

事務局説明資料(資本市場を巡るこれまでの取組と課題)

2021年10月15日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

目次

I. 過去30年間の主な制度改正等	3
II. 家計、アセットオーナー	7
III. 資金需要者(成長資金等)	15
IV. 販売会社、アセットマネージャー(運用機関)	21
V. 市場インフラ	32
VI. 討議事項	38

I. 過去30年間の主な制度改正等

II. 家計、アセットオーナー

III. 資金需要者(成長資金等)

IV. 販売会社、アセットマネージャー(運用機関)

V. 市場インフラ

VI. 討議事項

過去30年間の主な制度改革等①

年	全体	利用者・投資商品	市場	市場仲介者
1991				◆損失補てん等の禁止
1992	金融制度改革法	◆公募概念の見直し (50名以上に対する勧誘を公募と位置づけるとともに私募(少人数私募・適格機関投資家私募)を導入)	◆証券取引等監視委員会の設置	◆銀行・証券会社等による業態別子会社形式での相互参入の解禁・弊害防止措置の整備(業務範囲規制・ファイアーウォール規制の導入 等)
1994				◆大口株式売買委託手数料の自由化
1997			◆証券会社による未上場・未登録株式の勧誘解禁(グリーンシート創設)	
1998	金融システム改革法	◆銀行による投資信託窓販の解禁 ◆有価証券店頭デリバティブの全面解禁 ◆会社型投信・私募投信の導入 ◆SPC(特定目的会社)制度の創設	◆取引所集中義務の撤廃 ◆PTS(私設取引システム)の認可制導入	◆証券会社の免許制から登録制への移行 ◆証券会社の専業義務の撤廃 ◆証券業と投資顧問業・投資一任業務との兼業解禁 ◆株式売買委託手数料の完全自由化 ◆ラップ口座の解禁 ◆証券会社の分別保管義務の制定 ◆投資者保護基金の創設
1999			◇東証マザーズ市場創設	◆銀行等の証券子会社の業務範囲規制撤廃 ◆ファイアーウォール規制の緩和 (店舗の共用制限や共同訪問の緩和等)
2000		◆SPCの流動化対象資産を財産権一般に拡大 ◆不動産等を対象とした投資信託の解禁	◆取引所の株式会社化の解禁	
2001				◆金融商品販売法の施行 (顧客への説明義務、立証責任の転換等)
2003				◆証券仲介業制度の導入
2004			◆課徴金制度の導入 ◆最良執行方針等に関する規制の導入	◆銀行による証券仲介業務の解禁

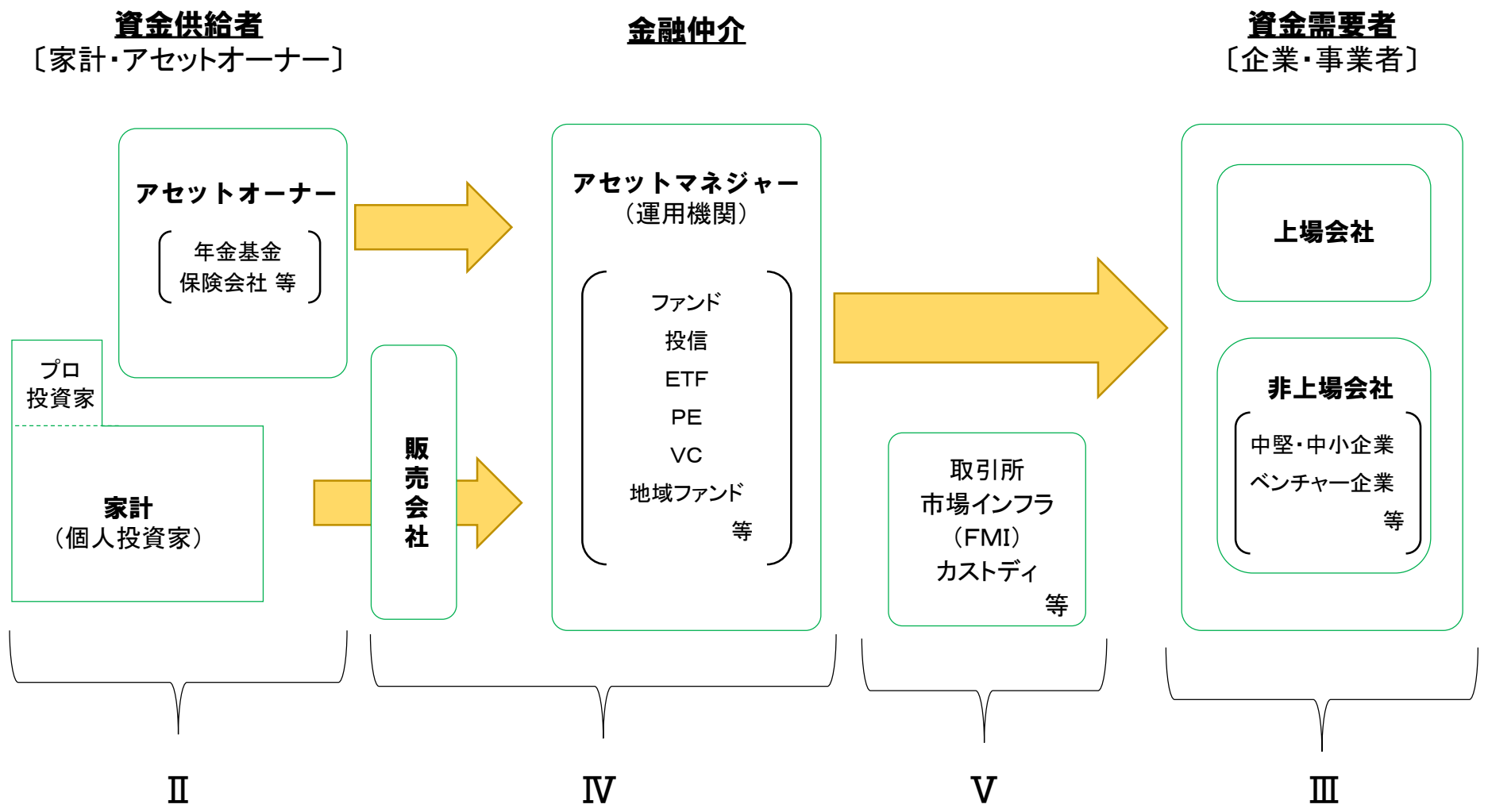
(注)法令改正については、公布年を記載している。

過去30年間の主な制度改正等②

年	全体	利用者・投資商品	市場	市場仲介者
2006	金融商品取引法	◆規制の横断化・柔軟化 ・集団投資スキーム(ファンド)の整備 ・デリバティブに関する対象取引等の整備 ・特定投資家制度の新設 等		◆規制の横断化・柔軟化 ・証券業、投資助言業、投資一任業、投資信託委託業等を金融商品取引業に一本化 ・投資性の強い商品について、銀行法等他法に金融商品取引法と同様の規制を適用 ・プロ向けファンド制度の新設 等
2008			◆プロ向け市場の枠組み整備	◆ファイアーウォール規制の見直し (役員の兼職規制の撤廃、法人顧客の非公開情報授受についてオプトアウト制度導入等) ◆利益相反管理体制の構築
2009		◆特定投資家と一般投資家の移行手続きの見直し ◆金融ADR制度の創設	◆金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ解禁	
2010			◆店頭デリバティブ取引等に係る清算機関の利用義務付け	
2011				◆プロ向け投資運用業の新設
2012			◆「総合的な取引所」の実現に向けた制度整備(金融商品取引所における商品デリバティブ取引の解禁等) ◇TOKYO PRO Market発足	
2013			◇日本取引所グループ(JPX)発足	◆インサイダー取引規制の見直し(情報伝達・取引推奨行為規制の導入、投資法人を規制対象に追加) ◆資産運用規制の見直し(運用報告書の虚偽記載等に対する罰則の引上げ等)
2014		◆投資型クラウドファンディング(少額電子募集取扱業務)の制度整備		◆ファンド販売業者に対する規制の見直し(第二種金商業者に対する管理の強化)
2015		◇株主コミュニティ制度創設		◆プロ向けファームを巡る制度の見直し(欠格事由の導入、適合性の原則やリスク等の説明義務の導入等)
2017			◆HFT(高速取引行為)の登録制導入	◆「顧客本位の業務運営に関する原則」策定
2018			◇グリーンシート廃止	
2019		◆暗号資産を用いた新たな取引への対応(証拠金取引への対応、ICOへの対応等)		
2020			◇大阪取引所における商品デリバティブ取引の開始(総合取引所の実現)	◆金融商品販売法改正(金融サービス提供法)
2021			◆最良執行方針等のあり方の見直し(最良執行TF報告書)	◆海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備 ◆上場企業等に対するファイアーウォール規制の見直し(市場制度WG第二次報告)

(注)法令改正については、公布年を記載している。

資本市場における資金供給を巡る主体と流れ



I. 過去30年間の主な制度改正等

II. 家計、アセットオーナー

III. 資金需要者(成長資金等)

IV. 販売会社、アセットマネージャー(運用機関)

V. 市場インフラ

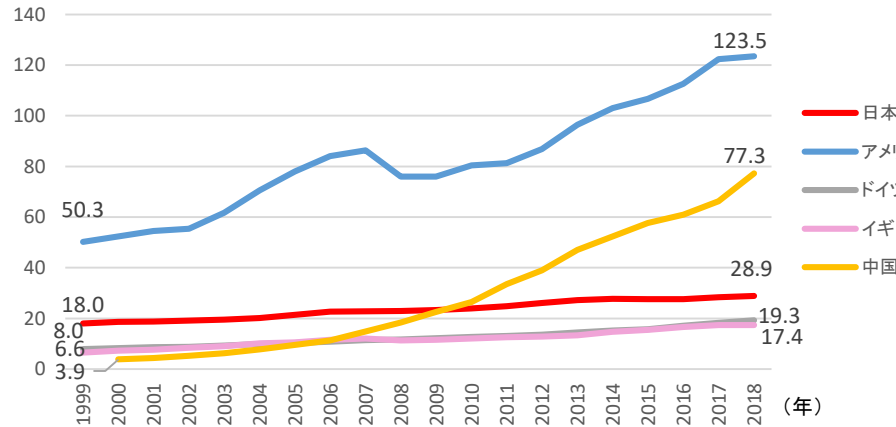
VI. 討議事項

家計資産の動向

- 1999年以降の約20年間の日本の家計資産(金融資産及び不動産)の伸びは、資産総額、一人当たり資産額ともに、欧米や中国と比べて相対的に低い。
- 日本の家計金融資産に占める現預金の割合は約5割とこの20年間ほぼ変わっていない。また、株式や投信の保有額・割合は1999年と比べて増加しているが、その伸びは限定的。

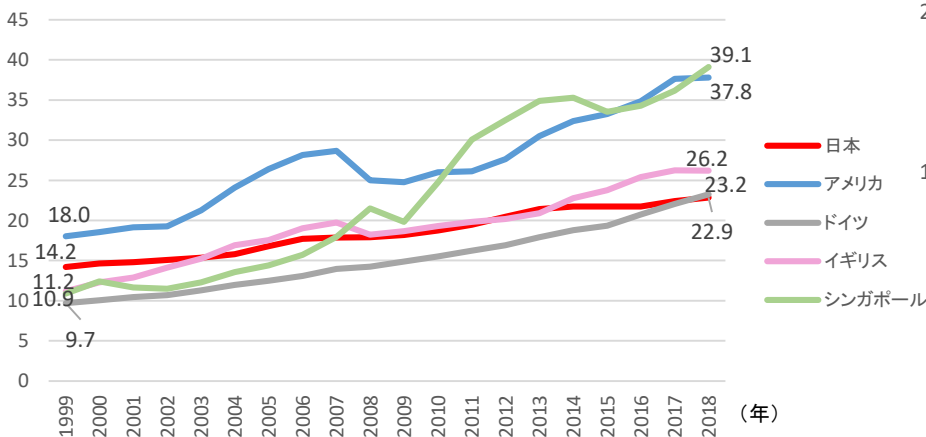
各国の家計の資産総額の推移

単位:兆米ドル

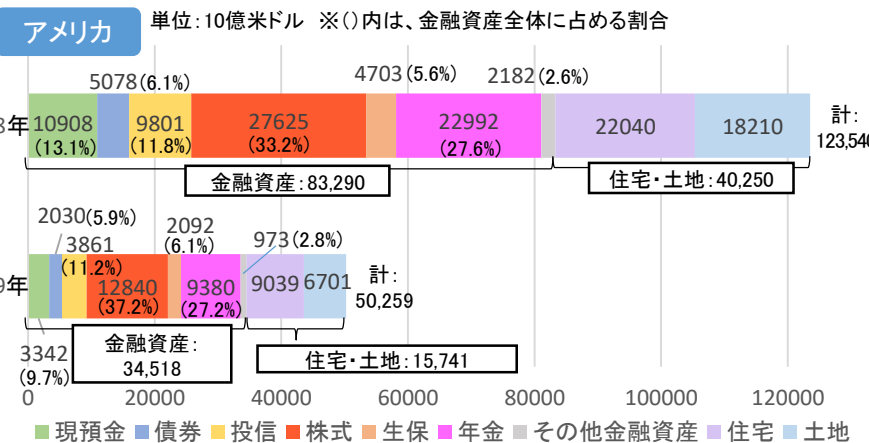
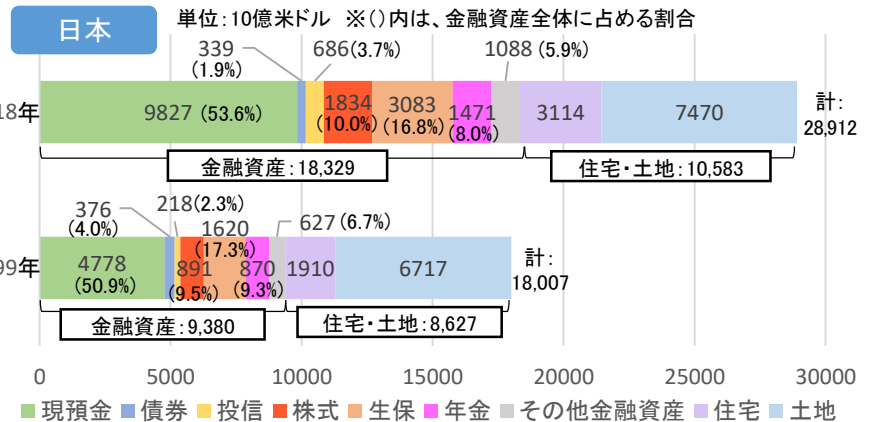


各国の家計の資産総額の推移(一人当たり)

