の商品を提供し、中長期的に良好かつ持続可能な運用成果を上げ、顧客の支持・信頼を獲得して、収益基盤を強固にしていくことが必要。</p> <p>■ 良好なパフォーマンスを実現している独立系等の特徴ある資産運用会社との間で、パフォーマンスの要因や持続可能性についての対話を進めていく。</p> <p>■ 機関投資家向けの私募投信や一任運用の状況についても調査・分析・公表していくほか、公募投信のパフォーマンスの「見える化」や新規参入の促進策等を推進していく。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |  |

図表2 資産運用業高度化プロセスレポート2022のテーマ

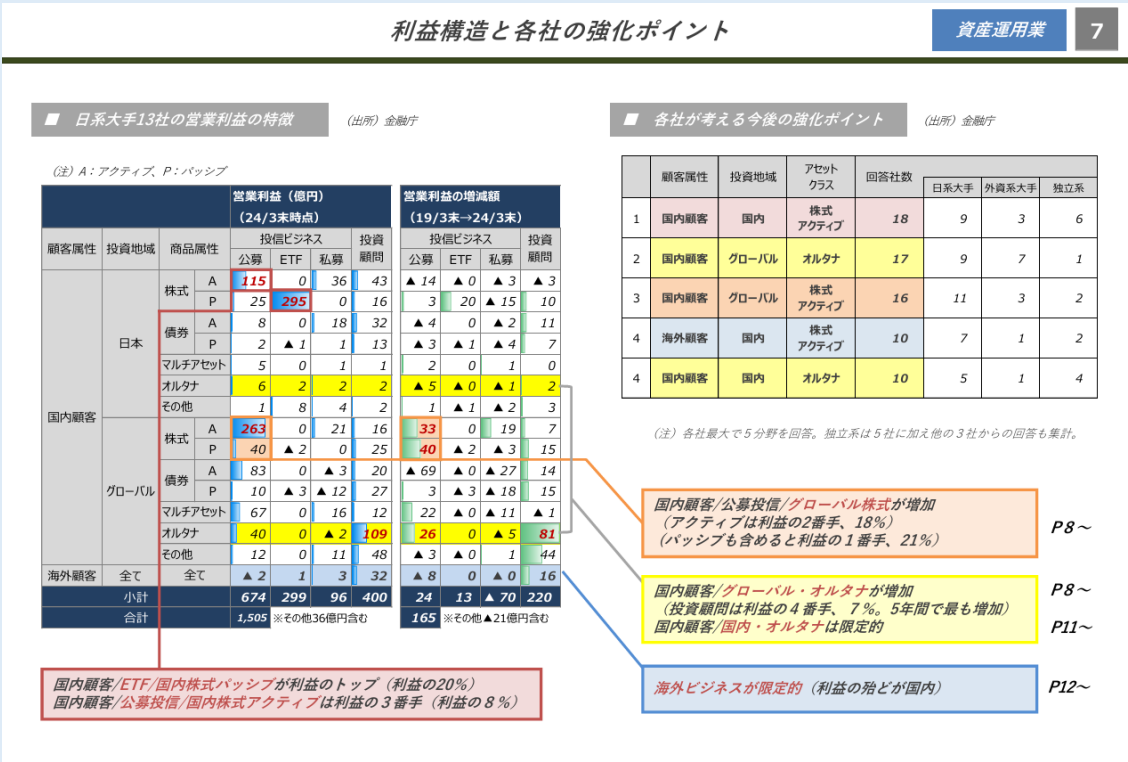
|                                      |  |
|--------------------------------------|--|
| はじめに                                 |  |
| ・ インベストメント・チェーンの機能向上                 |  |
| I. 顧客利益最優先の業務運営と運用力の強化に向けた資産運用会社との対話 |  |
| ・ 顧客利益最優先のガバナンス・業務運営                 |  |
| ・ 1. 経営体制                            |  |
| ・ 2. 商品組成・提供・管理（プロダクトガバナンス）          |  |
| ・ 3. 目指す姿・強み                         |  |
| II. ESG関連公募投資信託を巡る状況                 |  |
| ・ ESG投信の状況                           |  |
| ・ 各資産運用会社における取組状況                    |  |
| ・ ESG投信を取り扱う資産運用会社への期待               |  |
| III. その他の論点                          |  |
| ・ シャープレシオ・エクスペンスレシオの国際比較             |  |
| ・ 一物多価の現況                            |  |
| ・ ファンドラップ                            |  |
| ・ 仕組債                                |  |
| ・ 公募投信と私募投信のコスト・パフォーマンス比較            |  |
| ・ 確定給付企業年金（DB）／企業型確定拠出年金（DC）         |  |

服部：例えば、2025年のプログレスレポートで深掘りしたものとどういいうものがありますか。

宮内：2025年のプログレスレポート<sup>1</sup>では、資産運用業のテーマを例にとると、大手資産運用会社の現状と、資産運用サービスの質の向上や収益基盤の確立に向けて各社が考える今後強化すべきポイントについて分析・実態把握を行っています。グローバル資産の受託残高や営業利益が増加する中で、インハウス運用と外部委託