単位:万米ドル



日米の家計資産の内訳



(注1) 中国は、2000年以降の値。

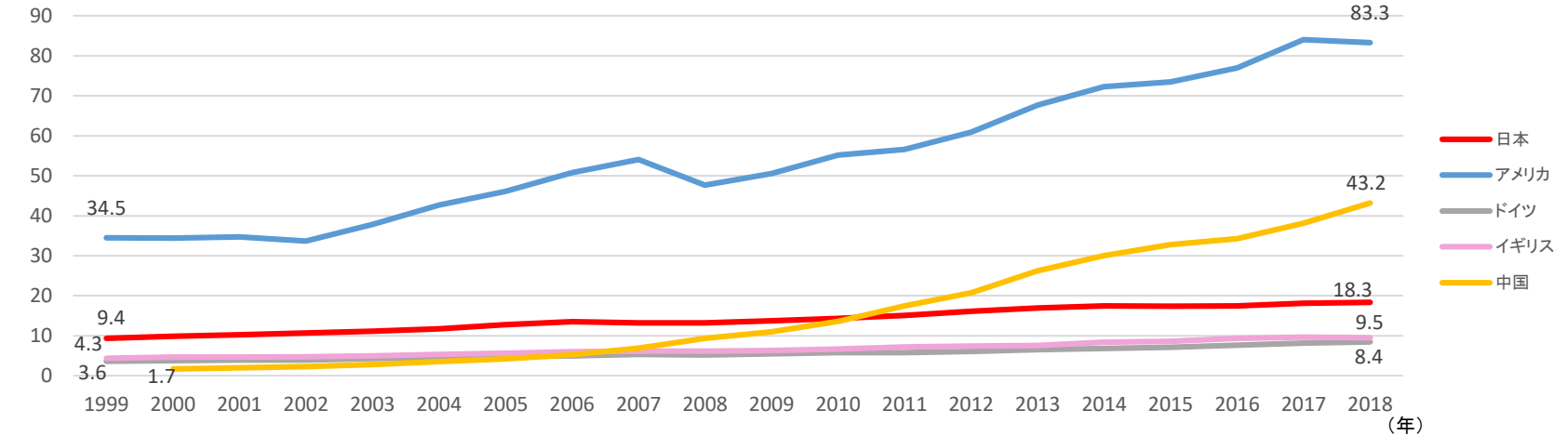
(注2) 不動産資産と金融資産の合計を資産総額とした。

(出典) OECD、シンガポール統計局公表データ、NIFD「国家資産負債表2020」より金融庁作成

(参考)家計金融資産の動向

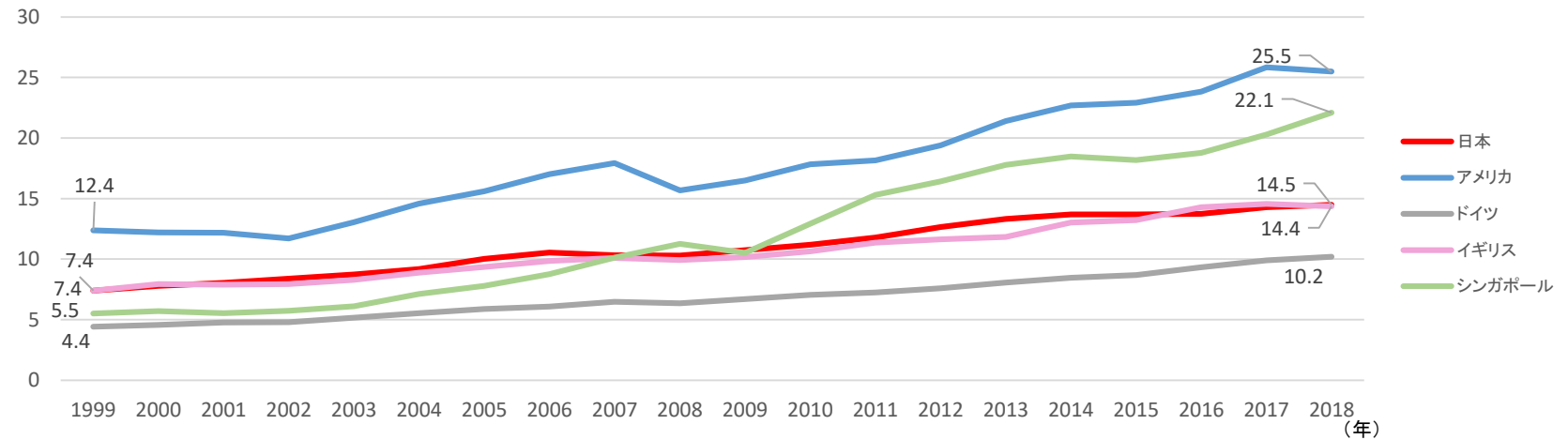
各国の家計の金融資産総額の推移

単位:兆米ドル



各国の家計の金融資産総額の推移(一人当たり)

単位:万米ドル



(注)中国は、2000年以降の値。

(出典)OECD、シンガポール統計局公表データ、NIFD「国家資産負債表2020」より金融庁作成

投資未経験者が資産運用を行わない理由

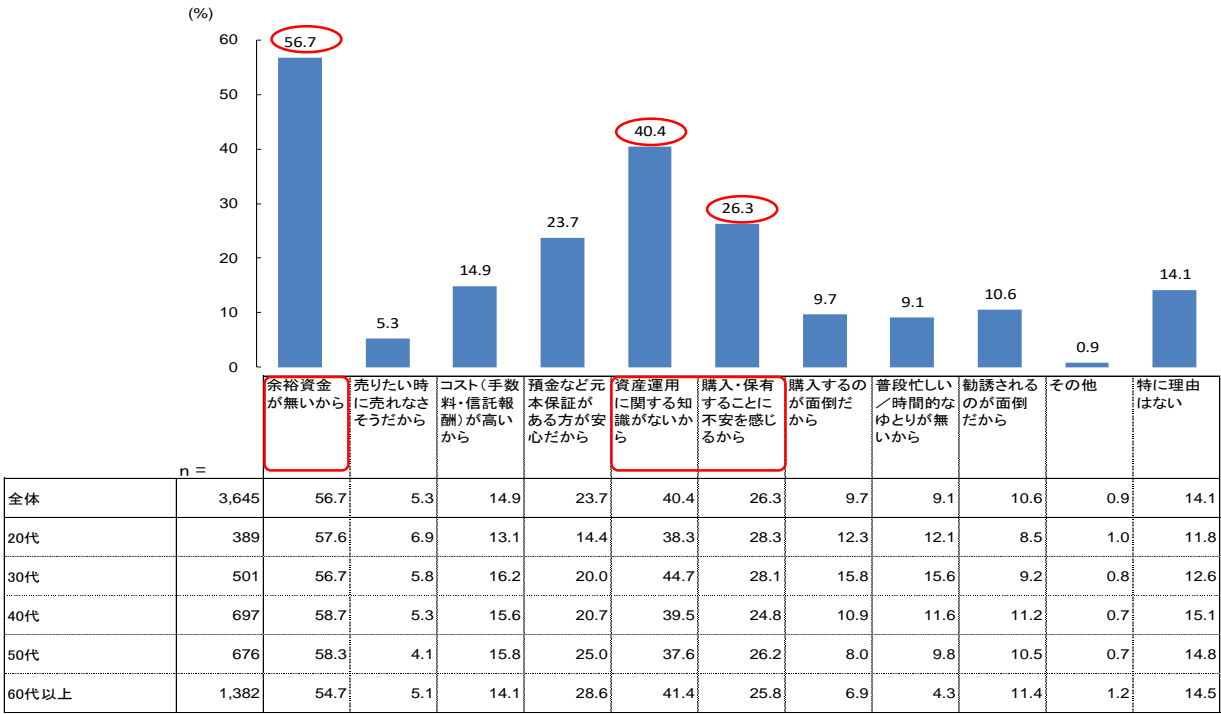
○ 「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」によれば、リスク性金融商品を購入しない理由として、「余裕資金が無いから」、「資産運用に関する知識が無いから」、「購入・保有することに不安を感じるから」という回答の割合が比較的高い。

資産運用を行わない理由(複数回答)

Q29-1. これまでリスク性金融商品を購入しなかった理由は何ですか。当てはまるもの全てお選びください。
 ※ 投資未経験者のみが対象。

回答傾向

■ 「余裕資金が無いから」との回答が過半数を集めたほか、「資産運用に関する知識が無いから」、「購入・保有することに不安を感じるから」が順に続いた。



金融リテラシー関連の質問の正答数

○ 「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査」における金融リテラシーに関する質問について、投資未経験者は経験者に比べて正答数は少ない傾向にある。

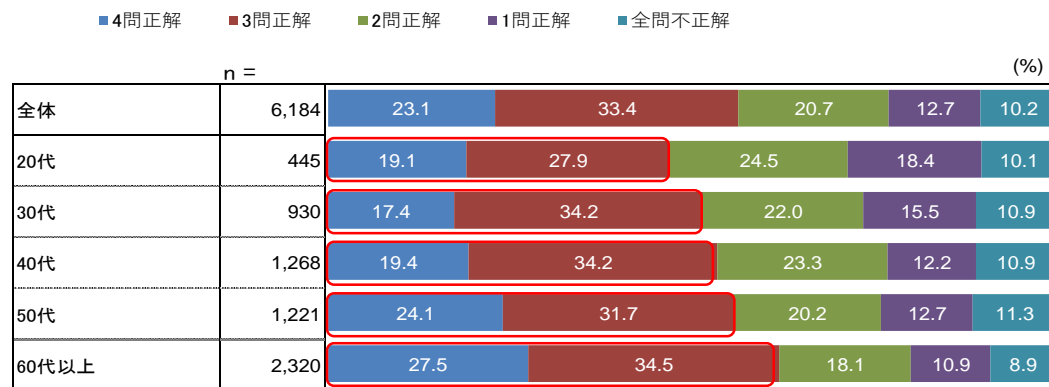
金融リテラシー関連正答数

- 金利と債券価格の関係、金利とインフレ率の関係、分散投資の効果、積立投資の効果の4問の正答数の合計。

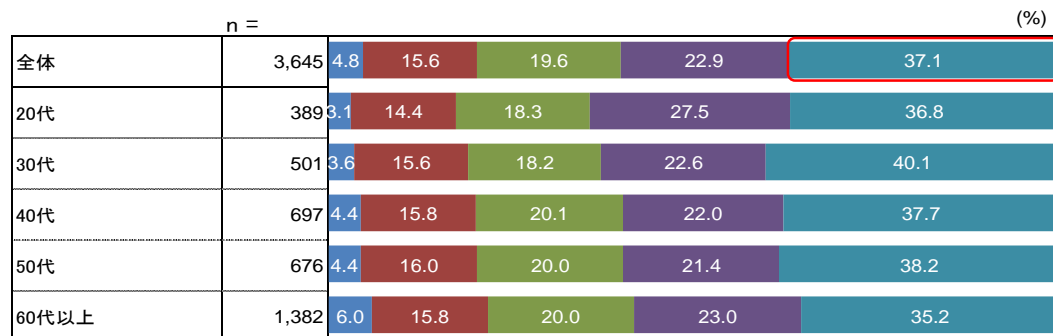
回答傾向

- 投資経験者では、年代が上がるに従って、3問正解と4問正解の割合が高くなっている。
- 未経験者では、全問不正解が約4割を占めるなど、経験者と比べて、正答数は少ない傾向にある。

投資経験者



投資未経験者



ニーズに合った金融商品の提案の有無

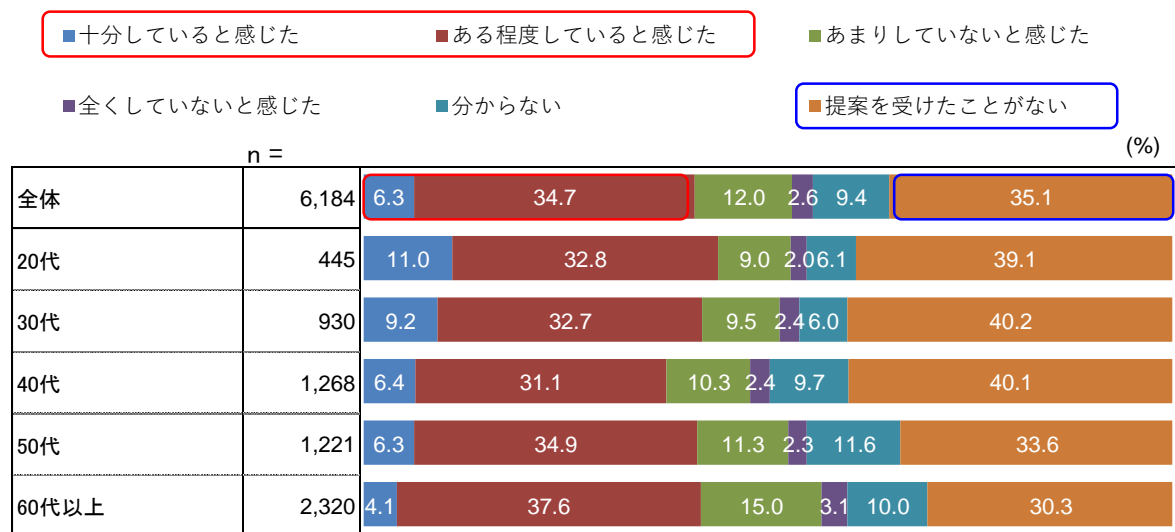
○ 「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」によれば、金融機関から金融商品の提案自体を受けたことがないとの回答が全体の4割を占めており、金融商品の提案を受けていてもニーズに合った提案を「あまりしていないと感じた」・「全くしていないと感じた」との回答が全体の15%程度を占めている。

ニーズに合った提案と感じたか

Q34. リスク性金融商品の購入にあたって、メインで利用している金融機関(現在、利用している金融機関がない方は、直近、メインで利用していた金融機関)は、あなたのニーズに合った金融商品を提案していると感じましたか。

回答傾向

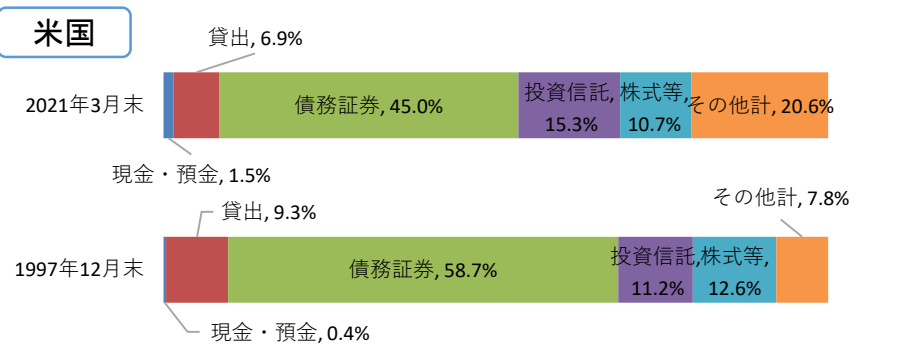
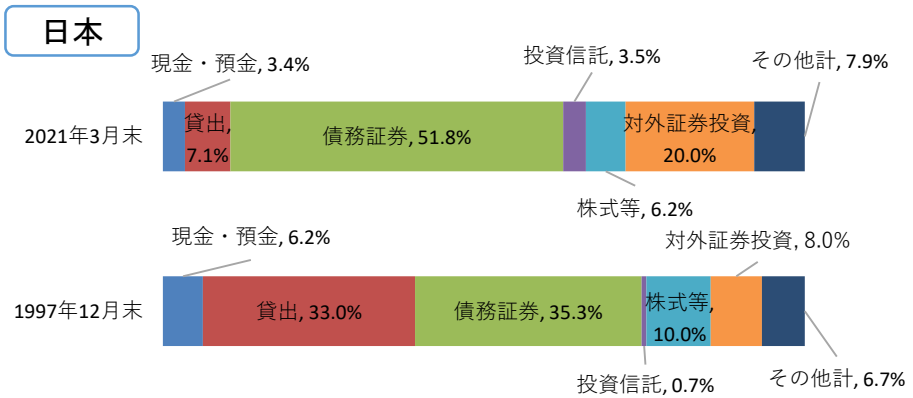
- 全体では、「十分していると感じた」、「ある程度していると感じた」の合計が4割を占めた。
- 一方、「提案を受けたことがない」との回答も約4割を占めた。



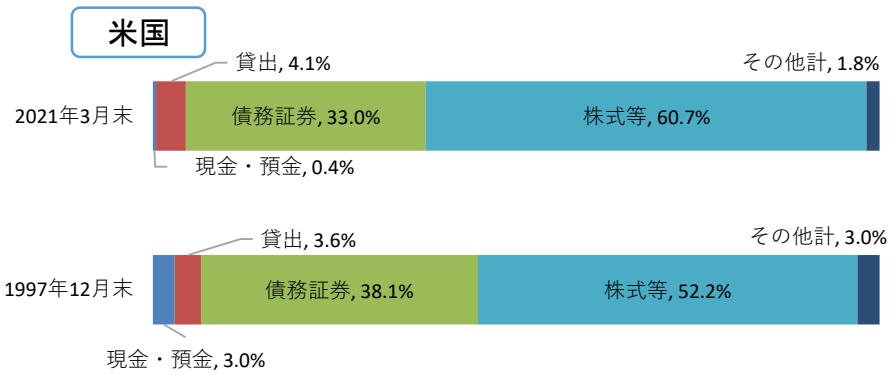
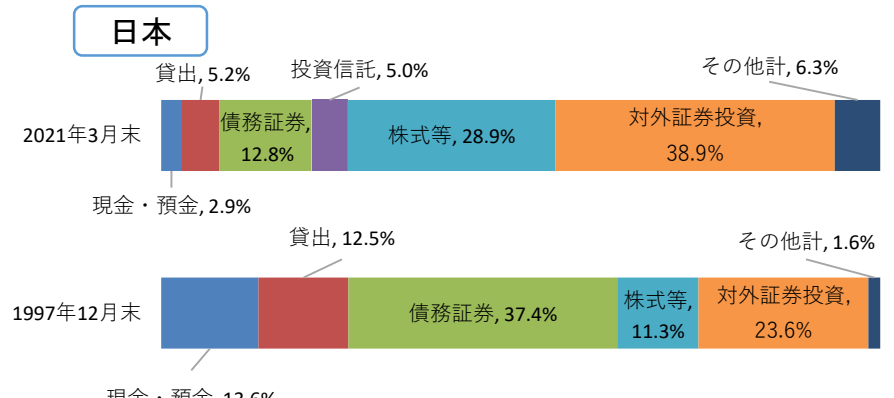
主要機関投資家(保険・投資信託)の資産構成

○ 日本の保険の資産構成を見ると、これまでの約20年間で、債務証券や対外証券投資の割合が増加している。また、投資信託については、株式等と対外証券投資の割合が増加している。

保険の金融資産構成



投資信託の金融資産構成

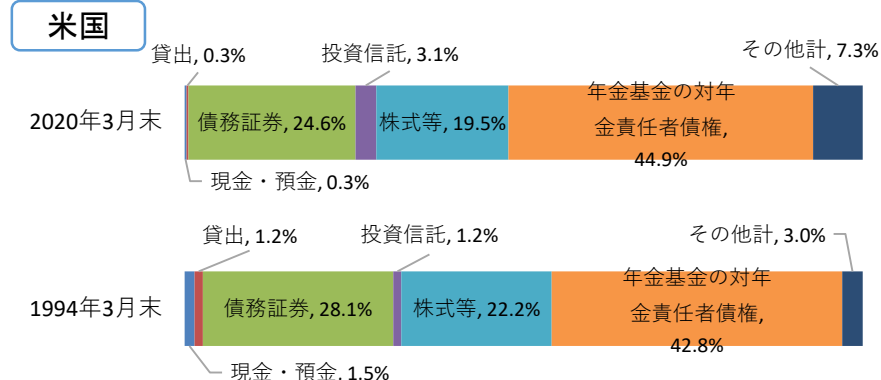
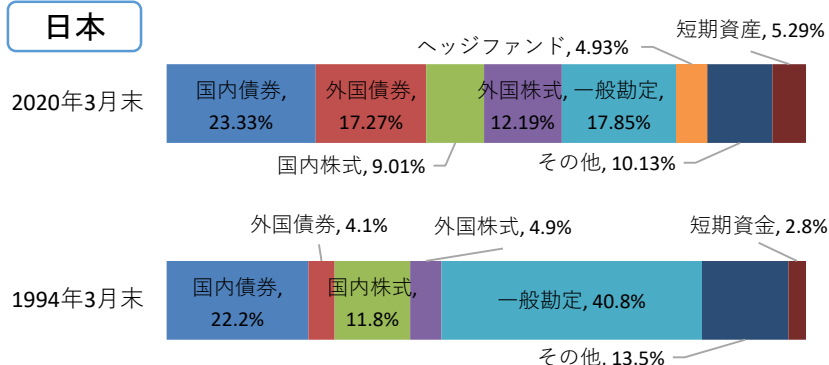


(注1)「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「貸出」、「債務証券」、「投資信託」、「株式等」、「対外証券投資」(日本のみ)を控除した残差。
 (注2)日本の「対外証券投資」は居住者による、非居住者が発行した株式・債券・外国籍投資信託への投資を指している。他方、米国の資金循環統計の取引項目では、国内・海外証券の区別をしておらず、取引項目「対外証券投資」が設けられていない。
 (出典)日本銀行「資金循環統計」、FRBより金融庁作成

主要機関投資家(年金)の資産構成

- 日本の確定給付型企业年金の資産構成について、2020年3月末と1994年3月末を比べると、外国債券や外国株式の割合が増加している。
- GPIFの基本ポートフォリオは、近年では2014年10月及び2020年4月に見直しが行われている。

確定給付型企业年金の資産構成



(注1) 日本の2020年3月末の「その他」には不動産(2.05%)、プライベートエクイティ(1.03%)、コモディティ(商品)(0.03%)、その他(6.59%)が含まれている。

(注2) 日本のデータは企業年金連合会が行った標本調査に基づくもの。

(注3) 日本の1994年のデータは厚生年金基金のもの。

(注4) 米国の「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「貸出」、「債券証券」、「投資信託」、「株式等」、「年金基金の対年金責任者債権」を控除した残差。

(注5) 米国の資金循環統計の取引項目では、国内・海外証券の区別をしておらず、取引項目「対外証券投資」が設けられていない。

(出典) 企業年金連合会「企業年金実態調査」「資産運用実態調査」、FRBより金融庁作成

GPIF

[資産構成(2021年3月末)]



(出典) 年金積立金管理運用独立行政法人「業務概況書」より金融庁作成

[GPIFの基本ポートフォリオの見直し]

構成割合 (乖離許容幅)	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	短期資産
2013年6月～ 2014年10月	60%(±8%)	11%(±5%)	12%(±6%)	12%(±5%)	5%(-)
2014年10月～ 2020年3月	35%(±10%)	15%(±4%)	25%(±9%)	25%(±8%)	—
2020年4月～	25%(±7%)	25%(±6%)	25%(±8%)	25%(±7%)	—
	(債券全体で±11%)		(株式全体で±11%)		

(出典) 年金積立金管理運用独立行政法人「基本ポートフォリオの変更について」より金融庁作成

I. 過去30年間の主な制度改正等

II. 家計、アセットオーナー

III. 資金需要者(成長資金等)

IV. 販売会社、アセットマネージャー(運用機関)

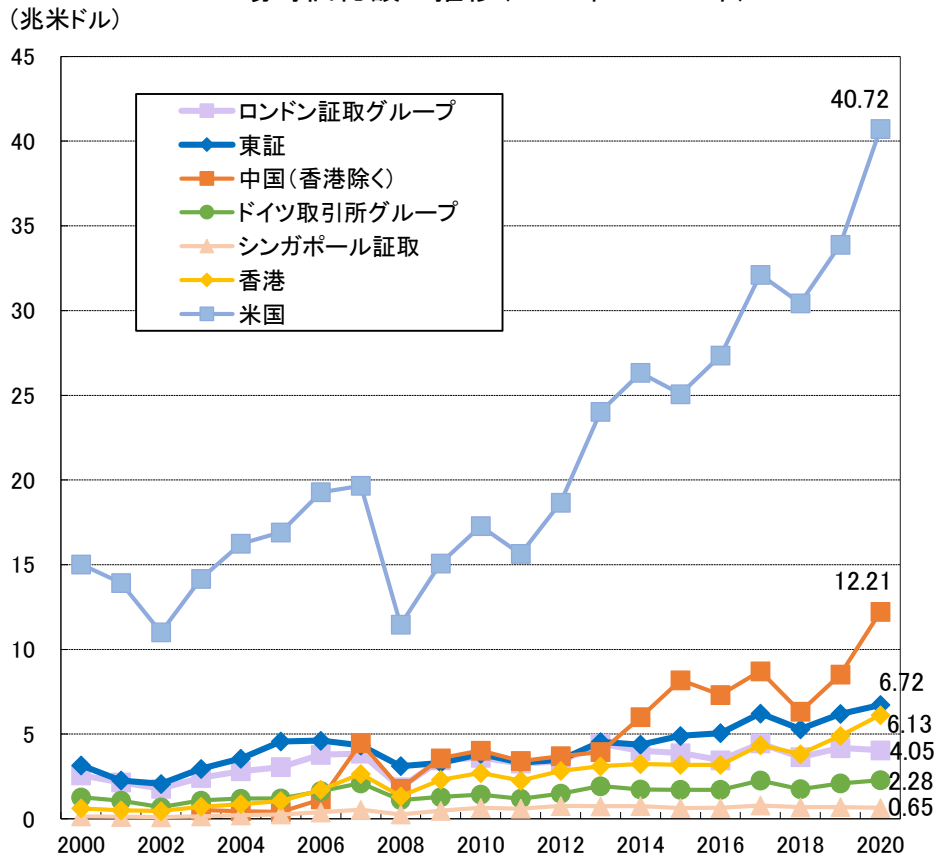
V. 市場インフラ

VI. 討議事項

上場時価総額・主要な株価指標の推移の比較

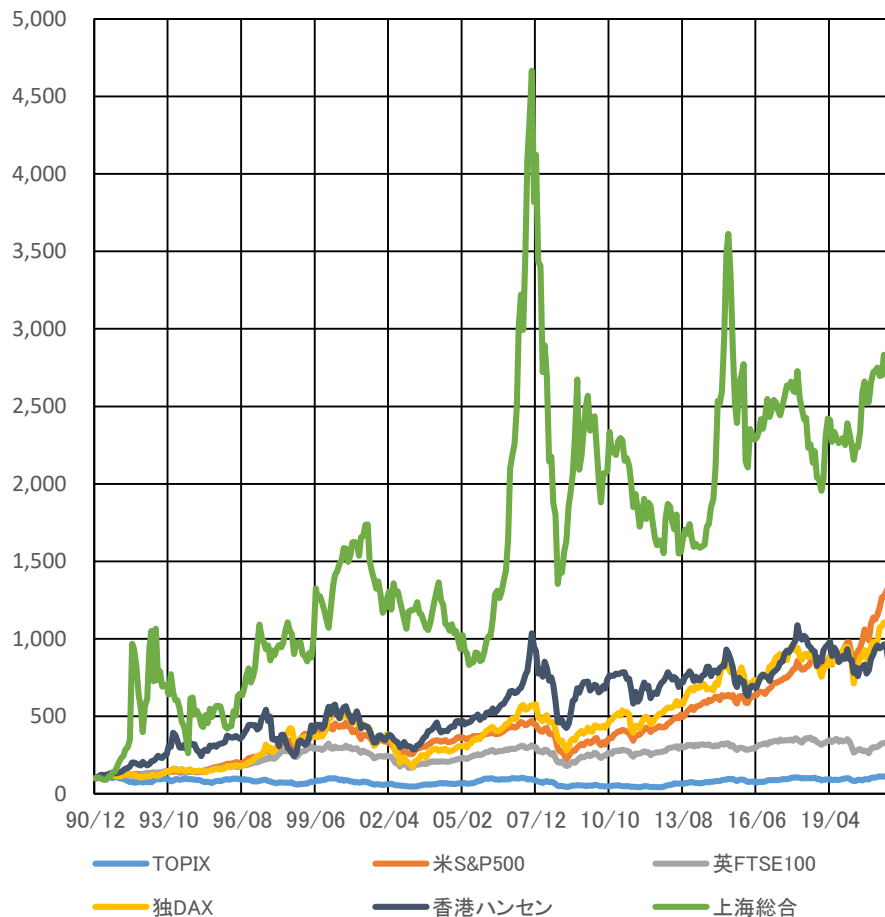
- 日本の上場時価総額は、アジアの中では中国（香港除く）に次ぐ規模。2000年から2020年の伸び率で見ると、米国・中国（香港除く）・香港の伸びが相対的に大きい。
- 主要国における株価指標の中で、TOPIXの伸び（1990年～2021年）は低い状況。

上場時価総額の推移（2000年～2020年）



(注1) 年末値。中国は2003年以降の値。
 (注2) 米国の数値は、ニューヨーク証券取引所とNASDAQの上場時価総額の和。中国(香港除く)の数値は、上海証券取引所と深セン証券取引所の上場時価総額の和。
 (注3) 東証の2013年以降の値は、同年7月に大証と株式現物市場を統合した後の時価総額。
 (出典) World Federation of Exchanges

株価指標の推移（1990年12月～2021年8月）
 （1990年12月の株価を100とした指数）



(出典) Bloomberg

上場企業への投資動向

- OECDの調査によると、日本の上場企業の株主構成における機関投資家の割合（全体・国内）は、米国や英国と比較して低いと推計されている。
- マザーズの新規株式公開（IPO）において、IPO調達金額100億円以下の案件の多くは、個人投資家への配分割合が約7割～9割となっている。

上場企業の株主構成（主要国）

	民間企業		公共部門		戦略的個人		機関投資家		その他 浮動 株式
	国内	海外	国内	海外	国内	海外	国内	海外	
Germany	11%	5%	3%	3%	6%	1%	9%	25%	39%
Hong Kong (China)	2%	11%	1%	37%	6%	4%	2%	10%	27%
Japan	16%	2%	9%	2%	2%	1%	17%	20%	31%
Singapore	7%	24%	10%	1%	7%	4%	3%	10%	34%
United Kingdom	1%	5%	1%	5%	1%	2%	30%	32%	22%
United States	1%	1%	2%	2%	1%	2%	61%	11%	19%

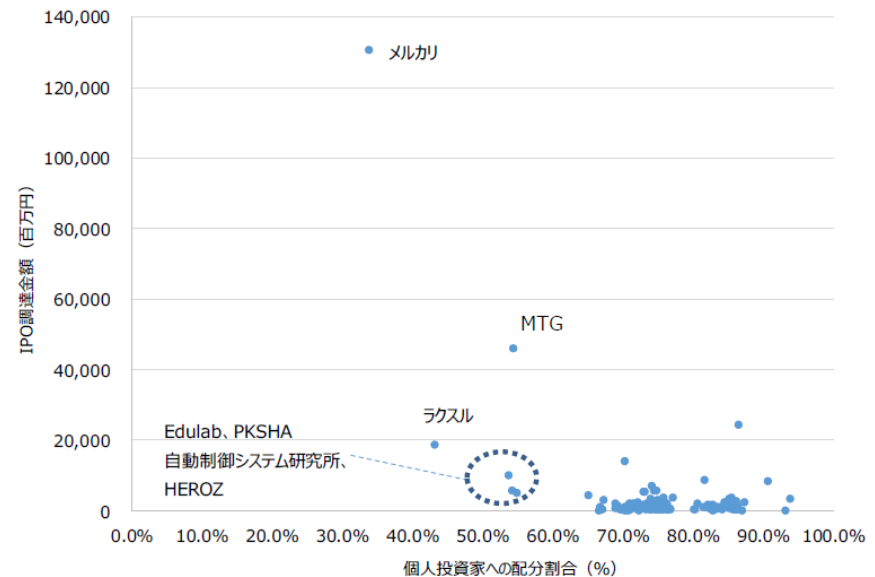
（注1）2017年末時点。時価総額加重平均で算出。

（注2）調査対象企業の内訳は、ドイツ461社、香港371社、日本587社、シンガポール195社、英国243社、米国622社の上場企業（各国の上場時価総額の85%以上を占める上場企業）。