運用をどう使い分けていくのか、海外ビジネスをどのように位置づけていくのかといった点が各社の経営戦略上、重要なポイントとなっています。こうした中、各社が自らの立ち位置を把握した上で、現在のビジネスモデルの妥当性、他社との差別化、更なる成長のために取り組むべき課題、その解決のための方策などについて検討できるよう、業界全体・各社のデータ等を提供しています。

図表3 資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート2025（抜粋）



<sup>1</sup> <https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/20250627/20250627.html>

**服部：**具体的に、そういうテーマはどうやって立ち上がっていきますか。

**宮内：**資産運用サービスを提供する様々な金融機関への横断的なモニタリングを行うという資産運用企画室の立場を活かし、様々な業態の金融機関へのヒアリングの中で得た気づきを踏まえて、チーム内で議論をして決めています。ヒアリングでは、資産運用サービスの高度化や資産運用立国の実現に向けて、金融庁がモニタリングすべきと考える業界横断的な課題について意見を伺うこともあります。こうしたプロセスを経て、過去のプログレスレポートで取り上げたテーマの中でフォローアップすべきもののほか、資産運用を巡る状況変化等を踏まえた新しいテーマを取り上げることもあります。

**服部：**宮内さん自身も実際にプログレスレポートを書いていますか。

**宮内：**現在まさに、100社以上の金融機関に対するヒアリングやアンケート調査の結果を基に、チームで連携して次のプログレスレポートを執筆しています。

### 資産運用サービスを提供する様々な金融機関へのヒアリング

**服部：**プログレスレポートを作る上で金融機関へのヒアリングが大切だと思うのですが、金融機関とはどのようなコミュニケーションをしているのでしょうか。

**宮内：**金融機関からは、ヒアリングやアンケート調査を通じて対話を行う中で、実態を詳細に教えていただくほか、私達の課題認識や仮説に対して率直な意見をいただいています。例えば、資産運用会社のミドル・バックオフィス業務や信託銀行の資産管理業務について、欧米に比べて効率化やデジタル化が十分に進んでいないという指摘があります。2023年のプログレスレポートでも、資産運用業界における業務効率化というテーマが取り上げられており、特に、資産運用会社と信託銀行の双方が計算している投資信託の基準価額については、信託銀行による

一者計算の実現に向けて、過去数年にわたって業界での議論や取組が行われてきました。

資産運用会社がより運用に専念し、信託銀行が資産管理業務を拡大・高度化していくという大きな方向性や意義については業界内で共通認識があるものの、実際の取組状況については業態によって異なるほか、同じ業態であっても差異がみられます。例えば、大手の資産運用会社からは、信託銀行により大きな役割を担ってもらって基準価額の一者計算に移行するとともに、運用以外の事務のアウトソースを拡大していきたいという声があります。一方で、信託銀行や事務のアウトソースを受ける専門業者からは、現状の資産運用会社の多様なニーズに応えようとすると、スケールメリットを得ることが難しいといった声も聞かれます。

**服部：**私は今年、証券決済のことを調べていますが、例えば、照合など複雑化されたルールは顧客ごとに対応した結果という印象もあります。似たようなことが様々なところで起こっているということですね。

**宮内：**さらに、基準価額の一者計算に移行するためにはシステム改修も必要となる中で、費用対効果が分かりづらいといった声もあります。取組を進めていくうえでは、様々な関係者の合意形成を図っていく必要があります。

### 対話のツールとしてのプログレスレポート

**服部：**資産運用課を経験して面白いと感じたのはどういう点でしょうか。

**宮内：**資産運用サービスを提供する様々な金融機関への横断的なモニタリングを行う立場であるからこそ、先程ご紹介したような業界横断的な課題に対して、中立的・客観的な立場で向き合うことができるのは、面白い部分でもあり、チャレンジングな部分でもあると思います。また、2025年のプログレスレポートのように、各社における今後の検討の参考となるような業界全体・各社のデータ等を提供するというのも、資産運用企画室ならではの感覚だと思います。

**服部：**業界団体で取り組むことができる部分もありますが、例えば、業界団体だと大手の意見が反映されやすいなどの側面もあると思います。

**宮内：**様々な金融機関から直接意見を聞いたうえで、プログレスレポートを通じてこうした実態・課題があるのではないかというのを示すことが出来たらと考えています。実際に、プログレスレポートについて金融機関の方がどのように受け止めていらっしゃるかをお聞きしたことがあるのですが、プログレスレポートの公表後だけでなく、私達がヒアリング等をさせていただいている公表前の段階から既に、ヒアリングのテーマに関して自社の取組状況がどうかを分析し、今後の対応について検討されている、というお話をお伺いしました。プログレスレポートはこのように、金融庁と業界の対話のツールであるということを改めて実感したところであり、今後も双方向の対話を大切にしていければと考えています。

(次回へ続く)