（注3）民間企業には上場・未公開企業等、公共部門には中央政府・地方政府・公的年金基金・国営企業・ソブリンウェルスファンド、戦略的個人には創業株主・ファミリーオフィス等、機関投資家には年金基金・銀行・証券会社・保険会社・ 뮤チュアルファンド・ヘッジファンド等、その他浮動株式には所有権の開示が要求されていない個人投資家及び保有状況の開示を要しない機関投資家が含まれる。

（出典）De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), "Owners of the World's Listed Companies", OECD Capital Market Series, Paris, www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm より抜粋・一部加工（仮訳）

マザーズIPOにおける IPO調達金額と個人投資家への配分割合の関係性（日本）



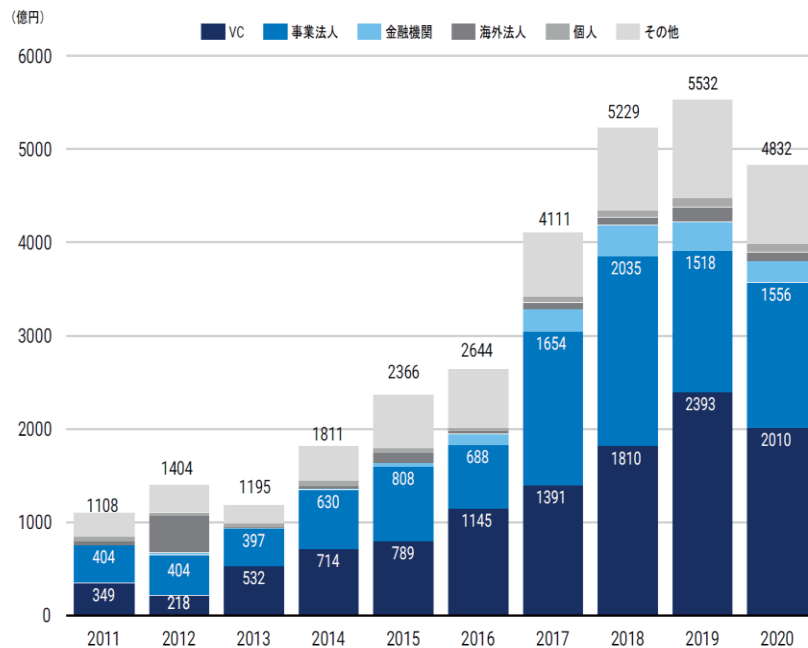
（注）2016～2018年におけるマザーズIPO銘柄のデータ。

（出典）株式会社三菱総合研究所「平成30年度産業経済研究委託事業（経済産業政策・第四次産業革命関係調査事業費）（大企業とベンチャー企業の経営統合の在り方に係る調査研究）報告書」（2019年）

スタートアップへの投資動向

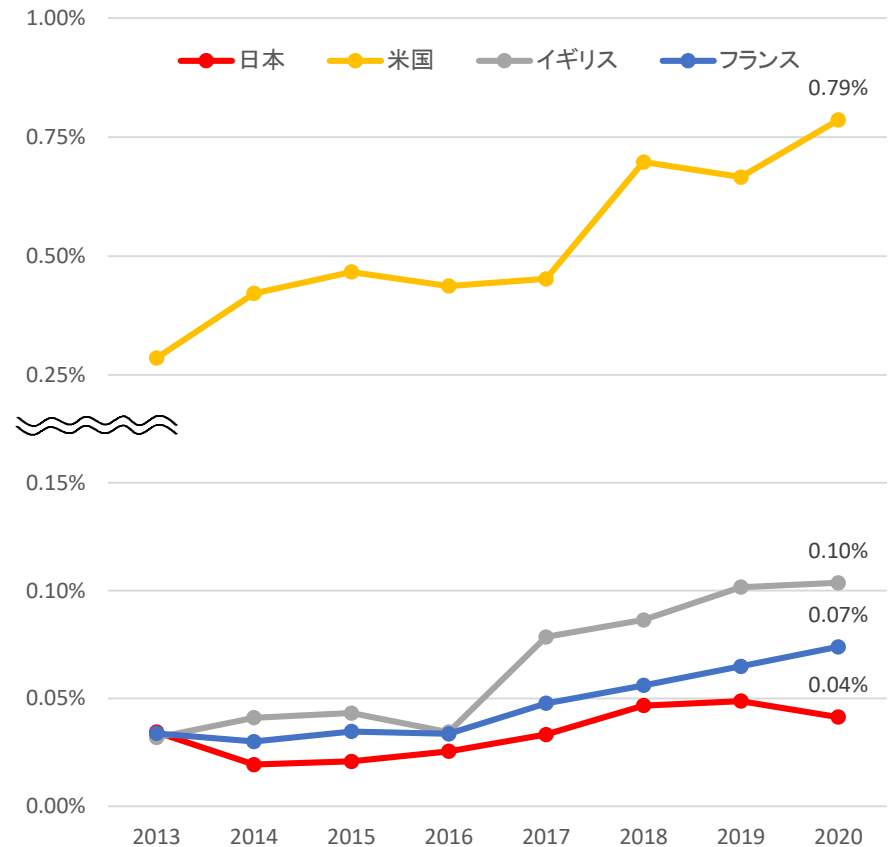
- 近年、国内スタートアップへの投資額は増加傾向にあるが、国内VCの投資額対GDP比で見ると、米国及び英国と比べて伸びが緩やかであり、2020年における水準は相対的に低いとされている。
- また、国内スタートアップへの投資額のうち、VC及び事業法人が占める割合は約7割と推計されている。

国内スタートアップへの投資額の推移



- (注1) 2021年1月25日時点(各年の値は基準日時点までに観測されたものが対象)
- (注2) スタートアップの定義は日本国内の未公開企業(外国人が起業した国内の会社及び日本人が起業した海外の会社を含む)、その他(株)ユーザベースが対象と判断した企業等を含む。
- (注3) 事業法人にはCVCを含まない。海外法人は海外金融機関及び海外事業法人。その他にはSPC(特別目的会社)、クラウドファンディング、地方公共団体・大学・財団・その他基金、その他不明なものを含む。
- (注4) 投資額は(株)ユーザベースによる推測を含む。
- (出典) (株)ユーザベース、「2020年 Japan Startup Finance ~国内スタートアップ資金調達動向決定版~」

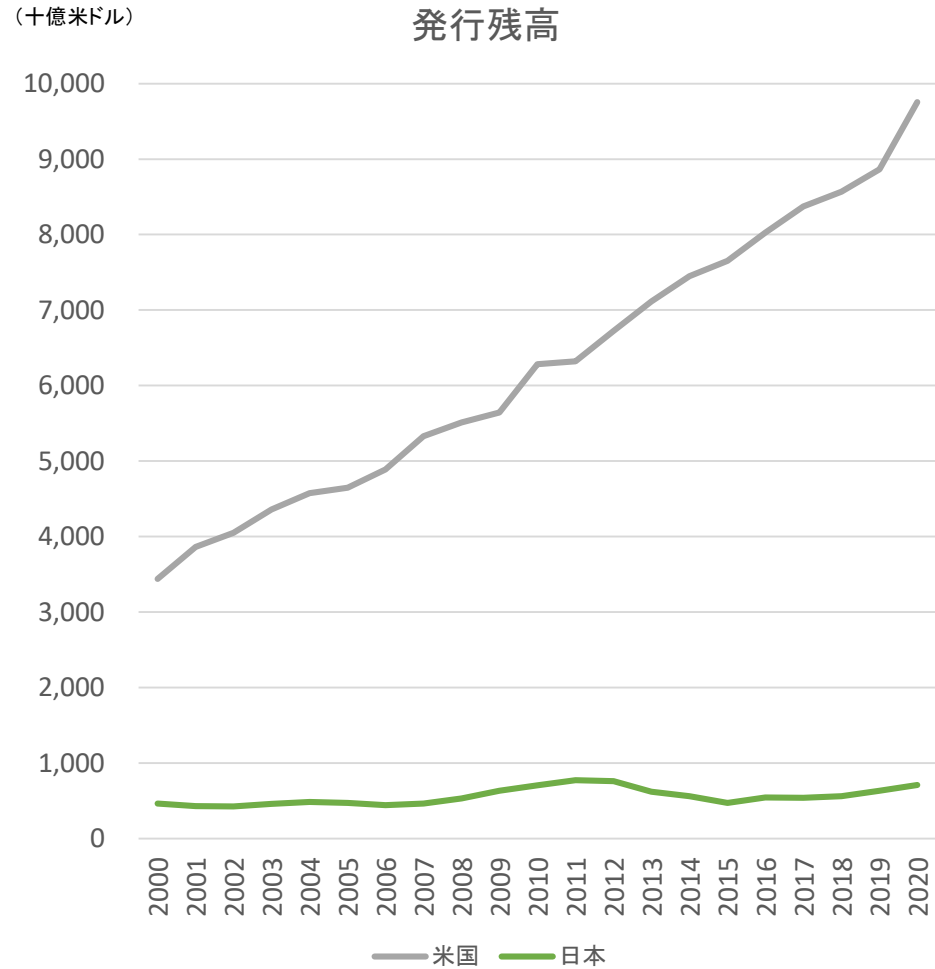
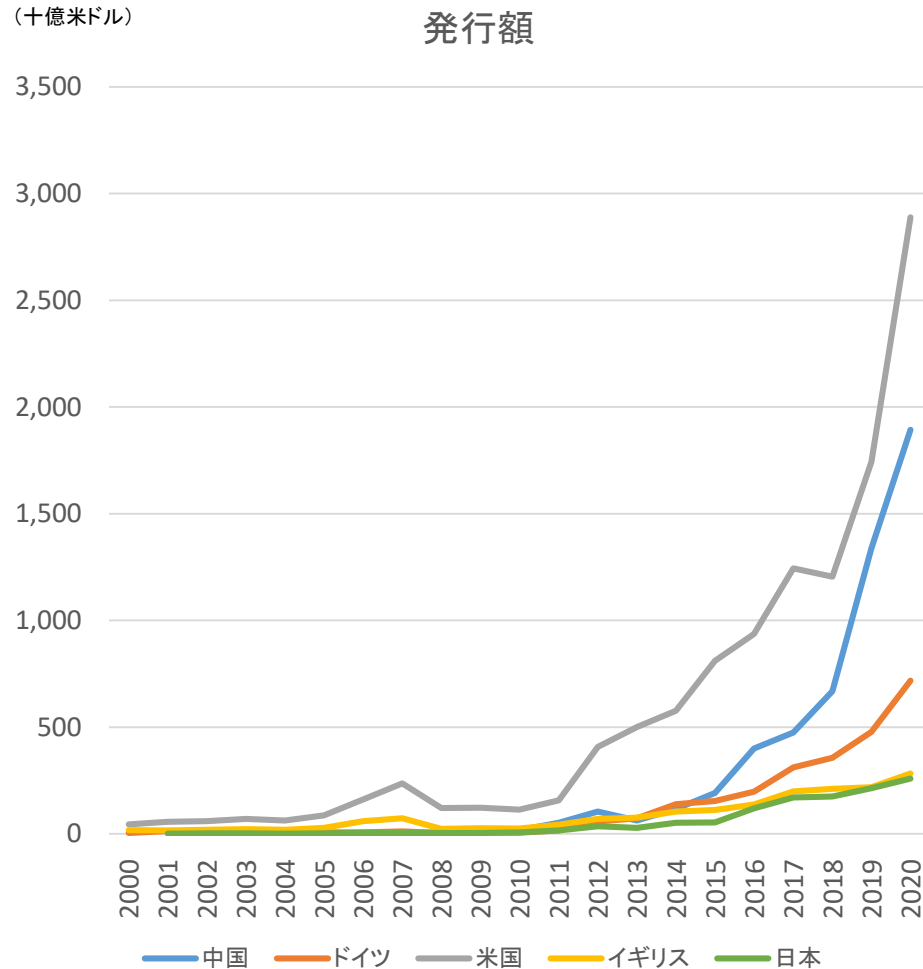
各国のVCの投資額対GDP比



- (注) 日本の各年のデータは年度末時点。
- (出典) OECD(イギリス・フランス)、一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(日本)、National Venture Capital Association(米国)のデータを基に金融庁にて作成

社債の発行状況

○ 近年は発行額、残高とも増加傾向ではあるが、米国は額も大きく、より高い伸びを示している。



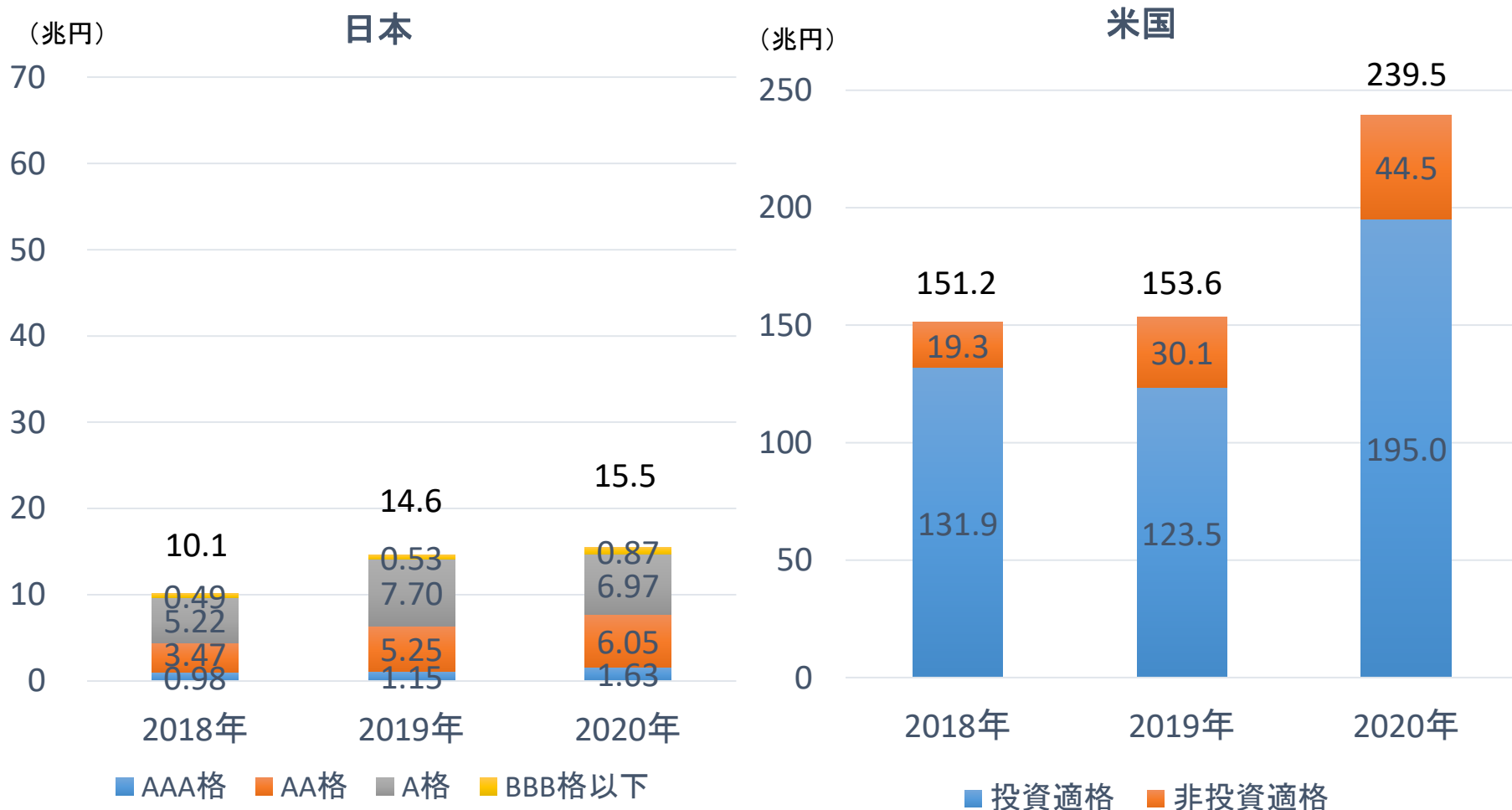
(注) 発行額中、中国の2000年、2001年、2004年、日本の2000年は Bloombergのデータベース上、統計データが存在しない。

(出典) Bloombergより金融庁作成

(出典) 日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」及びSecurities Industry and Financial Markets Association「US Corporate bonds Statistics」に基づき金融庁作成

社債発行状況の日米比較(格付別発行額)

○ 日本では、A格以上が大半を占める一方、米国市場では、非投資適格が1割～2割を占める。



(注1) 日本の発行額は、国内公募分。

(注2) 米国の発行額は、各年12月基準外国為替相場を基に換算。

(出典) 日本証券業協会「公社債発行銘柄一覧」及びSecurities Industry and Financial Markets Association「US Corporate bonds Statistics」に基づき金融庁作成

I. 過去30年間の主な制度改正等

II. 家計、アセットオーナー

III. 資金需要者(成長資金等)

IV. 販売会社、アセットマネージャー(運用機関)

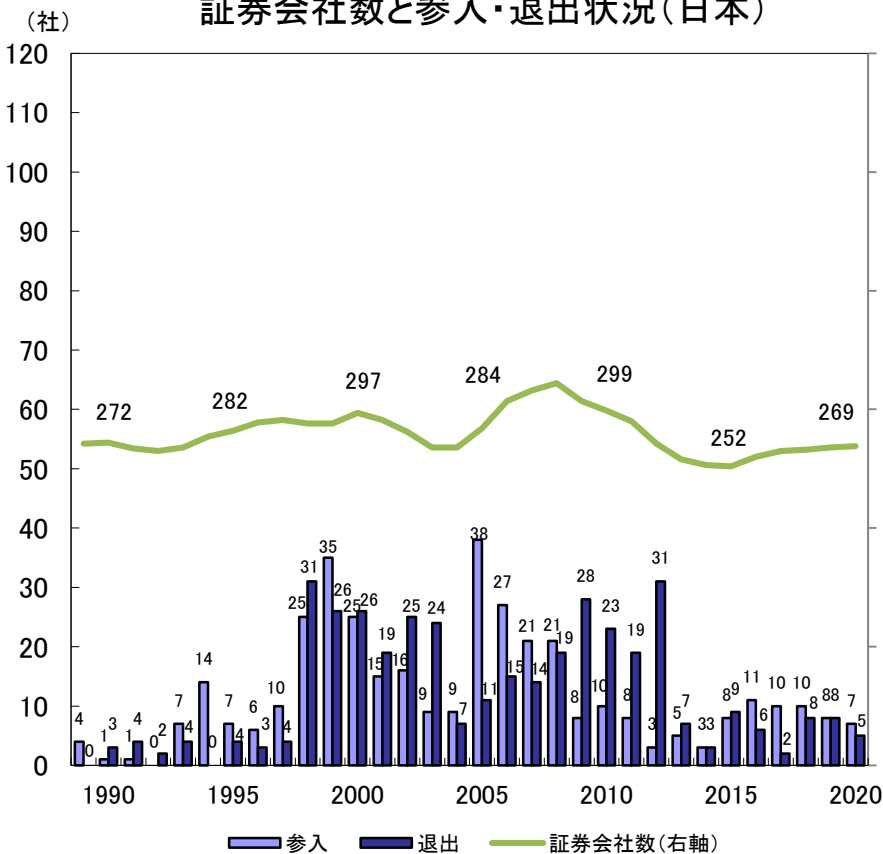
V. 市場インフラ

VI. 討議事項

【Ⅳ. -1. 販売会社】証券会社数と参入・退出の状況(日本・米国)

- 日本の証券会社の参入・退出数は、金融システム改革における証券業への参入・退出規制の緩和により増加したが、2010年代は比較的低位で推移している。
- 米国の証券会社は、総じて退出が参入を上回っており、集約が進んでいる。

証券会社数と参入・退出状況(日本)



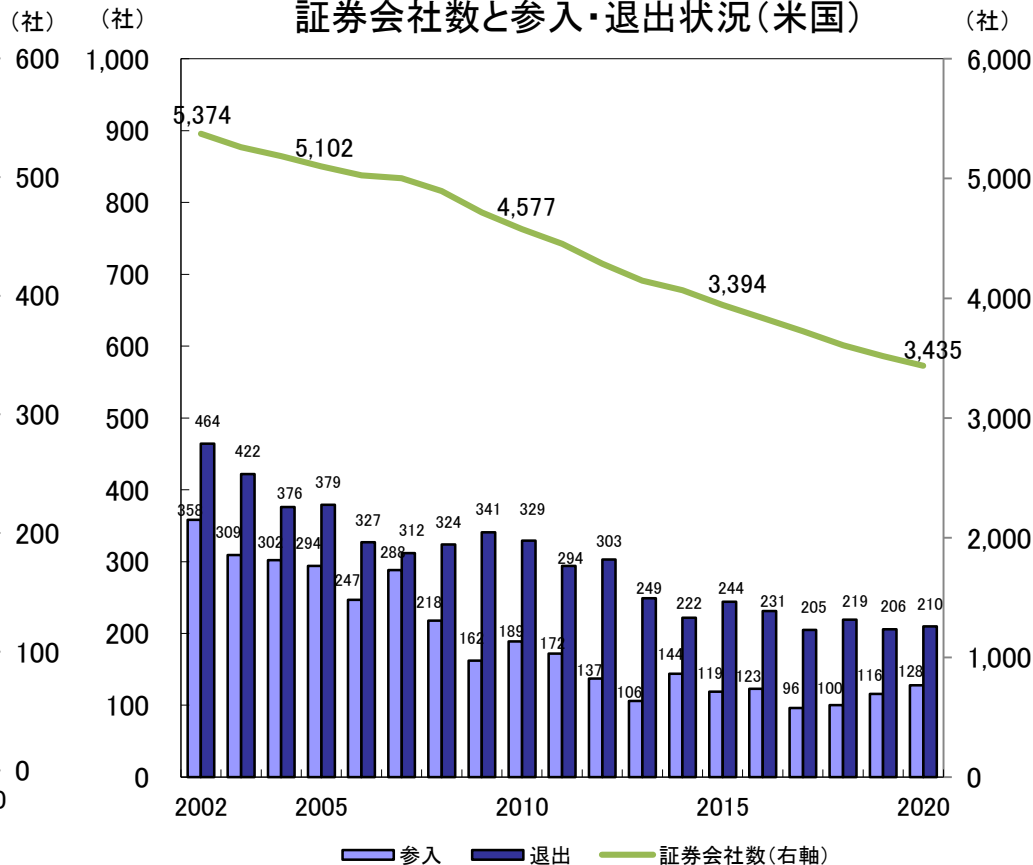
(注1) 金融商品取引法施行(2007年9月)以降は、第一種金融商品取引業のうち有価証券関連業を行う者でカウント。

(注2) 新規参入は、新規登録、変更登録、退出は、廃止等(廃止、事業譲渡・承継、合併消滅、解散、登録取消し、変更登録)とする。

(注3) 証券会社数は暦年、参入・退出数は年度のデータ。

(出所) 日本証券業協会のデータを基に金融庁にて作成

証券会社数と参入・退出状況(米国)



(注1) 統計データは2002年から計測。

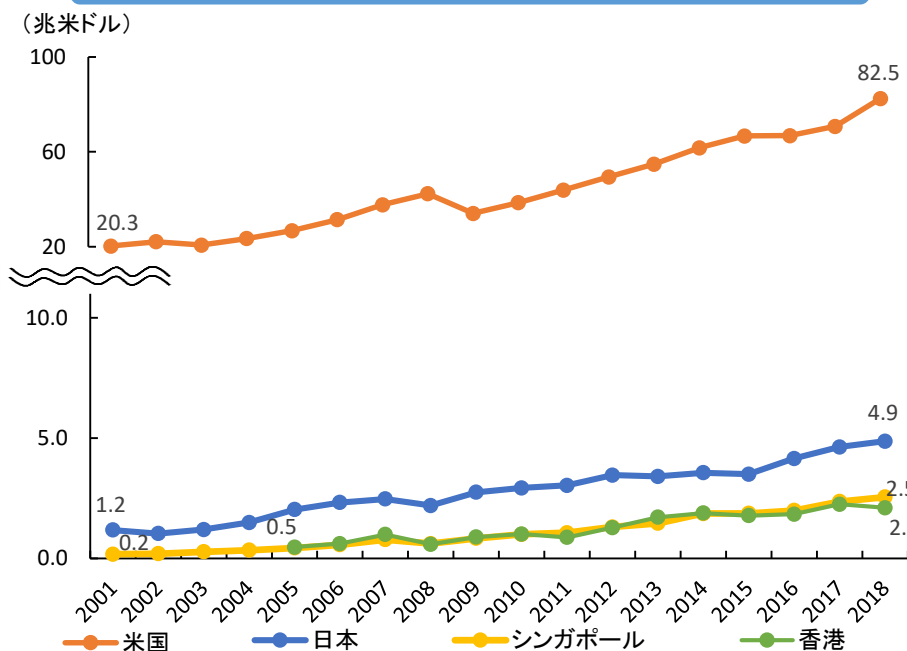
(注2) 参照元であるFINRAのHP上で数値の更新が行われたことにより、参入と退出の差と会社数の前年との差が2006年を境に一部数値が一致しない箇所がある。

(出所) FINRAのデータを基に金融庁にて作成

運用資産残高・運用会社数の国際比較

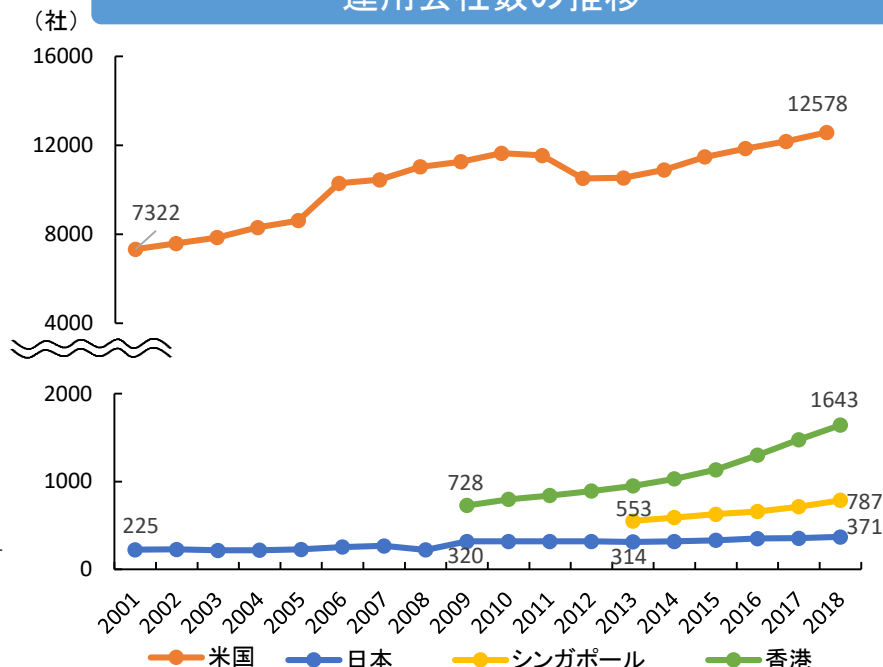
- 個人金融資産の規模と比較して、日本の投資運用業者の運用資産残高は相対的に少ない。(運用資産残高の対個人金融資産比(2018年)は、日本は26.5%、米国は99.1%、シンガポールは288.7%)
- 登録等を受けている運用会社数の増加率についても、日本は相対的に低い。

運用資産残高の推移



- (注1) 日本は投資一任・助言契約等と投資信託の合計(時価ベース)。ただし、投資信託のうち不動産投信は簿価ベース、2001年の投信一任・助言契約等は契約元本ベース。
 (注2) 米国はSECに登録された投資顧問業者が管理する運用総資産額。
 (注3) シンガポールは同国を拠点とする企業が管理する運用総資産額。
 (注4) 香港は免許または登録を受けた資産運用業者と投資助言業者が管理する運用総資産額。
 (注5) 各年末の為替レートで算出。
 (出典) 日本・投資信託協会、投資顧問業協会、米国・IAA「Evolution Revolution Reports」、シンガポール・MAS「Singapore Asset Management Survey」、香港・SEC「Asset and Wealth Management Activities Survey」「Fund Management Activities Survey」

運用会社数の推移



- (注1) 日本の2007年までの数値は投資信託委託会社と投資顧問業者(一任)の合計で、2008年以降の数値は投資運用業者の登録者数。2010年までは3月末、2011年以降は6月末時点の数。
 (注2) 米国はSECに登録している投資顧問業者数。
 (注3) シンガポールは登録・認可資金運用会社数。
 (注4) 香港は免許企業数。
 (出典) 日本・金融庁「金融庁の1年(2019事務年度)」、米国・IAA「Evolution Revolution Reports」、シンガポール・MAS「Singapore Asset Management Survey」、香港・SEC「Asset and Wealth Management Activities Survey」「Fund Management Activities Survey」

証券会社の収益構造

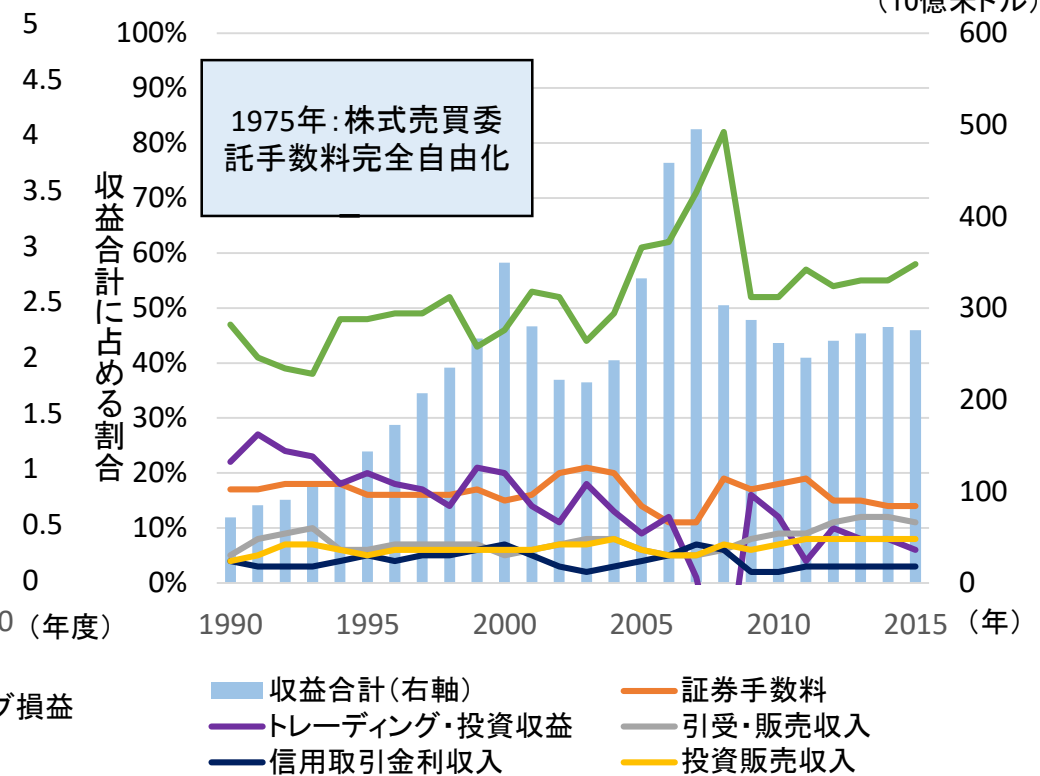
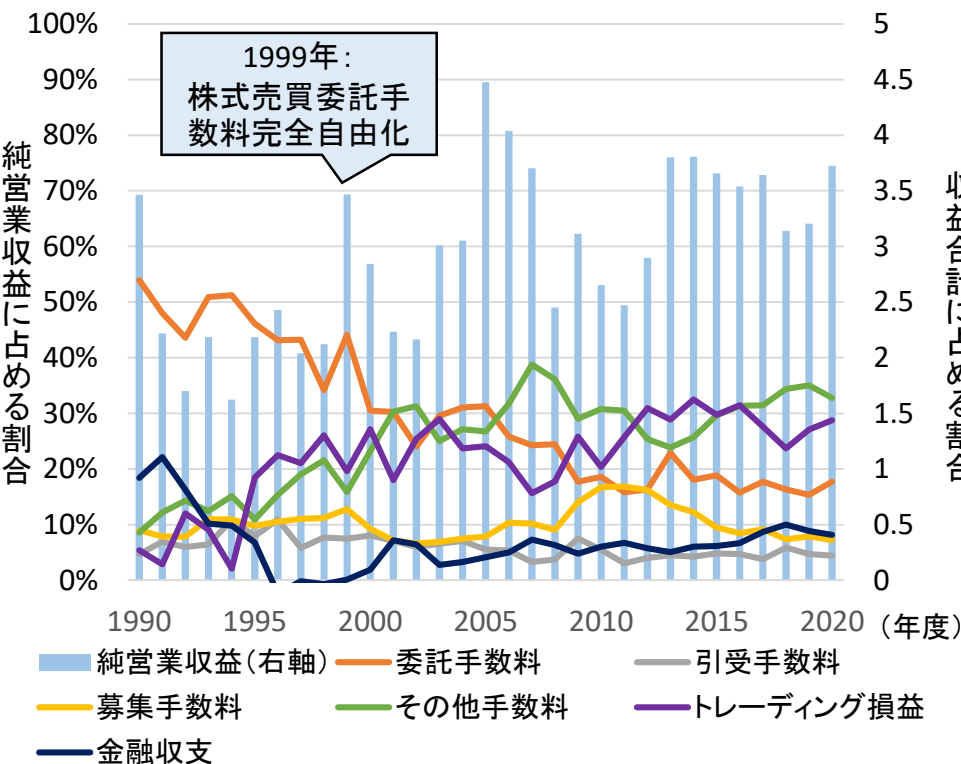
- 日本においては、株式売買委託手数料の低下に伴い、収益に占める委託手数料の割合は低下している。(2020年度の割合は18%程度。米国は14%程度(2015年)。)
- 一方、「その他手数料」は増加傾向にある。2020年度においては、「その他手数料」のうち、信託報酬は収益の9%程度、投資一任契約の運用受託報酬は収益の3%程度を占めている。また、募集手数料(投資信託等)は収益の7%程度となっている。

日本の証券会社の収益構造の推移

(兆円)

米国ブローカーディーラーの収益構造の推移

(10億米ドル)



(注)純営業収益は、①受入手数料(委託手数料、引受手数料、募集手数料、その他手数料)、②トレーディング損益、③金融収支(=金融収益-金融費用)から構成されている。

(出典)SEC Annual Report及びSelect SEC and Market Dataのデータを基に金融庁にて作成

(出典)日本証券業協会のデータを基に金融庁にて作成

金融機関の顧客に対する商品の説明

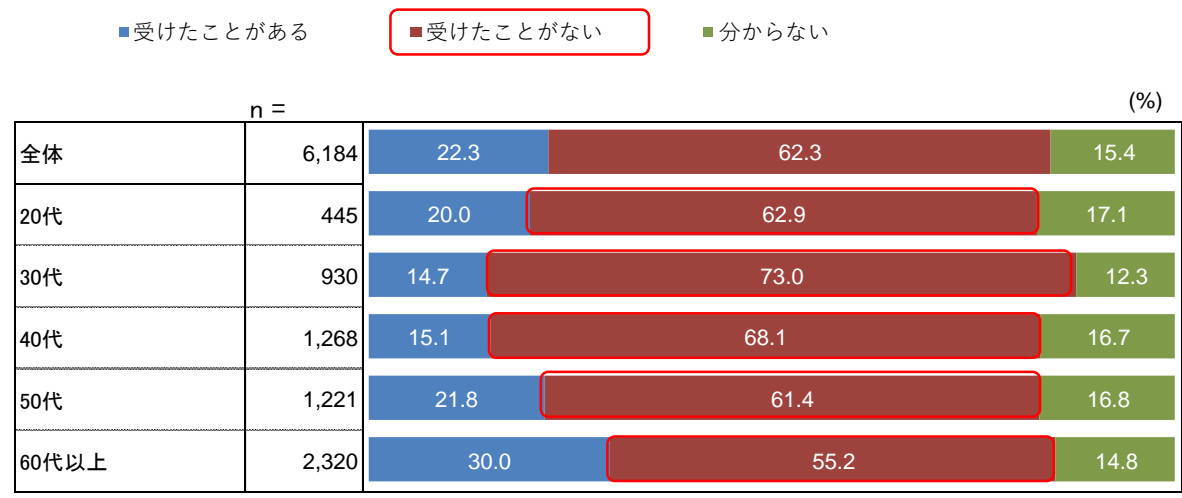
○ 「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」によれば、他の商品との比較説明を受けたことがないとの回答が過半数を占めている。

他の商品との比較説明

Q37. リスク性金融商品を購入する際、メインで利用している金融機関(現在、利用している金融機関がない方は、直近、メインで利用していた金融機関)から、他の商品との比較説明を受けたことがありますか。

回答傾向

■ 何れの年代においても、「比較説明を受けたことがない」との回答が過半数を占めた。



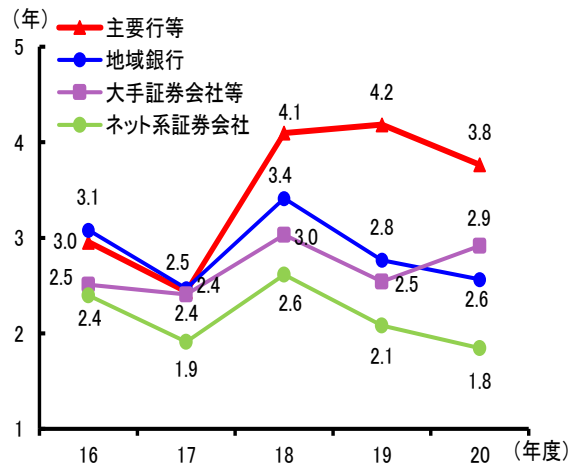
(出典) 金融庁「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」(令和3年6月30日)より引用

投資信託の平均保有期間

○ 「投資信託等の販売会社に関する定量データ分析結果」においては、金融機関の業態によって、平均保有期間の短期化傾向が見られる。

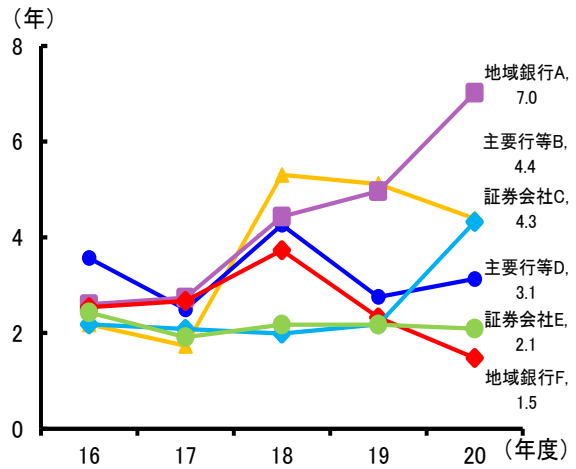
- ◆ 投資信託の平均保有期間は、主要行等では、長期化傾向が継続していたものの、足下やや短期化。大手証券会社等は主要行等と比べて短い保有期間で一進一退。地域銀行及びネット系証券会社は、短期化傾向。主要行等とネット系証券会社の平均保有期間には、2年程度の差が生じている。
- ◆ 個々の販売会社をみると、平均保有期間が **7年程度に及ぶ販売会社** が存在する一方、 **1.5年程度の販売会社** も存在し、同じ業態内でも個社ごとにバラツキがみられる。

平均保有期間の推移（業態別）



(注1) 主要行等9行、地域銀行26行、大手証券会社等8社(20年度は経営統合により7社)、ネット系証券会社4社を集計
 (注2) 銀行は自行販売、仲介販売の合算ベース
 (注3) 平均保有期間は、(前年度末残高+年度末残高)÷2÷(年間の解約額+償還額)で算出
 (資料) 金融庁

平均保有期間の推移（一部個社別）



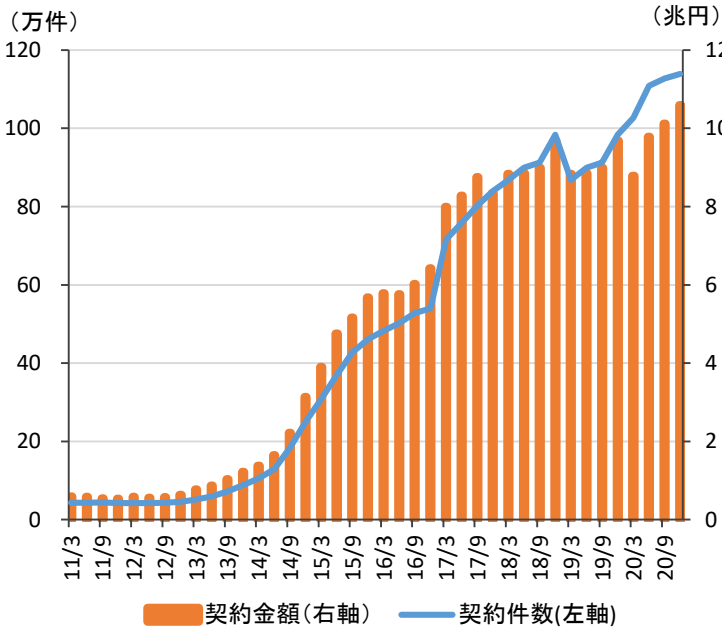
(注1) 銀行は自行販売、仲介販売の合算ベース
 (注2) 平均保有期間は、(前年度末残高+年度末残高)÷2÷(年間の解約額+償還額)で算出
 (注3) 主要行等(9行)、地域銀行(26行)、大手証券会社等(7社)それぞれにおいて、平均保有期間が最長・最短の販売会社
 (資料) 金融庁

個人向けファンドラップ(投資一任)の現状と課題

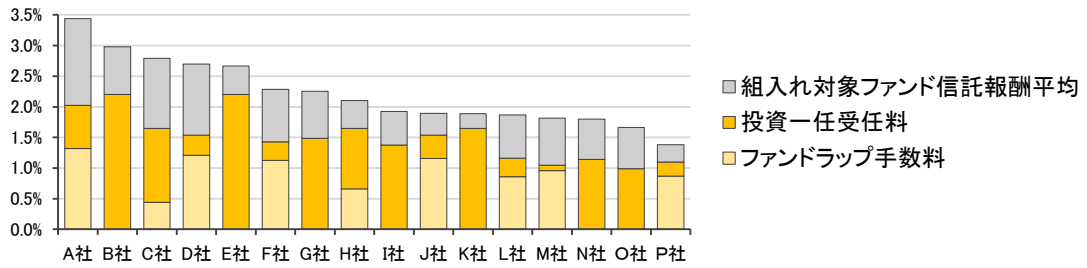
○ 近年増加傾向にある個人向けファンドラップ(投資一任)について、コスト等を踏まえ、商品サービスの提供のあり方について再検討すべきとの指摘がある。

- 個人向けの投資一任であるファンドラップは、近年増加傾向にある(図表A)。
- ファンドラップの顧客が負担するコストは、ファンドラップ手数料の他にも、投資一任受任料や、組入れ対象ファンドの信託報酬があり(図表B)、コスト控除後の平均パフォーマンスはバランス型の投資信託の平均と比べて総じて劣後(図表C)。
- 証券会社がフィーベースの営業を指向する中、顧客本位の営業を行う観点から、商品・サービス提供のあり方を再検討することが期待される。

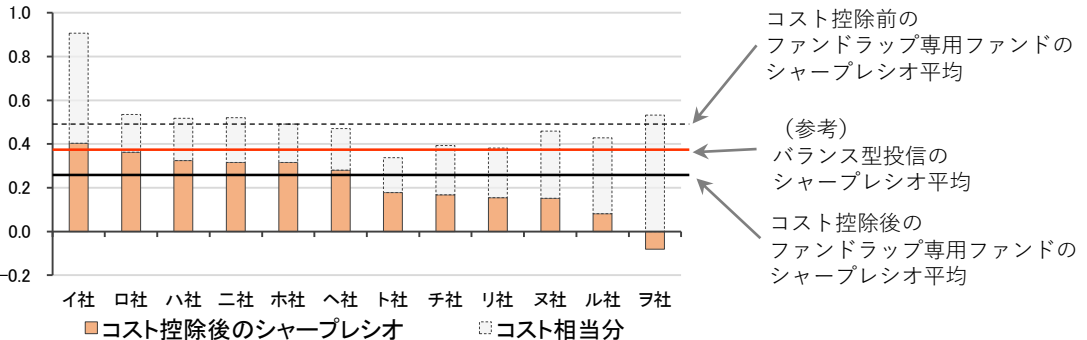
A. ファンドラップ(投資一任契約)の推移



B. ファンドラップのコスト構造(残高比、年率)



C. ファンドラップ専用ファンドの5年シャープレシオ



(注) 図表B及びCのデータは2020年末時点。また、図表Cは、5年間の運用実績があるもののみ。対象は、国内籍の追加型株式投資信託もしくは国内販売外国籍投信を組み入れ対象とするラップ口座と、ファンドラップ専用の投資信託。海外ETFを直接組み入れるロボアドバイザーは対象外。ファンドラップ手数料と投資一任受任料(固定報酬制)については、それぞれの「最大・最小の平均値(もしくは一律値)」を算出。最大・最小の差異がなく一律の場合は、最大値(一律値)をそのまま採用。ファンドラップ手数料を投資一任受任料に含めているファンドラップも存在する。シャープレシオ平均はいずれも運用コスト(信託報酬)控除後。バランス型投信は販売手数料控除前。

【IV. -2. アセットマネージャー(運用機関)】運用会社のパフォーマンス状況

- ファンド数が多く純資産総額の大きい運用会社において、インデックスファンドと比較して運用パフォーマンスが低い公募アクティブファンドが多く見られるとの指摘がある。

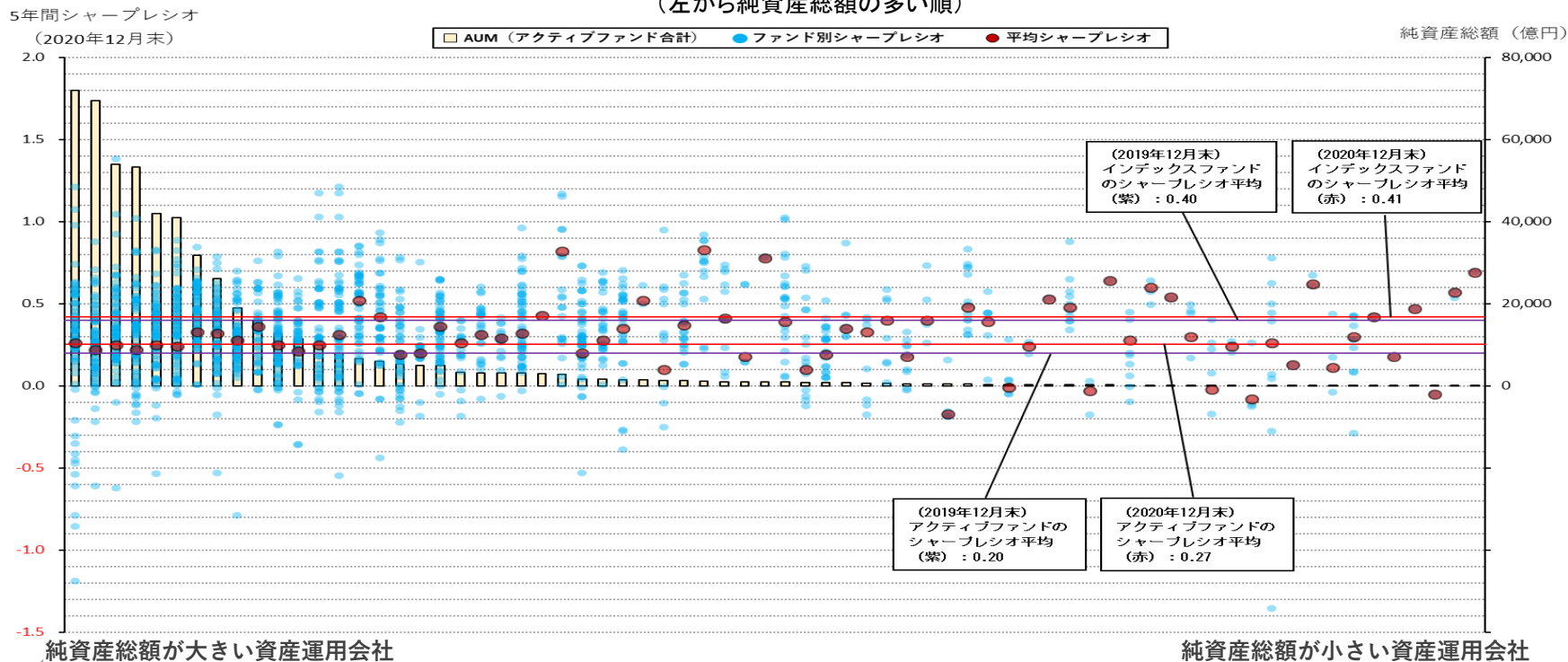
③ パフォーマンス状況の把握

i) アクティブファンドのシャープレシオ

- 公募アクティブファンドのシャープレシオを見ると、ファンド数が少なく純資産総額の大きくない社においては、徹底した企業調査に基づく投資判断等により良好なパフォーマンスを実現し、平均レシオが高い社が見られる。一方、ファンド数多く純資産総額の大きい社においては、多様なファンドを手掛ける中で、インデックスファンドの平均レシオを下回るファンドが多い社が見られる。顧客利益を最優先するガバナンスを強化していくことにより、運用成果を向上させていくことが期待される。

資産運用会社別純資産総額及びファンドパフォーマンス分布

(左から純資産総額の多い順)



運用会社のプロダクトガバナンスに関する課題

- 運用会社のプロダクトガバナンスについて、ファンド組成・管理のあり方や顧客の費用負担等の観点から問題点があるとの指摘がある。

① プロダクトガバナンスの強化

i) 顧客本位のプロダクトガバナンス

- 各資産運用会社においては、プロダクトガバナンスの強化に向け、以下のような取組みが見られた。
 - － 顧客のニーズを踏まえた運用会社主導の商品組成により、類似ファンドの組成防止等、新規ファンドの設定を抑制。
 - － 組織再編によりプロダクトマネジメント担当部署が運用商品の企画や運用管理の機能を中心に担うことを明確化。
 - － 商品ごとにプロダクトマネージャーを配置し、運用や営業との連携を図りながら商品開発を強化。
 - － ほとんどの大手資産運用会社において、管理会計による個別ファンドの採算性検証の精緻化が進展。
 - － 商品組成時に商品内容を踏まえた想定される顧客層（ターゲット市場）等を販売会社に共有。
- 一方、プロダクトガバナンスについては、以下のような問題点が顧客に不利益を生じさせているのではないかと指摘がある。
 - － 公募投資信託は、2018年以降、償還本数が新規設定本数を上回り、ファンド総数は減少傾向にあるが、中長期的に安定的な利益を実現する商品組成でなかったこと等から小規模ファンドが多く存在するなど、ファンド数が高止まりしているのではないか。
 - － 顧客の目的とニーズに即していないファンドの提供が行われ、また、顧客が必要以上の費用を負担しているのではないか。（P17 ii）クローゼット・トラッカーの問題 参照）
 - － 同一のベンチマークに連動するインデックスファンドの費用体系に説明が困難な点があるのではないか。（P19～20 iii）同一ベンチマークに連動するインデックスファンドの費用体系を巡る課題 参照）
 - － 投資信託の手数料のうち、「その他費用」に分類される費用がファンドによって異なり、顧客に対する費用開示がわかりにくいのではないか。（P21 iv）商品の費用の開示についての問題点 参照）
- 運用部門、営業部門、管理部門の社内全体においてプロダクトガバナンスの考え方を浸透させ、顧客利益を最優先した商品組成、顧客への商品内容や運用状況のわかりやすい説明、パフォーマンス評価を含めたその後の運用管理（コスト削減や採算性の精緻化、償還等の判断）等の徹底が必要である。

運用会社のビジネスインフラに関する課題

- グローバルカストディアンが提供する資産運用会社向けのフロント～バックサービスに関して、日本においては独自のサービスが求められること等から、資本市場への本格的な参入が見られないとの指摘がある。
- また、資産運用会社のシステムのアウトソース経費の高さが新興運用会社の参入障壁となっているとの指摘がある。

- 海外市場では、グローバルカストディアンが各資産運用会社のニーズに応じて、フロント～バックのサービスを組み合わせる統合的に提供するようなプラットフォーム化が進展している。日本では、カストディの前提となる運用資産残高の伸びは限定的となっていることに加えて、日本独自のサービスが求められることなどからグローバルカストディアンの本格的な参入は見られない（図表A）。
- こうした状況のもと、日本では、大手資産運用会社が人件費削減等の目的でシステムのアウトソースを行う一方で、システムのアウトソース経費の高さが新興運用会社の参入障壁となっている、との指摘がある（図表B）。

A. 日本の資産運用市場・日系クライアント市場の特殊性

B. 資産規模別ミドル・バックシステム関連費用の平均経費率（推計）

規制

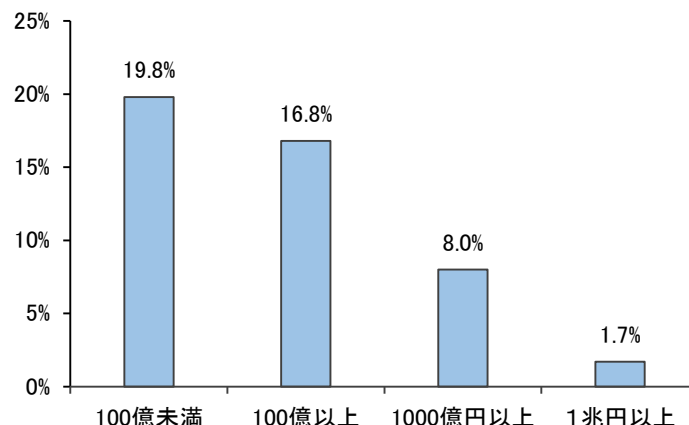
- 保険・年金基金など機関投資家向け業務受託時に前提・必要となる日本独自の法制度・商習慣に基づく会計・報告・事務業務
 - 顧客業種ごとのカスタマイズ対応が必要
 - 過去の対顧客サービス・オペレーションとの連続性を担保するための個別設定なども含めるとさらに煩雑となる

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、各グローバルカストディアン・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



（注）日本で公募投信を運用している資産運用会社が対象。投信協会「正会員の財務状況等に関する届出書」の損益計算書のうち、営業費用の「委託計算費」を営業費用全体で除すことで算出。「委託調査費」には、一般に投信経理等のバック業務に関するシステム利用料やアウトソーシングコスト等が含まれる。「委託計算費」の項目のない運用会社（日本で公募投信を運用する資産運用会社83社中19社）は対象から外している。

（出所）各社の決算資料

（出所）Boston Consulting Group

（出典）金融庁「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2021」（2021年6月）より引用

最近の金融商品取引業者に対する行政処分等の事例

○足下でも、ファンドの運用内容や運用財産の管理状況の確認、運用先に対するモニタリング等が適切に行われていない、登録を行わずに金商業を行っているといった問題事例が生じている。

【主な行政処分等の事例】

◆二種ファンドの不適切な取得勧誘等に係る事例 (2021年6月に二種業者に対し業務停止命令等を発出)

- 再エネ施設や不動産の開発を目的に設立されたSPCに対する貸付事業(実質的には当該SPCが業務委託を行う者への貸付)を行う匿名組合への出資持分の取得勧誘等に係る事例。
- 取得勧誘を行っていた二種業者は、ウェブサイト上の募集ページ等において、虚偽の表示(資金使途の表示が実際と同一となっているか確認していなかった。その後、資金使途に違反する事例も認識)や、誤解を生ぜしめるべき表示(実効的な貸付審査やモニタリングを行うとの認識を与えやすい表示を行っていたが、それらを十分に実施していなかった)を行うなどして取得勧誘を継続していた。

◆投資運用業者による投資対象先の調査等が不十分な事例 (2021年2月及び4月に投資運用業者に対し業務停止命令等を発出)

- 主として外国投資法人が発行する外国投資証券への投資を通じたファンド・オブ・ファンズ形式により、外国為替証拠金取引を実質的な投資対象とする投資信託(公募及び私募)の設定・運用等に係る事例。
- 投資運用業者は、当該投資信託の設定前後において、受益者のために善良な管理者の注意をもって適切な投資判断や運用財産の管理を行うための十分な調査をしておらず、顧客財産がどのように運用・管理されているのか不明なままとなっていたほか、あたかも安定的な収益が確保できるかのような資料を用いて販売会社や受益者に説明していた。

◆外国法人による無登録での金商業行為の事例 (2021年9月に裁判所に対し行為の禁止及び停止命令発出の申立)

- 外国法人が、国内の一般投資家に対し、国内のエージェントを介して、当該法人が取り扱う投資商品(別の外国法人が投資一任契約に基づく投資運用を行う海外投資商品)の取得勧誘を行っていたほか、当該取扱商品に関する投資一任契約の締結に関するサポートを行っていた事例。
- 上記行為は、投資一任契約の締結の媒介として「投資助言・代理業」に該当するところ、金融商品取引法第29条に違反して無登録で当該行為を行っていた。

I. 過去30年間の主な制度改正等

II. 家計、アセットオーナー

III. 資金需要者(成長資金等)

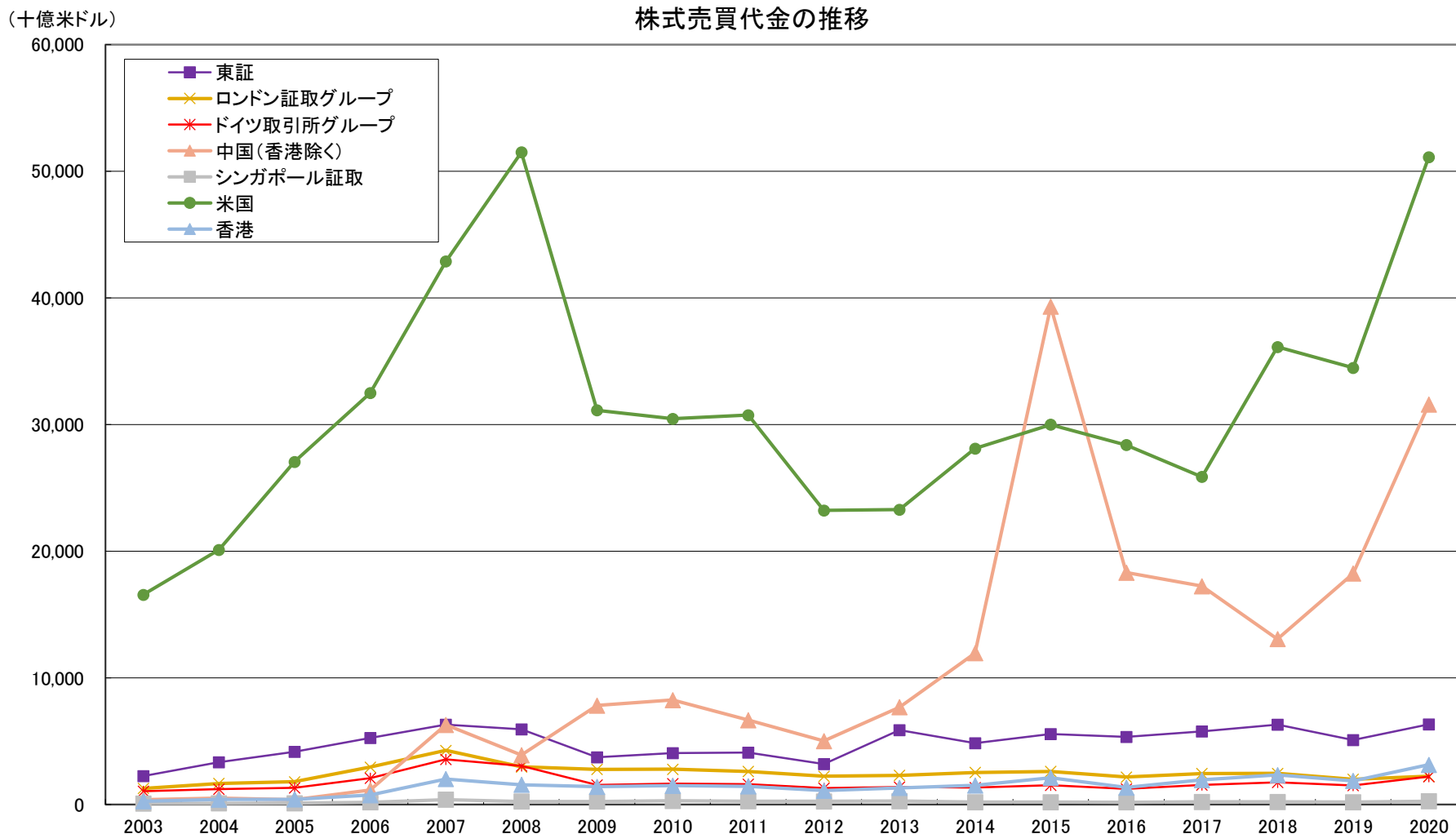
IV. 販売会社、アセットマネージャー(運用機関)

V. 市場インフラ

VI. 討議事項

株式現物市場の売買代金の推移

- 日本の株式売買代金は、アジアの中では中国（香港除く）に次ぐ規模である。
- 2003年から2020年の伸び率で見ると、中国（香港除く）の伸びが相対的に大きい。



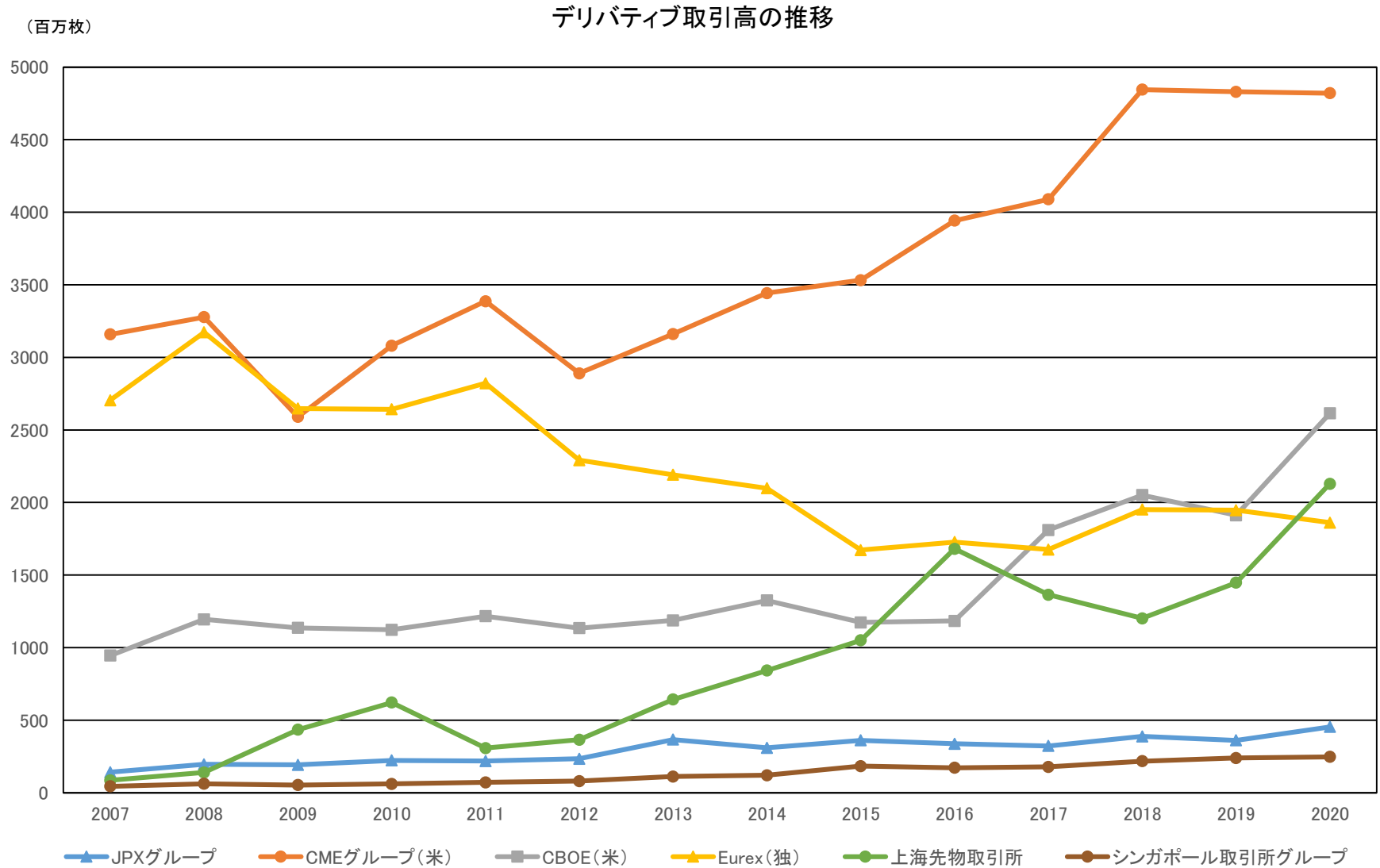
(注1) 米国の数値は、ニューヨーク証券取引所とNASDAQの売買代金の和。中国（香港除く）の数値は、上海証券取引所と深セン証券取引所の売買代金の和。

(注2) 東証の2013年以降の値は、同年7月に大証と株式現物市場を統合した後の売買代金。

(出典) World Federation of Exchanges

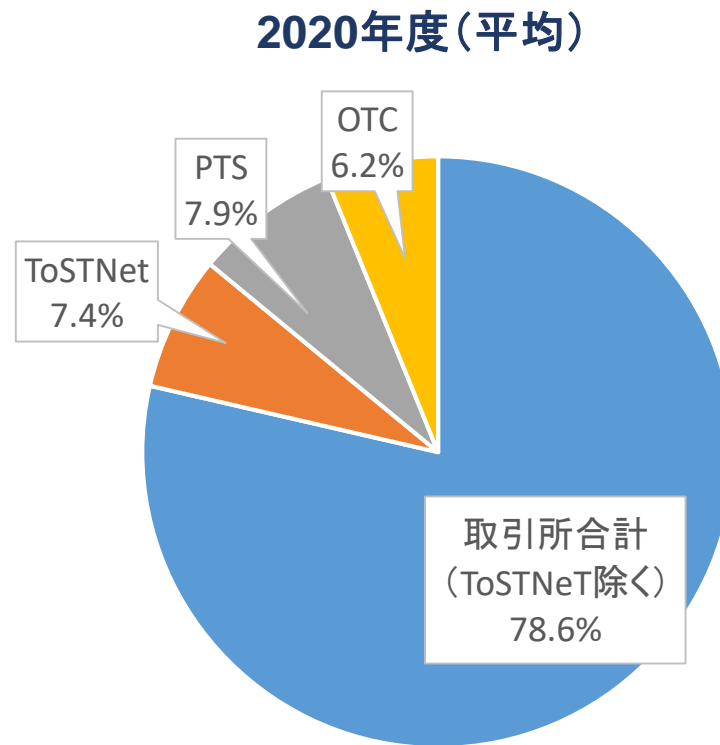
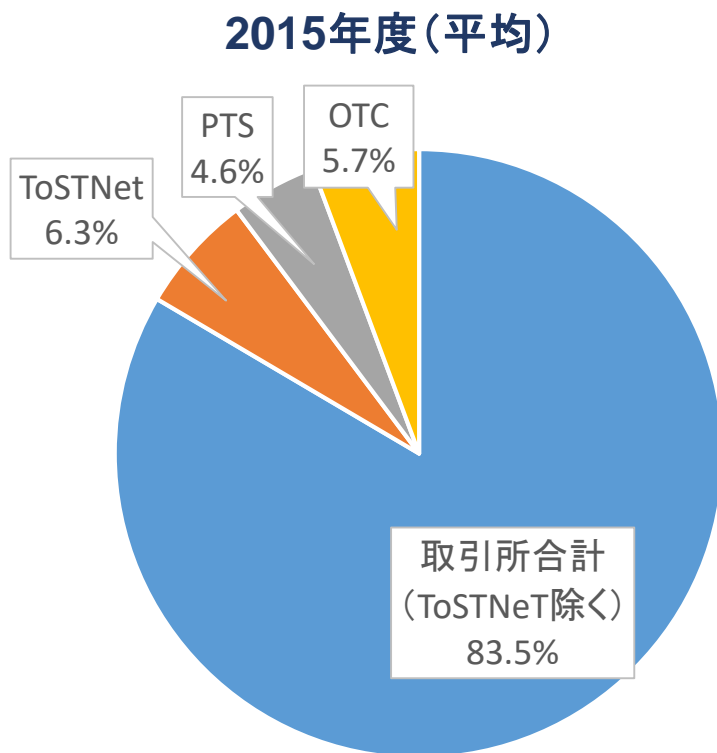
デリバティブ取引高の推移

○ 日本のデリバティブ取引高(枚数ベース)は、欧米・中国と比べて小さく、シンガポールと同程度。



取引所とPTSのシェア

○ 日本では、東証をはじめとする取引所のシェアは8割超、PTSのシェアは、近年増加し1割弱。



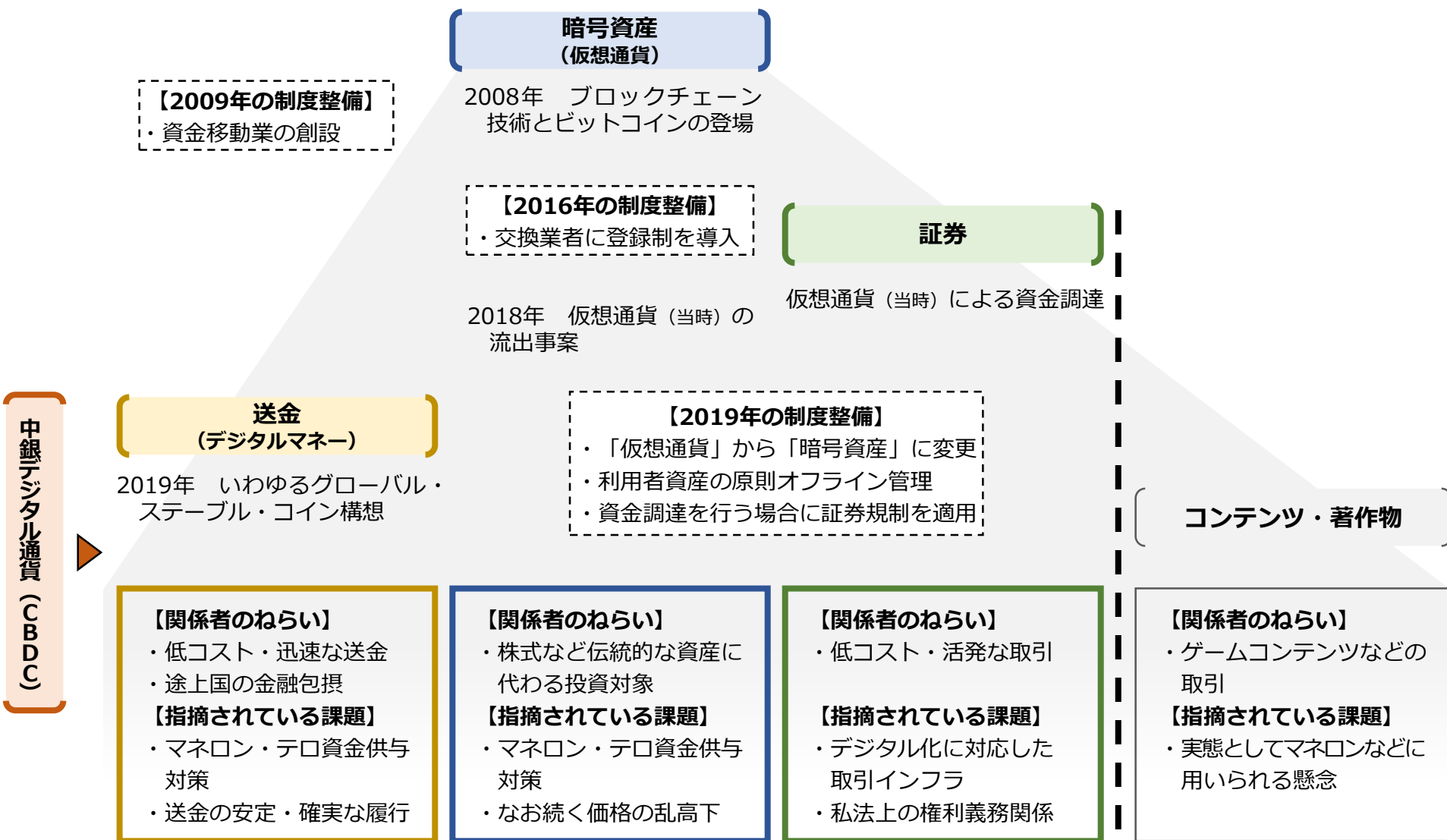
(注) 全上場銘柄における取引所金融商品市場及び取引所外取引における売買代金に占めるシェア。

「ToSTNet」は単一銘柄取引のみ、ダークプール取引を含む。

(出典) 東証・名証・福証、札証のデータ、PTS Information Network公表データより作成

金融のデジタル化

○ 社会経済全体のデジタル化が進む中、ブロックチェーン技術の活用を含め、金融のデジタル化が加速。



システム障害発生等に対する市場のレジリエンス向上

- 2020年10月1日、東証においてシステム障害が発生。上場商品が終日取引できない状況となった。
⇒ 東証はその後、①システム対応と総点検を行ったほか、②証券会社、投資家、システムベンダーをメンバーとする「再発防止策検討協議会」を設置して議論を行い、市場停止及び再開に係るルールを整備。
- 万一の障害発生時における市場機能の低下を最小限に止めるため、日本市場全体のレジリエンス向上が課題。

東証「再発防止策検討協議会」の対応策（2021年3月）の概要

I. 売買停止・再開に係るルール・手順の整備等

- ・ システム障害から円滑に売買が再開できるよう、障害発生状況に応じた売買停止の具体的な方針を明確にするとともに、取引所が注文を取り消した場合の取引参加者における顧客注文の取扱い等についてあらかじめルールを整備。
- ・ 取引所システムの再立ち上げ（いわゆるクリーンスタート）を行った場合に関して、具体的な運用手順を整備。

II. コンティンジェンシー・プランにおける売買再開基準・運用の明確化等

- ・ 売買停止・再開の判断基準の明確化を通じて、不測の事態が発生した場合の市場運営の予見可能性や透明性を向上。
- ・ 売買停止・再開時の判断において、透明性が高く、効率的な対応が可能となるよう、取引参加者に対する売買への参加の可否の確認のプロセス（意見聴取プロセス）を明確化。

III. 情報発信の拡充

- ・ システム障害時における情報発信ポリシーを定め、投資者や市場関係者の方々が障害や復旧状況について適時的確に情報を得られるようにする。

I. 過去30年間の主な制度改正等

II. 家計、アセットオーナー

III. 資金需要者(成長資金等)

IV. 販売会社、アセットマネージャー(運用機関)

V. 市場インフラ

VI. 討議事項

- これまでの取組も踏まえ、家計の安定的な資産形成を実現していくため、市場機能の発揮等に向けて、どのような取組が必要か。
 - ・ 家計の安定的な資産形成を実現していくために、家計、アセットオーナー、販売会社、アセットマネージャーそれぞれに関して、どのような点について検討を行っていく必要があるか。
 - ・ イノベーションや産業構造の変革のための企業の資金ニーズに適切に対応し、持続的な経済成長を実現するために、どのような点について検討を行っていく必要があるか。
 - ・ デジタル化やサステナビリティへの関心の高まりといった世界の潮流の中で、日本市場の機能やレジリエンスを向上させていくために、どのような点について検討を行っていく必要があるか。